2025. 2. 5

▲ 제약/바이오
Analyst 김준영
02. 6454-4877
junyoung.kim@meritz.co.kr

한미약품 128940

4Q24 Review: ADA 2025 가 터닝포인트

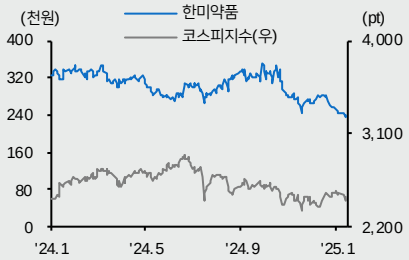
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 35만원 하향
- ✓ 4Q24 연결 기준 매출액 3,516억원(YoY -16.8%, QoQ -2.9%), 영업이익 305억원(YoY -56.5%, QoQ -40.2%)으로 컨센서스 하회
- ✓ 세무 조사로 인한 비용 증가로 인해 당기순이익 적자 기록
- ✓ ADA 2025에서 발표 예상되는 LA-TRIA 글로벌 비만 임상 1상 결과 주목할 필요

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12 개월)	350,000 원
현재주가 (2.4)	238,000 원
상승여력	47.1%
KOSPI	2,481.69pt
시가총액	30,490억원
발행주식수	1,281만주
유동주식비율	48.41%
외국인비중	16.87%
52주 최고/최저가	350,500원/234,000원
평균거래대금	186.3억원
주요주주(%)	
한미사이언스 외 4 인	50.57
국민연금공단	10.57

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

주가그래프



4Q24 Review

한미약품의 4Q24 연결 기준 매출액 3,516억원(YoY -16.8%, QoQ -2.9%), 영업이익 305억원(YoY -56.5%, QoQ -40.2%)으로 컨센서스를 각각 5.1%, 21.2% 하회하였다. 로수젯은 4Q24 매출액 567억원(YoY +18.4%), 2024년 매출액 2,103억원(YoY +17.6%)을 달성하며 단일 제품으로 연간 2,000억원을 돌파하였으나 전년 동기 대비 마일스톤 부재와 늦은 독감 유행으로 인한 호흡기 질환 치료제 API(원료의약품)와 제품 매출이 감소하며 4Q24 별도 매출액은 2,805억원(YoY -12.6%)을 달성했다. 더불어 세무조사에 따른 기타 비용과 법인세 증가로 인해 연결 기준 4Q24 당기순이익은 20억원 적자를 기록했다.

투자의견 Buy, 적정주가 35만원 하향

25년 비만 임상 모멘텀이 존재하기에 투자의견은 Buy를 유지하나 실적 추정치를 하향 조정하며 적정주가를 35만원으로 하향한다. 글로벌 비만 임상 1상 진행 중인 LA-TRIA 임상 연구 결과는 ADA 2025에서 발표될 것으로 예상한다. Eli Lilly의 삼중효능제 Retatrutide가 긍정적인 체중 감량 효과에도 불구하고 부정맥 등 부작용을 보인 가운데 LA-TRIA의 체중 감량 효과와 부작용 결과를 모니터링할 필요가 있다. LA-UCN2와 LA-TRIA 병용 영장류 안전성 결과 또한 ADA 2025에서 발표될 것으로 전망한다. DIO 마우스 모델에서 근감소가 아닌 오히려 근육을 증가시키는 결과를 보여주며 기대를 모으고 있는 가운데 위장관 부작용 감소 또한 병용을 통해 달성 가능할 지 지켜볼 필요가 있다. 임종윤 한미사이언스 사내이사 보유 지분 5% 매각에 따라 경영권 분쟁 해결 가능성이 높아지는 상황 속 긍정적인 임상 결과 모멘텀을 바탕으로 주가 상승 여지는 남아있다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	1,331.6	158.1	82.8	6,463	24.6	68,056	45.2	4.3	16.7	9.9	90.7
2023	1,490.9	220.7	146.2	11,415	62.8	74,580	30.9	4.7	15.3	16.0	72.6
2024E	1,495.5	216.1	117.7	9,185	-18.1	85,132	30.5	3.3	13.0	11.5	56.9
2025E	1,593.0	224.8	145.4	11,349	21.0	101,993	21.0	2.3	10.4	12.1	45.0
2026E	1,714.2	243.3	167.0	13,034	14.8	120,538	18.3	2.0	9.3	11.7	35.3

