



Marketperform(Downgrade)

목표주가: 440,000원

주가(4/12): 443,500원

시가총액: 51,500억원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (4/12)		2,233.45pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	530,826원	372,363원
등락률	-16.5%	19.1%
수익률	절대	상대
1M	-8.0%	-11.1%
6M	4.3%	0.9%
1Y	-16.5%	-8.6%

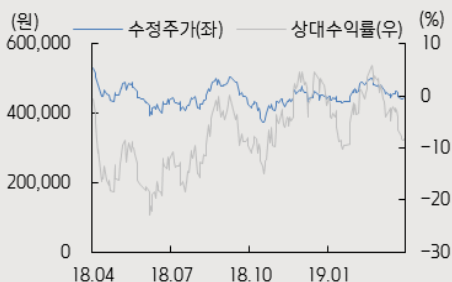
Company Data

발행주식수	11,612천주
일평균 거래량(3M)	34천주
외국인 지분율	15.0%
배당수익률(2019E)	0.1%
BPS(2019E)	60,997원
주요 주주	한미사이언스 외 3 인
	41.4%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019F	2020F
매출액	916.6	1,016.0	1,086.0	1,155.3
영업이익	82.2	83.6	38.0	48.2
EBITDA	118.6	130.8	93.1	98.2
세전이익	58.8	50.4	17.4	21.2
순이익	69.0	34.2	20.9	19.1
지배주주지분순이익	60.4	24.9	16.6	15.1
EPS(원)	5,204	2,144	1,428	1,304
증감률(% YoY)	159.1	-58.8	-33.4	-8.7
PER(배)	110.1	216.5	310.6	340.0
PBR(배)	9.35	7.66	7.27	7.24
EV/EBITDA(배)	58.5	45.1	61.6	58.5
영업이익률(%)	9.0	8.2	3.5	4.2
ROE(%)	8.8	3.5	2.3	2.1
순차입금비율(%)	42.4	67.5	62.2	61.7

Price Trend



한미약품 (128940)

R&D 투자기로 실적 기대치는 낮춰야..



1Q 실적은 R&D 비용 증가로 시장 기대치를 소폭 하회할 것으로 추정됩니다. 올해 제넨텍 계약금 분할 인식 종료와 연구개발비 증가로 연간 영업이익 역성장이 예상됨에 따라 실적 기대치는 낮춰야 할 것으로 보입니다. 다만, 올해 다양한 임상 진척 및 데이터 공개 등이 예정되어 있어 임상 진척에 따른 마일스톤 유입이 있을 수 있습니다. 또한, NASH 치료제 트리플어고니스트 기술 수출에 대한 R&D 모멘텀을 기대해 볼 수 있습니다.

>>> 1Q19 실적은 R&D 비용 증가로 소폭 하회

1Q19 연결 매출액은 2,594억원(YoY +5.6%), 영업이익은 228억원(YoY -13.1%, OPM 8.8%)로 컨센서스 매출액 2,661억원과 영업이익 245억원을 하회할 것으로 예상된다. 매출 성장은 국내 전문의약품(ETC) 사업부에서 아모잘탄, 에소메졸, 로수젠 및 아모잘탄플러스 등의 성장이 기여한 것으로 추정된다. 북경한미 또한 1분기가 계절적 성수기로 1Q 매출액 708억원(YoY +5.4%), 영업이익 186억원(YoY -0.2%)이 전망된다. 에페글레나타이드의 3상 연구개발비 증가가 예상됨에 따라 1분기 경상연구개발비는 전년동기대비 +22% 증가한 512억원으로 추정하였다.

>>> R&D 증가와 계약금 인식 종료로 '19년 이익 역성장

올해 매출액 1조 860억원(YoY +6.9%), 영업이익 380억원(YoY -54.5%, OPM 3.5%)로 이익 역성장이 예상된다. 연간 R&D 비용은 매출의 21% 수준인 2,281억원으로 '18년 대비 약 350억원 순증 할 것으로 추정된다.

