

한미약품 (128940)

이희영

heeyoung.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

420,000

유지

현재주가

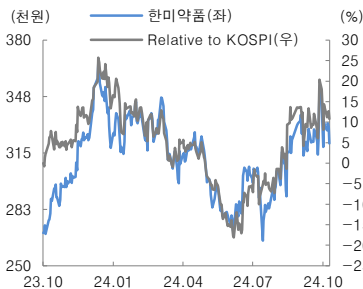
320,500

(24.10.31)

제약업종

KOSPI	2556.15
시가총액	4,106삼억원
시가총액비중	0.19%
자본금(보통주)	32삼억원
52주 최고/최저	366,500원 / 264,500원
120일 평균거래대금	186억원
외국인지분율	18.37%
주요주주	한미사이언스 외 4 인 50.57% 국민연금공단 10.04%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.3	10.9	1.3	15.8
상대수익률	1.1	20.2	6.6	3.2



실적은 컨센서스 부합, R&D 기대감 솔솔

- 3Q24 연결 매출 3,621억원(-0.7%yoy), 영업이익 510억원(-11.4%yoy)
- 일회성 요인으로 3분기 실적 다소 부진하나, 4분기는 회복 기대
- 11/2-6일 Obesity week, 차세대 비만치료제 전임상 결과 발표 예정

투자의견 매수, 목표주가 420,000원 유지

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 영업가치는 25년 EBITDA에 국내 상위 제약사 평균 12개월 Fwd EV/EBITDA 멀티플 30% 할인한 14배 적용하여 추정. 경영권 분쟁에 따른 거버넌스 이슈 및 굵직한 R&D 모멘텀 부재로 주가 부진하였으나, 11월 Obesity week를 시작으로 다수의 임상 결과 발표가 기대되어 투자의견 매수, 목표주가 420,000원을 유지함

R&D 타임라인: 1) 11/2-6 obesity week, 신규 비만 파이프라인 LA-UCN2 전임상 결과 및 LA-Triple 전임상 추가 결과 발표, 2) LA-Triple, 25년 4월 비만 임상 1상 종료, 3) 머크에 기술이전한 Dual Agonist, 간기능 장애 임상 1상(1Q25 종료), 투약 간격 2주 1회로 변경 임상 2a상(4Q25 종료), 간경화 환자 대상 임상 2a상(2Q25 종료), MASH 임상 2b상(25년 12월 종료)

3Q24 Review: 일회성 요인으로 3분기 실적 부진하나, 4분기는 회복 기대

연결 매출 3,621억원(-0.7% yoy), 영업이익 510억원(-11.4% yoy), OPM 14.1%로 연결 매출 실적 컨센서스 및 당사 추정치 상회. 북경한미 실적 부진 및 연휴철 영업일수 감소로 전년 동기 대비 다소 부진한 실적 기록. 다만 이는 일회성 요인에 의한 것으로 4분기 회복 예상.

별도 매출 2,768억원(+1.7% yoy), 영업이익 313억원(-3.8% yoy), OPM 11.3%. 의료파업 장기화와 국내 연휴철 영업일수 감소로 전년 동기 대비 제한적인 성장세 기록. 영업이익은 임상 파이프라인 확대에 의한 연구개발비 증가로 부진.

북경한미 매출 843억원(-9.6% yoy), 영업이익 150억원(-42.3% yoy), OPM 17.8%. 중국 내 전국적인 홍수 피해로 의약품 유통망에 차질이 생겨 OTC 약국향 매출 비중이 높은 마미아이, 이탄진이 각각 -35%, -25% 감소. ETC 비중이 높은 리똥, 메똥, 이창안은 병원 코드인이 지속 확장되어 10% 이상씩 성장. 자연재해에 의한 일회성 요인으로 4분기에는 회복될 가능성이 높음.

한미정밀화학 매출 291억원(+34.7% yoy), 영업이익 32억원(흑전), OPM 10.9%. 이익률이 높은 CDMO 비중이 증가하여 흑자 지속. 꾸준한 수주 증가 및 원가 절감 지속으로 흑자 기조는 지속될 예정.

