

SK COMPANY Analysis



Analyst

이달미

talmi@sk.com

02-3773-9952

Company Data

자본금	290 억원
발행주식수	1,161 만주
자사주	0 만주
액면가	2,500 원
시가총액	33,733 억원
주요주주	
한미사이언스(외3)	41.39%
국민연금공단	9.99%
외국인지분율	15.20%
배당수익률	0.20%

Stock Data

주가(19/07/30)	290,500 원
KOSPI	2038.68 pt
52주 Beta	0.74
52주 최고가	505,315 원
52주 최저가	286,500 원
60일 평균 거래대금	157 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-28.1%	-24.8%
6개월	-32.5%	-27.0%
12개월	-28.6%	-19.6%

한미약품 (128940/KS | 매수(유지) | T.P 420,000 원(하향))

R&D 비용 축소로 2019년 2 분기 영업이익 시장 컨센서스 상회

2019년 2 분기 실적은 매출액 2,704 억원(+12.1%YoY), 영업이익 231 억원(+15.8%YoY)로 영업이익이 시장 컨센서스를 38.3% 상회. 실적 상회의 주된 원인은 1) 주력제품의 고성장세, 2) 사노피와의 수정계약에 따라 R&D 비용 감소, 3) 한미정밀화학의 흑자전환 때문임. 2019년 하반기에도 사노피 R&D 비용 축소로 실적개선세 지속될 전망. 투자의견 매수 유지하나 목표주가는 얀센사로부터 반환된 LAPS GLP/GCG의 가치를 제거하여 420,000 원으로 하향 조정.

2019년 2 분기 실적 Review

동사의 2019년 2 분기 실적은 매출액 2,704 억원(+12.1%YoY), 영업이익 231 억원(+15.8%YoY)로 영업이익이 시장 컨센서스를 38.3% 상회함. 이번 실적성장의 주요 원인은 1) 로수젯, 에소메졸, 아모잘탄 등 주력제품의 고성장세, 2) 사노피와의 수정계약으로 R&D 비용이 전년대비 23.6% 감소하였으며 3) 한미정밀화학이 세파 항생제 수출증가와 MSD로부터 유입된 20 억원의 일회성 기술료 수익에 따라 영업이익 흑자전환 하였음. 세전이익은 금융수익 증가로 인해 전년대비 35.4% 증가세를 시현함.

2019년 하반기에도 R&D 비용 축소 예상

2019년 3 분기 실적은 매출액 2,614 억원(+11.1%YoY) 영업이익 229 억원(+6.6%YoY) 시현이 전망. 이번 사노피와의 에페글레나타이드에 대한 수정계약으로 인해 2019년 연간 R&D 비용은 기존 예상치 대비 200 억~300 억원 축소될 전망. 이는 하반기 실적에 긍정적 영향을 미칠 전망.

투자의견 매수 및 목표주가 420,000 원으로 하향

이번 실적 발표를 토대로 동사의 2019년, 2020년 영업이익을 각각 22.0%, 8.7% 상향 조정 하나 지난번 얀센사로부터 반환된 당뇨병 치료제 LAPS GLP/GCG의 가치를 목표주가 산정시 제거함. 또한 최근의 주가하락으로 동사의 영업가치에 적용하던 multiple 을 기존 25 배에서 20 배로 하향하고 이에 따른 목표주가도 420,000 원으로 하향 조정됨. 그러나 포지오티닙, 에페글레나타이드를 비롯하여 전임상 단계에서 새롭게 임상 단계로 접어드는 파이프라인의 임상은 순조롭게 진행되고 있어 투자의견 매수 유지함.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	억원	8,827	9,166	10,160	11,396	12,846	14,611
yoY	%	-33.0	3.8	10.8	12.2	12.7	13.7
영업이익	억원	268	822	836	891	1,051	1,232
yoY	%	-87.4	206.9	1.7	6.6	18.0	17.2
EBITDA	억원	656	1,186	1,308	1,584	1,772	1,912
세전이익	억원	80	589	504	764	925	1,112
순이익(지배주주)	억원	233	604	249	511	685	833
영업이익률%	%	3.0	9.0	8.2	7.8	8.2	8.4
EBITDA%	%	7.4	12.9	12.9	13.9	13.8	13.1
순이익률	%	3.4	7.5	3.4	4.9	5.7	6.0
EPS(계속사업)	원	2,009	5,204	2,144	4,397	5,896	7,175
PER	배	136.9	110.1	216.5	66.1	49.3	40.5
PBR	배		4.8	9.4	7.7	4.5	3.7
EV/EBITDA	배	51.9	59.7	46.2	25.5	22.7	20.6
ROE	%	3.5	8.8	3.5	7.0	8.7	9.7
순차입금	억원	20	3,359	5,330	5,312	5,119	4,274
부채비율	%	117.4	109.6	114.3	137.5	132.3	126.1

