

# 한미약품 (128940.KS)

## 유진 Corporate Day 후기

투자의견	<b>BUY</b> (유지)
목표주가	<b>440,000</b> 원(유지)
현재주가	<b>280,000</b> 원(06/18)
시가총액	<b>3,587</b> (십억원)

제약/바이오 권해순\_02)368-6181\_hskwon@eugenefn.com

- [유진 Corporate Day 참가]** 경영진 변경으로 중장기 R&D 정책 변화 또는 투자 축소에 대한 우려가 주가에 반영되며 2024년 한미약품의 주가 수익률은 연초대비 20.5% 하락(상대수익률 -23.8%pt) 하였음. 6월 17일 유진 온라인 Corporate Day에 참석하여 2024년 영업 현황 및 R&D 방향성에 대해 IR 진행
- [한미약품 IR 발표]** 거버넌스 이슈와는 별도로 국내 및 중국 부문 모두 양호한 실적 기대, 의료계 파업에도 불구하고 로수젯(고지혈증 치료제) 처방은 꾸준히 증가하고 있는데, 원외처방 비중이 높은 약효군이기 때문. ADA(미국 당뇨병 학회)에서 비만치료제 파이프라인 전임상 결과를 발표하였는데, 비만치료제 분야는 중장기로 고성장 할 분야이기 때문에 많은 관심들이 있음. 2020년 Merck에게 기술이전한 에피노페그듀다이트(MK-6024) 임상 결과는 2025년 하반기에 가시화 될 예정. 임상 2상이 순조롭게 진행되고 있으며 기대되는 유망 신약 후보 파이프라인임
- [애널리스트 의견]** 한미약품 그룹의 중장기 성장 전략이 구체화되기 전까지 거버넌스 이슈가 기업가치 할인 요인으로 작용할 것. 그러나 매분기 양호한 실적 달성이 예상되고, 글로벌 임상 후기 단계의 신약 후보 물질을 보유하고 있으며, 밸류에이션 지표가 저점이라는 점에서 현 주가 수준에서는 주가 하방 경직성 존재. 중장기적 관점에서 본다면 투자 매력 있다고 판단함. 4분기 북경한미의 실적 고성장, 2025년 MK-6024 임상 결과에 따라 기업가치 상승이 본격화될 것으로 예상함

주가(원, 06/18)	280,000
시가총액(십억원)	3,587

발행주식수	12,811천주
52주 최고가	377,000원
최저가	261,500원
52주 일간 Beta	0.73
60일 일평균거래대금	116억원
외국인 지분율	18.4%
배당수익률(2024E)	0.2%

주주구성	
한미사이언스 (외 3인)	41.4%
국민연금공단 (외 1인)	10.0%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-15.2	-21.3	-15.4
절대기준	-13.7	-13.7	-10.1

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	440,000	440,000	-
영업이익(24E)	256	256	-
영업이익(25E)	285	285	-

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	1,332	1,491	1,623	1,804
영업이익	158	221	256	285
세전손익	121	194	232	261
당기순이익	102	165	194	220
EPS(원)	6,463	11,415	13,881	15,752
증감률(%)	23.5	76.6	21.6	13.5
PER(배)	45.2	30.9	20.2	17.8
ROE(%)	9.9	16.0	16.9	16.4
PBR(배)	4.1	4.6	3.2	2.7
EV/EBITDA(배)	16.1	15.2	11.0	9.7

