

한미약품 (128940)

호실적도 있었고, 우려점도 있었다

기술이전 계약 선금금 유입으로 시장 컨센서스 상회

동사의 2분기 연결 기준 매출액은 4,672억원(YoY +29%), 영업이익은 1,311억원(YoY +117%, OPM 28%)을 기록했다. 시장 컨센서스(매출 4,033억원, 영업이익 698억원)을 상회했다. 6월초 공시한 기술이전 계약으로 발생한 업프론트 약 1,100억원이 당분기에 인식된 것이 호실적의 주요 요인이다.

사업부별 기준으로는 북경한미를 제외한 한미약품 별도 및 정밀화학은 건조한 성장을 이어갔다. 한미약품 별도로는 상기 언급한 계약금을 제외하더라도 주요 제품군에서의 성장이 확인되었다. 정밀화학은 고수익성의 CDMO 성과가 누적되고 있는 상황이다. 이에 반해 북경한미는 계절적 비수기 및 VBP 제도로 인해 큰 폭으로 실적이 악화됐다.

VBP 제도 관련 영향을 어떻게 극복할지가 중요

동사 자회사인 북경한미의 2분기 매출은 607억원, 영업이익 6억원으로 전년 동기 대비 각각 30%, 91% 감소했다. 주요 판매제품이 호흡기 질환 위주로 구성되어 있는 특성 고려 시 계절적 특성이 존재하나 VBP 제도의 영향이 점진적으로 심화되고 있어 북경한미의 실적 성장성에 대한 리스크가 생겼다고 판단한다.

2019년부터 시작된 국가 대량 집중 조달(VBP) 제도는 중국 국가의료보장국(NHSA) 주도 하에 의약품 및 의료가기 가격을 낮추고 건강보험 재정을 안정화하기 위해 도입된 제도다. 큰 틀에서는 공공병원 채널 수요의 약 7~80% 물량을 국가가 보장해주는 대신 단가 인하 경쟁을 유도하는 방식이다.

초기 11개 주요 도시를 대상으로 25개 품목에 시범 도입했고 차수가 진행됨에 따라 적용 대상이 케미컬에서 바이오의약품 및 의료가기 등 전방위적으로 확대됐다. 또한 가격 위주 양상에서 GMP 준수 이력, 공급 안정성, 지적재산권 리스크, 의료진의 브랜드 선호도 등 다양한 요인을 종합적으로 평가하는 방향으로 흘러가고 있다.

결론적으로 정책에 대한 대응책을 빠르게 마련해 제도의 영향으로부터 피해를 최소화하는 것이 필요하다. 이번 실적발표에서는 전략적 입찰, VBP 제도 미대상 품목 위주 판매 전략 수립 등을 극복 방안으로 언급했다. 원칙적으로 공공립 병원의 조달 물량에 적용되는 제도적 특성 상, 민간 병원 또는 대형 리테일 약국으로의 마케팅 강화는 처방 물량 확보에 기여할 수 있을 것으로 예상된다. 또한 직접적인 B2C 매출 활로를 확보하는 방안으로 온라인 처방 및 유통 플랫폼 파트너십 체결 등도 고려해볼 수 있는 옵션이 될 것이다. 현 시점에서 적절한 전략을 제시했다고 판단하며, 향후 발표하는 실적을 통해 대응이 잘 이뤄지고 있는지를 확인할 수 있을 것으로 보인다.

R&D 영역은 순조롭게 진행 중

주요 파이프라인에 대한 업데이트를 진행했다. 기존 소개하던 파이프라인 외 추가로 근육보존제 파이프라인인 HM500197에 대한 개발상황을 공유했다. 해당 후보물질은 펩타이드 기반 미오스타틴(MSTN) 억제제 컨셉이다. 펩타이드 기반인 점에서 인크레틴 계열 약물과 동일한 투여 경로 및 주기로 사용할 수 있는 특징을 가졌으며, 향후 병용 옵션의 하나로 사용할 수 있는 경쟁력 또한 가질 수 있음을 강조했다.

