

한미약품 (128940)

이혁영

heeyoung.lee@daishin.co.kr

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

450,000

상향

현재주가

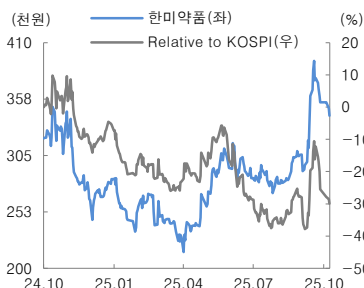
(25.10.14)

342,000

제약업종

KOSPI	3561.81
시가총액	4,381십억원
시가총액비중	0.20%
자본금(보통주)	32십억원
52주 최고/최저	393,000원 / 215,000원
120일 평균거래대금	243억원
외국인지분율	13.66%
주요주주	한미사이언스 외 4 인 50.57% 국민연금공단 11.29%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	15.5	22.1	42.2	5.4
상대수익률	10.1	9.8	-1.9	-22.4



실적 안정화 속 신약 성과 가시화

- 3Q25 연결 매출 3,714억원(+2.6%yoy), 영업이익 587억원(+15%yoy)
- 고마진 품목 성장과 북경한미 회복으로 이익 개선 기대
- 핵심 파이프라인 성과 가시화, 투자이건 매수, 목표주가 상향

투자이건 매수, 목표주가 450,000원(+18.4%) 상향

동사는 분기별 실적 회복세와 함께 R&D 모멘텀이 가시화되고 있음. 비만치료제 에페글레타이드(GLP-1)는 연말 국내 임상 3상 탑라인 결과 확인이 예상되며, 26년 하반기 상업화가 가능할 전망. 축적된 안전성 데이터와 합리적 가격 경쟁력을 기반으로 국내 시장 점유율 최대 25% 달성을 가정하였으며, 이에 따라 신약가치 2,460억원을 신규 반영함

머크에 기술이전한 MASH 치료제 에피노페그듀타이드는 연내 임상 2상 종료 후 26년 상반기에 결과 발표가 예상되며, 3상 진입 가능성이 높아 성공 확률을 15.1%에서 52.4%로 상향, 신약가치도 9,450억원으로 조정함. 이를 반영하여 총 기업가치를 5조 7,745억원으로 추정함

동사의 핵심 파이프라인 성과가 가시화되면서 투자심리 회복과 주가 재평가가 기대되어 목표주가 상향 및 투자이건 매수를 유지함

R&D 타임라인: 1) 연말 에페글레타이드 임상 3상 탑라인 결과 발표, 2) 연말 에피노페그듀타이드(MASH) 임상 2b상 완료, 내년 초 데이터 발표 예정

3Q25 Preview: 고마진 품목 성장과 북경한미 회복으로 이익 개선 기대

연결 매출 3,714억원(+2.6% yoy), 영업이익 587억원(+15.2% yoy), OPM 15.8% 전망. 매출은 API 수출 감소로 컨센서스 소폭 하회하나, 영업이익은 북경한미 정상화, 고마진 ETC 품목 성장, 엔서쿼다 기술이전 계약금 수령으로 컨센서스 부합 예상. 별도 매출 2,708억원(-2.1% yoy), 영업이익 397억원(+26.8 yoy), OPM 14.7% 전망. 북경한미 매출 969억원(+15.0% yoy), 영업이익 200억원(+33.1% yoy), OPM 20.6% 전망. 중국 정부의 집중구매 제도 영향이 적은 품목 중심으로 영업 전략을 수립하였으며, 신규 품목 도입 및 자체 제품 확대도 추진중임에 따라 3분기 실적 정상화 기대. 한미정밀화학 매출 294억원(+1.1% yoy), 영업이익 -2억원(적자전환) 전망. 세파게 항생제 경쟁 심화로 매출 성장 제한적이나, CDMO 비중 증가로 연간 흑자 전환 기대

(단위: 십억원 %)

구분	3Q24	2Q25	3Q25(F)				4Q25			
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	362	361	413	371	2.6	2.8	398	429	22.1	15.6
영업이익	51	60	61	59	15.2	-2.8	60	62	102.8	5.1
순이익	31	39	43	41	31.4	5.3	43	33	흑전	-19.3

