



하나금융그룹

2019년 5월 2일 | Equity Research

한미약품 (128940)

영업도 R&D도 모두 청신호

1분기 컨센서스 상회

한미약품 1분기 연결기준 매출액은 2,746억원(YoY, 11.8%), 영업이익은 260억원(YoY, -1%, OPM, 9.5%)을 기록 컨센서스 220억 대비 상회하는 실적을 시현하였다. 세전이익은 217 억원(YoY, 23.5%), 당기순이익은 175억원(YoY, 55.7%)을 기록하였다. 전년대비 33.5% 증가하여 559억원이 집행된 경상 연구개발비를 감안한다면 영업이익은 양호한 성장을 지속했다고 볼 수 있다. 다만 4월 안분인식되던 로슈와의 기술이전 계약금이 종료되면서 2분기부터 영업이익의 감소는 불가피할 것으로 예상된다. 또한 올해 R&D 비용은 약 2,400억원으로 매출액 대비 25% 수준으로 집행될 것으로 예상되는 바, 추가 마일스톤이 부재하다면 영업이익이 전년대비 증가하기는 어려울 것으로 보인다.

2019년에도 지속될 영업부문 고성장

한미약품의 1분기 영업부문은 전년대비 15.1% 증가하면서 두 자릿 수 성장세를 이어가고 있다. 주력제품인 아모잘탄(YoY, 11.6%), 로수젯(YoY, 24.1%), 에소메졸(YoY, 14.6%)이 고성장세를 이어가고 있으며, 2017년 출시된 3제 복합제 (아모잘탄 + 고지혈증 치료성분인 로수바스타틴(Rosuvastatin) + 이뇨제 성분인 클로르탈리돈(Chlorthalidone)) 아모잘탄 플러스는 전년대비 133%나 성장하면서 한미약품 성장세를 견인하고 있다. 매출의 대부분이 자체 개발한 개량신약 및 제네릭으로 구성되어 있기에 한미약품은 다른 상위제약사들 대비 높은 매출총이익률을 유지할 수 있다. 1분기에는 무려 59.1%의 GPM을 기록했는데, 도입신약 비중이 높은 유한양행(2018년 기준 27.2%)과 종근당(2018년 기준 39.7%) 대비 매우 양호한 수준으로 만약 한미약품의 R&D 비중이 다른 제약사들과 비슷할 경우 영업이익은 무려 16% 수준으로 추정된다.

하반기 집중되어 있는 R&D 모멘텀

스펙트럼사가 개발 중인 포지오티닙은 1월 Exon 20 변이 비소세포폐암 임상 2상 코호트 환자 모집이 완료, 올해 4분기 2상 결과를 발표할 것으로 예상된다. 얀센이 개발 중인 LAPS-GLP1/GCG는 현재 임상 2상 진행 중으로 하반기 임상 3상 진입을 기대해 본다. 한미약품이 자체 개발하고 있는 LAPS-Triple agonist의 경우 3분기 임상 1상 중간데이터를 관련 학회에서 발표할 수 있을 것으로 예상됨에 따라 향후 라이센싱 아웃에 대한 기대감이 고조될 수 있을 것으로 예상된다. 이와 같이 하반기 집중되어 있는 R&D 모멘텀에도 불구하고 한미약품의 주가는 좀처럼 반등하지 못하고 있다. 그러나 하반기 본격적인 학회 시즌이 도래하게 되면 주가는 그 어느 제약사보다 크게 반등할 수 있을 것으로 기대된다. 제약업종 최선호주로 추천한다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 580,000원 | CP(4월 30일): 434,500원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	2,203.59		
52주 최고/최저(원)	505,315/372,363	매출액(십억원)	1,080.1 1,169.2
시가총액(십억원)	5,045.5	영업이익(십억원)	70.6 88.2
시가총액비중(%)	0.42	순이익(십억원)	40.8 53.1
발행주식수(천주)	11,612.2	EPS(원)	3,148 3,960
60일 평균 거래량(천주)	33.7	BPS(원)	63,321 66,485
60일 평균 거래대금(십억원)	15.5		
19년 배당금(예상,원)	490		
19년 배당수익률(예상, %)	0.11		
외국인지분율(%)	14.98		
주요주주 지분율(%)			
한미사이언스 외 3 인	41.39		
국민연금	10.00		
주가상승률 1M 6M 12M	1M 6M 12M		
절대 (4.7) 16.7 (5.0)			
상대 (7.4) 6.7 8.5			

