

한미약품 (128940)

4Q24 Pre: 아쉬운 마무리, 올해 필요한 것

4Q24 Preview: 별도한미/자회사 모두 컨센서스 하회 전망

동사의 4Q24 연결기준 매출액은 3,509억원(YoY-16.9%, QoQ-3.1%), 영업이익 295억원(YoY-57.9%, OPM 8.4%)으로 추정, 컨센서스 매출액 3,852억원 및 영업이익 444억원을 하회하는 실적을 기록할 전망이다. 별도 한미약품 매출액은 2,767억원(YoY-13.8%, QoQ-0.1%)으로 추정, 호흡기 질환의 평년 대비 낮은 유행으로 겨울철 계절성이 희석되며 컨센서스 매출액 2,972을 역시 하회할 전망이다. 계절적인 영향은 진해거담제를 주요 품목으로하는 자회사 북경한미 및 정밀화학의 항생제 API 사업에도 악재로 작용하며 연결 회사의 실적저하로 이어질 전망이다.

아쉬웠던 24년을 돌아보면

동사의 24년 연간 매출은 YoY+0.3%, 영업이익 YoY-2.5%를 기록, 연초 목표치를 크게 하회할 전망이다. 영업이익의 역성장은 1)고마진의 북경한미 매출 비중 하락과 2)R&D 성과의 부재에서 기인한다. 상품 매출이 포함된 별도한미 대비 수익성이 높은 북경한미의 매출이 연결회사에서 차지하는 비중은 21년부터 23년까지 지속적으로 증가하며 수익성에 기여해왔다. 상반기의 호실적이 하반기 아쉬운 실적으로 전환된 요인을 홍수 등 일회성 악재 및 계절성에서만 찾기는 어렵다는 판단이다. 마지막으로 북경한미의 매출이 2분기 연속 YoY-10%이상 하락한 시기는 20년도 팬데믹이다.

별다른 비용 없이 영업이익에 반영되는 R&D 성과 역시 동사의 수익성에 기여해왔다. 동사가 마지막으로 수령한 유의미한 규모의 R&D 수익은 MK-6024의 임상2b상 진입에 따른 마일스톤(197억원, 4Q23)으로, 임상 진행을 고려했을 때, 다음 마일스톤 수령이 가능한 시기는 1H26이 될 전망이다. 결국 새로운 R&D 성과를 통한 수익성 제고가 필요한 시점이다.

25년 Outlook: 비만 임상1상, MK-6024 임상2b상 종료, 경영권분쟁 해소

25년 동사의 기업가치 회복은 1)진행 중인 임상의 경쟁력 있는 결과 도출, 2)경영권 분쟁 해소 및 영업 역량 정상화로 가능할 전망이다. HM-15275의 임상1상은 상반기 마무리, 6월 ADA 학회에서 결과 발표를 기대할 수 있으며 적응증의 특성 상, 1상부터 효능에 대한 정보 파악이 가능하다. 그 외 주목할 파이프라인은 파트너사 Merck에서 진행 중인 MK-6024(임상2b상, 연내 종료) 및 HM15136(선천성 고인슐린증, 상반기 임상2상 종료)이다.

지난 12월 임종윤 사내이사의 4자연합회 지분 매각은 경영권 분쟁 해소의 가능성을 시사한다. 다만, 23년부터 하향된 동사의 평균 FTM 멀티플 회복을 위해서는 분쟁 해소의 명확한 시그널 및 내부 영업 역량의 정상화가 필요할 전망이다.

투자 의견 Buy 유지, 목표주가 350,000원으로 하향

동사에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가를 350,000원으로 하향한다. 1Q25부터 점진적인 영업회복을 전망, 연간 추정치를 소폭 조정하였으며 타겟 멀티플(FTM EV/EBITDA)을 경영권 분쟁 이전 동사의 1Y 평균(12.8x)으로 하향했다. MASH 치료제 시장 변화 및 경쟁 GLP-1 작용제의 개발 현황을 반영하여 파이프라인의 가치를 조정하였다. 상반기 임상1상 결과 발표에 따라 비만치료제의 가치를 향후 추가로 반영할 계획이다. 주가 리레이팅을 위해 주요 파이프라인의 긍정적인 결과 및 경영권 안정화가 필요한 시점으로 판단된다.

