



**BUY (유지)**

목표주가(12M) 420,000원(상향)  
현재주가(10.14) 342,000원

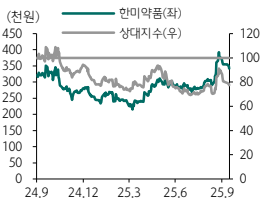
#### Key Data

|                  |                 |
|------------------|-----------------|
| KOSPI 지수 (pt)    | 3,561.81        |
| 52주 최고/최저(원)     | 393,000/215,000 |
| 시가총액(십억원)        | 4,381.4         |
| 시가총액비중(%)        | 0.15            |
| 발행주식수(천주)        | 12,811.0        |
| 60일 평균 거래량(천주)   | 81.1            |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 26.3            |
| 외국인지분율(%)        | 13.68           |
| 주요주주 지분율(%)      |                 |
| 한미사이언스 외 4인      | 50.57           |
| 국민연금공단           | 11.29           |

#### Consensus Data

|           | 2025    | 2026    |
|-----------|---------|---------|
| 매출액(십억원)  | 1,577.2 | 1,720.4 |
| 영업이익(십억원) | 244.1   | 274.8   |
| 순이익(십억원)  | 174.8   | 202.0   |
| EPS(원)    | 12,756  | 14,708  |
| BPS(원)    | 97,190  | 111,475 |

#### Stock Price



#### Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

| 투자지표      | 2023    | 2024    | 2025F   | 2026F   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액       | 1,490.9 | 1,495.5 | 1,522.4 | 1,570.3 |
| 영업이익      | 220.7   | 216.2   | 243.8   | 250.1   |
| 세전이익      | 194.0   | 171.3   | 222.1   | 245.9   |
| 순이익       | 146.2   | 121.3   | 166.2   | 174.8   |
| EPS       | 11,415  | 9,470   | 12,973  | 13,647  |
| 증감율       | 76.62   | (17.04) | 36.99   | 5.20    |
| PER       | 30.88   | 29.62   | 26.36   | 25.06   |
| PBR       | 4.54    | 3.19    | 3.49    | 3.09    |
| EV/EBITDA | 15.32   | 12.93   | 13.89   | 13.42   |
| ROE       | 16.01   | 11.89   | 14.46   | 13.51   |
| BPS       | 77,706  | 88,067  | 98,101  | 110,757 |
| DPS       | 490     | 1,250   | 1,000   | 1,000   |



Analyst 김선아 seona.kim@hanafn.com  
RA 유창근 changkeun.yoo@hanafn.com

**하나증권 리서치센터**

2025년 10월 15일 | 기업분석\_기업분석(Report)

## 한미약품 (128940)

### 북경한미 실적 회복 분위기, R&D 이벤트도 이어갈 것

#### 매출과 이익 컨센서스 소폭 하회, 그러나 YoY 성장할 전망

3Q25는 연결 기준 매출액 3,695억원(YoY+2.1%, 컨센-7.12%), 영업이익 588억원(YoY+15.4%, 컨센-1.52%)으로 컨센서스 보다 소폭 하회할 것으로 예상되나 매출과 영업이익 모두 YoY 성장할 전망이다. 한미약품 별도의 제품 매출 증가와 북경한미의 매출 회복 영향이 크다. 「한미약품 별도」 매출은 2,739억원(YoY-1.0%, QoQ-0.9%), R&D 비용의 소폭 증가 영향으로 영업이익 323억원(YoY+3.2%, QoQ-25.8%) 수준으로 전망한다. 길리어드 엔서퀴다의 기술이전 계약금 37억원은 전액 이익으로 반영되지 않고 한미사이언스와의 인적분할 이전에 개발된 파이프라인으로 기술료가 양사에 배분되었기 때문이다(배분 비율 비공개). 「북경한미」는 상반기 누적 재고 이슈를 해소하고, 판관비가 감소하며 영업이익도 회복하였다. 매출 YoY+16.2%, 이익 YoY+10.5% 성장할 전망이다. 「정밀화학」은 지난 분기 API 축소 및 CDMO 사업으로 전환을 선언하였고, 이번 분기에도 흑자 기조를 유지할 것으로 전망된다. 이로써 2025년 연간 전망치는 매출액 1조5,224억원(YoY+1.8%), 영업이익 2,438억원(YoY+12.8%)로, 현재 컨센서스 대비 매출액은 -3.5% 소폭 하회하나 이익은 부합할 것으로 전망한다.

#### 4Q25 에페글레나타이드, '26년은 MASH 치료제 마일스톤 이벤트도 대기

한미약품 별도의 제품 매출 비중 증가, 북경한미의 실적 회복, 정밀화학의 이익 개선으로 실적은 4Q25부터 계절성 이슈를 제외하고 연간 꾸준한 성장을 기대할 수 있게 되었다. 특히 국산 비만치료제 신약인 에페글레나타이드의 3상 Top line 결과를 연내에 확인할 수 있을 것으로 예상된다. 빠르면 '26년 하반기에 시장에 출시되어 매출에 기여할 전망이다. 또한 타임라인 대로라면 12월경 MSD에 기술이전된 에페노페그두타이드의 임상2b상 투약이 종료되는데, 이에 따라 1H26 내 우수한 결과 확인할 수 있게 되면 내년 내 마일스톤 수령 이벤트도 기대할 수 있다. '26년은 삼중작용제인 에포시페그트루타이드 글로벌2b상, HM15275(삼중, 근육 감소 최소화)의 미국 임상2상(26년 투약종료/27년 결과 예상), HM17321(근육증강)의 미국 임상1상 등 다수의 대사질환 관련 파이프라인의 결과 발표 이벤트가 대기하고 있다. 우수한 임상 결과 발표에 따른 기술이전도 기대하는 바이다.

