

한미약품

(128940.KS)

밸류에이션 프리미엄이 정당화되는 제약사 (4Q 2023P review)

투자의견

BUY(유지)

목표주가

440,000 원(상향)

현재주가

318,500 원(02/02)

시가총액

4,080(십억원)

제약/바이오 권해순_02)368-6181_hskwon@eugenefn.com

- 투자의견 BUY 및 목표주가 44만원(종전 36만원)으로 상향, 종전 대비 2024E 영업이익 +17.5% 상향 조정
- 이익 고성장세와 신약 파이프라인 미래 가치를 감안하면 현 주가 수준에서 투자 매력 높다고 판단
- 4Q23P 연결 매출액 4,224억원(+20.3%yoY, +15.8%qoq) 및 영업이익 701억원(+80.5%yoY, +21.9%qoq)으로 당사 및 시장 컨센서스 상회, MK-6024(임상 2b상 진입으로 마일스톤 약 200억 유입, 내수부문 매출 고성장)
- 2023P 연결 매출액 및 영업이익 1조 491억원(+12%yoY), 영업이익 2,207억원(+39.6%yoY): 국내 제약기업 1위
- [한미약품] 주력품목인 2023년 로수젯 매출액 약 1,800억원(별도 매출액 16%비중) 매출 고성장세 지속 (+19.3%yoY), 국내 고지혈증 환자 증가와 우수한 임상 데이터에 근거한 마케팅으로 2024년에도 고성장 예상
- [북경한미] 2023년 매출 성장을 +13.4%yoY, 영업이익률 24.6%, 4분기 연구개발비가 증가했으나 연간 실적 기준 이익 고성장 지속, 북경한미 영업이익은 2023년 연결 영업이익의 44.3% 비중
- [한미정밀화학] 2023년 적자이나 2023년 4분기부터 흑자 전환. 2024년 CMO로서 역량 강화 기대
- 글로벌 제약사 Merck가 개발 중인 MASH 치료제(MK-6024) 듀얼아고니스트: 임상 2b상 2025년말 완료 예정

주가(원, 02/02)	318,500
시가총액(십억원)	4,080

발행주식수	12,811천주
52주 최고가	377,000원
최저가	245,000원
52주 일간 Beta	0.78
60일 일평균거래대금	173억원
외국인 지분율	16.5%
배당수익률(2023E)	0.2%

주주구성	
한미사이언스 (외 2인)	41.4%
국민연금공단 (외 1인)	11.3%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-9.0	19.4	13.4
절대기준	-11.0	19.3	19.3

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	440,000	360,000	▲
영업이익(24)	244	208	▲
영업이익(25)	271	224	▲

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E
매출액	1,203	1,332	1,491	1,620
영업이익	125	158	221	244
세전손익	104	121	194	231
당기순이익	81	102	185	191
EPS(원)	5,335	6,591	12,414	13,140
증감률(%)	460.4	23.5	92.1	5.9
PER(배)	50.8	45.2	25.7	24.2
ROE(%)	8.7	9.9	17.3	15.8
PBR(배)	4.1	4.2	4.1	3.5
EV/EBITDA(배)	18.1	16.3	13.8	12.6

자료: 유진투자증권

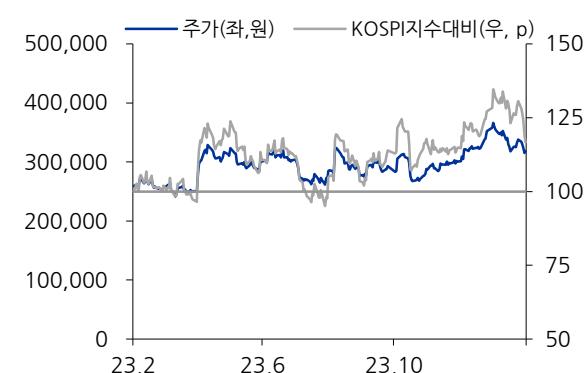


도표 1. 4Q23P Review (연결기준)

(단위: 십억원, %, %p)	4Q23P				1Q24E			2023	2024E		2025E		
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	yoY	qoq	예상치	yoY	예상치	yoY	
매출액	422.4	345.0	22	401.2	5	400.2	11	-5	1,409.9	1,620.0	15	1,794.4	11
영업이익	70.1	48.7	44	64.3	9	61.1	2	-13	220.7	244.3	11	271.3	11
순이익	30.3	37.0	-18	35.0	-13	41.3	-4	36	159.3	165.1	-4	184.2	12
영업이익률	17	14	2	16	1	15	18	-1	16	15	-1	15	-
순이익률	42	11	-4	9	2	10	-41	3	15	15	-2	10	-

