

128940·BUY(유지)·690,000원(유지)

한미약품

릴리에 이어 제넨텍, 다시 확인된 R&D

이지수

제약/바이오 | jislee@daolfn.com

● 제넨텍과 23.1억달러 규모 L/O 체결

8/24 제넨텍과 장기 지속형 UCN2 유사체 HM17321 기술이전 계약 체결. 계약금 1.9억달러(약 2,629억원)와 임상개발·허가·상업화 마일스톤 최대 21.2억달러를 합산한 총 23.1억달러(약 3.2조원) 규모이며, 출시 이후 경상 로열티 수취 가능. 현재 건강한 성인과 비만 환자를 대상으로 미국 임상1상 진행 중이며, 2상부터는 제넨텍이 후속 개발을 주도할 예정. 제넨텍은 한국을 제외한 글로벌 개발·제조·상업화 권리를 확보했으며, 국내 권리는 한미약품이 유지. 계약은 미국 경쟁당국이 거래의 독과점 가능성을 사전 심사하는 HSR 절차 완료 후 발효될 예정. 계약금은 구체적인 수익 인식 방식 확인 전까지 보수적으로 1년에 걸쳐 분할 인식하는 것으로 가정해 추정치에 반영

● 체중 감량을 넘어 체성분 개선, 차별화된 기전의 가치 확인

HM17321은 근육과 지방조직 등에 분포하는 CRF2 수용체를 선택적으로 활성화하는 장기 지속형 UCN2 유사체. 기존 인크레틴(GLP-1) 치료제가 식욕 억제제를 통해 체중을 줄이는 것과 달리, 지방 분해와 근육 성장을 동시에 유도해 체지방은 줄이고 제지방량은 늘리는 것이 특징. 전임상에서 GLP-1·아밀린 계열 치료제와의 병용 가능성도 확인. 특히 GLP-1 치료제의 한계인 근손실을 보완할 수 있어 차세대 비만 병용요법으로서의 활용도 기대. UCN2 계열에서는 HM17321(한미약품)과 GUB-UCN2(구브라)가 임상 단계에 진입한 선두 그룹. 두 약물 모두 전임상에서 제지방량 증가와 지방량 감소를 확인. 투여기간과 동물 모델이 달라 직접 비교는 어렵지만 HM17321은 제넨텍과의 L/O를 통해 후속 개발 및 상업화 측면에서 경쟁력을 확보한 것으로 판단. 2026.6 릴리향 소네페글루타이드에 이어 대사질환 파이프라인의 연이은 기술이전으로 R&D 경쟁력 재확인

● HM17321 가치 상향, TP 69만원 유지

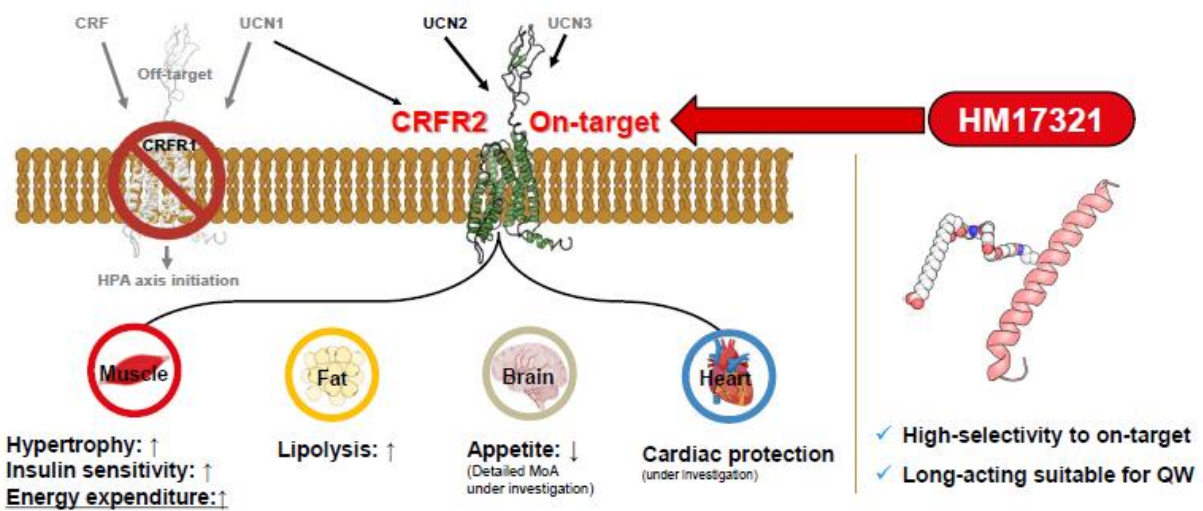
로슈(제넨텍)는 GLP-1·아밀린·경구 치료제, 근육 보존 치료제 등 비만 포트폴리오 확대 중. HM17321은 기존 치료제의 근손실을 보완하는 병용 자산으로, 로슈/질랜드의 아밀린 유사체 Petrelintide와의 병용 효과도 전임상에서 확인된 바 있음. 로슈의 개발 역량과 포트폴리오 내 확장성을 반영해 peak M/S를 10%로 가정. 이에 따라 HM17321 신약가치를 약 6,400억원으로 상향. 다만 에피노페그듀타이드는 임상 결과 발표 및 상업화 일정 지연에 따른 경쟁 심화를 반영해 신약가치를 5,685억원으로 조정. 영업가치는 일회성 계약금을 제외한 12M Fwd 정상화 EBITDA를 적용해 산정. 적정주가 69만원 및 투자의견 BUY 유지

