Earnings Preview

한미약품 (128940)

2분기 실적 바닥 확인, 하반기 모멘텀에 주목

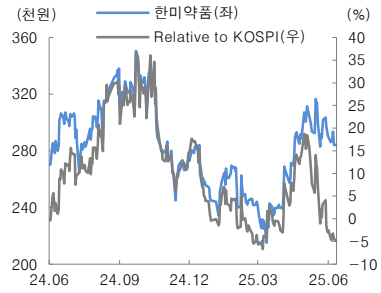
이희영

heeyoung.lee@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	380,000 유지
현재주가 (25.07.07)	284,000
	제약업종

KOSPI	3059.47
시가총액	3,638십억원
시가총액비중	0.16%
자본금(보통주)	32십억원
52주 최고/최저	350,500원 / 215,000원
120일 평균거래대금	186억원
외국인지분율	10.51%
주요주주	한미사이언스 외 4 인 50.57% 국민연금공단 12.28%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.2	32.1	0.2	-1.0
상대수익률	-11.1	0.5	-18.4	-7.4



- 2Q25 연결 매출 3,652억원(-3.4%yoy), 영업이익 551억원(-5.1%yoy)
- 매출은 감소하나, ETC, CDMO 성장으로 영업이익 개선
- 하반기 비만치료제 R&D 모멘텀 유효, 투자의견 매수, 목표주가 유지

투자의견 매수, 목표주가 380,000원 유지

동사의 상반기 실적은 전년 동기 대비 부진했으나, 분기별로 회복세를 나타내고 있으며, 하반기와 내년에 다수의 R&D 모멘텀을 보유하고 있어 투자의견 매수, 목표주가 38만원 유지

2Q25 Review: 매출은 감소하나 ETC, CDMO 성장으로 영업이익 개선

연결 매출 3,652억원(-3.4% yoy), 영업이익 551억원(-5.1% yoy), OPM 15.1% 전망. 매출은 API 수출 감소와 북경한미 실적 부진으로 컨센서스 하회하나, 영업이익은 고마진 ETC 사업부의 성장세가 지속되면서 컨센서스 부합하는 실적을 기록할 것으로 추정됨. 별도 매출 2,761억원(-2.0% yoy), 영업이익 340억원(+5.7% yoy), OPM 12.3% 전망. 해외 API 수출 감소로 전체 매출은 줄어들지만, 주요 제품인 로수젯의 처방 실적이 약 +9.5% 증가하고, 국내 ETC 사업부 성장세가 지속되며 영업이익률은 전년 동기(11.4%) 대비 개선될 것으로 예상됨. 북경한미 매출 938억원(-5.0% yoy), 영업이익 145억원(-42.5% yoy), OPM 15.5%로 계절적 비수기와 재고 소진 영향으로 전년 대비 부진한 실적 전망. 다만, 영업이익은 판관비 감소로 전분기 대비 개선될 것으로 예상. 한미정밀화학 매출 292억원(-15.0% yoy), 영업이익 9억원(흑자전환), OPM 3.0%로 매출은 API 수출 부진으로 감소하나, CDMO 사업 본격화로 이익률 개선되며 흑자 전환이 가능할 전망

하반기 비만치료제 R&D 모멘텀 여전히 유효

국산 비만치료제로 개발 중인 에페글레나타이드(GLP-1)는 9월에 국내 3상을 완료하고, 연말에 탑라인 결과 발표 예정. 26년 하반기 국내 출시를 목표로 함. 국내 비만치료제 시장은 약 4,000억원 규모로 추정되며, 출시 이후 4년 내 1,000억원 이상의 매출 달성을 목표로 함. 동사는 비만치료제 생산설비를 자체 보유하고 있어, 출시 이후 합리적인 가격 경쟁력을 확보할 수 있을 것으로 보이며, 기존 영업망을 기반으로 빠르게 시장에 진입함으로써 신규 매출 성장 동력이 될것으로 기대됨

R&D 타임라인: 1) 연말 에페글레나타이드 임상 3상 탑라인 결과 발표, 2) 하반기 LA-UCN2 임상 1상 개시, 3) 하반기 3중 작용제(HM15275) 임상 2상 개시, 4) 연말 에피노페그듀타이드(MASH) 임상 2b상 완료, 내년 초 데이터 발표 예정, 5) 연내 항암 파이프라인(EZH1/2, PD-L1/4-1BB BsAb) 중간 결과 발표

(단위: 십억원, %)