자료: 한미약품, 유진투자증권

도표 2. 한미약품 연결 실적 추정치 변경: 2024년 예상 영업이익 +17% 상향조정

(단위: 십억원)	수정 후			수정 전		Change (% , %p)	
	2023P	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	1,409.9	1,620.0	1,794.4	1,545.2	1,644.8	4.8	7.8
영업이익	220.7	244.3	271.3	208.0	224.1	17.5	21.1
순이익	159.3	165.1	184.2	141.4	152.7	16.7	20.6
영업이익률 %	15.7	15.1	15.1	13.5	13.5	1.6	1.7
순이익률 %	12.0	10.2	10.3	9.2	9.2	1.0	1.1

자료: 한미약품, 유진투자증권

도표 3. 한미약품 목표주가 산정

목표주가 구성요소	가치	단위	
1. 영업 가치	4,985	(십억원)	2024년 예상 순이익 1,651 억원, Target P/E 30 배 적용
2. NASH Dual agonist (MK-6024, efinofegdutide)	348	(십억원)	글로벌 임상 2b 상. 2025년 하반기 결과 확인 기대 미국 Merck(MSD)에게 2020년 8월 기술 및 판권 이전 총 계약 규모 8,700 억원의 40% 반영, 출시 후 판매로얄티 제외
3. NASH Triple agonist	221	(십억원)	글로벌 임상 2b 상 진행 중. 중간결과 확인 기대. 기술 이전 추진 중 Dual agonist(MK-6024, efinofegdutide)의 가치를 50% 할인
4. 기타 파이프라인 가치	174	(십억원)	ORASCOVERY, 벨바라페닙, 투스페티닙, ALB 1001 등 총 계약금액 1.5 조원의 15% 반영
가치 합계	5,695	(십억원)	
목표주가	440,000	(원)	주당 가치 444,558 원

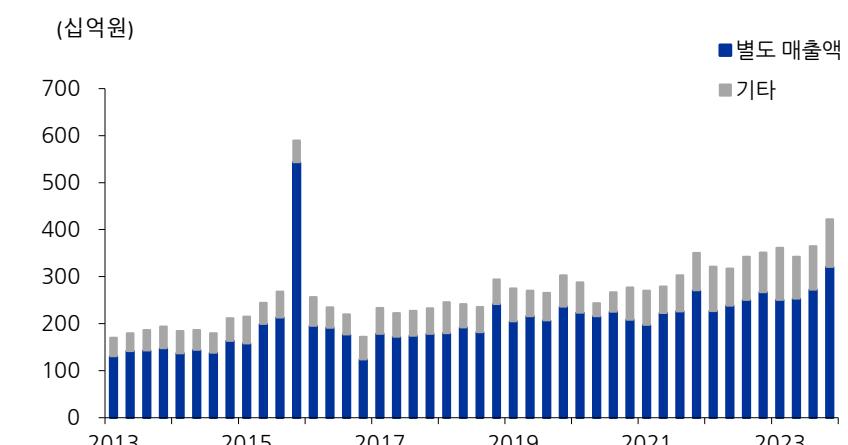
자료: 유진투자증권

도표 4. 한미약품 별도 및 연결 종속회사 실적 추이

(단위: 십억원, %, %pt)	2021				2022				2023				
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	
한미약품	매출액	197	223	226	271	227	238	251	267	251	253	272	321
	영업이익	11	10	18	22	17	14	23	25	31	16	32	54
	순이익	6	3	10	5	17	9	13	12	25	30	27	20
	OPM	6	4	8	8	7	6	9	9	12	6	12	17
	NPM	3	1	4	2	7	4	5	4	10	12	10	6
북경한미	매출액	73	60	75	80	95	79	90	85	111	90	93	103
	영업이익	19	9	19	20	26	17	24	11	31	22	26	19
	순이익	17	7	19	17	23	16	22	10	28	21	24	6
	OPM	26	15	25	25	27	22	27	13	28	24	28	18
	NPM	23	12	25	21	24	20	24	12	25	23	26	6
한미정밀화학	매출액	20	22	19	26	24	24	24	30	26	30	21	34
	영업이익	(3)	(3)	(0.4)	1	5	2	(5)	1.3	(3)	(0.5)	(1.5)	2
	순이익	(3)	(2)	(0.4)	(1)	3	2	(7)	9	(4)	(1.3)	(1.4)	1
	OPM	(15)	(14)	(2)	4	21	8	(21)	4	(12)	(1.8)	(6.9)	4.9
	NPM	(15)	(9)	(2)	(4)	13	8	(29)	30	(15)	(4.2)	(6.3)	4.1

