

한미약품 (128940)

잃어버린 1년, 북경한미 정상화가 중요

투자의견

BUY(유지)

목표주가

380,000 원(하향)

현재주가

238,000 원(02/04)

시가총액

3,049(십억원)

바이오/제약 권해순_02)368-6181_hskwon@eugenefn.com

- 투자의견 BUY 유지, 목표주가는 38만원으로 하향(종전 44만원), 목표주가는 2025E 지배순이익에 Target P/E 27 배를 적용하고 R&D 가치를 합산함
- **2024년 실적 Review:** 매출액 1조 4,955억원(+0.3%yoy), 영업이익 2,162억원(-2%yoy)으로 3분기부터 북경한미의 실적 부진으로 당사 기대치를 하회하는 실적 발표, 이를 반영하여 2025년 순이익을 종전 대비 13% 하향 조정
- **북경한미**(2023년 연결 영업이익의 44% 기여): 한미약품이 타 제약사 대비 밸류에이션 프리미엄을 받고 있는 중요한 성장 동력임. 그러나 2024년부터 본격화된 경영권 분쟁이 북경한미의 경영 및 영업에 부정적 영향을 미치면서 지난 3분기부터 부진한 실적을 초래하였을 것으로 추정됨. 4분기 실적에도 부정적 영향이 지속되었을 것으로 추정함. 2025년 초 경영권 분쟁이 해소되고 있다는 점에서 중장기 관점으로 한미약품의 현 주가 수준은 투자 매력이 높다고 판단됨. 향후 북경한미의 경영 정상화에 따른 실적 회복 속도가 한미약품의 주가 모멘텀으로 작용할 것
- **R&D update:** MK-6024('에피노페그듀타이드', 2020년 MSD에 기술이전한 MASH치료제) 글로벌 임상2상 결과는 2025년 말 가시화될 전망, MSD는 MK-6024 글로벌 임상을 2개 추가하였으며, 2024년 J.P. Morgan Healthcare Conference에서도 연내 긍정적 임상 데이터를 발표할 것으로 언급함. 2025년 말 글로벌 임상2상 결과에 따라 한미약품의 신약 파이프라인 가치 변동 가능성이 있음. 이와는 별도로 최근 활발하게 진행 중인 전임상 및 임상 초기 비만치료제 파이프라인들의 가치는 아직 기업가치에 반영하기 이르다고 판단하여 목표주가 산정에 반영하지 않음, 가장 앞서 개발 중인 '에페글레나타이드'는 2025년 임상 완료 후 2026년 하반기 국내 출시를 목표로 하고 있음

주가(원, 02/04)	238,000
시가총액(십억원)	3,049

발행주식수	12,811천주
52주 최고가	375,000원
최저가	233,000원
52주 일간 Beta	0.43
60일 일평균거래대금	183억원
외국인 지분율	16.8%
배당수익률(2024E)	0.2%

주주구성	
한미사이언스 (외 5인)	50.6%
국민연금공단 (외 1인)	10.6%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-17.5	-9.4	-20.2
절대기준	-15.9	-16.6	-25.3

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	380,000	440,000	▼
영업이익(25)	239	267	▼
영업이익(26)	260	288	▼

12월 결산(십억원)	2023A	2024P	2025E	2026E
매출액	1,491	1,496	1,597	1,718
영업이익	221	216	239	260
세전손익	194	173	211	233
당기순이익	165	144	180	199
EPS(원)	11,415	9,738	12,671	13,947
증감률(%)	76.6	-14.7	30.1	10.1
PER(배)	30.9	24.4	18.8	17.1
ROE(%)	16.0	12.4	14.3	13.8
PBR(배)	4.6	2.9	2.5	2.2
EV/EBITDA(배)	15.2	10.8	9.8	8.8

