

한미약품(128940)

4Q22 Preview: 잠시 쉬며 재충전하는 기간

컨센서스 대비 매출액은 부합, 영업이익은 하회 예상

4분기 한미약품의 연결 기준 매출액은 3,580억원(+2.1% YoY, +4.6% QoQ), 영업이익은 393억원(-8.0% YoY, -16.0% QoQ)을 예상한다. 매출액은 컨센서스와 부합할 것이나, 4분기 인센티브 지급 등 예상보다 증가한 비용으로 영업이익은 컨센서스 대비 12.9% 하회할 것으로 판단한다. 국내에서는 주요 품목의 견조한 판매 실적 성장세가 이어질 것이다. 또한 한미정밀화학이 별도 기준 매출액 293억원(+12.6% YoY, 25.9% QoQ)을 기록하며 영업이익이 흑자 전환될 것이다. CDMO 수요 증가가 실적 개선의 주요 요인이다. 하지만 북경한미약품은 중국 내 코로나 19 확산으로 영업활동에 제한이 발생하며 전분기 대비 부진한 실적(별도 기준 매출액 845억원, +5.1% YoY, -9.1% QoQ)을 기록할 것으로 판단한다.

풍부한 R&D와 뒤이을 실적

지난 9월 허가된 호중구감소증 치료제 롤베돈(물질명 롤론티스)은 한미약품에서 원료 자체 생산 및 공급을 진행한다. 글로벌 판매 실적에 따른 로열티 수익도 발생하여 향후 실적에 긍정적으로 작용할 것이다. 또한 2023년 상반기에는 임상 2상이 진행 중인 NASH(비알콜성 지방간염) 치료제 파이프라인들에 대한 긍정적 효력 발표가 예상된다. MSD에 L/O이 진행된 Epinopegdutide(GLP-1/GIP 2중 작용제)는 임상 2a상이 종료되어 금년 중 예정된 간 질환 관련 학회에서 결과가 공개될 가능성이 높다. 자체 임상 진행 중인 Efciopegtrutide(GLP-1/GIP/GCG 3중 작용제) 역시 유사 학회에서 결과 공개가 예상된다. 지난 12월 Madrigal 사에서 공개한 NASH 치료제 효력과 관련하여 글로벌 제약사들의 관심이 높아져 있을 것으로 예상되는 만큼, 긍정적 효력 결과 발표는 주가 반등으로 이어질 것이다.

매수 투자 의견, 목표주가 380,000원 유지

한미약품에 대한 매수 투자 의견과 목표주가 380,000원(12MF EBITDA에 국내 주요 제약사 EV/EBITDA 평균 15배 적용)을 유지한다. 북경한미약품의 실적 부진은 제로 코로나 정책 완화 효과가 반영될 2023년 1분기부터 빠르게 회복할 것이다. 특히 이안핑, 이탄징 등 감기약류의 매출 성장이 두드러질 것으로 예상된다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2020A	1,076	49	12	921	(77.0)	110	383.3	46.0	5.8	1.6	0.1
2021A	1,203	125	67	5,272	472.4	215	51.4	18.5	4.1	8.7	0.2
2022F	1,346	140	77	6,196	17.5	230	48.1	18.5	4.0	9.1	0.2
2023F	1,505	157	88	7,020	13.3	247	37.8	15.7	3.2	9.2	0.2
2024F	1,683	175	98	7,885	12.3	266	33.6	14.8	2.9	9.3	0.2

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 380,000원(유지)

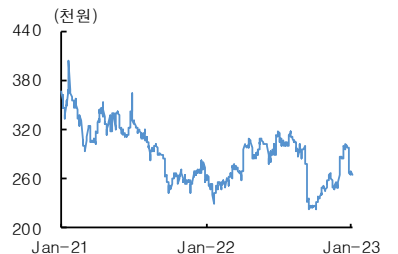
Stock Data

KOSPI(1/10)	2,351
주가(1/10)	265,000
시가총액(십억원)	3,264
발행주식수(백만)	13
52주 최고/최저가(원)	318,195/221,951
일평균거래대금(6개월, 백만원)	9,373
유동주식비율/외국인지분율(%)	57.8/16.2
주요주주(%)	한미사이언스 외 3인 41.4
	국민연금공단 10.0

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	0.1	(16.3)	2.8
KOSPI 대비(%p)	1.7	(16.4)	22.5

주가추이



자료: FnGuide

오리콤

leo.oh@koreainvestment.com

<표 1> 한미약품 Valuation

(단위: 십억원, 원, 배)

