

한미약품 (128940/KS)

걱정 없는 실적, 부각될 파이프라인 가치

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 440,000 원(상향)
현재주가: 330,500 원
상승여력: 33.1%



Analyst
이동건

dglee@sks.co.kr
3773-9909

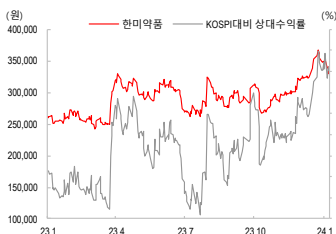
Company Data

발행주식수	1,281 만주
시가총액	4,152 십억원
주요주주	
한미사이언스(외2)	41.43%
국민연금공단	11.34%

Stock Data

주가(24/01/17)	330,500 원
KOSPI	2,435.90 pt
52주 최고가	366,500 원
52주 최저가	241,849 원
60일 평균 거래대금	17 십억원

주가 및 상대수익률



4Q23 Pre: 마일스톤 유입, 호흡기 매출 증가로 양호한 실적 전망

4Q23 연결 매출액 및 영업이익을 각각 4,144 억원(+18.0% YoY, 이하 YoY 생략), 629 억원(+61.8%, OPM 15.2%)으로 추정한다. 컨센서스에 부합한 양호한 실적이 예상된다. 1) 한미약품 별도 매출액 및 영업이익은 각각 3,067 억원(+15.0%), 356 억원(+40.1%, OPM 11.6%)으로 추정한다. 주력 품목인 로수젯의 20%대 매출 고성장이 지속되는 가운데 최근 국내 독감 환자 수 증가 영향으로 관련 ETC 매출 역시 큰 폭 증가한 것으로 파악된다. 한편 GLP/GCG agonist '에피노페그듀타이드'는 임상 2b 상 진입에 따른 마일스톤이 4Q23 중 이뤄진 것으로 파악된다(100~200 억원 수준). 2) 북경한미 매출액 및 영업이익은 각각 1,012 억원(+20.0%), 258 억원(+130.3%, OPM 25.5%)으로 추정한다. 계절적 성수기 및 국내외 마찬가지로 호흡기 질환 환자 수 증가 영향으로 예상 대비 큰 폭의 매출 성장이 기대된다. 3) 한미정밀화학 매출액은 326 억원(+10.0%), 영업이익은 약 20 억원 달성이 예상된다. CDMO 매출 반영에 따른 QoQ 영업이익 흑자전환이 기대된다.

2024년 실적은 성장세 지속할 전망. MASH 모멘텀이 주가의 Key

2024년 연결 매출액 및 영업이익을 각각 1조 5,829 억원(+6.7%), 2,385 억원(+11.7%, OPM 15.1%)으로 추정한다. 로수젯 등 주요 품목들의 매출 고성장이 지속되는 가운데 북경한미 역시 중국 내 침투 확대 및 제품 라인업 확대를 바탕으로 견조한 성장세를 이어갈 전망이다. 2024년 한미약품 주가의 Key는 MASH 모멘텀이 될 전망이다. 비록 2023년에는 일라이 릴리, 노보 노디스크 등 GLP-1 RA 비만 치료제 모멘텀의 수혜로 주목을 받았으나 직접적으로 개발 중인 GLP-1 RA 비만 치료제가 최근 국내 3 상에 진입한 만큼 모멘텀의 수혜를 온전히 누리기는 어려웠다고 판단한다. 하지만 1Q24 첫 MASH 치료제의 허가 가능성이 존재하는 가운데(마드리갈의 레스메티롬) 허가 획득 시 그간 unmet needs가 높았던 MASH 시장 특성 상 후속 개발 파이프라인들에 대한 관심도 높아질 전망이다. 특히 한미약품은 에피노페그듀타이드 뿐만 아니라 자체 2b 상 진행 중인 '에포시페그트루타이드'를 보유, 잠재적 기술이전 가능성 역시 높은 만큼 2024년에는 보유 중인 MASH 파이프라인들의 가치 재평가가 이뤄지는 원년이 될 가능성이 높다.

