

한미약품 (128940)

주사위는 던져졌다

3Q26 Preview; 컨센서스 하회 전망

동사의 3분기 연결 기준 매출은 3,872억원(YoY +7%), 영업이익은 386억원(YoY -30%, OPM 10%)을 전망한다. 시장 컨센서스(매출 4,500억원, 영업이익 1,087억원)를 하회할 것으로 예상된다. 제넨텍과의 HM17321 기술이전계약 관련 행정절차가 10월초 완료되었음에 따라 계약 체결에 따른 선금금 약 2,600억원이 4분기 이후로 인식되면서 당분기 인식을 전제로 한 컨센서스와의 차이가 하회의 주요인이다.

사업부별 기준으로는 본업 성장세는 견조하게 지속 중이다. 한미약품 별도로 로수젯 기반 주요제품과 코프로모션 시너지 등에 따라 전년 대비 처방 매출이 성장하였으며 10월 7일자로 식약처가 에페 품목허가를 승인했다. 기존 국내 시장에서 처방되고 있는 비만치료제 대비 BMI 27~35 사이의 과체중 환자를 타겟할 수 있다는 점을 주목한다.

2분기 VBP 제도의 영향을 받아 실적이 악화되었던 북경한미는 전분기 대비 개선될 것으로 보인다. 이전 제시했던 대응 전략들이 효과적으로 작동하는 상황으로 해석하며 계절적 성수기 시점이 다가오는만큼 회복세는 탄력을 받을 것으로 판단한다. 또한 CDMO 매출 확대에 따라 정밀화학도 매출과 영업이익 모두 큰 폭으로 성장할 수 있을 것으로 보이며, 에페 출시에 힘입어 신규 수주도 확대될 가능성이 존재해 긍정적이다.

이제는 처방 실적이 중요해질 에페글레나타이드

최근 식약처의 품목허가를 획득한 에페글레나타이드는 빠르면 올해 내 출시해 매출이 발생할 것으로 전망한다. 약가 등 제품 관련 정보가 언론 등을 통해 공개되긴 했지만 회사의 공식적인 수치는 발표되지 않았다는 점에서 변동될 가능성이 존재한다.

경제적 부담이 비만 치료 중단 주요 원인이 되는 상황 속에서 약가에서의 경쟁력이 기존 시판제품 대비 에페가 크지 않다고 시장은 해석했고, 허가 소식 발표 이후 주가가 하락했다. 다만 에페가 과체중 및 비만 1단계 환자 대상 최적화된 점 및 국내 비만 인구의 대부분이 해당 단계에 포함되어 있는 점을 고려한다면 실제 출시 후 처방 실적이 얼마나 빠르게 올라오는지가 더욱 중요해질 것으로 판단한다.

동사는 에페 출시 1년차 목표 매출을 1,000억원으로 잡았다. 현재 국내 비만치료제 시장의 규모가 약 2조원가량에 형성되어있다는 점을 고려하면 단순 수치로 따졌을 때 에페의 점유율을 5% 내외 수준으로 가정한 수치다. 이는 국산 신약 중 출시 초기 성과가 우수했던 케이캡과 펙수클루의 출시 후 1년차 점유율과 유사한 범위다.

업프론트 금액 반영시기 조정에 따른 목표주가 소폭 하향

동사에 대한 투자 의견을 유지하나 목표주가를 기존 65만원에서 60만원으로 소폭 하향한다. 목표주가는 영업가치와 파이프라인 가치를 합산해 산출했다. 이전 목표주가 산정 대비 변경점은 HM17321 라이선스계약 관련 예정된 업프론트 약 2,600억원을 4분기와 내년 1분기로 반분해 반영했다는 것이다. 이를 반영한 영업가치는 5조 5,731억원으로 이전 발간자료의 수치였던 6조 3,948억원 대비 15% 하향했다.

파이프라인 가치는 기존 추정과 동일하다. 에페글레나타이드 및 HM17321의 케이스를 포함했다. 향후 동사의 주요 모멘텀은 1) 에페 공식 약가 발표, 2) HM17321 임상 1상 데이터 발표, 3) 비만 파이프라인 기술이전 기대감, 4) MASH 후보물질(파트너사 MSD) 업데이트 등이다. 최근 주가 하락이 크지만 국내 제약사 중 비만 타겟에서는 가장 많은 파이프라인을 보유하고 있다는 점과 이에 따른 추가 계약 체결 가능성을 주목한다.

