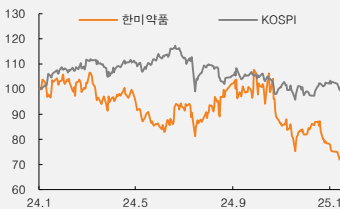


투자의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 350,000원
현재주가(25/2/4)	238,000원
상승여력	47.1%

영업이익(24F,십억원)	216
Consensus 영업이익(24F,십억원)	224
EPS 성장률(24F,%)	-13.5
MKT EPS 성장률(24F,%)	68.6
P/E(24F,x)	28.4
MKT P/E(24F,x)	10.5
KOSPI	2,481.69
시가총액(십억원)	3,049
발행주식수(백만주)	13
유동주식비율(%)	48.4
외국인 보유비중(%)	16.9
베타(12M) 일간수익률	0.62
52주 최저가(원)	234,000
52주 최고가(원)	350,500

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-15.9	-16.6	-25.3
상대주가	-17.2	-10.1	-21.3



[제약/바이오]

김승민

sm.kim.a@miraeasset.com

128940 · 제약/바이오

한미약품

분기 실적 회복 여부와 6월 ADA 주목

4Q24P Review 및 2025 실적 전망

연결 기준, 4Q24 매출액 3,516억원(-17% YoY), 영업이익 304억원(-57% YoY), 순이익 -21억원(적자전환 YoY)을 기록하며 매출액과 영업이익이 컨센서스를 -6%, -21% 하회했다. 순이익 적자는 정기 세무조사에 따른 세금 추징에 기인한다.

[한미약품] 매출액 2,805억원(-13% YoY), 영업이익 297억원(-45% YoY)을 기록했다. 4Q23 발생했던 마일스톤으로 높은 기저와 독감 유행 시기 지연 때문이다.

[북경한미] 매출액 749억원(-28% YoY), 영업이익 42억원(-78% YoY)을 기록했다. 4Q23 중국 폐렴 유행에 따른 높은 기저와 독감 유행 시기 지연 때문이다.

[한미정밀] 매출액 207억원(-39% YoY), 영업이익 -24억원(적자전환 YoY)을 기록했다. CDMO 매출 감소 및 독감 유행 시기 지연에 따른 원료 수출 감소 때문이다.

25년 매출액 1조 6,057억원(+7% YoY), 영업이익 2,254억원(+4% YoY)을 예상한다. 한미약품은 로수젠, 아모잘탄, 예소메졸 등 만성질환 치료제 기반으로, 북경한미는 4Q24 독감 유행 지연에 따른 1Q25 회복, 룬메이강 미회수 채권 관련 이슈가 상반기 내 정상화될 것으로 예상한다. 분기 실적 하회를 기반으로 기존 추정치 대비 25년도 매출액과 영업이익을 -11%, -23% 하향조정했다.

투자의견 매수, 목표주가 35만원으로 하향(기존 44만원)

영업가치 3.9조원(기존 4.9조원), 파이프라인 가치 0.9조원 등을 고려해 산정했다. 하향 조정한 12개월 선행 EBITDA에 상위 제약사 EV/EBITDA 평균 대비 -20% 할인한 멀티플을 적용해 영업가치를 하향조정했다. 멀티플 할인의 근거는 거버넌스 이슈와 실적 성장 회복에 대한 의구심이다. 다만, 최근 경영권 분쟁이 일단락되고 있는 것으로 파악되는 바, 25년 본업 실적 회복을 통해 의구심 해소 가능할 전망이다.

R&D 파이프라인은 순항중이다. 현재까지 임상시험에서 가장 높은 수준의 체중감량을 보이고 있는 릴리의 retatrutide 동일 계열 LA-GLP-1/GIP/GCG HM15275의 임상1상은 오는 6월 ADA에서 체중감량효과 및 안전성 데이터를 확인할 수 있다. 머크에 기술수출한 GLP-1/GCG efinopegdutide는 MASH 임상2상 환자 모집을 성공적으로 완료, 올해 말 데이터 발표가 예상된다. 전임상에서 근육량 증가를 보인 LA-UCN2 HM17321의 IND 신청이 2H25로 예상된다. HM15275와 HM17321은 체중 감량의 질(근감소) 측면에서 병용요법 관심 또한 높다. 이외에도 국내 비만 임상3상 중인 GLP-1 efpeglenatide는 26년 초 허가 신청, 26년내 국내 출시 가능성이 있고, GLP-1/GIP/GCG efocipegtrutide MASH 임상2상 또한 순항중이다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	1,332	1,491	1,496	1,606	1,758
영업이익 (십억원)	158	221	216	225	260
영업이익률 (%)	11.9	14.8	14.4	14.0	14.8
순이익 (십억원)	83	146	127	149	178
EPS (원)	6,463	11,415	9,878	11,629	13,874
ROE (%)	9.9	16.0	12.5	13.0	13.6
P/E (배)	45.2	30.9	28.4	20.5	17.2
P/B (배)	4.1	4.5	3.2	2.4	2.1
배당수익률 (%)	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한미약품, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 한미약품 밸류에이션