구분	내용	비고
1. 영업가치 (a*b)	3,791	
a. 한미약품 12M Fwd EBITDA	248	
b. Target EV/EBITDA	15	국내 주요 제약사 12MF EV/EBITDA 평균
2. 파이프라인 가치 (c+d+e+f)	1,333	
c. Rolontis	226	
d. Oraxol	94	
e. Dual Agonist	509	
f. Triple Agonist	546	
3. 순차입금(2022년)	423	
4. 기업가치(1+2-3)	4,701	
6. 보통주 주식수(천주)	12,224	
7. 적정주가 산출	384,575	
목표주가	380,000	
현재주가	265,000	
상승여력	43.4%	

주: 2023년 1월 10일 종가 기준
 자료: Fnguide, 한국투자증권

<표 2> 한미약품 2022년 4분기 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	4Q21	3Q22	4Q22F		성장률	
			당사 추정치	컨센서스	YoY	QoQ
매출액	350.5	342.1	358.0	364.7	2.1	4.6
영업이익	42.7	46.8	39.3	45.1	(8.0)	(16.0)
영업이익률(%)	12.2	13.7	11.0	12.4	(9.9)	(19.7)
순이익	17.5	26.8	18.3	24.8	4.8	(31.6)

자료: Quantiwise, 한국투자증권

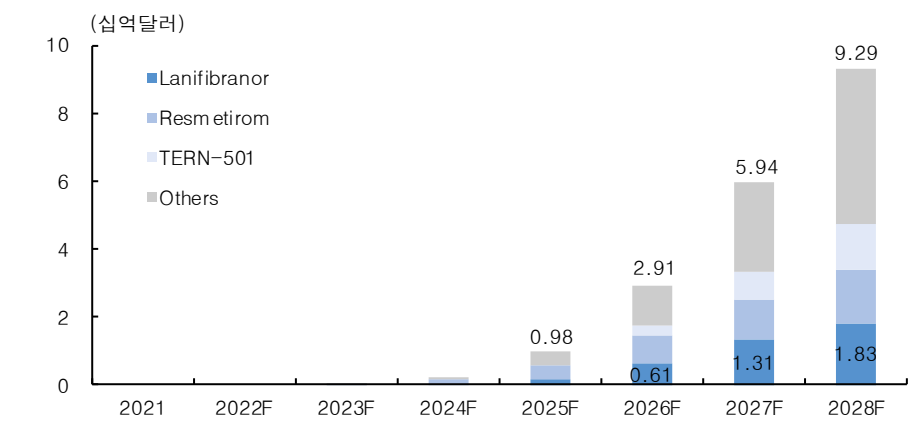
<표 3> 한미약품 연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, %)

	변경전		변경후		변동률		변경사유
	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F	
매출액	1,324	1,384	1,338	1,471	1.1	6.3	
영업이익	158.7	158.9	158.6	175.2	(0.1)	10.3	- 2023년 1분기부터 북경한미 실적 증가
영업이익률(%)	12	11.5	11.8	11.9	(1.3)	3.6	- 2022년 4분기 비용 추정치 상향 조정
순이익	101.4	110.3	98.0	106.9	(3.4)	(3.1)	

자료: 한국투자증권

[그림 1] NASH 치료제 시장 전망



자료: Global Data, 한국투자증권

<표 4> 주요 NASH 치료제 효력 비교

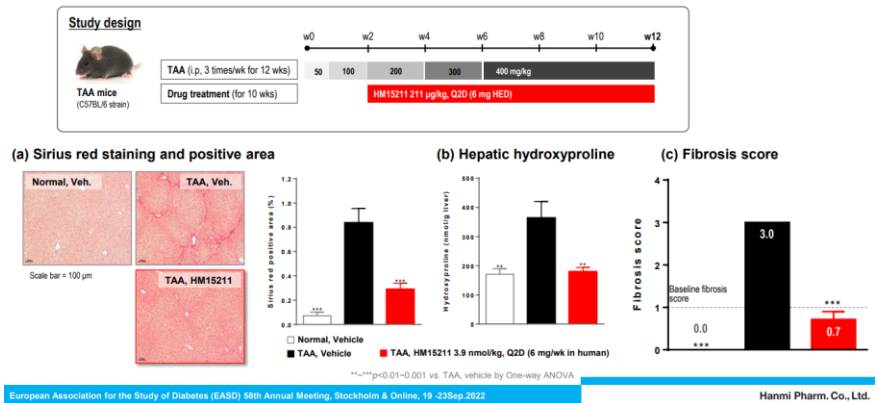
약물명	개발사	개발단계	용량	효력		
				NASH 점수 개선	섬유증 개선	LDL-C 저하
Resmetirom	Madrigal	임상 3 상	80 mg	26%	24%	-12%
			100 mg	30%	26%	-16%
Ervogastat/Clesacostat Pfizer		임상 2 상	-	MRI 검사 기준 지방간 40% 감소		
Ocaliva	Intercept	임상 3 상	10 mg	6.1%	14.1%	증가
			25 mg	6.5%	22.4%	증가
Semaglutide	Novo	임상 3 상	2.4 mg	34.0% ¹	10.6% ¹	-
Efocipegtrutide	한미약품	임상 2 상	-	비임상 효력: hydroxyproline ² 정상 수준으로 하락 섬유증 점수 77% 개선		
YH25724	유한양행	임상 1 상	-	비임상 효력: hydroxyproline ² 하락, 섬유증 점수 개선		