Company Brief

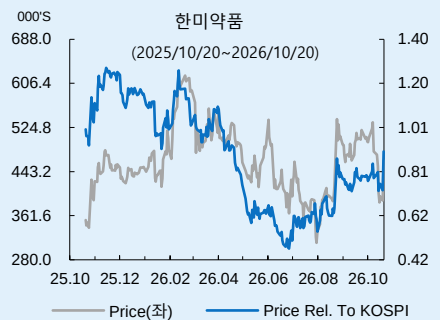
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	600,000원(하향)
증가(2026.10.20)	378,500원
상승여력	58.5%

Stock Indicator	
자본금	32십억원
발행주식수	1,281만주
시가총액	5,944십억원
외국인지분율	12.8%
52주 주가	311,500~626,000원
60일평균거래량	133,742주
60일평균거래대금	62.0십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.8	24.7	-12.3	31.3
상대수익률	11.7	39.5	-1.6	-14.3

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	1,548	1,840	1,910	2,075
영업이익(십억원)	258	423	368	370
순이익(십억원)	170	285	239	250
EPS(원)	13,235	22,250	18,632	19,517
BPS(원)	97,553	118,344	135,516	153,572
PER(배)	34.2	20.9	24.9	23.8
PBR(배)	4.6	3.9	3.4	3.0
ROE(%)	14.5	20.6	14.7	13.5
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	16.9	11.7	12.8	12.6

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[제약/바이오]

정재원

jaewon.jeong@imfnsec.com

2122-9208

표1. 한미약품 목표주가 산출

(십억원, 배, 천주, 원, %)		비고
1. 영업가치 (A*B)	5,573.1	
A. 한미약품 2026E EBITDA	241.9	연결 기준, 기술료 수익 제외
B. Target EV/EBITDA	23.0	국내 주요 제약사 2026F 평균 EV/EBITDA에 30% 프리미엄 부여
2. 파이프라인 가치 (C+D)	1,804.8	
C. 에페글레나타이드	1,603.5	
D. HM17321	201.3	
3. 한미약품 총 기업가치	7,377.8	
4. 보통주주식수	12,680	
5. 적정주가 산출	600,000	
6. 현재 주가	378,500	2026년 10월 20일 종가
7. 상승 여력	58.5	

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 1,350원	21	64	95		446	446	446
Sum of FCFF	8.70%	1,448						
Terminal Value	-3%	3,692						
PV of Terminal Value		1,603.0						
최종가치(십억원)		1,603.0						

자료: iM증권 리서치본부 추정

표3. HM17321 rNPV 밸류에이션

	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E	2034E	...	2039E	2040E	2041E
Timeline	2상		3상		허가신청	허가/출시	2년차		7년차	8년차	9년차
매출(백만달러)	-	-	-	-	-	60	200		2,000	2,000	2,000
로열티	10%	-	-	-	-	6	20		200	200	200
누적 승인확률 반영	10.4%	-	-	-	-	0.6	2.1		20.8	20.8	20.8
마일스톤(백만달러)	75	-	200	-	150	300	200		590	-	-
단계별 성공확률 반영	41.3	-	38.5	-	17.3	31.2	20.8		61.3	-	-
HM17321 매출(백만달러)	41.3	-	38.5	-	17.3	31.8	22.9		82.1	20.8	20.8
법인세	22%	9.1	-	8.5	-	3.8	7.0	5.0	18.1	4.6	4.6
최종매출(백만달러)	32.2	-	30.0	-	13.5	24.8	17.8		64.1	16.2	16.2
할인계수	0.842	0.772	0.708	0.650	0.596	0.547	0.502		0.326	0.299	0.275
현재가치(백만달러)	27.1	-	21.3	-	8.1	13.6	9.0		20.9	4.9	4.5
rNPV 합계(백만달러)	149.1										
원화 환산	1,350원	2,013									
최종가치(십억원)		201.3									

