

2019. 10. 14



▲ 제약/바이오

Analyst **오세중**
02. 6454-4878
sejung.oh@meritz.co.kr

RA **이창석**
02. 6454-4889
changseok.lee@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월) 340,000 원

현재주가 (10.11) 286,500 원

상승여력 18.7%

KOSPI	2,044.61pt
시가총액	33,269억원
발행주식수	1,161만주
유동주식비율	58.04%
외국인비중	15.18%
52주 최고/최저가	501,000원/267,500원
평균거래대금	109.8억원

주요주주(%)

한미사이언스 외 3 인	41.39
신동국 외 1 인	9.13
국민연금공단	9.04

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.1	-35.3	-32.6
상대주가	1.3	-29.6	-29.8

주가그래프



한미약품 128940

3Q19 Preview: 기술수출료는 없지만 좋은 흐름

- ✓ 3Q19 매출액 2,682억원(+14.0% YoY), 영업이익 192억원(-10.7% YoY) 전망
- ✓ 기술수출료 인식 종료 되어 영업이익 소폭 감소
- ✓ 자체개발 의약품 위주의 포트폴리오에서 오는 본업 영업 양호
- ✓ 원외처방액 전년 대비 두자리 이상의 성장세
- ✓ 4Q19부터 허가관련 이벤트 예상으로 긍정적인 흐름 예상

3Q19 컨센서스 소폭 상회 예상

3Q19 매출액 2,682억원(+14.0% YoY), 영업이익 192억원(-10.7% YoY)으로 컨센서스를 소폭 상회할 전망이다. 제넨텍과의 계약금 인식이 2Q19에 완료되어 이번 3Q19에는 기술료 수익이 발생하지 않아 영업이익은 전년 동기 대비 감익이 예상된다. 아모잘탄 패밀리를 기반의 의약품과 최근 2년 내 출시된 제품까지 모두 높은 성장세를 나타내며 본업은 매우 양호하다. 한미정밀화학은 이익 개선되며 흑자를 유지할 전망이다. 2Q19에 일회성 수익을 제외하면 이익 개선 추이는 양호하다

자체개발 의약품 위주 포트폴리오에 의한 본업 매우 양호

원외처방액이 '19년 7월과 8월 전년 대비 모두 10% 이상 상승하며 대형제약사 중 가장 높은 증가세를 보였다. 제품매출액 비중이 90%를 육박하며 이익성이 높은 개량신약을 바탕으로 본업에서는 강점을 나타내고 있다. 2Q19에서도 기술 수익이 감소함에도 불구하고 기대치를 상회한 바, 자체 의약품 포트폴리오의 강점을 지속적으로 보여줄 전망이다.

4Q19부터 허가관련 이벤트 예상되어 긍정적 흐름 예상

Triple Agonist는 임상 1상을 연내 종료로 예상되고 4Q19부터 포지오티닙 중간결과, 롤론티스 BLA 재신청 그리고 1Q20 오락솔 허가 신청 등 모멘텀이 가시화되는 시점이다. 아쉬운 기술 반환이 여러 차례 있었으나 앞으로는 허가와 관련된 이벤트가 확인되며 주가는 긍정적인 흐름을 보여줄 전망이다. 포지오티닙 중국/국내 임상도 3Q19 개시되고 북경한미의 팬텀바디 TNFa/IL-17 임상 1상 진입으로 기대감이 추가될 전망이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	916.6	82.2	60.4	5,204	127.6	61,290	110.1	9.3	58.5	8.8	109.6
2018	1,016.0	83.6	24.9	2,144	-50.5	60,560	216.5	7.7	45.1	3.5	114.3
2019E	1,111.5	88.8	49.2	4,237	68.5	64,309	67.6	4.5	27.3	6.8	124.4
2020E	1,165.9	91.4	36.7	3,163	-24.8	66,984	90.6	4.3	25.8	4.8	113.7
2021E	1,245.9	114.8	52.3	4,500	42.8	70,996	63.7	4.0	21.4	6.5	108.1

(십억원)	3Q19E	2Q19	(% YoY)	2Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	268.2	270.4	-0.8	235.3	14.0	256.8	4.4
영업이익	19.2	23.1	-16.9	21.5	-10.7	17.7	8.5
세전이익	13.5	31.1	-56.5	11.4	19.1	15.1	-10.4
지배순이익	8.9	18.3	-51.7	11.5	-23.1	8.7	1.9

