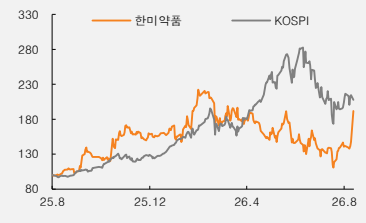


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 730,000원
현재주가(26/8/24)	540,000원
상승여력	35.2%

영업이익(26F, 십억원)	293
Consensus 영업이익(26F, 십억원)	298
EPS 성장률(26F, %)	13.6
MKT EPS 성장률(26F, %)	281.0
P/E(26F, x)	35.9
MKT P/E(26F, x)	6.7
KOSPI	6,696.96
시가총액(십억원)	6,918
발행주식수(백만주)	13
유동주식비율(%)	49.0
외국인 보유비중(%)	13.9
베타(12M) 일간수익률	0.10
52주 최저가(원)	283,000
52주 최고가(원)	626,000
(%)	1M 6M 12M
절대주가	37.8 -12.3 90.8
상대주가	37.6 -21.9 -9.7



[제약/바이오]

김승민
sm.kim.a@miraeasset.com

128940 · 제약/바이오

한미약품

릴리와 노보를 잡을 무기, 로슈는 한미에서 찾다

투자 의견 매수, 목표주가 73만원으로 상향(기존 64만원)

목표주가는 영업가치 5.2조원, 파이프라인 가치 4.3조원(기존 3.1조원) 등을 고려해 산정했다. 로슈(제넨텍) 항 기술수출을 반영해 HM17321 가치를 기존 1,093억원에서 1.2조원으로 상향했다. (Human PoC 발표 전) 임상 1상 단계 에셋임에도 전체 계약 규모가 3.2조원, 업프론트가 2,600억원을 상회한다는 점에서 서프라이즈다.

로슈는 릴리, 존슨앤존슨, 애브비에 이은 글로벌 시가총액 4위 빅파마로, 비만 파이프라인 GLP-1/GIP 펩타이드 에니세파타이드 3상, 아밀린 펩타이드 페트렐린타이드 3상, 경구 GLP-1 저분자 CT-996 2상, 마이오스타틴 항체 에무그로바트 2상을 진행 중이다. 다만 이들 모두 릴리와 노보노디스크가 이미 상업화했거나 개발 중인 계열이기에 비만 프랜차이즈에서 릴리와 노보를 뛰어넘기는 어렵다. 결국 선두 2사와의 차별화에는 first-in-class 물질이 필요하다. 동사로부터 도입한 UCN2 펩타이드 HM17321은 계열 중 개발 단계가 전 세계에서 가장 앞선 first-in-class 후보다. 로슈가 비만 시장에서 릴리·노보 대비 차별화 카드로 도입한 것으로 판단한다. 향후 개발은 HM17321 단독뿐 아니라 로슈가 자체 임상 중인 에니세파타이드(GLP-1/GIP) 및 페트렐린타이드(아밀린)와의 고정용량복합제(FDC)로 전개될 것으로 예상된다. 로슈의 임상 진전과 마일스톤 유입에 따라 파이프라인 가치는 점진적으로 추가 상향될 전망이다.

금번 기술수출 외에도 HM15275(GLP-1/GIP/GCG), HM500197(마이오스타틴), HM15136(GCG) 등 파이프라인의 추가 기술수출 가능성과 하반기 에페글레나타이드 국내 허가·출시, 머크의 에피노페그듀타이드 MASH 2b상 데이터 발표(가능성), 에포시페그트루타이드 MASH 2b상 종료에도 주목하자.

결산기 (12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액 (십억원)	1,496	1,548	1,674	1,757	1,898
영업이익 (십억원)	216	258	293	290	315
영업이익률 (%)	14.4	16.7	17.5	16.5	16.6
순이익 (십억원)	121	170	193	229	256
EPS (원)	9,470	13,235	15,030	17,876	19,950
ROE (%)	11.9	14.5	14.4	15.1	14.7
P/E (배)	29.6	34.2	35.9	30.2	27.1
P/B (배)	3.2	4.5	4.7	4.2	3.7
배당수익률 (%)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한미약품, 미래에셋증권 리서치센터

HM17321, 로슈(제넨텍)에 계약금 2,629억원, 토탈 3.2조원 규모 기술수출

거래 개요

동사는 CRF2 수용체를 선택적으로 활성화하는 장기 지속형 UCN2 유사체 HM17321을 계약금(업프론트) 2,629억원(\$190mn), 임상개발·허가·상업화에 따른 단계별 마일스톤 약 2조 9,263억원(\$2,115mn)으로 전체 3조 1,892억원(\$2.305bn) 규모(로열티 별도)에 한국을 제외한 전 세계 권리를 제넨텍(Genentech, 로슈 그룹)에 이전하는 기술수출 계약을 체결했다. 동사는 한국 권리를 보유하며, 계약기간은 로열티 기간 만료일까지다. 제넨텍은 연구·개발·제조·상업화에 대한 독점적 라이선스를 확보한다. 마일스톤 및 경상기술료의 세부 조건은 공개되지 않았다. 원화 환산액은 2026년 8월 24일 최초 매매기준율(USD/KRW 1,383.60) 기준이다.

동사는 현재 HM17321 미국 임상1상을 진행 중이고 1상 SAD가 완료된 상황이다. MAD 종료는 27년 3월로 예상되며, 이후 임상2상부터 로슈(제넨텍)이 진행 예정이다.

표 1. HM17321 기술수출 개요

항목	내용
계약 상대	Genentech, Inc. (미국, 로슈 그룹 100% 자회사)
대상	HM17321, LA-UCN2 analog (CRFR2 selective)
총 규모	최대 US\$2.305bn (3조 1,892억원)
선금금	US\$190mn (2,629억원)
마일스톤	최대 US\$2,115mn (2조 9,263억원), 임상개발·허가·상업화 단계 연동
로열티	시판 후 연간 순매출액 연동 (비율 미공개, 두자릿수 추정)
권리 범위	제넨텍: 한국 제외 전 세계 연구·개발·제조·상업화 독점 / 한미: 한국 보유
계약 체결일	2026년 08월 24일
계약 기간	로열티 기간 만료일까지
개발 단계	미국 임상 1상 진행 중 (NCT07219589, 비만)
지속형 기술,	지방산 결합(fatty acid conjugation), 주 1회(QW) 투여 목표.
기술료 배분 여부	Fc LAPSCOVERY 지속형 기술과 다르기에 기술료 한미사이언스 분배 대상 아님

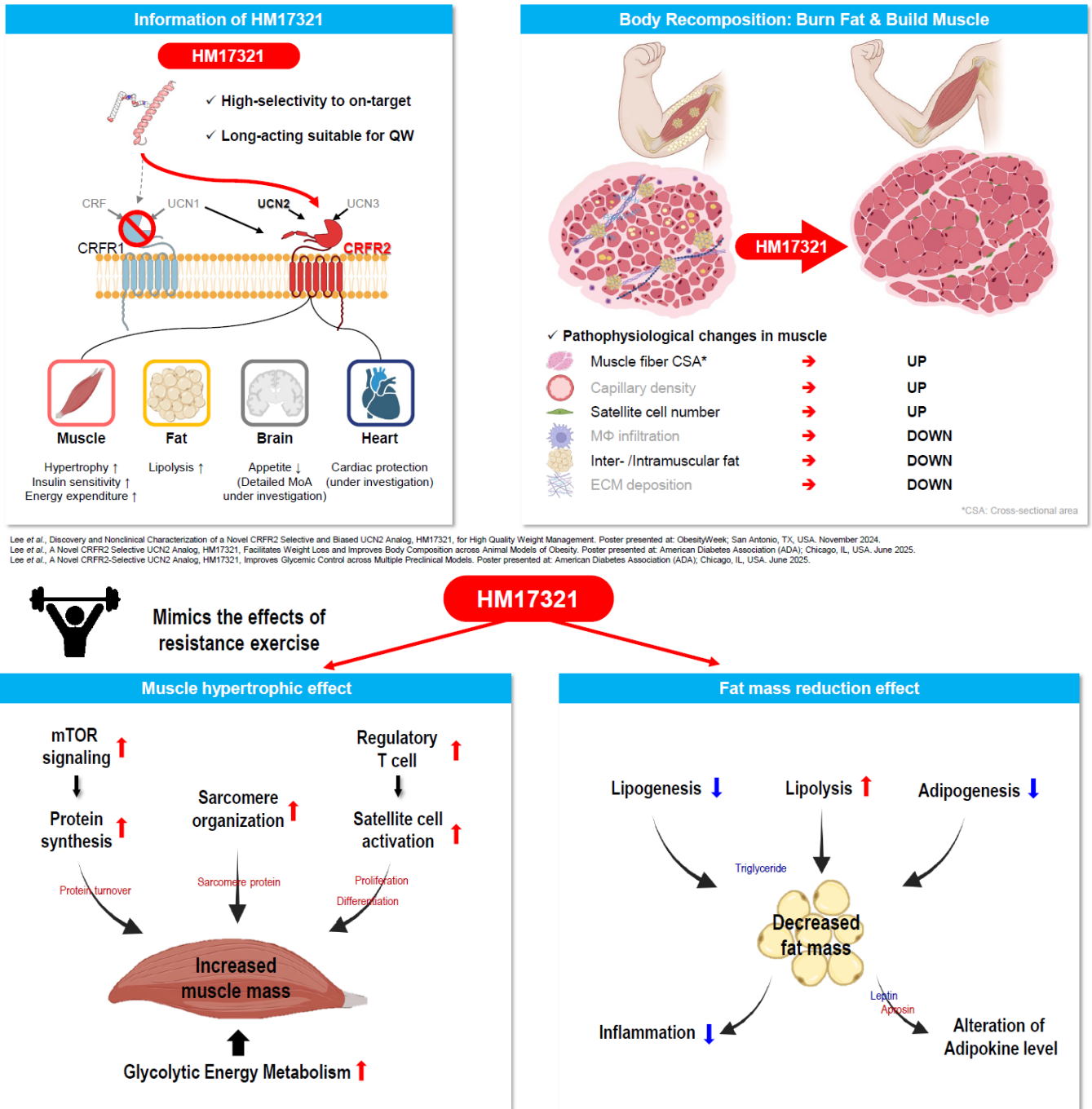
자료: 미래에셋증권 리서치센터

UCN2와 체중 감량의 질(High-quality Weight Loss)

