

한미약품(128940)

매수(상향)

목표주가: 180,000원

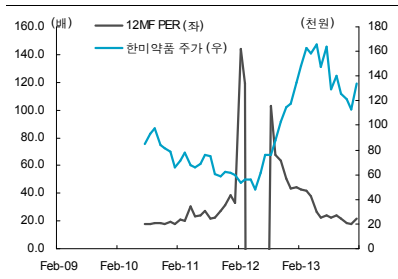
Stock Data

KOSPI(1/27)	1,910
주가(1/27)	134,000
시가총액(십억원)	1,110
발행주식수(백만)	9
52주 최고/최저가(원)	180,000/110,000
일평균거래대금(6개월, 백만원)	7,568
유동주식비율/외국인지분율(%)	60.1/8.9
주요주주(%)	한미사이언스 외 2인 39.8
	미래에셋자산운용투자자문 외 8인 13.3

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	18.6	(12.2)	1.0
상대주가(%p)	23.2	(16.4)	(2.0)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

낮아진 valuation과 북경한미 회복에 주목

투자의견 '매수'로 상향: 중국모멘텀 회복 신호 확인과 valuation 부담 완화

한미약품에 대해 투자의견을 '중립'에서 '매수'로 상향하고, 목표주가를 180,000원(2014년 목표 PER 30배)으로 제시한다. 목표 PER은 신약모멘텀을 확보한 국내 상위 제약사의 peak PER 과 유사하며, 한미약품의 역사적 고점대비 32% 할인된 수준이다. 투자의견을 '매수'로 상향한 근거는 우선 4분기 실적을 통해 그동안 동사 주가의 발목을 붙잡았던 북경한미의 성장 회복을 확인했기 때문이다. 또한 지난 6개월간의 주가 조정으로 valuation 부담(2013년 peak PER 34배)도 PER 22배로 완화된 후, 향후 12개월 측면에서 주가 상승 여력이 충분하다. 한편, R&D 비용 확대에 의한 영업이익 역성장 추세도 4분기를 기점으로 일단락되어, 2014년부터 29.6%의 견고한 영업이익 성장이 예상되는 점도 긍정적인 투자포인트이다.

No.1 주가 상승 변수: 북경한미 실적 회복으로 과도한 우려 해소, 중국 모멘텀 재부각

2013년 3분기 중국정부의 리베이트 규제에 둔화되었던 북경한미 실적이 4분기에 크게 회복되었다. 매출 성장이 3분기 15%(위안화 기준)에서 30%로 회복했고, 영업마진도 18%로 상승했다. 아직까지 중국정부의 리베이트 규제완화를 언급하기는 이르나, 북경한미 성장성에 대한 시장의 과도한 우려를 해소하기에는 충분하다. 전체 매출의 86%를 차지하는 3개 주력 품목이 마케팅 전략 개선(마미아미와 매창안 패키징 전략 등)에 힘입어 평균 38% 성장했다. 이러한 성장추세는 2014년에도 지속될 전망이다(KIS 추정치 매출 27% 성장)이며, 향후 규제폭 풀 완화와 신제품 출시 (백시부펜ER, 해열제)여부에 따라 추가 성장도 가능하다.

에소메졸 미국 출시: 단기적인 실적보다는 글로벌 인지도 높인다는 측면에서 긍정적

2014년은 그동안 기대감에 머물렀던 한미약품의 개량신약 해외진출 원년이 될 것이다. 오랫동안 기다렸던 에소메졸(역류성 식도염 개량신약, 오리지널 시장 2.4조원)의 상업화 출시(매출은 3월부터 반영)가 예상되기 때문이다. 물론 에소메졸의 출시 지연과 2014년 5월 오리지널 특허만료에 따른 제네릭 출시 압박으로 에소메졸의 상업화 성공에 대한 회의적인 시각이 많다. 그러나 매출규모는 크지 않더라도, 일단 20%의 높은 영업마진을 감안하면, 전체 수익성 개선에 어엿은 긍정적이고, 또한 미국진출을 통해 글로벌 인지도를 높임으로써 글로벌 제약사들과의 다양한 개량신약 코마케팅사업이 더욱 확대될 수 있다는 점에서 긍정적이다.

