

한미약품 (128940)

Roche의 선택을 받은 UCN2

제약/바이오

Analyst 김준영

junyoung.kim@meritz.co.kr

RA 김현비

hyunbee.kim@meritz.co.kr

HM17321, Roche와 3조원 규모로 계약 체결

8/24 Roche의 자회사 Genentech과 약 3조원 규모로 HM17321 기술이전 계약이 공시됐다. 선급금은 1억 9천만달러 규모로 총 계약 규모의 약 8.2%에 해당하는 금액이다. 임상 1상 진행 중인 점 및 글로벌 평균 선급금 비중이 약 6~7%인 점을 감안하면 동사에 매우 긍정적인 계약이라 볼 수 있다. 26년 6월 공시되었던 Eli Lilly와의 기술 이전 이후에 또 다른 빅파마와의 계약이며 2분기 한번에 인식되었던 Sonefeglenatide의 선급금과 달리 아직 HM17321의 선급금 인식 일정은 정해진 바가 없다. 이에 따라 실적 추정에 반영하진 않았으며 추후 인식 구조가 구체화될 경우 실적 반영 예정이다.

Roche가 찾던 Novel MoA, Amylin 포트폴리오와의 상보성

Roche는 ADA 2026에서 체중 감량 효과의 정제, 치료 중단 후 체중 재증가, 인크레틴 치료 저반응군과 함께 제지방량 감소를 주요 미충족 수요로 명시했으며 인크레틴 개선과 신규 기전 파이프라인 확보를 중장기 전략으로 제시했다. HM17321 전임상 연구 결과 Cagrilintide, Petrelintide, Eloralintide와 병용 시 체지방 감소폭은 아밀린 단독 대비 개선됐다. Roche가 이미 Petrelintide와 Enicepatide를 개발 중인 만큼 기존 인크레틴, 아밀린 요법을 보완하는 기전적 상보성이 존재한다.

투자의견 Buy, 적정주가 71만원으로 상향

투자의견 Buy 유지하며 HM17321 신약가치 6천 656억원을 반영하여 적정주가를 71만원으로 상향한다. UCN2/CRFR2 경쟁은 이미 임상 단계에 진입했다. Corteria의 COR-1389는 비만 1상, Neurocrine의 NBIP-2118은 26년 5월 임상 1상, Gubra의 GUB-UCN2는 26년 7월 임상 1/2a상을 시작해 근육량, 근기능까지 평가 중이다. Eli Lilly 역시 UCN2를 심부전 임상 1상까지 개발한 뒤 2019년 중단했으나 중단 사유는 공개되지 않았으며, 신규 UCN2 비만·당뇨 특허가 2025년 공개돼 타겟 연구는 이어지고 있다. 다만 현재 Lilly 임상 파이프라인에서 UCN2 자산은 확인되지 않는다. 과거 UCN2 정맥 투여시 혈관 저항, 이완기 혈압 감소와 심박수 증가가 용량 의존적으로 관찰돼 장기지속형 비만 치료제로서는 혈압, 심박수 등 부작용 확인이 중요하다. 결국 이번 일은 UCN2 타겟에 대한 관심을 재확인한 이벤트이며 향후 임상 1상에서 전임상의 체지방 감소, 근육량 및 기능 개선이 사람에서도 재현되는지 그리고 혈압, 심박수를 포함한 안전성이 확보되는지가 후속 가치 상승의 핵심이다.

Meritz Research 2026. 8. 25

Buy

(20거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월)	710,000원
현재주가 (8.24)	540,000원
상승여력	31.5%

표1 한미약품 적정주가 산출

(십억원)		비고
한미약품의 영업가치 (A)	4,522.6	국내 상위 제약사 12mth forward EV/EBITDA 13.6
한미약품의 신약가치 (B)	4,289.1	DCF valuation
1) NASH dual agonist	1,248.9	
2) NASH triple agonist	309.0	
3) Epeglenatide	510.5	
4) LA-TRIA	1,160.0	
5) Sonepeglutide	395.1	
6) LA-UCN2	665.6	
순 차입금 (C)	-181.6	2026년 말 기준
주주가치 (D=A+B-C)	8,993.3	
주식수 (E)	12,680 천주	유통주식수 기준
적정주가 (F=D/E)	710,000	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표2 LA-UCN2 신약 가치 산정

(십억원)	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	2038E	2039E	2040E	2041E
미국 비만 성인 인구수 (백만명)	142	145	148	151	154	157	160	164	167	170
개발 일정 및 특허 만료 가정	허가									
가정 MS	0.03%	0.08%	0.14%	0.19%	0.23%	0.25%	0.28%	0.30%	0.30%	0.30%
매출 (백만달러)	299.1	813.7	1,452.4	2,010.6	2,482.5	2,752.4	3,144.3	3,436.3	3,505.0	3,575.1
로열티수익	38.9	105.8	188.8	261.4	322.7	357.8	408.8	446.7	455.6	464.8
원화환산수익 (십억원)	54.4	148.1	264.3	365.9	451.8	500.9	572.3	625.4	637.9	650.7
법인세	10.9	29.6	52.9	73.2	90.4	100.2	114.5	125.1	127.6	130.1
FCF	43.6	118.5	211.5	292.7	361.5	400.7	457.8	500.3	510.3	520.5
PVIF	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3
PV of FCFF	26.6	67.4	112.2	144.7	166.5	172.1	183.2	186.6	177.4	168.6
NPV of FCFF	1,489.1									
Terminal value	4,020.4									
PV of Terminal value	1,302.2									
Total	2,791.2									
임상시험 성공확률 15.5% 적용 (US 매출)	432.6									

주: 약가는 Wegovy 연간 2027 WAC \$8,100에서 14% 할인, 로열티율 13%, 영구성장률 -5%, WACC 7.3%, 환율 1,400원, 미국:미국의 매출 65:35 가정
 자료: 메리츠증권 리서치센터

