

한미약품 (128940)

이희영

heeyoung.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

380,000

유지

현재주가

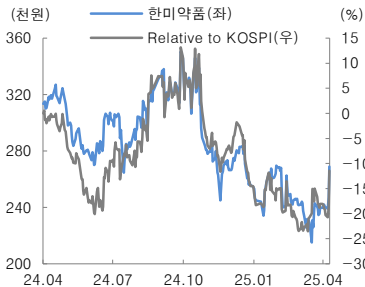
269,000

(25,04,30)

제약업종

KOSPI	2556.61
시가총액	3,446십억원
시가총액비중	0.16%
자본금(보통주)	32십억원
52주 최고/최저	350,500원 / 215,000원
120일 평균거래대금	171억원
외국인지분율	12.96%
주요주주	한미사이언스 외 4 인 50.57% 국민연금공단 10.18%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	15.0	9.8	-18.5	-15.0
상대수익률	15.0	8.9	-17.3	-10.5



실적은 컨센서스 부합, 하반기가 기대된다

- 1Q25 연결 매출 3,909억원(-3.2%yoy), 영업이익 590억원(-23.0%yoy)
- 파트너사 임상 시료 공급 효과 및 북경한미 실적 회복세로 컨센서스 부합
- 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

1Q25 Review: 파트너사 임상 시료 공급 효과 및 북경한미 회복세 확인

연결 매출 3,909억원(-3.2% yoy), 영업이익 590억원(-23.0% yoy), OPM 15.1%로 컨센서스 부합하는 실적 기록. 별도 매출 2,951억원(+7.3% yoy), 영업이익 470억원(+18.9% yoy), OPM 15.9% 달성. 주요 제품 로수젯 543억원(+11.0% yoy, -4.3% qoq), 아모잘탄 361억원(-0.2% yoy, -3.9% qoq)가 다소 약진하였으나, 당뇨 신제품들의 성장과, 글로벌 파트너사(MSD)에 MASH 임상 시료 공급이 높은 영업이익률에 기여하였음. 북경한미 매출 965억원(-24.4% yoy), 영업이익 113억원(-70.1% yoy), OPM 11.7%로 전년 대비 부진한 실적 기록. 작년 마이크 로플라즈마 펄럼 유행에 따른 높은 기저효과 및 북경 대홍수 영향이 주요 요인. 마미아이 등 주요 제품이 실적 회복세를 보이고 있으며, 제품 라인업 강화, 의료보험 진입 확대, 신규 코드인 확대 및 정부 집중 구매에 적극 대응하는 친시장 전략으로 상저하고 흐름 예상. 한미정밀화학 매출 228억원(-8.1% yoy), 영업이익 -19억원(적자 지속)로 국내외 독감 유행 부재에 따른 API 원료 수출 수주 감소에 기인함

6월 ADA를 시작으로, 하반기 다수의 R&D 모멘텀 보유

현지시간 6/20-23일 개최되는 ADA(미국 당뇨 학회)에서 글로벌 비만치료제로 개발중인 LA-TRIA 임상 1상 안전성 및 LA-UCN2의 원숭이 대상 전임상 결과가 공개될 예정. LA-TRIA는 높은 체중 감소 효과, LA-UNC2는 근육량 감소를 제한하는 비만 대체대 신약으로, 추후 라이선스 아웃이 기대되는 파이프라인

R&D 타임라인: 1) 6/20-23일 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

(단위: 십억원 %)

구분	1Q24	4Q24	1Q25			2Q25			YoY	QoQ
			작전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정		
매출액	404	352	397	391	-3.2	11.2	392	398	5.1	1.7
영업이익	77	30	59	59	-23.2	93.4	56	47	-19.0	-20.0
순이익	55	-5	40	45	-18.2	흑전	38	35	-13.2	-22.3

자료: 한미약품, FnGuide, 대신증권 Research Center

표 1. 한미약품 목표주가 산출 (단위: 억원)

