



Buy(Maintain)

목표주가: 720,000원

주가(10/27): 409,000원

시가총액: 42,680억원

제약/바이오/헬스케어

Analyst 김주용

02) 3787-5109 jykim21@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (10/27)	2,024.12pt	
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	831,482원	400,000원
등락률	-50.81%	2.25%
수익률	절대	상대
1M	-33.6%	-32.3%
6M	-33.4%	-33.7%
1Y	-15.5%	-14.6%

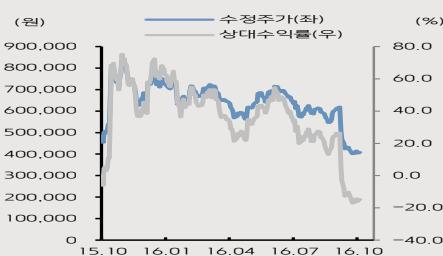
Company Data

발행주식수	10,435천주
일평균 거래량(3M)	150천주
외국인 지분율	10.12%
배당수익률	0.27%
BPS	67,396원
주요 주주	한미사이언스 41.37%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	13,175	10,310	12,052	14,137
보고영업이익	2,118	753	940	1,103
핵심영업이익	2,118	753	940	1,131
EBITDA	2,619	1,040	1,235	1,430
세전이익	2,096	642	875	1,076
순이익	1,621	493	680	827
자체주주지분순이익	1,544	473	652	794
EPS(원)	14,800	3,898	5,358	6,812
증감률(%YoY)	331.2	-73.7	37.4	27.1
PER(배)	49.2	186.8	135.9	106.9
PBR(배)	11.3	10.8	10.2	9.4
EV/EBITDA(배)	31.1	73.5	60.1	47.1
보고영업이익률(%)	16.1	7.3	7.8	7.8
핵심영업이익률(%)	16.1	7.3	7.8	8.0
ROE(%)	24.3	6.5	8.5	9.7
순부채비율(%)	24.8	-35.9	-61.0	-133.8

Price Trend

 실적 Review

한미약품(128940)

3분기 기술료 유입 부재로 전년대비 성장 둔화



한미약품의 3분기 실적은 지난해 반영된 기술료 등 기고효과로 전년대비 매출액과 영업이익 모두 감소했습니다. 동사의 2016년 3분기 IFRS 연결기준 실적은 매출액과 영업이익 각각 전년대비 18.1%, 61.5% 감소한 2,197억원, 138억원을 기록했습니다. 당기순이익은 흑자로 전환했습니다.

>>> 3분기 실적 Review

동사의 2016년 3분기 IFRS 연결기준 실적은 매출액과 영업이익 각각 전년대비 18.1% 감소, 61.5% 감소한 2,197억원, 138억원을 기록했다. 그러나 매출액과 영업이익 모두 당사 추정치를 하회했다. 순이익은 흑자전환 했다. 지난해 3분기는 베링거인겔하임에 기술이전 된 올무티닙의 계약금이 유입되면서 높은 실적을 기록했으나, 올해 상대적으로 기술료 유입이 부재하면서 전년대비 역성장을 나타낸 것으로 파악된다. 그러나 4분기에는 사노피에 기술이전 한 당뇨치료제 마일스톤 일부 및 지난 9월에 있었던 제넨텍과의 기술이전에 대한 초기 계약금이 유입될 것으로 보이는 만큼 기술료 유입에 따른 실적 개선이 가능할 전망이다.

>>> 신제품 효과로 내수시장 영업 순탄할 듯, 기존 기술계약 된 파이프라인들의 임상순항에 관심

동사의 내수 영업실적은 순환기(로벨리토) 및 비뇨기과(한미탐스) 신제품의 매출확대에 힘입어 순탄한 성장세를 나타낼 것이다. 다만 국내 의약품 시장 성장정체로 전년과 유사하거나 소폭 증가하는 모습을 보일 것이다. 현 상황은 내수 및 해외 영업실적 보다는 기존에 기술이전 된 당뇨치료제(Laps Covery)와 표적항암제, 퇴행성관절염치료제 등 파이프라인들의 임상순항에 관심을 가져야 할 것이다. 신약개발 중 시장성과 약물의 안전성, 유효성 등의 이유로 임상이 중단되는 경우는 비일비재하다. 지금 동사에게 가장 중요한 것은 이미 라이선스아웃한 파이프라인들의 임상이 순항하면서 단계별 마일스톤 유입이 문제없이 진행될 수 있을 지 여부가 가장 중요하다. 4분기, R&D 성과에 대한 초기 계약금 유입이 가능할 것이고 임상 진행에 따른 단계별 마일스톤 역시 꾸준히 유입될 예정이기 때문에 현금흐름은 지속적으로 개선될 것이다.

