

한미약품 (128940)

흔들리며 피는 꽃

4Q25 Review; 정상화 궤도에 돌아왔음을 확인

동사의 2025년 4분기 연결 기준 매출과 영업이익은 4,330억원(YoY +23%), 833억원(YoY +173%, OPM 19%)을 달성했다. 이전 프리뷰 자료에서 언급했듯 자회사 북경한미의 중국 내 독감 유행으로 인한 주요 품목 매출 상승과 작년 9월 길리어드와 체결한 엔서퀴다 라이선스계약에 따른 업프론트 발생 및 파트너사향 임상 시료 공급, 롤베돈 판매 로열티 상승 등 본업 및 자회사 모두에서 유의미한 실적 개선을 이뤄냈다.

2025년 본업에서의 우려들이 대부분 해소되었다는 점을 주목한다. 별도 한미약품은 로수젯 등 주요 품목에서의 견조한 매출 추세가 유지되고 있는 상황이며 코프로모션을 통한 신규 제품이 가세될 것이 기대된다. 자회사인 북경한미는 집중구매제도에 대한 대응책을 마련하는 동시에 신규 품목 도입을 통한 외형 성장을 전망하며, 정밀화학은 신규 CDMO 수주 확보를 통한 흑자 기조를 강화할 것으로 예상된다. 상기 이벤트들을 고려한 2026년 연간 매출과 영업이익을 1조 7,135억원(YoY +11%), 3,003억원(YoY +17%, OPM 18%)으로 전망하며 두 자릿수 성장을 시현할 것으로 기대한다.

이벤트에 지나치게 민감한 현 상황에 대한 경계는 필요

최근 MASH 파이프라인 에피노페그듀타이드와 관련된 이벤트들로 인한 주가의 변동성이 확대됐다. 이전 JPM에서의 MSD 세션에서 동사의 후보물질이 언급되지 않았다는 내용으로 주가가 큰 폭으로 하락했으나 최근 실적발표 자료 내 명시되어 있음이 확인되면서 이전 수준을 넘어선 상승을 기록했다.

현재 해당 파이프라인은 2b상이 연말에 종료된 이후 순조롭게 개발이 진행 중인 상황이다. 다만 데이터 확인 시점 자체는 MSD가 상반기 학회 등을 통해 공개한다는 대략적인 가이드만 봤을 뿐, 구체적으로 확인되지는 않는 상황이다. 또한 임상이 3상에 진입한다면 일시적인 마일스톤이 발생하여 동사의 수익성이 개선되는 것은 기대해볼 수 있으나 그 외에는 특별한 변경점이 없다.

MASH 임상 3상은 레즈디프라 사례를 보면 가속승인을 받을 가능성은 존재한다. 해당 약물은 52주차 데이터를 기반으로 가속승인을 받았고, 위고비는 72주차 데이터를 기반으로 획득했다. 환자 모집부터의 기간을 고려한다면 보수적으로 2년 이상의 기간이 걸리기 때문에 올해 초 진입하더라도 2028년에 되어야 데이터에 대한 확인이 가능하다고 판단한다. 그렇기에 현 시점에서 해당 파이프라인에 대한 가치를 부여하는 것은 적절치 않다고 판단한다.

MASH를 제외하더라도 목표주가를 상향할 여지는 충분

투자의견은 이전과 동일하게 유지하며, 목표주가를 52만원에서 63만원으로 상향한다. 상향의 근거는 실적 추정치 상향과 타겟 멀티플에 프리미엄을 부여했음에 기인한다. 4분기 실적을 통해 본업에서의 성장을 증명했기에 실적 추정치를 상향 조정하였으며, 올해 하반기 국내 최초로 비만치료제 출시가 예정되어 있다는 점에서 피어그룹 평균 멀티플 수치에 10% 프리미엄을 부여했다.

상기 기준을 통해 산출한 동사의 영업가치는 6조 2,912억원이며 파이프라인 가치 1조 7,218억원을 합산한 최종 기업가치는 8조 130억원이다. 향후 MASH 파이프라인 등 추가적인 R&D 모멘텀이 있어 중장기적으로도 기대되는 포인트가 있기에 긍정적이다.