	기업가치	비고
한미약품 영업가치 (A)	43,960	
25년 EBITDA	3,140	
Target EV/EBITDA	14	국내 Peer 그룹 12개월 Fwd EV/EBITDA 평균값 적용
비영업가치 (B)	6,045	
신약가치 (에피노페그듀타이드)	5,397	GLP-1/GCG, MASH 2b 상 진입
보유 지분가치	648	장부가액 기준
순차입금 (C)	1,975	
총 기업가치 (A+B-C)	48,030	
유통주식수 (천주)	12,680	
적정주가 (원)	378,779	
목표주가 (원)	380,000	
현재주가 (원)	269,000	25,04.30
상승여력 (%)	41%	

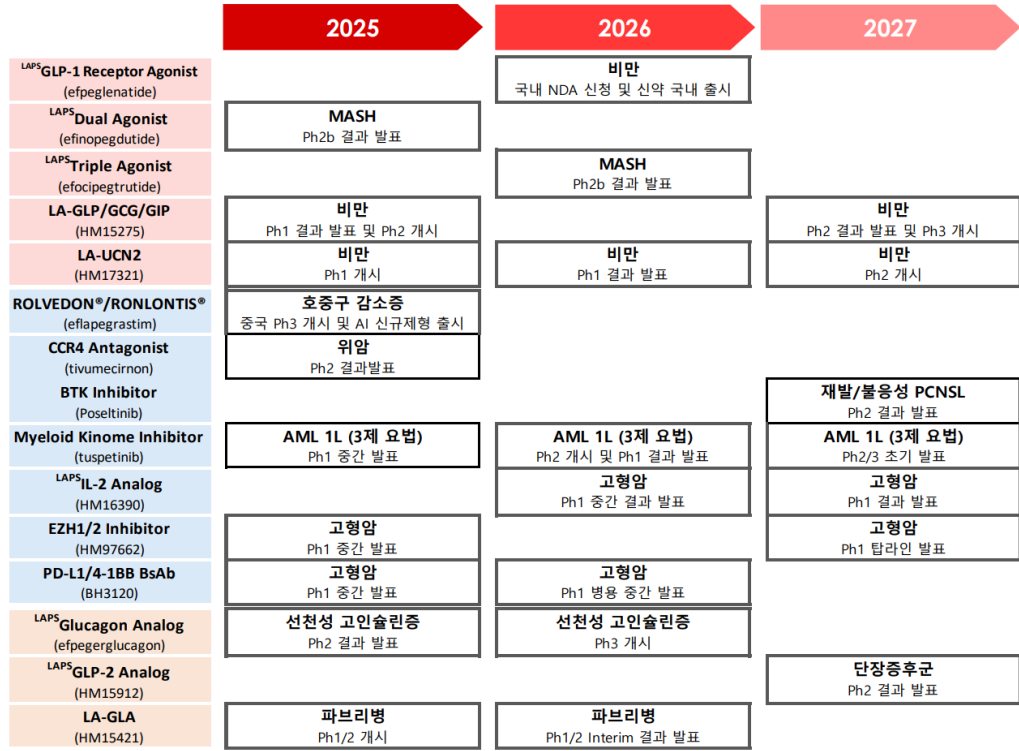
자료: 대신증권 Research Center

표 2. 한미약품 분기별 매출 및 연간 매출 추정 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
연결 매출액	403.7	390.9	397.5	410.9	390.9	397.5	410.9	415.7	1495.5	1615.0	1761.7
yoy (%)	11.8%	-3.2%	5.1%	13.5%	-3.2%	5.1%	13.5%	18.2%	0.3%	8.0%	9.1%
한미약품 별도	275.1	295.1	300.5	309.4	295.1	300.5	309.4	317.8	1114.1	1222.8	1353.8
yoy (%)	9.7%	7.3%	6.6%	11.8%	7.3%	6.6%	11.8%	13.3%	1.6%	9.8%	10.7%
북경한미	127.7	96.5	99.7	100.7	96.5	99.7	100.7	108.8	385.6	405.8	434.5
yoy (%)	15.0%	-24.4%	1.0%	19.5%	-24.4%	1.0%	19.5%	45.3%	-3.0%	5.2%	7.1%
한미정밀화학	24.8	22.8	34.2	29.9	22.8	34.2	29.9	23.1	108.9	110.0	112.7
yoy (%)	-4.2%	-8.1%	-0.3%	2.7%	-8.1%	-0.3%	2.7%	11.7%	-2.0%	1.0%	2.4%
연결조정	-23.9	-23.5	-36.9	-29.1	-23.5	-36.9	-29.1	-34.0	-113.1	-123.5	-139.3
