COMPANY UPDATE

2025. 12. 1

Innovation팀

서근희 팀장, Ph.D.
keunhee.seo@samsung.com

신수한 Research Associate
shn.shin@samsung.com

리서치센터 리포트
바로가기

한미약품 (128940)

임상 모멘텀의 귀환

- 투자의견 BUY, 목표주가 55만원으로 상향: 2026년 비만 신약 매출 현실화와 주요 파이프라인 임상 결과 발표, L/O 기대감으로 추가 재평가 기대.

WHAT'S THE STORY?

주요 파이프라인 임상 현황: 한미약품은 비만·대사·MASH·항암을 중심으로 2026년부터 의미 있는 임상 및 상업화 이벤트 확보.

- **에피노페그듀타이드(GLP/GCG):** 파트너사 머크 앤 코(MRK US)는 MASH 환자 대상 P2b 진행. 1Q26 데이터 발표 예상. 머크 내부에서도 기대치 높아 상업화 가능성 기대.
- **에포시페그트루타이드(GLP/GIP/GCG):** MASH 환자 대상 P2b 지행 중. 1H26 중간결과 발표 및 2H26 top line 발표 예상. 글로벌 제약사는 다중 작용제에 대해 관심 지속. 중간 데이터 발표 후 기술 수출 및 공동 개발 논의 본격화 기대.
- **HM15275(LA-GLP/GIP/GCG):** 당뇨 없는 비만 또는 과체중 환자 대상 P2 진행 중으로 2026년 내 완료 예정. 36주 투여 디자인으로 Top line 발표는 2027년 예상.
- **에페글레나타이드(GLP):** 40주 top line에서 우월한 체중감량, 낮은 GI 부작용으로 우위 입증. 2026년 경쟁력 있는 약가로 국내 출시, 블록버스터 약 될 것으로 예상.
- **HM17321(LA-UCN2):** 2026년 미국 P1 개시 예정. 지방 감소뿐만 아니라, 근육량 증가 및 기능 개선까지 유도. P1에서 내약성, 안전성 확인만으로 L/O 가능.

투자의견 BUY, 목표주가 55만원으로 상향: 목표주가는 신약 파이프라인 임상 진전에 따른 위험 조정 가치 상승 반영(기존 7,805억원에서 2조 3,132억원으로 조정)해 상향 조정. 현재 2026E EV/EBITDA 18배로 기존 14배 대비 높은 수준으로 거래되고 있지만, 비만, MASH 핵심 파이프라인의 임상 결과 기대감과 최근 글로벌 제약사들의 해당 영역 확장 움직임이 프리미엄 정당화. 임상 결과 긍정적일 경우 L/O 가능성 확대, 기대 매출 상향, PoS(Possibility of Success) 재상향으로 추가 상승 여력 확대.

SUMMARY FINANCIAL DATA

(다음 페이지에 계속)

	2024	2025E	2026E	2027E
매출액 (십억원)	1,496	1,483	1,544	1,621
영업이익 (십억원)	216	234	252	288
순이익 (십억원)	140	154	162	195
EPS (adj) (원)	9,470	10,924	11,155	13,422
EPS (adj) growth (%)	-17.0	15.4	2.1	20.3
EBITDA margin (%)	21.0	22.4	22.0	22.5
ROE (%)	11.9	12.2	11.3	12.2
P/E (adj) (배)	29.6	41.8	40.9	34.0
P/B (배)	3.3	4.8	4.3	3.9
EV/EBITDA (배)	12.9	18.8	18.0	16.3
Dividend yield (%)	0.4	0.2	0.2	0.2

자료: 한미약품, 삼성증권 추정

▶ 종목 정보

BUY		
목표주가	550,000원	20.5%
현재주가	456,500원	
시가총액	5.8조원	
주식수 (유동주식 비중)	12,810,991주 (48.6%)	
52주 최저/최고	215,000원/483,000원	
60일-평균거래대금	622.1억원	

