글로벌 투자 파트너 – MIRAE ASSET 미래에셋대우

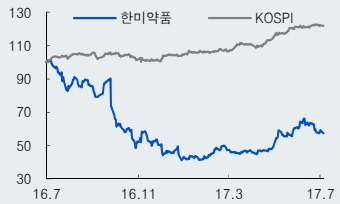
제약

Company Report
2017.7.11

(Maintain)	매수
목표주가(원,12M)	510,000
현재주가(17/07/10,원)	369,500
상승여력	38%

영업이익(17F,십억원)	80
Consensus 영업이익(17F,십억원)	83
EPS 성장률(17F,%)	121.6
MKT EPS 성장률(17F,%)	38.2
P/E(17F,x)	79.8
MKT P/E(17F,x)	10.0
KOSPI	2,382.10
시가총액(십억원)	4,125
발행주식수(백만주)	11
유동주식비율(%)	58.2
외국인 보유비중(%)	9.4
베타(12M) 일간수익률	1.42
52주 최저가(원)	266,043
52주 최고가(원)	652,718

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-10.9	37.4	-42.7
상대주가	-10.9	18.0	-52.8



[제약/바이오]

김태희
02-3774-6813
taehee.kim@miraeasset.com

한미약품 (128940)

국내 제약사 중 가장 탄탄한 신약 파이프라인

2Q17, 기술료수익 제외하고도 영업흑자 예상

한미약품의 연결기준 2Q17 매출액을 2,268억원(-3.3% YoY), 영업이익을 128억원(+99.9% YoY)으로 추정한다. 매출액은 시장 컨센서스에 부합, 영업이익은 소폭 하회하는 수준이다. 최근 가브스(당뇨병치료제, 노바티스 개발)의 판권이 회수됐지만 개량신약의 호조세로 매출액은 선방했다는 판단이다. 기술료수익은 RAF 저해제의 분할 인식되는 계약금 약 93억원이 계상될 예정이다. 1분기에 이어 2분기 역시 기술료수익을 제외해도 영업흑자가 지속될 전망이며 이러한 수익성 개선은 고마진 제품의 매출액 증가와 효율적인 비용통제에 기인한다. 북경한미약품은 약가인하와 경쟁심화, 리베이트 규제 등 중국 제약산업의 구조조정으로 2Q16과 유사한 실적이 예상된다.

국내 제약사 중 가장 탄탄한 신약 파이프라인

동사의 가장 큰 투자포인트는 국내 제약사 중 가장 우수한 R&D 능력이다. 얀센에 기술수출한 당뇨/비만치료제가 3분기 임상1상, 사노피에 기술수출한 에페글레나타이드가 4분기에 임상3상에 진입할 것으로 예상된다. 일라이 릴리와 제넨텍에 각각 기술수출한 BTK 저해제와 RAF 저해제도 임상이 순조롭게 진행되고 있으며, 스펙트럼이 개발 중인 Rolontis도 내년 하반기 임상3상이 완료될 전망이다.

지난 6월 동사가 미국당뇨학회(ADA, American Diabetes Association)에서 전임상 결과를 발표한 HM15211과 HM15136에도 관심을 가질 필요가 있다. 두 후보물질 모두 지속형 플랫폼 기술인 LAPS-COVERY가 적용됐으며, HM15211은 Triple Agonist로 비만과 NASH(비알콜성지방간염), 파킨슨병을 타깃으로 가능성이 확인됐고, HM15136은 Glucagon Analog로 희귀질환인 선천성 고인슐린증 치료제로 개발되고 있다.

투자의견 '매수'와 목표주가 51만원, 당사 제약업종 Top pick 의견 유지

한미약품에 대해 투자의견 '매수'와 목표주가 510,000원을 유지한다. 그동안 우려였던 LAPS-COVERY 제품의 임상이 재개될 것으로 보이며, HM15211, HM15136과 같이 전임상에 있던 파이프라인도 하나둘씩 상업화 가능성이 높아지고 있다. 올해 하반기 천식치료제, 골다공증치료제 등 복합제 출시가 예정되어 있어 수익성이 개선될 것이라는 점도 긍정적이다.

