



## BUY(Maintain)

목표주가: 350,000원

주가(10/14): 274,500원

시가총액: 32,509억원

## 제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

RA 김경환

02) 3787-4904, KHKim@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (10/14)	2,380.48pt
52주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	360,500원
등락률	-23.9%
수익률	절대 상대
1M	-6.3% -4.4%
6M	5.4% -17.8%
1Y	-3.9% -16.6%

## Company Data

발행주식수	11,843 천주
일평균 거래량(3M)	197천주
외국인 지분율	14.1%
배당수익률(2020E)	0.2%
BPS(2020E)	59,857원
주요 주주	한미사이언스 외 3 인
	41.4%

## 투자지표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F
매출액	1,016.0	1,113.6	1,099.3	1,197.1
영업이익	83.6	103.9	37.9	97.1
EBITDA	130.8	159.3	92.7	146.9
세전이익	50.4	83.3	18.4	80.2
순이익	34.2	63.9	14.3	62.5
자배주주지분순이익	24.9	52.1	11.7	51.0
EPS(원)	2,102	4,400	987	4,309
증감률(% YoY)	-58.8	109.4	-77.6	336.7
PER(배)	216.8	67.4	281.7	64.5
PBR(배)	7.67	4.85	4.64	4.49
EV/EBITDA(배)	45.1	26.9	44.4	28.0
영업이익률(%)	8.2	9.3	3.4	8.1
ROE(%)	3.5	7.3	1.6	7.1
순차입금비율(%)	67.5	90.4	89.2	82.9

자료: 키움증권

## Price Trend



## ☒ 실적 Preview

## 한미약품 (128940)

## 3분기 적자이나 불확실성 해소. 내년 기대



3분기 사노피와의 계약 종료로 에페글레나타이드 일회성 R&D 비용 인식되어 분기 적자가 전망됩니다. 다만, 대부분의 악재가 반영되었고, 내년 실적 기저효과 및 오락솔과 롤론티스 미국 출시로 매출로열티 유입 첫 사례가 될 것으로 예상됩니다. 관련 매출로열티 유입 실적 추정치에 미반영하여, 향후 실적 상향 가능성 존재합니다.

## &gt;&gt;&gt; 3분기 컨센서스 하회 전망

3분기 매출액 2,756억원(YoY +3.7%), 영업이익 -266억원(적자전환)으로 매출액은 컨센서스에 부합할 것으로 예상되나, 이익은 일회성 R&D 비용 반영으로 시장 기대치 하회가 예상된다.

전문의약품 사업부에서 자체 개량신약 품목 로수젯(이상지질혈증 복합제), 에소메졸(역류성식도염 치료제), 구구와 팔팔(발기부전 치료제) 등 여전히 고성장을 이어가고 있다는 점 긍정적이다. 또한, 지난 8월 미국 머크에 에피노페그듀타이드 (efinopegdutide, GLP-1/GCG 듀얼아고니스트) 기술이전하여 계약금 약 \$10mn 유입이 예상되며 한미사이언스와 한미약품의 이익배분을 약 70%로 추정하여 약 72억원 반영하였다.

코로나19로 북경한미 2분기 적자를 기록하였는데, 3분기에는 전년동기대비 성장 여전히 힘들어보이나 전분기 대비 회복이 예상된다.

일회성 요인으로는 사노피로부터 에페글레나타이드 권리 반환이 결정되면서, 기인식된 R&D 분담 비용 제외한 잔여 R&D 비용이 약 500억원 추가로 인식되면서 3분기 연구개발비 약 천억원 이상 반영될 것으로 보여 분기 적자가 전망된다.

## &gt;&gt;&gt; 투자의견 BUY, 목표주가 35만원 유지. 최선호 추천.

실적 추정치 하향하였으나, 상위제약사 탓에 EV/EBITDA 상승 적용하여, 목표주가 35만원 투자의견 BUY 유지한다. 10.24일 롤론티스의 PDUFA 일자이나, 코로나19로 인해 FDA 실사가 지연되고 있어 승인 여부 또한 지연될 가능성 있다.

