Portfolio에 약이되는 Analyst 김미현입니다.
(02)3770-3547 miriam.kim@tongyang.co.kr

동양증권

한미약품 (128940)

에소메졸에 대한 기대감의 차이

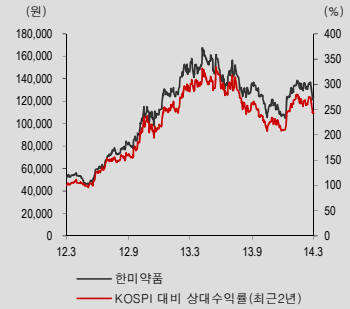
투자의견: BUY (M)
목표주가: 140,000원 (D)

제약/바이오

주가	124,000원
자본금	244억원
시가총액	12,083억원
주당순자산	39,521원
부채비율	98.84%
총발행주식수	9,744,522주
60일 평균 거래대금	56억원
60일 평균 거래량	42,524주
52주 고	167,738원
52주 저	105,069원
외인지분율	9.62%
주요주주 한미사이언스 외 2인	40.02%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(9.2)	9.7	(22.7)
상대	(9.2)	10.9	(22.3)
절대(달러환산)	(9.3)	8.2	(19.6)



자료: Datastream

Why This Report

이번 주 Earnings Model 업데이트, Earnings Preview 및 민원 처리를 한꺼번에 진행하면서 또 한번 체력의 한계를 경험하는 것 같습니다. 그런 와중에 사무실 밖 날씨는 어느덧 너무나 화창해지고 있네요. 항상 날씨 좋은 때 찾아오는 Earnings Preview/Review Season 을 기관투자자 여러분도 가능한 즐거이 보내시기를 기원해 봅니다.^^

Investment Point

수출 및 북경한미, 양호하나 기대보다 낮은 매출 예상

- ▶ K-IFRS 별도 기준 동사의 1분기 매출액은 1,402억원(+7.3% YoY, -5.0% QoQ), 영업이익 98억원(+25.6% YoY, -6.7% QoQ, OPM 7.0%), 순이익 67억원(+9.8% YoY, +59.5% QoQ)으로 Consensus 추정치와 유사할 것으로 보인다.
- ▶ 동사 1분기 내수 매출(1,181억)은 전년대비 5% 성장할 것으로 추정되며, 지난 12월 에소메졸(위궤양 치료제 Nexium 의 개량신약)의 미국 출시 효과로 수출(221억)은 전년대비 21% 성장할 것으로 기대된다. 1분기 에소메졸 미국향 수출은 100억 미만으로 추정되어 시장 기대치와 아직 차이가 있다. 투자자들은 미국에서 올해 5월말 이후 다른 Nexium 제네릭이 출시되기 전까지 에소메졸 미국 수출이 300~500억원에 달할 것으로 기대하고 있다(9 페이지 참조).
- ▶ 한편 주요 자회사인 북경한미 1분기 매출(465억원)은 전년대비 10% 성장할 것으로 추정되는데, 1분기에 춘절 영향으로 매출이 부진한 경우도 있기 때문이다. 그러나 이번 1분기에도 북경한미 수익성은 과거와 같이 높을 것으로 예상된다(1Q13 OPM 22% VS. 2013 OPM 16%).

투자의견 BUY, 목표주가 140,000원으로 소폭 하향

- **1Q14 내수 매출 5%, 수출 21%, 북경한미 10% 성장 예상**
- **에소메졸 수출 및 북경한미 실적에 대한 기대치 감소, R&D 비용 증가 고려**

Forecasts and valuations (K-IFRS 개별) (단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F
매출액	5,125	5,438	5,628	6,202	6,481
매출액증가율	74.1	6.1	3.5	10.2	4.5
영업이익	17	212	345	447	493
영업이익률	0.3	3.9	6.1	7.2	7.6
지배주주귀속 순이익	-81	70	260	337	377
지배주주 귀속 EPS	-1,083	892	3,136	3,494	3,869
증가율	-65.5	-182.4	251.6	11.4	10.7
PER	-70.4	87.6	46.4	35.5	32.0
PBR	1.9	2.0	3.5	3.1	2.8
EV/EBITDA	29.8	18.7	26.3	22.1	19.7
ROA	-1.2	1.0	3.7	4.5	4.8
ROE	-2.6	2.3	7.9	9.3	9.3

주: 영업이익=매출총이익-판관비 / 자료: 동양증권

■ 수출 및 북경한미, 양호하나 기대보다 낮은 매출 예상

K-IFRS 개별 기준 동사의 1분기 매출액은 1,402억원(+7.3% YoY, -5.0% QoQ), 영업이익 98억원(+25.6% YoY, -6.7% QoQ, OPM 7.0%), 순이익 67억원(+9.8% YoY, +59.5% QoQ)으로 Consensus 추정치와 유사할 것으로 보인다.

