

한미약품 (128940)

이희영

heeyoung.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

380,000

유지

현재주가

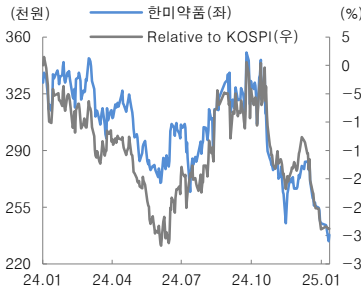
238,000

(25.02.04)

제약업종

KOSPI	2481.69
시가총액	3,049십억원
시가총액비중	0.14%
자본금(보통주)	32십억원
52주 최고/최저	350,500원 / 234,000원
120일 평균거래대금	217억원
외국인지분율	16.87%
주요주주	한미사이언스 외 4 인 50.57% 국민연금공단 10.57%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-15.9	-29.0	-16.6	-25.3
상대수익률	-17.2	-25.9	-10.1	-21.3



25년 재도약을 꿈꾸다

- 4Q24 연결 매출 3,516억원(-16.8%yoy), 영업이익 305억원(-56.5%yoy)
- 24년 실적 부진했으나, 주력 제품(로수젯, 아모잘탄) 분기 최고 실적 기록
- 25년 경영권 분쟁 종식 및 다수의 R&D 모멘텀 기대

투자의견 매수, 목표주가 380,000원 유지

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 영업가치는 25년 EBITDA에 국내 상위 제약사 평균 12개월 Fwd EV/EBITDA 멀티플 20% 할인(거버넌스 이슈 관련 할인)한 13 배 적용하여 추정. 동사의 주가는 1년간 지속된 경영권 분쟁 및 굵직한 R&D 모멘텀 부재로 부진한 흐름이 지속되었으나, 25년에는 경영권 분쟁 해소가 기대되고, 2 다수의 R&D 모멘텀 존재하여 투자의견 매수 유지

R&D 타임라인: 1) 6월 20-23일 ADA(미국 당뇨 학회) LA-GLP/GiP/GCG 비만 임상 1상 결과 발표, 2) 하반기 LA-UCN2 임상 1상 개시, 3) Dual Agonist, 간기 능 장애 임상 1상, 2주 1회 제형 임상 2a상, 간경화 환자 대상 임상 2a상, MASH 임상 2b상 순차적으로 결과 발표 기대

4Q24 Review: 부진한 실적 기록, 주력 제품은 최고 실적 달성

연결 매출 3,516억원(-16.8% yoy), 영업이익 305억원(-56.5% yoy), OPM 8.7% 로 당사 추정치 부합하였으나, 세무조사에 따른 비용 반영으로 4Q24 당기순이익 -17억원 기록하며 적자 전환하였음. 다만 이는 일회성 비용 반영에 의한 일시적 하락이며, 25년 실적에는 영향이 없을 예정. 별도 매출 2,805억원(-12.6% yoy), 영업이익 297억원(-44.6% yoy), OPM 10.6%, 북경한미 매출 749억원(-27.5% yoy), 영업이익 42억원(-83.8% yoy), OPM 5.6%, 한미정밀화학 매출 207억원(-38.4% yoy), 영업이익 -24억원(적자 전환) 기록

4분기 부진한 실적 요인은 1) 독감 유행 시즌 지연, 2) 4Q23 MSD Dual agonist 임상 2b상 진입 마일스톤 약 190억원 부재, 3) 경영권 분쟁 장기화 영향. 다만 주력 품목인 로수젯(567억원, +18.4% yoy)과 아모잘탄(376억원, +6.8% yoy)로 분기 최고 실적을 기록하며 견조한 성장세가 지속됨

연결 24년 연간 매출 1조 4,955억원(+0.3% yoy), 영업이익 2,162억원(-2.0% yoy), OPM 14.5% 기록. 연결 25년 연간 매출 1조 5,978억원(+6.8% yoy), 영업이익 2,364억원(+9.3% yoy), OPM 14.8% 전망. 24년 실적 성장은 제한적이었으나, 25년에는 주력 제품 성장 지속, 경영권 분쟁 정상화, 독감 시즌 지연 특수에 따른 실적 회복 기대

(단위: 십억원 %)

구분	4Q23	3Q24	작년추정	잠정치	4Q24			1Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	422	362	350	352	-16.8	-2.9	372	402	-0.5	14.2
영업이익	70	51	31	31	-56.5	-40.2	39	62	-19.2	103.0
순이익	34	31	11	-2	적전	적전	23	46	-26.7	흑전

