



# BUY (유지)

# 한미약품 (128940)

## 1Q26 Pre: 컨센서스 하회해도 이벤트를 기대 중

목표주가(12M) 640,000원  
현재주가(4.10) 500,000원

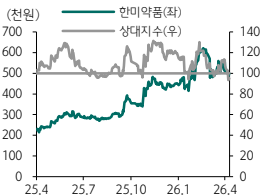
### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	5,858.87
52주 최고/최저(원)	626,000/234,500
시가총액(십억원)	6,405.5
시가총액비중(%)	0.13
발행주식수(천주)	12,811.0
60일 평균 거래량(천주)	136.4
60일 평균 거래대금(십억원)	69.9
외국인지분율(%)	14.22
주요주주 지분율(%)	
한미사이언스 외 4인	50.09
국민연금공단	10.98

### Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	1,675.8	1,838.4
영업이익(십억원)	279.8	322.0
순이익(십억원)	209.6	249.8
EPS(원)	14,991	17,819
BPS(원)	112,461	129,853

### Stock Price



### Financial Data

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	1,495.5	1,547.5	1,704.5	2,149.5
영업이익	216.2	257.8	277.8	427.3
세전이익	171.3	213.5	283.0	441.0
순이익	121.3	169.6	214.9	334.8
EPS	9,470	13,235	16,771	26,135
증감율	(17.04)	39.76	26.72	55.83
PER	29.62	34.15	29.81	19.13
PBR	3.19	4.48	4.32	3.57
EV/EBITDA	12.93	17.38	17.72	12.42
ROE	11.89	14.53	15.98	21.01
BPS	88,067	100,935	115,726	139,880
DPS	1,250	2,000	2,000	2,000



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

하나증권 리서치센터

### 임상 시료 매출 부재와 계절 영향으로 컨센서스 하회할 전망

1Q26 실적은 연결기준 매출액 3,908억원(YoY-0.0%, 컨센 4,139억원), 영업이익 585억원(YoY-0.8%, OPM 15.0%, 컨센 680억원)로, 매출(-5.6%)과 이익(-14.0%) 모두 컨센서스를 하회할 것으로 전망된다. 글로벌 2상 임상시료 종료됨에 따라 임상시료 매출이 부재, 룰베돈의 미국 유통파트너사 변경으로 인한 라벨 교체, 국내 및 중국의 인플루엔자 및 감기 유행이 빠르게 종료됨에 따라 당분기 계절성 품목의 매출이 부진한 등의 영향이다. **[한미약품 별도]** 임상시료 매출이 부재한 중에 로수젯을 제외한 주요 제품(아모잘탄, 에소메졸 등)의 매출 성장도 둔화된 듯 보이나, 신규 코프로모션 품목(에피스/Boehringer Ingelheim /Ferring/Teva)의 매출이 성장 중이다. **[북경한미]** 계절성 품목 매출이 부진한 영향이 있었으나, 기저효과, 위안화 환율 증가(YoY+6%), 집중구매제도 영향이 적은 품목 중심의 영업 전략으로 매출 성장세를 유지(YoY+20.2%)할 것으로 전망된다. **[정밀화학]** 기존의 API 생산에서 CDMO로 매출 비중을 조절하며 이익률을 높이고자 노력한 일환으로, 당분기에도 CDMO 신규 수주를 유치하여 뚜렷한 체질 개선을 보여주는 중이다(영업이익 QoQ 흑전).

### '26년 가이던스 유지, 연내 L/O 1건 이상 목표도 유지

'26년 매출액 10% 이상 성장, 이익률 15% 이상 달성 (R&D 투자: 매출 대비 10% 중반대 유지)한다는 가이던스는 아직 변동되지 않을 전망이다. 주요 제품의 성장이 부진하고, 종료된 글로벌 임상은 스케줄 상 연내 3상 진입을 기대하기 어렵기 때문에, 국산 비만치료제 신약 출시(4Q26)와 코프로모션 품목 매출이 가이던스 달성에 중요한 요소이다. 다만 연내 1건 이상의 기술이전을 하겠다는 가이던스가 달성되면, 매출 및 이익률 목표도 가깝히 달성 가능할 것이다. [연결 '26년]의 기술이전 기여도를 배제하고 추정된 실적은 매출 1조7,045억원(YoY+10.0%), 영업이익 2,767억원(YoY+7.3%, OPM+16.3%)이다.