올해 4월부터 제넨텍 관련 계약금 분할 인식 종료되면서 전년대비 약 240억원 감소('18년 360억→'19년 120억)가 예상된다. 2Q19부터 제넨텍 관련 마일스톤이 YoY 약-60억원 감소한 30억원이 인식되며 이익 감소가 불가피하다.

>>> 투자의견과 목표주가 하향

올해 상반기 1) 롤론티스의 BLA 재신청과 2) 안센과 공동연구하는 듀얼어고니스트의 2상 완료, 3) 오락솔 3상 중간발표(올해 중순), 4) 안센의 듀얼어고니스트 2상 종료, 5) NASH 치료제 트리플 어고니스트의 1b상 3분기 완료되어 하반기 데이터 공개, 6) 포지오티닙 2상 중간결과 할 수 있을 것으로 보인다.

'19년 영업이익 추정치 하향 조정 및 신약가치 변경에 따라 투자의견 Marketperform, 목표주가를 44만원으로 하향 조정한다. 다만, 롤론티스 BLA 재신청 및 안센의 듀얼어고니스트 연내 3상 진입에 따른 마일스톤 유입 된다면 금액에 따라 이익 개선이 가능할 것으로 예상된다. 마일스톤 유입 시기와 금액은 비공개로 추정치에 포함시키지 않았다. 이 외에도 NASH 치료제 트리플어고니스트의 긍정적인 데이터 발표 및 기술 수출된다면 R&D 모멘텀이 될 수 있을 것으로 기대한다.

신약가치 변경 세부내역

(단위, 억원)

신약 프로젝트명	기존	현재	차이	변경요소
- Epeglenatide	19,270	12,330	(6,940)	Peak M/S 18% → 8%
- HM12525	5,501	12,186	6,685	2 상 성공확률 25.1% → 3 상 성공확률 55.6%
- 포지오티닙	3,554	810	(2,744)	희귀의약품 연평균 가격(\$140,443) → '17년 항암제 신약 평균 약가(\$100,000)
- 롤론티스	7,851	5,638	(2,214)	Peak M/S 25% → 15%
- HM95573	4,606	4,606	-	
신약가치 합계	40,782	35,569	(5,213)	

자료: 키움증권 리서치센터

실적 추정치 세부 내역

(단위, 십억원)

구 분	1Q19E	컨센서스	차이	2019E	컨센서스	차이
매출액	259.4	266.1	-3%	1,086.0	1,080.3	0.5%
yoy	5.6%	8.3%		6.9%	6.3%	
영업이익	22.8	24.5	-7%	38.0	80.2	-52.6%
yoy	-13.1%	-6.7%		-54.5%	-4.1%	
OPM	8.8%	9.2%		3.5%	7.4%	
지배주주순이익	13.3	12.0	11%	16.6	41.8	-60.3%

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치 산정	비 고
① 영업가치	14,195	Fw12M EBITDA * 상위제약사 평균 EV/EBITDA
② 비영업가치	41,166	
파이프라인	35,681	
- Epeglenatide	12,441	Epeglenatide(GLP-1, Glucagon-Like Peptide-1) - Sanofi
- HM12525	12,186	HM12525(LAPS-GLP/GCG) - 얀센 Janssen
- 포지오티닙	810	Pozotinib(pan-HER inhibitor) - 스펙트럼
- 롤론티스	5,638	롤론티스(LAPS-G-CSF/SPI-2012) - 스펙트럼
- HM95573	4,606	HM95573(RAF inhibitor) - Genentech
관계기업	5,485	
- 북경한미	5,344	순이익(19E) * MSCI 중국 헬스케어 지수 '19년 PER * 지분율 73.68%
- 한미정밀화학	141	순이익(19E) * API 국내 업체 PER * 지분율 63%
③ 순차입금	5,325	
④ 유통 주식 수	11,325	
⑤ 기업가치(=①+②-③)	50,036	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	440,000	

자료: 키움증권 리서치센터

실적 세부 내용

(단위,
십억원)