동사 1분기 내수 매출(1,181억)은 전년대비 5% 성장할 것으로 추정되며, 지난 12월 에소메졸(위궤양 치료제 Nexium 의 개량신약)의 미국 출시 효과로 수출(221억)은 전년대비 21% 성장할 것으로 기대된다. 1분기 에소메졸 미국향 수출은 100억 미만으로 추정되어 시장 기대치와 아직 차이가 있다. 투자자들은 미국에서 올해 5월말 이후 다른 Nexium 제네릭이 출시되기 전까지 에소메졸 미국 수출이 300~500억원에 달할 것으로 기대하고 있다(9 페이지 참조).

한편 주요 자회사인 북경한미 1분기 매출(465억원)은 전년대비 10% 성장할 것으로 추정되는데, 1분기에 춘절 영향으로 매출이 부진한 경우도 있기 때문이다. 그러나 이번 1분기에도 북경한미 수익성은 과거와 같이 높을 것으로 예상된다(1Q13 OPM 22% VS. 2013 OPM 16%).

한미약품 1 분기 경영실적 전망 (K-IFRS 개별) (단위: 억원)

	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14F	YoY	QoQ	1Q14F (Consensus)	2013	2014F (Consensus)
매출액	1,307	1,417	1,428	1,476	1,402	7.3%	-5.0%	1,480	5,628	6,300
매출원가	681	704	695	686					2,766	
COGS%	52.1%	49.7%	48.7%	46.5%					49.1%	
매출총이익	626	713	733	790					2,861	
판관비	547	637	647	685					2,516	
SG&A%	41.9%	45.0%	45.3%	46.4%					44.7%	
* R&D 비용	197	227	258	318					1,000	
R&D%	15.1%	16.0%	18.1%	21.5%					17.8%	
R&D 비용(원가 반영분)	34	33	32	80					179	
R&D 비용(판관비 반영분)	163	194	226	238					821	
판관비 반영 비중	82.6%	85.6%	87.6%	74.8%					82.1%	
영업이익	78	76	87	105	98	25.6%	-6.7%	104	345	459
OPM%	6.0%	5.4%	6.1%	7.1%	7.0%			7.0%	6.1%	7.3%
기타손익	-18	-18	17	-59	-27	NA	NA	-21	-77	-100
세전계속사업이익	60	58	104	46	71	18.3%	54.3%	83	268	359
법인세비용	-1	0	5	4	4	NA	0.0%	7	8	32
Tax Rate%	-1.7%	0.0%	4.8%	8.7%	5.6%			8.4%	3.0%	8.9%
당기순이익	61	58	99	42	67	9.8%	59.5%	76	260	327
NPM%	4.7%	4.1%	6.9%	2.8%	4.8%			5.1%	4.6%	5.2%

주: 동사는 판관비 중 R&D 비용을 경상개발비로 따로 분류하여 보고하고 있음. 경쟁사와 비교를 위하여 R&D 비용을 판관비에 포함하여 자료를 작성하였음.
자료: FnGuide, 동양증권 리서치센터

한미약품 제품군별 매출 (단위: 억원)

	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	**4Q13**	YoY	QoQ	2012	**2013**	YoY
총매출	1,388	1,307	1,417	1,428	**1,476**	6.3%	3.4%	5,438	**5,628**	3.5%
내수	1,205	1,125	1,179	1,243	**1,325**	10.0%	6.6%	4,718	**4,870**	3.2%
전문의약품 (ETC)	1,114	1,052	1,080	1,148	**1,220**	9.5%	6.3%	4,364	**4,500**	3.1%
일반의약품 (OTC)	91	73	99	95	**105**	15.4%	10.5%	354	**370**	4.5%
수출	183	182	238	185	**152**	-16.9%	-17.8%	720	**757**	5.1%
완제의약품	25	15	31	13	**16**	-36.0%	23.1%	86	**75**	-12.8%
Amosartan	4	3	15	13	**10**	150.0%	-23.1%	50	**41**	-18.0%
기타 완제의약품	21	12	16	0	**6**	-71.4%	NA	36	**34**	-5.6%
원료의약품	158	167	207	172	**136**	-13.9%	-20.9%	634	**682**	7.6%