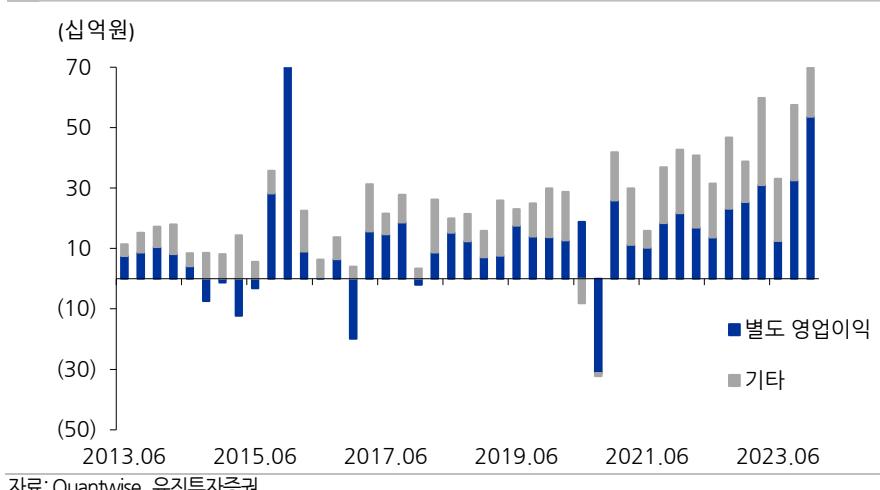
자료: 한미약품, 유진투자증권

도표 5. 한미약품 별도 및 기타부문(연결-별도) 매출액 분기별 추이



자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 6. 한미약품 별도 및 기타부문 영업이익 분기별 추이



자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 7. 한미약품 연결 및 별도 영업이익률 분기별 추이

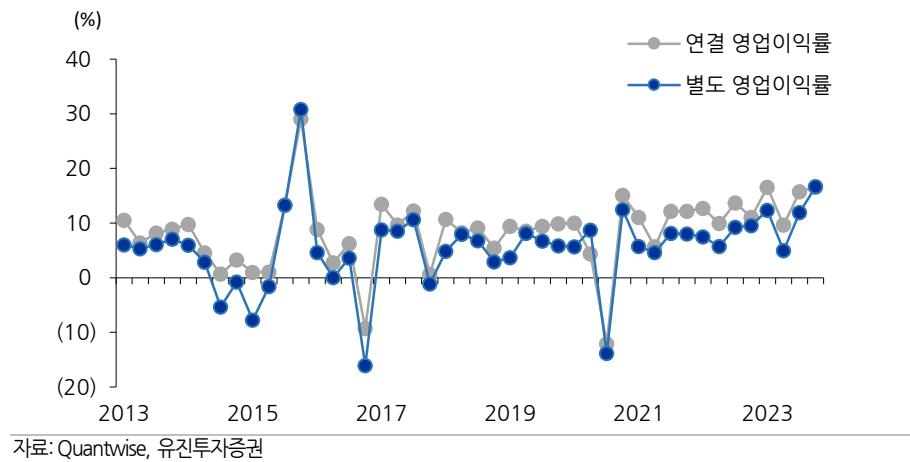


도표 8. 국내 고지혈증 치료제 제품별 매출액 추이 (Ubist 원외처방전 기준)