(억원, 원, 천주)

구분	내용	비고
12개월 선행 EBITDA	3,422	
EV/EBITDA	11.3	* 상위제약사 6개사 평균에 -20% 할인(경영권 분쟁에 따른 노이즈)
영업가치	38,597	
총차입금	4,275	* 25년 기준
현금	1,540	* 25년 기준
순차입금	2,735	
파이프라인 가치	8,800	
triple agonist (efocipegrutide)	4,800	* 2028년 출시. 출시 7년차 NASH 시장 Peak 점유율 12%, 로열티 13%, 제조수익 8%, 할인율 13%, 영구성장률 -10%, 성공확률 15%, 한미사이언스 제외 70% 배분 가정
dual agonist (efinopegdutide)	4,000	* 2028년 출시. 출시 7년차 NASH 시장 Peak 점유율 10%, 로열티 13%, 제조수익 8%, 할인율 13%, 영구성장률 -10%, 성공확률 15%, 한미사이언스 제외 70% 배분 가정
적정 기업 가치	44,661	
주식 수(천주)	12,680	
목표주가	350,310	* 35만원
현재주가	238,000	
상승여력	47.1%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 국내 상위 제약사 Valuation Table

(십억원, %, 배)

사명	시총 (조원)	매출액		영업이익		영업이익률		순이익		ROE		P/E		P/B		EV/EBITDA		P/S	
		FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2
유한양행	9.6	2,083	2,276	94	164	4.5	7.2	117	183	5.9	8.4	82.9	55.1	4.9	4.6	64.9	43.3	5.0	4.6
한미약품	3.0	1,535	1,656	231	248	15.1	15.0	169	182	14.2	13.7	19.5	17.9	2.8	2.4	10.1	9.2	2.0	1.8
녹십자	1.6	1,345	1,445	154	175	11.4	12.1	67	119	8.2	12.8	23.7	13.5	1.9	1.7	10.2	9.0	1.2	1.1
대웅제약	1.5	1,691	1,861	43	81	2.5	4.3	-14	36	-1.0	2.7	-	45.4	1.2	1.2	19.8	15.2	0.9	0.8
종근당	1.1	1,561	1,683	93	97	6.0	5.8	105	86	12.3	9.3	10.1	12.3	1.2	1.1	7.2	6.6	0.7	0.7
HK이노엔	1.0	908	995	91	109	10.1	11.0	63	79	-	-	16.0	12.6	-	-	10.0	8.1	1.1	1.0
동아에스티	0.4	652	709	35	40	5.3	5.6	17	27	2.7	4.1	25.3	16.3	0.7	0.7	11.1	11.0	0.7	0.6
평균						7.8	8.7			7.1	8.5	29.6	24.7	2.1	2.0	19.0	14.6	1.7	1.5

주: 25년 2월 4일 기준

자료: Factset 컨센서스, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 한미약품 4Q24P 실적 Review

(억원, %, %p)

	4Q23	3Q24	4Q24P			성장률	
			발표치	컨센서스	vs. 컨센서스	YoY	QoQ
매출액	4,224	3,621	3,516	3,721	-5.5	-16.8	-2.9
매출총이익	2,432	1,986	1,852			-23.8	-6.8
매출총이익률	57.6	54.9	52.7			-4.9	-2.2
영업이익	701	510	304	387	-21.4	-56.6	-40.4
영업이익률	16.6	14.1	8.6	10.4	-2.7	-7.9	-5.4
순이익	364	350	-21	230		적자전환	적자전환

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 연간 실적 추정 변경

(억원, %)

	변경전		변경후		조정 비율	
	24P	25F	24P	25F	24P	25F
매출액	16,387	18,012	14,955	16,057	-8.7	-10.9
영업이익	2,673	2,931	2,161	2,254	-19.2	-23.1
EBITDA	3,557	3,823	3,136	3,240	-11.8	-15.2
순이익	1,991	2,305	1,431	1,685	-28.1	-26.9

