



실적 Preview

Outperform(Maintain)

목표주가: 280,000원  
주가(7/10): 238,000원

시가총액: 28,186억원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

RA 김경환

02) 3787-4904, KHkim@kiwoom.com

StockData

KOS PI (7/10)	2,150.25pt		
52 주 주가동향	최고가	최저가	
최고/최저가 대비	330,953 원	215,500원	
등락률	-28.1%	10.4%	
수익률	절대	상대	
	1M	-9.8%	-7.9%
	6M	-18.6%	-16.5%
	1Y	-17.1%	-20.7%

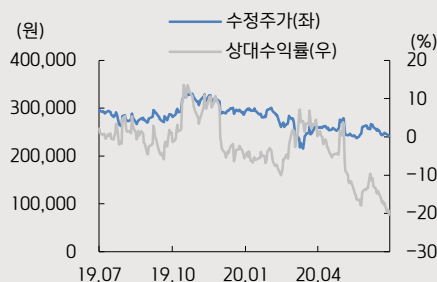
Company Data

발행주식수	11,843 천주
일평균 거래량(3M)	72천주
외국인 지분율	14.7%
배당수익률(2020E)	0.2%
BPS(2020E)	63,328원
주요 주주	한미사이언스 외 3 인 41.4%

투자지표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F
매출액	1,016.0	1,113.6	1,175.9	1,218.1
영업이익	83.6	103.9	107.0	101.6
EBITDA	130.8	159.3	161.8	151.3
세전이익	50.4	83.3	83.0	80.9
순이익	34.2	63.9	64.7	63.1
지배주주지분순이익	24.9	52.1	52.8	51.5
EPS(원)	2,102	4,400	4,458	4,348
증감률(% YoY)	-58.8	109.4	1.3	-2.5
PER(배)	216.8	67.4	54.1	55.4
PBR(배)	7.67	4.85	3.81	3.69
EV/EBITDA(배)	45.1	26.9	22.7	24.0
영업이익률(%)	8.2	9.3	9.1	8.3
ROE(%)	3.5	7.3	7.2	6.8
순차입금비율(%)	67.5	90.4	82.0	73.5

Price Trend



한미약품(128940)

실적 하회 예상. 9월부터 이슈 점검 필요.



2분기는 컨센서스 하회가 예상된다. 코로나19로 인한 북경한미 부진과 역기 저효과로 전년동기 실적 대비 성장이 쉽지 않아 보인다. 다만, 9월 중순 사노피와 에페글레나타이드 계약 종료로 불확실성 해소된다면, 저점 매수 기회가 될 수 있다. 4분기 롤론티스 미국 허가로 마일스톤 유입과 '21년 로열티 유입, 오락술 출시 등으로 '21년 펀더멘털 턴어라운드 기대된다.

>>> 1분기 실적 하회 예상

1분기 연결 매출액 2,759억원(YoY +2%), 영업이익 160억원(YoY -31%)으로 컨센서스 대비 매출액과 영업이익은 각각 -3%, -22% 하회가 예상된다. 아모잘탄 패밀리, 로수젯, 에소메졸 등 주요 개량신약 품목들의 성장 지속이 전망되나, 전년동기 대비 마일스톤 유입이 부재하고 R&D 비용 증가로 영업이익 역성장이 예상된다. 작년동기 기술료 수익 50억원(제넨텍과 원료 수출 마일스톤 등)이 올해 2분기에 없으며, 연구개발비 또한 작년 2분기 사노피와 수정 계약 체결로 일시적으로 큰 폭 감소해 이번 분기 늘어난 것처럼 보이는 착시 효과가 있다. R&D 비용은 지난 1분기(510억원)과 유사하게 501억원(YoY +33%) 소요되었을 것으로 추정된다. 북경한미도 코로나19 영향 지속되고 있어, 2분기 매출액 549억원(YoY -2.6%), 영업이익 21억원(YoY -17%)이 전망된다. 한미정밀화학도 전년동기 로수바스타틴 기술료 수익 약 30억원가량 발생하면서 영업이익 47억원 기록하였는데, 올해는 기술료 수익 없어 0.4억원이 예상된다.