자료: 한미약품, FnGuide, 대신증권 Research Center

표 1. 한미약품 목표주가 산출 (단위: 억원)

	기업가치	비고
한미약품 영업가치 (A)	46,951	
25년 EBITDA	3,238	
Target EV/EBITDA	14.5	국내 Peer 그룹 12개월 Fwd EV/EBITDA 평균값 적용
비영업가치 (B)	12,543	
에피노페그듀타이드	9,450	GLP-1/GCG, MASH 2b 상
에페글레나타이드	2,460	GLP-1, 비만 국내 임상 3상
보유 지분가치	633	장부가액 기준
순차입금 (C)	1,749	
총 기업가치 (A+B-C)	57,745	
유통주식수 (천주)	12,680	
적정주가 (원)	455,392	
목표주가 (원)	450,000	
현재주가 (원)	342,000	25.10.14
상승여력 (%)	32%	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 에페글레나타이드 신약 가치 추정 (단위: 십억원)

	25E	26E	27E	28E	29E	30E	31E	32E	33E	34E	35E	36E
개발단계	P3	출시										
비만치료제 처방 환자수 (만명)	285	285	285	285	285	285	285	285	285	285	285	285
M/S		1%	4%	7%	9%	12%	15%	17%	19%	20%	23%	25%
에페글레나타이드 처방 환자수 (만명)		28,451	113,805	199,158	256,061	341,414	426,768	483,670	540,572	569,024	654,377	711,280
약가 (백만원)		3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8
매출 (십억원)		10.9	43.6	76.3	98.1	130.8	163.5	185.3	207.1	218.0	250.7	272.5
마진율 (30%)		3.3	13.1	22.9	29.4	39.2	49.1	55.6	62.1	65.4	75.2	81.8
현재가치 (WACC 9.0%)		2.7	9.8	15.6	18.3	22.2	25.2	25.9	26.4	25.2	26.4	26.1
현재가치 합	223.7											
Terminal Value	47.8	영구 성장률 (-5%)										
최종가치	246.0	3상 성공확률 90.6%										