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	600,000원(유지)
증가(2026.07.28)	374,500원
상승여력	60.2%

Stock Indicator

자본금	32십억원
발행주식수	1,281만주
시가총액	4,798십억원
외국인지분율	14.4%
52주 주가	270,000~626,000원
60일평균거래량	140,431주
60일평균거래대금	63.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.3	-23.8	-27.8	35.4
상대수익률	30.7	-14.5	-44.3	-52.2

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	1,548	1,672	1,684	1,775
영업이익(십억원)	258	293	285	294
순이익(십억원)	170	184	174	189
EPS(원)	13,235	14,372	13,580	14,759
BPS(원)	97,553	110,465	122,585	135,884
PER(배)	34.2	26.1	27.6	25.4
PBR(배)	4.6	3.4	3.1	2.8
ROE(%)	14.5	13.8	11.7	11.4
배당수익률(%)	0.4	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA(배)	16.9	12.7	12.8	12.4

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[제약/바이오]

정재원

jaewon.jeong@imfnsec.com

2122-9208

그 외 주요 파이프라인 업데이트 사항은 아래와 같다.

① 소네페글루타이드; 파트너사 릴리가 구체적인 개발계획 및 방향성을 공개하지는 않은 상황이며, 단장증후군만을 고려해 계약한 것이 아님을 언급. 현재 진행하고 있는 단장증후군 글로벌 임상 2상을 완료하는 시점까지는 동사가 수행

② HM15275; 미국 임상 2상 진행 중. 4월초 환자 모집 완료. 비만 환자 대상으로 총 36주간 주 1회 투약 방식으로 진행. 1차 평가지표는 36주차 체중감소율. 2027년 1분기 중 임상 종료될 것으로 예상하며 당뇨 적응증 대상으로도 5월부터 임상 2상을 개시해 환자 모집 중

③ HM17321; 지난해 4분기 미국 임상 1상 진입 이후 큰 이슈없이 개발 중. 현재 파트b 진행 중으로 2027년 상반기 중 임상 완료 예정

④ 에피노페그듀타이드; MSD 주관 하 데이터 분석 진행 중. 파트너사에서 적절한 시점과 채널을 결정해 결과 발표 예정. 파트너십은 크게 이상없는 상황

목표주가 유지. 실적 노이즈를 압도하는 R&D 모멘텀 기대

동사에 대한 투자 의견과 목표주가를 유지한다. 목표주가는 영업가치와 파이프라인 가치를 합산해 산출했다. 영업가치는 2026년 예상 EBITDA 2,607억원에 타겟 멀티플 21.7배를 적용했다. 동사가 6월초 보여준 글로벌 기술이전 계약과 비만 분야에서의 압도적인 후보물질 현황을 고려해 타겟 멀티플에 20% 프리미엄을 부여했다.

파이프라인 가치는 기존 추정과 동일하게 적용했다. 올해 하반기 출시될 예정인 비만 치료제 에페글레나타이드의 케이스만 가정했다. 국내 비만 시장 규모 자체가 매분기 폭발적으로 성장하고 있다. 국내 비만 시장의 성장 궤도 속에서 체중 감소 효과는 시판 제품 대비 약간 낮지만 약가에서의 강점 혹은 내약성 측면에서 이점을 보이면 유의미한 점유율을 가져올 수 있을 것이다.

이번 실적발표를 통해 자회사의 실적에 대한 우려가 생겼다는 점은 지켜봐야할 포인트다. 이는 하반기 실적을 통해 변화하는 중국 제도에서 얼마나 잘 적응하고 대처하고 있는지 확인 가능할 것이다. 실적에서의 우려가 생긴 것과는 별개로 R&D 모멘텀은 여전하다.

에페글레나타이드는 타게팅, 페넨트레이션 및 리텐션의 3가지 큰 테마를 기반으로 전략이 구체화되고 있는 상황이다. 비만 시장을 획일화하지 않고 환자군을 구분하여 공략하고, 환자군별 특성을 최적화해 침투를 빠르게 한다는 계획이며 토달 케어 솔루션을 구축해 궁극적으로 비만 관리 플랫폼까지 나아간다는 그림으로 파악된다.

에페글레나타이드 외에도 비만과 관련된 다양한 개발 상황이 순조롭게 진행되고 있기에 R&D 경쟁력을 입증하는 이벤트들은 순차적으로 증명될 수 있을 것이다. 최근 동사가 시장에 보여줬던 성과가 매우 우수했음에도 주가는 오히려 하락했다는 점, 펀더멘탈적으로 변한 것은 없다는 점을 주목해 레거시 제약사 업종 중에서는 상승 여력이 큰 상황으로 판단한다.