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	630,000원(상향)
종가(2026.02.05)	541,000원
상승여력	16.5%

Stock Indicator	
자본금	32십억원
발행주식수	1,281만주
시가총액	6,931십억원
외국인지분율	13.4%
52주 주가	215,000~541,000원
60일평균거래량	138,551주
60일평균거래대금	64.2십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	19.7	17.9	91.5	115.1
상대수익률	3.9	-11.1	30.0	9.3

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	1,496	1,548	1,713	1,842
영업이익(십억원)	216	258	300	355
순이익(십억원)	121	172	185	241
EPS(원)	9,470	13,399	14,410	18,787
BPS(원)	84,685	99,560	115,447	135,711
PER(배)	29.6	40.4	37.5	28.8
PBR(배)	3.3	5.4	4.7	4.0
ROE(%)	11.9	14.5	13.4	15.0
배당수익률(%)	0.4	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	12.4	19.9	17.5	15.0

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

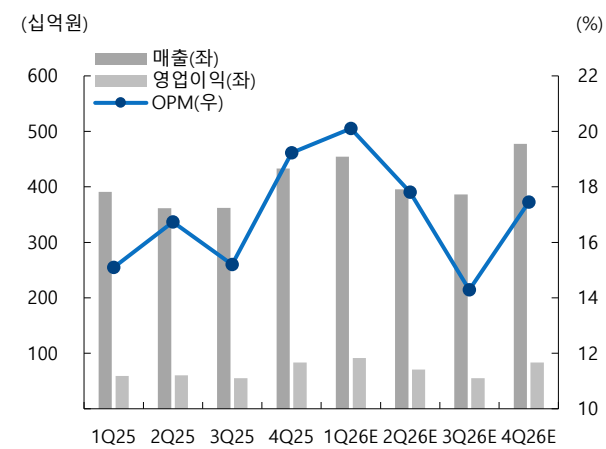
[제약/바이오]

정재원

jaewon.jeong@imfnsec.com

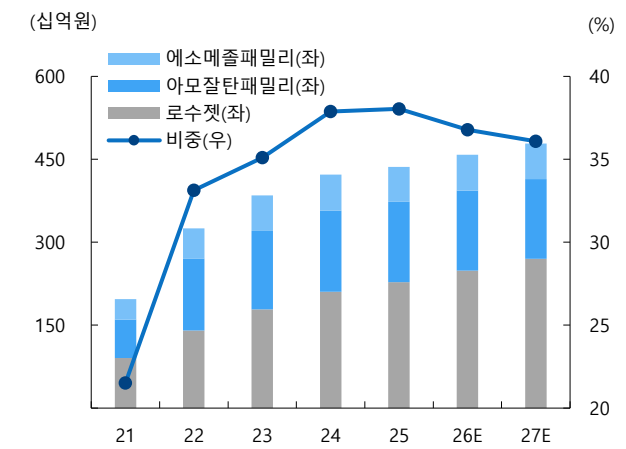
2122-9208

그림1. 한미약품 분기별 실적 추이 및 전망 (연결 기준)



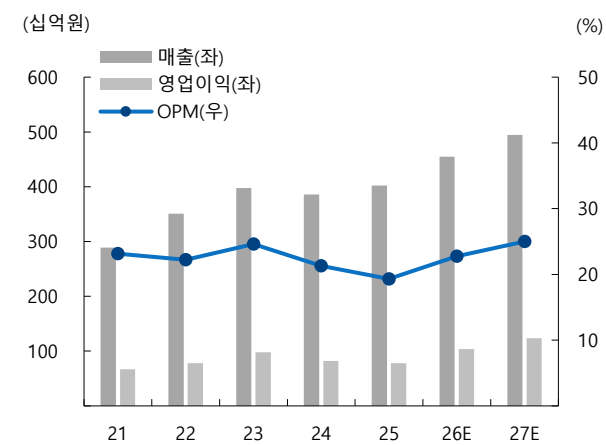
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림2. 한미약품(별도) 주요제품 매출 및 비중 추이



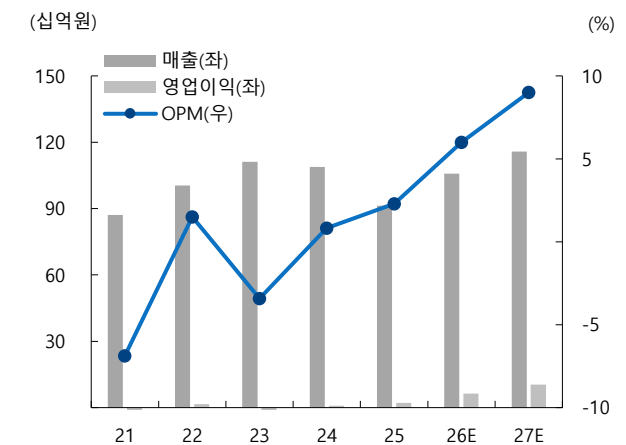
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림3. 북경한미 실적 추이 및 전망



