



BUY (신규)

목표주가(12M) 400,000원
현재주가(6.17) 291,500원

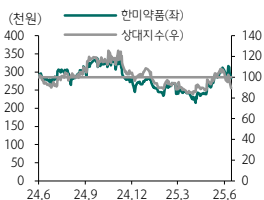
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,950.30
52주 최고/최저(원)	350,500/215,000
시가총액(십억원)	3,734.4
시가총액비중(%)	0.15
발행주식수(천주)	12,811.0
60일 평균 거래량(천주)	69.6
60일 평균 거래대금(십억원)	19.1
외국인지분율(%)	10.31
주요주주 지분율(%)	
한미사이언스 외 4인	50.57
국민연금공단	12.29

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	1,621.4	1,755.7
영업이익(십억원)	239.0	264.0
순이익(십억원)	154.9	173.5
EPS(원)	12,557	14,076
BPS(원)	95,945	108,487

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	1,490.9	1,495.5	1,602.1	1,744.3
영업이익	220.7	216.2	266.2	325.5
세전이익	194.0	171.3	252.2	321.7
순이익	146.2	121.3	192.6	242.5
EPS	11,415	9,470	15,035	18,926
증감율	76.62	(17.04)	58.76	25.88
PER	30.88	29.62	18.82	14.95
PBR	4.54	3.19	2.78	2.37
EV/EBITDA	15.32	12.93	10.90	8.99
ROE	16.01	11.89	16.42	17.64
BPS	77,706	88,067	101,826	119,514
DPS	490	1,250	1,250	1,250



Analyst 김선아 seon.kim@hanafn.com
RA 유창근 changkeun.yoo@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 06월 18일 | 기업분석_기업분석(Report)

한미약품 (128940)

하반기 실적 회복과 신약 모멘텀 모두 보유

경영 정상화에 따른 실적 회복 기대

2024년은 거버넌스 이슈가 가장 격화되었던 시기로, 올해 초 경영 정상화와 함께 분기별 뚜렷한 실적 성장세를 보일 것으로 전망된다. 무엇보다 북경한미에 임종윤 이사장의 복귀가 연결 실적에 큰 영향을 미칠 것으로 보인다. 북경한미와 한미정밀 모두 독감과 밀접한 연관성을 갖는 제품을 주력 품목으로 판매/생산해 왔으므로, 계절적 비수기인 2분기에 급격한 실적 성장을 기대하기는 어렵고 경영 정상화에 따른 효과만 기대한다. 그러나 한미약품 별도와 연결대상회사 모두 기존 제품의 매출 추세를 유지하면서 올해 내 품목 추가를 계획하고 있고, 3분기부터는 계절적인 영향도 기대할 수 있다. 따라서 회사가 연초부터 약속한 상저하고 모양새의 실적 회복을 매 분기마다 확인할 수 있을 것으로 전망한다.

신약 파이프라인 확대와 성과를 확인할 하반기 타임라인

모회사인 한미사이언스는 경영권 분쟁을 마무리하면서 김재교 대표이사를 선임하였다. 신임 대표이사의 이력상 기술이전, 오픈이노베이션, 투자 등을 통해 R&D를 활성화할 것으로 전망된다. 또한 올해 하반기는 릴리의 썬바운드를 경쟁 약물로 하는 HM15275 삼중작용 비만치료제의 미국 임상2상 진입과 HM17321 근육 증량 효과 비만치료제의 미국 임상1상 진입이 예정되어 있다. 이어서 11월 Obesity week에도 참가 의지를 밝혔다. 연말에는 국내 최초의 GLP-1 계열 비만치료제 타이틀을 확보할 것으로 기대되는 에페글레타이드의 임상3상 종료와 결과 발표가 예정되어 있다. MSD에 기술이전한 MASH 치료제인 에피노페 그두타이드의 임상2b상 결과는 내년 상반기에 확인할 수 있을 것으로 전망되나, 올해 내 계획대로 종료하는 것만으로 큰 관심을 모을 것으로 예상된다. 따라서 올해 하반기는 실적 회복에 더하여 이어지는 임상 결과 타임라인에 따라 시장의 기대감이 높아질 것으로 보인다.

커버리지 개시: 투자조건 BUY, 목표주가 400,000원

한미약품의 2025년 연결 기준 연매출 1조6,021억원(YoY+7.1%), 영업이익 2,662억원(YoY+23.1%, OPM16.6%)을 달성하며 분명하고 안정적인 실적 성장세를 보여줄 것으로 기대한다. 또한 개발 중인 파이프라인의 후기 임상 진입과 상용화 시점이 가까워짐에 따라 기업가치는 더 높아질 것으로 전망한다. HM15275, HM17321와 같은 해외 임상 대상 비만 치료제들은 아직 초기 임상 단계이니, 단기 투여에서 안전성이 확인되었으면 장기 투여에 따른 효능과 부작용을 면밀히 살펴봐야 한다.

1. 경영 정상화와 R&D 활성화 기대

1) '24년은 거버넌스 이슈 가장 강했던 해, '25년 정상화 기대감

한미약품 별도는 꾸준히 성장 중
북경한미의 경영 정상화 중요

한미약품은 별도와 연간 모두 2020년부터 매년 매출과 이익이 꾸준히 증가하는 회사였으나, 거버넌스 이슈가 가장 격화되었던 2024년은 매출에서도 정체기를 겪었다. 한미약품 별도 2024년 실적은 연간 매출액 YoY 1.6%으로 예년 매출 수준을 유지한 반면, 북경한미는 YoY -3%로 매출이 크게 감소하였다. 2023년은 COVID-19 영향이 잔재했고 마이코플라즈마가 유행했던 것도 있지만, 2005년부터 북경한미를 맡았던 임종윤 이사장의 부재도 영향이 있었을 것으로 보인다. 올해 2월 다시 이사장으로 선임되었으므로, 경영 정상화에 따른 북경한미의 분기별 매출 성장세를 기대한다.

2) 신약 파이프라인 개발 활성화 및 상업화 기대

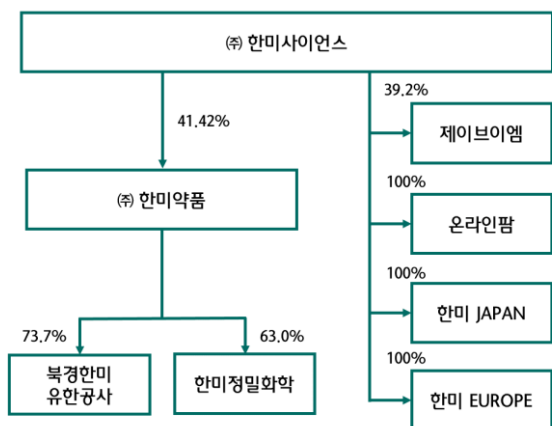
한미사이언스 김재교 대표 취임
R&D 및 오픈이노베이션
활성화 예상

한미약품의 모회사인 한미사이언스는 경영권 분쟁을 마무리하면서 대표이사로 김재교 전 메리츠증권 부사장을 선임하였다. 김재교 대표는 유한양행 재직 시절부터 기술이전, R&D 활성화를 위한 오픈이노베이션 및 투자 업무를 총괄하였고, 메리츠증권에서도 제약/바이오 투자 본부를 이끌어온 만큼 지주회사의 지위에서 한미약품의 R&D와 오픈이노베이션을 활성화하는 방향으로 경영에 임할 것으로 기대한다. 한미약품이 국내 제약 업계에서 중요한 입지를 차지하고 있으나, 매출 품목은 대부분 경쟁력이 약한 제네릭 및 개량신약에 의존하여 성장세가 정체될 것이 우려된다. 또한 신약 개발에서는 아쉬운 실적을 보여왔던 만큼, 다양한 modality에 대한 신약과 기술이전 성과를 기대한다.