표1 한미약품(연결) 4Q24 Review

(십억원)	4Q24P	4Q23	(% YoY, %p)	3Q24	(% QoQ, %p)	컨센서스	(% diff. %p)	당사 예상치	(% diff. %p)
매출액	**351.6**	**422.4**	**(16.8)**	**362.1**	**(2.9)**	**372.1**	**(5.5)**	**353.0**	**(0.4)**
영업이익	**30.5**	**70.1**	**(56.5)**	**51.0**	**(40.2)**	**38.7**	**(21.2)**	**30.9**	**(1.3)**
OPM (%)	8.7	16.6	(7.9)	14.1	(5.4)	10.4	(1.7)	8.8	(0.1)
당기순이익	**(0.2)**	**36.4**	**적전**	**35.0**	**적전**	**23.5**	**(100.7)**	**19.9**	**(100.9)**

자료: 한미약품, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표2 한미약품(연결) 분기 및 연간 실적 추정

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	**403.7**	**378.1**	**362.1**	**351.6**	**404.7**	**398.9**	**384.6**	**404.9**	**1,495.5**	**1,593.0**	**1,714.2**
% YoY	11.8	10.3	(0.7)	(16.8)	0.2	5.5	6.2	15.1	0.3	6.5	7.6
한미약품	**275.0**	**281.8**	**276.8**	**280.5**	**284.2**	**287.7**	**281.9**	**299.2**	**1,114.1**	**1,153.0**	**1,251.3**
북경한미유한공사	**127.7**	**98.7**	**84.3**	**74.9**	**120.7**	**112.5**	**102.9**	**106.9**	**385.6**	**443.0**	**465.8**
한미정밀화학	**24.8**	**34.3**	**29.1**	**20.7**	**27.5**	**38.1**	**32.3**	**23.0**	**108.9**	**120.9**	**135.4**
연결조정	**23.8**	**36.7**	**28.1**	**24.5**	**27.7**	**39.3**	**32.5**	**24.2**	**113.1**	**123.8**	**138.3**
매출총이익	226.5	206.7	198.6	185.2	220.5	215.4	207.7	222.7	817.0	866.3	942.8
GPM (%)	56.1	54.7	54.9	52.7	54.5	54.0	54.0	55.0	54.6	54.4	55.0
영업이익	**76.7**	**58.1**	**51.0**	**30.5**	**57.2**	**58.7**	**55.7**	**53.2**	**216.2**	**224.8**	**243.3**
% YoY	27.9	75.3	(11.4)	(56.5)	(25.4)	1.0	9.2	74.5	(2.0)	3.9	8.2
OPM (%)	19.0	15.4	14.1	8.7	14.1	14.7	14.5	13.1	14.5	14.1	14.2
당기순이익	**63.2**	**47.1**	**35.0**	**(0.2)**	**42.3**	**42.8**	**40.0**	**38.9**	**145.1**	**164.0**	**183.3**
% YoY	27.2	151.0	(42.2)	적전	(33.1)	(9.0)	14.3	흑전	(12.3)	13.0	11.8
NPM (%)	15.7	12.4	9.7	(0.0)	10.4	10.7	10.4	9.6	9.7	10.3	10.7

