

한미약품 (128940)

HM17321 가치 증명

HM17321, 선두 UCN2 유사체

한미약품은 Genenotech(로슈)와 HM17321(UCN2 analogue)에 대한 기술 이전 계약을 공시. 이번 기술 이전 계약은 약 23억 달러 규모로 이 중 8% 수준인 1.9억 달러를 계약금으로 수령할 예정. HM17321이 현재 임상 1상을 진행 중으로 아직까지 인간 대상 데이터가 부재한 상황을 고려할 때 높은 가치로 평가받은 것으로 판단.

HM17321은 27년 3월 임상 종료 예정으로 경쟁 약물인 GUB-UCN2가 올 7월 임상을 시작한 것을 고려할 때 6~7개월 정도 개발 속도가 빠른 것으로 판단

체성분 개선 효과 확인, 병용 요법 기대

HM17321은 CRFR2 선택적 작용제로 근육량 증가, 지방 분해 등을 촉진하는 기전. 동물 모델에서 HM17321은 단독 투여에서 체중 감량 효과를 보였으며 semaglutide, tirzepatide와의 병용 투약 시 체지방 감소를 높이면서 및 체지방 감소 완화 효과 확인. 차세대 비만 치료제로 주목받는 amylin agonist와의 병용에서도 유사한 효과 확인.

연초 로슈는 emugrobar(a-myostatin 항체)의 SMA와 FSHD 임상에 실패하면서 tirzepatide와 병용 임상 결과도 불확실성 증가. 임상 실패시 HM17321이 대안이 될 수 있을 것으로 판단. HM17321은 bimagrumab(a-activin 항체) 병용에서 효과도 확인되며 emugrobar 임상 성공시에도 병용 개발 가능성 존재.

투자의견 Buy, 목표 주가 70만원으로 상향

매수 의견을 유지하며, 목표 주가를 기존 60만원에서 70만원으로 상향. 목표 주가 상향은 HM17321 파이프라인 가치 반영에 기인하며, 고위험 비만 환자들에 한정해 반영. CRFR2 작용제는 심혈관계 질환 등에서도 효과가 기대됨에 따라 향후 로슈의 추가 적응증 개발 가능성 존재.



하현수 제약/바이오
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 700,000원 (U)

직전 목표주가 600,000원

현재주가 (8/24) 540,000원

상승여력 30%

시가총액	69,179억원
총발행주식수	12,810,991주
60일 평균 거래대금	594억원
60일 평균 거래량	135,601주
52주 고/저	626,000원 / 283,000원
외인지분율	14.65%
배당수익률	0.44%
주요주주	한미사이언스 외 6인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	37.8	18.9	90.8
상대	37.6	39.4	(9.7)
절대 (달러환산)	46.1	30.5	92.3

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	3Q26E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	644	77.9	37.9	384	68.0
영업이익	262	376.3	100.1	53	392.9
세전계속사업이익	250	377.7	107.8	48	418.9
지배순이익	211	426.4	153.6	38	453.3
영업이익률 (%)	40.7	+25.5 %pt	+12.6 %pt	13.9	+26.8 %pt
지배순이익률 (%)	32.8	+21.7 %pt	+15.0 %pt	10.0	+22.8 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	1,496	1,548	1,934	1,605
영업이익	216	258	520	271
지배순이익	121	170	392	195
PER	32.7	23.6	17.7	35.4
PBR	3.6	3.2	4.0	3.5
EV/EBITDA	14.1	12.4	11.1	18.3
ROE	11.9	14.5	26.6	10.7

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

LA-UCN2, 계약금만 1.9억 달러

24일 한미약품은 HM17321(UCN2 유사체)를 Genentech(로슈)에 약 23억 달러 규모의 기술 이전 계약을 체결했다. 이 중 계약금은 1.9억달러(약 8%)로 현재 임상 1상을 진행 중인 파이프라인으로 아직까지 사람을 대상으로 한 데이터를 보유하고 있지 않음에도 높은 수준을 기록했다. HM17321은 23억 달러 외에도 시판 후 연간 순매출에 따른 별도 로열티 수취도 가능할 예정이다.

HM17321은 현재 임상 1상을 진행 중에 있으며 clinical trials에 따르면 27년 3월 임상을 완료할 예정이다. 현재 단회용량증량시험(SAD)을 완료했으며, 반복용량증량시험(MAD)을 진행 중으로 2H26 SAD 임상 결과를 확인할 수 있을 것으로 예상된다. UCN2 analogue 개발 경쟁에서 HM17321이 가장 임상 진행이 빠르며 Gubra의 경쟁 약물인 GUB-UCN2가 7월 임상에 진입한 것을 고려할 때 6~7개월가량 개발 속도가 앞서고 있는 것으로 판단한다.

