

한미약품 (128940)

4Q24 Re: 반등을 위한 조건

4Q24 Review: 예상된 실적 부진과 낮아진 눈높이

동사는 4분기 연결기준 매출액 3,516억원(YoY-16.7%, QoQ-2.9%), 영업이익 305억원(YoY-56.6%, OPM8.7%)을 기록, 하향된 당사의 매출액(3,509억원) 및 영업이익(295억원) 추정치에 대체로 부합, 전년동기 대비 다소 아쉬운 실적을 기록했다. 영업 외적으로는 작년 진행된 특별 세무조사 결과가 영업외 비용 및 법인세 비용으로 이어지며 당기손실 17억원, 분기 적자를 기록했다.

각 회사 별 매출은 별도 한미약품 2,805억원(YoY-12.6%), 북경한미 749억원(YoY-27.5%), 한미정밀화학 207억원(YoY-38.6%)으로 모두 두자리수 역성장, 영업이익 역시 별도 한미약품 297억원(YoY-44.5%), 북경한미 42억원(YoY-77.7%), 한미정밀화학 -24억원(적자 전환)을 기록하며 큰 폭으로 하락했다.

중국 내 일시적인 요인에서 기인한 독감 관련 제품의 부진을 감안해도, 대폭 낮아진 북경한미의 영업이익률은 단기적인 업황 회복에 대한 불안요소로 작용하며 북경한미의 고마진이 그동안의 수익성에 기여해온 만큼 연결회사의 실적 역시 빠른 개선을 기대하기는 쉽지 않을 전망이다. 국내에서 로수젯이 높은 성장(YoY+18.4%)을 이어가는 점은 긍정적이나, 이미 질환영역 내 선두 제품으로 자리잡은 상황에서 향후 성장률의 둔화는 피하기 어렵다.

2025 Outlook: 작년의 가이드스 이연

동사가 제시한 25년 매출 성장(double digit) 및 OPM(mid teen) 가이드스는 작년의 목표치와 유사한 수준이다. 하반기 업황 부진과 함께 유의미한 규모의 마일스톤/로열티가 부재했던 24년의 연간 매출액은 전년 대비 flat(YoY+0.3%), 올해는 가이드스 달성을 위해 R&D 성과가 특히 필요한 시점으로 판단된다.

Peer 및 과거 대비 낮아진 멀티플은 부담스럽지 않은 수준이나, 반등을 위해서는 시장의 저평가로 이어진 요인들의 해결이 우선적으로 필요하다는 판단이다. 글로벌 비만치료제 개발에서 효능 및 안전성의 bar는 지속적으로 높아지고 있으며 많은 투자자들이 기대했던 대형 M&A와 기술이전은 쉽게 찾아보기 힘든 상황이다. 6월 ADA 학회에서 공개가 예상되는 HM15275 임상1상 및 HM17321과의 병용용법 임상류 실험결과는 파이프라인의 초기 경쟁력을 가늠할 수 있는 이벤트가 될 전망이나, 글로벌 시장의 시선은 전임상/FIH 단계를 거쳐 다양한 용량/용법으로 장기간 효능 및 안전성을 확인할 수 있는 데이터를 향할 것이다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 350,000원 유지

동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 350,000원을 유지한다. 지난 Preview를 통해 동사의 연간 추정치 및 기업가치 산정에 적용한 타겟 멀티플(FTM EV/EBITDA 12.8x)을 하향 조정한 바 있다. 세무조사는 일회성 이슈로 25년의 추정치에 반영하지 않았으며 향후 파이프라인의 결과 발표에 따라 가치를 추가로 반영할 계획이다. 주가 리레이팅을 위해 R&D 성과 및 내부적인 역량의 정상화가 필요한 시점으로 판단된다.