자료: 미래에셋증권 리서치센터

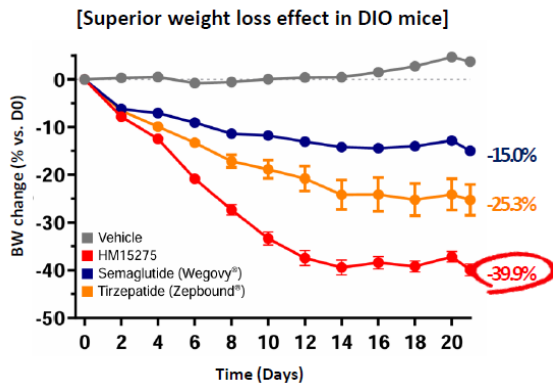
표 5. 한미약품 분기 및 연간 실적 전망

(억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	2022	2023	2024P	2025F
매출액	3,612	3,427	3,646	4,224	4,037	3,781	3,621	3,516	13,309	14,909	14,955	16,057
YoY 성장률	12.5	8.3	6.6	20.2	11.8	10.3	-0.7	-16.8	10.4	12.0	0.3	7.4
한미약품(별도)	2,507	2,532	2,721	3,209	2,750	2,818	2,768	2,805	9,814	10,969	11,141	11,791
YoY 성장률	10.6	6.7	8.5	20.3	9.7	11.3	1.7	-12.6	6.7	11.8	1.6	5.8
북경한미	1,110	901	933	1,033	1,277	987	843	749	3,506	3,977	3,856	4,309
YoY 성장률	17.1	14.8	0.3	22.5	15.0	9.5	-9.6	-27.5	21.4	13.4	-3.0	11.8
한미정밀화학	259	300	216	336	248	343	291	207	1,005	1,111	1,089	1,188
YoY 성장률	9.3	25.5	-7.3	13.5	-4.2	14.3	34.7	-38.4	15.4	10.5	-2.0	9.0
연결조정	-264	-306	-224	-354	-238	-367	-281	-245	-1,016	-1,148	-1,131	-1,230
매출총이익	2,071	1,802	1,988	2,432	2,265	2,067	1,986	1,852	7,186	8,292	8,170	8,820
YoY 성장률	19.9	8.6	5.5	27.1	9.4	14.7	-0.1	-23.8	13.6	15.4	-1.5	8.0
매출총이익률	57.3	52.6	54.5	57.6	56.1	54.7	54.9	52.7	54.0	55.6	54.6	54.9
영업이익	599	332	575	701	766	581	510	304	1,581	2,207	2,161	2,254
YoY 성장률	46.6	5.0	22.9	80.5	27.9	75.3	-11.4	-56.6	26.1	39.6	-2.1	4.3
영업이익률	16.6	9.7	15.8	16.6	19.0	15.4	14.1	8.6	11.9	14.8	14.5	14.0
EBITDA	846	578	820	947	1,009	825	753	549	2,549	3,191	3,136	3,240
YoY 성장률	32.8	6.2	12.9	47.8	19.2	42.6	-8.1	-42.0	18.8	25.2	-1.7	3.3
EBITDA 마진	23.4	16.9	22.5	22.4	25.0	21.8	20.8	15.6	19.2	21.4	21.0	20.2
순이익	497	187	605	364	632	471	350	-21	957	1,654	1,431	1,685
YoY 성장률	98.3	-17.3	93.5	118.0	27.2	151.0	-42.3	적자전환	17.4	72.8	-13.5	17.7

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. LA-GLP/GIP/GCG 삼중작용제 HM15275 전임상데이터 및 임상1상 디자인

➤ Pre-clinical Results: ADA (2024.06)¹⁾➤ Phase 1 Study Design²⁾

- **Title:** Randomized, Double-Blind, Placebo-Controlled, SAD/MAD Study to Assess Safety, Tolerability, PK and PD of HM15275 in Healthy and Obese Subjects
- **Enrollment:** 90
- **Outcome Measures:** PK&PD (Change in body weight(kg) from baseline) and Safety/Tolerability(TEAEs)
- **Inclusion Criteria:**
 - **Part A:** Healthy subjects with BMI ≥ 20 kg/m² and ≤ 27 kg/m²
 - **Part B:** Obese subjects with BMI ≥ 30 kg/m² and ≤ 45 kg/m² with a stable body weight for 3 months prior to screening (defined as change $< 5\%$)

자료: Sang Hyun Park. ADA 2024, Jun 23, 2024, 한미약품, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 머크의 2025년 Key Data Readouts, efinopegdutide

Significant Potential Approvals & Launches

Vaccines

- GARDASIL male indication in China for ages 9 to 26¹

Infectious Disease

- Clesrovimab (PDUFA June 10th)

Oncology

- SC pembrolizumab with berahyaluronidase alfa
- Patritumab deruxtecan (HER3-DXd ADC)²

Animal Health

- BRAVECTO Injectable (U.S.)
- Dermatology product in Companion Animal

Key Data Readouts

Cardiometabolic

- Enlicitide decanoate (Oral PCSK9i)
- WINREVAIR in PH due to LHD (Phase 2 CADENCE)
- Efinopegdutide (GLP-1 / glucagon receptor co-agonist)

Infectious Disease

- Islatravir based regimens (NRTTI for HIV treatment)
- MK-8527 (NRTTI for HIV PrEP)

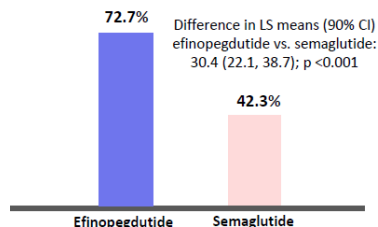
Oncology

- KEYTRUDA + chemotherapy in earlier stage HNSCC

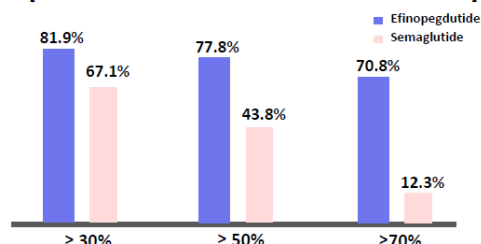
자료: Merck, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. GLP/GIP 이중작용제 efinopegdutide 임상2a상 데이터

