

한미약품 (128940)

이희영

heeyoung.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

380,000

유지

현재주가

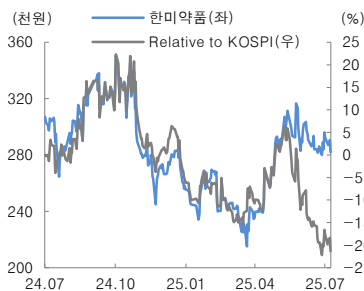
282,000

(25.07.25)

제약업종

KOSPI	3196.05
시가총액	3,613십억원
시가총액비중	0.16%
자본금(보통주)	32십억원
52주 최고/최저	350,500원 / 215,000원
120일 평균거래대금	192억원
외국인지분율	11.39%
주요주주	한미사이언스 외 4 인 50.57% 국민연금공단 12.28%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.4	17.5	15.1	-7.5
상대수익률	-7.0	-6.4	-8.6	-21.6



실적은 회복세, 하반기 R&D 모멘텀 주목

- 2Q25 연결 매출 3,613억원(-4.5%yoy), 영업이익 604억원(+3.9%yoy)
- 고수익 제품군 중심 수익성 개선 지속, 하반기 자회사 실적 회복 기대
- 하반기 비만치료제 R&D 모멘텀 유호, 투자의견 매수, 목표주가 유지

투자의견 매수, 목표주가 380,000원 유지

동사의 상반기 실적은 전년 동기 대비 부진했으나, 분기별로 회복세를 나타내고 있음. 하반기에는 자회사(북경한미) 실적 개선 가능할 것으로 예상되며, 내년에 다수의 R&D 모멘텀을 보유함. 투자의견 매수, 목표주가 38만원 유지

R&D 타임라인: 1) 연말 에페글레타이드 임상 3상 타라인 결과 발표, 2) 하반기 LA-UCN2 임상 1상 개시, 3) 연말 에피노페그듀타이드(MASH) 임상 2b상 완료, 내년 초 데이터 발표 예정, 4) 연내 항암 파이프라인(EZH1/2, PD-L1/4-1BB) 중간결과 발표, 5) 26년 중반 3중작용제(HM15275) 임상 2상 발표

2Q25 Review: 고수익 제품군 중심 수익성 개선 지속, 하반기 회복 기대

연결 매출 3,613억원(-4.5% yoy), 영업이익 604억원(+3.9% yoy), OPM 16.7% 기록. 매출은 API 수출 감소와 자회사(북경한미) 실적 부진으로 낮아진 컨센서스에 부합하였으나, 영업이익은 국내 고수익 제품군 매출 비중 확대로 컨센서스 상회하는 실적 달성. 별도 매출 2,851억원(+1.2% yoy), 영업이익 435억원(+35.3 yoy), OPM 15.3% 기록. 일본항 API 수출 감소로 전체 매출은 감소하였으나, 국내 고수익 제품군(로수젯, 아모잘탄 등) 중심의 매출 확대가 수익성 개선을 견인하였음. 특히 로수젯 2분기 매출은 560억원(+9.5% yoy)을 기록하며, 5월 약가 인하에도 불구하고 처방량 기준으로 두자리수 성장을 이어감. 북경한미 매출 867억원(-12.2% yoy), 영업이익 167억원(-33.7% yoy), OPM 19.3% 기록. 주요 품목인 마미아이(어린이 유산균정장제)는 3,775만위안(-65.4% yoy), 이탄징(어린이 기침약)은 1억 4,333만위안(-8.8% yoy)으로 크게 감소. 이는 중국 정부의 집중구매 제도 강화에 따른 가격 인하와, 현지 건기식 시장의 경쟁 심화에 기인함. 이에 따라 북경한미는 정부 정책의 영향을 덜 받는 품목 중심으로 대응할 예정이며, 신규 품목 라이선스 인 및 자체 제품 확대도 추진중. 상반기에 기존 재고 대부분을 소진하였고, 하반기에는 실적 반등이 가능할 전망. 한미정밀화학 매출 230억원(-32.9% yoy), 영업이익 20억원(+11.1 yoy), OPM 3.0%로 세파계 항생제 경쟁 심화로 API 수출 감소하였으나, CDMO 매출 전년 대비 2배 성장하며 이익 개선에 기여함. 하반기에도 CDMO 성장세가 이어질 것으로 예상되어, 연간 흑자 전환 가능할 전망

