



Outperform(Upgrade)

목표주가: 350,000원
주가(10/22): 303,000원

시가총액: 35,185억원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (10/22)		2,088.86pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	501,000원	267,500원
등락률	-39.5%	13.3%
수익률	절대	상대
1M	2.4%	2.5%
6M	-29.8%	-25.5%
1Y	-29.6%	-27.1%

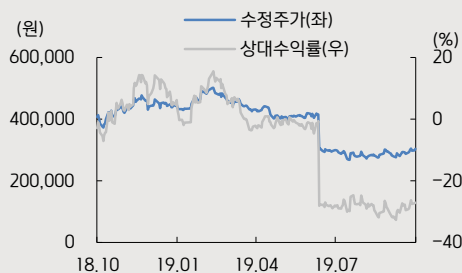
Company Data

발행주식수	11,612천주
일평균 거래량(3M)	39천주
외국인 지분율	15.1%
배당수익률(2019E)	0.2%
BPS(2019E)	63,352원
주요 주주	한미사이언스 외 3 인 41.4%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019F	2020F
매출액	916.6	1,016.0	1,092.5	1,149.8
영업이익	82.2	83.6	87.7	85.1
EBITDA	118.6	130.8	142.8	135.1
세전이익	58.8	50.4	74.3	67.8
순이익	69.0	34.2	54.2	52.9
지배주주지분순이익	60.4	24.9	43.9	42.8
EPS(원)	5,204	2,144	3,783	3,690
증감률(% YoY)	159.1	-58.8	76.5	-2.5
PER(배)	110.1	216.5	80.1	82.1
PBR(배)	9.35	7.66	4.78	4.59
EV/EBITDA(배)	62.5	49.9	32.6	34.0
영업이익률(%)	9.0	8.2	8.0	7.4
ROE(%)	8.8	3.5	6.1	5.7
순차입금비율(%)	102.3	147.3	124.5	110.7

Price Trend



한미약품 (128940)

마일스톤 감소를 상쇄한 자체제품 고른 성장



3분기 실적은 컨센서스 상회 전망됩니다. 우려했던 제넨텍 계약금 유입 종료('19.4월)에도 불구하고, 자체제품의 성장이 지속되면서 이를 상쇄할 것으로 보이기 때문입니다. 안센에 기술이전한 듀얼어고니스트의 기술 반환, 롤론티스 BLA 신청 이슈 등으로 연초 대비 주가는 -33% 하락하며 약재가 모두 반영된 것으로 보입니다. 향후 안정적인 실적을 바탕으로 롤론티스 BLA 신청, 포지오티닙 2상 데이터 발표 등의 모멘텀을 기대해 볼 수 있겠습니다.

>>> 3Q19 컨센서스 상회 예상

3Q19 연결 매출액은 2,620억원(YoY +11%), 영업이익은 220억원(YoY +3%, OPM 8%)으로 컨센서스 매출액 2,581억원에 부합하며, 컨센서스 영업이익 179억원을 23% 상회할 것으로 예상됩니다.

제넨텍 계약금 유입 '19.4월 종료(분기 약 90억원) 되었으나, 고마진의 자체 제품 아모잘탄(+18%), 로수젯(+35%), 에소메졸(+18%) 등 국내 순환기 전문의약품(ETC) 분야가 지속 성장하고 있기 때문으로 보인다. 북경한미 매출액은 2분기 대비 개선된 619억원(YoY +12%, QoQ +10%), 영업이익은 103억원(YoY +4%)이 예상된다. 연결 기준 경상연구개발비는 466억원(매출액 대비 18%)로 추정하였다.

4분기 매출액은 2,855억원(YoY -3%), 영업이익 167억원(YoY +5%)가 전망된다. 사노피와 R&D 비용 계약 수정과 전문의약품(ETC) 판매 증가로 제넨텍 계약금 유입 종료 영향은 4분기에도 상쇄가 가능할 것으로 예상된다.