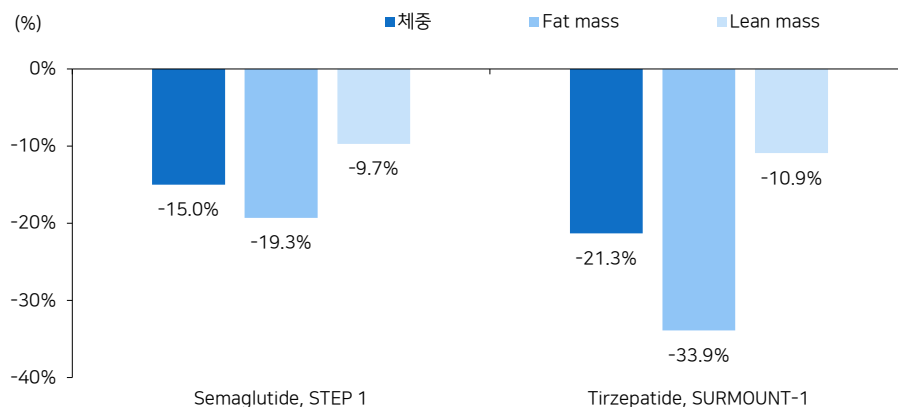
1. GLP-1 비만치료제의 다음 과제, 근육 보존

GLP-1 계열의 체중 감량 효과가 15 ~ 20% 이상으로 확대되면서 얼마나 많이 감량하는 가에서 무엇을 감량하는 가로 관심이 이동하고 있다. 임상 3상 STEP 1에서 Semaglutide는 68주간 체중 -15.0%, 체지방량 -19.3%와 함께 제지방량 -9.7% 감소를 기록했다. 임상 3상 SURMOUNT-1에서도 Tirzepatide는 72주 체중 -21.3%, 체지방량 -33.9%, 제지방량 -10.9%로 감량분의 약 25%가 제지방 감소였다.

이에 차세대 비만 치료제 경쟁은 체중 감량률에서 지방 특이적인 질적으로 개선된 체중 감량으로 확장되고 있다. Eli Lilly의 Bimagrumab과 Semaglutide 병용 요법은 Semaglutide 단독 요법 대비 제지방량 감소를 크게 줄였고, Regeneron의 Trevogrumab 병용 요법 역시 Semaglutide 단독 요법 대비 제지방량의 약 절반을 보존했다.

결국 근육 감소는 고효능 비만치료 시대의 새로운 문제다. 이런 관점에서 지방 감소와 근육 보존·증가를 동시에 목표로 하는 전략의 가치가 높아지고 있으며, UCN2 기반 HM17321에 대한 Genetech의 기술 도입 역시 이러한 변화와 맞닿아 있다.

그림1 Wegovy, Zepbound의 체중 감량 및 체지방량, 제지방량 감소 효능 비교



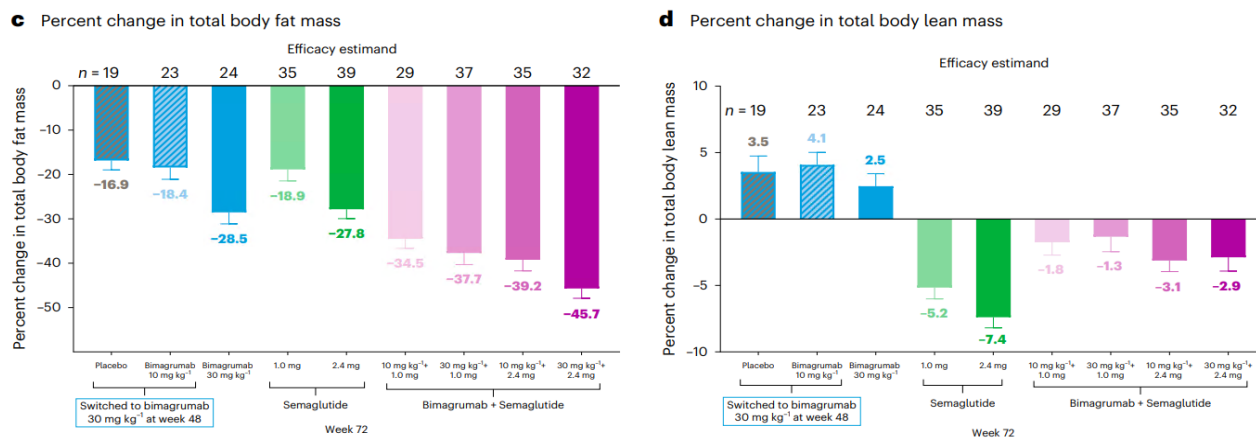
자료: STEP1, SURMOUNT-1, 메리츠증권 리서치센터

2. 근감소 문제 해결을 위한 차세대 비만 파이프라인

GLP-1 치료 과정에서 발생하는 체지방량 감소를 개선하기 위한 접근은 크게 ① Myostatin/Activin 경로 억제를 통한 근육 보존, ② 지방 선택적 감소, ③ 근육 대사 자체를 활성화하는 방식 등으로 구분된다. 가장 임상이 앞선 자산은 Eli Lilly의 Bimagrumab이다. Activin type II receptor를 차단해 근육량을 증가시키는 기전으로 2026년 발표된 임상 2상에서 Semaglutide 단독군의 체지방량이 48주 -4.7% ~ -6.9% 감소한 데 비해 Bimagrumab 병용군에서는 -0.8% ~ -2.3%로 감소폭이 제한됐다. 동시에 고용량 병용군은 72주 체중 -22.1%, 체지방량 -45.7%를 기록해 근육을 보존하면서 지방 감소를 확대할 수 있다는 개념을 임상적으로 입증했다.

Regeneron 역시 Myostatin 타겟 항체 Trevogrumab과 Activin A 타겟 항체 Garetosmab을 Semaglutide와 병용 개발 중이다. COURAGE 임상 2상에서 Semaglutide 단독 투여 시 전체 체중 감량의 약 35%가 체지방량 감소에서 발생했으나 Trevogrumab 병용은 체지방량 감소를 약 51%, Garetosmab까지 추가한 3제 병용은 약 81%까지 억제했다. 이와 달리 Wave의 WVE-007은 간에서 INHBE를 억제해 지방 조직 대사를 조절하는 GalNAc-siRNA로 임상 1상 단회 투여 6개월 후 내장지방 -14%, 총 체지방 -5%와 함께 체지방량 +2%를 기록해 체성분 개선을 유도할 가능성을 제시했다.