Company Brief

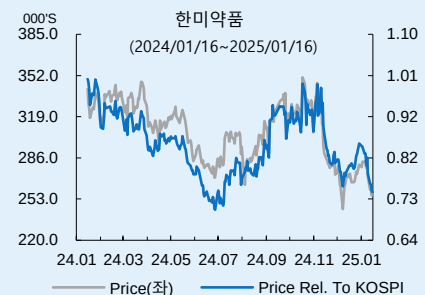
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	350,000원(하향)
증가(2025.01.16)	258,000원
상승여력	35.7%

Stock Indicator	
자본금	31십억원
발행주식수	1,281만주
시가총액	3,305십억원
외국인지분율	17.1%
52주 주가	245,000~350,500원
60일평균거래량	73,051주
60일평균거래대금	22.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.3	-17.8	-13.7	-24.3
상대수익률	-6.9	-14.7	-1.9	-25.5

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	1,491	1,495	1,577	1,685
영업이익(십억원)	221	215	223	248
순이익(십억원)	146	145	156	178
EPS(원)	11,415	11,346	12,202	13,897
BPS(원)	76,057	81,208	88,644	97,774
PER(배)	30.9	22.7	21.1	18.6
PBR(배)	4.6	3.2	2.9	2.6
ROE(%)	16.0	14.6	14.4	14.9
배당수익률(%)	0.1	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	14.8	11.8	11.2	9.9

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[제약/바이오]

장민환

2122-9208 minhwan.jang@imfnsec.com

표1. 한미약품 분기별 요약손익계산서

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E
연결 매출	361.2	342.7	364.6	422.4	403.7	378.1	362.1	350.9	1490.9	1494.8
YoY	12.5%	8.1%	6.6%	20.3%	11.8%	10.3%	-0.7%	-16.9%	12.0%	0.3%
한미약품 (별도)	250.7	253.3	272.1	320.9	275.1	281.8	276.8	276.7	1097.0	1110.3
YoY	10.7%	6.4%	8.5%	20.3%	9.7%	11.3%	1.7%	-13.8%	11.7%	1.2%
북경한미	111.0	90.1	93.3	103.3	127.7	98.7	84.3	74.9	397.7	385.6
YoY	17.1%	14.8%	0.3%	22.5%	15.0%	9.5%	-9.6%	-27.5%	13.4%	-3.1%
한미정밀화학	25.9	30.0	21.6	33.6	24.8	34.3	29.1	20.3	111.1	108.5
YoY	9.3%	25.5%	-7.3%	13.5%	-4.2%	14.3%	34.7%	-39.7%	10.5%	-2.4%
매출총이익	207.1	180.2	198.9	243.2	226.5	206.7	198.7	189.2	829.3	821.0
YoY	19.9%	8.6%	5.5%	27.1%	9.4%	14.7%	-0.1%	-22.2%	15.4%	-1.0%
GPM	57.3%	52.6%	54.5%	57.6%	56.1%	54.7%	54.9%	53.9%	55.6%	54.9%
영업이익	59.9	33.2	57.5	70.1	76.7	58.1	51.0	29.5	220.7	215.3
YoY	46.6%	5.0%	22.9%	80.4%	27.9%	75.3%	-11.3%	-57.9%	39.6%	-2.5%
OPM	16.6%	9.7%	15.8%	16.6%	19.0%	15.4%	14.1%	8.4%	14.8%	14.4%
당기순이익	49.7	18.8	60.5	36.4	63.2	47.1	35.0	19.1	165.4	164.4
YoY	98.3%	-17.3%	93.5%	61.3%	27.2%	151.0%	-42.2%	-47.5%	62.8%	-0.6%
NPM	13.8%	5.5%	16.6%	8.6%	15.7%	12.4%	9.7%	5.4%	11.1%	11.0%

자료: iM증권 리서치본부

표2. 한미약품 추정치 및 Consensus 비교(십억원)

구분	추정치		Consensus		차이		비고
연결영업실적 추정	4Q24	2024E	4Q24	2024E	4Q24	2024E	
매출액	350.9	1,495	385.2	1,614.4	-8.9%	-7.4%	별도한미, 북경한미 추정치 하향
영업이익	29.5	215	44.4	230.4	-33.6%	-6.6%	
OPM	8.4%	14.4%	11.5%p	14.3%	-3.1%p	0.1%p	고정비 부담 증가로 OPM 하락
당기순이익	19.1	164	28.6	170.7	-33.2%	-3.7%	
NPM	5.4%	11.0%	7.4%	10.6%	-2.0%p	0.4%p	

