

2023. 4. 13



▲ 제약/바이오

Analyst **박송이**  
02. 6454-4865  
songyi.park@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **390,000 원**

현재주가 (4.12) **321,000 원**

상승여력 **21.5%**

KOSPI 2,550.64pt

시가총액 40,325억원

발행주식수 1,256만주

유동주식비율 57.70%

외국인비중 16.34%

52주 최고/최저가 327,000원/221,951원

평균거래대금 120.2억원

주요주주(%)

한미사이언스 외 1인 41.41

국민연금공단 9.97

신동국 외 1인 9.14

주가상승률(%)

절대주가 25.4 42.7 17.6

상대주가 17.7 23.2 22.9

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	1,203.2	125.4	67.0	5,336	371.3	63,915	50.8	4.2	18.7	8.7	108.6
2022	1,331.6	158.1	82.8	6,591	24.6	69,404	45.2	4.3	16.8	9.9	90.7
2023E	1,490.5	193.1	103.7	8,251	18.2	77,169	38.9	4.2	15.7	11.3	79.2
2024E	1,608.0	220.3	118.9	9,468	14.7	86,151	33.9	3.7	14.3	11.6	68.1
2025E	1,689.7	262.2	145.4	11,571	22.2	97,236	27.7	3.3	12.3	12.6	54.8

# 한미약품 128940

## 1Q23E Preview: GLP-1 사이에 피어난 2 공장

- ✓ 투자이견 Buy, 적정주가 39만원으로 상향 조정
- ✓ 1Q23E 연결 기준 매출액 3,624억원(YoY +12.8%, QoQ +3.2%), 영업이익 504억원(YoY +23.3%, QoQ +29.7%)으로 시장 컨센서스에 부합할 전망
- ✓ 고마진 제품 성장 및 롤베돈 수출 물량 증가로 원가율 개선, 북경한미 정상화
- ✓ 2공장 수주 기대감 및 NASH 파이프라인(Dual agonist) 연내 data 확인 가능성

### 1Q23E Preview

한미약품의 1Q23E 연결 기준 매출액 3,624억원(YoY +12.8%, QoQ +3.2%), 영업이익 504억원(YoY +23.3%, QoQ +29.7%)으로 시장 컨센서스에 부합할 전망이다. 로수젯 등 고마진 제품의 성장과 롤베돈 생산량 증가로 원가율 개선되었다. 북경한미도 1,000억원 이상의 매출액이 예상되어 분기 최대 매출액을 달성할 전망이다. 4분기로 갈수록 신규 처방환자가 늘어나면서 성장세를 이어나갈 전망이다.

### R&D 파이프라인 임상시험은 순항 중

NASH Dual agonist는 4Q22 임상 2a상이 완료되었다. 결과 발표와 다음 임상시험에 대한 방향성이 연내 정해질 예정이다. 자체 개발중인 Triple agonist는 2Q23 내에 IDMC에 제출 예정이고 적극적인 파트너링이 진행될 것으로 기대된다. 이외에도 Efglenatide는 가격 경쟁력과 투여 편리성을 바탕으로 비만 시장을 타겟팅 할 예정이다. Pan-RAF 억제제인 Belvarafenib은 연내 국내 1상 마무리 예정이다.

### 투자의견 Buy, 적정주가 39만원 상향조정

한미약품에 대한 투자의견 Buy 유지하고, 실적 추정치 변경 및 Target EV/EBITDA multiple을 13.7배에서 15배로 상향조정 해 적정주가 39만원을 제시한다. 글로벌 GLP-1 agonist 수요량 증가 및 생산시설 솟티지로 2공장 수주에 대한 기대감이 높아지고 있다. 2공장은 이미 cGMP를 받은 트랙레코드가 있어 파트너링에도 유리한 위치에 있다. 수주 받는 의약품 종류에 따라 반영될 수 있는 매출액의 범위는 넓다. 감가상각비만 반영되던 2공장에서 위탁생산으로 매출액 발생시 업사이드는 충분하다고 판단된다.

