



2020년 1월 8일 | Equity Research

한미약품 (128940)

안정적인 실적과 탄탄한 R&D 편더멘탈

4분기 성장세는 둔화되었지만 안정적인 실적 구현

한미약품의 3분기 매출액은 연결기준으로 전년대비 약 4%가량 증가한 3,054억원, 영업이익은 전년대비 약 35% 증가한 214억원(OPM, 7.0%)으로 추정된다. 2018년 4분기부터 2019년 3분기까지 연속으로 4개 분기 두 자릿수의 고성장을 지속했던 별도기준 한미약품 영업부문의 성장률은 전년 기저가 높은 이유로 약 6.6% 성장에 그칠 것으로 보인다. 그러나 마일스톤 유입과 같은 예상치 못했던 기술료 수익이 발생하면서 실적 개선에 일조할 것으로 보인다. 2019년 연간 연결기준으로 탑라인은 전년대비 약 10% 성장률을 달성함으로써 상위제약사로서는 매우 이례적으로 2년간 고성장세를 유지하며 안정적인 실적을 구현하고 있다.

4분기에는 비용 과다 집행

한미약품의 경우 4분기 인센티브가 반영되면서 인건비가 4분기에 집중되어 있다. 연구개발비도 연말에 비용집행이 몰려 있어서 항상 4분기 경상연구개발비가 과도하게 발생한다. 일반적으로 4분기가 다른 분기 대비 실적이 부진한 이유이다. 그러나 올해에는 예상치 못한 기술료 수익으로 인해 한미약품 별도기준 영업이익은 120억원 정도로 추정된다. 북경한미 매출액도 올해 연간으로 7.4%라는 high single digit 성장을 유지할 수 있을 것으로 보인다. 2분기 과도한 연구개발비 집행으로 영업이익 26억원이라는 어닝 쇼크한 실적을 제외하면 영업이익은 큰 폭의 성장은 없지만 안정적인 실적은 시현하고 있다. 한미정밀화학도 2018년 적자에서 2019년에는 흑자로 전환되면서 연결기준 실적개선에 기여하고 있다.

2020년 한미약품의 R&D 모멘텀을 기대하며…

2019년 말 스펙트럼사가 개발하고 있던 포지오티닙의 첫번째 코호트 EGFR Exon 20 삽입 변이의 비소세포폐암 2차 치료제의 임상 결과가 기대했던 ORR 17% 대비 낮은 14.8%로 확인되면서 한미약품의 주가는 또 다시 조정받았다. 그러나 스펙트럼사는 다른 코호트 임상 2상은 예정대로 진행할 예정이며 올해 상반기 2번째 코호트인 HER2 Exon 20 삽입 변이의 비소세포폐암 2차치료제에 대한 임상 2상 결과를 공개할 것으로 기대된다. 롤론티스의 경우 작년 10월 미 FDA에 BLA 신청서를 다시 제출하여 12월 FDA의 사전검토를 통과함에 따라 상용화 준비가 본격화될 것으로 보인다. 롤론티스의 PDUFA date는 10월 24일로 이날까지 최종 승인여부를 통보받을 수 있을 것으로 예상되며, 올해 상반기 중 승인을 위해 한미약품의 평택 바이오공장도 실사를 받을 것으로 예상된다. 한미약품의 가장 큰 기대주인 LAPS-Triple agonist는 미국에서의 임상 1상을 마무리하고 있으며, 4월 유럽간학회 내지는 6월 미국 당뇨학회에서 그 결과를 발표할 것으로 예상됨에 따라 대규모의 기술이전도 기대해 볼 수 있다.