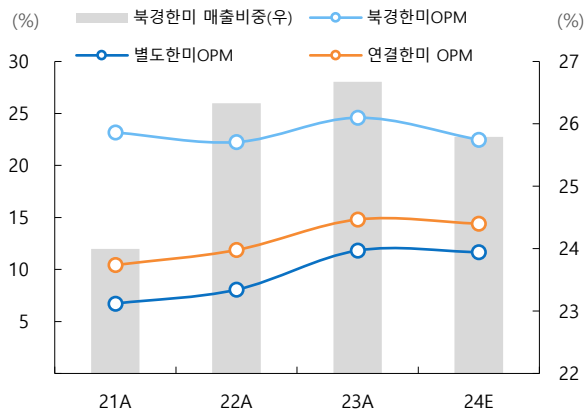
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

표3. 한미약품 valuation table

항목	단위	비고
① 영업가치	3,840	십억원 한미약품 EBITDA (12개월 선행): 3,000억원 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	74	십억원 25.4Q 추정치
④ 기업가치 (=①+②-③)	4,440	십억원
⑤ 주식수	12,691	천주 자사주 제외. 1Q25 기준
⑥ 목표주가 (=④÷⑤)	350,000	원 350,930 원

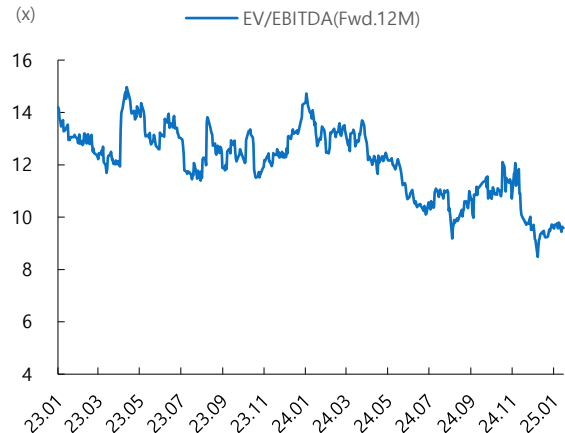
자료: iM증권 리서치본부

그림1. 연결 한미약품 구성회사 OPM 및 북경한미 매출 비중



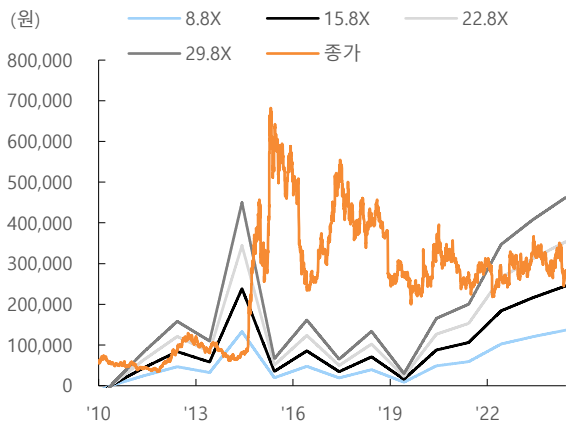
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림2. 한미약품 EV/EBITDA 멀티플 추이(23.01-25.01)



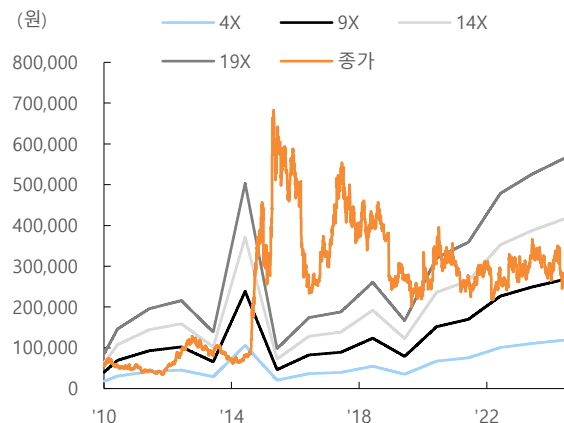
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림3. 한미약품 P/E band



