

한미약품(128940)

아쉬운 실적, 풍부한 모멘텀

ETC 성장과 북경한미의 정상화로 API 사업 부진을 만회한 3분기

동사의 3분기 연결 기준 매출은 3,623억원(YoY +0.3%), 영업이익은 551억원(YoY +8.0%, OPM 15.2%)을 달성했다. ETC 제품 성장 추세는 유지되고 있는 상황이며, 이전까지 아쉬운 실적을 기록했던 북경한미가 정상화됨에 따라 경쟁 심화로 API 사업이 부진하고 있는 현재 상황을 상쇄했다. 시장의 컨센서스(매출 3,718억원, 영업이익 578억원) 및 당사 예측치(매출 3,921억원, 영업이익 660억원)를 하회했다.

에페글레나타이드의 유의미한 임상 3상 타라인 데이터

최근 동사는 비만치료제로 개발 중인 파이프라인 에페글레나타이드에 대한 임상 3상 타라인 데이터를 공시했다. 체중 변화율과 5% 이상 체중 감소 환자 비율의 두 가지 주평가지표에서 모두 위약군 대비 우월성을 입증했다. 40주차 투여 기준 집계한 부작용 관련 비율에서도 비만치료제 투여 시 발생하는 일반적인 부작용 범위에서 크게 벗어나지 않았으며 발생 비율 또한 10%~20% 사이에 위치하고 있어 시장에서 시판 중인 위고비나 마운자로의 부작용 데이터와 비교했을 때 주목할만한 성과를 보였다.

다만 위고비는 48주차 투여 기준 데이터, 마운자로는 72주차 투여 기준 데이터인 점을 감안할 때 투여기간이 길어질수록 내약성이 나빠지는 경향성에 의해 부작용 발생 비율 수치가 높아진다. 동사의 타라인 데이터는 40주차 기준으로 산정된 수치인 점에서 향후 추가 투여기간에 따른 안전성 데이터를 확인할 필요성은 있다. 하지만 상기 추세가 유지된다면 시장 침투의 경쟁력은 확보될 수 있다고 판단한다. 약가와 부작용에서 이점이 있다면 점유율을 가져올 수 있는 요인이 될 것으로 전망한다.

투자의견 유지, 목표주가 46만원으로 상향

투자의견은 기존과 동일하게 유지하며, 목표주가는 40만원에서 46만원으로 상향한다. 한미약품의 영업가치와 파이프라인 가치를 합산했으며, 동사의 영업가치는 연결 기준 2026년 EBITDA에서 기술료를 제외한 1,983억원과 국내 주요 제약사들의 2026년 평균 EV/EBITDA 21.2배를 적용했다. 산출된 동사 영업가치는 4조 2,140억원이다.

파이프라인 가치는 임상 3상 중인 에페글레나타이드에 대해서만 산출했던 방식에서 변경하지 않았다. 이전 대비 변경점은 국내 비만치료제 시장 자체의 수요가 커지고 있는 상황을 반영했다는 것이다. 이전의 에페글레나타이드의 파이프라인 가치는 1조 1,818억원이었으나 금번 가치 재산출을 통해 1조 6,624억원으로 상향 조정했다. 상기 영업가치와 파이프라인의 가치를 포함한 총 기업가치는 5조 8,674억원으로 제시한다.

에페글레나타이드의 타라인 데이터 발표를 시작으로 MASH 파이프라인 임상 2b상 데이터 발표가 이어진다. 12월말 종료가 예정되어 있고 빠르면 내년초 타라인 데이터 확인이 가능할 것이 기대된다. 비만이라는 테마가 여전히 업종의 키워드로 흘러가고 있는 현재 상황에서 이벤트 자체가 주는 기대감이 있어 관심있게 봐도 좋은 제약사다. 다만 실적의 회복세가 전제되어야할 것으로 판단된다. 계절적으로 호흡기 관련 수요가 높아지는 4분기의 실적이 회복세에 접어드는지를 지켜볼 필요성이 있다.

