

한미약품 (128940/KS)

견조한 실적 속 파이프라인 가치에 주목

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 440,000 원(유지)

현재주가: 318,500 원

상승여력: 38.1%



Analyst
이동건

dglee@sk.com.kr
3773-9909

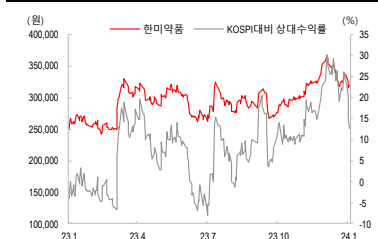
Company Data

발행주식수	1,281 만주
시가총액	4,080 십억원
주요주주	
한미사이언스(외2)	41.43%
국민연금공단	11.34%

Stock Data

주가(24/02/02)	318,500 원
KOSPI	2,615.31pt
52주 최고가	366,500 원
52주 최저가	241,849 원
60일 평균 거래대금	18 십억원

주가 및 상대수익률



4Q23 Review: Dual Agonist 마일스톤 및 제품 호조로 호실적 달성

4Q23 연결 매출액 및 영업이익은 각각 4,224 억원(+20.3% YoY, 이하 YoY 생략), 701 억원(+80.5%, OPM 16.6%)을 시현했다. 매출액은 컨센서스 및 당사 추정치에 부합, 영업이익은 약 10% 상회한 실적을 기록했다.

1) 별도 매출액 및 영업이익은 각각 3,209 억원(+20.3%), 536 억원(+111.2%, OPM 16.7%)을 시현했다. 로수젯 등 주요 품목들의 견조한 성장세가 이어진 가운데 국내 독감 수요 급증에 따라 제품 매출은 전년동기대비 11.8% 증가했다. 한편 별도 호실적에는 제품 매출 호조뿐만 아니라 기술료 수익의 증가 또한 유의미하게 기여했다. GLP/GCG agonist '에피노페그트루타이드' 임상 2b 상 진입에 따른 마일스톤이 4Q23 중 이뤄진 것으로 파악된다. 2) 북경한미 매출액 및 영업이익은 각각 1,033 억원(+22.5%), 191 억원(+70.5%, OPM 18.5%)을 기록했다. 계절적 성수기 속 폐렴 등 영향으로 호흡기 제품들의 매출은 전년동기 및 전분기대비 증가했으나 일부 파이프라인 관련 연구개발비 증가 영향으로 OPM은 전분기대비 9.4%p 하락했다. 3) 한미정밀화학 매출액은 CDMO 매출 증가에 힘입어 336 억원(+13.5%), 영업이익은 16 억원(+23.1%, OPM 4.8%)을 달성했다.

2024 년에도 견조한 실적. 주가 모멘텀은 실적보단 R&D 파이프라인

2024 년 연결 매출액 및 영업이익을 각각 1조 6,206 억원(+8.7%), 2,327 억원(+5.4%, OPM 14.4%)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. 다만 전년대비 기술료 수익 감소, R&D 비용 증가 등 영향으로 영업이익률은 소폭 하락할 것으로 예상된다. 따라서 2024 년 한미약품 주가의 Key는 R&D 파이프라인 모멘텀에서 찾아야 할 것이다. 특히 MASH 파이프라인 가치 부각 가능성에 주목할 필요가 있다. 1Q24 첫 MASH 치료제의 허가 가능성이 존재하는 가운데(마드리갈의 레스메티롬) 허가 획득 시 그간 unmet needs 가 높았던 MASH 시장 특성 상 후속 개발 파이프라인들에 대한 관심도 높아질 전망이다. 특히 자체 2b 상 진행 중인 '에포시페그트루타이드'를 보유, 잠재적 기술이전 가능성 역시 높다.

펀더멘털과 무관한 지주사 이슈로 주가 하락 시 매수 기회

최근 주가는 한미사이언스-OCI 통합 이슈로 변동성이 확대됐다. 하지만 이는 한미약품의 펀더멘털과 무관한 이슈다. 오히려 소극적이었던 투자 감안 시 통합 이후 지주사의 재무건전성 확보 관점에서는 긍정적이다. 하락 시 매수 기회로 판단한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	1,076	1,203	1,332	1,491	1,621	1,753
영업이익	십억원	49	125	158	221	233	284
순이익(지배주주)	십억원	12	67	83	139	139	173
EPS	원	934	5,232	6,463	10,865	10,889	13,476
PER	배	371.1	50.8	45.2	32.4	29.2	23.6
PBR	배	5.9	4.1	4.1	4.3	3.5	3.0
EV/EBITDA	배	46.2	18.7	16.8	15.8	15.0	12.7
ROE	%	1.6	8.7	9.9	14.8	13.0	14.1