1월 13~16일 사이 개최되는 JP Morgan Conference에서는 현재 한미약품이 진행하고 있는 각종 파이프라인에 대한 발표가 있을 것으로 보인다. 다시한번 한미약품의 R&D 저력을 확인해 볼 수 있는 기회라고 판단된다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 480,000원 | CP(1월 7일): 292,000원

Key Data

		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	2,175.54		
52주 최고/최저(원)	492,010/262,700	매출액(십억원)	1,107.4 1,199.7
시가총액(십억원)	3,390.8	영업이익(십억원)	92.4 101.0
시가총액비중(%)	0.28	순이익(십억원)	55.0 61.7
발행주식수(천주)	11,843.0	EPS(원)	3,727 4,361
60일 평균 거래량(천주)	42.1	BPS(원)	62,766 66,648
60일 평균 거래대금(십억원)	13.1		
19년 배당금(예상,원)	481		
19년 배당수익률(예상,%)	0.16		
외국인지분율(%)	14.77		
주요주주 지분율(%)			
한미사이언스 외 3 인	41.40		
국민연금공단	9.13		
주가상승률 1M 6M 12M			
절대 (8.2) (2.2) (34.4)			
상대 (12.2) (5.1) (38.6)			

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	916.6	1,016.0	1,116.1	1,187.1	1,263.5
영업이익	십억원	82.2	83.6	95.3	124.6	139.0
세전이익	십억원	58.8	50.4	82.7	100.8	116.6
순이익	십억원	60.4	24.9	44.8	54.4	63.7
EPS	원	5,103	2,102	3,783	4,590	5,379
증감률	%	159.0	(58.8)	80.0	21.3	17.2
PER	배	110.28	216.81	78.39	63.62	54.28
PBR	배	9.16	7.45	4.60	4.26	3.97
EV/EBITDA	배	58.47	45.13	27.48	22.38	20.21
ROE	%	8.81	3.52	6.20	7.09	7.77
BPS	원	61,424	61,179	64,484	68,605	73,506
DPS	원	471	481	481	481	481



Analyst 선민정

02-3771-7785

rssun@hanafn.com

표 1. 한미약품 4Q19 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	4Q19F	4Q18	YoY	Consen	%Variance
매출액	305.4	293.7	4.0	296.8	2.9
영업이익	21.4	15.9	34.8	18.6	15.1
세전이익	20.0	(1.5)	TB	14.8	35.0
당기순이익	14.8	(4.9)	TB	8.8	67.8
OPM %	7.0%	5.4%		6.3%	
NPM %	4.8%	-1.7%		3.0%	