그림2 Bimagrumab, Semaglutide 병용 임상 2상 효능 결과



자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 근감소 타겟 RNA 파이프라인 임상 개발 현황

회사	파이프라인	타겟	모달리티	임상 단계	NCT number	1차 종료 시점
Wave Life Sciences	WVE-007	INHBE	siRNA	Phase 1/2a INLIGHT	NCT06842186	2027.12
Arrowhead	ARO-INHBE	INHBE	siRNA	Phase 1/2a	NCT06700538	2027.09.17
	ARO-ALK7	ACVR1C / ALK7	siRNA	Phase 1/2a	NCT06937203	2027.02
Alnylam	ALN-2232	ACVR1C / ALK7	siRNA	Phase 1/2	NCT07463846	2027.04.27
	ALN-6222	INHBE	siRNA	Phase 1	NCT07624071	2027.12.14
Rona/Ikaria	RN3161	INHBE	siRNA	Phase 1/2a	NCT07245771	2027.02.15
Sanogene	SGB-7342	INHBE	siRNA	Phase 1	NCT07324850	2026.10.28
CMS/Shenzhen Kangzhe	CMS-D008	INHBE	siRNA	Phase 1	NCT07518589	2027.11.24
BaseCure	BC-006	INHBE	siRNA	Phase 2	ISRCTN83576037 / ISRCTN49366748	-
Leaderna	LDR2515	INHBE	siRNA	중국 Phase 1	CTR20260372	-

자료: Clinical Trials, 메리츠증권 리서치센터

표4 GLP-1 근감소 개선 파이프라인 임상 개발 현황

회사	파이프라인	타겟	모달리티	임상 단계	NCT number	1차 종료 시점
Eli Lilly	Bimagrumab	ActRIIA/ActRIIB	mAb	Phase 2	NCT06643728	2026.01.16
Regeneron	Trevogrumab	Myostatin/GDF8	mAb	Phase 2 COURAGE	NCT06299098	2026.05.18
	Garetosmab	Activin A	mAb	Phase 2	NCT06299098	2026.05.18
Scholar Rock	Apitegromab	Myostatin	mAb	Phase 2 EMBRAZE	NCT06445075	2025.03.04
	SRK-439	Myostatin	mAb	Phase 1	NCT07444294	2026.12.17
Biohaven	Taldefgrobep alfa	Myostatin/GDF8	Recombinant fusion Ptn	Phase 2b	NCT07281495	2026.09
Roche/Chugai	Emugrobart	Myostatin	mAb	Phase 2 GYMINDA	NCT06965413	2026.08.24
Laekna	LAE102	ActRIIA/ACVR2A	mAb	Phase1, Phase 2	NCT06493084; NCT07671391	Ph1 2026.09.30 Ph2 2027.07
	LAE103	ActRIIB/ACVR2B	mAb	Phase 1	NCT07230496	2028.03.20
iBio	IBIO-600	Myostatin/ GDF8 + GDF11	mAb	Phase 1	NCT07487376	2027.05
Veru	Enobosarm	AR	경구 SARM	Phase 2b PLATEAU,	NCT07446998	2027.10
				Phase 2b QUALITY	NCT06282458	2025.04.11
한미약품/Genentech	HM17321	CRF2	Peptide	Phase 1	NCT07219589	2027.03
Gubra	GUB-UCN2	CRF2	Peptide	Phase 1/2a	NCT07702890	2028.12
Neurocrine	NBIP-2118	CRF2	Peptide	Phase 1	-	-
Corteria	COR-1389	CRF2	Peptide	Phase 1	CTIS 2024- 514853-31-00	-

자료: Clinical Trials, 메리츠증권 리서치센터

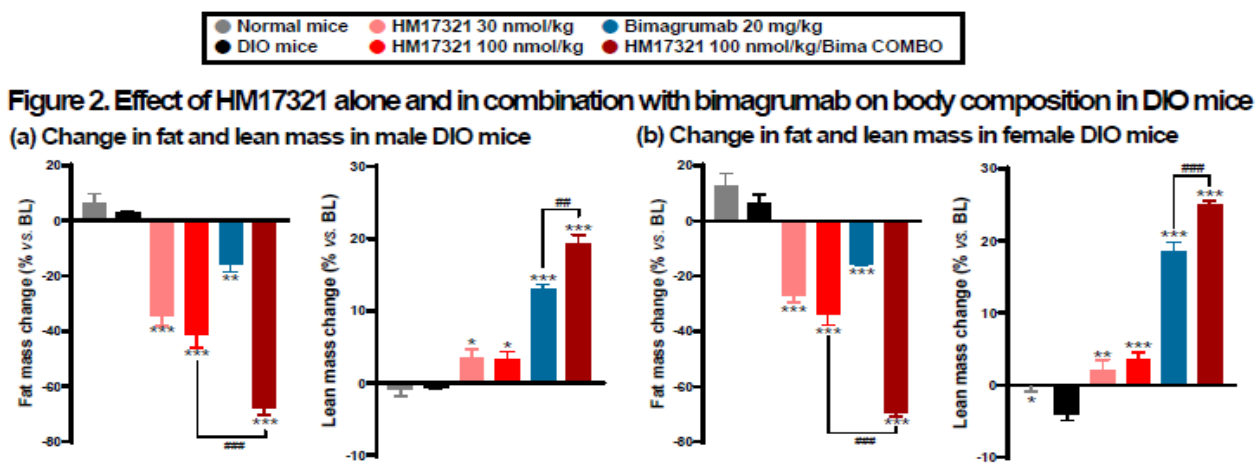
3. UCN2, 체중 감량의 질을 높이는 차세대 비만 타겟

UCN2(Urocortin-2)는 골격근과 지방 조직 등에 존재하는 CRF2(CRHR2) 수용체를 선택적으로 활성화하는 펩타이드다. CRF2 활성화는 지방 조직에서 지방 분해를 촉진하는 동시에 골격근에 직접 작용해 근비대와 대사, 근기능 개선을 유도할 수 있다. 따라서 UCN2의 개발 목표는 GLP-1 치료에 동반되는 근손실을 단순히 억제하는 데 그치지 않고 지방은 선택적으로 감소시키면서 근육량과 실제 근기능까지 증가시키는 질적 개선에 있다.