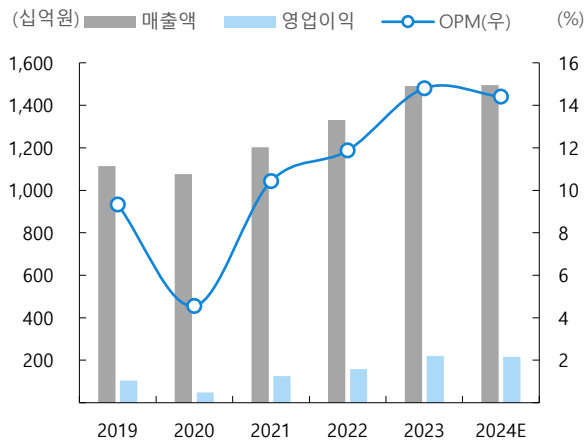
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림4. 한미약품 EV/EBITDA band



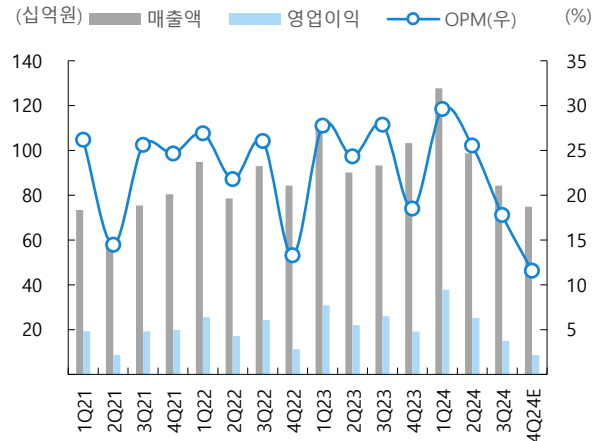
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림5. 연결 한미약품 실적 추이 및 전망



