



BUY(Maintain)

목표주가: 460,000원
주가(01/22): 362,000원

시가총액: 43,723억원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

RA 김경환

02) 3787-4904, KHkim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (1/22)		3,140.63pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	394,000원	211,582원
등락률	-8.1%	71.1%
수익률	절대	상대
1M	9.1%	-5.1%
6M	50.5%	6.8%
1Y	23.1%	-11.1%

Company Data

발행주식수	12,078 천주
일평균 거래량(3M)	148천주
외국인 지분율	13.7%
배당수익률(2020E)	0.1%
BPS(2020E)	58,080원
주요 주주	한미사이언스 외 3 인 41.4%

투자지표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F
매출액	1,016.0	1,113.6	1,075.6	1,198.8
영업이익	83.6	103.9	40.5	108.6
EBITDA	130.8	159.3	95.3	158.3
세전이익	50.4	83.3	6.8	78.1
순이익	34.2	63.9	5.3	60.9
지배주주지분순이익	24.9	52.1	4.3	50.6
EPS(원)	2,061	4,314	356	4,186
증감률(% YoY)	-58.8	109.4	-91.8	1,076.7
PER(배)	217.1	67.5	1,030.2	86.5
PBR(배)	7.68	4.86	6.31	6.03
EV/EBITDA(배)	45.1	26.9	54.2	32.8
영업이익률(%)	8.2	9.3	3.8	9.1
ROE(%)	3.5	7.3	0.6	7.1
순차입금비율(%)	67.5	90.4	90.1	85.2

자료: 키움증권

Price Trend



한미약품 (128940)

걱정 없는 실적에 모멘텀은 다수



4분기 매출액은 소폭 하회하나, 이익은 마일스톤 유입과 R&D 비용 감소로 기대치 상회로 예상됩니다. 2/28일 오락슬 FDA PDUFA 일정이며, 롤론티스 또한 연내 승인이 기대됩니다. 올해 실적은 기저효과 및 마일스톤과 로열티 유입으로 호실적이 전망되며, 트리플 어고니스트 2b상 중간 결과가 예상되어 R&D 모멘텀도 기대됩니다. 코로나 백신 CMO 수주 여부는 아직 알 수 없으나, 받게 된다면 실적 추가 상향 조정이 가능합니다.

>>> 4분기 기술료 유입으로 이익 기대치 상회 전망

4분기 매출액 2,770억원(YoY -9%), 영업이익 334억원(YoY +12%)으로 매출액은 컨센서스에 소폭 하회가 예상되나, 이익은 아테넥스가 중국에 기술 이전으로 인한 **기술료 금액(약 45억원) 유입과 R&D 비용 감소로 시장 기대치 상회할** 것으로 전망된다. **북경한미 또한 코로나19 영향으로 위축되었던 사업부가 정상화**되며 매출액 683억원(YoY +1%), 영업이익 129억원(YoY +12%)로 회복되었겠다. 한미정밀화학은 유럽내 코로나19 유행으로 인해 해외 수출부문 부진이 예상되나, 연결 비중 크지 않아 미치는 영향은 크지 않을 것으로 보인다.

>>> '21년 기저효과 + R&D 모멘텀 + 공장 수주는 α

'21년 매출액은 1.2조원(YoY 12%), 영업이익 1,086억원(YoY +168%)가 예상된다. '20년 사노피와의 기술 계약 종료로 인한 공동연구비 496억원이 반영되며 실적 부진을 겪었으나, **올해는 본업과 북경한미 정상화 등으로 실적 회복**이 예상된다. 오락슬과 롤론티스가 미국 FDA 승인된다면, 기술 이전한 2개의 품목이 미국에 진출하게 되는 것으로 **승인 마일스톤과 매출 로열티 유입까지 실적에 추가 반영**될 수 있다. 지난해 롤론티스가 FDA 실사 진행이 이뤄지지 못해 승인 받지 못하였으나, 허가 된다면 올해 최초의 랩스 기술 기반의 바이오 베타 신약 글로벌 출시의 의미가 있다. 랩스 기술 기반의 **Triple Agonist는 NASH 적응증으로 2b상 중으로 올해 중간 결과가 예상**되며 결과에 따라 기술 이전을 기대해 볼 수 있다. 1상 중인 비만 치료제 랩스 기술 기반 Glucagon Analog의 전임상 데이터가 우수했기 때문에 1상 확인된다면 기술이전 기대감이 높아지겠다.