오락솔(경구용 파클리탁셀)의 PDUFA는 2021.2.28로 예정 되어있다. 제약 전문 리서치 Cortellis에 따르면 오락솔의 '21년 매출 \$45mn(약 510억원)'에서 '25년 \$861mn(약 9,900억원)'를 전망하고 있으며 동사의 로열티는 10~15%로 추정된다.

기술 반환 악재 및 실적 하회 이슈 등 대부분의 악재가 반영되었기 때문에 내년 실적 기저효과, 롤론티스와 오락솔 출시, 트리플 어고니스트 기술이전 기대감 등으로 우상향이 예상된다.

또한, 오락솔과 롤론티스의 매출로열티 유입 실적 추정치에 반영하지 않아, 수익성 개선 등의 실적 상향 가능성도 존재한다. 기술 이전 물질에 대한 매출로열티가 유입되는 첫 사례가 될 것으로 보여 업종내 Top pick으로 추천한다.

## 실적 세부 내역 1

구 분	1Q20	2Q20	3Q20E	컨센서스	차이	2020E	컨센서스	차이	(단위, 십억원)
매출액	288.2	243.4	275.6	272.3	1%	1,099.3	1,117.7	-1.6%	
yoY	4.9%	-10.0%	3.7%	2.5%		-1.3%	0.4%		
영업이익	28.7	10.6	(26.6)	4.0	-	37.9	87.2	-56.5%	
yoY	10.8%	-54.1%	적전	-84.0%		-63.5%	-16.1%		
OPM	10.0%	4.4%	-	1.5%		3.5%	7.8%		
지배주주순이익	7.5	7.5	(19.9)	(0.3)	-	11.7	38.0	-69.2%	

자료: 키움증권 리서치센터

## 실적 세부 내역 2

구 분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2020E	(단위, 십억원)
한미약품	204.9	215.4	206.9	236.4	863.6	223.1	215.5	230.1	247.1	915.8	
내수	153.3	167.3	167.7	187.0	675.4	184.9	168.6	183.1	199.4	746.9	
수출	40.7	43.1	39.2	44.8	167.8	38.2	45.5	39.8	47.6	171.2	
기술료 수익	10.9	5.0	(0.0)	4.6	20.5	0.0	1.4	7.2	0.0	8.6	
북경한미	70.3	56.4	60.0	67.8	254.5	65.7	27.1	38.7	33.5	165.0	
한미정밀화학	23.8	33.6	23.6	29.3	110.3	29.7	26.0	26.0	32.2	113.9	
내부매출차감	(24.4)	(35.0)	(24.8)	(30.6)	(114.7)	(30.3)	(25.2)	(19.2)	(20.7)	(95.4)	
연결 매출액	274.6	270.4	265.7	302.9	1,113.6	288.2	243.4	275.6	292.1	1,099.3	
yoY	11.8%	12.1%	12.9%	3.1%	9.6%	4.9%	-10.0%	3.7%	-3.6%	-1.3%	
영업이익	25.9	23.1	24.9	29.9	103.9	28.7	10.6	(26.6)	25.2	37.9	
yoY	-1.2%	15.9%	16.0%	87.7%	24.2%	10.8%	-54.1%	-적전	-15.8%	-63.5%	
OPM	9.4%	8.5%	9.4%	9.9%	9.3%	10.0%	4.4%	-	8.6%	3.5%	
지배주주순이익	12.7	18.3	6.4	14.6	52.1	7.5	7.5	(19.9)	16.5	11.7	
yoY	66.3%	36.7%	-44.1%	흑전	109.4%	-40.8%	-59.2%	적전	13.4%	-77.6%	

