

한미약품 (128940)

2Q25P Review: 모멘텀이 필요하다

투자의견

BUY(유지)

목표주가

380,000 원(유지)

현재주가

282,000 원(07/25)

시가총액

3,612(십억원)

바이오/제약 권해순_02)368-6181_hskwon@eugenefn.com

- 투자의견 BUY 및 목표 주가 38만원 유지, 목표주가는 2025E 순이익의 P/E 31배 수준
- **2025년 2분기 실적 Review:** 매출액 3,613억원(-4.5%yoy), 영업이익 604억원(+4%yoy, OPM 17%) 기록. 영업 이익률 17%로 상위 제약사 중 가장 높은 수익성을 보여 영업이익 기준 당사 추정치에 부합함. 그러나 주력 제품인 고지혈증 치료제 로수젯의 성장률 둔화가 진행되고 있고, 북경한미 실적 회복 추세는 2분기 실적에서 확인되지 않음. 한미약품은 금번 실적 발표에서 하반기에는 북경한미의 재고 조정이 완료되어 실적이 성장할 것을 언급함
- **모멘텀이 필요하다:** 한미약품은 2024년 초 OCI와 합병이 추진되면서 부각된 경영 불안전성과 북경한미의 실적 악화로 2024년 초 P/E valuation 기준 30배를 상회하던 투자 지표가 2024년 말 16.7배까지 하락하였음. 한미약품에 게 부여되었던 밸류에이션 프리미엄이 다시 확대되기 위해서는 지속가능한 성장 가능성을 입증해야 할 것임. 이를 위해서는 북경한미의 빠른 정상화, 불안정한 경영권 관련 이슈 해결, R&D 부문에서 '에피노페그듀타이드'의 글로벌 임상 3상 진입에 따른 R&D 가치 상승, '에페글레나타이드'의 국내 출시를 통해 내수 부문 성장동력을 확보해야 함
- **하반기 전망: R&D 부문에서 성과를 기대** ①MASH 치료제 '에피노페그듀타이드'의 MASH resolution, Fibrosis improvement를 측정하는 글로벌 임상 2b상 결과를 2025년 말 ~ 2026년 초에 확인할 수 있을 것으로 예상함. 유망한 2b상 결과가 확인될 경우 큰 폭의 주가 상승이 예상됨 ②국내 출시를 준비 중인 비만 치료제 '에페글레나타이드'는 2025년말 국내 임상3상 완료, 2026년 하반기 출시를 목표로 함. 연매출 1천억원 이상 달성을 목표로 하고 있으며, 신성장 동력으로 자리잡게 된다면 밸류에이션 리레이팅 가능할 전망

주가(원, 7/25) 282,000
시가총액(십억원) 3,613

발행주식수 12,811천주
52주 최고가 375,000원
최저가 214,500원
52주 일간 Beta 0.53
60일 일평균거래대금 238억원
외국인 지분율 11.6%
배당수익률(2024E) 0.2%

주주구성
한미사이언스 (외 5인) 50.6%
국민연금공단 (외 1인) 12.3%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-7.2	-10.9	-25.4
절대기준	-4.4	15.1	-7.5

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	380,000	380,000	-
영업이익(25)	237	237	-
영업이익(26)	258	258	-

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	1,491	1,496	1,582	1,689
영업이익	221	216	237	258
세전손익	194	171	205	227
당기순이익	165	140	175	193
EPS(원)	11,415	9,470	12,264	13,591
증감률(%)	76.6	-17.0	29.5	10.8
PER(배)	30.9	29.6	23.0	20.7
ROE(%)	16.0	11.9	13.9	13.8
PBR(배)	4.6	3.3	3.1	2.7
EV/EBITDA(배)	15.2	12.4	11.4	10.4

