

한미약품 (128940)

이희영

heeyoung.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

420,000

유지

현재주가

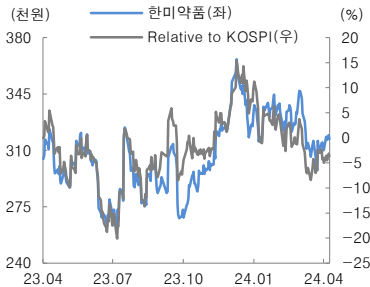
317,000

(24.05.03)

제약업종

KOSPI	2676.63
시가총액	4,061십억원
시가총액비중	0.19%
자본금(보통주)	32십억원
52주 최고/최저	366,500원 / 261,472원
120일 평균거래대금	157억원
외국인지분율	17.97%
주요주주	한미사이언스 외 2 인 41.43% 국민연금공단 10.49%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.9	-0.5	10.3	2.1
상대수익률	3.1	-2.8	-2.4	-4.6



24년 호실적으로 출발

- 1Q24 연결 매출 4,037억원(+11.8%yoy), 영업이익 766억원(+27.8%yoy)
- 자회사 북경한미의 견조한 성장세와 주력 제품 매출 확대로 컨센서스 상회
- 자체 개발 파이프라인 (비만치료제, MASH 등) 기술 수출 가능성 유호

투자의견 매수, 목표주가 420,000원 유지

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 영업가치는 12개월 선행 EBITDA에 국내 상위 제약사 평균 12개월 Fwd EV/EBITDA 멀티플 15배 적용하여 추정. 24년에도 주력 제품인 로수젯, 아모잘탄과 자회사 북경한미의 견조한 매출 성장세 지속 전망. 비만치료제, MASH 등 주요 파이프라인 가치 상승 시 기업가치 업사이드도 충분히 가능.

1Q24 Review 주력 제품 매출 확대 및 북경한미 고성장으로 호실적 달성

한미약품 1Q24 연결 매출 4,037억원(+11.8% yoy), 영업이익 766억원(+27.8% yoy), OPM 19.0% 달성. 연결 매출 실적 컨센서스 및 당사 추정치 상회. 한미약품 별도 1Q24 매출 2,750억원(+9.7% yoy), 영업이익 395억원(+27.5% yoy), OPM 14.4% 달성. 한미약품 별도 실적은 1) 고마진 제품인 로수젯, 아모잘탄의 매출 성장세 지속, 2) 례베돈 DS 공급 물량 확대에 따라 안정적으로 성장. 자회사 북경한미는 1) 독감 유행으로 주요 제품 매출 증가 2) 이탄징(어린이 기침가래약), 리똥(성인 정장제) 상급병원 중심의 코드인 증가로 매출 성장 지속되며 호실적 기록. 한미정밀화학은 제품 믹스 및 공정 개선 효과로 영업 적자 폭 감소.

비만, MASH 등 R&D 파이프라인 개발도 순항중

MSD에 기술이전한 에피노페그듀타이드(GLP-1/GCG)의 MASH 임상 2b상은 25년 하반기 종료 예정이나, 임상 site 추가되어 25년 상반기 종료도 가능할 것으로 예상됨. 이후 2H25에 임상 3상 진입 목표. 이에 따라 임상 3상 약물 공급 계약 준비중. 2H25 임상 물량 공급시 바이오플랜트 수익성 개선 가능 및 임상 3상 진입 마일스톤 수령도 가능할 전망.

자체 개발 파이프라인 개발도 순항 중. 올해 HM15275(GLP-1/GIP/GCG) 비만치료제 임상 1상 IND 제출 완료 및 6월 미국 당뇨학회 ADA에서 전임상 데이터 발표 예정. (GLP-1/GIP/GCG) MASH 임상 2b 25년 완료 예정.

로수 실적발표에서 벨베라페닙(Pan-RAF 저해제)의 임상 중단 언급. 다만 벨베라페닙은 로수의 자회사 제넨텍과 기술이전 계약을 맺은 물질로 물질 반환은 아님. 현재 제넨텍은 벨베라페닙 흑색종 임상 1상(NCT04835805) 진행중.