HM17321은 지속형 CRF2 선택적 UCN2 analog로 임상 1상이 진행 중이다. 비만 마우스에서 체지방량 33.6% 감소 및 제지방량 11.9% 증가를 기록했고 근육량 증가와 함께 근력 수치가 정상 동물 수준까지 회복됐다. ADA 2026에서는 남/여 DIO mouse에서 HM17321 단독으로 체지방량 각각 41.1%/34.0% 감소, 제지방량 3.2%/3.5% 증가와 함께 근력 개선이 확인됐다. 특히 같은 연구에서 Bimagrumab은 제지방량을 12.9% ~ 18.6% 증가시켰음에도 뚜렷한 근기능 개선이 관찰되지 않아 HM17321은 단순 근육량 증가보다 근력 개선을 동반한 근육량 증가를 지향한다는 점이 차별점이다. 다만 현재까지 모든 근육 관련 효능은 비임상 결과로 임상 효능은 아직 입증되지 않았다.

UCN2/CRF2 경쟁도 본격화되고 있다. 가장 직접적인 경쟁자인 Gubra의 GUB-UCN2는 2026년 임상 1/2a상에 진입해 단독 및 인크레틴 병용에서 근육량과 근육 기능을 임상적으로 직접 측정하고 있으며 전임상에서는 GLP-1 유발 제지방량 감소 예방과 더불어 이미 감소한 제지방량 회복까지 관찰했다. Neurocrine의 NBIP-2118, Corteria의 COR-1389 또한 임상에 진입해 있다. 결국 UCN2 핵심 경쟁은 단순히 GLP-1의 근감소를 얼마나 방어하는지가 아니라 인체에서도 실제 골격근량을 늘리고 그 증가가 근력, 운동능력 개선으로 연결되는지를 입증할 수 있는 가가 될 전망이다.

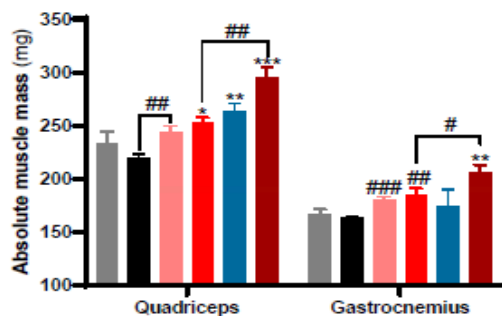
그림3 HM17321 단독 및 Bimagrumab 병용 시 체지방 감소와 제지방량 증가 동시 확인한 전임상 결과



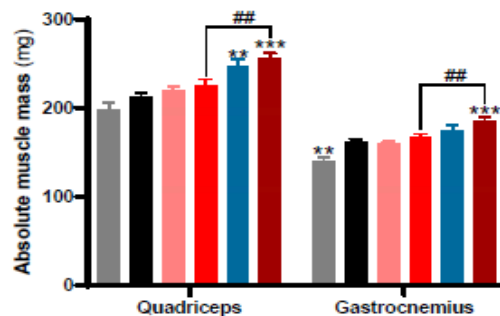
자료: ADA 2026, 메리츠증권 리서치센터

그림4 골격근량 및 근섬유 비대 유도효과를 확인한 전임상 결과

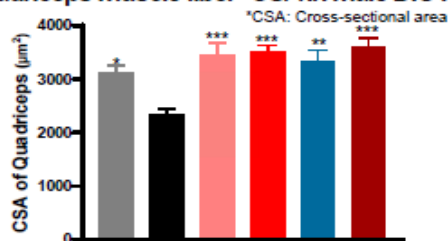
(a) Absolute muscle weight in male DIO mice



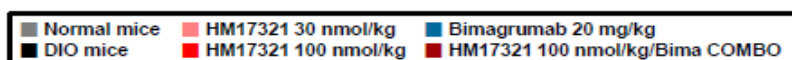
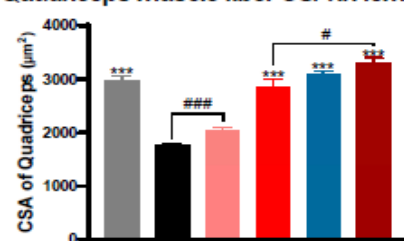
(b) Absolute muscle weight in female DIO mice



(c) Quadriceps muscle fiber *CSA in male DIO mice



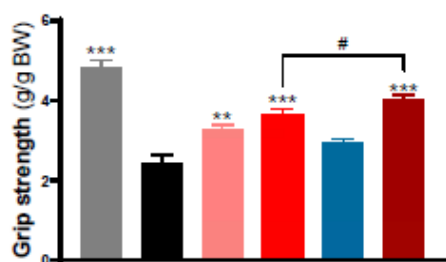
(d) Quadriceps muscle fiber CSA in female DIO mice



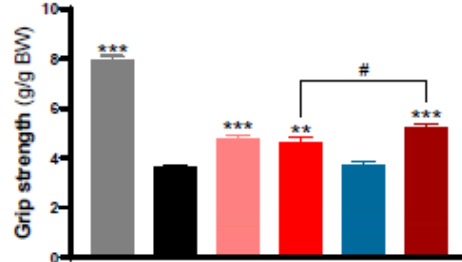
자료: ADA 2026, 메리츠증권 리서치센터

그림5 근육량 증가를 넘어 근력 개선 확인한 전임상 결과

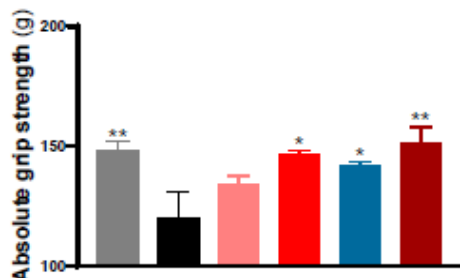
(a) Grip strength in male DIO mice (g/g BW)



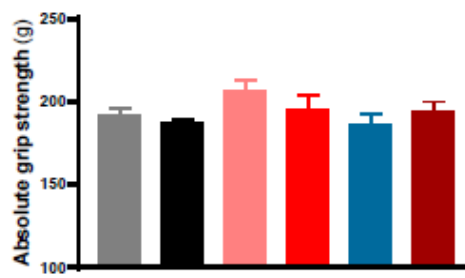
(b) Grip strength in female DIO mice (g/g BW)



(c) Absolute grip strength in male DIO mice (g)



(d) Absolute grip strength in female DIO mice (g)



자료: ADA 2026, 메리츠증권 리서치센터

4. Roche는 왜 HM17321을 가져갔을까?

Roche의 HM17321 도입은 단순히 또 하나의 체중 감량 신약 확보가 아닌 기존 비만 포트폴리오에서 상대적으로 비어 있던 체중 감량 퀄리티 영역을 보완하기 위한 BD로 판단된다. Roche는 ADA 2026 Investor Event에서 비만 치료의 주요 미충족 수요를 내약성, 체중 감량 효과의 정체, 유지요법, 인크레틴 미반응군, 동반 질환과 함께 제지방량 감소로 직접 제시했으며 당시 이에 대응하는 자산은 Myostatin 억제제 Emugrobart와 인크레틴 병용 조합뿐이었다.

