



BUY (유지)

목표주가(12M) 660,000원(상향)
현재주가(8.24) 540,000원

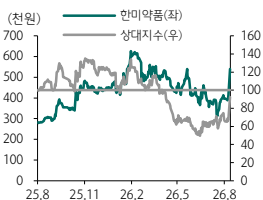
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	6,696.96
52주 최고/최저(원)	626,000/283,000
시가총액(십억원)	6,917.9
시가총액비중(%)	0.13
발행주식수(천주)	12,811.0
60일 평균 거래량(천주)	135.6
60일 평균 거래대금(십억원)	59.4
외국인지분율(%)	14.65
주요주주 지분율(%)	
한미사이언스 외 6 인	50.10
국민연금공단	9.87

Consensus Data

	2026	2027
매출액(십억원)	1,681.7	1,769.0
영업이익(십억원)	297.9	288.1
순이익(십억원)	225.8	227.3
EPS(원)	16,062	16,211
BPS(원)	114,019	128,746

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2024	2025	2026F	2027F
매출액	1,495.5	1,547.5	1,716.5	1,869.1
영업이익	216.2	257.8	284.2	279.4
세전이익	171.3	213.5	285.2	305.0
순이익	121.3	169.6	197.6	214.6
EPS	9,470	13,235	15,426	16,751
증감율	(17.04)	39.76	16.55	8.59
PER	29.62	34.15	26.94	24.80
PBR	3.19	4.48	3.57	3.17
EV/EBITDA	12.93	17.38	14.52	14.51
ROE	11.89	14.53	14.63	13.88
BPS	88,067	100,935	116,497	131,266
DPS	1,250	2,000	2,000	2,000



Analyst 김선아 seon.kim@hanafn.com
RA 이희경 hk.lee@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2026년 08월 25일 | 기업분석_Issue Comment

한미약품 (128940)

초기 개발 물질을 선금금 8%, 3조원 규모로 계약

근육 보존 비만치료제 UCN2, 역시 Roche 자회사 Genentech으로 기술이전

HM17321이 8/24일 Roche의 100% 자회사인 Genentech에 기술이전 되었다. 계약구조는 계약금 \$190M, 최대 마일스톤 \$2,115M (로열티 별도, %미공개)을 포함한다. 계약금 비율은 총 계약 규모의 8.2%로, 글로벌 평균이 6~7%임을 고려하면 HM17321의 개발 단계가 1상 중임에도 동사에 매우 우호적인 구조이다. 공시에 미국의 반독점개선행법(HSR Act) 등의 행정 절차가 만족되면 효력이 발효된다는 문구가 있는데, 이는 통상적인 문구이고 HM17321은 First-in-Class이므로 기존 경쟁 제품이 존재하는 것도 아니라는 문제될 가능성은 없다. HM17321은 CRF2 수용체를 선택적으로 활성화하는 펩타이드계 후보물질로, 주1회 SC 투여하여 체중 감소 및 근육 보존을 동시 달성하는 것이 특징이다.

Roche/Genentech은 Lilly와 Novo Nordisk를 잇는 비만 치료제 계보에 오를 것

Roche는 비만 치료제 관련하여 '25년 JPMHC에서 "특이적인 조합(Obesity: Potential to differentiate through unique combinations)"을 강조한 후, 당해 3월 Zealand pharma로부터 Amylin 유사체인 Petrelintide를 도입하였다. 그 후 Genentech이 계약 당사자인 하나 자회사를 통해 UCN2 유사체도 도입한 것이다. 올해 JPMHC에서 근육병 치료 후보물질인 emugrobart를 incretin과 병용으로 개발할 계획을 공개한 바 있으나, 올해 3월 효능 부족을 이유로 근육병에서도 개발을 중단하였다. 내년 1월 JPMHC의 Roche 파이프라인에는 emugrobart 자리에 HM17321이 기재될 전망이다. HM17321은 올해 상반기에 임상1상 SAD를 마쳤고 현재 MAD 파트를 진행 중이다.

