

2024. 1. 19



▲ 제약/바이오

Analyst **김준영**
02. 6454-4877
junyoung.kim@meritz.co.kr

Buy (20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **430,000 원**

현재주가 (1.18) **324,500 원**

상승여력 **32.5%**

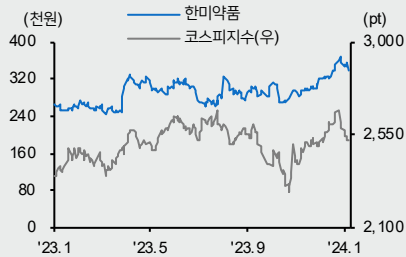
KOSPI	2,440.04pt
시가총액	40,764억원
발행주식수	1,281만주
유동주식비율	57.63%
외국인비중	16.15%
52주 최고/최저가	366,500원/241,849원
평균거래대금	172.9억원

주요주주(%)

한미사이언스 외 2인	41.43
국민연금공단	11.34
신동국 외 1인	9.14

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.1	23.6	28.9
상대주가	5.3	32.1	25.2

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	1,331.6	158.1	82.8	6,463	24.6	68,056	45.2	4.3	16.8	9.9	90.7
2023E	1,474.8	216.6	153.3	11,968	72.2	78,326	29.5	4.5	15.6	16.4	69.1
2024E	1,589.3	251.4	176.4	13,765	11.6	91,624	23.6	3.5	12.6	16.2	56.7
2025E	1,738.5	298.2	215.4	16,812	22.1	107,960	19.3	3.0	10.7	16.8	46.8
2026E	1,901.7	357.0	259.8	20,279	20.6	127,763	16.0	2.5	8.9	17.2	39.0

한미약품 128940

4Q23E Preview: 성장을 위한 동아줄 확보

- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 43만원으로 상향 조정
- ✓ 4Q23E 연결 기준 매출액 4,063억원(YoY +15.7%, QoQ +11.4%), 영업이익 660억원(YoY +70.0%, QoQ +14.9%)으로 시장 컨센서스에 부합할 전망
- ✓ 로수젯의 견고한 성장, 중국 내 폐렴 확산 등을 통한 매출 증가 및 efinopegdutide 임상 2b 상 돌입에 따른 마일스톤 유입
- ✓ OCI 홀딩스와의 인수 합병을 통한 재무상태 불확실성 해소

4Q23E Preview

한미약품의 4Q23E 연결 기준 매출액 4,063억원(YoY +15.7%, QoQ +11.4%), 영업이익 660억원(YoY +70.0%, QoQ +14.9%)으로 시장 컨센서스에 부합할 전망이다. 로수젯의 견고한 성장에 따라 별도 매출(2,975억원, YoY +11.6%)이 증가할 전망이다. 북경한미 또한 중국 내 마이코플라스마 폐렴 확산으로 인한 호실적(1,063억, YoY +26.1%)이 예상되며 Efinopegdutide의 임상 2b상 진입에 따른 마일스톤 유입으로 인해 영업이익이 증가할 전망이다.

OCI 홀딩스와의 상생

한미사이언스는 OCI홀딩스 지분 10.37%를 확보하고, OCI홀딩스는 한미사이언스 지분 27.03%를 보유하며 최대주주에 이름을 올렸다. 이로써 OCI 그룹은 제약/바이오 사업을 강화, 한미사이언스는 약 5,000억에 달하는 상속세를 해결하며 동반 상생의 사업모형을 구축할 예정이다. 다만 임종윤 한미약품 사장이 법적 대응 절차를 밟으며 향후 경영권 분쟁 가능성이 남아있는 상태라 모니터링이 필요하다.

투자의견 Buy, 적정주가 43만원 상향조정

한미약품에 대한 투자의견 Buy 유지하고, 실적 추정치 변경 및 target EV/EBITDA multiple을 15.4배로 상향조정 해 적정주가 43만원을 제시한다. Epeglenatide 비만 임상 3상 첫 환자를 이달 초 등록하며 임상 순항 중이며 3월 14일 예정된 마드리갈의 MASH 치료제 승인 여부, 6월 ADA(미국 당뇨 학회)를 통해 비만 치료제 LA-Triple의 전임상 효능 확인 등 다수의 모멘텀을 보유하고 있다. 향후 경영권이 안정되고 상속세 문제가 해결될 경우 업사이드는 충분하다.

