

한미약품

| Bloomberg Code (128940 KS) | Reuters Code (128940.KS)

2023년 11월 24일

[제약/바이오]

한미약품; 비만에 진심인 편

정재원 선임연구원

☎ 02-3772-1542

✉ jaewonjeong@shinhan.com



매수
(유지)



현재주가 (11월 23일)

304,500 원



목표주가

400,000 원 (하향)



상승여력

31.4%

- ◆ 중장기 방향성은 비만 전주기 맞춤 관리
- ◆ 24년 MASH 임상 데이터 발표 기대
- ◆ GLP-1 CMO에 따른 가치 상승도 가능



신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

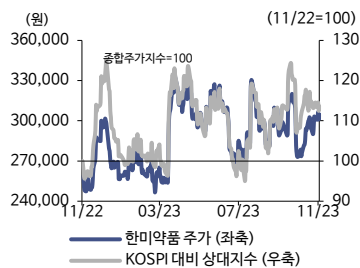
시가총액	3,825.2십억원
발행주식수	12.6백만주
유동주식수	7.2백만주(57.6%)
52 주 최고가/최저가	335,500 원/246,500 원
일평균 거래량 (60 일)	46,598 주
일평균 거래액 (60 일)	13,813 백만원
외국인 지분율	15.94%

주요주주	
한미사이언스 외 2 인	41.42%
국민연금공단	10.41%

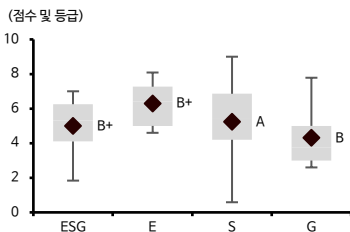
절대수익률	
3개월	4.1%
6개월	-0.5%
12개월	19.7%

KOSPI 대비 상대수익률	
3개월	3.7%
6개월	1.6%
12개월	15.1%

주가



ESG 컨센서스



회사의 중장기 방향성은 비만 전주기 맞춤형 포트폴리오 구축

한미약품의 2024년 연결 기준 연간 매출과 영업이익을 1조 6,724억원 (YoY +14.4%, 이하 YoY 생략), 2,871억원(+32.7%, OPM 17.2%)으로 전망한다. 로수젯, 아모잘탄 등 주요제품과 북경한미의 제품 라인업 증대에 따른 외형 성장을 예측한다. 특히 호흡기 질환 제품 위주의 포트폴리오로 구성된 북경한미는 판매목록 추가에 따른 계절성 이슈 희석이 기대된다.

최근 연구센터를 질환 중심으로 개편했다. 비만 분야 치료제 개발에 대한 적극적인 행보가 예상된다. 당사는 2,241억원의 연구개발비가 2024년 중 발생할 것으로 예측한다. 연구개발비의 전체 매출 대비 비중은 현 수준인 두 자릿수 초반대에서 관리 가능할 것으로 전망한다.

24년 MASH(이전 NASH) 파이프라인 임상 데이터 발표 전망

최근 개최한 AASLD(미국간학회)에서 당사는 MASH 적응증 대상으로 개발 중인 파이프라인에 대해 각각 포스터를 발표했다. Dual agonist의 임상 2a상 추가분석 결과 2건과 Triple agonist의 간섬유화 개선 효과를 보인다는 내용에 대해 공개했다.

2024년은 상기 파이프라인의 진전이 증명되는 한 해다. Dual agonist는 현재 MASH 환자를 대상으로 진행 중인 임상 2b상의 중간 데이터 발표가 기대된다. Triple agonist는 24년 상반기 중 임상 1상 진입이 기대된다. 약효에 대한 숫자는 상반기 중 개최될 학회를 통해 확인 가능할 전망이다.

목표주가 소폭 하향(기준 41.5만원). GLP-1 CMO 가능성 기대

목표주가를 40만원으로 소폭 하향한다. SOTP 밸류에이션을 통해 산정한 수치다. 12MF EBITDA에 Target multiple을 적용한 동사 영업가치는 3조 9,908억원이다. rNPV 밸류에이션 방식을 통해 산출한 파이프라인 가치는 1조 569억원이다. 그 외 스펙트럼 지분가치와 순차입금을 고려했다.