자료: 한미약품, FnGuide, 대신증권 Research Center

표 1. 한미약품 목표주가 산출 (단위: 억원)

	기업가치	비고
한미약품 영업가치 (A)	41,834	
25년 EBITDA	3,218	
Target EV/EBITDA	13	국내 Peer 그룹 12개월 Fwd EV/EBITDA 평균값에 20%할인 적용(거버넌스 이슈 관련 할인)
비영업가치 (B)	6,356	
신약가치 (에피노페그듀타이드)	5,397	GLP-1/GCG, MASH 2b 상 진입
보유 지분가치	960	장부가액 기준
순차입금 (C)	156	
총 기업가치 (A+B-C)	48,035	
발행주식수 (천주)	12,680	자사주 제외
적정주가 (원)	378,817	
목표주가 (원)	380,000	
현재주가 (원)	238,000	25,02.04
상승여력 (%)	59%	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 국내 상위 제약사 Peer 그룹 비교 (단위: 십억원, 배)

	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		P/S	
		FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2
유한양행	10258.7	55.6	42.8	4.2	3.8	44.5	33.9	4.6	4.2
한미약품	3157.9	18.8	16.0	2.5	2.1	9.6	8.1	1.9	1.7
녹십자	1649.0	37.9	22.8	1.2	1.1	14.2	11.6	0.9	0.8
대웅제약	1595.5	13.3	11.3	1.6	1.4	8.5	7.2	1.1	1.0
종근당	1205.0	11.1	9.6	1.2	1.0	5.8	4.8	0.7	0.6

자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

표 3. 한미약품 분기별 매출 및 연간 매출 추정 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
연결 매출액	403.7	378.1	362.1	351.6	401.6	398.0	404.6	393.6	1490.9	1495.5	1597.8
yoy (%)	11.8%	10.3%	-0.7%	-16.8%	-0.5%	5.3%	11.8%	12.0%	12.0%	0.3%	6.8%
한미약품 별도	275.1	281.8	276.8	280.5	293.0	297.0	303.1	308.2	1097.0	1114.1	1201.3
yoy (%)	9.7%	11.3%	1.7%	-12.6%	6.5%	5.4%	9.5%	9.9%	11.7%	1.6%	7.8%
북경한미	127.7	98.7	84.3	74.9	115.3	101.7	98.8	96.6	397.7	385.6	412.4
yoy (%)	15.0%	9.5%	-9.6%	-27.5%	-9.7%	3.0%	17.2%	29.0%	13.4%	-3.0%	6.9%
한미정밀화학	24.8	34.3	29.1	20.7	24.9	34.7	29.7	21.7	111.1	108.9	111.0
yoy (%)	-4.2%	14.3%	34.7%	-38.4%	0.4%	1.1%	1.9%	5.0%	10.5%	-2.0%	1.9%
연결조정	-23.9	-36.7	-28.1	-24.5	-31.6	-35.3	-27.0	-33.0	-114.9	-113.1	-126.8
매출총이익	226.5	206.7	198.6	155.1	212.8	201.8	215.5	209.4	829.3	786.9	839.6
GPM (%)	56.1%	54.7%	54.9%	44.1%	53.0%	50.7%	53.3%	53.2%	55.6%	52.6%	52.5%
yoy (%)	9.4%	14.7%	-0.1%	-36.2%	-6.0%	-2.4%	8.5%	35.0%	15.4%	-5.1%	6.7%
연결 영업이익	76.7	58.1	51.0	30.5	61.9	50.6	63.7	60.2	220.7	216.2	236.4
OPM (%)	19.0%	15.4%	14.1%	8.7%	15.4%	12.7%	15.7%	15.3%	14.8%	14.5%	14.8%
yoy (%)	27.9%	75.3%	-11.4%	-56.5%	-19.2%	-12.9%	24.9%	97.5%	39.6%	-2.0%	9.3%
한미약품 별도	39.5	32.1	31.3	29.7	34.7	30.1	40.7	38.2	129.6	132.7	143.7
OPM (%)	14.4%	11.4%	11.3%	10.6%	11.8%	10.2%	13.4%	12.4%	11.8%	11.9%	12.0%
yoy (%)	27.6%	156.9%	-3.9%	-44.6%	-12.3%	-6.2%	30.1%	28.5%	63.9%	2.3%	8.3%
북경한미	37.8	25.2	15.0	4.2	27.8	24.6	22.5	19.8	104.7	82.2	94.7
OPM (%)	29.6%	25.5%	17.8%	5.6%	24.1%	24.2%	22.8%	20.5%	26.3%	21.3%	23.0%
yoy (%)	22.7%	15.1%	-42.3%	-83.8%	-26.6%	-2.4%	49.9%	372.3%	34.2%	-21.5%	15.2%
한미정밀화학	-1.7	1.8	3.2	-2.4	0.2	0.0	-0.3	0.0	-3.8	0.9	-0.2
OPM (%)	-6.9%	5.2%	11.0%	-11.6%	0.6%	0.0%	-1.1%	-0.1%	-3.4%	0.8%	-0.2%
yoy (%)	-50.0%	흑전	흑전	적전	-109.1%	-100.0%	-110.2%	-99.3%	216.7%	-123.7%	-120.9%
연결조정	1.0	-1.0	1.5	-1.0	-0.7	-4.1	0.8	2.2	-12.3	0.5	-1.7