자료: 유진투자증권

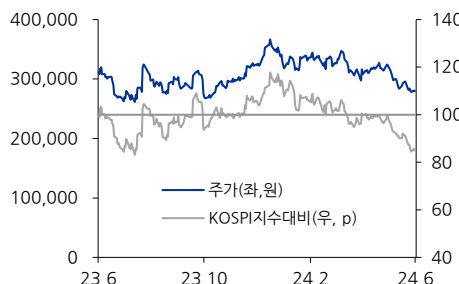
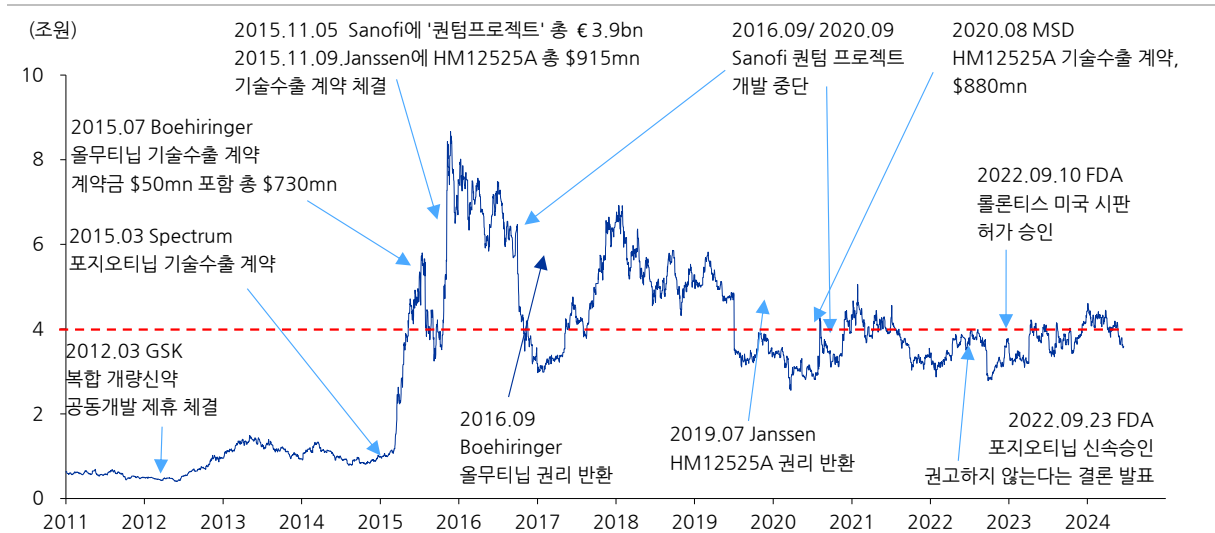


도표 1. 한미약품 목표주가 산정

목표주가 구성요소	가치	단위	
1. 영업 가치	5,322	(십억원)	2024년 예상 순이익(지배주주 기준) 1,744억원, Target P/E 30배 적용
2. MASH Dual agonist (MK-6024, efinofegdutide)	348	(십억원)	글로벌 임상 2b상. 2025년 하반기 결과 확인 기대 미국 Merck(MSD)에게 2020년 8월 기술 및 판권 이전 총 계약 규모 8,700억원의 40% 반영, 출시 후 판매로열티 제외
3. Triple agonist	174	(십억원)	글로벌 임상 2b상 진행 중. 중간 결과 확인 기대. 기술 이전 추진 중 Dual agonist(MK-6024, efinofegdutide)의 가치를 50% 할인
<b>가치 합산</b>	<b>5,844</b>	<b>(십억원)</b>	
<b>목표주가</b>	<b>440,000</b>	<b>(원)</b>	

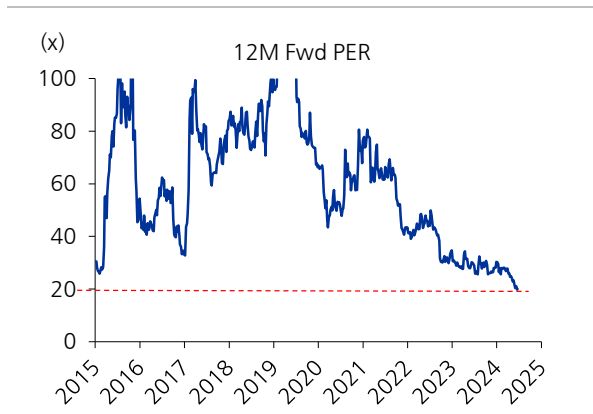
자료: 유진투자증권

도표 1. 한미약품 주가 이벤트 차트



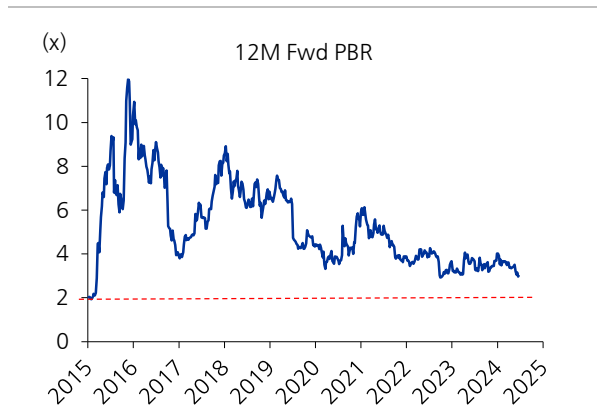
자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 1. 한미약품 12M Fwd P/E valuation 차트



