

투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 660,000원
현재주가(26/2/5)	541,000원
상승여력	22.0%

영업이익(25F, 십억원)	258
Consensus 영업이익(25F, 십억원)	244
EPS 성장률(25F, %)	34.0
MKT EPS 성장률(25F, %)	36.0
P/E(25F, x)	35.6
MKT P/E(25F, x)	18.4
KOSPI	5,163.57
시가총액(십억원)	6,931
발행주식수(백만주)	13
유동주식비율(%)	48.8
외국인 보유비중(%)	13.0
베타(12M) 일간수익률	0.24
52주 최저가(원)	215,000
52주 최고가(원)	541,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	19.7	91.5	115.1
상대주가	3.3	18.6	4.5



[제약/바이오]

김승민
sm.kim.a@miraeasset.com

조세은
seeun.jo@miraeasset.com

한미약품

비만 테마를 실적으로 바꿀 첫 주자

투자의견 매수, 목표주가 66만원으로 상향(기존 37만원)

영업가치 6.1조원(기존 4.1조원), 파이프라인 가치 2.5조원(기존 0.9조원) 등을 고려해 산정했다. 영업가치는 기존 추정치 대비 +2% 상향 조정한 12MF EBITDA에 상위 제약사 EV/EBITDA 평균(유한양행 제외) 멀티플 13.7x 대비 +20% 프리미엄을 부여한 16.4x(기존 11.3x)을 적용했다. 밸류에이션 프리미엄의 근거는 상위 제약사 중 가장 높은 마진율 및 마진 개선 속도다. 파이프라인 가치는 가정들을 변경해 efinopegdutide(GLP-1/GCG) 1.1조원(기존 4,800억원), efocipegtrutide(GLP-1/GIP/GCG) 6,411억원(기존 4,000억원)으로 상향조정했고, 신규 비만/근감소 신약 HM15275(GLP-1/GIP/GCG) 7,284억원 및 HM17321(UCN2) 1,093억원을 추가해 산정했다.

4Q25 호실적엔 머크 향 efinopegdutide 임상시료가 포함되어 있다. 현재 2b상이 종료된 시점이기엔 3상을 위한 준비로 추정할 수 있다.

상반기 내 MASH 2b상 데이터 발표, 하반기 efpeglenatide 국내 허가/출시, efocipegtrutide MASH 2b상, HM17321 비만 1상, HM15136 선천성 고인슐린혈증 2상 데이터 발표 및 HM15275, HM17321, HM15136 등 대사/희귀질환 파이프라인의 기술수출 여부에 주목하자.

4Q25P Review

연결 기준, 4Q25 매출액 4,330억원(+23% YoY), 영업이익 833억원(+173% YoY)로 매출액은 컨센서스에 부합, 영업이익은 높아진 컨센서스를 +18% 상회했다.

[한미약품] 매출액 3,061억원(+9% YoY), 영업이익 555억원(+87% YoY)으로, 기존 주력 제품 로수젯 및 계절적 성수기 한미플루 등 처방호조, 머크향 efinopegdutide 임상 시료 공급이 호실적을 견인했다.

[북경한미] 매출액 1,251억원(+67% YoY), 영업이익 261억원(+514% YoY)으로, 계절적 성수기, 전년 호흡기 질환 유행 부재 기저효과 및 상반기 유통재고 소진되며 마진 개선이 지속되었다.

[한미정밀] 매출액 283억원(+37% YoY), 영업이익 30억원(흑자전환 YoY)으로, CDMO 사업 신규 수주 및 기존 수주 확대로 영업이익 흑자전환했다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	1,491	1,496	1,548	1,666	1,849
영업이익 (십억원)	221	216	258	276	306
영업이익률 (%)	14.8	14.4	16.7	16.6	16.5
순이익 (십억원)	146	121	163	180	227
EPS (원)	11,415	9,470	12,688	14,083	17,696
ROE (%)	16.0	11.9	14.0	13.7	15.1
P/E (배)	30.9	29.6	35.6	38.4	30.6
P/B (배)	4.5	3.2	4.5	4.8	4.2
배당수익률 (%)	0.1	0.4	0.3	0.2	0.2

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

2026 실적 전망

26년 매출액 1조 6,661억원(+8% YoY), 영업이익 2,756억원(+7% YoY)을 예상한다. 북경 한미 실적 정상화를 반영해 기존 추정치 대비 영업이익을 +2% 상향조정했다. 24년 불거졌던 경영권 분쟁 및 북경한미의 유통 재고 문제로부터 완전히 회복되는 모습을 보였다. 26년에도 한미약품(별도) 및 북경한미 호실적이 지속될 것으로 예상한다.