>>> 투자의견 Buy(Maintain), 목표주가 72만원

당사는 동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 72만원으로 하향한다. 목표주가 하향은 DCF 모델을 이용한 신약 파이프라인 가치의 산정에 있어 좀 더 보수적으로 평가하기 위해 기존 할인율 Wacc 5.8%에서 6.9%로 상향하였고, 낮아진 제약업종 주가 Valuation(PER 25.0배 수준)을 반영해 영업가치를 산정했기 때문이다. 파이프라인 가치 중 BI에서 기술 반납된 올무티닙의 가치는 제외하였고 신규로 제넨텍으로 기술이전 된 RAF Inhibitor(HM95573)의 가치를 유사한 수준으로 평가해 반영했다.

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	7,613	13,175	10,310	12,052	14,137
매출원가	3,388	3,983	4,364	5,098	5,923
매출총이익	4,225	9,193	5,946	6,954	8,214
판매비및일반관리비	3,881	7,075	5,193	6,014	7,083
영업이익(보고)	345	2,118	753	940	1,103
영업이익(핵심)	345	2,118	753	940	1,131
영업외손익	20	-22	-111	-65	-55
이자수익	36	10	11	13	16
배당금수익	3	3	4	5	5
외환이익	34	107	38	28	28
이자비용	121	123	137	150	164
외환손실	20	61	6	4	4
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	70	131	81	18	36
금융상품평가및기타금융이익	1	0	0	0	0
기타	17	-90	-103	24	28
법인세차감전이익	365	2,096	642	875	1,076
법인세비용	-68	475	148	195	249
유효법인세율 (%)	-18.7%	22.7%	23.1%	22.3%	23.1%
당기순이익	433	1,621	493	680	827
지배주주지분순이익(억원)	355	1,544	473	652	794
EBITDA	598	2,619	1,040	1,235	1,430
현금순이익(Cash Earnings)	687	2,122	780	974	1,126
수정당기순이익	349	1,520	431	666	800
증감율(%), YoY					
매출액	4.3	73.1	-21.8	16.9	17.3
영업이익(보고)	-44.3	514.8	-64.5	24.9	17.3
영업이익(핵심)	-44.3	514.8	-64.5	24.9	20.3
EBITDA	-32.7	337.7	-60.3	18.7	15.8
지배주주지분 당기순이익	-19.2	334.9	-69.3	37.8	21.7
EPS	-24.7	331.2	-73.7	37.4	27.1
수정순이익	-30.3	335.7	-71.6	54.4	20.1

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	5,377	11,451	11,422	14,648	22,776
현금및현금성자산	525	1,383	6,218	8,742	15,848
유동금융자산	454	442	650	759	891
매출채권및유동채권	3,068	8,045	2,864	3,172	3,720
재고자산	1,331	1,581	1,690	1,976	2,318
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	4,956	5,775	5,868	6,177	6,459
장기매출채권및기타비유동채권	14	150	118	138	161
투자자산	508	437	387	447	518
유형자산	3,279	4,157	4,196	4,234	4,270
무형자산	879	672	705	761	737
기타비유동자산	277	358	462	597	771
자산총계	10,333	17,226	17,290	20,825	29,235
유동부채	1,824	6,736	6,309	9,152	16,714
매입채무및기타유동채무	1,256	5,414	4,237	4,953	5,810
단기차입금	356	376	594	844	1,147
유동성장기차입금	112	656	656	656	656
기타유동부채	99	290	822	2,699	9,102
비유동부채	2,617	3,042	3,239	3,461	3,690
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	2,254	2,642	2,840	2,990	3,118
기타비유동부채	364	399	398	470	571
부채총계	4,441	9,778	9,547	12,613	20,404
자본금	244	256	261	262	262
주식발행초과금	4,016	4,004	4,004	4,003	4,003
이익잉여금	797	2,281	2,569	3,032	3,634
기타자본	218	208	208	208	208
지배주주지분자본총계	5,275	6,749	7,043	7,505	8,108
비지배주주지분자본총계	618	699	699	708	723
자본총계	5,892	7,448	7,742	8,213	8,831
순차입금	1,743	1,849	-2,778	-5,011	-11,817
총차입금	2,722	3,674	4,090	4,490	4,921

