

한미약품

릴리 딜로 확인된 플랫폼 가치

이지수

제약/바이오 | jislee@daolfn.com

● 일라이 릴리향 12.6억달러 대형 L/O 체결

6/1 일라이 릴리와 LAPS GLP2-Analog 소네페글루타이드(Sonefpeglutide; HM15912) 기술이전 계약 체결. 소네페글루타이드는 랩스커버리(LAPSCOVERY) 플랫폼 기반 월 1회 투여 지속형 GLP-2 아날로그로, 현재 단장증후군(Short Bowel Syndrome; SBS) 글로벌 임상2상 진행 중. 한미약품이 진행 중인 임상2상을 완료하며 이후 릴리가 후속 임상 및 상업화 주도. 계약금 7,500만달러(약 1,129억원)와 단계별 마일스톤 최대 11.85억달러를 합산한 총 12.6억달러(약 1조8,973억원) 규모로, 출시 이후 별도 경상로열티 추가 수취 가능. 한미사이언스가 랩스커버리 원천 특허를 보유해 수익은 기술, 특허 기여도에 따라 양사가 배분하는 구조

● '월 1회' 투여 편의성, Gattex의 한계를 깨다

단장증후군은 소장 절제 또는 선천적 이상으로 영양·수분 흡수가 불가능한 희귀 질환. 중증 환자의 경우 생명 유지를 위해 가정용 정맥영양(Home Parenteral Nutrition; HPN)에 의존해야 함. GLP-2는 식사 후 소장에서 분비되는 호르몬으로, 남아있는 장 점막을 물리적으로 두껍게 재생시키고 염증을 억제해 영양소 흡수 능력을 키우는 역할. 이를 통해 HPN 의존도를 낮추는 근본적 치료가 가능. 유일한 허가 치료제인 다케다의 Gattex(테두글루타이드; 연매출 약 10억달러)는 매일 1회 피하주사의 구조적 한계로 순응도가 낮아 미충족 수요 여전히 높은 상황. 소네페글루타이드는 가장 앞선 경쟁약물인 질랜드파마의 글레파글루타이드(임상3상) 대비 후발주자이지만, 월 1회 투여로 만성 희귀질환 환자의 치료 순응도 측면에서 구조적 우위

● 적응증 확장 및 병용 시나리오 기대, TP 73만원으로 상향

GLP-2의 장 점막 재생·항염 기전 특성상 크론병, 방사선 유발 장손상 등 적응증 확장이 용이하나, 단장증후군 단독 시장은 환자 풀이 제한적인 만큼 확장 여부가 증장기 신약 가치의 핵심 변수. GLP-1/GLP-2 병용 시 식욕·혈당 조절과 장 흡수 기능 보완의 상호보완적 시너지가 기대되며, 릴리의 터제파타이드와의 병용·조합 가능성도 증장기 업사이드 요인

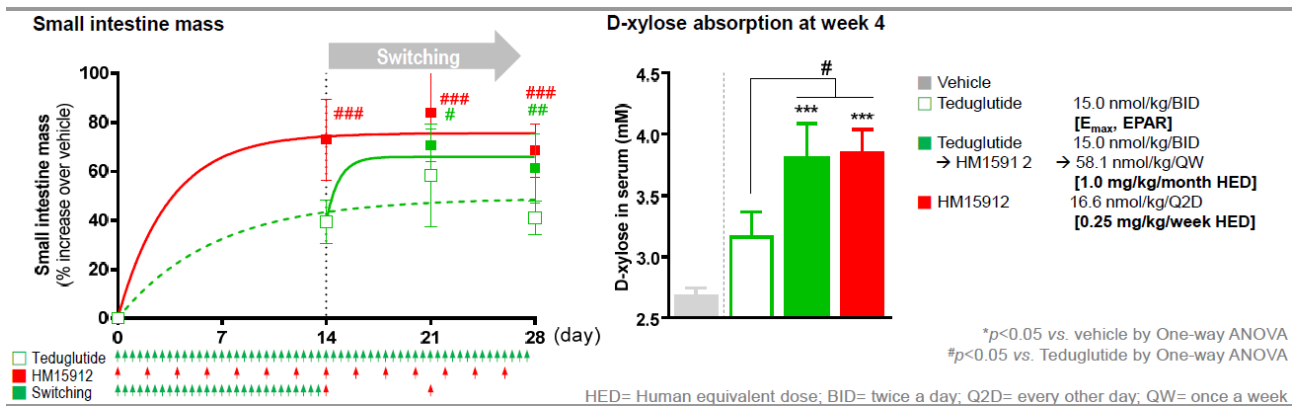
계약금 7,500만달러는 3Q26 실적 반영 가능성이 높아 단기 이익 모멘텀으로 작용할 전망. 다만 최근 섹터 peer 멀티플 축소를 반영해 기존 사업 영업가치는 일부 하향 조정. 소네페글루타이드 신약가치 5,952억원 신규 반영해 적정주가 73만원으로 상향. 향후 임상2상 결과 확인 및 적응증 확장 진전에 따라 추가 가치 상향 가능할 전망