자료: 유진투자증권

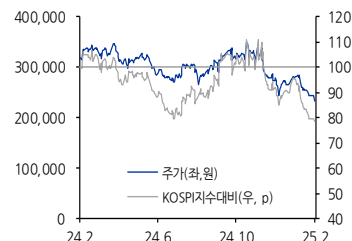


도표 1. 한미약품 4Q24P 연결 실적 Review

(단위: 십억원, %, %pt)	4Q24P					1Q25E			2024P	2024E	2025E		2026E	
	실적 발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	yoy	qoq	실적 발표	기준 추정치	당사 예상치	yoy	당사 예상치	yoy
매출액	352	429	-18.1	372	-5.5	403	-0.2	14.6	1,496	1,573	1,597	6.8	1,718	7.6
영업이익	30.5	60	-49.0	39	-21.3	72	-6.1	136.4	216	246	239	10.5	260	8.8
지배순이익	-2.0	38	-40.0	23	-25.0	54	-1.8	10.0	124	165	162	30.4	179	10.5
영업이익률	8.7	13.9	-5.2	10.4	-1.7	17.9	-1.1	9.2	14.5	15.6	15.0	0.5	15.1	0.2
지배순이익률	-0.6	8.9	-9.5	6.2	-6.7	13.4	-0.2	14.0	8.3	10.5	10.1	1.8	10.4	0.3

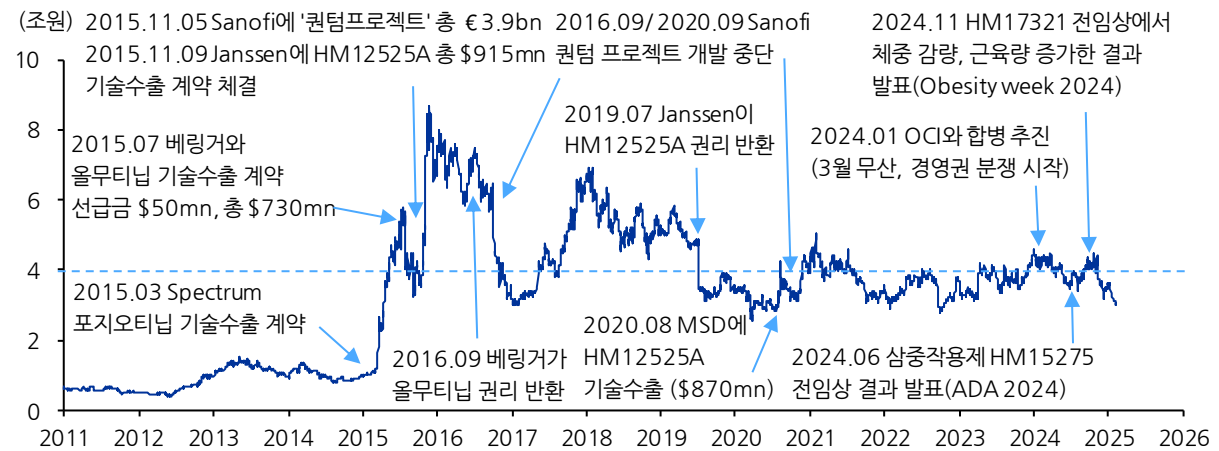
자료: 한미약품, FnGuide, 유진투자증권

도표 2. 한미약품 연결 실적 추정치 조정

(단위: 십억원, %, %pt)	2023	NEW			OLD			Change		
		2024P	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024P	2025E	2026E
매출액	1,491	1,496	1,597	1,718	1,573	1,707	1,845	-4.9	-6.4	-6.9
영업이익	221	216	239	260	246	267	288	-12.2	-10.5	-9.7
지배순이익	146	125	162	179	165	186	203	-24.2	-12.9	-11.8
영업이익률	14.8	14.4	15.0	15.1	15.6	15.6	15.6	-1.2	-0.7	-0.5
지배순이익률	9.8	8.4	10.1	10.4	10.5	10.9	11.0	-2.1	-0.8	-0.6

