한미약품 (128940)

하현수 제약/바이오
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

2Q25Pre: 하반기 기대

2Q25Pre: 아쉽지만 정상화 과정

연결 기준 매출액 3,746억원(-0.9%YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 565억원(-2.9%, OPM 15.1%)로 추정. 로수젯(고지혈증 치료제), 아모잘탄(고혈압 치료제) 등 개량 신약의 국내 매출은 견조할 것으로 예상되나, 해외 API 매출 감소 영향 등으로 별도 매출액은 2,786억원(-1.1%)를 기록할 것으로 전망. 계절적 비수기 및 유통 재고 조정 등으로 북경한미 매출액은 928억원(-6.0%)으로 전년 대비 감소할 것으로 예상.

GLP-1 단점 보완할 근육량 보존 약물

GLP-1 기반 비만 치료제 사용이 증가하면서 동반되는 근육량 감소를 개선시킬 수 있는 약물에 대한 관심도 높아지고 있는 추세. 최근 일라이릴리, 리제네론, 스칼라락 등이 GLP-1 비만 치료제와 근육량 보존 약물 병용 임상 결과들을 공개하며 병용 시 제지방(Lean Mass) 보존 효과 확인.

동사도 비만 마우스 모델에서 HM15275(GLP-1/GIP/GCG agonist)와 HM17321(UCN2 analogue) 병용 투약 결과를 공개했으며, 병용 투약 마우스에서 유의미한 제지방 보존 효과 확인. HM17321은 2H25 글로벌 임상 1상 진입을 목표로 하고 있으며, 현재 개발 중인 주요 근육량 보존 약물들과 다른 기전이라는 점에서 초기 임상 결과만으로도 글로벌 빅파마들의 높은 관심을 받을 것으로 판단. HM15275는 임상 1상에서 고용량군(4주차)에 위약 평균 대비 4.81% 체중 감량을 보이며 동일 기전의 Retatrutide와 유사한 수준 확인.

투자 의견 Buy, 목표 주가 36만원 유지

로수젯, 아모잘탄 등 개량 신약 중심 국내 성장이 계속되고 있으며 북경 한미도 유통 재고 소진으로 하반기부터 실적 정상화 기대. 하반기 Efeglenatide(GLP-1 agonist)의 국내 임상 3상 탑라인 결과 확인, HM15275 임상 2상 진입, HM17321 임상 1상 개시 등 충분한 R&D 모멘텀도 보유하고 있어 제약 업종 Top Pick으로 제시.

BUY (M)

목표주가	360,000원 (M)
직전 목표주가	360,000원
현재주가 (7/9)	281,500원
상승여력	28%

시가총액	36,063억원
총발행주식수	12,810,991주
60일 평균 거래대금	217억원
60일 평균 거래량	76,559주
52주 고/저	350,500원 / 215,000원
외인지분율	10.60%
배당수익률	0.45%
주요주주	한미사이언스 외 4 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(3.8)	24.6	(0.7)
상대	(12.3)	(8.8)	(9.1)
절대 (달러환산)	(5.1)	34.4	(0.2)

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	2Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	375	-0.9	-4.2	387	-3.3
영업이익	56	-2.9	-4.4	58	-3.3
세전계속사업이익	52	-4.0	-2.5	53	-2.5
지배순이익	40	-1.8	-7.2	39	2.6
영업이익률 (%)	15.1	-0.3 %pt	0	15.1	0
지배순이익률 (%)	10.6	0	-0.3 %pt	10.0	+0.6 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	1,491	1,496	1,595	1,662
영업이익	221	216	244	260
지배순이익	146	121	173	189
PER	25.2	32.7	20.8	19.0
PBR	3.8	3.6	3.0	2.6
EV/EBITDA	13.0	14.1	11.8	10.9
ROE	16.0	11.9	15.2	14.7

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

한미약품 실적 추정 (단위: 십억원)