한미약품 4Q23 실적 요약

(십억원, %)	4Q23P	4Q22	YoY	3Q23	QoQ	Consen	vs. Consen	SKS	vs. SKS
매출액	422.4	351.2	20.3	364.6	15.8	401.2	5.3	414.4	1.9
영업이익	70.1	38.8	80.5	57.5	21.9	64.3	9.0	62.9	11.5
세전이익	56.9	20.7	175.3	56.3	1.1	57.9	(1.8)	56.5	0.8
당기순이익	30.3	22.6	34.3	60.5	(49.9)	43.8	(30.9)	44.0	(31.2)
영업이익률	16.6	11.1		15.8		16.0		15.2	
순이익률	7.2	6.4		16.6		10.9		10.6	

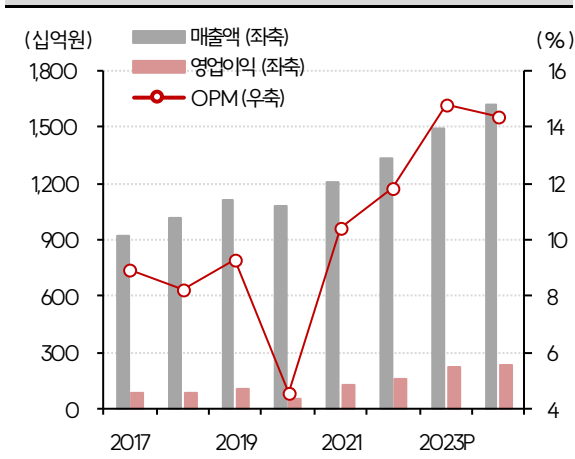
자료: 한미약품, Quantwise, SK 증권 추정 / 주: 연결 기준

한미약품 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	2022	2023P	2024E
매출액	321.1	317.1	342.1	351.2	361.2	342.7	364.6	422.4	1,331.5	1,490.9	1,620.6
YoY	18.8	13.5	12.9	0.2	12.5	8.1	6.6	20.3	10.7	12.0	8.7
한미약품(별도)	226.6	238.0	250.8	266.7	250.7	253.2	272.1	320.9	982.0	1,096.9	1,184.2
제품	187.6	196.8	207.4	221.8	212.1	197.8	228.4	247.9	813.6	886.2	971.0
상품	36.1	38.0	39.7	37.0	32.8	49.8	37.1	46.7	150.8	166.4	174.7
기술료 수익	0.2	0.1	0.1	3.0	0.7	2.9	2.2	19.7	3.4	26.2	18.8
기타	2.7	3.1	3.6	4.9	5.1	2.7	4.4	6.6	14.3	18.8	19.8
북경한미	94.8	78.5	93.0	84.3	111.0	90.1	93.3	103.3	350.6	397.7	433.5
한미정밀화학	23.7	23.9	23.3	29.6	25.9	30.0	21.6	33.6	100.5	111.1	127.8
기타 및 연결조정	(24.0)	(23.3)	(24.9)	(29.4)	(26.4)	(30.6)	(22.3)	(35.4)	(101.6)	(114.9)	(124.9)
매출총이익	172.7	166.0	188.5	191.3	207.1	180.2	198.8	243.2	718.6	829.2	891.7
YoY	18.1	17.4	17.6	3.6	19.9	8.6	5.5	27.1	13.6	15.4	7.5
GPM	53.8	52.3	55.1	54.5	57.3	52.6	54.5	57.6	54.0	55.6	55.0
영업이익	40.9	31.6	46.8	38.8	59.9	33.2	57.5	70.1	158.1	220.7	232.7
YoY	36.4	99.1	26.9	(9.1)	46.6	5.0	22.9	80.5	26.1	39.6	5.4
OPM	12.7	10.0	13.7	11.1	16.6	9.7	15.8	16.6	11.9	14.8	14.4
세전이익	36.4	26.0	37.9	20.7	55.3	25.5	56.3	56.9	121.0	194.0	205.8
YoY	33.7	155.2	18.0	(39.5)	51.9	(2.2)	48.5	175.3	16.7	60.3	6.1
(지배주주)순이익	19.5	18.4	25.4	19.5	43.1	14.0	54.7	27.4	82.8	139.2	139.5
YoY	2.5	159.0	8.4	11.5	121.1	(24.1)	115.6	40.4	23.5	68.1	0.2
NPM	6.1	5.8	7.4	5.5	11.9	4.1	15.0	6.5	6.2	9.3	8.6