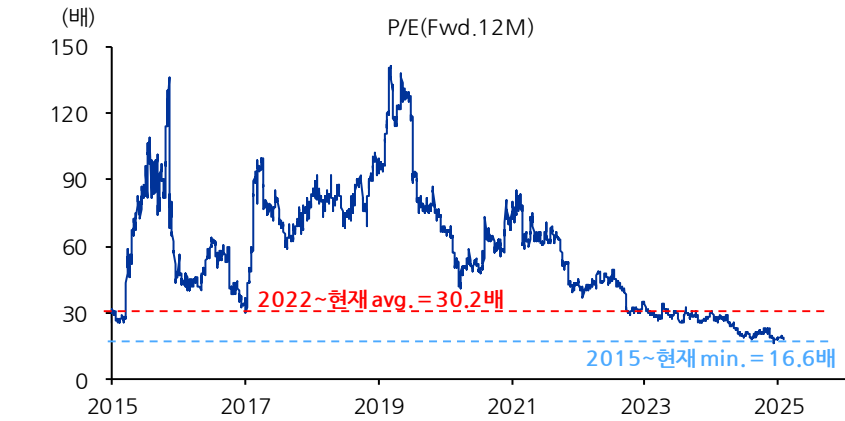
자료: 한미약품, FnGuide, 유진투자증권

도표 3. 한미약품 시가총액 및 주가 이벤트 차트



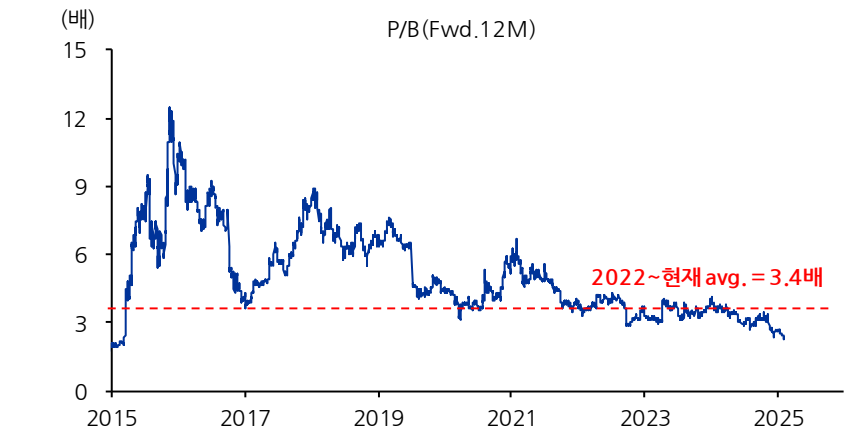
자료: Quantwise, 한미약품, 유진투자증권

도표 4. 한미약품 12M Fwd P/E valuation 차트



자료: Quantivise, 유진투자증권

도표 5. 한미약품 12M Fwd P/B valuation 차트



자료: Quantivise, 유진투자증권

도표 6. 한미약품 목표주가 산정

목표주가 구성요소		가치	단위	
1	영업 가치	4,383	(십억원)	2025년 예상 지배주주 순이익 1,620억원 X Target P/E 27배 적용 2025년 예상 순이익을 13% 하향 조정함
2	MASH Dual agonist (MK-6024, efinopegdutide)	348	(십억원)	- 글로벌 임상 2b 상. 2025년 하반기 임상 데이터 발표 기대 미국 Merck(MSD)에게 2020년 8월 기술 및 판권 이전 총 계약 규모 8,700억원의 40% 반영, 출시 후 판매로열티 제외
3	NASH Triple agonist	174	(십억원)	- 글로벌 임상 중이며 기술 이전 추진 중, Dual agonist(MK-6024, efinopegdutide)의 가치를 50% 할인 - 이 외에 전임상 또는 임상 1상 초기인 대사질환 치료제 파이프라인들의 가치는 기업가치에 반영하기 어렵다고 판단, 목표주가 산정에서 제외함
가치 합계		4,905	(십억원)	
주당 가치		382,874	(원)	
목표주가		380,000	(원)	