(단위: 십억원 %)

구분	1Q23	4Q23	작년추정	잠정치	1Q24			2Q24		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	361	422	402	404	11.8	-4.4	398	382	11.6	-5.3
영업이익	60	70	60	77	27.8	9.3	67	46	38.5	-40.1
순이익	43	34	51	57	33.1	66.9	39	33	135.3	-42.7

자료: 한미약품, FnGuide, 대신증권 Research Center

표 1. 한미약품 분기별 매출 및 연간 매출 추정 (단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E
연결 매출액	361.2	342.7	364.6	422.4	403.7	382.3	405.8	456.3	1490.9	1648.1	1794.7
yoy (%)	12.5%	8.1%	6.6%	20.3%	11.8%	11.6%	11.3%	8.0%	12.0%	10.5%	8.9%
한미약품 별도	250.7	253.3	272.1	320.9	275.0	284.3	303.5	338.8	1097.0	1201.6	1313.6
yoy (%)	10.7%	6.4%	8.5%	20.3%	9.7%	12.2%	11.6%	5.6%	11.7%	9.5%	9.3%
북경한미	111.0	90.1	93.3	103.3	127.7	100.7	104.7	115.9	397.7	449.0	498.9
yoy (%)	17.1%	14.8%	0.3%	22.5%	15.0%	11.8%	12.2%	12.1%	13.4%	12.9%	11.1%
한미정밀화학	25.9	30.0	21.6	33.6	24.8	32.6	24.7	35.6	111.1	117.8	124.8
yoy (%)	9.3%	25.5%	-7.3%	13.5%	-4.2%	8.8%	14.5%	6.1%	10.5%	6.1%	5.9%
연결조정	-26.4	-30.6	-22.4	-35.5	-23.8	-35.3	-27.2	-34.0	-114.9	-120.3	-142.6
매출총이익	207.1	180.2	198.9	243.2	226.5	202.3	230.1	253.7	829.3	912.6	995.4
GPM (%)	57.3%	52.6%	54.5%	57.6%	56.1%	52.9%	56.7%	55.6%	55.6%	55.4%	55.5%
yoy (%)	19.9%	8.6%	5.5%	27.1%	9.4%	12.3%	15.7%	4.4%	15.4%	10.1%	9.1%
연결 영업이익	59.9	33.2	57.5	70.1	76.6	45.9	66.1	69.0	220.7	257.6	279.6
OPM (%)	16.6%	9.7%	15.8%	16.6%	19.0%	12.0%	16.3%	15.1%	14.8%	15.6%	15.6%
yoy (%)	46.6%	5.0%	22.9%	80.4%	27.8%	38.5%	14.9%	-1.6%	39.6%	16.7%	8.5%
한미약품 별도	31.0	12.5	32.6	53.6	39.5	24.6	38.9	41.4	129.6	144.4	164.0
OPM (%)	12.4%	4.9%	12.0%	16.7%	14.4%	8.6%	12.8%	12.2%	11.8%	12.0%	12.5%
yoy (%)	83.2%	-8.5%	40.7%	111.2%	27.5%	96.3%	19.6%	-22.7%	63.9%	11.4%	13.6%
북경한미	30.8	21.9	26.0	26.0	37.8	26.8	26.1	30.1	104.7	120.8	135.4
OPM (%)	27.7%	24.3%	27.9%	25.2%	29.6%	26.6%	24.9%	26.0%	26.3%	26.9%	27.1%
yoy (%)	20.8%	28.1%	7.4%	132.1%	22.7%	22.4%	0.3%	15.8%	34.2%	15.4%	12.1%
한미정밀화학	-3.4	-0.5	-1.5	1.6	-1.7	0.3	0.4	1.4	-3.8	0.5	0.6
OPM (%)	-13.1%	-1.7%	-6.9%	4.8%	-6.9%	1.0%	1.7%	4.0%	-3.4%	0.4%	0.5%
yoy (%)	-780%	-125%	-70.0%	23.1%	-50.0%	-165%	-128%	-10.9%	216.7%	-112%	36.3%
연결조정	-1.5	0.8	-0.5	-11.1	1.0	-5.8	0.6	-4.0	-12.3	-8.1	-20.5

자료: 한미약품, 대신증권 Research Center

표 2. 한미약품 목표주가 산출 (단위: 억원)