JP모건 컨퍼런스에서 평택 바이오 공장에 **플라스미드 DNA 백신과 mRNA 합성에 필요한 효소 생산 가능한 GMP 시설 보유하고 있다고 언급**한 바 있다. 코로나19 백신 수주 받게 된다면, 추가 실적 상향 조정 가능할 뿐만 아니라 이번 생산 경험이 추후 mRNA CMO 업체로 변모도 가능할 수 있어 긍정적이다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 46만원 상향.

실적 추정치 상향 및 상위제약사 타겟 EV/EBITDA 상승 적용하여, 목표주가 46만원으로 상향하고 투자의견 BUY 유지한다. 실적 기저효과, 트리플 어고니스트 2b상 중간 결과 발표, 오락슬과 롤론티스 미국 FDA 승인 등의 풍부한 모멘텀을 보유하고 있다.

실적 세부 내역 1

(단위, 십억원)

구 분	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	컨센서스	차이	2021E	컨센서스	차이
매출액	288.2	243.4	266.9	277.0	286.5	-3%	1,198.8	1,194.0	0.4%
yoy	4.9%	-10.0%	0.5%	-8.5%	-5.4%		11.5%	11.0%	
영업이익	28.7	10.6	(32.3)	33.4	22.8	47%	108.6	105.4	3.0%
yoy	10.8%	-54.1%	적전	11.9%	-23.7%		168.1%	160.3%	
OPM	10.0%	4.4%	-	12.1%	8.0%		9.1%	8.8%	
지배주주순이익	7.5	7.5	(30.8)	20.1	13.9	45%	50.6	58.2	-13.1%

자료: 키움증권 리서치센터

실적 세부 내역 2

(단위, 십억원)

구 분	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2020E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2021E
한미약품	223.1	215.5	225.5	218.2	882.3	224.6	231.2	228.9	258.2	942.9
내수	184.9	168.6	173.8	171.2	698.5	188.3	188.1	189.1	204.6	770.1
수출	38.2	45.5	41.6	42.5	167.8	36.4	43.1	39.8	53.6	172.8
기술료 수익	0.0	1.4	10.1	4.5	16.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
북경한미	65.7	27.1	41.3	68.3	202.4	78.8	51.1	60.8	86.8	277.5
한미정밀화학	29.7	26.0	18.3	17.6	91.6	31.2	27.3	19.2	18.5	96.2
내부매출차감	(30.3)	(25.2)	(18.2)	(27.1)	(100.7)	(34.7)	(24.7)	(25.2)	(33.2)	(117.7)
연결 매출액	288.2	243.4	266.9	277.0	1,075.6	299.9	284.9	283.7	330.3	1,198.8
yoy	4.9%	-10.0%	0.5%	-8.5%	-3.4%	4.1%	17.0%	6.3%	19.2%	11.5%
영업이익	28.7	10.6	(32.3)	33.4	40.5	33.7	21.0	19.2	34.6	108.9
yoy	10.8%	-54.1%	적전	11.9%	-61.0%	17.3%	98.3%	흑전	3.6%	168.1%
OPM	10.0%	4.4%	-	12.1%	3.8%	11.2%	7.4%	6.8%	10.5%	9.1%
지배주주순이익	7.5	7.5	(30.8)	20.1	4.3	14.9	9.1	6.3	20.2	50.6
yoy	-40.8%	-59.2%	적전	38.0%	-91.8%	97.8%	21.6%	흑전	0.5%	1076.7%

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치 산정	비 고
① 영업가치	41,959	Fw12M EBITDA * 상위제약사 평균 EV/EBITDA
② 비영업가치	18,819	
파이프라인	12,673	
- HM12525	11,279	MSD- 듀얼어고니스트 NASH 치료제
- HM95573	1,394	RAF inhibitor - Genentech
관계기업	6,147	
- 북경한미	6,139	순이익(21E) * MSCI 중국 헬스케어 지수 '21년 PER * 지분율 73.68%
- 한미정밀화학	8	순이익(21E) * API 국내 업체 PER * 지분율 63%
③ 순차입금	7,181	
④ 유통 주식 수	11,682	
⑤ 기업가치(=①+②-③)	53,597	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	460,000	