Stock Price	
(천원)	한미약품(초) 상대지수(우)

Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	916.6	1,016.0	1,063.4	1,115.0	1,172.3
영업이익	십억원	82.2	83.6	72.9	70.7	102.0
세전이익	십억원	58.8	50.4	52.8	49.2	78.3
순이익	십억원	60.4	24.9	27.7	26.5	42.8
EPS	원	5,204	2,144	2,386	2,284	3,684
증감률	%	159.0	(58.8)	11.3	(4.3)	61.3
PER	배	110.10	216.46	182.11	190.27	117.95
PBR	배	9.15	7.44	6.76	6.57	6.27
EV/EBITDA	배	58.47	45.13	45.27	45.04	35.75
ROE	%	8.81	3.52	3.88	3.60	5.59
BPS	원	62,645	62,395	64,294	66,090	69,286
DPS	원	481	490	490	490	490



Analyst 선민정

02-3771-7785

rssun@hanafn.com

RA 박현우

02-3771-7606

auseing@hanafn.com

표 1. 한미약품 1Q19 실적 리뷰

(단위: 십억원, %)

	1Q19P	1Q18	YoY	Consen	%Variance
매출액	274.6	245.7	11.8	264.7	3.8
영업이익	26.0	26.3	(0.9)	22.0	18.1
세전이익	21.7	17.6	23.5	20.7	4.8
지배주주순이익	17.5	11.2	55.7	13.8	27.1
OPM %	9.5%	10.7%		8.3%	
NPM %	6.4%	4.6%		5.2%	

자료: 하나금융투자

표 2. 한미약품 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F	18	19F	20F
매출액	245.7	241.3	235.3	293.7	274.6	255.0	247.8	286.0	1,015.9	1,063.4	1,115.0
YoY	5.2%	8.3%	3.4%	26.3%	11.8%	5.7%	5.3%	-2.6%	10.8%	4.7%	4.9%
한미약품	179.6	191.7	181.9	241.8	205.0	200.5	190.0	227.6	795.0	823.0	860.7
YoY	0.8%	11.5%	4.3%	35.7%	14.1%	4.6%	4.4%	-5.9%	13.2%	3.5%	4.6%
영업	167.2	177.2	169.7	222.8	192.5	194.5	187.0	224.6	736.9	798.5	848.7
YoY	6.5%	16.6%	8.9%	34.4%	15.1%	9.8%	10.2%	0.8%	16.9%	8.4%	6.3%
기술료	9.2	11.1	9.2	15.2	10.9	3.0	0.0	0.0	44.7	13.9	0.0
YoY	-46.8%	-31.9%	-38.3%	64.9%	18.5%	-73.0%	-100.0%	-100.0%	-22.6%	-68.9%	-100.0%
북경한미	67.2	51.4	55.1	54.6	70.3	54.5	57.9	58.4	228.3	241.1	254.4
YoY	20.9%	3.9%	2.0%	-0.9%	4.6%	6.0%	5.0%	7.0%	6.6%	5.6%	5.5%
한미정밀화학	20.1	20.6	20.6	24.0	23.8	21.4	21.4	25.0	85.3	91.6	94.4
YoY	-8.4%	-17.4%	-2.4%	25.0%	18.4%	4.0%	4.0%	4.0%	-2.2%	7.4%	3.0%
기타	(21.2)	(22.4)	(22.3)	(26.7)	(24.5)	(21.4)	(21.4)	(25.0)	(92.7)	(92.3)	(94.4)
매출총이익	141.9	133.4	127.8	137.9	162.4	137.7	131.4	154.4	540.9	585.9	604.9
YoY	5.6%	6.3%	-5.5%	11.8%	14.5%	3.2%	2.8%	12.0%	4.3%	8.3%	3.2%
GPM	57.7%	55.3%	54.3%	56.0%	59.1%	54.0%	53.0%	54.0%	53.2%	55.1%	54.2%
판매관리비	115.6	113.5	106.3	122.0	136.4	126.9	117.1	132.6	457.3	513.0	534.2
YoY	12.2%	9.1%	-1.0%	0.1%	18.0%	11.8%	10.2%	8.7%	4.8%	12.2%	4.1%
판관비율	47.0%	47.0%	45.2%	41.5%	49.7%	49.8%	47.3%	46.4%	45.0%	48.2%	47.9%
경상개발비	41.9	42.8	36.7	44.5	55.9	51.0	44.1	54.3	165.8	205.3	213.5
YoY	14.7%	31.0%	-9.9%	3.5%	33.5%	19.1%	20.3%	22.1%	8.5%	23.8%	4.0%
기타 판매관리비	73.7	70.7	69.6	77.5	80.5	75.9	73.0	78.3	291.5	307.6	320.6
YoY	10.8%	-0.9%	4.4%	-1.8%	9.2%	7.3%	4.9%	1.0%	2.9%	5.5%	4.2%
영업이익	26.3	19.9	21.5	15.9	26.0	10.8	14.2	21.9	83.6	72.9	70.7
YoY	-16.2%	-7.6%	-22.8%	1025.8%	-0.9%	-45.7%	-33.8%	37.4%	1.7%	-12.8%	-3.0%
OPM	10.7%	8.2%	9.1%	5.4%	9.5%	4.2%	5.7%	7.6%	8.2%	6.9%	6.3%
당기순이익	11.2	14.4	13.4	(4.9)	17.5	3.0	7.0	10.5	34.2	38.0	36.4
YoY	-54.4%	19.2%	-41.1%	TR	55.7%	-78.8%	-48.0%	TB	-50.5%	11.3%	-4.3%
NPM	4.6%	6.0%	5.7%	-1.7%	6.4%	1.2%	2.8%	3.7%	3.4%	3.6%	3.3%