#### 목표주가 상향, R&D 모멘텀 강화

연결회사의 실적 회복 분위기가 확인되었고, 비만치료제 시장의 성장 등의 분위기를 반영하여 목표주가를 42만원으로 상향한다. 영업가치에서 큰 차이는 없으나, 에페글레나타이드에 대한 기대감을 반영하여 할인요소를 40%에서 74%로 상향하였다. 지금까지 비만치료제 R&D 타임라인을 지켜왔고, 최근 경구용 비만치료제 HM101460을 포함하여, 경구제, 패치제, 월1회 등 파이프라인을 다각화하고 있으므로, '26년에 이어질 이벤트에도 기대가 높다.

도표 1. 한미약품 밸류에이션 (십억원, 배)

| 구분               | 내용         | 비고                                 |
|------------------|------------|------------------------------------|
| EBITDA           | 339.3      | 25F EBITDA                         |
| Target EV/EBITDA | 10.8       | 국내제약사 Peer EV/EBITDA (Fwd. 12M) 평균 |
| 영업가치             | 3,663.9    |                                    |
| 순차입금             | 184.7      | 25F 순차입금                           |
| 비영업가치(PV)        | 2,024.8    | 에페글레나타이드, 에피노페그두타이드 반영             |
| 적정 기업가치          | 5,504.1    |                                    |
| 주식 수             | 12,810,991 |                                    |
| 적정주가(원)          | 420,000    | (만원 단위 미만 절사)                      |
| 현재주가(원)          | 342,000    |                                    |
| 상승여력             | 22.8%      |                                    |

자료: 하나증권

도표 2. 국내 Peer 제약사 지표 (단위: 조원, 십억원, 배)

| 사명    | 시총  | 매출액<br>Fwd.12M | 영업이익<br>Fwd.12M | 영업<br>이익률 | ROE<br>Fwd.12M | P/E<br>FY1 | FY2  | P/B<br>FY1 | FY2 | EV/EBITDA<br>FY1 | Fwd.12M | P/S<br>FY1 | FY2 |
|-------|-----|----------------|-----------------|-----------|----------------|------------|------|------------|-----|------------------|---------|------------|-----|
| 한미약품  | 4.4 | 1,696.5        | 269.7           | 15.9%     | 13.5%          | 26.8       | 23.3 | 3.5        | 3.1 | 13.5             | 12.3    | 2.8        | 2.6 |
| 녹십자   | 1.5 | 1,965.7        | 91.5            | 4.7%      | 3.7%           | 28.3       | 28.6 | 1.2        | 1.1 | 15.1             | 13.4    | 0.8        | 0.8 |
| 동아에스티 | 0.4 | 784.6          | 41.4            | 5.3%      | 3.9%           | 46.4       | 13.0 | 0.6        | 0.6 | 12.7             | 10.7    | 0.6        | 0.5 |
| 대웅제약  | 1.6 | 1,598.0        | 202.9           | 12.7%     | 13.3%          | 11.4       | 10.0 | 1.7        | 1.4 | 8.9              | 8.3     | 1.0        | 1.0 |
| HK이노엔 | 1.3 | 1,127.5        | 126.0           | 11.2%     | 6.7%           | 17.5       | 14.2 | 1.0        | 1.0 | 10.7             | 9.2     | 1.2        | 1.2 |
| 유한양행  | 9.6 | 2,439.5        | 183.7           | 7.5%      | 8.1%           | 74.0       | 47.3 | 4.1        | 3.7 | 52.9             | 36.0    | 4.3        | 3.9 |

주: [Peer 선정 기준] 연간 매출액 1조원 이상/ 유사한 사업구조 (OTC, ETC, 건강식 등 기타 매출) 보유한 기업 중 시총 상위/ 미국시장 시판 의약품 또는 제품 보유  
단, 유한양행 배제(타 지표 대비 EV/EBITDA 값 차이 고려)

