

# 한미약품 (128940)

## 개화 전 인내의 시간

### 시장 기대치 대비 아쉬운 1분기 실적 전망

동사의 2026년 1분기 매출과 영업이익은 3,872억원(YoY -1%), 585억원(YoY -1%, OPM 15%)을 전망한다. 컨센서스(매출 4,139억원, 영업이익 677억원) 대비 각각 6%, 14% 하회한다. 이는 작년 1분기 MSD항 임상시료 공급이 일어남에 따른 역기저가 발생한 것에 기인한다.

긍정적인 점은 본업에서의 견조한 성장세는 유지되고 있다는 것이다. 로수젯 등을 필두로 한 한미약품 사업부의 주요 제품에서의 이슈는 없는 상황이며, 북경한미는 VBP 프로그램의 영향이 적은 품목 중심의 영업 전략을 통한 수익성 개선이 기대된다. 다만 정밀화학 사업부는 여전히 해외 API 경쟁심화가 지속되고 있는 상황이지만 고수익성의 CDMO 매출이 확대되고 있어 전년 대비 개선된 흐름을 보여줄 것으로 예상된다.

### 연내 1건 이상의 기술이전과 국내 비만치료제 출시 이벤트 주목

올해 동사는 국내 기업 중 최초 GLP-1 제품 출시, MASH 파이프라인을 포함한 글로벌 임상 데이터 발표 등 다양한 이벤트가 예정되어 있다. 또한 연초 제시한 연간 가이던스에서는 영업이익률 15% 이상 달성, 1건 이상의 기술이전 체결 등을 언급했다.

당사는 한미약품의 26년 연간 매출 및 영업이익을 1조 6,107억원(YoY +4%), 2,770억원(YoY +8%, OPM 17%)으로 제시한다. 해당 수치에는 에페글레나타이드 출시는 미반영했으며 기술이전 계약이 1건 발생한 케이스를 고려했다. 계약이 발생해 수취하는 선금금 규모는 250억원으로 가정했다. 해당 수치는 2024년부터 2025년간 발생한 GLP-1 관련 발생한 라이선스 계약의 평균 계약 규모의 2% 수준이다.

국내 비만 시장은 빠르게 성장하고 있다. 지난해 국내에서 판매된 위고비와 마운자로의 매출을 합산하면 7천억원에 육박한다(위고비 4,725억원, 마운자로 2,155억원). 향후 경구용 제품의 시장 진입, 국내 플레이어들의 주사제 신규 제품 출시 등을 고려한다면 여전히 국내 시장에서의 규모 확대 여력은 충분한 상황이다. 현재 허가를 준비하고 있는 에페글레나타이드의 출시가 가시화되면 기업 가치의 상승으로 이뤄질 것이다. 당사는 해당 파이프라인의 가치를 1.7조원으로 산정했다. 약가에서의 이점을 앞서워 경쟁제품이 있음에도 유의미한 점유율 확보가 가능할 것으로 가정했다.

### 목표주가 소폭 하향. MASH 파이프라인은 가치 반영까지 시간 필요

투자의견은 이전과 동일하게 유지하며, 목표주가를 63만원에서 60만원으로 하향했다. 하향의 근거는 실적 추정치 하향에 따른다. 이전 목표주가 기준이었던 약 8조원의 기업가치 대비 6% 하향한 7.6조원을 새롭게 제시하며, 해당 기준을 기반으로 목표주가를 산출했다.

이전 자료를 통해 언급했듯 시장이 기대하고 있는 MASH 파이프라인은 임상 단계를 고려해 파이프라인 가치에 반영하지 않았다. 개발은 순조롭게 진행 중이나, 데이터 확인 시점이 명확하게 제시되지 않았다. 그리고 임상을 추가적으로 해야 한다. 다만 긍정적인 것은 이전 승인 사례를 통해 가속승인을 받을 가능성은 여전히 존재한다는 점이다. 레즈디프라는 52주차 데이터, 위고비는 72주차 데이터를 기반으로 허가를 받았다. 환자 모집 등의 기간을 고려한다면 보수적으로 2년 이상 걸릴 것이기에 현 시점에서는 본업 및 에페글레나타이드만 동사의 기업 가치 산정에 고려했다.

## Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	600,000원(하향)
증가(2026.04.13)	510,000원
상승여력	17.6%

Stock Indicator	
자본금	32십억원
발행주식수	1,281만주
시가총액	6,534십억원
외국인지분율	14.2%
52주 주가	234,500~626,000원
60일평균거래량	128,444주
60일평균거래대금	67.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.7	18.3	46.1	109.9
상대수익률	-3.1	-5.5	-15.9	-28.9

### Price Trend



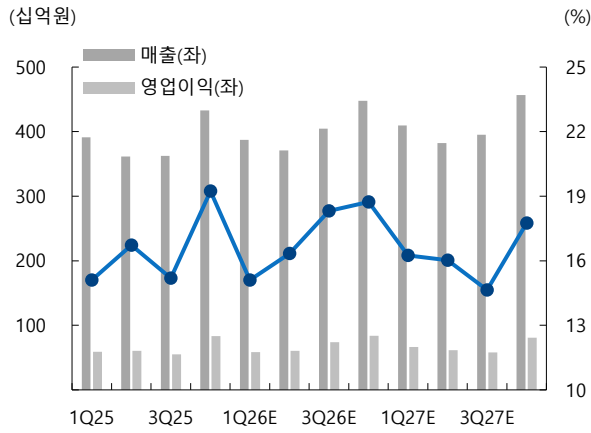
FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	1,548	1,611	1,643	1,699
영업이익(십억원)	258	277	267	290
순이익(십억원)	170	167	156	186
EPS(원)	13,235	13,003	12,213	14,509
BPS(원)	97,553	109,096	119,849	132,898
PER(배)	34.2	39.2	41.8	35.2
PBR(배)	4.6	4.7	4.3	3.8
ROE(%)	14.5	12.6	10.7	11.5
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	16.9	17.9	18.5	17.2

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[계약/바이오]  
정재원  
jaewon.jeong@imfnsec.com

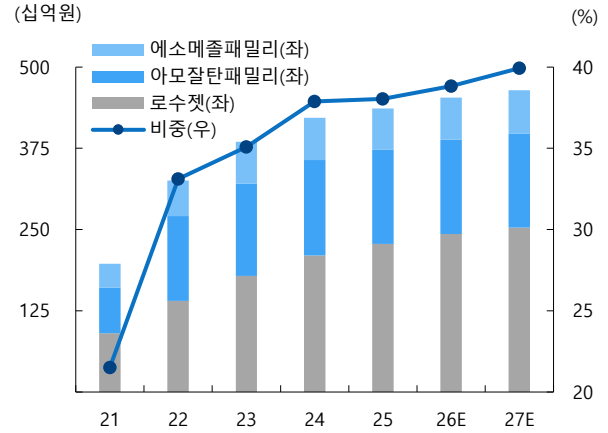
2122-9208

그림1. 한미약품 분기별 실적 추이 및 전망 (연결 기준)



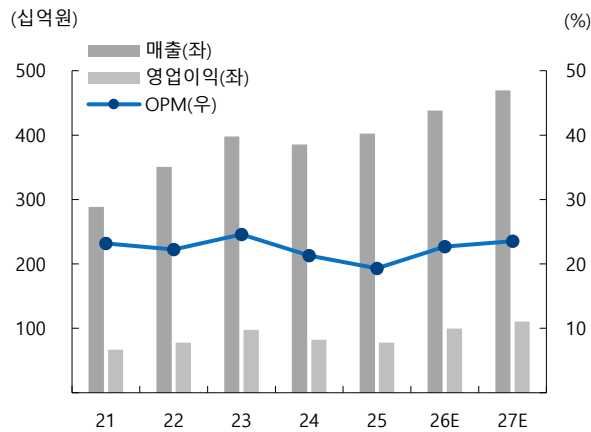
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림2. 한미약품(별도) 주요제품 매출 및 비중 추이



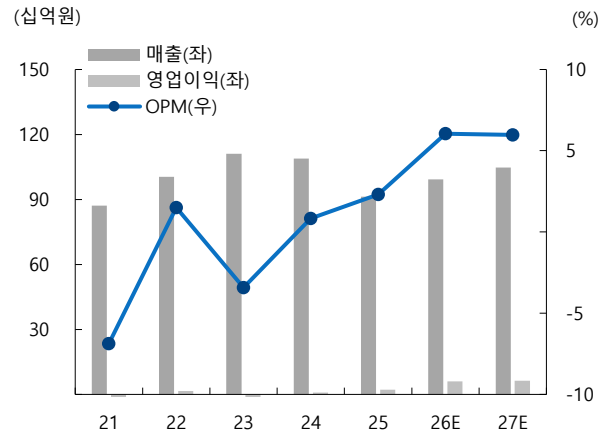
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림3. 북경한미 실적 추이 및 전망