	기업가치	비고
한미약품 영업가치 (A)	50,861	
EBITDA	3,390.7	12 개월 선행 EBITDA
Target EV/EBITDA	15	국내 Peer 그룹 12 개월 Fwd EV/EBITDA 평균
비영업가치 (B)	6,356	
신약가치 (에피노페그듀타이드)	5,397	GLP-1/GCG, MASH 2b 상 진입
보유 지분가치	960	장부가액 기준
순차입금 (C)	-	
총 기업가치 (A+B+C)	53,984	
발행주식수 (천주)	12,811	
적정주가 (원)	421,388	
목표주가 (원)	420,000	
현재주가 (원)	317,000	
상승여력 (%)	32%	

자료: 대신증권 Research Center

표 3. 국내 상위 제약사 Peer 그룹 비교 (단위: 십억원, 배)

	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		P/S	
		FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2
유한양행	5807.1	30.5	27.0	2.4	2.2	30.3	24.0	2.8	2.5
한미약품	4054.7	24.2	21.6	3.4	3.0	12.4	10.9	2.4	2.3
녹십자	1335.8	40.5	23.5	1.0	0.9	13.4	11.3	0.8	0.7
동아에스티	597.2	18.9	13.7	0.8	0.8	11.0	9.1	0.9	0.8
HK 이노엔	1097.8	14.1	9.5	0.8	0.8	8.3	6.3	1.2	1.1

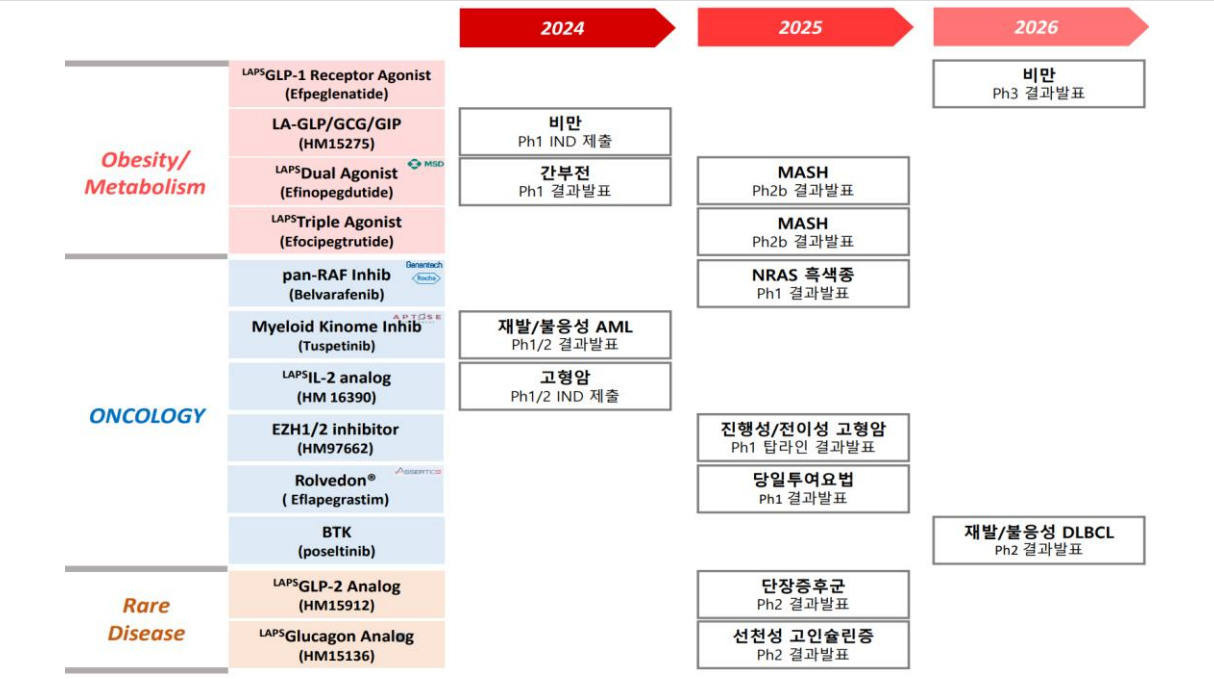
자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

표 4. 에피노페그듀타이드 밸류에이션 (단위: 억원)