자료: 하나금융투자

표 2. 한미약품 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20P	4Q20F	18	19F	20F
매출액	274.6	270.4	265.7	305.4	290.0	287.0	294.3	315.8	1,015.9	1,116.1	1,187.1
YoY	11.8%	12.1%	12.9%	4.0%	5.6%	6.2%	10.8%	3.4%	10.8%	9.9%	6.4%
한미약품	205.0	215.4	206.9	247.0	214.1	225.0	227.1	252.1	795.0	874.3	918.3
YoY	14.1%	12.4%	13.7%	2.1%	4.4%	4.5%	9.8%	2.1%	13.2%	10.0%	5.0%
영업	192.5	208.0	204.6	237.5	211.1	222.0	224.1	249.1	736.9	842.6	906.3
YoY	15.1%	17.4%	20.6%	6.6%	9.7%	6.7%	9.5%	4.9%	16.9%	14.3%	7.6%
기술료	10.9	5.0	0.1	7.5	0.0	0.0	0.0	0.0	44.7	23.5	0.0
YoY	18.5%	-55.0%	-98.9%	-50.6%	-100.0%	-100.0%	-100.0%	-100.0%	-22.6%	-47.4%	-100.0%
북경한미	70.3	56.4	60.0	58.4	75.9	62.0	67.2	63.7	228.3	245.1	268.8
YoY	4.6%	9.7%	8.9%	7.0%	8.0%	10.0%	12.0%	9.0%	6.6%	7.4%	9.7%
한미정밀화학	23.8	33.6	23.6	26.4	26.2	38.6	26.9	27.7	85.3	107.4	119.4
YoY	18.4%	63.1%	14.6%	10.0%	10.0%	15.0%	14.0%	5.0%	-2.2%	25.9%	11.2%
기타	(24.5)	(35.0)	(24.8)	(26.4)	(26.2)	(38.6)	(26.9)	(27.7)	(92.7)	(110.7)	(119.4)
매출총이익	162.4	144.6	154.1	171.7	171.1	157.6	170.7	183.1	540.9	632.7	682.5
YoY	14.5%	8.4%	20.6%	24.5%	5.4%	9.0%	10.8%	6.7%	4.3%	17.0%	7.9%
OPM	59.1%	53.5%	58.0%	56.2%	59.0%	54.9%	58.0%	58.0%	53.2%	56.7%	57.5%
판매관리비	136.5	121.5	129.2	150.3	136.0	142.9	136.0	143.0	457.3	537.4	558.0
YoY	18.1%	7.0%	21.6%	23.2%	-0.3%	17.7%	5.2%	-4.8%	4.8%	17.5%	3.8%
판관비율	49.7%	44.9%	48.6%	49.2%	46.9%	49.8%	46.2%	45.3%	45.0%	48.2%	47.0%
경상개발비	55.9	37.6	48.1	56.5	52.2	57.4	50.0	56.8	165.8	198.1	216.5
YoY	33.4%	-12.2%	31.2%	27.0%	-6.6%	52.7%	4.0%	0.6%	8.5%	19.4%	9.3%
기타 판매관리비	80.6	83.9	81.1	93.8	83.8	85.5	85.9	86.2	291.5	339.4	341.5
YoY	9.4%	18.7%	16.5%	21.0%	4.0%	1.9%	6.0%	-8.1%	2.9%	16.4%	0.6%
영업이익	25.9	23.1	24.9	21.4	35.1	14.6	34.7	40.1	83.6	95.3	124.6
YoY	-1.4%	16.1%	15.8%	34.5%	35.3%	-36.7%	39.5%	87.6%	1.7%	14.0%	30.7%
OPM	9.4%	8.5%	9.4%	7.0%	12.1%	5.1%	11.8%	12.7%	8.2%	8.5%	10.5%
당기순이익	17.3	20.4	8.9	14.8	16.3	21.4	(0.5)	37.3	34.2	61.5	74.6
YoY	54.0%	42.0%	-33.9%	CR	-5.7%	4.7%	TR	CR	-50.5%	80.0%	21.3%
NPM	6.3%	7.6%	3.3%	4.9%	5.6%	7.5%	-0.2%	11.8%	3.4%	5.5%	6.3%

자료: 하나금융투자

그림 1. 스펙트럼사 4분기 주가차트(지분율: 0.29%)

그림 2. 아테넥스사 4분기 주가차트(지분율: 1.99%)



자료: 하나금융투자

하나금융투자

표 3. 한미약품 R&D 모멘텀

물질명	기술이전사	적용증	현재 임상진행 현황	2H19	1H20
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	미 FDA에 filing	
포지오티닙	스펙트럼	항암제	글로벌 임상 2상 진행	4분기 임상 2상 코호트 1 결과 발표	코호트 2,3 결과 발표
LAPS-Tri agonist	-	NASH	미국 임상 1상 진행	미국 임상 1상 완료	상반기 결과 발표
LAPS-Glucagon	-	선천성 고인 슬린증, 비만	국내 임상 1상 진행 중		
오락솔	아테넥스	항암제	미 FDA에 NDA 제출 준비 중	샌안토니오 유방암학회 임상 3상 결과 발표	1분기 미 FDA에 NDA 신청서 제출
HM43239 (FLT3 저해제)	-	항암제	희귀의약품 지정 글로벌 임상 1상 진행 중		

자료: 하나금융투자

표 4. 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	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)	Poziotinib (Pan-HER Inhibitor) 고령암(SPECTRUM/LUYE)	Rolontis™ (Eflapegrastim) 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)		Orodoxe™ (Docetaxel+HM30181A) 고령암(ATHENEX)	
	BH2941 (PD-L1/CD47 BsAb) 표적면역항암제(북경한미)			
	LSD1 저해제 소세포폐암, 급성골수성백혈병			
자가면역질환	A2AR 길항제 고령암			
	BH1657 (TNFa/IL BsAb) 자가면역질환		HM71224 (BTK Inhibitor) 자가면역질환	
희귀질환 및 기타	HM15450 (LAPS ASB) 뮤코다당체 침착증	Luminate® (Integrin Inhibitor) 망막색소변성증(ALLEGRO)	Efpegmatropin (LAPS hGH) 성장호르몬 결핍증	
		HM15912 (LAPS GLP-2 Analog) 단장증후군	Luminate® (Integrin Inhibitor) 당뇨성 흉터부종(ALLEGRO)	

