



BUY (유지)

목표주가(12M) 400,000원
현재주가(2.02) 318,500원

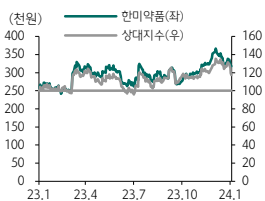
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,615.31
52주 최고/최저(원)	366,500/241,849
시가총액(십억원)	4,080.3
시가총액비중(%)	0.19
발행주식수(천주)	12,811.0
60일 평균 거래량(천주)	52.6
60일 평균 거래대금(십억원)	17.6
외국인지분율(%)	16.52
주요주주 지분율(%)	
한미사이언스 외 2 인	41.43
국민연금공단	11.34

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	1,469.0	1,597.9
영업이익(십억원)	213.0	239.9
순이익(십억원)	165.7	181.7
EPS(원)	10,944	12,155
BPS(원)	78,342	89,787

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,203.2	1,331.5	1,490.9	1,600.0
영업이익	125.4	158.1	220.7	227.6
세전이익	103.7	121.0	194.0	197.8
순이익	67.0	82.8	139.2	151.9
EPS	5,232	6,463	10,867	11,859
종가	460.17	23.53	68.14	9.13
PER	50.83	45.24	32.44	26.86
PBR	4.08	4.12	4.58	3.47
EV/EBITDA	18.66	16.81	15.35	14.93
ROE	8.74	9.89	15.32	14.60
BPS	65,261	70,942	76,952	91,743
DPS	471	481	481	481



Analyst 박재경 jaeyoung2@hanafn.com
RA 이준호 junholee95@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 2월 5일 | 기업분석_Earnings Review

한미약품 (128940)

4Q23 Re: 안정적 실적 성장과 비만 파이프라인 개발에 주목

4Q23 Re: 마일스톤 수령으로 호실적 시현

한미약품은 연결 기준 4Q23 매출액 4,224억원(+20.3%YoY, +15.8%QoQ), 영업이익 701억원(+80.5%YoY, +21.9%QoQ, OPM 16.6%)으로 컨센서스 매출액 4,055억원, 영업이익 629억원을 상회하는 실적을 기록했다. 한미약품의 별도 기준 4Q23 매출액은 3,209억원(+20.3%YoY, +18.0%QoQ), 영업이익은 536억원(+111.1%YoY, +64.7%QoQ), 북경한미의 실적은 매출액 1,033억원(+22.5%YoY, +10.7%QoQ), 영업이익 191억원(+69.6%YoY, -26.8%QoQ)을 기록했다. 별도 한미약품 호실적의 이유는 1) LAPS Dual Agonist 임상 2b상 진입에 따른 마일스톤 약 180억원 수령, 2) 로수젯의 성장이다. 로수젯은 4Q23 매출액 479억원(+28.4%YoY, +5.3%QoQ)을 기록했다. 북경한미는 계절적 성수기에 더불어 최근 유행한 마이코플라즈마 폐렴의 영향으로 호흡기 제품(이탄징, 이안핑)으로 매출액은 성장했으나, 주요 파이프라인 임상 진입에 따른 비용 증가로 영업이익은 전분기 대비 감소했다. 한미정밀화학은 4Q23 매출액 336억원(+13.5%YoY, +56.0%QoQ), 영업이익 16억원(+30.4%YoY, 흑전QoQ)을 기록했다. CDMO 프로젝트의 증가로 분기 흑자 전환에 성공했다.

24년에도 안정적 실적 성장 전망. 비만 파이프라인 본격화에 주목

한미약품의 연결 기준 24년 매출액은 1조 6,000억원(+7.3%YoY), 영업이익은 2,276억원(+3.1%YoY, OPM 14.2%)으로 전망한다. 한미약품 별도의 매출액은 1조 1,797억원(+7.5%YoY), 영업이익은 1,400억원(+8.0%YoY)으로 전망한다. 한미약품의 핵심 품목 로수젯의 24년 매출액은 2,074억원(+18.0%YoY)으로 추정하며, Aptose에 기술이전된 tuspetinib의 임상 진행에 따른 마일스톤 수령이 이뤄질 것으로 예상된다. R&D 부분에서 Epeglenatide는 비만 적응증 국내 임상 3상이 23년 말 시작됐다. Epeglenatide는 이미 후기 임상에서 안전성, 유효성이 이미 일부 확인되었다는 점이 강점이다. 임상 2상 BALANCE 205의 Subgroup 분석 결과를 보면, 8mg 2주 1회 투여군에서 당뇨병 전증 환자(n=24)는 7.32kg, 그 외 환자(n=34)는 6.72kg의 체중 감소 효과를 확인했다(약 -7%). 비만 임상 3상은 최대 매주 10mg 용량까지 진행되는 만큼 7% 이상의 체중 감소 효과를 기대해 볼 수 있다<도표3>. 향후 가격 경쟁력과 아시아인 임상 결과를 기반으로 한 국내 점유율 확보가 기대된다. 한미약품은 이외에도 기존의 Triple Agonist와 장기 지속형 플랫폼과 구성이 다른 GLP-1/GIP/Glucagon agonist를 비만 파이프라인으로 개발할 계획이다. 올해 6월 예정된 미국 당뇨병학회에서 해당 파이프라인의 전임상 결과 공개가 예정되어 있으며, 연내 임상 1상을 개시할 것으로 예상된다.