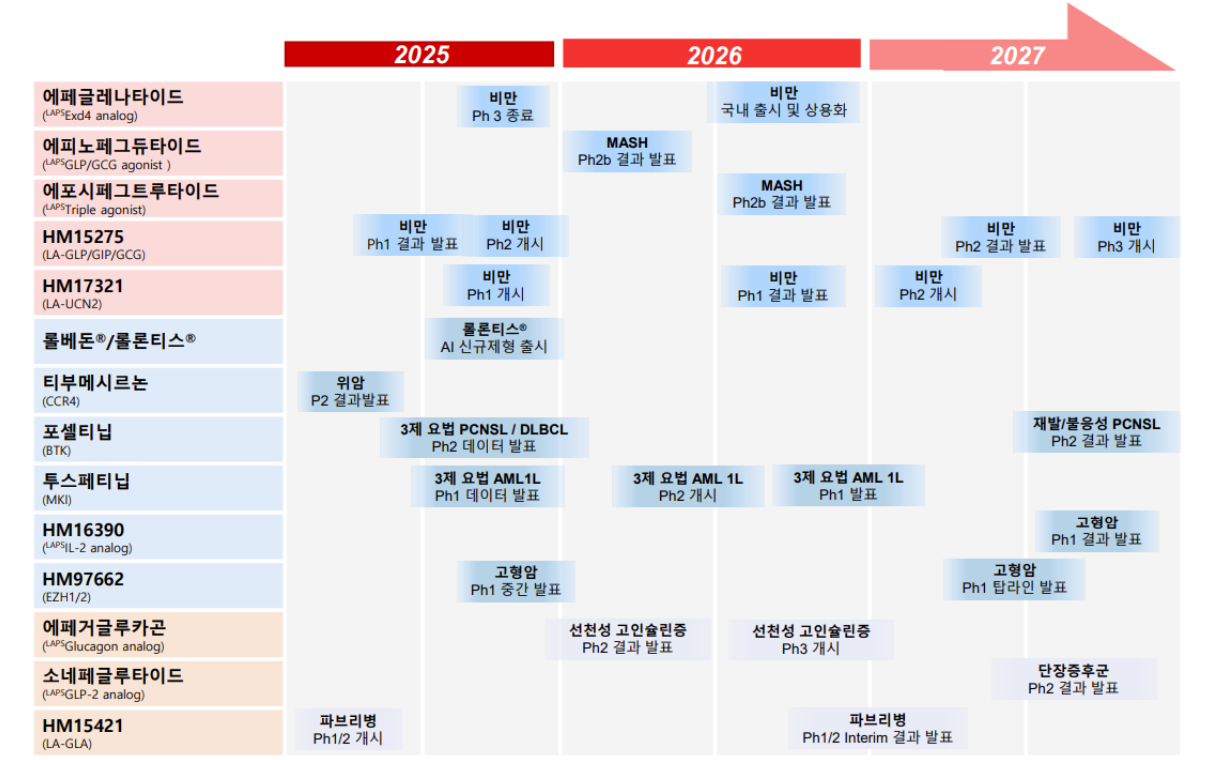
자료: 대신증권 Research Center

표 3. 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	371.4	429.4	1495.5	1553.0	1673.9
yoy (%)	11.8%	10.3%	-0.7%	-16.7%	-3.2%	-4.5%	2.6%	22.1%	0.3%	3.8%	7.8%
한미약품 별도	275.1	281.8	276.8	280.5	295.0	285.1	270.8	321.0	1114.1	1163.2	1273.8
yoy (%)	9.7%	11.3%	1.7%	-12.6%	7.3%	1.2%	-2.1%	14.4%	1.6%	4.4%	9.5%
북경한미	127.7	98.7	84.3	74.9	96.5	86.7	96.9	116.4	385.6	396.5	425.1
yoy (%)	15.0%	9.5%	-9.6%	-27.5%	-24.4%	-12.2%	15.0%	55.4%	-3.0%	2.8%	7.2%
한미정밀화학	24.8	34.3	29.1	20.7	22.8	23.0	29.4	26.4	108.9	101.6	104.3
yoy (%)	-4.2%	14.3%	34.7%	-38.4%	-8.1%	-32.9%	1.1%	27.3%	-2.0%	-6.7%	2.6%
연결조정	-23.9	-36.7	-28.1	-24.5	-23.4	-33.5	-25.8	-34.4	-113.1	-108.3	-129.3
매출총이익	226.5	206.7	198.6	185.2	213.6	204.8	209.6	231.9	817.0	859.9	947.1
GPM (%)	56.1%	54.7%	54.9%	52.7%	54.6%	56.7%	56.4%	54.0%	54.6%	55.4%	56.6%
yoy (%)	9.4%	14.7%	-0.1%	-23.8%	-5.7%	-0.9%	5.5%	25.2%	-1.5%	5.3%	10.1%
연결 영업이익	76.7	58.1	51.0	30.5	59.0	60.4	58.7	61.8	216.2	239.9	266.2
OPM (%)	19.0%	15.4%	14.1%	8.7%	15.1%	16.7%	15.8%	14.4%	14.5%	15.4%	15.9%
yoy (%)	27.9%	75.3%	-11.4%	-56.5%	-23.0%	3.9%	15.2%	102.7%	-2.0%	11.0%	11.0%
한미약품 별도	39.5	32.1	31.3	29.7	47.0	43.5	39.7	43.5	132.7	173.7	162.1
OPM (%)	14.4%	11.4%	11.3%	10.6%	15.9%	15.3%	14.7%	13.5%	11.9%	14.9%	12.7%
yoy (%)	27.6%	156.9%	-3.9%	-44.5%	18.9%	35.3%	26.8%	46.1%	2.4%	30.9%	-6.7%
북경한미	37.8	25.2	15.0	4.2	11.3	16.7	20.0	25.4	82.2	73.4	87.0
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%	33.1%	505.9%	-21.5%	-10.7%	18.6%
한미정밀화학	-1.7	1.8	3.2	-2.4	-1.9	2.0	-0.2	1.4	0.9	1.3	3.4
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%	46.0%	158.7%
연결조정	1.0	-1.0	1.5	-1.1	2.6	-1.8	-0.7	-8.6	0.4	-8.5	13.7