구분	2Q24	1Q25	2Q25(F)					3Q25		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	378	391	398	365	-3.4	-6.6	396	414	14.3	13.3
영업이익	58	59	47	55	-5.1	-6.6	57	62	21.6	12.4
순이익	40	43	35	38	-4.5	-9.7	38	44	41.4	13.9

자료: 한미약품, FnGuide, 대신증권 Research Center

표 1. 한미약품 목표주가 산출 (단위: 억원)

	기업가치	비고
한미약품 영업가치 (A)	**44,492**	
25 년 EBITDA	3,178	
Target EV/EBITDA	14	국내 Peer 그룹 12 개월 Fwd EV/EBITDA 평균값 적용
비영업가치 (B)	**6,045**	
신약가치 (에피노페그듀타이드)	5,397	GLP-1/GCG, MASH 2b 상 진입
보유 지분가치	648	장부가액 기준
순차입금 (C)	**1,792**	
총 기업가치 (A+B-C)	**48,745**	
유통주식수 (천주)	12,680	
적정주가 (원)	384,418	
목표주가 (원)	**380,000**	
현재주가 (원)	284,000	25.07.07
상승여력 (%)	34%	

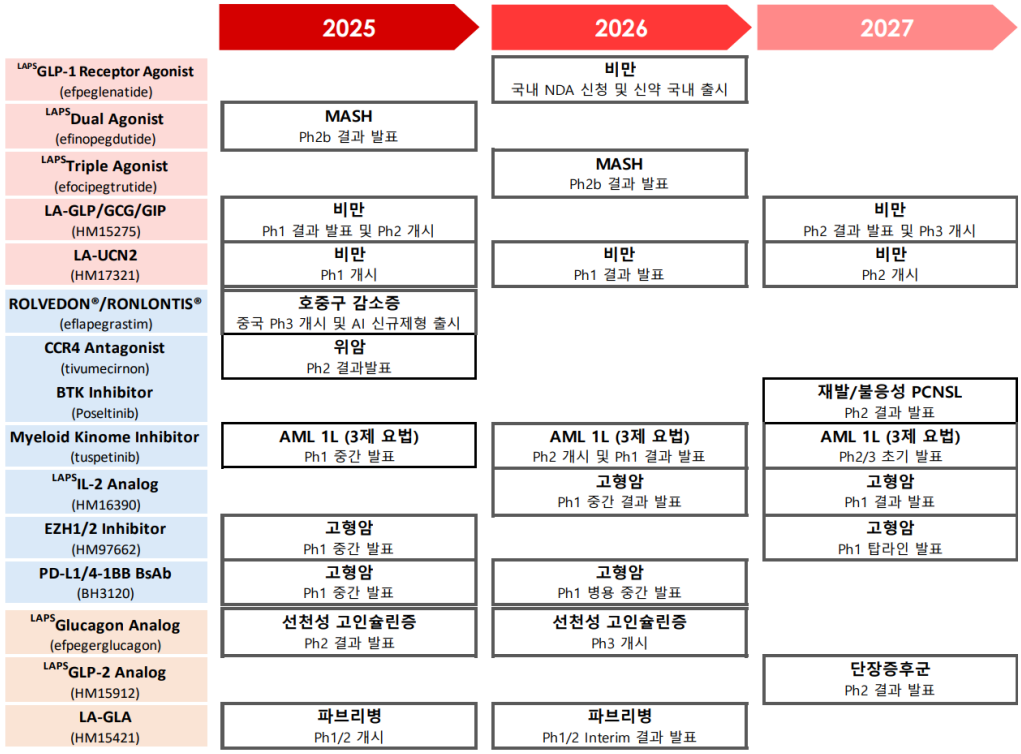
자료: 대신증권 Research Center

표 2. 한미약품 분기별 매출 및 연간 매출 추정 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
연결 매출액	**403.7**	**378.1**	**362.1**	**351.6**	**391.0**	**365.2**	**413.8**	**431.5**	**1495.5**	**1601.4**	**1742.0**
yoy (%)	11.8%	10.3%	-0.7%	-16.7%	-3.2%	-3.4%	14.3%	22.7%	0.3%	7.1%	8.8%
한미약품 별도	**275.1**	**281.8**	**276.8**	**280.5**	**295.0**	**276.1**	**311.0**	**323.3**	**1114.1**	**1205.4**	**1330.4**
yoy (%)	9.7%	11.3%	1.7%	-12.6%	7.3%	-2.0%	12.4%	15.3%	1.6%	8.2%	10.4%
북경한미	**127.7**	**98.7**	**84.3**	**74.9**	**96.5**	**93.8**	**100.7**	**116.4**	**385.6**	**407.4**	**436.6**
yoy (%)	15.0%	9.5%	-9.6%	-27.5%	-24.4%	-5.0%	19.5%	55.4%	-3.0%	5.7%	7.2%
한미정밀화학	**24.8**	**34.3**	**29.1**	**20.7**	**22.8**	**29.2**	**30.8**	**26.4**	**108.9**	**109.1**	**111.9**
