



BUY(Maintain)

목표주가: 225,000원
주가(7/9): 140,500원

시가총액: 11,635억원

제약/바이오/헬스케어

Analyst 김지현

02) 3787-5109 kimchi@kiwoom.com

박나영

02) 3787-5227 irisark@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (7/9)		1,830.35pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	180,000원	65,507원
등락률	-21.94%	114.48%
수익률	절대	상대
1M	-9.4%	-4.7%
6M	1.1%	10.0%
1Y	112.6%	113.3%

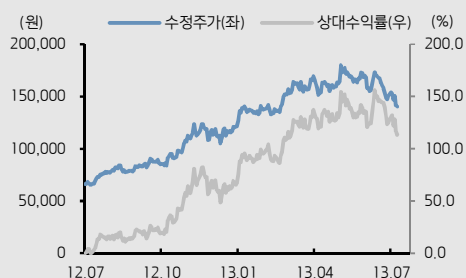
Company Data

발행주식수	8,281천주
일평균 거래량(3M)	55천주
외국인 지분율	11.03%
배당수익률(13E)	0.00%
BPS(13E)	50,380원
주요 주주	한미사이언스 외 4
	40.01%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2012	2013E	2014E	2015E
매출액	6,740	7,955	9,203	10,266
보고영업이익	481	858	1,064	1,398
핵심영업이익	481	858	1,066	1,371
EBITDA	817	1,159	1,351	1,642
세전이익	322	747	949	1,253
순이익	288	683	815	977
지배주주지분순이익	226	538	642	769
EPS(원)	2,734	6,496	7,748	9,290
증감률(%YoY)	1,652.7	137.7	19.3	19.9
PER(배)	44.1	21.6	18.1	15.1
PBR(배)	2.8	2.8	2.4	2.1
EV/EBITDA(배)	18.3	14.1	11.7	9.2
보고영업이익률(%)	7.1	10.8	11.6	13.6
핵심영업이익률(%)	7.1	10.8	11.6	13.4
ROE(%)	7.3	15.4	15.7	16.0
순부채비율(%)	55.2	33.4	19.2	5.6

Price Trend



실적 프리뷰, 글로벌 B2B 업데이트

한미약품(128940)

하반기 এস메졸 미국 출시를 기점으로 글로벌 B2B 가시화



한미약품의 주가는 최근 1개월 13.5% 하락, 약세 국면에 있다. 이는 펀더멘털 요인보다는 전체적인 주식시장의 약세, 일부 기관 및 외국인의 차익실현 매물에 따른 것이다. 그러나 현재 주가는 적극적으로 매수할 시점으로 판단되는데 이는 북경한미약품의 초고성장 지속, 하반기 এস메졸(위궤양치료제)의 미국 출시, 코자엑스큐(고혈압복합제)의 신규수출 발생, 사노피아와의 전략적 제휴를 맺은 이베스틴(항혈전복합제)의 국내 발매 등 개량신약 B2B가 가시화될 것이기 때문이다.

>>> 목표주가 225,000원, 투자이전 'BUY', 제약업종 TOP PICK 유지

목표주가 225,000원, 투자이전 'BUY', 제약업종 내 TOP PICK을 유지한다. 이는 1)국내 제약업체 중 개량신약 글로벌 B2B사업 확장 등으로 내년 이후 해외사업 레버리지가 가장 크고, 2)시장성과 성공 가능성이 높은 LAPS(지속형단백질억제약) 기반기술을 이용한 바이오베터 신약(백혈구감소증치료제, 당뇨병치료제, 인슐린 등)의 미국 내 임상 순조롭게 진행되어 2017년 이후 글로벌 신약 출시가 가능할 것으로 보이는데다, 3)북경한미약품의 초고성장으로 중국 내 시장지배력도 강화될 것이기 때문이다.

