



BUY(Maintain)

목표주가: 191,000원

주가(1/11): 140,500원

시가총액: 11,635억원

제약/바이오/헬스케어

Analyst 김치현

02) 3787-5109 kimchi@kiwoom.com

RA 박나영

02) 3787-5227 irisspark@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (01/11)	1,996.67pt	
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	140,500원	48,701원
등락률	0.00%	188.50%
수익률	절대	상대
1M	33.8%	31.6%
6M	105.8%	88.2%
1Y	120.3%	103.6%

Company Data

별행주식수	8,281천주
일평균 거래량(3M)	62천주
외국인 지분율	17.10%
배당수익률(13E)	0.00%
BPS(13E)	44,247원
주요 주주	한미사이언스 외 4
	40.01%

투자지표

(억원, IFRS 별도)	2011	2012E	2013E	2014E
매출액	5,125	5,477	6,142	6,774
보고영업이익	28	176	375	479
핵심영업이익	17	154	368	469
EBITDA	274	385	582	668
세전이익	-118	188	464	633
순이익	-81	197	441	570
자체주주지분순이익	13	197	441	570
EPS(원)	164	2,498	5,321	6,880
증감률(%YoY)	흑자전환	1,425.2	113.0	29.3
PER(배)	400.6	48.2	22.7	17.6
PBR(배)	1.7	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA(배)	28.1	32.3	20.6	17.4
보고영업이익률(%)	0.5	3.2	6.1	7.1
핵심영업이익률(%)	0.3	2.8	6.0	6.9
ROE(%)	-2.6	6.3	12.8	14.4
순부채비율(%)	83.8	77.1	53.9	38.2

Price Trend



☒ 실적 프리뷰, 기업탐방

한미약품(128940)

작년 4분기 Earnings Surprise 전망! Global B2B와 중국 관련 프리미엄 본격적으로 반영될 시점



한미약품의 주가는 작년 2분기 이후 계속되는 어닝 서프라이즈, 다국적제약사와의 지속적인 글로벌 B2B 제휴로 강세가 이어지고 있습니다. 기술적인 측면에서 다소 부담스러운 면이 있지만 빠른 내수 회복, 추가적인 다국적제약사와의 글로벌 B2B 사업 확장 지속, 북경한미약품의 초고성장을 고려해 여전히 매력적이라고 봅니다.

>>> 목표가 191,000원으로 상향, 'BUY' 의견, TOP PICK 유지

기존의 목표가 173,000원에서 191,000원으로 상향, 투자의견 'BUY', 제약 업종 내 TOP PICK을 유지한다. 목표주가 상향한 이유는 작년 4분기 영업 이익이 예상치와 컨센서스를 대폭 상회할 것으로 전망되는데다 북경한미약품, 한미정밀화학 등 자회사 실적이 예상보다 좋아 금년 영업이익과 순이익을 기존보다 9.3%, 7.3% 상향 조정했기 때문이다. 'BUY' 의견을 유지하는 이유는 1) 자체개발 개량신약의 글로벌 B2B사업이 지속적으로 확대되고, 2) 북경한미약품의 초고성장이 예상되는데다, 3) 약가 인하에도 불구하고 내수 실적도 다른 상위사에 비해 빠르게 회복되고 있기 때문이다.

>>> 작년 4분기 별도영업이익 98억원으로 컨센서스 대폭 상회

K-IFRS 별도기준 4분기 매출액은 전년동기대비 10.9% 증가해 예상치를 하회했지만 컨센서스와 부합할 것으로 추정된다. 분기 평균 100억원의 약가 인하손실에도 매출이 두 자릿수 증가율을 기록한 이유는 주력인 아모잘탄(고혈압복합제), 에소메졸(위궤양치료제)의 매출호조와 팔팔(발기부전치료제), 몬테잘(천식치료제)의 신규매출(50~60억원 추정)이 반영되었기 때문이다. 영업이익은 98억원으로 컨센서스(71억원)를 크게 상회할 것으로 보인다. 이는 마진 높은 주력제품의 매출비중 확대, 매출호조에 따른 고정비 절감, 관리비 통제 등과 사노피사와의 항혈전복합제 국내 판권계약과 관련한 계약금이 유입되었기 때문이다. K-IFRS 기준 연결 매출액은 전분기 대비 5.1% 늘어난 1,783억원에 달한 것으로 추정되며 영업이익은 전분기 수준인 186억원에 달해 연결 기준 실적호전이 지속된 것으로 추정된다