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

JP모건 헬스케어 컨퍼런스, 코로나19 백신 생산 가능성 언급

Manufacturing Capabilities Against Pandemic



“Manufacturing is the highest priority”

Hanmi plants for COVID-19 vaccine manufacturing:
 Unique mRNA/DNA manufacturing capability which is different from that of conventional vaccine



Best-fit CMO/CDMO facility from clinical to commercialization

GMP production facilities with on-site R&D resources

- Hanmi Bio Plant: **Biologics** Manufacturing and Development
- Hanmi Fine Chemicals: Synthetic Chemical APIs, **Nucleotide**, Intermediates, Peptides



Hanmi has strength in...

- in *in-vitro* manipulation (e.g. biochemical reactions such as conjugation process)
- fermentation for global supply

Collaboration Opportunities:

- ✓ Commercial/clinical contract manufacturing for mRNA/DNA bulk
- ✓ Co-development for process improvement and CoGs reduction
- ✓ Strategic sourcing of key raw materials

자료: 한미약품, 키움증권 리서치센터

파이프라인 현황

	Pre-Clinical	Phase 1	Phase 2	Phase 3 / Registration
8 Obesity/NASH Diabetes	HM14320 (LAP ^S Glucagon Combo) Obesity/NASH/Diabetes	HM15136 (LAP ^S Glucagon Analog) Obesity	Efinopegdutide (LAP ^S GLP/GCG) NASH MERCCK	Efpeglenatide (LAP ^S Exd4 Analog) Diabetes
	HM14220 (LAP ^S Insulin Combo) Diabetes	HM12460A / HM12470 (LAP ^S Insulin) Diabetes	HM15211 (LAP ^S Triple Agonist) NASH	
	HM12480 (LAP ^S Insulin148) Diabetes			Under BLA/NDA Review
12 Oncology	HM97662 (EZH1/2 Dual Inhibitor) Solid tumors / Hematology malignancies	Belvarafenib (Pan-RAF Inhibitor) Solid tumor Genentech	Pozitotinib (Pan-HER Inhibitor) NSCLC & Breast cancer SPECTRUM	Rolontis [®] (Eflapegrastim) Neutropenia SPECTRUM
	BH3620 (Undisclosed BsAb) Targeted immuno-oncology Plance	HM43239 (FLT3 Inhibitor) AML	Oratecan (Oral Irinotecan + Encequidar) Solid tumor Phase 2 Planned Athenex	Oraxol (Oral Paclitaxel + Encequidar) Metastatic Breast cancer Athenex
	BH3120 (PD-L1/4-1BB BsAb) Solid tumor	IBI315/BH2950 (PD-1/HER2 BsAb) Targeted immuno-oncology Innovent	Oradoxel (Oral Docetaxel + Encequidar) Solid tumor Phase 2 Planned Athenex	
5 Rare Diseases	HM15450 (LAP ^S ASB) Mucopolysaccharidosis	Luminate [®] (Integrin inhibitor) Retinitis Pigmentosa Allegro	HM15136 (LAP ^S Glucagon Analog) Congenital hyperinsulinism	
			HM15912 (LAP ^S GLP-2 Analog) Short bowel syndrome	
			Efpegsomatropin (LAP ^S hGH) GH deficiency	
			Luminate [®] (Integrin inhibitor) Diabetic Macular Edema Allegro	
			HM71224 (BTK Inhibitor) Autoimmune/Allergic diseases	
3 Others			Oraxol (Oral Paclitaxel + Encequidar) Angiosarcoma Athenex	