UCN2(Urocortin 2)는 체내 CRF2 수용체에 결합해 근육의 성장과 에너지 소비를 높이고 지방 분해를 촉진한다. HM17321은 CRF1 수용체에 대한 비선택적 작용을 최소화하고 CRF2 수용체만 선택적으로 자극하도록 설계된 주 1회 장기지속형 UCN2 유사체다. GLP-1 인크레틴이 식욕과 혈당을 담당한다면, UCN2는 근육과 에너지 소비를 담당하는 별개의 축으로 이해할 수 있다. 식욕 억제에 의존하지 않고 체지방을 줄이면서 근육량과 기능을 함께 개선할 수 있다는 의미다. 단독요법뿐 아니라 GLP-1 치료에 수반되는 근손실을 보완하는 병용요법으로도 활용될 수 있다.

GLP-1 치료제 사용이 늘면서 감량의 총량보다 질(quality)이 중요해지고 있다. GLP-1을 통한 체중 감량은 통상 감량분의 30% 수준이 제지방(lean mass, 지방을 제외한 근육·수분·장기·골질량)에서 나오는 것으로 알려져 있다. 이에 미국당뇨병학회(ADA)는 2026년 진료지침에서 제지방 보존을 위해 단백질 섭취 최적화와 저항성 운동을 병행할 것을 권고하고 있다. 특히 근감소가 나타나는 고령층 등 고 위험군 환자들에서 그 중요성이 더욱 크다.

그림 1. HM17321 MoA 및 기대효과

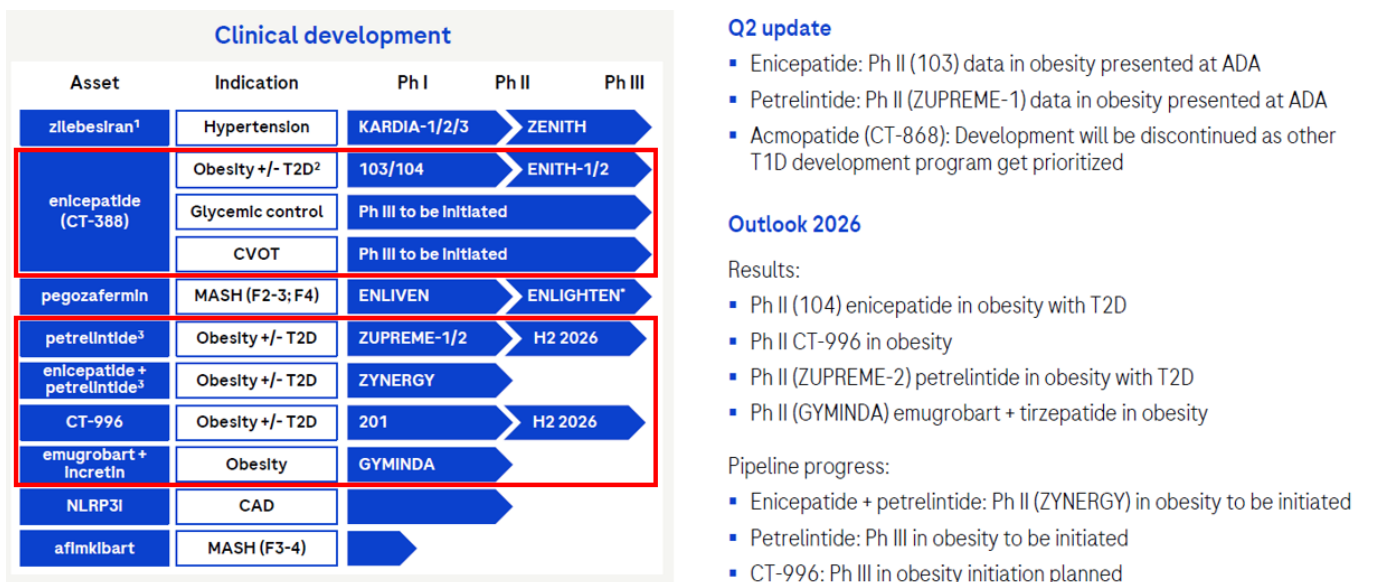


자료: 한미약품, EASD 2025, 미래에셋증권 리서치센터

Roche는 UCN2 단독, GLP-1/GIP 병용, Amylin 병용 개발 예상

로슈는 릴리, 존슨앤존슨, 애브비에 이은 글로벌 시가총액 4위 빅파마로, 비만 파이프라인 GLP-1/GIP 펩타이드 에니세파타이드 3상, 아밀린 펩타이드 페트렐린타이드 3상, 경구 GLP-1 저분자 CT-996 2상, 마이오스타틴 항체 에무그로바트 2상을 진행 중이다. 다만 이들 모두 릴리와 노보노디스크가 이미 상업화했거나 개발 중인 계열로, best-in-class 이상을 기대하기 어렵다. 결국 선두 2사와의 차별화에는 first-in-class 물질이 필요하다. 동사로부터 도입한 UCN2 펩타이드 HM17321은 계열 중 개발 단계가 전 세계에서 가장 앞선 first-in-class 후보다. 로슈가 비만 시장에서 릴리·노보 대비 차별화 카드로 라이선스-인한 것으로 판단한다. 향후 개발은 HM17321 단독뿐 아니라 에니세파타이드(GLP-1/GIP) 및 페트렐린타이드(아밀린)와의 고정용량복합제(FDC)로 전개될 것으로 예상된다.

그림 2. Roche의 심혈관계 파이프라인(2Q26)



자료: Roche, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 로슈의 비만 파이프라인 확보 주요 딜

구분	계약 체결	파트너사	업프론트	토탈	내용
M&A	23년 12월	Carmot Therapeutics	\$2.7bn	\$3.1bn	GLP-1/GIP 펩타이드 CT-388(enicepatide), GLP-1 저분자 경구 CT-996, CT868 및 비임상 인크레틴 파이프라인 확보
공동개발	25년 3월	Zealand Pharma	\$1.4bn	\$5.3bn	Amylin 펩타이드 petrelintide 개발 및 petrelintide 기반 병용 (미국/유럽 지역 공동개발/공동상업화, 손익 최대 50:50. 기타 지역 로슈 독점)
공동개발		Chugai	미공개	미공개	로슈는 Chugai 지분 약 60% 보유 모회사. 추가 독자플랫폼 적용한 Myostatin 타깃 항체 emugrobarb 개발
라이선스	26년 8월	한미약품	\$0.19bn	\$2.3bn	비인크레틴 UCN2 펩타이드 HM17321 개발 및 상업화 권리 (한국 제외)

자료: Roche, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. UCN2/CRF2 MoA 비만 임상 시험 현황

회사	에셋	MoA	적응증	임상단계
한미약품	HM17321	UCN2 analog	비만	임상1상 SAD 완료, MAD 진입
Corteria	COR-1389	CRF2 agonist	비만 심혈관 합병증, 비만	임상1상 SAD 완료, 1상 탑라인 26년 말까지 발표
Gubra	GUB-UCN	UCN2 analog	비만	임상1/2a상 시작(26.07)
Neurocrine	NBIP-2118	CFR2 agonist	비만	임상1상 시작(26.06)

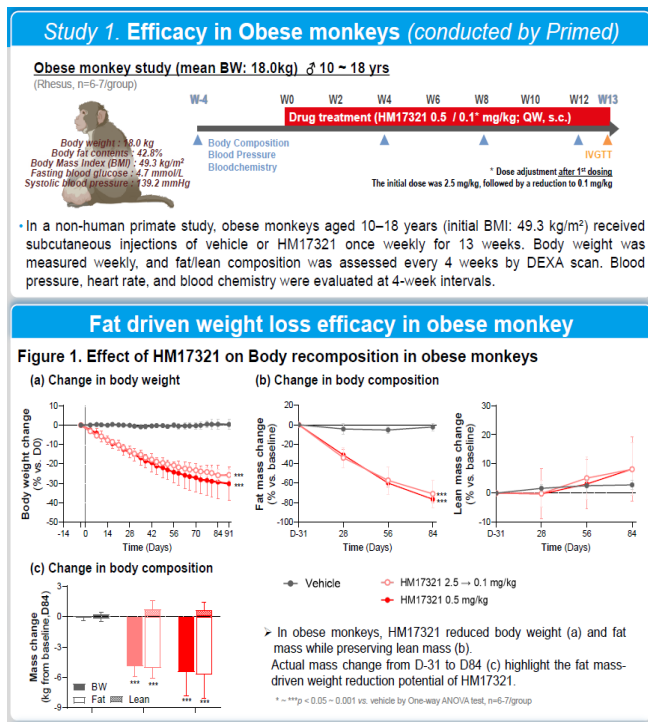
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

UCN2 단독, 영장류 모델에서 확인된 지방 선택적 감량

HM17321의 단독요법 근거 중 가장 강력한 것은 비만 붉은털원숭이 데이터다(EASD 2025, #819). 평균 체중 18.0kg, 체지방률 42.8%, BMI 49.3kg/m²의 10~18세 고령 비만 원숭이에 주 1회 피하 투여한 13주 시험에서, 체중은 25% 이상 감소했고 지방량은 70% 이상 줄었다. 반면 제지방량은 감소하지 않았을 뿐 아니라 증가 경향을 보였다. 감량이 전적으로 지방에서 나왔다는 의미로, 설치류에서 확인된 체성분 재구성 효과가 인간과 가장 가까운 영장류에서 재현된 것이다.