yoy (%)	-4.2%	14.3%	34.7%	-38.4%	-8.1%	-15.0%	5.8%	27.3%	-2.0%	0.2%	2.6%
연결조정	-23.9	-36.7	-28.1	-24.5	-23.4	-33.9	-28.7	-34.6	-113.1	-120.5	-136.9
매출총이익	**226.5**	**206.7**	**198.6**	**185.2**	**213.6**	**198.1**	**223.1**	**233.9**	**817.0**	**868.8**	**976.4**
GPM (%)	56.1%	54.7%	54.9%	52.7%	54.6%	54.3%	53.9%	54.2%	54.6%	54.3%	56.1%
yoy (%)	9.4%	14.7%	-0.1%	-23.8%	-5.7%	-4.1%	12.3%	26.3%	-1.5%	6.3%	12.4%
연결 영업이익	**76.7**	**58.1**	**51.0**	**30.5**	**59.0**	**55.1**	**62.0**	**66.5**	**216.2**	**242.6**	**288.7**
OPM (%)	19.0%	15.4%	14.1%	8.7%	15.1%	15.1%	15.0%	15.4%	14.5%	15.2%	16.6%
yoy (%)	27.9%	75.3%	-11.4%	-56.5%	-23.0%	-5.1%	21.6%	118.2%	-2.0%	12.2%	19.0%
한미약품 별도	**39.5**	**32.1**	**31.3**	**29.7**	**47.0**	**34.0**	**41.4**	**44.5**	**132.7**	**166.9**	**170.4**
OPM (%)	14.4%	11.4%	11.3%	10.6%	15.9%	12.3%	13.3%	13.8%	11.9%	13.8%	12.8%
yoy (%)	27.6%	156.9%	-3.9%	-44.5%	18.9%	5.7%	32.4%	49.6%	2.4%	25.8%	2.1%
북경한미	**37.8**	**25.2**	**15.0**	**4.2**	**11.3**	**14.5**	**20.6**	**25.2**	**82.2**	**71.6**	**88.8**
OPM (%)	29.6%	25.5%	17.8%	5.6%	11.7%	15.5%	20.4%	21.7%	21.3%	17.6%	20.3%
yoy (%)	22.7%	15.1%	-42.3%	-83.8%	-70.1%	-42.5%	37.1%	500.6%	-21.5%	-12.9%	24.0%
한미정밀화학	**-1.7**	**1.8**	**3.2**	**-2.4**	**-1.9**	**0.9**	**-0.2**	**1.4**	**0.9**	**0.2**	**3.6**
OPM (%)	-6.9%	5.2%	11.0%	-11.6%	-5.0%	3.0%	-0.8%	5.5%	0.8%	0.2%	3.2%
yoy (%)	-50.0%	흑전	흑전	흑전	적지	흑전	적전	흑전	-123.7%	-80.3%	1938.9%
연결조정	1.0	-1.0	1.5	-1.1	2.6	5.8	0.3	-4.7	0.4	4.0	25.9