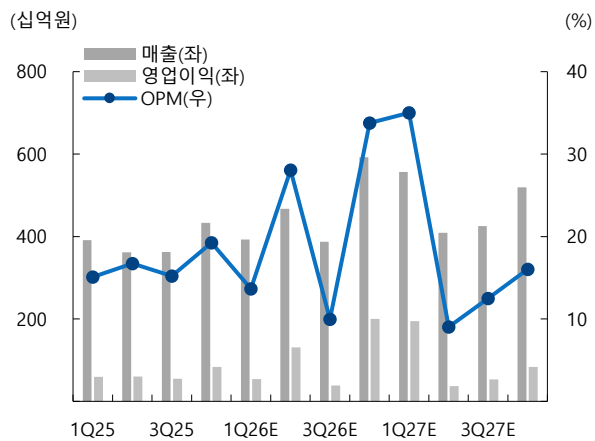
자료: iM증권 리서치본부 추정

표4. 한미약품 분기별 실적 추이 및 전망 (연결 기준)

(십억원, %)	1Q26	2Q26	3Q26P	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
연결 매출	392.9	467.2	387.2	592.6	556.6	409.0	425.3	519.0	1,547.5	1,839.9	1,909.9
YoY	0.5	29.3	6.8	36.9	41.7	(12.5)	9.9	(12.4)	3.5	18.9	3.8
한미약품(별도)	285.2	407.0	305.5	476.8	447.4	329.7	342.3	395.3	1,146.6	1,474.5	1,514.7
북경한미	106.4	60.7	80.0	110.3	109.1	77.0	79.5	117.2	402.5	357.4	382.9
한미정밀화학	21.7	24.0	24.0	29.0	22.8	25.5	26.4	29.5	91.3	98.7	104.3
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	210.3	403.0	374.2	230.5	240.7	304.8	884.4	1,133.8	1,150.2
YoY	1.7	48.1	2.3	54.7	72.2	(24.0)	14.4	(24.4)	8.2	28.2	1.4
GPM	55.3	64.9	54.3	68.0	67.2	56.4	56.6	58.7	57.1	61.6	60.2
영업이익	53.6	131.1	38.6	200.2	194.8	36.9	53.1	83.1	257.8	423.5	367.9
YoY	(9.1)	116.9	(30.0)	140.4	263.2	(71.8)	37.6	(58.5)	19.2	64.3	(13.1)
OPM	13.7	28.1	10.0	33.8	35.0	9.0	12.5	16.0	16.7	23.0	19.3
세전이익	55.4	120.1	27.0	188.5	185.2	26.8	43.1	72.3	213.5	391.0	327.4
YoY	4.1	142.5	(48.4)	222.3	234.5	(77.7)	59.8	(61.7)	24.7	83.1	(16.3)

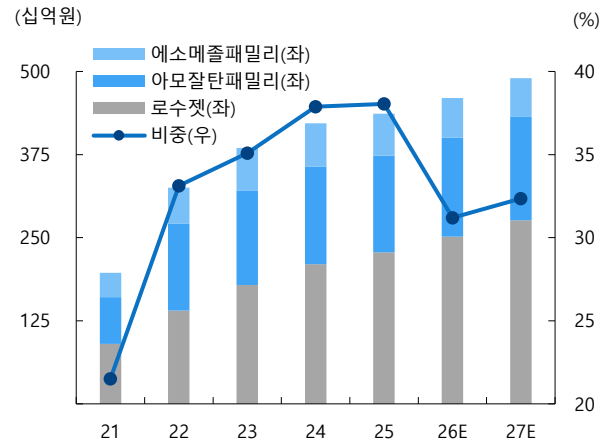
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림1. 한미약품 분기별 실적 추이 및 전망 (연결 기준)



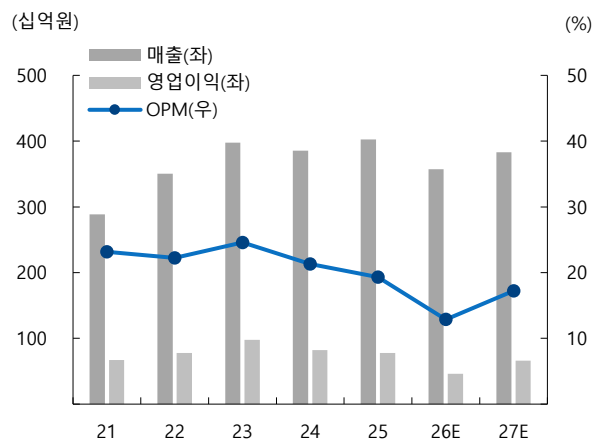
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림2. 한미약품(별도) 주요제품 매출 및 비중 추이