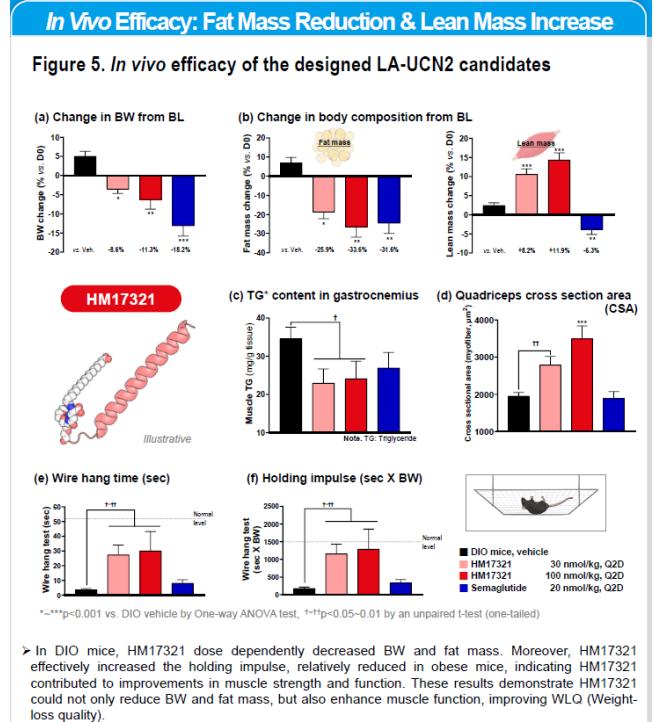
DIO 마우스에서는 위고비(세마글루타이드)보다 우수한 데이터를 확인했다. HM17321 100nmol/kg 투여군은 대조군 대비 체중 11.3%, 지방 33.6% 감소와 함께 제지방이 11.9% 증가했고, 같은 시험의 세마글루타이드군은 체중을 18.2% 줄이는 동안 제지방을 6.3% 잃었다.

그림 3. 영장류 모델 체중 변화 및 체성분 변화



자료: 한미약품, EASD 2025, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. DIO mice, n=6/group, Q2D, 8주차 변화



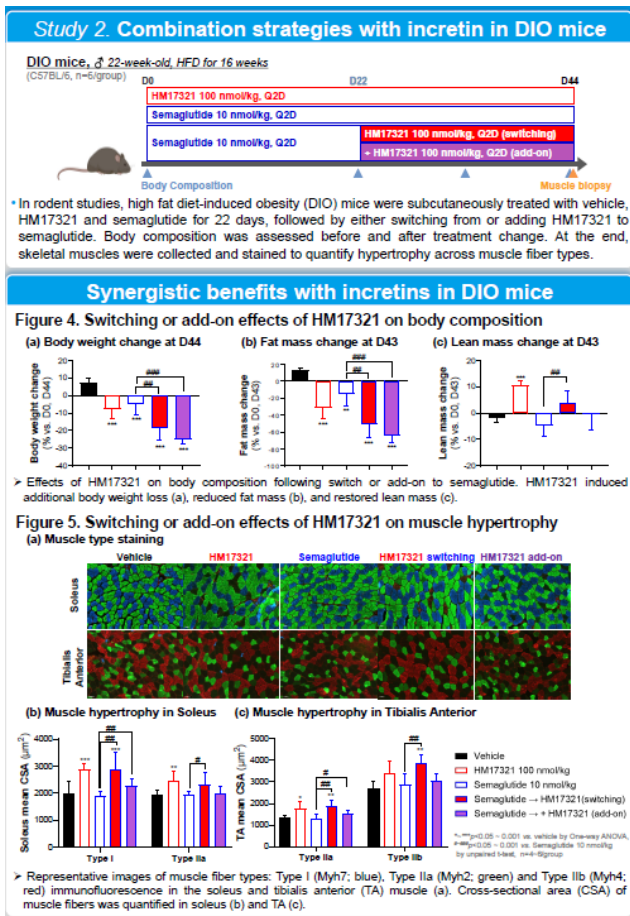
자료: 한미약품, ObesityWeek 2025, 미래에셋증권 리서치센터

GLP-1 병용, 추가(add-on)와 전환(switching) 검증

인크레틴 병용 전략은 추가(add-on)와 전환(switching) 두 갈래로 검증됐다. DIO 마우스에 세마글루타이드를 22일간 투여한 뒤 HM17321을 추가한 군에서는, 인크레틴 단독의 효능이 정체(plateau)에 접어든 이후에도 체중과 지방량이 추가로 감소했다. 시험 종료 시점에서 각 단독요법 대비 체중은 12.8~19.8%p, 지방량은 23.9~49.2%p 더 줄었다. 감량이 멈춘 구간에서 새로운 감량 여력을 만들어낸다는 점에서, 병용의 성격이 단순 추가(additive)에 그치지 않을 가능성을 시사한다.

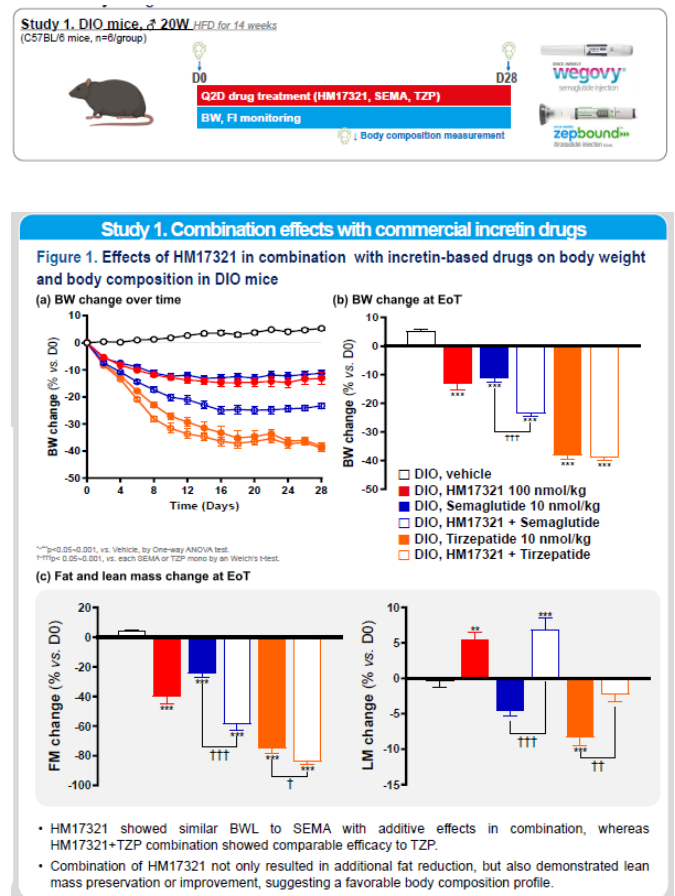
전환군의 결과는 성격이 다르다. 세마글루타이드에서 HM17321로 바꾼 군은 지방 감량을 추가로 얻거나 최소한 유지하면서, 제지방량이 전환 직전 대비 11.0~13.3%p 증가했다. 근섬유 유형별 염색에서도 가자미근의 Type I·IIa, 전경골근의 Type IIa·IIb 단면적이 모두 확대돼, 특정 근섬유에 국한되지 않는 광범위한 비대가 확인됐다. 감량기에는 인크레틴으로 체중을 빼고 유지기에는 HM17321로 체성분을 회복시키는 순차 요법, 또는 처음부터 병용해 감량과 근육 보존을 동시에 겨냥하는 전략 모두 설계 가능하다는 의미다. 별도 시험에서 HM17321은 티르제파타이드와의 병용에서도 지방 추가 감량과 제지방 보존을 보였다(ADA 2026, 3078-LB).