	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
연결 매출액	390.9	374.6	396.7	432.5	412.2	387.6	412.4	449.7	1495.5	1594.7	1661.9
증가율(yoy)	(3.2%)	(0.9%)	9.6%	23.0%	5.4%	3.5%	3.9%	4.0%	0.3%	6.6%	4.2%
한미약품(별도)	295.0	278.6	295.7	318.8	305.0	286.6	306.9	330.1	1114.1	1188.1	1228.6
북경 한미	96.5	92.8	96.9	109.4	102.3	95.6	99.9	113.7	385.6	395.6	411.4
한미정밀화학	22.8	21.6	27.4	28.6	24.6	27.0	28.2	29.4	108.9	100.3	109.2
연결 조정	(23.4)	(18.4)	(23.3)	(24.3)	(19.7)	(21.6)	(22.5)	(23.5)	(113.1)	(89.3)	(87.4)
매출 총이익	213.5	205.3	217.8	246.1	233.3	213.2	223.9	255.4	817.0	882.7	925.9
영업이익	59.0	56.4	57.1	71.7	69.9	56.9	58.0	75.4	216.2	244.2	260.2
영업이익율	15.1%	15.1%	14.4%	16.6%	17.0%	14.7%	14.1%	16.8%	14.5%	15.3%	15.7%
증가율(yoy)	(23.0%)	(2.9%)	11.9%	135.1%	18.4%	0.9%	1.7%	5.2%	(2.0%)	12.9%	6.6%

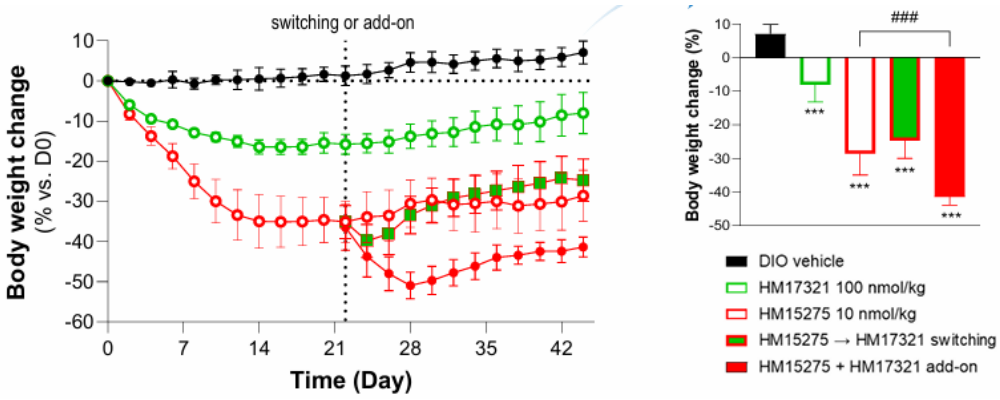
자료: 유안타증권 리서치센터

한미약품 실적 추정 변경 내역 (단위: 십억원)

	수정 전			수정 후			수정 전 대비		
	2Q25E	3Q25E	25E	2Q25E	3Q25E	25E	2Q25E	3Q25E	25E
매출액	386.3	390.7	1598.5	374.6	396.7	1594.7	-3.0%	+1.5%	-0.2%
영업이익	51.8	53.6	228.0	56.9	57.1	244.2	+9.8%	+6.5%	+7.1%
OPM	13.4%	13.7%	14.3%	15.1%	14.4%	15.3%	+1.7%pt	+0.7%pt	+1.0%pt

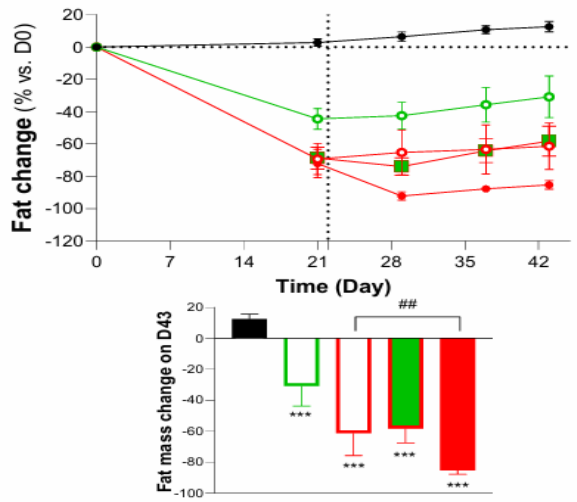
자료: 유안타증권 리서치센터

HM17321 및 HM15275 투약 후 체중 변화(비만 마우스 모델)