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	350,000원(유지)
증가(2025.02.04)	238,000원
상승여력	47.1%

Stock Indicator

자본금	31십억원
발행주식수	1,281만주
시가총액	3,049십억원
외국인지분율	16.9%
52주 추가	234,000~350,500원
60일평균거래량	64,132주
60일평균거래대금	18.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-15.9	-29.3	-10.0	-24.3
상대수익률	-17.5	-25.6	-11.7	-20.1

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	1,491	1,496	1,577	1,691
영업이익(십억원)	221	216	226	254
순이익(십억원)	146	142	159	182
EPS(원)	11,415	11,116	12,385	14,244
BPS(원)	76,057	80,979	88,597	98,075
PER(배)	30.9	21.4	19.2	16.7
PBR(배)	4.6	2.9	2.7	2.4
ROE(%)	16.0	14.3	14.6	15.3
배당수익률(%)	0.1	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	14.8	10.9	10.3	9.0

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[제약/바이오]

장민환

2122-9208 minhwan.jang@imfnsec.com

표1. 한미약품 분기별 요약손익계산서(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024	2025E
연결 매출	361.2	342.7	364.6	422.4	403.7	378.1	362.1	351.6	1495.5	1577.2
YoY	12.5%	8.1%	6.6%	20.3%	11.8%	10.3%	-0.7%	-16.7%	0.3%	5.5%
한미약품(별도)	250.7	253.3	272.1	320.9	275.1	281.8	276.8	280.5	1114.2	1181.2
YoY	10.7%	6.4%	8.5%	20.3%	9.7%	11.3%	1.7%	-12.6%	1.6%	6.0%
북경한미	111.0	90.1	93.3	103.3	127.7	98.7	84.3	74.9	385.6	403.9
YoY	17.1%	14.8%	0.3%	22.5%	15.0%	9.5%	-9.6%	-27.5%	-3.0%	4.8%
한미정밀화학	25.9	30.0	21.6	33.6	24.8	34.3	29.1	20.7	108.9	118.6
YoY	9.3%	25.5%	-7.3%	13.5%	-4.2%	14.3%	34.7%	-38.6%	-2.0%	8.9%
매출총이익	207.1	180.2	198.9	243.2	226.5	206.7	198.7	185.2	817.1	863.1
YoY	19.9%	8.6%	5.5%	27.1%	9.4%	14.7%	-0.1%	-23.8%	-1.5%	5.6%
GPM	57.3%	52.6%	54.5%	57.6%	56.1%	54.7%	54.9%	52.7%	54.6%	54.7%
영업이익	59.9	33.2	57.5	70.1	76.7	58.1	51.0	30.5	216.3	226.5
YoY	46.6%	5.0%	22.9%	80.4%	27.9%	75.3%	-11.3%	-56.6%	-2.0%	4.7%
OPM	16.6%	9.7%	15.8%	16.6%	19.0%	15.4%	14.1%	8.7%	14.5%	14.4%
당기순이익	49.7	18.8	60.5	36.4	63.2	47.1	35.0	-1.7	143.6	179.4
YoY	98.3%	-17.3%	93.5%	61.3%	27.2%	151.0%	-42.2%	-104.7%	-13.2%	25.0%
NPM	13.8%	5.5%	16.6%	8.6%	15.7%	12.4%	9.7%	적자	9.6%	11.4%

자료: iM증권 리서치본부

표2. 연결 한미약품 4분기 실적 및 추정치, 컨센서스 비교(십억원)

구분	실적 발표		추정치		컨센서스	
	4Q24	4Q23	4Q24	차이	4Q24	차이
매출액	352	422	351	0.2%	372	-5.5%
영업이익	30.5	70.1	29.5	3.4%	38.7	-21.2%
OPM	8.7%	16.6%	8.4%	0.3%p	10.4%	-1.7%p
당기순이익	-1.7	36	19.1	-	23.5	-
NPM	적자	8.6%	5.4%	-	6.3%	-