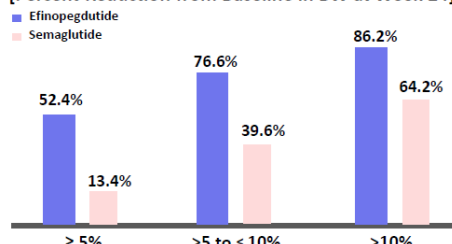
[Relative Reduction from Baseline in LFC at Week 24]



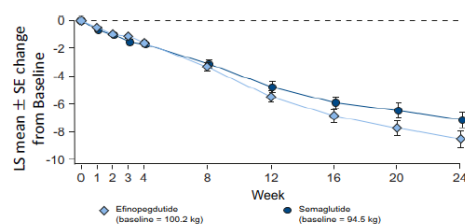
[Relative Reduction from Baseline in LFC at Week 24]



[Percent Reduction from Baseline in BW at Week 24]



[Body Weight]



자료: Romero Gome M, et al. J Hepatol. 2023 Jun 5;S0168 8278(23)00342 2, 한미약품, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. GLP/GIP 이중작용제 efinopegdutide 임상2b상 디자인

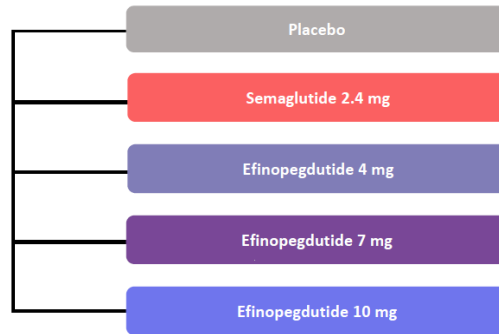
• Enrollment: 300

• Duration: 52 wks

• Inclusion Criteria

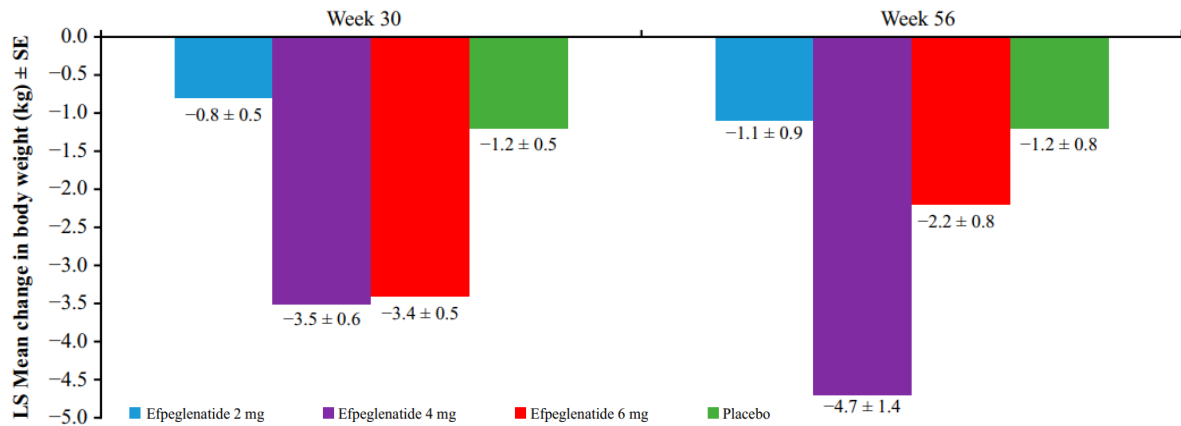
- Histological confirmation of NASH, defined as NAFLD Activity Score (NAS) ≥ 4 with a score ≥ 1 point in each component (steatosis, ballooning, and lobular inflammation) AND NASH clinical research network (CRN) fibrosis score of Stage 2 or 3

- No history of T2DM OR a history of T2DM with an A1C $\leq 9\%$ that is controlled by diet or stable doses of antihyperglycemic agents