### 투자의견 BUY, 목표주가 640,000원 유지

비만 신약과 코프로모션 품목들의 매출이 자리 잡는 '27년 EBITDA를 WACC 8.5%로 현재화하여, 영업가치에 목표 EV/EBITDA 14.7배(4/10일 증가 기준 한미약품 EV/EBITDA의 18% 할인), 삼중작용 비만치료제와 MASH 치료제의 비영업가치 1조9,373억원을 적용했다. 최근 약가제도 개편으로 제네릭 약가를 오리지널 대비 현행 53.55%에서 최대 45%로 인하한다. 그러나 한미약품은 매출 대비 R&D 투자비율 7% 중반을 유지해 온 혁신형 제약사로서 단계적으로 할인하여 '32년에 이르러서야 45%가 적용되고, 신약과 L/O에 따른 매출 기여도가 높아질 것으로 전망되어 국내 제약사 중 단기적인 영향이 적다는 판단이다. 따라서 당분기 일시적으로 컨센 하회하더라도, 상반기 이벤트인 MASH 치료제 P2b 임상 공개(5/27~30 EASL 추정), 모두가 기다리는 L/O 가이던스 달성 여부에 더 집중할 때이다.

도표1. 한미약품 연결 실적 전망

	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	1Q27F	2Q27F	3Q27F	4Q27F	2026F	2027F
<b>총 매출액 (연결)</b>	<b>390.8</b>	<b>406.1</b>	<b>428.8</b>	<b>476.3</b>	<b>492.8</b>	<b>518.0</b>	<b>541.0</b>	<b>571.7</b>	<b>1,702.0</b>	<b>2,123.6</b>
YoY(%)	0.0%	12.4%	18.3%	10.0%	26.1%	27.6%	26.2%	20.0%	10.0%	24.8%
QoQ(%)	-9.7%	3.9%	5.6%	11.1%	3.5%	5.1%	4.4%	5.7%		
<b>한미약품 (별도)</b>	<b>265.7</b>	<b>286.3</b>	<b>309.1</b>	<b>347.0</b>	<b>363.8</b>	<b>387.9</b>	<b>409.1</b>	<b>432.3</b>	<b>1,208.2</b>	<b>1,593.0</b>
YoY(%)	-9.9%	3.6%	14.8%	13.4%	36.9%	35.5%	32.3%	24.6%	5.4%	31.9%
<b>제품</b>	<b>217.5</b>	<b>221.8</b>	<b>236.0</b>	<b>263.8</b>	<b>278.2</b>	<b>299.8</b>	<b>318.4</b>	<b>339.0</b>	<b>939.2</b>	<b>1,235.3</b>
주요제품ETC	156.8	158.8	174.1	176.4	178.5	180.8	183.2	185.8	666.1	728.4
YoY(%)	-4.8%	-4.6%	1.4%	3.6%	13.9%	13.9%	5.2%	5.4%	-1.0%	9.3%
<b>상품</b>	<b>40.5</b>	<b>47.8</b>	<b>56.3</b>	<b>66.5</b>	<b>68.9</b>	<b>71.4</b>	<b>73.9</b>	<b>76.6</b>	<b>211.1</b>	<b>290.8</b>
용역 수익	4.2	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	23.0	25.0
기술료 수익	0.7	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2	19.3	24.8
기타	2.9	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	4.3	15.7	17.1
<b>북경한미(연결대상)</b>	<b>123.0</b>	<b>116.9</b>	<b>115.6</b>	<b>125.0</b>	<b>124.0</b>	<b>124.3</b>	<b>125.2</b>	<b>132.0</b>	<b>480.6</b>	<b>505.5</b>
YoY(%)	27.5%	34.7%	22.9%	-0.1%	0.8%	6.4%	8.3%	5.6%	19.4%	5.2%