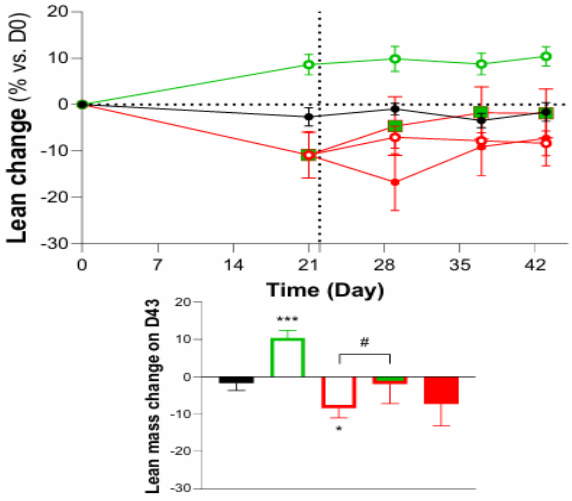
자료: ADA2025, 유안타증권 리서치센터

HM17321 및 HM15275 투약 후 체지방 변화(비만 마우스 모델)



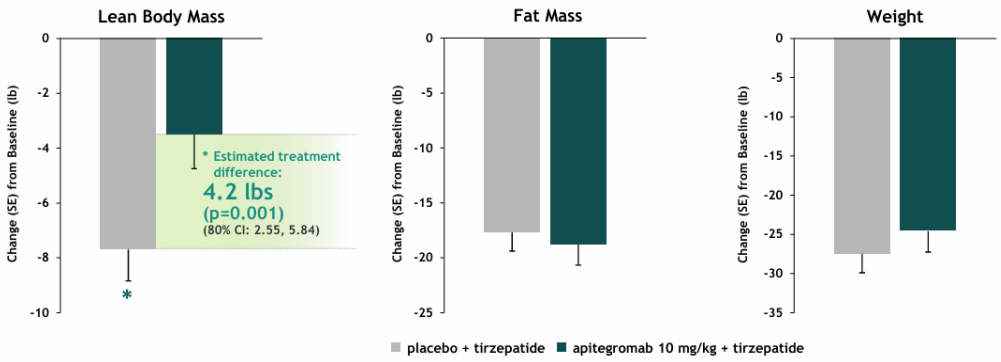
자료: ADA2025, 유안타증권 리서치센터

HM17321 및 HM15275 투약 후 제지방 변화(비만 마우스 모델)



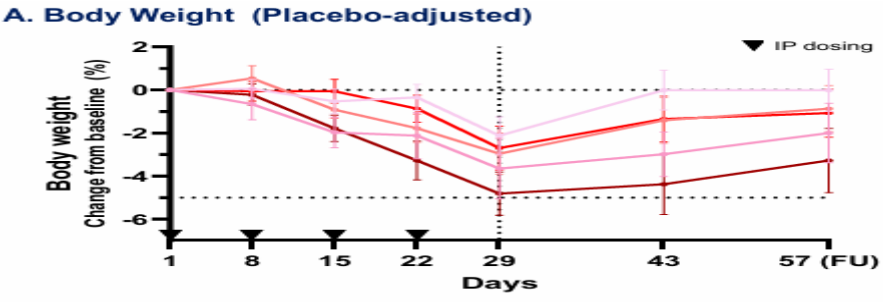
자료: ADA2025, 유안타증권 리서치센터

Tirzepatide 와 Apitegromab 병용 투약 결과



Tirzepatide: GLP-1/GIP agonist, Apitegromab: Promyostatin inhibitor
자료: Scholar Rock Holdings, 유안타증권 리서치센터

HM15275 임상 1 상 MAD 결과



- Placebo-adjusted D29 % Change from baseline

Dose (mg)	HM15275 0.5/0.5/0.5/0.5	HM15275 1.0/1.0/1.0/1.0	HM15275 0.5/0.5/2.0/2.0	HM15275 0.5/1.0/2.0/4.0	HM15275 0.5/2.0/4.0/8.0
Mean (SD)	-2.12 (0.87)	-3.65 (1.41)	-2.96 (0.96)	-2.70 (1.03)	-4.81 (1.01)