자료: 하나증권

도표 3. 신약 파이프라인 비영업가치

|                          | 2024                                       | 2025(F) | 2026(F)    | 2027(F) | 2028(F)  | 2029(F) | 2030(F)     | 2031(F)     | 2032(F)     |
|--------------------------|--------------------------------------------|---------|------------|---------|----------|---------|-------------|-------------|-------------|
| 아시아 비만치료제 에페글레나타이드 매출 추정 |                                            |         |            |         |          |         |             |             |             |
| 국내 비만약 시장                | 358.5                                      | 490.4   | 670.8      | 719.7   | 772.3    | 828.6   | 889.1       | 954.0       | 1,023.7     |
| YoY 성장률                  | 7.3% (2019~2023년 국내 비만 치료제 시장 CAGR, IQVIA) |         |            |         |          |         |             |             |             |
| 에페글레나타이드 매출              | 임상3상                                       | 임상3상    | 하반기 출시     | 1차년도    | 2차년도     | 3차년도    | 4차년도        | 5차년도        | 6차년도        |
| 에페 매출 성장율                | (3차년도인 2029년 연 매출 1천억원 달성)                 |         |            |         |          |         |             |             |             |
| 에페 매출(십억원)               |                                            |         | 20.1       | 43.2    | 69.5     | 99.4    | 133.4       | 171.7       | 215.0       |
| 에페 MS                    |                                            |         | 3.0%       | 6.0%    | 9.0%     | 12.0%   | 15.0%       | 18.0%       | 21.0%       |
| 할인요소                     | 74% (허가 성공확률) 매출에 반영 매출에 반영                |         |            |         |          |         |             |             |             |
| 할인된 에페 매출(십억원)           | 0.0                                        | 14.9    | 32.0       | 51.4    | 73.6     | 98.7    | 127.1       | 159.1       |             |
| MASH 에피노페그두타이드 기술료 수익    |                                            |         |            |         |          |         |             |             |             |
| MASH 치료제 기준 년도           | 2024                                       | 2025(F) | 2026(F)    | 2027(F) | 2028(F)  | 2029(F) | 2030(F)     | 2031(F)     | 2032(F)     |
| MASH 치료제 글로벌 시장(min\$)   | 180.0                                      | 347.1   | 669.5      | 1,291.0 | 2,489.8  | 4,801.6 | 9,260.0     | 11,112.0    | 13,334.4    |
| 시장CAGR                   | 93% (2024~2030년 CAGR)                      |         |            |         |          |         |             |             |             |
| 기술이전 총액(min\$)           | 860.0 (min\$)                              |         |            |         |          |         |             |             |             |
| 기술료 수입(min\$)            |                                            | 0       | 43.0       | 0.0     | 43.0     | 43.0    | 46.3        | 55.6        | 66.7        |
| 기술료 수입 근거                |                                            |         | P2성공-P3 진입 |         | P3성공-NDA | 상업화성공   | Royalty 1년차 | Royalty 2년차 | Royalty 3년차 |
| 원/달러 환율                  |                                            | 1,400.0 | 1,350.0    | 1,350.0 | 1,350.0  | 1,350.0 | 1,350.0     | 1,350.0     | 1,350.0     |
| 에피 기술료 수익(십억원)           |                                            | 0.0     | 58.1       | 0.0     | 58.1     | 58.1    | 62.5        | 75.0        | 90.0        |
| 할인요소                     | 16% (임상 2상*3상*허가 성공확률)                     |         |            |         |          |         |             |             |             |
| 할인된 에피 기술료 수익(십억원)       |                                            | 0.0     | 9.5        | 0.0     | 9.5      | 9.5     | 10.2        | 12.3        | 14.7        |
| 비영업 매출 합계                |                                            | 0.0     | 24.4       | 32.0    | 60.9     | 83.1    | 108.9       | 139.4       | 173.8       |
| NOPLAT                   | 80%                                        | 0.0     | 19.5       | 25.6    | 48.8     | 66.5    | 87.1        | 111.5       | 139.1       |
| WACC                     | 7.77%                                      |         |            |         |          |         |             |             |             |
| 영구성장률                    | 2.7%                                       |         |            |         |          |         |             |             |             |
| PV of FCFF               |                                            | 341.8   | 341.8      | 341.8   | 341.8    | 341.8   | 341.8       | 341.8       | 341.8       |
| Sum of PV of FCFF        | 341.8                                      |         |            |         |          |         |             |             |             |
| Terminal Value           | 1,683.0                                    |         |            |         |          |         |             |             |             |
| PV of Terminal Value     | 2,024.8                                    |         |            |         |          |         |             |             |             |

주1: [에페글레나타이드 추정] 국내 비만약의 분기별 매출에서 QoQ 성장률 8%를 반영하여 국내 비만치료제 시장을 추정, 그 시장에서 3%부터 매년 3%씩 성장하는 것으로 추정.

주2: [에피노페그두타이드 추정]

\*MASH 치료제 시장은 한국보건산업진흥원 조사 결과 (2024년 레즈티프라 연매출 기준 2030년까지 추정), 2031년 부터는 임의로 20% 성장 추정

\*에피노페그두타이드 마일스톤은 임상 단계별 ~상업화성공 마일스톤 5%로 일괄 적용/Royalty는 MASH 치료제 시장 10%의 로열티율 5% 적용