(십억원)	4Q23E	4Q22	(% YoY)	3Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	406.3	351.2	15.7	364.6	11.4	398.6	1.9
영업이익	66.0	38.9	70.0	57.5	14.9	63.2	4.4
OPM (%)	16.3	11.1	47.0	15.8	3.1	15.9	2.5
당기순이익	45.9	22.6	103.4	60.5	(24.1)	42.7	7.5

자료: 한미약품, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출액	361.2	342.7	364.6	406.3	388.4	375.9	397.2	427.8	1331.6	1474.8	1589.3
% YoY	12.5	8.1	6.6	15.7	7.5	9.7	8.9	5.3	10.7	10.8	7.8
한미약품	250.7	253.2	272.1	297.5	272.9	273.5	294.4	311.1	982.1	1,073.5	1,151.9
북경한미유한공사	111.0	90.1	93.3	106.3	116.2	99.1	106.9	113.7	350.6	400.7	435.9
한미정밀화학	25.9	30.0	21.6	29.6	25.9	30.0	21.6	29.6	100.5	107.1	107.1
연결조정	26.4	30.6	22.4	27.2	26.6	26.7	25.7	26.6	101.7	106.6	105.7
매출총이익	207.1	180.2	198.8	219.4	209.7	203.0	214.5	231.0	718.6	805.4	858.2
GPM (%)	57.3	52.6	54.5	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.0	54.6	54.0
영업이익	59.9	33.2	57.5	66.0	57.8	52.2	67.2	74.3	158.1	216.6	251.4
% YoY	46.6	5.0	22.9	70.0	(3.6)	57.5	16.8	12.5	26.1	37.0	16.1
OPM (%)	16.6	9.7	15.8	16.3	14.9	13.9	16.9	17.4	11.9	14.7	15.8
당기순이익	49.7	18.8	60.5	45.9	44.2	39.6	53.0	58.3	101.6	174.8	195.1
% YoY	98.3	(17.3)	93.4	103.4	(11.0)	110.9	(12.4)	27.0	24.6	72.1	11.6
NPM (%)	13.8	5.5	16.6	11.3	11.4	10.5	13.3	13.6	7.6	11.9	12.3

자료: 한미약품, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	비고
영업 가치 (A)	4,822.0
신약 가치 (B)	628.7
1) NASH dual agonist	285.7
2) NASH triple agonist	343.0
순차입금 (C)	164.4
주주가치 (D=A+B-C)	5,286.3
주식수 (E)	12,441천주
적정주가 (F=D/E)	430,000원