표1. 한미약품 목표주가 산출

(십억원, 배, 천주, 원, %)		비고
1. 영업가치 (A*B)	5,651.8	
A. 한미약품 2026E EBITDA	260.7	연결 기준
B. Target EV/EBITDA	21.7	국내 주요 제약사 2026F 평균 EV/EBITDA에 20% 프리미엄 부여
2. 파이프라인 가치 (C)	1,721.8	
C. 에페글레나타이드	1,721.8	
3. 한미약품 총 기업가치	7,373.6	
4. 보통주주식수	12,680	
5. 적정주가 산출	600,000	
6. 현재 주가	374,500	2026년 7월 28일 종가
7. 상승 여력	60.2	

자료: Quantiwise, iM증권 리서치본부

표2. 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						
최종가치	1,721.8							

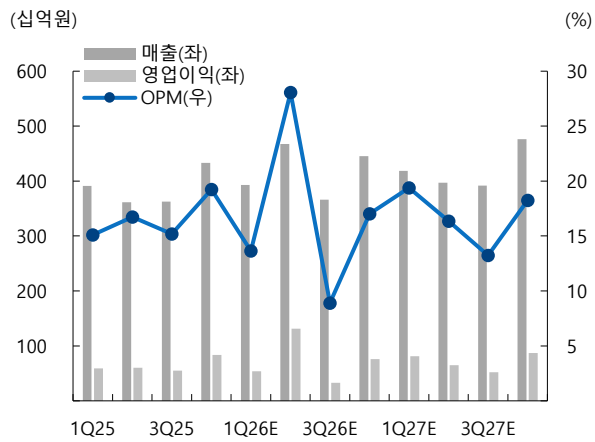
자료: iM증권 리서치본부 추정

표3. 한미약품 분기별 실적 추이 및 전망 (연결 기준)

(십억원, %)	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
연결 매출	392.9	467.2	365.9	445.5	418.6	396.7	392.0	476.2	1,547.5	1,671.7	1,683.5
YoY	0.5	29.3	1.0	2.9	6.5	(15.1)	7.1	6.9	3.5	8.0	0.7
한미약품(별도)	285.2	407.0	293.8	338.8	309.4	317.5	315.7	363.3	1,146.6	1,324.8	1,305.8
북경한미	106.4	60.7	71.6	101.3	109.1	77.0	74.0	106.5	402.5	339.9	366.6
한미정밀화학	21.7	24.0	22.9	29.0	22.8	25.5	25.2	29.5	91.3	97.6	103.0
기타 및 연결조정	(20.3)	(24.5)	(22.4)	(23.5)	(22.7)	(23.3)	(23.0)	(23.1)	(93.0)	(90.7)	(92.0)
매출총이익	217.3	303.2	197.5	261.7	238.7	223.2	220.7	278.6	884.4	979.7	961.2
YoY	1.7	48.1	(4.0)	0.5	9.9	(26.4)	11.8	6.4	8.2	10.8	(1.9)
GPM	55.3	64.9	54.0	58.7	57.0	56.3	56.3	58.5	57.1	58.6	57.1
영업이익	53.6	131.1	32.6	75.8	81.2	64.9	51.9	86.9	257.8	293.2	284.9
YoY	(9.1)	116.9	(40.8)	(8.9)	51.3	(50.5)	59.2	14.6	19.2	13.7	(2.8)
OPM	13.7	28.1	8.9	17.0	19.4	16.3	13.2	18.3	16.7	17.5	16.9
세전이익	55.4	120.1	21.0	64.2	71.6	54.8	41.9	76.1	213.5	260.7	244.4
YoY	4.1	142.5	(59.8)	9.7	29.2	(54.4)	99.6	18.6	24.7	22.1	(6.3)

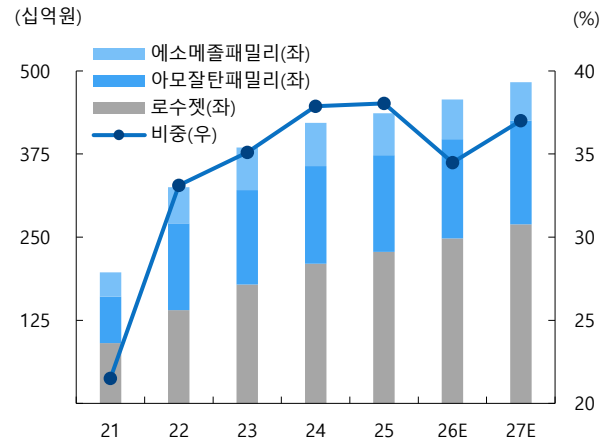
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림1. 한미약품 분기별 실적 추이 및 전망 (연결 기준)