HM17321은 이러한 Roche의 공개 전략과 높은 정합성을 보인다. ADA 2026에서 공개한 전임상에서는 HM17321을 아밀린 유사체인 Cagrilintide, Petrelintide, Eloralintide와 각각 병용했다. 각 아밀린 단독군의 체지방 감소가 -15.8% ~ -32.4%, 제지방량 증가가 9.2% ~ 12.9% 도출된 반면 HM17321 병용군에서는 체지방 감소폭이 -45.4% ~ -56.5%로 확대되고 제지방량은 17.9% ~ 22.1% 증가했다. 동사는 이를 근거로 HM17321이 아밀린 또는 인크레틴 치료제와 병용 시 체중 감량 효과와 더불어 체중 감량의 질적인 개선 가능성을 제시했다.

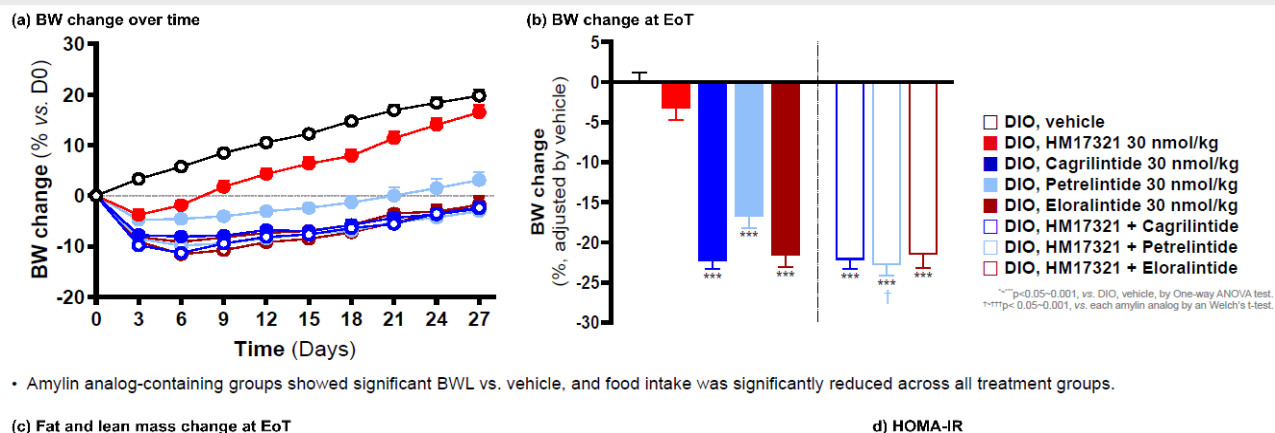
Roche 입장에서는 이 데이터가 특히 주목된다. Roche는 이미 장기지속형 아밀린 유사체 Petrelintide를 보유하고 있으며 임상 2상 ZUPREME-1에서 최대 10.7% 체중 감량과 양호한 GI 내약성을 확인했다. 또한 Enicepatide와 Petrelintide의 병용 임상 2상 개발을 공식화하는 등 비만 치료제의 병용 전략을 적극적으로 추진하고 있다. 다만 Roche가 HM17321을 Petrelintide 또는 Enicepatide와 실제 병용 개발할지는 아직 공개되지 않았다. 현재 확인 가능한 계약상의 개발 방향은 지방량을 선택적으로 감소시키면서 근육량과 근기능을 개선하는 차별화된 치료 전략이며 향후 개발 전략을 모니터링할 필요가 있다.