자료: 한미약품, 대신증권 Research Center

그림 1. 한미약품 R&D 타임라인

	2025	2026	2027
LAP ⁵ GLP-1 Receptor Agonist (efpeglenatide)		비만 국내 NDA 신청 및 신약 국내 출시	
LAP ⁵ Dual Agonist (efinopegdutide)	MASH Ph2b 결과 발표		
LAP ⁵ Triple Agonist (efocipegrtrutide)		MASH Ph2b 결과 발표	
LA-GLP/GCG/GIP (HM15275)	비만 Ph1 결과 발표 및 Ph2 개시		비만 Ph2 결과 발표 및 Ph3 개시
LA-UCN2 (HM17321)	비만 Ph1 개시	비만 Ph1 결과 발표	비만 Ph2 개시
ROLVEDON®/RONLONTIS® (eflapeggrastim)	호중구 감소증 중국 Ph3 개시 및 AI 신규제형 출시		
CCR4 Antagonist (tivumecirnon)	위암 Ph2 결과발표		
BTK Inhibitor (Poseltinib)			재발/불응성 PCNSL Ph2 결과 발표
Myeloid Kinome Inhibitor (tuspetinib)	AML 1L (3제 요법) Ph1 중간 발표	AML 1L (3제 요법) Ph2 개시 및 Ph1 결과 발표	AML 1L (3제 요법) Ph2/3 초기 발표
LAP ⁵ IL-2 Analog (HM16390)		고형암 Ph1 중간 결과 발표	고형암 Ph1 결과 발표
EZH1/2 Inhibitor (HM97662)	고형암 Ph1 중간 발표		고형암 Ph1 탐라인 발표
PD-L1/4-1BB BsAb (BH3120)	고형암 Ph1 중간 발표	고형암 Ph1 병용 중간 발표	
LAP ⁵ Glucagon Analog (efpegerglucagon)	선천성 고인슐린증 Ph2 결과 발표	선천성 고인슐린증 Ph3 개시	
LAP ⁵ GLP-2 Analog (HM15912)			단장증후군 Ph2 결과 발표
LA-GLA (HM15421)	파브리병 Ph1/2 개시	파브리병 Ph1/2 Interim 결과 발표	