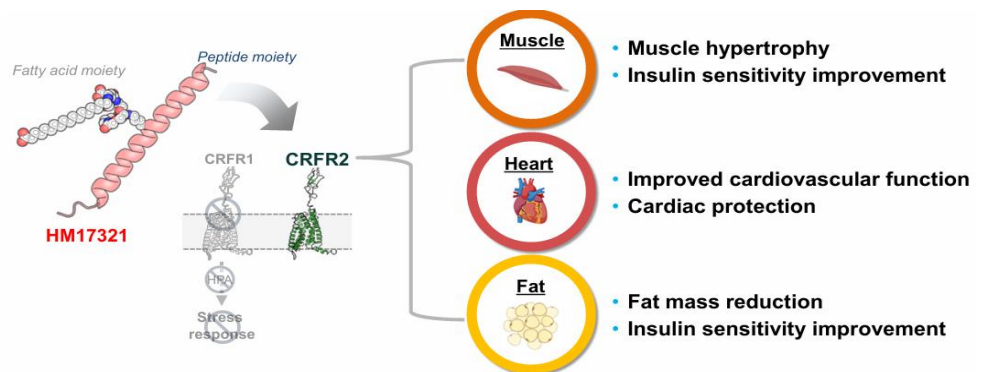
HM17321 기술 이전 개요

(단위: 백만달러)

계약 상대방	Genentech(Roche)
주요 계약 내용	HM17321의 연구, 개발, 제조 및 상업화에 대한 독점적 라이선스 부여
계약 지역/기간	전세계(대한민국 제외)/~로열티 기간 만료일
총 계약 규모	2,305
계약금	190
로열티	비공개