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	460,000원(상향)
증가(2025.10.30)	390,500원
상승여력	17.8%

Stock Indicator

자본금	32십억원
발행주식수	1,281만주
시가총액	5,003십억원
외국인지분율	11.5%
52주 주가	215,000~428,000원
60일평균거래량	108,308주
60일평균거래대금	37.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	6.4	39.7	45.2	18.3
상대수익률	-12.9	14.1	-14.7	-39.2

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	1,496	1,496	1,559	1,638
영업이익(십억원)	216	235	253	309
순이익(십억원)	121	160	160	190
EPS(원)	9,470	12,483	12,480	14,834
BPS(원)	84,685	98,645	112,602	128,912
PER(배)	29.6	31.3	31.3	26.3
PBR(배)	3.3	4.0	3.5	3.0
ROE(%)	11.9	13.6	11.8	12.3
배당수익률(%)	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	12.4	15.4	14.3	11.8

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[제약/바이오]

정재원

jaewon.jeong@imfnsec.com

2122-9208

에페글레나타이드 3상 탐라인 발표

주요 평가지표 모두 위약 대비 우수함 입증

동사는 10월 27일 에페글레나타이드의 비만 임상 3상 탐라인 데이터를 공시했다. 해당 임상은 당뇨를 동반하지 않은 성인 비만 환자 대상 40주 시점의 평균 체중 변화율 및 체중 감소율 5% 이상인 대상자 비율을 주요 평가지표로 설정했고 국내에서 448명의 비만 환자를 대상으로 2023년부터 약 2년여간 진행했다.

448명 중 시험군은 299명, 위약군은 149명으로 나뉘어졌으며 주요 평가지표 2종 모두 위약 대비 우월성을 입증했다. 평균 체중 변화율은 시험군 -9.75%, 위약군 -0.95%였으며 체중 감소율 관련 비율은 시험군 79.42%, 위약군 14.49%로 유의미한 차이를 기록했다($p < 0.0001$).

주요 부작용 관련 발현율은 메스꺼움 16.72%, 구토 11.71%, 설사 17.73%로 위약군은 각각 5.37%, 2.01%, 4.70%를 기록했다. 약물이상반응(ADR) 수치는 메스꺼움 16.72%, 구토 11.04%, 설사 15.05%였다. 부작용 발현 비율과 약물이상반응 수치가 유사하게 나왔다는 점에서 향후 적정용량 관리 등을 통해 충분히 조절할 수 있을 것으로 기대된다.

에페글레나타이드 임상 3상 탐라인 결과 비교. 괄호 내 숫자는 위약군

		에페글레나타이드	위고비	마운자로
임상명		NCT06174779	STEP 11	SURMOUNT-CN
임상 대상자 수		448	150	210
대상자 국가		한국	한국, 태국	중국
투여기간		40주	44주	52주
주요평가지표		평균 체중 변화율 체중 감소율 5% 이상	평균 체중 변화율 체중 감소율 5% 이상	평균 체중 변화율 체중 감소율 5% 이상
시험군 인원		299	101	141 (10mg 70, 15mg 71)
대조군 인원		149	49	69
결과	체중 변화율	-9.75 (-0.75)	-16.0 (-3.1)	-13.6 / -17.5 (-2.3)
	체중 감소율 비율	79.42 (14.49)	96 (25)	87.7 / 85.8 (29.3)
부작용	메스꺼움	16.72 (5.37)	44 (16)	33.3 / 31.0 (9.5)
	구토	11.71 (2.01)	24 (6)	10.7 / 12.2 (1.7)
	설사	17.73 (4.70)	30 (16)	21.2 / 23.0 (7.3)