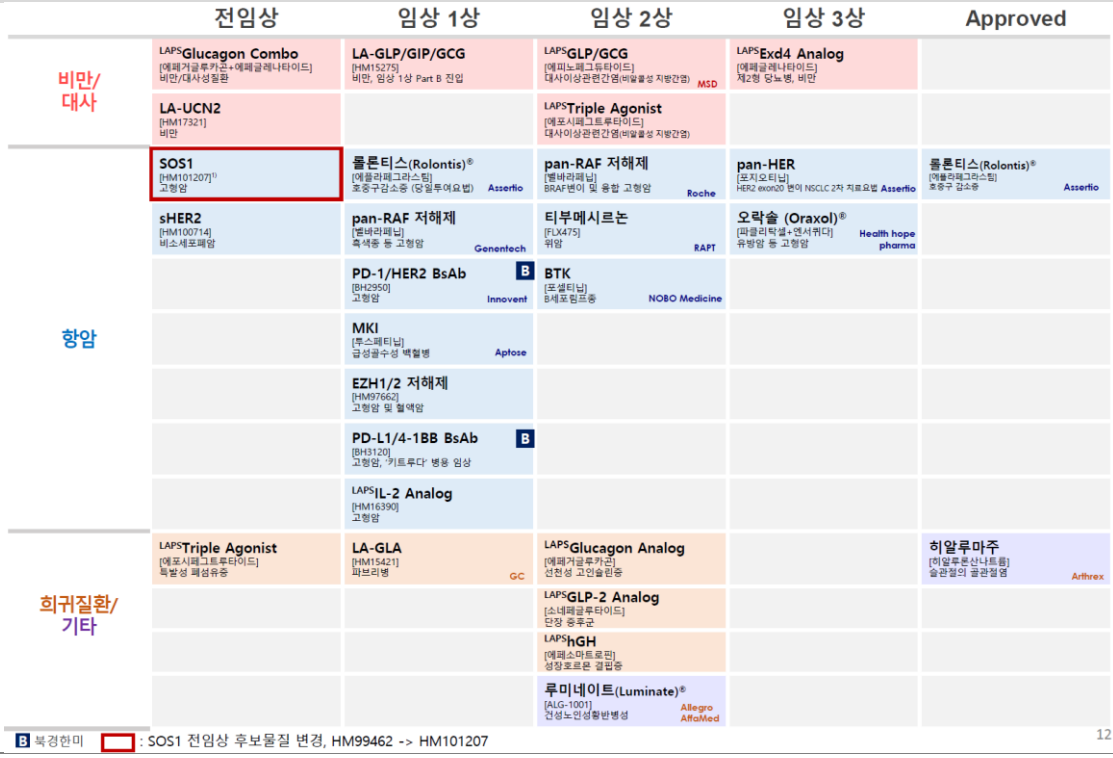
자료: 한미약품, 대신증권 Research Center

그림 1. **한미약품 R&D 타임라인**



자료: 한미약품, 대신증권 Research Center

그림 2. 한미약품 R&D 파이프라인 현황



자료: 한미약품, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

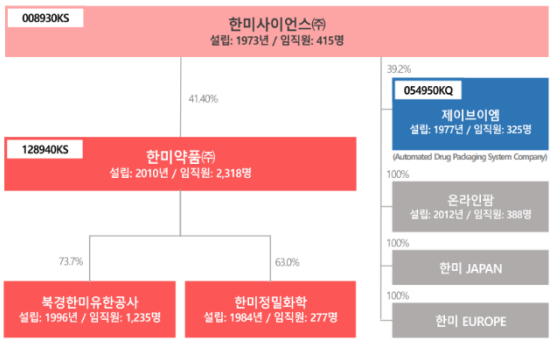
- 1973년 설립, 2010년 KOSPI 상장, 의약품 제조 및 판매 사업 영위
- 전문의약품(ETC)의 안정적인 매출 성장을 바탕으로 암, 비만/당뇨, 희귀질환 영역 혁신 신약 개발중
- 신약 파이프라인 비만/당뇨/NASH 5개, 항암제 13개, 희귀질환 6개
- 주요 제품으로 고지혈증치료제(로수젯), 고혈압치료제(아모잘탄) 등
- 원료의약품 제조 및 판매업을 영위하는 한미정밀화학 및 의약품 제조 및 판매업 영위 업체 북경한미약품유한공사를 주요 자회사로 보유
- 설립자 임성기, 박재현 대표이사

주가 변동요인

- (+) 실적 개선, 신약개발 임상 진전 및 기술수출 계약 체결
- (-) 실적 악화, 임상 중단 및 실패, R&D 비용 증가로 인한 수익성 악화