>>> 2분기 별도와 연결 영업이익 각각 65.8%, 49.9% 급증 예상

별도 기준 2분기 매출액은 전년동기대비 8.7% 감소가 예상된다. 이는 작년 2분기에는 도매상 재고소진에 가수요효과(90~100억원 추정)가 4월에 있었으나 금년에는 없었고 코자엑스큐(고혈압복합제) 등 완제품 신규수출이 예상보다 적었기 때문이다. 내수매출액은 주력 개량신약인 아모잘탄, এস메졸 등의 호조로 두 자리 수 성장한 것으로 보인다. 영업이익은 전년동기대비 65.8% 늘어난 95억원이 예상된다. 이는 마진 높은 개량신약의 매출 비중 확대, 효율적인 판매관리비 통제에 기인한 것이다.

연결 기준 2분기 매출액은 전년 수준을 유지할 것으로 보인다. 이는 본사 매출액이 줄었음에도 불구하고 북경한미약품과 한미정밀화학의 매출액이 각각 38.6%, 10.0% 늘어날 것이기 때문이다. 영업이익은 본사와 북경한미약품의 이익 급증으로 전년동기대비 49.9% 증가할 전망이다.

>>> 3분기 연결 기준 매출액은 북경한미 고성장, 완제품 신규매출 확대, 주력 개량신약 호조 등으로 22.3% 급증 예상

별도 기준 3분기 매출액은 코자엑스큐 이머징 중심 신규매출, এস메졸 미국 출시효과, 주력인 아모잘탄, এস메졸, 피도글 등의 매출호조 등으로 전년동기대비 16.3% 증가할 것으로 보인다. 별도 기준 3분기 영업이익은 마진 높은 주력 개량신약의 매출비중 확대와 매출호조에 따른 고정비 절감효과로 전년동기대비 67.4% 늘어날 것으로 보인다.

연결 기준 3분기 매출액은 북경한미 고성장 지속으로 22.3% 늘어날 전망이다. 북경한미약품은 주력인 마미아이의 약국대상 마케팅 강화와 커버리지 확대 지속, 이탕징 및 매창안의 후속 주력제품의 매출 급증 등으로 3분기 매출액(원화기준) 40.3% 늘어날 것으로 보인다.

2분기 실적 (K-IFRS 별도 vs. 연결 기준)

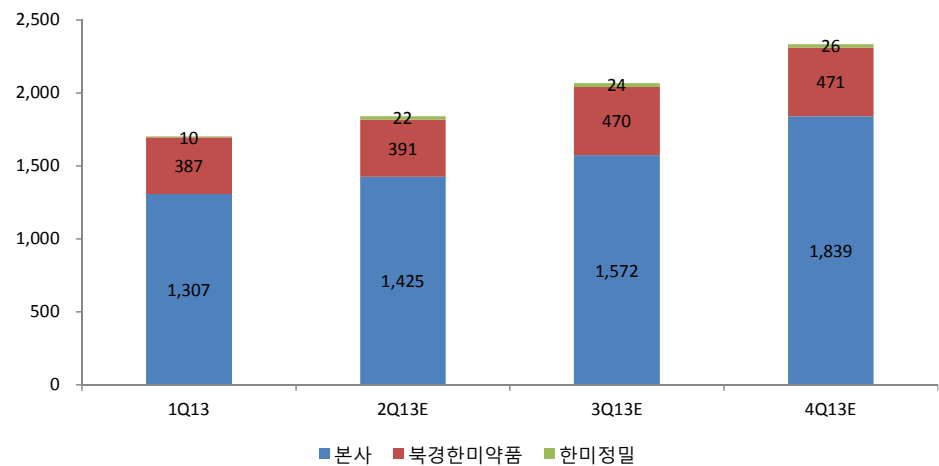
(단위 : 억원, %)

	2Q12		2Q13E		전년동기대비 증감률	
	별도	연결	별도	연결	별도	연결
매출액	1,561	1,854	1,425	1,843	-8.7	-0.6
영업이익	58	112	95	168	65.8	49.9
세전이익	22	70	64	131	185.5	87.0
순이익	18	59	62	119	238.7	103.5

