

한미약품 (128940)

4Q24Pre: 아쉬운 실적, 25년 개선 기대

4Q24Pre: 아쉽지만 25년 개선 기대

연결 기준 매출액 3,572억원(-15.4%YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 307억원(-56.2%, OPM 8.6%)로 컨센서스를 크게 하회할 전망. 실적 하회 요인은 기술료 수익 부재와 함께 동북아 지역에서 온난한 기후가 지속되며 독감, 감기 등 호흡기 질환 유행이 늦어졌기 때문. 호흡기계 질환 품목 매출 비중이 크지는 않으나 호흡기 질환에 동반 사용되는 세파게 항생제 원료 등의 수출액 감소와 북경 한미 매출에도 영향.

다만, 호흡기 질환이 12월 중순 이후 유행하고 있으며 독감 외에도 HMPV 등 신종 호흡기 바이러스 등도 유행하며 관련 질환 매출은 1Q25 실적에 반영될 것으로 기대. 로수젯을 비롯한 복합제 품목도 견조한 성장을 이어갈 것으로 전망.

25년, R&D 기대감 회복 기대

경영권 분쟁과 함께 20년 Efinopegdutide의 MSD항 L/O 이후 빅파마항 L/O이 부재했으며, 24년 주요 파이프라인의 임상 이벤트 공백으로 인해 동사 멀티플 하락. 그러나 25년 동사 R&D 기대감은 임상 데이터 발표가 이어지며 회복될 것으로 기대.

25년 중순 LA-TRIA(GLP-1/GIP/GCG agonist)의 임상 1상 결과 공개가 예상되며, 동일 타겟 약물인 Retatrutide(Eli Lilly)의 임상 시험에서의 체중 감량과 비슷한 수준 기대. Efinopegdutide(LAPS-Dual) MASH 2b상 임상도 25년말 종료 예정으로 26년초 확인 가능할 것으로 예상.

투자 의견 Buy, 목표 주가 36만원으로 하향

매수 의견을 유지하며, 목표 주가는 기존 42만원에서 36만원으로 하향. 목표 주가 하향은 국내 제약사 멀티플 하락에 기인. 경영권 분쟁이 종료될 가능성이 높아졌으며 동사 주가 하락 요인이었던 R&D 기대감도 회복될 것으로 판단.



하현수 제약/바이오
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 **360,000원 (D)**

직전 목표주가 **420,000원**

현재주가 (1/14) **260,500원**

상승여력 **38%**

시가총액	33,373억원
총발행주식수	12,810,991주
60일 평균 거래대금	250억원
60일 평균 거래량	81,042주
52주 고/저	353,000원 / 245,000원
외인지분율	17.13%
배당수익률	0.14%
주요주주	한미사이언스 외 4 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(3.3)	(19.7)	(26.2)
상대	(3.5)	(15.7)	(25.4)
절대 (달러환산)	(5.3)	(25.6)	(33.8)

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	357	-15.4	-1.3	406	-12.0
영업이익	31	-56.2	-39.8	53	-41.6
세전계속사업이익	27	-53.0	-33.4	53	-49.8
지배순이익	19	-44.4	-38.3	40	-52.1
영업이익률 (%)	8.6	-8.0 %pt	-5.5 %pt	13.0	-4.4 %pt
지배순이익률 (%)	5.4	-2.7 %pt	-3.2 %pt	9.8	-4.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	1,332	1,491	1,501	1,610
영업이익	158	221	216	236
지배순이익	83	146	145	167
PER	41.8	25.2	24.7	20.0
PBR	3.9	3.8	3.4	2.8
EV/EBITDA	15.8	13.0	12.3	10.6
ROE	9.9	16.0	14.5	14.9

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

한미약품 목표주가 산정

(단위: 십억원, 천주, 원)

부문	기업 가치	비고
1. 영업 가치	3,562	EBITDA(25년 예상) 3,238억원 EV/EBITDA Multiple 11x 적용
2. 파이프라인 가치	897	A+B
A. Efinopegdutide(Dual agonist)	595	28년 출시 가정
B. Efocipegtrutide(Triple agonist)	302	29년 출시 가정
3. 순차입금	(101)	25년말 예상
4. 총 기업 가치	4,568	1+2-3
5. 총 주식수	12,810	
6. 주당 가치	356,593	4/5
7. 목표 주가	360,000	