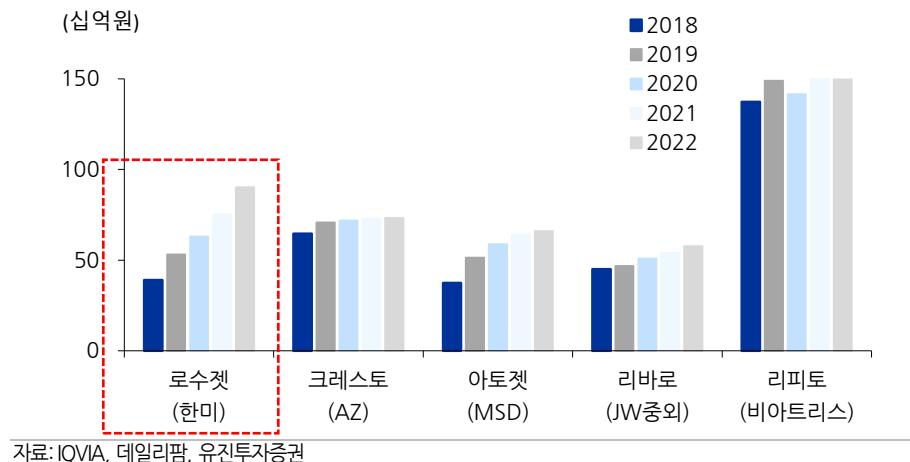


도표 9. 한미약품 12M Fwd P/E valuation 차트

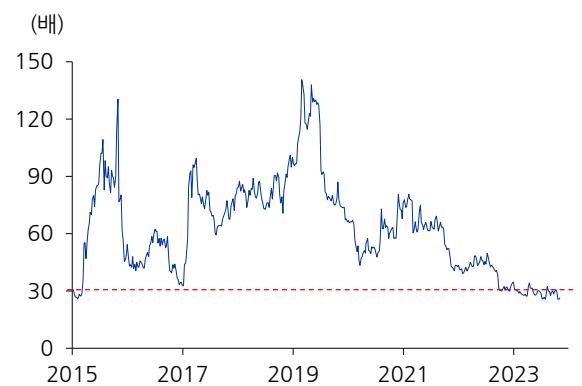
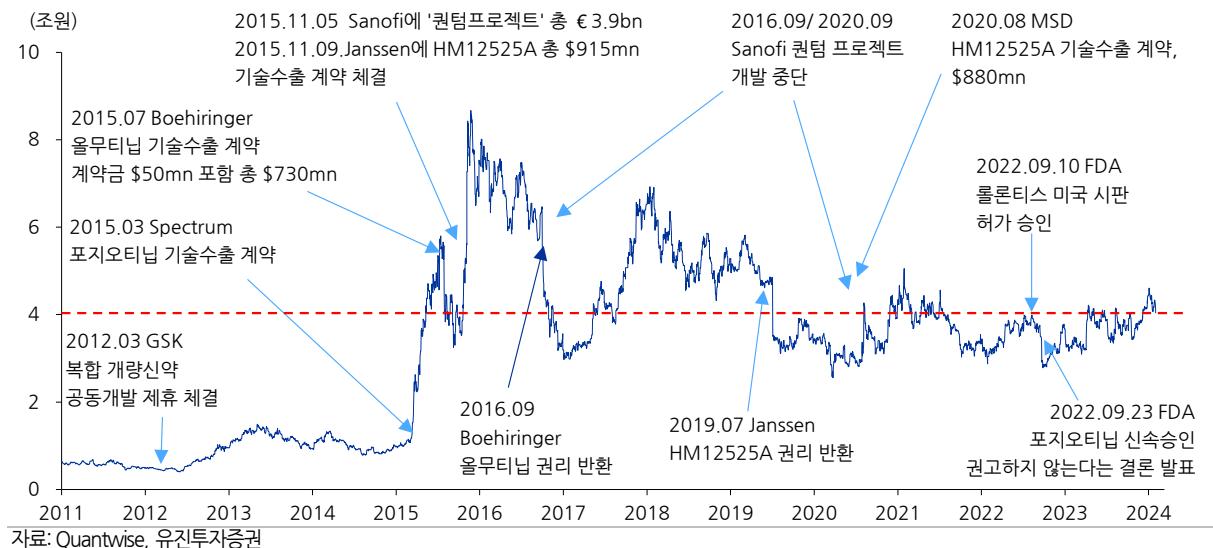


도표 10. 한미약품 12M Fwd P/B valuation 차트



도표 11. 한미약품 시가총액 및 이벤트 차트



한미약품 (128940.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	1,937	1,925	1,957	2,129	2,320
유동자산	704	694	805	1,029	1,267
현금성자산	212	237	276	473	683
매출채권	223	180	161	169	178
재고자산	250	266	356	376	395
비유동자산	1,233	1,230	1,153	1,100	1,053
투자자산	208	258	242	252	262
유형자산	945	888	826	764	707
기타	80	85	84	84	83
부채총계	1,008	915	843	856	869
유동부채	649	677	720	733	745
매입채무	161	160	228	241	253
유동성이자부채	455	489	464	464	464
기타	33	27	28	28	28
비유동부채	360	239	123	123	124
비유동성이자부채	301	226	112	112	112
기타	58	13	11	11	12
자본총계	928	1,009	1,114	1,273	1,451
지배자분	803	872	969	1,127	1,305
자본금	30	31	31	31	31
자본잉여금	413	413	412	412	412
이익잉여금	397	452	605	764	942
기타	(37)	(24)	(80)	(80)	(80)
비자배지분	125	137	145	145	145
자본총계	928	1,009	1,114	1,273	1,451
총차입금	756	715	576	576	576
순차입금	545	478	300	103	(107)