구 분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
한미약품	179.6	191.7	181.9	241.9	795.1	195.0	210.2	201.9	238.8	845.9
내수	145.9	147.0	140.7	164.0	597.6	153.1	161.5	158.8	175.0	657.5
수출	24.6	33.6	32.0	62.7	152.8	32.7	45.8	43.1	63.8	191.0
기술료 수익	9.2	11.1	9.2	15.2	44.7	9.2	3.0	0.0	0.0	12.2
북경한미	67.2	51.4	55.1	54.6	228.3	70.8	56.6	59.7	66.0	253.1
한미정밀화학	20.1	20.6	20.6	24.0	85.3	20.7	21.2	21.2	24.7	87.9
내부매출차감	(21.3)	(22.4)	(22.3)	(26.8)	(92.8)	(27.1)	(23.0)	(23.9)	(26.8)	(100.9)
연결 매출액	245.7	241.3	235.3	293.7	1,016.0	259.4	265.0	258.9	302.7	1,086.0
yoy	5.2%	8.3%	3.4%	26.3%	10.8%	5.6%	9.8%	10.0%	3.1%	6.9%
영업이익	26.3	20.0	21.5	15.9	83.6	22.8	12.6	4.0	(1.4)	38.0
yoy	-16.3%	-7.3%	-22.9%	1023.6%	1.8%	-13.1%	-37.0%	-81.2%	N.A	-54.5%
OPM	10.7%	8.3%	9.1%	5.4%	8.2%	8.8%	4.7%	1.6%	N.A	3.5%
지배주주순이익	7.7	13.4	11.5	(7.7)	24.9	13.3	7.5	(0.8)	(3.3)	16.6
yoy	-59.5%	7.6%	-44.2%	적전	-58.8%	73.1%	-44.4%	적전	적지	-33.4%

자료: 키움증권 리서치

R&D 파이프라인

전임상		임상 1상	임상 2상	임상 3상
LAP ^S Insulin Combo HM14220 당뇨 SANOFI	GBM 유전자 세포치료제 HM21001 교모세포종 아주대학교	LAP ^S Triple Agonist HM15211 NASH	LAP ^S GLP/GCG HM12525A-JNJ64565111 당뇨/비만 JANSSEN	LAP ^S Exd4 Analog 에페글레나타이드 당뇨/비만 SANOFI
LAP ^S GCG Combo HM14320 비만/당뇨/NASH	PD-1/HER2 BH2950 면역·표적 이중항체 INNOVENT	LAP ^S GCG Analog HM15136 비만	Pan-HER 억제제 포지오티닙 고형암 SPECTRUM	LAP ^S GCSF Analog Rolontis™ (에플라페그라스팀) 호중구감소증 SPECTRUM
LAP ^S Insulin148 HM12480 당뇨	PD-1/PD-L1 BH2996H 면역·표적 이중항체 B	LAP ^S Ins/LAP ^S Insulin Analog HM12460A/HM12470 당뇨	오라테칸(Oratecan)™ 이라노테칸+HM30181A 고형암 ATHENEX	오락솔(Oraxol)™ 파크리타셀+HM30181A 고형암 ATHENEX
LAP ^S GCG Analog HM15136 선천성 고인슐린증	PD-1/CD47 BH29XX 면역·표적 이중항체 B	Pan-RAF 저해제 멜바라페닙 고형암 GENENTECH	오라독셀(Oradoxel)™ 도세탁셀+HM30181A 고형암 ATHENEX	
LAP ^S ASB HM15450 류코다당체 침착증	TNF-α/IL-17 BH1657 자가면역질환 B	FLT3 항암제 HM43239 급성골수성백혈병	BTK 면역치료제 HM71224 자가면역질환	
LAP ^S GLP-2 Analog HM15912 단장증후군		루미네이트(Luminate)® Integrin 저해제 망막색소변성증	루미네이트(Luminate)® Integrin 저해제 당뇨병성황반부종 ALLEGRO	
			LAP ^S hGH 에페소마트로핀 성장호르몬 결핍증	