자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 2. 한미약품 12M Fwd P/B valuation 차트



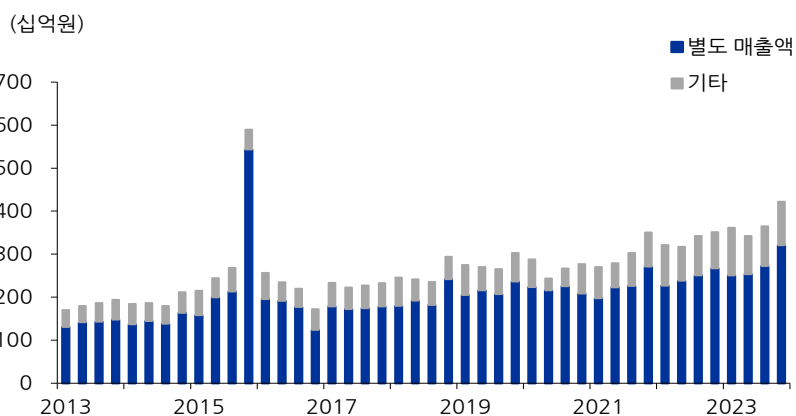
자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 3. 한미약품 별도 및 연결 종속회사 실적 추이

(단위: 십억원, %, %pt)	2021				2022				2023				2024	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	
한미약품	매출액	197	223	226	271	227	238	251	267	251	253	272	321	275
	OP	11	10	18	22	17	14	23	25	31	16	32	54	40
	NP	6	3	10	5	17	9	13	12	25	30	27	20	31
	OPM	6	4	8	8	7	6	9	9	12	6	12	17	14
	NPM	3	1	4	2	7	4	5	4	10	12	10	6	11
복경한미	매출액	73	60	75	80	95	79	90	85	111	90	93	103	128
	OP	19	9	19	20	26	17	24	11	31	22	26	19	38
	NP	17	7	19	17	23	16	22	10	28	21	24	6	34
	OPM	26	15	25	25	27	22	27	13	28	24	28	18	30
	NPM	23	12	25	21	24	20	24	12	25	23	26	6	27
한미정밀화학	매출액	20	22	19	26	24	24	24	30	26	30	21	34	25
	OP	(3)	(3)	(0.4)	1	5	2	(5)	1.3	(3)	(0.5)	(1.5)	2	(-1.7)
	NP	(3)	(2)	(0.4)	(1)	3	2	(7)	9	(4)	(1.3)	(1.4)	1	(-2.4)
	OPM	(15)	(14)	(2)	4	21	8	(21)	4	(12)	(1.8)	(6.9)	4.9	(-7.0)
	NPM	(15)	(9)	(2)	(4)	13	8	(29)	30	(15)	(4.2)	(6.3)	4.1	(-9.6)

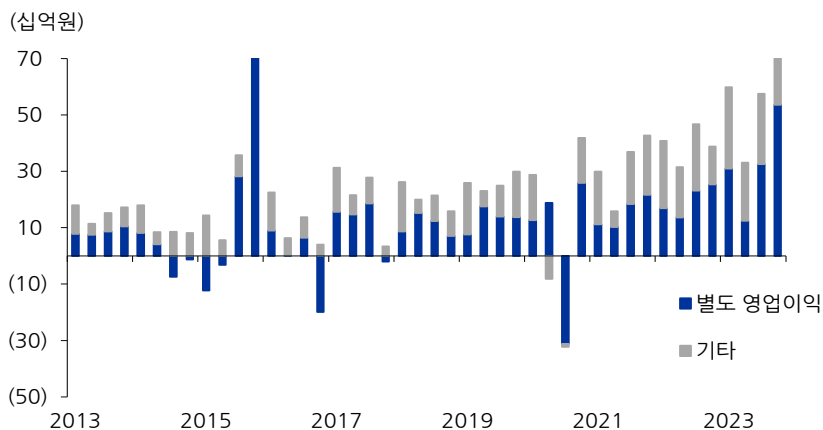
자료: 한미약품, 유진투자증권

도표 4. 한미약품 별도 및 기타부문(연결-별도) 매출액 분기별 추이



자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 5. 한미약품 별도 및 기타부문 영업이익 분기별 추이



자료: Quantwise, 유진투자증권

## 질의 & 응답

### [실적]

Q1. 2023년 2~3 분기에는 실적이 부진했는데, 금년 2 분기 실적 추이는 어떠합니까?