(십억원)	1Q23E	1Q22	(% YoY)	4Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	362.4	321.1	12.8%	351.2	3.2%	362.0	0.1%
영업이익	50.4	40.9	23.3%	38.8	29.7%	49.5	1.8%
OPM (%)	13.9%	12.7%	9.2%	11.1%	25.7%	13.7%	1.7%
당기순이익	32.9	25.0	31.2%	22.6	45.6%	28	17.3%

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	321.1	317.1	342.1	351.2	362.4	357.0	373.9	397.2	1,331.6	1,490.5	1,608.0
% YoY	18.8%	13.5%	12.9%	0.2%	12.8%	12.6%	9.3%	13.1%	10.7%	11.9%	7.9%
영업이익	40.9	31.6	46.8	38.8	50.4	42.5	48.6	51.6	158.1	193.1	220.3
% YoY	-4.4%	-22.7%	48.2%	-17.0%	29.7%	-15.6%	14.4%	6.2%	26.1%	22.1%	14.1%
OPM (%)	12.7%	10.0%	13.7%	11.1%	13.9%	11.9%	13.0%	13.0%	11.9%	13.0%	13.7%
당기순이익	25.0	22.7	31.3	22.6	32.9	25.8	29.7	31.7	101.6	120.1	137.8
% YoY	14.5%	-9.5%	38.0%	-27.9%	45.6%	-21.5%	15.3%	6.5%	24.6%	18.2%	14.7%
NPM (%)	7.8%	7.1%	9.1%	6.4%	9.1%	7.2%	8.0%	8.0%	7.6%	8.1%	8.6%

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	Value	내용
한미약품의 영업가치 (A)	4,320.7	국내 상위 제약사(유한양행, HK이노엔, 보령제약) 12M Fwd EV/EBITDA 15배
한미약품의 신약가치 (B)	660.9	DCF valuation
1) NASH dual agonist	314.6	
2) NASH triple agonist	346.2	
순 차입금 (C)	187.8	2023년 말 기준
주주가치 (D=A+B-C)	4,793.7	
주식수 (E)	12,209천주	자사주 제외
적정주가 (F=D/E)	390,000원	

자료: 메리츠증권 리서치센터

한미약품 (128940)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,203.2	1,331.6	1,490.5	1,608.0	1,689.7
매출액증가율 (%)	11.8	10.7	11.9	7.9	5.1
매출원가	570.4	613.0	682.7	728.4	734.7
매출총이익	632.8	718.6	807.8	879.6	955.0
판매관리비	507.3	560.5	614.7	659.3	692.8
<b>영업이익</b>	<b>125.4</b>	<b>158.1</b>	<b>193.1</b>	<b>220.3</b>	<b>262.2</b>
영업이익률	10.4	11.9	13.0	13.7	15.5
금융손익	-9.5	-15.5	-13.4	-16.7	-19.6
중속/관계기업손익	0.0	-8.5	-9.0	-8.9	-8.8
기타영업외손익	-12.2	-13.0	-18.7	-20.4	-20.7
세전계속사업이익	103.7	121.0	152.0	174.4	213.2
법인세비용	22.2	19.5	31.9	36.6	44.8
<b>당기순이익</b>	<b>81.5</b>	<b>101.6</b>	<b>120.1</b>	<b>137.8</b>	<b>168.4</b>
지배주주지분 순이익	67.0	82.8	103.7	118.9	145.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>201.9</b>	<b>162.3</b>	<b>181.3</b>	<b>201.0</b>	<b>236.0</b>
당기순이익(손실)	81.5	101.6	120.1	137.8	168.4
유형자산상각비	78.2	84.4	80.4	75.4	71.6
무형자산상각비	10.9	12.5	14.5	12.0	10.0
운전자본의 증감	-53.5	-73.7	-33.7	-24.2	-14.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-43.4</b>	<b>-181.4</b>	<b>-47.3</b>	<b>-52.5</b>	<b>-47.2</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-20.0	-29.3	-30.0	-40.0	-40.0
투자자산의 감소(증가)	6.7	-27.3	-5.6	-4.0	-2.3
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-113.3</b>	<b>-36.9</b>	<b>-57.7</b>	<b>-60.8</b>	<b>-93.9</b>
차입금의 증감	-47.5	-41.3	-51.6	-54.7	-87.8
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	63.1	-61.9	76.3	87.7	94.9
기초현금	146.2	209.2	147.3	223.6	311.3
기말현금	209.2	147.3	223.6	311.3	406.2

