

한미약품 (128940/KS)

파이프라인 가치 제외해도 업사이드는 충분

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 410,000 원(유지)
 현재주가: 293,000 원
 상승여력: 39.9%



Analyst
이동건

dglee@sk.com.kr
 3773-9909

Company Data

발행주식수	1,256 만주
시가총액	3,681 십억원
주요주주	
한미사이언스(외2)	41.42%
국민연금공단	10.41%

Stock Data

주가(23/11/03)	293,000 원
KOSPI	2,368.34 pt
52주 최고가	335,500 원
52주 최저가	246,012 원
60일 평균 거래대금	19 십억원

주가 및 상대수익률



3Q23 Re: 고른 품목 성장 속 비용 통제 효과로 양호한 실적 달성

3Q23 연결 매출액 및 영업이익은 각각 3,646 억원(+6.6% YoY, 이하 YoY 생략), 575 억원(+22.9%, OPM 15.8%)을 시현했다. 당사 추정치 및 컨센서스에 부합한 양호한 실적이다. 1) 한미약품 별도 매출액 및 영업이익은 각각 2,721 억원(+8.5%), 325 억원(+40.5%, OPM 11.9%)을 기록했다. 국내 시장에서 로수젯을 필두로 한 주력 제품들이 고르게 매출 성장을 기록한 가운데 롤베돈 로열티 및 DS(원료의약품) 매출이 반영되며 원가율이 개선됐다. 또한 연구개발비를 포함한 비용 통제가 이뤄지며 영업이익률은 11.9%로 크게 상승했다(+7.0%p QoQ). 한편 수출은 전분기대비 19.0% 감소한 442 억원을 기록했는데, 이는 꾸준한 롤베돈 DS 매출에도 불구하고 코로나19 이후 여름휴가가 3분기에 집중되며 API 및 제이브이엠 매출이 감소한 영향이다. 2) 자회사 북경한미는 매출액 933 억원(+0.3%), 영업이익 260 억원(+7.4%, OPM 27.9%)을 기록했다. 비우호적 환율 효과로 인해 위안화 기준 성장률(매출액 8.5%, 영업이익 16.2%) 대비로는 저조했으나 주요 품목들의 견조한 성장과 효율적 비용 집행을 바탕으로 분기 사상 최고 영업이익률(27.9%)을 기록했다.

4Q23 Dual Agonist 마일스톤 유입 기대. 파이프라인 개발 순항 중

주요 R&D 파이프라인들의 개발은 순항 중이다. 1) MSD 에 기술이전된 NASH 치료제 후보물질 에피노페그듀타이드는 10 월 EASD 에서의 긍정적인 2a 상 하위분석 결과를 발표했으며, 이를 통해 2 형 당뇨병 NASH 환자들을 대상으로 세마글루타이드 대비 우수한 지방간 감소 효과를 확인했다. MSD 는 이르면 연내 300 명을 대상으로 한 2b 상을 개시할 예정이며, 이에 따른 마일스톤 유입도 기대된다. 2) 최근 식약처로부터 비만 치료제 3 상 IND 승인을 획득한 에페글레나타이드는 약 420 명을 대상으로 환자 모집을 개시했으며 2026 년 종료를 목표로 임상을 본격화했다. 원가경쟁력을 기반으로 향후 국내를 비롯해 동양인에 특화된 임상 결과 확보가 이뤄질 경우 유의미한 실적 기여가 기대된다. 3) 추가적으로 현재 전임상 개발 중인 장기지속형 등 다수의 후속 비만 치료제 파이프라인들 역시 1H24 이후 순차적으로 임상 진입이 기대된다.

단기, 중장기 실적도 긍정적. 영업 가치만으로도 업사이드는 최소 16%

4Q23 이후의 실적 모멘텀도 긍정적이다. 한미약품 별도 실적은 롤베돈 로열티 지속 확대 및 주력 제품 매출 성장 지속, 북경한미는 동절기 성수기 진입 및 주요 품목 호실적 지속, 한미정밀화학은 CMO 매출 확대를 통한 수익성 개선 등 기대된다. 보수적 시장 환경을 감안해 파이프라인 가치를 기업가치에 미반영하더라도 영업가치는 4.3 조원으로 추정, 현 주가 기준 영업가치만으로도 최소 16%의 업사이드는 존재한다. 파이프라인 성과, 특히 GLP-1 관련 모멘텀은 +α다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	1,076	1,203	1,332	1,476	1,549	1,643
영업이익	십억원	49	125	158	222	266	282
순이익(지배주주)	십억원	12	67	83	155	160	170
EPS	원	952	5,335	6,591	12,325	12,775	13,526
PER	배	370.9	50.8	45.2	23.8	22.9	21.7
PBR	배	5.8	4.1	4.1	3.5	3.0	2.7
EV/EBITDA	배	46.2	18.7	16.8	13.3	11.4	10.5
ROE	%	1.6	8.7	9.9	16.4	14.6	13.5