목표주가 44 만원으로 상향. 파이프라인 가치 재부각 기대감 유효

목표주가는 실적 추정치 및 파이프라인 가치 조정을 반영해 44 만원으로 소폭 상향한다. 여전히 영업가치만으로는 업사이드가 남아있는 가운데 주요 파이프라인들의 가치 부각도 기대되는 만큼 주목할 이유는 풍부하다고 판단한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	1,076	1,203	1,332	1,483	1,583	1,677
영업이익	십억원	49	125	158	213	238	282
순이익(지배주주)	십억원	12	67	83	152	145	173
EPS	원	934	5,232	6,463	11,833	11,296	13,483
PER	배	371.1	50.8	45.2	29.8	29.3	24.5
PBR	배	5.9	4.1	4.1	4.3	3.5	3.1
EV/EBITDA	배	46.2	18.7	16.8	16.2	14.7	12.6
ROE	%	1.6	8.7	9.9	16.0	13.3	13.9

한미약품 4Q23 실적 추정

(십억원, %)	4Q23E	4Q22	YoY	3Q23	QoQ	Consen	vs. Consen	Previous	vs. Pre
매출액	414.4	351.2	18.0	364.6	13.6	398.6	4.0	407.4	1.7
영업이익	62.9	38.8	61.8	57.5	9.3	63.2	(0.5)	71.3	(11.8)
세전이익	56.5	20.7	173.2	56.3	0.3	59.2	(4.6)	63.9	(11.6)
(지배주주)순이익	39.8	19.5	104.1	54.7	(27.3)	35.6	11.7	43.0	(7.5)
영업이익률	15.2	11.1		15.8		15.8		17.5	
순이익률	9.6	5.5		15.0		8.9		10.6	

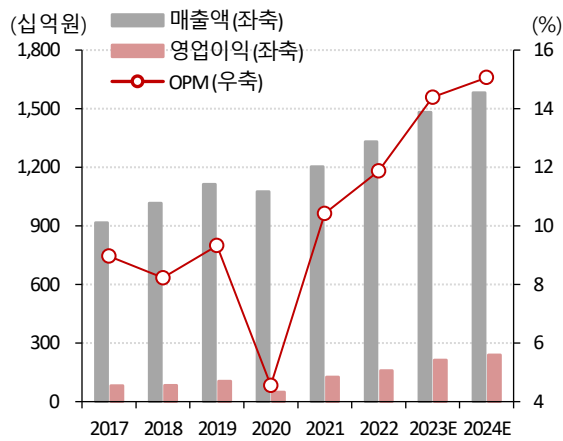
자료: 한미약품, Quantwise, SK 증권 추정 / 주: 연결 기준

한미약품 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	321.1	317.1	342.1	351.2	361.2	342.7	364.6	414.4	1,331.5	1,482.9	1,582.9
YoY	18.8	13.5	12.9	0.2	12.5	8.1	6.6	18.0	10.7	11.4	6.7
한미약품(별도)	226.6	238.0	250.8	266.7	250.7	253.2	272.1	306.7	982.0	1,082.7	1,146.5
제품	187.6	196.8	207.4	221.8	212.1	197.8	228.4	246.5	813.6	884.8	947.4
상품	36.1	38.0	39.7	37.0	32.8	49.8	37.1	35.2	150.8	154.9	162.6
기술료 수익	0.2	0.1	0.1	3.0	0.7	2.9	2.2	20.4	3.4	26.2	18.8
기타	2.7	3.1	3.6	4.9	5.1	2.7	4.4	4.7	14.3	16.9	17.7
북경한미	94.8	78.5	93.0	84.3	111.0	90.1	93.3	101.2	350.6	395.6	423.2
한미정밀화학	23.7	23.9	23.3	29.6	25.9	30.0	21.6	32.6	100.5	110.1	121.1
기타 및 연결조정	(24.0)	(23.3)	(24.9)	(29.4)	(26.4)	(30.6)	(22.3)	(26.0)	(101.6)	(105.4)	(107.9)
매출총이익	172.7	166.0	188.5	191.3	207.1	180.2	198.8	225.0	718.6	811.1	878.8
YoY	18.1	17.4	17.6	3.6	19.9	8.6	5.5	17.6	13.6	12.9	8.3
GPM	53.8	52.3	55.1	54.5	57.3	52.6	54.5	54.3	54.0	54.7	55.5
영업이익	40.9	31.6	46.8	38.8	59.9	33.2	57.5	62.9	158.1	213.4	238.5
YoY	36.4	99.1	26.9	(9.1)	46.6	5.0	22.9	61.8	26.1	35.0	11.7
OPM	12.7	10.0	13.7	11.1	16.6	9.7	15.8	15.2	11.9	14.4	15.1
세전이익	36.4	26.0	37.9	20.7	55.3	25.5	56.3	56.5	121.0	193.5	212.9
YoY	33.7	155.2	18.0	(39.5)	51.9	(2.2)	48.5	173.2	16.7	59.9	10.0
(지배주주)순이익	19.5	18.4	25.4	19.5	43.1	14.0	54.7	39.8	82.8	151.6	144.7
YoY	2.5	159.0	8.4	11.5	121.1	(24.1)	115.6	104.1	23.5	83.1	(4.5)
NPM	6.1	5.8	7.4	5.5	11.9	4.1	15.0	9.6	6.2	10.2	9.1