주3: 할인요소 추정('23년 IQVIA 조사), 임상3상 성공률 54%/ 임상2상 성공률 41%/ FDA 승인확률 74%

자료: 하나증권

도표 4. 한미약품 연결 실적 전망

|              | 1Q25   | 2Q25   | 3Q25F  | 4Q25F  | 1Q26F  | 2Q26F | 3Q26F | 4Q26F | 2025F   | 2026F   |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|---------|---------|
| 총 매출액 (연결)   | 390.9  | 361.3  | 369.5  | 400.7  | 380.1  | 386.5 | 388.9 | 414.8 | 1,522.4 | 1,570.3 |
| YoY(%)       | -3.2%  | -4.5%  | 2.1%   | 14.0%  | -2.8%  | 7.0%  | 5.2%  | 3.5%  | 1.8%    | 3.1%    |
| QoQ(%)       | 11.2%  | -7.6%  | 2.3%   | 8.4%   | -5.1%  | 1.7%  | 0.6%  | 6.7%  |         |         |
| 한미약품 (별도)    | 295.0  | 276.4  | 273.9  | 292.4  | 284.7  | 293.0 | 285.6 | 296.1 | 1,137.8 | 1,159.3 |
| YoY(%)       | 7.3%   | -1.9%  | -1.0%  | 4.3%   | -3.5%  | 6.0%  | 4.3%  | 1.2%  | 2.1%    | 1.9%    |
| 제품           | 257.4  | 233.1  | 237.6  | 242.5  | 241.5  | 244.5 | 245.6 | 248.0 | 970.6   | 979.7   |
| 주요제품ETC      | 164.6  | 166.5  | 165.1  | 166.9  | 166.7  | 168.4 | 168.9 | 170.3 | 663.2   | 674.2   |
| YoY(%)       | 4.0%   | 3.2%   | 0.6%   | -3.0%  | 1.3%   | 1.1%  | 2.3%  | 2.0%  | 1.1%    | 1.7%    |
| 상품           | 31.1   | 33.5   | 31.2   | 42.2   | 35.9   | 41.6  | 33.7  | 39.9  | 137.9   | 151.0   |
| 용역 수익        | 4.6    | 3.4    | 1.5    | 3.9    | 3.3    | 2.4   | 2.2   | 4.1   | 13.4    | 12.1    |
| 기술료 수익       | 1.5    | 2.2    | 3.1    | 2.3    | 2.3    | 2.4   | 2.5   | 2.4   | 9.0     | 9.6     |
| 기타           | 0.6    | 4.2    | 0.6    | 1.6    | 1.7    | 2.0   | 1.5   | 1.7   | 6.9     | 6.9     |
| 북경한미(연결대상)   | 96.5   | 86.7   | 97.9   | 110.7  | 97.2   | 95.4  | 105.1 | 120.5 | 391.8   | 418.2   |
| YoY(%)       | -24.4% | -12.1% | 16.2%  | 47.7%  | 0.8%   | 10.0% | 7.3%  | 8.8%  | 1.6%    | 6.7%    |
| 한미정밀화학(연결대상) | 22.8   | 23.0   | 21.6   | 22.0   | 22.4   | 22.7  | 23.1  | 23.5  | 89.4    | 91.8    |
| YoY(%)       | -8.1%  | -32.9% | -25.7% | 6.3%   | -1.9%  | -1.1% | 6.9%  | 6.9%  | -17.9%  | 2.6%    |
| 연결조정         | 23.4   | 24.8   | 24.0   | 24.4   | 24.1   | 24.6  | 24.9  | 25.3  | 96.6    | 98.9    |
| 매출원가         | 177.4  | 156.5  | 155.0  | 167.9  | 164.4  | 169.3 | 161.4 | 168.7 | 656.8   | 663.8   |
| YoY(%)       | 0.1%   | -8.7%  | -5.2%  | 0.9%   | -7.3%  | 8.2%  | 4.1%  | 0.5%  | -3.2%   | 1.1%    |
| 원가율(%)       | 45.4%  | 43.3%  | 42.0%  | 41.9%  | 43.2%  | 43.8% | 41.5% | 40.7% | 43.1%   | 42.3%   |
| 매출총이익        | 213.6  | 204.7  | 214.5  | 232.9  | 215.7  | 217.2 | 227.5 | 246.1 | 865.7   | 906.5   |
| YoY(%)       | -5.7%  | -0.9%  | 8.0%   | 25.7%  | 1.0%   | 6.1%  | 6.1%  | 5.7%  | 6.0%    | 4.7%    |
| 매출총이익률(%)    | 54.6%  | 56.7%  | 58.0%  | 58.1%  | 56.8%  | 56.2% | 58.5% | 59.3% | 56.9%   | 57.7%   |
| 판관비(R&D 포함)  | 154.6  | 144.3  | 155.7  | 167.4  | 157.7  | 155.6 | 166.3 | 176.8 | 621.9   | 656.5   |
| YoY(%)       | 3.2%   | -2.9%  | 5.4%   | 8.1%   | 2.0%   | 7.9%  | 6.8%  | 5.6%  | 40.8%   | 41.8%   |
| 판관비율(%)      | 39.5%  | 39.9%  | 42.1%  | 41.8%  | 41.5%  | 40.3% | 42.8% | 42.6% | 0.0%    | 0.0%    |
| 영업이익         | 59.0   | 60.4   | 58.8   | 65.5   | 58.0   | 61.6  | 61.2  | 69.3  | 243.8   | 250.1   |
| YoY(%)       | -23.0% | 4.0%   | 15.4%  | 115.0% | -1.7%  | 1.9%  | 3.9%  | 5.9%  | 12.8%   | 2.6%    |
| QoQ(%)       | 93.8%  | 2.4%   | -2.6%  | 11.3%  | -11.4% | 6.2%  | -0.7% | 13.3% | 0.0%    | 0.0%    |
| 영업이익률(%)     | 15.1%  | 16.7%  | 15.9%  | 16.3%  | 15.3%  | 15.9% | 15.7% | 16.7% | 16.0%   | 15.9%   |
| 영업외비용        | 5.8    | 10.8   | -10.1  | -10.0  | -14.7  | -3.4  | -22.0 | -20.6 | -3.4    | -60.7   |
| 법인세차감전순이익    | 53.2   | 49.6   | 68.9   | 75.4   | 72.7   | 65.0  | 83.2  | 89.9  | 247.2   | 310.8   |
| 당기순이익        | 44.7   | 43.0   | 54.4   | 59.6   | 57.5   | 51.4  | 65.7  | 71.0  | 201.7   | 245.5   |
| YoY(%)       | -29.3% | -8.6%  | 55.7%  | 흑자전환   | 28.7%  | 19.5% | 20.7% | 19.1% | 43.6%   | 21.7%   |
| NPM(%)       | 11.4%  | 11.9%  | 14.7%  | 14.9%  | 15.1%  | 13.3% | 16.9% | 17.1% | 13.2%   | 15.6%   |