그림6 비만 치료의 주요 미충족 수요 공략을 목표로 하는 Roche



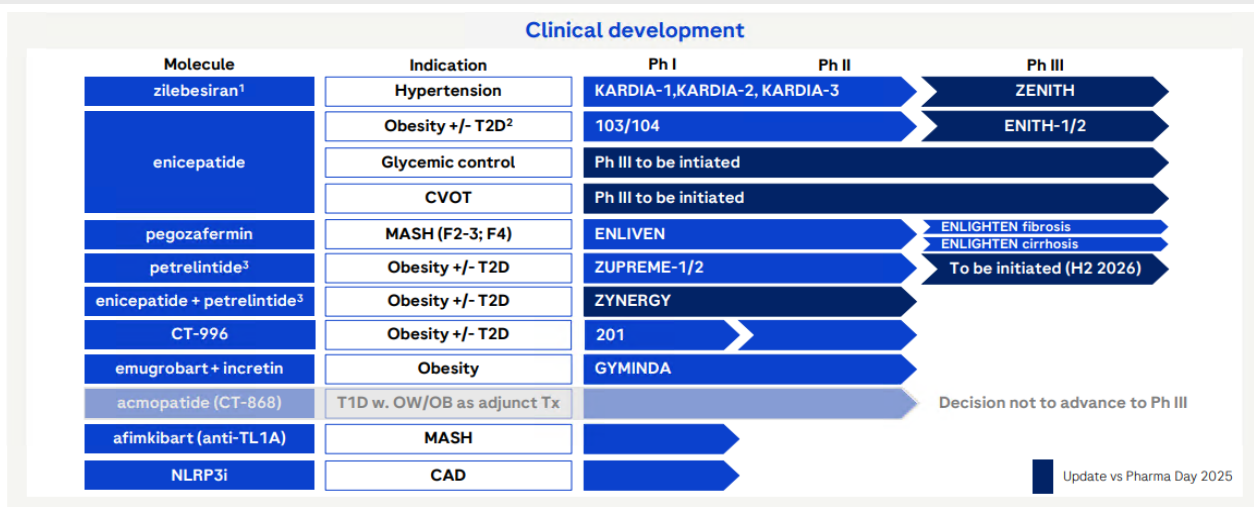
자료: Roche, 메리츠증권 리서치센터

그림7 아밀린 유사체와의 병용 시너지를 도출한 전임상 결과



자료: ADA 2026, 메리츠증권 리서치센터

그림8 Roche의 비만 파이프라인 포트폴리오



자료: Roche, 메리츠증권 리서치센터

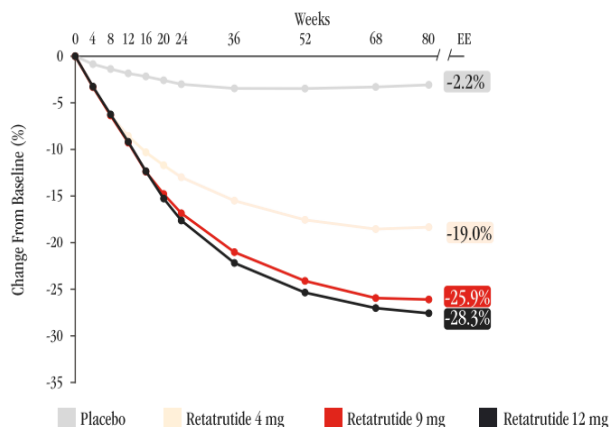
5. 다음 기술 이전 후보는 LA-TRIA

LA-UCN2 다음으로 기술 이전 후보 파이프라인은 LA-TRIA이며 Eli Lilly의 Retatrutide의 임상 3상 성공과 비만 자산 확보 경쟁을 고려할 때 기술 이전 가능성은 높아지고 있다. Retatrutide는 비당뇨 비만 임상 3상 TRIUMPH-1에서 12mg 기준 80주 -28.3%, BMI $\geq$ 35 환자의 104주 연장 분석에서 -30.3% 체중감량을 기록했으며 Lilly는 2027년 1분기 FDA 허가 신청을 계획하고 있다. 이에 삼중작용제의 경쟁은 기전 자체의 유효성보다 Retatrutide에 근접한 효능을 내약성 및 체성분 개선과 함께 구현할 수 있는 지로 이동하고 있다.

경쟁 파이프라인 중 Novo Nordisk가 라이선스인을 통해 도입한 UBT251은 중국 임상 2상에서 24주 -19.7%를 확인했고 중국 임상 3상 등록 및 글로벌 Ph1b/2a가 진행 중이다. 반면 LA-TRIA는 미국에서 267명의 비만 환자 대상으로 36주 임상 2상과 T2D 임상 2상을 병행하는 중이며 비만 결과는 2027년 확인될 예정이다. 특히 삼중효능제 파이프라인 중 글로벌 임상 2상 자산이라는 점에서 BD 희소성이 높다.

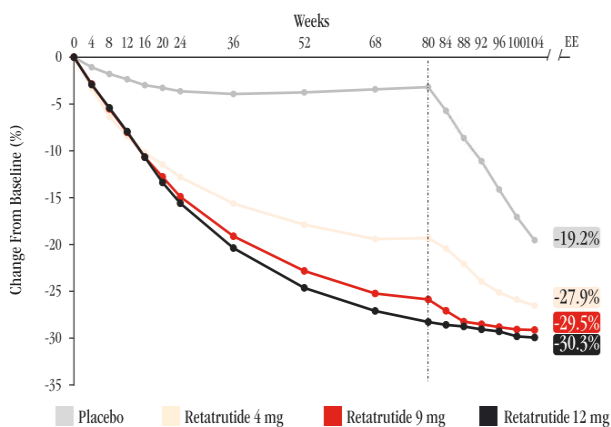
최근 거래도 이를 뒷받침한다. Novo Nordisk는 임상 1b 파이프라인 UBT251에 최대 20억 달러 규모에 2억 달러 업프론트를 지급한 바 있으며, AbbVie는 임상 1상 아말린 파이프라인에 약 22억 달러 규모에 3억 5천만달러 업프론트를 지급, Genentech은 임상 1상 HM17321에 약 23억 달러 규모에 1억 9천만달러 업프론트 지급 예정이다. 따라서 LA-TRIA가 2027년 임상 2상에서 20%대 중후반 체중감량과 양호한 GI 내약성을 확인할 경우 한미약품의 차기 대형 기술 이전 후보로 부각될 가능성이 높다.

그림9 TRIUMPH-1 체중감량 80주 결과



자료: Eli Lilly, 메리츠증권 리서치센터

그림10 TRIUMPH-1 체중감량 104주 결과



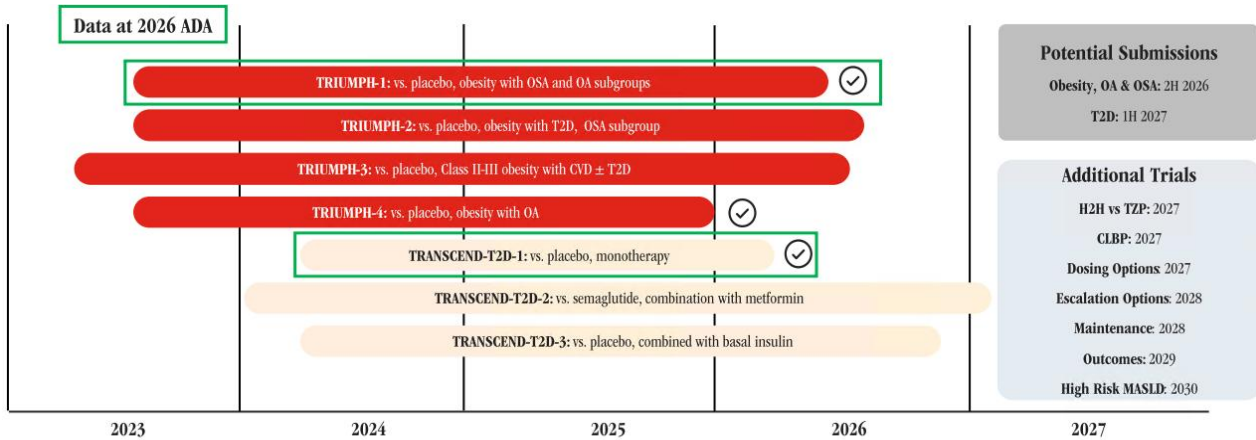
자료: Eli Lilly, 메리츠증권 리서치센터

그림11 TRIUMPH-1 부작용 결과

Treatment Emergent Adverse Events (%)	Placebo	Retatrutide 4 mg	Retatrutide 9 mg	Retatrutide 12 mg
Nausea	15%	29%	38%	42%
Diarrhea	13%	25%	34%	32%
Constipation	11%	24%	26%	26%
Vomiting	5%	11%	23%	25%
Upper respiratory tract infection	12%	14%	12%	13%
Dysesthesia	1%	5%	12%	13%
Urinary tract infection	5%	8%	9%	8%
Discontinuation due to Adverse Events	5%	4%	7%	11%