자료: 동양증권 리서치센터

한미약품 자회사 경영실적

한미정밀화학	2011	2012	**2013**	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	**4Q13**
Sales (KRW mn)	80,943	81,156	**86,000**	19,658	20,371	21,287	19,840	19,948	24,852	24,407	**16,793**
yoy%	−17%	0%	**6%**	−5%	9%	18%	−15%	1%	22%	15%	**−15%**
OP	3,767	6,108	**−40**	35	2,028	5,085	−1,040	690	943	319	**−1,992**
yoy%	−48%	62%	**NA**	−91%	흑전	흑전	적전	1871%	−54%	−94%	**92%**
opm%	5%	8%	**NA**	0%	10%	24%	−5%	3%	4%	1%	**−12%**
NP	471	4,819	**1,000**	225	1,271	4,065	−742	764	630	561	**−955**
yoy%	−90%	923%	**−79%**	−31%	흑전	흑전	적전	240%	−50%	−86%	**29%**
npm%	1%	6%	**1%**	1%	6%	19%	−4%	4%	3%	2%	**−6%**
북경한미유한공사	**2011**	**2012**	**2013**	**1Q12**	**2Q12**	**3Q12**	**4Q12**	**1Q13**	**2Q13**	**3Q13**	**4Q13**
Sales (RMB mn)	577	773	**959**	183	176	207	207	243	210	239	**267**
yoy%	22%	34%	**24%**	38%	37%	38%	24%	32%	19%	16%	**29%**
OP	94	114	**152**	39	19	30	26	53	15	37	**48**
yoy%	8%	21%	**34%**	23%	6%	−21%	272%	36%	−20%	20%	**84%**
opm%	16%	15%	**15%**	21%	11%	15%	13%	22%	7%	15%	**18%**
NP	77	93	**128**	32	16	25	20	45	13	31	**40**
yoy%	10%	21%	**38%**	22%	10%	−22%	426%	38%	−18%	24%	**101%**
npm%	13%	12.0%	**13.4%**	18%	9%	12%	10%	18%	6%	13%	**15%**
* KRW/RMB	171.5	178.6	**178.3**	179.3	182.0	178.6	175.2	174.2	183.0	181.5	**178.0**
yoy%	0%	4%	**0%**	5%	9%	6%	−3%	−3%	1%	2%	**2%**
Sales (KRW mn)	99,026	138,082	**171,000**	32,845	32,040	36,914	36,283	42,269	38,424	43,414	**46,893**
yoy%	23%	39%	**24%**	46%	50%	46%	21%	29%	20%	18%	**29%**
OP	16,205	20,360	**27,000**	6,963	3,411	5,417	4,572	9,205	2,885	6,624	**8,286**
yoy%	9%	26%	**33%**	29%	16%	−16%	265%	32%	−15%	22%	**81%**
opm%	16%	15%	**16%**	21%	11%	15%	13%	22%	8%	15%	**18%**
NP	13,154	16,657	**23,000**	5,799	2,865	4,480	3,513	7,766	2,446	5,651	**7,137**
yoy%	10%	27%	**38%**	28%	23%	−17%	306%	34%	−15%	26%	**103%**
npm%	13%	12%	**13%**	18%	9%	12%	10%	18%	6%	13%	**15%**

주: 위엔화 환율은 고시 환율이 아닌 한미약품 자체 적용 환율임. / 한미정밀화학 지분율 63.00%, 북경한미 지분율 73.68%
자료: 동양증권 리서치센터

■ Valuation

동사의 에소메졸 수출 및 북경한미 실적에 대한 기대치 감소, R&D 비용 증가(2012 매출 대비 15%, 2013 18%)를 고려하여 동사에 대한 실적 전망 및 목표주가를 아래와 같이 하향한다. 즉 동사에 대해 투자의견은 매수(BUY)를 유지하고 목표주가는 150,000원에서 140,000원(2014년 EPS x Target PER 25배 적용)으로 소폭 하향한다. Target PER 은 상위 제약사(유한양행, 녹십자, 동아에스티) 평균 PER 22배에 북경한미 등의 가치를 고려하여 15% Premium 을 적용하여 산정하였다.

한미약품 실적추정 & Valuation (단위: 억원)

	신규 추정			기존 추정			Change %		
	2013F	2014F	2015F	2013F	2014F	2015F	2013F	2014F	2015F
매출	5,628	6,202	6,481	5,748	6,202	6,524	-2.1%	0.0%	-0.7%
영업이익	345	447	493	362	496	587	-4.7%	-9.9%	-16.0%
OPM%	6.1%	7.2%	7.6%	6.3%	8.0%	9.0%			
세전계속사업이익	268	354	405	252	393	495	6.3%	-9.9%	-18.2%
순이익	260	337	377	240	365	450	8.3%	-7.7%	-16.2%
지분법이익	176	220	251	192	224	253	-8.3%	-1.8%	-0.8%
연결기준 순이익	436	557	628	432	589	703	0.9%	-5.4%	-10.7%
연결기준 EPS	4,474	5,716	6,445	5,217	7,113	8,489	-14.2%	-19.6%	-24.1%
전일 종가	124,000	124,000	124,000						
PER (연결기준)	28	22	19						
Target PER		25	25						
Target Price		**142,901**							
Upside		15.2%							

자료: 동양증권 리서치센터

[참조 : 에소메졸, 국내 최초 미국 개량신약(IMD) 허가 (2013.8.7 자료 발췌 및 업데이트)]

동사의 에소메졸(esomeprazole strontium, 역류성 식도염 치료제)은 다국적 제약사 AstraZeneca 의 블록버스터 의약품 Nexium(esomeprazole magnesium)의 염을 변경한 개량신약으로, 지난 8월 6일 개량신약으로는 국내 최초로 미국 FDA 로부터 허가받아 지난 12월 미국에서 출시되었다.