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	-324	1,042	5,122	2,932	7,431
당기순이익	433	1,621	493	680	827
감가상각비	232	268	270	273	275
무형자산상각비	22	233	17	22	24
외환손익	-11	-50	-32	-25	-24
자산처분손익	2	4	-81	-18	-36
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-937	-1,143	4,459	1,980	6,345
기타	-66	108	-4	21	19
	-692	-1,168	-498	-672	-648
	101	164	-87	-148	-162
	7	17	8	21	18
	-692	-1,211	-309	-311	-311
	-108	-141	-50	-78	0
	0	3	-51	-135	-174
	847	945	210	263	323
	-980	-94	218	250	303
	889	1,043	198	150	128
	943	0	0	0	0
	0	0	-205	-209	-209
	-5	-4	-1	72	101
	-168	859	4,835	2,524	7,106
	693	525	1,383	6,218	8,742
	525	1,383	6,218	8,742	15,848
	612	2,184	663	952	1,086
	-1,073	-355	4,966	2,616	7,203

투자자표

(단위: 원, 배, %)

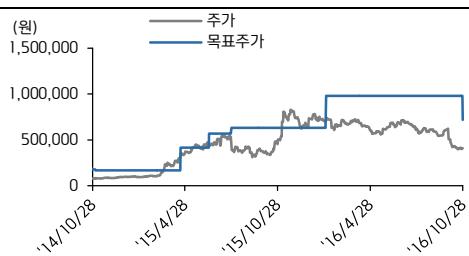
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	3,432	14,800	3,898	5,358	6,812
BPS	50,547	64,680	67,396	71,719	77,404
주당EBITDA	5,785	25,101	8,562	10,142	12,268
CFPS	6,639	20,334	6,426	8,003	9,662
DPS	0	2,000	2,000	2,000	2,000
주가배수(배)					
PER	29.2	49.2	186.8	135.9	106.9
PBR	2.0	11.3	10.8	10.2	9.4
EV/EBITDA	24.2	31.1	73.5	60.1	47.1
PCFR	15.1	35.8	113.3	91.0	75.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.5	16.1	7.3	7.8	7.8
영업이익률(핵심)	4.5	16.1	7.3	7.8	8.0
EBITDA margin	7.9	19.9	10.1	10.2	10.1
순이익률	5.7	12.3	4.8	5.6	5.9
자기자본이익률(ROE)	8.2	24.3	6.5	8.5	9.7
투하자본이익률(ROIC)	6.3	20.3	8.6	20.5	-161.6
안정성(%)					
부채비율	75.4	131.3	123.3	153.6	231.1
순차입금비율	29.6	24.8	-35.9	-61.0	-133.8
이자보상배율(배)	2.8	17.3	5.5	6.3	6.9
활동성(배)					
매출채권회전율	2.8	2.4	1.9	4.0	4.1
재고자산회전율	6.4	9.0	6.3	6.6	6.6
매입채무회전율	6.8	4.0	2.1	2.6	2.6

- 당사는 10월 27일 현재 '한미약품' 발행주식 1% 이상을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 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 간접없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
한미약품 (128940)	2014/10/28	BUY(Maintain)	55,000원
	2014/11/03	BUY(Maintain)	167,000원
	2014/12/16	BUY(Maintain)	167,000원
	2014/12/17	BUY(Maintain)	167,000원
	2015/02/06	BUY(Maintain)	167,000원
	2015/04/20	BUY(Maintain)	416,000원
	2015/06/15	BUY(Maintain)	570,000원
	2015/06/29	BUY(Maintain)	570,000원
	2015/07/06	Outperform(downgrade)	570,000원
	2015/07/29	BUY(Upgrade)	630,000원
	2016/02/01	BUY(Reinitiate)	980,000원
	2016/04/20	BUY(Maintain)	980,000원
	2016/07/29	BUY(Maintain)	980,000원
	2016/10/28	BUY(Maintain)	720,000원

목표주가 추이



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 (2015/6/1~2016/6/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	159	96.36%
중립	6	3.64%
매도	0	0.00%