매출총이익	226.5	213.5	204.7	222.3	213.5	212.5	226.5	229.5	817.0	882.0	977.1
GPM (%)	56.1%	54.6%	51.5%	54.1%	54.6%	53.4%	55.1%	55.2%	54.6%	54.6%	55.5%
yoy (%)	9.4%	-5.7%	-1.0%	11.9%	-5.7%	2.8%	14.1%	23.9%	-1.5%	8.0%	10.8%
연결 영업이익	76.7	59.0	39.3	53.4	59.0	47.1	57.7	58.5	216.2	222.4	246.6
OPM (%)	19.0%	15.1%	9.9%	13.0%	15.1%	11.8%	14.1%	14.1%	14.5%	13.8%	14.0%
yoy (%)	27.9%	-23.0%	-32.4%	4.8%	-23.0%	-19.0%	13.2%	92.2%	-2.0%	2.8%	10.9%
한미약품 별도	39.5	47.0	32.5	36.4	47.0	32.5	36.4	38.9	132.7	154.8	172.5
OPM (%)	14.4%	15.9%	10.8%	11.8%	15.9%	10.8%	11.8%	12.2%	11.9%	12.7%	12.7%
yoy (%)	27.6%	18.9%	1.1%	16.4%	18.9%	1.1%	16.4%	30.7%	2.4%	16.7%	11.4%
북경한미	37.8	11.3	12.8	17.6	11.3	31.0	29.6	31.0	82.2	102.8	97.4
OPM (%)	29.6%	11.7%	12.9%	17.4%	11.7%	31.0%	29.4%	28.4%	21.3%	25.3%	22.4%
yoy (%)	22.7%	-70.1%	-49.0%	17.1%	-70.1%	22.8%	97.4%	637.0%	-21.5%	25.1%	-5.2%
한미정밀화학	-1.7	-1.9	-0.1	-0.2	-1.9	-0.1	-0.2	0.3	0.9	-2.0	0.3
OPM (%)	-6.9%	-5.0%	-0.4%	-0.8%	-5.0%	-0.4%	-0.8%	1.2%	0.8%	-1.8%	0.2%
yoy (%)	-50.0%	적지	적전	적전	적지	적전	적전	흑전	-123.7%	-321.0%	-113.1%
연결조정	1.0	2.6	-5.9	-0.3	2.6	-16.2	-8.1	-11.6	0.4	-33.3	-23.5