우리는 27년 한미약품(별도)의 두자릿 수 성장을 예상하는데, 국내 에페글레나타이드(비만) 출시 때문이다(27년 1,065억원 추정, 표5). 국내 비만시장은 25년 약 7,000억원 규모로 예상되며, 2030년 약 2배로 성장할 것으로 전망한다. 위고비, 마운자로(젠헤프) 대비 가격경쟁력 및 영업력을 보유한 한미약품 에페글레나타이드의 빠른 시장 침투를 기대할 수 있겠다.

표 1. 한미약품 밸류에이션

(억원, 배)

구분	내용	비고
12개월 선행 EBITDA	3,734	
EV/EBITDA	16.4	* 유한양행 제외 상위제약사 6개사 평균에 +20% 프리미엄(vs. 기존 6개사 평균 11.3x) 밸류에이션 프리미엄은 상위 제약사 중 가장 높은 마진율과 한미약품(별도) 및 북경한미 기반 실적 개선/정상화
영업가치	61,380	
총차입금	4,967	* 26년 기준
현금	1,923	* 26년 기준
순차입금	3,044	
파이프라인 가치	25,472	
GLP-1/GCG (efinopegdutide)	10,685 (vs. 기존 4,800)	* 2030년 출시(vs. 기존 28년). 출시 7년차 MASH 시장 Peak 점유율 10%, 로열티 13%, 제조수익 8%, 환율 1,400원 할인율 10%(vs. 기존 13%), 영구성장률 -10%, 성공확률 30%(vs. 기존 15%), 한미사이언스 제외 70% 배분 가정
GLP-1/GIP/GCG (efocipegrutide)	6,411 (vs. 기존 4,000)	* 2030년 출시(vs. 기존 28년). 출시 7년차 MASH 시장 Peak 점유율 12%, 로열티 13%, 제조수익 8%, 할인율 13%, 영구성장률 -10%, 성공확률 15%, 한미사이언스 제외 70% 배분 가정
GLP-1/GIP/GCG (HM15275)	7,284 (신규)	* 2030년 출시. 출시 8년차 비만 시장 Peak 점유율 5%, 로열티 13%, 제조수익 8%, 할인율 10%, 영구성장률 -10%, 성공확률 20%, 한미사이언스 제외 70% 배분 가정
UCN2 (HM17321)	1,093 (신규)	* 2030년 출시. 출시 8년차 비만동반근감소 시장 Peak 점유율 5%, 로열티 13%, 제조수익 8%, 할인율 10%, 영구성장률 -10%, 성공확률 10%, 한미사이언스 제외 70% 배분 가정
적정 기업 가치	83,808	
주식 수(천주)	12,680	
목표주가(원)	660,935	* 66만원
현재주가(원)	541,000	
상승여력	22.0%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 국내 상위 제약사 Valuation Table

(십억원, %, 배)

사명	시총 (조원)	매출액		영업이익		영업이익률		순이익		ROE		P/E		P/B		EV/EBITDA		P/S	
		FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2
유한양행	8.6	2,233	2,439	127	165	5.7	6.8	131	172	6.0	7.4	66.3	49.6	3.9	3.7	43.5	35.8	3.8	3.8
한미약품	7.0	1,663	1,823	270	310	16.2	17.0	188	221	14.2	14.4	36.8	31.4	4.9	4.3	19.7	17.3	4.2	3.8
녹십자	2.0	1,967	2,107	66	96	3.4	4.5	48	48	2.7	3.8	54.8	40.8	1.6	1.5	20.1	17.1	1.0	0.9
대웅제약	1.9	1,580	1,701	200	222	12.7	13.0	149	172	17.0	16.5	12.9	11.7	2.1	1.9	10.6	9.7	1.2	1.1
HK이노엔	1.5	1,056	1,124	108	125	10.3	11.1	73	87	5.7	6.4	20.4	17.3	1.2	1.1	12.7	10.5	1.5	1.4
종근당	1.2	1,697	1,769	72	107	4.2	6.0	63	84	7.1	9.2	18.7	13.9	1.4	1.3	10.2	7.5	0.7	0.7
동아에스티	0.5	730	807	34	45	4.7	5.5	7	18	1.0	3.0	76.3	29.8	0.9	0.9	14.8	13.0	0.7	0.7
평균	3.2	1,561	1,682	126	153	8.2	9.2	94	115	7.7	8.7	40.9	27.8	2.3	2.1	18.8	15.8	1.9	1.8