>>> '21년 R&D 턴어라운드 기대

사노피와 에페글레나타이드 9월 중순 반환 관련 협의 완료되어, 공식 계약 해지와 함께 임상 주도권, R&D 비용 부담 여부 등이 최종 확정된다. 협의 사항 여부에 따라 불확실성이 해소된다면 이를 저점으로 R&D 펀더멘털 턴어라운드 예상된다. 사노피가 임상을 마무리하되 동사가 잔여 R&D 비용(약 900억원) 지급을 일시에 하지 않고 기존과 같은 BLA 신청일과 승인일에 나눠서 지급하고 상용화전에 판매파트너사를 찾는 것이 가장 우호적인 시나리오이다. 호중구감소 증치료제 롤론티스는 3분기 중 공장 실사가 예상된다. 코로나19로 실사 등이 미뤄질 가능성도 있으며, 예정대로 10/24일 승인 받게 되면, 마일스톤 유입이 있을 수 있다(추정치 미포함). 오락술은 3Q20 미국 신약승인신청이 예상된다. 제넨텍에 기술수출한 RAF표적항암제는 올해 1상 완료가 예정 되어있으며, 혹여 기술 반환된다 해도 신약가치 약 1,400억원으로 큰 타격은 없을 것으로 보인다. 트리플에고니스트는 3분기 2상이 개시될 예정이다. '21년부터는 롤론티스 출시(두 자리 로열티)와 오락술도 '21.3Q 허가 예상(두 자리 로열티)으로 매출 러닝 로열티가 유입된다. 오락술이 신약이기 때문에 제넨릭 대비 높은 가격이 전망되고, 파클리탁셀 시장 약 \$2bn로 경구용 파클리탁셀은 오락술이 유일해 유방암 적응증 외에 오프라벨로 사용될 것으로 기대된다.

>>> 투자의견 Outperform 유지, 목표주가 28만원 하향

실적 세부 내역 1

(단위, 십억원)

구 분	2Q20E	컨센서스	차이	2020E	컨센서스	차이
매출액	275.9	284.9	-3%	1,175.9	1,177.7	-0.1%
yoy	2.0%	5.4%		5.6%	5.8%	
영업이익	16.0	20.4	-22%	107.0	103.8	3.1%
yoy	-30.9%	-11.7%		3.0%	-0.1%	
OPM	5.8%	7.2%		9.1%	8.8%	
지배주주순이익	8.4	11.1	-24%	52.8	48.6	8.6%

자료: 키움증권 리서치센터

실적 세부 내역 2

(단위, 십억원)

구 분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2019	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2020E
한미약품	204.9	215.4	206.9	236.4	863.6	223.1	219.8	218.1	263.9	924.8
내수	153.3	167.3	167.7	187.0	675.4	184.9	181.7	178.6	194.7	729.6
수출	40.7	43.1	39.2	44.8	167.8	38.2	38.1	39.5	57.7	169.5
기술료 수익	10.9	5.0	(0.0)	4.6	20.5	0.0	0.0	0.0	11.5	11.5
북경한미	70.3	56.4	60.0	67.8	254.5	65.7	54.9	57.6	63.6	241.7
한미정밀화학	23.8	33.6	23.6	29.3	110.3	29.7	37.0	26.0	32.2	124.9
내부매출차감	(24.4)	(35.0)	(24.8)	(30.6)	(114.7)	(30.3)	(35.7)	(24.8)	(30.2)	(115.5)
연결 매출액	274.6	270.4	265.7	302.9	1,113.6	288.2	275.9	276.8	329.5	1,175.9
yoy	11.8%	12.1%	12.9%	3.1%	9.6%	4.9%	2.0%	4.2%	8.8%	5.6%
영업이익	25.9	23.1	24.9	29.9	103.9	28.7	16.0	21.7	35.1	107.0
yoy	-1.2%	15.9%	16.0%	87.7%	24.2%	10.8%	-30.9%	-12.8%	17.3%	3.0%
OPM	9.4%	8.5%	9.4%	9.9%	9.3%	10.0%	5.8%	7.9%	10.6%	9.1%
지배주주순이익	12.7	18.3	6.4	14.6	52.1	7.5	8.4	10.6	26.2	52.8
yoy	66.3%	36.7%	-44.1%	흑전	109.4%	-40.8%	-53.9%	63.9%	80.0%	1.3%

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치 산정	변경 전	비 고
① 영업가치	31,407	29,910	Fw12M EBITDA * 상위제약사 평균 EV/EBITDA
② 비영업가치	8,280	12,914	
파이프라인	1,394	5,185	
- Efteglenatide			가치 산정 제외
- 롤론티스		3,791	가치 산정 제외
- HM95573	1,394	1,394	RAF inhibitor - Genentech
관계기업	6,887	7,729	
- 북경한미	6,852	7,695	순이익(20E) * MSCI 중국 헬스케어 지수 '20년 PER * 지분율 73.68%
- 한미정밀화학	34	34	순이익(20E) * API 국내 업체 PER * 지분율 63%
③ 순차입금	7,387	7,435	
④ 유통 주식 수	11,542	11,542	
⑤ 기업가치(=①+②-③)	32,300	35,389	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	280,000		