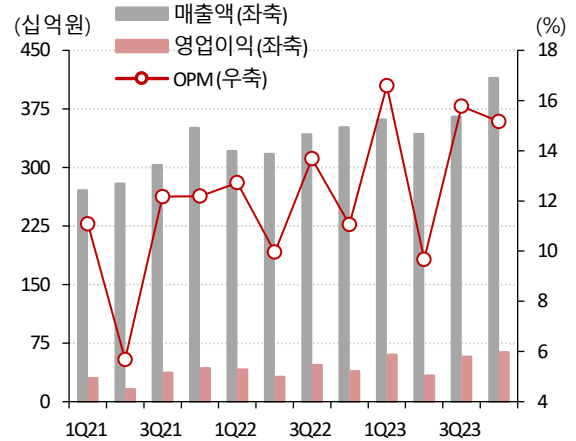
자료: 한미약품, SK 증권 추정 / 주: 연결 기준

한미약품 연간 실적 추이 및 전망



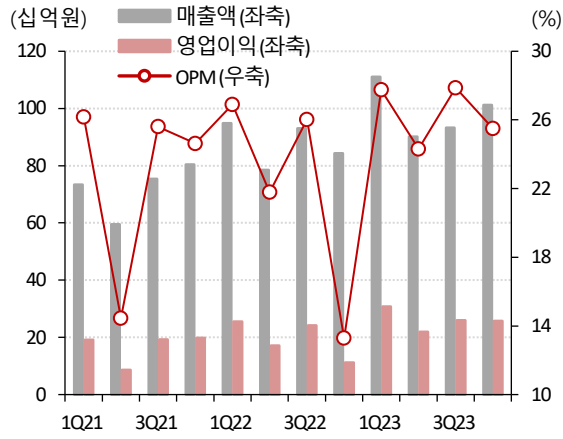
자료: 한미약품, SK 증권 추정 / 주: 연결 기준

한미약품 분기 실적 추이 및 전망



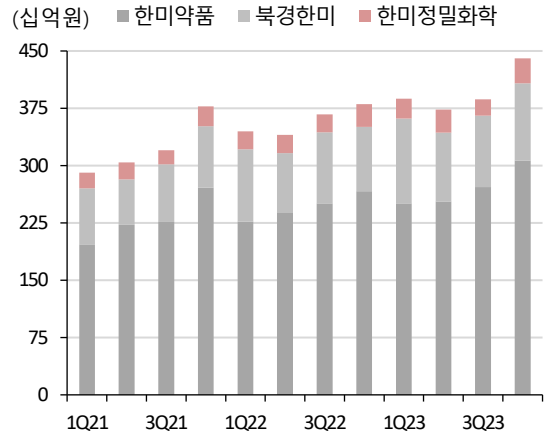
자료: 한미약품, SK 증권 추정 / 주: 연결 기준

북경한미 실적 추이 및 전망



자료: 한미약품, SK 증권 추정

부문별 분기 매출 추이 및 전망



자료: 한미약품, SK 증권 추정

한미약품 목표주가 산출

(십억원, 배, 천주, 원, %)		비고
1. 영업가치 (A*B)	4,634.1	
A. 한미약품 2024F EBITDA	332.6	연결 기준(기술료 제외)
B. Target EV/EBITDA	13.9	국내 주요 제약사 2024F 평균 EV/EBITDA
2. 파이프라인 가치 (C+D+E+F+G)	1,129.7	
C. 롤론티스	135.2	
D. 포지오티닙	-	보수적으로 가치산정에서 제외
E. Dual Agonist	300.7	
F. Triple Agonist	693.8	
3. 순차입금	261.0	2024년 말 추정치 기준
4. 보통주주식수	12,562	
5. 적정주가 산출	440,000	
6. 현재 주가	330,500	2024년 1월 17일 종가
7. 상승여력	33.1%	

