

한미약품 128940

4Q24Pre: 경영권 분쟁으로 인한 일시적 부진

4Q24 Preview. 경영권 분쟁으로 인한 일시적 부진

한미약품 4Q24 연결기준 매출액 및 영업이익은 각 3,436억원(-18.7% YoY) 및 307억원(-56.2% YoY, OPM 8.9%)를 기록하며 컨센서스 및 당사 추정치를 대폭 하회할 것으로 전망한다. 별도 기준 매출액 약 2,779억원(-13.4% YoY), 영업이익 약 268억원(-50.0% YoY, OPM 9.6%)로 로수젯 및 아모잘탄 등의 주요 품목의 매출은 견조하나 작년 동기 대비 마일스톤이 부재하여 기저효과로 작용하였으며 경영권 분쟁으로 인한 경영 불안정 등의 요인이 존재하였다.

북경한미는 매출액 약 733억원(-29.0% YoY), 영업이익 50억원(-74.0% YoY, OPM 6.8%)로 작년 동기 대비 큰 폭 감소하였다. 12월 한미약품 주주총회 당시 한미약품이 공개한 의안설명자료에 따르면 북경한미의 유통을 담당하는 룬메이캉이 북경한미에 지불할 장기미회수채권 미납금이 증가하였고 그 결과 실적 악화로 직결되었다고 밝혔다. 해당 이슈를 해결하지 않을 시 북경한미의 리스크를 해소할 수 없다고 밝혀 12월까지 해당 이슈는 지속되었을 수 있다.

2025년은 회복의 해

2H24년 한미약품의 실적은 부진을 면치 못하였다. 그러나 최근 임종윤 이사가 보유 지분 5%를 4인연합 측에 매도하는 등 경영권 갈등의 봉합 기류가 마련되고 있다. 한미약품은 경영권 분쟁 종식 이후 전문경영인 체제 전환 및 경영 정상화에 총력을 기울일 예정이다. 최근 유행하고 있는 독감 등 우호적인 대외환경을 바탕으로 실적은 '25년부터 구조적인 회복세에 진입할 것으로 전망한다.

투자의견 매수, 목표주가 380,000원으로 하향

한미약품에 대하여 목표주가는 약 14% 하향한 380,000원으로 제시하며 긍정적인 투자의견을 유지한다. '25년은 점진적인 실적 회복이 진행될 예정이며 한미약품의 R&D 모멘텀은 여전히 유효하다. 비만치료제 HM15275 임상 1상 결과를 올 6월 ADA 학회에서 발표될 예정이며 선천성고인슐린혈증 치료제 HM15136이 올해 상반기, MASH 치료제 dual agonist가 올해 12월 임상 종료될 예정이다. 한미약품의 R&D 개발 저력에 다시금 주목하자.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,203	1,332	1,491	1,487	1,530
영업이익	125	158	221	216	204
영업이익률(%)	10.4	11.9	14.8	14.6	13.3
세전이익	104	121	194	192	176
지배주주지분순이익	67	83	146	155	141
EPS(원)	5,232	6,510	11,499	12,421	11,346
증감률(%)	460.4	24.4	76.6	8.0	-8.7
ROE(%)	8.7	9.9	16.0	14.9	11.8
PER(배)	50.8	44.9	30.7	22.9	25.0
PBR(배)	4.0	4.1	4.6	3.2	2.8
EV/EBITDA(배)	18.1	15.9	15.2	12.8	13.0

자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

김민정 제약·바이오

02-709-2656

kim.min_jeong@ds-sec.co.kr

강태호 RA

02-709-2666

kth@ds-sec.co.kr

2025.01.10

매수(유지)

목표주가(하향)	380,000원
현재주가(01/09)	284,000원
상승여력	33.8%

Stock Data

KOSPI	2,521.9pt
시가총액(보통주)	3,638십억원
발행주식수	12,811천주
액면가	2,500원
자본금	31십억원
60일 평균거래량	80천주
60일 평균거래대금	24,862백만원
외국인 지분율	16.9%
52주 최고가	376,500원
52주 최저가	243,500원
주요주주	
한미사이언스(외 5인)	50.6%
국민연금공단(외 1인)	10.5%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	15.9	9.1
3M	-11.7	-8.9
6M	0.2	12.2