주 : 상위제약사는 유한양행, 대웅제약, 녹십자  
 자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	1,016.0	1,113.6	1,175.9	1,218.1	1,283.6
매출원가	475.0	481.2	509.0	525.2	547.1
<b>매출총이익</b>	540.9	632.5	666.9	692.9	736.5
판관비	457.3	528.6	559.9	591.3	610.3
<b>영업이익</b>	83.6	103.9	107.0	101.6	126.3
<b>EBITDA</b>	130.8	159.3	161.8	151.3	171.5
영업외손익	-33.2	-20.6	-24.0	-20.6	-18.9
이자수익	4.3	4.4	4.4	5.8	7.5
이자비용	19.4	25.0	13.6	13.6	13.6
외환관련이익	3.9	5.0	3.9	3.9	3.9
외환관련손실	5.6	4.9	2.7	2.7	2.7
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-16.4	-0.1	-16.0	-14.0	-14.0
<b>법인세차감전이익</b>	50.4	83.3	83.0	80.9	107.4
법인세비용	16.2	19.4	18.3	17.8	23.6
계속사업손익	34.2	63.9	64.7	63.1	83.7
<b>당기순이익</b>	34.2	63.9	64.7	63.1	83.7
<b>지배주주순이익</b>	24.9	52.1	52.8	51.5	68.3
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	10.8	9.6	5.6	3.6	5.4
영업이익 증감율	1.7	24.3	3.0	-5.0	24.3
EBITDA 증감율	10.3	21.8	1.6	-6.5	13.4
지배주주순이익 증감율	-58.8	109.2	1.3	-2.5	32.6
EPS 증감율	-58.8	109.4	1.3	-2.5	32.7
매출총이익율(%)	53.2	56.8	56.7	56.9	57.4
영업이익률(%)	8.2	9.3	9.1	8.3	9.8
EBITDA Margin(%)	12.9	14.3	13.8	12.4	13.4
지배주주순이익률(%)	2.5	4.7	4.5	4.2	5.3

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	26.0	12.4	72.1	81.0	91.9
당기순이익	34.2	63.9	64.7	63.1	83.7
비현금항목의 가감	118.1	112.7	89.6	82.7	82.2
유형자산감가상각비	41.2	48.4	47.2	43.0	39.2
무형자산감가상각비	6.0	7.0	7.6	6.8	6.0
지분법평가손익	-0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	71.5	57.3	34.8	32.9	37.0
영업활동자산부채증감	-97.9	-137.0	-54.8	-39.2	-44.5
매출채권및기타채권의감소	58.6	-10.1	-10.7	-7.2	-11.2
재고자산의감소	-27.1	-74.1	-18.3	-12.4	-19.2
매입채무및기타채무의증가	3.3	-7.1	-23.3	-17.1	-11.3
기타	-132.7	-45.7	-2.5	-2.5	-2.8
기타현금흐름	-28.4	-27.2	-27.4	-25.6	-29.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	-145.8	-172.9	-15.1	-15.1	-15.1
유형자산의 취득	-182.3	-166.1	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.5	2.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-28.5	-11.9	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	0.8	-11.6	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	61.8	29.4	0.0	0.0	0.0
기타	1.9	-15.2	-15.1	-15.1	-15.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	140.4	198.6	-7.5	-8.2	-8.2
차입금의 증가(감소)	155.1	210.4	0.0	0.0	0.0
자본금,자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.6	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-5.6	-3.9	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-9.0	-5.7	-5.8	-5.9	-5.9
기타	-0.1	-2.2	-2.3	-2.3	-2.3
기타현금흐름	-0.5	0.7	-11.2	-11.2	-11.2
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	20.1	38.8	38.3	46.5	57.3
기초현금 및 현금성자산	47.3	67.3	106.1	144.4	190.9
기말현금 및 현금성자산	67.3	106.1	144.4	190.9	248.2