투자의견 Buy, 목표주가 400,000원 유지

한미약품에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 400,000원을 유지한다. 최근 본업 이외의 이슈로 주가 변동성이 확대된 상황이나, 한미약품은 호실적에 더불어 비만 적응증 신규 파이프라인이 추가되고 있다는 점에 주목하자.

도표 1. 4Q23 Review

(단위: 십억원, %)

	4Q23(P)	4Q22	3Q23	YoY	QoQ	컨센서스	차이(%)	당사추정	차이(%)
매출액	422.4	351.2	364.6	20.3	15.8	401.2	5.3	405.5	4.2
영업이익	70.1	38.8	57.5	80.5	21.9	64.3	9.0	62.9	11.5
당기순이익	30.3	22.6	60.5	34.2	(50.0)	43.8	(30.8)	42.4	(28.5)
영업이익률(%)	16.6	11.1	15.8			16.0	0.0	14.8	
당기순이익률(%)	7.2	6.4	16.6			10.9	0.0	9.5	

자료: Quantivise, 하나증권

도표 2. 한미약품 실적 전망

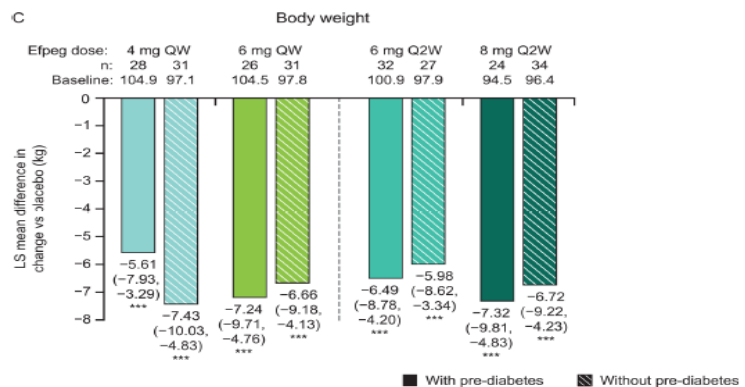
(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023P	2024F
매출액	361.2	342.7	364.6	422.4	382.9	392.0	390.8	434.4	1,490.9	1,600.0
YoY(%)	12.5	8.1	6.6	20.3	6.0	14.4	7.2	2.8	12.0	7.3
한미약품(별도)	250.7	253.3	272.1	320.9	269.5	291.6	298.6	320.0	1,096.9	1,179.7
YoY(%)	10.7	6.4	8.5	20.3	7.5	15.2	9.8	(0.3)	11.7	7.5
제품	212.1	197.8	228.4	247.9	224.1	228.6	247.4	258.6	886.3	958.8
상품	32.8	49.8	37.1	46.7	34.4	52.3	39.0	49.0	166.5	174.8
기타	5.8	5.6	6.5	26.3	10.9	10.7	12.2	12.4	44.2	46.2
북경한미	111.0	90.1	93.3	103.3	114.6	98.0	98.5	109.8	397.7	420.9
YoY(%)	17.1	14.8	0.3	22.5	3.3	8.7	5.6	6.3	13.4	5.8
한미정밀화학	25.9	30.0	21.6	33.6	27.5	31.7	22.6	35.1	111.1	116.9
YoY(%)	9.3	25.5	(7.3)	13.5	6.2	5.7	4.5	4.5	10.5	5.2
연결조정	(26.4)	(30.6)	(22.4)	(35.4)	(28.7)	(29.3)	(28.9)	(30.6)	(114.9)	(117.5)
영업이익	59.9	33.2	57.5	70.1	60.2	47.1	52.3	68.0	220.7	227.6
YoY(%)	46.6	5.0	22.9	80.5	0.5	42.0	(9.0)	(3.0)	39.6	3.1
영업이익률(%)	16.6	9.7	15.8	16.6	15.7	12.0	13.4	15.7	14.8	14.2
세전이익	55.3	25.5	56.3	56.9	53.5	40.5	47.2	56.5	194.0	197.8
YoY(%)	51.9	(2.2)	48.5	175.5	(3.3)	59.1	(16.1)	(0.7)	60.3	1.9
세전이익률(%)	15.3	7.4	15.4	13.5	14.0	10.3	12.1	13.0	13.0	12.4
당기순이익	49.7	18.7	60.5	30.3	45.5	34.4	40.1	48.1	159.3	168.1
YoY(%)	98.3	(17.3)	93.5	34.2	(8.5)	83.7	(33.7)	58.6	56.8	5.6
순이익률(%)	13.8	5.5	16.6	7.2	11.9	8.8	10.3	11.1	10.7	10.5