자료: 한미약품, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
		2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	916.6	1,016.0	1,116.1	1,187.1	1,263.5	
매출원가	398.2	475.0	483.4	504.6	530.7	
매출총이익	518.4	541.0	632.7	682.5	732.8	
판관비	436.2	457.3	537.4	558.0	593.9	
영업이익	82.2	83.6	95.3	124.6	139.0	
금융순익	(5.6)	(18.2)	(9.6)	(20.3)	(18.9)	
종속/관계기업순익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
기타영업외순익	(17.7)	(15.0)	(3.0)	(3.5)	(3.5)	
세전이익	58.8	50.4	82.7	100.8	116.6	
법인세	(10.1)	16.2	21.3	26.2	29.1	
계속사업이익	69.0	34.2	61.5	74.6	87.4	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	69.0	34.2	61.5	74.6	87.4	
비지배주주지분 순이익	8.5	9.3	16.7	20.2	23.7	
지배주주순이익	60.4	24.9	44.8	54.4	63.7	
지배주주지분포괄이익	58.7	19.2	42.4	51.4	60.3	
NOPAT	96.3	56.7	70.8	92.2	104.2	
EBITDA	118.6	130.8	147.3	178.5	195.8	
성장성(%)						
매출액증가율	3.8	10.8	9.9	6.4	6.4	
NOPAT증가율	(5.0)	(41.1)	24.9	30.2	13.0	
EBITDA증가율	80.8	10.3	12.6	21.2	9.7	
영업이익증가율	206.7	1.7	14.0	30.7	11.6	
(지배주주)순이익증가율	159.2	(58.8)	79.9	21.4	17.1	
EPS증가율	159.0	(58.8)	80.0	21.3	17.2	
수익성(%)						
매출총이익률	56.6	53.2	56.7	57.5	58.0	
EBITDA이익률	12.9	12.9	13.2	15.0	15.5	
영업이익률	9.0	8.2	8.5	10.5	11.0	
계속사업이익률	7.5	3.4	5.5	6.3	6.9	

대차대조표		(단위: 십억원)				
		2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산		658.1	564.1	626.2	699.8	783.6
금융자산		140.4	98.7	178.0	233.7	298.9
현금성자산		47.3	67.3	143.6	206.1	269.6
매출채권 등		250.3	183.5	122.4	94.7	68.6
재고자산		232.1	247.8	288.3	331.5	373.6
기타유동자산		35.3	34.1	37.5	39.9	42.5
비유동자산		1,002.8	1,127.1	1,189.7	1,241.8	1,260.5
투자자산		71.7	70.9	72.6	73.9	75.2
금융자산		71.7	17.6	19.4	20.6	21.9
유형자산		790.1	900.3	964.3	997.7	1,009.0
무형자산		45.7	60.7	64.8	77.4	84.3
기타비유동자산		95.3	95.2	88.0	92.8	92.0
자산총계		1,660.9	1,691.2	1,815.9	1,941.6	2,044.1
유동부채		639.2	435.0	462.1	478.4	498.6
금융부채		278.6	215.4	225.5	225.5	231.7
매입채무 등		285.6	173.4	190.5	202.6	215.7
기타유동부채		75.0	46.2	46.1	50.3	51.2
비유동부채		229.3	467.0	512.0	555.5	559.3
금융부채		197.7	416.3	456.3	496.3	496.3
기타비유동부채		31.6	50.7	55.7	59.2	63.0
부채총계		868.5	902.0	974.1	1,034.0	1,058.0
지배주주지분		711.7	703.3	742.3	791.2	849.2
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	326.9	375.7	433.8
비지배주주지분		80.7	86.0	99.5	116.4	136.9
자본총계		792.4	789.3	841.8	907.6	986.1
순금융부채		335.9	533.0	503.7	488.1	429.1