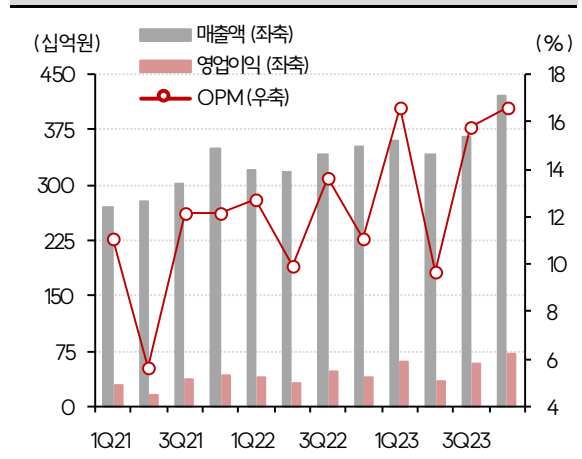
자료: 한미약품, SK 증권 추정 / 주: 연결 기준

한미약품 연간 실적 추이 및 전망



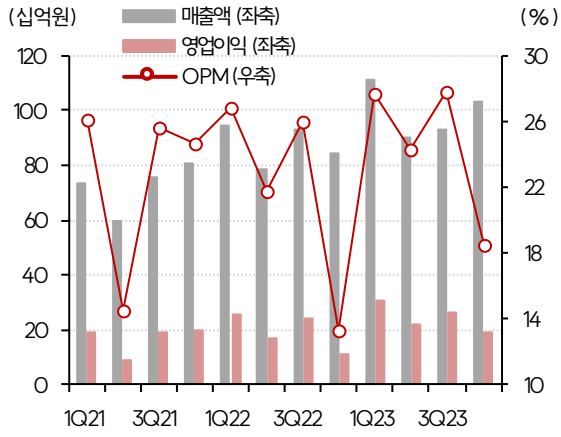
자료: 한미약품, SK 증권 추정 / 주: 연결 기준

한미약품 분기 실적 추이 및 전망



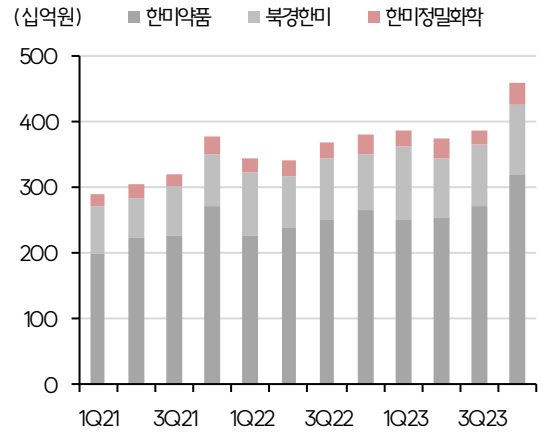
자료: 한미약품, SK 증권 추정 / 주: 연결 기준

북경한미 실적 추이 및 전망



자료: 한미약품, SK 증권 추정

부문별 분기 매출 추이 및 전망



자료: 한미약품, SK 증권 추정

한미약품 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 2차 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	Poseltinib (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, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	704	694	790	904	1,055
현금및현금성자산	209	147	176	237	332
매출채권 및 기타채권	223	180	202	219	237
재고자산	250	266	298	324	350
비유동자산	1,233	1,230	1,262	1,269	1,280
장기금융자산	51	71	76	80	84
유형자산	945	888	881	879	881
무형자산	80	85	87	89	91
자산총계	1,937	1,925	2,052	2,173	2,335
유동부채	649	677	664	650	638
단기금융부채	455	489	465	441	419
매입채무 및 기타채무	125	121	136	148	160
단기충당부채	4	0	0	0	0
비유동부채	360	239	225	206	187
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	856	824
지배주주지분	803	872	1,005	1,138	1,305
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	585	719	885
비지배주주지분	125	137	157	178	206
자본총계	928	1,009	1,162	1,317	1,510
부채와자본총계	1,937	1,925	2,052	2,173	2,335