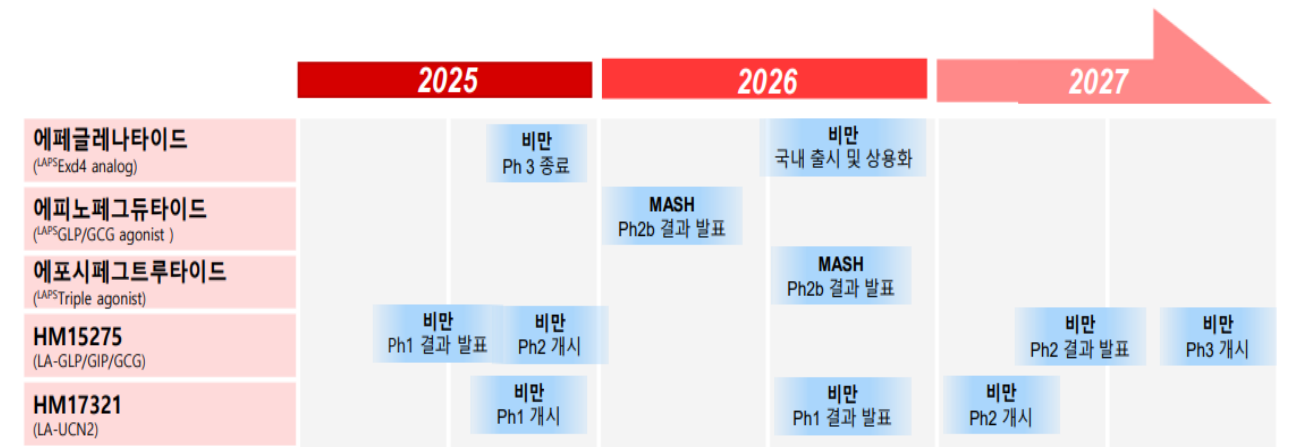
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

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	2026E	2027E	2028E	2029E	...	2034E	2035E	2036E
최종 타겟 환자(명)	1,520,101	1,517,778	1,516,348	1,516,308	...	1,507,799	1,506,379	1,504,960
Timeline	하반기 출시	매출 발생	출시 2년차	출시 3년차		출시 8년차	출시 9년차	출시 10년차
점유율(%)		1	3	4		21	21	21
1년 약가(달러)	980							
에페글레나타이드 매출(달러)		15,840,868	47,477,864	70,000,594		330,472,292	330,161,221	329,850,450
원화 환산(십억원)	환율 1,450원	23	69	102		479	479	479
Sum of FCFF	8.70%	1,555						
Terminal Value	-3%	3,965						
PV of Terminal Value		1,721.8						
<b>최종가치</b>		<b>1,721.8</b>						

자료: iM증권 리서치본부 추정

표2. 한미약품 목표주가 산출

(십억원, 배, 천주, 원, %)		비고
1. 영업가치 (A*B)	5,883.0	
A. 한미약품 2026E EBITDA	226.5	연결 기준
B. Target EV/EBITDA	26.0	국내 주요 제약사 2026F 평균 EV/EBITDA에 20% 프리미엄 부여
2. 파이프라인 가치 (C)	1,721.8	
C. 에페글레나타이드	1,721.8	
<b>3. 한미약품 총 기업가치</b>	<b>7,604.8</b>	
4. 보통주주식수	12,680	
<b>5. 적정주가 산출</b>	<b>600,000</b>	
6. 현재 주가	510,000	2026년 4월 13일 증가
7. 상승 여력	17.6	

자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

표3. 한미약품 분기별 실적 추이 및 전망 (연결 기준). 2026년 3분기 기술이전 계약 발생해 선금금 수취받는다 가정

(십억원, %)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E	2027E
연결 매출	390.9	361.3	362.3	433.0	387.2	371.1	404.6	447.8	1,547.5	1,610.7	1,643.4
YoY	(3.2)	(4.5)	0.1	23.1	(1.0)	2.7	11.7	3.4	3.5	4.1	2.0
한미약품(별도)	295.0	276.4	269.1	306.1	271.2	279.3	304.7	311.4	1,146.6	1,166.6	1,162.4
북경한미	96.5	86.7	94.1	125.2	115.8	91.0	99.7	131.5	402.5	438.1	469.7
한미정밀화학	22.8	23.0	17.2	28.3	23.5	23.9	22.9	29.0	91.3	99.3	104.8
기타 및 연결조정	(23.4)	(24.8)	(18.0)	(26.7)	(23.2)	(23.2)	(22.8)	(24.0)	(93.0)	(93.2)	(93.5)
매출총이익	213.6	204.7	205.6	260.5	224.6	213.9	237.8	269.1	884.4	945.4	961.0
YoY	(5.7)	(0.9)	3.5	40.6	5.2	4.5	15.6	3.3	8.2	6.9	1.7
GPM	54.6	56.7	56.7	60.2	58.0	57.6	58.8	60.1	57.1	58.7	58.5
영업이익	59.0	60.4	55.1	83.3	58.5	60.6	74.1	83.9	257.8	277.0	266.7
YoY	(23.0)	4.0	8.0	173.4	(1.0)	0.3	34.5	0.8	19.2	7.5	(3.7)
OPM	15.1	16.7	15.2	19.2	15.1	16.3	18.3	18.7	16.7	17.2	16.2
세전이익	53.2	49.6	52.3	58.5	47.3	48.3	60.7	70.2	213.5	226.5	215.3
YoY	(29.1)	(8.2)	30.0	2,670.9	(11.1)	(2.6)	16.2	20.1	24.7	6.1	(4.9)

