2026.10.28

한미약품 (128940)

먹구름 뒤에는 밝은 태양 있듯이

3Q26 Review; 선급금 인식시기 관련 실적과 컨센서스 간 괴리 발생

동사의 연결 기준 3분기 매출 및 영업이익은 각각 3,774억원(YoY +4%), 378억원(YoY -31%, OPM 10%)이다. 이전 프리뷰 자료의 내용과 비교했을 때 큰 변화는 없다. 컨센서스(매출 4,087억원, 영업이익 658억원)는 제넨텍과의 기술이전계약 관련 선급금이 3분기 중 반영할 것으로 전망했기에 실제 실적과의 괴리가 크게 발생했다. 주요 사업부별 내용은 아래와 같다.

[약품 별도] 매출 2,915억원(YoY +8%), 영업이익 349억원(YoY +10%) 달성. 주력 ETC 제품 견조한 성장에 코프로모션 포트폴리오 실적 기여가 더해지면서 본업에서의 성장이 지속되고 있는 상황. 자체 제품과의 시너지가 더해지면서 올해 5개 품목이 블록버스터 제품이 될 수 있을 것으로 기대

[북경한미] 매출 793억원(YoY -16%), 영업이익 59억원(YoY -75%) 달성. 주요 OTC 유통파트너의 미회수 채권에 대해 내부통제 강화 중. 이에 따라 OTC 채널의 매출액은 제한적인 흐름 기록. 집중구매제도(VBP) 관련해서는 전략적 입찰, 영업활동 강화를 통해 전분기 대비 매출과 수익성 큰 폭으로 회복. 내년 출시 예정인 전략육성 신제품도 순조롭게 준비 중인 상황이며, 향후 VBP 비대상 품목 중심 포트폴리오 확대를 추진

[정밀화학] 매출 228억원(YoY +33%), 영업이익 19억원(흑자전환) 기록. 세파 계열 항생제 API 매출이 일부 감소했지만 고수익성의 CDMO 사업 매출 확대되고 있음. 최근 국내 품목허가 획득한 에페 상업생산이 조만간 본격화되면 CDMO 기반 성장 기반이 강화될 것으로 기대

에페의 임상적 경쟁력도 중요하지만, 결국 가격이 중요

식약처로부터 최근 품목허가를 획득한 에페는 수립한 상업화 전략을 차질없이 실행해 이달말 시장 공급이 가능할 것으로 예상한다. 에페의 경쟁력이라면 한국인 대상 임상을 진행해 체중감소와 안전성 프로파일을 확인한 점이다. 에페의 국내 임상은 전체 참여자 83%가 BMI 35 미만의 한국인이었으며, 경쟁 약물의 주요 글로벌 임상은 참여자 평균 BMI가 38 이상이기에 차별점이 존재한다. 또한 안전성에서도 랩스커버리가 적용되어 약물이 서서히 흡수되어 완만한 혈중 농도가 유지되는 것을 확인했다.

다만 우려되는 것은 가격 관련해서 구체적인 가이드라인을 제시하지 않았다는 점이다. 이전 자료들을 통해 언급했듯 비만 치료에 있어 환자들이 중단하는 가장 큰 이유가 경제적 부담이라는 점을 고려했을 때 경쟁력있는 가격을 제시하는 것이 중요하다는 판단이다. 결국 가격에 대한 가이드라인이 회사의 공식적인 의견을 통해 제시되어야 에페에 대해 시장이 가지는 우려를 빠르게 해소할 수 있을 것으로 판단한다.

본업의 성장을 가리고 있는 시장의 우려

목표주가 및 투자의견은 유지한다. HM17321 기술이전계약과 관련된 행정절차는 최근 완료되었으며 선급금은 4분기 이후로 인식될 것으로 예상한다. 당사는 올해 4분기와 내년 1분기 50%씩 납입될 것으로 반영했으며, 이를 반영한 한미약품의 영업가치는 약 5.5조원이다. 파이프라인 가치는 HM17321과 HM17321을 포함했다.