자료: 유진투자증권

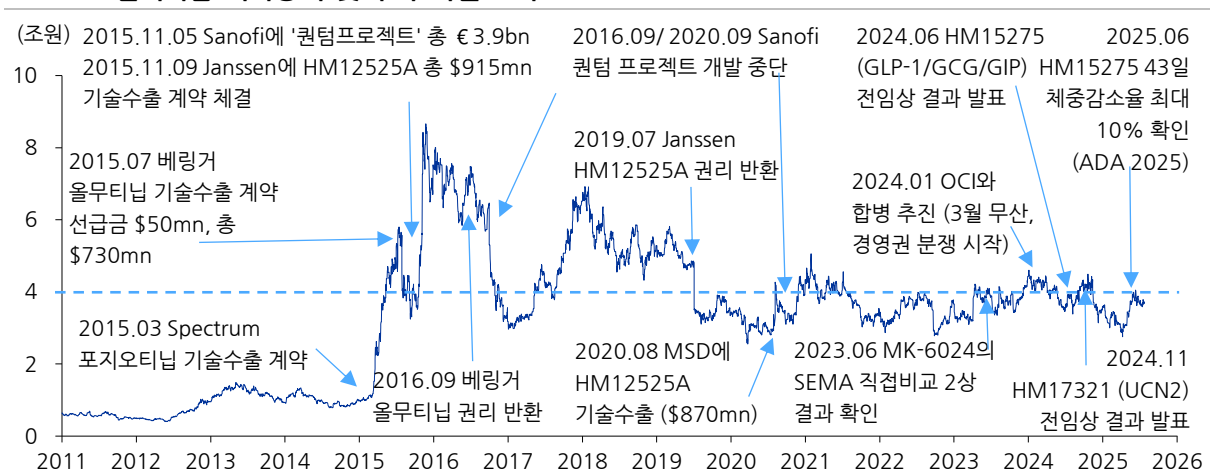


도표 1. 한미약품 2Q25 실적 Review 및 3Q25 실적 전망(연결 기준): 영업이익 기준 예상치 유사

(단위: 십억원, %)	2Q25P					3Q25E			2024	2025E		2026E	
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	yoy	qoq		당사 예상치	yoy	당사 예상치	yoy
매출액	361	403	(10.3)	381	(5.2)	393	8.5	8.8	1,496	1,582	5.8	1,689	6.8
영업이익	60	60	0.1	58	3.9	58	14.5	(3.4)	216	237	9.6	258	9.0
지배순이익	39	43	(10.4)	39	(0.5)	37	17.9	(5.6)	121	157	29.5	174	10.8
영업이익률	16.7	15.0	1.7	15.3	1.5	14.9	0.8	(1.9)	14.5	15.0	0.5	15.3	0.3
지배순이익률	10.7	10.7	(0.0)	10.2	0.5	9.3	0.7	(1.4)	8.1	9.9	1.8	10.3	0.4

자료: 한미약품, FnGuide, 유진투자증권

도표 2. 한미약품 시가총액 및 주가 이벤트 차트



자료: Quantivise, 한미약품, 유진투자증권

도표 3. 한미약품 비만대사 관련 R&D 파이프라인

전임상	임상 1 상	임상 2 상	임상 3 상
에페글루카곤 +에페글레나타이드 ■ LAPS Glucagon Combo ■ HM15275+HM17321 병용 ■ 주 1회 SC 제형 ■ 초고도 비만 환자(BMI>40이상)를 위한 체중 감량 효능 극대화 및 삶의 질 개선	HM15275 ■ Long Acting GLP/GIP/GCG ■ 글로벌 고도 비만 환자를 위한 비만 치료제 ■ 수술 요법 수준의 체중 감량 효능 잠재력 확인(>25%이상) ■ 글로벌 임상 1상 MAD 진행 중 (2024년 9월 MAD 진압) ■ 2025년 6월 미국 당뇨병학회(ADA)에서 임상 1상 결과 발표 ■ 2025년 하반기 임상 2상 진입 예정	에피노페그듀타이드 ■ LAPS GLP/GCG RA ■ 2020년 8월 MSD에게 기술이전 ■ MASH 치료제로 개발 ■ 글로벌 임상 2b상 진행 중 ■ 2025년 12월 완료	에페글레나타이드 ■ LAPS Exd4 Analog ■ 제2형 당뇨병 및 비만 ■ 주 1회 제형 ■ 2025년 하반기 국내 임상 3상 완료 예정 ■ 1차 평가 지표: 기준시점 40주차에 체중 5% 이상 감소한환자 비율 측정
HM17321 ■ LA-UCN2 ■ 주 1회 SC 제형 ■ 2025년 하반기 임상 1상 진입 목표 ■ 지방량은 감소, 근육 증가 효과		에포시페그트루타이드 ■ LAPS Triple (GLP/GIP/GCG) Agonist ■ MASH 치료제로 자체 개발 ■ 글로벌 임상 2상	