자료: 한미약품, 키움증권 리서치센터

K-IFRS 연결 기준 분기별 매출액 전망

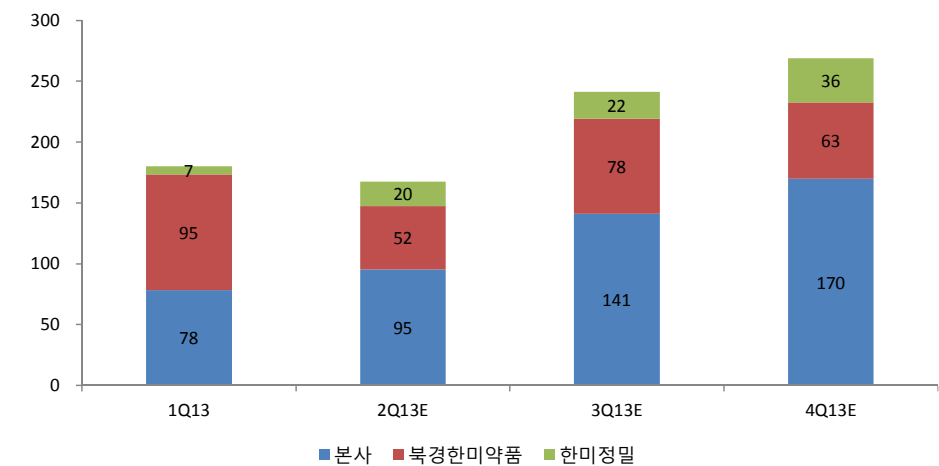
(단위 : 억원)



자료: 한미약품, 키움증권 리서치센터

K-IFRS 연결 기준 분기별 영업이익 전망

(단위 : 억원)



자료: 한미약품, 키움증권 리서치센터

Global B2B사업
금년 하반기부터 본격적
인 프리미엄 받아야
할 시점

동사는 시장성 높은 자체개발 개량신약에 대한 Global B2B를 활발하게 진행하고 금년 하반기부터 매출이 발생, 이에 대한 프리미엄이 본격적으로 반영될 시점이다. 특히 다국적제약사와 복합제에 대한 개량신약 글로벌 B2B가 활발하다. 복합제에 대한 다국적제약사의 수요가 높은 이유는 1) 복합제가 각국 정부의 전세계적인 의료비 절감과 궤를 같이 하고 있고, 2) 다국적제약사 입장에서는 자체 블록버스터 신약의 특허만료에 따른 제네릭 시장 침투를 방어할 수 있기 때문이다. 동사는 2009년 머크사와 자체개발 고혈압복합제 코자엑스큐에 대한 미국외 판권계약을 체결했고, 작년 4월에는 또 다른 다국적제약사인 GSK사와 복합제 개발에 대한 포괄적 제휴를 맺었고, 11월에는 사노피아벤티스사와 항혈전복합제 이베스틴에 대한 국내 판권계약을 맺었다. 현재 또다른 다국적제약사와 크로스마케팅(상호 품목교환 판매) 제휴도 추진중인데 내년부터 본격적으로 가시화될 것으로 보인다.

코자엑스큐 금년말까지
20개국 등록, 2016년
이후 3~4억달러 완제품
신규수출 예상

코자엑스큐는 최근 급성장하는 ARB와 CCB계열 고혈압복합제로 2009년에 머크사와 미국외지역 50개국 글로벌 판권계약을 체결, 작년부터 등록국가를 중심으로 완제품 수출이 일어나고 있는데 현재 동남아, 중동, 중남미지역 12개국 등록이 완료되었으며 금년말까지 20개국 등록이 완료될 것으로 보인다. 코자엑스큐는 머크사의 로살탄(제품명: 코자)과 한미약품의 암로디핀캠실레이트(제품명: 아모디핀)를 합친 약물로 미국을 제외한 글로벌 목표시장은 각각 10억달러에 달한다. 50개국 등록이 완료되는 2016년 이후 피크매출액 3~4억달러에 달할 전망이다.

