

# 한미약품 (128940)

이희영

heeyoung.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

380,000

유지

현재주가

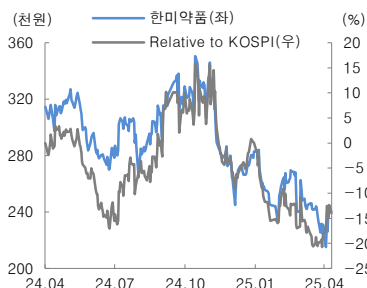
238,000

(25.04.14)

제약업종

KOSPI	2455.89
시가총액	3,081십억원
시가총액비중	0.14%
자본금(보통주)	32십억원
52주 최고/최저	350,500원 / 215,000원
120일 평균거래대금	203억원
외국인지분율	13.53%
주요주주	한미사이언스 외 4 인 50.57% 국민연금공단 10.18%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-1.8	-7.7	-25.9	-23.9
상대수익률	2.6	-6.1	-20.8	-16.9



## 점진적 실적 정상화 기대

- 1Q25 연결 매출 3,975억원(-1.5%yoy), 영업이익 588억원(-23.4%yoy)
- 주력 품목 성장세 견조하나, 북경한미 높은 기저효과로 컨센서스 하회 전망
- 6월 미국 당뇨 학회 발표 및 하반기 북경한미 실적 회복에 주목

### 투자의견 매수, 목표주가 380,000원 유지

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 영업가치는 25년 EBITDA에 국내 상위 제약사 평균 12개월 Fwd EV/EBITDA 14배 적용하여 추정. 동사의 주가는 1년간 지속된 경영권 분쟁으로 부진한 실적 기록 및 R&D 모멘텀 부재로 하락하였으나, 25년에는 북경한미 실적 개선 및 다수의 R&D 모멘텀 존재하여 투자의견 매수, 목표주가 38만원 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, 간기능 장애 임상 1상, 2주 1회 제형 임상 2a상, 간경화 환자 대상 임상 2a상, MASH 임상 2b상 순차적으로 결과 발표 기대

### 1Q25 Preview: 아쉬운 실적 예상되나 회복되는 모습 확인

연결 매출 3,975억원(-1.5% yoy), 영업이익 588억원(-23.4% yoy), OPM 14.8%로 당사 추정치 하회 및 낮아진 컨센서스에 부합할 예정. 주력 품목의 견조한 성장세로 별도 실적은 개선되나, 북경한미는 높은 기저효과로 아쉬운 실적 예상됨

별도 매출 2,978억원(+8.3% yoy), 영업이익 474억원(+19.8% yoy), OPM 15.9%, 주요 제품 로수젯, 아모잘탄의 안정적인 성장과 글로벌 파트너사에 임상 시료 납품에 따라 전년 동기 대비 매출 확대 추정

북경한미 매출 971억원(-24.0% yoy), 영업이익 112억원(-70.5% yoy), OPM 11.5%, 작년 1분기 마이크로플라즈마 폐렴 유행으로 분기 최고 실적을 기록했던 기저효과로 전년 동기대비 감소하나, 4분기 대비 매출 +29.5% qoq, 영업이익 +165% qoq 성장 전망. 작년 북경 대홍수 영향으로 재고가 많이 축적되어 있어, 상반기에 재고 소진 후 하반기부터 본격적인 실적 회복 기대. 한미정밀화학 매출 236억원(-5.0% yoy), 영업이익 -12억원(적자 지속) 추정

(단위: 십억원 %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25(F)					2Q25		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	404	352	402	397	-1.5	13.0	394	398	5.2	0.1
영업이익	77	30	62	59	-23.3	92.9	57	48	-16.9	-17.8
순이익	55	-5	46	40	-26.7	흑전	40	31	-22.0	-22.1

자료: 한미약품, FnGuide, 대신증권 Research Center

표 1. 한미약품 목표주가 산출 (단위: 억원)