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

부작용에서의 이점을 고려해 rNPV 밸류에이션 일부 조정

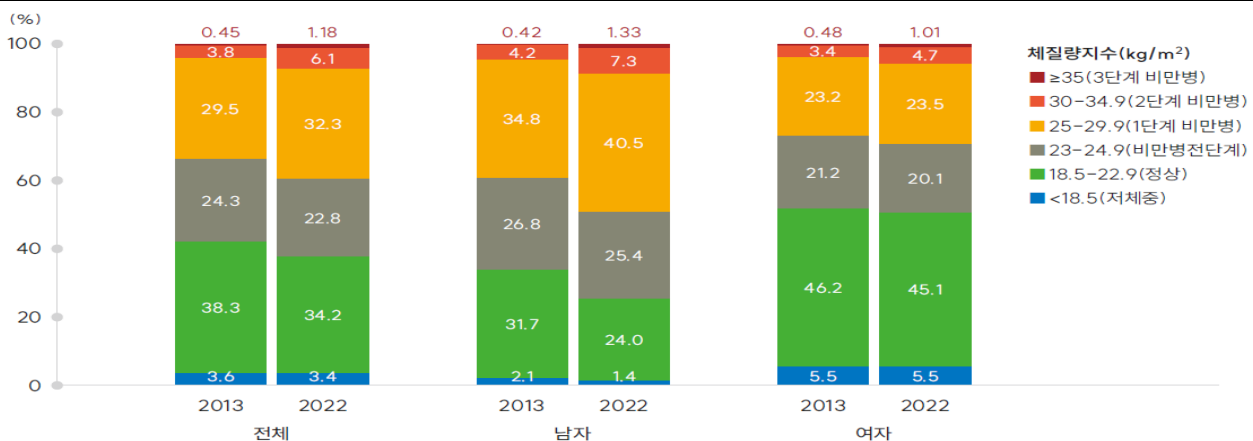
위고비는 48주차 투여 기준 데이터, 마운자로는 72주차 투여 기준 데이터인 점을 감안했을 때 안전성 측면에서 내약성이 나빠지는 경향성이 있기에 부작용 발생 비율 자체가 높아진다. 동사의 탐라인 데이터는 40주차 기준으로 산정된 수치인 점에서 향후 추가 투여기간에 따른 안전성 데이터를 확인할 필요성은 존재한다.

하지만 상기 추세를 유지한다고 가정, 국내에서 출시한다면 에페글레나타이드가 시판된 제품 대비 시장 침투의 경쟁력은 확보될 수 있다고 판단한다. 체중 감소 효과가 소폭 낮더라도 약가가 저렴하고 부작용이 적다면 충분히 점유율을 올릴 수 있는 요인이 될 것으로 해석한다.

그에 따라 기존 에페글레나타이드에 대해 산정했던 rNPV 밸류에이션에서의 일부 가정치를 변경했다. 이전 에페글레나타이드 가치는 약 1.2조원이었으나 새롭게 산정한 가치는 약 1.6조원이다. 밸류에이션 가정의 주요 내용은 아래와 같다.

- 1) 한국 인구: 국가통계포털 수치 활용. 인구 성장률 -0.1% 적용
- 2) 비만유병률: 남자 45.6%, 여자 27.8%. 2023년 국민건강통계 기준
- 3) 단계별 유병률: 대한비만학회가 발표한 Fact sheet 자료 수치 활용(그림1)
- 4) 비만약 실제 처방 비율은 과체중 1%, 비만 20%. Globaldata 자료 참고
- 5) 상기 과정을 통해 산출된 처방받는 비만인구에서 과체중/1단계 비만 환자는 비만약을 100%, 2단계 비만 환자는 70%, 3단계 이상은 40% 사용할 것으로 가정 (에페글레나타이드가 과체중 및 비만1단계 환자에게 최적화되어 있다는 점 고려)
- 6) 약가는 경쟁제품의 1년 약가 평균 20% 할인. Globaldata 자료 참고
- 7) 점유율은 GLP-1 단일기전 제품의 50%, 복합기전 제품의 10%를 가져온다고 가정했으며 출시 7년차에 Peak M/S 달성할 것으로 전망