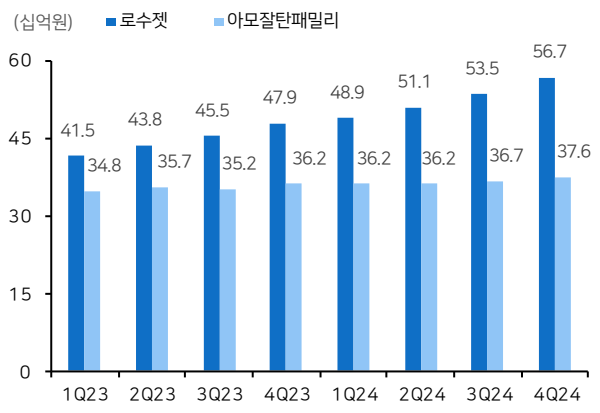
자료: 한미약품, 메리츠증권 리서치센터

표3 한미약품 적정주가 산출

(십억원)		비고
영업 가치 (A)	**3,861.8**	국내 상위 제약사 12mth forward EV/EBITDA 12.3배에서 10% 할인 적용
신약 가치 (B)	**647.0**	DCF valuation
1) NASH dual agonist	354.5	기존 신약 가치 대비 8.1% 상향
2) NASH triple agonist	292.5	기존 신약 가치 대비 25.6% 하향
순차입금 (C)	169.6	2025년 말 기준
주주가치 (D=A+B-C)	**4,339.2**	
주식수 (E)	12,680천주	유통주식수 기준
적정주가 (F=D/E)	**350,000원**	

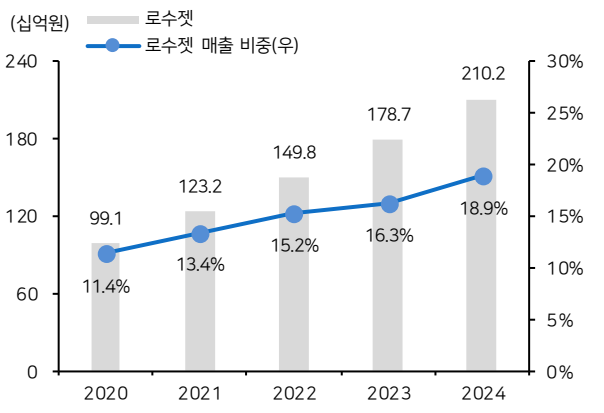
자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 로수젯, 아모잘탄 분기별 매출액