본업 자체의 성장은 유지되고 있지만, 자회사 및 에페에 대한 시장의 우려가 동사의 주가에 부정적인 영향을 주고 있다. 북경한미의 계절적 성수기가 다가오고 있고, 에페의 상업화 전략이 구체화됨에 따라 주가 리레이팅도 가능할 것으로 판단한다.

iM증권

Company Brief

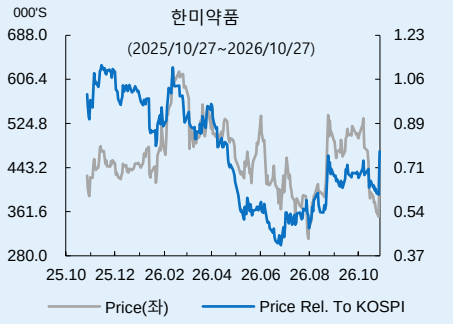
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	600,000원(유지)
종가(2026.10.27)	350,500원
상승여력	71.2%

Stock Indicator	
자본금	32십억원
발행주식수	1,281만주
시가총액	5,944십억원
외국인지분율	13.0%
52주 주가	311,500~626,000원
60일평균거래량	133,901주
60일평균거래대금	62.1십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.8	18.8	-6.2	8.4
상대수익률	9.6	35.4	8.6	-31.1

Price Trend



FY	2025	2026E	2027E	2028E
매출액(십억원)	1,548	1,822	1,855	1,989
영업이익(십억원)	258	422	377	359
순이익(십억원)	170	289	272	253
EPS(원)	13,235	22,573	21,214	19,744
BPS(원)	97,553	118,667	138,420	156,704
PER(배)	34.2	20.6	21.9	23.5
PBR(배)	4.6	3.9	3.4	3.0
ROE(%)	14.5	20.9	16.5	13.4
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	16.9	11.6	12.4	12.7

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[제약/바이오]
정재원 2122-9208
jaewon.jeong@imfnsec.com

표1. 한미약품 목표주가 산출

(십억원, 배, 천주, 원, %)		비고
1. 영업가치 (A*B)	5,511.0	
A. 한미약품 2026E EBITDA	253.9	연결 기준, 기술료 수익 제외
B. Target EV/EBITDA	21.7	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	**7,315.8**	
4. 보통주주식수	12,680	
5. 적정주가 산출	**600,000**	
6. 현재 주가	350,500	2026년 10월 27일 종가
7. 상승 여력	71.2	

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 1,350원		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**										

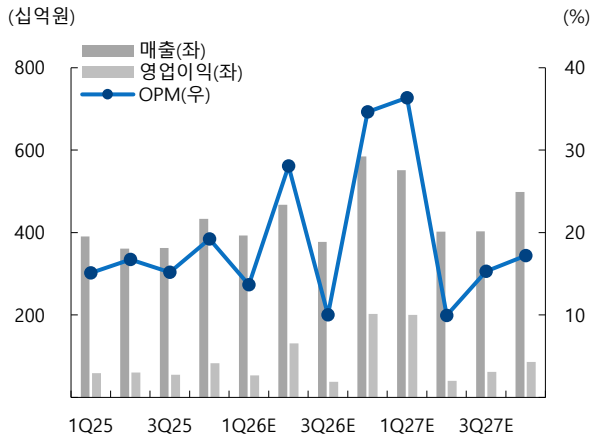
자료: iM증권 리서치본부 추정

표4. 한미약품 분기별 실적 추이 및 전망 (연결 기준)