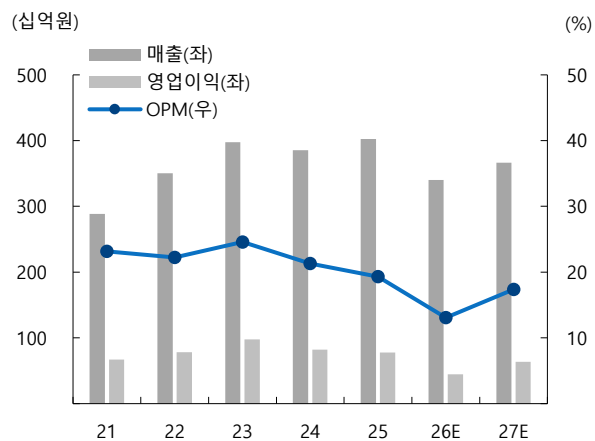
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림2. 한미약품(별도) 주요제품 매출 및 비중 추이



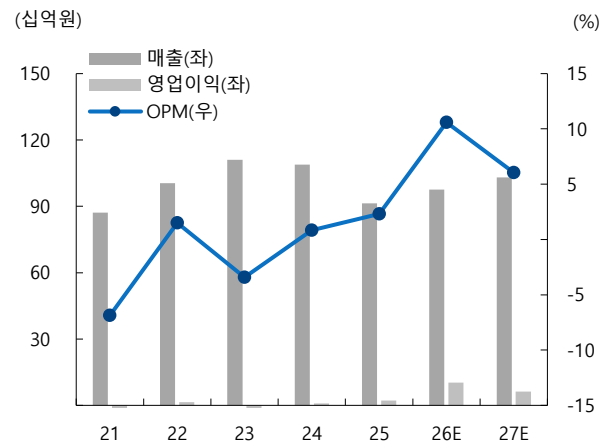
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림3. 북경한미 실적 추이 및 전망



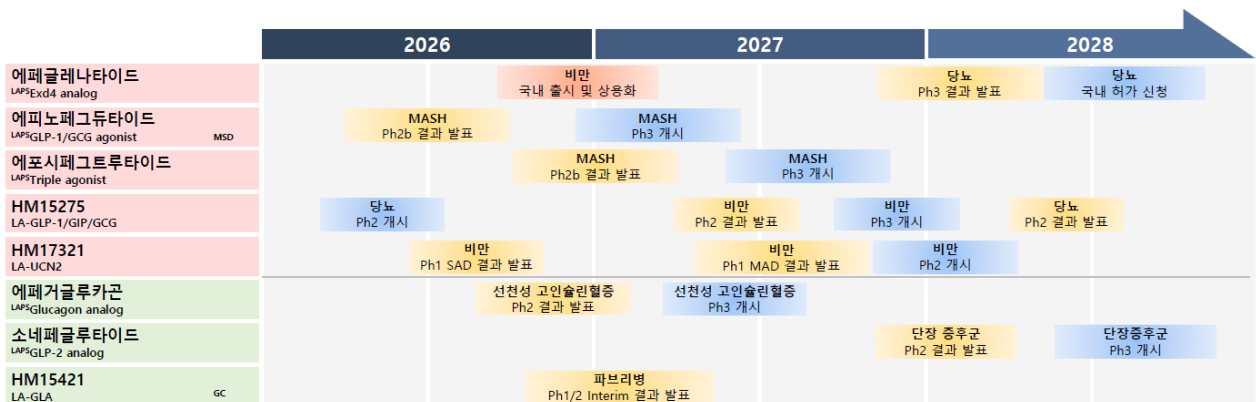
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림4. 한미정밀화학 실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림5. 한미약품 파이프라인 주요 이벤트