시장에서 우려하는 의료계의 파업 장기화 영향은 제한적일 것으로 예상됨. 1 분기에 북경한미의 실적이 고성장하여 연결실적 기준 큰 폭의 성장을 하였음. 따라서 전분기 대비 큰 폭의 성장은 어렵다고 예상되나, 전년동기 대비로는 지속적인 성장세를 보일 것으로 예상함

Q2. 주력 제품인 로수젯(고지혈증치료제)이 2 분기에도 1 분기와 같이 처방 고성장세를 보이고 있습니까?

로수젯의 처방 증가세는 지속되고 있음. 4월과 5월에도 10%yoy를 상회하는 처방 증가세를 유지하고 있음

Q3. 자체 생산하는 제품들의 매출 비중 높아 원가율이 지속적으로 하락하고 있습니다. 올해도 원가율이 하락하는 추세를 보일 것으로 예상됩니까?

예상치 못했던 생산 리스크가 발생하지 않는다면 원가율이 하락할 것으로 예상됨. 하향 추세가 언제까지 지속될 것인지 예상하기는 쉽지 않지만, 통상 생산량이 증가한다고 원가율이 높아질 이유는 없기 때문임

Q4. 북경한미의 제품 포트폴리오 확장 계획은 어떻게 진행되고 있습니까?

국내에서 상업화에 성공한 아모잘탄, 로수젯이 중국에서 출시된다면 북경한미는 큰 폭으로 성장할 수 있음. 하지만 2023년 말에 중국에서 출시된 아모잘탄은 아직 보험급여 목록에 등재되지 못하였음. 올해 말 협상에서 급여목록에 등재될 수 있도록 협상을 지속할 것임. 로수젯은 연내 임상을 마무리한 후 2025년부터 상업화 준비를 할 계획임

[R&D]

Q5. MASH 치료제 에피노페그듀타이드(MK-6024)

(1) 상업화 된다면 제품은 어디서 생산을 하게 됩니까?

현재 계약상 DS(Drug Substance), DP(Drug Product) 모두 한미약품이 생산하는 계약 구조임. 머크에서 생산 공장을 설립하는 것에 대한 논의는 아직 없으며, 추후에도 계약구조 변경은 없을 것으로 예상함. 다만 DP 는 상업화 시기가 다가올 때 추가 논의 후 수정될 가능성이 있음

(2) 임상 3 상에서 최근 임상 2 상에서 높은 치료 효과를 보인 터제파타이드와 직접 비교(Head-to-Head)할 가능성은 있습니까?

임상 3 상에서는 Head-to-Head 임상은 진행하지 않을 것으로 예상됨. 글로벌 제약사들의 임상 결과가 공개되어 있어 간접적으로 비교가 가능할 것임

(3) 특허는 언제까지입니까?

2030 년 이후인 것으로 알고 있음(불명확)

(4) 내년 임상 2 상 마무리 후 3 상 진입 시 추가 마일스톤 수령 가능성은 있습니까?

임상 3 상 시작 후 환자들이 등록되거나 투약이 시작되면 마일스톤 유입될 예정

Q6. H.O.P 프로젝트 중 전임상 단계에서도 기술이전 논의가 되고 있다고 언급하셨는데, 좀 더 구체적으로 설명해주세요.

LA 삼중작용제는 지난 1 월 진행한 JP 모건 헬스케어 컨퍼런스에서부터 기술이전 논의가 상당히 많았음. 시장에서 비만 치료제에 대한 관심이 높으며, 비만 치료제 파이프라인이 없는 기업들의 관심이 높음. 한미약품의 LA 삼중작용제는 체중 감소 효과 뿐아니라 근육 손실 방지는 효과를 보이는 병용 요법(미공개)도 준비 중임. 따라서 향후 경쟁 파이프라인들과 차별화된 경쟁력을 갖출 것으로 기대함

Q7. 연구개발 투자는 확대 추세입니까?