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	704.0	694.2	842.1	981.4	1,106.0
현금및현금성자산	209.2	147.3	223.6	311.3	406.2
매출채권	217.4	178.4	201.7	218.5	228.3
재고자산	250.2	266.2	301.1	326.2	340.6
비유동자산	1,232.8	1,230.4	1,171.1	1,127.7	1,088.4
유형자산	944.5	887.6	837.2	801.8	770.2
무형자산	80.2	84.6	70.1	58.0	48.0
투자자산	52.9	71.7	77.3	81.3	83.6
<b>자산총계</b>	<b>1,936.7</b>	<b>1,924.6</b>	<b>2,013.2</b>	<b>2,109.1</b>	<b>2,194.4</b>
유동부채	648.9	676.8	667.7	660.7	624.1
매입채무	42.8	39.7	44.9	48.7	50.8
단기차입금	255.9	369.1	339.1	319.1	289.1
유동성장기부채	196.8	117.1	113.1	108.1	91.1
비유동부채	359.5	238.6	222.3	193.5	153.2
사채	109.9	74.9	69.9	54.9	39.9
장기차입금	180.8	142.4	129.4	114.4	88.4
<b>부채총계</b>	<b>1,008.5</b>	<b>915.4</b>	<b>890.0</b>	<b>854.2</b>	<b>777.3</b>
자본금	30.2	30.8	30.8	30.8	30.8
자본잉여금	413.2	412.6	412.6	412.6	412.6
기타포괄이익누계액	-4.2	13.2	13.2	13.2	13.2
이익잉여금	396.9	452.3	549.8	662.7	801.9
비지배주주지분	125.4	137.4	153.8	172.6	195.7
<b>자본총계</b>	<b>928.3</b>	<b>1,009.2</b>	<b>1,123.2</b>	<b>1,254.9</b>	<b>1,417.2</b>

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	95,779	105,997	118,646	128,007	134,505
EPS(지배주주)	5,336	6,591	8,251	9,468	11,571
CFPS	21,878	21,873	20,806	21,528	23,645
EBITDAPS	17,075	20,294	22,930	24,494	27,370
BPS	63,915	69,404	77,169	86,151	97,236
DPS	481	490	490	490	490
배당수익률(%)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	50.8	45.2	38.9	33.9	27.7
PCR	12.4	13.6	15.4	14.9	13.6
PSR	2.8	2.8	2.7	2.5	2.4
PBR	4.2	4.3	4.2	3.7	3.3
EBITDA	214.5	254.9	288.0	307.7	343.8
EV/EBITDA	18.7	16.8	15.7	14.3	12.3
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	8.7	9.9	11.3	11.6	12.6
EBITDA 이익률	17.8	19.1	19.3	19.1	20.3
부채비율	108.6	90.7	79.2	68.1	54.8
금융비용부담률	1.4	1.7	1.8	1.6	1.3
이자보상배율(x)	7.6	7.0	7.2	8.8	11.6
매출채권회전율(x)	6.7	6.7	7.8	7.7	7.6
재고자산회전율(x)	4.3	5.2	5.3	5.1	5.1

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.7%
매도	0.0%

2023년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**한미약품 (128940) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