한미약품은 2010년 10월 미국 FDA 에 에소메절 판매 허가를 신청하였고, Nexium 의 원개발사인 AstraZeneca 는 2012년 2월 개량신약의 출시를 저지하기 위해 한미약품을 상대로 특허침해 소송을 제기했다. 미국 FDA 는 양사간 특허소송이 종료된다는 것을 전제로 에소메졸에 대해 지난 4월 29일 잠정 시판허가(Tentative Approval)하였으며, 양사간 특허소송은 지난 6월초 미국 뉴저지 지방법원에서 화해조서(Consent Judgement)에 의한 합의로 마무리되었다. 즉 AstraZeneca 의 Nexium 관련 특허가 유효하지만, 한미약품이 개발한 에소메졸은 AstraZeneca 의 특허를 침해하지 않았다는 점에 합의한 것이다.

참고로 Nexium 관련 미국지역 특허는 2014년부터 2019년 사이 만료되는데, 한미약품에 앞서 글로벌 제네릭 제약사인 Ranbaxy 도 Nexium 에 대한 제네릭 허가를 신청하여 AstraZeneca 와 특허 소송을 진행하였고, 2008년 AstraZeneca 는 Ranbaxy 에 2014년 5월 27일부터 Nexium 제네릭 의약품을 출시할 수 있는 권한(license)을 부여하기로 합의하였다. Ranbaxy 는 해당 제네릭 의약품에 대해 Paragraph IV Certification 을 받았기 때문에, 180일의 독점 판매기간을 부여받았다. 따라서 Ranbaxy 가 Nexium 퍼스트 제네릭을 제때 출시할 경우 2014년 11월말이 되어서야 Nexium 에 대한 추가적인 제네릭 의약품 출시가 가능하며, 그 전까지 한미약품의 에소메졸(2013년 9월 이후 출시 예상)과 Ranbaxy 의 Nexium 제네릭(2014년 5월말 출시 예상), 총 2개 제네릭만이 미국 시장에서 판매될 예정이다.

■ 개량신약의 정의 및 미국의 특허관련 규정

국내 및 미국에서 의약품 허가는 크게 신약, 개량신약 및 제네릭의 3가지 형태로 분류된다. 이중 개량신약(IMD, Incrementally Modified Drug)은 '기존 약물의 구조나 제제, 용도 등을 약간 변형시켜서 얻어지는 약물' 을 통칭한다. 구조를 변형시켜 얻어지는 개량신약은 신규염, 용매화물, 이성체, Prodrug 등이 대표적인 예이다. 이러한 개량신약은 신약보다는 적지만 제네릭 보다는 많은 전임상 또는 임상자료를 제출해야 되기 때문에 국내에서는 소위 '자료제출 의약품' 으로 분류되고 있으며, 미국의 경우에는 신약[NDA, 505(b)(1)], 제네릭[ANDA, 505(j)] 등과 차별화 하여 Paper NDA[505(b)(2)]로 구분하여 허가 절차를 진행하고 있다. 즉 신약과는 달리 일부 자료는 기존에 발표된 자료를 인용하여 허가 절차를 진행할 수 있기 때문에 Paper NDA 라고 부른다. 이렇듯 개량신약은 신약도 아니고, 제네릭도 아닌 '신약과 제네릭의 중간에 있는 새로운 영역' 으로 정의할 수 있다.

* NDA, New Drug Application, 신약 허가 신청
* ANDA, Abbreviated New Drug Application, 약식 신약 허가 신청

한국 및 미국의 의약품 허가 신청 형태

국내 분류	미국 분류	의약품 허가 신청 형태
신약 [신물질 신약]	NME, New Medical Entity [NDA, 505(b)(1)]	약물의 안전성이나 유효성에 대한 모든 연구 결과를 포함
개량신약 [자료제출 의약품]	IMD, Incrementally Modified Drug [ANDA or Paper NDA, 505(b)(2)]	약물의 안전성이나 유효성 자료 중의 하나 이상을 직접 수행하지 않고 인용
제네릭 [생동성 의약품]	Generic [ANDA, 505(j)]	허가받고자 하는 의약품이 원료의약품, 제형, 용량, 투여경로, 라벨링, 품질, 성능 및 용도가 기허가된 신청과 동등한 경우

자료: 동양증권 리서치센터

한편 미국에서 제네의약품의 허가 시기는 오리지널 의약품의 특허 보호에 따라 달라지는데, 오리지널 의약품의 특허 상태에 따라 다음의 네 가지 형태로 구분하여 신청하여야 한다.

- Paragraph I Certification : 특허에 관해 요구되는 특별한 정보가 없을 경우
- Paragraph II Certification : 특허가 만료된 경우
- Paragraph III Certification : 특허 만료 후 제네릭 의약품이 허가되는 조건으로 신청하는 경우
- Paragraph IV Certification : 특허가 유효하지 않거나, 제네릭 의약품에 의해 침해되지 않음을 증명하고 허가 받는 경우. First Filer(퍼스트 제네릭 소유자)에게 180일의 독점 판매기간 부여.

Paragraph I, II 에 의해 신청하는 경우 ANDA 는 다른 사항들이 수용되면 즉시 허가가 가능하다. Paragraph III 에 의해 신청하는 경우 ANDA 는 해당 의약품의 특허 만료일에 허가 가능하다. Paragraph I~III 모두 1개 이상의 제네릭 의약품을 동시에 승인할 수 있으며, 첫번째 제네릭 의약품(First Filer)에 대한 180일 독점권은 부여되지 않는다.