목표주가 상향 660,000원, 적응증은 비만에 그치지 않을 것

목표주가는 '27년 EBITDA를 WACC 9.2%로 현재화한 후 목표 EV/EBITDA 16.1배로 계산한 영업가치 5조3,022억원에, HM17321 가치 1조158억원을 포함한 비영업가치 3조995억원을 적용하여 산정했다(사이언스 분배X). 올해 6월 ADA에서 발표한 바에 의하면, HM17321은 당뇨, 비만, 심혈관뿐만 아니라 노화 가속으로 인한 근감소증 모델에서도 근력 증가 효과도 보인 바 있다. 개발 초기 파이프라인임에도 계약의 규모가 \$2.3B 이상(약3.2조원, 1,380원/달러)인 이유는 병용 가치가 높고, 당뇨/비만을 넘어 근감소증에 확장이 가능하기 때문으로 보인다. 연초에 동사는 3Q26 경 SAD 데이터 공개를 계획했으나, 이 계약으로 1상 데이터 공개 여부는 파트너가 결정하게 될 것이다. ClinicalTrials.gov에 등록된 1상(NCT07219589) 종료 예정일은 2027년3월이다. 1상까지는 동사가 진행하고, 2상부터 Genentech이 진행할 것이다. '27년에 2상에서 다양한 적응증과 병용으로 확장되면서 대규모 마일스톤이 들어올 것을 기대한다. 한편, 삼중작용제 HM15275도 미국에서 순조롭게 2상 진행 중이고, DIO mice에서 Tirzepatide 대비 높은 지방 감소와 제지방 보존 효과를 보인 바 있어 비만 치료제를 보유하고 있지 않거나 단일 작용제만 보유한 기업은 이를 매력적으로 지켜보고 있을 것 같다.

도표1. JPMHC 2026에서 Roche가 공개한 비만치료제 포트폴리오

Committed to become a top 3 player in Obesity

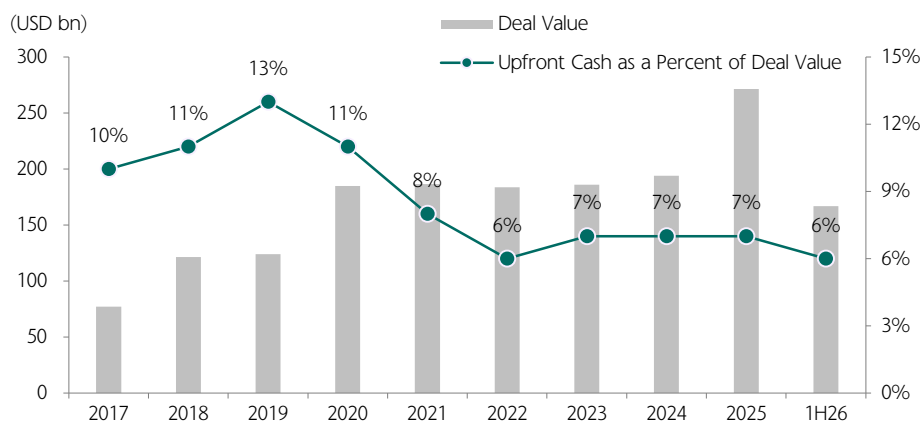
Ph III-enabling data of five NMEs to be presented in 2026