한미약품 3Q23 실적 요약

(십억원, %)	3Q23P	3Q22	YoY	2Q23	QoQ	Consen	vs. Consen	SKS	vs. SKS
매출액	364.6	342.1	6.6	342.7	6.4	367.1	(0.7)	372.3	(2.1)
영업이익	57.5	46.8	22.9	33.2	73.5	53.0	8.5	56.6	1.7
세전이익	56.3	37.9	48.5	25.5	121.0	46.9	20.0	48.7	15.5
(지배주주)순이익	54.7	25.4	115.6	14.0	291.3	33.8	62.1	32.6	67.9
영업이익률	15.8	13.7		9.7		14.4		15.2	
순이익률	15.0	7.4		4.1		9.2		8.8	

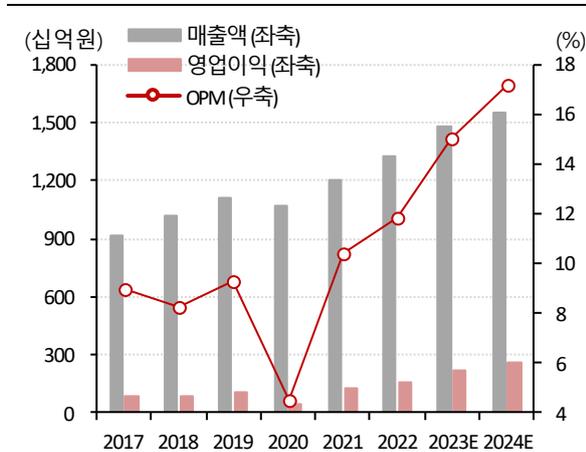
자료: 한미약품, FnGuide, SK 증권 추정 / 주: 연결 기준

한미약품 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	321.1	317.1	342.1	351.2	361.2	342.7	364.6	407.4	1,331.5	1,476.0	1,549.0
YoY	18.8	13.5	12.9	0.2	12.5	8.1	6.6	16.0	10.7	10.8	4.9
한미약품(별도)	226.6	238.0	250.8	266.7	250.7	253.2	272.1	304.3	982.0	1,080.4	1,108.8
제품	187.6	196.8	207.4	221.8	212.1	197.8	228.4	241.8	813.6	880.1	907.2
상품	36.1	38.0	39.7	37.0	32.8	49.8	37.1	37.0	150.8	156.7	164.5
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	5.1	14.3	17.4	18.3
북경한미	94.8	78.5	93.0	84.3	111.0	90.1	93.3	96.9	350.6	391.3	430.5
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)	(25.4)	(26.4)	(101.6)	(108.8)	(111.3)
매출총이익	172.7	166.0	188.5	191.3	207.1	180.2	198.8	230.0	718.6	816.1	884.0
YoY	18.1	17.4	17.6	3.6	19.9	8.6	5.4	20.2	13.6	13.6	8.3
GPM	53.8	52.3	55.1	54.5	57.3	52.6	54.5	56.5	54.0	55.3	57.1
영업이익	40.9	31.6	46.8	38.8	59.9	33.2	57.5	71.3	158.1	221.9	265.8
YoY	36.4	99.1	26.9	(9.1)	46.6	5.0	22.9	83.5	26.1	40.3	19.8
OPM	12.7	10.0	13.7	11.1	16.6	9.7	15.8	17.5	11.9	15.0	17.2
세전이익	36.4	26.0	37.9	20.7	55.3	25.5	56.3	63.9	121.0	200.9	239.0
YoY	33.7	155.2	18.0	(39.5)	51.9	(2.2)	48.5	209.1	16.7	66.1	18.9
(지배주주)순이익	19.5	18.4	25.4	19.5	43.1	14.0	54.7	43.0	82.8	154.8	160.5
YoY	2.5	159.0	8.4	11.5	121.1	(24.1)	115.6	120.7	23.5	87.0	3.6
NPM	6.1	5.8	7.4	5.5	11.9	4.1	15.0	10.6	6.2	10.5	10.4