그림1. 비만병 단계별 유병률 추이



자료: 대한비만학회, iM증권 리서치본부

표2. 에페글레나타이드 rNPV 밸류에이션 (1); 타겟환자 산출

환자 가정		2025E	2026E	2027E	2028E	...	2034E	2035E	2036E
한국 전체 인구(명)	남	25,837,903	25,795,052	25,753,184	25,726,577	...	25,657,510	25,541,095	25,514,707
	여	25,846,661	25,814,069	25,781,367	25,763,557	...	25,656,954	25,639,229	25,621,517
비만유병률(%)	남	45.6							
	여	27.8							
비만인구(명)	남	11,782,084	11,762,544	11,743,452	11,731,319	...	11,658,785	11,646,739	11,634,706
	여	7,185,372	7,176,311	7,167,220	7,162,269	...	7,132,633	7,127,706	7,122,782
과체중 인구(명)	남(25.4%)	2,992,649	2,987,686	2,982,837	2,979,755	...	2,961,331	2,958,272	2,955,215
	여(20.1%)	1,444,260	1,442,439	1,440,611	1,439,616	...	1,433,659	1,432,669	1,431,679
비만 1단계 인구(명)	남(40.5%)	4,771,744	4,763,830	4,756,098	4,751,184	...	4,721,808	4,716,929	4,712,056
	여(23.5%)	1,688,562	1,686,433	1,684,297	1,683,133	...	1,676,169	1,675,011	1,673,854
비만 2단계 인구(명)	남(7.3%)	860,092	858,666	857,272	856,386	...	851,091	850,212	849,334
	여(4.7%)	337,712	337,287	336,859	336,627	...	335,234	335,002	334,771
비만 3단계 인구(명)	남(1.33%)	156,702	156,442	156,188	156,027	...	155,062	154,902	154,742
	여(1.01%)	72,572	72,481	72,389	72,339	...	72,040	71,990	71,940
비만약 처방 환자 인구(명)	과체중(1%)	44,369	44,301	44,234	44,194	...	43,950	43,909	43,869
	비만(20%)	1,577,477	1,575,028	1,572,621	1,571,139	...	1,562,281	1,560,809	1,559,339
비만약 사용률 고려	과체중(100%)	44,369	44,301	44,234	44,194	...	43,950	43,909	43,869
	비만	1,478,096	1,475,800	1,473,543	1,472,155	...	1,463,849	1,462,469	1,461,091
최종 타겟 환자		1,522,465	1,520,101	1,517,778	1,516,348	...	1,507,799	1,506,379	1,504,960

자료: iM증권 리서치본부 추정

표3. 에페글레나타이드 rNPV 밸류에이션 (2); 최종가치 산출

환자 가정		2025E	2026E	2027E	2028E	...	2034E	2035E	2036E
최종 타겟 환자		1,522,465	1,520,101	1,517,778	1,516,348	...	1,507,799	1,506,379	1,504,960
Timeline	3상 종료	하반기 출시	매출 발생	출시 2년차			출시 8년차	출시 9년차	출시 10년차
점유율				1	3		21	21	21
1년 약가(달러)		980							
에페글레나타이드 매출(달러)				15,840,868	47,477,864		330,472,292	330,161,221	329,850,450
원화 환산(십억원)	환율 1,400원			22	66		463	462	462
Sum of FCFF	8.70%	1,502							
Terminal Value	-3%	3,829							
PV of Terminal Value		1,662.4							
최종가치		1,662.4							

자료: iM증권 리서치본부 추정

투자의견 유지, 목표주가 460,000원 상향

한미약품에 대한 투자의견은 유지하고 목표주가는 기존 40만원에서 46만원으로 상향한다. 한미약품의 영업가치와 파이프라인 가치를 합산해 산출했다. 동사의 영업가치는 연결 기준 2026년 EBITDA에서 기술료를 제외한 수치인 1,983억과 국내 주요 제약사들의 2026년 평균 EV/EBITDA 21.2배를 적용했다. 산출된 영업가치는 4조 2,140억원이다.

파이프라인 가치는 임상 3상 중인 에페글레나타이드에 대해서만 산출했던 이전 방식에서 변경은 없으며, 가치 재산출을 통해 기존 1조 1,818억원에서 1조 6,624억원으로 상향했다. 3상 타라인 데이터 발표를 통해 데이터의 유효성 및 안전성을 확인했고, 안전성에서의 이점이 있는 상황과 국내 비만치료제 시장 자체의 수요가 커지는 상황을 동시에 고려했다. 상기 기준을 합산한 한미약품의 총 기업가치는 5조 8,674억원이다.

표4. 한미약품 목표주가 산출

(십억원, 배, 천주, 원, %)		비고
1. 영업가치 (A*B)	4,214.0	
A. 한미약품 2026E EBITDA	198.3	연결 기준 (기술료 제외)
B. Target EV/EBITDA	21.2	국내 주요 제약사 2026E 평균 EV/EBITDA
2. 파이프라인 가치 (C)	1,662.4	
C. 에페글레나타이드	1,662.4	국내 시장 진출 케이스만 고려
3. 한미약품 총 기업가치	5,867.4	
4. 보통주주식수	12,680	
5. 적정주가 산출	460,000	

