

한미약품 (128940)

3Q24P Review: 경영권 분쟁 장기화가 우려됨

투자의견

BUY(유지)

목표주가

440,000 원(유지)

현재주가

306,500 원(11/01)

시가총액

3,927(십억원)

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

- 투자의견 BUY 및 목표주가 44만원 유지, 목표주가는 2025E 순이익(종전 2024E) X Target P/E 27배(종전 30배)
- 경영권 분쟁 중인 것을 감안하여 목표주가 산정에 적용하는 Target P/E를 종전 30배에서 10% 할인함. 연초부터 지속되고 있는 경영권 분쟁이 장기화된다면 한미약품의 기업 역량이 훼손될 가능성이 존재한다고 판단함. 견조한 상반기 실적 성장에도 불구하고 연초 대비 주가가 -13% 하락한 것은 기업역량 훼손에 대한 투자자들의 우려가 주가에 반영되고 있기 때문. 11월 7일과 11월 11일에 한미사이언스와 한미약품을 대변하는 경영진들이 애널리스트를 대상으로 IR을 진행할 예정. 당사는 참석 후 한미약품에 대한 투자 전략을 업데이트 할 예정
- 3분기 연결 매출액 3,621억원(-0.7%yoy, -4.2%qq), 영업이익 510억원(-11.4%yoy, -12.3%qq)으로 하향된 시장 컨센서스와 유사, 영업이익 기준 당사 추정치 하회. 예상을 하회한 실적은 분기별 지출 변동성 및 일회적 요인이 있었다고 판단함. 상반기에 큰 폭 성장한 것을 포함하면 3분기 누적 영업이익 기준 23%yoy 고성장함
- 상반기에 R&D 투자가 줄어든 것에 비해 3분기는 R&D 투자가 증가하였음. 추가로 북경한미 매출액이 중국 홍수 영향으로 처음으로 감소하면서 영업이익이 하락함. 2024~2026년 예상 영업이익률을 종전 대비 0.2%p 소폭 하향 조정하였지만 여전히 영업이익률 15%를 상회하는 업계 최소 수준의 수익성이 유지 가능할 것으로 전망함
- R&D update: MK-6024(2020년 MSD에 기술이전한 MASH치료제) 글로벌 임상2상 결과는 2025년 말 가시화될 전망, MSD는 MK-6024 글로벌 임상을 2개 추가함. 2025년 말 글로벌 임상2상 결과에 따라 한미약품의 신약 파이프라인 가치 변동 가능성이 있음. 한편 최근 활발하게 진행 중인 전임상 및 임상 초기 비만치료제 파이프라인들의 가치는 아직 기업가치에 반영하기 이르다고 판단하여 목표주가 산정에 반영하지 않음

주가(원, 11/01) 306,500
시가총액(십억원) 3,927

발행주식수 12,811천주
52주 최고가 377,000원
최저가 258,000원
52주 일간 Beta 0.55
60일 일평균거래대금 250억원
외국인 지분율 18.4%
배당수익률(2024E) 0.2%

주주구성
한미사이언스 (외 2인) 50.6%
국민연금공단 (외 1인) 10.0%

주가상승(%) 1M 6M 12M
상대기준 -2.7 2.4 -1.0
절대기준 -4.7 -3.2 9.4

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	440,000	440,000	-
영업이익(24)	246	256	▼
영업이익(25)	267	285	▼

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	1,332	1,491	1,573	1,707
영업이익	158	221	246	267
세전손익	121	194	218	239
당기순이익	102	165	188	207
EPS(원)	6,463	11,415	12,877	14,538
증감률(%)	23.5	76.6	12.8	12.9
PER(배)	45.2	30.9	23.8	21.1
ROE(%)	9.9	16.0	16.1	15.7
PBR(배)	4.1	4.6	3.6	3.1
EV/EBITDA(배)	16.1	15.2	12.1	11.0