<b>한미정밀화학(연결대상)</b>	<b>29.7</b>	<b>31.2</b>	<b>32.8</b>	<b>34.4</b>	<b>36.1</b>	<b>37.9</b>	<b>39.8</b>	<b>41.8</b>	<b>128.1</b>	<b>155.7</b>
YoY(%)	30.4%	35.7%	90.5%	21.6%	21.6%	21.6%	21.6%	21.6%	40.3%	21.6%
<b>연결조정</b>	<b>27.7</b>	<b>28.3</b>	<b>28.7</b>	<b>30.2</b>	<b>31.1</b>	<b>32.1</b>	<b>33.1</b>	<b>34.4</b>	<b>114.9</b>	<b>130.7</b>
<b>매출원가</b>	<b>166.5</b>	<b>174.8</b>	<b>190.4</b>	<b>210.9</b>	<b>220.7</b>	<b>232.6</b>	<b>243.8</b>	<b>255.8</b>	<b>742.6</b>	<b>952.9</b>
YoY(%)	-6.1%	11.7%	21.5%	22.3%	32.6%	33.1%	28.1%	21.3%	12.0%	28.3%
원가율(%)	42.6%	43.0%	44.4%	44.3%	44.8%	44.9%	45.1%	44.7%	43.6%	44.9%
<b>매출총이익</b>	<b>224.3</b>	<b>231.3</b>	<b>238.4</b>	<b>265.4</b>	<b>272.2</b>	<b>285.4</b>	<b>297.2</b>	<b>315.9</b>	<b>959.4</b>	<b>1,170.6</b>
YoY(%)	5.0%	13.0%	15.9%	1.9%	21.3%	23.4%	24.7%	19.0%	8.5%	22.0%
매출총이익률(%)	57.4%	57.0%	55.6%	55.7%	55.2%	55.1%	54.9%	55.3%	56.4%	55.1%
<b>판관비(R&amp;D 포함)</b>	<b>165.8</b>	<b>165.3</b>	<b>166.1</b>	<b>185.6</b>	<b>180.3</b>	<b>185.6</b>	<b>187.0</b>	<b>202.1</b>	<b>682.7</b>	<b>755.0</b>
YoY(%)	7.3%	14.5%	10.3%	4.7%	8.7%	12.3%	12.6%	8.9%	40.1%	35.6%
판관비율(%)	42.4%	40.7%	38.7%	39.0%	36.6%	35.8%	34.6%	35.3%	0.0%	0.0%
<b>영업이익</b>	<b>58.5</b>	<b>66.0</b>	<b>72.3</b>	<b>79.8</b>	<b>91.8</b>	<b>99.8</b>	<b>110.2</b>	<b>113.9</b>	<b>276.7</b>	<b>415.6</b>
YoY(%)	-0.8%	9.2%	31.3%	-4.1%	56.9%	51.2%	52.4%	42.6%	7.3%	50.2%
QoQ(%)	-29.7%	12.8%	9.5%	10.4%	15.0%	8.7%	10.4%	3.4%	0.0%	0.0%
영업이익률(%)	15.0%	16.3%	16.9%	16.8%	18.6%	19.3%	20.4%	19.9%	16.3%	19.6%
<b>영업외비용</b>	<b>5.8</b>	<b>10.8</b>	<b>2.8</b>	<b>27.3</b>	<b>0.1</b>	<b>-0.9</b>	<b>-2.3</b>	<b>-2.2</b>	<b>-5.2</b>	<b>-13.7</b>
<b>법인세차감전순이익</b>	<b>53.2</b>	<b>49.6</b>	<b>52.3</b>	<b>56.0</b>	<b>58.4</b>	<b>66.9</b>	<b>74.5</b>	<b>82.0</b>	<b>281.8</b>	<b>429.3</b>
<b>당기순이익</b>	<b>44.7</b>	<b>43.0</b>	<b>45.4</b>	<b>54.1</b>	<b>49.8</b>	<b>57.1</b>	<b>63.6</b>	<b>70.0</b>	<b>240.4</b>	<b>366.2</b>
YoY(%)	-29.3%	-8.6%	29.9%	후자전환	11.6%	32.7%	40.0%	29.4%	28.5%	52.3%
NPM(%)	11.4%	11.9%	12.5%	12.5%	12.7%	14.1%	14.8%	14.7%	14.1%	17.2%