자료: 하나증권

도표 5. 한미약품 2Q25 공개 파이프라인

|         | 전임상                                                               | 임상 1상                                                                           | 임상 2상                                                                         | 임상 3상                                                                        | 승인                                                                     |
|---------|-------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------|
| 비만/대사   | 에페거글루카곤+에페글레나타이드<br>[LAP <sup>®</sup> Glucagon Combo]<br>비만/대사상질환 | HM15275<br>[LA-GLP/GIP/GCG]<br>비만, 임상 1상 완료 <sup>B</sup>                        | 에피노페그듀타이드<br>[LAP <sup>®</sup> GLP/GCG agonist]<br>대사이상관련질환(비알콜성 지방간염)<br>MSD | 에페글레나타이드<br>[LAP <sup>®</sup> Exd4 analog]<br>제2형 당뇨병, 비만                    |                                                                        |
|         | HM17321<br>[LA-UCN2]<br>비만                                        |                                                                                 | 에포시페그트루타이드<br>[LAP <sup>®</sup> Triple agonist]<br>대사이상관련질환(비알콜성 지방간염)        |                                                                              |                                                                        |
| 항암      | HM101207<br>[SOS1]<br>고형암                                         | 롤론티스(Rolontis) <sup>®</sup><br>[EZH2/MLL2/SETD2]<br>조증구 감소증 (당뇨병/비만)<br>Asserto | 벨바라페닐<br>[pan-RAF 억제제]<br>BRAF 변이 및 용합, 고형암<br>Roche                          | 포지오티닙<br>[pan-HER]<br>HER2 exon20 변이 NSCLC 2차 치료요법<br>Asserto                | 롤론티스(Rolontis) <sup>®</sup><br>[EZH2/MLL2/SETD2]<br>조증구 감소증<br>Asserto |
|         | HM100714<br>[pHER2]<br>비소세포폐암                                     | 벨바라페닐<br>[pan-RAF 억제제]<br>흑색종 등 고형암<br>Genentech                                | 티부메시르논<br>[CCR4]<br>위암<br>RAPT                                                | 오락솔 (Oraxol) <sup>®</sup><br>[민서퀴디+피솔리악셀]<br>유방암 등 고형암<br>Health Hope Pharma |                                                                        |
|         |                                                                   | BH2950<br>[PD-1/HER2 BsAb]<br>고형암<br>Innovent                                   | 프셀티닙<br>[multi-TEC]<br>원발성 중추신경계 침범종<br>NOBO Medicine                         |                                                                              |                                                                        |
|         |                                                                   | 투스페티닙<br>[MKI]<br>급성골수성 백혈병<br>Aptose                                           |                                                                               |                                                                              |                                                                        |
|         |                                                                   | HM97662<br>[EZH1/2 억제제]<br>고형암 및 혈액암                                            |                                                                               |                                                                              |                                                                        |
|         |                                                                   | BH3120<br>[PD-1/4-1BB BsAb]<br>고형암, '기트루다' 병용 임상                                |                                                                               |                                                                              |                                                                        |
| 희귀질환/기타 |                                                                   | HM16390<br>[LAP <sup>®</sup> IL-2 analog]<br>고형암                                |                                                                               |                                                                              |                                                                        |
|         | 에포시페그트루타이드<br>[LAP <sup>®</sup> Triple agonist]<br>흑색종 폐성유종       | HM15421<br>[LA-GLA]<br>파브리병<br>GC                                               | 에페거글루카곤<br>[LAP <sup>®</sup> Glucagon analog]<br>선천성 고인슐린혈증                   |                                                                              | 히알루마주<br>[재발/불응성 PCNSL]<br>술관혈관 질환<br>Arthrex                          |
|         |                                                                   |                                                                                 | 소네페글루타이드<br>[LAP <sup>®</sup> GLP-2 analog]<br>장장 증후군                         |                                                                              |                                                                        |
|         |                                                                   |                                                                                 | 에페스마트로핀<br>[LAP <sup>®</sup> hGH]<br>성장호르몬 결핍증                                |                                                                              |                                                                        |
|         |                                                                   |                                                                                 | 루미네이트(Luminate) <sup>®</sup><br>간성 노년성황반변성<br>Allegro AffaMed                 |                                                                              |                                                                        |