자료: 한미약품, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,016.0	1,113.6	1,075.6	1,198.8	1,265.6
매출원가	475.0	481.2	507.1	536.2	559.3
매출총이익	540.9	632.5	568.5	662.6	706.3
판관비	457.3	528.6	528.0	554.1	572.3
영업이익	83.6	103.9	40.5	108.6	134.0
EBITDA	130.8	159.3	95.3	158.3	179.2
영업외손익	-33.2	-20.6	-33.7	-30.5	-28.8
이자수익	4.3	4.4	3.9	4.2	5.9
이자비용	19.4	25.0	25.5	25.5	25.5
외환관련이익	3.9	5.0	3.9	3.9	3.9
외환관련손실	5.6	4.9	5.0	4.0	4.0
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-16.4	-0.1	-11.0	-9.1	-9.1
법인세차감전이익	50.4	83.3	6.8	78.1	105.2
법인세비용	16.2	19.4	1.5	17.2	23.2
계속사업손익	34.2	63.9	5.3	60.9	82.1
당기순이익	34.2	63.9	5.3	60.9	82.1
지배주주순이익	24.9	52.1	4.3	50.6	68.1
증감 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	10.8	9.6	-3.4	11.5	5.6
영업이익 증감율	1.7	24.3	-61.0	168.1	23.4
EBITDA 증감율	10.3	21.8	-40.2	66.1	13.2
지배주주순이익 증감율	-58.8	109.2	-91.7	1,076.7	34.6
EPS 증감율	-58.8	109.4	-91.8	1,076.7	34.7
매출총이익율(%)	53.2	56.8	52.9	55.3	55.8
영업이익률(%)	8.2	9.3	3.8	9.1	10.6
EBITDA Margin(%)	12.9	14.3	8.9	13.2	14.2
지배주주순이익률(%)	2.5	4.7	0.4	4.2	5.4

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	564.1	662.2	669.0	738.6	827.3
현금 및 현금성자산	67.3	106.1	128.2	138.1	193.0
단기금융자산	31.4	2.0	2.0	2.0	2.0
매출채권 및 기타채권	183.5	191.0	184.5	205.6	217.1
재고자산	247.8	326.7	315.6	351.7	371.3
기타유동자산	34.1	36.4	38.7	41.2	43.9
비유동자산	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
자산총계	1,691.2	1,913.7	1,865.7	1,885.5	1,929.0
유동부채	435.0	471.8	445.1	430.7	419.4
매입채무 및 기타채무	173.4	131.6	104.9	90.5	79.2
단기금융부채	215.4	298.6	298.6	298.6	298.6
기타유동부채	46.2	41.6	41.6	41.6	41.6
비유동부채	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
부채총계	902.0	1,091.4	1,064.7	1,050.3	1,039.0
지배지분	703.2	723.8	701.5	725.4	766.2
자본금	28.5	29.0	29.6	30.2	30.2
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	322.2	366.8	428.9
비지배지분	86.0	98.5	99.4	109.8	123.7
자본총계	789.3	822.3	800.9	835.2	890.0

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	26.0	12.4	56.0	43.7	89.6
당기순이익	34.2	63.9	5.3	60.9	82.1
비현금항목의 가감	118.1	112.7	85.2	95.6	95.3
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	30.4	45.8	50.1
영업활동자산부채증감	-97.9	-137.0	-11.5	-74.3	-45.0
매출채권및기타채권의감소	58.6	-10.1	6.5	-21.1	-11.5
재고자산의감소	-27.1	-74.1	11.2	-36.2	-19.6
매입채무및기타채무의증가	3.3	-7.1	-26.7	-14.4	-11.3
기타	-132.7	-45.7	-2.5	-2.6	-2.6
기타현금흐름	-28.4	-27.2	-23.0	-38.5	-42.8
투자활동 현금흐름	-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
재무활동 현금흐름	140.4	198.6	-7.5	-7.6	-8.3
차입금의 증가(감소)	155.1	210.4	0.0	0.0	0.0
자본금,자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.6	0.6	0.0
자기주식처분(취득)	-5.6	-3.9	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-9.0	-5.7	-5.8	-5.9	-6.0
기타	-0.1	-2.2	-2.3	-2.3	-2.3
기타현금흐름	-0.5	0.7	-11.2	-11.2	-11.2
현금 및 현금성자산의 순증가	20.1	38.8	22.1	9.8	55.0
기초현금 및 현금성자산	47.3	67.3	106.1	128.2	138.0
기말현금 및 현금성자산	67.3	106.1	128.2	138.0	193.0