이정인 3276-6239
jilee@truefriend.com

이상은 3276-6196
sangeun.lee@truefriend.com

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)
2011A	606	21	6	1	156	0.0	57	391.8	14.0	1.4	0.4
2012A	674	48	32	23	2,737	1,654.5	82	43.0	14.9	2.6	6.5
2013F	730	62	52	44	5,312	94.1	94	21.4	12.6	2.3	11.4
2014F	826	80	70	59	6,081	14.5	114	22.0	11.0	2.3	12.1
2015F	970	108	100	83	8,564	40.8	144	15.6	8.8	2.0	13.7

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

4Q13 Review와 2014년 전망

R&D 비용증가(매출 대비 19.5%, 6.7%p YoY)로 4분기 영업이익은 역성장을 지속했으나, 예상을 상회하는 북경한미 선진과 국내 본사 판관비 축소로 영업이익 역성장폭(-5.3% YoY)이 당사 예상치(-21.3% YoY)보다 훨씬 축소되었다. 2014년에는 전체 연결매출 13.2%, 영업이익 29.6%의 견고한 성장이 예상된다. 신약투자 확대로 2014년 R&D 비율(15%)이 기존 당사 예상치(12%)보다 훨씬 높게 유지될 예정이라, 2014년 영업이익 추정치를 기존대비 12% 하향하지만, 여전히 29.6%의 높은 성장성이 예상되기 때문에, 크게 실망할 필요는 없다. 최근에 출시한 국내 개량신약 신제품 매출확대 본격화와 해외수출 확대(1,050억원, 17% YoY) 그리고 견고한 북경한미 성장이 2014년 영업이익 성장을 견인할 것이다.

<표 1> 한미약품 본사 분기별 실적

(단위: 십억원, %)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13P	%QoQ	%YoY	%차이	기존 추정치
내수	101	143	117	118	115	118	129	125	(3.4)	6.1		
ETC	94	133	109	108	108	108	120	114	(4.3)	6.4		
OTC	8	10	8	10	7	10	10	10	8.4	3.0		
수출	17	20	17	18	18	24	19	15	(17.8)	(16.9)		
기타	(4)	(7)	1	3	(2)	(0)	(5)	7	NM	148.5		
전체 매출	114	156	135	139	131	142	143	147	2.9	6.1	1.5	145
매출총이익	56	81	72	74	63	72	74	78	4.3	4.6		
영업이익	(6)	6	8	13	8	8	9	10	10.5	(26.1)	15.5	9
세전이익	(10)	2	5	5	6	6	10	5	(51.9)	(0.4)		
순이익	(7)	2	4	4	6	6	10	4	(61.1)	(11.9)		
매출원가율(%)	51.2	48.1	46.7	46.6	52.2	49.6	48.0	47.3				
판관비율(%)	54.5	48.2	47.1	43.7	41.8	45.1	45.7	45.9				
영업이익률(%)	(5.7)	3.7	6.2	9.7	6.0	5.3	6.3	6.8				5.9

자료: 한미약품, 한국투자증권

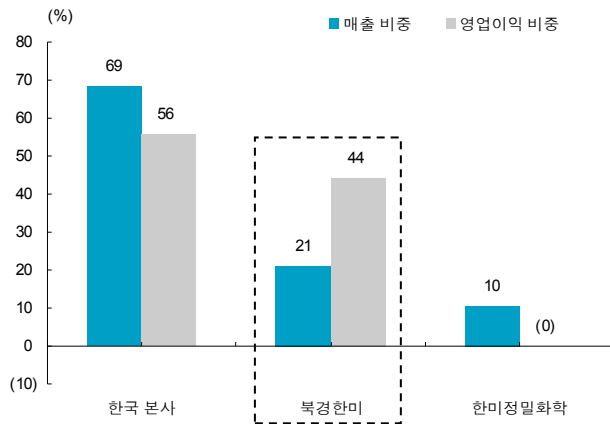
<표 2> 분기별 연결실적 break-down

(단위: 십억원, %)