GLP-1 계열 국산 비만치료제
2026년 상업화 기대

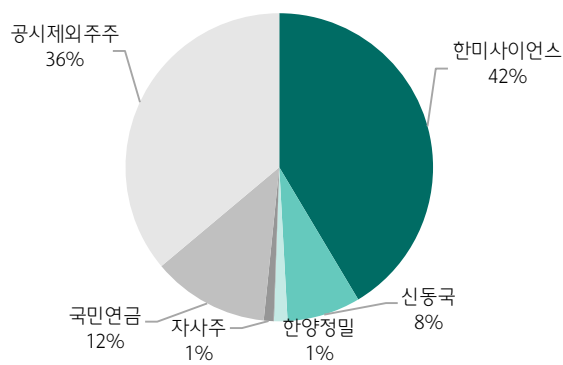
한미약품은 GLP-1 analog 계열 비만치료제인 에페글레나타이드의 임상3상을 올해 중에 마무리 하고 2026년에 허가를 획득하여 국내 출시하는 것을 목표로 하고 있다. 많은 국내 제약/바이오 기업이 저마다의 기술 강점을 내세워 펩타이드계 비만치료제를 개발하고 있으나, 시판 시기를 예상할 수 있을 정도로 개발 단계가 높은 파이프라인은 에페글레나타이드가 유일하다. 위고비의 국내 매출은 2024년에도 3,746억원으로 YoY+62.7%로 증가한 만큼 점유율을 확대하고 있지만, 한미약품의 영업망과 출시 목표 시장에 최적화한 전략으로 개발한 만큼 시판 후 빠른 시장 확대가 기대된다.

도표 1. 한미사이언스 계열사 관계도



자료: 한미약품, 하나증권

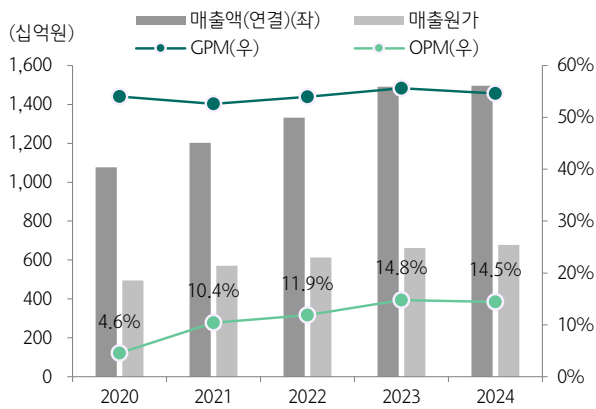
도표 2. 한미약품 지분 구조



주: 신동국, 한양정밀 이외 한미사이언스 특수관계자(김태윤, 박재현)

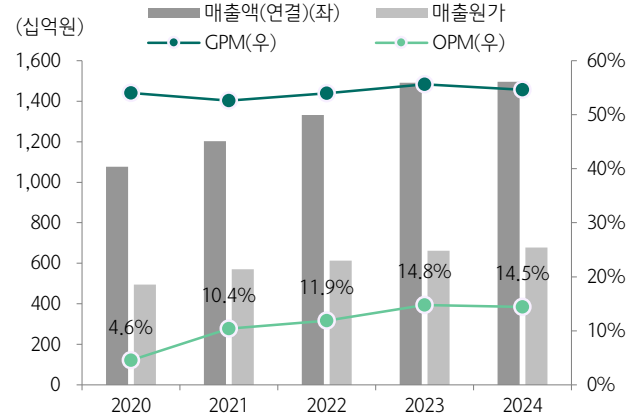
자료: 한미약품, 하나증권

도표 3. 한미약품(별도) 연간 매출/이익 추이



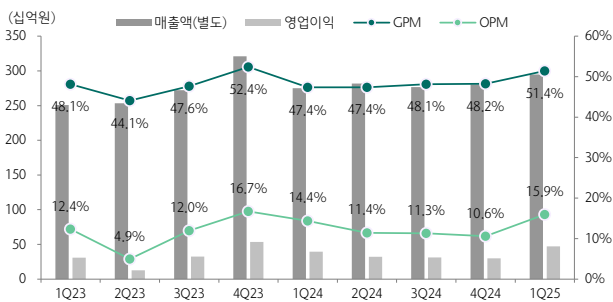
자료: 한미약품, 하나증권

도표 4. 한미약품(연결) 연간 매출/이익 추이



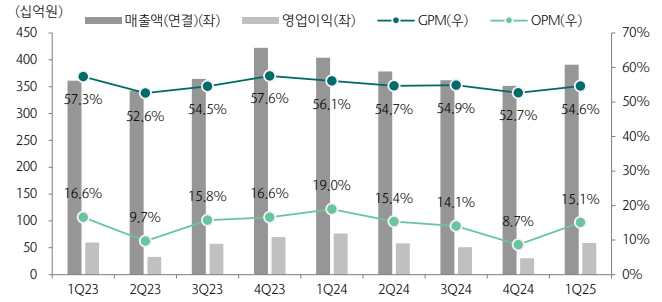
자료: 한미약품, 하나증권

도표 5. 한미약품(별도) 분기별 매출/이익 추이



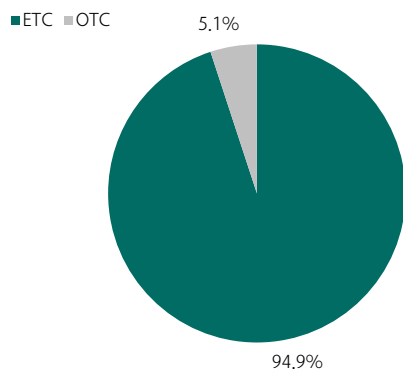
자료: 한미약품, 하나증권

도표 6. 한미약품(연결) 분기별 매출/이익 추이



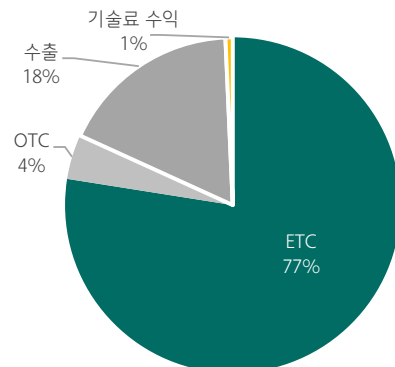
자료: 한미약품, 하나증권

도표 7. 한미약품(별도) 국내 의약품 매출 구성 비율(1Q25 기준)



자료: 한미약품, 하나증권

도표 8. 한미약품(별도) 매출 구성 비율(1Q25 기준)



자료: 한미약품, 하나증권

2. 하반기 기대되는 이벤트

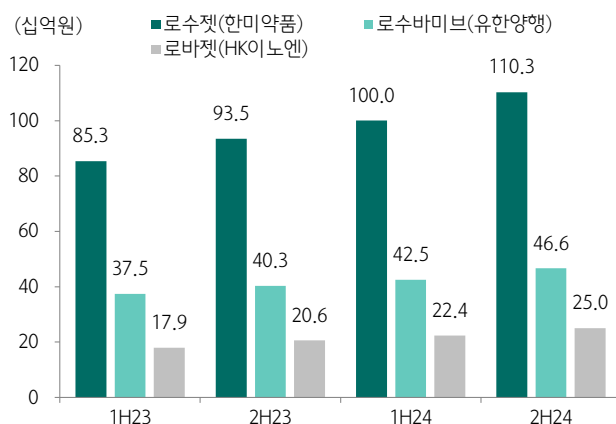
1) 상저하고의 연결기업 분기별 매출 성장세

별도기업 모두 성장 모멘텀 보유

올해 초부터 회사가 강조해 오던 상저하고의 분기별 매출 성장세는 충분히 기대할 수 있을 것으로 전망된다. 한미약품 별도로 주요 매출 품목인 로수젯이 1분기에도 YoY+11% 성장하였고, 리나글립틴 성분의 제2형 당뇨병 치료제인 “리나글로정(5mg/1정)”이 신규 매출 품목으로 추가된다. MSD에 기술이전한 MASH 치료제인 에피노페그두타이드 임상이 하반기 종료를 앞두고 활성화 중인데에 따른 시료 매출도 매출 증가 요인 중 하나로 예상할 수 있다.