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	2,061	4,314	356	4,186	5,641
BPS	58,223	59,925	58,080	60,056	63,438
CFPS	12,608	14,615	7,490	12,957	14,688
DPS	500	500	500	500	500
주가배수(배)					
PER	217.1	67.5	1,030.2	86.5	64.2
PER(최고)	289.2	112.4	1,186.7		
PER(최저)	168.9	56.3	589.2		
PBR	7.68	4.86	6.31	6.03	5.71
PBR(최고)	10.24	8.09	7.27		
PBR(최저)	5.98	4.05	3.61		
PSR	5.32	3.16	4.12	3.65	3.45
PCFR	35.5	19.9	48.9	27.9	24.6
EV/EBITDA	45.1	26.9	54.2	32.8	28.7
주요비율(%)					
배당성향(%·보통주, 현금)	16.6	9.0	111.7	9.8	7.3
배당수익률(%·보통주, 현금)	0.1	0.2	0.1	0.1	0.1
ROA	2.0	3.5	0.3	3.2	4.3
ROE	3.5	7.3	0.6	7.1	9.1
ROIC	5.2	6.2	2.2	5.9	7.3
매출채권회전율	4.7	5.9	5.7	6.1	6.0
재고자산회전율	4.2	3.9	3.3	3.6	3.5
부채비율	114.3	132.7	132.9	125.8	116.7
순차입금비율	67.5	90.4	90.1	85.2	73.8
이자보상배율	4.3	4.2	1.6	4.2	5.2
총차입금	631.2	851.6	851.6	851.6	851.6
순차입금	532.5	743.5	721.3	711.5	656.5
NOPLAT	130.8	159.3	95.3	158.3	179.2
FCF	-203.2	-173.9	74.9	60.1	104.7

Compliance Notice

- 당사는 1월 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

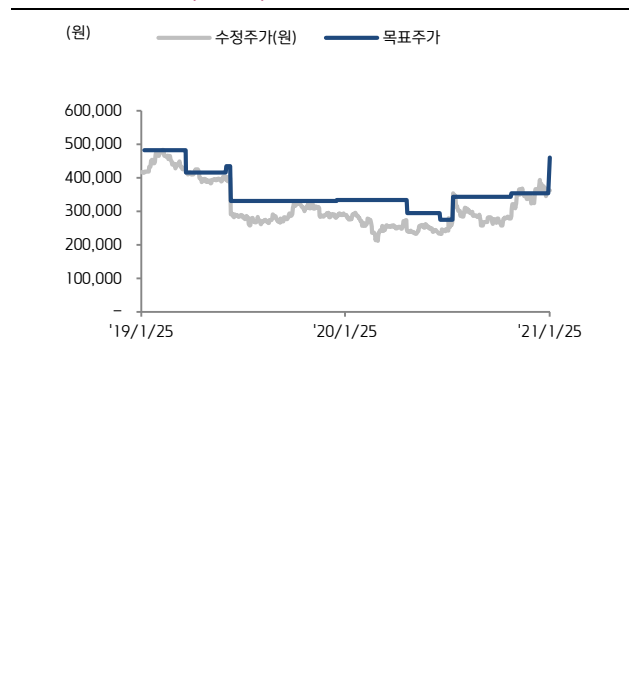
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	2019-01-30	Outperform (Downgrade)	481,907원	6개월	-7.15	0.24
(128940)	2019-04-15	Marketperform (Downgrade)	415,763원	6개월	-3.39	2.27
	2019-06-26	Outperform (Upgrade)	434,661원	6개월	-8.84	-7.28
	2019-07-04	Marketperform (Downgrade)	330,721원	6개월	-15.95	-11.22
	2019-10-23	Outperform (Upgrade)	330,721원	6개월	-12.57	-1.75
	2019-12-11	Outperform (Maintain)	330,721원	6개월	-12.61	-1.75
	2020-01-10	Outperform (Maintain)	333,818원	6개월	-20.67	-11.47
	2020-04-29	Buy(Upgrade)	333,818원	6개월	-20.88	-11.47
	2020-05-15	Outperform (Downgrade)	294,545원	6개월	-16.79	-11.17
	2020-07-13	Outperform (Maintain)	274,909원	6개월	-9.25	1.61
	2020-08-05	Buy(Upgrade)	343,636원	6개월	-15.18	3.00
	2020-10-15	Buy(Maintain)	343,636원	6개월	-16.82	3.00
	2020-11-17	Buy(Maintain)	353,455원	6개월	-1.28	11.47
	2021-01-25	Buy(Maintain)	460,000원	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 초과수익의 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2020/01/01~2020/12/31)

매수	중립	매도
99.40%	0.60%	0.00%