그림 5. Semaglutide 투여 후 HM17321 add-on, switch



자료: 한미약품, EASD 2025, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 위고비, 켈바운드와 병용



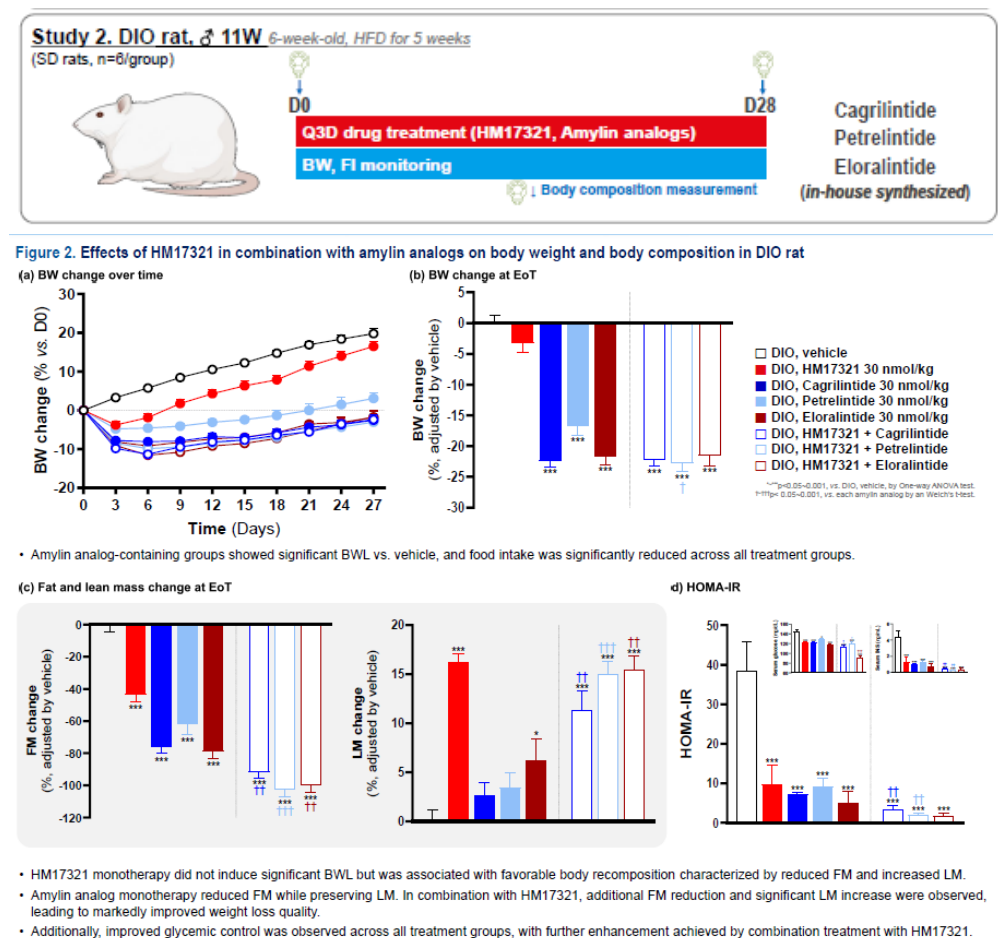
자료: 한미약품, ADA 2026, 미래에셋증권 리서치센터

아밀린 병용: 병용시 지방 감량 확대 및 제지방 증가 동시 확인

DIO 랫에서 카그릴린타이드·페트렐린타이드·엘로랄린타이드 등 아밀린 유사체 3종과 HM17321의 병용을 평가했다(ADA 2026, 3078-LB). 아밀린 단독군은 유의한 체중 감소를 보였고 감량은 주로 지방에서 나왔으며(-32.4~-15.8%), 제지방은 보존되는 양상이었다(+9.2~12.9%, 대조군 +6.6%). 여기에 HM17321을 병용시, 지방 감량이 -56.5~-45.4%로 확대됐고 제지방은 +17.9~22.1%로 증가했다. 세 조합 모두 각 아밀린 단독 대비 유의한 차이를 보였다.

한편, 지방 감량 확대가 식이 섭취의 추가 억제 없이 나타났다. 아밀린 신호에 HM17321이 식욕 경로로 얹히는 것이 아니라, 에너지 소비와 지방 분해라는 별개의 축으로 기여했음을 시사한다. 또한, 제지방이 보존을 넘어 증가로 전환되었고, 혈당 지표 역시 전 군에서 개선됐고 병용군의 개선 폭이 더 컸다. 특히 페트렐린타이드는 로슈가 개발중인 약물이고 하반기 임상 3상 개시가 예정돼 있다. 로슈 입장에서 자사 후기 임상 자산과의 병용 근거를 비임상 단계에서 이미 확보한 셈이다.

그림 7. 아밀린 유사체와의 병용



자료: 한미약품, ADA 2026, 미래에셋증권 리서치센터

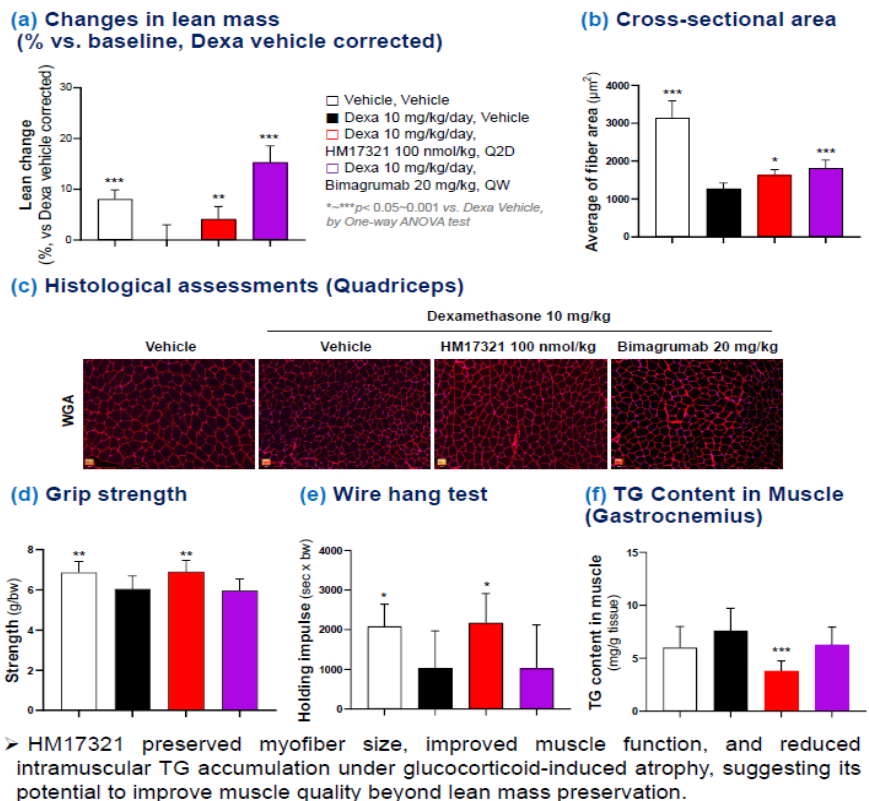
로슈의 기존 근육 자산(항체) 대체할 가능성

로슈는 이미 근손실 방지 에셋을 보유하고 있다. 마이오스타틴 항체 에무그로바트로, 현재 릴리 켈바운드(티르제파타이드) 병용 임상 2상(GYMINDA, NCT06965413)에서 근육 보존 효과를 검증 중이다. 다만 이 자산에는 두 가지 한계가 있다. 1) 백본이 경쟁사 약물이어서 로슈 자체 포트폴리오와 통합되지 않는다. 2) 항체와 펩타이드는 투여량 규모와 안정성 요구가 달라 공동 제형화 난이도가 높고, 반감기와 투여 주기가 다르면 고정용량복합제(FDC) 설계 자체가 제약된다. 실제 GYMINDA도 별도 투여 방식으로 설계돼 있다. 여기에 에무그로바트는 지난 3월 비만 외 적응증인 SMA·FSHD 임상 2상에서 표적 관여는 입증했으나 근육 성장·기능 개선으로 이어지지 못한 바 있다.

반면 로슈의 비만 백본인 에니세파타이드와 페트렐린타이드는 모두 펩타이드이며, 펩타이드 간 복합제는 노보의 카그리세마(카그릴린타이드+세마글루타이드) 선례가 이미 존재한다. 로슈가 2제·3제 복합제를 염두에 뒀다면 항체가 아닌 펩타이드 근육 자산이 필요했을 것으로 보인다. 기전 측면의 근거도 있다. ADA 2026에서 동사가 발표한 비마그루맵(릴리) 직접 비교 데이터를 보면, 덱사메타손 유발 근위축 마우스 모델에서 제지방 증가폭(a)과 근섬유 단면적(b)은 비마그루맵군이 더 컸으나 약력(d)과 지구력(e)은 HM17321 투여군에서만 대조군 대비 유의한 회복이 관찰됐고, 비마그루맵군은 유의한 차이를 보이지 않았다. 근육 내 중성지방 축적(f)을 낮춘 것도 HM17321 투여군이였다. 근육량 지표와 기능 지표가 반드시 함께 움직이지는 않는다는 의미다.

그림 8. 덱사메타손 유발 근위축 마우스 모델 데이터

Figure 4. Skeletal Muscle Mass and Function in a DEX-Induced Muscle Atrophy Model



자료: 한미약품, ADA 2026, 미래에셋증권 리서치센터

HM17321 가치 기준 1,093억원에서 1조 1,615억원으로 상향조정

우리는 기존 HM17321을 비만동반근감소 시장으로 한정해(비만 시장의 약 30% 수준) 타겟 시장 규모를 예상해왔고, 출시 후 8년차 피크 점유율 5%, 로열티 13% 수취, 성공 확률 10%, 한미사이언스에 30% 배분 후 70%를 수취하는 것으로 가정해 rNPV 1,093억원으로 평가해왔다.