북경한미는 올해 상반기에도 독감이 크게 유행하지 않아 매출이 YoY 크게 성장할 것으로 기대하긴 어렵다. 그러나 계절적 요인 영향력이 적은 “리통(변비약)”, “마미아이(정장제)”, “매창안(성인정장제)” 등은 경영 정상화와 함께 영업유통망 활성화에 따라 매출이 증가할 가능성이 높다. 한미정밀화학 또한 올해 초에 리카컴바이오의 링커를 생산하는 계약을 체결하는 등 항생제 중심 생산에서 CDMO 수주 품목을 다양화 하고 있으므로, 하반기로 갈수록 매출과 이익이 증가할 것으로 전망된다.

도표 9. 로수바스타틴/에제티미브 복합제 국내 원외처방 매출 순위



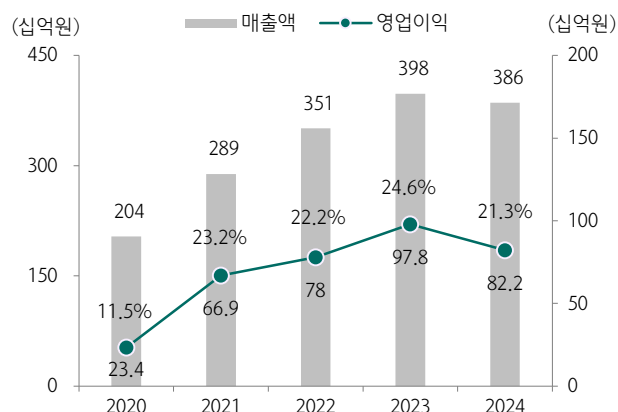
자료: 유비스트, 하나증권

도표 10. 로수젯 연구 중심 영업 성과

논문 타이틀	저널명	발간일
[RACING 연구] Long-term efficacy and safety of moderate-intensity statin with ezetimibe combination therapy versus high-intensity statin monotherapy in patients with ASCVD	THE LANCET	'22.07.18
[RACING 연구의 첫번째 하위 분석 결과] Moderate-intensity statin with ezetimibe vs. high-intensity statin in patients with diabetes and ASCVD	European Heart Journal	'22.12.19
[RACING 연구의 두번째 하위 분석 결과] Combination Moderate-Intensity Statin and Ezetimibe Therapy for Elderly Patients With Atherosclerosis	JACC	'23.04.03
[RACING 연구의 세번째 하위 분석 결과] Efficacy and safety of moderate-intensity statin with ezetimibe combination therapy in patients after percutaneous coronary intervention	eClinicalMedicine Part of THE LANCET Discovery Series	'23.04.04
[RACING 연구의 네번째 하위 분석 결과] Moderate-Intensity Statin With Ezetimibe Combination Therapy vs High-Intensity Statin Monotherapy in Patients at Very High Risk of ASCVD	JAMA Cardiology	'23.08.02
[NODM 빅데이터 연구] Efficacy and diabetes risk of moderate intensity statin plus ezetimibe versus high intensity statin after percutaneous coronary intervention	CARDIO VASCULAR DIABETOLOGY	'24.11.05

주: RACING은 동맥경화심혈관질환자 3,780명 대상으로 진행된 연구자 주도 임상 시험
자료: 한미약품, 하나증권

도표 11. 북경한미 최근 5개년 연간 실적 추이



자료: 한미약품, 하나증권

도표 12. 북경한미 주요 제품 매출 (단위: 1,000위안, 1위안=189.20원)

품목명	적응증	2024년	비중	YoY
이탄징	유아용 진해거담제	708,592	34.7%	-8.6%
리통	변비약	573,785	28.1%	18.1%
마미아이	유아용 정장제	297,030	14.6%	-29.8%
매창안	성인용 정장제	162,487	8.0%	15.8%
이안핑	진해거담제	138,954	6.8%	-10.9%
전체 매출액		2,040,093	100%	-5.5%

자료: 한미약품, 하나증권

(2) 에페글레나타이드, 하반기 임상 종료 → '26년 국내 출시 목표

에페글레나타이드는
제1호 국산 비만 치료제의
가장 유력한 후보
(2026년 국내 출시 목표)

에페글레나타이드(LAPS Exendin-4)는 반감기 증가 기술인 LAPSCOVERY를 적용한 GLP-1 유사체로 비만치료제로 개발 중이다. 이 성분은 '15년 사노피에 기술이전된 후 당뇨 치료제로 개발되다가 '21년 반환되었으나, 지난 임상 결과에서 체중 감소효과를 발견하여 비만 치료제로 임상이 재개되어 현재 국내에서 비만 환자 420명을 대상으로 40주간 관찰하는 임상3상을 진행 중이다. 해당 임상은 **'25년 3분기 내 완료 예정이고, 하반기 허가 신청 후 '26년 국내에 출시하는 것을 목표로** 하고 있다.

지난 임상2상(NCT02075281)에 당뇨가 없는 비만 환자 중 주 1회 6mg 투여군은 21주차에 7.2%의 체중이 감소(vs. 위약군 0.1% 감소)함을 확인하였다. 체중 감소율은 위고비가 당뇨가 없는 비만 환자를 대상으로 한 STEP-1 임상에서 68주차에 14.9%였으므로 투여기간을 고려하면 체중 감소율은 Semaglutide와 견줄만하다. 다만 중단율이 주 1회 6mg 투여군에서 18.6%로 나타나, 위고비(중단율 7%) 보다는 현저하게 높다. 그러나 Placebo에서도 두 임상의 수치 차이가 2배 이상이고, 에페글레나타이드의 임상2상 당시 주1회 투여군은 titration을 하지 않은 반면, STEP-1은 titration을 했던 임상이다. 현재 진행 중인 임상3상은 2mg부터 고용량인 10mg 투여까지의 titration을 포함하고 있어 부작용을 크게 낮출 수 있을 것으로 보인다. 또한 40주 투여 임상이므로 장기 투여에 따른 높은 체중 감소율도 확인할 수 있을 것으로 기대된다.