▶ 수익률

	1개월	6개월	12개월
한미약품 (%)	12.6	51.9	59.3
Kospi 지수 대비 (%pts)	15.0	3.3	1.6

▶ 주요 전망치 변화

(원)	신규	기존	증감
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	550,000	400,000	37.5%
2025E EPS	10,924	10,308	6.0%
2026E EPS	11,155	11,407	-2.2%

▶ 컨센서스

커버 증권사 수	21
목표주가	501,905
추천 점수	4.0

※ 추천점수: 4 이상 → BUY, 3 → HOLD, 2 이하 → SELL

4Q25 실적 전망

(십억원)	4Q25E	3Q25	4Q24	Consensus	증감 (%)		
					QoQ	YoY	Consensus
매출액	368.8	362.3	351.6	402.0	1.8	4.9	(8.3)
영업이익	59.9	55.1	30.5	61.3	8.8	96.8	(2.2)
세전이익	26.9	52.3	2.1	47.3	(48.6)	1,172.5	(43.3)
지배주주순이익	18.5	40.1	(5.0)	38.6	(53.9)	흑전	(52.0)
이익률 (%)							
영업이익	16.3	15.2	8.7	15.2			
세전이익	7.3	14.4	0.6	11.8			
지배주주순이익	5.0	11.1	(1.4)	9.6			

자료: 한미약품, FnGuide, 삼성증권 추정

한미약품 목표주가 산출

(십억원)	환산 가치	12M Fwd EBITDA	EV/EBITDA (배)
영업 가치 (A)	4,745	338.9	14.0
신약 가치 (B)	2,313		
HM12525	1,037		
HM15211	426		
HM15275	713		
HM17321	137		
순차입금 (C)	63		
합산 가치 (A+B-C)	6,995		
보통주 수 (D, 천주)	12,811		
적정 주가 (원)	546,040		
목표주가 (원)	550,000		