>>> 투자의견 Outperform 상향, 목표주가 유지

향후 R&D 관련 일정은 롤론티스(호중구감소증치료제)의 연내 BLA(신약승인신청) 재신청, 4Q19 포지오티닙 EGFR exon 20 삽입변이 폐암 적응증 2차 치료제 첫 효능 데이터 발표가 예상된다. 경구용 파클리탁셀 항암제 오락슬은 '20년 상반기내 NDA 신청이 예정되어 있다.

'21년에는 롤론티스와 오락슬 허가 및 판매에 따른 로열티 유입을 기대해 볼 수 있다. 롤론티스의 허가는 동사의 랩스커버리 플랫폼 제품의 첫 상용화이며, 오락슬과 롤론티스의 판매는 국내 제약사 중 처음으로 기술 수출한 품목의 매출 로열티 발생이라는 점에서 '21년 수익개선을 기대해 볼 수 있다. 또한, 전일(22일) HM12460A 미국 1상이 종료되었는데, 데이터 결과에 따라 사노피로 기술 재수출 가능성도 있다. Fw12m EBITDA의 변경이 미미하여 기존 목표주가 35만원을 유지하나, 최근 주가 하락에 따라 투자의견을 Outperform으로 상향한다.

실적 추정치 세부 내역

(단위, 십억원)

구 분	3Q19E	컨센서스	차이	2019E	컨센서스	차이
매출액	262.0	258.1	2%	1,092.5	1,087.5	0.5%
yoy	11.4%	9.7%		7.5%	7.0%	
영업이익	22.0	17.9	23%	87.7	80.0	9.6%
yoy	2.5%	-16.7%		4.9%	-4.3%	
OPM	8.4%	6.9%		8.0%	7.4%	
지배주주순이익	8.8	9.2	-5%	43.9	41.6	5.5%

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치 산정	비 고
① 영업가치	23,857	Fw12M EBITDA * 상위제약사 평균 EV/EBITDA
② 비영업가치	23,711	
파이프라인	18,794	
- Epeglenatide	11,058	Efpeglenatide(GLP-1, Glucagon-Like Peptide-1) - Sanofi
- 포지오티닙	810	Poziotinib(pan-HER inhibitor) - 스펙트럼
- 롤론티스	5,638	롤론티스(LAPS-G-CSF/SPI-2012) - 스펙트럼
- HM95573	1,288	HM95573(RAF inhibitor) - Genentech
관계기업	4,917	
- 북경한미	4,562	순이익(19E) * MSCI 중국 헬스케어 지수 '19년 PER * 지분율 73.68%
- 한미정밀화학	354	순이익(19E) * API 국내 업체 PER * 지분율 63%
③ 순차입금	7,212	
④ 유통 주식 수	11,542	
⑤ 기업가치(=①+②-③)	40,355	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	350,000	

자료: 키움증권 리서치센터

실적 세부 내용

구분	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2019E
한미약품	179.6	191.7	181.9	241.9	795.1	204.9	215.4	204.8	231.2	856.3
내수	145.9	147.0	140.7	164.0	597.6	153.3	167.3	161.8	167.1	649.4
수출	24.6	33.6	32.0	62.7	152.8	40.7	43.1	43.1	64.1	191.0
기술료 수익	9.2	11.1	9.2	15.2	44.7	10.9	5.0	0.0	0.0	15.9
북경한미	67.2	51.4	55.1	54.6	228.3	70.3	56.4	61.9	53.9	242.5
한미정밀화학	20.1	20.6	20.6	24.0	85.3	23.8	33.6	22.7	26.4	106.5
내부매출차감	(21.3)	(22.4)	(22.3)	(26.8)	(92.8)	(24.4)	(35.0)	(27.4)	(26.0)	(112.7)
연결 매출액	245.7	241.3	235.3	293.7	1,016.0	274.6	270.4	262.0	285.5	1,092.5
yoy	5.2%	8.3%	3.4%	26.3%	10.8%	11.8%	12.1%	11.4%	-2.8%	7.5%
영업이익	26.3	20.0	21.5	15.9	83.6	25.9	23.1	22.0	16.7	87.7
yoy	-16.3%	-7.3%	-22.9%	1023.6%	1.8%	-1.2%	15.8%	2.5%	4.7%	4.9%
OPM	10.7%	8.3%	9.1%	5.4%	8.2%	9.4%	8.5%	8.4%	5.8%	8.0%
지배주주순이익	7.7	13.4	11.5	(7.7)	24.9	12.7	18.3	8.8	4.1	43.9
yoy	-59.5%	7.6%	-44.2%	적전	-58.8%	66.3%	36.7%	-23.7%	흑전	76.5%