(단위: 십억원, %)

구분	2Q24	1Q25	직전추정	잠정치	2Q25			3Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	378	391	365	361	-4.5	-7.6	381	413	14.0	14.2
영업이익	58	59	55	60	3.9	2.3	58	61	18.9	0.3
순이익	40	43	38	43						

자료: 한미약품, FnGuide, 대신증권 Research Center

표 1. 한미약품 목표주가 산출 (단위: 억원)

	기업가치	비고
한미약품 영업가치 (A)	44,492	
25년 EBITDA	3,178	
Target EV/EBITDA	14	국내 Peer 그룹 12개월 Fwd EV/EBITDA 평균값 적용
비영업가치 (B)	6,045	
신약가치 (에피노페그듀타이드)	5,397	GLP-1/GCG, MASH 2b 상 진입
보유 지분가치	648	장부가액 기준
순차입금 (C)	1,792	
총 기업가치 (A+B-C)	48,745	
유통주식수 (천주)	12,680	
적정주가 (원)	384,418	
목표주가 (원)	380,000	
현재주가 (원)	282,000	25.07.25
상승여력 (%)	34%	

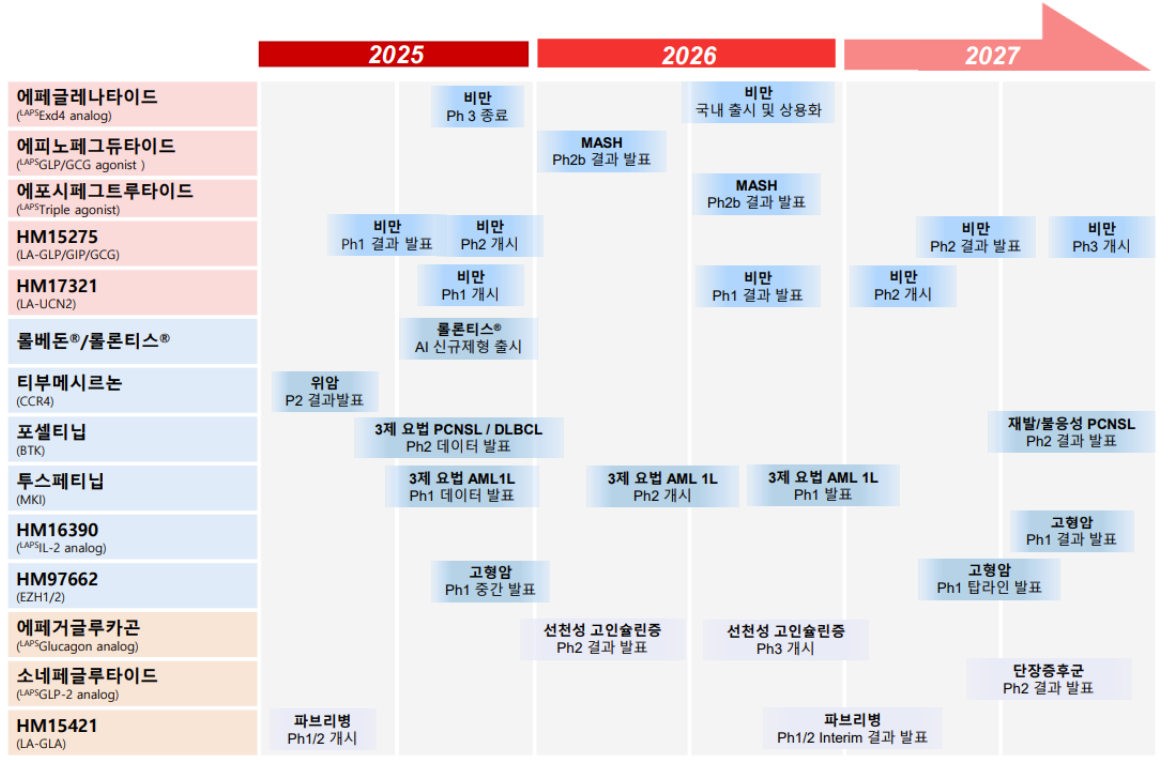
자료: 대신증권 Research Center

표 2. 한미약품 분기별 매출 및 연간 매출 추정 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
연결 매출액	403.7	378.1	362.1	351.6	391.0	361.3	412.6	429.4	1495.5	1594.3	1727.8
yoy (%)	11.8%	10.3%	-0.7%	-16.7%	-3.2%	-4.5%	14.0%	22.1%	0.3%	6.6%	8.4%
한미약품 별도	275.1	281.8	276.8	280.5	295.0	285.1	309.7	321.0	1114.1	1210.9	1328.7
yoy (%)	9.7%	11.3%	1.7%	-12.6%	7.3%	1.2%	11.9%	14.4%	1.6%	8.7%	9.7%
북경한미	127.7	98.7	84.3	74.9	96.5	86.7	100.7	116.4	385.6	400.3	429.2
yoy (%)	15.0%	9.5%	-9.6%	-27.5%	-24.4%	-12.2%	19.5%	55.4%	-3.0%	3.8%	7.2%
한미정밀화학	24.8	34.3	29.1	20.7	22.8	23.0	30.8	26.4	108.9	102.9	105.7