주 1: 위약 투여군 대비 우월성 떨어짐
 주 2: Hydroxyproline은 대표적인 간 섬유화 지표
 자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 2] 한미약품 NASH 치료제 Efocipegtrutide 효력 데이터

Figure 1. HM15211 effect on hepatic fibrosis in TAA mice

HM15211 treatment led to histological improvement of liver fibrosis in TAA mice. Reduction effect of fibrosis score is correlated with that of Sirius red positive area and hepatic hydroxyproline



자료: 한미약품, 한국투자증권

〈표 5〉 한미약품 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22F	1Q23F	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2021	2022F	2023F	2024F
매출액	321	317	342	358	342	357	374	398	1,203	1,338	1,471	1,575
YoY	18.8	13.5	12.9	2.1	6.5	12.6	9.4	11.1	11.8	11.2	9.9	7.1
한미약품	227	237	251	261	242	248	263	278	917	975	1,031	1,088
YoY	15.0	6.6	10.9	(3.8)	6.8	4.6	4.8	6.6	5.1	6.4	5.7	5.5
북경한미	95	79	93	85	91	101	106	117	289	351	416	461
YoY	29.2	31.8	23.3	5.1	(3.7)	29.1	14.1	38.5	41.9	21.5	18.5	11.0
한미정밀화학	24	24	23	29	30	29	27	25	87	100	110	114
YoY	15.9	8.6	24.9	12.6	27.5	20.1	15.1	(16.4)	(2.4)	15.0	10.0	3.5
매출총이익	173	166	189	189	181	189	199	218	633	717	788	833
YoY	18.1	17.4	17.6	2.5	5.0	13.9	5.6	15.1	8.9	13.3	9.9	5.8
영업이익	41	32	47	39	38	39	44	54	125	159	175	193
YoY	36.4	99.1	26.9	(8.0)	(7.5)	25.0	(6.2)	37.4	156.1	26.4	10.5	9.9
OPM	12.7	10.0	13.7	11.0	11.1	11.1	11.7	13.6	10.4	11.8	11.9	12.2
세전이익	36	26	38	34	30	36	44	49	104	134	159	169
YoY	33.7	155.2	18.0	(0.0)	(16.4)	37.0	15.0	45.0	368.6	29.7	18.4	6.5
지배주주순이익	19	19	27	18	22	26	31	36	67	84	91	107
YoY	1.4	172.4	14.4	4.8	12.4	31.7	15.9	97.4	460.4	24.9	9.2	17.6
NPM	6.0	6.1	7.8	5.1	6.3	7.1	8.3	9.1	5.6	6.3	6.2	6.8

자료: 한미약품, 한국투자증권

〈표 6〉 Peer valuation

(단위: 십억원)

		유한양행	종근당	녹십자	대웅제약	보령	일동제약	평균	한미약품
매출액	2021	1,688	1,538	1,538	1,153	627	560		1,203
	2022F	1,807	1,715	1,725	1,266	729	649		1,345
	2023F	1,968	1,774	1,789	1,367	763	724		1,454
영업이익	2021	49	74	74	89	41	(56)		125
	2022F	38	107	108	117	59	(45)		163
	2023F	78	108	109	137	64	17		179
영업이익률(%)	2021	3	5	5	8	7	(10)	3	10
	2022F	2	6	6	9	8	(7)	4	12
	2023F	4	6	6	10	8	2	6	12
순이익	2021	103	123	123	25	43	(100)		67
	2022F	83	67	63	73	53	(105)		91
	2023F	113	77	76	90	48	(15)		108
PER(x)	2021	43	21	21	70	22	(8)	30	50
	2022F	53	23	23	24	12	NM	25	37
	2023F	39	20	19	20	13	NM	21	31
EPS 증가율(% YoY)	2021	(47)	52	52	93	50	NM	18	460
	2022F	(19)	(46)	(49)	198	19	NM	48	36
	2023F	37	15	21	22	(11)	19	15	18
PEG(x)	2021	(1)	0	0	1	0	NM	0	0
	2022F	(3)	(0)	(0)	0	1	NM	(0)	1
	2023F	1	1	1	1	(1)	NM	1	2
ROE(%)	2021	5	10	10	4	11	(49)	8	9
	2022F	4	5	5	12	11	(69)	9	11
	2023F	6	6	6	13	9	(10)	6	11
EV/EBITDA(x)	2021	46	25	25	16	14	NM	22	19
	2022F	46	13	13	14	8	0	18	16
	2023F	31	13	13	12	7	30	17	14