자료: 키움증권 리서치

R&D 파이프라인



자료: 한미약품, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	916.6	1,016.0	1,092.5	1,149.8	1,219.5
매출원가	398.2	475.0	521.0	555.5	583.6
매출총이익	518.4	540.9	571.6	594.4	635.8
판관비	436.2	457.3	483.8	509.2	529.1
영업이익	82.2	83.6	87.7	85.1	106.7
EBITDA	118.6	130.8	142.8	135.1	152.1
영업외손익	-23.3	-33.2	-13.4	-17.3	-15.0
이자수익	3.8	4.3	9.0	8.8	11.2
이자비용	10.7	19.4	21.4	20.2	20.2
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	-1.0	-5.9	-6.0
법인세차감전이익	58.8	50.4	74.3	67.8	91.8
법인세비용	-10.1	16.2	20.1	14.9	20.2
계속사업손익	69.0	34.2	54.2	52.9	71.6
당기순이익	69.0	34.2	54.2	52.9	71.6
지배주주순이익	60.4	24.9	43.9	42.8	58.0
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	3.8	10.8	7.5	5.2	6.1
영업이익 증감율	207.0	1.7	4.9	-3.0	25.4
EBITDA 증감율	80.7	10.3	9.2	-5.4	12.6
지배주주순이익 증감율	158.9	-58.8	76.3	-2.5	35.5
EPS 증감율	159.1	-58.8	76.5	-2.5	35.3
매출총이익율(%)	56.6	53.2	52.3	51.7	52.1
영업이익율(%)	9.0	8.2	8.0	7.4	8.7
EBITDA Margin(%)	12.9	12.9	13.1	11.7	12.5
지배주주순이익율(%)	6.6	2.5	4.0	3.7	4.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	-62.9	26.0	116.3	113.3	122.8
당기순이익	69.0	34.2	54.2	52.9	71.6
비현금항목의 가감	55.4	118.1	118.4	107.1	105.4
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	63.3	57.1	60.0
영업활동자산부채증감	-166.3	-97.9	-24.0	-20.6	-25.3
매출채권및기타채권의감소	-16.3	58.6	-13.8	-10.4	-12.6
재고자산의감소	0.0	0.0	-14.4	-13.8	-16.7
매입채무및기타채무의증가	-3.3	3.3	3.4	2.5	3.0
기타	-146.7	-159.8	0.8	1.1	1.0
기타현금흐름	-21.0	-28.4	-32.3	-26.1	-28.9
투자활동 현금흐름	-152.9	-145.8	55.5	1.2	1.2
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)	-28.3	0.9	53.7	-0.6	-0.6
단기금융자산의감소(증가)	106.7	61.8	0.0	0.0	0.0
기타	25.7	1.8	1.8	1.8	1.8
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	-40.1	-39.1	-39.0
현금 및 현금성자산의 순증가	-83.1	20.1	126.6	69.5	79.1
기초현금 및 현금성자산	130.4	47.3	67.3	193.9	263.4
기말현금 및 현금성자산	47.3	67.3	193.9	263.4	342.6