yoy (%)	-4.2%	14.3%	34.7%	-38.4%	-8.1%	-32.9%	5.8%	27.3%	-2.0%	-5.5%	2.7%
연결조정	-23.9	-36.7	-28.1	-24.5	-23.4	-33.5	-28.6	-34.4	-113.1	-119.9	-135.8
매출총이익	226.5	206.7	198.6	185.2	213.6	204.8	222.6	232.9	817.0	873.9	970.2
GPM (%)	56.1%	54.7%	54.9%	52.7%	54.6%	56.7%	53.9%	54.2%	54.6%	54.8%	56.2%
yoy (%)	9.4%	14.7%	-0.1%	-23.8%	-5.7%	-0.9%	12.1%	25.7%	-1.5%	7.0%	11.0%
연결 영업이익	76.7	58.1	51.0	30.5	59.0	60.4	60.6	64.6	216.2	244.6	277.9
OPM (%)	19.0%	15.4%	14.1%	8.7%	15.1%	16.7%	14.7%	15.0%	14.5%	15.3%	16.1%
yoy (%)	27.9%	75.3%	-11.4%	-56.5%	-23.0%	3.9%	18.9%	111.9%	-2.0%	13.1%	13.6%
한미약품 별도	39.5	32.1	31.3	29.7	47.0	43.5	40.9	43.6	132.7	175.0	169.8
OPM (%)	14.4%	11.4%	11.3%	10.6%	15.9%	15.3%	13.2%	13.6%	11.9%	14.5%	12.8%
yoy (%)	27.6%	156.9%	-3.9%	-44.5%	18.9%	35.3%	30.9%	46.5%	2.4%	31.9%	-3.0%
북경한미	37.8	25.2	15.0	4.2	11.3	16.7	20.7	25.4	82.2	74.2	88.1
OPM (%)	29.6%	25.5%	17.8%	5.6%	11.7%	19.3%	20.6%	21.9%	21.3%	18.5%	20.5%
yoy (%)	22.7%	15.1%	-42.3%	-83.8%	-70.1%	-33.7%	38.3%	505.9%	-21.5%	-9.7%	18.7%
한미정밀화학	-1.7	1.8	3.2	-2.4	-1.9	2.0	-0.2	1.4	0.9	1.3	3.5
OPM (%)	-6.9%	5.2%	11.0%	-11.6%	-5.0%	3.0%	-0.8%	5.5%	0.8%	1.3%	3.3%
yoy (%)	-50.0%	흑전	흑전	흑전	적지	11.1%	적전	흑전	-123.7%	44.8%	165.2%
연결조정	1.0	-1.0	1.5	-1.1	2.6	-1.8	-0.8	-5.9	0.4	-6.0	16.6