	기업가치	비고
한미약품 영업가치 (A)	44,828	
25 년 EBITDA	3,202	
Target EV/EBITDA	14	국내 Peer 그룹 12 개월 Fwd EV/EBITDA 평균값 적용
비영업가치 (B)	6,045	
신약가치 (에피노페그듀타이드)	5,397	GLP-1/GCG, MASH 2b 상 진입
보유 자본가치	648	장부가액 기준
순차입금 (C)	1,984	
총 기업가치 (A+B-C)	48,889	
발행주식수 (천주)	12,680	자사주 제외
적정주가 (원)	385,553	
목표주가 (원)	380,000	
현재주가 (원)	240,500	25,04.14
상승여력 (%)	60%	

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	8798.9	53.8	42.8	3.7	3.5	40.9	32.8	3.8	3.7
한미약품	3113.1	20.7	19.2	2.5	2.3	9.7	8.9	1.9	1.8
대웅제약	1531.8	10.5	9.1	1.6	1.4	8.3	7.4	1.0	0.9
종근당	1060.1	11.9	10.7	1.0	1.0	6.0	5.5	0.6	0.6
HK 이노엔	995.8	12.8	11.4	0.7	0.7	7.9	7.1	1.0	0.9

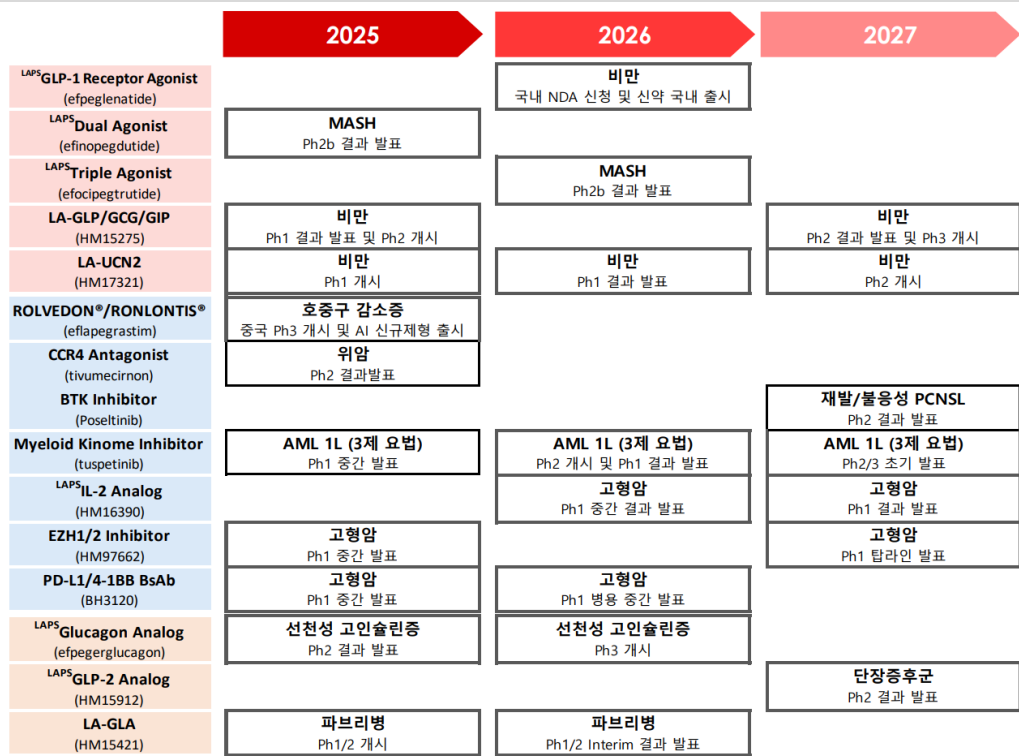
자료: Quantiwise, 대신증권 Research Center

표 3. 한미약품 분기별 매출 및 연간 매출 추정 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
연결 매출액	403.7	378.1	362.1	351.6	397.5	397.8	404.5	393.8	1495.5	1593.5	1707.1
yoy (%)	11.8%	10.3%	-0.7%	-16.7%	-1.5%	5.2%	11.7%	12.0%	0.3%	6.6%	7.1%
한미약품 별도	275.1	281.8	276.8	280.5	297.8	297.1	303.3	308.4	1114.1	1206.5	1312.2
yoy (%)	9.7%	11.3%	1.7%	-12.6%	8.3%	5.4%	9.6%	9.9%	1.6%	8.3%	8.8%
북경한미	127.7	98.7	84.3	74.9	97.1	101.7	98.8	96.6	385.6	394.1	430.8
yoy (%)	15.0%	9.5%	-9.6%	-27.5%	-24.0%	3.0%	17.2%	29.0%	-3.0%	2.2%	9.3%
한미정밀화학	24.8	34.3	29.1	20.7	23.6	34.4	29.4	21.7	108.9	109.0	111.2