자료: Eli Lilly, 메리츠증권 리서치센터

그림12 Retatrutide 임상 3상 타임라인



자료: 메리츠증권 리서치센터

표5 2024 ~ 2026 비만 파이프라인 에셋별 계약 규모 및 업프론트 현황

계약일	Licensor	Licensee	자산	기전	계약 당시 단계	최대 계약규모	업프론트	업프론트 비중
2024.12	Merck	Hansoh	HS-10535	Oral GLP-1	Preclinical	\$2.0bn	\$112m	5.6%
2025.03	Novo Nordisk	United Bio	UBT251	GLP-1/GIP/GCG	Ph1b	\$2.0bn	\$200m	10.0%
2025.03	AbbVie	Gubra	GUB014295	Amylin	Ph1	\$2.2bn	\$350m	15.7%
2025.03	Roche	Zealand	Petrelintide	Amylin	Ph2	\$5.3bn	\$1.65bn	31.1%
2026.08	Roche/Genentech	한미약품	HM17321	UCN2/CRF2	Ph1	\$2.3bn	\$190m	8.2%

자료: 각 사, 메리츠증권 리서치센터

표6 GLP-1/GIP/GCG 삼중효능제 임상 개발 현황

회사	파이프라인	적용증	임상 단계	NCT number	상태	1차 종료 시점
Eli Lilly	Retatrutide	비만	Phase 3	NCT06662383	Active, not recruiting	2026.11
		비만	Phase 3b	NCT07232719	진행	2027.07
		비만, 감량 유지	Phase 3	NCT06859268	진행	2028.04
		비만	Phase 3b	NCT07357415	진행	2028.10
		비만 + 만성 요통	Phase 3	NCT07035093	Active, not recruiting	2027.09
		비만 + CV/신장	Phase 3	NCT06383390	Active, not recruiting	2029.02
		MASLD, liver outcomes	Phase 3	NCT07165028	Recruiting	2030.08
		T2D	Phase 3	NCT06260722	Active, not recruiting	2026.08
United Bio / Novo Nordisk	UBT251	T2D + 중등도/중증 신기능저하	Phase 3	NCT06297603	Active, not recruiting	2026.10
		비만	Phase 1b/2a	NCT07395687	Recruiting	2027.01.14
		비만	중국 Phase 3	NCT07648225	Not yet recruiting	2027.09.29
		T2D	Phase 2	NCT07668388	Not yet recruiting	2027.10.04
		T2D	중국 Phase 3	NCT07653477	등록	2028.02.29
		MASH	중국 Phase 2	NCT07145151	Recruiting	2027.06.04
한미약품	HM15275 / LA-TRIA	비만/과체중 + CKD	중국 Phase 2	NCT07134335	Recruiting	2030.07.11
		비만	Phase 2	NCT07205900	Active, not recruiting	2027.01
Hengrui / Kailera	HRS-4729 / KAI-4729	T2D	Phase 2	NCT07527650	Recruiting	2027.10
		비만	중국 Phase 2	NCT07690826	Not yet recruiting	2027.03
		MASH	중국 Phase 2	NCT07660848	Not yet recruiting	2028.03
Minwei / Lepu	MWN101	비만	글로벌 Phase 1	-	-	-
		비만/과체중	중국 Phase 2	-	완료	-
	MWN109sc MWN109o	T2D	중국 Phase 2	-	완료	-
		비만/과체중	중국 Phase 2	-	진행	-
		T2D	중국 Phase 2	-	진행	-
		비만/과체중	중국 Phase 2	-	진행	-
Kanion / Zhongxin	ZX2021	비만/과체중	중국 Phase 2	-	진행	-
Jiangsu Deyuan	DYX116	비만/과체중	중국 Phase 2	-	진행	-
		T2D	중국 Phase 2	-	진행	-
Sunshine Lake	HEC-007	비만/과체중	중국 Phase 1	NCT07102251	Recruiting	2026.12.31
Protagonist	PN-477sc	비만	Phase 1	-	-	-
	PN-477o	비만	Phase 1	-	-	-
Neurocrine	NBIP-1968	비만	Phase 1	-	-	-
Ascleitis	ASC37	비만(월 1회)	IND-enabling	-	-	-
MBX Biosciences	MBX 6180	비만(월 1회)	IND-enabling	-	-	-

자료: Clinical Trials, 메리츠증권 리서치센터

Company Data

한미약품 (128940)

KOSPI	6,696.96pt
시가총액	69,179억원
발행주식수	1,281만주
유동주식비율	49.04%
외국인비중	13.89%
52주 최고/최저가	626,000원/283,000원
평균거래대금	593.9억원

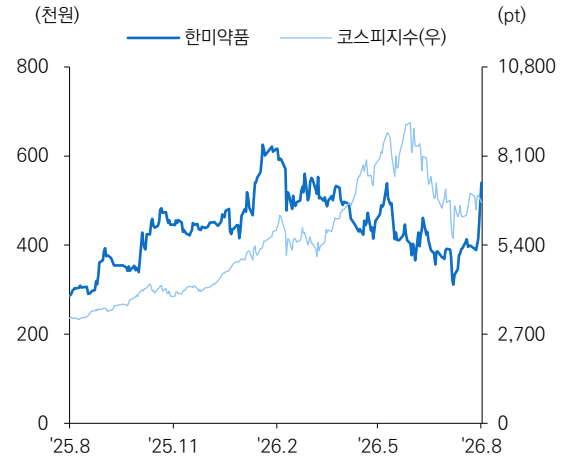
주요주주(%)

한미사이언스 외 6 인	50.10
국민연금공단	9.87

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	37.8	-12.3	90.8
상대주가	37.6	-21.9	-9.7

주가그래프



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2023	1,490.9	220.7	146.2	11,415	76.6	74,580	30.9	4.73	15.3	16.0	72.6
2024	1,495.5	216.2	121.3	9,470	-17.0	84,685	29.6	3.31	12.9	11.9	62.9
2025	1,547.5	257.8	169.6	13,235	39.8	97,553	34.2	4.63	17.4	14.5	50.2
2026E	1,650.0	292.4	205.1	16,012	21.0	118,660	33.7	4.55	17.6	14.8	41.9
2027E	1,632.5	225.6	171.1	13,355	-16.6	136,276	40.4	3.96	20.3	10.5	35.2