자료: 하나증권

도표2. 한미약품 개발 중인 파이프라인

	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	승인	
비만/대사	에페글루카곤+에페글레나타이드 [***Glucagon Combo] 비만/대사질환	HM17321 [LA-LINC2] 비만	HM15275 [LA-GLP1/GIP/GCQ] 비만	에페글레나타이드 [***TetA analog] 결핵, 당뇨병, 비만		
			에피노페그두타이드 [***GIP/GCQ agonist] 대사이상관련간염(비알콜성 지방간염)	MSD		
항암	HM101207 [SOS1] 고형암	롤론티스(Rolontis) <sup>®</sup> [에볼리글라스틴] 호르몬 감수성 (양립투여요법)	벨바라페닙 [pan-RAF 억제제] BRCA변이 및 유방 고형암, NRAS 변이 흑색종*	포지오티닙 [pan-HER] HER2 exon20 변이 NSCLC 2차 치료요법	롤론티스(Rolontis) <sup>®</sup> [에볼리글라스틴] 호르몬 감수성	
	HM100714 [SHER2] 비소세포폐암	벨바라페닙 [pan-RAF 억제제] 흑색종 등 고형암	Genentech	티부메시르논 [CCR4] 위암	오락솔 (Oraxol) <sup>®</sup> [엔서투다+과블리타실] 유방암 등 고형암	Health Hope Pharma
		BH2950 [PD-1/HER2 BxAb] 고형암	Innovent	포셀티닙 [mTOR-TEC] 항암성 중추신경계 침투용		
		투스페티닙 [M4] 급성골수성 백혈병	Aptose			
		HM97662 [EZH1/2 억제제] 고형암 및 혈액암				
		BH3120 [PD-1/4-1B8 BxAb] 고형암, 키트루다 병용 임상				
희귀질환/기타	에포시페그트루타이드 [***Triple agonist] 축삭성 궤양질환	HM15421 [LA-GLA] 라보리텐	GC	에페글루카곤 [***Glucagon analog] 선형성 고인슐린혈증	히알투마주 [히알루론산나트륨] 눈관절염 및 관절염	
				소네패글루타이드 [***GIP-2 analog] 당장 중추근		
				에페소마트로핀 [***GHI] 장장호르몬 결핍증		
			루미네이트(Luminate) <sup>®</sup> 건성 노인성 황반변성	Allegro Heifei AffaMed		

**B** 북경한미 \* 코비메티닙 병용, 국내 임상 승인

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

자료: 한미약품 IR (2026.2), 하나증권

도표3. 한미약품 밸류에이션

(십억원, 배)

구분	내용	비고
27년 EBITDA	512.2	
WACC	8.5%	
현가 EBITDA	435.0	현가화 27F EBITDA
Target EV/EBITDA	14.7	국내제약사 Peer EV/EBITDA (FY1) 평균의 조정 값
<b>영업가치</b>	<b>6,394.6</b>	
순현금	-232.9	25년 기말 순현금
<b>비영업가치(PV)</b>	<b>1,937.3</b>	HM15275, 에피노페그듀타이드
적정 기업가치	8,099.0	
주식 수	12,810,991	
적정주가(원)	640,000	(만원 단위 미만 절상)
현재주가(원)	500,000	
상승여력	28.0%	

\*Peer EV/EBITDA (FY1) 평균은 한미약품 제외한 유한양행, 녹십자, 대웅제약, HK이노엔, 종근당 평균  
자료: 하나증권

도표4. 국내 Peer 제약사 지표

(단위: 조원, 십억원, 배)

사명	시총	매출액		영업이익		ROE		P/E		P/B		EV/EBITDA		P/S	
		Fwd.12M	Fwd.12M	Fwd.12M	Fwd.12M	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2
한미약품	6.4	1,730.0	293.8	17.0%	14.1%	33.4	28.1	4.5	3.9	17.3	15.2	3.8	3.5		
유한양행	7.4	2,483.7	178.4	7.2%	7.5%	44.7	30.8	2.9	2.7	33.5	23.5	3.1	2.8		
녹십자	1.7	2,216.9	103.5	4.7%	3.9%	37.9	26.1	1.3	1.3	14.1	12.5	0.8	0.7		
대웅제약	1.7	1,751.4	232.4	13.3%	13.6%	10.9	9.0	1.5	1.3	8.5	7.1	1.0	0.9		
HK이노엔	1.4	1,146.3	132.1	11.5%	6.7%	15.4	13.1	1.0	0.9	9.2	7.8	1.2	1.2		
종근당	1.2	1,862.7	85.5	4.6%	8.0%	15.4	13.2	1.1	1.0	9.5	8.5	0.7	0.6		
평균	2.7	1,892.2	146.4	8.2%	7.95.0%	24.8	18.4	1.6	1.4	15.0	11.9	1.4	1.2		