자료: JPMHC 2026 Roche presentation

도표2. 시기별 글로벌 기술이전 규모와 선금금 규모

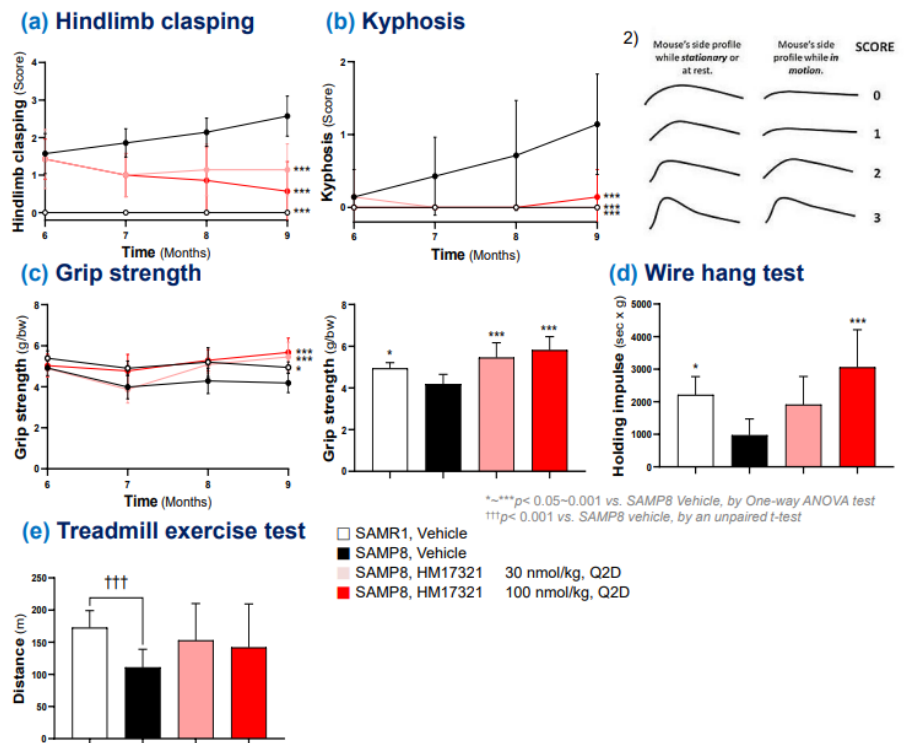
2022년부터
글로벌 평균 선금금은
6~7%임



자료: JPM Biopharma Licensing and Venture Report, 하나증권

도표3. SAMP8 근감소증 마우스 모델에서 HM17321의 근력 증가 효과 확인

외관적으로만 근육 증가 아닌
근기능 자체가 증가한 결과



주: SAMP8, Senescence-accelerated mouse-prone 8; (a) 뒷다리 모음반응, (b) 척추후만증, (c) 악력, (d) 철망 매달리기 시험, (e) 트레드밀 운동 시험
자료: ADA 2026, 하나증권

도표4. 한미약품 계약 이력 (규모 공개된 계약 총합 \$5,987M = 약8.3조원, 환율 1,384.8원/\$)

파트너사	파이프라인	진행 단계	계약체결일	총 계약 금액(\$mln)
Zydus Lifesciences (인도)	롤베톤®/롤론티스®	미국 및 국내 출시 완료	2012.01.31	양사 합의 하에 비공개
	포지오티닙 (pan-HER)	글로벌 임상 3상 준비 중 미국 CRL(보완요구서한) 수령	2015.02.27	
MSD (미국)	에피노페그듀타이드 (LAP5GLP-1/GCG agonist)	글로벌 임상 2상 완료	2020.08.04	870
Health Hope Pharma (홍콩)	ORASCOVERY™	Oraxo™ 미국 NDA 제출 - CRL 수령 영국 MAA 제출 - CRL 수령	2011.12.16	42.44
Genentech (미국)	벨바라페닙 (pan-RAF)	글로벌 임상 1상	2016.09.28	910
Aptose (미국/캐나다)	투스페티닙(MKI)	글로벌/한국 임상 1/2상	2021.11.04	420
AffaMed Therapeutics (중국)	루미네이트®(ALG-1001)	중국 임상 3상 IND/CTA 승인 (건성 노인성황반변성)	2021.12.31	145
NOBO Medicine (한국)	포셀티닙 (Multi-TEC)	국내 임상 2상 진행 중	2024.06.03	양사 합의 하에 비공개
Gilead Sciences (미국)	엔서퀴다 (경구 흡수 강화제)	-	2025.09.29	34.5
Eli Lilly and Company (미국)	소네페글루타이드 (LAP5GLP-2 analog)	글로벌 임상 2상	2026.05.31	1,260
Genentech (미국, Roche 100% 자회사)	HM17321(LA-UCN2)	글로벌 임상 1상	2026.08.24	2,305

주: 계열사(북경한미, 정밀화학) 포함 전체 R&D 인력, 한미약품 R&D 인력 425명

자료: 한미약품 IR (2026.07), 하나증권

도표5. 한미약품 밸류에이션

(십억원, 배)

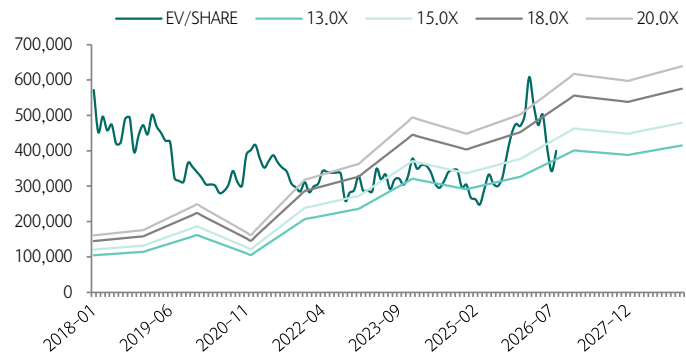
구분	내용	비고
27년 EBITDA	372.3	
WACC	9.2%	
현가 EBITDA	329.3	'27F EBITDA의 현재화
Target EV/EBITDA	16.1	*주식 참고
영업가치	5,302.2	
순현금	-29.2	26F 순현금
비영업가치(PV)	3,099.5	
Sonepeglutide	622.5	2026년6월 Lilly 항 기술이전
HM15275(삼중비만)	877.2	미국 임상2상 중
HM17321(근육증가)	1,015.8	이전 산정 가치 4,022억원
에피노페그듀타이드	279.5	MSD가 MASH 임상2b상 진행 중
Tuspentinib	304.5	L/O 규모 \$420M 50% 할인; 1,450원/달러 적용
적정 기업가치	8,372.5	
주식 수(주)	12,810,991	
적정주가(원)	660,000	(만원 단위 미만 절상)
현재주가(원)	540,000	
상승여력	22.2%	

