



실적 Preview

Outperform(Downgrade)

목표주가: 560,000원
주가(4/10): 500,000원
시가총액: 64,055억 원



제약바이오 Analyst 허혜민
hyemin@kiwoom.com

Stock Data

Table with 3 columns: Metric, Value, and Comparison. Includes KOSPI (4/10), 52 주 주가동향, and quarterly performance metrics.

Company Data

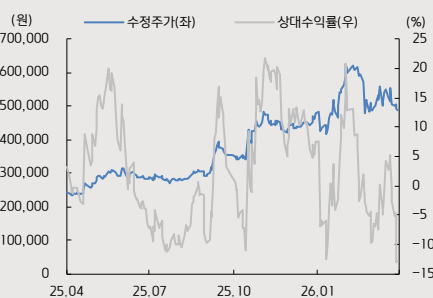
Table with 2 columns: Metric and Value. Includes 발행주식수, 일평균 거래량(3M), and 주요 주주.

투자지표

Table with 5 columns: Metric, 2024, 2025, 2026F, 2027F. Includes 매출액, 영업이익, EBITDA, and various ratios.

자료: 키움증권

Price Trend



한미약품 (128940)

실적 하회 전망. 상반기 MASH 발표 주목!



전년동기에 MSD향 임상시로 공급으로 실적 베이스가 높았고, 이번 분기에는 기술로 및 임상시로 공급 부재할 것으로 추정되어 시장 기대치를 하회할 것으로 전망됩니다.

>>> MSD향 임상시로 기고효과 부재에 따른 하회 전망

1분기 연결 매출액은 3,946억 원(YoY +1%, QoQ -9%), 영업이익 552억 원(YoY -6%, QoQ -34%, OPM 14%)로 시장 컨센서스 매출액 4,139억 원과 영업이익 677억 원을 각각 -5%, -18% 하회할 것으로 전망된다.

전년동기(25.1Q)와 전분기(25.4Q) 발생했던 MSD향 고마진의 임상시로 공급이 이번 분기에는 미발생한 것으로 추정되며, 롤베돈 원료(DS) 매출 역시 파트너사의 라벨링 작업 진행으로 상반기에는 매출이 부재할 것으로 예상된다.

한미약품 별도 기준으로는 로수젯, 아모잘탄 패밀리 중심의 주력 제품 성장이 지속되고 있다 (유비스트 처방 기준 1분기 로수젯은 YoY +9%, 아모잘탄패밀리 YoY +1% 성장).

북경한미는 중국 내 동절기 호흡기 질환 유행이 전년 대비 이른 시기에 완만하게 진행되면서 1분기 호흡기 품목 매출이 제한적이었으나, 집중구매제도 영향이 적은 품목(마미아이 등) 위주 육성 전략을 통해 해당 품목들의 고성장이 예상된다.

>>> R&D 모멘텀: MASH 2b상 발표, 올해 목표: 1건+ 기술이전

MSD에 기술 이전하여 개발 중인 MASH 치료제 에피노페그듀타이드(GLP/GCG)의 2b상 결과 발표는 상반기내로 예상된다. 상반기 중 개최되는 관련 학회는 유럽간학회(EASL, 5월)과 미국당뇨병학회(ADA, 6월)이 있다.

>>> 투자 의견 Outperform 하향, 목표주가 56만 원 상향.

약가 개편은 하반기부터 순차적으로 반영될 예정으로 현재 세부 사항이 아직 확정되지 않아 실적 추정치에는 미반영하였다. R&D 투자를 지속한 혁신형 제약기업에 대한 약가 가산과 유예 특례가 적용될 예정으로 단기 실적 영향은 제한적일 것으로 보인다.