투자지표

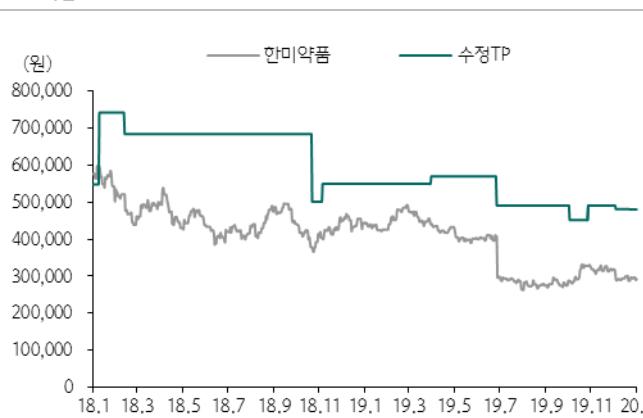
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	5,103	2,102	3,783	4,590	5,379
BPS	61,424	61,179	64,484	68,605	73,506
CFPS	10,504	12,859	12,164	14,637	16,514
EBITDAPS	10,016	11,042	12,434	15,076	16,531
SPS	77,395	85,786	94,243	100,237	106,688
DPS	471	481	481	481	481
주가지표(배)					
PER	110.3	216.8	78.4	63.6	54.3
PBR	9.2	7.4	4.6	4.3	4.0
PCFR	53.6	35.4	24.4	19.9	17.7
EV/EBITDA	58.5	45.1	27.5	22.4	20.2
PSR	7.3	5.3	3.1	2.9	2.7
재무비율(%)					
ROE	8.8	3.5	6.2	7.1	7.8
ROA	3.7	1.5	2.6	2.9	3.2
ROIC	10.6	5.0	5.7	7.1	7.8
부채비율	109.6	114.3	115.7	113.9	107.3
순부채비율	42.4	67.5	59.8	53.8	43.5
이자보상배율(배)	7.7	4.3	4.1	5.1	5.5

자료: 하나금융투자

현금흐름표		(단위: 십억원)				
		2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름		(62.9)	26.0	146.6	129.5	150.8
당기순이익		69.0	34.2	61.5	74.6	87.4
조정		34.4	89.7	43.4	55.5	63.3
감가상각비		36.5	47.2	51.9	54.0	56.8
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	(13.0)	(2.0)	2.0
영업활동 자산부채 변동		(166.3)	(97.9)	41.7	(0.6)	0.1
투자활동 현금흐름		(152.9)	(145.8)	(117.4)	(108.9)	(87.0)
투자자산감소(증가)		(28.4)	0.8	(5.0)	(4.5)	(4.6)
유형자산감소(증가)		(242.0)	(181.8)	(110.0)	(80.0)	(60.0)
기타		117.5	35.2	(2.4)	(24.4)	(22.4)
재무활동 현금흐름		137.7	140.4	44.4	34.5	0.6
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)	0.1	0.0	0.1
배당지급		0.0	(9.0)	(5.7)	(5.5)	(5.7)
현금의 증감		(83.1)	20.1	76.2	62.5	63.4
Unlevered CFO		124.4	152.3	144.1	173.3	195.6
Free Cash Flow		(310.0)	(156.3)	36.6	49.5	90.8

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

한미약품



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
19.12.30	BUY	480,000		
19.12.11	BUY	481,207	-39.07%	-37.45%
19.11.4	BUY	491,028	-34.85%	-32.70%
19.10.10	BUY	451,746	-32.03%	-26.74%
19.7.4	BUY	491,028	-42.53%	-39.20%
19.4.7	BUY	569,592	-27.98%	-23.53%
18.11.12	BUY	549,245	-18.62%	-10.42%
18.10.29	BUY	501,066	-21.46%	-16.25%
18.2.19	BUY	684,147	-34.18%	-21.27%
18.1.16	BUY	741,963	-26.17%	-21.17%
17.11.14	BUY	548,189	-0.38%	8.98%

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	89.6%	10.4%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 01월 07일

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 2020년 01월 07일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2020년 01월 07일 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.