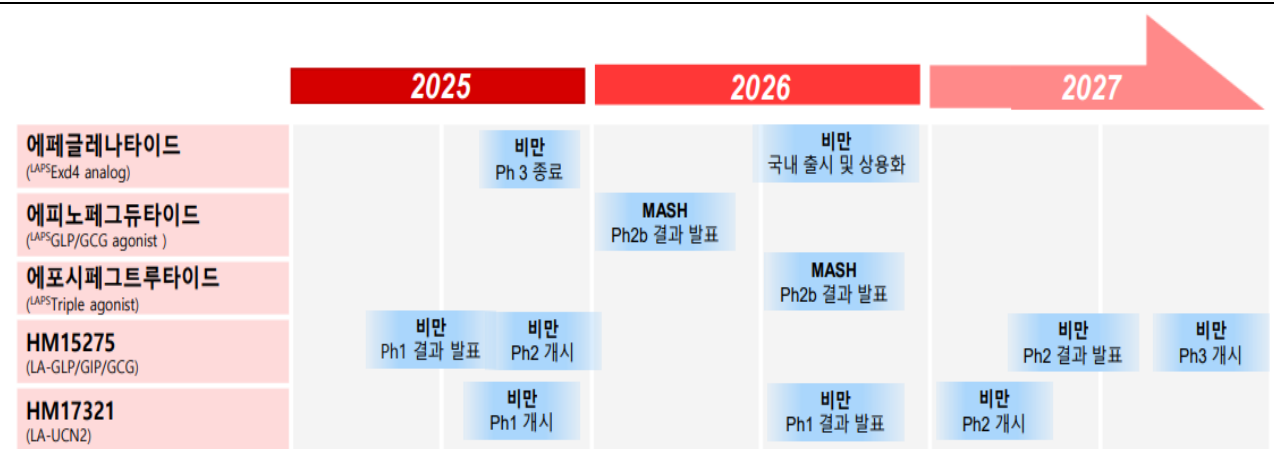
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림4. 한미정밀화학 실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림5. 한미약품 비만 파이프라인 주요 이벤트



자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

표1. 에페글레나타이드 rNPV 밸류에이션

환자 가정	2025E	2026E	2027E	2028E	...	2034E	2035E	2036E
최종 타겟 환자	1,522,465	1,520,101	1,517,778	1,516,348	...	1,507,799	1,506,379	1,504,960
Timeline	3상 종료	하반기 출시	매출 발생	출시 2년차		출시 8년차	출시 9년차	출시 10년차
점유율			1	3		21	21	21
1년 약가(달러)	980							
에페글레나타이드 매출(달러)			15,840,868	47,477,864		330,472,292	330,161,221	329,850,450
원화 환산(십억원)	환율 1,450원		23	69		479	479	479
Sum of FCFF	8.70%	1,555						
Terminal Value	-3%	3,965						
PV of Terminal Value		1,721.8						
최종가치		1,721.8						

자료: iM증권 리서치본부 추정

표2. 한미약품 목표주가 산출

(십억원, 배, 천주, 원, %)		비고
1. 영업가치 (A*B)	6,291.2	
A. 한미약품 2026E EBITDA	248.2	연결 기준 (기술료 제외)
B. Target EV/EBITDA	25.3	국내 주요 제약사 2026E 평균 EV/EBITDA에 10% 프리미엄 부여
2. 파이프라인 가치 (C)	1,721.8	
C. 에페글레나타이드	1,721.8	
3. 한미약품 총 기업가치	8,013.0	
4. 보통주주식수	12,680	
5. 적정주가 산출	630,000	
6. 현재 주가	541,000	2026년 2월 5일 종가
7. 상승 여력	16.5	

자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

표3. 한미약품 분기별 실적 추이 및 전망 (연결 기준)

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
연결 매출	390.9	361.3	362.3	433.0	454.5	395.3	386.1	477.6	1,547.6	1,713.5	1,841.9
YoY	(3.2)	(4.5)	0.1	23.1	16.2	9.4	6.5	10.3	3.5	10.7	7.5
한미약품(별도)	295.0	276.4	269.1	306.1	324.6	301.5	286.2	333.6	1,146.7	1,245.9	1,326.8
북경한미	96.5	86.7	94.1	125.2	126.4	91.0	99.7	137.8	402.5	454.9	494.5
한미정밀화학	22.8	23.0	17.2	28.3	26.7	26.0	22.9	30.3	91.3	105.9	115.8
기타 및 연결조정	(23.4)	(24.8)	(18.0)	(26.7)	(23.2)	(23.2)	(22.8)	(24.0)	(92.9)	(93.2)	(95.2)
매출총이익	213.6	204.7	205.6	260.5	264.6	227.5	224.4	276.1	884.4	992.7	1,077.1
YoY	(5.7)	(0.9)	3.5	40.6	23.9	11.1	9.2	6.0	8.2	12.2	8.5
GPM	54.6	56.7	56.7	60.2	58.2	57.6	58.1	57.8	57.1	57.9	58.5
영업이익	59.0	60.4	55.1	83.3	91.4	70.4	55.1	83.4	257.8	300.3	355.3
YoY	(23.0)	4.0	8.0	173.4	54.8	16.5	0.1	0.1	19.3	16.5	18.3
OPM	15.1	16.7	15.2	19.2	20.1	17.8	14.3	17.5	16.7	17.5	19.3
세전이익	53.2	49.6	52.3	56.0	79.9	57.7	41.4	69.2	211.0	248.2	315.7
YoY	(29.1)	(8.2)	30.0	2551.6	50.2	16.5	(20.8)	23.6	23.2	17.7	27.2