그림 1. 한미약품의 2019년 2분기 분기별 실적 확정치

(억원, %)	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P		증감률		컨센서스 차이
					확정치	컨센서스	YoY	QoQ	
매출액	2,413.1	2,353.0	2,937.0	2,746.0	2,703.9	2,600.0	12.1	(1.5)	4.0
영업이익	199.5	215.0	158.8	260.0	231.0	167.0	158	(11.2)	38.3
세전이익	229.5	113.6	(15.1)	215.0	310.6	133.0	35.4	44.5	133.5
순이익	143.8	134.5	(49.2)	173.1	204.3	121.0	42.0	18.0	68.8
영업이익률	8.3	9.1	5.4	9.5	8.5	6.4			
세전이익률	9.5	4.8	-0.5	7.8	11.5	5.1			
순이익률	6.0	5.7	-1.7	6.3	7.6	4.7			

자료 : SK 증권 추정치

그림 2. 한미약품의 연간 실적전망 변경

(억원, %)	변경후			변경전			변경률		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
매출액	11,396	12,846	14,611	11,343	12,754	14,393	0.5	0.7	1.5
영업이익	892	1,051	1,232	731	967	1,095	22.0	8.7	12.5
세전이익	764	924	1,112	417	652	787	83.4	41.7	41.4
순이익	556	730	879	336	515	622	65.8	41.7	41.4
EPS	4.397	5.896	7.175	2,496	4,045	4,960	76.2	45.7	44.6
영업이익률	7.8	8.2	8.4	6.4	7.6	7.6	1.4	0.6	0.8

자료 : SK 증권 추정치

그림 3. 한미약품의 분기 및 연간 실적 추이

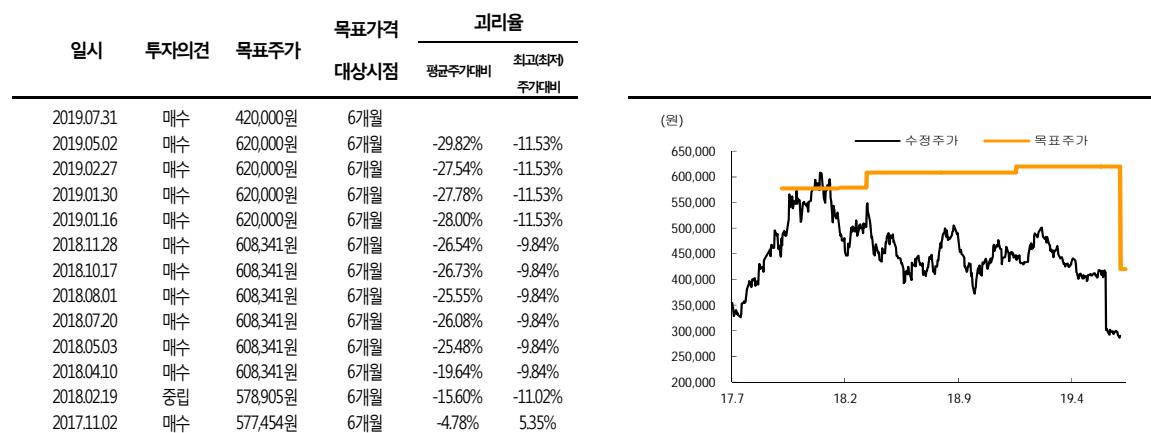
(단위: 억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출액	2,456.8	2,413.1	2,353.0	2,937.0	2,746.0	2,703.9	2,614.3	3,331.7	9,165.2	10,159.6	11,396.0	12,846.3
한미약품	1,796.0	1,917.0	1,819.0	2,418.0	2,049.0	2,154.0	2,049.1	2,782.3	7,026.0	7,950.0	9,034.4	10,210.1
북경한미	672.0	514.0	551.0	546.0	703.0	564.0	581.4	602.2	2,142.0	2,283.0	2,450.5	2,872.9
한미정밀화학	201.0	206.0	206.0	240.0	238.0	336.0	247.2	288.0	871.0	853.0	1,109.2	1,597.2
연결조정	(212.2)	(223.9)	(223.0)	(267.0)	(244.0)	(350.1)	(263.4)	(340.7)	(873.8)	(926.1)	(1,198.2)	(1,361.4)
영업이익	262.5	199.5	215.0	158.8	260.0	231.0	229.2	171.3	821.6	835.7	891.6	1,051.0
세전이익	175.6	229.5	113.6	(15.1)	215.0	310.6	180.3	58.3	588.5	503.5	764.2	924.5
순이익	112.4	143.8	134.5	(49.2)	173.1	204.3	135.2	43.7	689.3	341.6	556.3	730.4
YoY 성장률												
매출액	5.2	8.3	3.4	26.3	11.8	12.1	11.1	13.4	3.8	10.9	12.2	12.7
영업이익	(16.4)	(7.4)	(22.7)	447.4	(1.0)	15.8	6.6	7.9	207.4	1.7	6.7	17.9
세전이익	(39.8)	146.8	(46.5)	적지	22.4	35.4	58.7	흑전	635.8	(14.4)	51.8	21.0
순이익	(54.3)	19.2	(41.1)	적전	54.0	42.0	0.5	흑전	127.2	(50.4)	62.9	31.3
수익률												
영업이익률	10.7	8.3	9.1	5.4	9.5	8.5	8.8	5.1	9.0	8.2	7.8	8.2
세전이익률	7.1	9.5	4.8	(0.5)	7.8	11.5	6.9	1.8	6.4	5.0	6.7	7.2
순이익률	4.6	6.0	5.7	(1.7)	6.3	7.6	5.2	1.3	7.5	3.4	4.9	5.7