자료: 유안타증권 리서치센터

한미약품 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24P	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
연결 매출액	403.7	378.1	362.1	357.2	422.8	394.8	386.4	406.3	1490.9	1501.1	1610.3
증가율(yoy)	11.8%	10.3%	(0.7%)	(15.4%)	4.7%	4.4%	6.7%	13.8%	12.0%	0.7%	7.3%
한미약품(별도)	275.3	281.8	276.8	281.2	292.5	291.7	290.4	303.6	1096.9	1114.8	1178.2
북경 한미	127.7	98.7	84.3	74.9	129.0	101.4	94.4	101.1	397.7	385.6	425.9
한미정밀화학	24.8	34.3	29.1	22.8	26.0	35.0	31.1	31.3	111.1	111.0	123.5
연결 조정	(23.8)	(36.7)	(27.6)	(21.7)	(24.7)	(33.2)	(29.6)	(29.7)	(114.8)	(109.9)	(117.3)
매출 총이익	226.5	206.6	198.7	193.2	239.3	212.8	208.3	223.9	829.2	825.0	884.2
영업이익	76.6	58.1	51.0	30.7	74.1	55.9	49.5	56.2	220.7	216.4	235.6
영업이익율	19.0%	15.4%	14.1%	8.6%	17.5%	14.2%	12.8%	13.8%	14.8%	14.4%	14.6%
증가율(yoy)	27.9%	75.3%	(11.3%)	(56.2%)	(3.3%)	(3.8%)	(2.9%)	82.9%	40.5%	(1.9%)	8.9%

자료: 유안타증권 리서치센터

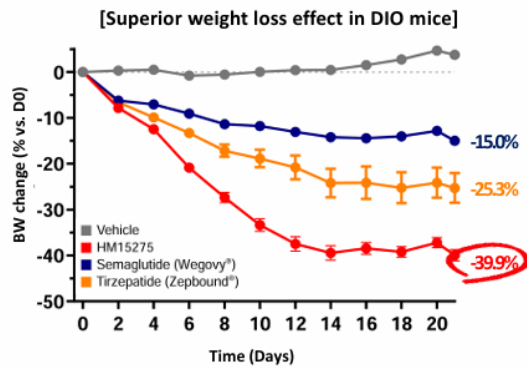
한미약품 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원)

	수정 전			수정 후			수정 전 대비		
	4Q24E	24E	25E	4Q24E	24E	25E	4Q24E	24E	25E
매출액	444.6	1619.9	1703.6	357.2	1501.1	1610.3	-19.7%	-7.3%	-5.5%
영업이익	79.7	273.2	295.3	30.7	216.4	235.6	-61.5%	-20.8%	-20.2%
OPM	17.9%	16.9%	17.3%	8.6%	14.4%	14.6%	-9.3pt	-2.5pt	-2.7

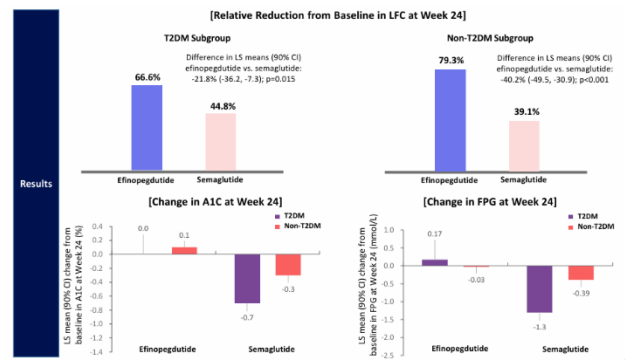
자료: 유안타증권 리서치센터

LA-TRIA 전임상 실험(체중 감량)



자료: ADA2024, 유안타증권 리서치센터

Efinopegdutide 임상 2a 상 결과(vs Semaglutide)



자료: EASE2023, 유안타증권 리서치센터

한미약품 (128940) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,332	1,491	1,501	1,610	1,675
매출원가	613	662	676	726	731
매출총이익	719	829	825	884	944
판매비	560	609	609	649	665
영업이익	158	221	216	236	279
EBITDA	255	319	313	324	356
영업외손익	-37	-27	-21	-13	-7
외환관련손익	-3	1	2	0	0
이자손익	-15	-24	-19	-13	-7
관계기업관련손익	-9	-1	0	0	0
기타	-11	-3	-4	0	0
법인세비용차감전순이익	121	194	196	223	272
법인세비용	19	29	29	35	43
계속사업순이익	102	165	167	188	229
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	102	165	167	188	229
지배지분순이익	83	146	145	167	203
포괄순이익	95	111	176	163	204
지배지분포괄이익	79	93	150	148	185

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	162	217	333	259	327
당기순이익	102	165	167	188	229
감가상각비	84	86	85	77	68
외환손익	3	1	1	0	0
중속, 관계기업관련손익	9	1	0	0	0
자산부채의 증감	-74	-57	52	-37	-6
기타현금흐름	39	20	29	31	36
투자활동 현금흐름	-181	-183	-58	-34	-23
투자자산	-119	-139	5	-4	-1
유형자산 증가 (CAPEX)	-29	-27	-27	0	0
유형자산 감소	1	3	0	0	0
기타현금흐름	-35	-20	-36	-30	-21
재무활동 현금흐름	-37	-127	-87	-9	-9
단기차입금	114	-34	36	0	0
사채 및 장기차입금	-192	-72	-105	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-6	-18	-12	-9	-9
기타현금흐름	47	-3	-6	0	0
연결범위변동 등 기타	-6	1	-62	-20	-37
현금의 증감	-62	-92	126	196	258
기초 현금	209	147	55	181	377
기말 현금	147	55	181	377	635
NOPLAT	158	221	216	236	279
FCF	133	189	306	259	327