>>> 북경한미 4분기 매출액은 31.6% 늘어난 2.2억위안 추정

연결대상인 북경한미약품의 4분기 매출액은 전년동기대비 31.6% 늘어난 2.2억위안에 달한 것으로 추정된다. 이는 주력인 마미아이(어린이용 정장제), 이탕징(어린이용 감기약)의 매출호조 지속, 최근 2년전부터 출시된 성인의약품의 매출 급증 등에 따른 것이다. 영업이익은 전년동기대비 2.5배 늘어날 것으로 보이는데 이는 매년 4분기 비용을 집중적으로 지출했던 부분을 작년에는 분기별로 분산해서 지출, 매출액영업이익률이 전년동기의 3% 수준에서 8% 수준으로 급등했기 때문이다.

한미정밀화학은 본사 매출 회복과 일본향 수출 확대로 실적 대폭 개선

북경한미약품에 이어 또 다른 연결대상 자회사인 한미정밀화학은 원료의약품 전문업체로 한미약품의 매출의존도가 90%로 높다. 최근 2년간 모회사의 실적 부진으로 실적이 악화되었으나 3분기부터 실적이 대폭 호전, 2011년 3분기 2억원의 영업적자에서 2012년 3분기에는 50억원의 영업흑자를 기록했다. 4분기 매출액은 전년동기대비 18.0% 늘어날 것으로 보이는데 1년 중 4분기가 성수기인데다 한미약품의 실적 호전, 전체 수출의 15%를 차지하는 일본향 API CMO 매출 호조가 예상되기 때문이다. 영업이익은 매출호조에 따른 고정비 절감효과로 전년동기대비 39.5% 늘어난 59억원에 달할 전망이다.

작년 4분기 실적 Preview (K-IFRS 별도 기준)

	4Q12(E)			증감률		
	기준전망	컨센서스	수정전망	컨센서스대비	기준전망대비	전년동기대비
매출액	1,491	1,425	1,426	0.1	-4.3	10.9
영업이익	69	71	98	38.5	42.5	흑전
순이익	45	46	64	39.4	42.5	흑전

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

작년 4분기 실적 Preview (K-IFRS 연결 기준)

	4Q12E	3Q12	(단위 : 억원, %)	
			증감률(QoQ)	
매출액	1,783	1,697	5.1	
북경한미 + 한미정밀	356	346	3.0	
본사	1,426	1,351	5.6	
영업이익	186	183	1.7	
북경한미	29	49	-41.8	
본사	98	84	16.9	
한미정밀	59	50	19.0	

자료: 키움증권 리서치센터

작년 북경한미약품 4분기 실적 Preview

	매출액			증감률	
	4Q11	3Q12	4Q12E	YoY	QoQ
매출액	167	207	220	31.6	6.4
영업이익	7	30	18	150.9	-42.0

자료: 키움증권 리서치센터

작년 한미정밀화학 4분기 실적 Preview

	4Q12E	3Q12	(단위 : 억원, %)	
			증감률(QoQ)	
매출액	1,783	1,697	5.1	
북경한미 + 한미정밀	356	346	3.0	
본사	1,426	1,351	5.6	
영업이익	186	183	1.7	
북경한미	29	49	-41.8	
본사	98	84	16.9	
한미정밀	59	50	19.0	

자료: 키움증권 리서치센터

연간 수익예상 변경 (K-IFRS 별도 기준)

(단위 : 억원, %)

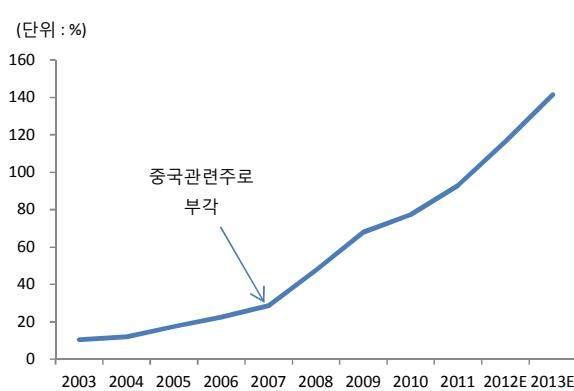
	2012E			2013E			(YOY, %)
	기준전망	수정전망	변동률(%)	기준전망	수정전망	변동률(%)	
매출액	5,542	5,477	-1.2	6,222	6,142	-1.3	12.1
영업이익	144	176	21.9	343	375	9.3	113.7
세전이익	156	188	20.2	433	464	7.3	147.3
순이익	164	197	20.2	411	441	7.3	123.9