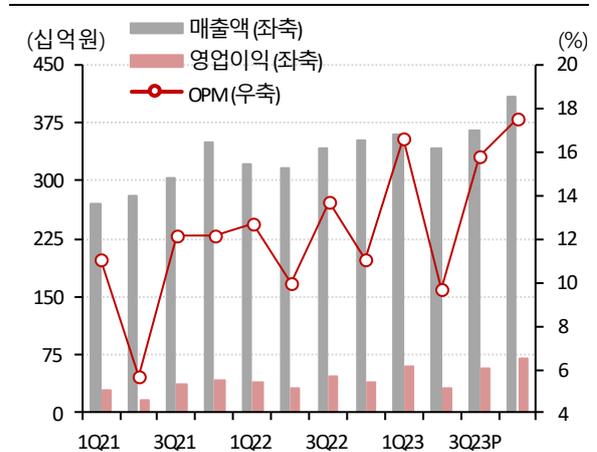
자료: 한미약품, SK 증권 추정 / 주: 연결 기준

한미약품 연간 실적 추이 및 전망



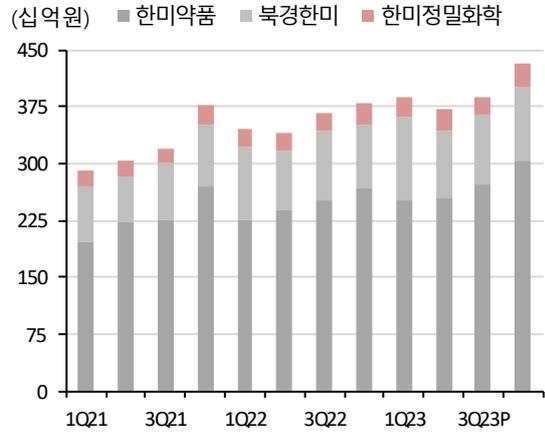
자료: 한미약품, SK 증권 추정 / 주: 연결 기준

한미약품 분기 실적 추이 및 전망



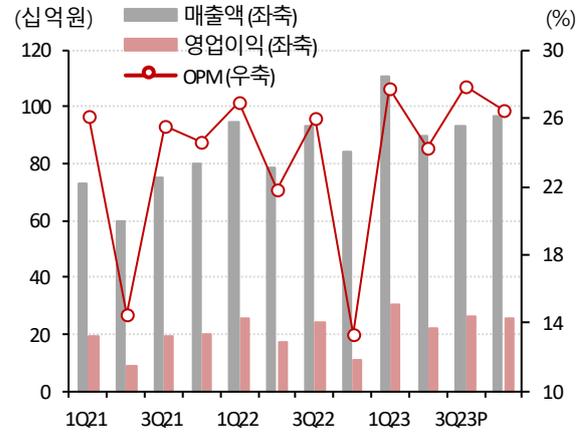
자료: 한미약품, SK 증권 추정 / 주: 연결 기준

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) 단장증후군		
			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	809	946	1,094
현금및현금성자산	209	147	201	308	417
매출채권 및 기타채권	223	180	200	209	222
재고자산	250	266	295	310	328
비유동자산	1,233	1,230	1,261	1,265	1,274
장기금융자산	51	71	75	77	80
유형자산	945	888	881	879	881
무형자산	80	85	87	89	91
자산총계	1,937	1,925	2,070	2,211	2,368
유동부채	649	677	663	643	628
단기금융부채	455	489	465	441	419
매입채무 및 기타채무	125	121	135	141	150
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	888	849	814
지배주주지분	803	872	1,021	1,175	1,339
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	601	755	919
비지배주주지분	125	137	161	187	216
자본총계	928	1,009	1,182	1,362	1,554
부채외자본총계	1,937	1,925	2,070	2,211	2,368