자료: 한미약품, 대신증권 Research Center

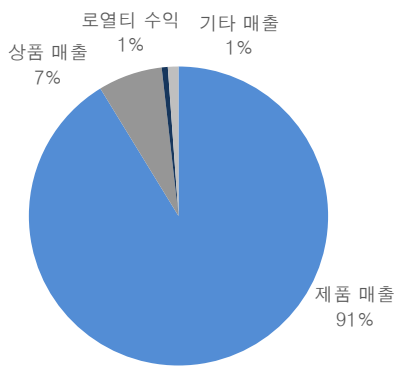
한미약품 지배구조



자료: 한미약품, 대신증권 Research Center

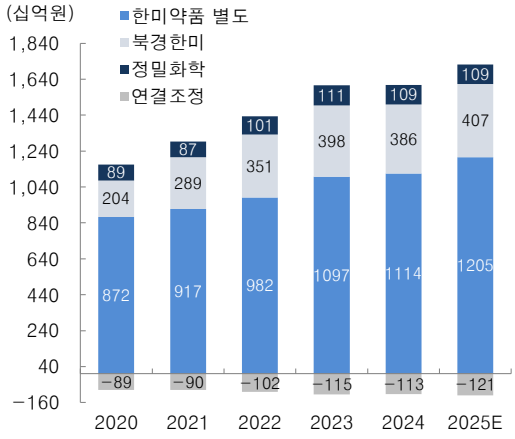
Earnings Driver

1Q25 한미약품 연결 매출 구성



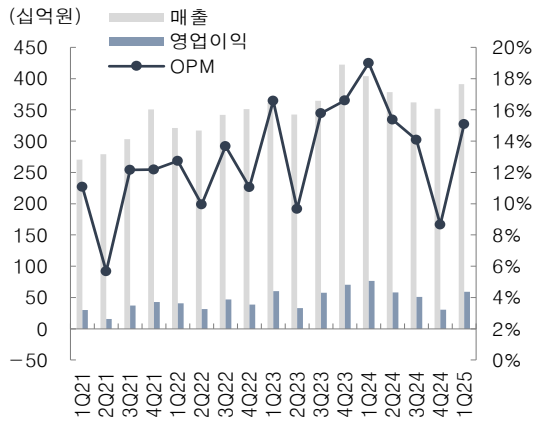
자료: 한미약품, 대신증권 Research Center

부문별 매출 비중 추이 (연간)



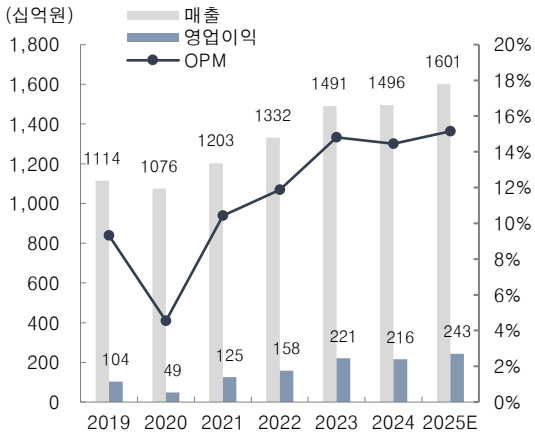
자료: 한미약품, 대신증권 Research Center

분기별 매출, 영업이익, 영업이익률



자료: 한미약품, 대신증권 Research Center

연간 매출, 영업이익, 영업이익률



자료: 한미약품, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,491	1,496	1,601	1,742	1,935
매출원가	662	678	733	766	851
매출총이익	829	817	869	976	1,084
판매비와관리비	609	601	626	688	747
영업이익	221	216	243	289	337
영업이익률	14.8	14.5	15.2	16.6	17.4
EBITDA	319	314	318	375	427
영업외손익	-27	-45	-24	-11	3
관계기업손익	-1	0	0	0	0
금융수익	7	12	12	12	12
외환관련이익	8	13	6	6	6
금융비용	-29	-31	-32	-31	-33
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	-3	-26	-4	8	23
법인세비용차감전순손익	194	171	219	278	340
법인세비용	-29	-31	-39	-50	-61
계속사업순손익	165	140	179	228	279
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	165	140	179	228	279
당기순이익률	11.1	9.4	11.2	13.1	14.4
비지배지분순이익	19	19	23	29	36
지배지분순이익	146	121	157	199	243
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-5	3	4	4	4
포괄순이익	111	175	222	270	321
비지배지분포괄이익	18	33	39	49	42
지배지분포괄이익	93	142	183	221	280