최근 비만 치료제에 대한 글로벌 관심이 높아짐에 따라 GLP-1 치료제의 공급 부족 현상은 지속 중이다. 24년에 게임체인저인 마운자로의 등장이 예고되어 있다. 상기 내용을 종합해보면 현재의 GLP-1 공급부족 사태가 심화될 가능성도 배제할 수 없다. 동사의 바이오플랜트를 활용한 CMO 사업에 대한 기대감이 현실이 될 여지도 남아있는 상황이다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	1,203.2	125.4	67.0	5,335	63,915	50.8	18.7	4.2	8.7	58.7
2022	1,331.5	158.1	82.8	6,591	69,404	45.2	16.8	4.3	9.9	47.4
2023F	1,461.8	216.3	135.3	10,767	79,636	28.0	13.1	3.8	14.4	21.8
2024F	1,672.4	287.1	170.8	13,598	92,679	22.1	10.5	3.2	15.8	4.0
2025F	1,852.9	343.3	206.9	16,467	108,591	18.3	8.8	2.8	16.4	(11.3)

자료: 회사 자료, 신한투자증권

한미약품 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	22	23F	24F
매출액	321.1	317.1	342.1	351.2	361.2	342.7	364.6	393.3	1,331.5	1,461.8	1,672.4
YoY	18.8	13.5	12.9	0.2	12.5	8.1	6.6	12.0	10.7	9.8	14.4
한미약품(별도)	226.6	238.0	250.8	266.7	250.7	253.2	272.0	291.3	982.0	1,067.2	1,198.0
제품	187.6	196.8	207.4	221.8	212.1	197.8	228.4	239.0	813.6	877.3	974.6
상품	36.1	38.0	39.7	37.0	32.8	49.8	37.1	40.3	150.8	159.9	171.8
기술료 수익	0.2	0.1	0.1	3.0	0.7	2.9	2.2	5.0	3.4	10.8	26.1
기타	2.7	3.1	3.6	4.9	5.1	2.7	4.3	7.1	14.3	19.1	25.5
북경한미	94.8	78.5	93.0	84.3	111.0	90.1	93.3	98.8	350.6	393.2	466.3
한미정밀화학	23.7	23.9	23.3	29.6	25.9	30.0	21.6	30.3	100.5	107.8	115.5
기타 및 연결조정	(24.0)	(23.3)	(24.9)	(29.4)	(26.4)	(30.6)	(22.3)	(27.2)	(101.6)	(106.4)	(107.4)
매출총이익	172.7	166.0	188.5	191.3	207.1	180.2	198.8	222.7	718.6	808.8	934.8
YoY	18.1	17.4	17.6	3.6	19.9	8.6	5.5	16.4	13.6	12.6	15.6
GPM	53.8	52.3	55.1	54.5	57.3	52.6	54.5	56.6	54.0	55.3	55.9
영업이익	40.9	31.6	46.8	38.8	59.9	33.2	57.5	65.7	158.1	216.3	287.1
YoY	36.4	99.1	26.9	(11.6)	46.6	5.0	22.9	69.2	26.1	36.8	32.7
OPM	12.7	10.0	13.7	10.7	16.6	9.7	15.8	16.7	11.9	14.8	17.2
세전이익	36.4	26.0	37.9	20.7	55.3	25.5	56.3	58.3	121.0	195.4	261.3
YoY	33.7	155.2	18.0	(39.5)	51.9	(2.2)	48.5	182.3	16.7	61.5	33.7
NPM	7.8	7.1	9.1	6.4	13.8	5.5	16.6	8.3	7.6	11.1	12.2