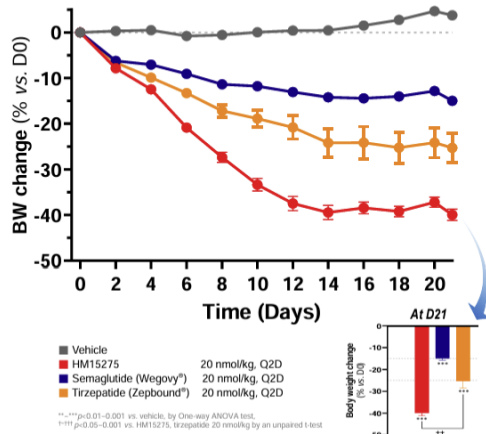
자료: 한미약품, iM증권 리서치본부

그림6. 북경한미 실적 추이 및 전망



자료: 한미약품, iM증권 리서치본부

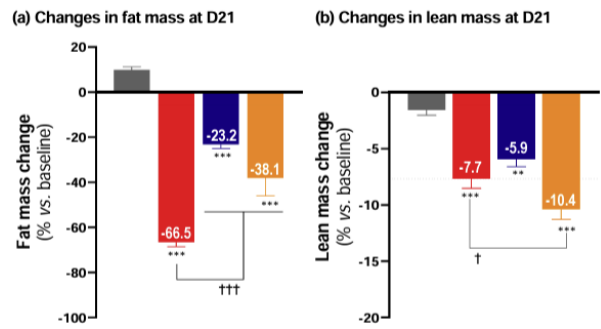
그림7. HM15275의 설치류 전임상 실험 체중감량 효능 결과



자료: 한미약품, ADA, iM증권 리서치본부

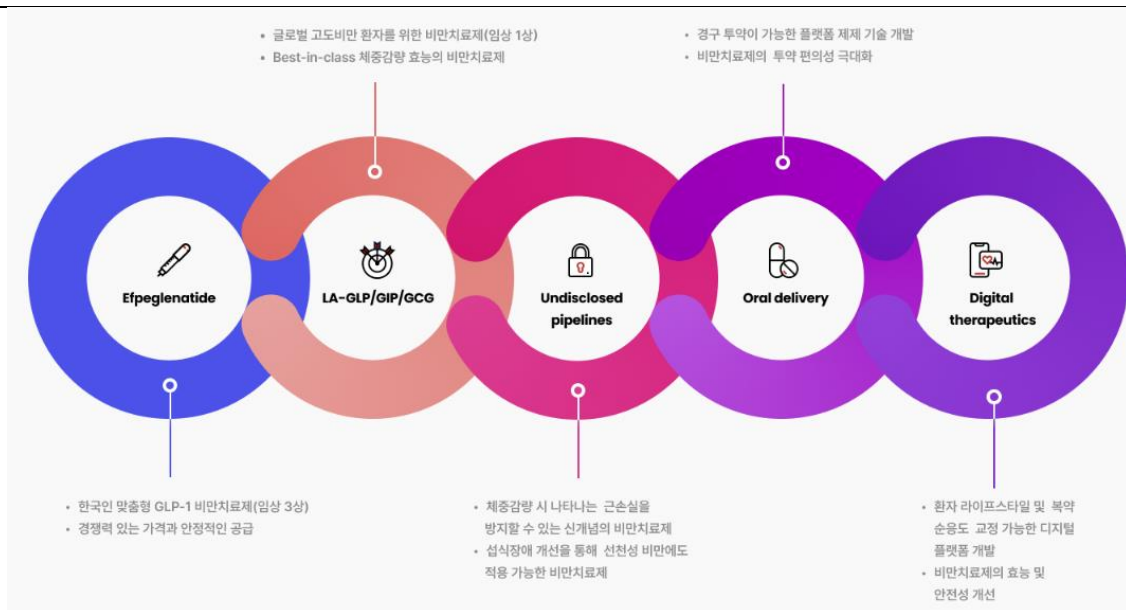
그림8. Tirzepatide 대비 높은 체중 감량, 낮은 근손실을 보이는 HM15275

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



자료: 한미약품, ADA, iM증권 리서치본부

그림9. H.O.P 프로젝트 개요



자료: 한미약품, iM 증권 리서치본부

그림10. 한미약품 파이프라인 개요

	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상/ Registration	Approved
Obesity/ Metabolism	LAPSGlucagon Combo [에페글루카곤+에페글레타이드] 비만/대사성질환	LA-GLP/GIP/GCG [HM15275] 비만, 임상 1상 Part B 진입	LAPSGLP/GCG [에피노페그루타이드] 대사이상관련질환(비알콜성 지방간염)	LAPSExd4 Analog [에페글레타이드] 제2형 당뇨병, 비만	
	LA-UCN2 [HM17321] 비만		LAPSTriple Agonist [에피노페그루타이드] 대사이상관련질환(비알콜성 지방간염)		
Oncology	SOS1 [HM09462] 고형암	롤론티스(Rolontis) [®] [에볼라페그라스티] 호중구감소증 (당일투여요법)	pan-RAF 저해제 [발바라페닙] BRAF변이 및 융합 고형암	pan-HER [보지오티닙] HER2 exon20 변이 NSCLC 2차 치료요법	롤론티스(Rolontis) [®] [에볼라페그라스티] 호중구 감소증
	sHER2 [HM100714] 비스소포페알	pan-RAF 저해제 [발바라페닙] 흑색종 등 고형암	티부메시르논 [FLX475] 위암	오락솔 (Oraxol) [®] [파클리탁셀+엑서튜다] 유방암 등 고형암	
		PD-1/HER2 BsAb [BH2950] 고형암	BTK [포셀티닙] B세포림프종		
		MKI [투스페티닙] 급성골수성 백혈병			
		EZH1/2 저해제 [HM97662] 고형암 및 혈액암			
		PD-L1/4-1B8 BsAb [BH3120] 고형암, '키트루다' 병용 임상			
Rare Diseases/ Other	LAPSTriple Agonist [HM15211] 특발성 폐섬유증		LAPSGlucagon Analog [에페글루카곤] 선천성 고인슐린증		히알루마주 [히알루루산나트륨] 슬관절의 골관절염
		Long-acting GLA [HM15421] 파브리병	LAPSGLP-2 Analog [HM15912] 단장 중후군		
			LAPShGH [에페소마트로핀] 성장호르몬 결핍증		
			루미네이트(Luminate) [®] [ALG-1001] 간성노인성황반변성		