(단위: 삼억원 %)

구분	3Q23	2Q24	3Q24			4Q24				
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	365	378	405	362	-0.7	-4.2	376	451	6.8	24.6
영업이익	58	58	65	51	-11.4	-12.2	52	66	-5.3	30.1
순이익	55	40	42	35	-42.3	-25.7	30	35	0.6	14.6

자료: 한미약품, FnGuide, 대신증권 Research Center

표 1. 한미약품 목표주가 산출

(단위: 억원)

2	기업가치	비고
한미약품 영업가치 (A)	48,649	
25년 EBITDA	3,402	
Target EV/EBITDA	14	국내 Peer 그룹 12개월 Fwd EV/EBITDA 평균값에 30% 할인 적용(가버너스 이슈 관련 할인)
비영업가치 (B)	6,356	
신약가치 (에피노페그듀타이드)	5,397	GLP-1/GCG, MASH 2b 상 진입
보유 지분가치	960	장부가액 기준
순차입금 (C)	1,409	
총 기업가치 (A+B-C)	53,596	
발행주식수 (천주)	12,811	
적정주가 (원)	418,360	
목표주가 (원)	420,000	
현재주가 (원)	304,000	
상승여력 (%)	38%	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 국내 상위 제약사 Peer 그룹 비교

(단위: 십억원, 배)

	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		P/S	
		FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2
유한양행	11,823	59.0	51.5	4.8	4.4	53.5	45.4	5.4	5.0
한미약품	4,234	22.2	20.1	3.3	2.8	11.4	10.1	2.5	2.3
녹십자	1,900	44.2	27.4	1.4	1.3	16.3	14.1	1.0	1.0
종근당	1,374	14.1	13.6	1.4	1.3	7.0	6.4	0.8	0.8
HK 이노엔	1,316	16.1	13.3	1.0	1.0	10.5	9.0	1.3	1.2

자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

표 3. 한미약품 분기별 매출 및 연간 매출 추정

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E	2025E
연결 매출액	361.2	342.7	364.6	422.4	403.7	378.1	362.1	451.1	1490.9	1595.0	1708.2
yoy (%)	12.5%	8.1%	6.6%	20.3%	11.8%	10.3%	-0.7%	6.8%	12.0%	7.0%	7.1%
한미약품 별도	250.7	253.3	272.1	320.9	275.1	281.8	276.8	335.1	1097.0	1168.7	1259.4
yoy (%)	10.7%	6.4%	8.5%	20.3%	9.7%	11.3%	1.7%	4.4%	11.7%	6.5%	7.8%
북경한미	111.0	90.1	93.3	103.3	127.7	98.7	84.3	111.9	397.7	422.6	443.7
yoy (%)	17.1%	14.8%	0.3%	22.5%	15.0%	9.5%	-9.6%	8.3%	13.4%	6.3%	5.0%
한미정밀화학	25.9	30.0	21.6	33.6	24.8	34.3	29.1	37.7	111.1	125.9	141.3
yoy (%)	9.3%	25.5%	-7.3%	13.5%	-4.2%	14.3%	34.7%	12.2%	10.5%	13.3%	12.2%
연결조정	-26.4	-30.6	-22.4	-35.5	-23.9	-28.1	-28.0	-33.6	-114.9	-122.2	-136.2
매출총이익	207.1	180.2	198.9	243.2	226.5	206.6	198.7	246.5	829.3	878.4	932.7
GPM (%)	57.3%	52.6%	54.5%	57.6%	56.1%	54.6%	54.9%	54.6%	55.6%	55.1%	54.6%
yoy (%)	19.9%	8.6%	5.5%	27.1%	9.4%	14.7%	-0.1%	1.4%	15.4%	5.9%	6.2%
연결 영업이익	59.9	33.2	57.5	70.1	76.7	58.1	51.0	66.4	220.7	252.1	260.9
OPM (%)	16.6%	9.7%	15.8%	16.6%	19.0%	15.4%	14.1%	14.7%	14.8%	15.8%	15.3%
yoy (%)	46.6%	5.0%	22.9%	80.4%	27.9%	75.3%	-11.3%	-5.3%	39.6%	14.2%	3.5%
한미약품 별도	31.0	12.5	32.6	53.6	39.5	32.2	31.3	40.1	129.6	143.1	153.2
OPM (%)	12.4%	4.9%	12.0%	16.7%	14.4%	11.4%	11.3%	12.0%	11.8%	12.2%	12.2%
yoy (%)	83.2%	-8.5%	40.7%	111.2%	27.6%	157.0%	-3.8%	-25.1%	63.9%	10.4%	7.0%
북경한미	30.8	21.9	26.0	26.0	37.8	25.2	15.0	27.1	104.7	105.1	110.7
OPM (%)	27.7%	24.3%	27.9%	25.2%	29.6%	25.5%	17.8%	24.3%	26.3%	24.9%	25.0%
yoy (%)	20.8%	28.1%	7.4%	132.1%	22.7%	15.1%	-42.3%	4.4%	34.2%	0.4%	5.3%
한미정밀화학	-3.4	-0.5	-1.5	1.6	-1.7	1.8	3.2	1.5	-3.8	4.8	1.0
OPM (%)	-13.1%	-1.7%	-6.9%	4.8%	-6.9%	5.2%	10.9%	4.0%	-3.4%	3.8%	0.7%
yoy (%)	-780%	-125%	-70.0%	23.1%	-50.0%	흑전	흑전	흑전	216.7%	-	-80.0%
연결조정	-1.5	0.8	-0.5	-11.1	1.0	-1.1	1.5	-2.4	-12.3	-0.9	-4.0