자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

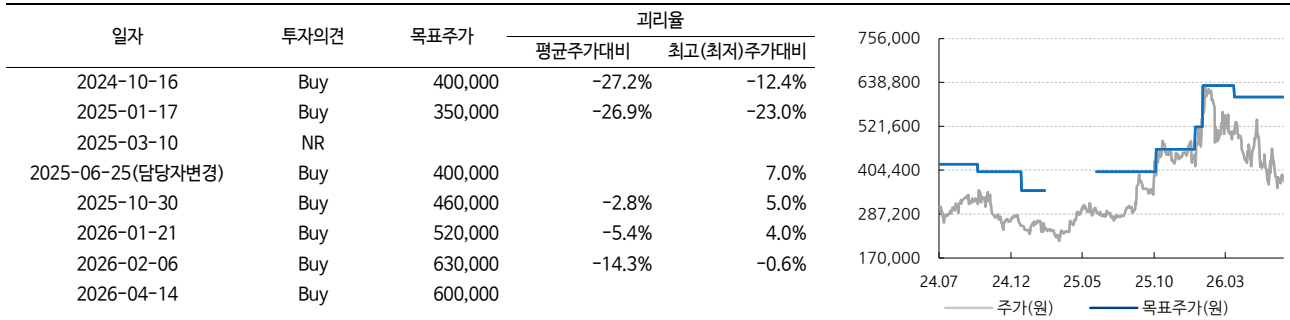
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E	(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	894	1,030	1,149	1,285	매출액	1,548	1,672	1,684	1,775
현금 및 현금성자산	108	179	282	364	증가율(%)	3.5	8.0	0.7	5.5
단기금융자산	93	104	117	131	매출원가	663	692	722	766
매출채권	359	386	389	409	매출총이익	884	980	961	1,009
재고자산	339	366	368	388	판매비와관리비	627	686	676	715
비유동자산	1,244	1,240	1,244	1,254	연구개발비	196	241	260	265
유형자산	760	772	789	810	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	113	98	85	74	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	2,138	2,270	2,394	2,539	영업이익	258	293	285	294
유동부채	605	554	504	460	증가율(%)	19.2	13.7	-2.8	3.2
매입채무	54	59	59	62	영업이익률(%)	16.7	17.5	16.9	16.6
단기차입금	320	290	260	230	이자수익	7	10	14	18
유동성장기부채	14	14	14	14	이자비용	17	16	15	13
비유동부채	110	110	110	110	지분법이익(손실)	0	0	0	0
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-39	-28	-37	-27
장기차입금	92	92	92	92	세전계속사업이익	213	261	244	256
부채총계	715	664	614	570	법인세비용	26	58	52	48
지배주주지분	1,250	1,415	1,570	1,741	세전계속이익률(%)	13.8	15.6	14.5	14.4
자본금	32	32	32	32	당기순이익	187	202	192	208
자본잉여금	411	411	411	411	순이익률(%)	12.1	12.1	11.4	11.7
이익잉여금	836	995	1,144	1,308	지배주주귀속 순이익	170	184	174	189
기타자본항목	-30	-23	-17	-10	기타포괄이익	7	7	7	7
비지배주주지분	173	191	210	229	총포괄이익	194	209	199	215
자본총계	1,423	1,606	1,780	1,970	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E		2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	173	271	304	285	주당지표 (원)				
당기순이익	187	202	192	208	EPS	13,235	14,372	13,580	14,759
유형자산감가상각비	86	78	73	69	BPS	97,553	110,465	122,585	135,884
무형자산감각비	13	15	13	11	CFPS	20,948	21,648	20,306	21,008
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	26.1	27.6	25.4
무형자산의 처분(취득)	-33	-	-	-	PBR	4.6	3.4	3.1	2.8
금융상품의 증감	49	-	-	-	PCR	21.6	17.3	18.4	17.8
재무활동 현금흐름	-97	-59	-59	-59	EV/EBITDA	16.9	12.7	12.8	12.4
단기금융부채의증감	-82	-30	-30	-30	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	19	-	-	-	ROE	14.5	13.8	11.7	11.4
자본의증감	0	-	-	-	EBITDA이익률	23.0	23.1	22.0	21.1
배당금지급	-31	-25	-25	-25	부채비율	50.2	41.3	34.5	28.9
현금및현금성자산의증감	-84	71	102	82	순부채비율	15.7	6.9	-1.9	-8.1
기초현금및현금성자산	192	108	179	282	매출채권회전율(x)	5.1	4.5	4.3	4.5
기말현금및현금성자산	108	179	282	364	재고자산회전율(x)	4.8	4.7	4.6	4.7

자료 : 한미약품, iM증권 리서치본부

한미약품 투자이견 및 목표주가 변동추이



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

종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2026-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
89.8%	10.2%	-