주: 25년 2월 5일 기준

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 한미약품 4Q25P 실적 Review

(억원, %, %p)

	4Q24	3Q25	4Q25P			성장률	
			발표치	컨센서스	vs. 컨센서스	YoY	QoQ
매출액	3,516	3,623	4,330	4,257	1.7	23.1	19.5
매출총이익	1,852	2,056	2,605	2,402	8.5	40.6	26.7
매출총이익률	52.7	56.7	60.2	56.4	3.7	7.5	3.4
영업이익	305	551	833	704	18.3	173.5	51.3
영업이익률	8.7	15.2	19.2	16.5	2.7	10.6	4.0
순이익	-50	401	490	453	8.4	흑전	22.0

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

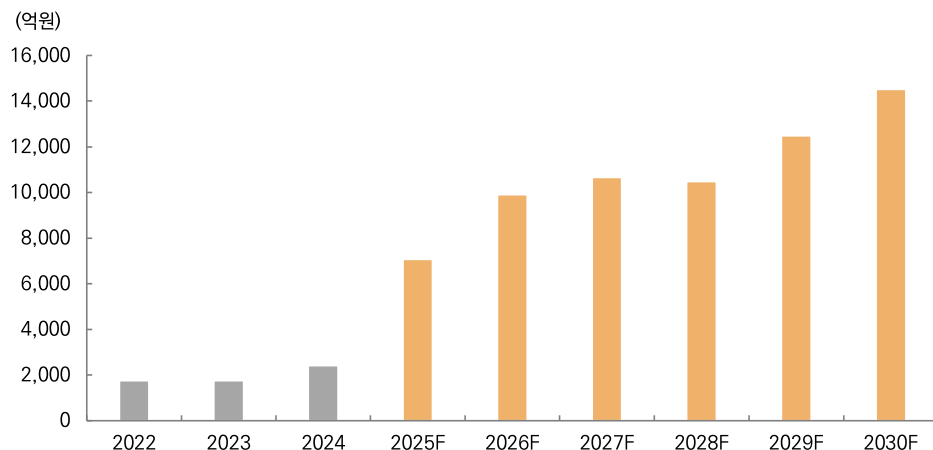
표 4. 한미약품 분기 및 연간 실적 전망

(억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25P	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2023	2024	2025P	2026F
매출액	3,909	3,613	3,623	4,330	4,015	3,983	3,887	4,775	14,909	14,955	15,475	16,661
YoY 성장률	-3.2	-4.4	0.1	23.2	2.7	10.2	7.3	10.3	12.0	0.3	3.5	7.7
한미약품(별도)	2,950	2,764	2,691	3,061	2,955	3,009	2,877	3,387	10,969	11,141	11,466	12,228
YoY 성장률	7.3	-1.9	-2.8	9.1	0.2	8.9	6.9	10.7	11.8	1.6	2.9	6.6
북경한미	965	867	941	1,251	1,062	971	1,054	1,376	3,977	3,856	4,024	4,463
YoY 성장률	-24.4	-12.2	11.6	67.0	10.0	12.0	12.0	10.0	13.4	-3.0	4.4	10.9
한미정밀화학	228	230	172	283	239	242	181	228	1,111	1,089	913	890
YoY 성장률	-8.1	-32.9	-40.9	36.7	5.0	5.0	5.0	-19.4	10.5	-2.0	-16.2	-2.6
연결조정	-234	-248	-181	-265	-240	-238	-224	-285	-1,148	-1,131	-928	-988
매출총이익	2,136	2,047	2,056	2,605	2,296	2,263	2,168	2,769	8,292	8,170	8,844	9,497
YoY 성장률	-5.7	-0.9	3.5	40.6	7.5	10.6	5.4	6.3	15.4	-1.5	8.2	7.4
매출총이익률	54.6	56.7	56.7	60.2	57.2	56.8	55.8	58.0	55.6	54.6	57.2	57.0
영업이익	590	604	551	833	668	628	565	894	2,207	2,162	2,578	2,756
YoY 성장률	-23.0	4.0	8.0	173.5	13.2	3.9	2.7	7.3	39.6	-2.0	19.3	6.9
영업이익률	15.1	16.7	15.2	19.2	16.6	15.8	14.5	18.7	14.8	14.5	16.7	16.5
EBITDA	835	849	796	1,076	913	873	811	1,137	3,191	3,135	3,556	3,734
YoY 성장률	-17.2	3.0	5.7	96.0	9.4	2.8	1.8	5.7	25.2	-1.8	13.4	5.0
EBITDA 마진	21.4	23.5	22.0	24.8	22.7	21.9	20.9	23.8	21.4	21.0	23.0	22.4
순이익	426	387	401	490	392	393	341	678	1,462	1,213	1,704	1,804
YoY 성장률	-22.5	-3.9	29.5	흑자전환	-7.9	1.5	-15.1	38.5	76.6	-17.0	40.5	5.9