자료: 한미약품, 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	245.7	241.3	235.3	293.7	274.6	270.4	268.2	298.4	1,016.0	1,111.5	1,165.9
YoY	5.2%	8.3%	3.4%	26.3%	11.8%	12.1%	14.0%	1.6%	10.9%	9.4%	4.9%
연결조정	(21.2)	(22.4)	(22.3)	(26.7)	(24.5)	(35.0)	(25.6)	(26.3)	(92.6)	(111.4)	(107.3)
북경한미	67.2	51.4	55.1	54.6	70.3	56.4	59.9	60.5	228.3	247.1	261.5
YoY	20.9%	3.8%	2.0%	-0.9%	4.6%	9.7%	8.7%	10.8%	6.6%	8.2%	5.8%
한미정밀화학	20.1	20.6	20.6	24.0	23.8	33.6	25.0	25.7	85.3	108.1	107.9
YoY	-8.2%	-17.3%	-2.4%	25.0%	18.4%	63.1%	21.3%	7.0%	-2.1%	26.7%	-0.1%
한미약품	179.6	191.7	181.9	241.8	205.0	215.4	208.9	238.5	795.0	867.8	903.8
YoY	0.8%	11.5%	4.3%	35.7%	14.1%	12.4%	14.8%	-1.4%	13.2%	9.2%	4.1%
제품	137.1	145.8	140.0	185.6	163.7	168.3	170.0	195.8	608.5	697.7	746.9
YoY	8.2%	22.3%	12.2%	45.9%	19.4%	15.4%	21.4%	5.5%	22.2%	14.7%	7.0%
상품	30.1	31.4	29.7	37.2	28.8	39.7	35.7	40.1	128.5	144.3	147.4
YoY	-0.9%	-4.6%	-4.5%	-3.4%	-4.4%	26.3%	20.0%	7.8%	-3.4%	12.3%	2.1%
기타	3.3	3.3	3.0	3.9	1.6	2.4	3.3	2.6	13.5	9.9	9.5
YoY	-10.8%	3.1%	-16.7%	18.2%	-51.5%	-27.3%	8.7%	-32.8%	-2.2%	-26.8%	-4.2%
기술료 수익	9.2	11.1	9.2	15.2	10.9	5.0	0.0	0.0	44.6	15.9	0.0
매출총이익	141.9	133.4	127.8	137.9	162.4	144.6	151.2	164.4	540.9	622.6	654.5
매출총이익률	57.7%	55.3%	54.3%	46.9%	59.1%	53.5%	56.4%	55.1%	53.2%	56.0%	56.1%
판매비	115.6	113.4	106.3	122.0	136.4	121.5	132.0	143.7	457.3	533.8	563.2
판매비율	47.1%	47.0%	45.2%	41.5%	49.7%	44.9%	49.2%	48.2%	45.0%	48.0%	48.3%
경상연구개발비	42.0	42.7	36.7	44.5	55.9	37.6	53.1	52.8	165.9	199.4	220.2
영업이익	26.3	20.0	21.5	15.9	26.0	23.1	19.2	20.6	83.6	88.8	91.4
영업이익률	10.7%	8.3%	9.1%	5.4%	9.5%	8.5%	7.2%	6.9%	8.2%	8.0%	7.8%
YoY	-16.3%	-7.4%	-22.8%	1026.2%	-1.0%	15.8%	-10.7%	29.8%	1.7%	6.3%	2.9%
당기순이익	11.2	14.4	13.5	(4.9)	17.5	18.3	8.9	9.3	24.9	49.2	36.7
순이익률	-0.5%	-0.4%	-0.4%	-0.2%	-0.4%	6.8%	3.3%	3.1%	2.4%	4.4%	3.1%
YoY	-54.4%	19.2%	-41.1%	적전	55.8%	36.7%	-23.1%	흑전	-63.9%	97.7%	-25.4%

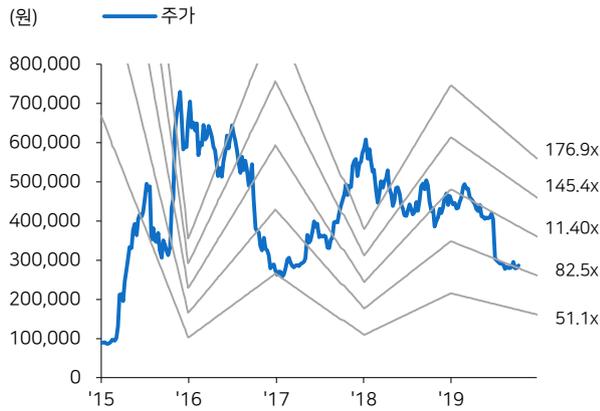
자료: 한미약품, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 한미약품 SOTP Valuation