자료: 키움증권 리서치센터 / 주: 세전이익은 편의상 연결대상법인 손익을 지분법평가이익으로 반영

금년부터 북경한미약품은 중국관련 프리미엄 본격적으로 받아야

북경한미약품은 금년부터 본사 매출액 대비 30%를 초과, 2007년 이후 중국관련 프리미엄을 받은 오리온 중국법인 스토리로 봐도 무난할 전망이다. 향후 3년간 북경한미약품의 매출은 연평균 30% 성장이 가능할 것으로 보이는데 이는 1) 시진핑의 산아제한 규제 완화로 주력인 소아과 약물(마미아이, 이탕징)의 수요 급증이 예상되고, 2) 주요 성에서의 입찰 성공률 제고로 커버리지가 확대될 것으로 보이는데다, 3) 코자엑스큐(고혈압복합제), 싱글레어(천식치료제) 제네릭 등 시장점재력이 높은 거대품목의 출시가 내년부터 가시화될 것이기 때문이다. 중국 시진핑 정부는 금년중 1인 1자녀 원칙의 규제를 철폐할 것으로 보여 신생아 수가 기존의 1,700만명 수준에서 2,000만명 수준 이상으로 크게 늘어날 것으로 보이며 이에 따른 소아과약물의 매출 급증이 예상된다. 코자엑스큐는 중국에서 2014년 하반기에 출시될 것으로 보이는데 북경한미약품이 생산, 머크차이나와 공동 마케팅할 예정이어서 제품 출시 후 3년 내 블록버스터로 부상할 전망이다.