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	215	171	235	260	267
당기순이익(손실)	81	102	179	186	198
비현금성항목등	193	173	123	149	148
유형자산감가상각비	78	84	82	81	81
무형자산상각비	11	12	13	13	14
기타	104	76	28	55	54
운전자본감소(증가)	-54	-74	-38	-21	-26
매출채권및기타채권의감소(증가)	-77	37	-20	-10	-13
재고자산의감소(증가)	19	-14	-29	-15	-19
매입채무및기타채무의증가(감소)	10	-3	13	7	9
기타	-6	-94	-3	-3	-3
법인세납부	-7	-30	-22	-53	-56
투자활동현금흐름	-38	-171	-135	-103	-110
금융자산의감소(증가)	-7	-93	-10	-5	-6
유형자산의감소(증가)	-20	-28	-75	-79	-83
무형자산의감소(증가)	-14	-20	-15	-15	-16
기타	3	-30	-35	-4	-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	54	107	109
기초현금	146	209	147	201	308
기말현금	209	147	201	308	417
FCF	195	144	160	181	184

자료 : 한미약품, SK증권 추정

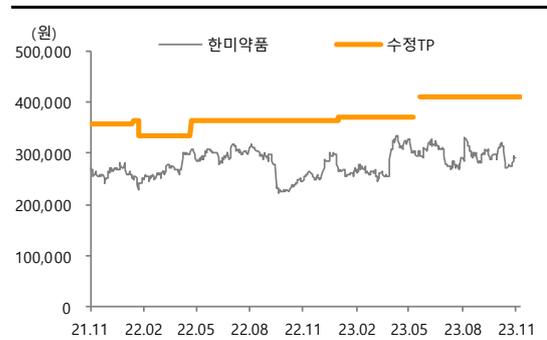
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,203	1,332	1,476	1,549	1,643
매출원가	570	613	660	665	703
매출총이익	633	719	816	884	940
매출총이익률(%)	52.6	54.0	55.3	57.1	57.2
판매비와 관리비	507	560	594	618	658
영업이익	125	158	222	266	282
영업이익률(%)	10.4	11.9	15.0	17.2	17.2
비영업손익	-22	-37	-21	-27	-27
순금융손익	-11	-15	-6	-3	2
외환관련손익	0	-3	0	0	0
관계기업등 투자손익	-0	-9	-4	-4	-4
세전계속사업이익	104	121	201	239	254
세전계속사업이익률(%)	8.6	9.1	13.6	15.4	15.5
계속사업법인세	22	19	22	53	56
계속사업이익	81	102	179	186	198
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	81	102	179	186	198
순이익률(%)	6.8	7.6	12.1	12.0	12.1
지배주주	67	83	155	160	170
지배주주귀속 순이익률(%)	5.6	6.2	10.5	10.4	10.3
비지배주주	14	19	24	26	29
총포괄이익	107	89	179	186	198
지배주주	84	73	147	153	163
비지배주주	23	16	32	34	36
EBITDA	215	255	316	360	376

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	11.8	10.7	10.8	4.9	6.1
영업이익	156.1	26.1	40.3	19.8	6.0
세전계속사업이익	368.6	16.7	66.1	18.9	6.5
EBITDA	94.4	18.8	24.1	13.7	4.4
EPS	460.4	23.5	87.0	3.6	5.9
수익성 (%)					
ROA	4.3	5.3	9.0	8.7	8.7
ROE	8.7	9.9	16.4	14.6	13.5
EBITDA마진	17.8	19.1	21.4	23.2	22.9
안정성 (%)					
유동비율	108.5	102.6	122.1	147.1	174.3
부채비율	108.6	90.7	75.1	62.3	52.4
순차입금/자기자본	58.7	47.4	32.2	16.5	4.4
EBITDA/이자비용(배)	12.9	11.3	21.3	25.7	28.7
배당성향	8.9	7.4	4.0	3.9	3.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	5,335	6,591	12,325	12,775	13,526
BPS	66,554	72,348	84,187	96,467	109,497
CFPS	12,427	14,300	19,855	20,264	21,009
주당 현금배당금	481	490	500	500	500
Valuation지표 (배)					
PER	50.8	45.2	23.8	22.9	21.7
PBR	4.1	4.1	3.5	3.0	2.7
PCR	21.8	20.8	14.8	14.5	13.9
EV/EBITDA	18.7	16.8	13.3	11.4	10.5
배당수익률	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2023.05.25	매수	410,000원	6개월		
2023.01.13	담당자 변경				
2023.01.06	매수	370,000원	6개월	-27.97%	-27.16%
2022.04.28	매수	363,371원	6개월	-23.06%	-12.43%
2022.01.28	매수	333,909원	6개월	-19.39%	-9.71%
2022.01.18	매수	363,371원	6개월	-32.45%	-29.86%
2021.11.05	매수	356,444원	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 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 (2023년 11월 06일 기준)

매수	94.65%	중립	5.35%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------