자료: 키움증권

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	564.1	662.2	731.8	800.4	890.8
현금 및 현금성자산	67.3	106.1	144.4	190.9	248.2
단기금융자산	31.4	2.0	2.0	2.0	2.0
매출채권 및 기타채권	183.5	191.0	201.7	208.9	220.1
재고자산	247.8	326.7	345.0	357.4	376.6
기타유동자산	34.1	36.4	38.7	41.2	43.9
<b>비유동자산</b>	1,127.1	1,251.5	1,196.7	1,146.9	1,101.7
투자자산	70.9	82.5	82.5	82.5	82.5
유형자산	900.3	991.4	944.2	901.2	862.0
무형자산	60.7	66.2	58.6	51.8	45.9
기타비유동자산	95.2	111.4	111.4	111.4	111.3
<b>자산총계</b>	1,691.2	1,913.7	1,928.5	1,947.3	1,992.5
<b>유동부채</b>	435.0	471.8	448.5	431.3	420.0
매입채무 및 기타채무	173.4	131.6	108.2	91.1	79.8
단기금융부채	215.4	298.6	298.6	298.6	298.6
기타유동부채	46.2	41.6	41.7	41.6	41.6
<b>비유동부채</b>	467.0	619.6	619.6	619.6	619.6
장기금융부채	415.8	552.9	552.9	552.9	552.9
기타비유동부채	51.2	66.7	66.7	66.7	66.7
<b>부채총계</b>	902.0	1,091.4	1,068.1	1,051.0	1,039.6
<b>지배지분</b>	703.2	723.8	750.0	774.3	815.5
자본금	28.5	29.0	29.6	29.6	29.6
자본잉여금	414.9	414.3	414.3	414.3	414.3
기타자본	-21.3	-25.2	-25.2	-25.2	-25.2
기타포괄손익누계액	-6.6	-18.2	-39.4	-60.7	-82.0
이익잉여금	287.8	323.8	370.7	416.3	478.7
비지배지분	86.0	98.5	110.4	122.0	137.4
<b>자본총계</b>	789.3	822.3	860.4	896.3	952.9

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	2,102	4,400	4,458	4,348	5,769
BPS	59,379	61,116	63,328	65,383	68,858
CFPS	12,859	14,905	13,026	12,311	14,012
DPS	500	500	500	500	500
<b>주가배수(배)</b>					
PER	216.8	67.4	54.1	55.4	41.8
PER(최고)	288.8	112.3	68.6		
PER(최저)	168.7	56.2	47.9		
PBR	7.67	4.85	3.81	3.69	3.50
PBR(최고)	10.22	8.08	4.83		
PBR(최저)	5.97	4.05	3.37		
PSR	5.31	3.15	2.43	2.34	2.22
PCFR	35.4	19.9	18.5	19.6	17.2
EV/EBITDA	45.1	26.9	22.7	24.0	21.0
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%,보통주,현금)	16.6	9.0	9.1	9.3	7.0
배당수익률(%,보통주,현금)	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
ROA	2.0	3.5	3.4	3.3	4.3
ROE	3.5	7.3	7.2	6.8	8.6
ROIC	5.2	6.2	5.7	5.5	6.8
매출채권회전율	4.7	5.9	6.0	5.9	6.0
재고자산회전율	4.2	3.9	3.5	3.5	3.5
부채비율	114.3	132.7	124.1	117.3	109.1
순차입금비율	67.5	90.4	82.0	73.5	63.1
이자보상배율	4.3	4.2	7.9	7.5	9.3
<b>총차입금</b>	631.2	851.6	851.6	851.6	851.6
<b>순차입금</b>	532.5	743.5	705.2	658.7	601.4
<b>NOPLAT</b>	130.8	159.3	161.8	151.3	171.5
<b>FCF</b>	-203.2	-173.9	83.5	89.8	99.2

Compliance Notice

- 당사는 7월 10일 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

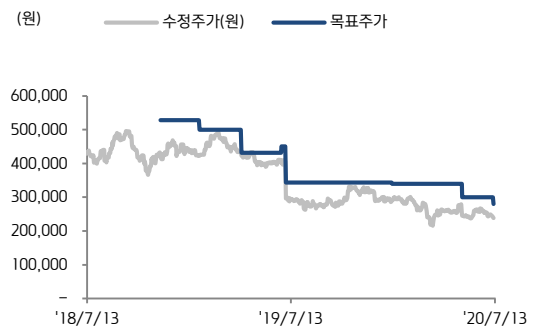
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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)	528,220원	6개월	-16.90	-11.34
	2019-01-30	Outperform (Downgrade)	499,800원	6개월	-8.82	-1.56
	2019-04-15	Marketperform (Downgrade)	431,200원	6개월	-5.12	0.44
	2019-06-26	Outperform (Upgrade)	450,800원	6개월	-10.48	-8.94
	2019-07-04	Marketperform (Downgrade)	343,000원	6개월	-17.46	-12.82
	2019-10-23	Outperform (Upgrade)	343,000원	6개월	-14.14	-3.51
	2019-12-11	Outperform (Maintain)	343,000원	6개월	-14.18	-3.51
	2020-01-10	Outperform (Maintain)	340,000원	6개월	-20.67	-11.47
	2020-04-29	Buy (Upgrade)	340,000원	6개월	-20.88	-11.47
	2020-05-15	Outperform (Downgrade)	300,000원	6개월	-16.58	-11.17
	2020-07-13	Outperform (Maintain)	280,000원	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 (2019/07/01~2020/06/30)

매수	중립	매도
96.39%	3.01%	0.60%