자료: 한미약품, 대신증권 Research Center

그림 2. 한미약품 R&D 파이프라인 현황

	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상/ Registration	Approved
Obesity/ Metabolism	LAP ⁵ Glucagon Combo (에페게글루카곤-에페글레나타이드) 비만/대사질환	LA-GLP/GIP/GCG (HM15275) 비만, 임상 1상 Part B 진입	LAP ⁵ GLP/GCG (에페노페그트루타이드) 대사이상관련질환(비알콜성 지방간염)	LAP ⁵ Excd Analog (에페엑스드에나타이드) 제2형 당뇨병, 비만	
	LA-UCN2 (HM17321) 비만		LAP ⁵ Triple Agonist (에포시페그트루타이드) 대사이상관련질환(비알콜성 지방간염)		
Oncology	SOS1 (HM99462) 고형암	롤론티스(Rolontis)® (에플라페그라스티) 호중구감소증 (양립투여요법)	pan-RAF 저해제 (벨바라라닙) BRAF변이 및 융합 고형암	pan-HER (포지오티닙) HER2 exon20 변이 NSCLC 2차 치료요법	롤론티스(Rolontis)® (에플라페그라스티) 호중구 감소증
	sHER2 (HM100714) 비소세포폐암	pan-RAF 저해제 (벨바라라닙) 흑색종 등 고형암	티부메시르논 (DL475) 위암	오락솔 (Oraxol)® (파롤리믹 빌·양시루다) 유방암 등 고형암	
		PD-1/HER2 BsAb (BH2950) 고형암	BTK (포셀티닙) B세포질환		
		MKI (투스페티닙) 급성골수성 백혈병			
		EZH1/2 저해제 (HM97662) 고형암 및 혈액암			
		PD-L1/4-1BB BsAb (BH3120) 고형암, '키트루다' 병용 임상			
		LAP ⁵ IL-2 Analog (HM16390) 고형암			
Rare Diseases/ Other	LAP ⁵ Triple Agonist (에포시페그트루타이드) 특별상 폐렴유증		LAP ⁵ Glucagon Analog (에페게글루카곤) 선천성 고인슐린증		히알루마주 (히알루론산나트륨) 술관절의 골관절염
		LA-GLA (HM15421) 파브리병	LAP ⁵ GLP-2 Analog (소네페글루타이드) 단장 증후군		
			LAP ⁵ hGH (에페소마트로판) 성장호르몬 결핍증		
			루미네이트(Luminate)® (ALG-1001) 인성노인성황반변성		

 북경한미  : 4분기 업데이트

18

자료: 한미약품, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

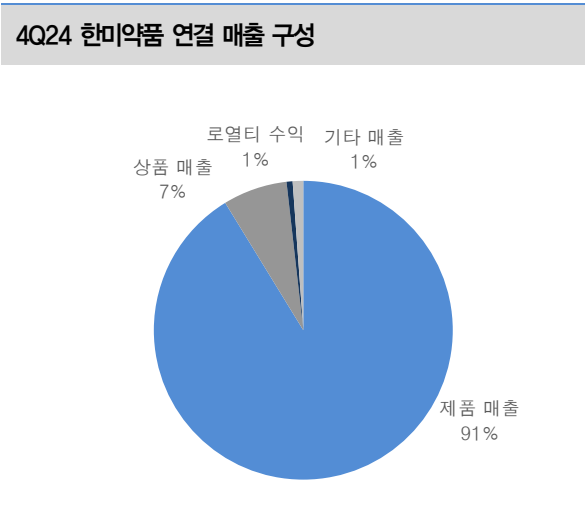
- 1973년 설립, 2010년 KOSPI 상장, 의약품 제조 및 판매 사업 영역
- 전문약품(ETC)의 안정적인 매출 성장을 바탕으로 암, 비만/당뇨, 희귀질환 영역 혁신 신약 개발중
- 신약 파이프라인 비만/당뇨/NASH 5개, 항암제 13개, 희귀질환 6개
- 주요 제품으로 고지혈증치료제(로수젯), 고혈압치료제(오보절탄) 등
- 원료의약품 제조 및 판매업을 영위하는 한미정밀화학 및 의약품 제조 및 판매업 영위 업체 북경한미약품유한공사를 주요 자회사로 보유
- 설립자 임성기 박재현 대표이사

주가 변동요인

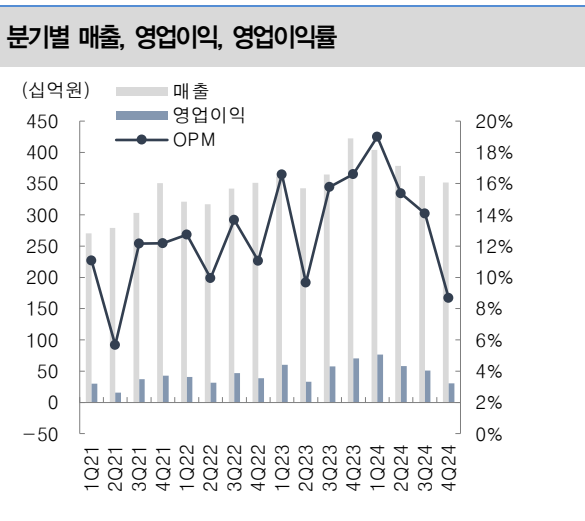
- (+) 실적 개선, 신약개발 임상 진전 및 기술수출 계약 체결
- (-) 실적 악화, 임상 중단 및 실패, R&D 비용 증가로 인한 수익성 악화