하반기 R&D 중심의 업체가 관심을 받는다면 상위 제약사 중 동사의 주가수익률이 가장 우수할 것으로 예상한다. 따라서 당사 제약업종 Top pick 의견을 유지한다.

결산기 (12월)	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액 (십억원)	761	1,318	883	906	1,023	1,480
영업이익 (십억원)	34	212	27	80	139	370
영업이익률 (%)	4.5	16.1	3.1	8.8	13.6	25.0
순이익 (십억원)	36	154	23	52	91	247
EPS (원)	3,217	13,835	2,089	4,631	8,119	22,140
ROE (%)	7.6	25.7	3.5	7.5	12.0	26.7
P/E (배)	29.1	49.2	136.7	79.8	45.5	16.7
P/B (배)	2.0	11.2	4.8	5.7	5.1	3.9
배당수익률 (%)	0.0	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한미약품, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. 2Q17 Preview (십억원)

	2Q16	1Q17	2Q17F	% YoY	% QoQ	컨센서스
매출액	234.5	233.5	226.8	(3.3)	(2.9)	227.0
영업이익	6.4	31.4	12.8	99.9	(59.2)	16.4
opm(%)	2.7	13.4	5.6			7.2
당기순이익	21.4	24.6	10.8	(49.3)	(56.1)	11.3

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 한미약품 파이프라인 현황

프로젝트	적응증	단계	비고
Efpeglenatide	당뇨	임상3상 준비 (미국)	Sanofi
LAPS-GLP/GCG	비만	임상1상 준비 (미국)	Janssen
LAPS-Insulin combo	당뇨	전임상 (미국)	Sanofi
Rolontis	호중구감소증	임상3상 (미국)	Spectrum
LAPS-hGH	성장호르몬 결핍증	임상2상 (유럽)	
HM71224	류마티스 관절염	임상2상 (미국)	Lilly
HM95573	고형암	임상1상 (미국)	Genentech
Poziotinib	유방암	임상2상 (미국)	Spectrum
Luminate	당뇨병성 황반부종	임상2상 (미국)	Allegro
PentamBody	항암	전임상 (중국)	북경한미약품
HM15211	비만, NASH, 파킨슨병	전임상	ADA에서 결과 발표
HM15136	선천성 고인슐린증	전임상	ADA에서 결과 발표

자료: 한미약품, 미래에셋대우 리서치센터

한미약품 (128940)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
매출액	**883**	**906**	**1,023**	**1,480**
매출원가	**422**	**417**	**452**	**592**
매출총이익	**461**	**489**	**571**	**888**
판매비와관리비	**434**	**409**	**432**	**518**
조정영업이익	**27**	**80**	**139**	**370**
영업이익	**27**	**80**	**139**	**370**
비영업손익	**-19**	**-3**	**-5**	**-5**
금융손익	-7	-6	-5	-4
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	8	77	134	365
계속사업법인세비용	-22	10	16	44
계속사업이익	30	67	118	321
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	**30**	**67**	**118**	**321**
지배주주	23	52	91	247
비지배주주	7	15	27	74
총포괄이익	**17**	**68**	**118**	**321**
지배주주	12	48	82	224
비지배주주	5	21	35	97
EBITDA	66	119	179	411
FCF	213	-60	63	216
EBITDA 마진율 (%)	7.5	13.1	17.5	27.8
영업이익률 (%)	3.1	8.8	13.6	25.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	2.6	5.7	8.9	16.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
유동자산	**841**	**757**	**867**	**1,308**
현금 및 현금성자산	130	100	125	235
매출채권 및 기타채권	272	272	307	444
재고자산	190	195	221	319
기타유동자산	249	190	214	310
비유동자산	**756**	**787**	**826**	**886**
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	599	628	660	696
무형자산	40	41	42	43
자산총계	**1,597**	**1,544**	**1,694**	**2,194**
유동부채	**544**	**507**	**549**	**725**
매입채무 및 기타채무	261	241	273	394
단기금융부채	171	151	147	143
기타유동부채	112	115	129	188
비유동부채	**318**	**234**	**224**	**227**
장기금융부채	161	150	139	127
기타비유동부채	157	84	85	100
부채총계	**862**	**742**	**773**	**952**
지배주주지분	**660**	**712**	**803**	**1,050**
자본금	26	26	26	26
자본잉여금	417	417	417	417
이익잉여금	229	281	371	618
비지배주주지분	**75**	**91**	**118**	**192**
자본총계	**735**	**803**	**921**	**1,242**