자료: SK 증권 추정

한미약품 R&D 파이프라인 현황

	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	허가 신청 및 출시
OBESITY/ NASH/ DIABETES	HM15136+Efpeglenatide (LAPS Glucagon Combo) 비만/대사성질환		Efinopegdutide (Merck) (LAPS GLP/GCG) NASH	Efpeglenatide (LAPS Exd4 Analog) 제2형 당뇨병, 비만	
	HM15275 (LA-GLP/GIP/GCG) 비만		Efocipegtrutide (LAPS Triple Agonist) NASH		
ONCOLOGY	BH3120 (PD-L1/4-1BB BsAb) 고형암	Rolontis® (Assertio) (Eflapegrastim) 호중구감소증(당일투여요법)	Belvarafenib (Roche) (Pan-RAF Inhibitor) BRAF변이 및 융합 고형암	Poziotinib (Assertio) (Pan-HER Inhibitor) HER2 exon20 변이 NSCLC 2 차 치료요법	Oraxol® (Athenex) (Paclitaxel+Encequidar) 유방암, 고형암
	HM99462 (SOS1) 고형암	Belvarafenib (Genentech) (Pan-RAF Inhibitor) 흑색종 등 고형암	FLX475 (Merck, RAPT) (CCR4 Inhibitor) 고형암		Rolontis® (Assertio) (Eflapegrastim) 호중구감소증
	HM16390 (LAPS IL-2 Analog) 고형암	BH2950 (Innovent) (PD-1/HER2 BsAb) 면역항암	Posetinib (BTK Inhibitor) B세포림프종		
		Tuspetinib (APTOSE) (MKI) 급성골수성 백혈병			
		HM97662 (EZH1/2 Inhibitor) 고형암 및 혈액암			
		BH3120 (PD-L1/4-1BB BsAb) 고형암			
RARE DISEASES/ OTHER	HM15211 (LAPS Triple Agonist) 특발성 폐섬유증		HM15136 (LAPS Glucagon Analog) 선천성 고인슐린증		Sodium hyaluronate (Artherex) (히알루론산나트륨) 슬관절의 골관절염
	HM15421 (GC) (Long-acting GLA) 파프리병		HM15912 (LAPS GLP-2 Analog) 단장중후군		
			Efpegsomatropin (LAPS hGH) 성장호르몬 결핍증		
			Luminate® (Allegro, AffaMed) (Integrin inhibitor) 건성노인성황반변성		

자료: 한미약품, SK증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	704	694	804	922	1,070
현금및현금성자산	209	147	193	270	379
매출채권 및 기타채권	223	180	201	214	227
재고자산	250	266	296	316	335
비유동자산	1,233	1,230	1,261	1,267	1,276
장기금융자산	51	71	75	78	81
유형자산	945	888	881	879	881
무형자산	80	85	87	89	91
자산총계	1,937	1,925	2,065	2,188	2,346
유동부채	649	677	663	647	631
단기금융부채	455	489	465	441	419
매입채무 및 기타채무	125	121	135	144	153
단기충당부채	4	0	0	0	0
비유동부채	360	239	225	206	186
장기금융부채	301	226	216	196	176
장기매입채무 및 기타채무	39	4	4	4	4
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,008	915	889	852	817
지배주주지분	803	872	1,017	1,156	1,322
자본금	30	31	31	31	31
자본잉여금	413	413	413	413	413
기타자본구성요소	-33	-37	-37	-37	-37
자기주식	-33	-37	-37	-37	-37
이익잉여금	397	452	598	736	903
비지배주주지분	125	137	159	180	207
자본총계	928	1,009	1,176	1,336	1,529
부채외자본총계	1,937	1,925	2,065	2,188	2,346

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	215	171	228	233	268
당기순이익(손실)	81	102	173	166	199
비현금성항목등	193	173	122	144	150
유형자산감가상각비	78	84	82	81	81
무형자산상각비	11	12	13	13	14
기타	104	76	27	50	56
운전자본감소(증가)	-54	-74	-40	-27	-26
매출채권및기타채권의감소(증가)	-77	37	-20	-14	-13
재고자산의감소(증가)	19	-14	-30	-20	-19
매입채무및기타채무의증가(감소)	10	-3	14	9	9
기타	-6	-94	-3	-3	-3
법인세납부	-7	-30	-21	-47	-56
투자활동현금흐름	-38	-171	-136	-106	-110
금융자산의감소(증가)	-7	-93	-10	-7	-6
유형자산의감소(증가)	-20	-28	-75	-79	-83
무형자산의감소(증가)	-14	-20	-15	-15	-16
기타	3	-30	-35	-5	-5
재무활동현금흐름	-127	-53	-41	-49	-48
단기금융부채의증가(감소)	-130	-31	-24	-23	-22
장기금융부채의증가(감소)	27	4	-10	-20	-20
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금지급	-6	-6	-6	-6	-6
기타	-18	-19	-0	0	0
현금의 증가(감소)	63	-62	45	77	109
기초현금	146	209	147	193	270
기말현금	209	147	193	270	379
FCF	195	144	153	154	185