이베스틴 금년 하반기중
국내 출시, 해외 추가
판권계약 예상

이베스틴은 사노피아벤티스사와 공동 개발, 국내 판권계약을 체결한 항혈전복합제로 금년 11월말에 시판허가를 획득할 것으로 보이며 이머징지역 추가 판권계약이 하반기 가시화될 것으로 보인다. 이베스틴의 구성성분은 사노피사의 이베살탄(제품명: 아프로벨)과 한미약품의 아트로바스타틴(제품명: 뉴바스트)을 합친 약물로 각각의 국내 목표시장은 500억원, 3,000억원에 달하고 글로벌 목표시장은 각각 15억달러, 130억달러에 달한다. 회사측은 미국외지역 추가 해외판권계약이 이루어질 경우 피크매출액 2~3억달러에 달할 것으로 보고 있다.

특허회피 개량신약 에소
메졸(위궤양치료제) 금
년 3분기중 미국 출시,
오리지널 매출액(3조)의
10% 시장침투 목표

아스트라제네카사의 글로벌 블록버스터인 넥시움(항궤양제, 역류성식도염치료제)의 특허회피 개량신약으로 2010년 10월에 미국 FDA에 신약허가를 신청했다. 이후 원개발사인 특허 침해소송으로 허가가 지연되었으나 금년 4월말 FDA로부터 잠정 시판허가를 받았고 5월말에는 아스트라가 패소를 인정했다. 에소메졸은 이달 중에 최종 시판허가를 받을 것으로 보이며 8월 중 미국에서 상용화될 것으로 보인다. 미국 판매파트너는 Amneal Pharmaceutical로 연간 매출액이 8억달러에 달하며 소화기 내과에 특화된 제약업체다. 에소메졸 금년 매출액은 보수적으로 300억원 이상에 달할 것으로 보이는데 이는 파트너사가 소송종료 6개월 전부터 에소메졸에 대한 사전 마케팅 작업을 한데다, 1년 전부터 대형 사보험사와 약물채택협상을 벌여왔기 때문이다. 오리지널 가격대비 30% 이상 저렴한데다 안정성도 우수해 대형 사보험사가 채택할 가능성은 매우 높다. 회사측은 2014년 5월 특허만료되기 전까지 넥시움 미국매출액(3조원 추정)의 10%까지 침투한다는 목표를 갖고 있다

주요 개량신약 및 신약 파이프라인 개발단계와 Global B2B 추진 현황

구 분	신약과제명	적응증	개발단계
바이오 신약	LAPS-Exendin4	당뇨병치료제	미국2상 전기 완료. 기술수출 협상중 (ADA 임상결과 발표)
	LAPS-hGH	인성장호르몬	유럽2상. 기술수출 협상중
	LAPS-GCSF	호중구감소증	미국2상 최근에 진입 (미국 스펙트럼사 기술수출)
	LAPS-INFa	C형간염치료제	유럽2상
	LAPS-EPO	빈혈치료제	미국1상 완료
	LAPS-Insulin	당뇨병치료제	임상1상(ADA 임상결과 발표)
항암신약	오락솔	위암 치료제	국내2상 완료 (미국 카이넥스사 기술수출)
	오라테칸	대장암치료제	국내1상 완료 (미국 카이넥스사 기술수출)
	KX2-391	다중표적항암제	미국/홍콩 1상 진행
	HM781-36B	표적항암제	국내2상(정부개발과제, ASCO 임상결과 발표)
	HM61713	표적항암제	국내1상
개량·복합신약	아모탈탄(코자엑스큐)	순환기용 치료제	다국가 임상 진행 중 (머크사와 글로벌 판권계약)
	에소메졸	항게양제	미국 FDA 4월 29일 허가 획득, 하반기 미국 출시 준비중
	HCP0703	항히스타민제	임상 3상
	HCP0912(이베스틴)	순환기용 치료제	임상 3상완료 (사노피와 국내 판권계약, 금년 하반기 출시)
	HCP1102	호흡기용 치료제	임상 3상
	HCP0613	소화기관 치료제	임상 2상
	HCP1007	순환기용 치료제	임상 1상
	HCP1103	진해거담제	임상 1상
	HCP1104	소염진통제	임상 2상
천연물신약	ALS-L1023	복부비만치료제	임상 3상