로수젯으로 확인한 임상 중심의
타겟 시장 진입 전략
+경제적인 가격 정책
+안정적인 공급

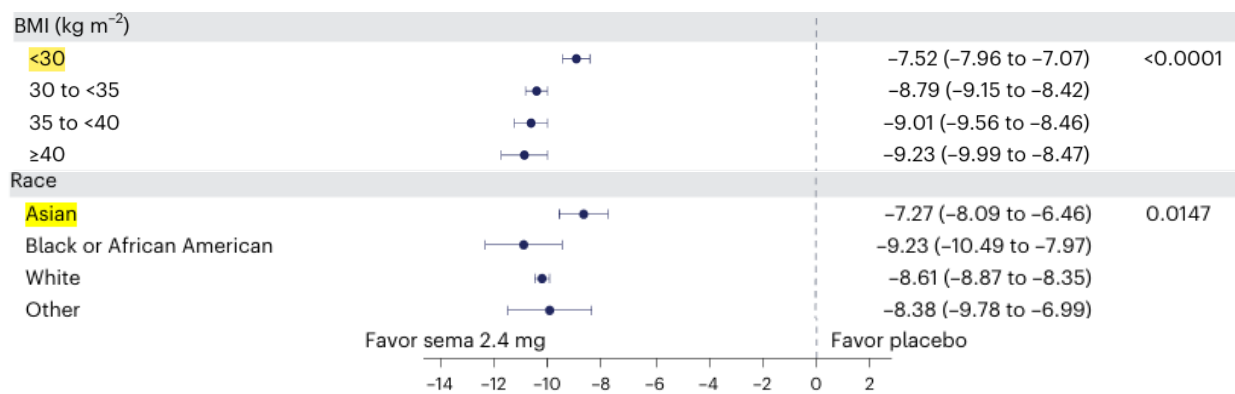
에페글레나타이드는 아시아인 맞춤형 비만치료제라는 것을 개발 포인트로 삼고 있다. 경쟁약품과의 비교 임상은 없지만, 위고비의 SELECT 임상에서 그 힌트를 찾을 수 있다. SELECT에서 다양한 인종에 대해 208주간 진행된 장기 임상에서, 아시아인의 체중감소 효과(-7.3%)는 코카시안(-8.61%)에 비해 낮았다. 해당 임상에서 아시아인은 대부분 30 kg/m² 이하의 낮은 BMI를 갖는데, BMI가 낮을수록 체중감소 효과가 낮아지기 때문이다. 이에 현재 진행 중인 에페글레나타이드의 임상3상에서 비만 환자 기준을 30 kg/m² 이상으로 아시아인의 상황에 맞게 낮추었다. 이번 임상이 성공한다면 아시아인 맞춤형 GLP-1 유사체 비만치료제라는 타이틀로 자리매김할 수 있을 것으로 기대된다. 더욱이 국내에서 직접 생산하여 판매가 가능한 만큼 경제적인 가격 정책과 안정적인 공급으로 시장을 공략할 수 있을 것이다. 회사는 '26년 출시 후 본격적인 매출 발생 년도 3년차('29년)까지 연 매출 1,000억원 달성을 목표로 하고 있다.

도표 13. 에페글레나타이드의 Semaglutide와 효능 및 부작용 비교

파이프라인명(성분명)	Semaglutide	에페글레나타이드(P2)	에페글레나타이드(P3)
개발사	노보 노디스크	한미약품	한미약품
개발단계	승인(Phase 3 종료)	Phase 2 종료	Phase 3 진행 중
임상명	STEP1	NCT02075281	국내임상
투여방법	SC	SC	SC
임상환자수	1,961명	297명	420명
투여기간	68주	21주	40주
투약용량	2.4mg	6mg	10mg
Titration 방법	첫 4주간 주1회 0.25mg 투여, 16주차 2.4mg 까지 약 2배씩 증량	주1회 투여 Titration 없음	첫 2주간 주1회 2mg 투여 12주차 10mg 까지 2mg씩 증량
체중감소율	14.9%	7.2%	-
중단율	7.0%(Placebo 3.1%)	18.6%(Placebo 6.7%)	-

자료: 각 사, 하나증권

도표 14. 위고비 SELECT 임상에서 인종별 효과



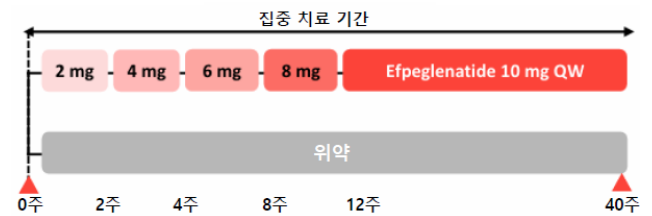
자료: Donna H. Ryan et al. (2024), 하나증권

도표 15. 위고비의 처방시 투여 플랜

단계적 증량	주 1회 용량
1~4주차	0.25mg
5~8주차	0.5mg
9~12주차	1mg
13~16주차	1.7mg
유지 용량	2.4mg

자료: 약학정보원, 하나증권

도표 16. 에페글레나타이드 임상3상 투여 플랜



자료: 한미약품, 하나증권

(3) HM15275: 제지방 보존 비만치료제

HM15275는 Triple agonist로
글로벌 시장을 겨냥한
비만 치료제

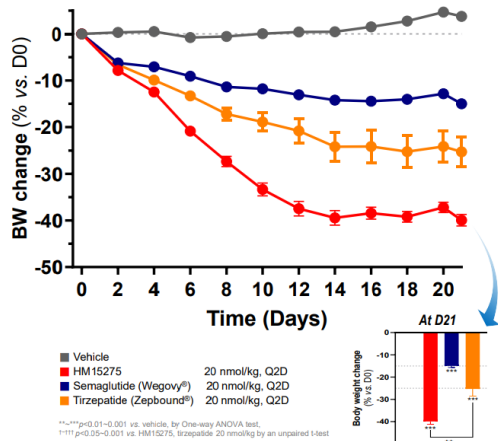
HM15275는 LA-GLP-1/GIP/GCG triple agonist로 세 개의 수용체에 동시에 작용하여 식욕 억제와 칼로리 소비 증진 효과를 동시에 발휘할 수 있다. 글루카곤 수용체 활성화(GCG 작용)는 에너지 소비와 지방 분해를 촉진하기 때문에 대사 개선에 더욱 효과적이다. '24년 6월 미국당뇨병학회 (ADA 2024)에서 발표한 전임상 결과에서 1) 경쟁제품 대비 높은 체중 감소 (-39.9% vs. Semaglutide/위고비 -15.0%, Tirzepatide/젠포운드 -25.3%)를 확인하였고, 2) 단일 GLP-1 작용제보다 비만 합병증인 심부전, 고혈압 등에서 지표 개선, 3) **높은 지방 감소에도 상대적으로 적은 Lean mass**(-7.7% vs. Semaglutide/위고비 -5.9%, Tirzepatide/젠포운드 -10.4%)가 확인되었다. 여기서 제지방 감소는 근육, 장기, 피부, 뼈 등의 감소로 GLP-1 계열 약물의 주요 부작용 중 하나이다. HM15275는 이러한 부작용을 해결할 가능성을 제시한다. 같은 triple agonist인 Retatrutide(릴리, 임상2상 중)의 동일한 동물 모델을 이용한 전임상 결과와 비교했을 때 강점을 확인할 수 있는데, Retatrutide가 HM15275와 유사한 체중감량 효과를 보인 15 nmol/kg~30 nmol/kg 투여군에서 약 16% 이상의 Lean mass 감소(vs. HM15275 -7.7%) 효과도 함께 관찰되었다. 따라서 HM15275의 향후 임상 결과가 기대되는 이유이다.

HM15275의 ADA 2025 결과:
초기 효능과 안전성에 집중,
경쟁약물과 비교를 위해
장기 임상이 필요

HM15275는 아직 출시된 Triple agonist 제품이 없는 만큼 글로벌 시장에 진출하는 것을 목표로 '24년 6월 미국에서 임상 1상이 개시되었다. 그 결과에 대해 이번 달 20일에 열리는 미국 당뇨학회(ADA)에서 발표할 초록이 공개되었다. BMI 30kg/m² 이상 비만 환자에게 효과를 평가한 용량 상승 시험(MAD) 코호트에서 29일차에 평균 2.15%의 체중감소 효과를 확보했다. 전임상 시험 3주차에서 확인된 효과에 비해 현저히 낮은 수치로 보이지만, 비교군으로 사용된 Semaglutide와 Tirzepatide도 인간에서는 각각 68주(14.9%), 72주차(15mg 20.9%)의 장기 투여에서 확인된 수치보다 전임상의 체중 감소율이 높았다.