주: [Peer 선정 기준] 연간 매출액 1조원 이상/ 유사한 사업구조 (OTC, ETC, 건강기능식품 등 기타 매출) 보유한 기업 중 시총 1조원 이상인 기업으로 선정  
자료: 하나증권

도표5. 에페글레나타이드 매출 추정 (회사 가이드스 대비 리스크 할인 추정 함)

	2026(F)	2027(F)	2028(F)	2029(F)	2030(F)	2031(F)	2032(F)	2033(F)
<b>국산 비만치료제 에페글레나타이드 매출 추정</b>								
국내 비만약 시장	512.2	800.0	824.0	848.7	874.2	900.4	927.4	955.2
YoY 성장률	3.0% (시장성장률만 반영, 경쟁으로 인한 약가 인하)							
<b>에페글레나타이드 매출</b>	<b>하반기 출시 1차년도 2차년도 3차년도 4차년도 5차년도 6차년도 7차년도</b>							
매출 기준	(27년도 연 매출 1천억원 달성 목표)							
에페 매출(십억원)	25.0	103.0	109.3	115.9	123.0	130.5	138.4	146.9
에페 MS	3.1%	12.5%	12.9%	13.3%	13.7%	14.1%	14.5%	14.9%
할인요소	80% (시장경쟁으로 인한 현금 유입 속도 지연 위험)							
<b>할인된 에페 매출(십억원)</b>	<b>20.0</b>	<b>82.4</b>	<b>87.4</b>	<b>92.7</b>	<b>98.4</b>	<b>104.4</b>	<b>110.7</b>	<b>117.5</b>

주: [에페글레나타이드 추정]

\*QVIA 2025 비만치료제 시장 규모 8,000억원, 2026년 국내 비만약 시장에 '25년 시장을 그대로 반영함(포화인지 여부 확인 후 조정할 예정)

\*에페 출시 후 MS 성장률은 비만치료제 시장 성장률과 동일한 값 적용

자료: 하나증권

도표6. 신약 파이프라인 비영업 가치

	2026(F)	2027(F)	2028(F)	2029(F)	2030(F)	2031(F)	2032(F)	2033(F)
<b>삼중작용제 HM15275 매출 추정</b>								
젠티비온 기준 년도	-	-	-	-	2023(출시)	2024	2025(F)	2026(F)
젠티비온 기준 매출(mln\$)					176.0	4,926.0	12,759.0	18,039.0
젠티비온 매출 CAGR	28.6% (2024~2031F Global Data 추정치)							
판매년도	임상2상 진행	2상 종료, L/O	-	상업화 성공	Royalty 1년차	Royalty 2년차	Royalty 3년차	Royalty 4년차
시장 점유율					3%	3.9%	5.0%	6.4%
HM15275 글로벌 매출(mln\$)					5.3	190.0	633.0	1,151.0
기술이전 마일스톤(mln\$)		825.0	0.0	600.0	0	360.0	360.0	360.0
로열티율	12%							
HM15275 로열티 매출					0.6	22.8	76.0	138.1
<b>HM15275 관련 매출(mln\$)</b>		<b>825.0</b>	<b>0.0</b>	<b>600.0</b>	<b>0.6</b>	<b>382.8</b>	<b>436.0</b>	<b>498.1</b>
원/달러 환율	1,422.2	1,422.2	1,422.2	1,422.2	1,422.2	1,422.2	1,422.2	1,422.2
HM15275 매출(십억원)		1,173.3	0.0	853.3	0.9	544.4	620.0	708.4
할인요소	20% (기술이전할 확률)							
<b>할인된 HM15275 매출(십억원)</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>234.7</b>	<b>0.0</b>	<b>170.7</b>	<b>0.2</b>	<b>108.9</b>	<b>124.0</b>
<b>MASH 에피노페그튜타이드 기술료 수익</b>								
MASH 치료제 기준 년도	2026(F)	2027(F)	2028(F)	2029(F)	2030(F)	2031(F)	2032(F)	2033(F)
MASH 치료제 글로벌 시장(mln\$)	669.5	1,291.0	2,489.8	4,801.6	9,260.0	11,112.0	13,334.4	16,001.3
시장CAGR	93% (2024-2030년 CAGR)							
개발 단계	P2성공-P3 진입		P3성공-NDA신청	상업화 성공	Royalty 1년차	Royalty 2년차	Royalty 3년차	Royalty 4년차
기술이전 총액(mln\$)	860.0 (mln\$)							
기술이전 마일스톤(mln\$)	60.2	0.0	43.0	86.0	43.0	43.0	43.0	43.0
로열티율	12%							
에피노 로열티 매출(mln\$)	0.0	0.0	0.0	0.0	111.1	133.3	160.0	192.0
<b>기술료 합계(mln\$)</b>	<b>60.2</b>	<b>0.0</b>	<b>43.0</b>	<b>86.0</b>	<b>154.1</b>	<b>176.3</b>	<b>203.0</b>	<b>235.0</b>
원/달러 환율	1,422.2	1,422.2	1,422.2	1,422.2	1,422.2	1,422.2	1,422.2	1,422.2
에피 기술료 수익(십억원)	85.6	0.0	61.2	122.3	219.2	250.8	288.7	334.2
할인요소	41% (임상 2상 성공확률)							
<b>할인된 에피 기술료 수익(십억원)</b>	<b>35.1</b>	<b>0.0</b>	<b>25.1</b>	<b>50.1</b>	<b>89.9</b>	<b>102.8</b>	<b>118.4</b>	<b>137.0</b>
<b>후보 파이프라인 매출 합계</b>	<b>35.1</b>	<b>234.7</b>	<b>25.1</b>	<b>220.8</b>	<b>90.0</b>	<b>211.7</b>	<b>242.4</b>	<b>278.7</b>
NOPLAT	80%	28.1	187.7	20.1	176.7	72.0	169.4	193.9
WACC	8.51%							
영구성장률	3.4%							
PV of FCFE		25.9	159.4	15.7	127.4	47.9	103.8	109.5
Sum of PV of FCFE	705.6							
Terminal Value	2,367.6							
PV of Terminal Value	1,231.8							
<b>파이프라인 비영업 가치</b>	<b>1,937.3</b>							