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 국내 비만 치료제 시장 규모 추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 국내 과체중/비만 의약품 시장 규모 추정

(명, 원, 억원)

	2022	2023	2024	2025F	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%	3.4%	4.7%	6.0%	7.4%	8.7%	10.0%
대상 환자	195,222	193,333	241,100	588,579	824,843	1,065,445	1,310,385	1,559,663	1,813,280
연간 약가	900,000	900,000	1,000,000	1,200,000	1,200,000	1,000,000	800,000	800,000	800,000
시장 규모	1,757	1,740	2,411	7,063	9,898	10,654	10,483	12,477	14,506
삭센다(노보)	589	696	964	989	792	533	524	624	725
위고비(노보)				4,944	3,959	3,729	3,669	4,367	5,077
젠티온(릴리)				1,130	4,949	5,327	4,717	4,991	5,802
Efpeglenatide(한미)					198	1,065	1,572	2,495	2,901

주: 15세 이상 인구 중 2030년 과체중/비만 인구 40% 중 침투율 10% 침투 가정. 연간 약가 26년 이후 하락, 한미약품 점유율 26년 2% to 30년 30% 가정

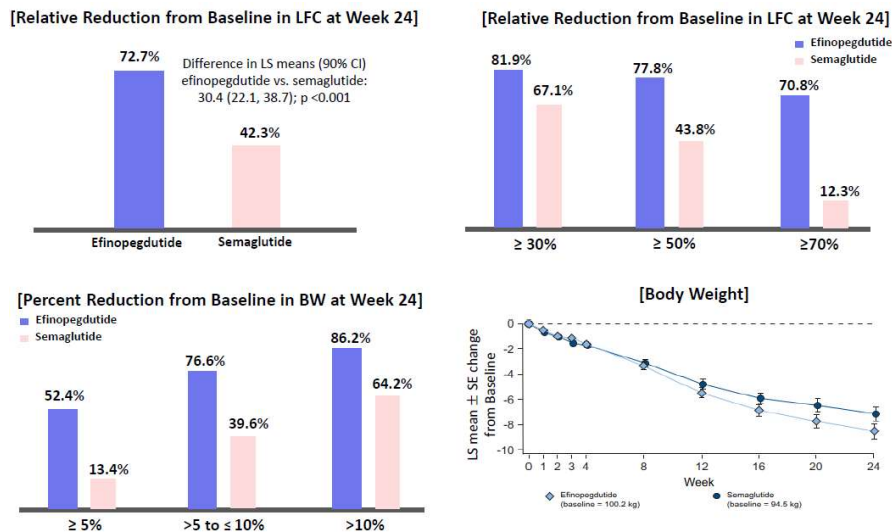
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 2. 머크 4Q25 파이프라인: GLP/GCG 이중작용제 Efinopegdutide(MASH/임상2상)