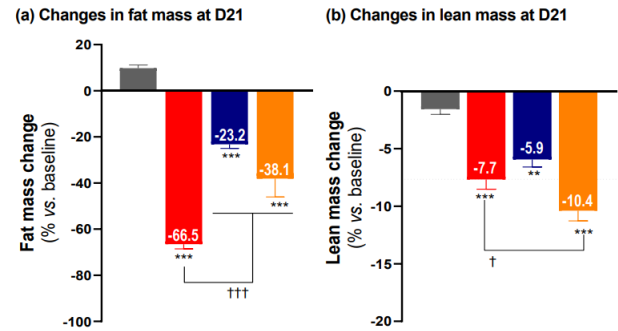
Tirzepatide를 T2D 환자인 비만인을 대상으로 투여한 SURPASS-2에서 5mg 투여 시 4주차에서 약 1.94%의 체중 감소율을 확인한 바 있고, 이를 건강한 비만 환자 대상으로 환산하기 위해 30% 더 감소함을 가정하면 2.5% 수준이다(Rodolfo et al., Diabetes, 2024 참고). 그런데 SURPASS-2에서는 2.5mg으로 주1회, 4주간 titration 한 후 5mg 4주간 투여를 하였으므로 HM15275의 MAD 4주차(4회 투여) 임상1상 abstract만으로는 결과를 비교하기 어렵다. 따라서 경쟁 약물과 비교하기 위해서는 효과와 부작용에 대한 면밀한 비교와 수개월 간의 장기 임상 결과를 살펴봐야 할 것이다. 회사는 곧 열릴 ADA 학회에서 최고 용량군의 체중 감소 결과를 포함한 포스터를 발표할 계획이다. 임상 1상 최고 용량군(0.5-2-4-8mg)에서 4회 투약 후 29일차에 위약 대비 평균 약 4% 후반대의 체중 감소 효과를 나타냈다는 내용이 포함되어 있다고 하니 참고하면 좋을 듯 하다. HM15275는 체중감소율 대비 제지방을 보존하는 효과가 특징인 파이프라인이다. 따라서 임상1상을 통해 안전성은 검증하였으니, 하반기에 이어지는 임상2상을 통해 장기 투여에 따른 체중감소와 제지방 보존 효과에 대한 차별화된 특징을 확인해야 한다.

도표 17. HM15275의 IDO mice 체중감량 효과



자료: Sang Hyun Park et al. (2024), 하나증권

도표 18. HM15275의 IDO mice 투여용량별 Fat 및 Lean mass 변화



자료: Sang Hyun Park et al. (2024), 하나증권

도표 19. T2D인 비만인에 대해 Tirzepatide 투여에 따른 초기 체중 감소율

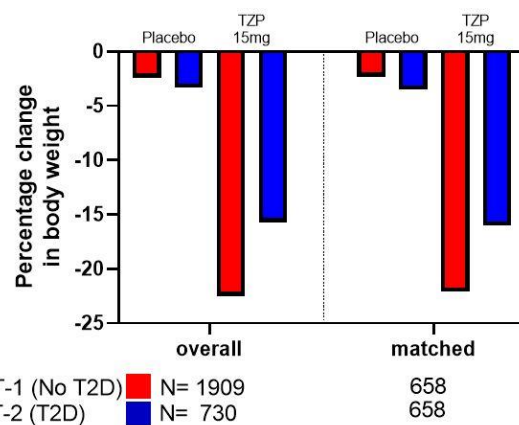
Body weight, kg				
SURPASS-2	TZP 5 mg N = 470	TZP 10 mg N = 469	TZP 15 mg N = 469	Sema 1 mg N = 468
Baseline	92.6 (1.02)	94.9 (1.02)	93.9 (1.02)	93.8 (1.02)
Change from baseline				
Week 4	- 1.8 (0.09)*	- 1.7 (0.09)*	- 1.8 (0.09)*	- 1.2 (0.09)
Week 12	- 4.7 (0.16)*	- 5.2 (0.16)*	- 5.2 (0.16)*	- 3.4 (0.16)
Week 24	- 6.8 (0.25)*	- 8.8 (0.25)*	- 9.7 (0.25)*	- 5.3 (0.25)

주: 최초 투여시 4주간 주1회로 2.5mg 투여하고, 2.5mg씩 목표 투여 용량까지 4주 마다 증량한 후 시험 (tirzepatide was initiated at 2.5 mg QW for 4 weeks, and the dose was increased by 2.5 mg every 4 weeks until the assigned dose was reached.)

자료: Adie Viljoen et al. (2023), 하나증권

도표 20. 터제파타이드로 평가한 당뇨병 보유 여부에 따른 체중 감소율 차이

당뇨 환자인 비만인은
건강한 비만인 보다
30% 낮은 체중 감소율을 보임



주: Matched는 TZP 5mg을 투여한 경우를 포함하거나, 고지혈증 약을 복용한 경우를 제외하여 baseline을 동일하게 맞춘 경우

자료: Rodolfo et al.(Diabetes, 2024), 하나증권

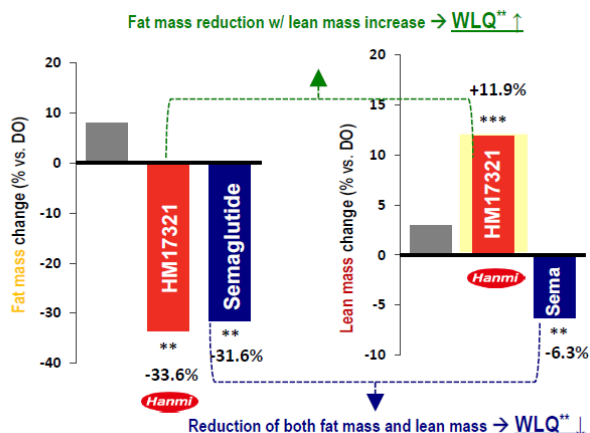
(4) HM17321: 근육량 증량 신개념 비만 치료제

근육량을 증가시키는 HM17321
단독 및 병용으로 기술이전 시도

HM17321(LA-UCN2)는 AI 및 구조 모델링 기술을 결합해 발굴한 신개념 비만치료제로 부신피질자극호르몬 방출인자2(CRF2) 수용체에 선택적으로 작용하는 유로코르틴-2(UCN2) 유사체다. 지속형 약물 전달 플랫폼인 LAPSCOVERY 기술을 적용하여 주1회 투여 제형으로 개발 중이다. ‘24년 11월 Obesity Week에서 전임상 연구 결과를 발표했는데, 비만 유도 마우스 모델에서 HM17321 단독 투여 시 **체중은 Semaglutide 수준으로 감소하였지만 근육량은 오히려 증가**하는 효과를 보였다. GLP/GIP/GCG 삼중작용제로 개발중인 HM15275와 병용한 결과도 같이 발표했는데, 각 물질 단독 투여 시 보다 유의미하게 높은 지방 감소 효과와 함께 lean mass은 유지되는 것으로 나타났다.