	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13P	%QoQ	%YoY	%차이	기존 추정치
한미약품(본사) 매출	139	131	142	143	147	2.9	6.1	1.5	145
영업이익	13	8	8	9	10	10.5	(26.1)	15.5	9
영업이익률(%)	9.7	6.0	5.3	6.3	6.8				5.9
매출비중(%)	79.9	76.7	79.0	76.8	75.9				77.9
북경한미 매출	36	42	38	43	47	8.1	29.6	17.3	40
영업이익	5	9	3	7	8	27.4	84.3	29.6	7
영업이익률(%)	12.7	21.8	7.0	15.3	18.0				16.3
매출비중(%)	20.9	24.8	21.4	23.3	24.2				21.5
한미정밀화학 매출	20	20	25	24	17	(31.2)	(15.4)	(31.2)	24
영업이익	(1.0)	0.7	0.9	0.3	(2.0)	NM	NM	NM	0
영업이익률(%)	(5.2)	3.5	3.8	1.3	NM				1.3
매출비중(%)	11.4	11.7	13.8	13.1	8.7				13.1
조정 매출액	(21)	(23)	(26)	(25)	(17)				(23)
영업이익	1	0	0	0	1				(0)
한미약품(연결) 매출액	174	170	180	186	194	4.2	11.7	4.2	186
영업이익	18	18	11	16	17	6.9	(5.3)	13.6	15
영업이익률(%)	10.5	10.5	6.3	8.7	8.9				8.1

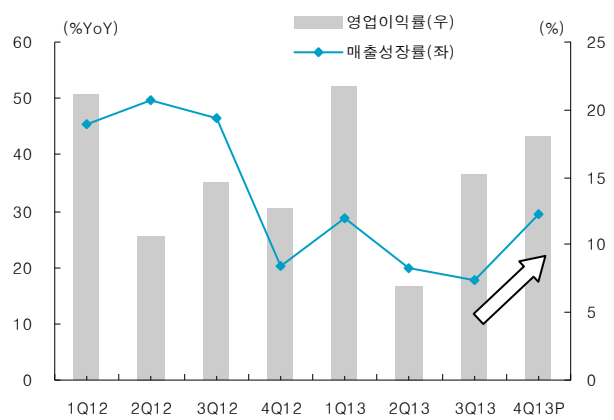
자료: 한미약품, 한국투자증권

[그림 1] 2013년 법인별 매출/영업이익 기여도



자료: 한미약품, 한국투자증권

[그림 2] 북경한미 분기별 실적: 4분기 회복 추세



자료: 한미약품, 한국투자증권

<표 3> 실적 추정 변경

(단위: 십억원, %)

	변경 전			변경 후			%차이		
	2013P	2014F	2015F	2013P	2014F	2015F	2013P	2014F	2015F
매출액	722	836	987	730	826	970	1.1	(1.1)	(1.7)
영업이익	60	91	113	62	80	108	3.4	(12.0)	(4.7)
세전계속이익	50	81	104	52	70	100	4.6	(12.9)	(4.5)
순이익	45	72	93	48	65	91	7.6	(10.4)	(1.8)
지배주주지분순이익	35	57	73	44	59	83	24.6	3.8	13.8
(영업이익률%)	8.3	10.9	11.5	8.5	9.7	11.1			
EPS	4,261	5,859	7,523	5,312	6,081	8,564	24.6	3.8	13.8

자료: 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

한미약품은 1973년 설립되어 개량신약과 제네릭 개발의 선두주자로 알려져 있다. '에소메졸(역류성식도염)'으로 우리나라 제약사 최초로 미국 FDA 개량신약 허가를 획득했고 2013년 12월에 미국 시장에 출시했다. 주요 자회사로 한미정밀화학 과 북경한미가 있다. 2010년 7월 기준으로 한미사이언스(지주회사)와 한미약품(사업회사)으로 분할했다.

- 개량신약: 기존 약물의 구조나 제제, 용도 등을 변형시켜 안정성, 유효성, 효용성 측면에서 개선시킨 의약품

재무상태표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	363	417	469	617	684
현금성자산	22	55	60	149	136
매출채권및기타채권	211	203	224	254	298
재고자산	108	116	126	140	163
비유동자산	424	419	404	421	448
투자자산	53	68	73	83	97
유형자산	261	242	227	222	214
무형자산	78	78	85	96	112
자산총계	788	836	873	1,038	1,133
유동부채	206	282	267	265	263
매입채무및기타채무	77	77	85	93	101
단기차입금및단기사채	103	91	81	81	81
유동성장기부채	19	104	104	104	104
비유동부채	203	144	146	149	154
사채	80	80	80	80	80
장기차입금및금융부채	99	39	38	38	38
부채총계	410	426	413	414	417
지배주주지분	336	362	408	567	651
자본금	19	20	20	23	23
자본잉여금	330	329	329	426	426
자본조정	(1)	(1)	1	1	1
이익잉여금	(14)	8	52	111	194
비지배주주지분	42	47	51	57	65
자본총계	378	409	460	624	715