자료: 한미약품, 대신증권 Research Center

그림 1. 한미약품 R&D 타임라인



자료: 한미약품, 대신증권 Research Center

그림 2. 한미약품 R&D 파이프라인 현황

	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	승인
비만/대사	에페글루루카곤+에페글레나타이드 [^{LAP} Glucagon Combo] 비만/대사 임상용	HM15275 [LA-GLP/GIP/GCG] 비만, 임상 1상 완료	에피노페그듀타이드 [^{LAP} GLP/GCG agonist] 다시비상관련인물(비만/대사) 임상용	에페글레나타이드 [^{LAP} Exd4 analog] 재2형 당뇨병, 비만	
	HM17321 [LA-UCN2] 비만		에포시페그트루타이드 [^{LAP} STriple agonist] 다시비상관련인물(비만/대사) 임상용		
항암	HM101207 [SOS1] 고형암	롤론티스(Rolantis) [®] [비몰리베그루스틴] 호르몬 민감성(항암/항암)	발바라페닙 [pan-RAP 억제제] 비만/대사 및 고형암	포지오티닙 [pan-HER] 비만/대사 및 고형암	롤론티스(Rolantis) [®] [비몰리베그루스틴] 호르몬 민감성
	HM100714 [shERZ] 비소세포암	발바라페닙 [pan-RAP 억제제] 비만/대사 및 고형암	티부메시르논 [CCR4] 위암	오락솔(Oraxol) [®] [면역억제제] 항암/대사 및 고형암	
		BH2950 [PD-1/HER2 BxAb] 고형암	포셀티닙 [multi-TEC] 항암/대사 및 고형암		
		투스페티닙 [MKI] 급성골수성 백혈병			
		HM97662 [EZH1/2 억제제] 고형암 및 혈액암			
		BH3120 [PD-1/HER2 BxAb] 고형암, '키트루다' 병용 임상			
		HM16390 [^{LAP} SL-2 analog] 고형암			
희귀질환/기타	에포시페그트루타이드 [^{LAP} STriple agonist] 특정성 백성염	HM15421 [LA-GLA] 파브리병	에페글루루카곤 [^{LAP} Glucagon analog] 선천성 고인슐린증		히알루마주 [비강투여식-비강] 술관형의 골관절염
			소네페글루타이드 [^{LAP} GLP-2 analog] 단장 증후군		
			에페소마트로핀 [^{LAP} TRP] 신경통증 완화		
			루미네이트(Luminate) [®] 간염 노년성혈관염		

3 박제한미 1 업데이트 1 임상 1상 Part B 진입 → 임상 1상 완료

자료: 한미약품, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,491	1,496	1,594	1,728	1,914
매출원가	662	678	720	758	840
매출총이익	829	817	874	970	1,074
판매비와관리비	609	601	629	692	749
영업이익	221	216	245	278	325
영업이익률	148	145	153	161	170
EBITDA	319	314	320	364	414
영업외손익	-27	-45	-24	-11	3
관계기업손익	-1	0	0	0	0
금융수익	7	12	12	12	12
외환관련이익	8	13	6	6	6
금융비용	-29	-31	-32	-31	-33
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-3	-26	-4	8	23
법인세비용차감전순손익	194	171	221	267	327
법인세비용	-29	-31	-40	-48	-59
계속사업순손익	165	140	181	219	268
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	165	140	181	219	268
당기순이익률	11.1	9.4	11.4	12.7	14.0
비지배자분순이익	19	19	23	28	35
지배자분순이익	146	121	158	192	234
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-5	3	4	4	4
포괄순이익	111	175	223	261	311
비지배자분포괄이익	18	33	39	48	40
지배자분포괄이익	93	142	184	214	271

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	11,415	9,470	12,352	14,950	18,247
PER	30.9	29.6	23.0	19.0	15.6
BPS	74,580	84,685	95,814	109,543	126,570
PBR	4.7	3.3	2.9	2.6	2.2
EBITDAPS	24,912	24,473	24,959	28,433	32,312
EV/EBITDA	15.3	12.9	12.4	10.5	9.0
SPS	116,376	116,736	124,445	134,867	149,376
PSR	3.0	2.4	2.3	2.1	1.9
CFPS	25,861	24,961	27,285	31,691	36,720
DPS	490	1,250	1,250	1,250	1,250

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	120	0.3	6.6	8.4	10.8
영업이익 증가율	39.6	-2.0	13.1	13.6	16.8
순이익 증가율	62.8	-15.1	28.9	21.0	22.5
수익성					
ROIC	14.2	13.5	14.9	16.6	18.6
ROA	11.5	11.0	11.5	11.6	12.1
ROE	16.0	11.9	13.7	14.6	15.5
안정성					
부채비율	72.6	62.9	60.2	57.5	53.3
순차입금비율	28.9	24.5	12.5	1.8	-6.2
이자보상배율	7.7	8.9	10.2	12.2	13.5