Phase 2		Phase 3		Under regulatory review	
Oncology MK-1022 (patritumab deruxtecan) ¹ Biliary Bladder Cervical Endometrial Esophageal Gastric HCC HNSCC Melanoma NSCLC Ovarian Pancreas Prostate MK-1084 (calderasib) ¹ Solid Tumors MK-2400 (finatamab deruxtecan) ¹ Biliary Bladder Breast Cervical CRC Endometrial HCC HNSCC Melanoma NSCLC Ovarian Pancreas MK-2870 (sacituzumab tirumotecan) ¹ Biliary Bladder CRC Esophageal Neoplasm Malignant Pancreatic		Cardiometabolic & Respiratory MK-5475 PH-COPD MK-5884A (ensifentrine + glycopyrrolate) COPD MK-6024 (efinopegdutide) MASH MK-7262 Atherosclerosis WINREVAIR (MK-7962) Pulmonary Hypertension due to Left Heart Disease Infectious Disease MK-8591B (islatravir + ulonisirine) HIV-1 Infection Immunology MK-7240 (tullosikibart) Axial Spondyloarthritis Hidradenitis Suppurativa Rheumatoid Arthritis Systemic Sclerosis Neuroscience MK-1167 Alzheimer's Disease MK-2214 Alzheimer's Disease		Oncology MK-1022 (patritumab deruxtecan) ¹ Breast MK-1026 (nemtabrutinib) Hematological Malignancies MK-1084 (calderasib) ¹ CRC NSCLC MK-1308A (quavonlimab + pembrolizumab) RCC MK-2140 (zilovertamab vedotin) Hematological Malignancies MK-2400 (finatamab deruxtecan) ¹ Esophageal Prostate SCLC MK-2870 (sacituzumab tirumotecan) ¹ Breast Cervical Endometrial Gastric NSCLC Ovarian MK-5909 (raludotatug deruxtecan) ¹ Ovarian	Oncology KEYTRUDA (MK-3475) HNSCC (JPN) MIBC (EU, JPN) Ovarian (U.S., EU, JPN) KEYTRUDA QLEX (MK-3475A) Ovarian (U.S.) Cardiometabolic & Respiratory WINREVAIR (MK-7962) Pulmonary arterial hypertension Infectious Disease ENFLONISIA (MK-1654) Respiratory Syncytial Virus (EU, JPN) MK-8591A (doravirine + islatravir) HIV-1 Infection (U.S., JPN)
Ophthalmology MK-8748 Eye Disorders		Ophthalmology MK-3000 ⁴ Diabetic Macular Edema Immunology MK-7240 (tullosikibart) Crohn's Disease Ulcerative Colitis Infectious Disease MK-1406 Influenza LAGEVIRIO (MK-4482) ^{1,3} COVID-19 Antiviral (U.S.) MK-8527 HIV-1 PREP MK-8591A (doravirine + islatravir) HIV-1 Infection (EU) MK-8591D (islatravir + lenacapavir) ^{1,2} HIV-1 Infection V181 Dengue Fever Virus			

자료: Merck(26.02), 미래에셋증권 리서치센터

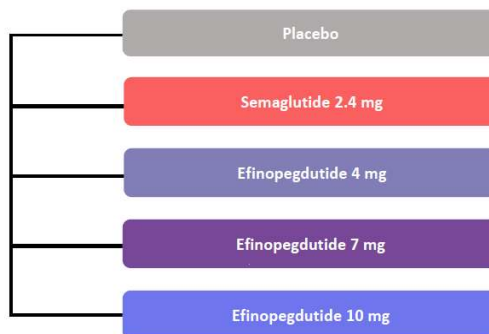
그림 3. Efinopegdutide 임상2a상 데이터



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

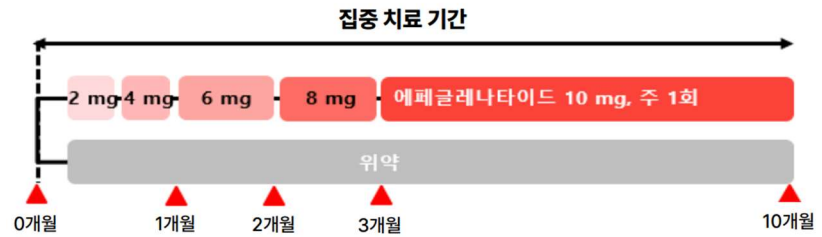
그림 4. Efinopegdutide 임상2b상 디자인

- 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 5. 비만 환자 대상 Epeglenatide 국내3상 디자인



[1차 평가지표]

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

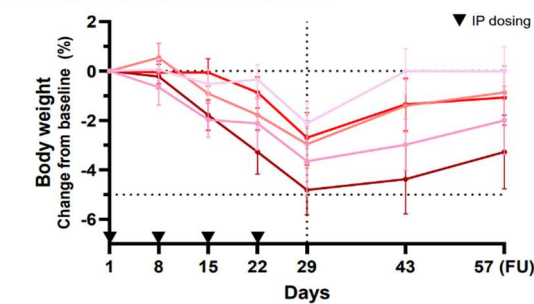
[환자 선정 기준]