자료: 한미약품, 유진투자증권

도표 4. 한미약품 12M Fwd P/E valuation 차트

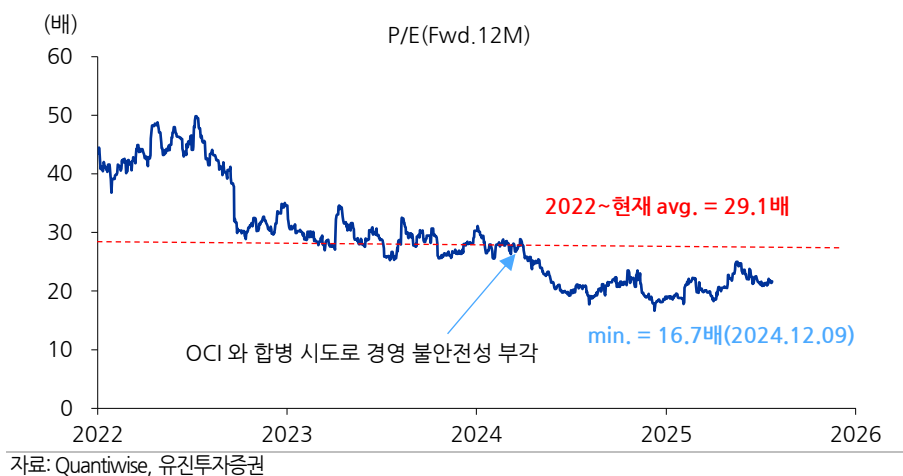


도표 5. 한미약품 목표주가 산정

목표주가 구성요소		가치	단위	
1	영업 가치	4,383	(십억원)	2025년 예상 지배주주 순이익 1,620억원 X Target P/E 27배 적용
2	MASH Dual agonist (MK-6024, efinopegdutide)	348	(십억원)	- 글로벌 임상 2b상. 2025년 하반기 임상 데이터 발표 기대 - 미국 Merck(MSD)에게 2020년 8월 기술 및 판권 이전 - 총 계약 규모 8,700억원의 40% 반영, 출시 후 판매로열티 제외
3	NASH Triple agonist	174	(십억원)	- 글로벌 임상 중이며 기술 이전 추진 중, Dual agonist(MK-6024, efinopegdutide)의 가치를 50% 할인 - 이 외에 전임상 또는 임상 1상 초기인 대사질환 치료제 파이프라인들의 가치는 기업가치에 반영하기 어렵다고 판단, 목표주가 산정에서 제외함
가치 합계		4,905	(십억원)	
주당 가치		382,874	(원)	
목표주가		380,000	(원)	