자료: 키움증권 리서치센터

북경한미약품은 커버리지 확대, 파이프라인 강화, 산아제한 완화 등으로 인해 초고성장 예상

북경한미약품의 외형성장률 기울기는 작년부터 바뀌고 있다. 2005년부터 2011년까지는 연평균 성장률이 25%로 중국의약품시장성장률(20%)를 5%p 상회하는 수준이었으나 2012년 이후부터는 10%p 상회하는 30%대 성장이 가능할 것으로 보인다. 이는 주력인 마미아이(어린이용 정장제)의 약국마케팅 강화로 30% 이상의 성장이 지속되고, 이탕징, 매창안 등 후속 주력의 매출이 40~50% 급증하는데다, 출시한지 3~4년 밖에 안된 변비약 니똥(락토라제)의 매출이 2배씩 급증하고 있기 때문이다. 마켓커버리지도 대폭 확장되고 있는데 이는 2010년 북경성에서의 입찰성공률 제고(2006년 50% → 2010년 90%)로 규모가 큰 국공립병원 진출이 크게 확대되었기 때문이다. 금년 하반기에는 개량신약인 해열소염진통제 맥시부펜의 출시도 가능, 파이프라인 강화가 예상된다.

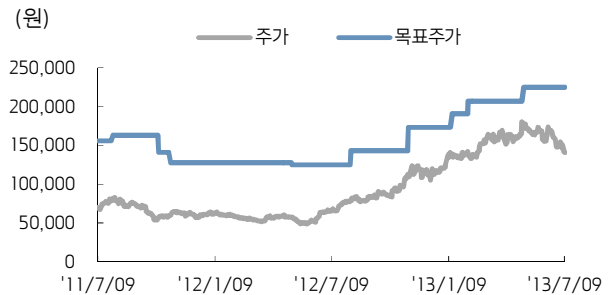
중국 정부의 정책기조 변화에 따른 기회요인도 내년부터 동사의 외형 성장에 기여할 것으로 보인다. 첫번째 기회요인은 중국 정부의 산아제한 완화 움직임이다. 최근 중국 정부가 산동성을 중심으로 산아제한 완화 움직임을 보이고 있는데 상하이성을 비롯한 기타 10여개성도 산동성과 유사한 정책기조를 따라갈 가능성이 높다. 북경한미약품은 소아과약물에 특화되어 있기 때문에 산아제한 완화에 따른 수혜가 예상된다. 두번째 기회요인은 중국 정부의 의료개혁에 따른 중국 제약업체들의 구조조정, 그와 관련한 중국 제약업체 M&A 및 제형 인수제도다. 중국 정부는 한시적 제형 인수제도를 금년 3월부터 도입해 품목허가 기간을 단축시킬 수 있는 방안을 마련했다. 중국의 경우 이론적으로 허가기간은 3년이나 실제로는 6년이 소요되는데 이 제도를 통해 3~4년 허가기간을 단축할 수 있게 되었다.

- 당사는 7월 9일 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.

투자 의견 변동내역(2개월)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
한미약품(128940)	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
	2013/02/08	BUY(Maintain)	207,000원
	2013/05/06	BUY(Maintain)	225,000원
	2013/05/23	BUY(Maintain)	225,000원
	2013/05/27	BUY(Maintain)	225,000원
	2013/06/05	BUY(Maintain)	225,000원
	2013/07/10	BUY(Maintain)	225,000원

목표주가 추이



투자 의견 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