자료: ADA2025, 유안타증권 리서치센터

한미약품 (128940) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					(단위: 십억원)
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**1,491**	**1,496**	**1,595**	**1,662**	**1,723**
매출원가	662	678	712	736	763
매출총이익	829	817	883	926	961
판관비	609	601	639	666	696
영업이익	**221**	**216**	**244**	**260**	**265**
EBITDA	319	314	338	342	337
영업외손익	-27	-45	-20	-12	-4
외환관련손익	1	9	-1	0	0
이자손익	-24	-19	-13	-6	2
관계기업관련손익	-1	0	0	0	0
기타	-3	-36	-6	-6	-6
법인세비용차감전순손익	194	171	225	248	261
법인세비용	29	31	43	50	52
계속사업순손익	165	140	182	199	209
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	165	140	182	199	209
지배지분순이익	**146**	**121**	**173**	**189**	**199**
포괄순이익	111	175	181	198	208
지배지분포괄이익	93	142	171	187	197

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표					(단위: 십억원)
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	**217**	**193**	**52**	**132**	**147**
당기순이익	165	140	182	199	209
감가상각비	86	86	82	72	63
외환손익	1	-6	-1	0	0
종속,관계기업관련손익	1	0	0	0	0
자산부채의 증감	-57	-90	-259	-212	-205
기타현금흐름	20	64	49	73	81
투자활동 현금흐름	**-183**	**25**	**-178**	**-2**	**-1**
투자자산	-139	104	-35	-8	-7
유형자산 증가 (CAPEX)	-27	-39	-6	0	0
유형자산 감소	3	0	0	0	0
기타현금흐름	-20	-40	-137	6	6
재무활동 현금흐름	**-127**	**-94**	**-43**	**-16**	**-16**
단기차입금	-34	35	-18	0	0
사채 및 장기차입금	-72	-111	-6	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-18	-13	-20	-16	-16
기타현금흐름	-3	-5	0	0	0
연결범위변동 등 기타	1	13	112	129	115
현금의 증감	**-92**	**137**	**-57**	**243**	**245**
기초 현금	147	55	192	135	378
기말 현금	55	192	135	378	623
NOPLAT	**221**	**216**	**244**	**260**	**265**
FCF	**189**	**154**	**46**	**132**	**147**

재무상태표					(단위: 십억원)
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	**731**	**746**	**950**	**1,220**	**1,490**
현금및현금성자산	55	192	135	378	623
매출채권 및 기타채권	177	239	294	305	316
재고자산	289	301	370	385	398
비유동자산	1,168	1,275	1,232	1,157	1,092
유형자산	833	796	719	647	585
관계기업등 지분관련자산	2	2	3	3	3
기타투자자산	42	170	206	213	220
자산총계	**1,899**	**2,021**	**2,182**	**2,378**	**2,582**
유동부채	705	683	729	743	755
매입채무 및 기타채무	189	213	262	272	282
단기차입금	336	371	352	352	352
유동성장기부채	145	31	32	32	32
비유동부채	94	97	93	93	93
장기차입금	82	86	80	80	80
사채	0	0	0	0	0
부채총계	**798**	**780**	**822**	**836**	**848**
지배지분	955	1,085	1,199	1,371	1,554
자본금	31	32	32	32	32
자본잉여금	412	411	411	411	411
이익잉여금	582	681	839	1,012	1,195
비지배지분	145	156	161	170	180
자본총계	**1,100**	**1,241**	**1,360**	**1,542**	**1,734**
순차입금	**318**	**303**	**203**	**-39**	**-284**
총차입금	573	497	473	473	473