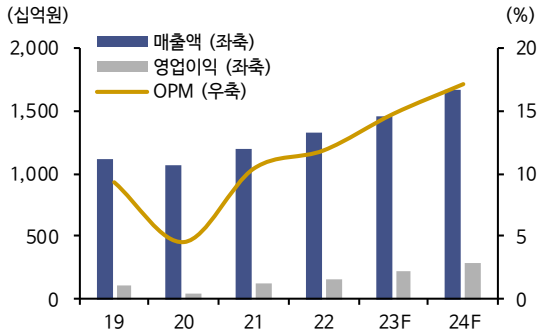
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정 / 주: 연결 기준

한미약품 목표주가 산출

(십억원, 배, 천주, 원, %)		
1. 영업가치 (A*B)	3,990.8	
A. 한미약품 12MF EBITDA	338.6	연결 기준(기술료 제외)
B. Target EV/EBITDA	11.8	국내 주요 제약사 12MF 평균 EV/EBITDA
2. 파이프라인 가치 (C+D)	1,056.9	
C. Dual Agonist	339.6	
D. Triple Agonist	717.3	
3. 비영업가치	24.4	
E. 스펙트럼 지분가치	24.4	장부가액 기준
4. 순차입금	53.9	2024년 말 추정치
5. 보통주주식수	12,562	
6. 적정주가 산출	400,000	
7. 현재 주가	304,500	2023년 11월 23일 종가
8. 상승여력	31.4%	

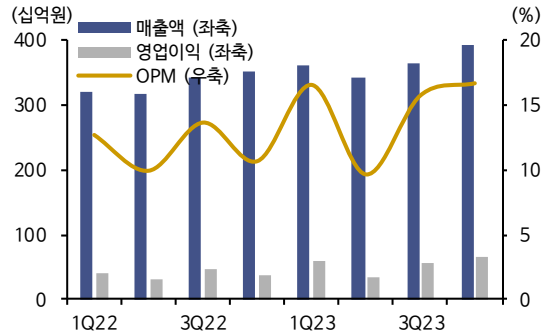
자료: QuantiWise, 신한투자증권 추정

한미약품 연간 실적 추이 및 전망



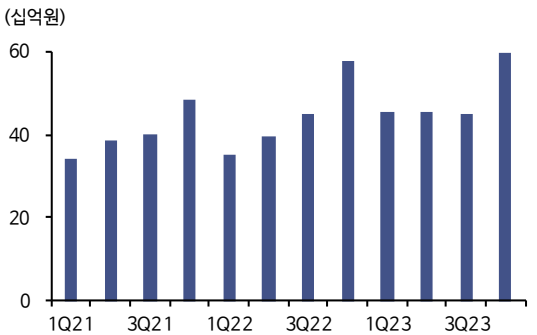
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정 / 주: 연결 기준

한미약품 분기 실적 추이 및 전망



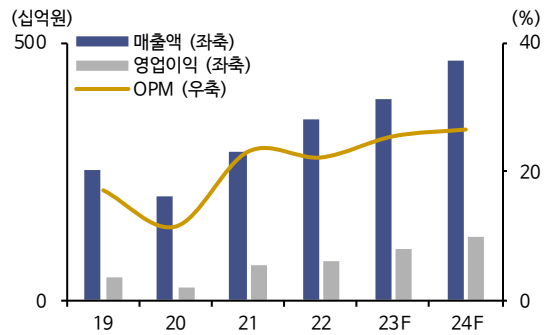
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정 / 주: 연결 기준

경상연구개발비 분기별 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정 / 주: 연결 기준

북경한미 실적 추이 및 전망



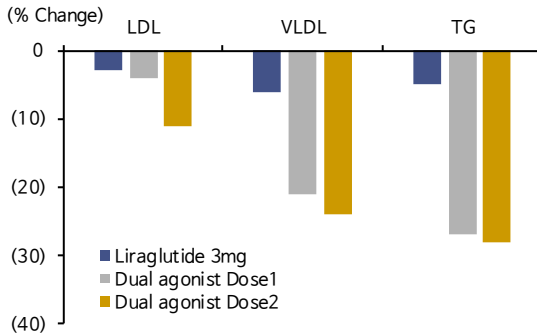
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정