자료: iM증권 리서치본부 추정

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	746	966	1,200	1,504	매출액	1,496	1,548	1,713	1,842
현금 및 현금성자산	192	388	554	800	증가율(%)	0.3	3.5	10.7	7.5
단기금융자산	1	0	0	-	매출원가	678	663	721	765
매출채권	252	261	287	308	매출총이익	817	884	993	1,077
재고자산	301	311	345	371	판매비와관리비	601	627	692	722
비유동자산	1,275	1,270	1,273	1,281	연구개발비	179	185	205	220
유형자산	796	805	819	838	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	94	80	69	59	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	2,021	2,236	2,473	2,785	영업이익	216	258	300	355
유동부채	683	690	709	735	증가율(%)	-2.0	19.3	16.5	18.3
매입채무	39	40	44	48	영업이익률(%)	14.5	16.7	17.5	19.3
단기차입금	371	341	311	281	이자수익	6	11	16	23
유동성장기부채	31	31	31	31	이자비용	24	23	21	20
비유동부채	97	97	97	97	지분법이익(손실)	0	0	0	0
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-26	-40	-40	-24
장기차입금	86	86	86	86	세전계속사업이익	171	211	248	316
부채총계	780	788	806	832	법인세비용	31	23	48	48
자배주주지분	1,085	1,275	1,479	1,739	세전계속이익률(%)	11.5	13.6	14.5	17.1
자본금	32	32	32	32	당기순이익	140	188	200	267
자본잉여금	411	411	411	411	순이익률(%)	9.4	12.2	11.7	14.5
이익잉여금	681	837	1,005	1,230	자배주주귀속 순이익	121	172	185	241
기타자본항목	-39	-5	30	65	기타포괄이익	35	35	35	35
비자배주주지분	156	172	188	214	총포괄이익	175	223	235	302
자본총계	1,241	1,448	1,667	1,953	자배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	193	323	295	375	주당지표 (원)				
당기순이익	140	188	200	267	EPS	9,470	13,399	14,410	18,787
유형자산감가상각비	86	81	76	71	BPS	84,685	99,560	115,447	135,711
무형자산감각비	12	14	12	10	CFPS	17,067	20,776	21,238	25,137
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0	DPS	1,250	1,250	1,250	1,250
투자활동 현금흐름	25	-74	-75	-75	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-39	-90	-90	-90	PER	29.6	40.4	37.5	28.8
무형자산의 처분(취득)	-23	-	-	-	PBR	3.3	5.4	4.7	4.0
금융상품의 증감	-128	-	-	-	PCR	16.4	26.0	25.5	21.5
재무활동 현금흐름	-94	-48	-48	-48	EV/EBITDA	12.4	19.9	17.5	15.0
단기금융부채의증감	-106	-30	-30	-30	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	30	-	-	-	ROE	11.9	14.5	13.4	15.0
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	21.0	22.8	22.6	23.7
배당금지급	-13	-16	-16	-16	부채비율	62.9	54.4	48.4	42.6
현금및현금성자산의증감	137	196	167	246	순부채비율	23.7	4.8	-7.6	-20.6
기초현금및현금성자산	55	192	388	554	매출채권회전율(x)	6.7	6.0	6.3	6.2
기말현금및현금성자산	192	388	554	800	재고자산회전율(x)	5.1	5.1	5.2	5.1

자료 : 한미약품, iM증권 리서치본부

한미약품 투자이견 및 목표주가 변동추이

일자	투자이견	목표주가	과리율		
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2024-02-20(담당자변경)	Buy	410,000	-20.9%	-15.4%	
2024-05-02	Buy	420,000	-28.4%	-19.5%	
2024-10-16	Buy	400,000	-27.2%	-12.4%	
2025-01-17	Buy	350,000	-26.9%	-23.0%	
2025-03-10	NR				
2025-06-25(담당자변경)	Buy	400,000		7.0%	
2025-10-30	Buy	460,000	-2.8%	5.0%	
2026-01-21	Buy	520,000	-5.4%	4.0%	
2026-02-06	Buy	630,000			

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자이견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-12-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
90.6%	9.4%	-