자료: DART, 유안타증권 리서치센터

UCN2 analogue 효과



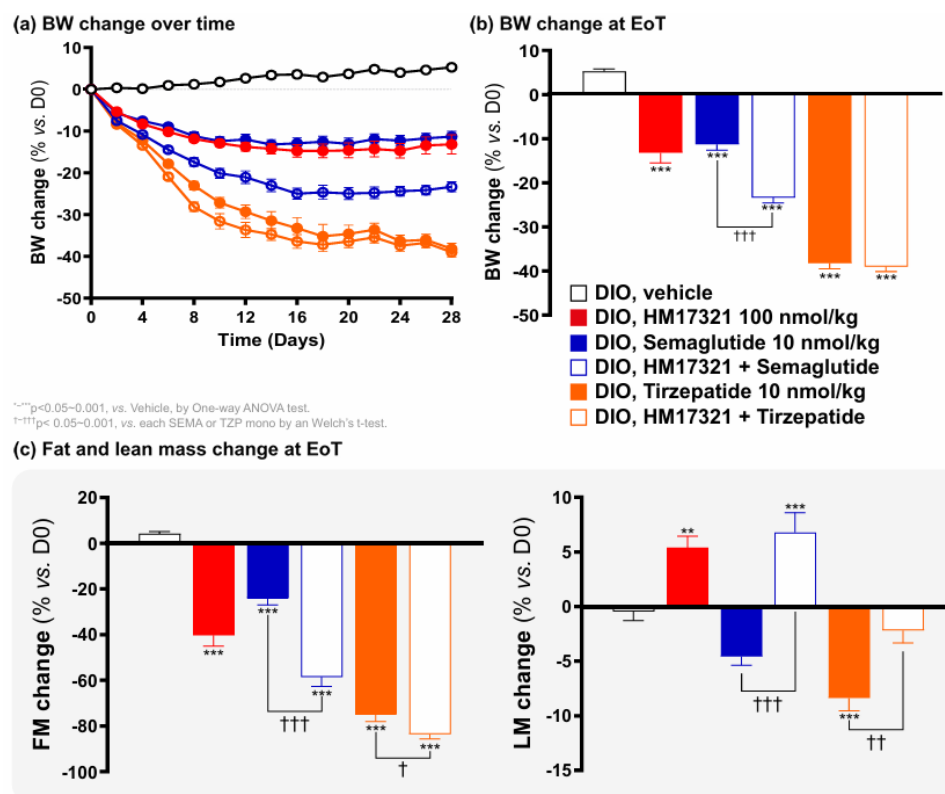
자료: 한미약품, 유안타증권 리서치센터

체지방 줄이면서 제지방은 증가

Wegovy(semaglutide), Zepbound(tirzepatide) 등 GLP-1 기전 비만 치료제들이 임상 시험에서 20% 내외의 체중 감량에 도달하면서 추가적인 체중 감량보다 내약성 개선, 감량의 질 등이 새로운 경쟁 요인으로 주목받고 있다. HM17321은 말초 조직의 CRFR2 수용체에 작용해 근세포의 비대, 대사량 증가와 함께 지방 세포에서의 지방 분해를 촉진하기 때문에 감량의 질을 개선할 수 있을 것으로 예상된다.

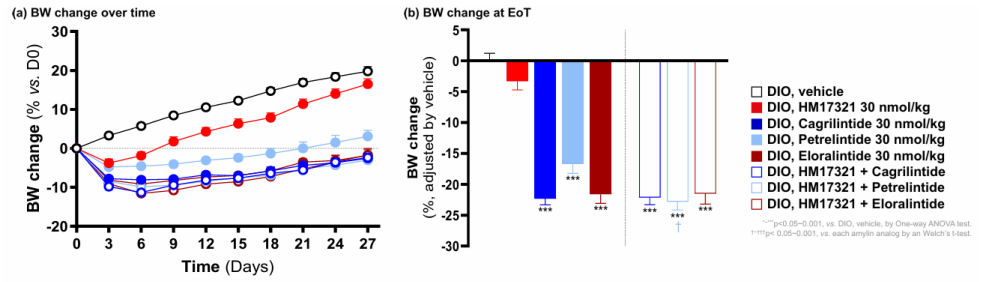
동물 실험에서 HM17321은 단독 투여군에서 약 10%의 체중 감량을 기록했으며 semaglutide 또는 tirzepatide와 병용 투약 군에서 GLP-1 agonist 단독 투약 대비 추가적인 체중 감량을 보였다. 체성분 분석에서도 HM17321은 단독 투약과 GLP-1 병용 투약 모두에서 체지방 감소 효과를 보였다. 반면 제지방 증가에서는 HM17321 투약시 증가하는 결과를 보이면서 체지방 감소와 제지방 증가 효과를 확인할 수 있었다. Amylin agonist 병용 투약에서 GLP-1 agonist 병용과 마찬가지로 체지방 감소 및 제지방 증가 효과를 확인하면서 단독 요법 또는 GLP-1, amylin 비만 치료제 등과의 병용 요법으로 적응증 개발이 예상된다.

HM17321 과 GLP-1 agonist 병용 동물 실험

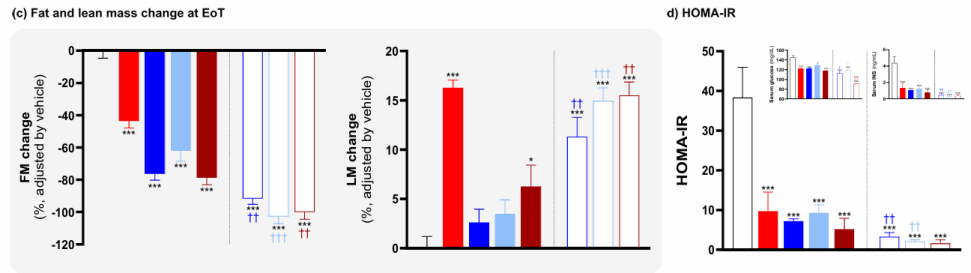


자료: 한미약품, 유안타증권 리서치센터

HM17321 과 Amylin agonist 병용 동물 실험



• Amylin analog-containing groups showed significant BWL vs. vehicle, and food intake was significantly reduced across all treatment groups.



자료: 한미약품, 유안타증권 리서치센터

Emugrobart 대안일까?

로슈는 지난 몇 년간 Carmot therapeutics, 89bio 등의 인수와 Zealand pharma와의 공동 개발 계약 등을 체결하면서 enicepatide(CT-388, biased GLP-1 agonist), pegozafermin(FGF21 agonist), petrelintide(amylin agonist), emugrobart(anti-latent myostatin Ab) 등 다양한 CVRM 파이프라인을 보유하고 있다. 이 중 emugrobart는 activin/myostatin 경로를 차단함으로써 근감소를 억제할 수 있으며 현재 tirzepatide 병용 임상2상(GYMINDA)을 진행 중에 있다.