<sup>B</sup> 복경한미   업데이트 1) 임상 1상 Part B 진입 → 임상 1상 완료

자료: 한미약품 3분기 기업설명회(25.09.16), 하나증권

도표 6. 한미약품 신약 파이프라인 R&amp;D 타임라인

|                                               | 2025                              | 2026                            | 2027                        |
|-----------------------------------------------|-----------------------------------|---------------------------------|-----------------------------|
| 에페글레나타이드<br>LAP <sup>®</sup> Exd4 analog      | 비만<br>Ph3 종료                      | 비만<br>국내 허가 신청                  | 비만<br>국내 출시 및 상용화           |
| 에피노페그듀타이드<br>LAP <sup>®</sup> GLP/GCG agonist |                                   | MASH<br>Ph2b 결과 발표              |                             |
| 에포시페그트루타이드<br>LAP <sup>®</sup> Triple agonist |                                   | MASH<br>Ph2b 결과 발표              |                             |
| HM15275<br>LA-GLP/GIP/GCG                     | 비만<br>Ph1 결과 발표                   | 비만<br>Ph2 개시                    | 비만<br>Ph2 결과 발표             |
| HM17321<br>LA-UCN2                            | 비만<br>Ph1 개시                      | 비만<br>Ph1 결과 발표                 | 비만<br>Ph2 개시                |
| 롤론티스 <sup>®</sup> /롤론티스 <sup>®</sup>          |                                   | 롤론티스 <sup>®</sup><br>AI 신규제형 출시 |                             |
| 티부메시르논<br>CCR4                                | 위암<br>P2 결과발표                     |                                 |                             |
| 프셀티닙<br>multi-TEC                             | 3제 요법 PCNSL / DLBCL<br>Ph2 데이터 발표 |                                 | 재발/불응성 PCNSL<br>Ph2 결과 발표   |
| 투스페티닙<br>MKI                                  | 3제 요법 AML1L<br>Ph1 데이터 발표         | 3제 요법 AML 1L<br>Ph1 발표          | 3제 요법 AML 1L<br>Ph2 개시      |
| HM16390<br>LAP <sup>®</sup> IL-2 analog       |                                   |                                 | 고형암<br>Ph1 결과 발표            |
| HM97662<br>EZH1/2                             | 고형암<br>Ph1 중간 발표                  |                                 | 고형암<br>Ph1 타입인 발표           |
| 에페거글루카곤<br>LAP <sup>®</sup> Glucagon analog   |                                   | 선천성 고인슐린혈증<br>Ph2 결과 발표         | 선천성 고인슐린혈증<br>Ph3 개시        |
| 소네페글루타이드<br>LAP <sup>®</sup> GLP-2 analog     |                                   |                                 | 단장 증후군<br>Ph2 결과 발표         |
| HM15421<br>LA-GLA                             | 파브리병<br>Ph1/2 개시                  |                                 | 파브리병<br>Ph1/2 Interim 결과 발표 |

LAPS: LAPSCOVERY™, LA: Long-acting, MASH: Metabolic dysfunction-associated steatohepatitis, PCNSL: Primary central nerve system lymphoma, R/R: relapsed/refractory, AML: Acute myeloid leukemia

자료: 한미약품 3분기 기업설명회(25.09.16), 하나증권

추정 재무제표

| 손익계산서        | (단위:십억원) |         |         |         |         |
|--------------|----------|---------|---------|---------|---------|
|              | 2023     | 2024    | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
| 매출액          | 1,490.9  | 1,495.5 | 1,522.4 | 1,570.3 | 1,646.7 |
| 매출원가         | 661.6    | 678.5   | 656.8   | 663.8   | 664.3   |
| 매출총이익        | 829.3    | 817.0   | 865.6   | 906.5   | 982.4   |
| 판매비          | 608.6    | 600.9   | 621.9   | 656.5   | 706.8   |
| 영업이익         | 220.7    | 216.2   | 243.8   | 250.1   | 275.6   |
| 금융손익         | (22.2)   | (18.9)  | (10.6)  | (4.2)   | 3.1     |
| 총속/관계기업손익    | (1.3)    | (0.0)   | (0.0)   | 0.0     | 0.0     |
| 기타영업외손익      | (3.2)    | (26.0)  | (11.0)  | 0.0     | 0.0     |
| 세전이익         | 194.0    | 171.3   | 222.1   | 245.9   | 278.7   |
| 법인세          | 28.6     | 30.8    | 40.1    | 51.6    | 58.5    |
| 계속사업이익       | 165.4    | 140.4   | 182.0   | 194.3   | 220.2   |
| 중단사업이익       | 0.0      | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 당기순이익        | 165.4    | 140.4   | 182.0   | 194.3   | 220.2   |
| 비지배주주지분 손이익  | 19.1     | 19.1    | 15.8    | 19.5    | 22.0    |
| 지배주주순이익      | 146.2    | 121.3   | 166.2   | 174.8   | 198.1   |
| 지배주주지분포괄이익   | 92.8     | 142.1   | 185.7   | 266.5   | 302.0   |
| NOPAT        | 188.1    | 177.3   | 199.7   | 197.6   | 217.7   |
| EBITDA       | 319.1    | 313.5   | 339.3   | 334.3   | 349.2   |
| 성장성(%)       |          |         |         |         |         |
| 매출액증가율       | 11.97    | 0.31    | 1.80    | 3.15    | 4.87    |
| NOPAT증가율     | 41.75    | (5.74)  | 12.63   | (1.05)  | 10.17   |
| EBITDA증가율    | 25.19    | (1.75)  | 8.23    | (1.47)  | 4.46    |
| 영업이익증가율      | 39.60    | (2.04)  | 12.77   | 2.58    | 10.20   |
| (지배주주)순이익증가율 | 76.57    | (17.03) | 37.02   | 5.17    | 13.33   |
| EPS증가율       | 76.62    | (17.04) | 36.99   | 5.20    | 13.32   |
| 수익성(%)       |          |         |         |         |         |
| 매출총이익률       | 55.62    | 54.63   | 56.86   | 57.73   | 59.66   |
| EBITDA이익률    | 21.40    | 20.96   | 22.29   | 21.29   | 21.21   |
| 영업이익률        | 14.80    | 14.46   | 16.01   | 15.93   | 16.74   |
| 계속사업이익률      | 11.09    | 9.39    | 11.95   | 12.37   | 13.37   |