자료: 유진투자증권

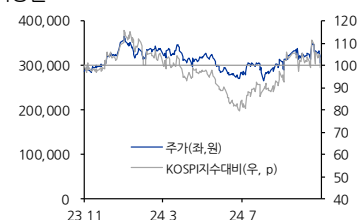


도표 1. 3Q24P Review (연결기준)

(단위: 십억원, %, %p)	3Q24P					4Q24E			2023	2024E		2025E	
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	yoy	qoq		예상치	yoy	예상치	yoy
매출액	362	361	0.3	376	-3.6	429	1.7	18.6	1,491	1,573	8.9	1,707	11.1
영업이익	51	63	-19.1	52	-2.3	60	-14.9	17.0	221	246	15.9	267	11.4
지배순이익	31	48	-35.0	30	3.8	38	11.1	9.2	146	165	19.2	186	13.5
영업이익률	14.1	17.5	-3.4	13.9	0.2	13.9	-2.7	-0.2	14.8	15.6	0.8	15.6	0.0
지배순이익률	8.6	13.2	-4.7	7.9	0.6	8.9	0.8	-0.8	9.8	10.5	0.7	10.9	0.4

자료: 한미약품, 유진투자증권

도표 2. 한미약품 연결 실적 추정치 변경: 종전 추정치 대비 영업이익률 0.2%p 소폭 하향조정

(단위: 십억원)	수정 후			수정 전		Change (% , %p)	
	2023	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	1,491	1,573	1,707	1,623	1,804	-3.1	-5.4
영업이익	221	246	267	256	285	-4.1	-6.3
지배순이익	146	165	186	174	198	-15.0	-15.3
영업이익률	14.8	15.6	15.6	15.8	15.8	-0.2	-0.2
지배순이익률	9.8	10.5	10.9	10.7	11.0	-1.5	-1.3

자료: 한미약품, 유진투자증권

도표 3. 한미약품 목표주가 산정

목표주가 구성요소		가치	단위	
1	영업 가치	5,029	(십억원)	2025년 예상 지배주주 순이익 1,862억원 X Target P/E 27배 적용(경영권과 관련된 불확실성을 반영하여 10% 할인 적용) 종전 목표주가에 포함했던 영업가치 산정에서 아래 두 값을 적용하였음 ① 종전 2024년 예상 지배주주 순이익 1,744억원 ② 종전 Target P/E 30배
2	MASH Dual agonist (MK-6024, efinofegdutide)	348	(십억원)	- 글로벌 임상 2b상. 2025년 하반기 결과 확인 기대 미국 Merck(MSD)에게 2020년 8월 기술 및 판권 이전 총 계약 규모 8,700억원의 40% 반영, 출시 후 판매로열티 제외 - Merck는글로벌 임상 1상 및 2상을 포함하여 추가로 2개의 글로벌 임상을 시작함: MK-6024에 대한 강력한 개발 의지를 보여줌 - 2025년 임상 2상 결과에 따라 한미약품의 신약 파이프라인 가치 변동 가능성이 있음
3	NASH Triple agonist	174	(십억원)	- 글로벌 임상 2b상 진행 중. 중간결과 확인 기대. 기술 이전 추진 중, Dual agonist(MK-6024, efinofegdutide)의 가치를 50% 할인 - 위의 2 파이프라인 외에 전임상 또는 임상 1상 초기인 대사질환 치료제 파이프라인들의 가치는 기업가치에 반영하기 아직 이르다고 판단하여 목표주가 산정에 반영하지 않음
가치 합계		5,551	(십억원)	종전 5,844(십억원) = 영업가치 5,322(십억원) + MK-6024 가치 248(십억원) + Triple agonist 174(십억원)
주당 가치		433,268	(원)	종전 목표주가 44만원과 차이가 크지 않아 종전 목표주가를 유지함
목표주가		440,000	(원)	