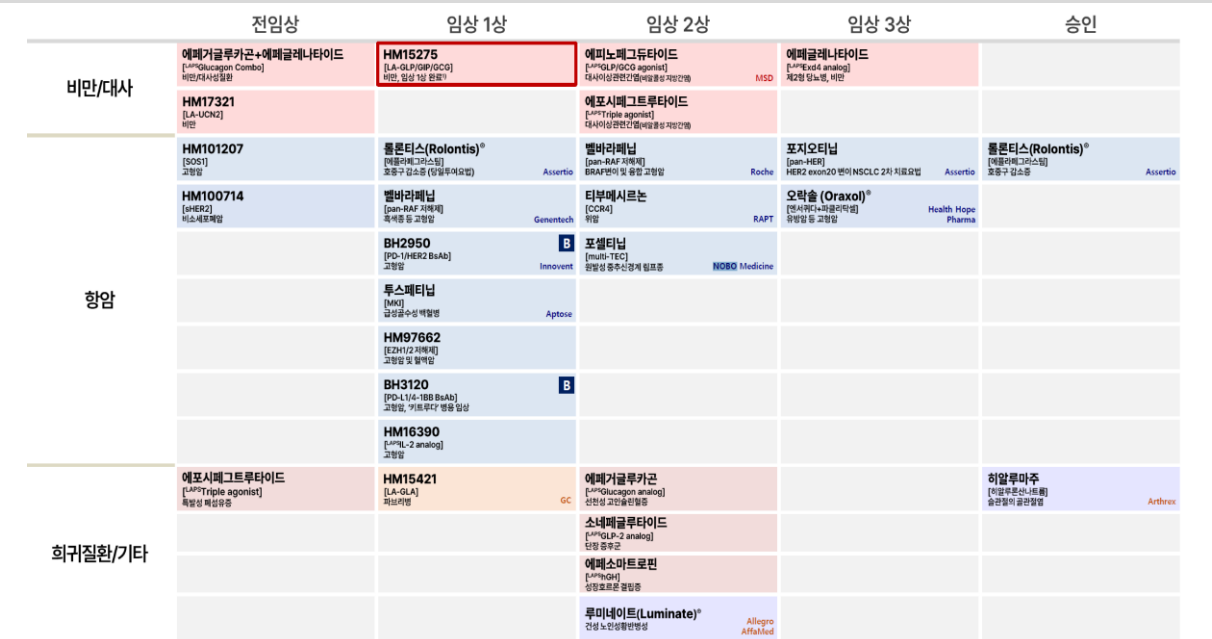
자료: 한미약품, 대신증권 Research Center

그림 1. 한미약품 R&D 타임라인



자료: 한미약품, 대신증권 Research Center

그림 2. 한미약품 R&D 파이프라인 현황



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

자료: 한미약품, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

- 1973년 설립, 2010년 KOSPI 상장, 의약품 제조 및 판매 사업 영위
- 전문약품(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(아모질탄) 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