Fig. 1: HM17321 (LA-UCN2) 기술이전 계약 체결

계약 상대방	Genentech (미국)
계약 체결일	2026-08-24
계약 내용	- CRF2 수용체를 선택적으로 활성화하는 장기지속형 UCN2 유사체 'HM17321' 기술이전계약 - 계약기간 중 한미약품은 제넨텍에서 연구개발, 제조 및 상업화에 대한 독점적 라이선스를 부여함
계약 지역	글로벌 (한국 제외)
계약 금액	총 계약규모: \$2,305mn (약 3조 1,892억원) 선금금: \$190mn (약 2,629억원) 마일스톤: \$ 2,115mn (약 2조 9,263억원) 경상기술료: 시판 후 연간 순매출액에 따라 경상기술료 수령 예정

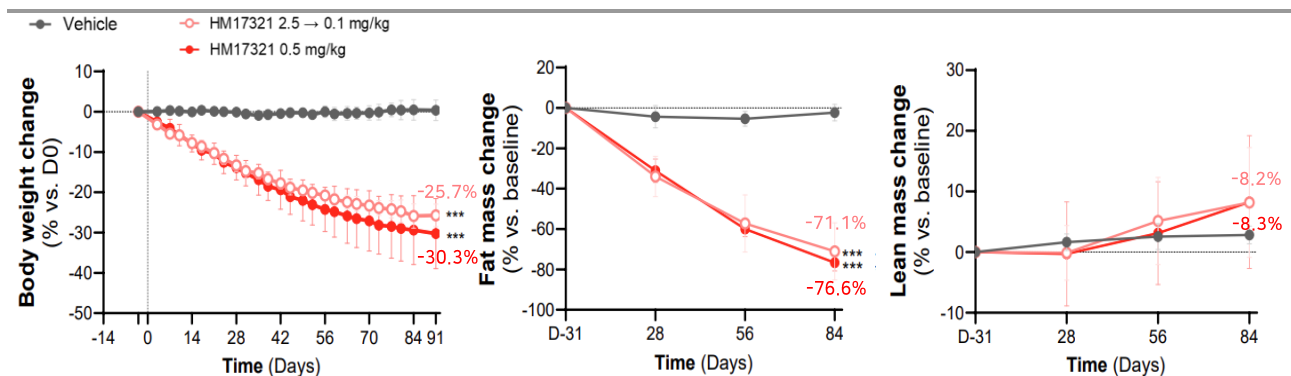
Source: 한미약품, 다올투자증권

Fig. 2: HM17321(UCN2 유사체) 작용 기전: CRF2 수용체 자극 → 골격근 및 대사 조직 내 신호 전달 강화



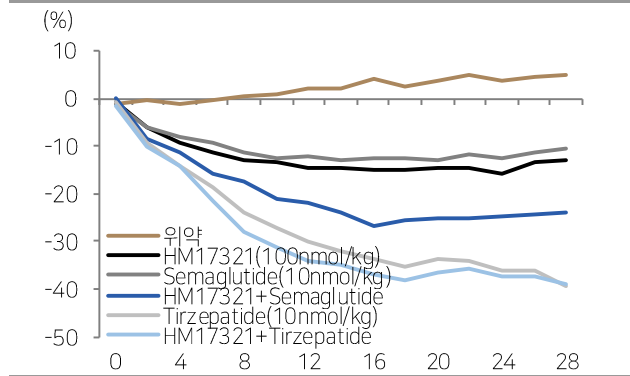
Source: EASD2025, 다올투자증권

Fig. 3: HM17321(LA-UCN2), 비만 영양류 모델에서의 체중 감소 및 체성분 분석



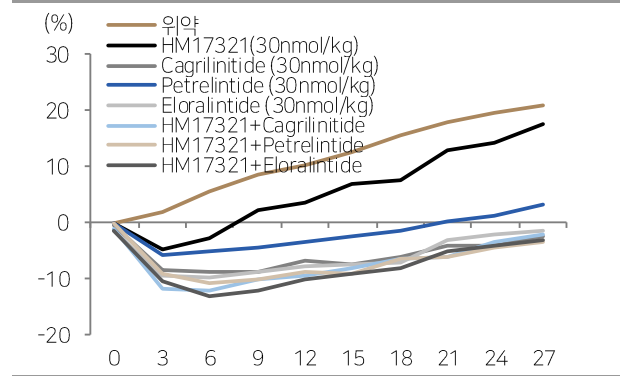
Source: EASD2025, 다올투자증권

Fig. 4: HM17321(LA-UCN2), GLP-1 계열 병용 가능성



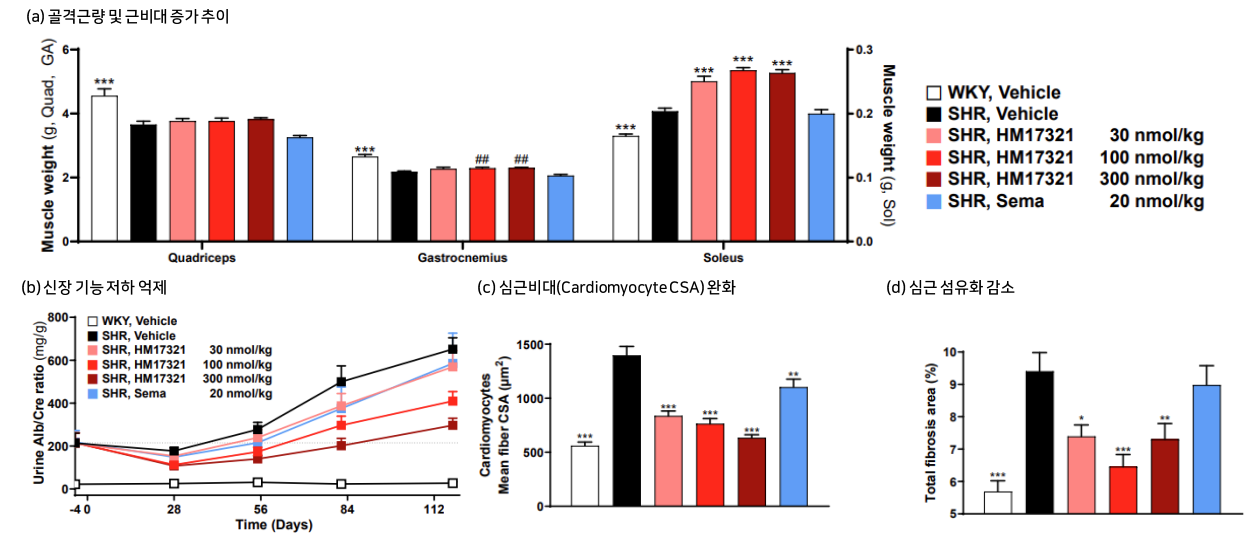
Source: ADA 2026, 다올투자증권