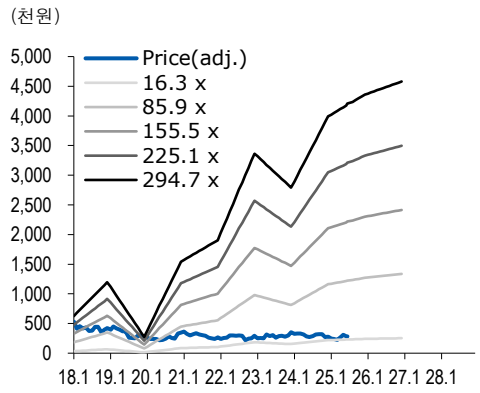
Valuation 지표					(단위: 원, 배, %)
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	11,415	9,470	13,541	14,789	15,532
BPS	75,316	85,575	94,524	108,146	122,519
EBITDAPS	24,912	24,473	26,346	26,704	26,293
SPS	116,376	116,736	124,482	129,727	134,504
DPS	490	1,250	1,250	1,250	1,250
PER	**25.2**	**32.7**	**20.8**	**19.0**	**18.1**
PBR	**3.8**	**3.6**	**3.0**	**2.6**	**2.3**
EV/EBITDA	**13.0**	**14.1**	**11.8**	**10.9**	**10.4**
PSR	**2.5**	**2.6**	**2.3**	**2.2**	**2.1**

재무비율					(단위: 배, %)
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	**12.0**	**0.3**	**6.6**	**4.2**	**3.7**
영업이익 증가율 (%)	**39.6**	**-2.0**	**13.0**	**6.6**	**1.8**
지배순이익 증가율 (%)	**76.6**	**-17.0**	**43.0**	**9.2**	**5.0**
매출총이익률 (%)	55.6	54.6	55.4	55.7	55.7
영업이익률 (%)	**14.8**	**14.5**	**15.3**	**15.7**	**15.4**
지배순이익률 (%)	9.8	8.1	10.9	11.4	11.5
EBITDA 마진 (%)	21.4	21.0	21.2	20.6	19.5
ROIC	15.9	15.2	16.5	18.7	20.2
ROA	7.6	6.2	8.3	8.3	8.0
ROE	**16.0**	**11.9**	**15.2**	**14.7**	**13.6**
부채비율 (%)	72.6	62.9	60.4	54.2	48.9
순차입금/자기자본 (%)	33.2	28.0	17.0	-2.9	-18.3
영업이익/금융비용 (배)	7.7	8.9	12.2	13.1	13.3

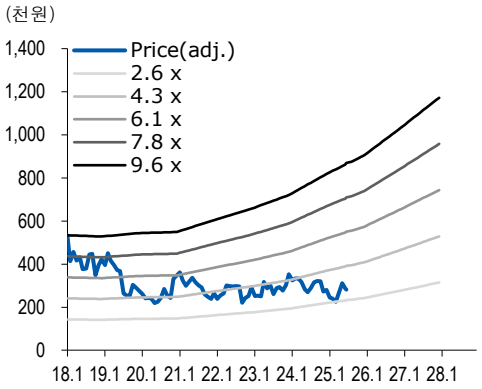
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

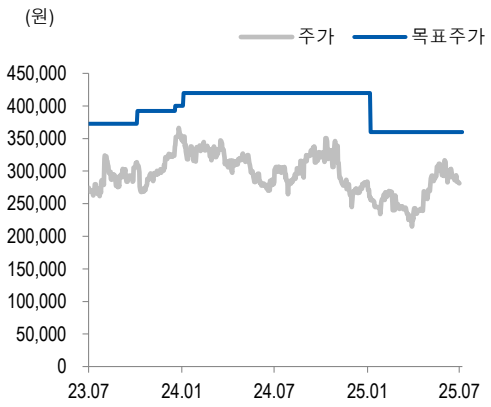
P/E band chart



P/B band chart



한미약품 (128940) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-07-10	BUY	360,000	1년		
2025-01-15	BUY	360,000	1년		
2025-01-12	1년 경과 이후		1년	-37.98	-37.98
2024-01-12	BUY	420,000	1년	-26.96	-16.55
2023-12-27	BUY	400,000	1년	-11.56	-8.38
2023-10-13	BUY	392,453	1년	-23.93	-13.87
2023-04-07	BUY	372,830	1년	-20.45	-11.71

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.3
Hold(중립)	5.7
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-07-09

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **하현수**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.