Human PoC 확인 전인 임상 1상 에셋임에도 로슈가 총 3.2조원, 그중 8% 이상을 계약금으로 지급했다는 점은 HM17321을 비만 시장 침투의 핵심 에셋으로 평가하고 있음을 시사한다. 단독요법과 인크레틴·아밀린 병용을 모두 소화할 수 있는 파트너를 확보했다는 점에서 상업적 성공 가능성도 높아졌다. 이에 기존 가정을 네 가지 측면에서 변경했다. 1) 타겟 시장을 비만 동반 근감소에서 비만 전체로 확대, 2) 신규로 기술수출 마일스톤 21.2억달러 중 60% 수령 반영, 3) 임상성공확률 10%에서 20%로 상향, 4) 마일스톤·로열티의 한미약품 100% 귀속(기존에는 한미사이언스에 30% 배분 가정이었으나, LAPSCOVERY 미적용 에셋이므로 배분 대상에서 제외)이다. 해당 가정을 적용한 HM17321의 rNPV는 1조 1,615억원이다

표 4. HM17321 파이프라인 가치 산정

	2026	2027...	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040
비만시장(백만달러)			106,000	112,000	118,000	124,000	130,000	136,667	143,333	150,000	157,500	165,375
점유율				0.5%	1.1%	1.6%	2.2%	2.8%	3.3%	3.9%	4.4%	5.0%
예상 매출액				560	1,254	2,015	2,844	3,758	4,748	5,813	6,989	8,269
마일스톤(\$1,350mn)	190	40	80	90	90	140	100	100	100	100	100	100
러닝로열티(13%)	0	0	0	73	163	262	370	489	617	756	909	1,075
제조수익(8%)	0	0	0	45	100	161	228	301	380	465	559	662
세후 Profit (법인세율20%)	152	32	64	166	283	451	558	711	878	1,057	1,254	1,469
현재가치(할인율 10%)	138	26	36	85	132	191	215	249	280	306	330	352
현재가치 합	4,005											
환율	1,450											
현재가치 합(십억원)	5,808											
임상 성공률 적용(20%)	1,161.5											

자료: 미래에셋증권 리서치센터

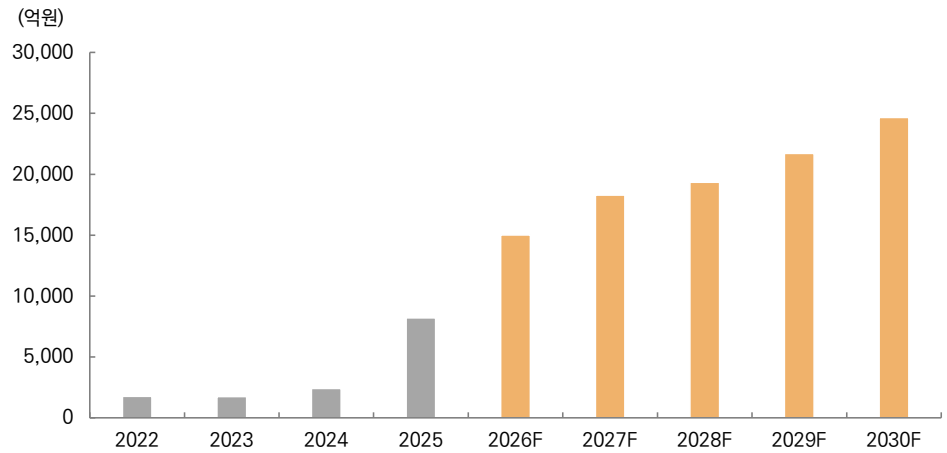
표 5. 한미약품 밸류에이션

(억원, 원, 천주)

구분	내용	비고
12개월 선행 EBITDA	3,885	* 기존 동일
EV/EBITDA	13.5x	* 상위제약사 평균(11.1x)에 +20% 프리미엄 밸류에이션 프리미엄은 상위 제약사 중 가장 높은 마진율에 근거
영업가치	52,295	* 기존 동일
순차입금	2,329	* 26년 기준
파이프라인 가치	42,653	* 기존 31,630억원
UCN2 (HM17321, Roche)	11,615 (기존 1,093)	* 2032년 출시. 출시 8년차 비만 시장(기존 비만 동반 근감소 시장) Peak 점유율 5%, 로열티 13%, 제조수익 8%, 환율 1,450원. 할인율 10%, 영구성장률 -10%, 성공확률 20%(기존 10%), 한미약품 100% 귀속(기존 한미사이언스 제외 70% 귀속) 가정
GLP-1/GCG (efinopegdutide, Merck)	11,066	* 2030년 출시. 출시 7년차 MASH 시장 Peak 점유율 10%, 로열티 13%, 제조수익 8%, 환율 1,450원. 할인율 10%, 영구성장률 -10%, 성공확률 30%, 한미사이언스 제외 70% 귀속 가정
GLP-1/GIP/GCG (HM15275)	8,083	* 2030년 출시. 출시 8년차 비만 시장 Peak 점유율 5%, 로열티 13%, 제조수익 8%, 환율 1,450원, 할인율 10%, 영구성장률 -10%, 성공확률 15%(기존 20%), 한미약품 100% 귀속(기존 한미사이언스 제외 70% 귀속) 가정
GLP-1/GIP/GCG (efocipegtrutide)	6,411	* 2030년 출시. 출시 7년차 MASH 시장 Peak 점유율 12%, 로열티 13%, 제조수익 8%, 환율 1,450원. 할인율 10%, 영구성장률 -10%, 성공확률 15%, 한미사이언스 제외 70% 귀속 가정
GLP-2 (sonefpeglutide, Lilly)	5,249	* 2031년 출시. 출시 7년차 SBS 시장 Peak 점유율 50%, 로열티 13%, 제조수익 8%, 환율 1,450원. 할인율 10%, 영구성장률 -10%, 성공확률 30%, 한미사이언스 제외 70% 귀속 가정
적정 기업 가치	92,619	
주식 수(천주)	12,680	
목표주가	730,420	* 730,000원(기존 640,000원에서 상향)
현재주가	540,000	
상승여력	35.2%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 국내 비만 치료제 시장 규모 추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 국내 과체중/비만 의약품 시장 규모 추정

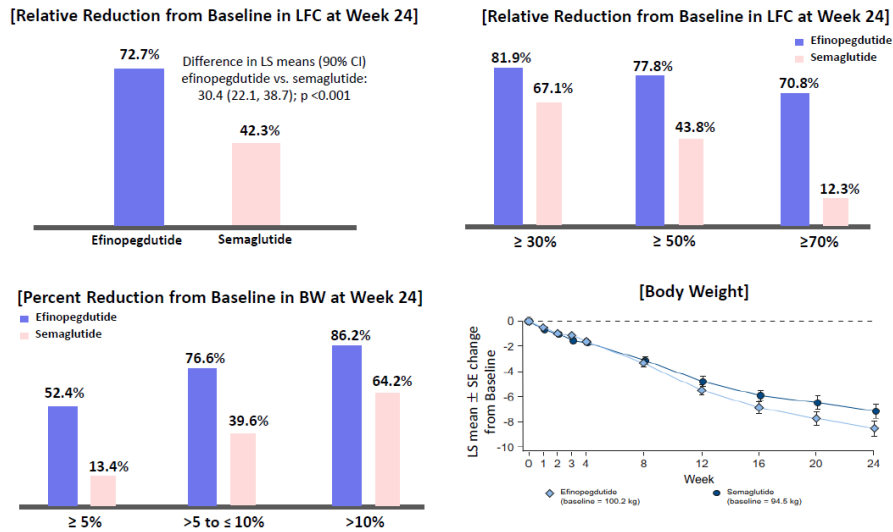
(명, 원, 억원)

	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F
15세 이상 인구	45,332,000	45,332,000	45,332,000	45,332,000	45,332,000	45,332,000	45,332,000	45,332,000	45,332,000
비중	37.1%	37.5%	37.8%	38.2%	38.6%	38.9%	39.3%	39.6%	40.0%
과체중/비만 인구	16,818,172	16,982,501	17,146,829	17,311,158	17,475,486	17,639,815	17,804,143	17,968,472	18,132,800
침투율	1.2%	1.1%	1.4%	4.0%	7.2%	10.4%	13.6%	16.8%	20.0%
대상 환자 (명)	195,222	193,333	241,100	683,791	1,251,245	1,829,249	2,417,803	3,016,906	3,626,560
연간 약가 (원)	900,000	900,000	1,000,000	1,200,000	1,200,000	1,000,000	800,000	720,000	680,000
시장 규모(억원)	1,757	1,740	2,411	8,205	15,015	18,292	19,342	21,722	24,661
삭센다(노보)		696	964	821	150	183	193	217	247
위고비(노보)			1,447	4,923	3,754	4,573	4,836	5,430	6,165
젠티온(릴리)				2,462	10,961	11,890	11,605	11,947	13,563
Efpeglenatide(한미)					150	1,280	1,934	2,824	3,699