*Target EV/EBITDA (FY1)는 경영권 분쟁 중인 '24년12월 13.6배와 L/O 기대감이 높았던 '25년12월 18.7배의 평균 값 (거버넌스 이슈와 비만 치료제 L/O 기대감이 공존)

자료: 하나증권

도표6. 한미약품 EV/EBITDA chart

경영권 분쟁 '24년12월 13.6배
L/O 기대감 '25년12월 18.7배
평균 16.1배



자료: Quantiwise, 하나증권

도표7. 국내 Peer 제약사 지표 (2026.08.24 종가 기준)

(단위: 조원, 십억원, 배)

사명	시총	매출액	영업이익	영업 이익률	ROE	P/E		P/B		EV/EBITDA		P/S	
		Fwd.12M	Fwd.12M		Fwd.12M	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2
한미약품	6.9	1,739.9	291.3	16.7%	13.7	33.6	33.3	4.7	4.2	17.7	18.0	4.1	3.9
유한양행	6.7	2,491.4	179.6	7.2%	7.7	39.9	27.2	2.4	2.2	32.8	23.6	2.8	2.5
녹십자	1.5	2,084.3	88.7	4.3%	7.6	8.8	26.0	1.1	1.1	13.7	11.7	0.8	0.7
대웅제약	1.4	1,729.0	238.4	13.8%	13.5	7.8	8.0	1.2	1.0	7.2	6.8	0.9	0.8
HK이노엔	1.3	1,146.2	142.1	12.4%	7.2	13.6	11.6	0.9	0.8	9.0	7.7	1.1	1.1
종근당	1.0	1,944.1	83.1	4.3%	6.4	14.4	13.2	0.8	0.8	7.7	7.2	0.5	0.5
동아에스티	0.4	884.1	43.5	4.9%	4.8	11.4	10.4	0.5	0.5	10.2	9.5	0.4	0.4
Peer 평균	2.4	1,879.0	146.4	8.4%	8.5	16.9	17.2	1.3	1.2	13.4	11.4	1.2	1.1

주: [Peer 선정 기준] 연간 매출액 1조원 이상/ 유사한 사업구조 (OTC, ETC, 건강식 등 기타 매출) 보유한 기업 중 시총 1조원 이상인 기업으로 선정

자료: Quantiwise, 하나증권

도표8. HM17321 비영업 가치

	2026(F)	2027(F)	2028(F)	2029(F)	2030(F)	2031(F)	2032(F)	...	2045(F)
근육종가제 HM17321 매출 추정									
젠타운드 글로벌 매출(mln\$)	-	-	-	-	-	-	71,477.0	...	
Makret Share	2% (젠타운드 매출에서 가져오는 비율)						1,429.5	...	2,979.4
시장CAGR	10.1% (2025~2032F Global Data 추정치; 35F년 부터 50% 할인)								
개발 단계	-	선금금 수령	P2 진입	병용임상추가 (P1)	P3 진입	병용임상P2 진입	-	BLA신청+병용 임상P3진입	Royalty 12년차
기술이전 총액(mln\$)	2,305.0							...	
기술이전 마일스톤(mln\$)	190.0	115.3	46.1	161.4	115.3	0.0	276.6	...	0.0
로열티율	12%								...
HM17321 로열티 매출(mln\$) (B)								...	357.5
기술료 합계(mln\$) (A+B)	190.0	115.3	46.1	161.4	115.3	0.0	276.6	...	357.5
원/달러 환율	1,383.6	1,400.0	1,400.0	1,400.0	1,400.0	1,400.0	1,400.0	...	1,400.0
HM17321 기술료 수익(십억원)	262.9	161.4	64.5	225.9	161.4	0.0	387.2	...	500.5
NOPLAT	80%	210.3	129.1	51.6	180.7	129.1	0.0	309.8	400.4
WACC	9.16%								
영구성장률	4.1%								
PV of FCFF	201.3	113.2	41.5	133.0	87.0	0.0	175.3	...	72.6
Sum of PV of FCFF	2,206.2								
Terminal Value	1,497.9								
PV of Terminal Value	271.4								
파이프라인 가치(십억원)	2,477.6								
할인요소	41% (2상 성공률 41%)								
할인된 가치(십억원)	1,015.8								