B : 복경한미 : 3분기 업데이트

17

자료: 한미약품, iM증권 리서치본부

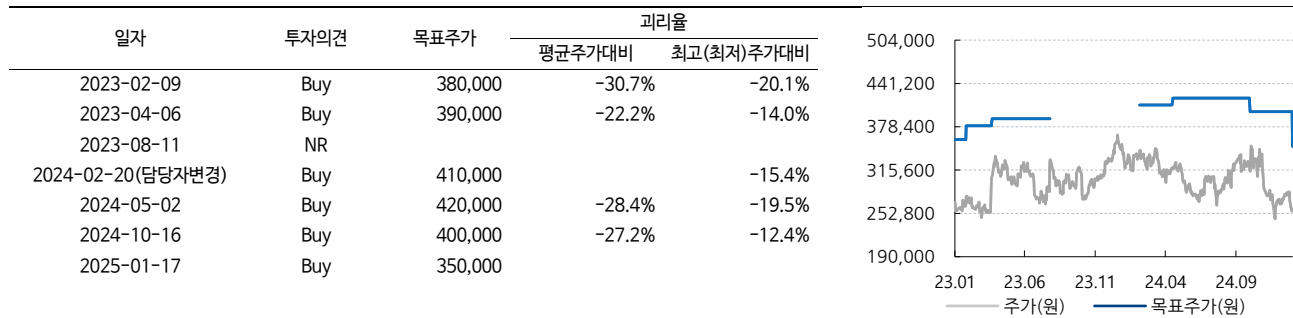
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	731	746	781	890	매출액	1,491	1,495	1,577	1,685
현금 및 현금성자산	55	99	98	183	증가율(%)	12.0	0.3	5.5	6.9
단기금융자산	200	200	200	200	매출원가	662	674	709	756
매출채권	195	195	205	218	매출총이익	829	821	868	929
재고자산	289	261	289	301	판매비와관리비	609	606	644	681
비유동자산	1,168	1,145	1,117	1,092	연구개발비	182	211	220	236
유형자산	833	799	768	741	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	81	93	98	100	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	1,899	1,891	1,898	1,982	영업이익	221	215	223	248
유동부채	705	593	485	428	증가율(%)	39.6	-2.5	3.7	11.1
매입채무	45	45	48	51	영업이익률(%)	14.8	14.4	14.2	14.7
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	193	208	237
부채총계	798	687	578	522	법인세비용	29	29	31	36
자배주주지분	955	1,040	1,136	1,253	세전계속이익률(%)	13.0	12.9	13.2	14.1
자본금	31	32	32	32	당기순이익	165	164	177	201
자본잉여금	412	412	412	412	순이익률(%)	11.1	11.0	11.2	11.9
이익잉여금	582	721	871	1,043	자배주주귀속 순이익	146	145	156	178
기타자본항목	-70	-125	-179	-234	기타포괄이익	-55	-55	-55	-55
비자배주주지분	145	164	184	208	총포괄이익	111	110	122	147
자본총계	1,100	1,204	1,320	1,460	자배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	217	267	216	255	주당지표 (원)				
당기순이익	165	164	177	201	EPS	11,415	11,346	12,202	13,897
유형자산감가상각비	86	69	66	63	BPS	76,057	81,208	88,644	97,774
무형자산감각비	12	9	11	15	CFPS	19,100	17,475	18,180	19,926
지분법관련손실(이익)	-1	-	-	-	DPS	500	500	500	500
투자활동 현금흐름	-183	-114	-107	-111	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-25	-35	-34	-37	PER	30.9	22.7	21.1	18.6
무형자산의 처분(취득)	-16	-22	-16	-17	PBR	4.6	3.2	2.9	2.6
금융상품의 증감	26	-	-	-	PCR	18.5	14.8	14.2	12.9
재무활동 현금흐름	-127	-108	-109	-59	EV/EBITDA	14.8	11.8	11.2	9.9
단기금융부채의증감	-68	-100	-100	-50	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-35	-	-	-	ROE	16.0	14.6	14.4	14.9
자본의증감	-	1	-	-	EBITDA0이익률	21.4	19.7	19.0	19.3
배당금지급	-18	-6	-6	-6	부채비율	72.6	57.0	43.8	35.7
현금및현금성자산의증감	-92	44	-1	85	순부채비율	28.0	13.6	4.9	-4.8
기초현금및현금성자산	147	55	99	98	매출채권회전율(x)	7.8	7.7	7.9	8.0
기말현금및현금성자산	55	99	98	183	재고자산회전율(x)	5.4	5.4	5.7	5.7

자료 : 한미약품, iM증권 리서치본부

한미약품 투자이전 및 목표주가 변동추이



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.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 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%