주: 1. 1월 10일 증가 기준

2. 종근당은 별도재무제표 기준

자료: Dataguide, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

한미약품은 1973년 설립되어 1988년 거래소에 상장된 제약사임. 1980년대부터 R&D역량을 축적하며 도입품목판매 위주의 사업모델에서 탈피하며 차별을 꾀하고 있음. 주요주주는 한미사이언스로 한미약품의 지분을 41.4% 보유하고 있음. 연결자회사로는 북경한미유한공사(지분율 73.7%), 한미정밀화학(원료의약품 생산, 지분율 63.0%)가 있음.

- Epipegdutide: Dual agonist. 한미약품의 반감기 증가 플랫폼인 LAPSCOVERY 기술이 적용된 비알콜성 지방간염 치료제. Triple agonist와 달리, 동시에 2개의 작용기와 결합하는 기전을 가짐. 현재 MSD에 L/O되어 임상 2상 진행 중
- Efocepegtrutide: Triple agonist. 한미약품의 반감기 증가 플랫폼인 LAPSCOVERY 기술이 적용된 비알콜성 지방간염 치료제. 체내에서 동시에 3군데 작용기와 결합하는 기전을 가짐. 자체 임상 2상 진행 중
- NASH: Non-Alcoholic Steatohepatitis, 비알콜성 지방간염. 음주량이 적거나 없는 사람에게서 나타나는 지방간 및 지방간에서 유래한 간염 증상. 현재까지 치료제 없음
- 롤론티스: 호중구 감소증 치료제. 제품명 롤베돈. 한미약품의 약물 체내 반감기 증가 기술인 LAPSCOVERY가 적용된 단백질 신약으로, 기존 주 1회 투여에서 3주에 1회 투약으로 복용 편의성을 높였다
- Hydroxproline: 간 섬유화 수치 중 하나. 낮을수록 정상간에 가까우며, NASH 치료제 효력 평가 지표로 사용

손익계산서

(단위: 십억원)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	1,076	1,203	1,338	1,471	1,575
매출원가	495	570	622	683	742
매출총이익	581	633	717	788	833
판매관리비	532	507	558	612	641
영업이익	49	125	159	175	193
영업이익률(%)	4.6	10.4	11.8	11.9	12.2
EBITDA	110	215	249	266	289
EBITDA Margin(%)	10.3	17.8	18.6	18.1	18.3
영업외수익	(27)	(21)	(25)	(16)	(24)
금융수익	4	9	10	11	11
금융비용	33	19	22	22	22
기타영업외손익	1	(12)	(12)	(5)	(12)
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	22	104	134	159	169
법인세비용	5	22	37	52	44
연결당기순이익	17	81	98	107	126
지배주주지분순이익	12	67	84	91	107
지배주주순이익률(%)	1.1	5.6	6.3	6.2	6.8
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	(3.4)	11.8	11.2	9.9	7.1
영업이익 증가율	(52.9)	156.1	26.4	10.5	9.9
지배주주순이익 증가율	(77.0)	460.4	24.9	9.2	17.6
EPS 증가율	(77.0)	472.4	27.4	9.2	17.6
EBITDA 증가율	(30.7)	94.4	15.9	7.1	8.5

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동현금흐름	152	202	177	186	225
당기순이익	17	81	98	107	126
유형자산감가상각비	54	78	79	80	84
무형자산상각비	8	11	11	11	12
자산부채변동	42	(54)	(43)	(43)	(21)
기타	31	86	32	31	24
투자활동현금흐름	(45)	(43)	(52)	(62)	(68)
유형자산투자	(42)	(20)	(48)	(57)	(63)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	14	(7)	21	21	21
무형자산순증	(16)	(14)	(13)	(13)	(14)
기타	(1)	(2)	(12)	(13)	(12)
재무활동현금흐름	(65)	(113)	(37)	(19)	(17)
자본의증가	0	0	1	1	1
차입금의순증	(54)	(103)	(22)	(5)	(3)
배당금지급	(8)	(6)	(6)	(6)	(6)
기타	(3)	(4)	(10)	(9)	(9)
기타현금흐름	(1)	18	11	6	4
현금의증가	40	63	99	112	144
FCF	108	134	105	103	150