주: [HM15275 추정]

\*Roche가 Zealand pharma로부터 Amyline L/I 한 조건(25년1Q): 임상2상 진행 중, 최대 계약 규모 USD 5.3bil, 선금금 USD 1.65bil, 상업화 성공 USD 1.2bil, sales 마일스톤 USD 2.4bil

\*Regeneron이 Hansoh 제약으로부터 HS-20094 GLP/GIP L/I 한 조건(25년2Q): 중국 비만3상 진행 중, 최대 계약 규모 USD 1.93bil

\*Astrazeneca가 Eccogene으로부터 ECC5004 GLP 경구제 L/I 한 조건(23년): 미국 임상1상 진행 중, 최대 계약 규모 USD 2.0bil

>>이를 참고하여 Roche L/O건의 50%로서 최대 계약 규모 약 USD 2.65bil인 것으로 추정하였고, 그에 따라 Roche L/O건 기준 선금금, 상업화 성공, sales 마일스톤 모두 50% 할인

>>그 중 Sales 마일스톤은 sales \$100mil, 500mil, 1,000mil 달성 조건인 것으로 가정하여 30%씩 나누어 반영

\*로열티는 체중 감소량이 높은 비만 치료제를 선호하는 시장에 적합한 파이프라인이므로, 젠티비온의 매출을 기준으로 추정함

\*기술이전할 확률은 임상2상 성공확률 41%에 기술이전 가능/불가능의 50%를 곱하여 설정

[에피노페그튜타이드 추정]

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

\*Sales milestone은 상업화 성공 마일스톤 50%를 5년간 받는 것으로 가정함

[할인요소 추정]

