

한미약품 — 로수젯이 3백만원 늘었다

최대 품목이 1,603억원에서 사실상 멈춘 해에 기술수출이 2.67배 — 2Q26 영업이익률은 28.1%다

- 로수젯 매출이 1,603억 66백만 → 1,603억 69백만원으로 2년 연속 사실상 같다.
- 매출 비중 1.7%인 기술수출이 FY2025 매출 증가분의 34.8%를 만들었다.
- 2Q26 영업이익률 28.1%는 직전 다섯 분기(13~19%)를 크게 벗어난 값이다.

최대 품목이 정확히 멈췄다

FY2025 로수젯 매출은 1,603억 69백만원으로 전년(1,603억 66백만원)보다 3백만원 늘었다 — 증감률로는 0.002%로, 사실상 완전히 같은 값이다. 이 품목 하나가 총 매출의 10.4%를 차지한다(표 1).

나머지 두 주력도 같랐다 — 아모잘탄은 999억 → 1,112억원(+11.3%)인데 에소메졸은 486억 → 452억원(-7.0%)으로 줄어 세 품목 합은 +2.5%에 그쳤다.

성장은 다른 데서 왔다 — 기술수출·용역이 101억 → 270억원(2.67배)이 됐고, 내수(+1.2%)·수출(+7.4%)이 완만한 가운데 세 항목 증가분 485억원 중 기술수출이 169억원(34.8%)을 차지했다. 매출 비중 1.7%짜리가 성장의 3분의 1을 만든 셈이다. ⚠ 기술수출은 계약 시점에 좌우돼 추세로 읽지 않는다.

2Q26 이익률 28.1%는 궤도를 벗어난 값이다

7월 28일 공시된 2Q26 연결 잠정실적은 매출 4,672억원(YoY +29.3%), 영업이익 1,311억원(YoY +116.9%, QoQ +144.4%)으로 영업이익률 28.1%다.

직전 다섯 분기 영업이익률은 15.1% → 16.7% → 15.2% → 19.2% → 13.6%였다. 28.1%는 그 범위를 한참 넘는다(표 2). ⚠ 잠정 공시에 부문·품목 내역이 없어 무엇이 이익률을 끌어올렸는지는 특정하지 않았다 — 기술수출 계약이 반영됐을 가능성이 있으나 근거가 없어 단정하지 않는다.

1H26 누계는 매출 8,602억원(+14.4%), 영업이익 1,847억원(+54.6%), 지배주주 순이익 1,288억원(+58.4%)이다. R&D를 줄여서 만든 이익은 아니다 — 회사가 같은 공사에서 "1H26 누적 연결 R&D 1,255억원, 매출 대비 14.6%"라고 밝혔고, FY2025도 2,290억원(14.8%)으로 FY2024(14.0%)보다 비율이 올랐다.

이익은 늘고 현금은 줄었다

⚠ FY2025 영업이익은 2,162억 → 2,578억원(+19.2%)인데 영업활동현금흐름은 1,935억 → 1,731억원(-10.5%)이다. 현금성자산도 1,923억 → 1,083억원(-43.7%)으로 줄었다.

운전자본이 크게 늘어났다 — 매출채권이 2,388억 → 3,390억원(+42.0%)으로 매출 증가(+3.5%)의 12배 속도로 늘었고 재고자산도 3,009억 → 3,385억원(+12.5%)이다. 현금전환주기가 146.6일 → 198.1일로 51.5일 길어졌다(매출채권회수 58.3 → 80.0일, 재고회전 161.9 → 186.3일)(표 3).

제약업은 원래 재고회전이 긴 업종이지만(FY2020 227.5일), 매출채권이 이 속도로 늘어난 것은 최근 5년 중 가장 큰 폭이다. ⚠ 채권 증가가 기술수출 대금 인식과 관련 있는지는 요약 범위에서 확인되지 않는다.

재무는 안정적이다 — 부채비율 50.2%에 10년간 희석 공시 0건, 위험신호도 12개 중 0건(표시점수 100점)이다. 2026년 7월 28일 자기주식 처분을 결정해 8월 7일 결과를 보고했다. PER 29.35배(42%)-PBR 3.98배(47%)로 비교군 중간이다.