자료: 한미약품, 대신증권 Research Center

그림 1. 한미약품 R&D 파이프라인 현황

	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상/ Registration	Approved
Obesity/ Metabolism	LAP [®] Glucagon Combo [메렐카글루카곤+에페글레나타이드] 비만/대사성질환	LA-GLP/GIP/GCG [HM1521] 비만 임상 1상 Part B 진집	LAP [®] GLP/GCG [메렐노르글루카이드] [대사이상관련간염,비알콜성 지방간염]	LAP [®] Exd4 Analog [메렐글레나타이드] [제2형 당뇨병, 비만]	
	LA-UCN2 [HM17321] 비만		LAP [®] Triple Agonist [메로시메그루카이드] [대사이상관련간염,비알콜성 지방간염]		
Oncology	SOS1 [HM99462] 고형암	롤론티스(Rolontis) [®] [메올라레그라스틴] [호중구감소증 (장염부여요법)]	pan-RAF 저해제 [멜라라레닌] [BRAF 변이 및 융합 고형암]	pan-HER [포지오티닙] [HER2 overex] 변이 NSCLC 2차 치료요법	롤론티스(Rolontis) [®] [메올라레그라스틴] [호중구 감소증]
	sHER2 [HM100714] 비소세포폐암	pan-RAF 저해제 [멜라라레닌] [흑색종 중 고형암]	티부메시론 [FLX475] 위암	오락솔 (Oraxol) [®] [파클리탁셀+엔서퀴다] [유방암 중 고형암]	
		PD-1/HER2 BsAb [BH2950] 고형암	BTK [포셀티닙] [B세포림프종]		
		MKI [투스케티닙] [급성골수성 백혈병]			
		EZH1/2 저해제 [HM97662] 고형암 및 혈액암			
		PD-1/4-1BB BsAb [B9120] 고형암, 키트루다 병용 임상			
		LAP [®] IL-2 Analog [HM16390] 고형암			
Rare Diseases/ Other	LAP [®] Triple Agonist [HM1521] 복합성 폐암유증		LAP [®] Glucagon Analog [메렐카글루카이드] [신장성 근연축]		히알루마주 [히알루로산나트륨] [중간형의 골관절염]
		Long-acting GLA [HM15421] 파브라병	LAP [®] GLP-2 Analog [HM15912] 단장 중증군		
			LAP [®] hGH [메테소마트로핀] [성장호르몬 결핍증]		
			루미네이트(Luminate) [®] [ALG-1001] 간성노연성황반병성		

B : 복경한미 □ : 3분기 업데이트

17

자료: 한미약품, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

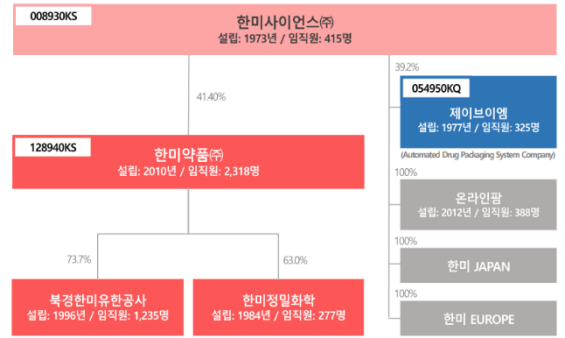
- 1973년 설립, 2010년 KOSPI 상장, 의약품 제조 및 판매 사업 영위
- 전문의약품(ETC)의 안정적인 매출 성장을 바탕으로 암, 비만/당뇨, 희귀질환 영역 혁신 신약 개발중
- 신약 파이프라인 비만/당뇨/NASH 5개, 항암제 13개, 희귀질환 6개
- 주요 제품으로 고지혈증치료제(로수젯), 고혈압치료제(오모질탄) 등
- 원료의약품 제조 및 판매업을 영위하는 한미정밀화학 및 의약품 제조 및 판매업 영위 업체 북경한미약품유한공사를 주요 자회사로 보유
- 설립자 임성기, 박재현 대표이사