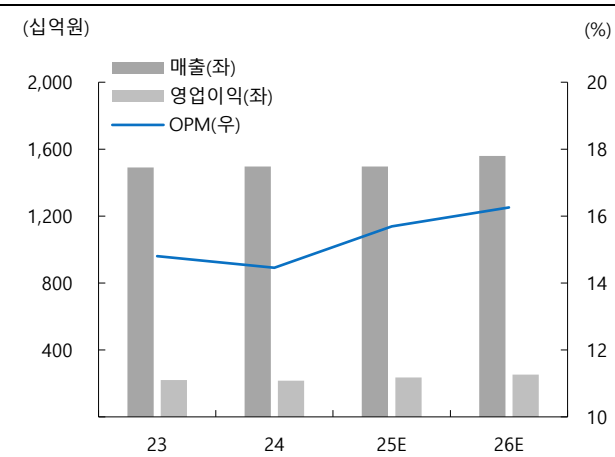
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

표5. 한미약품 분기별 실적 추이 및 전망 (연결 기준)

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E	2026E
연결 매출	403.7	378.1	362.1	351.6	390.9	361.3	362.3	382.0	1,495.5	1,496.6	1,559.2
YoY	11.8	10.3	(0.7)	(16.7)	(3.2)	(4.5)	0.1	8.6	0.3	0.1	4.2
한미약품(별도)	275.0	281.8	276.8	280.5	295.0	276.4	269.1	282.4	1,114.1	1,123.0	1,166.3
북경한미	127.7	98.7	84.3	74.9	96.5	86.7	94.1	102.6	385.6	379.9	399.9
한미정밀화학	24.8	34.3	29.1	20.7	22.8	23.0	17.2	19.7	108.9	82.6	80.4
기타 및 연결조정	(23.9)	(36.7)	(28.1)	(24.5)	(23.4)	(24.8)	(18.0)	(22.7)	(113.1)	(88.9)	(87.4)
매출총이익	226.5	206.7	198.6	185.2	213.6	204.7	205.5	222.2	817.0	846.2	907.8
YoY	9.4	14.7	(0.1)	(23.8)	(5.7)	(0.9)	3.5	20.0	(1.5)	3.6	7.3
GPM	56.1	54.7	54.9	52.7	54.6	56.7	56.7	58.2	54.6	56.5	58.2
영업이익	76.6	58.1	51.0	30.5	59.0	60.4	55.1	60.2	216.2	234.9	253.5
YoY	27.9	75.3	(11.4)	(56.6)	(23.0)	4.0	8.0	97.6	(2.0)	8.7	7.9
OPM	19.0	15.4	14.1	8.7	15.1	16.7	15.2	15.8	14.5	15.7	16.3
세전이익	75.0	54.0	40.2	2.1	53.2	49.6	52.3	50.5	171.3	205.5	212.0
YoY	35.6	111.9	(28.6)	(96.3)	(29.1)	(8.2)	30.0	2,291.5	(11.7)	20.0	3.2

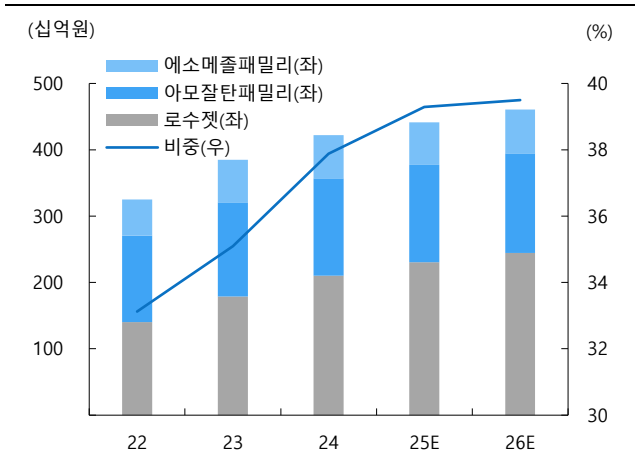
자료: iM증권 리서치본부 추정

그림2. 한미약품 실적 추이 및 전망



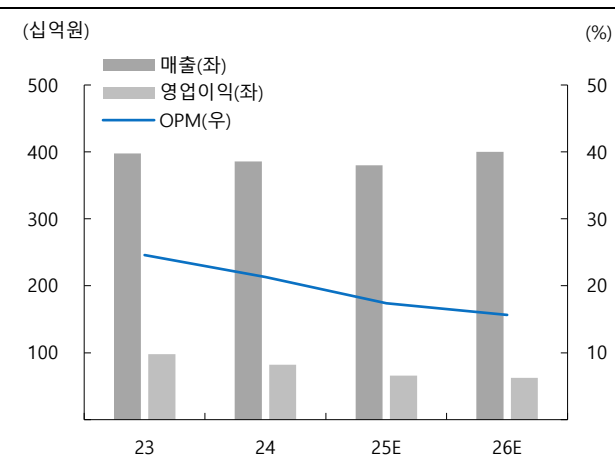
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림3. 한미약품 주요 매출 및 비중 추이