주: 15세 이상 인구 중 2030년 과체중/비만 인구 40% 중 침투율 20% 침투 가정. 연간 약가 26년 이후 하락, 한미약품 점유율 26년 2% to 30년 30% 가정

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

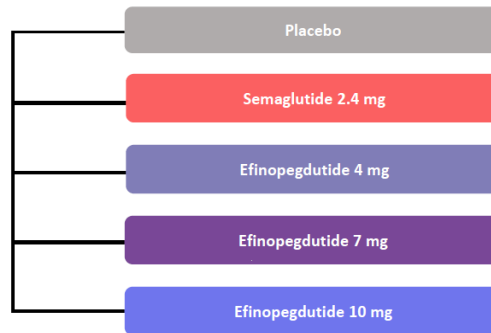
그림 10. Efinopegdutide 임상2a상 데이터



자료: Romero Gome M, et al. J Hepatol. 2023 Jun 5;S0168 8278(23)00342 2, 한미약품, 미래에셋증권 리서치센터

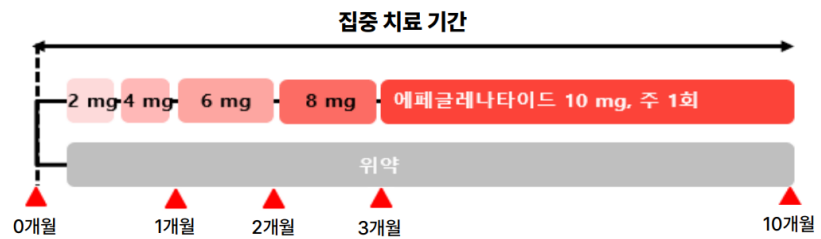
그림 11. Efinopegdutide 임상2b상 디자인

- Enrollment: 300
- Duration: 52 wks
- Inclusion Criteria
 - Histological confirmation of NASH, defined as NAFLD Activity Score (NAS) ≥ 4 with a score ≥ 1 point in each component (steatosis, ballooning, and lobular inflammation) AND NASH clinical research network (CRN) fibrosis score of Stage 2 or 3
 - No history of T2DM OR a history of T2DM with an A1C ≤ 9% that is controlled by diet or stable doses of antihyperglycemic agents



자료: 한미약품, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 비만 환자 대상 Efgpeglenatide 국내3상 디자인



[1차 평가지표]

- 체중 변화율 (기간: 기준시점 ~ 40주)
- 체중 5% 이상 감소한 환자 비율 (기간: 40주차)

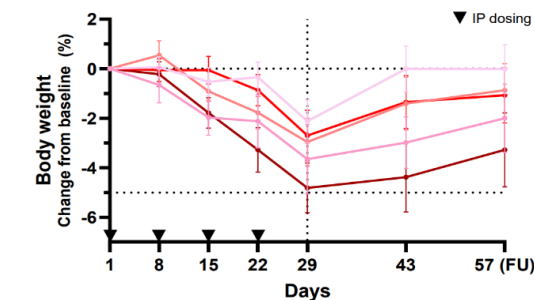
[환자 선정 기준]

- BMI ≥ 30 kg/m² 또는 27 kg/m² $\leq$ BMI < 30 kg/m²이며 다음 동반 질환 중 하나 이상을 가진 경우 (동반 질환: 고혈압, 이상지질혈증, 수면 무호흡증 또는 심혈관 질환)

자료: 한미약품, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. LA-GLP/GIP/GCG 삼중작용제 HM15275 임상1상 데이터

A. Body Weight (Placebo-adjusted)



* Placebo-adjusted D29 % Change from baseline

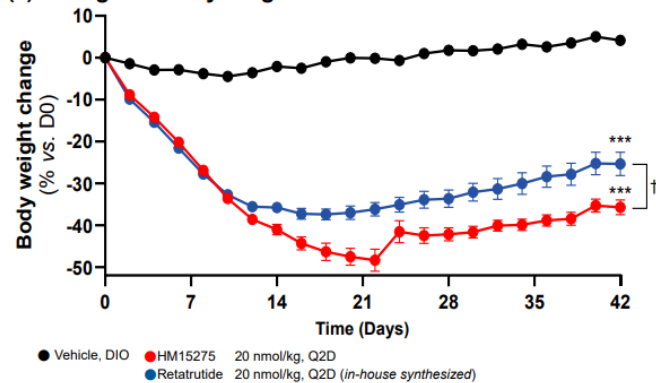
Dose (mg)	HM15275 0.5/0.5/0.5/0.5	HM15275 1.0/1.0/1.0/1.0	HM15275 0.5/0.5/2.0/2.0	HM15275 0.5/1.0/2.0/4.0	HM15275 0.5/2.0/4.0/8.0
Mean (SD)	-2.12 (0.87)	-3.65 (1.41)	-2.96 (0.96)	-2.70 (1.03)	-4.81 (1.01)

Subject with any (n, %)	SAD				MAD					
	HM15275 (mg)			Pooled Placebo (N=6)	HM15275 (mg)					Pooled Placebo (N=10)
	1.0 (N=6)	2.0 (N=6)	4.0 (N=6)		0.5/0.5/0.5/0.5 (N=8)	1.0/1.0/1.0/1.0 (N=8)	0.5/0.5/2.0/2.0 (N=8)	1.0/2.0/4.0/4.0 (N=8)		
TEAE	6 (100.0)	5 (83.3)	6 (100.0)	6 (100.0)	7 (87.5)	7 (87.5)	7 (87.5)	6 (75.0)	8 (100.0)	10 (100.0)
TRAE	6 (100.0)	5 (83.3)	6 (100.0)	0	3 (37.5)	7 (87.5)	7 (87.5)	4 (50.0)	6 (75.0)	5 (50.0)
Maximum Severity										
Grade 1	6 (100.0)	5 (83.3)	3 (50.0)	0	2 (25.0)	5 (62.5)	6 (75.0)	1 (12.5)	5 (62.5)	3 (30.0)
Grade 2	0	0	2 (33.3)	0	1 (12.5)	2 (25.0)	1 (12.5)	3 (37.5)	1 (12.5)	2 (20.0)
Grade 3	0	0	1 (16.7) ^a	0	0	0	0	0	0	0
Serious TEAE	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
TEAE leading to study discontinuation	0	0	0	0	0	1 (12.5) ^b	1 (12.5) ^c	0	0	0
GI-TRAE	5 (83.3)	5 (83.3)	6 (100.0)	0 (0.0)	3 (37.5)	7 (87.5)	5 (62.5)	4 (50.0)	6 (75.0)	4 (40.0)
Abdominal discomfort	1 (16.7)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Abdominal distension	0	0	2 (33.3)	0	2 (25.0)	3 (37.5)	0	0	0	0
Abdominal pain	0	0	0	0	1 (12.5)	0	0	0 (0.0)	1 (12.5)	1 (10.0)
Constipation	0	2 (33.3)	3 (50.0)	0	3 (37.5)	0	0	2 (25.0)	1 (12.5)	3 (30.0)
Dyspepsia	1 (16.7)	0	1 (16.7)	0	0	1 (12.5)	2 (25.0)	0	0	0
Eruetion	0	0	1 (16.7)	0	0	0	0	0	0	0
Gastroesophageal reflux disease	0	1 (16.7)	0	0	0	0	0	0	1 (12.5)	0
Diarrhea	0	0	0	0	1 (12.5)	0	0	4 (50.0)	1 (12.5)	0
Nausea	5 (83.3)	4 (66.7)	5 (83.3)	0	1 (12.5)	5 (62.5)	5 (62.5)	3 (37.5)	5 (62.5)	2 (20.0)
Vomiting	1 (16.7)	2 (33.3)	5 (83.3)	0	0	1 (12.5)	1 (12.5)	2 (25.0)	2 (25.0)	1 (10.0)

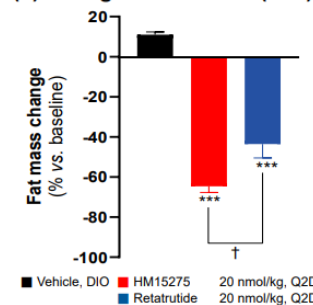
자료: ADA 2025, 한미약품, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. HM15275 비만 마우스 데이터

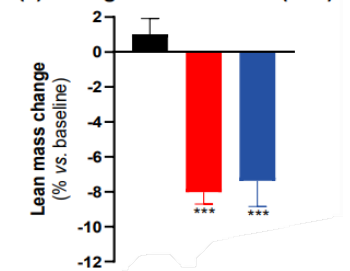
(a) Changes in body weight over time



(b) Changes in fat mass (D42)