자료: 키움증권 리서치센터

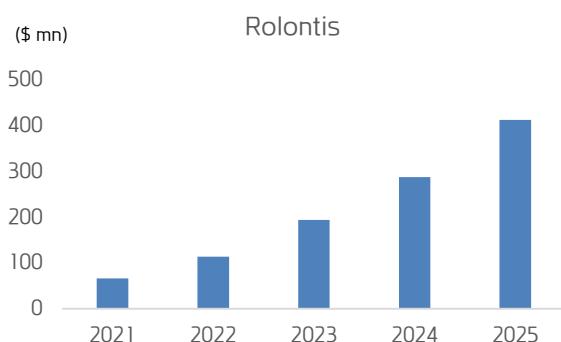
### 목표주가 산정내역

구 분	가치 산정	비 고
① 영업가치	34,765	Fw12M EBITDA * 상위제약사 평균 EV/EBITDA
② 비영업가치	14,167	
파이프라인	12,673	
- HM12525	11,279	MSD- 듀얼어고니스트 NASH 치료제
- HM95573	1,394	RAF inhibitor - Genentech
관계기업	1,494	
- 북경한미	1,269	순이익(20E) * MSCI 중국 헬스케어 지수 '20년 PER * 지분율 73.68%
- 한미정밀화학	226	순이익(20E) * API 국내 업체 PER * 지분율 63%
③ 순차입금	7,322	
④ 유통 주식 수	11,682	
⑤ 기업가치(=①+②-③)	41,610	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	350,000	

주 : 상위제약사는 유한양행, 녹십자, 대웅제약

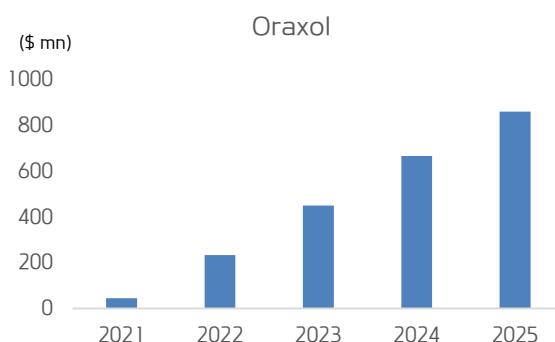
자료: 키움증권 리서치센터

### 롤론티스 매출 추이 및 전망



자료: Cortellis, 키움증권 리서치센터

### 오락솔 매출 추이 및 전망



자료: Cortellis, 키움증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

	(단위: 십억원)				
12 월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
<b>매출액</b>	1,016.0	1,113.6	1,099.3	1,197.1	1,254.9
매출원가	475.0	481.2	489.0	523.7	542.5
매출총이익	540.9	632.5	610.2	673.4	712.5
판관비	457.3	528.6	572.3	576.3	591.6
<b>영업이익</b>	83.6	103.9	37.9	97.1	120.8
<b>EBITDA</b>	130.8	159.3	92.7	146.9	166.1
영업외손익	-33.2	-20.6	-19.6	-16.9	-15.1
이자수익	4.3	4.4	3.9	4.5	6.3
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
증속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-16.4	-0.1	-11.1	-9.0	-9.0
<b>법인세차감전이익</b>	50.4	83.3	18.4	80.2	105.7
법인세비용	16.2	19.4	4.0	17.6	23.3
<b>계속사업순이익</b>	34.2	63.9	14.3	62.5	82.5
<b>당기순이익</b>	34.2	63.9	14.3	62.5	82.5
<b>지배주주순이익</b>	24.9	52.1	11.7	51.0	67.3
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	10.8	9.6	-1.3	8.9	4.8
영업이익 증감율	1.7	24.3	-63.5	156.2	24.4
EBITDA 증감율	10.3	21.8	-41.8	58.5	13.1
지배주주순이익 증감율	-58.8	109.2	-77.5	335.9	32.0
EPS 증감율	-58.8	109.4	-77.6	336.7	31.8
매출총이익률(%)	53.2	56.8	55.5	56.3	56.8
영업이익률(%)	8.2	9.3	3.4	8.1	9.6
EBITDA Margin(%)	12.9	14.3	8.4	12.3	13.2
지배주주순이익률(%)	2.5	4.7	1.1	4.3	5.4