Fig. 1: 소네페글루타이드(HM5912) 기술이전 계약 체결

계약 상대방	Eli Lilly (미국)
계약체결일	2026-05-31
계약 내용	- LAPSCOVERY 혁신 플랫폼 기술이 적용된 지속형 GLP2 아날로그 바이오신약(소네페글루타이드) 기술이전 계약 - 계약기간 중 한미는 릴리에게 개발, 제조 및 상업화에 대한 독점적 라이선스를 부여함
계약지역	글로벌 (한국 제외)
계약금액	총 계약규모: \$1,260mn (약 1 조 8,973 억원) 선금금: \$75mn (약 1,129 억원) 마일스톤: \$1,185mn (약 1 조 7,844 억원) 경상기술료: 연간 순매출액에 따라 합의된 경상기술료 수령

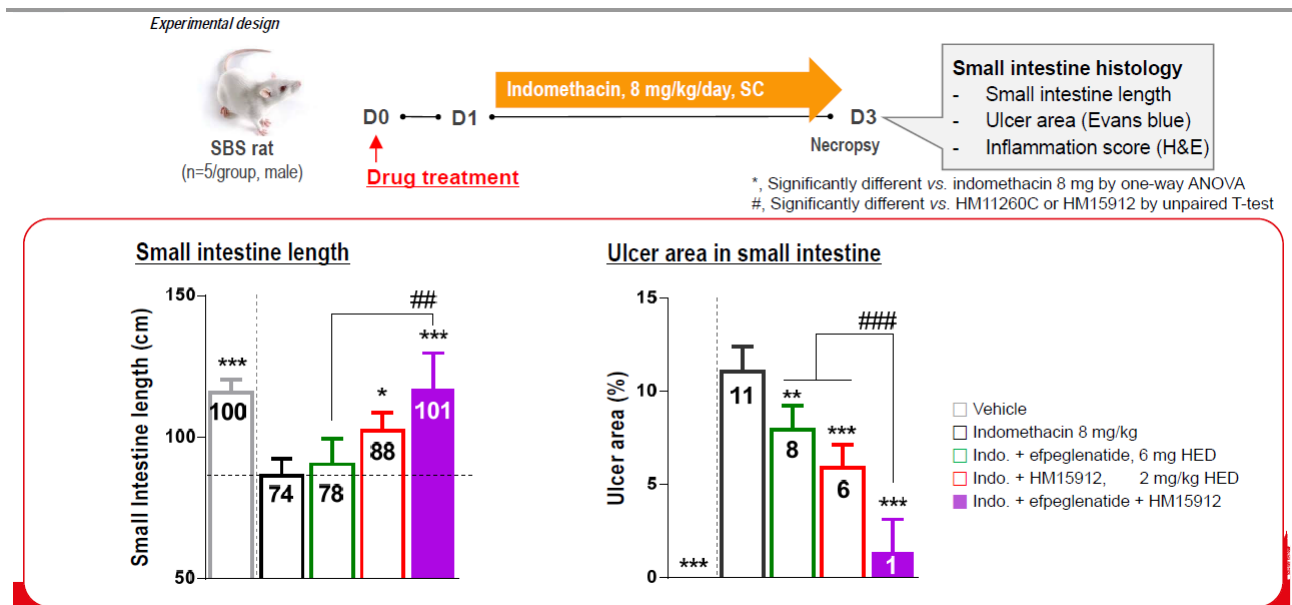
Source: 한미약품, 다올투자증권

Fig. 2: 소네페글루타이드 전임상: 테두글루타이드 대비 우월한 장 재생 및 흡수 기능 개선 확인



Source: ESPEN 2021. 다올투자증권

Fig. 3: 소네페글루타이드 전임상: 소네페글루타이드+에프페글레나타이드 병용, 소장 재생·궤양 억제 동시 입증



Source: ESPEN 2022, 다올투자증권

Fig. 4: 소네펜글루타이드(HM15912) 신약 가치

(단위: \$mn/ 십억원)	2026E	2027E	2028E	2029E	...	2040E	2041E	2042E
단장증후군 환자 수(명)	27,000	27,540	28,091	28,653		35,626	36,338	37,065
진단률(35%)	9,450	9,639	9,832	10,028		12,469	12,718	12,973
적응증 확장 추가 환자(명)	8,000	8,160	8,323	8,490		10,556	10,767	10,982
진단률(20%)	1,600	1,632	1,665	1,698		2,111	2,153	2,196
YoY		2%	2%	2%		2%	2%	2%
개발 단계		PH2	PH3					
HM15912 Sales MS						2,128.9	2,171.5	2,215.0
Milestones	75		118.5					
경상로열티						170.3	173.7	177.2
한미약품 Milestones&로열티 (원화환산)	105.0		165.9			238.4	243.2	248.1
NOPLAT	84	-	133	-		191	195	198
Sum of NPV	1,250							
Terminal Value	1,603							
PV of Terminal value	403							
Total PV value	1,653							
전체 가치(임상 성공률 45%)	744							
한미약품 귀속 가치(80%)	595.2							

Source: 다올투자증권

Note: WACC 9.05%, Terminal Growth -3%, Tax rate 20%, 원/달러 1,400원/\$, peak M/S 45%, 로열티 비율 8%로 가정

Fig. 5: 한미약품 의 SOTP(Sum-of-the-parts) 밸류에이션

구분	기업가치(십억원) 변경 전	기업가치(십억원) 변경 후	비고
1. 영업가치(A)	6,263	6,082	12M Fwd EBITDA에 Target EV/EBITDA 13배 적용
2. 비영업가치(B)	2,784	3,379	