(십억원, %)	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26E	1Q27E	2Q27E	3Q27E	4Q27E	2025	2026E	2027E
연결 매출	392.9	467.2	377.4	584.5	551.5	402.2	403.1	498.2	1,547.5	1,822.1	1,855.0
YoY	*0.5*	*29.3*	*4.2*	*35.0*	*40.4*	*(13.9)*	*6.8*	*(14.8)*	*3.5*	*17.7*	*1.8*
한미약품(별도)	*285.2*	*407.0*	*291.5*	*468.1*	*440.3*	*320.5*	*318.9*	*373.3*	*1,146.6*	*1,451.6*	*1,453.0*
북경한미	*106.4*	*60.7*	*79.3*	*109.4*	*109.1*	*77.0*	*79.1*	*116.2*	*402.5*	*355.8*	*381.5*
한미정밀화학	*21.7*	*24.0*	*22.8*	*29.0*	*22.8*	*25.5*	*25.1*	*29.5*	*91.3*	*97.5*	*102.9*
기타 및 연결조정	*(20.3)*	*(24.5)*	*(16.2)*	*(21.9)*	*(20.7)*	*(20.8)*	*(19.9)*	*(20.9)*	*(93.0)*	*(82.9)*	*(82.4)*
매출총이익	217.3	303.2	201.5	399.6	372.4	227.4	230.6	294.0	884.4	1,121.6	1,124.4
YoY	*1.7*	*48.1*	*(2.0)*	*53.4*	*71.4*	*(25.0)*	*14.4*	*(26.4)*	*8.2*	*26.8*	*0.3*
GPM	*55.3*	*64.9*	*53.4*	*68.4*	*67.5*	*56.5*	*57.2*	*59.0*	*57.1*	*61.6*	*60.6*
영업이익	53.6	131.1	37.8	202.4	200.5	40.0	61.7	85.7	257.8	424.9	387.9
YoY	*(9.1)*	*116.9*	*(31.3)*	*143.1*	*273.8*	*(69.5)*	*63.3*	*(57.6)*	*19.2*	*64.8*	*(8.7)*
OPM	*13.7*	*28.1*	*10.0*	*34.6*	*36.4*	*10.0*	*15.3*	*17.2*	*16.7*	*23.3*	*20.9*
세전이익	55.4	120.1	12.3	189.0	189.0	27.8	49.2	72.1	213.5	376.8	338.0
YoY	*4.1*	*142.5*	*(76.4)*	*223.1*	*241.2*	*(76.9)*	*300.3*	*(61.9)*	*24.7*	*76.5*	*(10.3)*

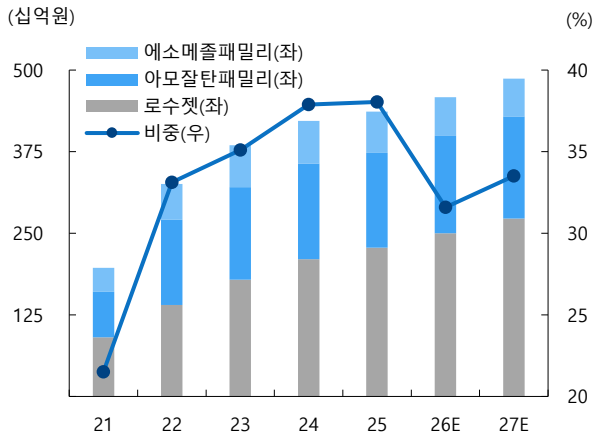
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림1. 한미약품 분기별 실적 추이 및 전망 (연결 기준)



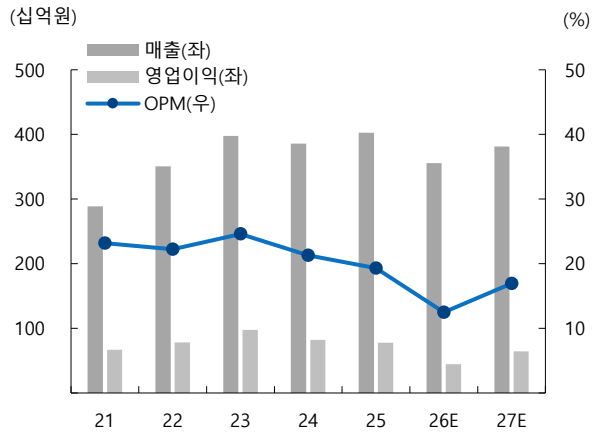
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림2. 한미약품(별도) 주요제품 매출 및 비중 추이



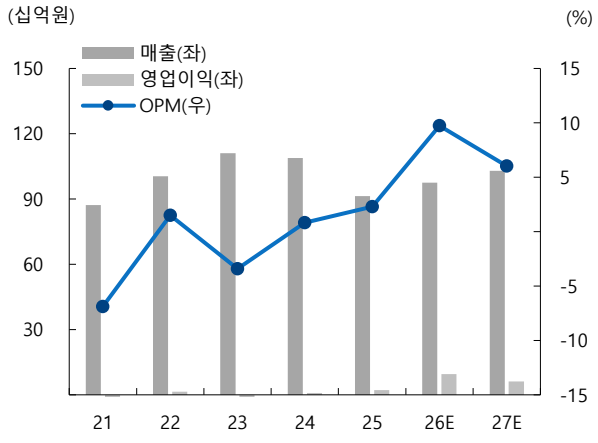
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림3. 북경한미 실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림4. 한미정밀화학 실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
유동자산	894	1,115	1,346	1,566
현금 및 현금성자산	108	198	403	550
단기금융자산	93	104	117	131
매출채권	359	419	427	456
재고자산	339	399	406	435
비유동자산	1,244	1,240	1,244	1,254
유형자산	760	772	789	810
무형자산	113	98	85	74
자산총계	2,138	2,355	2,590	2,820
유동부채	605	570	520	488
매입채무	54	64	65	70
단기차입금	320	300	270	250
유동성장기부채	14	14	14	14
비유동부채	110	70	74	78
사채	-	-	-	-
장기차입금	92	52	56	60
부채총계	715	639	594	565
지배주주지분	1,250	1,520	1,773	2,008
자본금	32	32	32	32
자본잉여금	411	411	411	411
이익잉여금	836	1,100	1,347	1,574
기타자본항목	-30	-23	-17	-10
비지배주주지분	173	196	223	247
자본총계	1,423	1,716	1,996	2,254