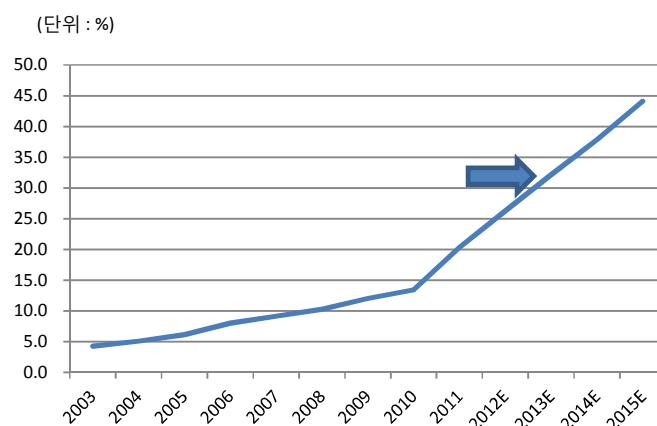
오리온 중국법인의 본사 매출액대비 비중 추이



자료: 오리온, 예상은 키움증권 리서치센터

2012년 연결 영업이익은 514억원, 2014년까지 연평균 65.7% 증가 예상

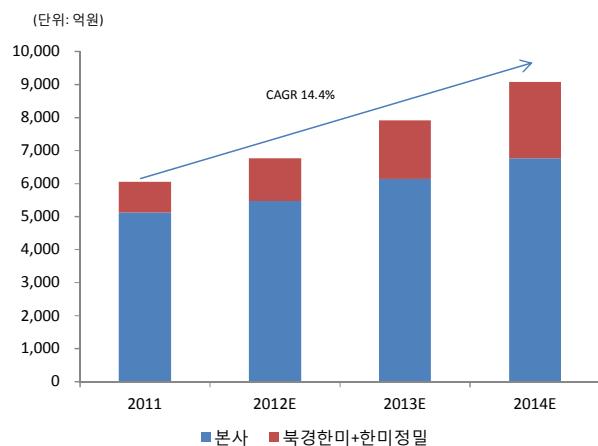
북경한미약품의 본사 매출액대비 비중 추이



자료: 한미약품, 예상은 키움증권 리서치센터

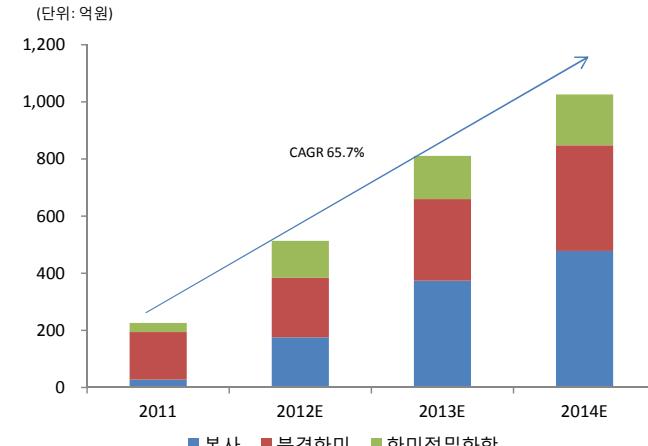
K-IFRS 기준 2012년 연간 연결 매출액은 본사 실적 회복, 자회사인 북경한미약품 및 한미정밀화학의 매출 호조로 전년대비 11.7% 늘어난 6,773억원으로 전망되며 2014년까지 매출액은 연평균 14.4% 늘어날 전망이다. 2012년 연결 영업이익은 본사의 흑자전환, 자회사 이익 급증으로 127.7% 늘어난 514억원에 달할 것으로 보이며 2014년까지 연결 영업이익은 연평균 65.7% 증가할 것으로 보인다.

K-IFRS 기준 한미약품의 연결 매출 전망



자료: 한미약품, 예상은 키움증권 리서치센터

K-IFRS 한미약품의 연결 영업이익 전망



자료: 한미약품, 예상은 키움증권 리서치센터

Global B2B사업 금년부터 본격적으로 매출에 반영, 해외 수출 급증 예상

동사는 시장성 높은 자체개발 개량신약에 대한 Global B2B를 활발하게 진행중이고 금년 이후 본격적인 매출이 발생, 이에 대한 프리미엄이 본격적으로 반영될 시점에 와 있다. 2009년 5월 머크사와의 코자엑스큐(고혈압복합제)에 대한 미국 외 지역 글로벌 판권계약에 이어 작년 상반기에는 GSK사와의 포괄적 복합제 공동개발(총 8건, 이중 2건 품목 선정 및 연구 시작) 계약을 맺었고, 11월에는 사노피-아벤티스사와 항혈전복합제(이베스틴)에 대한 국내 판권계약을 맺었다. 사노피와의 계약은 국내로 국한된 것이 아니라 해외로 확장될 가능성이 높다. 현재 추가로 또 다른 다국적제약사와 전략적 제휴를 추진 중이다.

미국에서 특허소송중인 에소메졸(위궤양치료제)의 미국 시판허가 상반기 가능할 듯

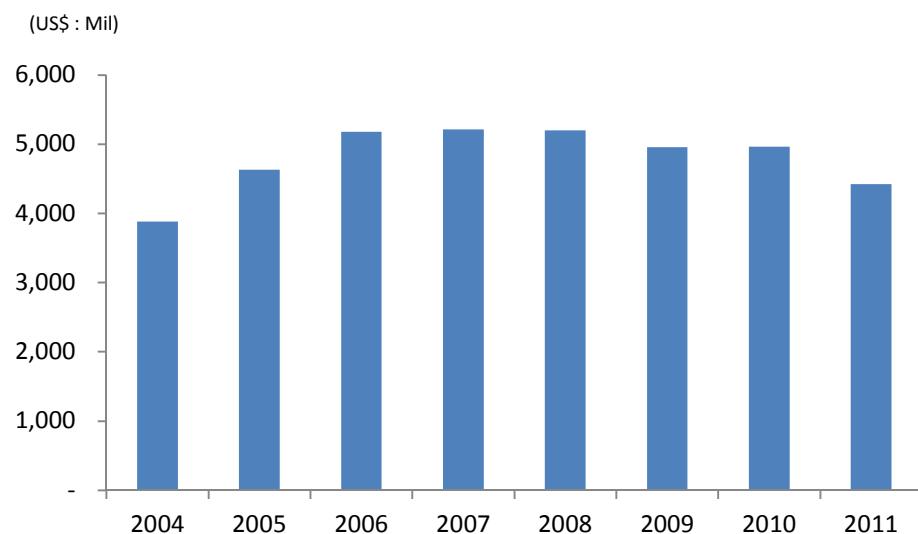
자체개량신약인 에소메졸의 미국 출시도 금년 1분기 또는 2분기 중 가시화될 것으로 보인다. 에소메졸은 2010년 10월 미국 FDA에 넥시움의 개량신약으로 품목허가를 신청했으나 원개발사인 아스트라제네카사로부터 특허침해 소송에 걸려 출시가 늦어지고 있다. 그러나 이 소송은 금년초에 최종결론이 날 것으로 보이며 동사가 승소할 가능성이 높아 보인다. 이는 유럽에서 오리지널에 대한 특허가 이미 깨져 있고 미국에서도 2008년에 제네릭사와의 특허소송에서 사실상 패소를 했기 때문이다.