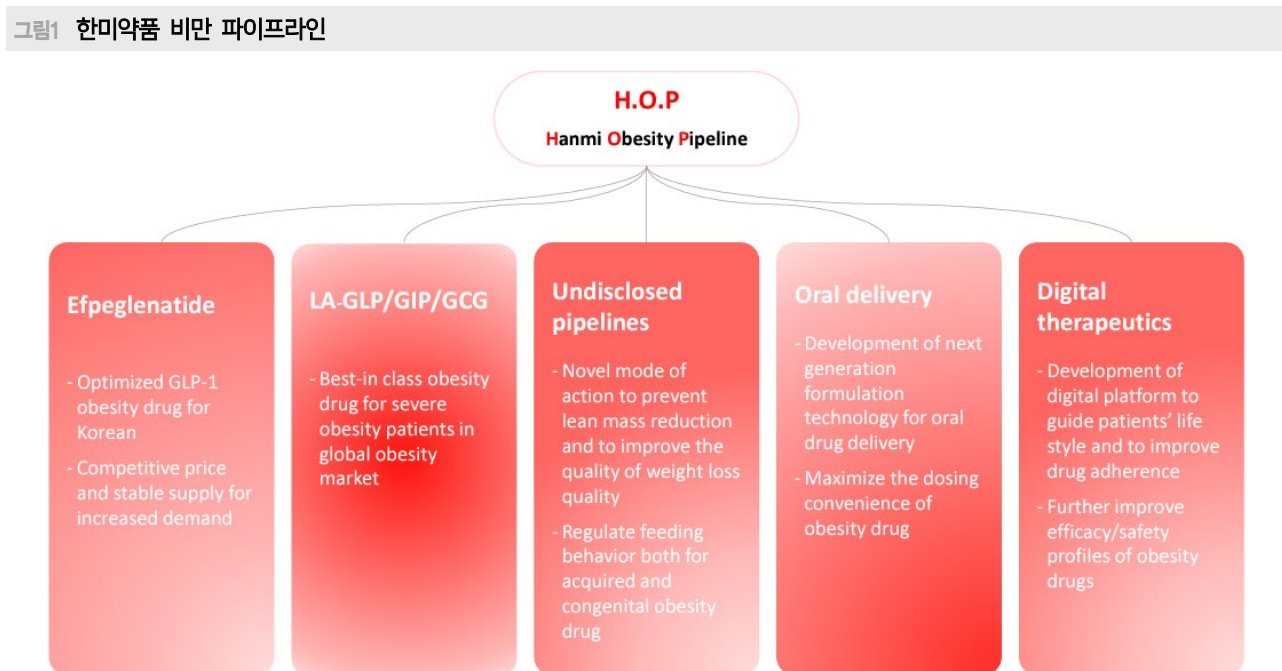
자료: 메리츠증권 리서치센터

		비고
취득 주식수	20,651,295	
보통주 가격	37,300원	
취득 금액	7,703억원	
취득 방식	1) 주식양수도	송영숙 외 2인의 한미사이언스 보통주 7,440,674주 OCI 홀딩스에 양도
	2) 현물출자	송영숙, 임주현의 한미사이언스 보통주 6,776,305주 OCI 홀딩스에 현물출자
	3) 신주배정	제3자배정(유상증자)으로 한미사이언스 보통주 6,434,316주 OCI 홀딩스가 신주인수

자료: DART, 메리츠증권 리서치센터

거래 전			거래 후		
실명	보유주식수	지분율	실명	보유주식수	지분율
송영숙 회장	8,156,027	11.7	OCI 홀딩스	20,651,295	27.0
임주현 사장	7,132,310	10.2	송영숙/임주현 및 그 외 2인	2,547,884	3.3
임종윤 사장	6,935,031	9.9	임종윤 사장	6,935,031	9.1
임종훈 사장	7,389,428	10.6	임종훈 사장	7,389,428	9.7
총 주식수	69,956,940	100		76,391,256	100

자료: DART, 메리츠증권 리서치센터



자료: 한미약품

그림2 한미약품 신약 파이프라인 현황

	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	Registration	Approved
Obesity/ NASH/ Diabetes	LAPSGlucagon Combo [HM15136+에피글레나타이드] 비만/대사성질환		LAPSGLP/GCG [에피노레그두타이드] 비알콜성 지방간염	LAPSExd4 Analog [에피글레나타이드] 제2형 당뇨병, 비만		
	LA-GLP/GIP/GCG [HM15275] 비만		LAPSTriple Agonist [에포시페그트루타이드] 비알콜성 지방간염			
Oncology	SOS1 [HM99462] 고형암	롤론티스(Rolontis) [®] [에플라레그라스틴] *우유감수성 (단일두아약제)	pan-RAF 저해제 [벨바라페닙] BRAF변이 및 복합 고형암	pan-HER [포지오티닙] HER2 exon20 변이 NSCLC 2차 치료요법	오락솔 (Oraxol) [®] [파롤리탁셀+엔서퀴다] 유방암 등 고형암	롤론티스(Rolontis) [®] [에플라레그라스틴] 호중구 감소증
	LAPSJL-2 Analog [HM16390] 고형암	pan-RAF 저해제 [벨바라페닙] 즉석종 등 고형암	CCR4 [FLX476] 고형암			
		PD-1/HER2 BsAb [BH2950] 고형암	BTK [로셀티닙] B세포림프종			
		MKI [투스페티닙] 급성골수성 백혈병				
		EZH1/2 저해제 [HM97662] 고형암 및 혈액암				
		PD-L1/4-1BB BsAb [BH3120] 고형암				
Rare Diseases/ Other	LAPSTriple Agonist [HM15211] 복발성 폐성유증		LAPSGlucagon Analog [HM15136] 선천성 고인슐린증			히알루마주 [히알루론산나트륨] 술관절의 골관절염
	Long-acting GLA [HM15421] 파브리병		LAPSGLP-2 Analog [HM15912] 단장 증후군			
			LAPShGH [에페소마트로핀] 성장호르몬 결핍증			
			루미네이트(Luminate) [®] [ALG-1001] 건성노인성황반병성			

B : 복경한미 : FDA 승인 품목

자료: 한미약품

한미약품 (128940)