Fig. 5: HM17321(LA-UCN2), Amylin 계열 병용 가능성



Source: ADA 2026, 다올투자증권

Fig. 6: HM17321(LA-UCN2), 근골격·심혈관·신장 보호 효능 확인



Source: ADA 2026, 다올투자증권

Fig. 7: UCN2 유사체 개발 현황

기업	후보물질	기전	개발단계	적응증	비고
한미약품	HM17321 (LA-UCN2)	CFR2/CRHR2 선택적 UCN2 analog	임상1상	비만 및 대사질환	현재 SAD/MAD 진행중(27.3 완료 예정). DIO 마우스(8주 투여) 기준, 위약 대비 체중 -8.6%~11.3%(용량 의존), 지방량 -25.9%~33.6%, 근육량 +8.2~11.9% 확인
Gubra	GUB-UCN2	선택적 CRHR2 agonist/UCN2 analog	임상1/2a상	비만	임상1상 첫 환자 투여(26.07.28), SAD 안전성 및 PK 결과 1H27 발표 예정. DIO 마우스(12주 투여) 제지방량 +14%, 지방량 -22~33%
Sciwind Biosciences	XW4475	선택적 UCN2 analog/CRF2 agonist	전임상	비만	전임상에서, ecnoglutide 단독 대비 XW4475 병용시 체중감소가 -17.2% → -27.9%로 확대, 근육량 55.9% → 65.2% 개선 확인

Source: 각 사, 다올투자증권

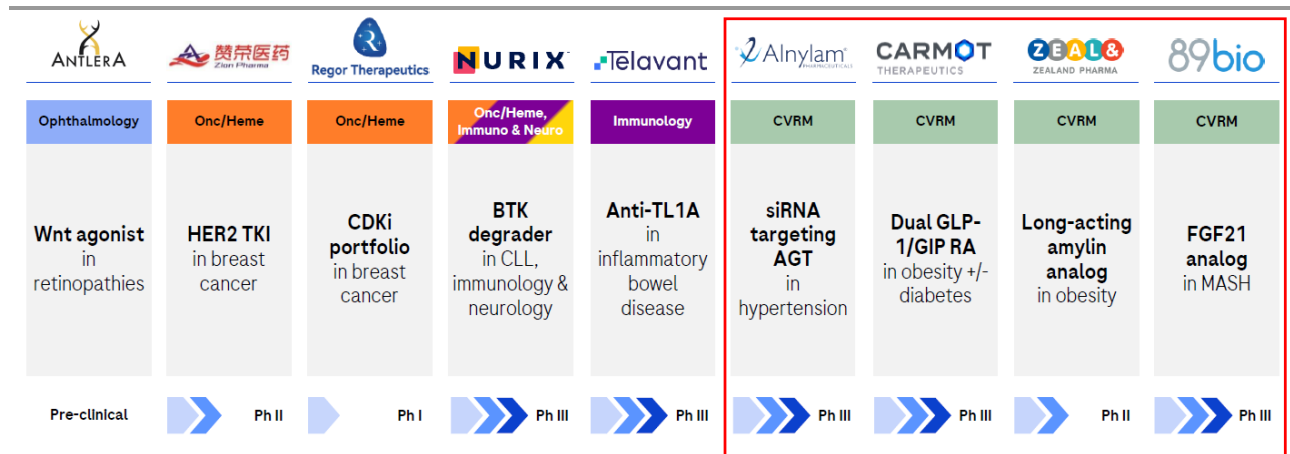
Fig. 8: 제넨텍의 주요 기술이전 계약(2025~)

(백만달러)

발표일	기업명	물질/기술	계약금	계약규모	제형	적응증 비교