자료: 한미약품, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	731	746	962	1,215	1,488
현금및현금성자산	55	192	369	564	753
매출채권 및 기타채권	177	239	255	276	305
재고자산	289	301	321	348	385
기타유동자산	210	14	17	28	45
비유동자산	1,168	1,275	1,287	1,312	1,355
유형자산	833	796	782	772	772
관계기업투자금	2	2	2	2	2
기타비유동자산	333	477	503	539	581
자산총계	1,899	2,021	2,249	2,528	2,843
유동부채	705	683	710	751	782
매입채무 및 기타채무	189	213	215	232	238
차입금	336	371	384	395	404
유동상채무	145	31	28	30	31
기타유동부채	34	68	82	95	109
비유동부채	94	97	135	171	206
차입금	82	86	113	137	159
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	12	11	22	34	48
부채총계	798	780	845	923	989
자배지분	955	1,085	1,227	1,403	1,621
자본금	31	32	32	32	32
자본잉여금	412	411	411	411	411
이익잉여금	582	681	823	999	1,217
기타지분변동	-70	-39	-39	-39	-39
비자배지분	145	156	176	202	233
자본총계	1,100	1,241	1,404	1,605	1,854
순차입금	318	303	175	28	-115

연금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	217	193	218	259	282
당기순이익	165	140	181	219	268
비현금항목의 가감	166	179	169	187	202
감가상각비	98	97	75	86	89
외환손익	1	-6	-3	-3	-3
지분법평가손익	1	0	0	0	0
기타	65	88	97	104	116
자산부채의 증감	-57	-90	-74	-82	-111
기타현금흐름	-57	-36	-58	-65	-77
투자활동 현금흐름	-183	25	-87	-110	-122
투자자산	-139	90	-15	-17	-18
유형자산	-25	-39	-50	-60	-70
기타	-20	-26	-22	-34	-34
재무활동 현금흐름	-127	-94	20	19	14
단기차입금	-33	35	14	11	9
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	30	27	24	22
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-18	-13	-16	-16	-16
기타	-76	-146	-5	-1	-1
현금의 증감	-92	137	177	195	189
기초 현금	147	55	192	369	564
기말 현금	55	192	369	564	753
NOPLAT	188	177	201	228	266
FCF	243	213	208	224	256

[Compliance Notice]

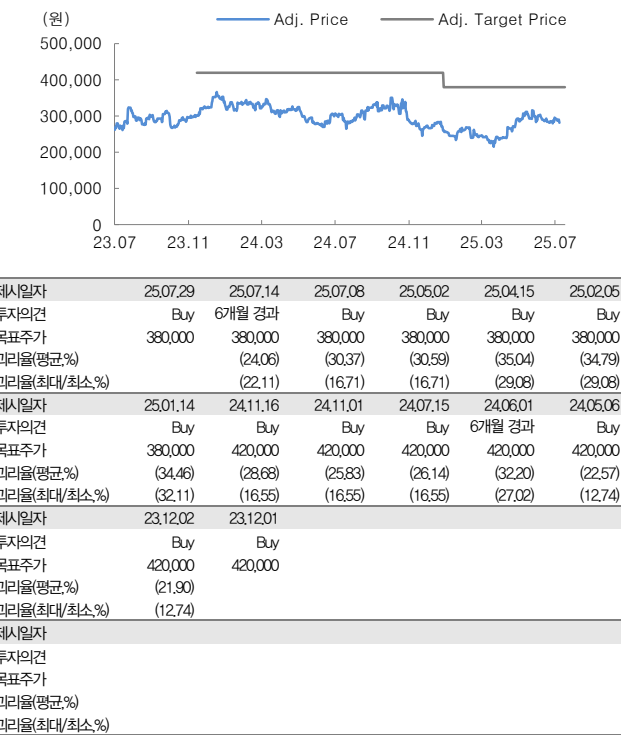
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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



투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250726)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	90.7%	9.3%	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 주가 상승 예상
 - Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
 - Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상