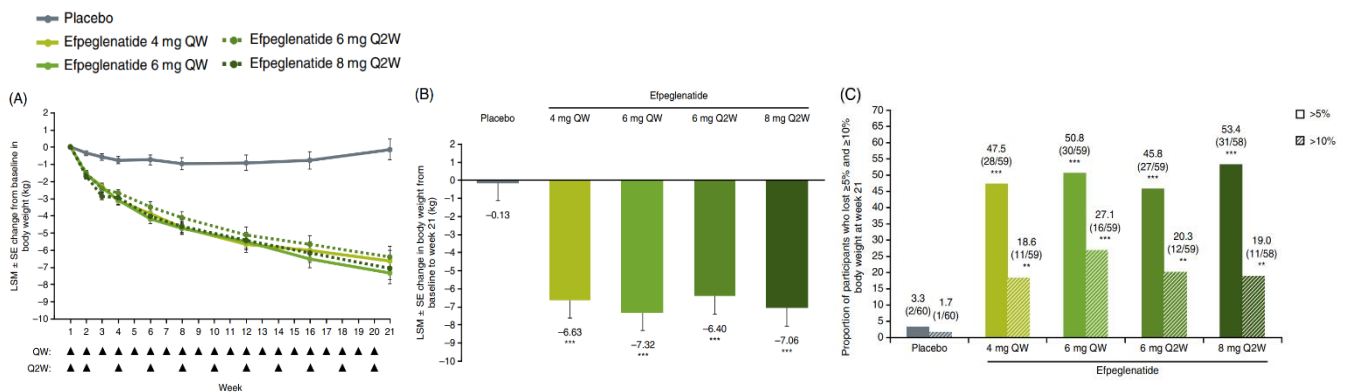
자료: 한미약품, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. efpeglenatide의 AMPLITUDE-M(당뇨 임상3상)에서 2차 평가지표 체중 변화 데이터(QW)



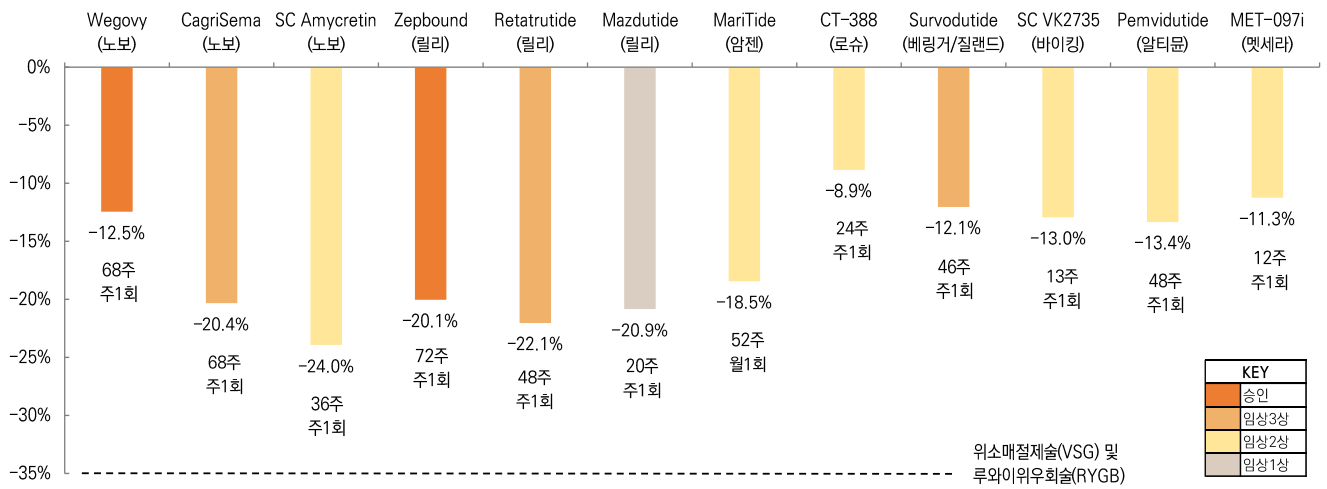
자료: Diabetes Care. 2022 Jul 7;45(7):1592-1600, DOI: 10.2337/dc21-2656. 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. efpeglenatide 당뇨가 없는 과체중/비만 임상2상 체중 감량 효과 데이터



자료: Diabetes, Obesity & Metabolism. 2019 Nov;21(11):2429-2439, DOI: 10.1111/dom.13824. 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 주요 SC 제형 비만 신약/후보물질 효용성 비교