Paragraph IV 에 의해 신청하는 경우 해당 오리지널 의약품의 소유주(제약사)가 특허 관련 통지를 받은 후 45일 이내 특허 침해 소송을 제기하는가에 따라 ANDA 심사는 다음의 두 가지 경우로 나누어 진행된다.

첫째, 소송이 없을 경우 FDA 가 ANDA 를 허가하면 First Filer(퍼스트 제네릭 허가권 소유자)에게 180일 동안의 독점 판매기간도 같이 부여된다.

둘째, 특허 침해 소송이 제기되면 30개월간 FDA 허가가 보류되는데, 소송에서 특허권자에게 유리한 결정이 내려지면 ANDA 허가가 특허만료 시점까지 유보되고, 소송에서 ANDA 신청자에 유리한 결정이 내려지면 FDA 는 ANDA 를 허가하고 First Filer 에게 180일간의 독점 판매기간을 부여한다.

결론적으로 경쟁이 치열한 미국 제네릭 시장에 신규 진입자가 성공적으로 진출하기 위해서는 개량신약(IMD) 개발 또는 특허 도전(Paragraph IV)을 통해 First Generic 을 출시하여 180일의 시장 독점권을 확보하는 것이 바람직한 전략임을 알 수 있다.

■ 미국 의약품 유통체계 분석

아마도 투자자의 가장 중요한 질문은 '과연 에소메졸이 미국 시장에서 얼마의 매출을 올릴 수 있을 것인가' 라고 생각한다. 이를 예상하기 위해서는 우선 미국 의약품 유통 체계를 간략히 살펴볼 필요가 있다.

미국의 의료보험 제도는 공보험인 Medicare(65세 이상 고령자 및 장애인 대상)와 Medicaid(저소득층 및 장애인 대상), 그리고 사보험으로 운영되고 있다. 한편 Obamacare로 불리는 미국의 의료보험 개혁법은 향후 10년간 9,400억 달러를 투입, 무보험자중 3,200만명에게 의료보험 혜택을 주는 것으로, 2015년부터 본격 시행 예정이다.

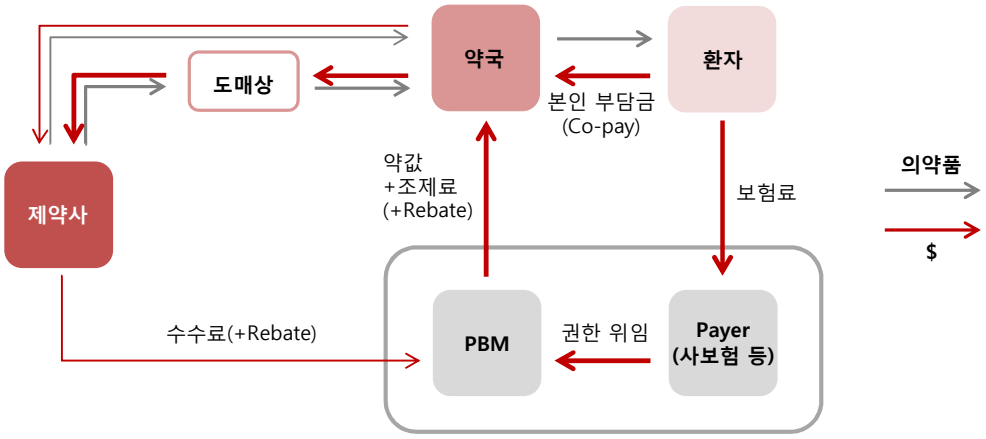
미국의 환자별 가입가능 의료보험

	Age	Income level	Employment	Health status	Payer
1	0~64세	Average to high	Employed	Average	**Private**
2	–	Low	Employed/Unemployed	Average	Medicaid
3	–	–	–	Disabled	**Medicare**
4	65세 이상	–	Unemployed	Average	**Medicare**
5	–	–	Employed	Average	**Medicare / Private**

자료: 동양증권 리서치센터

한편 보험사에서는 PBM(Pharmacy Benefit Manager)에 권한을 위임하여 의료보험 중 처방약 혜택만 따로 관리하도록 하고 있으며, PBM은 보험단체별 의약품 목록(Formulary) 선별 등을 통해 약품비 절감에 노력한다.