GYMINDA 임상은 26년 8월 종료 예정으로 2H26 결과를 확인할 수 있을 것으로 예상된다. 그러나 3월 SMA 적응증 임상인 MANATEE와 FSHD 환자를 대상으로 한 MANOEUVRE 임상에서 근비대 및 기능 개선 효과를 보이지 못하며 실패함에 따라 GYMINDA 임상에서의 근감소 개선 효과에 대한 불확실성이 커진 것으로 판단한다. 따라서 HM17321은 emugrobart의 임상 실패시 대안으로 역할을 할 수 있을 것으로 보이며, activin/myostatin 경로와는 다른 기전으로 인해 emugrobart의 근감소 효과 확인 시 병용 요법 개발도 가능할 것으로 판단한다. HM17321은 동물 실험에서 bimagrumab(anti-activin Ab)와 병용에서 체지방 감소 및 체지방 증가를 확인한 바 있다.

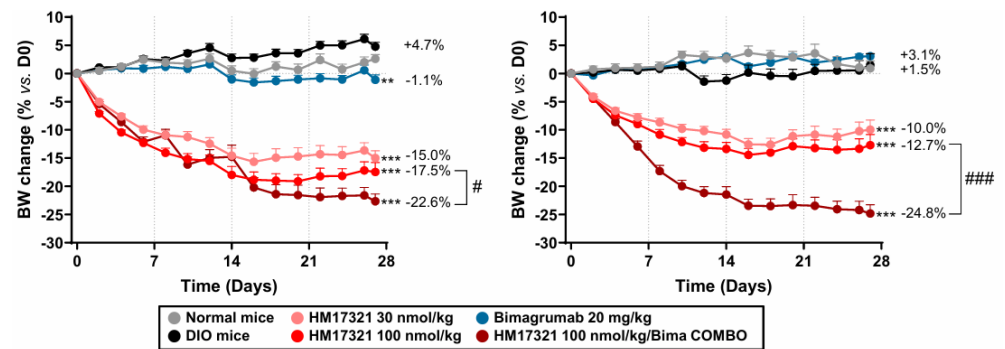
로슈 CVRM 파이프라인 현황

Molecule	Indication	Ph I	Ph II	Ph III
zilebesiran ¹	Hypertension	KARDIA-1, KARDIA-2, KARDIA-3		ZENITH
enicepatide	Obesity +/- T2D ²	103/104		ENITH-1/2
	Glycemic control	Ph III to be initiated		
	CVOT	Ph III to be initiated		
pegozafermin	MASH (F2-3; F4)	ENLIVEN		ENLIGHTEN fibrosis ENLIGHTEN cirrhosis
petrelintide ³	Obesity +/- T2D	ZUPREME-1/2		To be initiated (H2 2026)
enicepatide + petrelintide ³	Obesity +/- T2D	ZYNERGY		
CT-996	Obesity +/- T2D	201		
emugrobart + incretin	Obesity	GYMINDA		
acmopatide (CT-868)	T1D w. OW/OB as adjunct Tx			Decision not to advance to Ph III
afimkibart (anti-TL1A)	MASH			
NLRP3i	CAD			

Update vs Pharma Day 2025

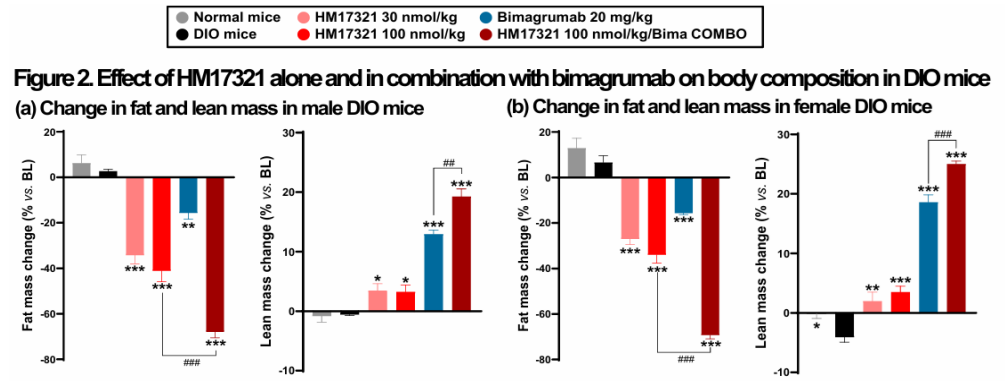
자료: Roche, 유안타증권 리서치센터

HM17321 과 Bimagrumab 병용 동물 실험(체중 변화)