	2024	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	2035E
개발단계	P2b	P3		US Approval	Launch							
MASH 시장규모 (백만달러)	127	680	2,095	3,568	5,164	7,243	9,867	13,085	16,712	20,649	24,784	28,754
YoY		435%	208%	70.3%	44.7%	40.3%	36.2%	32.6%	27.7%	23.6%	20.0%	16.0%
M/S					1%	2%	4%	6%	9%	11%	12%	15%
에피노페그듀타이드 매출					52	145	395	785	1,504	2,271	2,974	4,313
한미매출 (백만달러)		30	15		78	117	179	218	426	641	446	647
마일스톤		30	15		70	95	120	100	200	300		
로열티 (15%)					8	22	59	118	226	341	446	647
원화가치		390	195		1,011	1,517	2,330	2,831	5,533	8,329	5,799	8,411
법인세율 (23%)		300	150		778	1,168	1,794	2,180	4,260	6,413	4,466	6,476
현재가치 (5.5%로 할인)		285	135		628	894	1,301	1,498	2,776	3,961	2,614	3,594
현재가치 합	17,686											
영구 성장률	27,288											
최종가치 (성공확률 15% 가정)	6,746											
한미약품 귀속가치 (85%)	5,397											

자료: Evaluate pharma, 대신증권 Research Center
주 1) 현재가치 기준 시점이 2023 년에서 2024 년으로 변경됨에 따라 신약가치 상황 조정됨

그림 1. 한미약품 R&D 파이프라인 타임라인



자료: 한미약품, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

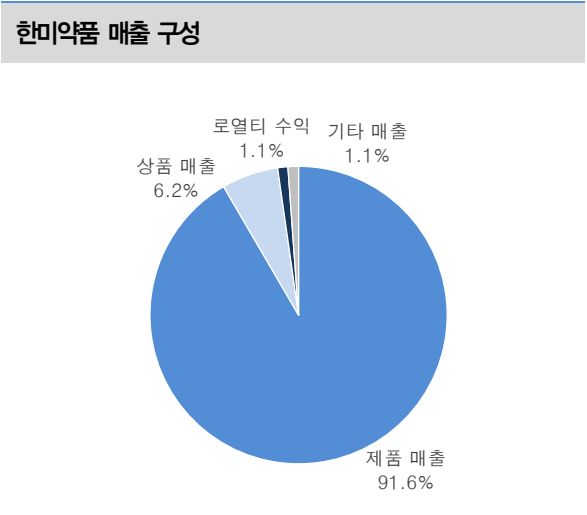
- 1973년 설립, 2010년 KOSPI 상장, 의약품 제조 및 판매 사업 영위
- 전문의약품(ETC)의 안정적인 매출 성장을 바탕으로 암, 비만/당뇨, 허구질환 영역 혁신 신약 개발중
- 신약 파이프라인 비만/당뇨/NASH 5개, 항암제 13개, 허구질환 6개
- 주요 제품으로 고지혈증치료제(로수젠티, 고혈압치료제(오모질탄) 등
- 원료의약품 제조 및 판매업을 영위하는 한미정밀화학 및 의약품 제조 및 판매업 영위 업체 북경한미약품유한공사를 주요 자회사로 보유
- 설립자 임성기 박재현 대표이사

주가 변동요인

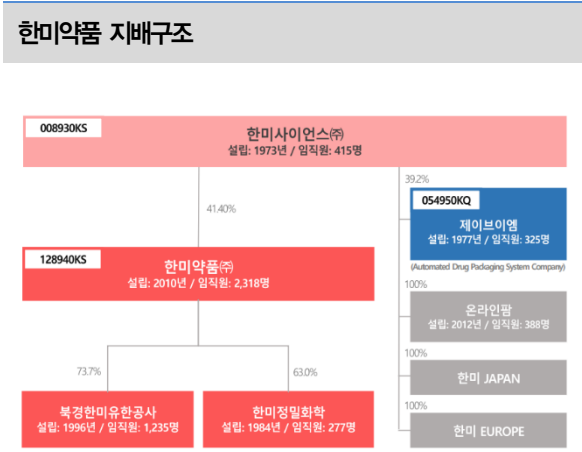
- (+) 실적 개선, 신약개발 임상 진전 및 기술수출 계약 체결
- (-) 실적 악화, 임상 중단 및 실패, R&D 비용 증가로 인한 수익성 악화