주가 변동요인

- (+) 실적 개선, 신약개발 임상 진전 및 기술수출 계약 체결
- (-) 실적 악화, 임상 중단 및 실패, R&D 비용 증가로 인한 수익성 악화

자료: 한미약품, 대신증권 Research Center

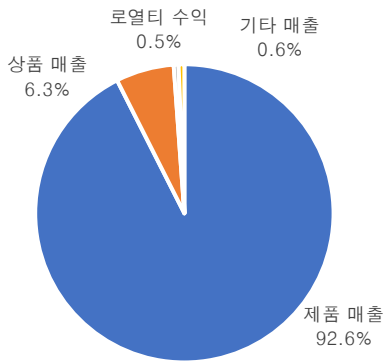
한미약품 지배구조



자료: 한미약품, 대신증권 Research Center

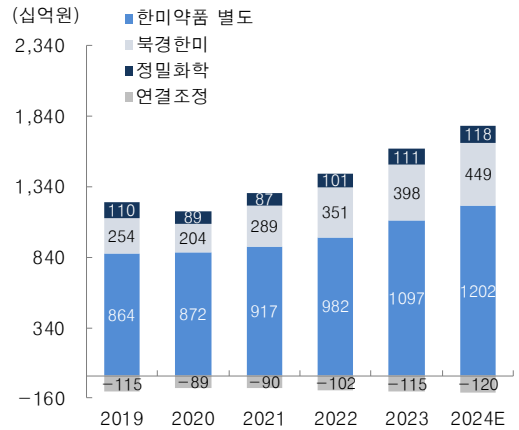
Earnings Driver

1Q24 한미약품 연결 매출 구성



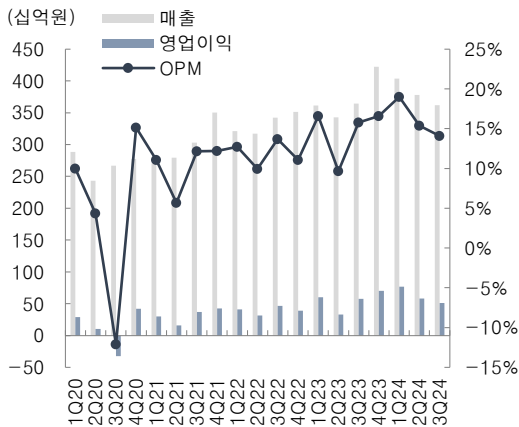
자료: 한미약품, 대신증권 Research Center

부문별 매출 비중 추이 (연간)



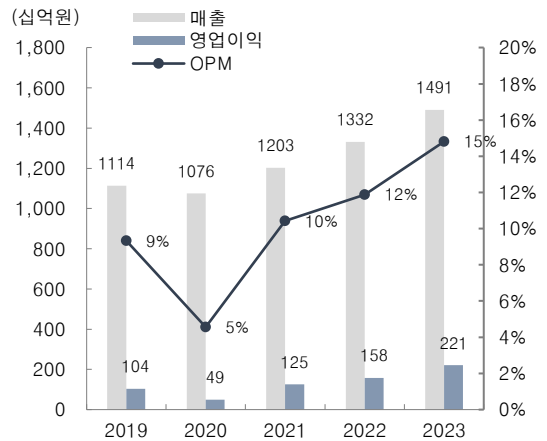
자료: 한미약품, 대신증권 Research Center

분기별 매출, 영업이익, 영업이익률



자료: 한미약품, 대신증권 Research Center

연간 매출, 영업이익, 영업이익률



자료: 한미약품, 대신증권 Research Center

재무제표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,332	1,491	1,595	1,708	1,818
매출원가	613	662	717	775	817
매출총이익	719	829	878	933	1,002
판매비와관리비	560	609	626	672	711
영업이익	158	221	252	261	291
영업외수익	11.9	14.8	15.8	15.3	16.0
EBITDA	255	319	334	340	369
영업외손익	-37	-27	-26	-25	-26
관계기업손익	-9	-1	-1	-1	-1
금융수익	8	7	8	8	8
외환판별이익	7	8	7	7	7
금융비용	-23	-29	-24	-22	-21
외환판별손실	0	0	0	0	0
기타	-13	-3	-9	-10	-12
법인세비용차감전순이익	121	194	226	235	265
법인세비용	-19	-29	-36	-37	-42
계속사업순이익	102	165	190	198	223
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	102	165	190	198	223
당기순이익	7.6	11.1	11.9	11.6	12.3
비재계분순이익	19	19	30	30	32
재계분순이익	83	146	160	168	191
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	-5	-1	-1	-1
포괄순이익	95	111	181	188	213
비재계분포괄이익	16	18	30	31	35
재계분포괄이익	79	93	151	158	178