한미약품 R&D 파이프라인 현황

	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	Registration	Approved
Obesity/ NASH/ Diabetes	LAP [®] Glucagon Combo [H4M15136+에세글레네티라이드] 비만/대사질환 LA-GLP/GIP/GCG [H4M15275] 비만		LAP [®] GLP/GCG [에피노세그루타이드] 비알콜성 지방간염 LAP [®] Triple Agonist [에포시레그루타이드] 비알콜성 지방간염	LAP [®] Exd4 Analog [에세글레네티라이드] 제2형 당뇨병, 비만		
Oncology	SOS1 [H4K95462] 고형암 LAP [®] IL-2 Analog [H4M15395] 고형암	롤론티스(Rolantis) [®] [에피노세그루타이드] 비만/대사질환 pan-RAF 저해제 [에세글레네티라이드] 흑색종 등 고형암 PD-1/HER2 BsAb [H4M15250] 고형암 MKI [에세글레네티라이드] 담낭광수정 역발병 EZH1/2 저해제 [H4M15252] 고형암 및 혈액암 PD-L1/4-1BB BsAb [H4M15253] 고형암	pan-RAF 저해제 [에세글레네티라이드] BRAP [®] 및 동등 고형암 CCR4 [H4M15254] 고형암 BTK [에세글레네티라이드] 비알콜성 지방간염	pan-HER [에세글레네티라이드] HER2 양성 암의 NSCLC 2차 치료제 오악솔(Oraxol) [®] [에세글레네티라이드] 유방암 등 고형암		롤론티스(Rolantis) [®] [에피노세그루타이드] 비만/대사질환
Rare Diseases/ Other	LAP [®] Triple Agonist [H4M15211] 특정성 특정유종 Long-acting GLA [H4M15211] 파브리병		LAP [®] Glucagon Analog [H4M15136] 간질환 LAP [®] GLP-2 Analog [H4M15211] 간질환 LAP [®] hGH [에세글레네티라이드] 성장호르몬 결핍증 루미네이트(Luminate) [®] [H4M15211] 간질환			히알루마주 [에세글레네티라이드] 관절염의 치료제

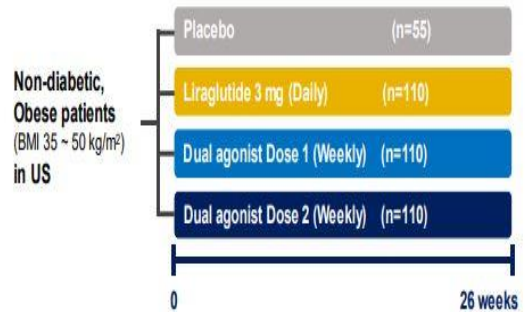
자료: 회사 자료, 신한투자증권

Dual agonist 관련 임상 데이터 (지질대사)