자료 : SK 증권 추정치

그림 4. 한미약품의 목표주가 산정 Table

	적정 가치(십억원)	비고
한미약품 국내	931.1	12M Forward 영업이익에 20배 적용
북경한미약품	397.9	12M Forward 영업이익에 지분율 고려 후 15배 적용
한미정밀화학	80.6	12M Forward 영업이익에 지분율 고려 후 10배 적용
신약 가치	2,930.9	
에페글레나타이드	1,583.0	사노피 계약
Rolontis	573.2	스펙트럼 계약
RAF 저해제	276.8	제넨텍 계약
포지오티닙	497.7	스펙트럼 계약
목표 시가총액	4,340.5	
주식수	10,435.1	천주
목표주가	415,947	원

자료 : 한미약품, SK 증권 추정치



Compliance Notice

- 작성자(이달미)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 증립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 7월 31일 기준)

매수	91.79%	증립	8.21%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	6,581	5,641	7,589	8,563	10,237
현금및현금성자산	473	673	1,675	1,868	2,714
매출채권및기타채권	2,503	1,835	2,058	2,320	2,639
재고자산	2,321	2,478	2,779	3,133	3,563
비유동자산	10,028	11,271	12,455	12,810	12,615
장기금융자산	544	533	1,009	1,009	1,009
유형자산	7,901	9,003	9,353	9,348	8,805
무형자산	457	607	825	994	1,143
자산총계	16,609	16,912	20,044	21,373	22,852
유동부채	6,392	4,350	6,700	6,945	7,488
단기금융부채	2,786	2,154	3,195	2,995	2,995
매입채무 및 기타채무	2,670	1,489	1,671	1,883	2,142
단기충당부채	201	212	238	268	305
비유동부채	2,293	4,670	4,905	5,228	5,255
장기금융부채	1,977	4,163	4,356	4,656	4,656
장기매입채무 및 기타채무	2	54	54	54	54
장기충당부채	110	0	0	0	0
부채총계	8,685	9,020	11,605	12,173	12,743
지배주주지분	7,117	7,032	7,512	8,205	9,047
자본금	279	285	290	290	290
자본잉여금	4,155	4,149	4,143	4,143	4,143
기타자본구성요소	-157	-213	-252	-252	-252
자기주식	-157	-213	-252	-252	-252
이익잉여금	2,853	2,878	3,330	3,956	4,731
비자본주주지분	807	860	927	994	1,062
자본총계	7,924	7,893	8,439	9,200	10,109
부채와자본총계	16,609	16,912	20,044	21,373	22,852