주요 개량신약 및 신약 파이프라인에 대한 Global B2B 현황 및 전망

B2B 대상	세부 아이템	계약시점(예상시점)	파트너	주요 계약 내용
개량신약	코자엑스큐(고혈압복합제)	2009. 5	Merck	미국을 제외한 지역(현재 58개국) 판권 제휴
	이베스틴(항혈전복합제)	2012. 11	Sanofi-Aventis	국내 판권계약 체결. 추후 미국을 제외한 판권 제휴 예상
	항알러지 포함 2건의 복합제	2012. 4	GSK	공동개발 및 미국 외 지역 판권 제휴. 추가 6건 공동개발 제휴 추진
	크로스미케팅	2013. 1Q	다국적제약사(?)	자체제 품 간 상호 판매 제휴(국내를 시작으로 중국 등으로 확장성 높음)
	에소메졸(위궤양치료제)	2012. 1Q	미국 제네릭업체(?)	미국 판권제휴(2013년 2Q 출시 예상)
Bio better (LAPSCOVERY)	지속형 백혈구감소증치료제	2012. 1Q	스펙트럼사	공동개발 및 대규모 증도기술료 및 일정비율 경상기술료 유입
	지속형 당뇨병치료제	2013. 2Q	다국적제약사(?)	글로벌 판권에 대한 기술이전 및 공동개발
	지속형 인성장호르몬	2013. 2Q	다국적제약사(?)	글로벌 판권에 대한 기술이전 및 공동개발
화학합성 항암신약	오락술, 오라테칸(항암제)	2011.4Q	카이넥스	총 마일스톤 3천만달러 규모. 판매 후 일정비율 경상기술료 유입
	표적항암제(비소세포폐암)	2013. 2Q	다국적제약사(?)	글로벌 판권에 대한 기술이전 및 공동개발

자료: 키움증권 리서치센터

자체 개량신약 에소메졸의 목표 경쟁약물인 넥시움(위궤양치료제)의 글로벌 매출 추이



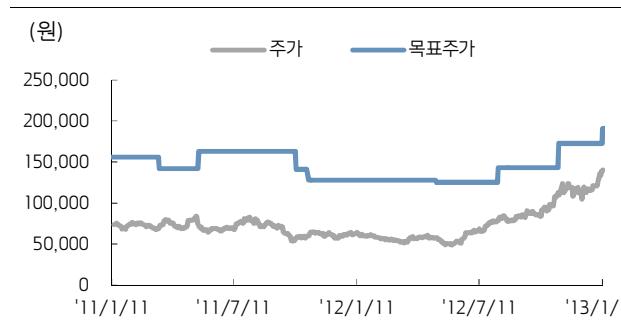
자료: 아스트라제네카 사업보고서

- 당사는 1월 11일 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 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역(2개년)

증명명	일자	투자의견	목표주가
한미약품(128940)	2011/02/01	BUY(Maintain)	156,000원
	2011/02/14	BUY(Maintain)	156,000원
	2011/03/22	BUY(Maintain)	142,000원
	2011/04/11	BUY(Maintain)	142,000원
	2011/05/02	BUY(Maintain)	142,000원
	2011/05/20	BUY(Maintain)	163,000원
	2011/07/12	BUY(Maintain)	163,000원
	2011/08/01	BUY(Maintain)	163,000원
	2011/10/12	BUY(Maintain)	141,000원
	2011/10/31	BUY(Maintain)	128,000원
	2012/02/01	BUY(Maintain)	128,000원
	2012/02/13	BUY(Maintain)	128,000원
	2012/03/28	BUY(Maintain)	128,000원
	2012/05/08	BUY(Maintain)	125,000원
	2012/06/04	BUY(Maintain)	125,000원
	2012/06/25	BUY(Maintain)	125,000원
	2012/07/24	BUY(Maintain)	125,000원
	2012/08/08	BUY(Maintain)	143,000원
	2012/10/12	BUY(Maintain)	143,000원
	2012/11/05	BUY(Maintain)	143,000원
	2012/11/06	BUY(Maintain)	173,000원
	2012/11/21	BUY(Maintain)	173,000원
	2013/01/14	BUY(Maintain)	191,000원

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