자료: 한미약품, 대신증권 Research Center

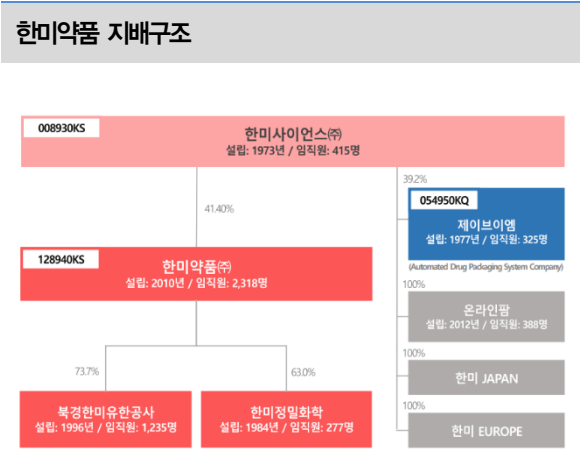
Earnings Driver



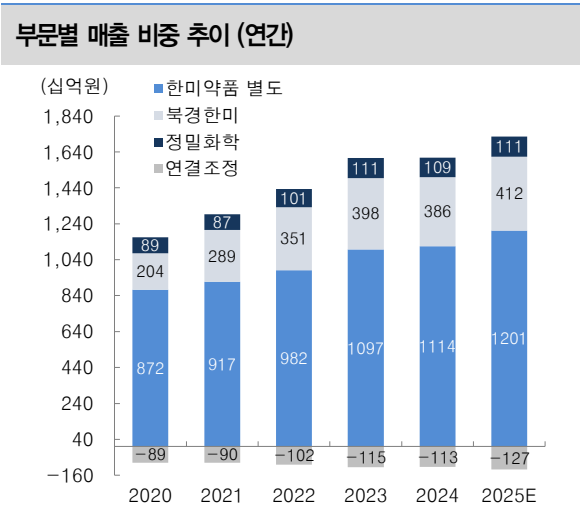
자료: 한미약품, 대신증권 Research Center



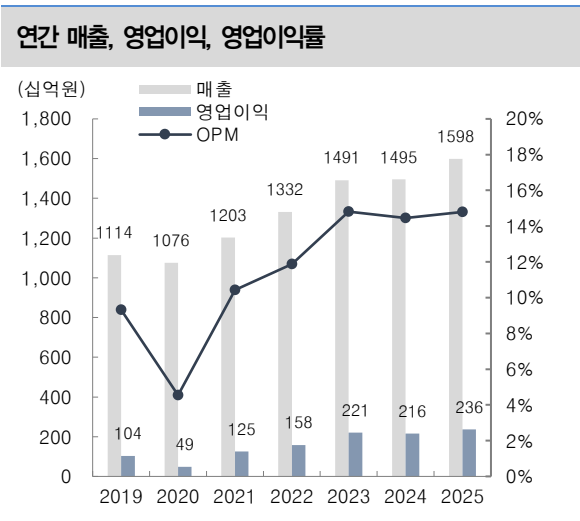
자료: 한미약품, 대신증권 Research Center



자료: 한미약품, 대신증권 Research Center



자료: 한미약품, 대신증권 Research Center



자료: 한미약품, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,332	1,491	1,495	1,598	1,713
매출원가	613	662	709	758	797
매출총이익	719	829	787	840	917
판매비와관리비	560	609	571	603	661
영업이익	158	221	216	236	256
영업외수익	11.9	14.8	14.5	14.8	14.9
EBITDA	255	319	303	322	341
영업외손익	-37	-27	-43	-24	-24
관계기업손익	-9	-1	-1	-1	-1
금융수익	8	7	8	8	8
외환손익	7	8	7	7	7
금융비용	-23	-29	-24	-22	-25
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-13	-3	-26	-9	-6
법인세비용차감전순이익	121	194	173	212	232
법인세비용	-19	-29	-30	-36	-38
계속사업순이익	102	165	143	176	194
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	102	165	143	176	194
당기순이익	7.6	11.1	9.6	11.0	11.3
비재계분순이익	19	19	23	27	28
재계분순이익	83	146	121	149	166
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	-5	-1	-1	-1
포괄손익	95	111	134	166	184
비재계분포괄이익	16	18	22	27	30
재계분포괄이익	79	93	112	139	154

