



# 한미약품

128940 기업아슈 | 제약

BUY

2014. 07. 31

목표주가(하향예정)	127,000원
현재주가(07/30)	92,400원
Up/Downside	+37.4%
투자의견(유지)	Buy

Analyst  
정보라  
02 369 3314  
bora@dongbuhappy.com

## 2Q Review: 미래를 담보로 한 비용 부담이 너무 크다

### News

**2Q 실적, 시장 기대치 큰 폭으로 하회:** 한미약품의 2분기 실적은 매출액 1,863억원 (+3.7%YoY), 영업이익 84억원 (-26.4%YoY)로 시장 기대치를 큰 폭으로 하회하였다. 실적이 부진했던 이유는 별도 기준 본사 매출이 1.5%YoY로 당초 예상치인 7~8%에 못 미쳤고, 북경한미 역시 환율 영향으로 매출은 원화기준 -0.8%YoY, 영업이익은 -17.1%YoY 감소하였다. 매출은 부진한 반면 원가율은 전년 동기 대비 2.0pp 상승하였고, 연구개발비는 4.1%p나 증가하였다. 기대하고 있던 수출도 -14.2%YoY로 감소하여 에소메졸과 아모잘탄 원제품 수출이 모두 부진한 상황이다.

### Comment

**R&D 비용 부담이 지나치게 커졌다:** 랩스커버리(지속형 바이오의약품을 위한 플랫폼 기술)의 글로벌 임상을 위한 임상 비용 부담이 계속 커지고 있다. 11년 10~11% 수준이던 매출 대비 R&D 비용은 13년 13%까지 증가하였고, 이번 2분기에는 16.6%를 기록하였다. 신약과 글로벌형 의약품을 만들기 위한 선투자비용으로 제약회사로는 감수해야 하는 부분이지만 이로 인해 당분간 이익증가는 기대하기 어렵다는 판단이다. 특히 LAPs Exd4의 미국임상을 포함하여 해외임상 비용은 하반기 더 늘어날 것으로 예상되기 때문에 올해와 내년 상반기 실적은 하향조정 되어야 할 것으로 추정된다.

**북경한미도 회복 아직 멀었다:** 북경한미도 어려운 상황이다. 중국 정부의 시장 규제 강도가 악해지지 않고 있어 성장을 전망도 낮춰지고 있으며, 북경한미도 올해 13% 내외 성장에 그칠 전망이다. 반면 광고비와 인건비 증가로 영업이익률은 6%까지 하락하였다.

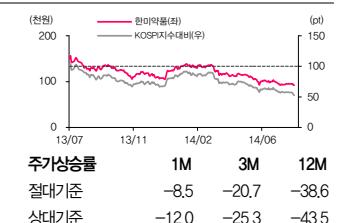
### Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 억원 원 배 %)

FYE Dec	2012	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	6,740	7,301	8,064	8,934	9,588
(증가율)	11.2	8.3	10.5	10.8	7.3
영업이익	481	619	712	877	1,005
(증가율)	126.9	28.7	15.0	23.2	14.6
지배주주순이익	226	439	507	626	728
EPS	2,539	4,927	5,261	6,499	7,552
PER (H/L)	46.1/17.7	34.3/21.1	17.6	14.2	12.2
PBR (H/L)	2.9/1.1	3.7/2.3	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA (H/L)	15.8/8.2	19.3/12.9	10.8	9.1	7.8
영업이익률	7.1	8.5	8.8	9.8	10.5
ROE	6.5	11.4	11.6	12.6	12.9

### Stock Data

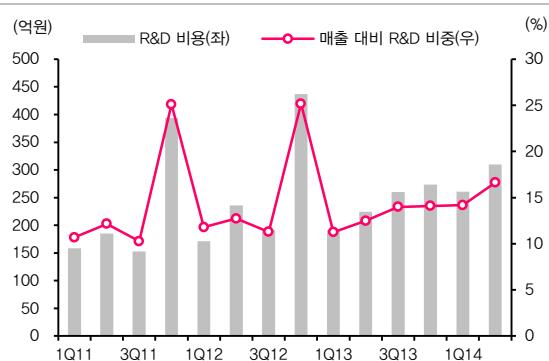
52주 최저/최고	92,200/156,555원
KOSDAQ / KOSPI	542/2,083pt
시가총액	9,004억원
60일-평균거래량	42,685
외국인지분율	7.8%
60일-외국인지분율변동주이	-1.8%
주요주주	한미사이언스 외 2인 40.6%