포괄손익계산서

(십억원,%)	2025	2026E	2027E	2028E
매출액	1,548	1,822	1,855	1,989
증가율(%)	3.5	17.7	1.8	7.2
매출원가	663	701	731	826
매출총이익	884	1,122	1,124	1,163
판매비와관리비	627	699	747	804
연구개발비	196	225	211	256
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	258	422	377	359
증가율(%)	19.2	63.9	-10.7	-4.8
영업이익률(%)	16.7	23.2	20.3	18.0
이자수익	7	11	19	25
이자비용	17	15	14	13
지분법이익(손실)	0	0	0	0
기타영업외손익	-39	-46	-48	-32
세전계속사업이익	213	374	327	316
법인세비용	26	63	28	40
세전계속이익률(%)	13.8	20.5	17.6	15.9
당기순이익	187	312	299	277
순이익률(%)	12.1	17.1	16.1	13.9
지배주주귀속 순이익	170	289	272	253
기타포괄이익	7	7	7	7
총포괄이익	194	318	306	283
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표

(십억원)	2025	2026E	2027E	2028E
영업활동 현금흐름	173	320	402	336
당기순이익	187	312	299	277
유형자산감가상각비	86	78	73	69
무형자산상각비	13	15	13	11
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-159	-142	-143	-145
유형자산의 처분(취득)	-43	-90	-90	-90
무형자산의 처분(취득)	-33	-	-	-
금융상품의 증감	49	-	-	-
재무활동 현금흐름	-97	-89	-55	-45
단기금융부채의증감	-82	-20	-30	-20
장기금융부채의증감	19	-40	4	4
자본의증감	0	-	-	-
배당금지급	-31	-25	-25	-25
현금및현금성자산의증감	-84	90	205	147
기초현금및현금성자산	192	108	198	403
기말현금및현금성자산	108	198	403	550

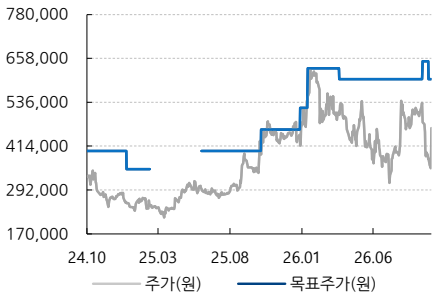
주요투자지표

	2025	2026E	2027E	2028E
주당지표(원)				
EPS	13,235	22,573	21,214	19,744
BPS	97,553	118,667	138,420	156,704
CFPS	20,948	29,850	27,940	25,993
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000
Valuation(배)				
PER	34.2	20.6	21.9	23.5
PBR	4.6	3.9	3.4	3.0
PCR	21.6	15.5	16.6	17.9
EV/EBITDA	16.9	11.6	12.4	12.7
Key Financial Ratio(%)				
ROE	14.5	20.9	16.5	13.4
EBITDA이익률	23.0	28.3	25.0	22.1
부채비율	50.2	37.3	29.7	25.1
순부채비율	15.7	3.6	-9.1	-15.9
매출채권회전율(x)	5.1	4.7	4.4	4.5
재고자산회전율(x)	4.8	4.9	4.6	4.7

자료 : 한미약품, iM증권 리서치본부

한미약품 투자의견 및 목표주가 변동추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
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	-25.8%	-10.0%
2026-10-08	Buy	650,000	-36.6%	-27.0%
2026-10-21	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 기관투자가 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.

[투자의견]

종목추천 투자등급
종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.
- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -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%	-