자료: 한미약품, 대신증권 Research Center

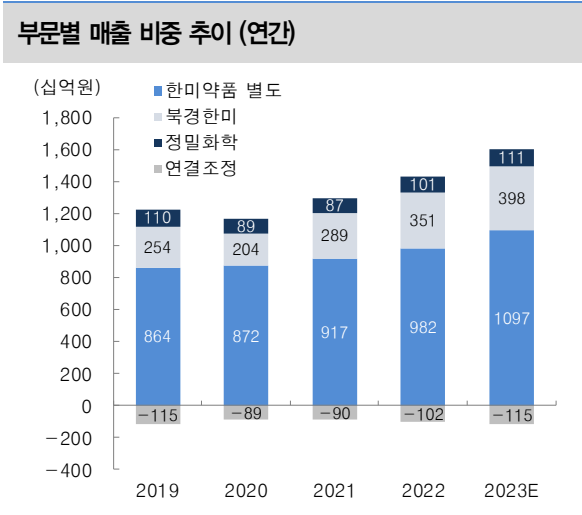
Earnings Driver



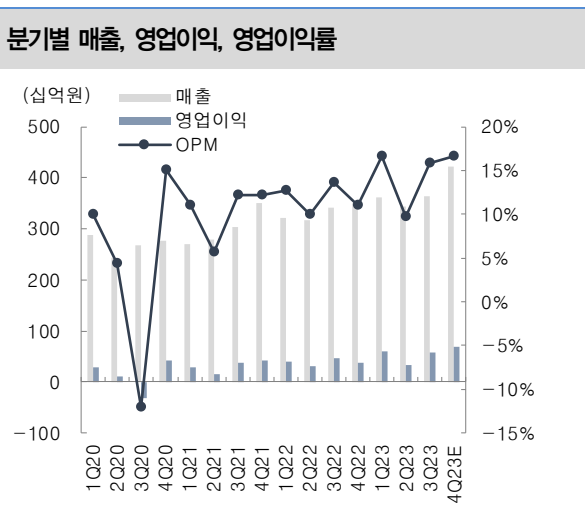
자료: 한미약품, 대신증권 Research Center



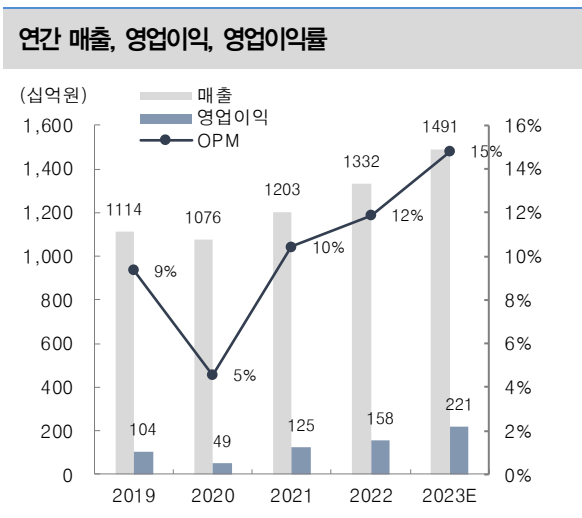
자료: 한미약품, 대신증권 Research Center



자료: 한미약품, 대신증권 Research Center



자료: 한미약품, 대신증권 Research Center



자료: 한미약품, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,332	1,491	1,648	1,795	1,949
매출원가	613	662	735	799	854
매출총이익	719	829	913	995	1,095
판매비와관리비	560	609	655	716	772
영업이익	158	221	258	280	322
영업외수익	11.9	14.8	15.6	15.6	16.5
EBITDA	255	319	340	359	400
영업외손익	-37	-27	-19	-21	-21
관계기업손익	-9	-1	-1	-1	-1
금융수익	8	7	11	11	11
외환손익	7	8	7	7	7
금융비용	-23	-29	-23	-24	-22
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-13	-3	-5	-7	-8
법인세비용차감전순이익	121	194	239	258	302
법인세비용	-19	-29	-37	-40	-46
계속사업순이익	102	165	202	218	255
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	102	165	202	218	255
당기순이익률	7.6	11.1	12.2	12.2	13.1
비재계분순이익	19	19	15	16	19
재계분순이익	83	146	187	202	236
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	-5	-1	-1	-1
포괄손익이익	95	111	192	209	246
비재계분포괄이익	16	18	32	34	40
재계분포괄이익	79	93	160	175	205