주: 관련 물질 특허출원은 KR20250158924A 추정(2025.04 PCT출원 > 2045년+5년)

자료: Global Data, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	1,495.5	1,547.5	1,716.5	1,869.1	2,039.5
매출원가	678.5	663.1	720.5	816.7	882.4
매출총이익	817.0	884.4	996.0	1,052.4	1,157.1
판매비	600.9	626.6	711.8	773.0	870.3
영업이익	216.2	257.8	284.2	279.4	286.8
금융손익	(18.9)	(5.0)	1.1	8.0	15.0
종속/관계기업손익	(0.0)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
기타영업외손익	(26.0)	(39.3)	(0.1)	17.6	19.5
세전이익	171.3	213.5	285.2	305.0	321.3
법인세	30.8	26.3	63.3	64.1	67.5
계속사업이익	140.4	187.1	221.9	241.0	253.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	140.4	187.1	221.9	241.0	253.8
비지배주주지분 손이익	19.1	17.6	24.3	26.4	27.8
지배주주순이익	121.3	169.6	197.6	214.6	226.0
지배주주지분포괄이익	142.1	173.4	217.3	200.0	210.6
NOPAT	177.3	226.0	221.1	220.7	226.6
EBITDA	313.5	356.6	380.0	372.3	377.8
성장성(%)					
매출액증가율	0.31	3.48	10.92	8.89	9.12
NOPAT증가율	(5.74)	27.47	(2.17)	(0.18)	2.67
EBITDA증가율	(1.75)	13.75	6.56	(2.03)	1.48
영업이익증가율	(2.04)	19.24	10.24	(1.69)	2.65
(지배주주)순이익증가율	(17.03)	39.82	16.51	8.60	5.31
EPS증가율	(17.04)	39.76	16.55	8.59	5.33
수익성(%)					
매출총이익률	54.63	57.15	58.03	56.31	56.73
EBITDA이익률	20.96	23.04	22.14	19.92	18.52
영업이익률	14.46	16.66	16.56	14.95	14.06
계속사업이익률	9.39	12.09	12.93	12.89	12.44

투자지표					
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	9,470	13,235	15,426	16,751	17,644
BPS	88,067	100,935	116,497	131,266	146,928
CFPS	24,961	30,071	29,281	29,355	29,948
EBITDAPS	24,473	27,836	29,664	29,060	29,492
SPS	116,736	120,797	133,984	145,900	159,199
DPS	1,250	2,000	2,000	2,000	2,000
주가지표(배)					
PER	29.62	34.15	26.94	24.80	23.55
PBR	3.19	4.48	3.57	3.17	2.83
PCFR	11.24	15.03	14.19	14.15	13.87
EV/EBITDA	12.93	17.38	14.52	14.51	13.95
PSR	2.40	3.74	3.10	2.85	2.61
재무비율(%)					
ROE	11.89	14.53	14.63	13.88	12.98
ROA	6.19	8.15	8.71	8.47	8.07
ROIC	16.20	20.73	19.84	19.68	19.69
부채비율	62.87	50.23	45.63	42.74	40.37
순부채비율	24.46	16.37	1.77	(6.13)	(13.02)
이자보상배율(배)	8.87	15.18	19.78	18.17	17.89