자료 : 한미약품, SK증권 추정

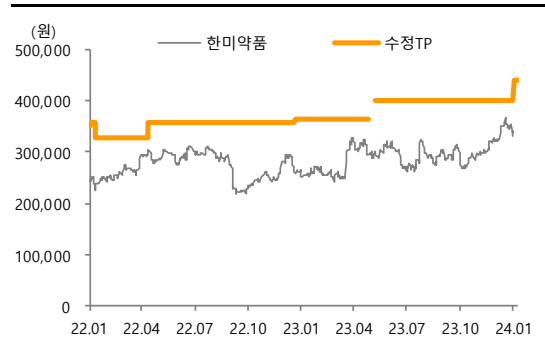
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,203	1,332	1,483	1,583	1,677
매출원가	570	613	672	704	724
매출총이익	633	719	811	879	952
매출총이익률(%)	52.6	54.0	54.7	55.5	56.8
판매비와 관리비	507	560	598	640	671
영업이익	125	158	213	238	282
영업이익률(%)	10.4	11.9	14.4	15.1	16.8
비영업손익	-22	-37	-20	-26	-26
순금융손익	-11	-15	-6	-3	1
외환관련손익	0	-3	0	0	0
관계기업등 투자손익	-0	-9	-3	-3	-3
세전계속사업이익	104	121	194	213	256
세전계속사업이익률(%)	8.6	9.1	13.0	13.5	15.2
계속사업법인세	22	19	21	47	56
계속사업이익	81	102	173	166	199
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	81	102	173	166	199
순이익률(%)	6.8	7.6	11.7	10.5	11.9
지배주주	67	83	152	145	173
지배주주귀속 순이익률(%)	5.6	6.2	10.2	9.1	10.3
비지배주주	14	19	21	21	27
총포괄이익	107	89	173	166	199
지배주주	84	73	142	136	164
비지배주주	23	16	31	30	36
EBITDA	215	255	308	333	376

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	11.8	10.7	11.4	6.7	5.9
영업이익	156.1	26.1	35.0	11.7	18.1
세전계속사업이익	368.6	16.7	59.9	10.0	20.0
EBITDA	94.4	18.8	20.8	8.0	13.0
EPS	460.4	23.5	83.1	-4.5	19.4
수익성 (%)					
ROA	4.3	5.3	8.7	7.8	8.8
ROE	8.7	9.9	16.0	13.3	13.9
EBITDA마진	17.8	19.1	20.8	21.0	22.4
안정성 (%)					
유동비율	108.5	102.6	121.1	142.6	169.7
부채비율	108.6	90.7	75.6	63.8	53.4
순차입금/자기자본	58.7	47.4	33.0	19.6	6.8
EBITDA/이자비용(배)	12.9	11.3	20.8	23.7	28.7
배당성향	8.9	7.4	4.1	4.4	3.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,232	6,463	11,833	11,296	13,483
BPS	65,261	70,942	82,299	93,109	106,097
CFPS	12,186	14,022	19,217	18,640	20,821
주당 현금배당금	471	481	500	500	500
Valuation지표 (배)					
PER	50.8	45.2	29.8	29.3	24.5
PBR	4.1	4.1	4.3	3.5	3.1
PCR	21.8	20.9	18.3	17.7	15.9
EV/EBITDA	18.7	16.8	16.2	14.7	12.6
배당수익률	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.01.18	매수	440,000원	6개월		
2023.05.25	매수	402,264원	6개월	-25.49%	-8.89%
2023.01.13	담당자 변경				
2023.01.06	매수	363,019원	6개월	-27.97%	-27.16%
2022.04.28	매수	356,515원	6개월	-23.06%	-12.43%
2022.01.28	매수	327,609원	6개월	-19.39%	-9.71%
2022.01.18	매수	356,515원	6개월	-32.45%	-29.86%
2021.11.05	매수	349,719원	6개월	-26.31%	-20.68%



Compliance Notice

작성자(이동건)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 01월 18일 기준)

매수	95.35%	중립	4.65%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------