자료: 유진투자증권

[한미약품] 주력품목인 로수젯의 3 분기 매출액은 535 억원(별도 매출액의 20% 까지 상승)으로 매출 고성장세 지속(+17.5%yoy). 10 대 품목 합산 매출액은 +8%yoy, 합산 매출 비중 43%로 전년동기대비, 전분기 대비 3%pt 상승함. 원가율 45% 수준을 유지하면서 업계 최고의 매출총이익률 유지함. 한미약품의 영업이익률이 높은 것은 자체 개발 제품의 매출 비중이 높아 업계 내에서 가장 낮은 원가율을 유지하고 있기 때문임

[북경한미] 매출 성장률 -9.7%yoy, 영업이익률 17.8%. 북경한미 3 분기 영업이익은 150 억원으로 한미약품 영업이익 313 억원의 50% 수준. 중국 홍수 영향으로 매출액이 감소하였으나 일시적 요인이라고 판단됨. 북경한미 실적은 4 분기 ~1 분기에 고성장 추세를 보인다는 점에서 오는 4 분기와 내년 1 분기에 매출 회복 추세를 확인할 수 있을 것으로 예상함

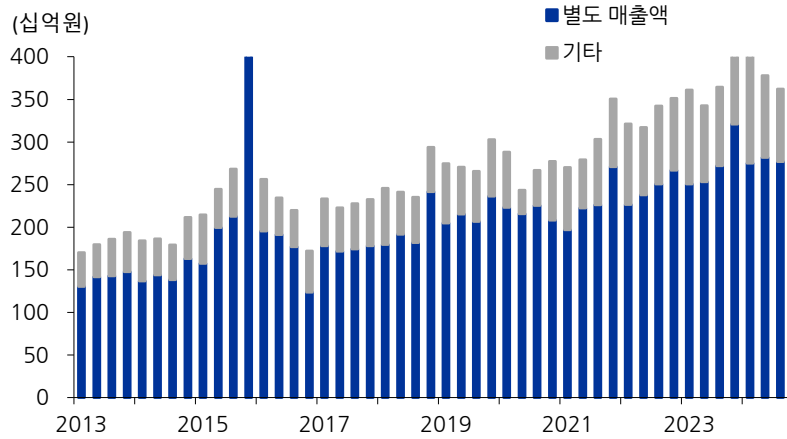
[한미정밀화학] CMO 업황 호조로 2 분기에 이어 3 분기에도 흑자 기록. 매출액 291 억원, 영업이익 32 억원으로 영업이익률 11%를 달성함

도표 4. 한미약품 별도 및 연결 종속회사 실적 추이

(단위: 십억원, %, %p)		2021				2022				2023				2024		
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q
한미약품	매출액	197	223	226	271	227	238	251	267	251	253	272	321	275	282	277
	OP	11	10	18	22	17	14	23	25	31	16	32	54	40	32	31
	NP	6	3	10	5	17	9	13	12	25	30	27	20	31	33	19
	OPM	6	4	8	8	7	6	9	9	12	6	12	17	14	11	11
	NPM	3	1	4	2	7	4	5	4	10	12	10	6	11	12	7
북경한미	매출액	73	60	75	80	95	79	90	85	111	90	93	103	128	99	84
	OP	19	9	19	20	26	17	24	11	31	22	26	19	38	25	15
	NP	17	7	19	17	23	16	22	10	28	21	24	6	34	23	13
	OPM	26	15	25	25	27	22	27	13	28	24	28	18	30	26	18
	NPM	23	12	25	21	24	20	24	12	25	23	26	6	27	24	15
한미정밀화학	매출액	20	22	19	26	24	24	24	30	26	30	21	34	25	34	29
	OP	(3)	(3)	(0.4)	1	5	2	(5)	1.3	(3)	(0.5)	(1.5)	2	(-1.7)	18	32
	NP	(3)	(2)	(0.4)	(1)	3	2	(7)	9	(4)	(1.3)	(1.4)	1	(-2.4)	14	23
	OPM	(15)	(14)	(2)	4	21	8	(21)	4	(12)	(1.8)	(6.9)	4.9	(-7.0)	5.2	10.9
	NPM	(15)	(9)	(2)	(4)	13	8	(29)	30	(15)	(4.2)	(6.3)	4.1	(-9.6)	4.1	8.0