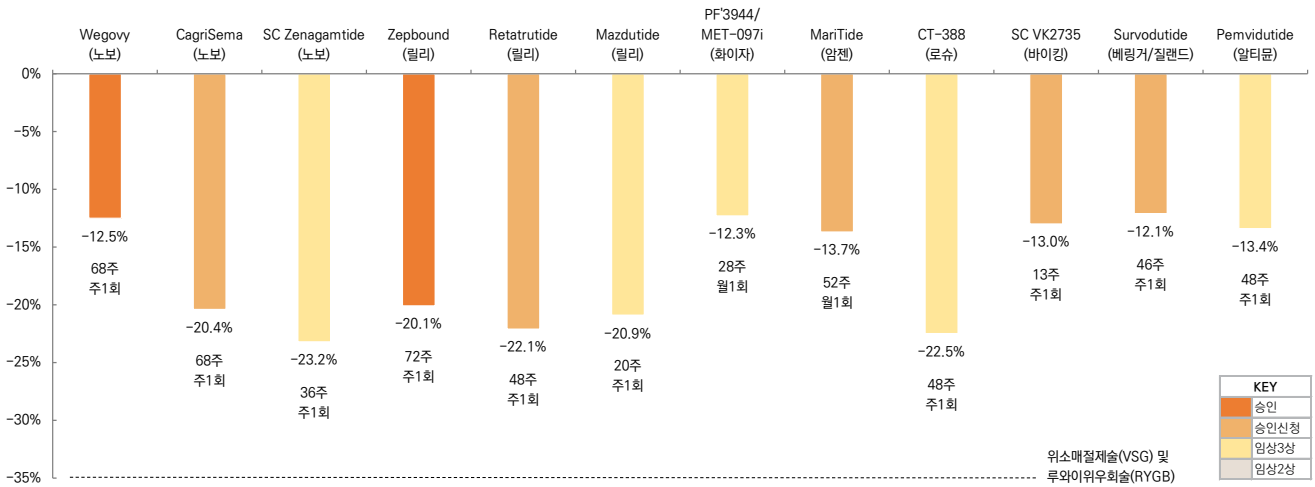


(c) Changes in lean mass (D42)



자료: ADA 2025, 미래에셋증권 리서치센터

그림 15. 주요 SC 제형 비만 신약/후보물질 효용성 비교



주: 위약 조정 기준

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

표 7. 주요 SC 제형 신약/후보물질 파이프라인 비교

	Wegovy (노보)	CagriSema (노보)	SC Zenagamtide (노보)	Zepbound (릴리)	Retatrutide (릴리)	Mazdutide (릴리)
물질 기전	GLP-1	GLP-1/Amylin	GLP-1/Amylin	GLP-1/GIP	GLP-1/GIP/GCGR	GLP-1/GCGR
물질 구분	펩타이드	펩타이드+펩타이드	펩타이드	펩타이드	펩타이드	펩타이드
투약 주기	주1회	주1회	주1회	주1회	주1회	주1회
현재 임상	출시 완료	NDA 제출	임상1b/2a상 완료	출시 완료	임상3상	임상2상
임상명	STEP 1	REDEFINE 1	NCT06064006	SURMOUNT-1	TRIUMPH-1	-
관찰 기간	68주	68주	36주	72주	48주	20주
최대 용량	2.4mg	2.4mg+2.4mg	60mg	15mg	12mg	16mg
치료군 변화	-14.9%	-22.7%	-24.3%	-22.5%	-24.2%	-21.0%
위약군 변화	-2.4%	-2.3%	-1.1%	-2.4%	-2.1%	-0.1%
치료군 중단	7.0%	6.0%	-	6.2%	16.1%	12.5%
위약군 중단	3.1%	3.7%	-	2.6%	0.0%	25.0%
비고		연내 허가 가능성	Amycretin; 1Q26 AMAZE 3상 개시 예정			중이노벤트 중국 출시

	PF3944/MET-097i (화이자)	MarTide (암젠)	CT-388 (로슈)	SC VK2735 (바이링)	Survodutide (베링거/질랜드)	Pemvidutide (알티문)
물질 기전	GLP-1	GLP-1/GIPR길항제	GLP-1/GIP	GLP-1/GIPR	GLP-1/GCGR	GLP-1/GCGR
물질 구분	펩타이드	항체-펩타이드	펩타이드	펩타이드	펩타이드	펩타이드
투약 주기	월1회	월1회	주1회	주1회	주1회	주1회
현재 임상	임상2b상	임상3상	임상2상	임상3상	임상3상	임상2상 완료
임상명	VESPER-3	MARITIME	CT388-103	VANQUISH-1	SYNCHRONIZE	MOMENTUM
관찰 기간	28주	52주	48주	13주	46주	48주
최대 용량	4.8mg	420mg	24mg	15mg	4.8mg	2.4mg
치료군 변화	-12.3% (위약 조정)	-16.2%	-22.5% (위약 조정)	-14.7%	-14.9%	-15.6%
위약군 변화	-	-2.5%	-	-1.7%	-2.8%	-2.2%
치료군 중단	4.6%	11.0%	5.9%	13.0%	24.6%	19.6%
위약군 중단	0.0%	-	1.3%	14.0%	3.9%	2.2%
비고	1-12주 Weekly 및 13-28주 Monthly	MARITIME(72주) 27년 발표 예정	1Q26 Enith1/2 3상 개시 예정	72주 임상		MASH 초점 개발 중

자료: Clinical Trials, 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 16. 한미약품 신약 R&D 파이프라인 현황(2Q26)

	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	승인
비만/대사	에페글루카곤+에페글레나타이드 [AGI/Glucagon Combo] 비만/대사성질환	HM17321 [LA-LCN2] 비만	HM15275 [LA-GLP-1/GIP/GCG] 비만, 제2형 당뇨병	에페글레나타이드 [AGI/Glucagon analog] 비만, 제2형 당뇨병	
			에피노페그듀타이드 [AGI/GLP-1/GCG agonist] 대사이상관련질환(비알콜성 지방간염)	MSD	
			에포시페그트루타이드 [AGI/Triples agonist] 대사이상관련질환(비알콜성 지방간염)		
항암	HM101207 [ROS1] 고형암	롤론티스(Rolantis) [®] [에플라피그라스티] 조종구 감소증 (당뇨병유병)	Assertio		
	HM100714 [HER2] 위식도정맥암	벨바라페닙 [pan-RAF 저해제] 흑색종 등 고형암	Gemtech	벨바라페닙 [pan-RAF 저해제] BRAF V600E 및 융합 고형암, NRAS 변이 흑색종	Roche
		BH2950 [PD-1/HER2 BsAb] 고형암	Innovent	포지오티닙 [pan-HER] HER2 exon20 변이 NSCLC 2차 치료요법	Assertio
		두스페티닙 [MTO] 급성골수성 백혈병	Aptose	오락솔 (Oraxol) [®] [연사비다+파클리탁셀] 유방암 등 고형암	Health Hope Pharma
		HM97662 [EGFR/HER2 저해제] 고형암 및 혈액암			
		BH3120 [PD-L1/4-1BB BsAb] 고형암, 키트루다 병용 임상	B		
		HM16390 [AGI/-2 analog] 고형암, 키트루다 병용 임상			
희귀질환/기타	에포시페그트루타이드 [AGI/Triples agonist] 복발성 폐렴유병	HM15421 [LA-GLP-1] 파브리병	GC	에페글루카곤 [AGI/Glucagon analog] 선천성 고혈당증환자	히알루마주 [히알루론산 나트륨] 슬관절의 골관절염
				소네페글루타이드 [AGI/GLP-2 analog] 단장 중후군	
				에페소마트로핀 [AGI/ghr] 성장호르몬 결핍증	
				루미네이트(Luminate) [®] 건성 노인성황반변성	Allegro Heifei AffaMed

B 복경한미

* 코비메티닙 병용, 국내 임상 승인

□

: 1분기 업데이트

에페글레나타이드: 국내 당노 임상 3상 IND 승인 및 멕시코 산페르사와 독점 유통 계약 체결, 벨바라페닙: 국내 임상 2상 개시, 환자 투약 시작, 에페글루카곤: FDA Breakthrough Therapy Designation(BTD) 지정, 롤론티스: 오토인젝터 식약처 허가

자료: 한미약품, 미래에셋증권 리서치센터

한미약품 (128940)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	1,548	1,674	1,757	1,898
매출원가	663	709	752	810
매출총이익	885	965	1,005	1,088
판매비와관리비	627	671	715	772
조정영업이익	258	293	290	315
영업이익	258	293	290	315
비영업손익	-45	-31	7	19
금융손익	-10	-3	7	19
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	213	262	297	334
계속사업법인세비용	26	50	45	52
계속사업이익	187	213	253	282
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	187	213	253	282
지배주주	170	193	229	256
비지배주주	18	20	24	27
총포괄이익	194	213	253	282
지배주주	173	190	226	252
비지배주주	20	22	27	30
EBITDA	357	392	388	414
FCF	130	315	329	343
EBITDA 마진율 (%)	23.1	23.4	22.1	21.8
영업이익률 (%)	16.7	17.5	16.5	16.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	11.0	11.5	13.0	13.5

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	894	1,218	1,553	1,925
현금 및 현금성자산	108	369	662	962
매출채권 및 기타채권	339	366	384	415
재고자산	339	366	384	415
기타유동자산	108	117	123	133
비유동자산	1,244	1,117	1,024	935
관계기업투자등	2	2	2	3
유형자산	760	636	549	463
무형자산	113	101	90	78
자산총계	2,138	2,334	2,577	2,860
유동부채	605	614	629	653
매입채무 및 기타채무	165	179	188	203
단기금융부채	337	324	325	325
기타유동부채	103	111	116	125
비유동부채	110	111	111	112
장기금융부채	97	97	97	97
기타비유동부채	13	14	14	15
부채총계	715	724	740	766
지배주주지분	1,250	1,417	1,620	1,851
자본금	32	32	32	32
자본잉여금	411	411	411	411
이익잉여금	836	1,004	1,207	1,437
비지배주주지분	173	193	217	243
자본총계	1,423	1,610	1,837	2,094