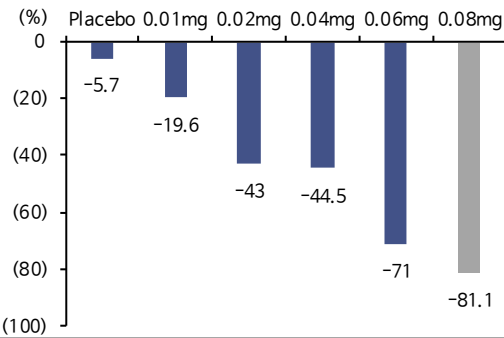
자료: 회사 자료, 신한투자증권

Dual agonist 관련 임상 디자인



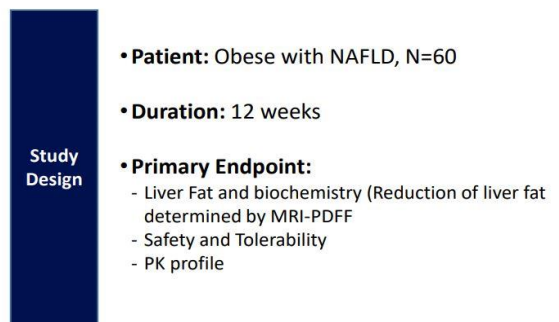
자료: 회사 자료, 신한투자증권

Triple agonist 투여 12주 이후 지방간 변화율



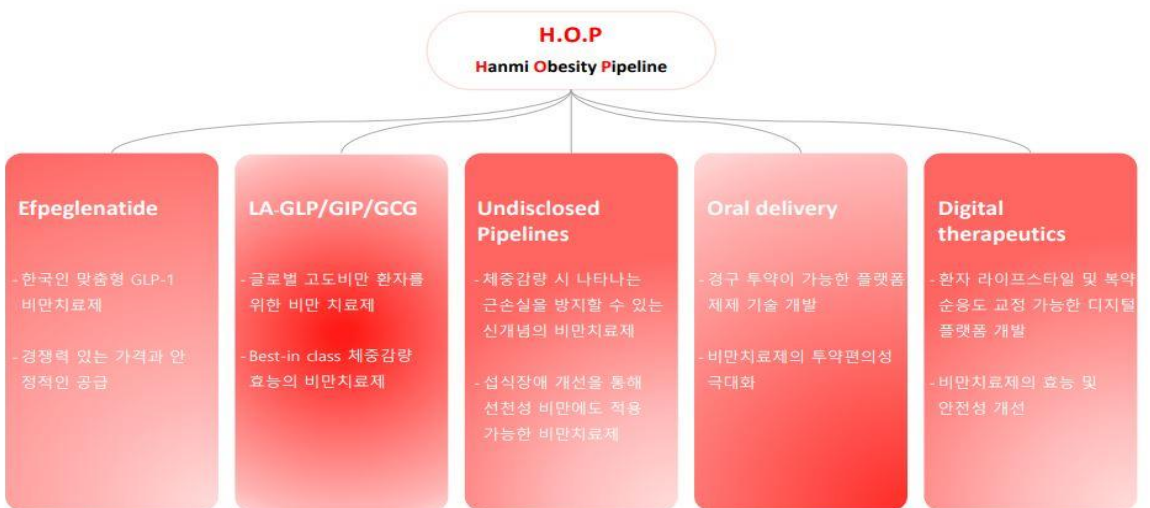
자료: 회사 자료, 신한투자증권

Triple agonist 관련 임상 디자인



자료: 회사 자료, 신한투자증권

한미약품 H.O.P 프로젝트



자료: 회사 자료, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	1,936.7	1,924.6	1,891.6	2,021.6	2,211.7
유동자산	704.0	694.2	737.8	912.3	1,131.2
현금및현금성자산	209.2	147.3	166.2	258.3	406.6
매출채권	217.4	178.4	153.3	175.4	194.3
재고자산	250.2	266.2	306.1	350.1	387.9
비유동자산	1,232.8	1,230.4	1,153.8	1,109.3	1,080.5
유형자산	944.5	887.6	822.5	776.0	745.5
무형자산	80.2	84.6	85.7	86.8	88.0
투자자산	52.9	71.7	59.0	59.9	60.4
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,008.5	915.4	732.3	670.2	624.7
유동부채	648.9	676.7	605.2	568.7	541.9
단기차입금	255.9	369.1	324.1	284.6	249.9
매입채무	42.8	39.7	38.4	43.9	48.7
유동성장기부채	196.8	117.0	77.0	50.7	33.4
비유동부채	359.5	238.6	127.2	101.4	82.8
사채	109.8	74.9	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	191.3	150.9	113.1	85.4	65.0
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	928.3	1,009.2	1,159.3	1,351.5	1,587.1
자본금	30.2	30.8	30.8	30.8	30.8
자본잉여금	413.2	412.6	412.6	412.6	412.6
기타자본	(33.1)	(37.0)	(37.0)	(37.0)	(37.0)
기타포괄이익누계액	(4.2)	13.2	13.2	13.2	13.2
이익잉여금	396.9	452.3	580.8	744.7	944.6
지배주주지분	803.0	871.8	1,000.4	1,164.3	1,364.2
비지배주주지분	125.3	137.4	158.9	187.2	222.9
*충차입금	756.3	715.0	517.6	424.5	352.5
*순차입금(순현금)	544.5	478.3	253.3	53.9	(178.6)