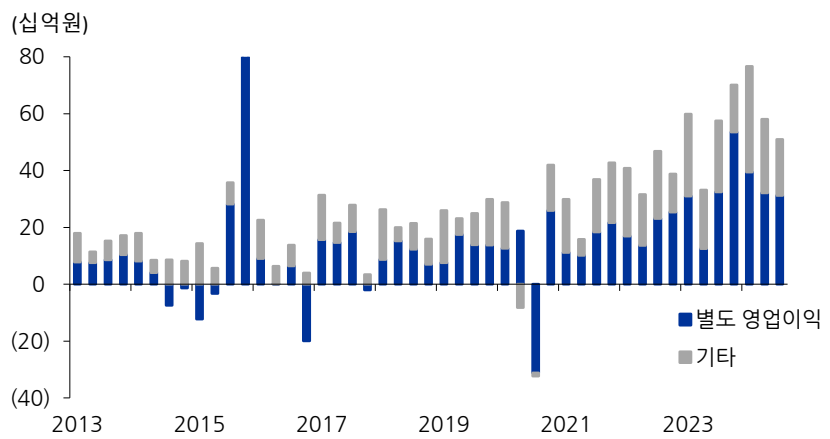
자료: 한미약품, 유진투자증권

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



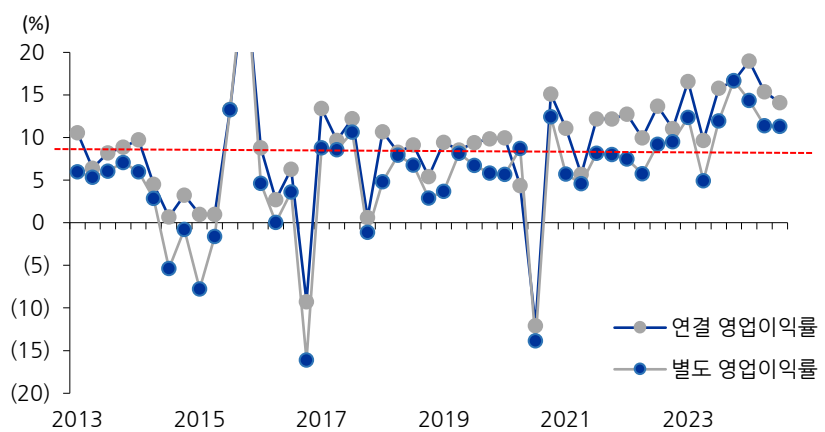
자료: 한미약품, 유진투자증권

도표 6. 한미약품 별도 및 기타부문 영업이익 분기별 추이



자료: 한미약품, 유진투자증권

도표 7. 한미약품 연결 및 별도 영업이익률 분기별 추이



자료: 한미약품, 유진투자증권

도표 8. 한미약품, 북경한미, 한미정밀화학 합산 R&D 투자액 추이: 2022 년 이후 매출액 대비 평균 13.5% 투자

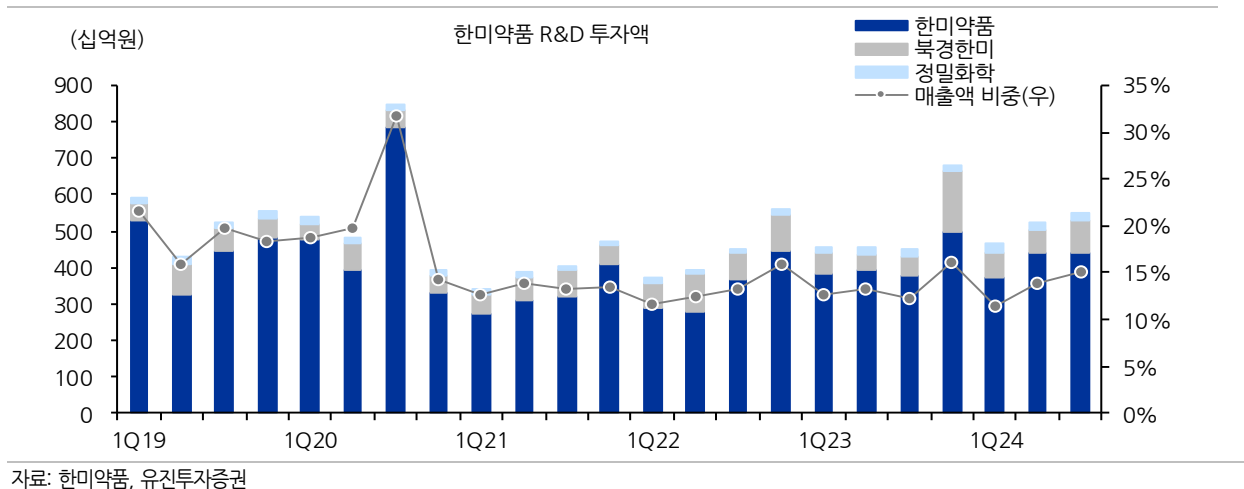


도표 9. 한미약품 12M Fwd P/E valuation 차트

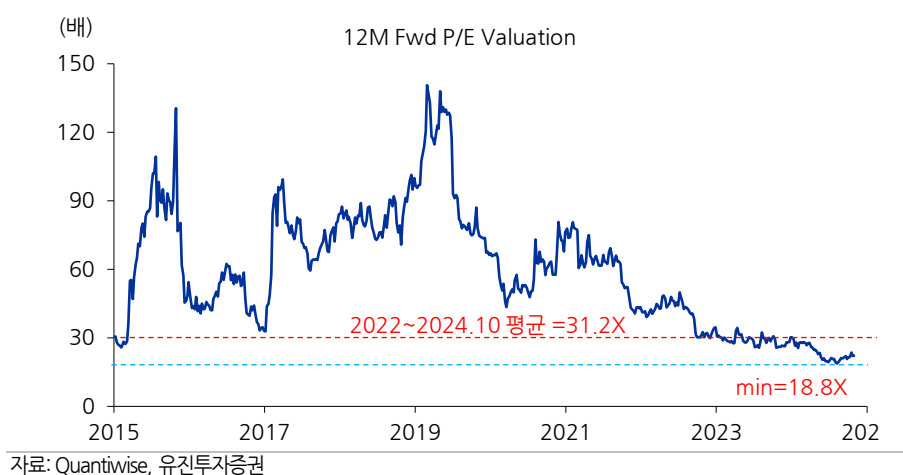