임상3상 성공률 54%, 임상2상 성공률 41%, FDA 승인확률 74%

자료: IQVIA, 하나증권

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>매출액</b>	<b>1,495.5</b>	<b>1,547.5</b>	<b>1,702.0</b>	<b>2,123.6</b>	<b>2,411.0</b>
매출원가	678.5	663.1	742.6	952.9	1,078.1
매출총이익	817.0	884.4	959.4	1,170.7	1,332.9
판매비	600.9	626.6	682.7	755.0	823.7
<b>영업이익</b>	<b>216.2</b>	<b>257.8</b>	<b>276.7</b>	<b>415.6</b>	<b>509.2</b>
금융손익	(18.9)	(5.0)	0.5	8.2	22.3
종속/관계기업손익	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(26.0)	(39.3)	4.7	5.5	5.7
<b>세전이익</b>	<b>171.3</b>	<b>213.5</b>	<b>281.8</b>	<b>429.3</b>	<b>537.2</b>
법인세	30.8	26.3	41.4	63.1	79.0
계속사업이익	140.4	187.1	240.4	366.2	458.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>140.4</b>	<b>187.1</b>	<b>240.4</b>	<b>366.2</b>	<b>458.2</b>
비배주주지분 손익	19.1	17.6	26.4	40.2	50.3
<b>지배주주순이익</b>	<b>121.3</b>	<b>169.6</b>	<b>214.0</b>	<b>326.0</b>	<b>407.9</b>
지배주주지분포괄이익	142.1	173.4	202.6	308.6	386.1
NOPAT	177.3	226.0	236.0	354.5	434.3
EBITDA	313.5	356.6	375.9	512.2	603.5
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	0.31	3.48	9.98	24.77	13.53
NOPAT증가율	(5.74)	27.47	4.42	50.21	22.51
EBITDA증가율	(1.75)	13.75	5.41	36.26	17.83
영업이익증가율	(2.04)	19.24	7.33	50.20	22.52
(지배주주)순이익증가율	(17.03)	39.82	26.18	52.34	25.12
EPS증가율	(17.04)	39.76	26.22	52.33	25.11
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	54.63	57.15	56.37	55.13	55.28
EBITDA이익률	20.96	23.04	22.09	24.12	25.03
영업이익률	14.46	16.66	16.26	19.57	21.12
계속사업이익률	9.39	12.09	14.12	17.24	19.00

투자지표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	9,470	13,235	16,705	25,447	31,837
BPS	88,067	100,935	115,659	139,125	168,981
CFPS	24,961	30,071	29,516	40,190	47,318
EBITDAPS	24,473	27,836	29,345	39,985	47,106
SPS	116,736	120,797	132,852	165,762	188,198
DPS	1,250	2,000	2,000	2,000	2,000
<b>주가지표(배)</b>					
PER	29.62	34.15	29.93	19.65	15.70
PBR	3.19	4.48	4.32	3.59	2.96
PCFR	11.24	15.03	16.94	12.44	10.57
EV/EBITDA	12.93	17.38	17.77	12.70	10.27
PSR	2.40	3.74	3.76	3.02	2.66
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	11.89	14.53	15.92	20.52	21.13
ROA	6.19	8.15	9.44	12.55	13.41
ROIC	16.20	20.73	20.82	30.29	35.85
부채비율	62.87	50.23	46.21	41.52	36.15
순부채비율	24.46	16.37	4.65	(7.10)	(20.75)
이자보상배율(배)	8.87	15.18	18.54	26.60	31.19