2024 년 1 분기 연구개발비는 2023 년과 유사하게 매출액 대비 13~14% 수준이었음. 2024 년 2 분기 이후로도 유사한 수준으로 투자될 것임

#### [기타]

Q8. 주주 환원 정책의 방향은 무엇입니까?

한미그룹의 지주사인 한미사이언스가 주주환원 정책을 확정해야 함. 3 월 주주간담회에서 단기적으로는 중간 배당금 도입, 중장기적으로는 당기순이익의 50%를 활용할겠다는 주주환원정책을 공개한 바 있음. 정확한 시점을 확정하기는 어렵지만 계열사들도 한미사이언스가 주주환원 정책을 시작하는 시기에 유사한 주주환원정책을 펼칠 것으로 예상함

Q9. 최근 R&D 나 중장기 전략 변경 등에 대해 투자자들의 우려가 있습니다. 이에 대해 한미약품의 입장을 알고 싶습니다.

회사의 중장기 R&D 및 전략 방향성은 변하지 않을 것임. 현재 잘 진행되고 있는 (좋은 효과를 보이고 있는) R&D 파이프라인들을 계속 적극적으로 연구개발을 진행하고 있음. 최근 경영진 변동으로 인해 새로운 중장기 정책들이 언급되고 있는 것은 한미사이언스가 신규 영역으로 사업을 확장시키기 위한 것임. 한미약품의 중장기 R&D 방향성에 미치는 영향은 없을 것으로 예상함

## 한미약품 (128940.KS) 재무제표

### 대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>자산총계</b>	<b>1,925</b>	<b>1,899</b>	<b>2,072</b>	<b>2,274</b>	<b>2,540</b>
유동자산	694	731	956	1,204	1,510
현금성자산	237	165	321	541	720
매출채권	180	177	220	231	283
재고자산	266	289	314	330	404
비유동자산	1,230	1,168	1,116	1,070	1,030
투자자산	258	254	264	275	286
유형자산	888	833	768	709	656
기타	85	81	84	86	88
<b>부채총계</b>	<b>915</b>	<b>798</b>	<b>813</b>	<b>824</b>	<b>873</b>
유동부채	677	705	720	730	779
매입채무	197	189	204	214	263
유동성이자부채	453	484	484	484	484
기타	27	32	32	32	33
비유동부채	239	94	94	94	94
비유동이자부채	226	89	89	89	89
기타	13	5	5	5	5
<b>자본총계</b>	<b>1,009</b>	<b>1,100</b>	<b>1,258</b>	<b>1,450</b>	<b>1,667</b>
지배지분	872	955	1,113	1,305	1,522
자본금	31	31	31	31	31
자본잉여금	413	412	412	412	412
이익잉여금	452	582	750	942	1,159
기타	(24)	(70)	(80)	(80)	(80)
비지배지분	137	145	145	145	145
<b>자본총계</b>	<b>1,009</b>	<b>1,100</b>	<b>1,258</b>	<b>1,450</b>	<b>1,667</b>
총차입금	678	573	573	573	573
순차입금	442	408	251	31	(147)

### 현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>영업현금</b>	<b>162</b>	<b>217</b>	<b>205</b>	<b>269</b>	<b>227</b>
당기순이익	102	165	194	220	248
자산상각비	97	98	94	89	83
기타비현금성손익	73	57	(38)	(30)	(33)
운전자본증감	(74)	(57)	(54)	(18)	(79)
매출채권감소(증가)	37	(3)	(42)	(11)	(52)
재고자산감소(증가)	(14)	(17)	(25)	(16)	(75)
매입채무증가(감소)	(3)	6	15	10	48
기타	(94)	(43)	(1)	(1)	(1)
<b>투자현금</b>	<b>(181)</b>	<b>(183)</b>	<b>(47)</b>	<b>(47)</b>	<b>(48)</b>
단기투자자산감소	(93)	(4)	(4)	(5)	(5)
장기투자증권감소	(26)	0	(0)	(0)	(1)
설비투자	29	27	16	16	16
유형자산처분	1	3	0	0	0
무형자산처분	(20)	(16)	(16)	(16)	(16)
<b>재무현금</b>	<b>(37)</b>	<b>(127)</b>	<b>(6)</b>	<b>(6)</b>	<b>(6)</b>
차입금증가	(27)	(106)	0	0	0
자본증가	(10)	(21)	(6)	(6)	(6)
배당금지급	6	18	6	6	6
<b>현금 증감</b>	<b>(62)</b>	<b>(92)</b>	<b>152</b>	<b>215</b>	<b>173</b>
기초현금	209	147	55	207	423
기말현금	147	55	207	423	596
Gross Cash flow	275	331	259	286	306
Gross Investment	162	236	96	60	122
<b>Free Cash Flow</b>	<b>112</b>	<b>95</b>	<b>163</b>	<b>226</b>	<b>184</b>