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	6,463	11,415	12,496	13,089	14,911
PER	45.2	30.9	25.6	24.5	21.5
BPS	68,056	74,580	86,569	99,100	113,452
PBR	4.3	4.7	3.7	3.2	2.8
EBITDAPS	19,900	24,912	26,085	26,555	28,783
EV/EBITDA	16.7	15.3	13.2	12.5	11.1
SPS	103,938	116,376	124,506	133,339	141,937
PSR	2.8	3.0	2.6	2.4	2.3
CFPS	21,438	25,861	26,443	26,803	28,909
DPS	481	490	490	490	490

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증감률	10.7	12.0	7.0	7.1	6.4
영업이익 증감률	26.1	39.6	14.2	3.5	11.5
순이익 증감률	24.6	62.8	15.1	4.0	12.5
수익성					
ROIC	9.5	14.2	16.3	16.9	18.7
ROA	8.2	11.5	12.8	12.2	12.6
ROE	9.9	16.0	15.5	14.1	14.0
안정성					
부채비율	90.7	72.6	60.6	51.3	43.5
순차입금비율	43.8	28.9	11.0	-2.0	-12.9
이자보상비율	7.0	7.7	11.2	12.7	15.1

자료: 한미약품, 대신증권 Research Center

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	694	731	930	1,105	1,295
현금및현금성자산	147	55	182	301	433
매출채권 및 기타채권	180	177	205	220	235
재고자산	266	289	320	342	364
기타유동자산	101	210	223	242	263
비유동자산	1,230	1,168	1,121	1,107	1,106
유형자산	888	833	789	776	773
관계기업투자	28	2	1	0	-2
기타비유동자산	314	333	331	332	335
자산총계	1,925	1,899	2,051	2,212	2,401
유동부채	677	705	715	726	738
매입채무 및 기타채무	197	189	193	196	199
차입금	369	336	303	270	237
유동상채무	80	145	180	215	250
기타유동부채	30	34	39	45	51
비유동부채	239	94	59	24	20
차입금	217	82	47	12	10
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	21	12	12	12	12
부채총계	915	798	774	750	727
자본부분	872	955	1,109	1,270	1,453
자본금	31	31	32	32	32
자본잉여금	413	412	412	412	412
이익잉여금	452	582	736	897	1,082
기타자본변동	-24	-70	-71	-72	-73
비재계분	137	145	168	192	220
재계분	1,009	1,100	1,277	1,462	1,674
순차입금	442	318	141	-29	-216

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	162	217	228	217	232
당기순이익	102	165	190	198	223
비현금형식의 기입	173	166	148	145	148
감가상각비	97	98	82	79	78
외환손익	3	1	-2	-2	-2
자본법정이익	9	1	1	1	1
기타	65	65	67	67	70
자산부채의 증감	-74	-57	-58	-74	-82
기타현금흐름	-39	-57	-53	-53	-56
투자활동 현금흐름	-181	-183	-48	-80	-93
투자자산	-119	-139	0	0	-1
유형자산	-28	-25	-27	-57	-67
기타	-35	-20	-20	-23	-25
재무활동 현금흐름	-37	-127	-41	-42	-42
단기차입금	113	-33	-33	-33	-33
사채	-100	-35	-35	-35	-35
장기차입금	7	0	0	0	0
유상증자	0	0	1	0	0
현금배당	-6	-18	-6	-6	-6
기타	-51	-41	33	33	33
현금의 증감	-62	-92	127	118	132
기초 현금	209	147	55	182	301
기말 현금	147	55	182	301	433
NOPLAT	133	188	212	219	245
FCF	180	243	264	239	253

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이희영)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한미약품(128940) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	24.11.02	24.07.15	24.06.01	24.05.06	23.12.02	23.12.01
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	420,000	420,000	420,000	420,000	420,000	420,000
과다율(평균%)		(26.14)	(32.20)	(22.57)	(21.90)	
과다율(최대/최소%)		(16.55)	(27.02)	(12.74)	(12.74)	

제시일자	투자의견	목표주가	과다율(평균%)	과다율(최대/최소%)
제시일자	투자의견	목표주가	과다율(평균%)	과다율(최대/최소%)
제시일자	투자의견	목표주가	과다율(평균%)	과다율(최대/최소%)
제시일자	투자의견	목표주가	과다율(평균%)	과다율(최대/최소%)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20241030)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.2%	6.8%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상