- BMI $\geq 30 \text{ kg/m}^2$ 또는 $27 \text{ kg/m}^2 \leq \text{BMI} < 30 \text{ kg/m}^2$ 이며 다음 동반 질환 중 하나 이상을 가진 경우 (동반 질환: 고혈압, 이상지질혈증, 수면 무호흡증 또는 심뇌혈관 질환)

자료: 한미약품, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. LA-GLP/GIP/GCG 삼중작용제 HM15275 임상1상 데이터

A. Body Weight (Placebo-adjusted)



* Placebo-adjusted D29 % Change from baseline

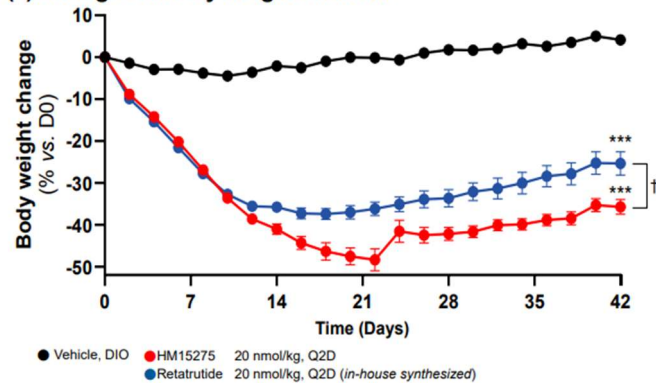
Dose (mg)	HM15275 0.5/0.5/0.5/0.5	HM15275 1.0/1.0/1.0/1.0	HM15275 0.5/0.5/2.0/2.0	HM15275 0.5/1.0/2.0/4.0	HM15275 0.5/2.0/4.0/8.0
Mean (SD)	-2.12 (0.87)	-3.65 (1.41)	-2.96 (0.96)	-2.70 (1.03)	-4.81 (1.01)

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)	0.5/2.0/4.0/4.0 (N=8)	1.0/2.0/4.0/8.0 (N=8)	2.0/4.0/8.0 (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	
Eructation	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)	

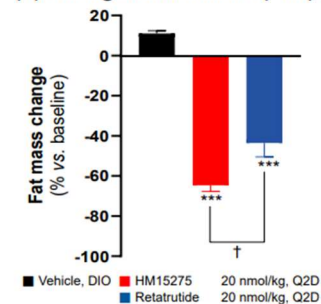
자료: ADA 2025, 한미약품, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. HM15275 비만 마우스 데이터

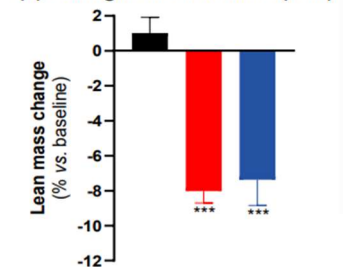
(a) Changes in body weight over time



(b) Changes in fat mass (D42)

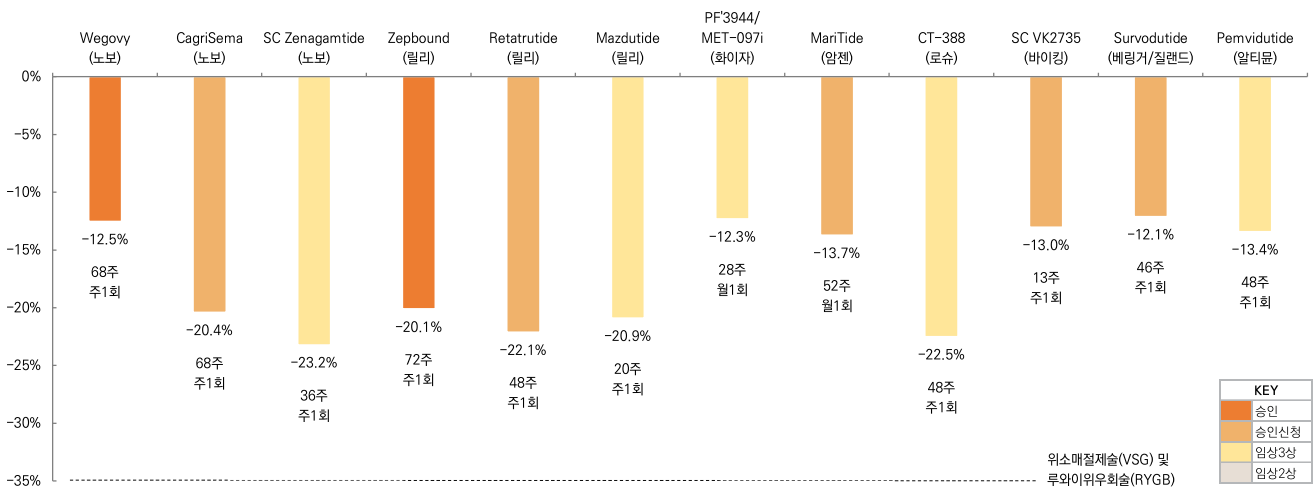


(c) Changes in lean mass (D42)