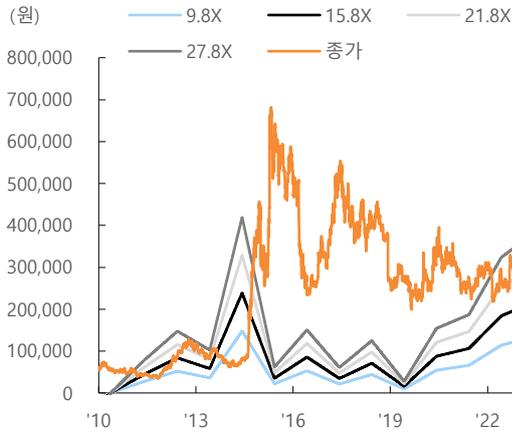
자료: iM증권 리서치본부

표3. 한미약품 valuation table

항목	단위	비고
① 영업가치	3,874	십억원 한미약품 EBITDA (12개월 선행): 3,025억원 Target EV/EBITDA(12개월 선행) multiple: 12.8배
② 신약 파이프라인 가치	684	십억원 DCF
Efinopegdutide (Dual Agonist)	543	십억원 출시시점(30E), MASH 적응증 GLP-1 TAM 70%, peak m/s 10%
Efocipegtrutide (Triple Agonist)	141	십억원 출시시점(31E→32E), MASH 적응증 GLP-1 TAM 70%, peak m/s 3%
③ 순차입금	76	십억원 4Q25 추정치
④ 기업가치 (=①+②-③)	4,482	십억원
⑤ 주식수	12,680	천주 자사주 제외. 1Q25 기준
⑥ 목표주가 (=④÷⑤)	350,000	원 353,456 원

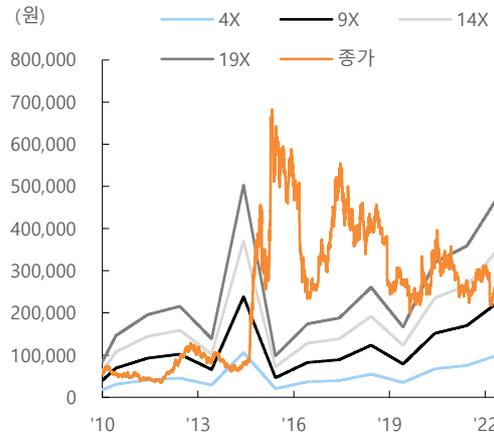
자료: iM증권 리서치본부

그림1. 한미약품 P/E band



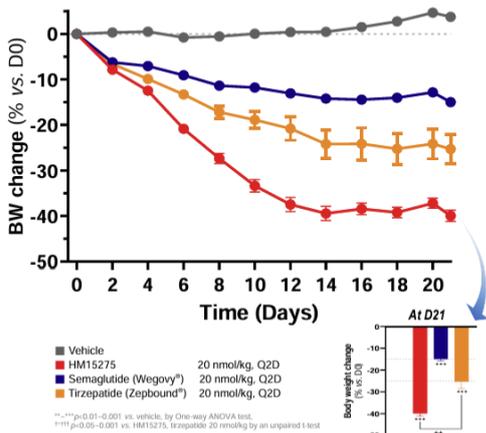
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림2. 한미약품 EV/EBITDA band