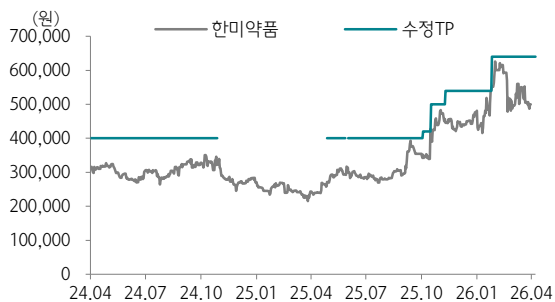
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>유동자산</b>	<b>746.3</b>	<b>893.9</b>	<b>1,140.4</b>	<b>1,530.6</b>	<b>1,995.8</b>
금융자산	193.2	201.3	378.4	616.0	996.5
현금성자산	192.3	108.3	276.1	493.2	862.3
매출채권	238.3	337.3	371.1	445.4	486.6
재고자산	300.9	338.5	372.4	447.0	488.4
기타유동자산	13.9	16.8	18.5	22.2	24.3
<b>비유동자산</b>	<b>1,274.5</b>	<b>1,243.6</b>	<b>1,254.4</b>	<b>1,269.7</b>	<b>1,287.4</b>
투자자산	172.5	123.6	133.7	145.6	157.6
금융자산	170.3	121.5	131.4	142.7	154.5
유형자산	795.6	760.2	755.6	754.3	755.9
무형자산	<b>94.1</b>	<b>113.3</b>	<b>118.6</b>	<b>123.2</b>	<b>127.3</b>
기타비유동자산	<b>212.3</b>	<b>246.5</b>	<b>246.5</b>	<b>246.6</b>	<b>246.6</b>
<b>자산총계</b>	<b>2,020.8</b>	<b>2,137.6</b>	<b>2,394.8</b>	<b>2,800.3</b>	<b>3,283.3</b>
<b>유동부채</b>	<b>682.8</b>	<b>605.2</b>	<b>626.1</b>	<b>667.9</b>	<b>696.5</b>
금융부채	404.8	337.5	337.9	338.9	339.4
매입채무	38.6	54.2	59.7	71.6	78.3
기타유동부채	239.4	213.5	228.5	257.4	278.8
<b>비유동부채</b>	<b>97.3</b>	<b>109.5</b>	<b>130.8</b>	<b>153.7</b>	<b>175.2</b>
금융부채	<b>91.9</b>	<b>96.7</b>	<b>116.7</b>	<b>136.7</b>	<b>156.7</b>
기타비유동부채	5.4	12.8	14.1	17.0	18.5
<b>부채총계</b>	<b>780.1</b>	<b>714.7</b>	<b>756.9</b>	<b>821.6</b>	<b>871.7</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>1,084.9</b>	<b>1,249.8</b>	<b>1,438.4</b>	<b>1,739.0</b>	<b>2,121.5</b>
자본금	<b>32.0</b>	<b>32.0</b>	<b>32.0</b>	<b>32.0</b>	<b>32.0</b>
자본잉여금	411.3	411.3	411.3	411.3	411.3
자본조정	(43.3)	(43.3)	(43.3)	(43.3)	(43.3)
기타포괄이익누계액	4.0	13.2	13.2	13.2	13.2
이익잉여금	680.9	836.5	1,025.1	1,325.7	1,708.2
<b>비배주주지분</b>	<b>155.9</b>	<b>173.1</b>	<b>199.5</b>	<b>239.7</b>	<b>290.1</b>
<b>자본총계</b>	<b>1,240.8</b>	<b>1,422.9</b>	<b>1,637.9</b>	<b>1,978.7</b>	<b>2,411.6</b>
순금융부채	303.5	232.9	76.2	(140.4)	(500.4)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>193.5</b>	<b>173.1</b>	<b>318.0</b>	<b>413.3</b>	<b>529.0</b>
당기순이익	140.4	187.1	240.4	366.2	458.2
조정	143.4	136.1	96.8	93.7	91.3
감가상각비	97.3	98.8	99.3	96.6	94.3
외환거래손익	(6.1)	(1.2)	(2.5)	(2.9)	(3.0)
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	52.2	38.5	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(90.3)	(150.1)	(19.2)	(46.6)	(20.5)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>24.9</b>	<b>(159.5)</b>	<b>(116.9)</b>	<b>(129.4)</b>	<b>(120.4)</b>
투자자산감소(증가)	(5.1)	48.8	(10.1)	(11.9)	(12.0)
자본증가(감소)	(39.3)	(42.6)	(80.0)	(80.0)	(80.0)
기타	69.3	(165.7)	(26.8)	(37.5)	(28.4)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(88.9)</b>	<b>(97.2)</b>	<b>(4.9)</b>	<b>(4.4)</b>	<b>(4.8)</b>
금융부채증가(감소)	(76.2)	(62.5)	20.4	21.0	20.5
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(3.3)	(3.8)	0.1	0.0	0.1
배당지급	(9.4)	(30.9)	(25.4)	(25.4)	(25.4)
<b>현금의 증감</b>	<b>129.5</b>	<b>(84.0)</b>	<b>188.1</b>	<b>217.1</b>	<b>369.1</b>
Unlevered CFO	319.8	385.2	378.1	514.9	606.2
Free Cash Flow	154.2	130.0	238.0	333.3	449.0

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한미약품



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.2.6	BUY	640,000		
25.11.21	BUY	540,000	-15.90%	0.19%
25.10.28	BUY	500,000	-10.58%	-3.40%
25.10.15	BUY	420,000	-15.30%	1.90%
25.6.13	BUY	400,000	-24.33%	-1.75%
25.6.9	Not Rated	-	-	-
25.5.9	BUY	400,000	-26.51%	-22.13%
25.4.16	담당자 변경	-	-	-
24.1.10	BUY	400,000	-26.21%	-11.75%

Compliance Notice

- 당사는 2026년 4월 12일 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
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김선아)는 2026년 4월 12일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 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	96.74%	3.26%	0.00%	100%

\* 기준일: 2026년 04월 09일