2025.04	Repertoire Immune Medicines	DECODE 플랫폼	35	765	T 세포 표적 발굴 플랫폼	자가면역질환
2025.05	Orionis Biosciences	Allo-Glue 플랫폼	105	2,105		고형암
2025.09	OMass Therapeutics	GPR65	20	420	저분자	염증성 장질환(IBD)
2025.09	Starpharma Holdings	DEP 플랫폼	6	570	덴드리머-약물 접합 플랫폼	고형암
2025.10	Ventus Therapeutics	ReSOLVE 저분자 발굴 플랫폼	0	460	저분자 신약발굴 플랫폼	복수타겟(미공개)
2025.12	Caris Life Sciences	Anticancer therapeutics	25	1,125	표적발굴 플랫폼	고형암
2025.12	Structure Therapeutics	CT-996 연관 특허 인수	100	-	저분자	비만/2형당뇨
2026.02	SanegeneBio	RNAi therapeutics	200	1,700	RNAi	비공개
2026.07	Astex Pharmaceuticals	세포주기 조절제 소분자 신약개발 협력	25	515	약물 발굴 플랫폼	유방암
2026.07	MaxCyte	ExPERT GTx 플랫폼	-	-	세포치료 다중 타겟 발굴 플랫폼	비공개
2026.08	Recursion Pharmaceuticals	AI 신약발굴 플랫폼	-	-	AI 기반 신약개발 플랫폼	CNS 1 개 표적에 대한 권리 확보 (옵션 행사)
2026.08	한미약품	HM17321(UCN2 유사체)	190	2,305		대사질환