| 투자지표      |         |         |         |         |         |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
|           | 2023    | 2024    | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
| 주당지표(원)   |         |         |         |         |         |
| EPS       | 11,415  | 9,470   | 12,973  | 13,647  | 15,465  |
| BPS       | 77,706  | 88,067  | 98,101  | 110,757 | 125,232 |
| CFPS      | 25,861  | 24,961  | 27,182  | 26,092  | 27,255  |
| EBITDAPS  | 24,912  | 24,473  | 26,481  | 26,092  | 27,255  |
| SPS       | 116,376 | 116,736 | 118,838 | 122,576 | 128,538 |
| DPS       | 490     | 1,250   | 1,000   | 1,000   | 1,000   |
| 주가지표(배)   |         |         |         |         |         |
| PER       | 30.88   | 29.62   | 26.36   | 25.06   | 22.11   |
| PBR       | 4.54    | 3.19    | 3.49    | 3.09    | 2.73    |
| PCFR      | 13.63   | 11.24   | 12.58   | 13.11   | 12.55   |
| EV/EBITDA | 15.32   | 12.93   | 13.89   | 13.42   | 12.20   |
| PSR       | 3.03    | 2.40    | 2.88    | 2.79    | 2.66    |
| 재무비율(%)   |         |         |         |         |         |
| ROE       | 16.01   | 11.89   | 14.46   | 13.51   | 13.49   |
| ROA       | 7.65    | 6.19    | 8.01    | 7.86    | 8.15    |
| ROIC      | 16.33   | 16.20   | 19.45   | 20.68   | 24.68   |
| 부채비율      | 72.57   | 62.87   | 54.79   | 49.06   | 44.34   |
| 순부채비율     | 28.87   | 24.46   | 12.50   | (4.89)  | (18.43) |
| 이자보상배율(배) | 7.74    | 8.87    | 13.80   | 15.11   | 16.65   |

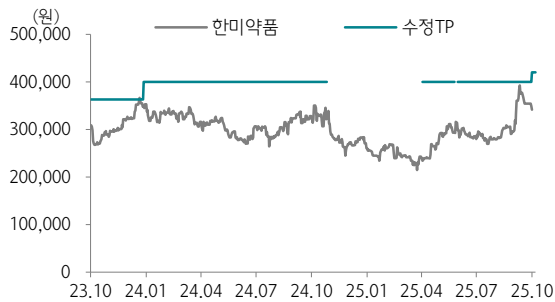
자료: 하나증권

| 대차대조표     |         | (단위:십억원) |         |         |         |  |
|-----------|---------|----------|---------|---------|---------|--|
|           | 2023    | 2024     | 2025F   | 2026F   | 2027F   |  |
| 유동자산      | 730.6   | 746.3    | 897.2   | 1,167.2 | 1,455.9 |  |
| 금융자산      | 255.2   | 193.2    | 267.4   | 515.3   | 764.4   |  |
| 현금성자산     | 55.0    | 192.3    | 214.4   | 462.3   | 711.3   |  |
| 매출채권      | 168.1   | 238.3    | 271.5   | 281.1   | 298.1   |  |
| 재고자산      | 288.8   | 300.9    | 342.9   | 355.0   | 376.5   |  |
| 기타유동자산    | 18.5    | 13.9     | 15.4    | 15.8    | 16.9    |  |
| 비유동자산     | 1,168.0 | 1,274.5  | 1,229.7 | 1,151.7 | 1,089.1 |  |
| 투자자산      | 44.6    | 172.5    | 192.2   | 198.3   | 209.3   |  |
| 금융자산      | 42.5    | 170.3    | 189.7   | 195.8   | 206.6   |  |
| 유형자산      | 833.2   | 795.6    | 733.6   | 659.8   | 595.5   |  |
| 무형자산      | 81.0    | 94.1     | 93.0    | 82.6    | 73.3    |  |
| 기타비유동자산   | 209.2   | 212.3    | 210.9   | 211.0   | 211.0   |  |
| 자산총계      | 1,898.7 | 2,020.8  | 2,126.9 | 2,318.9 | 2,545.0 |  |
| 유동부채      | 704.8   | 682.8    | 665.5   | 675.7   | 693.9   |  |
| 금융부채      | 483.8   | 404.8    | 357.9   | 358.1   | 358.3   |  |
| 매입채무      | 45.2    | 38.6     | 44.0    | 45.5    | 48.3    |  |
| 기타유동부채    | 175.8   | 239.4    | 263.6   | 272.1   | 287.3   |  |
| 비유동부채     | 93.7    | 97.3     | 87.3    | 87.5    | 87.9    |  |
| 금융부채      | 89.1    | 91.9     | 81.2    | 81.2    | 81.2    |  |
| 기타비유동부채   | 4.6     | 5.4      | 6.1     | 6.3     | 6.7     |  |
| 부채총계      | 798.5   | 780.1    | 752.8   | 763.2   | 781.8   |  |
| 지배주주지분    | 955.4   | 1,084.9  | 1,213.5 | 1,375.6 | 1,561.0 |  |
| 자본금       | 31.4    | 32.0     | 32.0    | 32.0    | 32.0    |  |
| 자본잉여금     | 412.0   | 411.3    | 411.3   | 411.3   | 411.3   |  |
| 자본조정      | (40.0)  | (43.3)   | (43.3)  | (43.3)  | (43.3)  |  |
| 기타포괄이익누계액 | (29.9)  | 4.0      | (21.0)  | (21.0)  | (21.0)  |  |
| 이익잉여금     | 582.0   | 680.9    | 834.4   | 996.5   | 1,182.0 |  |
| 비지배주주지분   | 144.8   | 155.9    | 160.6   | 180.1   | 202.1   |  |
| 자본총계      | 1,100.2 | 1,240.8  | 1,374.1 | 1,555.7 | 1,763.1 |  |
| 순금융부채     | 317.7   | 303.5    | 171.7   | (76.1)  | (325.0) |  |