실적 세부 내역 1

(단위, 십억원)

구분	1Q26E	컨센서스	차이	2026E	컨센서스	차이
매출액	394.6	413.9	-5%	1,623.7	1,675.8	-3%
yoy	1%	6%		5%	8%	
영업이익	55.2	67.7	-18%	262.8	279.8	-6%
yoy	-6%	15%		2%	9%	
OPM	14%	16%		16%	17%	
지배주주순이익	40.8	46.8	-13%	188.1	192.1	-2%

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

한미약품 실적 추정 세부 내역 2

(단위, 십억원)

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2026E
한미약품	300.2	284.0	276.8	316.9	1,177.9	287.7	294.1	298.3	332.8	1,212.9
내수	225.4	234.3	232.6	244.2	936.5	240.7	240.3	254.7	272.8	1,008.6
수출	68.2	39.9	29.6	54.2	191.9	46.4	51.0	39.4	55.0	191.9
기술료 수익	1.5	2.2	7.0	5.9	16.6	0.5	2.8	4.2	5.0	12.5
북경한미	96.5	86.7	92.2	126.2	401.5	112.7	100.4	101.6	114.7	429.4
한미정밀화학	22.8	23.0	17.2	28.3	91.3	23.9	24.2	18.1	29.7	95.9
내부매출차감	-28.6	-32.4	-23.8	-38.4	-123.2	-29.8	-27.1	-26.1	-31.4	-114.4
연결 매출액	390.9	361.3	362.3	433	1,547.5	394.6	391.5	391.9	445.8	1,623.7
yoy	-3%	-5%	0%	23%	4%	1%	8%	8%	3%	5%
영업이익	59.0	60.4	55.1	83.3	257.8	55.2	63.4	63.9	80.3	262.8
yoy	-23%	4%	8%	173%	19%	-6%	5%	16%	-4%	2%
OPM	15%	17%	15%	19%	17%	14%	16%	16%	18%	16%

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구분	가치 산정	비고
① 영업가치	54,853	Fw12M EBITDA * 상위제약사 평균 EV/EBITDA
② 비영업가치	18,406	
- 듀얼_MSD	13,283	성공확률 25%, 할인율 8%, 출시 '29년. 영구성장률 0%. 배분율 70%
- 트리플어고니스트	5,123	성공확률 25%, 할인율 8%, 출시 '30년. 영구성장률 0%. 배분율 70%
③ 순차입금	2,329	
④ 유통 주식 수	12,680	
⑤ 기업가치(=①+②-③)	70,930	
⑥ 목표주가(=⑤/④)	560,000	

상위제약사: 녹십자, 대웅제약, 종근당, 동아에스티
 자료: 키움증권 리서치센터

파이프라인 현황

	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	승인
비만/대사	에페거글루카곤+에페글레나타이드 [AGL/GCagon Combo] 비만/대사질환	HM17321 [LA-ICN2] 비만	HM15275 [LA-GLP1/GCG] 비만	에페글레나타이드 [AGL/GCagon analog] 제2형 당뇨병, 비만	
			에피노페그듀타이드 [AGL/GCagon agonist] 대사이상관련간염(비알콜성 지방간염) MSD		
			에포시페그트루타이드 [AGL/triple agonist] 대사이상관련간염(비알콜성 지방간염)		
항암	HM101207 [SOS1] 고형암	롤론티스(Rolontis) [®] [에볼리페그그라스트림] 호중구 감소증 (당일투여요법) Asserbio	벨바라페닙 [pan-RAP 저해제] BRAF변이 및 융합 고형암, NRAS 변이 흑색종 Roche	포지오티닙 [pan-HER3] HER2/EGFR 20년 NSCLC 2차 치료요법 Asserbio	롤론티스(Rolontis) [®] [에볼리페그그라스트림] 호중구 감소증 Asserbio
	HM100714 [HER2] 비스세포과암	벨바라페닙 [pan-RAP 저해제] 흑색종 등 고형암 Genentech	티부메시르논 [CCR4] 위암 RAPT	오락솔 (Oraxol) [®] [만사기다+피클리락틴] 유방암 등 고형암 Health Hope Pharma	
		BH2950 [PD-1/HER2 BtAb] 고형암 Inovvent	포셀티닙 [multi-TEC] 원발성 중추신경계 림프종 NOBO Medicine		
		투스페티닙 [MKI] 림프관수상 백혈병 Aptose			
		HM97662 [EZH2 저해제] 고형암 및 혈액암			
		BH3120 [PD-1/4-1BB BtAb] 고형암, 키트루다 병용 임상			
희귀질환/기타	에포시페그트루타이드 [AGL/triple agonist] 특발성 폐성유종	HM15421 [LA-GLA] 파브리병 GC	에페거글루카곤 [AGL/GCagon analog] 선천성 고안슐린혈증		히알루마주 [히알루론산신노트름] 술관절의 골관절염 Arthrex
			소네페글루타이드 [AGL/GP-2 analog] 탄당 중추군		
			에페소마트로핀 [AGL/GH] 성장호르몬 결핍증		
			루미네이트(Luminate) [®] 간성 노년성황반병상 Allergo Heifei AffaMed		