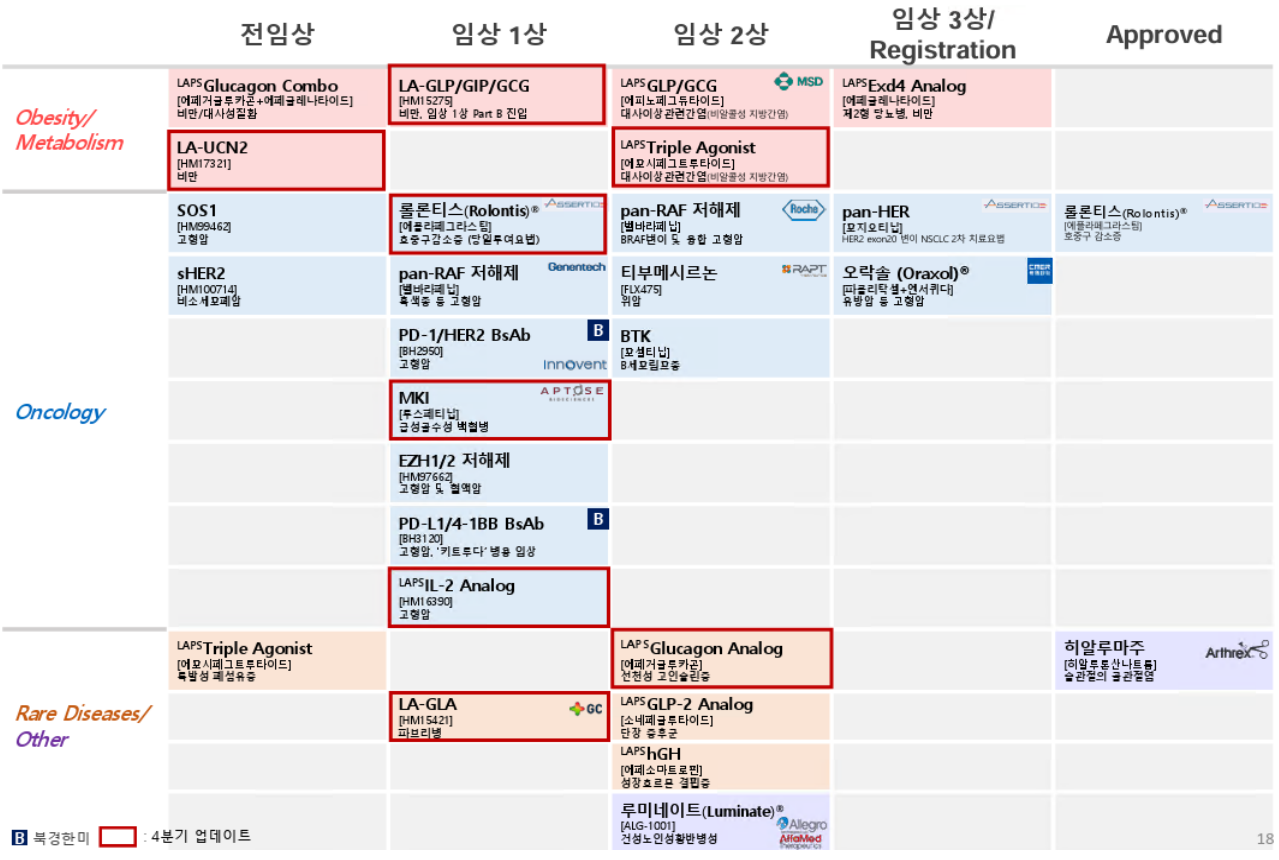
자료: 한미약품, 메리츠증권 리서치센터

그림2 로수젯 매출 비중 추이



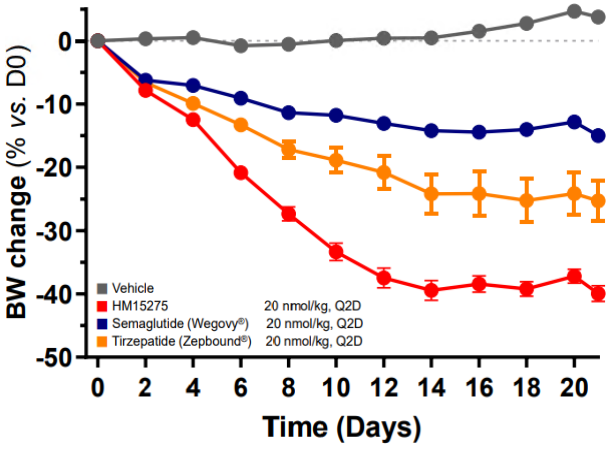
자료: 한미약품, 메리츠증권 리서치센터

그림3 한미약품 R&D 파이프라인



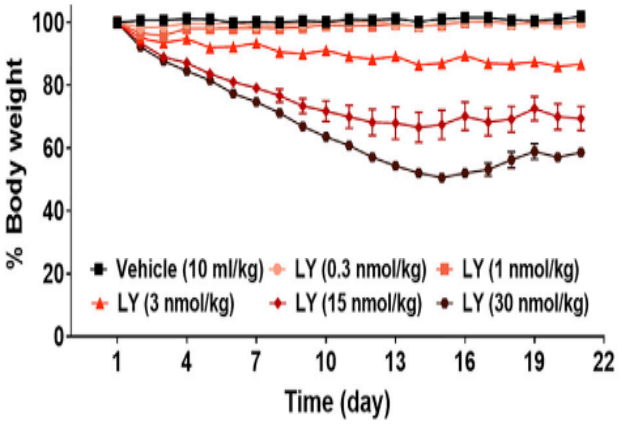
자료: 한미약품, 메리츠증권 리서치센터

그림4 LA-트리아 DIO(비만 유도) mice 체중 감량 효과



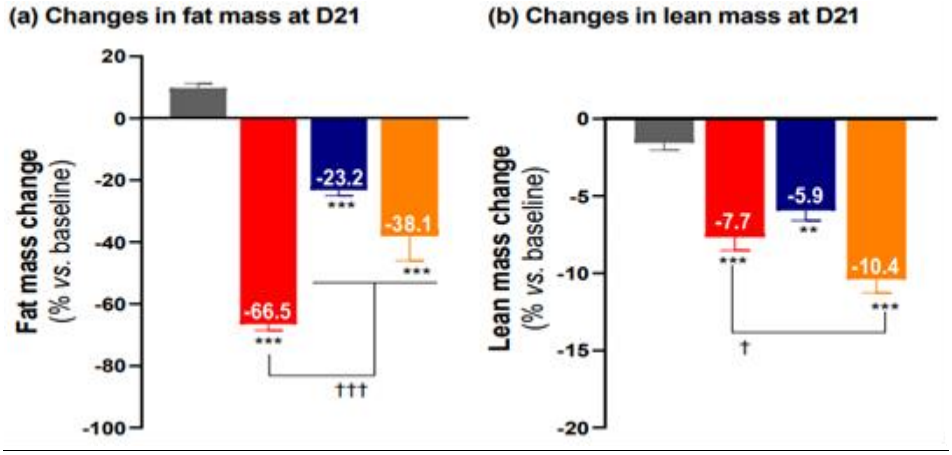
자료: ADA 2024, 메리츠증권 리서치센터

그림5 Retatrutide DIO(비만 유도) mice 체중 감량 효과



자료: Tamer Coskun, et al. 2022, 메리츠증권 리서치센터

그림6 LA-트리아 DIO(비만 유도) mice 체성분 변화 결과



자료: ADA 2024, 메리츠증권 리서치센터

표4 Novo Nordisk, Eli Lilly, 한미약품 파이프라인 DIO(비만 유도) mice 체중 감량 효과 비교

회사	약물	기전	용량(nmol/kg)	용법	최대 용량 체중 감량 효과	Reference
Eli Lilly	Retatrutide	GLP-1/GIP/GCG agonist (삼중)	30	QD	41.4%	Cell Metabolism 2022
한미약품	LA-트리아(HM15275)	GLP-1/GIP/GCG agonist (삼중)	20	Q2D	39.9%	ADA 2024
Novo Nordisk	Semaglutide	GLP-1 agonist (단독)	20	Q2D	15.0%	ADA 2024
Eli Lilly	Tirzepatide	GLP-1/GIP agonist (이중)	20	Q2D	25.3%	ADA 2024

주: QD(1일 1회), Q2D(2일 1회)
자료: Tamer Coskun, et al. 2022, ADA 2024, 메리츠증권 리서치센터

한미약품 (128940)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	**1,331.6**	**1,490.9**	**1,495.5**	**1,593.0**	**1,714.2**
매출액증가율(%)	10.7	12.0	0.3	6.5	7.6