자료: 하나금융투자

표 3. 한미약품 주요제품 매출현황

(단위: 십억원)

물질명	1Q19P	1Q18	YoY	4Q18	QoQ
아모잘탄	17.9	16.0	11.6%	17.9	-0.4%
로수젯	15.7	12.6	24.1%	16.1	-2.3%
팔팔/츄	9.0	8.4	6.4%	9.3	-3.4%
에소메졸	7.0	6.1	14.6%	7.2	-3.6%
아모디핀	5.6	5.7	-1.9%	5.8	-3.9%
카니틸	5.1	4.2	20.2%	5.2	-1.9%
로벨리토	4.9	5.1	-4.5%	4.9	-0.6%
아모잘탄 플러스	3.9	1.7	133.3%	3.2	19.0%
한미 탈스	3.7	2.8	30.1%	3.6	3.3%
피도글	3.4	3.0	13.7%	3.5	-4.2%

자료: 한미약품, 하나금융투자,

표 4. 한미약품 R&D 모멘텀

물질명	기술이전사	적용증	현재 임상진행 현황	1H19	2H19
에페글레나타이드	사노피	당뇨치료제	글로벌 임상 3상 진행		
벨바라페닙	제넨텍	항암제	국내에서 임상 1상 3개 진행 중 2개는 단독 임상, 1개는 코델릭과의 병용투여		
롤론티스	스펙트럼	호중구 감소증	미 FDA에 BLA 재신청서 제출 준비		미 FDA로 재신청서 제출 가능
포지오티닙	스펙트럼	항암제	글로벌 임상 2상 진행	EGFR 코호트 환자모집 완료	임상 2상 결과 발표 신속승인 신청서 제출
LAPS-GLP1/GCG	얀센	당뇨/비만	글로벌 임상 2상 진행	글로벌 임상 2상 완료	글로벌 3상진입 가능
LAPS-Tri agonist	-	당뇨/비만	미국 임상 1상 진행		임상 1상 중간결과 발표 라이센싱 아웃 기대
LAPS-Insulin	-	당뇨치료제	국내 임상 1상 진행 중	국내 임상 1상 완료	
LAPS-Glucagon	-	선천성 고인 슬린증, 비만	국내 임상 1상 진행 중		
HM43239 (FLT3 저해제)	-	항암제	희귀의약품 지정 글로벌 임상 1상 진행 중		