주: K-IFRS (연결) 기준

재무상태표

(단위: 십억원)

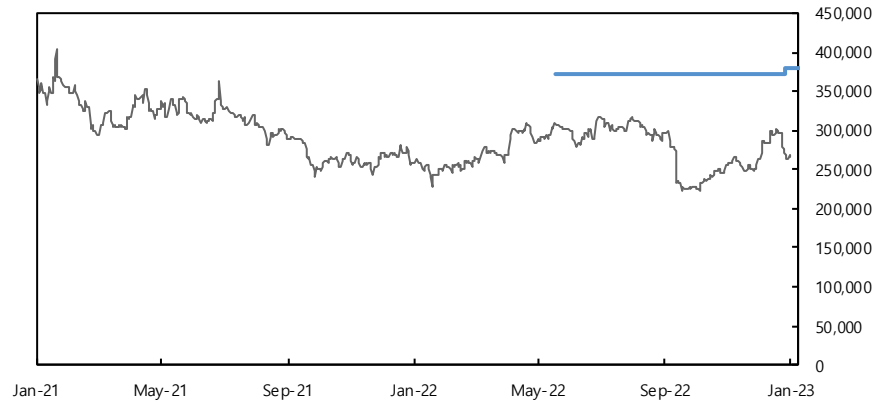
	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
자산총계	1,882	1,937	2,073	2,227	2,389
유동자산	614	704	866	1,038	1,218
현금성자산	146	209	308	420	564
매출채권및기타채권	150	223	250	278	294
재고자산	309	250	284	315	334
비유동자산	1,268	1,233	1,207	1,188	1,171
투자자산	60	53	54	55	56
유형자산	987	945	911	887	863
무형자산	73	80	82	83	86
부채총계	1,050	1,008	1,003	1,015	1,027
유동부채	533	649	655	668	679
매입채무및기타채무	125	161	179	195	205
단기차입금및단기사채	238	256	250	248	247
유동성장기부채	162	197	192	191	190
비유동부채	517	360	348	347	348
사채	210	110	106	105	105
장기차입금및금융부채	190	191	184	183	182
자본총계	832	928	1,070	1,212	1,362
지배주주지분	730	803	940	1,052	1,197
자본금	30	30	31	31	32
자본잉여금	414	413	413	413	413
기타자본	(28)	(33)	(18)	(40)	(62)
이익잉여금	334	397	496	608	752
비지배주주지분	102	125	130	160	165
순차입금	656	545	423	306	160

주요 투자지표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	921	5,272	6,196	7,020	7,885
BPS	60,360	66,554	75,380	82,084	91,113
DPS	471	481	481	481	481
수익성(%)					
ROA	0.9	4.3	4.8	5.2	5.5
ROE	1.6	8.7	9.1	9.2	9.3
배당수익률	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
배당성향	49.2	8.9	7.6	6.8	6.1
안정성					
부채비율(x)	126.2	108.6	95.1	91.3	88.5
차입금/자본총계비율(%)	96.6	81.5	68.0	64.3	61.5
이자보상배율(x)	2.0	7.6	9.0	10.1	10.6
순차입금/EBITDA(x)	5.9	2.5	2.1	2.0	1.9
Valuation(x)					
PER	383.3	51.4	48.1	37.8	33.6
최고	441.6	78.0	52.2	42.9	38.2
최저	219.2	45.4	35.4	37.5	33.4
PBR	5.8	4.1	4.0	3.2	2.9
최고	6.7	6.2	4.3	3.7	3.3
최저	3.3	3.6	2.9	3.2	2.9
PSR	4.1	2.8	2.7	2.2	2.0
EV/EBITDA	46.0	18.5	18.5	15.7	14.8

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
한미약품 (128940)	2020.01.21	중립	-	-	-
	2021.01.21	1년경과	-	-	-
	2022.01.21	1년경과	-	-	-
	2022.05.26	매수	373,192원	-25.6	-14.7
	2023.01.05	매수	380,000원	-	-



Compliance notice

- 당사는 2023년 1월 10일 현재 한미약품 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

투자등급 비율 (2022. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
86.4%	13.6%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 증목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.