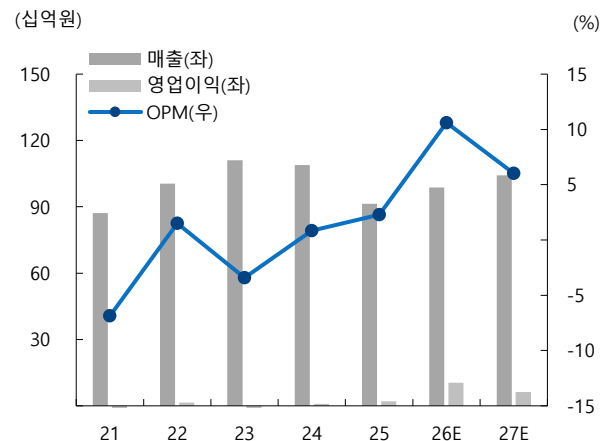
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림3. 북경한미 실적 추이 및 전망



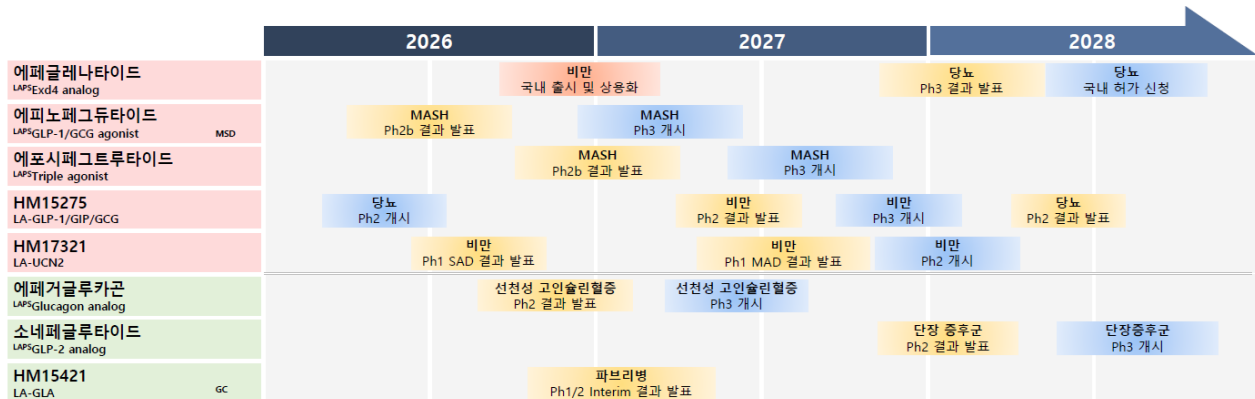
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림4. 한미정밀화학 실적 추이 및 전망



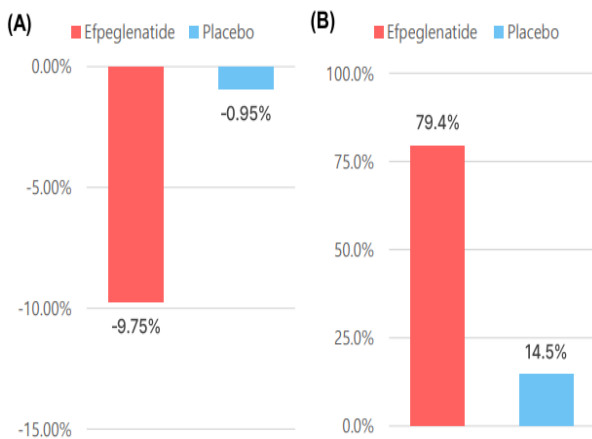
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림5. 한미약품 파이프라인 주요 이벤트