미국의 의약품 유통 구조



자료: 동양증권 리서치센터

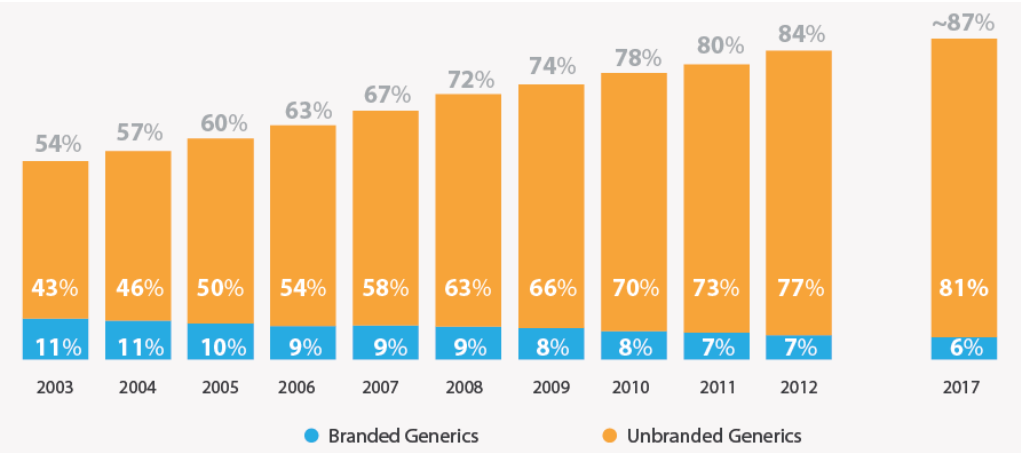
미국의 주요 PBM 및 회원 규모 (단위: 백만명)

순위	Pharmacy Benefit Manager	회원수
1	CVS Caremark	82
2	Medco Health Solution	71
3	Express Scripts, Inc.	51
4	Wellpoint Pharmacy Management	36
5	MedImpact	21
6	Prime Therapeutics	13

자료: 동양증권 리서치센터

주요 국가 중 제네릭 의약품 처방이 가장 빈번한 미국의 경우 제네릭 의약품의 시장 점유율이 꾸준히 증가(2012년 처방량 기준 84%, 금액 기준 28%)하고 있는데, IMS Health는 지난 10년간 미국 제네릭 의약품 처방 증가의 30%는 Patent Cliff(블록버스터 의약품의 특허만료로 인한 제네릭 의약품의 출시) 때문이라고 분석하였다. 유통측면에서 보면 PBM을 활용한 의료보험사의 약품비 절감 노력과 환자의 본인 부담금(Co-pay) 감소 및 제네릭 처방시 약국에 제공되는 Rebate 등으로 인하여 미국에서 제네릭 의약품의 시장 점유율이 꾸준히 증가하는 것으로 보인다. 미국에서 환자들의 본인 부담금(Co-pay)는 오리지널 의약품의 경우 처방당 평균 $20~30, 제네릭 의약품의 경우 평균 $10 수준으로 알려져 있다. PBM은 제네릭 처방 확대를 위하여 의사 및 가입자들에게 권고문 전달, 처방집(Formulary) 조정 등의 방법을 활용하는데, Medco는 2007년 Ambien의 퍼스트 제네릭이 출시되자 30일 이내 오리지널 의약품의 처방을 87%나 대체하기도 하였다. 한편 180일 판매독점권을 가진 제네릭 의약품은 오리지널 의약품 대비 10~20% 낮은 가격에 출시되기도 하지만, 일단 여러 개의 제네릭 의약품이 출시되면 가격 하락은 상당히 심화된다.

미국 의약품 시장에서 제네릭 의약품 Market Share (처방량 기준)



자료: IMS, 동양증권 리서치센터

■ 에소메졸 미국 매출 전망

동사의 에소메졸 미국 지역 Marketing Partner 인 Amneal Pharmaceutical 은 연매출 약 3억불, 임직원수 1,000여명, 미국 지역 7위(처방량 기준, IMS) 제네릭 제약사이다. 미국 지역에 제조공장을 보유하고 있지만, 원가경쟁력도 뛰어나 Walgreen 및 Walmart 등 대형 유통업체에도 의약품을 납품하고 있다.

Nexium의 글로벌 매출은 USD 3.9bn(2013)이며, 이중 특허가 아직 유효한 미국지역의 매출이 USD 2.1bn에 달하고 있다. 한미약품의 에소메졸은 미국지역에서 2014년 5월 27일 Ranbaxy가 제네릭을 출시하기 전에 시장점유율 10% 이상 달성할 가능성이 있으며, 이후에도 2014년 11월말 이후 제네릭이 출시되기 전까지 어느 정도 시장 점유율을 유지할 수 있을 것으로 보인다:

참고로 2014년 5월 글로벌 제네릭 전문 기업인 Ranbaxy 가 미국에서 Nexium 퍼스트 제네릭을 출시할 예정이며, 그 전까지 에소메졸이 미국에서 유일한 Nexium 제네릭 제품이 될 것으로 보인다. 최근 미국 FDA 가 Ranbaxy 인도공장 중 미국에 의약품, 원료의약품 및 중간체를 수출하고 있는 공장 4개에 대해 모두 수입금지 조치를 내림에 따라(FDA 허가된 Ranbaxy 인도공장은 5개), Ranbaxy 의 제품 출시가 늦어지면 에소메졸 미국 판매가 보다 수월해질 수도 있다. Ranbaxy 는 중요도가 높은 Nexium 퍼스트 제네릭을 미국공장에서 제조할 수도 있는데, 최소 6개월이 소요되는 제조시설 변경 작업을 진행하고 있는지는 알려져 있지 않다. 참고로 미국공장은 이미 풀가동 상태로, Nexium 과 같은 주요 품목만 미국으로 생산을 이전할 가능성이 있다.