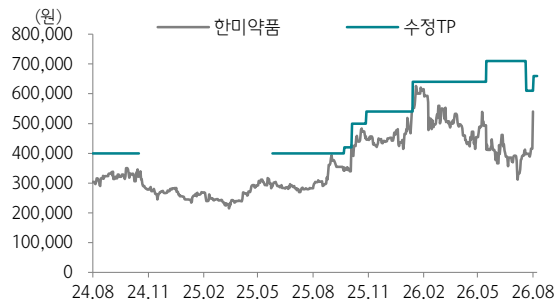
자료: 하나증권

대차대조표		(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F	
유동자산	746.3	893.9	1,160.2	1,401.4	1,655.9	
금융자산	193.2	201.3	441.3	605.4	784.1	
현금성자산	192.3	108.3	261.6	415.3	583.8	
매출채권	238.3	337.3	350.1	387.6	424.5	
재고자산	300.9	338.5	351.3	389.0	426.1	
기타유동자산	13.9	16.8	17.5	19.4	21.2	
비유동자산	1,274.5	1,243.6	1,242.2	1,261.0	1,283.0	
투자자산	172.5	123.6	136.3	148.1	161.0	
금융자산	170.3	121.5	134.1	145.6	158.3	
유형자산	795.6	760.2	741.2	742.2	745.7	
무형자산	94.1	113.3	119.9	126.0	131.5	
기타비유동자산	212.3	246.5	244.8	244.7	244.8	
자산총계	2,020.8	2,137.6	2,402.4	2,662.5	2,938.9	
유동부채	682.8	605.2	627.5	650.5	677.1	
금융부채	404.8	337.5	358.6	359.1	359.6	
매입채무	38.6	54.2	56.3	62.3	68.3	
기타유동부채	239.4	213.5	212.6	229.1	249.2	
비유동부채	97.3	109.5	125.3	146.7	168.1	
금융부채	91.9	96.7	112.0	132.0	152.0	
기타비유동부채	5.4	12.8	13.3	14.7	16.1	
부채총계	780.1	714.7	752.8	797.2	845.2	
지배주주지분	1,084.9	1,249.8	1,452.1	1,641.3	1,841.9	
자본금	32.0	32.0	32.0	32.0	32.0	
자본잉여금	411.3	411.3	412.6	412.6	412.6	
자본조정	(43.3)	(43.3)	(40.4)	(40.4)	(40.4)	
기타포괄이익누계액	4.0	13.2	39.1	39.1	39.1	
이익잉여금	680.9	836.5	1,008.7	1,197.9	1,398.6	
비지배주주지분	155.9	173.1	197.5	223.9	251.7	
자본총계	1,240.8	1,422.9	1,649.6	1,865.2	2,093.6	
순금융부채	303.5	232.9	29.2	(114.4)	(272.6)	

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2024	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	193.5	173.1	323.4	298.4	313.8
당기순이익	140.4	187.1	221.9	241.0	253.8
조정	143.4	136.1	80.4	79.0	77.3
감가상각비	97.3	98.8	95.8	92.9	91.0
외환거래손익	(6.1)	(1.2)	(15.5)	(13.8)	(13.6)
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	52.2	38.5	0.1	(0.1)	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	(90.3)	(150.1)	21.1	(21.6)	(17.3)
투자활동 현금흐름	24.9	(159.5)	(151.1)	(108.3)	(109.5)
투자자산감소(증가)	(5.1)	48.8	(12.7)	(11.7)	(12.9)
자본증가(감소)	(39.3)	(42.6)	(54.7)	(80.0)	(80.0)
기타	69.3	(165.7)	(83.7)	(16.6)	(16.6)
재무활동 현금흐름	(88.9)	(97.2)	35.0	(4.9)	(4.9)
금융부채증가(감소)	(76.2)	(62.5)	36.4	20.5	20.5
자본증가(감소)	0.0	0.0	1.2	0.0	0.0
기타재무활동	(3.3)	(3.8)	22.8	0.0	0.0
배당지급	(9.4)	(30.9)	(25.4)	(25.4)	(25.4)
현금의 증감	129.5	(84.0)	173.5	153.7	168.5
Unlevered CFO	319.8	385.2	375.1	376.1	383.7
Free Cash Flow	154.2	130.0	268.7	218.4	233.8

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한미약품



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
26.8.25	BUY	660,000		
26.8.13	BUY	610,000	-30.78%	-11.48%
26.6.8	BUY	710,000	-44.37%	-35.00%
26.2.6	BUY	640,000	-20.20%	-2.19%
25.11.21	BUY	540,000	-15.90%	0.19%
25.10.28	BUY	500,000	-10.58%	-3.40%
25.10.15	BUY	420,000	-15.30%	1.90%
25.6.18	BUY	400,000	-24.18%	-1.75%
25.6.9	Not Rated	-	-	-
25.4.16	담당자 변경		-	-

Compliance Notice

- 당사는 2026년 8월 25일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김선아)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김선아)는 2026년 8월 25일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰 할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	98.20%	1.80%	0.00%	100%

* 기준일: 2026년 08월 22일