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

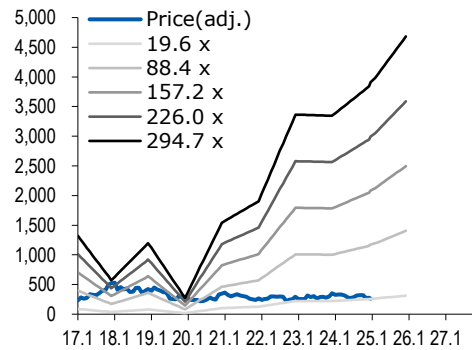
재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	694	731	807	1,071	1,350
현금및현금성자산	147	55	181	377	635
매출채권 및 기타채권	180	177	150	170	177
재고자산	266	289	244	278	289
비유동자산	1,230	1,168	1,108	1,024	948
유형자산	888	833	780	703	636
관계기업 등 자본관련 자산	28	2	2	2	2
기타투자자산	43	42	37	40	42
자산총계	1,925	1,899	1,915	2,095	2,298
유동부채	677	705	592	618	626
매입채무 및 기타채무	197	189	160	182	189
단기차입금	369	336	372	372	372
유동성장기부채	80	145	31	31	31
비유동부채	239	94	103	104	104
장기차입금	142	82	91	91	91
사채	75	0	0	0	0
부채총계	915	798	695	721	730
지배지분	872	955	1,052	1,184	1,353
자본금	31	31	32	32	32
자본잉여금	413	412	411	411	411
이익잉여금	452	582	718	876	1,070
비지배지분	137	145	168	190	216
자본총계	1,009	1,100	1,220	1,373	1,568
순차입금	442	318	99	-109	-371
총차입금	678	573	504	504	504

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	6,463	11,415	11,349	13,030	15,882
BPS	68,674	75,316	82,928	93,361	106,675
EBITDAPS	19,900	24,912	24,428	25,277	27,824
SPS	103,938	116,376	117,172	125,693	130,722
DPS	481	490	740	740	740
PER	41.8	25.2	24.7	20.0	16.4
PBR	3.9	3.8	3.4	2.8	2.4
EV/EBITDA	15.8	13.0	12.3	10.6	8.9
PSR	2.6	2.5	2.4	2.1	2.0

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	10.7	12.0	0.7	7.3	4.0
영업이익 증가율 (%)	26.1	39.6	-1.9	8.9	18.4
지배순이익 증가율 (%)	23.5	76.6	-0.6	14.8	21.9
매출총이익률 (%)	54.0	55.6	55.0	54.9	56.3
영업이익률 (%)	11.9	14.8	14.4	14.6	16.7
지배순이익률 (%)	6.2	9.8	9.7	10.4	12.1
EBITDA 마진 (%)	19.1	21.4	20.8	20.1	21.3
ROIC	10.5	15.9	15.5	18.9	23.8
ROA	4.3	7.6	7.6	8.3	9.3
ROE	9.9	16.0	14.5	14.9	16.0
부채비율 (%)	90.7	72.6	57.0	52.5	46.5
순차입금/자기자본 (%)	50.6	33.2	9.5	-9.2	-27.4
영업이익/금융비용 (배)	7.0	7.7	8.7	10.0	11.8

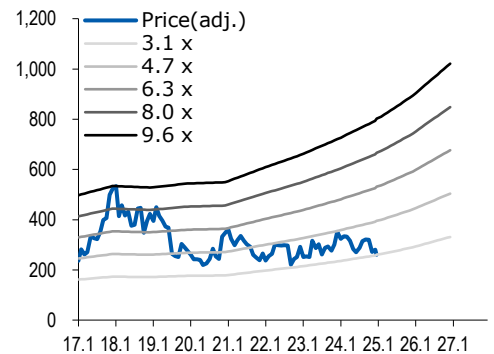
P/E band chart

(천원)



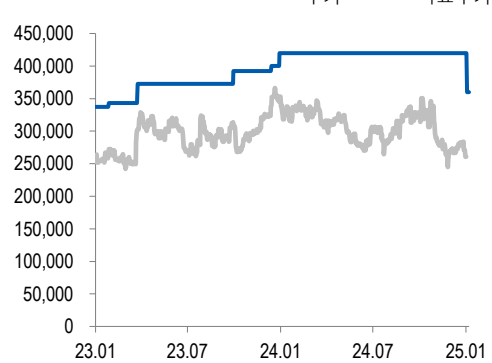
P/B band chart

(천원)



한미약품 (128940) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-01-15	BUY	360,000	1년		
2025-01-12	1년 경과 이후		1년	-37.98	-37.98
2024-01-12	BUY	420,000	1년	-26.96	-16.55
2023-12-27	BUY	400,000	1년	-11.56	-8.38
2023-10-13	BUY	392,453	1년	-23.93	-13.87
2023-04-07	BUY	372,830	1년	-20.45	-11.71
2023-02-09	BUY	343,396	1년	-24.39	-12.29
2022-09-26	BUY	337,244	1년	-25.00	-12.29

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	88.9
Hold(중립)	11.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-01-14

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **하현수**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.