주: 위약 조정 기준

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

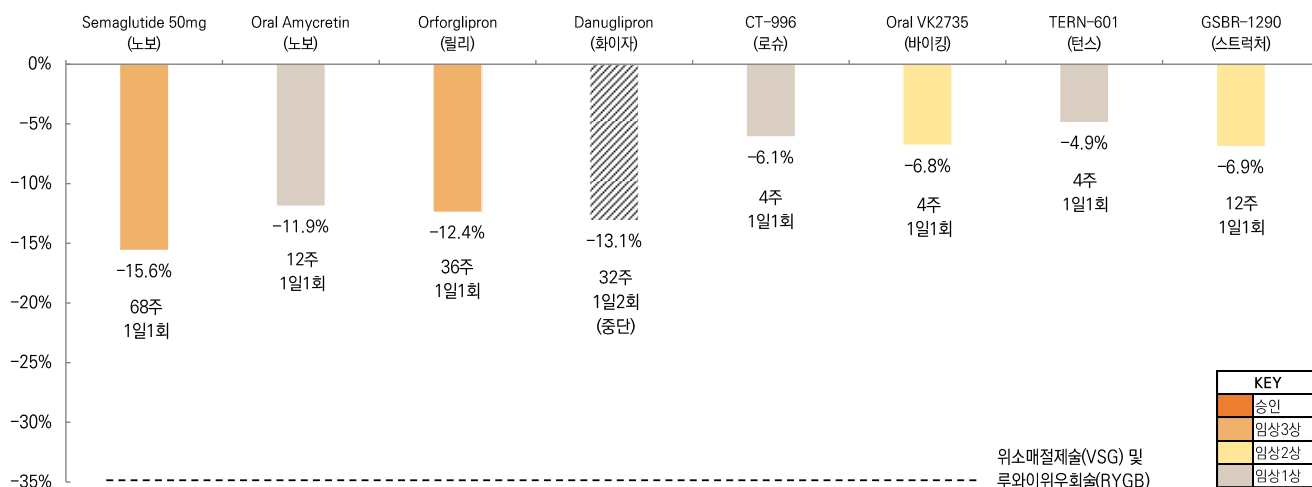
표 6. 주요 SC 제형 비만 신약/후보물질 파이프라인 비교

	Wegovy (노보)	CagriSema (노보)	SC Amycretin (노보)	Zepbound (릴리)	Retatrutide (릴리)	Mazdutide (릴리)
물질 기전	GLP-1	Amylin/GLP-1	Amylin/GLP-1	GIP/GLP-1	GIP/GCGR/GLP-1	GLP-1/GCGR
물질 구분	펩타이드	펩타이드+ 펩타이드	펩타이드	펩타이드	펩타이드	펩타이드
투약 주기	주1회	주1회	주1회	주1회	주1회	주1회
현재 임상	출시 완료	임상3상	임상 1b/2a상 완료	출시 완료	임상3상	임상1상
임상명	STEP 1	REDEFINE 1	-	SURMOUNT-1	TRIUMPH-3	-
적응증	비만	비만	비만	비만 + MASH	비만	비만
관찰 기간	68주	68주	36주	72주	48주	20주
최대 용량	2.4mg	2.4mg+2.4mg	20mg	15mg	12mg	16mg
치료군 변화	-14.9%	-22.7%	-22.0%	-22.5%	-24.2%	-21.0%
위약군 변화	-2.4%	-2.3%	2.0%	-2.4%	-2.1%	-0.1%
치료군 중단	7.0%	-	-	6.2%	16.1%	12.5%
위약군 중단	3.1%	-	-	2.6%	0.0%	25.0%
비고		1H25 REDEFINE 2 3상 탑라인 발표 예정				미노벤트 중국 내 권리 인수로 3상 완료

	MarTide (암젠)	CT-388 (로슈)	Survodutide (베링거/질랜드)	SC VK2735 (바이킹)	Pemvidutide (알티문)	MET-097i (멧세라)
물질 기전	GIPR/항체/GLP-1	GIP/GLP-1	GCGR/GLP-1	GIPR/GLP-1	GCGR/GLP-1	GLP-1
물질 구분	항체-펩타이드	펩타이드	펩타이드	미공개	펩타이드	미공개
투약 주기	월1회	주1회	주1회	주1회	주1회	주1회
현재 임상	임상2상	임상2상	임상3상	임상2상 완료	임상2상 완료	임상2b상
임상명	NCT05669599	NCT06525935	SYNCHRONIZE	VENTURE	MOMENTUM	-
적응증	비만 +/- T2D	비만 + T2D	비만 + MASH	비만 + MASH	비만 + MASH	비만
관찰 기간	52주	24주	46주	13주	48주	12주
최대 용량	420mg	12mg	4.8mg	15mg	2.4mg	1.2mg
치료군 변화	-20.0%	-18.9%	-14.9%	-14.7%	-15.6%	-11.3% (위약 조정)
위약군 변화	-1.5%	-10.0%	-2.8%	-1.7%	-2.2%	-
치료군 중단	11.0%	16.7%	24.6%	13.0%	19.6%	-
위약군 중단	-	14.3%	3.9%	14.0%	2.2%	-
비고				1H25 임상3상 개시		25년 월1회 투여 추가 연구 진행 예정

자료: Clinical Trials, 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 주요 Oral 제형 비만 신약/후보물질 효용성 비교



주: 위약 조정 기준

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

표 7. 주요 Oral 제형 비만 신약/후보물질 파이프라인 비교

	Semaglutide 50mg (노보)	Oral Amycretin (노보)	Orforglipron (릴리)	Danuglipron (화이자)	CT-996 (로슈)
물질 기전	GLP-1	Amylin/GLP-1	GLP-1	GLP-1	GLP-1
물질 구분	펩타이드	펩타이드	비 펩타이드	비 펩타이드	저분자 화합물
투약 주기	1일1회	1일1회	1일1회	1일2회	1일1회
현재 임상	임상3상 완료	임상1상 완료	임상3상	임상2b상 이후 추가 임상 중단	임상1b상 완료
임상명	OASIS 1	NCT06049329	ATTAIN-1	NCT04707313	NCT05814107
적응증	비만	비만	비만	비만 + T2D	비만 + T2D
관찰 기간	68주	12주	36주	32주	4주
최대 용량	50mg	100mg(50mg×2)	45mg	200mg	120mg
치료군 변화	-17.4%	-13.1%	-14.7%	-11.7%	-7.3%
위약군 변화	-1.8%	-1.2%	-2.3%	1.4%	-1.2%
치료군 중단	5.7%	-	13.0%	> 50.0%	10.5%
위약군 중단	3.6%	-	2.0%	40.0%	0.0%
비고				1일1회 제형 선정 후 용량 최적화 연구 중	