자료: ADA 2025, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 주요 SC 제형 비만 신약/후보물질 효용성 비교



주: 위약 조정 기준

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 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 (바이킹)	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(72 주) 27 년 발표 예정	1Q26 Enith1/2 3 상 개시 예정	72주 임상		MASH 초점 개발 중

자료: Clinical Trials, 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 한미약품 신약 R&D 파이프라인 현황(4Q25)

	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	승인
비만/대사	에페글루카곤+에페글레나타이드 [AGL/GIP/GC] agonist 비만/대사 이상 질환	HM17321 [LA-UCR2] 비만	HM15275 [LA-GIP/GIP/GC] 비만	에페글레나타이드 [AGL analog] 제2형 당뇨병, 비만	
			에피노페그듀타이드 [AGL/GIP/GC agonist] 대사이상 관련 질환(비알콜성 지방간염) MSD		
항암	HM101207 [EGFR] 고형암	롤론티스(Rolontis) [®] [EGFR inhibitor] 호중구 감소증 (당일투여요법)	아서티오 Assertio	포지오티닙 [pan-HER2] HER2 exon20 변이 NSCLC 2차 치료요법	아서티오 Assertio
	HM100714 [HER2] 비소세포암	벨바라페닙 [pan-RAF inhibitor] 흑색종 등 고형암	Genentech	티부메시르논 [CCR4] 위암	RAPT
		BH2950 [PD-1/HER2 BtAb] 고형암	Innovent	포셀티닙 [multi-TEC] 혈관성 중추신경계 질환	NOBO Medicine
		투스페티닙 [EGFR] 급성골수성 백혈병	Aptose		
		HM97662 [EGFR/HER2] 고형암 및 혈액암			
		BH3120 [PD-L1/HER2 BtAb] 고형암, '기트루다' 병용 임상	B		
		HM16390 [AGL-2 analog] 고형암, '기트루다' 병용 임상			
	에포시페그트루타이드 [AGL/GIP/GC agonist] 특발성 폐성염증	HM15421 [LA-GLA] 폐보리병	GC	에페글루카곤 [AGL/GIP/GC agonist] 당뇨병, 고지혈증	하알루마주 [AGL/GIP/GC agonist] 당뇨병, 고지혈증
희귀질환/기타			소네페글루타이드 [AGL/GIP/GC agonist] 당뇨병 등		
			에페소마트로핀 [AGL/GIP/GC agonist] 당뇨병 등		
			루미네이트(Luminate) [®] 간염, 노안정환반응성	Allegra Heifei Affiliated	

B: 복경현미

*: 코비메티닙 병용, 국내 임상 승인

: 에피노페그듀타이드/ 에페글레나타이드: 국내 품목 허가 신청 및 식약처 신속심사(GIT) 대상 지정, 벨바라페닙: NRAS 변이 흑색종 코비메티닙 병용 국내 임상 2상 진입