주가차트

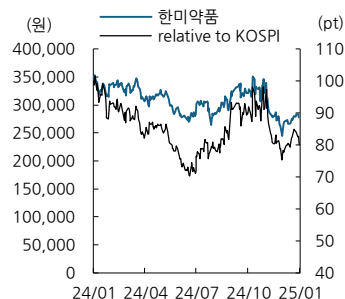


표1 4Q24 한미약품 실적 전망

(십억원)	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	차이	4Q23	YoY	3Q24	QoQ
매출액	343.6	444.3	-22.7%	440.2	-21.9%	422.4	-18.7%	362.1	-5.1%
영업이익	30.7	59.6	-48.4%	65.7	-53.2%	70.1	-56.2%	51.0	-39.7%
당기순이익	18.6	41.8	-55.4%	39.9	-53.3%	36.4	-48.8%	35.0	-46.7%
OPM (%)	8.9%	13.4%		14.9%		16.6%		14.1%	
NPM (%)	5.4%	9.4%		9.1%		8.6%		9.7%	

자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 한미약품 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2023	2024F	2025F
연결매출	361.2	342.7	364.6	422.4	403.7	378.1	362.1	343.6	1,490.9	1,487.5	1,530.4
YoY	12.5%	8.1%	6.6%	20.3%	11.8%	10.3%	-0.7%	-18.7%	12.0%	-0.2%	2.9%
별도매출	250.7	253.3	272.1	320.9	275.1	281.8	276.8	277.9	1,097.0	1,111.5	1,183.2
YoY	10.7%	6.4%	8.5%	20.3%	9.7%	11.3%	1.7%	-13.4%	11.7%	1.3%	6.5%
북경한미	111.0	90.1	93.3	103.3	127.7	98.7	84.3	73.3	397.7	384.0	355.0
YoY	17.1%	14.8%	0.3%	22.5%	15.0%	9.5%	-9.6%	-29.0%	13.4%	-3.4%	-7.6%
한미정밀화학	25.9	30.0	21.6	33.6	24.8	34.3	29.1	23.4	111.1	111.6	114.3
YoY	9.3%	25.5%	-7.3%	13.5%	-4.2%	14.3%	34.7%	-30.5%	0.4%	2.4%	0.0%
연결조정	-26.4	-30.6	-22.4	-35.5	-23.9	-36.7	-28.1	-31.0	10.5%	0.4%	2.4%
매출총이익	207.1	180.2	198.9	243.2	226.5	206.7	198.6	185.5	829.3	817.2	827.6
GPM	57.3%	52.6%	54.5%	57.6%	56.1%	54.7%	54.9%	54.0%	30.6%	30.6%	30.6%
YoY	19.9%	8.6%	5.5%	27.1%	9.4%	14.7%	-0.1%	-23.7%	12.5%	12.3%	0.0%
영업이익	59.9	33.2	57.5	70.1	76.7	58.1	51.0	30.7	220.7	216.5	204.1
OPM	16.6%	9.7%	15.8%	16.6%	19.0%	15.4%	14.1%	8.9%	14.8%	14.6%	13.3%
YoY	46.6%	5.0%	22.9%	80.4%	27.9%	75.3%	-11.4%	-56.2%	39.6%	-1.9%	-5.7%
당기순이익	49.7	18.8	60.5	36.4	63.2	47.1	35.0	18.6	165.4	163.9	149.7
NPM	13.8%	5.5%	16.6%	8.6%	15.7%	12.4%	9.7%	5.4%	11.1%	11.0%	9.8%
YoY	98.3%	-17.3%	93.5%	61.3%	27.2%	151.0%	-42.2%	-48.8%	62.8%	-0.9%	-8.6%