• 에소메졸 2014년 미국 매출 1,000억원(한미약품 에소메졸 미국 수출 500억원) 추정

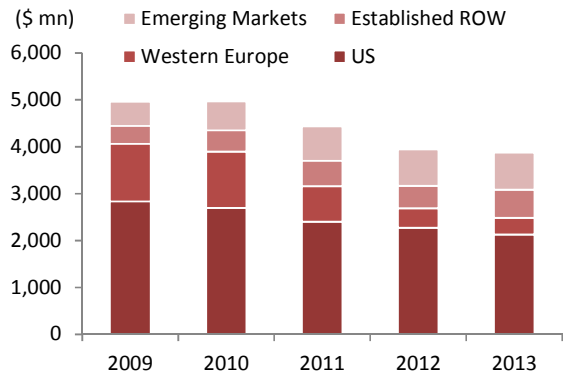
= Nexium 월매출(USD 2.3bn/12개월) x Market Share 10% x 가격할인 50% x 11개월

= USD 105mn

동사의 에소메졸 미국 수출 가격은 미국 판매가격의 약 절반으로 추정되며, 에소메졸의 수익성은 일반적인 제네릭 의약품보다 높을 것으로 기대된다. 미국 제약업계에서는 신약 개발사의 매출총이익률을 약 80%, 일반 제네릭 제약사의 매출총이익률은 약 40%, 개량신약 등에 집중하는 Specialty 제약사의 매출총이익률을 약 60%로 추정하고 있기 때문이다.

물론 동사가 미국 시장에 처음 진출하기 때문에 에소메졸의 상업적 가능성을 최대한 실현할 수 있을지 미지수인데, 투자자들은 올해 에소메졸 미국향 수출이 300~500억에 달할 가능성이 있다고 기대하고 있다.

Nexium 지역별 매출 추이



자료: 동양증권 리서치센터

AstraZeneca 매출 추이

자료: 동양증권 리서치센터

한미약품 (128940) 추정재무제표 (K-IFRS 개별)

손익계산서

(단위: 억원)

결산(12월)	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F
매출액	**5,125**	**5,438**	**5,628**	**6,202**	**6,481**
매출원가	2,591	2,616	2,766	3,057	3,227
매출총이익	2,534	2,821	2,861	3,144	3,253
판관비	2,517	2,610	2,516	2,698	2,761
영업이익	**17**	**212**	**345**	**447**	**493**
EBITDA	274	448	529	629	697
영업외손익	-135	-155	-77	-92	-87
외환관련손익	12	-16	-13	-1	-1
이자손익	-146	-144	-118	-117	-112
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-1	4	54	26	26
법인세비용차감전순손익	-118	57	268	354	405
법인세비용	-37	-14	8	18	28
계속사업순손익	-81	70	260	337	377
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-81	70	260	337	377
지배지분순이익	**-81**	**70**	**260**	**337**	**377**
포괄순이익	-175	139	292	369	409
지배지분포괄이익	-175	139	292	369	409

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표

(단위: 억원)

결산(12월)	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F
유동자산	**2,782**	**3,137**	**3,252**	**3,556**	**3,871**
현금및현금성자산	159	477	650	706	901
매출채권 및 기타채권	1,749	1,659	1,763	1,942	2,029
재고자산	774	786	670	739	772
비유동자산	3,838	3,855	3,940	4,077	4,192
유형자산	1,842	1,722	1,730	1,867	1,982
관계기업등 지분관련자산	548	548	548	548	548
기타투자자산	557	703	782	782	782
자산총계	**6,621**	**6,992**	**7,192**	**7,633**	**8,064**
유동부채	1,815	2,528	1,992	2,028	2,049
매입채무 및 기타채무	690	669	751	788	809
단기차입금	831	702	957	957	957
유동성장기부채	150	999	200	200	200
비유동부채	1,798	1,319	1,767	1,767	1,767
장기차입금	800	300	100	100	100
사채	797	797	1,394	1,394	1,394
부채총계	**3,613**	**3,847**	**3,758**	**3,794**	**3,816**
지배지분	3,007	3,145	3,433	3,839	4,248
자본금	188	197	207	244	244
자본잉여금	3,128	3,119	3,109	3,109	3,109
이익잉여금	-310	-239	-1	336	713
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	**3,007**	**3,145**	**3,433**	**3,839**	**4,248**
순차입금	**2,447**	**2,235**	**1,898**	**1,842**	**1,646**
총차입금	2,681	2,898	2,651	2,651	2,651

현금흐름표

(단위: 억원)