yoy (%)	-4.2%	14.3%	34.7%	-38.4%	-5.0%	0.2%	0.9%	5.0%	-2.0%	0.1%	2.0%
연결조정	-23.9	-36.7	-28.1	-24.5	-20.9	-35.3	-27.0	-33.0	-113.1	-116.1	-147.1
매출총이익	226.5	206.7	198.6	185.2	216.2	208.0	221.6	216.7	817.0	862.4	931.0
GPM (%)	56.1%	54.7%	54.9%	52.7%	54.4%	52.3%	54.8%	55.0%	54.6%	54.1%	54.5%
yoy (%)	9.4%	14.7%	-0.1%	-23.8%	-4.6%	0.6%	11.6%	17.0%	-1.5%	5.6%	7.9%
연결 영업이익	76.7	58.1	51.0	30.5	58.8	48.3	62.5	59.0	216.2	228.5	246.4
OPM (%)	19.0%	15.4%	14.1%	8.7%	14.8%	12.1%	15.4%	15.0%	14.5%	14.3%	14.4%
yoy (%)	27.9%	75.3%	-11.4%	-56.5%	-23.4%	-16.9%	22.5%	93.6%	-2.0%	5.7%	7.8%
한미약품 별도	39.5	32.1	31.3	29.7	47.4	30.8	38.4	39.1	132.7	155.7	167.5
OPM (%)	14.4%	11.4%	11.3%	10.6%	15.9%	10.4%	12.7%	12.7%	11.9%	12.9%	12.8%
yoy (%)	27.6%	156.9%	-3.9%	-44.5%	19.8%	-4.2%	22.8%	31.4%	2.4%	17.3%	7.6%
북경한미	37.8	25.2	15.0	4.2	11.2	30.3	30.8	26.7	82.2	98.9	108.7
OPM (%)	29.6%	25.5%	17.8%	5.6%	11.5%	29.8%	31.1%	27.6%	21.3%	25.1%	25.2%
yoy (%)	22.7%	15.1%	-42.3%	-83.8%	-70.5%	20.3%	105.1%	534.7%	-21.5%	20.3%	9.9%
한미정밀화학	-1.7	1.8	3.2	-2.4	-1.2	-0.1	-0.5	-0.3	0.9	-2.1	-1.5
OPM (%)	-6.9%	5.2%	11.0%	-11.6%	-5.0%	-0.4%	-1.7%	-1.2%	0.8%	-1.9%	-1.4%
yoy (%)	-50.0%	흑전	흑전	흑전	적지	적전	적전	적전	흑전	적전	적지
연결조정	1.0	-1.0	1.5	-1.1	1.4	-12.7	-6.2	-6.5	0.4	-24.0	-28.3