참고: 커버리지 내 대형 제약사 EV/EBITDA 평균 14배 적용
자료: FnGuide, 삼성증권 추정

한미약품 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	2024	2025E	2026E	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E
매출액	**1,496**	**1,483**	**1,544**	**404**	**378**	**362**	**352**	**391**	**361**	**362**	**369**	**404**	**372**	**377**	**391**
YoY (%)	*0.3*	*(0.8)*	*4.1*	*11.8*	*10.3*	*(0.7)*	*(16.7)*	*(3.2)*	*(4.5)*	*0.1*	*4.9*	*3.3*	*3.0*	*3.9*	*6.1*
한미약품 (별도)	1,114	1,124	1,168	275	282	277	281	295	276	269	283	305	284	278	302
ETC/OTC 매출액	898	915	969	225	220	228	226	220	227	225	243	235	240	234	260
아모잘탄	147	147	150	36	36	37	38	36	36	37	38	37	37	38	39
에소메졸	65	65	66	16	16	16	18	16	16	16	18	16	16	16	18
아모디핀	25	25	25	6	6	6	7	6	6	6	7	6	6	6	7
로수젯	210	229	252	49	51	54	57	54	56	59	60	60	62	65	65
로열티 포함 매출액	21	29	13	4	4	5	8	7	10	10	2	2	2	7	2
수출	195	180	185	46	58	44	47	68	40	35	38	68	41	36	39
북경한미	386	366	383	128	99	84	75	97	87	94	89	100	90	100	94
한미화학	109	83	85	25	34	29	21	23	23	17	20	23	23	18	21
연결조정	(113)	(90)	(93)	(24)	(37)	(28)	(24)	(23)	(25)	(18)	(23)	(24)	(25)	(19)	(24)
매출원가	**678**	**646**	**637**	**177**	**171**	**163**	**166**	**177**	**157**	**157**	**155**	**167**	**152**	**159**	**159**
YoY (%)	*2.5*	*(4.8)*	*(1.4)*	*15.0*	*5.5*	*(1.4)*	*(7.2)*	*0.1*	*(8.7)*	*(4.1)*	*(6.6)*	*(5.9)*	*(3.1)*	*1.6*	*2.5*
원가율 (%)	45.4	43.5	41.3	43.9	45.3	45.1	47.3	45.4	43.3	43.3	42.1	41.3	40.8	42.3	40.7
판관비	**601**	**603**	**655**	**150**	**149**	**148**	**155**	**155**	**144**	**151**	**154**	**171**	**160**	**160**	**164**
YoY (%)	*(1.3)*	*0.4*	*8.6*	*1.8*	*1.0*	*4.5*	*(10.6)*	*3.2*	*(2.9)*	*1.9*	*(0.8)*	*10.7*	*11.1*	*6.4*	*6.4*
판관비율 (%)	40.2	40.6	42.4	37.1	39.3	40.8	44.0	39.5	39.9	41.5	41.6	42.4	43.1	42.5	41.8
영업이익	**216**	**234**	**252**	**77**	**58**	**51**	**30**	**59**	**60**	**55**	**60**	**66**	**60**	**57**	**69**
YoY (%)	*(2.0)*	*8.5*	*7.3*	*27.9*	*75.3*	*(11.4)*	*(56.6)*	*(23.0)*	*4.0*	*8.0*	*96.8*	*11.5*	*(0.6)*	*3.9*	*14.4*
영업이익률 (%)	14.5	15.8	16.3	19.0	15.4	14.1	8.7	15.1	16.7	15.2	16.3	16.3	16.1	15.2	17.5
세전이익	**171**	**182**	**207**	**75**	**54**	**40**	**2**	**53**	**50**	**52**	**27**	**63**	**57**	**53**	**35**
YoY (%)	*(11.7)*	*6.2*	*14.0*	*35.6*	*111.9*	*(28.6)*	*(96.3)*	*(29.1)*	*(8.2)*	*30.0*	*1,172.5*	*18.4*	*15.2*	*0.9*	*28.8*
지배주주순이익	**121**	**140**	**143**	**55**	**40**	**31**	**(5)**	**43**	**39**	**40**	**19**	**43**	**39**	**36**	**24**
YoY (%)	*(17.0)*	*15.4*	*2.1*	*27.5*	*188.1*	*(43.3)*	*적전*	*(22.5)*	*(3.9)*	*29.5*	*흑전*	*1.8*	*1.7*	*(9.4)*	*28.8*
순이익률 (%)	8.1	9.4	9.3	13.6	10.6	8.6	(1.4)	10.9	10.7	11.1	5.0	10.7	10.6	9.7	6.1

자료: 한미약품, 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**1,491**	**1,496**	**1,483**	**1,544**	**1,621**
매출원가	662	678	646	637	677
매출총이익	**829**	**817**	**837**	**907**	**944**
(매출총이익률, %)	55.6	54.6	56.5	58.7	58.2
판매 및 일반관리비	609	601	603	655	656
영업이익	**221**	**216**	**234**	**252**	**288**
(영업이익률, %)	14.8	14.5	15.8	16.3	17.8
영업외손익	**-27**	**-45**	**-53**	**-44**	**-38**
금융수익	7	12	8	11	17
금융비용	29	31	17	15	16
지분법손익	-1	-0	-0	0	0
기타	-3	-26	-43	-40	-40
세전이익	**194**	**171**	**182**	**207**	**249**
법인세	29	31	28	46	55
(법인세율, %)	14.7	18.0	15.3	22.0	22.0
계속사업이익	165	140	154	162	195
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	**165**	**140**	**154**	**162**	**195**
(순이익률, %)	11.1	9.4	10.4	10.5	12.0
지배주주순이익	146	121	140	143	172
비지배주주순이익	19	19	14	19	23
EBITDA	319	314	332	339	364
(EBITDA 이익률, %)	21.4	21.0	22.4	22.0	22.5
EPS (지배주주)	11,415	9,470	10,924	11,155	13,422
EPS (연결기준)	12,908	10,962	12,024	12,625	15,190
수정 EPS (원)*	11,415	9,470	10,924	11,155	13,422