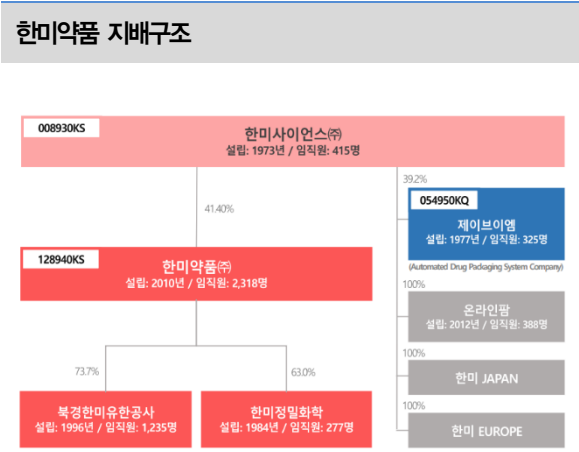
자료: 한미약품, 대신증권 Research Center

Earnings Driver

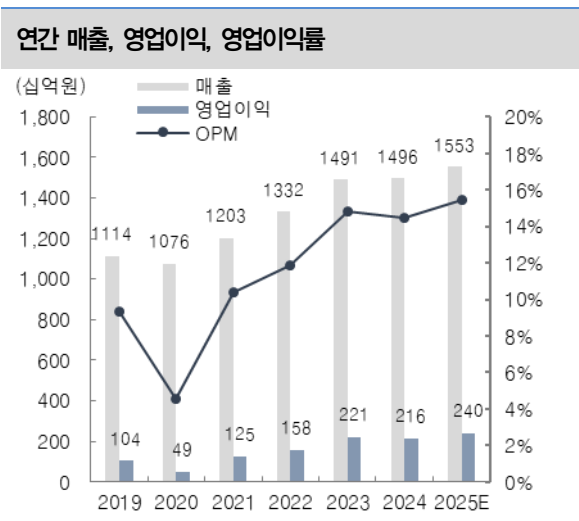
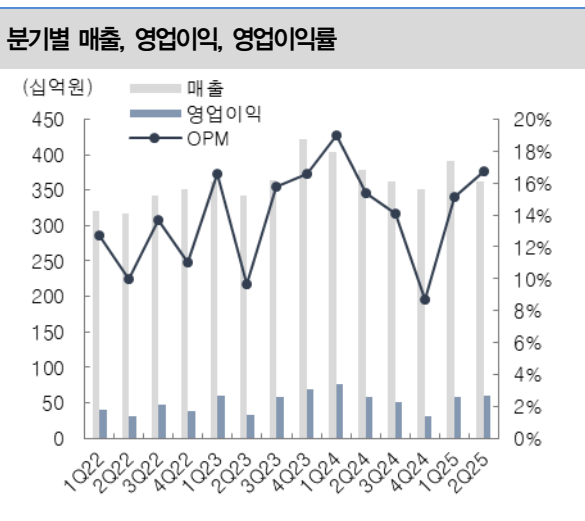
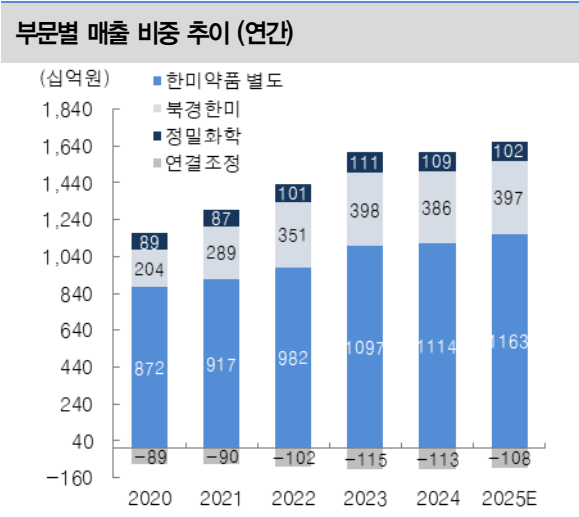
2Q25 한미약품 연결 매출 구성

매출 구성	비율
제품 매출	90%
기타 매출	2%
로열티 수익	1%
상품 매출	7%

자료: 한미약품, 대신증권 Research Center



자료: 한미약품, 대신증권 Research Center



재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,491	1,496	1,553	1,674	1,849
매출원가	662	678	693	727	804
매출총이익	829	817	860	947	1,046
판매비와관리비	609	601	620	681	735
영업이익	221	216	240	266	310
영업외수익	148	145	155	159	168
EBITDA	319	314	324	362	409
영업외손익	-27	-45	-24	-11	3
관계기업손익	-1	0	0	0	0
금융수익	7	12	12	12	12
외환평가이익	8	13	6	6	6
금융비용	-29	-31	-32	-31	-33
외환평가손실	0	0	0	0	0
기타	-3	-26	-4	8	23
법인세비용차감전순이익	194	171	216	255	313
법인세비용	-29	-31	-39	-46	-56
계속사업순이익	165	140	177	209	257
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	165	140	177	209	257
당기순이익율	11.1	9.4	11.4	12.5	13.9
비자비자분순이익	19	19	22	26	33
자비자분순이익	146	121	155	183	224
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-5	3	4	4	4
포괄순이익	111	175	219	252	299
비자비자분포괄이익	18	33	38	46	39
자비자분포괄이익	93	142	181	206	260

Valuation 지표

(단위: 원 배 %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	11,415	9,470	12,093	14,293	17,455
PER	30.9	29.6	28.3	23.9	19.6
BPS	74,580	84,685	95,556	108,628	124,863
PBR	4.7	3.3	3.6	3.1	2.7
EBITDAPS	24,912	24,473	25,273	28,221	31,916
EV/EBITDA	15.3	12.9	14.6	12.7	11.0
SPS	116,376	116,736	121,224	130,659	144,366
PSR	3.0	2.4	2.8	2.6	2.4
CFPS	25,861	24,961	27,599	31,478	36,324
DPS	490	1,250	1,250	1,250	1,250