	Oral VK2735 (바이킹)	MET-002o/DD02S (멧세라)	DD03S (멧세라)	TERN-601 (턴스)	GSBR-1290 (스트락처)
물질 기전	GIPR/GLP-1	GLP-1	GIP/GCGR/GLP-1	GLP-1	GLP-1
물질 구분	미공개	펩타이드	펩타이드	저분자 화합물	저분자 화합물
투약 주기	1일1회	-	-	1일1회	1일1회
현재 임상	임상2상	임상1상	전임상	임상1상 완료	임상2a상 완료
임상명	VENTURE-Oral	-	-	-	-
적응증	비만	비만	비만 + MASH	비만	비만 + T2D
관찰 기간	4주	-	-	4주	12주
최대 용량	100mg	-	-	740mg	120mg
치료군 변화	-8.2%	-	-	-5.5%	-6.4%
위약군 변화	-1.4%	-	-	-0.6%	0.5%
치료군 중단	-	-	-	0.0%	11.0%
위약군 중단	-	-	-	0.0%	-
비고	1상 MAD 임상 발표 및 2상 개시(13주 진행)	전임상에서 노보 리벨서스 대비 12.5배 높은 흡수율	DD02S, DD03S 디앤디파마텍 기술이전	1상 MAD 임상 발표 및 25년 2상 시작 계획	tablet 제형 임상 결과 (capsule 대비 우수)

자료: Clinical Trials, 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 한미약품 신약 R&D 파이프라인 현황 (4Q24)

	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상/ Registration	Approved
Obesity/ Metabolism	LAPSGlucagon Combo [에페그글루카곤+에페글레나타이드] 비만/대사성질환	LA-GLP/GIP/GCG [HM15275] 비만, 임상 1상 Part B 진입	LAPSGLP/GCG [에피노페그두타이드] 대사이상관련간염(비알콜성 지방간염)	LAP5Exd4 Analog [에페글레나타이드] 제2형 당뇨병, 비만	
	LA-UCN2 [HM17321] 비만		LAPSTriple Agonist [에포시페그트루타이드] 대사이상관련간염(비알콜성 지방간염)		
Oncology	SOS1 [HM99462] 고형암	롤론티스(Rolontis) [®] [에올라페그라스틴] 호중구감소증 (당일투여요법)	pan-RAF 저해제 [멜라라페틴] BRAF변이 및 융합 고형암	pan-HER [포지오티닙] HER2 exon20 변이 NSCLC 2차 치료요법	롤론티스(Rolontis) [®] [에올라페그라스틴] 호중구 감소증
	sHER2 [HM100714] 비소세포폐암	pan-RAF 저해제 [멜라라페틴] 흑색종 등 고형암	티부메시르는 [LX475] 위암	오락솔 (Oraxol) [®] [파클리탁셀+현시퀴다] 유방암 등 고형암	
		PD-1/HER2 BsAb [BH2950] 고형암	BTk [로셀티닙] B세포림프종		
		MK1 [투스페티닙] 급성골수성 백혈병			
		EZH1/2 저해제 [HM97662] 고형암 및 혈액암			
		PD-L1/4-1BB BsAb [BH3120] 고형암, '키트루다' 병용 임상			
		LAP5IL-2 Analog [HM16390] 고형암			
Rare Diseases/ Other	LAPSTriple Agonist [에포시페그트루타이드] 특발성 폐성유증		LAPSGlucagon Analog [에페그글루카곤] 선천성 고인슐린증		히알루마주 [히알루론산나트륨] 술관절의 골관절염
		LA-GLA [HM15421] 파브리병	LAP5GLP-2 Analog [소네페글루타이드] 단장 중후군		
			LAPShGH [에페소마트로핀] 성장호르몬 결핍증		
			루미네이트(Luminate) [®] [ALG-1001] 건성노인성황반변성		

B : 복경한미 □ : 4분기 업데이트

자료: 한미약품, 미래에셋증권 리서치센터

한미약품 (128940)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,491	1,496	1,606	1,758
매출원가	662	678	724	776
매출총이익	829	818	882	982
판매비와관리비	609	601	657	722
조정영업이익	221	216	225	260
영업이익	221	216	225	260
비영업손익	-27	-43	-24	-21
금융손익	-24	-17	-10	-6
관계기업등 투자손익	-1	0	0	0
세전계속사업손익	194	173	201	239
계속사업법인세비용	29	30	32	38
계속사업이익	165	143	168	201
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	165	143	168	201
지배주주	146	127	149	178
비지배주주	19	17	19	23
총포괄이익	111	143	168	201
지배주주	93	120	141	168
비지배주주	18	23	27	33
EBITDA	319	314	324	360
FCF	189	259	271	275
EBITDA 마진율 (%)	21.4	21.0	20.2	20.5
영업이익률 (%)	14.8	14.4	14.0	14.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	9.8	8.5	9.3	10.1