도표 10. 한미약품 12M Fwd P/B valuation 차트

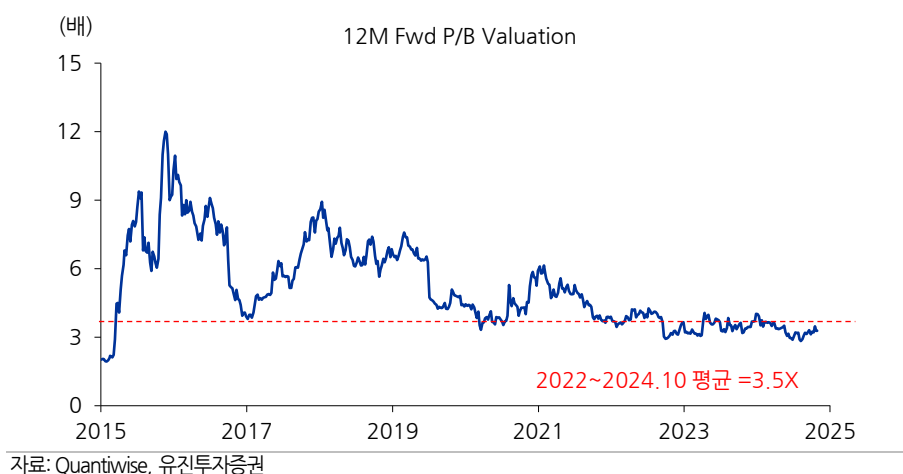
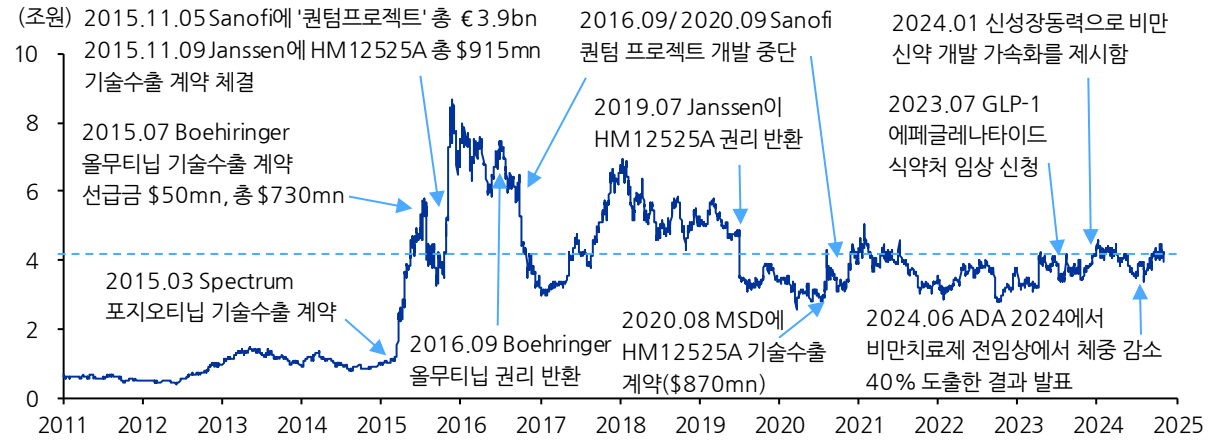


도표 11. 한미약품 시가총액 및 주가 이벤트 차트



자료: Quantivise, 한미약품, 유진투자증권

한미약품 (128940.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	1,925	1,899	2,012	2,213	2,432
유동자산	694	731	915	1,157	1,413
현금성자산	237	165	300	488	684
매출채권	180	177	212	234	258
재고자산	266	289	302	334	369
비유동자산	1,230	1,168	1,098	1,056	1,019
투자자산	258	254	225	234	243
유형자산	888	833	782	722	667
기타	85	81	91	100	108
부채총계	915	798	752	772	796
유동부채	677	705	674	694	717
매입채무	197	189	196	217	240
유동성이자부채	453	484	445	445	445
기타	27	32	32	32	33
비유동부채	239	94	78	78	78
비유동이자부채	226	89	74	74	74
기타	13	5	4	4	5
자본총계	1,009	1,100	1,260	1,440	1,637
지배지분	872	955	1,097	1,277	1,474
자본금	31	31	32	32	32
자본잉여금	413	412	411	411	411
이익잉여금	452	582	741	921	1,117
기타	(24)	(70)	(87)	(87)	(87)
비지배지분	137	145	163	163	163
자본총계	1,009	1,100	1,260	1,440	1,637
총차입금	678	573	519	519	519
순차입금	442	408	219	31	(165)