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	173	278	329	343
당기순이익	187	213	253	282
비현금수익비용가감	198	151	136	131
유형자산감가상각비	86	87	87	87
무형자산상각비	13	12	12	12
기타	99	52	37	32
영업활동으로인한자산및부채의변동	-150	-33	-22	-37
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-87	-27	-18	-31
재고자산 감소(증가)	-37	-28	-18	-31
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	12	4	3	5
법인세납부	-46	-50	-45	-52
투자활동으로 인한 현금흐름	-159	21	-11	-18
유형자산처분(취득)	-43	37	0	0
무형자산감소(증가)	-33	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-47	-16	-11	-18
기타투자활동	-36	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-97	-39	-25	-25
장단기금융부채의 증가(감소)	-62	-13	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-31	-25	-25	-25
기타재무활동	-4	-1	0	0
현금의 증가	-84	261	293	300
기초현금	192	108	369	662
기말현금	108	369	662	962

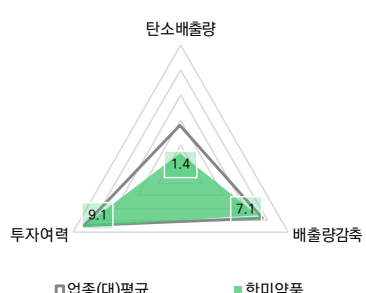
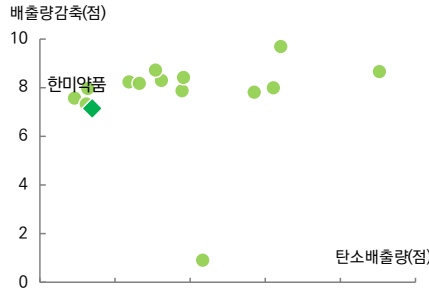
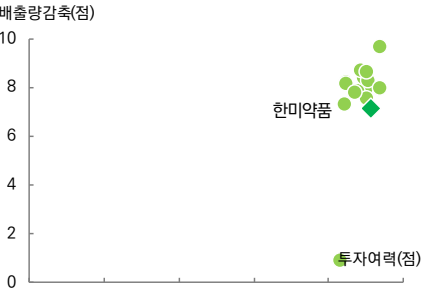
자료: 한미약품, 미래에셋증권 리서치센터

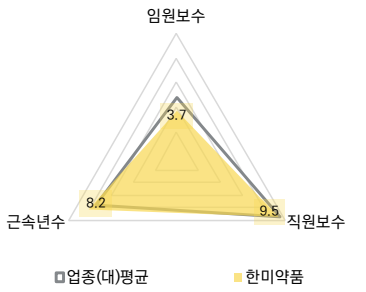
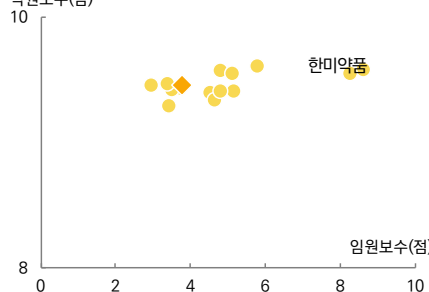
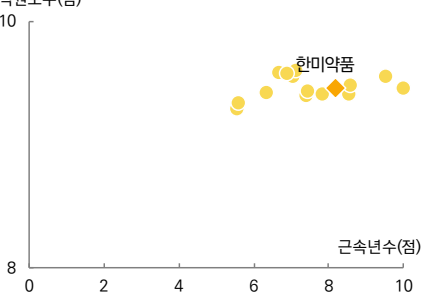
예상 주당가치 및 valuation (요약)

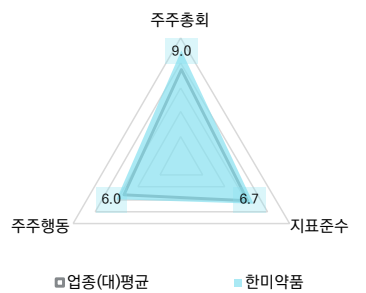
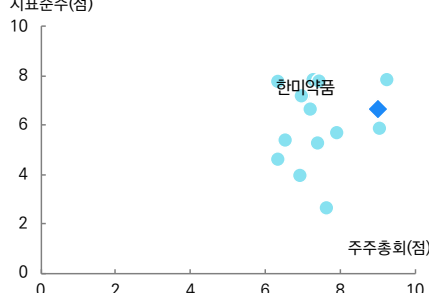
	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	34.2	35.9	30.2	27.1
P/CF (x)	15.0	19.0	17.8	16.7
P/B (x)	4.5	4.7	4.2	3.7
EV/EBITDA (x)	17.4	18.0	17.5	15.7
EPS (원)	13,235	15,030	17,876	19,950
CFPS (원)	30,071	28,411	30,312	32,271
BPS (원)	100,935	113,984	129,879	147,849
DPS (원)	2,000	2,000	2,000	2,000
배당성향 (%)	13.6	11.9	10.0	9.0
배당수익률 (%)	0.4	0.4	0.4	0.4
매출액증가율 (%)	3.5	8.1	5.0	8.0
EBITDA증가율 (%)	13.7	9.8	-0.8	6.5
조정영업이익증가율 (%)	19.2	13.7	-1.0	8.7
EPS증가율 (%)	39.8	13.6	18.9	11.6
매출채권 회전율 (회)	5.4	4.8	4.7	4.8
재고자산 회전율 (회)	4.8	4.8	4.7	4.7
매입채무 회전율 (회)	14.3	12.6	12.5	12.6
ROA (%)	9.0	9.5	10.3	10.4
ROE (%)	14.5	14.4	15.1	14.7
ROIC (%)	17.3	17.9	19.9	22.7
부채비율 (%)	50.2	45.0	40.3	36.6
유동비율 (%)	147.7	198.4	247.1	294.6
순차입금/자기자본 (%)	16.4	-3.0	-18.8	-31.2
조정영업이익/금융비용 (x)	15.2	18.8	18.9	20.5

ESG 레이팅 : 한미약품 (128940)

종합		세부항목						
E S G	카본 거버넌스 인센티브 업종(대)평균 한미약품	ESG 점수	6.1	▼	직전점수		업종(대)	건강관리
		ESG 등급	A		직전등급		업종(중)	제약과생물공학
		세부항목	점수	등급	가중치(%)		담당자	김승민
		카본(E)	4.2	BBB	40	=	담당자 코멘트	
		인센티브(S)	7.2	A	10	=		
		거버넌스(G)	7.4	AAA	50	=		

ESG 항목별 세부점수		동일업종(대) 기업 간 비교	
E			
	(1) 탄소배출량 = 탄소집약도(탄소배출량/매출) ; (2) 배출량감축 = 3년평균 탄소집약도 감소율 ; (3) 투자여력 = 3년 평균 ROE 주: 탄소배출량 점수와 탄소집약도는 반비례 ; 배출량감축 점수와 탄소집약도 감소율은 비례		

S			
	(1) 임원보수 = 임원 1인당 보수 ; (2) 직원보수 = 직원 1인당 보수 ; (3) 근속년수 = 직원 1인당 평균 근속년수		

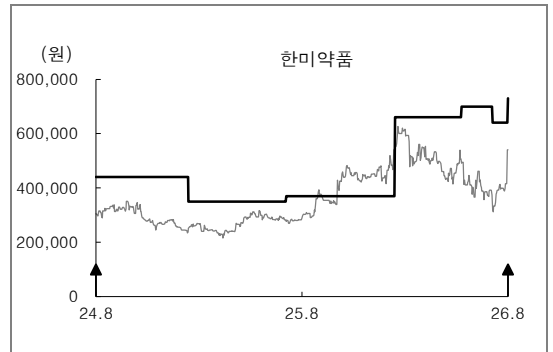
G			
	(1) 주주총회 = 주주총회 안건 총합 대비 기권 비율 ; (2) 주주행동 = 주주제안·공개서한 수취 건 수 및 주주행동 수용 건 수 ; (3) 지표준수 = 기업지배구조보고서 핵심지표 15가지에 대한 준수율 주: 주주총회 및 주주행동 점수가 높을 수록 견제와 균형이 작동함을 의미		

점수	산정식 및 설명
ESG 점수	ESG 점수 = (E 가중치 × 카본스코어) + (S 가중치 × 인센티브 스코어) + (G 가중치 × 거버넌스 스코어)
카본 스코어	카본 스코어 = 탄소배출량 점수 + (투자여력 점수 × 배출량감축 점수)
인센티브 스코어	인센티브 스코어 = 임원보수 점수 + 직원보수 점수 + 근속년수 점수
거버넌스 스코어	거버넌스 스코어 = 주주총회 점수 + 주주행동 점수 + 지표준수 점수

자료: MSCI, FnGuide, 한국거래소, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한미약품 (128940)				
2026.08.25	매수	730,000	-	-
2026.07.29	매수	640,000	-38.60	-15.63
2026.06.04	매수	700,000	-42.06	-29.43
2026.02.06	매수	660,000	-22.55	-5.15
2025.07.28	매수	370,000	5.55	46.22
2025.02.05	매수	350,000	-23.42	-9.57
2025.01.22	1년 경과 이후	440,000	-45.11	-43.98
2024.01.22	매수	440,000	-30.78	-20.34



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.02%	0%	16.35%	0.63%

* 2026년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.