자료: 한미약품, 유안타증권 리서치센터

HM17321 과 Bimagrumab 병용 동물 실험(체성분 분석)



자료: 한미약품, 유안타증권 리서치센터

매수 의견 유지, 목표 주가 70만원으로 상향

매수 의견을 유지하며 목표 주가를 HM17321 가치를 추가 반영해 기존 60만원에서 70만원으로 상향한다. HM17321은 현재 1상에서 비만 환자를 대상으로 임상을 진행하고 있어 비만을 적응증으로 가치를 평가했으며, 근육량 보존 필요성이 큰 class 3($40 \leq \text{BMI}$) 이상의 고위험 비만 환자에 한정했으며, 월 투약 비용은 350달러로 가정해 미국 시장 가치를 추정했다. 또한 미국의 시장 가치는 Wegovy의 25년 미국과 미국 외 지역 매출 비율을 적용한 가치를 반영했다.

HM17321은 전임상에서 비만 외에도 심혈관계 질환 모델 등에서 개발 가능성을 확인한 만큼 이후 로슈의 개발 방향에 따라 추가적인 가치 평가가 가능할 것으로 판단한다.

한미약품 목표 주가 산정

(단위: 십억원, 천주, 원)

구분	산정 가치	비고
영업 가치	5,959	27년 예상 EBITDA 3,568억원 타겟 multiple 16.7x
파이프라인 가치	2,688	
Efinopegdutide	816	29년 출시 가정
Efocipegtrutide	472	30년 출시 가정
Efpeglenatide	429	26년 출시 가정
HM17321	971	32년 출시 가정
순차입금	-258	26년말 기준
기업 가치	8,905	
주식수	12,811	
주당 가치	695,126	
목표 주가	700,000	

자료: 유안타증권 리서치센터

한미약품 (128940) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	1,496	1,548	1,934	1,605	1,647
매출원가	678	663	716	695	710
매출총이익	817	884	1,217	910	937
판매비	601	627	697	639	654
영업이익	216	258	520	271	283
EBITDA	314	357	617	357	357
영업외손익	-45	-44	-33	-33	-23
외환관련손익	9	1	9	0	0
이자손익	-19	-10	-2	15	25
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-36	-36	-41	-48	-48
법인세비용차감전순이익	171	213	487	238	261
법인세비용	31	26	86	41	45
계속사업순이익	140	187	401	197	216
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	140	187	401	197	216
지배지분순이익	121	170	392	195	214
포괄순이익	175	194	509	288	307
지배지분포괄이익	142	173	468	271	288

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	193	173	677	516	538
당기순이익	140	187	401	197	216
감가상각비	86	86	84	73	63
외환손익	-6	-1	-4	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-90	-150	126	146	149
기타현금흐름	64	51	71	101	111
투자활동 현금흐름	25	-159	-24	80	81
투자자산	104	-54	1	-3	-3
유형자산 증가 (CAPEX)	-39	-43	-36	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-40	-63	11	83	84
재무활동 현금흐름	-94	-97	-55	-25	-25
단기차입금	35	-50	-15	0	0
사채 및 장기차입금	-111	-13	-2	0	0
자본	0	0	1	0	0
현금배당	-13	-31	-35	-25	-25
기타현금흐름	-5	-4	-4	0	0
연결범위변동 등 기타	13	0	-142	-241	-254
현금의 증감	137	-84	456	331	340
기초 현금	55	192	108	565	895
기말 현금	192	108	565	895	1,235
NOPLAT	216	258	520	271	283
FCF	154	130	641	516	538