매출원가	613.0	661.6	678.5	726.7	771.4
매출총이익	718.6	829.3	817.0	866.3	942.8
판매관리비	560.5	608.6	600.9	641.6	699.6
영업이익	**158.1**	**220.7**	**216.1**	**224.8**	**243.3**
영업이익률(%)	11.9	14.8	14.5	14.1	14.2
금융손익	-15.5	-22.2	-17.1	-16.0	-10.5
종속/관계기업손익	-8.5	-1.3	-0.0	-0.0	-0.0
기타영업외손익	-13.0	-3.2	-7.1	-11.2	-5.9
세전계속사업이익	121.0	194.0	192.0	197.5	226.9
법인세비용	19.5	28.6	56.5	33.6	38.6
당기순이익	**101.6**	**165.4**	**135.5**	**164.0**	**188.3**
지배주주지분 순이익	82.8	146.2	117.7	145.4	167.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	**162.3**	**216.5**	**179.7**	**220.8**	**245.0**
당기순이익(손실)	101.6	165.4	135.5	164.0	188.3
유형자산상각비	84.4	86.0	85.9	88.4	90.2
무형자산상각비	12.5	12.4	12.1	14.3	16.1
운전자본의 증감	-73.7	-57.4	-66.7	-45.8	-49.7
투자활동 현금흐름	**-181.4**	**-183.5**	**-108.7**	**-71.5**	**-60.0**
유형자산의증가(CAPEX)	-29.3	-27.4	-33.1	-24.0	-24.0
투자자산의감소(증가)	-27.3	25.8	-107.7	-21.7	-10.1
재무활동 현금흐름	**-36.9**	**-126.8**	**-101.3**	**-65.1**	**-73.3**
차입금의 증감	-78.0	-105.5	-82.9	-55.7	-63.9
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-61.9	-92.4	-28.7	84.2	111.7
기초현금	209.2	147.3	55.0	26.3	110.4
기말현금	147.3	55.0	26.3	110.4	222.1