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	201.9	162.3	248.6	249.8	294.5
당기순이익	81.5	101.6	156.8	199.1	242.6
유형자산상각비	78.2	84.4	87.4	81.2	76.7
무형자산상각비	10.9	12.5	15.8	16.0	16.2
외화환산손실(이익)	(0.6)	3.0	0.0	0.0	0.0
자산변동손실(이익)	1.1	(0.5)	(0.5)	(0.5)	(0.5)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	8.5	(8.5)	(8.5)	(8.5)
운전자본변동	(53.5)	(73.7)	(2.3)	(37.5)	(31.9)
(법인세납부)	(6.6)	(29.6)	(32.6)	(56.2)	(68.4)
기타	90.9	56.1	32.5	56.2	68.3
투자활동으로인한현금흐름	(43.4)	(181.4)	(27.2)	(58.9)	(68.4)
유형자산의증가(CAPEX)	(19.9)	(29.3)	(45.4)	(49.1)	(53.3)
유형자산의감소	0.1	1.4	22.6	13.8	6.4
무형자산의증가(증가)	(14.2)	(20.3)	(16.9)	(17.1)	(17.4)
투자자산의감소(증가)	(7.6)	(118.5)	21.2	7.7	8.0
기타	(1.8)	(14.7)	(8.7)	(14.2)	(12.1)
FCF	201.4	232.7	233.9	232.7	273.7
재무활동으로인한현금흐름	(113.3)	(36.9)	(203.5)	(99.8)	(79.0)
차입금의 증가(감소)	(99.7)	(24.0)	(197.4)	(93.1)	(72.0)
자기주식의처분(취득)	4.9	3.8	0.0	0.0	0.0
배당금	(5.9)	(6.0)	(6.1)	(6.7)	(7.0)
기타	(12.6)	(10.7)	0.0	(0.0)	0.0
기타현금흐름	0.0	0.0	1.0	1.1	1.2
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	17.9	(5.9)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	63.1	(61.9)	18.8	92.1	148.3
기초현금	146.2	209.2	147.3	166.2	258.3
기말현금	209.2	147.3	166.2	258.3	406.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

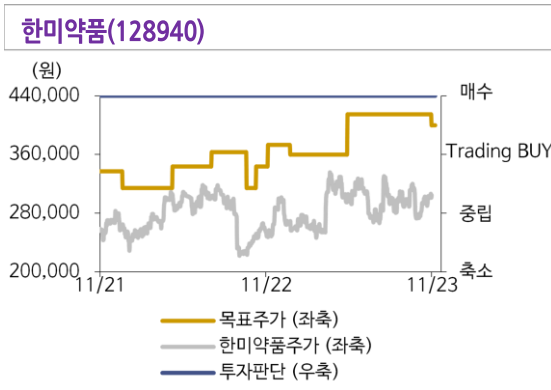
12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,203.2	1,331.5	1,461.8	1,672.4	1,852.9
증감률 (%)	11.8	10.7	9.8	14.4	10.8
매출원가	570.4	613.0	653.0	737.6	813.7
매출총이익	632.8	718.6	808.8	934.8	1,039.2
매출총이익률 (%)	52.6	54.0	55.3	55.9	56.1
판매관리비	507.3	560.5	592.4	647.8	695.9
영업이익	125.4	158.1	216.3	287.1	343.3
증감률 (%)	156.1	26.1	36.8	32.7	19.6
영업이익률 (%)	10.4	11.9	14.8	17.2	18.5
영업외손익	(21.7)	(37.1)	(26.9)	(31.8)	(32.3)
금융손익	(9.5)	(15.5)	(20.8)	(17.7)	(18.4)
기타영업외손익	(12.2)	(13.0)	2.4	(5.5)	(5.4)
종속 및 관계기업관련손익	(0.0)	(8.5)	(8.5)	(8.5)	(8.5)
세전계속사업이익	103.7	121.0	189.4	255.3	311.0
법인세비용	22.2	19.5	32.6	56.2	68.4
계속사업이익	81.5	101.6	156.8	199.1	242.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	81.5	101.6	156.8	199.1	242.6
증감률 (%)	371.3	24.6	54.4	27.0	21.8
순이익률 (%)	6.8	7.6	10.7	11.9	13.1
(지배주주)당기순이익	67.0	82.8	135.3	170.8	206.9
(비지배주주)당기순이익	14.5	18.8	21.5	28.3	35.7
총포괄이익	107.1	89.0	156.8	199.1	242.6
(지배주주)총포괄이익	83.7	73.0	128.6	163.3	198.9
(비지배주주)총포괄이익	23.4	16.0	28.2	35.8	43.6
EBITDA	214.5	254.9	319.5	384.3	436.2
증감률 (%)	94.4	18.8	25.3	20.3	13.5
EBITDA 이익률 (%)	17.8	19.1	21.9	23.0	23.5