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	6,463	11,415	14,605	15,801	18,459
PER	45.2	30.9	21.7	20.0	17.1
BPS	68,056	74,580	88,678	103,922	121,821
PBR	4.3	4.7	3.6	3.1	2.6
EBITDAPS	19,900	24,912	26,512	28,016	31,243
EV/EBITDA	16.7	15.3	12.8	11.7	10.0
SPS	103,938	116,376	128,648	140,088	152,098
PSR	2.8	3.0	2.5	2.3	2.1
CFPS	21,438	25,861	27,212	28,579	31,664
DPS	481	490	490	490	490

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증/감	10.7	12.0	10.5	8.9	8.6
영업이익 증/감	26.1	39.6	16.7	8.5	15.3
순이익 증/감	24.6	62.8	22.0	8.2	16.8
수익성					
ROIC	9.5	14.2	16.7	17.9	20.3
ROA	8.2	11.5	12.9	12.8	13.4
ROE	9.9	16.0	17.9	16.4	16.4
안정성					
부채비율	90.7	72.6	59.3	49.1	40.7
순차입금비율	43.8	28.9	9.6	-4.9	-16.8
이자보상배율	7.0	7.7	11.5	12.1	15.6

자료: 한미약품, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	694	731	963	1,179	1,422
현금및현금성자산	147	55	198	347	518
매출채권 및 기타채권	180	177	212	231	251
재고자산	266	289	330	360	390
기타유동자산	101	210	223	242	263
비유동자산	1,230	1,168	1,121	1,107	1,106
유형자산	888	833	789	776	773
관계기업투자지분	28	2	1	0	-2
기타비유동자산	314	333	331	332	335
자산총계	1,925	1,899	2,084	2,286	2,528
유동부채	677	705	716	729	742
매입채무 및 기타채무	197	189	194	199	203
차입금	369	336	303	270	237
유동상채무	80	145	180	215	250
기타유동부채	30	34	39	45	51
비유동부채	239	94	59	24	-11
차입금	217	82	47	12	-23
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	21	12	12	12	12
부채총계	915	798	775	753	731
자본지분	872	955	1,136	1,331	1,561
자본금	31	31	32	32	32
자본잉여금	413	412	412	412	412
이익잉여금	452	582	763	969	1,189
기타자본변동	-24	-70	-71	-72	-73
비자본지분	137	145	172	202	236
자본총계	1,009	1,100	1,308	1,533	1,797
순차입금	442	318	125	-75	-301

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	162	217	224	227	251
당기순이익	102	165	202	218	255
비현금항목의 가감	173	166	147	148	151
감가상각비	97	98	82	79	78
외환손익	3	1	-2	-2	-2
자본법정이익	9	1	1	1	1
기타	65	65	66	69	74
자산부채의 증감	-74	-57	-73	-84	-95
기타현금흐름	-39	-57	-51	-55	-59
투자활동 현금흐름	-181	-183	-48	-80	-93
투자자산	-119	-139	0	0	-1
유형자산	-28	-25	-27	-57	-67
기타	-35	-20	-20	-23	-25
재무활동 현금흐름	-37	-127	-41	-42	-42
단기차입금	113	-33	-33	-33	-33
사채	-100	-35	-35	-35	-35
장기차입금	7	0	0	0	0
유상증자	0	0	1	0	0
현금배당	-6	-18	-6	-6	-6
기타	-51	-41	33	33	33
현금의 증감	-62	-92	143	149	171
기초 현금	209	147	55	198	347
기말 현금	147	55	198	347	518
NOPLAT	133	188	218	236	273
FCF	180	243	270	256	281

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이희영)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한미약품(128940) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	24.05.07	24.02.03	23.12.01
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	420,000	420,000	420,000
과다율(평균%)		(21.90)	(21.04)
과다율(최대/최소%)		(12.74)	(12.74)

제시일자	24.05.07	24.02.03	23.12.01
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	420,000	420,000	420,000
과다율(평균%)		(21.90)	(21.04)
과다율(최대/최소%)		(12.74)	(12.74)

제시일자	24.05.07	24.02.03	23.12.01
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	420,000	420,000	420,000
과다율(평균%)		(21.90)	(21.04)
과다율(최대/최소%)		(12.74)	(12.74)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240504)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.9%	6.1%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
 - 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
 - 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
 - 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
 - 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
 - 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
 - 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상