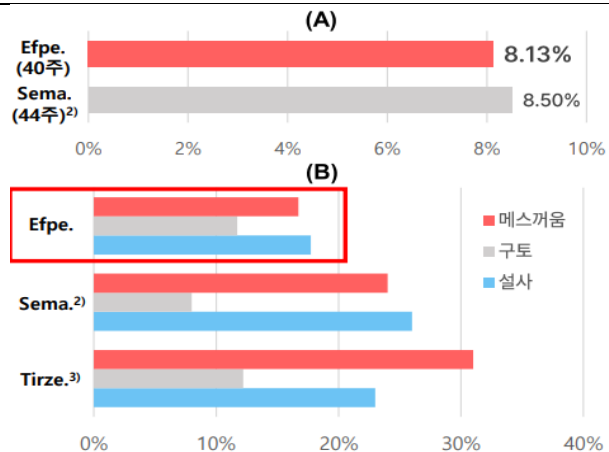
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림6. 에페글레나타이드 임상 3상 탑라인 데이터. A는 평균체중 감소율, B는 체중감소율 5% 이상 기록한 시험대상자 비율. 두 지표 모두에서 위약 대비 유효성 입증



자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림7. A는 아시아인이 90% 이상 비율로 구성된 위고비 데이터. 유사한 체중감량 보였음 확인. B는 부작용 측면에서도 시판제품 대비 구토 제외된 주요 증상에서 우월성 시사



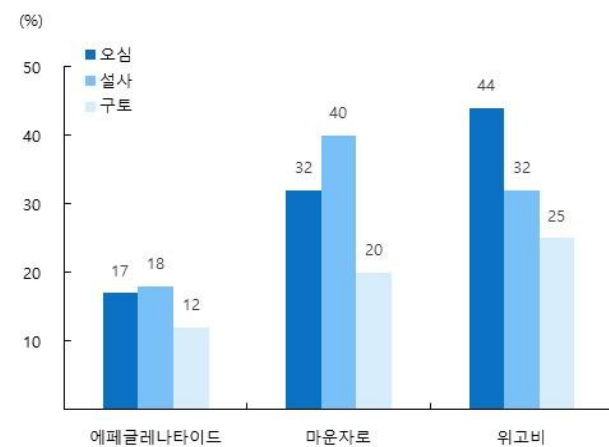
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

표5. 288명 대상 비만 치료제 임상 중단 이유 분석. 3개월 이전 치료 중단 케이스는 Early, 3~12개월은 Late 군으로 편성. 절반에 가까운 환자가 비용 관련 이유로 치료를 중단

중단 이유	전체 (N=288)	Early (N=138)	Late (N=150)	p value
비용 및 보험 관련	137 (47.6)	56 (40.6)	81 (54.0)	0.02
약물 부족	34 (11.8)	15 (10.9)	19 (12.7)	0.6
부작용 발생	42 (14.6)	29 (21.0)	13 (8.7)	0.003
약물 스위칭	7 (2.4)	4 (2.9)	3 (2.0)	0.7
체중 감소에 불만	5 (1.7)	2 (1.4)	3 (2.0)	>0.9
기타	63 (21.9)	32 (23.2)	31 (20.7)	0.5