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,203	1,332	1,491	1,620	1,794
증가율(%)	11.8	10.7	12.0	8.7	10.8
매출원가	570	613	662	713	790
매출총이익	633	719	829	907	1,005
판매 및 일반관리비	507	560	609	663	734
기타영업손익	(5)	10	9	9	11
영업이익	125	158	221	244	271
증가율(%)	156.1	26.1	39.6	10.7	11.1
EBITDA	215	255	317	331	353
증가율(%)	94.4	18.8	24.4	4.5	6.5
영업외손익	(22)	(37)	(27)	(14)	(14)
이자수익	6	8	7	10	11
이자비용	17	23	29	28	28
지분법손익	(0)	(9)	4	10	10
기타영업손익	(11)	(14)	(9)	(6)	(7)
세전순이익	104	121	194	231	258
증가율(%)	368.6	16.7	60.3	18.9	11.7
법인세비용	22	19	9	39	44
당기순이익	81	102	185	191	213
증가율(%)	371.3	24.6	82.1	3.4	11.6
지배주주지분	67	83	159	165	184
증가율(%)	460.4	23.5	92.1	3.8	11.6
비자배지분	14	19	25	26	29
EPS(원)	5,335	6,591	12,414	13,140	14,663
증가율(%)	460.4	23.5	92.1	5.9	11.6
수정EPS(원)	5,335	6,591	12,414	13,140	14,663
증가율(%)	460.4	23.5	92.1	5.9	11.6

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업현금	202	162	194	227	240
당기순이익	81	102	184	191	213
자산상각비	89	97	97	87	81
기타비현금성손익	101	73	(36)	(65)	(68)
운전자본증감	(54)	(74)	(34)	(16)	(15)
매출채권감소(증가)	(77)	37	8	(9)	(9)
재고자산감소(증가)	19	(14)	(81)	(19)	(19)
매입채무증가(감소)	10	(3)	30	12	12
기타	(6)	(94)	9	0	0
투자현금	(43)	(181)	(16)	(27)	(27)
단기투자자산감소	(7)	(93)	(5)	(3)	(3)
장기투자증권감소	0	(26)	2	8	8
설비투자	20	29	21	12	12
유형자산처분	0	1	2	0	0
무형자산처분	(14)	(20)	(11)	(12)	(12)
재무현금	(113)	(37)	(124)	(6)	(6)
차입금증가	(103)	(27)	(103)	0	0
자본증가	(11)	(10)	(9)	(6)	(6)
배당금지급	6	6	6	6	6
현금 증감	63	(62)	57	193	207
기초현금	146	209	147	204	398
기말현금	209	147	204	398	605
Gross Cash flow	275	275	271	242	256
Gross Investment	90	162	46	40	40
Free Cash Flow	185	112	225	203	216

주요투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	5,335	6,591	12,414	13,140	14,663
BPS	66,476	70,780	77,097	89,747	103,920
DPS	481	490	490	490	490
밸류에이션(배, %)					
PER	50.8	45.2	25.7	24.2	21.7
PBR	4.1	4.2	4.1	3.5	3.1
EV/EBITDA	18.1	16.3	13.8	12.6	11.3
배당수익률	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
PCR	12.4	13.6	15.1	16.5	15.6
수익성(%)					
영업이익률	10.4	11.9	14.8	15.1	15.1
EBITDA이익률	17.8	19.1	21.3	20.5	19.7
순이익률	6.8	7.6	12.4	11.8	11.9
ROE	8.7	9.9	17.3	15.8	15.1
ROIC	6.8	9.3	15.0	15.0	17.1
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	58.7	47.4	26.9	8.1	(7.3)
유동비율	108.5	102.6	111.7	140.4	170.0
이자보상배율	7.6	7.0	7.7	8.8	9.7
활동성(회)					
총자산회전율	0.6	0.7	0.8	0.8	0.8
매출채권회전율	6.5	6.6	8.8	9.8	10.3
재고자산회전율	4.3	5.2	4.8	4.4	4.7
매입채무회전율	8.4	8.3	7.7	6.9	7.3

자료: 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2023.12.31 기준)