자료: 한미약품, 대신증권 Research Center

그림 1. 한미약품 R&D 타임라인



자료: 한미약품, 대신증권 Research Center

그림 2. 한미약품 R&D 파이프라인 현황



북경한미 : 4분기 업데이트

18

자료: 한미약품, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

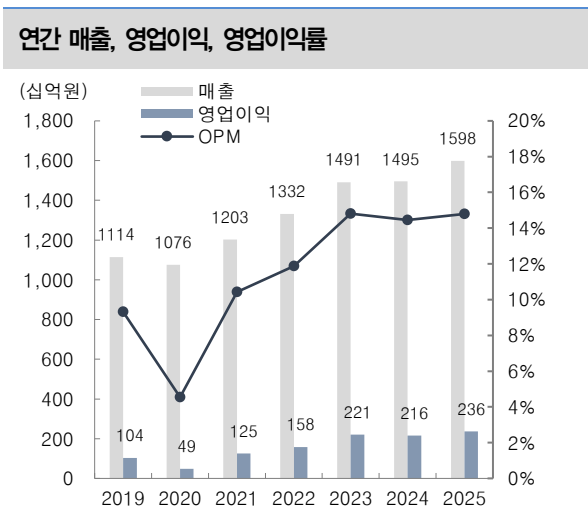
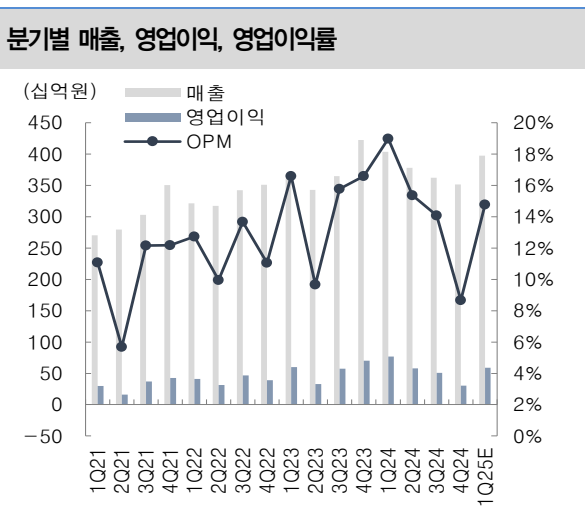
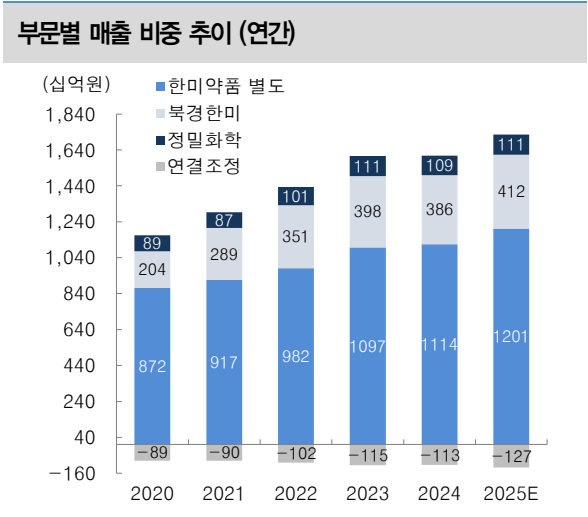
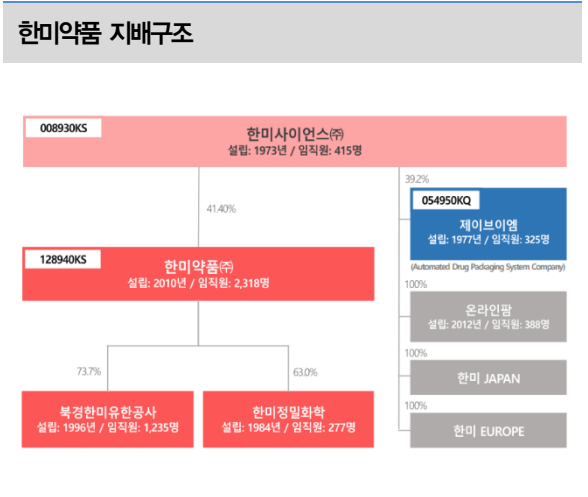
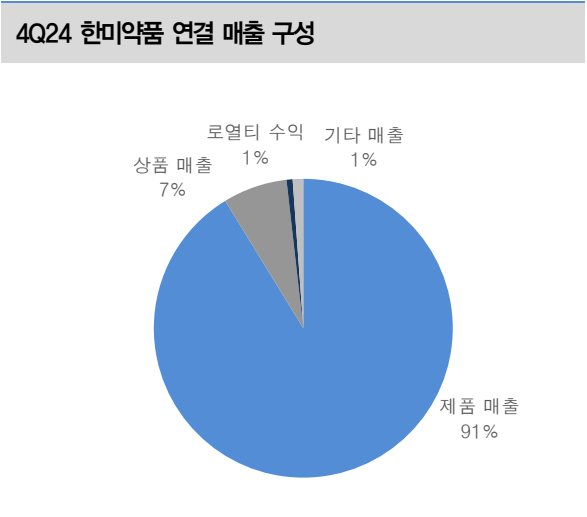
- 1973년 설립, 2010년 KOSPI 상장, 의약품 제조 및 판매 사업 영위
- 전문의약품(ETC)의 안정적인 매출 성장을 바탕으로 암, 비만/당뇨, 허귀질환 영역 혁신 신약 개발중
- 신약 파이프라인 비만/당뇨/NASH 5개, 항암제 13개, 허귀질환 6개
- 주요 제품으로 고지혈증치료제(로수젯), 고혈압치료제(오모질탄) 등
- 원료의약품 제조 및 판매업을 영위하는 한미정밀화학 및 의약품 제조 및 판매업 영위 업체 북경한미유한공사를 주요 자회사로 보유
- 설립자 임성기, 박재현 대표이사