자료: Obesity, iM증권 리서치본부 / 주) 괄호 내 숫자는 비율

그림8. 아시아인 특화 임상 기준 주요 부작용 비교 데이터. 위고비 STEP 6, 마운자로 SURMOUNT-CN 임상 데이터 기준 집계



자료: The Lancet, JAMA, 회사 자료, iM증권 리서치본부

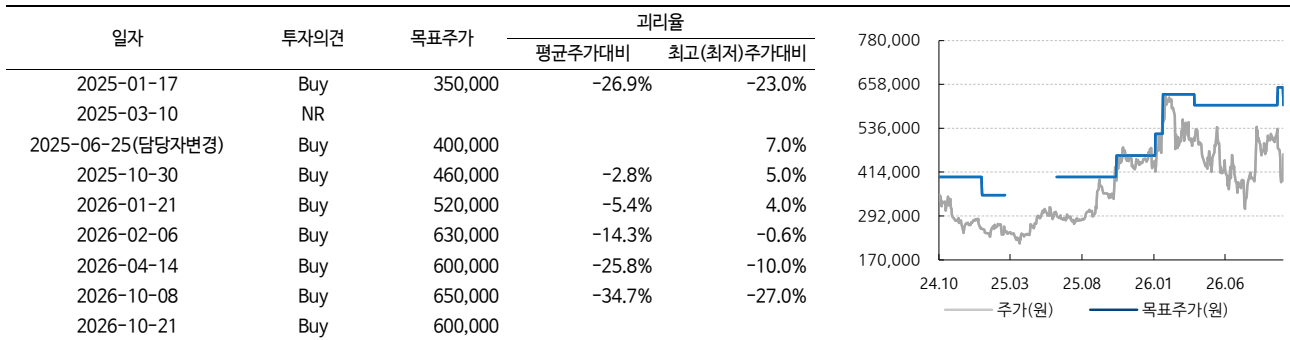
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E	(십억원, %)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	894	1,108	1,301	1,517	매출액	1,548	1,840	1,910	2,075
현금 및 현금성자산	108	184	334	463	증가율(%)	3.5	18.9	3.8	8.7
단기금융자산	93	104	117	131	매출원가	663	706	760	870
매출채권	359	423	439	475	매출총이익	884	1,134	1,150	1,206
재고자산	339	402	418	454	판매비와관리비	627	710	782	835
비유동자산	1,244	1,240	1,244	1,254	연구개발비	196	242	256	287
유형자산	760	772	789	810	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	113	98	85	74	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	2,138	2,349	2,545	2,771	영업이익	258	423	368	370
유동부채	605	570	522	491	증가율(%)	19.2	64.3	-13.1	0.7
매입채무	54	64	67	73	영업이익률(%)	16.7	23.0	19.3	17.8
단기차입금	320	300	270	250	이자수익	7	10	16	21
유동성장기부채	14	14	14	14	이자비용	17	15	14	13
비유동부채	110	70	74	78	지분법이익(손실)	0	0	0	0
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-39	-28	-37	-27
장기차입금	92	52	56	60	세전계속사업이익	213	391	327	333
부채총계	715	640	596	568	법인세비용	26	86	68	61
자배주주지분	1,250	1,516	1,736	1,967	세전계속이익률(%)	13.8	21.3	17.1	16.0
자본금	32	32	32	32	당기순이익	187	305	260	272
자본잉여금	411	411	411	411	순이익률(%)	12.1	16.6	13.6	13.1
이익잉여금	836	1,096	1,310	1,534	지배주주귀속 순이익	170	285	239	250
기타자본항목	-30	-23	-17	-10	기타포괄이익	7	7	7	7
비지배주주지분	173	193	213	235	총포괄이익	194	311	266	278
자본총계	1,423	1,709	1,950	2,202	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E		2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	173	305	348	318	주당지표 (원)				
당기순이익	187	305	260	272	EPS	13,235	22,250	18,632	19,517
유형자산감가상각비	86	78	73	69	BPS	97,553	118,344	135,516	153,572
무형자산감각비	13	15	13	11	CFPS	20,948	29,527	25,358	25,766
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	20.9	24.9	23.8
무형자산의 처분(취득)	-33	-	-	-	PBR	4.6	3.9	3.4	3.0
금융상품의 증감	49	-	-	-	PCR	21.6	15.7	18.3	18.0
재무활동 현금흐름	-97	-89	-55	-45	EV/EBITDA	16.9	11.7	12.8	12.6
단기금융부채의증감	-82	-20	-30	-20	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	19	-40	4	4	ROE	14.5	20.6	14.7	13.5
자본의증감	0	-	-	-	EBITDA이익률	23.0	28.1	23.8	21.7
배당금지급	-31	-25	-25	-25	부채비율	50.2	37.4	30.6	25.8
현금및현금성자산의증감	-84	75	150	130	순부채비율	15.7	4.5	-5.8	-12.3
기초현금및현금성자산	192	108	184	334	매출채권회전율(x)	5.1	4.7	4.4	4.5
기말현금및현금성자산	108	184	334	463	재고자산회전율(x)	4.8	5.0	4.7	4.8

자료 : 한미약품, iM증권 리서치본부

한미약품 투자이전 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.

[투자이전]

종목추천 투자등급

종목투자이전은 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 2026-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92%	8%	-