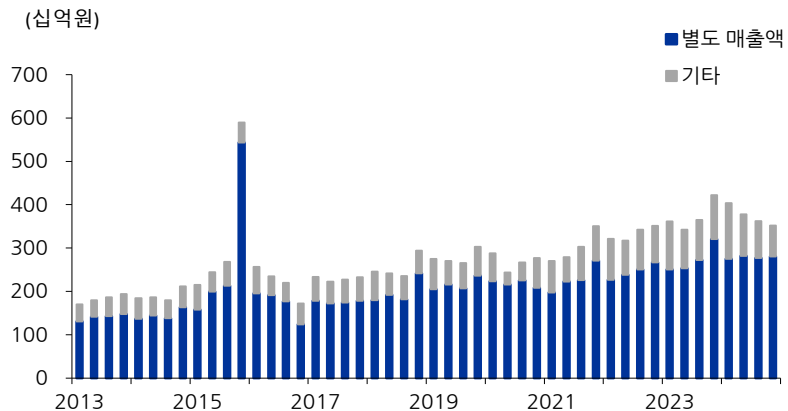
자료: 유진투자증권

도표 7. 한미약품 별도 및 연결 종속회사 실적 추이

(단위: 십억원, %, %p)	2021				2022				2023				2024				
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	
한미약품	매출액	197	223	226	271	227	238	251	267	251	253	272	321	275	282	277	281
	OP	11	10	18	22	17	14	23	25	31	16	32	54	40	32	31	30
	NP	6	3	10	5	17	9	13	12	25	30	27	20	31	33	19	51
	OPM	6	4	8	8	7	6	9	9	12	6	12	17	14	11	11	11
	NPM	3	1	4	2	7	4	5	4	10	12	10	6	11	12	7	18
북경한미	매출액	73	60	75	80	95	79	90	85	111	90	93	103	128	99	84	75
	OP	19	9	19	20	26	17	24	11	31	22	26	19	38	25	15	4.2
	NP	17	7	19	17	23	16	22	10	28	21	24	6	34	23	13	4.3
	OPM	26	15	25	25	27	22	27	13	28	24	28	18	30	26	18	6
	NPM	23	12	25	21	24	20	24	12	25	23	26	6	27	24	15	6
한미정밀화학	매출액	20	22	19	26	24	24	24	30	26	30	21	34	25	34	29	21
	OP	(3)	(3)	(0.4)	1	5	2	(5)	1.3	(3)	(0.5)	(1.5)	2	(1.7)	18	3	-2.4
	NP	(3)	(2)	(0.4)	(1)	3	2	(7)	9	(4)	(1.3)	(1.4)	1	(2.4)	14	2	-2.3
	OPM	(15)	(14)	(2)	4	21	8	(21)	4	(12)	(1.8)	(6.9)	4.9	(-7.0)	5.2	10	-11
	NPM	(15)	(9)	(2)	(4)	13	8	(29)	30	(15)	(4.2)	(6.3)	4.1	(-9.6)	4.1	7	-11