■ 당뇨/비만 ■ 희귀질환
■ 암 ■ 자가면역질환
■ 기타 B 북경한미

자료: 한미약품, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	916.6	1,016.0	1,086.0	1,155.3	1,216.2
매출원가	398.2	475.0	556.6	594.3	619.9
매출총이익	518.4	540.9	529.4	561.0	596.3
판매비	436.2	457.3	491.4	512.9	519.0
영업이익	82.2	83.6	38.0	48.2	77.3
EBITDA	118.6	130.8	93.1	98.2	122.7
영업외손익	-23.3	-33.2	-20.6	-26.9	-22.7
이자수익	3.8	4.3	5.4	4.0	5.1
이자비용	10.7	19.4	19.0	19.0	15.8
외환관련이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외환관련손실	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-16.4	-18.1	-7.0	-11.9	-12.0
법인세차감전이익	58.8	50.4	17.4	21.2	54.6
법인세비용	-10.1	16.2	-3.5	2.1	12.0
계속사업손손익	69.0	34.2	20.9	19.1	42.6
당기순이익	69.0	34.2	20.9	19.1	42.6
지배주주순이익	60.4	24.9	16.6	15.1	33.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	3.8	10.8	6.9	6.4	5.3
영업이익 증감율	207.0	1.7	-54.5	26.8	60.4
EBITDA 증감율	80.7	10.3	-28.8	5.5	24.9
지배주주순이익 증감율	158.9	-58.8	-33.3	-9.0	123.8
EPS 증감율	159.1	-58.8	-33.4	-8.7	122.9
매출총이익율(%)	56.6	53.2	48.7	48.6	49.0
영업이익률(%)	9.0	8.2	3.5	4.2	6.4
EBITDA Margin(%)	12.9	12.9	8.6	8.5	10.1
지배주주순이익률(%)	6.6	2.5	1.5	1.3	2.8

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	658.1	564.1	624.9	652.3	713.1
현금 및 현금성자산	47.3	67.3	124.5	130.8	169.2
단기금융자산	93.1	31.4	10.6	3.6	1.2
매출채권 및 기타채권	250.3	183.5	196.1	208.6	219.6
재고자산	232.1	247.8	260.6	277.3	291.9
기타유동자산	128.4	65.5	43.7	35.6	32.4
비유동자산	1,002.8	1,127.1	1,019.4	970.0	925.2
투자자산	71.7	70.9	18.2	18.8	19.4
유형자산	790.1	900.3	853.2	810.0	770.6
무형자산	45.7	60.7	52.8	45.9	39.9
기타비유동자산	95.3	95.2	95.2	95.3	95.3
자산총계	1,660.9	1,691.2	1,644.3	1,622.4	1,638.3
유동부채	639.2	435.0	378.6	349.6	335.0
매입채무 및 기타채무	285.6	173.4	117.1	88.1	73.5
단기금융부채	278.6	215.4	215.4	215.4	215.4
기타유동부채	75.0	46.2	46.1	46.1	46.1
비유동부채	229.3	467.0	467.0	467.0	467.0
장기금융부채	197.7	416.3	416.3	416.3	416.3
기타비유동부채	31.6	50.7	50.7	50.7	50.7
부채총계	868.5	902.0	845.6	816.6	802.0
지배지분	711.7	703.2	708.3	711.4	733.1
자본금	27.9	28.5	29.0	29.0	29.0
자본잉여금	415.5	414.9	414.9	414.9	414.9
기타자본	-15.7	-21.3	-21.3	-21.3	-21.3
기타포괄손익누계액	-1.2	-6.6	-12.9	-19.2	-25.5
이익잉여금	285.3	287.8	298.6	308.0	336.0
비지배지분	80.7	86.0	90.4	94.4	103.2
자본총계	792.4	789.3	798.7	805.8	836.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	-62.9	26.0	26.1	43.0	79.8
당기순이익	69.0	34.2	20.9	19.1	42.6
비현금항목의 가감	55.4	118.1	96.0	97.9	98.9
유형자산감가상각비	31.8	41.2	47.2	43.1	39.4
무형자산감가상각비	4.6	6.0	7.9	6.9	6.0
지분법평가손익	0.0	-0.6	0.0	0.0	0.0
기타	19.0	71.5	40.9	47.9	53.5
영업활동자산부채증감	-166.3	-97.9	-80.9	-57.2	-39.2
매출채권및기타채권의감소	-16.3	58.6	-12.6	-12.5	-11.0
재고자산의감소	0.0	0.0	-12.9	-16.6	-14.6
매입채무및기타채무의증가	-3.3	3.3	-56.3	-29.0	-14.6
기타	-146.7	-159.8	0.9	0.9	1.0
기타현금흐름	-21.0	-28.4	-9.9	-16.8	-22.5
투자활동 현금흐름	-152.9	-145.8	75.4	8.3	3.7
유형자산의 취득	-247.1	-182.3	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	5.1	0.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-15.0	-28.5	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-28.4	0.8	52.7	-0.6	-0.6
단기금융자산의감소(증가)	106.7	61.8	20.8	7.0	2.4
기타	25.8	1.9	1.9	1.9	1.9
재무활동 현금흐름	137.7	140.4	-5.2	-5.9	-5.9
차입금의 증가(감소)	144.3	155.1	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.6	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-6.5	-5.6	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	-9.0	-5.7	-5.8	-5.8
기타	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타현금흐름	-5.1	-0.5	-39.1	-39.1	-39.1
현금 및 현금성자산의 순증가	-83.1	20.1	57.1	6.3	38.5
기초현금 및 현금성자산	130.4	47.3	67.3	124.5	130.8
기말현금 및 현금성자산	47.3	67.3	124.5	130.8	169.2