### ▣ Action

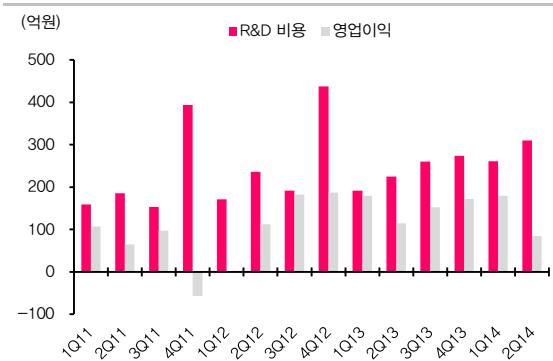
**실적 하향 조정 불가피, 목표주가 하향 예정:** 별도 기준 매출성장률도 1.7%YoY에 그쳤으며, 연구개발비 부담으로 하반기 실적도 당초 예상을 하회할 것으로 추정된다. 또한 완제품 수출도 아직 명확한 해결전략이 보이지 않아 성과가 나타나기까지 좀 더 지켜보아야 할 것으로 판단된다. 연간 1,200억원에 달하는 연구개발비 투자는 우리나라 제약사들 중 가장 큰 규모로 의미가 있다. 하지만 가장 많은 투자가 이루어지고 있는 LAPs Exd4는 내년 3분기 임상2상이 완료됨에 따라 R&D 성과 이슈 부각에는 다소 시간이 거칠 것으로 전망된다. 따라서 이번 2분기 실적으로 인해 주가가 하락할 경우 적극적인 매수 관점보다는 해외사업부 텐어라운드 여부를 확인하는 것이 바람직하다고 판단한다.

도표 1. 분기별 연구개발비 부담은 당분간 증가할 전망



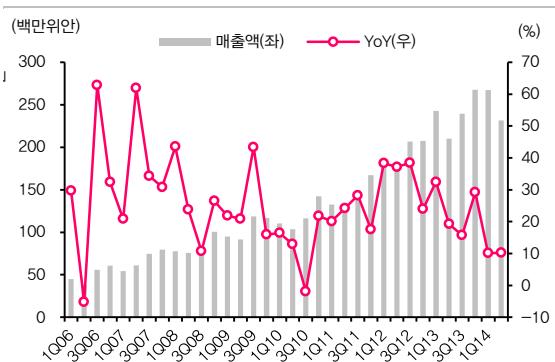
자료: 한미약품, 동부 리서치

도표 2. R&D 비용 늘어나면 영업이익 향상 예상



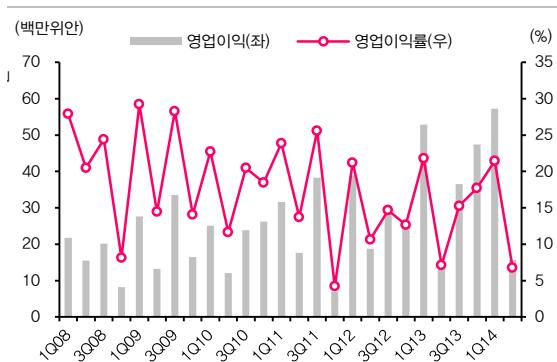
자료: 한미약품, 동부 리서치

도표 3. 분기별 북경한미 매출액과 성장을 추이



자료: 한미약품, 동부 리서치

도표 4. 북경한미 영업이익률이 조금씩 감소하고 있다



자료: 한미약품, 동부 리서치

도표 5. 2Q14 한미약품 실적 Review

(단위: 억원)

	2Q14	2Q13	%YoY	1Q14	%QoQ	동부증권치	%차이	컨센서스	%차이
매출액	1,864	1,797	3.7	1,841	1.2	1,971	-5.4	1,951	-4.5
영업이익	84	115	-26.4	179	-53.0	148	-43.2	148	-43.2
순이익	86	89	-3.6	166	-48.2	119	-27.7	111	-22.5

자료: 동부 리서치

### Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자자 등에게 지난 6개월간 E-mail을 통해 사전 제공된 바 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 하락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

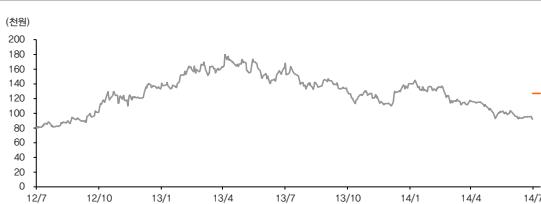
### 기업 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

### 업종 투자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

### 한미약품 현주가 및 목표주가 차트



### 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
14/07/29	BUY	127,000			