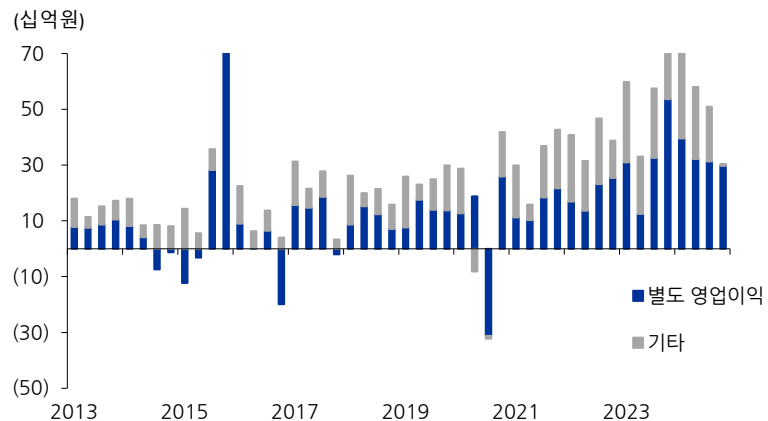
자료: 한미약품, 유진투자증권

도표 8. 한미약품 별도 및 기타부문(연결-별도) 매출액 분기별 추이



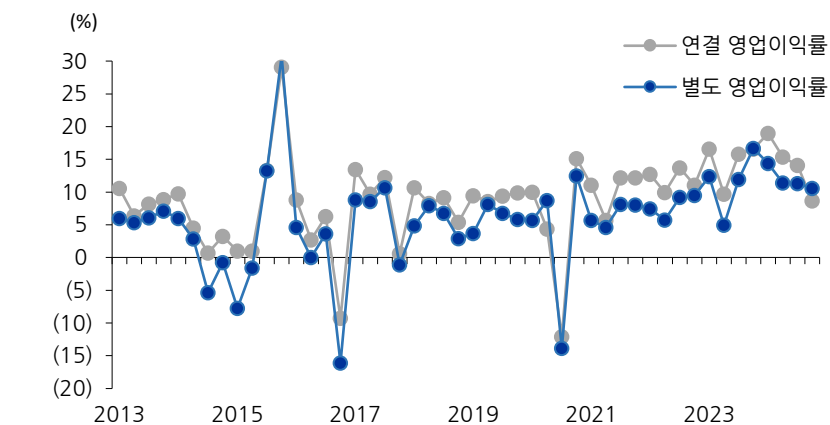
자료: 한미약품, 유진투자증권

도표 9. 한미약품 별도 및 기타부문 영업이익 분기별 추이



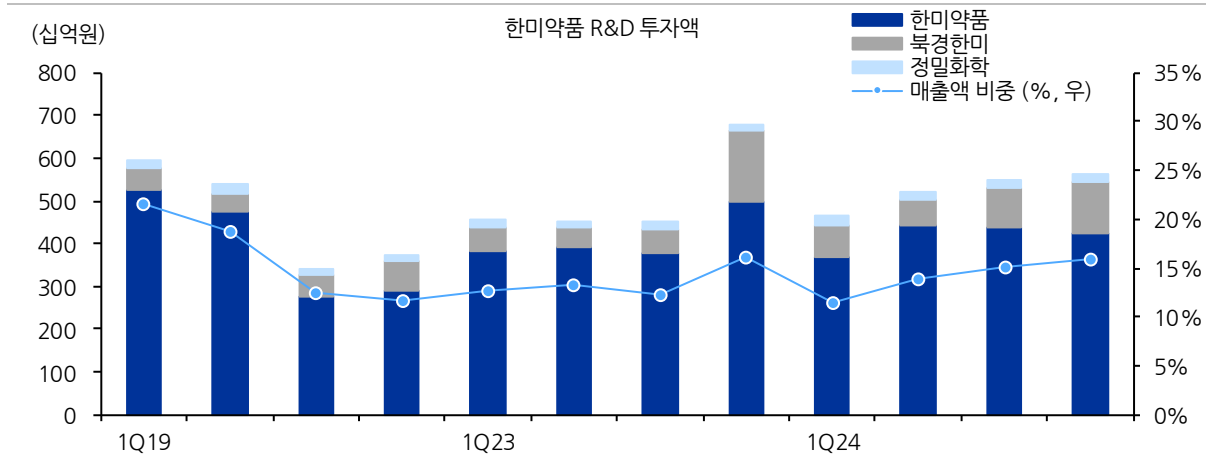
자료: 한미약품, 유진투자증권

도표 10. 한미약품 연결 및 별도 영업이익률 분기별 추이



자료: 한미약품, 유진투자증권

도표 11. 한미약품, 북경한미, 한미정밀화학 합산 R&D 투자액 추이: 2022 년 이후 매출액 대비 평균 13.7% 투자



자료: 한미약품, 유진투자증권

한미약품 (128940.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	1,925	1,899	1,921	2,096	2,284
유동자산	694	731	683	902	1,127
현금성자산	237	165	161	329	514
매출채권	180	177	173	194	210
재고자산	266	289	248	277	300
비유동자산	1,230	1,168	1,238	1,195	1,157
투자자산	258	254	365	380	395
유형자산	888	833	785	724	670
기타	85	81	88	91	93
부채총계	915	798	701	721	736
유동부채	677	705	598	618	633
매입채무	197	189	161	180	195
유동성이자부채	453	484	406	406	406
기타	27	32	32	32	33
비유동부채	239	94	103	103	103
비유동이자부채	226	89	99	99	99
기타	13	5	4	4	4
자본총계	1,009	1,100	1,220	1,376	1,548
지배지분	872	955	1,054	1,210	1,383
자본금	31	31	32	32	32
자본잉여금	413	412	411	411	411
이익잉여금	452	582	697	853	1,026
기타	(24)	(70)	(87)	(87)	(87)
비지배지분	137	145	166	166	166
자본총계	1,009	1,100	1,220	1,376	1,548
총차입금	678	573	505	505	505
순차입금	442	408	344	176	(9)