현금흐름표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	-528	407	1,600	1,322	1,367
당기순이익(순실)	690	342	556	730	879
비현금성항목등	554	1,181	1,040	1,042	1,033
유형자산감가상각비	318	412	609	605	543
무형자산상각비	46	60	84	116	137
기타	53	395	-48	-59	-59
운전자본감소(증가)	-1,663	-979	193	-256	-312
매출채권및기타채권의 감소증가)	-163	586	-316	-262	-319
재고자산감소(증가)	0	0	-251	-354	-430
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-33	33	-430	213	259
기타	-1,467	-1,599	1,190	147	179
법인세납부	-110	-137	-190	-194	-234
투자활동현금흐름	-1,497	-1,416	-1,492	-906	-195
금융자산감소(증가)	1,040	624	-544	-100	0
유형자산감소(증가)	-2,420	-1,818	-699	-600	0
무형자산감소(증가)	-150	-285	-285	-285	-285
기타	34	63	37	80	90
재무활동현금흐름	1,245	1,215	869	-223	-326
단기금융부채증가(감소)	-7	-768	833	-200	0
장기금융부채증가(감소)	1,449	2,318	292	300	0
자본의증가(감소)	-65	-56	-39	0	0
배당금의 지급	0	-90	-57	-58	-58
기타	-133	-189	-217	-265	-268
현금의 증가(감소)	831	201	1,002	193	845
기초현금	1,304	473	673	1,675	1,868
기말현금	473	673	1,675	1,868	2,714
FCF	-1,454	-1,946	943	410	1,056

자료 : 한미약품, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	9,166	10,160	11,396	12,846	14,611
매출원가	3,982	4,750	5,294	5,967	6,787
매출총이익	5,184	5,409	6,103	6,879	7,824
매출총이익률 (%)	56.6	53.2	53.6	53.6	53.6
판매비와관리비	4,362	4,573	5,212	5,828	6,592
영업이익	822	836	891	1,051	1,232
영업이익률 (%)	9.0	8.2	7.8	8.2	8.4
비영업손익	-233	-332	-127	-126	-120
순금융비용	69	152	186	185	178
외환관련손익	0	0	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	589	504	764	925	1,112
세전계속사업이익률 (%)	6.4	5.0	6.7	7.2	7.6
계속사업법인세	-101	162	208	194	234
계속사업이익	690	342	556	730	879
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	690	342	556	730	879
순이익률 (%)	7.5	3.4	4.9	5.7	6.0
지배주주	604	249	511	685	833
지배주주구속 순이익률(%)	659	245	4.48	533	5.7
비지배주주	85	93	46	46	46
총포괄이익	644	279	645	819	967
지배주주	587	192	577	751	900
비지배주주	57	87	67	67	67
EBITDA	1,186	1,308	1,584	1,772	1,912

주요투자지표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	3.8	10.8	12.2	12.7	13.7
영업이익	206.9	1.7	6.6	18.0	17.2
세전계속사업이익	635.8	-14.4	51.8	21.0	20.3
EBITDA	80.7	10.2	21.1	11.9	7.9
EPS(계속사업)	159.1	-58.8	105.1	34.1	21.7
수익성 (%)					
ROE	88	3.5	7.0	8.7	9.7
ROA	42	2.0	3.0	3.5	4.0
EBITDA/마진	12.9	12.9	13.9	13.8	13.1
안정성 (%)					
유동비율	103.0	129.7	113.3	123.3	136.7
부채비율	109.6	114.3	137.5	132.3	126.1
순차입금/자기자본	42.4	67.5	63.0	55.6	42.3
EBITDA/이자비용(배)	11.1	6.7	7.2	6.7	7.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,204	2,144	4,397	5,896	7,175
BPS	61,290	60,560	64,691	70,661	77,910
CFPS	8,344	6,208	10,365	12,104	13,032
주당 현금배당금	500	500	500	500	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	110.1	283.8	113.9	85.0	69.8
PER(최저)	49.2	173.7	65.2	48.6	39.9
PBR(최고)	9.4	101	7.7	7.1	6.4
PBR(최저)	4.2	6.2	4.4	4.1	3.7
PCR	68.7	74.8	28.0	24.0	22.3
EV/EBITDA(최고)	59.7	59.0	40.9	36.5	33.4
EV/EBITDA(최저)	28.7	38.1	25.2	22.4	20.4