자료: iM증권 리서치본부 추정

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E	(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	894	1,007	1,106	1,236	매출액	1,548	1,611	1,643	1,699
현금 및 현금성자산	108	183	256	348	증가율(%)	3.5	4.1	2.0	3.4
단기금융자산	93	104	117	131	매출원가	663	665	682	702
매출채권	359	373	380	392	매출총이익	884	945	961	998
재고자산	339	352	360	372	판매비와관리비	627	668	694	707
비유동자산	1,244	1,240	1,244	1,254	연구개발비	196	245	264	261
유형자산	760	772	789	810	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	113	98	85	74	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	2,138	2,247	2,350	2,490	영업이익	258	277	267	290
유동부채	605	552	503	458	증가율(%)	19.2	7.5	-3.7	8.9
매입채무	54	56	58	60	영업이익률(%)	16.7	17.2	16.2	17.1
단기차입금	320	290	260	230	이자수익	7	10	13	17
유동성장기부채	14	14	14	14	이자비용	17	16	15	13
비유동부채	110	110	110	110	자본법이익(손실)	0	0	0	0
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-39	-40	-44	-30
장기차입금	92	92	92	92	세전계속사업이익	213	226	215	247
부채총계	715	662	612	567	법인세비용	26	45	44	43
자배주주지분	1,250	1,398	1,535	1,703	세전계속이익률(%)	13.8	14.1	13.1	14.5
자본금	32	32	32	32	당기순이익	187	181	172	204
자본잉여금	411	411	411	411	순이익률(%)	12.1	11.2	10.4	12.0
이익잉여금	836	978	1,109	1,269	지배주주귀속 순이익	170	167	156	186
기타자본항목	-30	-23	-17	-10	기타포괄이익	7	7	7	7
비지배주주지분	173	188	203	220	총포괄이익	194	188	178	210
자본총계	1,423	1,585	1,738	1,923	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

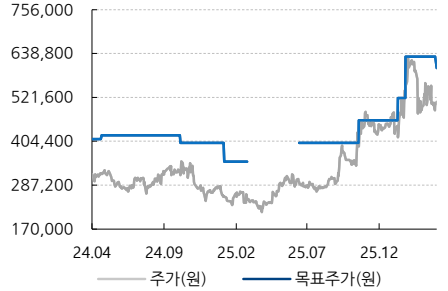
  

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E		2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	173	275	275	295	주당지표(원)				
당기순이익	187	181	172	204	EPS	13,235	13,003	12,213	14,509
유형자산감가상각비	86	78	73	69	BPS	97,553	109,096	119,849	132,898
무형자산상각비	13	15	13	11	CFPS	20,948	20,279	18,940	20,758
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0	DPS	2,000	2,000	2,000	2,000
투자활동 현금흐름	-159	-142	-143	-145	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-43	-90	-90	-90	PER	34.2	39.2	41.8	35.2
무형자산의 처분(취득)	-33	-	-	-	PBR	4.6	4.7	4.3	3.8
금융상품의 증감	49	-	-	-	PCR	21.6	25.1	26.9	24.6
재무활동 현금흐름	-97	-59	-59	-59	EV/EBITDA	16.9	17.9	18.5	17.2
단기금융부채의증감	-82	-30	-30	-30	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	19	-	-	-	ROE	14.5	12.6	10.7	11.5
자본의증감	0	-	-	-	EBITDA이익률	23.0	23.0	21.5	21.8
배당금지급	-31	-25	-25	-25	부채비율	50.2	41.8	35.2	29.5
현금및현금성자산의증감	-84	75	73	92	순부채비율	15.7	6.8	-0.5	-7.5
기초현금및현금성자산	192	108	183	256	매출채권회전율(x)	5.1	4.4	4.4	4.4
기말현금및현금성자산	108	183	256	348	재고자산회전율(x)	4.8	4.7	4.6	4.6

자료 : 한미약품, iM증권 리서치본부

한미약품 투자이견 및 목표주가 변동추이

일자	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
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	-14.3%	-0.6%
2026-04-14	Buy	600,000		



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 2026-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
88.2%	11.8%	-