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	162	217	282	222	239
당기순이익	102	165	144	180	199
자산상각비	97	98	97	91	85
기타비현금성손익	73	57	17	(26)	(28)
운전자본증감	(74)	(57)	53	(32)	(25)
매출채권감소(증가)	37	(3)	(0)	(21)	(16)
재고자산감소(증가)	(14)	(17)	51	(29)	(23)
매입채무증가(감소)	(3)	6	(11)	19	15
기타	(94)	(43)	13	(1)	(1)
투자현금	(181)	(183)	(113)	(48)	(49)
단기투자자산감소	(93)	(4)	(39)	(1)	(1)
장기투자증권감소	(26)	0	(0)	(0)	(0)
설비투자	29	27	31	16	16
유형자산처분	1	3	0	0	0
무형자산처분	(20)	(16)	(18)	(17)	(17)
재무현금	(37)	(127)	(87)	(6)	(6)
차입금증가	(27)	(106)	(71)	0	0
자본증가	(10)	(21)	(10)	(6)	(6)
배당금지급	6	18	6	6	6
현금 증감	(62)	(92)	85	167	184
기초현금	209	147	55	140	307
기말현금	147	55	140	307	490
Gross Cash flow	275	331	261	253	264
Gross Investment	162	236	21	79	73
Free Cash Flow	112	95	240	174	191

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,332	1,491	1,496	1,597	1,718
증가율(%)	10.7	12.0	0.3	6.8	7.6
매출원가	613	662	679	715	765
매출총이익	719	829	817	882	953
판매 및 일반관리비	560	609	601	643	693
기타영업손익	10	9	(1)	7	8
영업이익	158	221	216	239	260
증가율(%)	26.1	39.6	(2.0)	10.4	8.9
EBITDA	255	319	313	330	345
증가율(%)	18.8	25.2	(2.0)	5.4	4.8
영업외손익	(37)	(27)	(43)	(27)	(27)
이자수익	8	5	5	4	5
이자비용	23	29	25	24	24
지분법손익	(9)	1	(0)	(0)	(0)
기타영업손익	(14)	(4)	(23)	(8)	(8)
세전순이익	121	194	173	211	233
증가율(%)	16.7	60.3	(10.7)	22.1	10.1
법인세비용	19	29	30	31	34
당기순이익	102	165	144	180	199
증가율(%)	24.6	62.8	(13.2)	25.7	10.1
지배주주지분	83	146	125	162	179
증가율(%)	23.5	76.6	(14.7)	30.1	10.1
비지배지분	19	19	19	18	20
EPS(원)	6,463	11,415	9,738	12,671	13,947
증가율(%)	23.5	76.6	(14.7)	30.1	10.1
수정EPS(원)	6,463	11,415	9,738	12,671	13,947
증가율(%)	23.5	76.6	(14.7)	30.1	10.1

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	6,463	11,415	9,738	12,671	13,947
BPS	70,780	76,057	82,277	94,458	107,915
DPS	481	490	490	490	490
밸류에이션(배, %)					
PER	45.2	30.9	24.4	18.8	17.1
PBR	4.1	4.6	2.9	2.5	2.2
EV/ EBITDA	16.1	15.2	10.8	9.8	8.8
배당수익률	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
PCR	13.6	13.6	11.7	12.0	11.5
수익성(%)					
영업이익률	11.9	14.8	14.5	15.0	15.1
EBITDA이익률	19.1	21.4	20.9	20.6	20.1
순이익률	7.6	11.1	9.6	11.3	11.6
ROE	9.9	16.0	12.4	14.3	13.8
ROIC	9.4	13.0	11.8	13.2	14.5
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	43.8	37.1	28.2	12.8	(0.6)
유동비율	102.6	103.7	114.1	146.0	178.0
이자보상배율	7.0	7.7	8.7	10.1	11.0
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
매출채권회전율	6.6	8.3	8.5	8.7	8.5
재고자산회전율	5.2	5.4	5.6	6.1	6.0
매입채무회전율	7.4	7.7	8.5	9.4	9.2

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2024.12.31 기준)