B 복경한미 * : 코비메티닙 병용, 국내 임상 승인

□ : 에피노페그/에페글레나타이드: 국내 품목 허가 신청 및 식약처 신속심사(GIFT) 대상 지정, 벨바라페닙: NRAS 변이 흑색종 코비메티닙 병용 국내 임상 2상 진입

자료: 한미약품, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	1,495.5	1,547.5	1,623.7	1,751.7	1,854.8
매출원가	678.5	663.1	700.2	754.4	798.3
매출총이익	817.0	884.4	923.5	997.3	1,056.5
판관비	600.9	626.6	660.7	712.8	754.7
영업이익	216.2	257.8	262.8	284.5	301.8
EBITDA	313.5	356.6	356.0	365.4	372.0
영업외손익	-44.9	-44.3	-6.5	1.6	10.4
이자수익	5.7	7.3	15.5	23.5	32.4
이자비용	24.4	17.0	17.0	17.0	17.0
외환관련이익	12.5	7.5	4.1	4.1	4.1
외환관련손실	3.2	6.1	4.0	4.0	4.0
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-35.5	-36.0	-5.1	-5.0	-5.1
법인세차감전이익	171.3	213.5	256.3	286.1	312.2
법인세비용	30.8	26.3	48.7	54.4	59.3
계속사업순이익	140.4	187.1	207.6	231.7	252.9
당기순이익	140.4	187.1	207.6	231.7	252.9
지배주주순이익	121.3	169.6	188.1	210.0	229.1
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	0.3	3.5	4.9	7.9	5.9
영업이익 증감율	-2.0	19.2	1.9	8.3	6.1
EBITDA 증감율	-1.8	13.7	-0.2	2.6	1.8
지배주주순이익 증감율	-17.0	39.8	10.9	11.6	9.1
EPS 증감율	-17.0	39.8	11.0	11.6	9.1
매출총이익율(%)	54.6	57.2	56.9	56.9	57.0
영업이익률(%)	14.5	16.7	16.2	16.2	16.3
EBITDA Margin(%)	21.0	23.0	21.9	20.9	20.1
지배주주순이익률(%)	8.1	11.0	11.6	12.0	12.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	193.5	173.1	296.0	291.1	315.1
당기순이익	140.4	187.1	207.6	231.7	252.9
비현금항목의 가감	179.3	198.1	193.3	178.6	164.0
유형자산감가상각비	85.5	86.2	78.0	67.8	58.8
무형자산감가상각비	11.8	12.6	15.2	13.1	11.4
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	82.0	99.3	100.1	97.7	93.8
영업활동자산부채증감	-90.3	-150.1	-54.9	-71.5	-58.0
매출채권및기타채권의감소	-61.1	-87.3	-16.8	-28.3	-22.8
재고자산의감소	1.9	-37.0	-16.7	-28.0	-22.6
매입채무및기타채무의증가	-10.4	12.5	-22.4	-16.2	-13.5
기타	-20.7	-38.3	1.0	1.0	0.9
기타현금흐름	-35.9	-62.0	-50.0	-47.7	-43.8
투자활동 현금흐름	24.9	-159.5	-40.6	-40.6	-40.6
유형자산의 취득	-39.3	-43.0	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.1	0.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-22.8	-33.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-127.9	48.8	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	199.3	-92.1	0.0	0.0	0.0
기타	15.5	-40.7	-40.6	-40.6	-40.6
재무활동 현금흐름	-93.8	-97.2	-28.9	-28.9	-28.9
차입금의 증가(감소)	-75.8	-62.8	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-3.3	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-12.6	-30.9	-25.4	-25.4	-25.4
기타	-2.1	-3.5	-3.5	-3.5	-3.5
기타현금흐름	12.7	-0.4	0.7	0.7	0.7
현금 및 현금성자산의 순증가	137.3	-84.0	227.2	222.4	246.4
기초현금 및 현금성자산	55.0	192.3	108.3	335.5	557.9
기말현금 및 현금성자산	192.3	108.3	335.5	557.9	804.3