자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 한미약품 Valuation Table

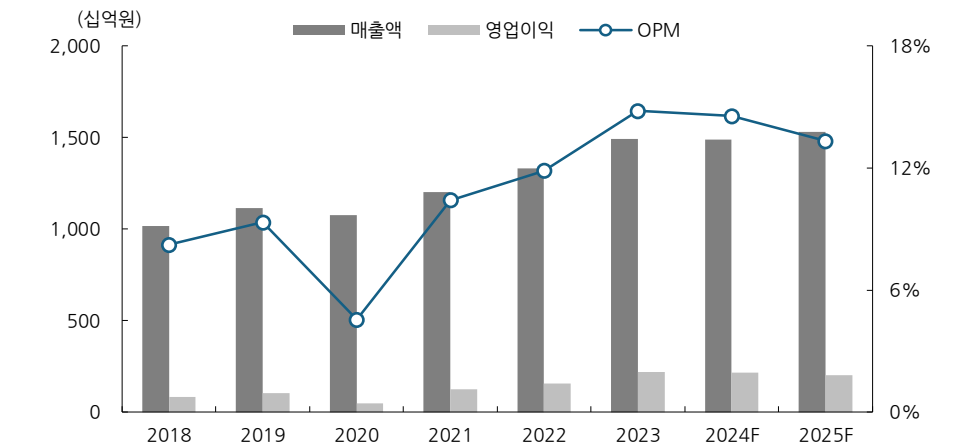
단위: 십억원, 배, 천주, 원

항목	비고
① 영업가치	3,904
'25F EBITDA	282.9 연결기준
Target EV/EBITDA	13.8 국내 전통제약사 2023Y 12Fw. EV/EBITDA
② 파이프라인 가치	816.6
Efeglenatide	145.8 Success rate 72.3%, WACC 9.9%
Dual	301.5 Success rate 25.0%, WACC 9.9%
Triple	369.3 Success rate 25.0%, WACC 9.9%
③ 순차입금	46
④ 기업가치 (=①+②-③)	4,674
⑤ 주식수	12,442 자사주 120,463주 제외
적정 주가 (=④/⑤)	375,710 =380,000원

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

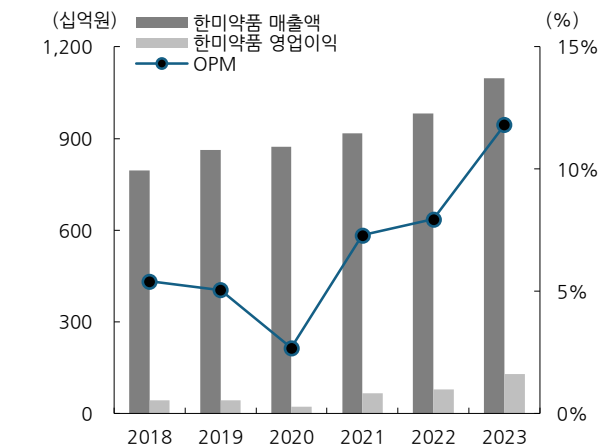
주: 3Q23 Spectrum Pharmaceuticals가 Assertio Holdings로 인수합병되어 지분대체 발생함. 해당 지분가치 크지 않아 Valuation 산정에
서 제외함

그림1 한미약품 연결 실적 추이 및 전망



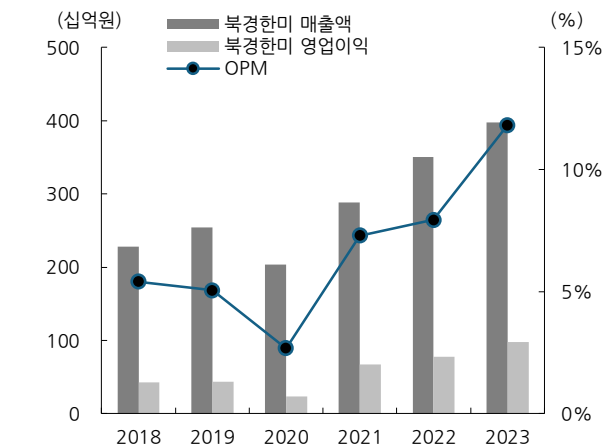
자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터 추정

그림2 한미약품 별도 매출 및 영업이익 추이



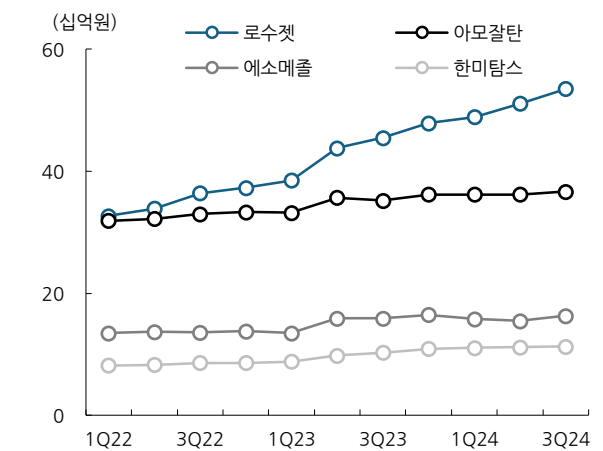
자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터