Income Statement

(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
매출액	1,331.6	1,474.8	1,589.3	1,738.5	1,901.7
매출액증가율(%)	10.7	10.8	7.8	9.4	9.4
매출원가	613.0	669.3	731.1	799.7	874.8
매출총이익	718.6	805.5	858.2	938.8	1,026.9
판매관리비	560.5	588.8	606.8	640.5	669.9
영업이익	158.1	216.6	251.4	298.2	357.0
영업이익률(%)	11.9	14.7	15.8	17.2	18.8
금융손익	-15.5	-23.0	-22.1	-17.9	-13.3
중속/관계기업손익	-8.5	-1.8	-1.7	-1.6	0.0
기타영업외손익	-13.0	2.6	1.9	1.6	-12.0
세전계속사업이익	121.0	194.4	229.6	280.4	331.8
법인세비용	19.5	19.6	34.4	42.1	44.3
당기순이익	101.6	174.9	195.1	238.3	287.5
지배주주지분 순이익	82.8	153.3	176.4	215.4	259.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	162.3	187.0	276.9	305.0	353.4
당기순이익(손실)	101.6	174.9	195.1	238.3	287.5
유형자산상각비	84.4	86.1	83.7	81.0	70.8
무형자산상각비	12.5	12.5	13.9	14.7	20.3
운전자본의 증감	-73.7	-70.7	-15.8	-29.1	-25.2
투자활동 현금흐름	-181.4	-93.6	-88.1	-94.9	-94.7
유형자산의증가(CAPEX)	-29.3	-34.4	-60.0	-60.0	-50.0
투자자산의감소(증가)	-27.3	-18.4	-2.6	-4.8	-3.5
재무활동 현금흐름	-36.9	-134.6	-53.8	-53.8	-35.7
차입금의 증감	-41.3	-149.8	-47.8	-47.7	-29.6
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-61.9	-38.3	135.0	156.3	223.0
기초현금	209.2	147.3	109.1	244.1	400.3
기말현금	147.3	109.1	244.1	400.3	623.3

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
유동자산	694.2	741.7	910.2	1,128.3	1,404.1
현금및현금성자산	147.3	109.1	244.1	400.3	623.3
매출채권	178.4	206.3	217.3	237.5	259.8
재고자산	266.2	308.0	324.3	354.4	372.1
비유동자산	1,230.4	1,208.4	1,193.5	1,182.6	1,174.9
유형자산	887.6	836.8	813.1	792.1	771.3
무형자산	84.6	86.3	92.5	97.8	107.4
투자자산	71.7	88.7	91.3	96.2	99.7
자산총계	1,924.6	1,950.1	2,103.7	2,310.9	2,579.1
유동부채	676.8	672.1	643.8	625.3	620.5
매입채무	39.7	45.9	48.4	52.9	57.8
단기차입금	369.1	319.1	299.1	279.1	269.1
유동성장기부채	117.1	132.5	112.5	92.5	82.5
비유동부채	238.6	124.9	117.7	111.1	102.7
사채	74.9	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	142.4	102.6	94.6	86.6	76.6
부채총계	915.4	797.0	761.4	736.5	723.2
자본금	30.8	31.4	31.4	31.4	31.4
자본잉여금	412.6	412.0	412.0	412.0	412.0
기타포괄이익누계액	13.2	0.6	0.6	0.6	0.6
이익잉여금	452.3	599.5	769.9	979.2	1,232.9
비지배주주지분	137.4	149.7	168.5	191.4	219.1
자본총계	1,009.2	1,153.1	1,342.3	1,574.5	1,855.8

Key Financial Data

	2022	2023E	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	103,938	115,120	124,055	135,701	148,441
EPS(지배주주)	6,463	11,968	13,765	16,812	20,279
CFPS	21,448	24,762	27,256	30,752	34,048
EBITDAPS	19,900	24,601	27,240	30,752	34,985
BPS	68,056	78,326	91,624	107,960	127,763
DPS	481	481	481	481	481
배당수익률(%)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
Valuation(Multiple)					
PER	45.2	29.5	23.6	19.3	16.0
PCR	13.6	14.2	11.9	10.6	9.5
PSR	2.8	3.1	2.6	2.4	2.2
PBR	4.3	4.5	3.5	3.0	2.5
EBITDA(십억원)	254.9	315.2	349.0	394.0	448.2
EV/EBITDA	16.8	15.6	12.6	10.7	8.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.9	16.4	16.2	16.8	17.2
EBITDA 이익률	19.1	21.4	22.0	22.7	23.6
부채비율	90.7	69.1	56.7	46.8	39.0
금융비용부담률	1.7	1.9	1.6	1.4	1.2
이자보상배율(x)	7.0	7.6	9.6	12.5	16.2
매출채권회전율(x)	6.7	7.7	7.5	7.6	7.6
재고자산회전율(x)	5.2	5.1	5.0	5.1	5.2

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.6%
중립	14.4%
매도	0.0%

2023년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한미약품 (128940) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