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	731	832	1,120	1,435
현금 및 현금성자산	55	154	399	654
매출채권 및 기타채권	169	170	183	200
재고자산	289	290	311	341
기타유동자산	218	218	227	240
비유동자산	1,168	1,059	950	853
관계기업투자등	2	2	2	3
유형자산	833	728	620	535
무형자산	81	77	73	59
자산총계	1,899	1,891	2,070	2,288
유동부채	705	560	577	599
매입채무 및 기타채무	145	145	156	170
단기금융부채	484	338	339	339
기타유동부채	76	77	82	90
비유동부채	94	94	94	95
장기금융부채	89	89	89	89
기타비유동부채	5	5	5	6
부채총계	798	654	671	694
지배주주지분	955	1,076	1,218	1,390
자본금	31	31	31	31
자본잉여금	412	412	412	412
이익잉여금	582	702	845	1,017
비지배주주지분	145	161	181	204
자본총계	1,100	1,237	1,399	1,594

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	217	239	249	275
당기순이익	165	143	168	201
비현금수익비용가감	166	144	141	144
유형자산감가상각비	86	86	86	86
무형자산상각비	12	12	13	14
기타	68	46	42	44
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-57	-1	-18	-26
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-3	-1	-12	-17
재고자산 감소(증가)	-17	-1	-21	-30
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	6	0	3	5
법인세납부	-31	-30	-32	-38
투자활동으로 인한 현금흐름	-183	11	3	-15
유형자산처분(취득)	-25	20	22	0
무형자산감소(증가)	-16	-8	-9	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-39	0	-11	-15
기타투자활동	-103	-1	1	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-127	-152	-6	-6
장단기금융부채의 증가(감소)	-105	-145	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-18	-6	-6	-6
기타재무활동	-4	-1	0	0
현금의 증가	-92	99	245	255
기초현금	147	55	154	399
기말현금	55	154	399	654

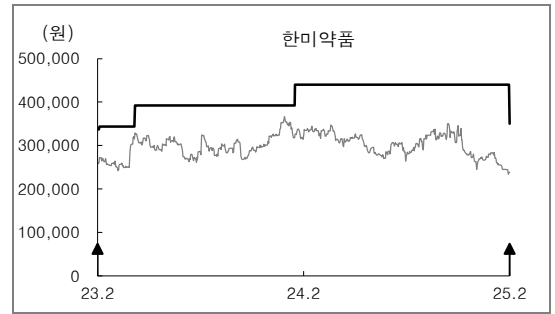
자료: 한미약품, 미래셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	30.9	28.4	20.5	17.2
P/CF (x)	13.6	12.5	9.8	8.8
P/B (x)	4.5	3.2	2.4	2.1
EV/EBITDA (x)	15.6	12.2	9.4	7.8
EPS (원)	11,415	9,878	11,629	13,874
CFPS (원)	25,861	22,436	24,168	26,912
BPS (원)	77,706	87,099	98,242	111,631
DPS (원)	490	490	490	490
배당성향 (%)	3.8	4.3	3.7	3.1
배당수익률 (%)	0.1	0.2	0.2	0.2
매출액증가율 (%)	12.0	0.3	7.4	9.5
EBITDA증가율 (%)	25.2	-1.7	3.3	11.2
조정영업이익증가율 (%)	39.6	-2.1	4.3	15.5
EPS증가율 (%)	76.6	-13.5	17.7	19.3
매출채권 회전율 (회)	8.6	8.9	9.2	9.3
재고자산 회전율 (회)	5.4	5.2	5.3	5.4
매입채무 회전율 (회)	15.6	15.0	15.4	15.2
ROA (%)	8.7	7.6	8.5	9.2
ROE (%)	16.0	12.5	13.0	13.6
ROIC (%)	14.8	15.0	17.3	21.6
부채비율 (%)	72.6	52.9	47.9	43.5
유동비율 (%)	103.7	148.5	194.3	239.3
순차입금/자기자본 (%)	37.1	5.9	-12.9	-28.0
조정영업이익/금융비용 (x)	7.7	9.5	11.6	13.4

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한미약품 (128940)				
2025.02.05	매수	350,000	-	-
2025.01.22	1년 경과 이후	440,000	-45.11	-43.98
2024.01.22	매수	440,000	-30.78	-20.34
2023.04.13	매수	392,453	-23.35	-6.61
2023.02.09	매수	343,396	-22.91	-6.57
2022.11.02	매수	337,244	-22.49	-12.29



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.62%	7.14%	8.24%	0%

* 2024년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 한미약품 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.