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



재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,491	1,496	1,594	1,707	1,865
매출원가	662	678	731	776	847
매출총이익	829	817	862	931	1,017
판매비와관리비	609	601	634	685	742
영업이익	221	216	228	246	276
영업외수익	148	145	143	144	148
EBITDA	319	314	320	338	364
영업외손익	-27	-45	-45	-27	-8
관계기업손익	-1	0	0	0	0
금융수익	7	12	12	12	12
외환보통이익	8	13	6	6	6
금융비용	-29	-31	-32	-31	-33
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-3	-26	-26	-8	13
법인세비용차감전순이익	194	171	183	219	268
법인세비용	-29	-31	-33	-39	-48
계속사업순이익	165	140	150	180	219
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	165	140	150	180	219
당기순이익률	11.1	9.4	9.4	10.5	11.8
비재계분순이익	19	19	19	23	28
재계분순이익	146	121	131	157	191
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-5	3	4	4	4
포괄순이익	111	175	192	222	262
비재계분포괄이익	18	33	34	40	34
재계분포괄이익	93	142	159	182	228

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	11,415	9,470	10,245	12,264	14,916
PER	30.9	29.6	23.5	19.6	16.1
BPS	74,580	84,685	93,708	104,751	118,446
PBR	4.7	3.3	2.6	2.3	2.0
EBITDAPS	24,912	24,473	24,998	26,362	28,451
EV/EBITDA	15.3	12.9	10.8	9.9	8.9
SPS	116,376	116,736	124,388	133,252	145,547
PSR	3.0	2.4	1.9	1.8	1.7
CFPS	25,861	24,961	25,639	28,334	32,029
DPS	490	1,250	1,250	1,250	1,250