자료 : 키움증권

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	746.3	893.9	1,153.7	1,431.3	1,722.3
현금 및 현금성자산	192.3	108.3	335.5	557.9	804.4
단기금융자산	0.9	93.0	93.0	93.0	93.0
매출채권 및 기타채권	238.8	341.8	358.6	386.9	409.7
재고자산	300.9	338.5	355.2	383.2	405.7
기타유동자산	13.4	12.3	11.4	10.3	9.5
비유동자산	1,274.5	1,243.6	1,150.4	1,069.5	999.3
투자자산	172.4	123.6	123.6	123.6	123.6
유형자산	795.6	760.2	682.1	614.3	555.5
무형자산	94.1	113.3	98.1	85.0	73.6
기타비유동자산	212.4	246.5	246.6	246.6	246.6
자산총계	2,020.8	2,137.6	2,304.1	2,500.9	2,721.6
유동부채	682.8	605.2	582.8	566.5	553.0
매입채무 및 기타채무	212.8	198.0	175.6	159.3	145.8
단기금융부채	404.8	337.5	337.5	337.5	337.5
기타유동부채	65.2	69.7	69.7	69.7	69.7
비유동부채	97.3	109.5	109.5	109.5	109.5
장기금융부채	91.9	96.7	96.7	96.7	96.7
기타비유동부채	5.4	12.8	12.8	12.8	12.8
부채총계	780.1	714.7	692.3	676.1	662.6
자본지분	1,084.9	1,249.8	1,419.2	1,610.4	1,820.8
자본금	32.0	32.0	32.0	32.0	32.0
자본잉여금	411.3	411.3	411.3	411.3	411.3
기타자본	-43.3	-43.3	-43.3	-43.3	-43.3
기타포괄손익누계액	4.0	13.2	19.9	26.5	33.2
이익잉여금	680.9	836.5	999.3	1,183.8	1,387.6
비지배지분	155.9	173.1	192.6	214.4	238.1
자본총계	1,240.8	1,422.9	1,611.8	1,824.8	2,059.0

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	9,470	13,235	14,685	16,388	17,885
BPS	84,685	97,553	110,778	125,707	142,132
CFPS	24,961	30,071	31,299	32,031	32,541
DPS	1,250	2,000	2,000	2,000	2,000
주가배수(배)					
PER	29.6	34.2	34.0	30.5	28.0
PER(최고)	39.8	37.3	44.1		
PER(최저)	25.7	16.2	27.7		
PBR	3.31	4.63	4.51	3.98	3.52
PBR(최고)	4.45	5.06	5.84		
PBR(최저)	2.88	2.20	3.67		
PSR	2.40	3.74	3.94	3.66	3.45
PCFR	11.2	15.0	16.0	15.6	15.4
EV/EBITDA	12.9	17.4	18.5	17.5	16.6
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	11.3	13.6	12.2	10.9	10.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
ROA	7.2	9.0	9.3	9.6	9.7
ROE	11.9	14.5	14.1	13.9	13.4
ROIC	12.9	15.6	15.7	17.3	18.5
매출채권회전율	7.2	5.3	4.6	4.7	4.7
재고자산회전율	5.1	4.8	4.7	4.7	4.7
부채비율	62.9	50.2	43.0	37.0	32.2
순차입금비율	24.5	16.4	0.3	-11.9	-22.5
이자보상배율	8.9	15.2	15.5	16.8	17.8
총차입금	496.7	434.2	434.2	434.2	434.2
순차입금	303.5	232.9	5.6	-216.7	-463.2
EBITDA	313.5	356.6	356.0	365.4	372.0
FCF	104.8	76.8	251.2	239.8	256.7

Compliance Notice

- 당사는 4월 10일 현재 '한미약품(128940)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