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업현금	162	217	395	244	253
당기순이익	102	165	188	207	225
자산상각비	97	98	96	92	87
기타비현금성손익	73	57	99	(29)	(30)
운전자본증감	(74)	(57)	26	(34)	(37)
매출채권감소(증가)	37	(3)	(39)	(22)	(24)
재고자산감소(증가)	(14)	(17)	(4)	(31)	(35)
매입채무증가(감소)	(3)	6	18	20	23
기타	(94)	(43)	51	(1)	(1)
투자현금	(181)	(183)	(126)	(52)	(52)
단기투자자산감소	(93)	(4)	(66)	(2)	(2)
장기투자증권감소	(26)	0	(0)	(1)	(1)
설비투자	29	27	28	16	16
유형자산처분	1	3	0	0	0
무형자산처분	(20)	(16)	(22)	(25)	(25)
재무현금	(37)	(127)	(68)	(6)	(6)
차입금증가	(27)	(106)	(55)	0	0
자본증가	(10)	(21)	(10)	(6)	(6)
배당금지급	6	18	6	6	6
현금 증감	(62)	(92)	203	186	194
기초현금	209	147	55	258	444
기말현금	147	55	258	444	638
Gross Cash flow	275	331	391	278	290
Gross Investment	162	236	34	84	88
Free Cash Flow	112	95	357	194	202

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,332	1,491	1,573	1,707	1,845
증가율(%)	10.7	12.0	5.5	8.5	8.1
매출원가	613	662	706	766	828
매출총이익	719	829	867	941	1,017
판매 및 일반관리비	560	609	622	674	729
기타영업손익	10	9	2	8	8
영업이익	158	221	246	267	288
증가율(%)	26.1	39.6	11.3	8.7	7.9
EBITDA	255	319	342	359	375
증가율(%)	18.8	25.2	7.1	4.9	4.7
영업외손익	(37)	(27)	(28)	(28)	(28)
이자수익	8	5	5	5	5
이자비용	23	29	25	25	25
지분법손익	(9)	1	0	0	0
기타영업손익	(14)	(4)	(7)	(8)	(8)
세전순이익	121	194	218	239	260
증가율(%)	16.7	60.3	12.3	9.8	8.8
법인세비용	19	29	30	32	35
당기순이익	102	165	188	207	225
증가율(%)	24.6	62.8	13.5	10.3	8.8
지배주주지분	83	146	165	186	203
증가율(%)	23.5	76.6	12.8	12.9	8.8
비지배지분	19	19	23	21	23
EPS(원)	6,463	11,415	12,877	14,538	15,823
증가율(%)	23.5	76.6	12.8	12.9	8.8
수정EPS(원)	6,463	11,415	12,877	14,538	15,823
증가율(%)	23.5	76.6	12.8	12.9	8.8

주요투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	6,463	11,415	12,877	14,538	15,823
BPS	70,780	76,057	85,664	99,712	115,044
DPS	481	490	490	490	490
밸류에이션(배, %)					
PER	45.2	30.9	23.8	21.1	19.4
PBR	4.1	4.6	3.6	3.1	2.7
EV/ EBITDA	16.1	15.2	12.1	11.0	10.0
배당수익률	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
PCR	13.6	13.6	10.0	14.1	13.5
수익성(%)					
영업이익률	11.9	14.8	15.6	15.6	15.6
EBITDA이익률	19.1	21.4	21.7	21.0	20.3
순이익률	7.6	11.1	11.9	12.1	12.2
ROE	9.9	16.0	16.1	15.7	14.7
ROIC	9.4	13.0	14.3	15.8	17.1
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	43.8	37.1	17.4	2.2	(10.1)
유동비율	102.6	103.7	135.8	166.6	197.0
이자보상배율	7.0	7.7	9.7	10.9	11.7
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
매출채권회전율	6.6	8.3	8.1	7.7	7.5
재고자산회전율	5.2	5.4	5.3	5.4	5.3
매입채무회전율	7.4	7.7	8.2	8.3	8.1

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 기관투자자 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	94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2024.09.30 기준)