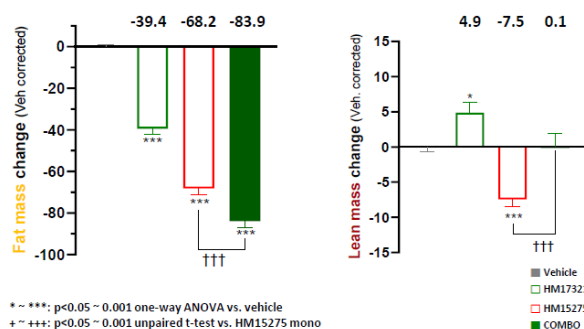
기존 인크레틴 기반 비만 치료제들은 높은 체중 감량 효과에도 불구하고 근육량 감소 문제가 있어 “오웜픽 페이스”라는 명칭으로 그 부작용이 널리 알려져 있다. 이러한 문제를 해결하기 위해 GLP-1 유사체 대비 근육량 감소가 비교적 적은 Amylin 유사체를 도입하여 병용으로 개발하는 전략을 취하기도 한다. 노보노디스크가 Semaglutide와 Amylin 유사체를 병용으로하는 CagriSema 임상3상을 진행하였는데, 68주차 22.7% 체중 감소로 놀라운 결과를 보여줬음에도 당초 선언한 목표치인 25% 달성에 실패하며 실망감을 안겨준 바 있다. Tirzepatide는 임상 최대 용량인 15mg에서 72주차 20.9%의 체중 감소율을 달성(SURMOUNT-1)한 것을 고려하면 체중 감소 효능에서 시장의 기대를 충족시키기가 얼마나 어려운지 체감할 수 있다. HM17321은 lean mass 보존에 있어 오히려 증가하는 효과를 갖고 있으므로, **기존의 비만 치료제 개발사들이 단독 또는 병용투여 목적으로 많은 관심을 보일 것**으로 기대된다. HM17321의 단독 및 병용 플랜에 대한 다양한 동물 실험으로 혈당 감소, 비만 모델에서의 체중감소, 체지방률 개선 등에 대해 ADA 2025에서 발표될 것이고 (Abstract 확인됨), 이를 바탕으로 2025년 하반기에 미국 임상1상 진입할 예정이다.

도표 21. HM17321의 IDO mice에서 Fat 및 Lean mass 변화



자료: Seon Myeong Lee, et al. (2024), 하나증권

도표 22. HM15275+HM17321의 IDO mice에서 Fat 및 Lean mass 변화



자료: Hyunjoo Kwon, et al. (2024), 하나증권

(5) MSD에 기술이전 후 선두물질을 바짝 뒤쫓고 있는 MASH 치료제 MK-6024

MSD 기술이전 후
임상2b상 진행

에피노페그두타이드(Efinopegdutide)는 LAPS GCG/GLP-1 agonist로 두 개의 수용체에 동시에 작용한다. 에페글레타나이드와 같이 LAPSCOVERY를 적용하여 주1회 이하로 투여가 가능하도록 반감기를 증가시켰다. 이 성분은 '15년 안센에 기술이전된 후 비만/당뇨 치료제로 개발되다가 '19년 반환되었으나, '20년 MASH로 적응증을 변경한 뒤 MSD에 다시 8억 7천만 달러(약 1조원) 규모로 기술이전되어 MASH 치료제(MK-6024)로서 임상2b상을 진행 중이다.

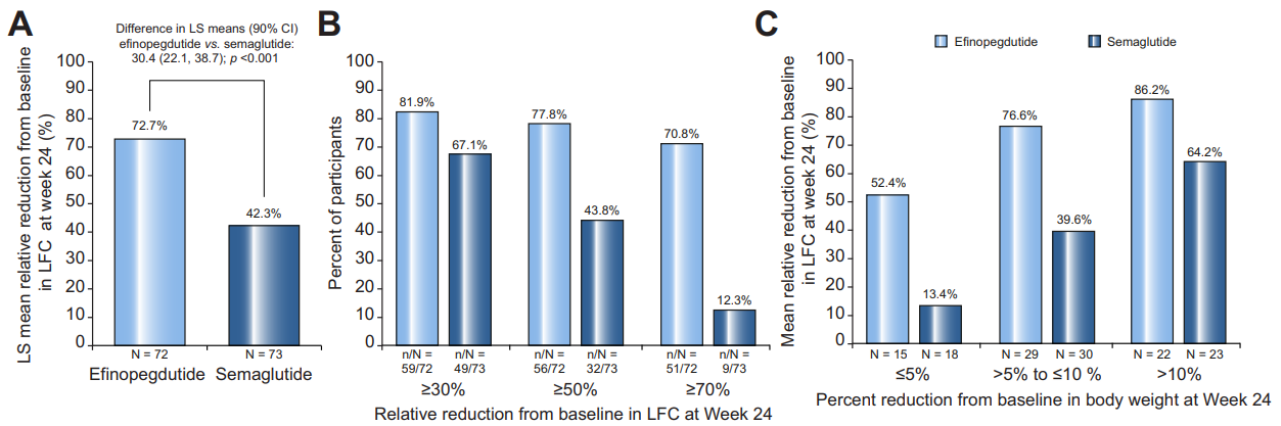
'23년 유럽 간학회 (EASL 2023)에서 발표한 MK-6024의 임상2a상 결과에서 24주차 간지방 감소 -72.7%(vs. Semaglutide-위고비 42.3%)가 확인되었다. 그러나 MK-6024 임상2a상의 비교 약물인 Semaglutide는 별도로 진행한 MASH 치료제로서의 임상2b상에서 간 섬유증 개선과 관련된 지표 달성에 실패했다. 그러므로 MK-6024와 동일한 GCG/GLP-1 agonist 계열인 Survodutide(베링거인겔하임)의 임상2b상과 비교해 보자

경쟁약물은 Survodutide,
MK-6024는 '26년 Global
임상2상 종료 예정

Survodutide의 MASH 환자에 대한 임상2b상에서, 섬유화 단계 F1-F3를 가진 환자들을 대상으로 48주간 치료 후 간섬유화 악화 없이 MASH 개선(최대 4.8mg 투여군 62%, vs. 위약군 14%)하는 효과를 증명하는 결과를 발표하였다. 섬유화 지표의 경우, Survodutide 2.4mg 투여군에서 34%, 4.8mg 투여군에서 36%, 6mg 투여군에서 34%의 참가자가 개선되는 경향을 보였다(placebo 22%). MASH 개선 경향에 비해 섬유화 개선은 용량 증량과의 상관관계가 뚜렷하게 관찰되지 않은 부분이 아쉬운데, 이는 현재 진행 중인 3상에서 추가로 확인할 수 있을 것으로 보인다. Survodutide의 문제점은 높은 중단 비율이다. 최저 투여 용량인 2.4mg에서도 16%(Placebo 3%)의 환자가 부작용으로 투약을 중단하였는데, titration으로 조절을 할 수는 있을 것이나 경쟁약물들에 비해 현저히 높은 경향을 보이고 있다. 베링거인겔하임은 현재 '24년 9월 임상3상 (LIVERAGE; 1,800명 대상으로 간질환 말기로의 진행 억제 확인-7년, LIVERAGE-Cirrhosis; 1,590명 대상으로 간경변증 치료효과 확인-4년)을 수행 중이다.

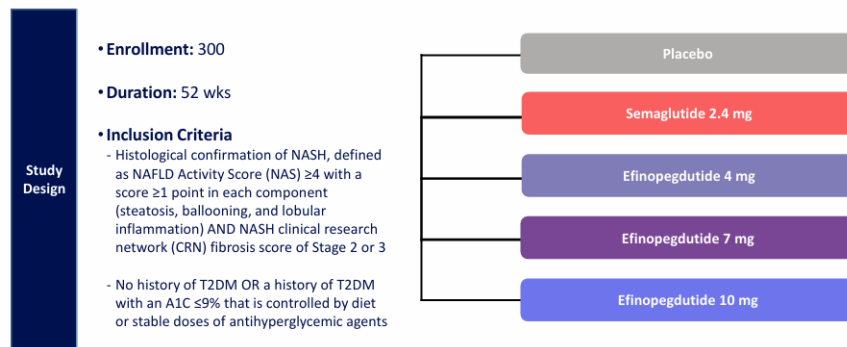
MSD도 선두 경쟁 약물에 맞서기 위해 MK-6024의 글로벌 임상 사이트를 170곳까지 늘렸다. 300명의 환자에 대해 다양한 용량(4/7/10mg)의 MK-6024와 2.4mg Semaglutide, 플라시보를 비교하고, 52주차의 NAS 점수 개선도와 부작용을 평가할 예정이다. 부작용은 최장 60주간 관찰한다. 이 임상은 '23년 6월부터 시작되었고, '25년 12월 종료 예정이다. MSD는 여기에 추가적으로 투약 간격을 Q1W에서 Q2W로 연장하고, 용량을 10mg에서 15mg으로 확장하는 임상2a상(NCT06482112)과 간경화 환자를 대상으로 Fibrosis 개선을 확인하는 임상 2a상 (NCT06465186)을 추가로 수행하고 있다. 올해 말에 종료 예정인 임상은 간경화 진행 전의 환자를 대상으로 한 것으로서, MASH 치료제로서의 유효성과 안전성을 평가하는 연구이다. 한편, '26년에 종료되는 임상 2a상 (NCT06465186)은 간경화 환자를 대상으로 하므로 경쟁 약물과의 차별점을 달성하는데 특히 중요한 지표가 될 것으로 생각된다. 올해 하반기에 이어서 내년까지 임상 결과를 면밀히 추적해야 하는 이유이다.