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

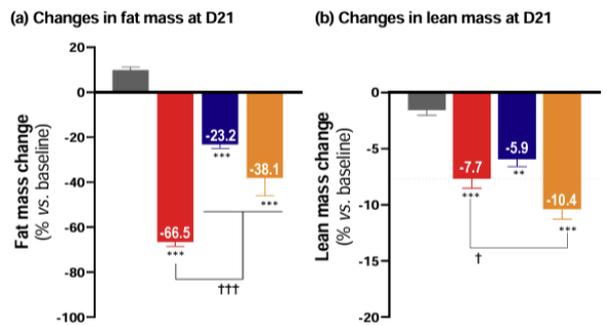
그림3. HM15275의 설치류 전임상 실험 체중감량 효능 결과



자료: 한미약품, ADA, iM증권 리서치본부

그림4. Tirzepatide 대비 높은 체중 감량, 낮은 근손실을 보이는 HM15275

Figure 2. Changes in body composition at the end of treatment

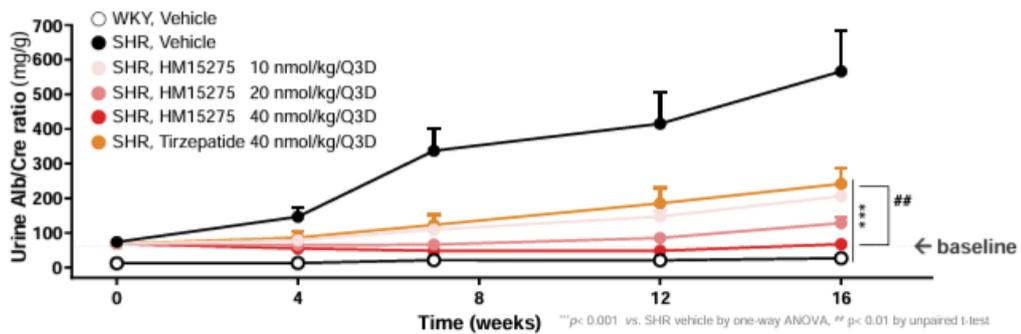


자료: 한미약품, ADA, iM증권 리서치본부

그림5. HM15275의 설치류 전임상 실험 신기능 보호 효능 결과

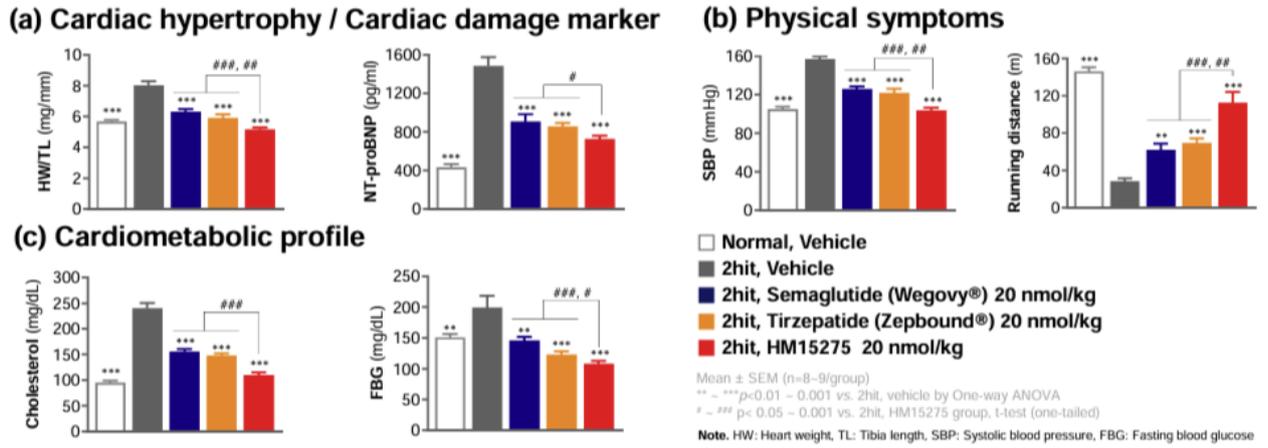
Figure 3. Effect of HM15275 on kidney disease progression (n=6)