Source: Bloomberg, Evaluate Pharma, 다올투자증권

Fig. 9: 로슈(제넨텍): 파트너십·M&A를 통해 대사질환 포트폴리오 확대 중



Source: Roche, 다올투자증권

Fig. 10: 한미약품의 SOTP(Sum-of-the-parts) 밸류에이션

구분	기업가치(십억원) 변경 후	기업가치(십억원) 변경 전	비고
1. 영업가치(A)	5,334	5,628	12M Fwd 정상화 EBITDA에 Target EV/EBITDA 15배 적용
2. 비영업가치(B)	3,521	3,236	
에페글레나타이드	509	509	
HM12525A(Dual Agonist)	568	703	경쟁 심화, peak M/S 12%로 조정
HM15211(Triple Agonist)	561	561	
HM15275(LA-TRIA)	648	648	
HM17321(LA-UCN2)	640	219	Genetech과의 기술이전으로 가치 상향
HM15912(LAPS GLP-2 Analog)	595	595	
순차입금(C)	99	113	2026년말 기준
주주가치(D=A+B-C)	8,757	8,751	
발행주식수(E, 천주)	12,689	12,680	자사주 제외
적정주가(D/E, 원)	690,092	690,112	
적정주가(원)	690,000	690,000	

Source: 다올투자증권

Fig. 11: HM17321(LA-UCN2) 신약 가치

(단위: \$mn/ 십억원)	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	...	2041E
65세 이상 인구 수(만명)	75,949	77,468	79,018	80,598	82,210		102,218
SO 환자(11%)	8,354	8,522	8,692	8,866	9,043		11,244
진단률(10%)	835	852	869	887	904		2,249
YOY			2.0%	2.0%	2.0%		2.0%
개발 단계	PH1	PH2		PH3			
HM15275 Sales							11366
MS							10%
Milestones	190	126.9		169.2			
경상로열티							1591
한미약품 Milestones& 로열티(원화환산)	266	177.66	-	236.88	-		2228
NOPLAT	212.8	142.1	-	189.5	-		1,782.2
Sum of NPV	4,100						
Terminal Value	8,420						
PV of Terminal value	2,296						
Total PV value	6,396						
전체 가치(임상 성공률 10%)	640						

Source: 다올투자증권

Note: WACC 9.05%, Terminal Growth -10%, Tax rate 20%, 원/달러 1,400원/\$, peak M/S 10%, 로열티는 매출 구간별 tiered로 올라가는 구조(8% → 14%)로 추정

Fig. 12: HM12525A(에피노페그듀타이드) 신약 가치

(단위: \$mn/ 십억원)	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	...	2041E
MASH 환자 수(만명)	2,300	2,335	2,370	2,405	2,441		2,876
F2~F3(40%)	920	934	948	962	976		1,150
진단율(10% → 20%)	92	93	114	125	146		230
YoY		1.5%	1.5%	1.5%	1.5%		1.5%
개발 단계	PH2	PH3					
Efinopegdutide Sales							5,191.3
M/S							12%
Milestones		90					
경상로열티							623
한미약품 Milestones& 로열티(원화환산)		126					872
NOPLAT	-	101	-	-	-		698
Sum of NPV	1,957						
Terminal Value	3,248						
PV of Terminal value	885						
Total PV value	2,842						
전체 가치(임상 성공률 30%)	711						
한미약품 귀속 가치(80%)	568						

Source: 다올투자증권

Note: WACC 9.05%, Terminal Growth -10%, Tax rate 20%, 원/달러 1,400원/\$, peak M/S 12%, 로열티 비율은 12%로 추정