국면 판단

**기술수출이 성장 주도
운전자본 부담 확대**

현재주가 (26/08/07)

392,500원

목표주가

제시하지 않음

투자자문업이 아니므로 투자의견·목표주가를 산출하지 않는다.

1순위 점검 지표

**로수젯 매출
(2년 연속 1,603억)**

Key Data

시가총액	5.0조원
PER / PBR	29.4배(42%) / 3.98배(47%)
외국인 / 공매도잔고	15.0% / 0.3%
부채비율 / R&D비율	50.2% / 14.8%(FY2025)
2Q26 영업이익률	28.1%(직전 5분기 13~19%)
위험신호 / 표시점수	0건 / 100점 A+

연결 실적 및 주요 지표

구분	2023	2024	2025	1H26
매출 / 영업이익(억원)	14,909 / 2,207	14,955 / 2,162	15,475 / 2,578	8,602 / 1,847
영업이익률(%)	14.8	14.5	16.7	21.5
순이익 / 영업현금	1,654 / 2,165	1,404 / 1,935	1,871 / 1,731	1,352
매출채권 / 재고	1,691 / 2,888	2,388 / 3,009	3,390 / 3,385	주p
CCC(일) / 현금 / 자본	126.1 / 550 / 11,002	146.6 / 1,923 / 12,408	198.1 / 1,083 / 14,229	주p

1H26은 외부감사인 검토 전 잠정치다. 주p 잠정실적 공시에는 재무상태표·현금흐름표가 없다.

표 1. 최대 품목은 멈췄고 기술수출이 성장을 만들었다 (단위: 백만원, %)

구분	2024	2025	증감	증가 기여
로수젯	160,366	160,369	+0.002%(3백만원)	-
아모잘탄	99,924	111,198	+11.3%	-
에소메졸	48,594	45,186	-7.0%	-
3품목 합	308,884	316,753	+2.5%	-
채널별 — 내수 1,409,812 → 1,426,788(+1.2%) · 수출 198,833 → 213,509(+7.4%) · 기술수출·용역 10,114 → 26,977(2.67배)				
기술수출 기여	세 채널 증가분 48,515 중 기술수출이 16,863(34.8%) — 매출 비중은 1.7%뿐이다(내수 35.0%, 수출 30.2%)			

주: 채널별 세 항목의 합(1,667,274백만원)은 카드의 총매출(1,547,531백만원)과 일치하지 않는다 — 집계 기준이 다르므로 비중·기여도는 세 항목 안에서만 계산했고 로수젯 비중(10.4%)만 총매출 기준이다. ⚠ 기술수출은 계약 체결 시점에 좌우돼 해마다 크게 달라지므로 2.67배를 추세로 읽지 않는다 — 계약 상대·조건은 카드 범위에 없다. 로수젯 정체의 원인(약가·경쟁·처방량)도 공식 범위 밖이다. 자료: 사업보고서(2025.12) 주요 제품 매출·채널별 매출

표 2. 2Q26 이익률은 궤도를 벗어났다 (단위: 억원, %)

분기	2025 1Q	2025 2Q	2025 3Q	2025 4Q	2026 1Q	2026 2Q
매출액	3,909	3,613	3,623	4,330	3,929	4,672
영업이익	590	604	551	833	536	1,311
영업이익률(%)	15.1	16.7	15.2	19.2	13.6	28.1
1H26 누계 — 매출 8,602억(+14.4%) · 영업이익 1,847억(+54.6%) · 순이익 1,352억(+54.2%) · 지배주주 1,288억(+58.4%)						
R&D(회사·공시)	1H26 누적 1,255억, 매출 대비 14.6%(회사가 실적 공시에 직접 기재) · FY2025 2,290억(14.8%) · FY2024 2,098억(14.0%) — 비율이 올랐다					

주: ⚠ 2026년 분기는 외부감사인 검토 전 잠정치다(회사 명시). ⚠ 2Q26 이익률 급등의 원인은 잠정 공시에 부문·품목 내역이 없어 특정하지 않았다 — 기술수출 계약 반영 가능성이 있으나 근거 없이 단정하지 않는다. 2025년 4분기는 연간에서 3개 분기를 뺀 파생값이다. R&D 금액은 회사가 실적 공시 본문에 기재한 값을 그대로 인용했고, 자산화 개발비(FY2025 183억)는 이 중 8.0%다. 자료: 연결재무제표기준 영업(잠정)·실적 공정공시(20260728800599-20260430801066), 사업보고서(2025.12) 연구개발 활동