주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	6,486	8,084	12,480	15,853	19,310
EPS (지배순이익, 원)	5,335	6,591	10,767	13,598	16,467
BPS (자본총계, 원)	73,893	80,339	92,283	107,582	126,338
BPS (지배지분, 원)	63,915	69,404	79,636	92,679	108,591
DPS (원)	481	490	540	560	560
PER (당기순이익, 배)	41.8	36.9	24.1	19.0	15.6
PER (지배순이익, 배)	50.8	45.2	28.0	22.1	18.3
PBR (자본총계, 배)	3.7	3.7	3.3	2.8	2.4
PBR (지배지분, 배)	4.2	4.3	3.8	3.2	2.8
EV/EBITDA (배)	18.7	16.8	13.1	10.5	8.8
배당성향 (%)	8.9	7.4	5.0	4.1	3.4
배당수익률 (%)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	17.8	19.1	21.9	23.0	23.5
영업이익률 (%)	10.4	11.9	14.8	17.2	18.5
순이익률 (%)	6.8	7.6	10.7	11.9	13.1
ROA (%)	4.3	5.3	8.2	10.2	11.5
ROE (지배순이익, %)	8.7	9.9	14.4	15.8	16.4
ROIC (%)	7.1	10.5	14.8	19.0	22.7
안정성					
부채비율 (%)	108.6	90.7	63.2	49.6	39.4
순차입금비율 (%)	58.7	47.4	21.8	4.0	(11.3)
현금비율 (%)	32.2	21.8	27.5	45.4	75.0
이자보상배율 (배)	7.6	7.0	11.4	19.8	28.7
활동성					
순운전자본회전율 (회)	3.8	4.7	5.4	5.7	5.6
재고자산회수기간 (일)	84.7	70.8	71.4	71.6	72.7
매출채권회수기간 (일)	54.9	54.2	41.4	35.9	36.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 10월 13일	매수	337,177	(22.1)	(16.1)
2022년 01월 12일	매수	314,267	(15.1)	(1.7)
2022년 05월 02일	매수	343,730	(13.2)	(7.4)
2022년 07월 27일	매수	363,371	(23.1)	(12.4)
2022년 10월 12일	매수	314,267	(23.7)	(20.5)
2022년 11월 02일	매수	343,730	(25.4)	(22.6)
2022년 11월 28일	매수	373,192	(26.5)	(19.2)
2023년 01월 16일	매수	360,000	(21.8)	(6.8)
2023년 05월 22일	매수	415,000	(28.4)	(20.4)
2023년 11월 23일	매수	6개월경과	-	-
2023년 11월 23일	매수	400,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 정재원)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 11월 23일 기준)

매수 (매수)	93.15%	Trading BUY (중립)	4.84%	중립 (중립)	2.02%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------