(십억원)		비고
영업가치	2,155	상위제약사 EBITDA 평균 15.1배 적용
관계기업 지분가치	51.1	관계기업 출자지분
신약가치	2,231	
롤론티스	420	
포지오티닙	483	
에페글레레나타이드	422	
HM12525A	144	
Orascovery	650	Oraxol, Oratecan, Oradoxel 3가지 파이프라인
벨바라페닙	112	전체 계약규모에서 임상1상 성공률(10.7%) 적용
순차입금	486	
기업가치	3,951	
주식수	11,612	(천주)
적정가치	340,244	(원)
적정주가	340,000	

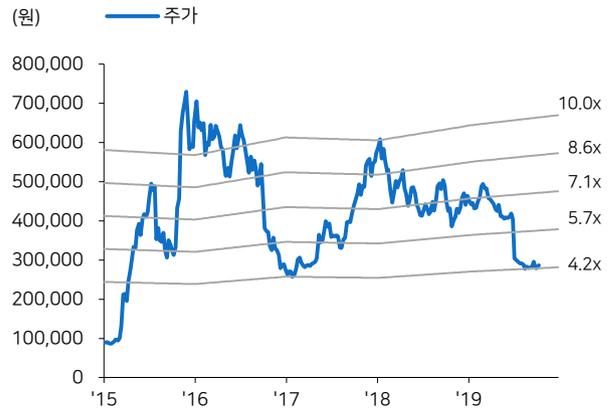
주: 상위제약사는 유한양행, 대웅제약, 녹십자, 종근당, 동아에스티 기준
 자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 한미약품 PER 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 한미약품 PBR 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 한미약품 파이프라인 개발 현황

전임상		임상 1상	임상 2상	임상 3상
LAP5GCG Combo HM1 4320 비만/당뇨/NASH	LD1 저해제 소세포폐암, 급성골수성백혈병	LAP5Triple Agonist HM15211 NASH	LAP5GLP/GCG HM12525A 당뇨/비만	LAP5Exd4 Analog 에페글레나타이드 당뇨/비만 SANOFI
LAP5Insulin Combo HM1 4220 당뇨 SANOFI	A2AR 길항제 고형암	LAP5GCG Analog HM15136 비만/선전성 고인슐린증	Pan-HER 억제제 포지오티닙 고형암 SPECTRUM	LAP5GCSF Analog Rolonfis™ (에플라페그라스팀) 호중구감소증 SPECTRUM
LAP5Insulin148 HM1 2480 당뇨	PD-1/HER2 BH2950 면역·표적 이중항제 INNOVENT	LAP5Ins/LAP5Insulin Analog HM12460A/HM12470 당뇨	오라테칸(Oratecan)™ 이리노테칸+HM30181A 고형암 ATHENEX	오락솔(Oraxol)™ 파크리탁셀+HM30181A 고형암 ATHENEX
LAP5ASB HM1 5450 유코다당체 침착증	PD-1/PD-L1 BH2996H 면역·표적 이중항제	Pan-RAF 저해제 벨바라페닙 고형암 GENENTECH	오라독셀(Oradoxel)™ 도세탁셀+HM30181A 고형암 ATHENEX	
GBM 유전자 세포치료제 HM21001 교모세포종 아주대학교	PD-1/CD47 면역·표적 이중항제	FLT3 항암제 HM43239 급성골수성백혈병	BTK 면역치료제 HM71224 자가면역질환	
	TNF-α/IL-17 BH1657 자가면역질환	LAP5GLP-2 Analog HM15912 단장중후군	루미네이트(Luminate)® Integrin 저해제 당뇨병성항반부종 ALLEGRO	
		루미네이트(Luminate)® Integrin 저해제 양막색소변성증	LAP5hGH 에페소마트로핀 성장호르몬 결핍증	

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

자료: 한미약품, 메리츠증권리서치센터

한미약품 (128940)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	916.6	1,016.0	1,111.5	1,165.9	1,245.9
매출액증가율 (%)	3.8	10.8	9.4	4.9	6.9
매출원가	398.2	475.1	488.9	511.4	535.0
매출총이익	518.4	540.9	622.6	654.5	710.9
판매관리비	436.2	457.3	533.8	563.2	596.0
영업이익	82.2	83.6	88.8	91.4	114.8
영업이익률	9.0	8.2	8.0	7.8	9.2
금융손익	-5.6	-18.2	-4.9	-20.8	-21.2
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-17.7	-15.0	-6.0	-12.9	-11.3
세전계속사업이익	58.9	50.4	78.0	57.7	82.4
법인세비용	-10.1	16.2	20.4	14.4	20.6
당기순이익	69.0	34.2	57.5	43.3	61.8
지배주주지분 순이익	60.4	24.9	49.2	36.7	52.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	-62.9	26.0	70.5	96.5	117.0
당기순이익(손실)	69.0	34.2	57.5	43.3	61.8
유형자산상각비	31.8	41.2	48.3	54.6	61.4
무형자산상각비	4.6	6.0	9.9	10.4	11.1
운전자본의 증감	-166.3	-97.9	-45.2	-11.8	-17.3
투자활동 현금흐름	-152.9	-145.8	-123.6	-103.8	-90.3
유형자산의증가(CAPEX)	-247.1	-182.3	-104.0	-87.2	-70.4
투자자산의감소(증가)	-28.4	0.8	-1.7	-0.9	-1.4
재무활동 현금흐름	137.8	140.4	125.7	-67.3	-14.2
차입금의 증감	144.0	155.5	131.4	-61.6	-8.6
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-83.1	20.1	72.7	-74.6	12.5
기초현금	130.4	47.3	67.3	140.0	65.4
기말현금	47.3	67.3	140.0	65.4	77.9