그림3 북경한미 매출 및 영업이익 추이



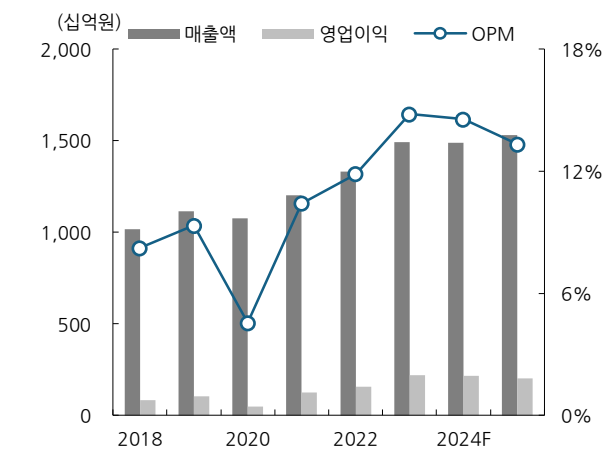
자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터

그림4 주요품목 매출 추이



자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터

그림5 한미약품 연결 실적 추이 및 전망



자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터

그림6 한미약품 주주총회 설명 자료

A 핵심 자회사인 북경한미의 판매 정상화 기회를 놓치게 됩니다.

- 1) '24년 하반기 북경한미의 매출 부진은 형제측이 실소유자인 알엠케이(RMK)의 판매 부진에 기인한 것입니다.
- 알엠케이(RMK)는 북경한미로의 장기미회수채권 미납금이 증가하면서, 북경한미 더 나아가 한미약품의 경영에 큰 리스크가 되고 있습니다.
- 이를 막기 위해, 북경한미 동사장(현 한미약품 대표)은 판매정상화를 위해 다각도로 노력중에 있습니다.
- 2) 만약 형제측이 한미약품 경영권을 확보하면, 알엠케이 이슈를 해결하지 않을 뿐만 아니라 다른 이해관계 리스크를 해소하지 못할 수 있습니다.
- 3) 현재 한미약품 대표이사(북경한미 동사장)에게, 합리적이고 투명한 북경한미로 거듭나는 기회와 시간을 보장해야 합니다.

2024 한미약품 임시주주총회 설명자료

32

자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터

그림7 임종윤 이사 특정증권거래계획

다. 거래계획

(1) 거래목적

거래목적
<ul style="list-style-type: none"> - 재무구조개선 - 상속세 납부 재원 마련 - 주식 담보 계약 해제

(2) 거래수량 및 거래금액

거래개시일 (결제일)	거래종료일 (결제일)	거래기간	거래방법	특정증권등의 종류	특정증권등의 수(주식수)①	취득/처분 단가(원)②	거래금액③	비 고
2025년 01월 27일	2025년 01월 27일	1	장외매도(-)	보통주	2,051,747	37,000	75,914,639,000	신동국
			장외매도(-)	보통주	1,367,831	37,000	50,609,747,000	윌링턴 유한회사

자료: dart, DS투자증권 리서치센터

[한미약품 128940]

재무상태표						손익계산서					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	704	694	731	888	1,053	매출액	1,203	1,332	1,491	1,487	1,530
현금 및 현금성자산	209	147	55	293	408	매출원가	570	613	662	670	703
매출채권 및 기타채권	223	180	177	135	150	매출총이익	633	719	829	817	828
재고자산	250	266	289	242	268	판매비 및 관리비	507	560	609	601	623
기타	22	101	210	218	227	영업이익	125	158	221	216	204
비유동자산	1,233	1,230	1,168	1,155	1,144	(EBITDA)	215	255	319	296	283
관계기업투자등	38	57	12	12	13	금융손익	-11	-17	-23	-17	-17
유형자산	945	888	833	791	753	이자비용	17	23	29	26	26
무형자산	80	85	81	100	116	관계기업등 투자손익	0	-9	1	0	0
자산총계	1,937	1,925	1,899	2,043	2,197	기타영업외손익	-11	-11	-5	-7	-11
유동부채	649	677	705	674	692	세전계속사업이익	104	121	194	192	176
매입채무 및 기타채무	161	197	189	157	174	계속사업법인세비용	22	19	29	29	26
단기금융부채	455	453	484	484	484	계속사업이익	81	102	165	164	150
기타유동부채	33	27	32	33	34	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	360	239	94	94	94	당기순이익	81	102	165	164	150
장기금융부채	301	226	89	89	89	지배주주	67	83	146	155	141
기타비유동부채	58	13	5	5	5	총포괄이익	96	102	165	164	150
부채총계	1,008	915	798	768	786	매출총이익률 (%)	52.6	54.0	55.6	54.9	54.1
지배주주지분	803	872	955	1,130	1,266	영업이익률 (%)	10.4	11.9	14.8	14.6	13.3
자본금	30	31	31	31	31	EBITDA마진률 (%)	17.8	19.1	21.4	19.9	18.5
자본잉여금	413	413	412	412	412	당기순이익률 (%)	6.8	7.6	11.1	11.0	9.8
이익잉여금	397	452	582	731	867	ROA (%)	3.5	4.3	7.6	7.9	6.7
비지배주주지분(연결)	125	137	145	145	145	ROE (%)	8.7	9.9	16.0	14.9	11.8
자본총계	928	1,009	1,100	1,275	1,410	ROIC (%)	6.8	9.4	13.0	12.6	12.1