(a) Urine ACR over time



자료: 한미약품, ADA, iM 증권 리서치본부

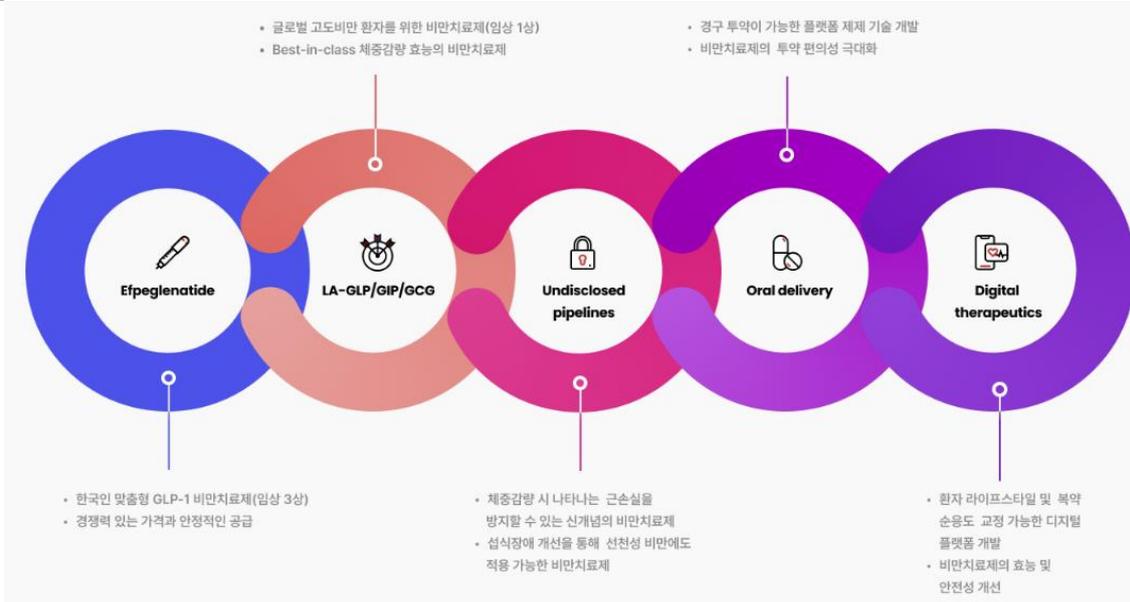
그림6. HM15275의 심부전 동물실험 결과



▶ HM15275 significantly improved cardiac hypertrophy and cardiac damage marker (a), physical symptoms (b), and cardiometabolic profiles (c) more effectively than Sema and TZP in HFpEF mice.

자료: 한미약품, ADA, iM 증권 리서치본부

그림7. H.O.P 프로젝트 개요



자료: 한미약품, iM 증권 리서치본부

그림8. 한미약품 파이프라인 개요

	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상/ Registration	Approved
Obesity/ Metabolism	LAPSGlucagon Combo [에페글루루카온-에페글레나타이드] 비만/대사성질환	LA-GLP/GIP/GCG [HM15275] 비만, 임상 1상 Part B 진입	LAPSGLP/GCG [에피노레그루타이드] 대사이상관련간염(비알콜성 지방간염)	LAPSExd4 Analog [에페글레나타이드] 제2형 당뇨병, 비만	
	LA-UCN2 [HM17321] 비만		LAPSTriple Agonist [에포시페그트루타이드] 대사이상관련간염(비알콜성 지방간염)		
Oncology	SOS1 [HM99462] 고형암	롤론티스(Rolontis) [®] [에볼라페그라스티브] 호중구감소증 (당일투여요법)	pan-RAF 저해제 [벨라라페닙] BRAF변이 및 융합 고형암	pan-HER [포지오티닙] HER2 exon20 변이 NSCLC 2차 치료요법	롤론티스(Rolontis) [®] [에볼라페그라스티브] 호중구 감소증
	sHER2 [HM100714] 비소세포폐암	pan-RAF 저해제 [벨라라페닙] 흑색종 등 고형암	티부메시르논 [FLX475] 위암	오락솔 (Oraxol) [®] [파롤리탁셀-엔서취타] 유방암 등 고형암	
		PD-1/HER2 BsAb [BH2950] 고형암	BTK [포셀티닙] B세포림프종		
		MKI [투스페티닙] 급성골수성 백혈병			
		EZH1/2 저해제 [HM97662] 고형암 및 혈액암			
		PD-L1/4-1BB BsAb [BH3120] 고형암, 키트루다 병용 임상			
		LAPSL-2 Analog [HM16390] 고형암			
Rare Diseases/ Other	LAPSTriple Agonist [에포시페그트루타이드] 특발성 폐섬유증		LAPSGlucagon Analog [에피노레그루타이드] 선천성 고인슐린증		히알루마주 [리알루분산나트륨] 슬관절의 골관절염
		LA-GLA [HM15421] 파브리병	LAPSGLP-2 Analog [소네페글루루타이드] 단장 증후군		
			LAPShGH [에피소마트로핀] 성장호르몬 결핍증		
			루미네이트(Luminate) [®] [ALG-1001] 간성노인성황반변성		