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	**731**	**746**	**864**	**1,119**	**1,398**
현금 및 현금등가물	55	192	108	276	457
매출채권	168	238	261	294	331
재고자산	289	301	328	370	416
기타	219	15	167	180	195
비유동자산	**1,168**	**1,275**	**1,200**	**1,128**	**1,069**
투자자산	45	172	131	146	163
유형자산	833	796	743	667	601
무형자산	81	94	101	90	80
기타	209	212	225	225	225
자산총계	**1,899**	**2,021**	**2,064**	**2,247**	**2,467**
유동부채	**705**	**683**	**593**	**626**	**662**
매입채무	45	39	44	49	56
단기차입금	336	371	320	320	320
기타 유동부채	323	274	230	257	287
비유동부채	**94**	**97**	**104**	**106**	**107**
사채 및 장기차입금	82	86	88	88	88
기타 비유동부채	12	11	17	18	20
부채총계	**798**	**780**	**698**	**732**	**770**
지배주주지분	**955**	**1,085**	**1,203**	**1,333**	**1,492**
자본금	31	32	32	32	32
자본잉여금	412	411	411	411	411
이익잉여금	582	681	808	938	1,098
기타	-70	-39	-49	-49	-49
비지배주주지분	**145**	**156**	**164**	**183**	**206**
자본총계	**1,100**	**1,241**	**1,367**	**1,516**	**1,698**
순부채	408	303	241	63	-129

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동에서의 현금흐름	**217**	**193**	**193**	**206**	**222**
당기순이익	165	140	154	162	195
현금유출이없는 비용 및 수익	166	179	159	137	129
유형자산 감가상각비	86	86	85	76	66
무형자산 상각비	12	12	12	11	10
기타	67	82	62	50	53
영업활동 자산부채 변동	-57	-90	-60	-43	-49
투자활동에서의 현금흐름	**-183**	**25**	**-172**	**-25**	**-28**
유형자산 증감	-25	-39	-33	0	0
장단기금융자산의 증감	-39	-10	-49	-25	-28
기타	-120	74	-91	0	-0
재무활동에서의 현금흐름	**-127**	**-94**	**-100**	**-12**	**-12**
차입금의 증가(감소)	-105	-76	-66	1	0
자본금의 증가(감소)	0	-0	0	0	0
배당금	-18	-13	-31	-13	-13
기타	-3	-5	-4	0	0
현금증감	-92	137	-84	168	181
기초현금	147	55	192	108	276
기말현금	55	192	108	276	457
Gross cash flow	**331**	**320**	**313**	**299**	**324**
Free cash flow	**189**	**154**	**160**	**206**	**222**

재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2023	2024	2025E	2026E	2027E
증감률 (%)					
매출액	12.0	0.3	-0.8	4.1	5.0
영업이익	39.6	-2.0	8.5	7.3	14.4
순이익	62.8	-15.1	9.7	5.0	20.3
수정 EPS**	76.6	-17.0	15.4	2.1	20.3
주당지표					
EPS (지배주주)	11,415	9,470	10,924	11,155	13,422
EPS (연결기준)	12,908	10,962	12,024	12,625	15,190
수정 EPS**	11,415	9,470	10,924	11,155	13,422
BPS	75,302	85,558	94,841	105,111	117,671
DPS (보통주)	490	1,250	1,000	1,000	1,000
Valuations (배)					
P/E***	30.9	29.6	41.8	40.9	34.0
P/B***	4.7	3.3	4.8	4.3	3.9
EV/EBITDA	15.6	12.9	18.8	18.0	16.3
비율					
ROE (%)	16.0	11.9	12.2	11.3	12.2
ROA (%)	8.7	7.2	7.5	7.5	8.3
ROIC (%)	14.8	14.3	15.9	15.8	18.6
배당성향 (%)	4.3	13.1	9.1	8.9	7.4
배당수익률 (보통주, %)	0.1	0.4	0.2	0.2	0.2
순부채비율 (%)	37.1	24.5	17.6	4.2	-7.6
이자보상배율 (배)	7.7	8.9	13.6	16.2	18.6

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
*** P/E, P/B는 지배주주기준
자료: 한미약품, 삼성증권 추정