도표 23. 에피노페그두타이드(MK-6024) vs. Semaglutide (위고비) 임상 2a상 간지방 감소 효과



주: 무작위배정, 활성대조군비교, 평행군Open label/ 에피노페그두타이드(n=72) 10mg, Semaglutide(n=73) 1mg/ 주1회 24주 SC 투여
 자료: Manuel et al.(2023), 하나증권

도표 24. MK-6024 임상 2b상 디자인



주: 무작위 배정, 이중맹검, 위약대조, 다기관 연구/ 간경화 진행 전 MASH 환자 300명, 52주
 - 1차 평가지표: 섬유화 악화 없이 MASH 해소 및 이상반응 (Adverse Events)
 - 2차 평가지표: 지방간염 악화 없이 섬유화가 1단계 이상 개선된 비율 & 체중변화
 자료: 한미약품, 하나증권

도표 25. 주요 MASH 치료제 임상 진행현황 비교

파이프라인명 (성분명)	Efinopegdutide	Resmetirom		VK-2809			Semaglutide	Tirzepatide			Suvodutide			Efruxifermin	
개발사	MSD/한미약품	Madrigal		Viking Therapeutics			Novo Nordisk	Eli Lilly			Boehringer /Zealand			Akero	
개발단계 (최근동향)	Phase 2a (P2b 진행 중)	Phase 3 (승인)		Phase 2b (P3 진입 예정)			Phase 2 (P3 진행 중)	Phase 2 (P2 완료)			Phase 2 (P3 진행 중)			Phase 2b (P3 진행 중)	
임상명	NCT06465186	Maestro-NASH		VOYAGE			ESSENCE	SYNERGY-NASH			NCT04771273			HARMONY	
투여방법	SC/QW	Oral/QD		Oral/QD,QOD			SC/QW	SC/QW			SC/QW			SC/QW	
임상환자수	80	966		248			800	190			293			128	
대상환자	F2, F3	F1B, F2, F3(62%)		F1, F2, F3			F2, F3(68%)	F2, F3(57%)			F1, F2(41%), F3			F2, F3	
투여기간	28주	52주		52주			72주	52주			48주			96주	
용량(mg)	10	80	100	2.5	5	10	2.4	5	10	15	2.4	4.8	6.0	28	50
MASH 해소(%)	간지방 감소 72.7%	25.9	29.9	65.4	63.0	75.0	62.9	44	56	62	47	62	43	61.5	57.1
섬유화 개선(%)		24.2	25.9	44.2	51.9	56.8	36.8	55	51	51	34	36	34	46.2	75.0
중단비율 (%)	5.6	2.8	7.7	1.5	5.4	9.8	2.6	4	0	4	16	21	23	10.0	7.0
SAE (%)	1.4	10.9	12.7	-			-	11	9	0	5	10	8	10.0	16.3

자료: 각 사, 하나증권

(4) 항암제 및 희귀병 치료제 임상도 진행 중

3세대 호중구감소증 치료제
국내외에서 매출 올라오는 중

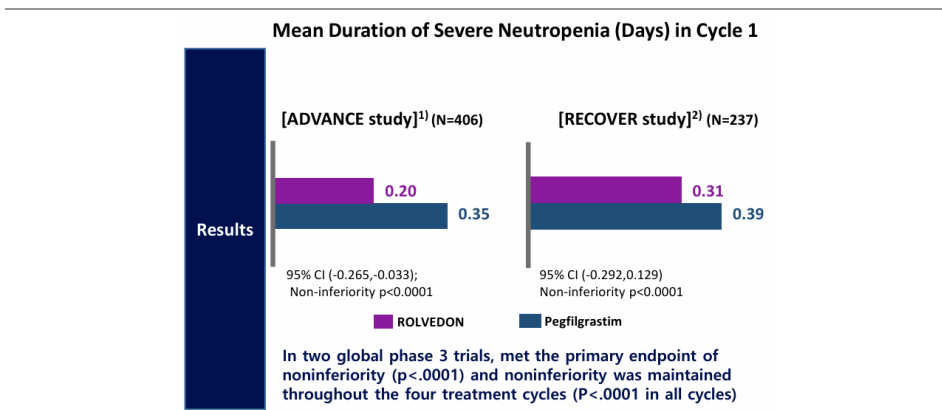
롤론티스(미국 제품명: Rolvedon)는 항암 치료 후 면역력이 떨어진 환자들에게서 흔히 발생하는 3세대 호중구감소증(Neutrophenia)의 치료제이다. 롤론티스는 Spectrum Biotech에 기술이전되었는데, Assertio Holdings가 '23년 4월 Spectrum Biotech을 인수하여 판매권자가 바뀌었다. 롤론티스는 '22년 4Q 미국에 출시되어, 판매권자가 바뀐 '23년부터 매출 1,820만 달러를 기록하였고, '24년에 6,000만 달러의 매출을 달성하며 서서히 시장을 확대하고 있다. Assertio는 상업용 제약회사로 Apectrum에 비해 더 공고한 영업망을 갖추고 있으므로 매출 성장 속도를 충분히 유지하여 '25년 약 7,600만 달러를 달성할 수 있을 것으로 기대된다. 이 경우, 한미약품이 얻게 될 DS 및 로열티 매출은 '25년 약 549억 원을 예상한다.

호중구감소증은 ADC 투약환자에게서 빈번하게 발생하는데, 엔허투 투약 환자의 40%가 이 부작용을 겪는 것으로 보고되고 있다. 이러한 현상은 롤론티스의 장기 성장성을 기대하게 하는 이유이다. Evaluate Pharma가 '24년에 발간한 리포트에 따르면, 현재 ADC 임상이 150개 이상 진행 중이고, 2028년 글로벌 시장 규모는 300억 달러로 성장할 것으로 전망하였다. ADC 치료제 시장이 성장하는 만큼 호중구감소증 치료제 시장도 확대될 것이다. 롤론티스는 현재 항암치료 후 24시간 후 피하주사 하여 투약하도록 허가된 상태이다. 이에 용법 확장을 목적으로, 이전에 호중구감소증을 겪은 환자들을 대상으로 항암 치료 당일 투약하는 호중구감소증 예방 요법으로 미국에서 임상 1상을 진행하였고, 결과에 따라 곧 임상2상을 진행할 것으로 전망된다.