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동현금흐름	61	63	60	55	62
당기순이익	5	29	48	65	91
유형자산감가상각비	32	30	28	29	31
무형자산상각비	4	4	4	5	5
자산부채변동	5	(11)	(23)	(46)	(70)
기타	15	11	3	2	5
투자활동현금흐름	(39)	(41)	(47)	(66)	(75)
유형자산투자	(20)	(14)	(14)	(24)	(24)
유형자산매각	1	1	1	1	1
투자자산순증	(11)	(22)	(6)	(10)	(14)
무형자산순증	(9)	(6)	(11)	(16)	(22)
기타	0	0	(17)	(17)	(16)
재무활동현금흐름	(22)	12	(8)	100	(0)
자본의증가	0	0	0	100	0
차입금의순증	(21)	12	(10)	(0)	(0)
배당금지급	(0)	0	0	0	0
기타	(1)	0	2	0	0
기타현금흐름	2	(1)	0	0	0
현금의증가	3	34	5	89	(13)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

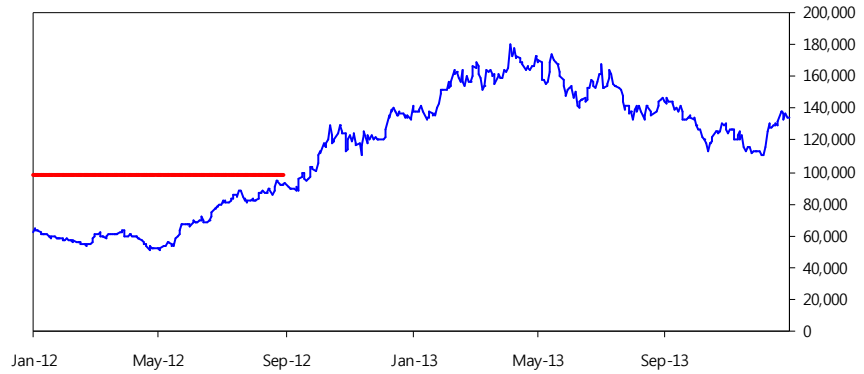
	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	606	674	730	826	970
매출원가	272	279	314	347	405
매출총이익	334	395	416	479	565
판매관리비	313	347	354	399	457
영업이익	21	48	62	80	108
금융수익	3	3	5	6	8
이자수익	1	2	3	5	7
금융비용	19	18	18	17	17
이자비용	17	17	18	17	17
기타영업외손익	1	(2)	4	1	1
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	6	32	52	70	100
법인세비용	1	3	4	6	8
연결당기순이익	5	29	48	65	91
지배주주지분순이익	1	23	44	59	83
기타포괄이익	(6)	3	0	0	0
총포괄이익	(0)	31	48	65	91
지배주주지분포괄이익	(6)	26	44	59	83
EBITDA	57	82	94	114	144

주요 투자지표

	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
주당지표(원)					
EPS	156	2,737	5,312	6,081	8,564
BPS	44,859	46,062	49,418	58,298	66,853
DPS	0	0	0	0	0
성장성(% , YoY)					
매출증가율	79.6	11.2	8.3	13.2	17.4
영업이익증가율	0.0	127.2	28.6	29.6	34.3
순이익증가율	0.0	1,652.7	94.1	34.0	41.6
EPS증가율	0.0	1,654.5	94.1	14.5	40.8
EBITDA증가율	433.7	43.5	15.2	21.0	26.4
수익성(%)					
영업이익률	3.5	7.1	8.5	9.7	11.1
순이익률	0.2	3.4	6.0	7.1	8.6
EBITDA Margin	9.4	12.1	12.9	13.8	14.8
ROA	0.7	3.5	5.6	6.8	8.4
ROE	0.4	6.5	11.4	12.1	13.7
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
안정성					
순차입금(십억원)	262	224	193	89	90
차입금/자본총계비율(%)	79.7	76.6	66.1	48.7	42.4
Valuation(X)					
PER	391.8	43.0	21.4	22.0	15.6
PBR	1.4	2.6	2.3	2.3	2.0
PSR	0.8	1.4	1.3	1.6	1.3
EV/EBITDA	14.0	14.9	12.6	11.0	8.8

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
한미약품(128940)	2012.03.06	중립	98,000 원
	2012.09.28	중립	-
	2014.01.28	매수	180,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2014년 1월 28일 현재 한미약품 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.