현금흐름표						주요투자지표					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	202	162	151	315	193	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	81	102	165	164	150	P/E	50.8	44.9	30.7	22.9	25.0
비현금수익비용가감	193	173	-14	96	71	P/B	4.0	4.1	4.6	3.2	2.8
유형자산감가상각비	78	84	86	67	63	P/S	2.8	2.8	3.0	2.4	2.3
무형자산감가상각비	11	12	12	13	15	EV/EBITDA	18.1	15.9	15.2	12.8	13.0
기타현금수익비용	104	73	-128	17	-8	P/CF	12.4	13.6	29.9	13.7	16.2
영업활동 자산부채변동	-54	-74	0	54	-27	배당수익률 (%)	0.2	0.2	0.1	0.2	0.2
매출채권 감소(증가)	-77	37	-3	42	-15	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	19	-14	-17	47	-26	매출액	11.8	10.7	12.0	-0.2	2.9
매입채무 증가(감소)	10	-3	6	-32	17	영업이익	156.1	26.1	39.6	-1.9	-5.7
기타자산 부채변동	-6	-94	15	-3	-3	세전이익	368.6	16.7	60.3	-0.8	-8.5
투자활동 현금	-43	-181	-126	-71	-72	당기순이익	371.3	24.6	62.8	-0.9	-8.7
유형자산처분(취득)	-20	-28	-24	-25	-25	EPS	460.4	24.4	76.6	8.0	-8.7
무형자산 감소(증가)	-14	-20	-16	-31	-31	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-7	-118	-44	-5	-5	부채비율	108.6	90.7	72.6	60.2	55.7
기타투자활동	-3	-15	-41	-10	-10	유동비율	108.5	102.6	103.7	131.7	152.1
재무활동 현금	-113	-37	-118	-6	-6	순차입금/자기자본(x)	58.7	43.8	37.1	13.0	3.3
차입금의 증가(감소)	-103	-27	-106	0	0	영업이익/금융비용(x)	7.6	7.0	7.7	8.4	8.0
자본의 증가(감소)	-11	-10	-12	-6	-6	총차입금 (십억원)	756	678	573	573	573
배당금의 지급	6	6	6	6	6	순차입금 (십억원)	545	442	408	166	46
기타재무활동	0	0	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	63	-62	-92	238	115	EPS	5,232	6,510	11,499	12,421	11,346
기초현금	146	209	147	55	293	BPS	66,476	70,780	76,057	89,959	100,754
기말현금	209	147	55	293	408	SPS	93,918	103,938	116,376	118,409	121,826
NOPLAT	99	133	188	184	174	CFPS	21,453	21,438	11,795	20,721	17,539
FCF	178	20	25	244	121	DPS	471	470	470	470	470

자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

한미약품 (128940) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)		(원)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비		
2023-11-28	담당자변경					
2023-11-28	매수	400,000	-19.8	-6.6	400,000	
2024-01-22	매수	400,000	-22.0	-12.4	400,000	
2024-03-11	매수	400,000	-22.9	-12.4	200,000	
2024-04-11	매수	400,000	-23.7	-12.4	0	
2024-07-11	매수	400,000	-22.3	-12.4	0	
2024-07-31	매수	400,000	-21.8	-12.4	0	
2024-10-10	매수	400,000	-17.8	-12.4	0	
2024-11-07	매수	440,000	-36.3	-23.0	0	
2025-01-10	매수	380,000			0	

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업			산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우		비중확대	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우		중립	
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우		비중축소	

투자의견 비율

기준일 2024.12.31

매수	중립	매도
98.3%	1.7%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.