재무비율

(단위: 원 배 %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증감율	120	0.3	3.8	7.8	10.5
영업이익 증감율	396	-2.0	11.0	10.9	16.6
순이익 증감율	62.8	-15.1	26.2	18.2	22.6
수익성					
ROIC	14.2	13.5	14.7	16.1	18.0
ROA	11.5	11.0	11.3	11.2	11.7
ROE	16.0	11.9	13.4	14.0	15.0
안정성					
부채비율	72.6	62.9	60.3	57.9	53.9
순차입금비율	28.9	24.5	11.9	1.7	-5.9
이자보상비율	7.7	8.9	10.0	11.7	12.9

자료: 한미약품, 대신증권 Research Center

재무상태표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	731	746	955	1,198	1,458
현금및현금성자산	55	192	378	566	746
매출채권 및 기타채권	177	239	248	267	295
재고자산	289	301	312	337	372
기타유동자산	210	14	17	28	45
비유동자산	1,168	1,275	1,289	1,315	1,358
유형자산	833	796	784	775	776
관계기업투자지급	2	2	2	2	2
기타비유동자산	333	477	502	538	580
자산총계	1,899	2,021	2,244	2,512	2,816
유동부채	705	683	709	750	780
매입채무 및 기타채무	189	213	214	230	236
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	844	921	987
자비자분	955	1,085	1,224	1,392	1,600
자본금	31	32	32	32	32
자본잉여금	412	411	411	411	411
이익잉여금	582	681	820	987	1,195
기타자본변동	-70	-39	-39	-39	-39
비자비자분	145	156	176	200	230
자본총계	1,100	1,241	1,400	1,592	1,829
순차입금	318	303	166	26	-108

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	217	193	236	262	283
당기순이익	165	140	177	209	257
비현금성항목의 가감	166	179	176	194	209
감가상각비	98	97	84	95	98
외환손익	1	-6	-3	-3	-3
지분법평가손익	1	0	0	0	0
기타	65	88	96	102	113
자산부채의 증감	-57	-90	-60	-78	-107
기타현금흐름	-57	-36	-57	-63	-75
투자활동 현금흐름	-183	25	-97	-120	-132
투자자산	-139	90	-15	-17	-18
유형자산	-25	-39	-60	-70	-80
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	186	188	180
기초 현금	147	55	192	378	566
기말 현금	55	192	378	566	746
NOPLAT	188	177	197	218	255
FCF	243	213	203	214	243

[Compliance Notice]

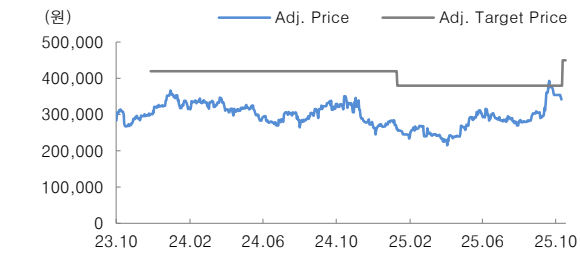
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	25.10.16	25.07.28	25.07.14	25.07.08	25.05.02	25.04.15
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	450,000	380,000	380,000	380,000	380,000	380,000
과다율(평균%)		(18.06)	(24.38)	(30.37)	(30.59)	(35.04)
과다율(최대/최소%)		3.42	(22.11)	(16.71)	(16.71)	(29.08)
제시일자	25.02.05	25.01.14	24.11.16	24.11.01	24.07.15	24.06.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과
목표주가	380,000	380,000	420,000	420,000	420,000	420,000
과다율(평균%)	(34.79)	(34.46)	(28.68)	(25.83)	(26.14)	(32.20)
과다율(최대/최소%)	(29.08)	(32.11)	(16.55)	(16.55)	(16.55)	(27.02)
제시일자	24.05.06	23.12.02	23.12.01			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	420,000	420,000	420,000			
과다율(평균%)	(22.57)	(21.90)				
과다율(최대/최소%)	(12.74)	(12.74)				
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20251013)

구분	Buy(매수)	Marketperform(종립)	Underperform(매도)
비율	89.6%	10.4%	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