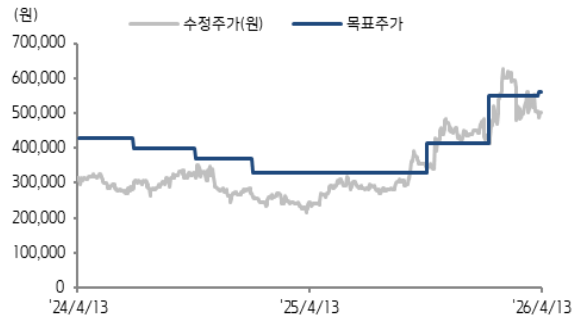
고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한미약품	2024-04-15	BUY(Maintain)	430,000원	6개월	-30.63	-23.95
(128940)	2024-07-09	BUY(Maintain)	400,000원	6개월	-23.16	-15.50
	2024-10-15	Outperform (Downgrade)	370,000원	6개월	-20.96	-5.27
	2025-01-13	Buy(Upgrade)	330,000원	6개월	-24.51	-21.06
	2025-02-05	Buy(Maintain)	330,000원	6개월	-23.76	-18.33
	2025-03-27	Buy(Maintain)	330,000원	6개월	-24.76	-18.33
	2025-04-09	Buy(Maintain)	330,000원	6개월	-19.95	-4.09
	2025-10-15	Buy(Maintain)	415,000원	6개월	4.26	16.39
	2026-01-20	Buy(Maintain)	550,000원	6개월	-2.92	13.82
	2026-04-13	Outperform (Downgrade)	560,000원	6개월		

목표주가 추이 (2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자의견 및 적용기준

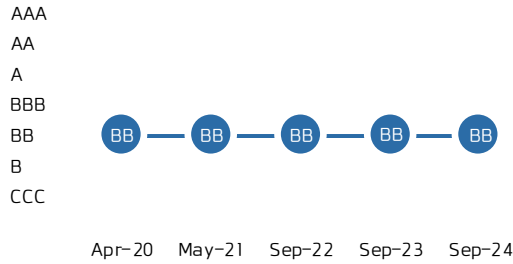
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2025/04/01~2026/03/31)

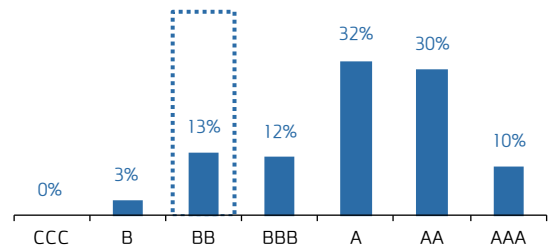
매수	중립	매도
96.04%	3.96%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치센터

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치센터
Universe: MSCI ACWI Index 제약사 80개

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
주요 이슈 가중평균	3.8	4.8		
환경	4.7	3.8	9.0%	
유독 물질 배출과 폐기물	4.7	3.8	9.0%	
사회	4.1	3.6	58.0%	
제품 안전과 품질	3.7	3.9	27.0%	
인력 자원 개발	5.0	3.5	18.0%	
의료 서비스	3.8	3.2	13.0%	
지배구조	3.1	5.4	33.0%	▲0.3
기업 지배구조	3.0	6.2		▲0.4
기업 활동	6.3	6		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치센터

ESG 최근 이슈

일자	내용
	업데이트 내용 없음

자료: 키움증권 리서치센터

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 피어 주요 5개사 (제약)	유독 물질 배출과 폐기물	의료 서비스	인력 자원 개발	제품 안전과 품질	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
Eisai Co., Ltd.	●●●	●●●●	●●●●●	●	●●●●	●●	AAA	◀▶
Kyowa Kirin Co., Ltd.	●●●	●●●	●●●	●●●●	●●	●●●●	AA	◀▶
Shionogi & Co., Ltd.	●●●●	●●●●	●●●	●●	●●●●	●●●●	AA	◀▶
Astellas Pharma Inc.	●●●●	●●●●	●●●	●●●	●●●●	●●●●	AA	▼
Richter Gedeon Vegyeszeti Gyar Nyilvanosan Mukodo Rt.	●●	●●●	●●●	●●●	●●●●	●	A	▲
한미약품	●●●	●●●	●●●	●●	●	●●	BB	◀▶

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ●●●●
 등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼
 자료: MSCI, 키움증권 리서치센터