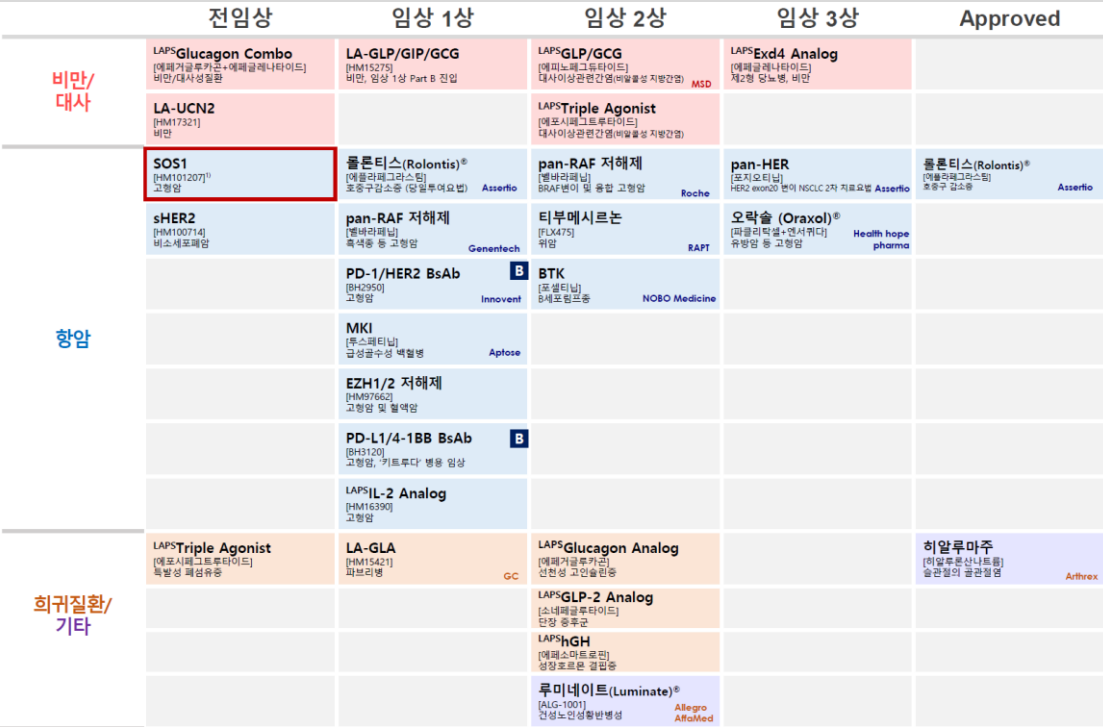
자료: 한미약품, 대신증권 Research Center

그림 1. 한미약품 R&D 타임라인



자료: 한미약품, 대산증권 Research Center

그림 2. 한미약품 R&D 파이프라인 현황



¹⁾ B: 복경한미, : SOS1 전임상 후보물질 변경, HM99462 -> HM101207

자료: 한미약품, 대산증권 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(오모질탄) 등
- 원료의약품 제조 및 판매업을 영위하는 한미정밀화학 및 의약품 제조 및 판매업 영위 업체 북경한미약품유한공사를 주요 자회사로 보유
- 설립자 임성기 박재현 대표이사