자료: 유진투자증권

### 손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>1,332</b>	<b>1,491</b>	<b>1,623</b>	<b>1,804</b>	<b>2,018</b>
증가율(%)	10.7	12.0	8.9	11.1	11.9
매출원가	613	662	713	792	886
<b>매출총이익</b>	<b>719</b>	<b>829</b>	<b>911</b>	<b>1,012</b>	<b>1,132</b>
판매 및 일반관리비	560	609	655	727	814
기타영업손익	10	9	8	11	12
<b>영업이익</b>	<b>158</b>	<b>221</b>	<b>256</b>	<b>285</b>	<b>318</b>
증가율(%)	26.1	39.6	15.9	11.4	11.6
<b>EBITDA</b>	<b>255</b>	<b>319</b>	<b>350</b>	<b>373</b>	<b>401</b>
증가율(%)	18.8	25.2	9.7	6.7	7.5
<b>영업외손익</b>	<b>(37)</b>	<b>(27)</b>	<b>(24)</b>	<b>(24)</b>	<b>(24)</b>
이자수익	8	5	4	5	5
이자비용	23	29	28	28	28
지분법손익	(9)	1	0	0	0
기타영업외손익	(14)	(4)	(0)	(1)	(2)
<b>세전순이익</b>	<b>121</b>	<b>194</b>	<b>232</b>	<b>261</b>	<b>294</b>
증가율(%)	16.7	60.3	19.5	12.6	12.7
법인세비용	19	29	38	41	46
<b>당기순이익</b>	<b>102</b>	<b>165</b>	<b>194</b>	<b>220</b>	<b>248</b>
증가율(%)	24.6	62.8	17.2	13.5	12.7
지배주주지분	83	146	174	198	223
증가율(%)	23.5	76.6	19.2	13.5	12.7
비지배지분	19	19	19	22	25
<b>EPS(원)</b>	<b>6,463</b>	<b>11,415</b>	<b>13,881</b>	<b>15,752</b>	<b>17,755</b>
증가율(%)	23.5	76.6	21.6	13.5	12.7
수정EPS(원)	6,463	11,415	13,881	15,752	17,755
증가율(%)	23.5	76.6	21.6	13.5	12.7

### 주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	6,463	11,415	13,881	15,752	17,755
BPS	70,780	76,057	88,632	103,894	121,160
DPS	481	490	490	490	490
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	45.2	30.9	20.2	17.8	15.8
PBR	4.1	4.6	3.2	2.7	2.3
EV/ EBITDA	16.1	15.2	11.0	9.7	8.6
배당수익률	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
PCR	13.6	13.6	13.6	12.3	11.5
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	11.9	14.8	15.8	15.8	15.8
EBITDA이익률	19.1	21.4	21.6	20.7	19.9
순이익률	7.6	11.1	11.9	12.2	12.3
ROE	9.9	16.0	16.9	16.4	15.8
ROIC	9.4	13.0	14.3	16.2	18.0
<b>안정성 (배, %)</b>					
순차입금/자기자본	43.8	37.1	20.0	2.2	(8.8)
유동비율	102.6	103.7	132.8	164.9	193.8
이자보상배율	7.0	7.7	9.3	10.3	11.6
<b>활동성 (회)</b>					
총자산회전율	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
매출채권회전율	6.6	8.3	8.2	8.0	7.9
재고자산회전율	5.2	5.4	5.4	5.6	5.5
매입채무회전율	7.4	7.7	8.3	8.6	8.5

**Compliance Notice**

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다  
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다  
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다  
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다  
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다  
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다  
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다  
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.  
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

**투자기간 및 투자등급/투자의견 비율**

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	1%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	93%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	1%

(2024.03.31 기준)