Fig. 13: 한미약품 실적 추정

(십억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26E	4Q26E	2025	2026E
연결매출	390.9	361.3	362.3	433.0	392.9	467.2	447.7	500.7	1,547.5	1,808.6
YoY	(3.2)	(4.5)	0.1	23.1	0.5	29.3	23.6	15.6	3.5	16.9
별도매출	295.0	276.4	269.1	306.1	285.2	407.0	367.4	399.3	1,146.6	1,458.9
제품	257.4	233.1	228.0	250.5	229.6	237.4	248.8	271.6	969.0	987.4
상품	31.1	33.5	31.4	37.1	49.9	51.9	40.8	43.8	133.1	186.3
기술수출 및 기타	6.5	9.8	9.7	18.5	5.7	117.7	77.8	83.9	44.5	285.1
북경한미	96.5	86.7	94.1	125.1	106.4	60.7	78.5	94.8	402.4	340.4
YoY	(24.4)	(12.2)	11.6	67.0	10.2	(30.0)	(16.6)	(24.2)	4.4	(15.4)
한미정밀화학	22.8	23.0	17.2	28.3	21.7	24.0	25.8	30.1	91.3	101.7
YoY	(8.1)	(32.9)	(40.9)	36.7	(4.9)	4.5	50.0	6.5	(16.2)	11.4
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	303.2	294.8	333.0	884.4	1,148.4
YoY	(5.7)	(0.9)	3.5	40.6	1.7	48.1	43.4	27.9	8.2	29.8
GPM	54.6	56.7	56.7	60.2	55.3	64.9	65.8	66.5	57.1	63.5
영업이익	59.0	60.4	55.1	83.3	53.6	131.1	120.3	143.6	257.8	448.6
YoY	(23.0)	4.0	8.0	173.4	(9.1)	116.9	118.4	72.4	19.2	74.0
OPM	15.1	16.7	15.2	19.2	13.7	28.1	26.9	28.7	16.7	24.8
당기순이익	44.7	43.0	45.4	54.1	51.1	84.1	99.3	119.4	187.1	353.9
YoY	(29.3)	(8.6)	29.9	흑전	14.4	95.5	118.6	121.0	33.3	89.1
NPM	11.4	11.9	12.5	12.5	13.0	18.0	22.2	23.9	12.1	19.6

Source: 다올투자증권

Fig. 14: 주요 R&D 마일스톤

	2026	2027	2028
에페글레나타이드 LAP ² Exd4 analog		비만 국내 품목 허가	당뇨 Ph3 임상 종료
에피노페그듀타이드 LAP ² GLP-1/GCG agonist	MASH Ph2b 임상 종료	MASH Ph3 개시	당뇨 국내 허가 신청
에포시페그트루타이드 LAP ² Triple agonist		MASH Ph3 개시	
HM15275 LA-GLP-1/GIP/GCG	당뇨 Ph2 개시	비만 Ph2 임상 종료	비만 글로벌 Ph3 개시
HM17321 LA-UCN2	비만 Ph1 SAD 임상 종료	비만 Ph1 MAD 임상 종료	비만 Ph2 개시
HM500197 LA-MSTN		비만 Ph1 개시	
로베돈®/물론티스® Zydus	로론티스® AI 신규제형 국내 품목 허가		
BH3120 PD-L1/4-1BB BsAb			고형암 Ph1 임상 종료
포셀티닙 NOBO multi-TEC	3제 요법 PCNSL/DLBCL Ph2 임상 종료	R/R PCNSL 국내 품목 허가	고형암 Ph2 개시
투스페티닙 MKI Aptose	3제 요법 AML 1L Ph1/2 임상 종료	3제 요법 AML 1L Ph2/3 개시	
HM97662 EZH1/2			고형암 Ph1 임상 종료
에페거글루카곤 LAP ² Glucagon analog	선천성 고인슐린증 Ph2 임상 종료	선천성 고인슐린증 Ph3 개시	
소네페글루타이드 LAP ² GLP-2 analog			당장 증후군 Ph2 임상 종료
HM15421 LA-GLA			파브리병 Ph1/2 임상 종료

Source: 한미약품, 다올투자증권

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 주안사로 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 : 93.5% HOLD : 6.5% 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

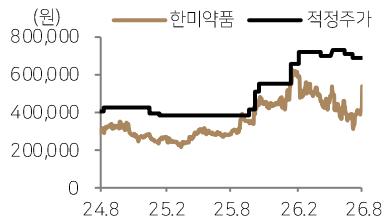
· Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우

· 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
투자등급	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	2026.07.10	2026.07.29
투자등급	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	660,000원	720,000원	700,000원	730,000원	710,000원	690,000원

적정주가 대비 실재주가 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	454,816원	539,000원	-35.03	-23
2026.06.02	730,000원	424,000원	507,000원	-41.92	-30.55
2026.07.10	710,000원	379,750원	392,000원	-46.51	-44.79
2026.07.29	690,000원	380,147원	415,500원	-44.91	-39.78

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(26년 8월 24일)

** 괴리율 적용 산식: (실재주가 - 적정주가) / 적정주가