에페글레나타이드	509	509	
HM12525A(Dual Agonist)	846	846	
HM15211(Triple Agonist)	561	561	
HM15275(LA-TRIA)	649	649	
HM17321(LA-UCN2)	219	219	
HM15912(LAPS GLP-2 Analog)		595	
순차입금(C)	217	172	2026년말 기준
주주가치(D=A+B-C)	8,830	9,289	
발행주식수(E, 천주)	12,680	12,680	자사주 제외
적정주가(D/E, 원)	696,353	732,591	
적정주가(원)	700,000	730,000	

Source: 다올투자증권

Fig. 6: 한미약품 실적 추정

(십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E
연결매출	390.9	361.3	362.3	433.0	392.9	403.6	528.5	452.7	1,547.5	1,777.8
YoY	(3.2)	(4.5)	0.1	23.1	0.5	11.7	45.9	4.6	3.5	14.9
별도매출	295.0	276.4	269.1	306.1	285.2	294.6	417.6	319.8	1,146.6	1,317.2
제품	257.4	233.1	228.0	250.5	229.6	243.1	251.8	259.3	969.0	983.9
상품	31.1	33.5	31.4	37.1	49.9	36.9	40.8	41.7	133.1	169.2
기술수출 및 기타	6.5	9.8	9.7	18.5	5.7	14.6	125.0	18.8	44.5	164.1
북경한미	96.5	86.7	94.1	125.1	106.4	108.7	109.1	126.3	402.4	450.5
YoY	(24.4)	(12.2)	11.6	67.0	10.2	25.4	16.0	0.9	4.4	11.9
한미정밀화학	22.8	23.0	17.2	28.3	21.7	24.8	25.8	30.2	91.3	102.5
YoY	(8.1)	(32.9)	(40.9)	36.7	(4.9)	7.9	50.0	6.7	(16.2)	12.3
연결조정	(23.4)	(24.8)	(18.1)	(26.5)	(20.3)	(24.5)	(24.0)	(23.5)	(92.8)	(92.4)
매출총이익	213.6	204.7	205.6	260.5	217.3	235.4	352.9	270.5	884.4	1,076.1
YoY	(5.7)	(0.9)	3.5	40.6	1.7	15.0	71.7	3.8	8.2	21.7
GPM	54.6	56.7	56.7	60.2	55.3	58.3	66.8	59.7	57.1	60.5
영업이익	59.0	60.4	55.1	83.3	53.6	64.4	147.2	86.4	257.8	351.7
YoY	(23.0)	4.0	8.0	173.4	(9.1)	6.6	167.4	3.7	19.2	36.4
OPM	15.1	16.7	15.2	19.2	13.7	16.0	27.9	19.1	16.7	19.8
당기순이익	44.7	43.0	45.4	54.1	44.7	51.9	123.9	70.8	187.1	291.3
YoY	(29.3)	(8.6)	29.9	흑전	0.0	20.6	172.9	흑전	33.3	55.7
NPM	17.3	18.5	19.9	21.6	19.4	21.3	49.2	27.3	19.3	29.6