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	5,204	2,144	1,428	1,304	2,907
BPS	61,290	60,560	60,997	61,263	63,131
CFPS	10,713	13,114	10,067	10,076	12,191
DPS	500	500	500	500	500
주가배수(배)					
PER	110.1	216.5	310.6	340.0	152.6
PER(최고)	112.2	288.4	352.3		
PER(최저)	48.7	168.5	299.0		
PBR	9.35	7.66	7.27	7.24	7.03
PBR(최고)	9.53	10.21	8.25		
PBR(최저)	4.13	5.96	7.00		
PSR	7.26	5.30	4.74	4.46	4.23
PCFR	53.5	35.4	44.1	44.0	36.4
EV/EBITDA	58.5	45.1	61.6	58.5	46.6
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주·현금)	8.1	16.6	27.6	30.2	13.6
배당수익률(%·보통주·현금)	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
ROA	4.2	2.0	1.3	1.2	2.6
ROE	8.8	3.5	2.3	2.1	4.7
ROIC	6.7	5.2	3.1	3.5	4.8
매출채권회전율	3.5	4.7	5.7	5.7	5.7
재고자산회전율	4.3	4.2	4.3	4.3	4.3
부채비율	109.6	114.3	105.9	101.3	95.9
순차입금비율	42.4	67.5	62.2	61.7	55.2
이자보상배율	7.7	4.3	2.0	2.5	4.9
총차입금	476.2	631.7	631.7	631.7	631.7
순차입금	335.9	533.0	496.7	497.4	461.3
NOPLAT	118.6	130.8	93.1	98.2	122.7
FCF	-327.0	-203.2	12.1	36.2	66.5

Compliance Notice

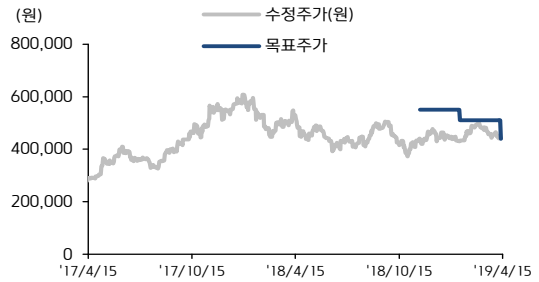
- 당사는 4월 12일 현재 '한미약품' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자 의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한미약품 (128940)	2018-11-21	BUY(Reinitiate)	550,000원	6개월	-18.73	-13.30
	2019-01-30	Outperform (Downgrade)	510,000원	6개월	-8.90	-1.76
	2019-04-14	Marketperform (Downgrade)	440,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)



투자 의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/04/01~2019/03/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	176	96.70%
중립	6	3.30%
매도	0	0.00%