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	658.1	564.1	698.1	650.7	703.4
현금및현금성자산	47.3	67.3	140.0	65.4	77.9
매출채권	247.1	176.9	201.7	211.5	226.0
재고자산	232.1	247.8	277.5	291.1	311.0
비유동자산	1,002.8	1,127.1	1,189.6	1,226.7	1,242.0
유형자산	790.1	900.3	956.0	988.6	997.6
무형자산	45.7	60.7	65.8	69.4	74.3
투자자산	71.7	70.9	72.6	73.5	74.9
자산총계	1,660.9	1,691.2	1,887.7	1,877.5	1,945.4
유동부채	639.2	435.0	476.4	456.5	452.8
매입채무	46.6	44.5	48.7	51.0	54.5
단기차입금	170.2	201.5	211.4	190.2	171.2
유동성장기부채	108.3	13.8	37.0	27.0	26.0
비유동부채	229.3	467.0	570.1	542.3	557.7
사채	49.9	197.9	317.9	267.9	257.9
장기차입금	146.4	216.6	194.9	214.4	235.9
부채총계	868.5	902.0	1,046.5	998.8	1,010.6
자본금	27.9	28.5	28.5	28.5	28.5
자본잉여금	415.5	414.9	414.9	414.9	414.9
기타포괄이익누계액	-1.2	-6.6	-6.6	-6.6	-6.6
이익잉여금	285.3	287.8	331.3	362.4	409.0
비지배주주지분	80.7	86.0	94.4	100.9	110.4
자본총계	792.4	789.3	841.1	878.7	934.8

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	78,933	87,491	95,721	100,405	107,289
EPS(지배주주)	5,204	2,144	4,237	3,163	4,500
CFPS	10,713	13,114	13,408	12,350	15,107
EBITDAPS	10,216	11,261	12,658	13,464	16,133
BPS	61,290	60,560	64,309	66,984	70,996
DPS	481	490	490	490	490
배당수익률(%)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
Valuation(Multiple)					
PER	110.1	216.5	67.6	90.6	63.7
PCR	53.5	35.4	21.4	23.2	19.0
PSR	7.3	5.3	3.0	2.9	2.7
PBR	9.3	7.7	4.5	4.3	4.0
EBITDA	118.6	130.8	147.0	156.4	187.3
EV/EBITDA	58.5	45.1	27.3	25.8	21.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	8.8	3.5	6.8	4.8	6.5
EBITDA 이익률	12.9	12.9	13.2	13.4	15.0
부채비율	109.6	114.3	124.4	113.7	108.1
금융비용부담률	1.2	1.9	2.2	2.2	2.0
이자보상배율(x)	7.7	4.3	3.6	3.6	4.7
매출채권회전율(x)	3.7	4.8	5.9	5.6	5.7
재고자산회전율(x)	4.3	4.2	4.2	4.1	4.1

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	94.7%
중립	5.3%
매도	0.0%

2019년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한미약품 (128940) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.11.03	기업브리프	Buy	577,454	이태영	-9.1	-2.0	
2017.11.28	산업분석	Buy	635,200	이태영	-11.2	-4.2	
2018.01.30	기업브리프	Buy	706,460	이태영	-23.1	-15.7	
2018.02.19	기업브리프	Buy	667,212	이태영	-25.9	-17.8	
2018.04.17	산업분석	Buy	696,648	이태영	-35.6	-27.5	
2019.04.17		1년 경과			-38.7	-36.7	
2019.05.14	산업분석	Buy	460,000	오세중	-11.6	-10.3	
2019.06.18	기업브리프	Trading Buy	460,000	오세중	-14.5	-9.0	
2019.07.12	기업브리프	Trading Buy	340,000	오세중	-15.7	-11.3	
2019.09.23	기업브리프	Hold	340,000	오세중	-	-	