자료: Quantivise, 하나증권

도표 3. 한미약품 BALANCE 205 임상 유효성 결과

8mg 2주마다 투여군에서
7% 이상의 체중 감소 효과



자료: BMJ Open Diab Res Care 2022, 하나증권

도표 4. 비만 임상 결과 비교

업체명	Novo Nordisk	Eli Lilly	Altimune			Boehringer Ingelheim	
임상명	Step 1(3상)	Surmount-1(3상)	Momentum (2상)			NCT04667377, 2상	
투여 약물	Wegovy(GLP-1) 2.4mg	Zepbound (GLP-1/GIP) 15mg	Pemvidutide 1.2mg	Pemvidutide 1.8mg	Pemvidutide 2.4mg	Survodutide 3.6mg	Survodutide 4.8mg
유효성(위약군 조정 %pt)							
24주 체중감소	~9	~12	6.3	8.4	9.7	N/A	N/A
46주 체중감소	~12	~18	N/A	N/A	N/A	10.4	12.1
72주 체중감소	14.9*	22.5	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
안전성(위약군 조정 %pt)							
구역	26.8	21.5	14.9	49.9	46.2	42.8	44.1
구토	18.2	10.5	5	15	24.4	28.6	29.9
변비	13.9	5.9	7.5	2.5	12.2	19.5	20.8
이상반응에 의한 약물 중단	3.9	3.6	4.9	7.4	24.2	20.8	24.7

주: Head-to-Head 비교 임상 아님. Wegovy 68주 유효성 데이터, Wegovy 68주, Mounjaro 72주, Pemvidutide 24주 Survodutide 46주 안전성 데이터
 자료: Evaluate Pharma, 각 사, 하나증권

도표 5. GLP-1 기반 비만, 당뇨 파이프라인 현황

품목	업체명	기전	투여 주기	적응증	비고
Tirzepatide	Eli Lilly	GIP/GLP-1 agonist	1주 1회	T2D, 비만	(T2D) 22.05.13 FDA 승인 (비만) 23.11.08 FDA 승인
Retatrutide	Lilly	GIP/GLP-1/GCG agonist	1주 1회	비만, T2D, CV, OSA, OA	(비만) 23.06 2상 중간 결과 발표. 23.05 3상 시작 (비만. OSA, OA) TRIUMPH-1 임상 3상 23.08 시작 (비만. T2D, OSA) TRIUMPH-2 임상 3상 23.07 시작 (비만. CV) TRIUMPH-3 임상 3상 23.05 시작 (비만, OA) TRIUMPH-4 임상 3상 23.08 시작
Mazdutide	Innovent/Eli Lilly	GLP-1/GCG agonist	1주 1회	T2D, 비만	(비만) 24.01 중국 임상 3상 결과 발표
OPK88003	Opko Health/Eli Lilly	GLP-1/GCG-agonist(oxytomodulin analogue)	1주 1회	T2D, 비만	19.06 2상 종료. 추가 연구 없음
Survodutide	베링거인겔하임 / Zealand Pharma	GLP-1/GCG agonist	1주 1회	MASH, T2D, 비만	(MASH) 21.04 임상 2상 시작 (비만) 23.11 임상 3상 시작 (T2D) 21.11 임상 2상 종료
Cotadutide	Astrazeneca	GLP-1/GCG agonist	1일 1회	MASH, T2D, 비만	23.04 개발 중단
HM15211	한미약품	GIP/GLP-1/GCG agonist	1주 1회	MASH	(MASH) 20.02 2b상 시작. 2H24-2025년 종료 예상
HM12525A	한미약품	GLP-1/GCG agonist	1주 1회	MASH, 비만	(MASH) 23.07 2b상 시작 (비만) 개발 예정
Pemvidutide	Altimune	GLP-1/GCG agonist	1주 1회	T2D, 비만, MASH	(T2D) 23.03 1b상 중간 결과 발표. (비만) 23.11 2상 결과 발표 (MASH) 23.07 IMPACT 임상 2상 시작
CT-338	Carmot Therapeutics	GIP/GLP-1 agonist	1주 1회	T2D, 비만	(T2D, 비만) 23.10 임상 1/2상 결과 발표
DD01	디앤디파마텍	GLP-1/GCG agonist	1주 1회	MASH, T2D	23.05 임상 1상 결과 발표