자료: 하나금융투자

표 5. 한미약품 R&D 파이프라인

	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상
당뇨/비만 /비알콜성지방간염 (NASH)	HM14320 (LAPS Glucagon Combo) 비만/NASH/당뇨	HM15211 (LAPS Triple Agonist) NASH	HM12525A (LAPS GLP/GCG) 당뇨/비만(JANSSEN)	Efpeglenatide (LAPS Exd4 Analog) 당뇨(사노피)
	HM14220 (LAPS Insulin Combo) 당뇨(사노피)	HM15136 (LAPS Glucagon Analog) 비만		
	HM12480 (LAPS Insulin148) 당뇨	HM12460A (LAPS Insulin) 당뇨		
		HM12470 (LAPS Insulin Analog) 당뇨		
항암제	HM21001 (GBM 유전자 세포치료제) 교모세포종	Belvarafenib (Pan-RAF Inhibitor) 고령암(GENENTECH)	Pozilotinib (Pan-HER Inhibitor) 고령암(SPECTRUM/LUYE)	Rolontis™ (Efaptegrastim) 호중구감소증(SPECTRUM)
	BH2950 (HER2/PD-1 BsAb) 표적면역항암제 (북경한미/INNOVENT)	HM43239 (FLT3 Inhibitor) 급성골수성백혈병	Oratecan™ (Irinotecan+HM30181A) 고령암(ATHENEX)	Oraxol™ (Paclitaxel+HM30181A) 고령암(ATHENEX)
	BH1657 (PD-1/PD-L1 BsAb) 표적면역항암제(북경한미)		Oradoxel™ (Docetaxel+HM30181A) 고령암(ATHENEX)	
	BH2941 (PD-L1/CD47 BsAb) 표적면역항암제(북경한미)			
	LSD1 저해제 소세포폐암, 급성골수성백혈병			
자가면역질환	A2AR 길항제 고령암			
	BH1657 (TNFa/IL BsAb) 자가면역질환			
희귀질환 및 기타	HM15136 (LAPS Glucagon Analog) 선천성 고인슐린증	Luminate® (Integrin Inhibitor) 망막색소변성증(ALLEGRO)	Efpegmatropin (LAPS hGH) 성장호르몬 결핍증	
	HM15450 (LAPS ASB) 뮤코다당체 침착증		Luminate® (Integrin Inhibitor) 당뇨성 황반부종(ALLEGRO)	
	HM15910 (LAPS GLP-2 Analog) 단장증후군			

자료: 한미약품, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	916.6	1,016.0	1,063.4	1,115.0	1,172.3
매출원가	398.2	475.0	477.5	510.1	501.7
매출총이익	518.4	541.0	585.9	604.9	670.6
판관비	436.2	457.3	513.0	534.2	568.5
영업이익	82.2	83.6	72.9	70.7	102.0
금융손익	(5.6)	(18.2)	(18.1)	(19.0)	(20.2)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(17.7)	(15.0)	(2.0)	(2.5)	(3.5)
세전이익	58.8	50.4	52.8	49.2	78.3
법인세	(10.1)	16.2	14.8	12.8	19.6
계속사업이익	69.0	34.2	38.0	36.4	58.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	69.0	34.2	38.0	36.4	58.7
비지배주주지분 순이익	8.5	9.3	10.3	9.9	15.9
지배주주순이익	60.4	24.9	27.7	26.5	42.8
지배주주지분포괄이익	58.7	19.2	26.2	25.1	40.5
NOPAT	96.3	56.7	52.5	52.3	76.5
EBITDA	118.6	130.8	125.2	126.7	159.4
성장성(%)					
매출액증가율	3.8	10.8	4.7	4.9	5.1
NOPAT증가율	(5.0)	(41.1)	(7.4)	(0.4)	46.3
EBITDA증가율	80.8	10.3	(4.3)	1.2	25.8
영업이익증가율	206.7	1.7	(12.8)	(3.0)	44.3
(지배주주)순이익증가율	159.2	(58.8)	11.2	(4.3)	61.5
EPS증가율	159.0	(58.8)	11.3	(4.3)	61.3
수익성(%)					
매출총이익률	56.6	53.2	55.1	54.3	57.2
EBITDA이익률	12.9	12.9	11.8	11.4	13.6
영업이익률	9.0	8.2	6.9	6.3	8.7
계속사업이익률	7.5	3.4	3.6	3.3	5.0

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	5,204	2,144	2,386	2,284	3,684
BPS	62,645	62,395	64,294	66,090	69,286
CFPS	10,713	13,114	10,596	10,547	13,711
EBITDAPS	10,215	11,261	10,785	10,908	13,728
SPS	78,933	87,491	91,577	96,023	100,951
DPS	481	490	490	490	490
주가지표(배)					
PER	110.1	216.5	182.1	190.3	117.9
PBR	9.1	7.4	6.8	6.6	6.3
PCFR	53.5	35.4	41.0	41.2	31.7
EV/EBITDA	58.5	45.1	45.3	45.0	35.8
PSR	7.3	5.3	4.7	4.5	4.3
재무비율(%)					
ROE	8.8	3.5	3.9	3.6	5.6
ROA	3.7	1.5	1.6	1.5	2.3
ROIC	10.6	5.0	4.1	3.9	5.5
부채비율	109.6	114.3	117.7	120.1	115.7
순부채비율	42.4	67.5	64.9	66.3	60.5
이자보상배율(배)	7.7	4.3	3.2	2.9	4.0