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	6,463	11,415	9,415	11,630	12,959
PER	45.2	30.9	29.8	24.4	21.9
BPS	68,056	74,580	83,488	94,561	106,960
PBR	4.3	4.7	2.9	2.5	2.2
EBITDAPS	19,900	24,912	23,615	25,119	26,648
EV/EBITDA	16.7	15.3	11.2	10.3	9.4
SPS	103,938	116,376	116,735	124,723	133,733
PSR	2.8	3.0	2.0	1.9	1.8
CFPS	21,438	25,861	22,631	25,461	27,221
DPS	481	490	490	490	490

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증/감	10.7	12.0	0.3	6.8	7.2
영업이익 증/감	26.1	39.6	-2.0	9.4	8.2
순이익 증/감	24.6	62.8	-13.2	22.6	10.1
수익성					
ROIC	9.5	14.2	13.9	15.2	16.3
ROA	8.2	11.5	11.0	11.2	11.0
ROE	9.9	16.0	11.9	13.1	12.9
안정성					
부채비율	90.7	72.6	64.8	56.9	56.9
순차입금비율	43.8	28.9	15.0	4.8	-3.4
이자보상배율	7.0	7.7	9.6	11.5	11.1

자료: 한미약품, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	694	731	859	1,000	1,250
현금및현금성자산	147	55	179	281	488
매출채권 및 기타채권	180	177	180	193	207
재고자산	266	289	288	307	329
기타유동자산	101	210	212	219	225
비유동자산	1,230	1,168	1,171	1,189	1,225
유형자산	888	833	807	792	787
관계기업투자지급	28	2	1	0	-2
기타비유동자산	314	333	363	398	440
자산총계	1,925	1,899	2,030	2,189	2,475
유동부채	677	705	688	664	745
매입채무 및 기타채무	197	189	189	193	201
차입금	369	336	321	305	370
유동상채무	80	145	142	128	135
기타유동부채	30	34	36	37	39
비유동부채	239	94	110	131	152
차입금	217	82	72	62	52
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	21	12	38	69	100
부채총계	915	798	798	794	897
자본계분	872	955	1,070	1,211	1,370
자본금	31	31	32	32	32
자본잉여금	413	412	412	412	412
이익잉여금	452	582	696	839	999
기타자본변동	-24	-70	-71	-72	-73
비자본계분	137	145	162	184	208
자본총계	1,009	1,100	1,232	1,395	1,578
순차입금	442	318	185	67	-54

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	162	217	240	206	216
당기순이익	102	165	143	176	194
비현금항목의 가감	173	166	146	150	155
감가상각비	97	98	86	85	85
외환손익	3	1	-2	-2	-2
자본법정평가손익	9	1	1	1	1
기타	65	65	61	66	70
자산부채의 증감	-74	-57	-3	-69	-77
기타현금흐름	-39	-57	-47	-51	-56
투자활동 현금흐름	-181	-183	-83	-96	-110
투자자산	-119	-139	-9	-11	-15
유형자산	-28	-25	-47	-57	-67
기타	-35	-20	-27	-27	-28
재무활동 현금흐름	-37	-127	-36	-48	52
단기차입금	113	-33	-15	-15	65
사채	-100	-35	0	0	0
장기차입금	7	0	-10	-10	-10
유상증자	0	0	1	0	0
현금배당	-6	-18	-6	-6	-6
기타	-51	-41	-5	-17	4
현금의 증감	-62	-92	124	102	207
기초 현금	209	147	55	179	281
기말 현금	147	55	179	281	488
NOPLAT	133	188	179	196	214
FCF	180	243	198	203	211

[Compliance Notice]

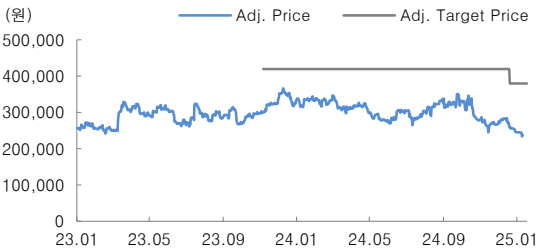
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이희영)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한미약품(128940) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.02.06	25.01.14	24.11.16	24.11.01	24.07.15	24.06.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과
목표주가	380,000	380,000	420,000	420,000	420,000	420,000
과다율(평균%)		(34.46)	(28.68)	(25.83)	(26.14)	(32.20)
과다율(최대/최소%)		(32.11)	(16.55)	(16.55)	(16.55)	(27.02)
제시일자	24.05.06	23.12.02	23.12.01			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	420,000	420,000	420,000			
과다율(평균%)	(22.57)	(21.90)				
과다율(최대/최소%)	(12.74)	(12.74)				
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자: 20250203)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.1%	7.9%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상