## 현금흐름표

	(단위: 십억원)				
12 월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
<b>영업활동 현금흐름</b>	26.0	12.4	54.8	56.5	93.9
당기순이익	34.2	63.9	14.3	62.5	82.5
비현금항목의 가감	118.1	112.7	75.9	83.8	83.0
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	21.1	34.0	37.8
영업활동자산부채증감	-97.9	-137.0	-21.7	-63.2	-41.1
매출채권및기타채권의감소	58.6	-10.1	2.5	-16.8	-9.9
재고자산의감소	-27.1	-74.1	4.2	-28.7	-17.0
매입채무및기타채무의증가	3.3	-7.1	-25.9	-15.3	-11.6
기타	-132.7	-45.7	-2.5	-2.4	-2.6
기타현금흐름	-28.4	-27.2	-13.7	-26.6	-30.5
<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	21.0	21.9	59.4
기초현금 및 현금성자산	47.3	67.3	106.1	127.1	149.0
기말현금 및 현금성자산	67.3	106.1	127.1	149.0	208.4

자료: 키움증권

## 재무상태표

12 월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
<b>유동자산</b>	564.1	662.2	678.8	748.7	837.6
현금 및 현금성자산	67.3	106.1	127.1	149.0	208.3
단기금융자산	31.4	2.0	2.0	2.0	2.0
매출채권 및 기타채권	183.5	191.0	188.5	205.3	215.2
재고자산	247.8	326.7	322.5	351.2	368.2
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	1,875.5	1,895.6	1,939.3
<b>유동부채</b>	435.0	471.8	445.9	430.6	419.0
매입채무 및 기타채무	173.4	131.6	105.7	90.4	78.8
단기금융부채	215.4	298.6	298.6	298.6	298.6
기타유동부채	46.2	41.6	41.6	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	1,065.5	1,050.3	1,038.7
<b>자본지분</b>	703.2	723.8	708.9	732.8	772.9
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	329.6	374.7	436.1
<b>비자매지분</b>	86.0	98.5	101.1	112.6	127.8
<b>자본총계</b>	789.3	822.3	810.0	845.4	900.7

## Compliance Notice

- 당사는 10월 14일 현재 '한미약품' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석자는 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

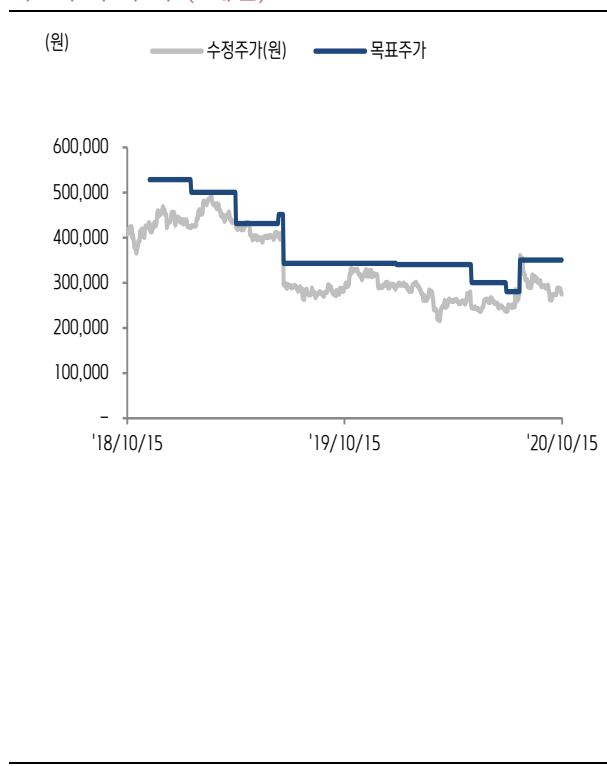
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	괴리율(%)	
					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	-16.79	-11.17
	2020-07-13	Outperform (Maintain)	280,000원	6개월	-9.25	1.61
	2020-08-05	Buy (Upgrade)	350,000원	6개월	-15.18	3.00
	2020-10-15	Buy (Maintain)	350,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 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 (2019/10/01~2020/09/30)

매수	중립	매도
98.14%	1.86%	0.00%