주: T2D(Type 2 Diabetes, 2형 당뇨병), CV(Cardio vascular, 심혈관 질환 위험 감소), OSA(Obstructive sleep apnea, 수면 무호흡증), OA(Osteoarthritis, 골관절염)
 자료: Global Data, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,203.2	1,331.5	1,490.9	1,600.0	1,701.9
매출원가	570.4	613.0	661.6	713.3	754.7
매출총이익	632.8	718.5	829.3	886.7	947.2
판매비	507.3	560.5	608.6	659.2	680.6
영업이익	125.4	158.1	220.7	227.6	266.6
금융손익	(9.5)	(15.5)	(24.3)	(21.1)	(18.0)
종속/관계기업손익	(0.0)	(8.5)	(1.3)	0.0	0.0
기타영업외손익	(12.2)	(13.0)	(1.1)	(8.7)	(8.3)
세전이익	103.7	121.0	194.0	197.8	240.3
법인세	22.2	19.5	34.7	29.7	36.0
계속사업이익	81.5	101.6	159.3	168.1	204.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	81.5	101.6	159.3	168.1	204.2
비지배주주지분 손이익	14.5	18.8	20.0	16.2	19.7
지배주주순이익	67.0	82.8	139.2	151.9	184.6
지배주주지분포괄이익	83.7	73.0	125.0	142.9	173.6
NOPAT	98.5	132.7	181.2	193.5	226.6
EBITDA	214.5	254.9	318.3	315.7	344.6
성장성(%)					
매출액증가율	11.83	10.66	11.97	7.32	6.37
NOPAT증가율	157.18	34.72	36.55	6.79	17.11
EBITDA증가율	94.47	18.83	24.87	(0.82)	9.15
영업이익증가율	155.92	26.08	39.60	3.13	17.14
(지배주주)순이익증가율	458.33	23.58	68.12	9.12	21.53
EPS증가율	460.17	23.53	68.14	9.13	21.50
수익성(%)					
매출총이익률	52.59	53.96	55.62	55.42	55.66
EBITDA이익률	17.83	19.14	21.35	19.73	20.25
영업이익률	10.42	11.87	14.80	14.23	15.66
계속사업이익률	6.77	7.63	10.68	10.51	12.00

투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	5,232	6,463	10,867	11,859	14,409
BPS	65,261	70,942	76,952	91,743	105,675
CFPS	21,453	21,448	24,644	23,966	26,250
EBITDAPS	16,744	19,900	24,845	24,644	26,896
SPS	93,918	103,938	116,376	124,894	132,847
DPS	471	481	481	481	481
주기지표(배)					
PER	50.83	45.24	32.44	26.86	22.10
PBR	4.08	4.12	4.58	3.47	3.01
PCFR	12.40	13.63	14.30	13.29	12.13
EV/EBITDA	18.66	16.81	15.35	14.93	12.99
PSR	2.83	2.81	3.03	2.55	2.40
재무비율(%)					
ROE	8.74	9.89	15.32	14.60	15.07
ROA	3.51	4.29	7.30	7.60	8.34
ROIC	7.67	10.88	15.40	17.62	22.24
부채비율	108.64	90.70	72.96	61.96	54.85
순부채비율	58.66	47.39	28.15	1.21	(16.26)
이자보상배율(배)	7.57	6.98	7.77	8.62	10.10