재무비율	(단위 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증감률	120	0.3	6.6	7.1	9.2
영업이익 증감률	39.6	-2.0	5.7	7.8	11.8
순이익 증감률	62.8	-15.1	6.9	19.7	22.1
수익성					
ROIC	14.2	13.5	14.0	14.9	16.3
ROA	11.5	11.0	10.8	10.5	10.6
ROE	16.0	11.9	11.5	12.4	13.4
안정성					
부채비율	72.6	62.9	61.5	60.1	56.9
순차입금비율	28.9	24.5	14.5	5.1	-3.8
이자보상배율	7.7	8.9	9.6	10.8	11.5

자료: 한미약품, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	731	746	937	1,158	1,421
현금및현금성자산	55	192	347	516	705
매출채권 및 기타채권	177	239	254	272	297
재고자산	289	301	321	344	375
기타유동자산	210	14	16	27	44
비유동자산	1,168	1,275	1,281	1,299	1,302
유형자산	833	796	776	768	761
관계기업투자지급	2	2	2	2	2
기타비유동자산	333	477	502	529	539
자산총계	1,899	2,021	2,218	2,457	2,723
유동부채	705	683	710	751	781
매입채무 및 기타채무	189	213	215	231	236
차입금	336	371	384	395	404
유동상차입	145	31	28	30	31
기타유동부채	34	68	82	95	109
비유동부채	94	97	135	171	206
차입금	82	86	113	137	159
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	12	11	22	34	48
부채총계	798	780	845	922	987
자본계분	955	1,085	1,200	1,342	1,517
자본금	31	32	32	32	32
자본잉여금	412	411	411	411	411
이익잉여금	582	681	796	938	1,113
기타자본변동	-70	-39	-39	-39	-39
비자본계분	145	156	172	193	218
자본총계	1,100	1,241	1,373	1,535	1,735
순차입금	318	303	198	78	-66

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	217	193	204	231	242
당기순이익	165	140	150	180	219
비현금항목의 가감	166	179	178	183	191
감가상각비	98	97	92	91	89
외환손익	1	-6	-3	-3	-3
자산평가손익	1	0	0	0	0
기타	65	88	90	95	105
자산처분의 증감	-57	-90	-74	-75	-102
기타현금흐름	-57	-36	-51	-56	-66
투자활동 현금흐름	-183	25	-96	-108	-110
투자자산	-139	90	-15	-17	-18
유형자산	-25	-39	-60	-70	-70
기타	-20	-26	-21	-22	-22
재무활동 현금흐름	-127	-94	20	19	14
단기차입금	-33	35	14	11	9
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	30	27	24	22
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-18	-13	-16	-16	-16
기타	-76	-146	-5	-1	-1
현금의 증감	-92	137	154	169	189
기초 현금	147	55	192	347	516
기말 현금	55	192	347	516	705
NOPLAT	188	177	187	202	226
FCF	243	213	201	205	227

[Compliance Notice]

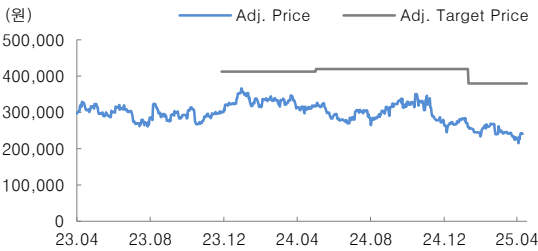
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	25.04.16	25.02.05	25.01.14	24.11.16	24.11.06	24.11.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy
목표주가	380,000	380,000	380,000	420,000	420,000	420,000
과다율(평균%)		(34.79)	(34.41)	(34.91)	(25.36)	(27.50)
과다율(최대/최소%)		(29.08)	(32.11)	(31.79)	(19.29)	(16.55)
제시일자	24.07.15	24.06.06	23.12.02	23.12.01		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	420,000	420,000	412,100	412,100		
과다율(평균%)	(27.71)	(30.07)	(20.40)			
과다율(최대/최소%)	(16.55)	(22.14)	(11.06)			
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250412)

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