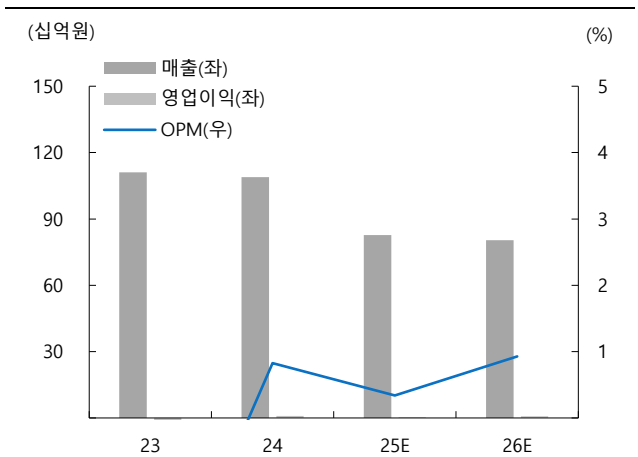
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림4. 북경한미 실적 추이 및 전망



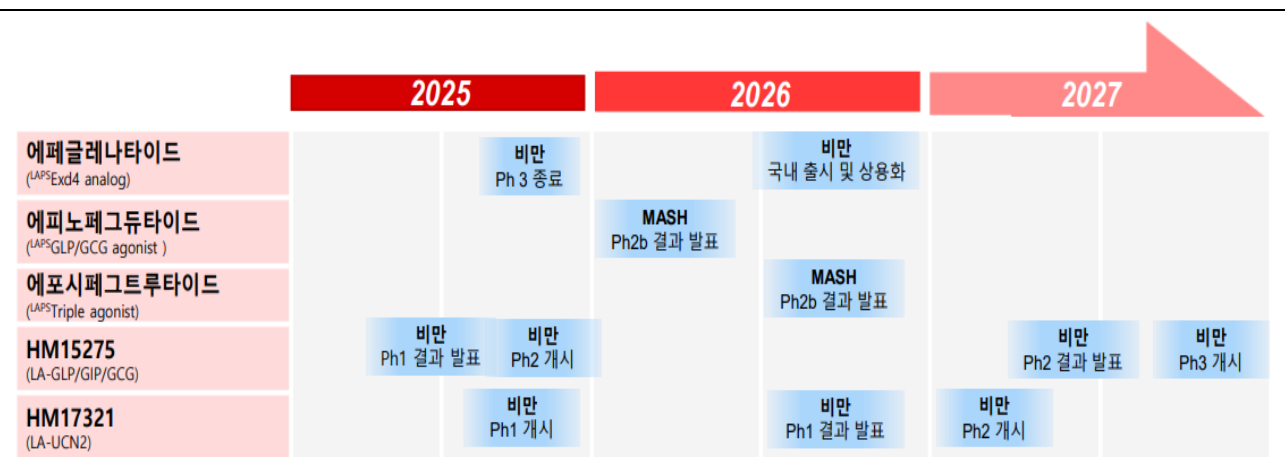
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림5. 한미정밀화학 실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림6. 한미약품 비만 파이프라인 주요 이벤트