Source: 다음투자증권

Fig. 7: R&D 신약 파이프라인

	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	승인
비만/대사	에페글루루카곤+에페글레나타이드 [***Glucaagon Combo] 비만/대사질환	HM17321 [LA-UCN2] 비만	HM15275 [LA-GIP-1/GIP/GC/GI] 비만, 제2형 당뇨병	에페글레나타이드 [***Glucaagon analog] 비만, 제2형 당뇨병	
			에피노베크트루타이드 [***GIP-1/GC agonist] 대사이상관련질환(비알콜성 지방간염)	에포시페그트루타이드 [***Triple agonist] 대사이상관련질환(비알콜성 지방간염)	
항암	HM101207 [C55.1] 고형암	롤론티스(Rolontis) [®] [메탐피라트-그라스티민] 유종구 감소증 (당뇨병부요법)	벨라라페닙 [pan-IGF1R 억제제] BRCA변이 및 유방 고형암, NRAS 변이 흑색종*	포지오티닙 [pan-HER2] HER2 exon20 변이 NSCLC 2차 치료요법	롤론티스(Rolontis) [®] [메탐피라트-그라스티민] 유종구 감소증
	HM100714 [pHER2] 비소세포폐암	벨라라페닙 [pan-IGF1R 억제제] 흑색종 등 고형암	티부메시르논 [C59e] 위암	오락솔 (Oraxol) [®] [엔서리다+리플리딕트] 유방암 등 고형암	
		BH2950 [PD-1/HER2 BxAb] 고형암	포셀티닙 [multi-TEC] 광범위 중추신경계 침투용		
		투스페티닙 [MKI] 광범위중추성 백혈병			
		HM97662 [E2N1.2 억제제] 고형암 및 혈액암			
	BH3120 [PD-1/4-1BB BxAb] 고형암, 키트루다 병용 임상				
	HM16390 [***L-2 analog] 고형암, 키트루다 병용 임상				
희귀질환/기타	에포시페그트루타이드 [***Triple agonist] 특발성 폐렴 유발	HM15421 [LA-GLA] 파브리병	에페글루루카곤 [***Glucaagon analog] 소아성 고지혈증/당뇨		히알루마주 [히알루론산나노입자] 술중독의 예방/치료
			소네페글루타이드 [***GIP-2 analog] 당장 중추근		
			에페소마트핀 [***RigIe] 성상모세포종양		
		루미네이트(Luminate) [®] 건강 노인성황반변성			

Source: 한미약품, 다음투자증권

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다

투자등급 비율

BUY : 91.7% HOLD : 8.3% SELL : 0.0%

투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미

- BUY: 추천기준일 증가대비 +15% 이상.
- HOLD: 추천기준일 증가대비 -15% 이상 ~ +15% 미만.
- SELL: 추천기준일 증가대비 -15% 미만.

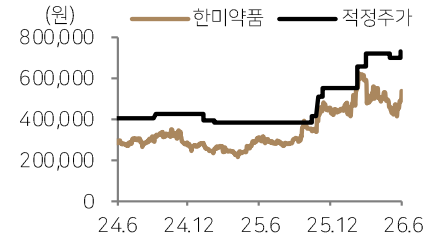
투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
 동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음

- Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

한미약품 (128940)



일자	2024.09.09	2025.01.10	2025.02.05	2025.10.15	2025.10.28	2025.11.12
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	430,000원	390,000원	380,000원	420,000원	510,000원	550,000원
일자	2026.02.06	2026.03.03	2026.05.04	2026.06.02		
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY		
적정주가	660,000원	720,000원	700,000원	730,000원		

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)	일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
	2024.09.09	430,000원	302,044원	350,500원	-29.76	-18.49
	2025.01.10	390,000원	252,250원	271,000원	-35.32	-30.51
	2025.02.05	380,000원	280,872원	393,000원	-26.09	3.42
	2025.10.15	420,000원	355,333원	428,000원	-15.4	1.9
	2025.10.28	510,000원	429,909원	459,000원	-15.7	-10
	2025.11.12	550,000원	455,653원	541,000원	-17.15	-1.64
	2026.02.06	660,000원	599,077원	626,000원	-9.23	-5.15
	2026.03.03	720,000원	510,547원	571,000원	-29.09	-20.69
	2026.05.04	700,000원	450,139원	491,000원	-35.69	-29.86
	2026.06.02	730,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 증가 산출일(26년 6월 1일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가