B 북경한미 **□** : 4분기 업데이트

자료: 한미약품, iM 증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

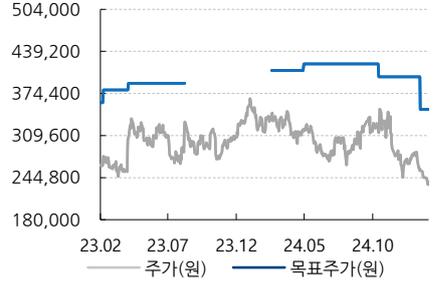
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	731	747	787	902	매출액	1,491	1,496	1,577	1,691
현금 및 현금성자산	55	93	97	184	증가율(%)	12.0	0.3	5.5	7.2
단기금융자산	200	200	200	200	매출원가	662	678	714	763
매출채권	195	195	205	218	매출충이익	829	817	863	928
재고자산	289	268	296	312	판매비와관리비	609	601	637	674
비유동자산	1,168	1,140	1,111	1,084	연구개발비	182	212	221	237
유형자산	833	798	764	736	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	81	90	95	98	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	1,899	1,888	1,897	1,986	영업이익	221	216	226	254
유동부채	705	593	485	428	증가율(%)	39.6	-2.0	4.7	12.2
매입채무	45	45	48	51	영업이익률(%)	14.8	14.5	14.4	15.0
단기차입금	336	236	136	86	이자수익	5	5	5	7
유동성장기부채	145	145	145	145	이자비용	29	24	19	16
비유동부채	94	94	94	94	지분법이익(손실)	-1	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-3	-5	-4	-4
장기차입금	82	82	82	82	세전계속사업이익	194	194	211	243
부채총계	798	687	578	522	법인세비용	29	33	32	36
지배주주지분	955	1,037	1,135	1,256	세전계속이익률(%)	13.0	13.0	13.4	14.4
자본금	31	32	32	32	당기순이익	165	161	179	206
자본잉여금	412	412	412	412	순이익률(%)	11.1	10.8	11.4	12.2
이익잉여금	582	718	870	1,046	지배주주귀속 순이익	146	142	159	182
기타자본항목	-70	-125	-179	-234	기타포괄이익	-55	-55	-55	-55
비지배주주지분	145	163	184	208	총포괄이익	111	106	125	152
자본총계	1,100	1,201	1,319	1,464	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	217	257	218	255	주당지표(원)				
당기순이익	165	161	179	206	EPS	11,415	11,116	12,385	14,244
유형자산감가상각비	86	69	66	62	BPS	76,057	80,979	88,597	98,075
무형자산상각비	12	9	10	14	CFPS	19,100	17,246	18,324	20,212
지분법관련손실(이익)	-1	-	-	-	DPS	500	500	500	500
투자활동 현금흐름	-183	-110	-105	-109	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-25	-34	-32	-34	PER	30.9	21.4	19.2	16.7
무형자산의 처분(취득)	-16	-18	-16	-17	PBR	4.6	2.9	2.7	2.4
금융상품의 증감	26	-	-	-	PCR	18.5	13.8	13.0	11.8
재무활동 현금흐름	-127	-108	-109	-59	EV/EBITDA	14.8	10.9	10.3	9.0
단기금융부채의증감	-68	-100	-100	-50	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-35	-	-	-	ROE	16.0	14.3	14.6	15.3
자본의증감	-	1	-	-	EBITDA이익률	21.4	19.7	19.2	19.5
배당금지급	-18	-6	-6	-6	부채비율	72.6	57.2	43.8	35.6
현금및현금성자산의증감	-92	38	3	87	순부채비율	28.0	14.2	5.1	-4.8
기초현금및현금성자산	147	55	93	97	매출채권회전율(x)	7.8	7.7	7.9	8.0
기말현금및현금성자산	55	93	97	184	재고자산회전율(x)	5.4	5.4	5.6	5.6

자료 : 한미약품, 하이투자증권 리서치본부

한미약품 투자이견 및 목표주가 변동추이

일자	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2023-02-09	Buy	380,000	-30.7%	-20.1%
2023-04-06	Buy	390,000	-22.2%	-14.0%
2023-08-11	NR			
2024-02-20(담당자변경)	Buy	410,000		-15.4%
2024-05-02	Buy	420,000	-28.4%	-19.5%
2024-10-16	Buy	400,000	-27.2%	-12.4%
2025-01-17	Buy	350,000		



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이견]

종목추천 투자등급

종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2024-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.4%	6.9%	0.7%