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	694.2	730.6	716.8	861.6	1,035.5
현금및현금성자산	147.3	55.0	26.3	110.4	222.1
매출채권	178.4	168.1	222.9	255.7	287.8
재고자산	266.2	288.8	298.5	323.1	349.7
비유동자산	1,230.4	1,168.0	1,252.3	1,299.4	1,331.1
유형자산	887.6	833.2	805.2	820.8	834.6
무형자산	84.6	81.1	91.2	104.9	116.8
투자자산	71.7	44.6	152.3	174.0	184.1
자산총계	**1,924.6**	**1,898.7**	**1,969.1**	**2,161.0**	**2,366.6**
유동부채	676.8	704.8	616.2	589.7	548.1
매입채무	39.7	45.2	37.6	43.3	46.0
단기차입금	369.1	336.1	365.1	333.1	301.1
유동성장기부채	80.4	145.4	28.8	20.8	0.8
비유동부채	238.6	93.7	97.6	81.5	69.7
사채	74.9	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	142.4	82.0	86.5	70.5	58.5
부채총계	**915.4**	**798.5**	**713.8**	**671.1**	**617.8**
자본금	30.8	31.4	32.0	32.0	32.0
자본잉여금	412.6	412.0	411.3	411.3	411.3
기타포괄이익누계액	13.2	-29.9	0.3	80.3	160.3
이익잉여금	452.3	582.0	690.3	826.3	983.9
비지배주주지분	137.4	144.8	164.7	183.2	204.6
자본총계	**1,009.2**	**1,100.2**	**1,255.3**	**1,489.9**	**1,748.8**

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	103,938	116,376	116,735	124,348	133,808
EPS(지배주주)	6,463	11,415	9,185	11,349	13,034
CFPS	21,438	25,861	24,552	24,682	26,831
EBITDAPS	19,900	24,912	24,516	25,556	27,289
BPS	68,056	74,580	85,132	101,993	120,538
DPS	481	490	740	740	740
배당수익률(%)	0.2	0.1	0.3	0.3	0.3
Valuation(Multiple)					
PER	45.2	30.9	30.5	21.0	18.3
PCR	13.6	13.6	11.4	9.6	8.9
PSR	2.8	3.0	2.4	1.9	1.8
PBR	4.3	4.7	3.3	2.3	2.0
EBITDA(십억원)	254.9	319.2	314.1	327.4	349.6
EV/EBITDA	16.7	15.3	13.0	10.4	9.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.9	16.0	11.5	12.1	11.7
EBITDA 이익률	19.1	21.4	21.0	20.6	20.4
부채비율	90.7	72.6	56.9	45.0	35.3
금융비용부담률	1.7	1.9	1.7	1.4	1.1
이자보상배율(x)	7.0	7.7	8.7	10.4	12.9
매출채권회전율(x)	6.7	8.6	7.6	6.7	6.3
재고자산회전율(x)	5.2	5.4	5.1	5.1	5.1

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023 년 8 월 4 일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

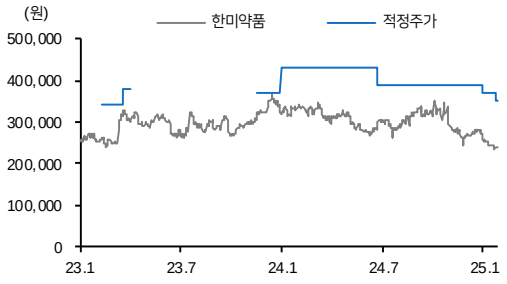
투자의견 비율

투자의견	비율
매수	85.3%
중립	14.8%
매도	0.0%

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

한미약품 (128940) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)* 평균	괴리율(%)* 최고(최저)
2023.03.06	Indepth	Buy	343,396	박송이	-22.5	-6.6
2023.04.13	기업브리프	Buy	382,641	박송이	-19.7	-14.0
2023.05.23				Univ Out		
2023.12.06	산업분석	Buy	372,830	김준영	-10.0	-1.7
2024.01.19	기업브리프	Buy	430,000	김준영	-27.2	-19.3
2024.07.10	기업브리프	Buy	390,000	김준영	-23.2	-10.1
2025.01.14	기업브리프	Buy	370,000	김준영	-32.4	-29.6
2025.02.05	기업브리프	Buy	350,000	김준영	-	-

주가 및 적정주가 변동추이