표 3. 이익은 늘고 현금은 줄었다 (단위: 억원, 일, %)

구분	2023	2024	2025	증감(24→25)
영업이익	2,207	2,162	2,578	+19.2%
영업활동현금흐름	2,165	1,935	1,731	-10.5%
매출채권	1,691	2,388	3,390	+42.0%(매출 +3.5%)
재고자산	2,888	3,009	3,385	+12.5%
DSO / DIO / CCC(일)	41.4 / 159.3 / 126.1	58.3 / 161.9 / 146.6	80.0 / 186.3 / 198.1	+51.5일
현금성자산 1,923 → 1,083억(-43.7%) · 부채비율 50.2%(자본 14,229 / 부채 7,147억) · 10년 회석 공시 0건, 배당 10건				

주: 제약업은 재고회전이 원래 긴 업종이다(이 회사 FY2020 227.5일) — 따라서 DIO 자체보다 변화 방향을 본다. ⚠ 매출채권 급증이 기술수출 대금 인식과 관련 있는지는 요약 범위에서 확인되지 않아 연결짓지 않았다. 영업현금 감소를 운전자본 증가로 완전히 분리하지도 않았다. ⚠ 2026년 7월 28일 자기주식 처분 결정(20260728000463)은 시장 매각이 아니다 — 보통주 10,402주(처분가 390,500원, 처분에정금액 40.6억)를 임직원 644명에게 성과 장려금(RSA)·18명에게 인센티브(RSU)로 지급하는 건이다. 처분 전 자기주식 보유는 121,880주(0.95%)였다. 환원의 반대 방향으로 읽지 않는다. 자료: 사업보고서(2025.12) 연결재무제표, 10년 공시 이력, KRX 시세(2026-08-07)

점점 지표

1순위는 로수젯 매출이다. 총매출의 10.4%를 차지하는 최대 품목이 2년 연속 1,603억원으로 사실상 같은 값에 멈췄다 — 기술수출이 해마다 크게 흔들리는 항목인 만큼, 바탕이 되는 처방 의약품이 다시 늘어나는지가 실적의 안정성을 정한다. 사업보고서의 주요 제품 매출로 확인한다. 두 번째는 매출채권과 현금전환주기다. 채권이 매출의 12배 속도로 늘어 CCC가 51.5일 길어졌고, 그 결과 영업이익이 19.2% 늘어난 해에 영업현금은 10.5% 줄었다. 세 번째는 R&D 비율이다. 14.6~14.8%를 유지하며 이익률을 올린 점이 이 회사 실적의 성격을 보여주므로, 이 비율이 낮아지면서 이익이 나는 상황인지 함께 본다.

고지

본 자료는 투자자문·투자권유가 아니며 투자 의견·목표주가 추정 실적을 산출하지 않는다. 투자 판단의 책임은 이용자 본인에게 있다. 모든 수치는 DART 제출 공시와 한국거래소 시세에서 인용했고 외부 전망치·제3자 추정치는 쓰지 않았다. 분석과 판단은 전부 자체 산출이다. 근거 공시: 사업보고서(2025.12) · 분기보고서(2026.03) · 연결재무제표기준 영업(잠정)·실적 공정공시(20260728800599-20260430801066) · 주요사항보고서(자기주식처분결정, 20260728000463).

한계: ① 2026년 실적은 외부감사인 검토 전 잠정치다. ② 2Q26 이익률 급등의 원인을 특정하지 않았다. ③ 기술수출은 계약 시점에 좌우돼 2.67배를 추세로 읽지 않았다. ④ 채널별 세 항목의 합이 총매출과 달라 비중은 항목 내에서만 계산했다. ⑤ 매출채권 급증을 기술수출 대금과 연결짓지 않았다. ⑥ 자기주식 처분은 임직원 보상 지급분이라 주주환원 측면에서 다루지 않았다.