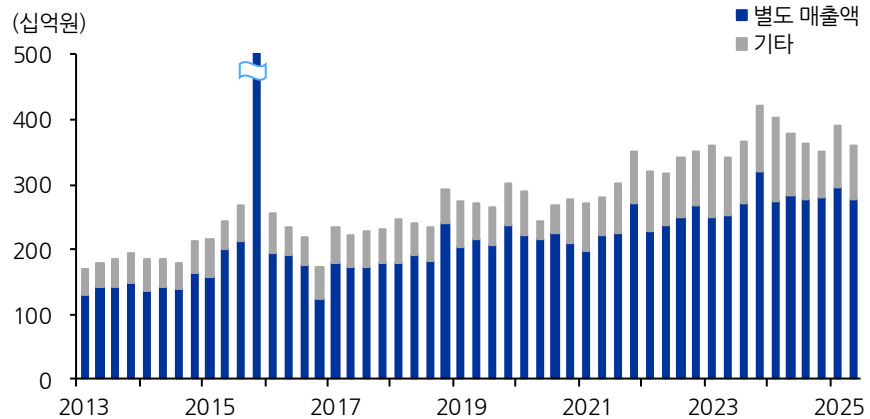
자료: 유진투자증권

도표 6. 한미약품 별도 및 연결 종속회사 실적 추이

	(단위: 십억원, %, %p)	2022				2023				2024				2025			
		1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	yoy	qoq
한미약품	매출액	227	238	251	267	251	253	272	321	275	282	277	281	295	276	(2.0)	(6.3)
	OP	17	14	23	25	31	16	32	54	40	32	31	30	47	44	35.9	(7.4)
	NP	17	9	13	12	25	30	27	20	31	33	19	51	41	28	(15.2)	(31.5)
	OPM	7.5	5.9	9.2	9.4	12.4	6.3	11.8	16.8	14.5	11.3	11.2	10.7	15.9	15.7	4.4	(0.2)
	NPM	7.5	3.8	5.2	4.5	10.0	11.9	9.9	6.2	11.3	11.7	6.9	18.1	13.9	10.1	(1.6)	(3.7)
북경한미	매출액	95	79	90	85	111	90	93	103	128	99	84	75	97	87	(12.4)	(10.2)
	OP	26	17	24	11	31	22	26	19	38	25	15	4	11	17	(33.2)	47.8
	NP	23	16	22	10	28	21	24	6	34	23	13	4	10	16	(32.6)	56.6
	OPM	27.4	21.5	26.7	12.9	27.9	24.4	28.0	18.4	29.7	25.3	17.9	5.6	11.7	19.3	(6.0)	7.6
	NPM	24.2	20.3	24.4	11.8	25.2	23.3	25.8	5.8	26.6	23.2	15.5	5.7	10.3	17.9	(5.4)	7.6
한미정밀화학	매출액	24	24	24	30	26	30	21	34	25	34	29	21	23	23	(32.4)	0.9
	OP	5	2	(5)	1	(3)	(1)	(2)	2	(2)	18	3	(2)	(2)	2	(88.9)	후전
	NP	3	2	(7)	9	(4)	(1)	(1)	1	(2)	14	2	(2)	(3)	2	(88.6)	후전
	OPM	20.8	8.3	(20.8)	4.3	(11.5)	(1.7)	(7.1)	5.9	(6.8)	52.9	10.3	(11.4)	(8.3)	8.7	(44.2)	17.0
	NPM	12.5	8.3	(29.2)	30.0	(15.4)	(4.3)	(6.7)	2.9	(9.6)	41.2	6.9	(11.0)	(11.0)	7.0	(34.2)	17.9