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

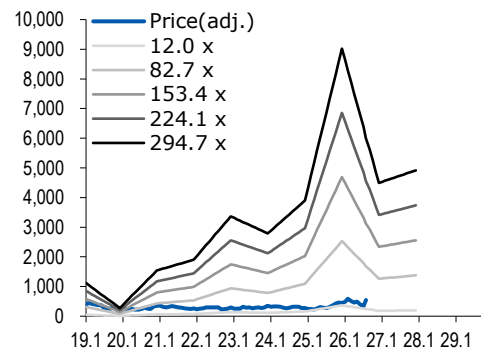
재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	746	894	1,362	1,715	2,075
현금및현금성자산	192	108	565	895	1,235
매출채권 및 기타채권	239	342	339	349	357
재고자산	301	339	335	345	354
비유동자산	1,275	1,244	1,217	1,134	1,063
유형자산	796	760	728	655	593
관계기업 등 지분관련 자산	2	2	2	2	2
기타투자자산	170	122	121	124	127
자산총계	2,021	2,138	2,579	2,850	3,138
유동부채	683	605	587	595	602
매입채무 및 기타채무	213	198	196	202	207
단기차입금	371	320	305	305	305
유동성장기부채	31	14	13	13	13
비유동부채	97	110	109	109	109
장기차입금	86	92	91	91	91
사채	0	0	0	0	0
부채총계	780	715	695	704	711
지배지분	1,085	1,250	1,696	1,957	2,236
자본금	32	32	32	32	32
자본잉여금	411	411	413	413	413
이익잉여금	681	836	1,179	1,349	1,537
비지배지분	156	173	188	190	191
자본총계	1,241	1,423	1,883	2,146	2,427
순차입금	303	233	-258	-591	-933
총차입금	497	434	417	418	418

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	9,470	13,235	30,589	15,248	16,686
BPS	85,575	98,560	133,508	154,054	176,050
EBITDAPS	24,473	27,836	48,198	27,853	27,871
SPS	116,736	120,797	150,933	125,313	128,540
DPS	1,250	2,000	2,000	2,000	2,000
PER	32.7	23.6	17.7	35.4	32.4
PBR	3.6	3.2	4.0	3.5	3.1
EV/EBITDA	14.1	12.4	11.1	18.3	17.3
PSR	2.6	2.6	3.6	4.3	4.2

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	0.3	3.5	24.9	-17.0	2.6
영업이익 증가율 (%)	-2.0	19.2	101.7	-47.8	4.3
지배순이익 증가율 (%)	-17.0	39.8	131.1	-50.2	9.4
매출총이익률 (%)	54.6	57.1	63.0	56.7	56.9
영업이익률 (%)	14.5	16.7	26.9	16.9	17.2
지배순이익률 (%)	8.1	11.0	20.3	12.2	13.0
EBITDA 마진 (%)	21.0	23.0	31.9	22.2	21.7
ROIC	15.2	18.3	33.4	18.0	19.9
ROA	6.2	8.2	16.6	7.2	7.1
ROE	11.9	14.5	26.6	10.7	10.2
부채비율 (%)	62.9	50.2	36.9	32.8	29.3
순차입금/자기자본 (%)	28.0	18.6	-15.2	-30.2	-41.7
영업이익/금융비용 (배)	8.9	15.2	38.6	20.3	21.1

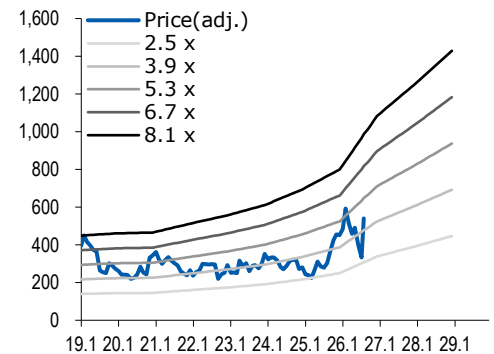
P/E band chart

(천원)



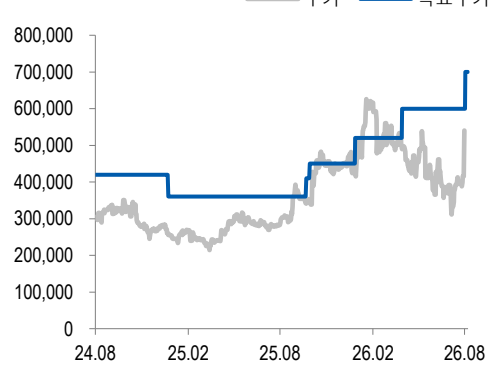
P/B band chart

(천원)



한미약품 (128940) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-08-25	BUY	700,000	1년		
2026-04-23	BUY	600,000	1년	-29.89	-10.00
2026-01-20	BUY	520,000	1년	1.27	20.38
2025-10-22	BUY	450,000	1년	-2.03	7.33
2025-10-15	BUY	410,000	1년	-15.52	-13.78
2025-01-15	BUY	360,000	1년	-22.49	9.17
2025-01-12	1년 경과 이후		1년	-37.98	-37.98
2024-01-12	BUY	420,000	1년	-26.96	-16.55

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	96.8
Hold(중립)	3.2
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-08-24

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **하현수**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.