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
영업활동으로 인한 현금흐름	413	5	132	289
당기순이익	30	67	118	321
비현금수익비용가감	72	50	55	81
유형자산감가상각비	36	36	37	37
무형자산상각비	3	3	3	3
기타	33	11	15	41
영업활동으로인한자산및부채의변동	332	-96	-20	-66
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	527	-7	-33	-130
재고자산 감소(증가)	-35	-5	-25	-99
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-8	1	7	26
법인세납부	-12	-10	-16	-44
투자활동으로 인한 현금흐름	-355	-7	-93	-166
유형자산처분(취득)	-200	-65	-69	-73
무형자산감소(증가)	-23	-4	-4	-4
장단기금융자산의 감소(증가)	-145	59	-24	-93
기타투자활동	13	3	4	4
재무활동으로 인한 현금흐름	-63	-31	-15	-16
장단기금융부채의 증가(감소)	-35	-31	-15	-16
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-20	0	0	0
기타재무활동	-8	0	0	0
현금의 증가	-8	-30	25	109
기초현금	138	130	100	125
기말현금	130	100	125	235

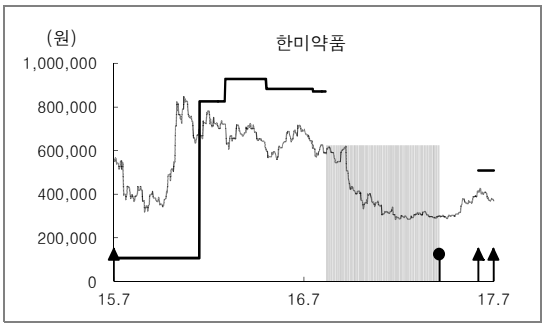
자료: 한미약품, 미래에셋대우 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/16	12/17F	12/18F	12/19F
P/E (x)	136.7	79.8	45.5	16.7
P/CF (x)	31.2	35.3	23.9	10.3
P/B (x)	4.8	5.7	5.1	3.9
EV/EBITDA (x)	49.7	35.8	23.7	10.0
EPS (원)	2,089	4,631	8,119	22,140
CFPS (원)	9,167	10,465	15,487	36,018
BPS (원)	59,905	64,644	72,763	94,903
DPS (원)	0	0	0	0
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-33.0	2.6	12.9	44.7
EBITDA증가율 (%)	-74.8	80.3	50.4	129.6
조정영업이익증가율 (%)	-87.3	196.3	73.8	166.2
EPS증가율 (%)	-84.9	121.7	75.3	172.7
매출채권 회전율 (회)	1.7	3.6	3.7	4.2
재고자산 회전율 (회)	5.1	4.7	4.9	5.5
매입채무 회전율 (회)	7.9	8.1	8.2	8.3
ROA (%)	1.8	4.3	7.3	16.5
ROE (%)	3.5	7.5	12.0	26.7
ROIC (%)	12.2	8.6	14.2	34.5
부채비율 (%)	117.4	92.4	84.0	76.7
유동비율 (%)	154.5	149.2	157.9	180.4
순차입금/자기자본 (%)	0.3	7.6	0.3	-15.5
조정영업이익/금융비용 (x)	2.7	8.8	16.5	46.2

투자의견 및 목표주가 변동추이

종목명(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가(원)
한미약품(128940)	2017.06.11	매수	510,000원
	2017.03.28	중립	-
		분석 대상 제외	
	2016.07.28	매수	872,000원
	2016.04.29	매수	883,000원
	2016.02.10	매수	929,000원
	2015.12.23	매수	826,000원
	2014.11.21	매수	107,000원



투자의견 분류 및 적용기준

기업		산업	
매수	: 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy	: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립	: 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
비중축소	: 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상		

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(—), 목표주가(━), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
69.67%	17.06%	13.27%	0.00%

* 2017년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.