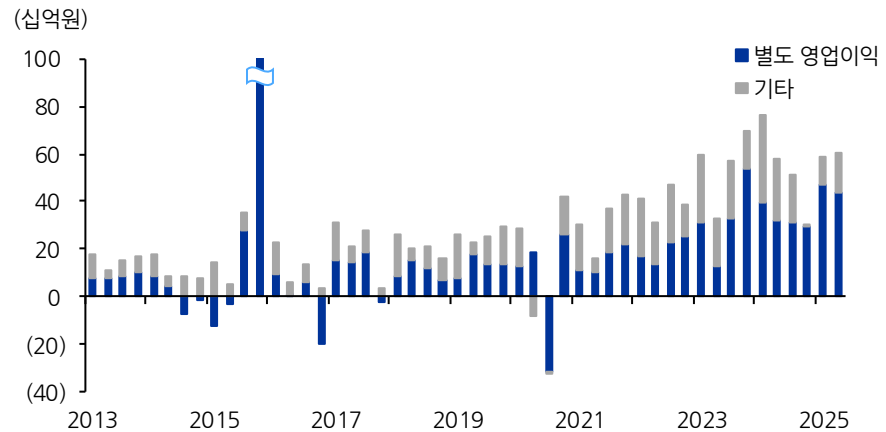
자료: 한미약품, 유진투자증권

도표 7. 한미약품 별도 및 기타부문(연결-별도) 매출액 분기별 추이



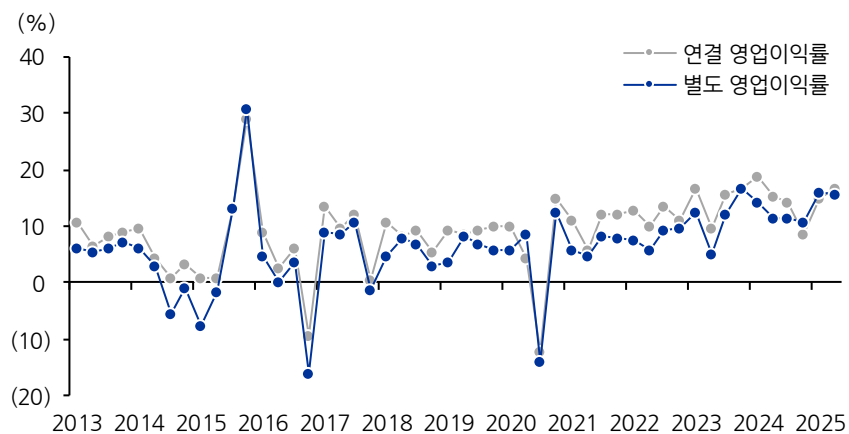
자료: 한미약품, 유진투자증권

도표 8. 한미약품 별도 및 기타부문 영업이익 분기별 추이



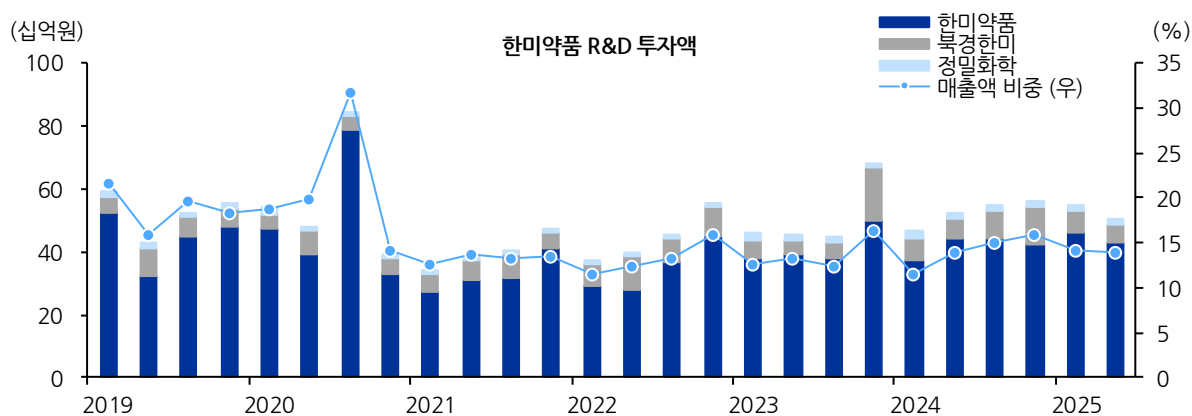
자료: 한미약품, 유진투자증권

도표 9. 한미약품 연결 및 별도 영업이익률 분기별 추이



자료: 한미약품, 유진투자증권

도표 10. 한미약품/북경한미/한미정밀화학 합산 R&D 투자액 추이: 2022 년 이후 매출액 대비 평균 13.7% 투자



자료: 한미약품, 유진투자증권

한미약품 (128940.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	1,899	2,021	2,114	2,301	2,511
유동자산	731	746	886	1,112	1,355
현금성자산	165	193	344	524	701
매출채권	177	239	195	212	236
재고자산	289	301	333	363	404
비유동자산	1,168	1,275	1,228	1,189	1,156
투자자산	254	385	400	416	433
유형자산	833	796	730	671	619
기타	81	94	98	101	104
부채총계	798	780	779	798	825
유동부채	705	683	682	701	728
매입채무	189	213	211	230	256
유동성이자부채	484	405	405	405	405
기타	32	65	66	66	67
비유동부채	94	97	97	97	98
비유동이자부채	89	92	92	92	92
기타	5	5	5	6	6
자본총계	1,100	1,241	1,335	1,503	1,686
지배지분	955	1,085	1,179	1,347	1,530
자본금	31	32	32	32	32
자본잉여금	412	411	411	411	411
이익잉여금	582	681	822	990	1,173
기타	(70)	(39)	(87)	(87)	(87)
비지배지분	145	156	156	156	156
자본총계	1,100	1,241	1,335	1,503	1,686
총차입금	573	497	497	497	497
순차입금	408	303	153	(27)	(204)