자료: 한미약품, 미래에셋증권 리서치센터

한미약품 (128940)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,496	1,548	1,666	1,849
매출원가	678	663	716	792
매출총이익	818	885	950	1,057
판매비와관리비	601	627	674	752
조정영업이익	216	258	276	306
영업이익	216	258	276	306
비영업손익	-45	-47	-32	1
금융손익	-19	-14	-7	1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	171	211	244	307
계속사업법인세비용	31	23	36	44
계속사업이익	140	188	209	262
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	140	188	209	262
지배주주	121	163	180	227
비지배주주	19	26	28	36
총포괄이익	175	188	209	262
지배주주	142	153	169	213
비지배주주	33	36	39	50
EBITDA	314	356	373	404
FCF	154	303	323	327
EBITDA 마진율 (%)	21.0	23.0	22.4	21.8
영업이익률 (%)	14.4	16.7	16.6	16.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	8.1	10.5	10.8	12.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	746	1,008	1,346	1,707
현금 및 현금성자산	192	434	729	1,022
매출채권 및 기타채권	239	247	266	296
재고자산	301	311	335	372
기타유동자산	14	16	16	17
비유동자산	1,275	1,164	1,041	962
관계기업투자등	2	2	2	3
유형자산	796	682	559	473
무형자산	94	92	80	68
자산총계	2,021	2,172	2,388	2,669
유동부채	683	661	684	718
매입채무 및 기타채무	153	158	170	189
단기금융부채	405	374	374	374
기타유동부채	125	129	140	155
비유동부채	97	98	98	99
장기금융부채	92	92	92	92
기타비유동부채	5	6	6	7
부채총계	780	759	782	817
지배주주지분	1,085	1,232	1,396	1,607
자본금	32	32	32	32
자본잉여금	411	411	411	411
이익잉여금	681	828	992	1,203
비지배주주지분	156	181	210	246
자본총계	1,241	1,413	1,606	1,853

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	193	276	285	327
당기순이익	140	188	209	262
비현금수익비용가감	179	135	140	141
유형자산감가상각비	86	86	86	86
무형자산상각비	12	12	12	12
기타	81	37	42	43
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-90	-10	-21	-33
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-61	-8	-19	-29
재고자산 감소(증가)	2	-10	-24	-37
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-10	1	3	5
법인세납부	-22	-23	-36	-44
투자활동으로 인한 현금흐름	25	12	25	-19
유형자산처분(취득)	-39	27	37	0
무형자산감소(증가)	-23	-9	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-10	-5	-12	-19
기타투자활동	97	-1	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-94	-47	-16	-15
장단기금융부채의 증가(감소)	-76	-31	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-13	-16	-16	-16
기타재무활동	-5	0	0	1
현금의 증가	137	242	295	293
기초현금	55	192	434	729
기말현금	192	434	729	1,022

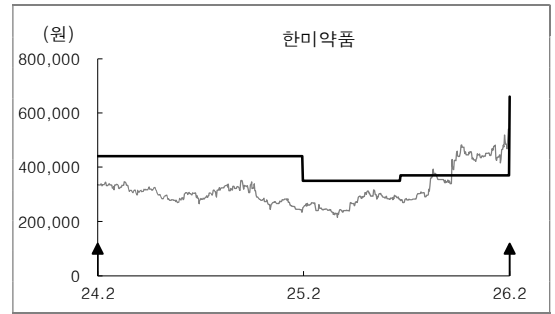
자료: 한미약품, 미래셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	29.6	35.6	38.4	30.6
P/CF (x)	11.2	17.9	19.9	17.2
P/B (x)	3.2	4.5	4.8	4.2
EV/EBITDA (x)	12.9	16.9	18.4	16.4
EPS (원)	9,470	12,688	14,083	17,696
CFPS (원)	24,961	25,190	27,206	31,501
BPS (원)	88,067	99,517	112,363	128,822
DPS (원)	1,250	1,250	1,250	1,250
배당성향 (%)	11.3	8.4	7.6	6.0
배당수익률 (%)	0.4	0.3	0.3	0.3
매출액증가율 (%)	0.3	3.5	7.7	11.0
EBITDA증가율 (%)	-1.8	13.4	5.0	8.1
조정영업이익증가율 (%)	-2.0	19.3	6.9	11.0
EPS증가율 (%)	-17.0	34.0	11.0	25.7
매출채권 회전율 (회)	7.4	6.4	6.5	6.6
재고자산 회전율 (회)	5.1	5.1	5.2	5.2
매입채무 회전율 (회)	16.2	16.9	17.3	17.4
ROA (%)	7.2	9.0	9.2	10.4
ROE (%)	11.9	14.0	13.7	15.1
ROIC (%)	14.3	19.5	22.0	26.7
부채비율 (%)	62.9	53.7	48.7	44.1
유동비율 (%)	109.3	152.4	197.0	237.7
순차입금/자기자본 (%)	24.5	2.2	-16.4	-30.0
조정영업이익/금융비용 (x)	8.9	11.8	13.0	14.4

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한미약품 (128940)				
2026.02.06	매수	660,000	-	-
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

투자 의견 분류 및 적용 기준

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 악화

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

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자 의견 분류 기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

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

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.76%	1.19%	19.05%	0%

* 2025년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 한미약품 을(를) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 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.