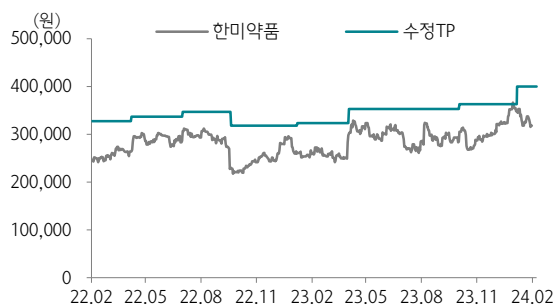
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	704.0	694.2	730.3	1,030.5	1,321.7
금융자산	211.7	236.7	238.3	530.7	790.1
현금성자산	209.2	147.3	155.9	445.9	700.0
매출채권	217.4	178.4	159.5	164.0	174.4
재고자산	250.2	266.2	318.8	321.8	342.1
기타유동자산	24.7	12.9	13.7	14.0	15.1
비유동자산	1,232.8	1,230.4	1,161.9	1,074.4	997.6
투자자산	52.9	71.7	61.3	61.9	63.2
금융자산	50.8	43.2	56.4	56.9	58.0
유형자산	944.5	887.6	822.4	745.3	676.8
무형자산	80.2	84.6	81.6	70.6	61.1
기타비유동자산	155.2	186.5	196.6	196.6	196.5
자산총계	1,936.7	1,924.6	1,892.1	2,104.9	2,319.3
유동부채	648.9	676.7	704.3	711.1	726.5
금융부채	455.2	489.2	465.2	465.3	465.6
매입채무	42.8	39.7	47.8	49.1	52.2
기타유동부채	150.9	147.8	191.3	196.7	208.7
비유동부채	359.5	238.6	93.8	94.2	95.0
금융부채	301.1	225.8	81.1	81.1	81.1
기타비유동부채	58.4	12.8	12.7	13.1	13.9
부채총계	1,008.5	915.4	798.1	805.2	821.5
지배주주지분	803.0	871.8	945.8	1,135.2	1,313.8
자본금	30.2	30.8	31.4	31.4	31.4
자본잉여금	413.2	412.6	412.0	412.0	412.0
자본조정	(33.1)	(37.0)	(40.0)	(40.0)	(40.0)
기타포괄이익누계액	(4.2)	13.2	(42.9)	0.6	0.6
이익잉여금	396.9	452.3	585.4	731.4	909.8
비지배주주지분	125.3	137.4	148.2	164.4	184.0
자본총계	928.3	1,009.2	1,094.0	1,299.6	1,497.8
순금융부채	544.5	478.3	308.0	15.8	(243.5)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	201.9	162.3	224.5	258.5	273.9
당기순이익	81.5	101.6	159.3	168.1	204.2
조정	173.9	134.4	81.8	88.1	78.0
감가상각비	89.1	96.8	97.6	88.1	78.0
외환거래손익	2.2	2.9	(2.1)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	8.5	(1.3)	0.0	0.0
기타	82.6	26.2	(12.4)	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	(53.5)	(73.7)	(16.6)	2.3	(8.3)
투자활동 현금흐름	(43.4)	(181.4)	(25.1)	(3.0)	(6.6)
투자자산감소(증가)	6.7	(10.2)	11.7	(0.6)	(1.3)
자본증가(감소)	(19.9)	(27.9)	(17.4)	0.0	0.0
기타	(30.2)	(143.3)	(19.4)	(2.4)	(5.3)
재무활동 현금흐름	(113.3)	(36.9)	(153.4)	(5.9)	(5.9)
금융부채증가(감소)	(47.5)	(41.3)	(168.7)	0.1	0.2
자본증가(감소)	0.0	0.0	(0.0)	0.0	0.0
기타재무활동	(59.9)	10.4	21.4	0.0	(0.0)
배당지급	(5.9)	(6.0)	(6.1)	(6.0)	(6.1)
현금의 증감	63.1	(61.9)	15.1	290.0	254.1
Unlevered CFO	274.8	274.8	315.7	307.0	336.3
Free Cash Flow	182.0	132.9	205.1	258.5	273.9

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한미약품



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.1.10	BUY	400,000		
23.10.6	BUY	370,000	-4.14%	-4.00%
23.4.6	BUY	360,000	-16.15%	-6.81%
22.9.23	BUY	330,000	-20.19%	-8.03%
22.7.5	BUY	360,000	-15.52%	-10.00%
22.4.11	BUY	350,000	-14.03%	-10.14%
22.1.28	BUY	340,000	-21.55%	-16.47%
21.11.22	BUY	380,000	-28.87%	-22.76%

담당자 변경

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박재경)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 2월 5일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(박재경)는 2024년 2월 5일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.55%	5.99%	0.46%	100%

* 기준일: 2024년 02월 02일