자료: 하나금융투자

대차대조표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	658.1	564.1	639.5	674.8	726.2
금융자산	140.4	98.7	150.3	161.2	186.2
현금성자산	47.3	67.3	117.5	134.9	158.6
매출채권 등	250.3	183.5	190.8	200.3	210.6
재고자산	232.1	247.8	262.6	275.8	289.9
기타유동자산	35.3	34.1	35.8	37.5	39.5
비유동자산	1,002.8	1,127.1	1,142.3	1,187.3	1,205.8
투자자산	71.7	70.9	18.5	19.3	20.3
금융자산	71.7	17.6	18.5	19.3	20.3
유형자산	790.1	900.3	964.3	995.9	1,006.6
무형자산	45.7	60.7	64.4	76.8	83.6
기타비유동자산	95.3	95.2	95.1	95.3	95.3
자산총계	1,660.9	1,691.2	1,781.9	1,862.0	1,932.0
유동부채	639.2	435.0	454.2	464.3	481.6
금융부채	278.6	215.4	225.4	225.5	231.7
매입채무 등	285.6	173.4	181.5	190.3	200.1
기타유동부채	75.0	46.2	47.3	48.5	49.8
비유동부채	229.3	467.0	509.3	551.9	554.8
금융부채	197.7	416.3	456.3	496.3	496.3
기타비유동부채	31.6	50.7	53.0	55.6	58.5
부채총계	868.5	902.0	963.6	1,016.2	1,036.4
지배주주지분	711.7	703.3	725.3	746.2	783.2
자본금	27.9	28.5	28.5	28.5	28.5
자본잉여금	415.5	414.9	414.9	414.9	414.9
자본조정	(15.7)	(21.3)	(21.3)	(21.3)	(21.3)
기타포괄이익누계액	(1.2)	(6.6)	(6.6)	(6.6)	(6.6)
이익잉여금	285.3	287.8	309.8	330.7	367.8
비지배주주지분	80.7	86.0	93.1	99.7	112.4
자본총계	792.4	789.3	818.4	845.9	895.6
순금융부채	335.9	533.0	531.4	560.6	541.7

현금흐름표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	(62.9)	26.0	77.7	79.1	108.3
당기순이익	69.0	34.2	38.0	36.4	58.7
조정	34.4	89.7	51.9	54.5	62.0
감가상각비	36.5	47.2	52.4	55.9	57.4
외환거래손익	6.8	(0.4)	4.5	3.5	4.5
지분법손익	0.0	0.6	0.0	0.0	0.0
기타	(8.9)	42.3	(5.0)	(4.9)	0.1
영업활동 자산부채 변동	(166.3)	(97.9)	(12.2)	(11.8)	(12.4)
투자활동 현금흐름	(152.9)	(145.8)	(76.8)	(101.1)	(85.1)
투자자산감소(증가)	(28.4)	0.8	49.2	(4.1)	(4.2)
유형자산감소(증가)	(242.0)	(181.8)	(110.0)	(80.0)	(60.0)
기타	117.5	35.2	(16.0)	(17.0)	(20.9)
재무활동 현금흐름	137.7	140.4	44.3	34.3	0.5
금융부채증가(감소)	144.0	155.5	50.0	40.0	6.2
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(6.3)	(6.1)	(0.0)	(0.0)	0.0
배당지급	0.0	(9.0)	(5.7)	(5.7)	(5.7)
현금의 증감	(83.1)	20.1	50.2	17.3	23.7
Unlevered CFO	124.4	152.3	123.0	122.5	159.2
Free Cash Flow	(310.0)	(156.3)	(32.3)	(0.9)	48.3

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

한미약품



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
19.4.7	BUY	580,000		
18.11.12	BUY	570,000	-20.15%	-12.11%
18.10.29	BUY	520,000	-22.94%	-17.82%
18.2.19	BUY	710,000	-35.42%	-22.75%
18.1.16	BUY	770,000	-27.56%	-22.65%
17.11.3	BUY	580,000	-5.74%	4.89%
17.6.9	BUY	450,000	-12.91%	10.14%
17.5.2	BUY	350,000	0.31%	7.79%
16.11.22	BUY	550,000	-48.06%	-39.70%

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.4%	8.0%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 4월 30일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 05월 02일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2019년 05월 02일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.