출처 : 키움증권

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	658.1	564.1	717.9	810.6	918.0
현금 및 현금성자산	47.3	67.3	193.9	263.5	342.6
단기금융자산	93.1	31.4	31.4	31.4	31.4
매출채권 및 기타채권	250.3	183.5	197.3	207.6	220.2
재고자산	232.1	247.8	262.2	276.0	292.7
기타유동자산	35.3	34.1	33.1	32.1	31.1
비유동자산	1,002.8	1,127.1	1,019.4	970.0	925.2
투자자산	72.8	71.9	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	94.2	94.2	95.2	95.3	95.3
자산총계	1,660.9	1,691.2	1,737.3	1,780.6	1,843.2
유동부채	639.2	435.0	438.3	440.8	443.9
매입채무 및 기타채무	285.6	173.4	176.8	179.3	182.3
단기금융부채	557.1	430.7	430.7	430.7	430.7
기타유동부채	-203.5	-169.1	-169.2	-169.2	-169.1
비유동부채	229.3	467.0	467.0	467.0	467.0
장기금융부채	393.9	830.3	830.3	830.3	830.3
기타비유동부채	-164.6	-363.3	-363.3	-363.3	-363.3
부채총계	868.5	902.0	905.3	907.8	910.9
지배지분	711.7	703.2	735.7	766.4	812.4
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	326.0	363.0	415.2
비지배지분	80.7	86.0	96.3	106.4	120.0
자본총계	792.4	789.3	832.0	872.8	932.3

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	5,204	2,144	3,783	3,690	4,993
BPS	61,290	60,560	63,352	66,003	69,957
CFPS	10,713	13,114	14,865	13,777	15,239
DPS	500	500	500	500	500
주가배수(배)					
PER	110.1	216.5	80.1	82.1	60.7
PER(최고)	112.2	288.4	133.0		
PER(최저)	48.7	168.5	66.6		
PBR	9.35	7.66	4.78	4.59	4.33
PBR(최고)	9.53	10.21	7.94		
PBR(최저)	4.13	5.96	3.98		
PSR	7.26	5.30	3.22	3.06	2.89
PCFR	53.5	35.4	20.4	22.0	19.9
EV/EBITDA	62.5	49.9	32.6	34.0	29.8
주요비율(%)					
배당성향(% 보통주 현금)	8.1	16.6	10.7	10.9	8.1
배당수익율(% 보통주 현금)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
ROA	4.2	2.0	3.2	3.0	4.0
ROE	8.8	3.5	6.1	5.7	7.3
ROIC	5.4	4.3	4.5	4.8	6.1
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	108.8	104.0	97.7
순차입금비율	102.3	147.3	124.5	110.7	95.2
이자보상배율	7.7	4.3	4.1	4.2	5.3
총차입금	951.0	1,261.0	1,261.0	1,261.0	1,261.0
순차입금	810.6	1,162.3	1,035.8	966.1	887.1
NOPLAT	118.6	130.8	142.8	135.1	152.1
FCF	-327.0	-203.2	95.1	95.8	103.4

Compliance Notice

- 당사는 10월 22일 현재 '한미약품' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 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.

고지사항

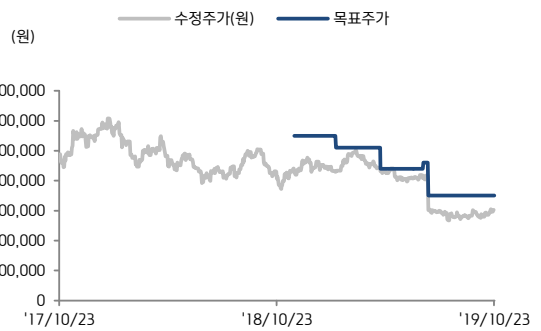
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한미약품 (128940)	2018-11-21	Buy (Reinitiate)	550,000원	6개월	-17.07	-11.53
	2019-01-30	Outperform (Downgrade)	510,000원	6개월	-9.01	-1.76
	2019-04-15	Marketperform (Downgrade)	440,000원	6개월	-5.32	0.23
	2019-06-26	Outperform (Upgrade)	460,000원	6개월	-10.67	-9.13
	2019-07-04	Marketperform (Downgrade)	350,000원	6개월	-17.67	-13.00
	2019-10-23	Outperform (Upgrade)	350,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)



투자의견 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 (2018/10/01~2019/09/30)

매수	중립	매도
93.98%	5.42%	0.60%