자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

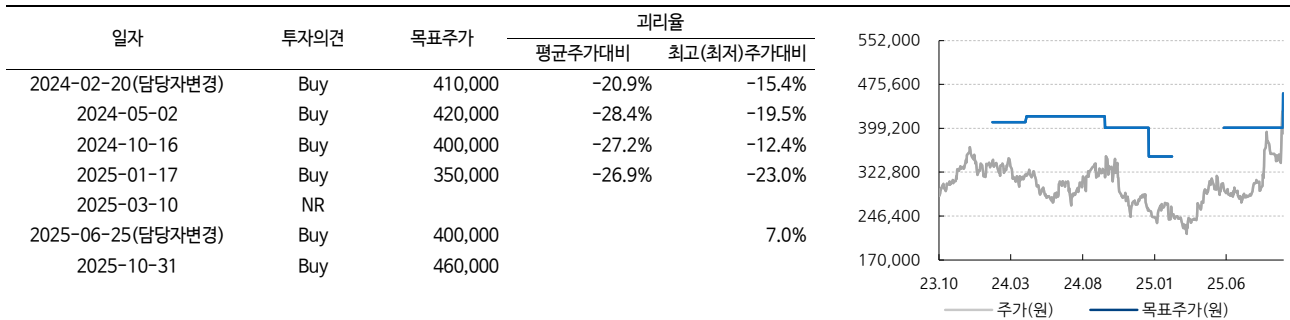
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	746	949	1,152	1,410	매출액	1,496	1,496	1,559	1,638
현금 및 현금성자산	192	390	562	780	증가율(%)	0.3	0.1	4.2	5.1
단기금융자산	1	0	0	-	매출원가	678	650	651	666
매출채권	252	252	262	275	매출총이익	817	846	908	972
재고자산	301	301	314	330	판매비와관리비	601	611	654	663
비유동자산	1,275	1,270	1,273	1,281	연구개발비	179	179	187	196
유형자산	796	805	819	838	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	94	80	69	59	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	2,021	2,219	2,425	2,692	영업이익	216	235	253	309
유동부채	683	689	705	730	증가율(%)	-2.0	8.6	8.0	22.0
매입채무	39	39	40	42	영업이익률(%)	14.5	15.7	16.3	18.9
단기차입금	371	341	311	281	이자수익	6	11	16	23
유동성장기부채	31	31	31	31	이자비용	24	23	21	20
비유동부채	97	97	97	97	지분법이익(손실)	0	0	0	0
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-26	-20	-28	-18
장기차입금	86	86	86	86	세전계속사업이익	171	206	212	275
부채총계	780	786	802	827	법인세비용	31	33	41	52
지배주주지분	1,085	1,264	1,443	1,651	세전계속이익률(%)	11.5	13.7	13.6	16.8
자본금	32	32	32	32	당기순이익	140	173	171	223
자본잉여금	411	411	411	411	순이익률(%)	9.4	11.6	11.0	13.6
이익잉여금	681	825	969	1,143	지배주주귀속 순이익	121	160	160	190
기타자본항목	-39	-5	30	65	기타포괄이익	35	35	35	35
비지배주주지분	156	169	180	213	총포괄이익	175	208	206	258
자본총계	1,241	1,433	1,623	1,865	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	193	325	301	347	주당지표 (원)				
당기순이익	140	173	171	223	EPS	9,470	12,483	12,480	14,834
유형자산감가상각비	86	81	76	71	BPS	84,685	98,645	112,602	128,912
무형자산감각비	12	14	12	10	CFPS	17,067	19,861	19,308	21,184
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0	DPS	1,250	1,250	1,250	1,250
투자활동 현금흐름	25	-74	-75	-75	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-39	-90	-90	-90	PER	29.6	31.3	31.3	26.3
무형자산의 처분(취득)	-23	-	-	-	PBR	3.3	4.0	3.5	3.0
금융상품의 증감	-128	-	-	-	PCR	16.4	19.7	20.2	18.4
재무활동 현금흐름	-94	-48	-48	-48	EV/EBITDA	12.4	15.4	14.3	11.8
단기금융부채의증감	-106	-30	-30	-30	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	30	-	-	-	ROE	11.9	13.6	11.8	12.3
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	21.0	22.0	21.9	23.8
배당금지급	-13	-16	-16	-16	부채비율	62.9	54.9	49.4	44.3
현금및현금성자산의증감	137	198	172	218	순부채비율	23.7	4.7	-8.3	-20.5
기초현금및현금성자산	55	192	390	562	매출채권회전율(x)	6.7	5.9	6.1	6.1
기말현금및현금성자산	192	390	562	780	재고자산회전율(x)	5.1	5.0	5.1	5.1

자료 : 한미약품, iM증권 리서치본부

한미약품 투자의견 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.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 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 2025-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
91%	8.3%	0.7%