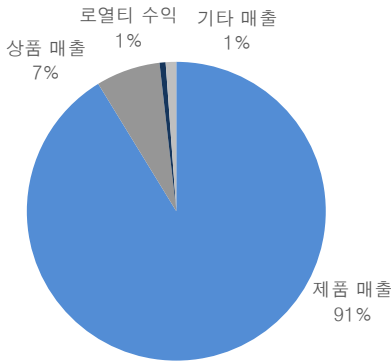
주가 변동요인

- (+) 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

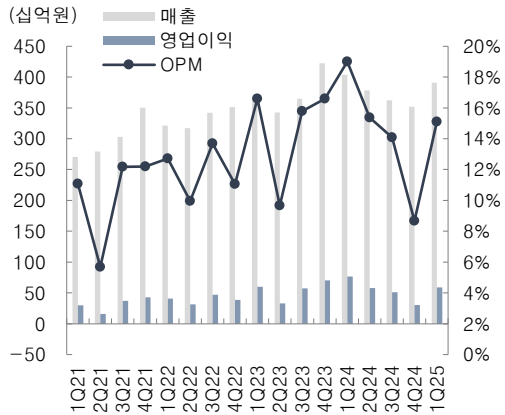
Earnings Driver

4Q24 한미약품 연결 매출 구성



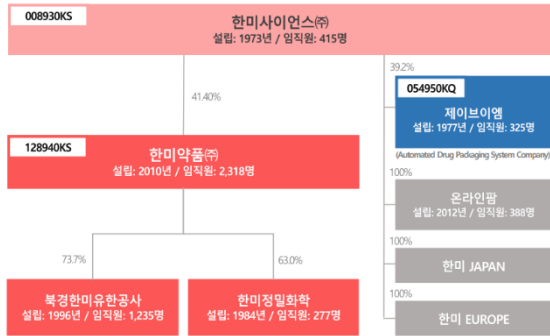
자료: 한미약품, 대신증권 Research Center

분기별 매출, 영업이익, 영업이익률



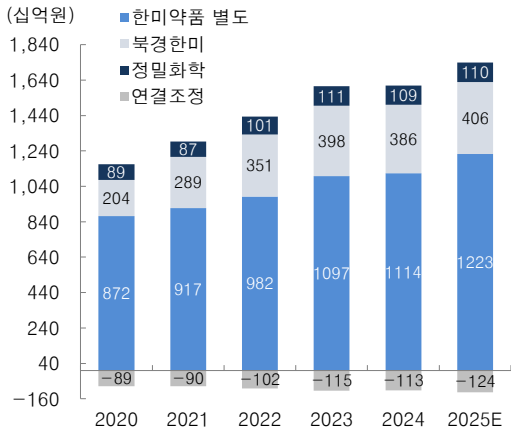
자료: 한미약품, 대신증권 Research Center

한미약품 지배구조



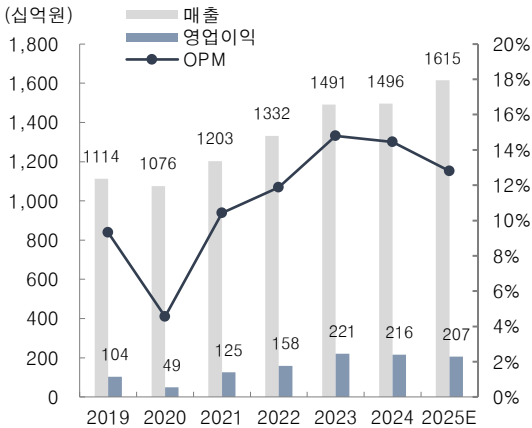
자료: 한미약품, 대신증권 Research Center

부문별 매출 비중 추이 (연간)



자료: 한미약품, 대신증권 Research Center

연간 매출, 영업이익, 영업이익률



자료: 한미약품, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,491	1,496	1,615	1,762	1,963
매출원가	662	678	733	785	876
매출총이익	829	817	882	977	1,086
판매비와판매료	609	601	660	730	796
영업이익	221	216	222	247	290
영업외수익	148	145	138	140	148
EBITDA	319	314	314	346	391
영업외손익	-27	-45	-24	-11	3
관계기업손익	-1	0	0	0	0
금융수익	7	12	12	12	12
외환관련이익	8	13	6	6	6
금융비용	-29	-31	-32	-31	-33
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-3	-26	-4	8	23
법인세비용차감전순이익	194	171	198	236	292
법인세비용	-29	-31	-36	-42	-53
계속사업순이익	165	140	163	193	240
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	165	140	163	193	240
당기순이익률	11.1	9.4	10.1	11.0	12.2
비재계분순이익	19	19	20	24	31
재계분순이익	146	121	142	169	209
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-5	3	4	4	4
포괄순이익	111	175	205	236	282
비재계분포괄이익	18	33	36	43	36
재계분포괄이익	93	142	169	193	246