| 현금흐름표          | (단위:십억원) |        |         |        |        |
|----------------|----------|--------|---------|--------|--------|
|                | 2023     | 2024   | 2025F   | 2026F  | 2027F  |
| 영업활동 현금흐름      | 216.5    | 193.5  | 279.0   | 274.6  | 286.9  |
| 당기순이익          | 165.4    | 140.4  | 182.0   | 194.3  | 220.2  |
| 조정             | 108.5    | 143.4  | 95.1    | 84.2   | 73.6   |
| 감가상각비          | 98.5     | 97.3   | 95.5    | 84.2   | 73.6   |
| 외환거래손익         | 1.1      | (6.1)  | 3.6     | 0.0    | 0.0    |
| 지분법손익          | (1.3)    | 0.0    | 0.0     | 0.0    | 0.0    |
| 기타             | 10.2     | 52.2   | (4.0)   | 0.0    | 0.0    |
| 영업활동 자산부채 변동   | (57.4)   | (90.3) | 1.9     | (3.9)  | (6.9)  |
| 투자활동 현금흐름      | (183.5)  | 24.9   | (123.9) | (6.2)  | (11.0) |
| 투자자산감소(증가)     | 149.5    | (5.1)  | (19.7)  | (6.1)  | (11.0) |
| 자본증가(감소)       | (27.4)   | (39.3) | (22.2)  | 0.0    | 0.0    |
| 기타             | (305.6)  | 69.3   | (82.0)  | (0.1)  | 0.0    |
| 재무활동 현금흐름      | (114.6)  | (88.9) | (94.9)  | (12.6) | (12.5) |
| 금융부채증가(감소)     | (105.5)  | (76.2) | (57.6)  | 0.1    | 0.2    |
| 자본증가(감소)       | 0.0      | 0.0    | 0.0     | 0.0    | 0.0    |
| 기타재무활동         | (3.0)    | (3.3)  | (24.6)  | 0.0    | 0.0    |
| 배당지급           | (6.1)    | (9.4)  | (12.7)  | (12.7) | (12.7) |
| 현금의 증감         | (81.6)   | 129.5  | 42.8    | 247.9  | 249.0  |
| Unlevered CFO  | 331.3    | 319.8  | 348.2   | 334.3  | 349.2  |
| Free Cash Flow | 189.2    | 154.2  | 256.6   | 274.6  | 286.9  |

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

## 한미약품



| 날짜       | 투자의견      | 목표주가    | 괴리율     |         |
|----------|-----------|---------|---------|---------|
|          |           |         | 평균      | 최고/최저   |
| 25.10.14 | BUY       | 420,000 |         |         |
| 25.6.13  | BUY       | 400,000 | -24.45% | -1.75%  |
| 25.6.9   | Not Rated | -       | -       | -       |
| 25.5.9   | BUY       | 400,000 | -26.51% | -22.13% |
| 25.4.16  | 담당자 변경    |         | -       | -       |
| 25.1.10  | 1년 경과     |         | -       | -       |
| 24.1.10  | BUY       | 400,000 | -23.18% | -11.75% |
| 24.1.5   | BUY       | 363,019 | -4.14%  | -4.00%  |
| 23.10.6  | BUY       | 363,019 | -16.21% | 0.96%   |

## Compliance Notice

- 당사는 2025년 10월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김선아)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김선아)는 2025년 10월 14일 현재 해당회사의 유가 증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰 할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

## 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

## 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

| 투자등급       | BUY(매수) | Neutral(중립) | Reduce(매도) | 합계   |
|------------|---------|-------------|------------|------|
| 금융투자상품의 비율 | 95.87%  | 4.13%       | 0.00%      | 100% |

\* 기준일: 2025년 10월 11일