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	215	171	212	220	259
당기순이익(손실)	81	102	159	161	200
비현금성항목등	193	173	136	143	151
유형자산감가상각비	78	84	82	81	81
무형자산상각비	11	12	13	13	14
기타	104	76	41	49	57
운전자본감소(증가)	-54	-74	-42	-35	-35
매출채권및기타채권의감소(증가)	-77	37	-22	-18	-18
재고자산의감소(증가)	19	-14	-32	-26	-26
매입채무및기타채무의증가(감소)	10	-3	15	12	12
기타	-6	-94	-3	-3	-3
법인세납부	-7	-30	-35	-45	-56
투자활동현금흐름	-38	-171	-136	-110	-114
금융자산의감소(증가)	-7	-93	-11	-9	-9
유형자산의감소(증가)	-20	-28	-75	-79	-83
무형자산의감소(증가)	-14	-20	-15	-15	-16
기타	3	-30	-36	-7	-7
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	29	61	96
기초현금	146	209	147	176	237
기말현금	209	147	176	237	333
FCF	195	144	137	141	176

자료 : 한미약품, SK증권 추정

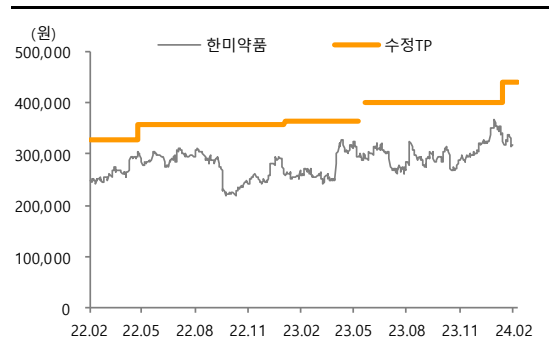
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,203	1,332	1,491	1,621	1,753
매출원가	570	613	662	729	767
매출총이익	633	719	829	892	986
매출총이익률(%)	52.6	54.0	55.6	55.0	56.2
판매비와 관리비	507	560	609	659	702
영업이익	125	158	221	233	284
영업이익률(%)	10.4	11.9	14.8	14.4	16.2
비영업손익	-22	-37	-27	-27	-28
순금융손익	-11	-15	-7	-4	-0
외환관련손익	0	-3	0	0	0
관계기업등 투자손익	-0	-9	-3	-3	-3
세전계속사업이익	104	121	194	206	256
세전계속사업이익률(%)	8.6	9.1	13.0	12.7	14.6
계속사업법인세	22	19	35	45	56
계속사업이익	81	102	159	161	200
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	81	102	159	161	200
순이익률(%)	6.8	7.6	10.7	9.9	11.4
지배주주	67	83	139	139	173
지배주주귀속 순이익률(%)	5.6	6.2	9.3	8.6	9.8
비지배주주	14	19	20	21	27
총포괄이익	107	89	159	161	200
지배주주	84	73	131	132	164
비지배주주	23	16	29	29	36
EBITDA	215	255	315	327	378

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	11.8	10.7	12.0	8.7	8.2
영업이익	156.1	26.1	39.6	5.4	22.0
세전계속사업이익	368.6	16.7	60.3	6.1	24.5
EBITDA	94.4	18.8	23.7	3.7	15.6
EPS	460.4	23.5	68.1	0.2	23.8
수익성 (%)					
ROA	4.3	5.3	8.0	7.6	8.9
ROE	8.7	9.9	14.8	13.0	14.1
EBITDA마진	17.8	19.1	21.1	20.2	21.6
안정성 (%)					
유동비율	108.5	102.6	119.0	139.1	165.4
부채비율	108.6	90.7	76.5	65.0	54.6
순차입금/자기자본	58.7	47.4	34.8	22.2	9.6
EBITDA/이자비용(배)	12.9	11.3	21.3	23.3	28.9
배당성향	8.9	7.4	4.5	4.5	3.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,232	6,463	10,865	10,889	13,476
BPS	65,261	70,942	81,331	91,734	104,715
CFPS	12,186	14,022	18,249	18,233	20,814
주당 현금배당금	471	481	500	500	500
Valuation지표 (배)					
PER	50.8	45.2	32.4	29.2	23.6
PBR	4.1	4.1	4.3	3.5	3.0
PCR	21.8	20.9	19.3	17.5	15.3
EV/EBITDA	18.7	16.8	15.8	15.0	12.7
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%



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 기관투자가 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 02월 05일 기준)

매수	94.83%	중립	5.17%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------