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	11,415	9,470	11,103	13,197	16,298
PER	30.9	29.6	21.7	18.2	14.8
BPS	74,580	84,685	94,565	106,541	121,619
PBR	4.7	3.3	2.8	2.5	2.2
EBITDAPS	24,912	24,473	24,510	26,982	30,553
EV/EBITDA	15.3	12.9	12.1	10.8	9.3
SPS	116,376	116,736	126,066	137,514	153,192
PSR	3.0	2.4	2.1	2.0	1.8
CFPS	25,861	24,961	26,836	30,239	34,960
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	8.0	9.1	11.4
영업이익 증감률	39.6	-2.0	2.8	11.0	17.5
순이익 증감률	62.8	-15.1	15.9	18.9	24.0
수익성					
ROIC	14.2	13.5	13.6	14.7	16.6
ROA	11.5	11.0	10.5	10.5	11.0
ROE	16.0	11.9	12.4	13.1	14.3
안정성					
부채비율	72.6	62.9	61.0	59.2	55.6
순차입금비율	28.9	24.5	14.0	4.7	-2.2
이자보상배율	7.7	8.9	9.3	10.9	12.1

자료: 한미약품 대산증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	731	746	950	1,182	1,429
현금및현금성자산	55	192	350	519	676
매출채권 및 기타채권	177	239	258	281	313
재고자산	289	301	325	354	395
기타유동자산	210	14	17	28	45
비유동자산	1,168	1,275	1,281	1,303	1,343
유형자산	833	796	776	763	761
관계기업투자지급	2	2	2	2	2
기타비유동자산	333	477	502	538	580
자산총계	1,899	2,021	2,231	2,485	2,772
유동부채	705	683	710	752	784
매입채무 및 기타채무	189	213	216	233	240
차입금	336	371	384	395	404
유동상채무	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	924	991
자본계분	955	1,085	1,211	1,365	1,558
자본금	31	32	32	32	32
자본잉여금	412	411	411	411	411
이익잉여금	582	681	807	960	1,153
기타자본변동	-70	-39	-39	-39	-39
비자본계분	145	156	174	196	224
자본총계	1,100	1,241	1,386	1,561	1,782
순차입금	318	303	194	74	-39

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	217	193	209	242	261
당기순이익	165	140	163	193	240
비현금항목의 가감	166	179	181	194	208
감가상각비	98	97	92	99	102
외환손익	1	-6	-3	-3	-3
자본법정손익	1	0	0	0	0
기타	65	88	92	98	110
자산부채의 증감	-57	-90	-81	-86	-116
기타현금흐름	-57	-36	-54	-59	-71
투자활동 현금흐름	-183	25	-97	-120	-132
투자자산	-139	90	-15	-17	-18
유형자산	-25	-39	-60	-70	-80
기타	-20	-26	-22	-34	-34
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	158	168	158
기초 현금	147	55	192	350	519
기말 현금	55	192	350	519	676
NOPLAT	188	177	182	202	238
FCF	243	213	196	201	229

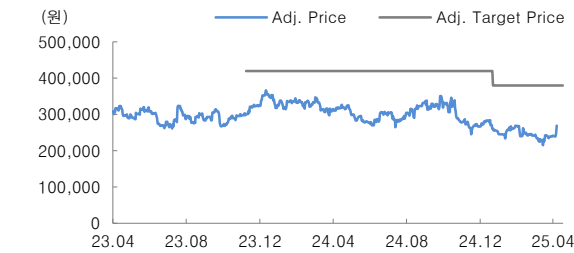
[Compliance Notice]

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	25.05.03	25.04.15	25.02.05	25.01.14	24.11.16	24.11.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	380,000	380,000	380,000	380,000	420,000	420,000
과다율(평균%)		(35.04)	(34.83)	(34.41)	(28.68)	(25.83)
과다율(최대/최소%)		(29.08)	(29.08)	(32.11)	(16.55)	(16.55)
제시일자	24.07.15	24.06.01	24.05.06	23.12.02	23.12.01	
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	
목표주가	420,000	420,000	420,000	420,000	420,000	
과다율(평균%)	(26.14)	(32.20)	(22.57)	(21.90)		
과다율(최대/최소%)	(16.55)	(27.02)	(12.74)	(12.74)		
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250430)

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