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	217	193	214	234	233
당기순이익	165	140	175	193	211
자산상각비	98	97	94	88	82
기타비현금성손익	57	68	(73)	(27)	(29)
운전자본증감	(57)	(90)	10	(27)	(39)
매출채권감소(증가)	(3)	(61)	44	(17)	(24)
재고자산감소(증가)	(17)	2	(32)	(29)	(42)
매입채무증가(감소)	6	(10)	(2)	19	26
기타	(43)	(21)	1	1	1
투자현금	(183)	25	(47)	(48)	(49)
단기투자자산감소	(4)	90	(0)	(0)	(0)
장기투자증권감소	0	0	(1)	(1)	(1)
설비투자	27	39	16	16	16
유형자산처분	3	0	0	0	0
무형자산처분	(16)	(23)	(16)	(16)	(16)
재무현금	(127)	(94)	(16)	(6)	(6)
차입금증가	(106)	(78)	0	0	0
자본증가	(21)	(16)	(16)	(6)	(6)
배당금지급	18	13	16	6	6
현금 증감	(92)	137	151	180	177
기초현금	147	55	192	343	523
기말현금	55	192	343	523	700
Gross Cash flow	331	320	204	262	272
Gross Investment	236	155	37	76	88
Free Cash Flow	95	165	167	186	184

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,491	1,496	1,582	1,689	1,820
증가율(%)	12.0	0.3	5.8	6.8	7.8
매출원가	662	678	714	757	816
매출총이익	829	817	868	932	1,004
판매 및 일반관리비	609	601	631	674	726
기타영업손익	9	(1)	5	7	8
영업이익	221	216	237	258	278
증가율(%)	39.6	(2.0)	9.7	9.0	7.7
EBITDA	319	314	331	346	360
증가율(%)	25.2	(1.8)	5.5	4.6	4.2
영업외손익	(27)	(45)	(32)	(32)	(32)
이자수익	5	6	7	8	9
이자비용	29	24	22	22	22
지분법손익	1	(0)	0	0	0
기타영업손익	(4)	(26)	(17)	(18)	(19)
세전순이익	194	171	205	227	247
증가율(%)	60.3	(11.7)	20.0	10.4	8.8
법인세비용	29	31	31	33	36
당기순이익	165	140	175	193	211
증가율(%)	62.8	(15.1)	24.3	10.8	8.8
지배주주지분	146	121	157	174	189
증가율(%)	76.6	(17.0)	29.5	10.8	8.8
비지배지분	19	19	17	19	21
EPS(원)	11,415	9,470	12,264	13,591	14,790
증가율(%)	76.6	(17.0)	29.5	10.8	8.8
수정EPS(원)	11,415	9,470	12,264	13,591	14,790
증가율(%)	76.6	(17.0)	29.5	10.8	8.8

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	11,415	9,470	12,264	13,591	14,790
BPS	76,057	84,685	92,020	105,122	119,412
DPS	490	1,250	490	500	500
밸류에이션(배, %)					
PER	30.9	29.6	23.0	20.7	19.1
PBR	4.6	3.3	3.1	2.7	2.4
EV/ EBITDA	15.2	12.4	11.4	10.4	9.5
배당수익률	0.1	0.4	0.2	0.2	0.2
PCR	13.6	11.2	17.7	13.8	13.3
수익성(%)					
영업이익률	14.8	14.5	15.0	15.3	15.3
EBITDA이익률	21.4	21.0	20.9	20.5	19.8
순이익률	11.1	9.4	11.0	11.5	11.6
ROE	16.0	11.9	13.9	13.8	13.2
ROIC	13.0	11.7	13.5	15.1	16.3
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	37.1	24.5	11.4	(1.8)	(12.1)
유동비율	103.7	109.3	129.9	158.7	186.2
이자보상배율	7.7	8.9	11.0	12.0	12.9
활동성 (회)					
총자산회전율	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
매출채권회전율	8.3	7.2	7.3	8.3	8.1
재고자산회전율	5.4	5.1	5.0	4.9	4.7
매입채무회전율	7.7	7.4	7.5	7.7	7.5

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	98%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	2%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.06.30 기준)