결산(12월)	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	**400**	**407**	**561**	**394**	**568**
당기순이익	-81	70	260	337	377
감가상각비	219	199	165	163	185
외환손익	-1	8	12	1	1
종속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	107	4	16	-206	-94
기타현금흐름	157	125	108	99	99
투자활동 현금흐름	**-200**	**-298**	**-125**	**-319**	**-319**
투자자산	-19	1	6	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-111	-81	-160	-300	-300
유형자산 감소	8	2	37	0	0
기타현금흐름	-79	-220	-8	-19	-19
재무활동 현금흐름	**-172**	**216**	**-250**	**37**	**0**
단기차입금	-287	-130	256	0	0
사채 및 장기차입금	121	347	-403	0	0
자본	0	0	0	37	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-5	-2	-103	0	0
연결범위변동 등 기타	1	1	1	-75	-54
현금의 증감	**29**	**325**	**186**	**36**	**195**
기초 현금	130	159	484	670	706
기말 현금	159	484	670	706	901
NOPLAT	**17**	**264**	**345**	**447**	**493**
FCF	**264**	**422**	**376**	**100**	**268**

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

결산(12월)	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F
EPS	-1,083	892	3,136	3,494	3,869
BPS	40,126	39,986	41,609	39,521	43,721
EBITDAPS	3,642	5,674	6,391	6,525	7,150
SPS	68,223	68,946	67,957	64,362	66,506
DPS	0	0	0	0	0
PER	**-70.4**	**87.6**	**46.4**	**35.5**	**32.0**
PBR	**1.9**	**2.0**	**3.5**	**3.1**	**2.8**
EV/EBITDA	**29.8**	**18.7**	**26.3**	**22.1**	**19.7**
PSR	**1.1**	**1.1**	**2.1**	**1.9**	**1.9**

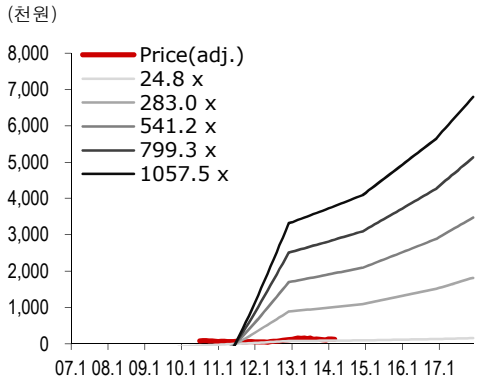
재무비율

(단위: 배, %)

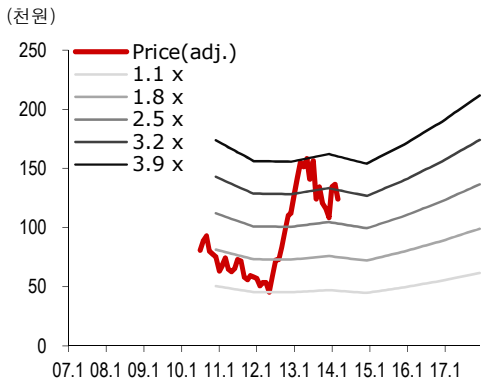
결산(12월)	2011A	2012A	2013A	2014F	2015F
매출액 증가율 (%)	**74.1**	**6.1**	**3.5**	**10.2**	**4.5**
영업이익 증가율 (%)	**-107.7**	**1,136.7**	**63.0**	**29.4**	**10.3**
지배순이익 증가율 (%)	**-63.0**	**-186.5**	**269.2**	**29.7**	**12.0**
매출총이익률 (%)	49.5	51.9	50.8	50.7	50.2
영업이익률 (%)	**0.3**	**3.9**	**6.1**	**7.2**	**7.6**
지배순이익률 (%)	-1.6	1.3	4.6	5.4	5.8
EBITDA 마진 (%)	5.3	8.2	9.4	10.1	10.8
ROIC	0.3	6.1	8.0	9.8	9.9
ROA	-1.2	1.0	3.7	4.5	4.8
ROE	**-2.6**	**2.3**	**7.9**	**9.3**	**9.3**
부채비율 (%)	120.2	122.3	109.5	98.8	89.8
순차입금/자기자본 (%)	81.4	71.1	55.3	48.0	38.8
영업이익/금융비용 (배)	0.1	1.3	2.5	3.3	3.6

자료: 동양증권
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함
4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

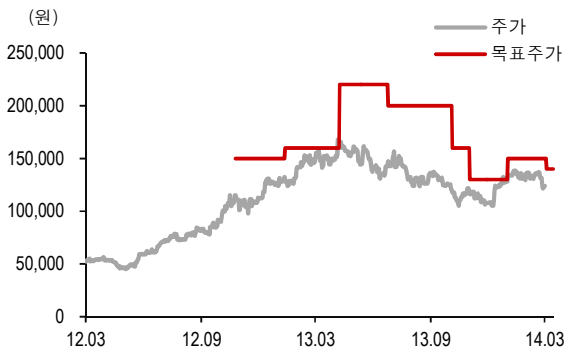
PER Band chart



PBR Band chart



한미약품 (128940) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2014-03-31	BUY	140,000
2014-03-18	BUY	150,000
2014-02-18	BUY	150,000
2014-01-28	BUY	150,000
2014-01-16	BUY	130,000
2013-12-24	BUY	130,000
2013-12-17	BUY	130,000
2013-11-29	BUY	130,000
2013-11-20	BUY	160,000
2013-11-01	BUY	160,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 김미현)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy : 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.