한미약품 (128940)

Income Statement

(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
매출액	1,490.9	1,495.5	1,547.5	1,650.0	1,632.5
매출액증가율(%)	12.0	0.3	3.5	6.6	-1.1
매출원가	661.6	678.5	663.1	677.7	703.2
매출총이익	829.3	817.0	884.4	972.3	929.3
판매관리비	608.6	600.9	626.6	679.8	703.8
영업이익	220.7	216.2	257.8	292.4	225.6
영업이익률(%)	14.8	14.5	16.7	17.7	13.8
금융손익	-22.2	-18.9	-5.0	1.4	9.3
종속/관계기업손익	-1.3	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0
기타영업외손익	-3.2	-26.0	-39.3	-27.7	-31.7
세전계속사업이익	194.0	171.3	213.5	266.1	203.1
법인세비용	28.6	30.8	26.3	54.0	30.5
당기순이익	165.4	140.4	187.1	212.2	172.7
지배주주지분 순이익	146.2	121.3	169.6	205.1	171.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	216.5	193.5	173.1	428.9	259.5
당기순이익(손실)	165.4	140.4	187.1	212.2	172.7
유형자산상각비	86.0	85.5	86.2	86.8	89.7
무형자산상각비	12.4	11.8	12.6	15.0	17.1
운전자본의 증감	-57.4	-90.3	-150.1	103.3	-19.9
투자활동 현금흐름	-183.5	24.9	-159.5	-93.5	-48.8
유형자산의증가(CAPEX)	-27.4	-39.3	-43.0	-47.9	-24.0
투자자산의감소(증가)	25.8	-127.9	48.8	90.7	-0.8
재무활동 현금흐름	-126.8	-93.8	-97.2	-78.9	-73.2
차입금의 증감	-105.5	-76.2	-62.5	-40.9	-47.8
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	1.3	0.0
현금의 증가(감소)	-92.4	137.3	-84.0	262.8	137.6
기초현금	147.3	55.0	192.3	108.3	371.1
기말현금	55.0	192.3	108.3	371.1	508.6

Balance Sheet

(십억원)	2023	2024	2025	2026E	2027E
유동자산	730.6	746.3	894.0	1,235.4	1,405.6
현금및현금성자산	55.0	192.3	108.3	371.1	508.6
매출채권	168.1	238.3	337.3	271.0	283.8
재고자산	288.8	300.9	338.5	352.4	369.1
비유동자산	1,168.0	1,274.5	1,243.7	1,185.7	1,207.7
유형자산	833.2	795.6	760.2	777.0	791.3
무형자산	81.1	94.1	113.3	146.2	157.1
투자자산	44.6	172.5	123.6	32.9	33.7
자산총계	1,898.7	2,020.8	2,137.6	2,421.1	2,613.3
유동부채	704.8	682.8	605.2	614.0	595.1
매입채무	45.2	38.6	54.3	53.1	55.6
단기차입금	336.1	370.6	319.5	288.5	256.5
유동성장기부채	145.4	31.2	13.6	12.7	12.7
비유동부채	93.7	97.3	109.5	101.0	84.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	82.0	85.9	91.8	82.9	66.9
부채총계	798.5	780.1	714.7	714.9	680.0
자본금	31.4	32.0	32.0	32.0	32.0
자본잉여금	412.0	411.3	411.3	412.6	412.6
기타포괄이익누계액	-29.9	4.0	13.2	123.6	203.6
이익잉여금	582.0	680.9	836.5	992.3	1,138.0
비지배주주지분	144.8	155.9	173.1	186.0	187.6
자본총계	1,100.2	1,240.8	1,422.9	1,706.1	1,933.4

Key Financial Data

	2023	2024	2025	2026E	2027E
주당데이터(원)					
SPS	116,376	116,736	120,797	128,794	127,433
EPS(지배주주)	11,415	9,470	13,235	16,012	13,355
CFPS	25,861	24,961	30,071	30,230	23,462
EBITDAPS	24,912	24,473	27,836	30,774	25,939
BPS	74,580	84,685	97,553	118,660	136,276
DPS	490	1,250	2,000	2,000	2,000
배당수익률(%)	0.1	0.4	0.4	0.4	0.4
Valuation(Multiple)					
PER	30.9	29.6	34.2	33.7	40.4
PCR	13.6	11.2	15.0	17.9	23.0
PSR	3.0	2.4	3.7	4.2	4.2
PBR	4.73	3.31	4.63	4.55	3.96
EBITDA(십억원)	319.2	313.5	356.6	394.2	332.3
EV/EBITDA	15.3	12.9	17.4	17.6	20.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.0	11.9	14.5	14.8	10.5
EBITDA 이익률	21.4	21.0	23.0	23.9	20.4
부채비율	72.6	62.9	50.2	41.9	35.2
금융비용부담률	1.9	1.6	1.1	0.8	0.7
이자보상배율(x)	7.7	8.9	15.2	22.0	19.0
매출채권회전율(x)	8.6	7.4	5.4	5.4	5.9
재고자산회전율(x)	5.4	5.1	4.8	4.8	4.5

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에서 해당 추천 종목을 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	89.7%
중립	10.3%
매도	0.0%

2026년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

한미약품 (128940) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*	주가 및 적정주가 변동추이
					평균 최고(최저)	
2024.07.31	기업브리프	Buy	390,000	김준영	-23.3 -10.1	
2025.01.14	기업브리프	Buy	370,000	김준영	-32.4 -29.6	
2025.02.05	기업브리프	Buy	350,000	김준영	-29.7 -23.0	
2025.04.30	기업브리프	Buy	360,000	김준영	-16.7 9.2	
2025.10.15	기업브리프	Buy	420,000	김준영	-12.9 1.9	
2025.10.31	기업브리프	Buy	500,000	김준영	-10.7 -4.1	
2025.11.13	산업분석	Buy	570,000	김준영	-20.1 -5.1	
2026.02.06	기업브리프	Buy	620,000	김준영	-17.5 1.0	
2026.06.02	기업브리프	Buy	690,000	김준영	-40.5 -26.5	
2026.07.29	기업브리프	Buy	630,000	김준영	-38.2 -14.3	
2026.08.25	기업브리프	Buy	710,000	김준영	-	