재무상태표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	731	746	960	1,223	1,507
현금및현금성자산	55	192	365	567	764
매출채권 및 기타채권	177	239	256	278	309
재고자산	289	301	322	351	389
기타유동자산	210	14	17	28	45
비유동자산	1,168	1,275	1,287	1,312	1,355
유형자산	833	796	782	772	772
관계기업투자금	2	2	2	2	2
기타비유동자산	333	477	503	539	581
자산총계	1,899	2,021	2,247	2,535	2,862
유동부채	705	683	710	752	783
매입채무 및 기타채무	189	213	216	232	239
차입금	336	371	384	395	404
유동성채무	145	31	28	30	31
기타유동부채	34	68	82	95	109
비유동부채	94	97	135	171	206
차입금	82	86	113	137	159
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	12	11	22	34	48
부채총계	798	780	845	923	990
지배지분	955	1,085	1,226	1,410	1,637
자본금	31	32	32	32	32
자본잉여금	412	411	411	411	411
이익잉여금	582	681	822	1,005	1,232
기타자본변동	-70	-39	-39	-39	-39
비지배지분	145	156	176	203	235
자본총계	1,100	1,241	1,402	1,612	1,872
순차입금	318	303	179	26	-126

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	11,415	9,470	12,242	15,553	18,948
PER	30.9	29.6	23.2	18.3	15.0
BPS	74,580	84,685	95,705	110,037	127,765
PBR	4.7	3.3	3.0	2.6	2.2
EBITDAPS	24,912	24,473	24,807	29,275	33,295
EV/EBITDA	15.3	12.9	12.6	10.3	8.8
SPS	116,376	116,736	125,001	135,976	151,010
PSR	3.0	2.4	2.3	2.1	1.9
CFPS	25,861	24,961	27,133	32,532	37,702
DPS	490	1,250	1,250	1,250	1,250

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	217	193	214	266	291
당기순이익	165	140	179	228	279
비현금항목의 가감	166	179	168	189	204
감가상각비	98	97	75	86	89
외환손익	1	-6	-3	-3	-3
지분법평가손익	1	0	0	0	0
기타	65	88	96	106	118
자산부채의 증감	-57	-90	-76	-84	-113
기타현금흐름	-57	-36	-58	-67	-79
투자활동 현금흐름	-183	25	-87	-110	-122
투자자산	-139	90	-15	-17	-18
유형자산	-25	-39	-50	-60	-70
기타	-20	-26	-22	-34	-34
재무활동 현금흐름	-127	-94	20	19	14
단기차입금	-33	35	14	11	9
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	30	27	24	22
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-18	-13	-16	-16	-16
기타	-76	-146	-5	-1	-1
현금의 증감	-92	137	173	202	197
기초 현금	147	55	192	365	567
기말 현금	55	192	365	567	764
NOPLAT	188	177	199	237	277
FCF	243	213	206	233	266

재무비율 (단위: 원, 배, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	12.0	0.3	7.1	8.8	11.1
영업이익 증가율	39.6	-2.0	12.2	19.0	16.8
순이익 증가율	62.8	-15.1	27.8	27.0	22.3
수익성					
ROIC	14.2	13.5	14.8	17.2	19.3
ROA	11.5	11.0	11.4	12.1	12.5
ROE	16.0	11.9	13.6	15.1	15.9
안정성					
부채비율	72.6	62.9	60.3	57.3	52.9
순차입금비율	28.9	24.5	12.8	1.6	-6.7
이자보상배율	7.7	8.9	10.1	12.7	14.1

자료: 한미약품, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

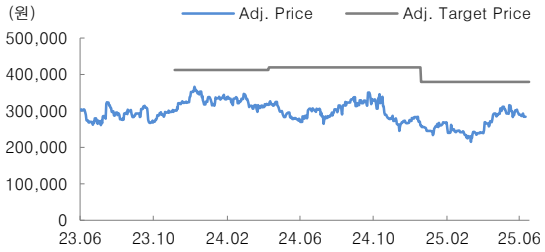
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이희영)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한미약품(128940) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.07.08	25.05.02	25.04.15	25.02.05	25.01.14	24.11.16
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	380,000	380,000	380,000	380,000	380,000	420,000
괴리율(평균,%)		(30.59)	(34.97)	(34.83)	(34.41)	(34.82)
괴리율(최대/최소,%)		(16.71)	(29.08)	(29.08)	(32.11)	(31.79)
제시일자	24.11.06	24.11.01	24.07.15	24.05.06	23.12.02	23.12.01
투자의견	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	420,000	420,000	420,000	420,000	412,100	412,100
괴리율(평균,%)	(25.36)	(27.50)	(27.71)	(30.07)	(20.40)	
괴리율(최대/최소,%)	(19.29)	(16.55)	(16.55)	(22.14)	(11.06)	
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250705)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중	Underperform(매도)
비율	92.6%	7.4%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상