5개의 항암제,
3개의 희귀병 치료제
임상 타임라인 공개

한미약품은 재발/불응성 AML 파이프라인 임상1/2상 (Tuspetinib), Pan-RAF계 NRAS 흑색종 치료제의 임상1b상(Belvarafenib), 재발/불응성 DLBCL (Poseltinib) 임상2상을 진행 중으로, 임상 결과가 확인되는 대로 단독으로 또는 학회에서 결과를 발표할 예정이다. 또한 희귀병 치료제 중 '25년 내 단장증후군 치료제 임상2상 (HM15912), 선천성 고인슐린종 임상 2상(Efpegglucagon) 결과를 발표할 예정이다. 비만치료제와 MASH 치료제를 잇는 이들 항암제 및 희귀병 치료제 파이프라인들의 임상 결과 발표는 기술이전 성과와 신약 개발 기업으로서의 장기성장성에 대한 시장의 기대를 기업가치에 반영할 수 있도록 하는 요소가 될 것이다.

도표 26. 롤론티스 항암 치료 당일 투약 임상 디자인



자료: 한미약품, 하나증권

도표 27. 한미약품 2Q25 공개 파이프라인

	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	승인
비만/ 대사	에페글루카곤+에페글레나타이드 [LAP ⁵ Glucagon Combo] 비만/대사성질환	HM15275 [LA-GLP/GIP/GCG] 비만, 임상 1상 Part B 진입	에피노페그듀타이드 [LAP ⁵ GLP/GCG agonist] 대사이상관련간염(비알콜성 지방간염) MSD	에페글레나타이드 [LAP ⁵ Exd4 Analog] 제2형 당뇨병, 비만	
	HM17321 [LA-UCN2] 비만		에포시페그트루타이드 [LAP ⁵ Triple agonist] 대사이상관련간염(비알콜성 지방간염)		
항암	HM101207 ¹⁾ [SOS1] 고형암	롤론티스(Rolontis) [®] [에플라페그라스틴] 호중구감소증 (당일투여요법) Asserlio	벨바라페닙 [pan-RAF 억제제] BRAF변이 및 융합 고형암 Roche	포지오티닙 [pan-HER] HER2 exon20 변이 NSCLC 2차 치료요법 Asserlio	롤론티스(Rolontis) [®] [에플라페그라스틴] 호중구 감소증 Asserlio
	HM100714 [sHER2] 비소세포폐암	벨바라페닙 [pan-RAF 억제제] 흑색종 등 고형암 Genentech	티부메시르논 [CCR4] 위암 RAPT	오락솔 (Oraxol) [®] [과콜리락셀+엔서퀴다] 유방암 등 고형암 Health hope pharma	
		BH2950 [PD-1/HER2 BsAb] 고형암 B Innovent	포셀티닙 [BTK] B세포림프종 NOBO Medicine		
		투스페티닙 [MKI] 급성골수성 백혈병 Aptose			
		HM97662 [EZH1/2 억제제] 고형암 및 혈액암			
		BH3120 [PD-L1/4-188 BsAb] 고형암, '키트루다' 병용 임상 B			
		HM16390 [LAP ⁵ IL-2 Analog] 고형암			
희귀질환/ 기타	에포시페그트루타이드 [LAP ⁵ Triple agonist] 특발성 폐성염증	HM15421 [LA-GLA] 파브리병 GC	에페글루카곤 [LAP ⁵ Glucagon analog] 선천성 고인슐린증		히알루마주 [히알루론산나트륨] 슬관절의 골관절염 Arthrex
			소네페글루타이드 [LAP ⁵ GLP-2 analog] 단장 증후군		
			에페소마트로핀 [LAP ⁵ hGH] 성장호르몬 결핍증		
			루미네이트(Luminate) [®] 간성노인성황반병증 Allegro AlfaMed		

B: 북경한미, 업데이트 1) SOS1 전임상 후보물질 변경, HM99462 -> HM101207

12

자료: 한미약품, 하나증권

도표 28. 한미약품 신약 파이프라인 R&D 타임라인

	2025	2026	2027
에페글레나타이드 [LAP ⁵ Exd4 analog]	비만 Ph 3 종료	비만 국내 출시 및 상용화	
에피노페그듀타이드 [LAP ⁵ GLP/GCG agonist]		MASH Ph2b 결과 발표	
에포시페그트루타이드 [LAP ⁵ Triple agonist]		MASH Ph2b 결과 발표	
HM15275 [LA-GLP/GIP/GCG]	비만 Ph1 결과 발표	비만 Ph2 개시	비만 Ph2 결과 발표
HM17321 [LA-UCN2]	비만 Ph1 개시	비만 Ph1 결과 발표	비만 Ph2 개시
롤베돈 [®] /롤론티스 [®]	롤론티스 [®] AI 신규제형 출시		
티부메시르논 [CCR4]	위암 P2 결과발표		
포셀티닙 [BTK]	3제 요법 PCNSL / DLBCL Ph2 데이터 발표		재발/불응성 PCNSL Ph2 결과 발표
투스페티닙 [MKI]	3제 요법 AML1L Ph1 데이터 발표	3제 요법 AML 1L Ph2 개시	3제 요법 AML 1L Ph1 발표
HM16390 [LAP ⁵ IL-2 analog]			고형암 Ph1 결과 발표
HM97662 [EZH1/2]	고형암 Ph1 중간 발표		고형암 Ph1 타라인 발표
에페글루카곤 [LAP ⁵ Glucagon analog]		선천성 고인슐린증 Ph2 결과 발표	선천성 고인슐린증 Ph3 개시
소네페글루타이드 [LAP ⁵ GLP-2 analog]			단장증후군 Ph2 결과 발표
HM15421 [LA-GLA]	파브리병 Ph1/2 개시		파브리병 Ph1/2 Interim 결과 발표

주: LAP5: LAPSCOVERY, LA: Long-acting, MASH: Metabolic dysfunction-associated steatohepatitis, PCNSL: Primary Central Nerve System Lymphoma, AML: Acute Myeloid Leukemia

자료: 한미약품, 하나증권

3. 매출 전망 및 Valuation

1) '24년은 거버넌스 이슈 가장 강했던 해, '25년 정상화 기대감

‘25년 연결 연매출 1조6천억원
영업이익 2,662억원 전망

한미약품의 2025년 연결 기준 연매출 1조6,021억원(YoY+7.1%), 영업이익 2,662억원(YoY+23.1%, OPM16.6%)을 달성하며 분명하고 안정적인 실적 성장세를 보여줄 것으로 기대한다. 올해는 세무조사 이슈도 없으므로 4Q25까지 당기순이익의 꾸준한 증가도 기대할 수 있다. 후기 임상 진입 파이프라인의 증가와 회사 방향성에 신약 개발 활성화 목표가 포함되어 있음에 따라 R&D 비용이 증가할 수 밖에 없다. 그러나 분기별 매출 증가가 뒷받침 되어 있고, 연결 매출 기준 15% 전후반의 미드틴 수준을 유지하는 정책으로 운영할 계획이기 때문에 영업이익은 올해 4분기까지 매 분기별 YoY 증가세를 확인할 수 있을 것으로 전망한다.

2) 목표주가 400,000원, 투자의견 BUY

영업가치
Peer 25F 평균 EV/EBITDA
11.1배 적용

한미약품의 매출은 별도 기준으로 주로 제네릭과 개량신약에서 발생하고, 17.5%가 임상 시료 및 원료 수출 매출, 기술료 수익 0.7% 수준이다. 북경한미도 주요 판매 제품이 ETC, OTC, 및 건기식으로 한미약품 별도와 유사하고, 한미정밀화학은 매출이 연결 매출 대비 10% 미만이고 내부거래율이 95% 수준으로 의존도가 높으므로 영업가치 산정모델에서 연결 대상 기업의 특수성을 별도로 고려하지 않았다. 따라서 영업가치는 연결 매출 1조 이상의 국내전통제약사 중 ETC 중심의 OTC, 건기식 등의 기타 매출을 포함하는 기업을 Peer로 하여 선정하여 평균 11.1배를 적용하였다.

비영업가치
임상3상 종료 임박 비만치료제,
MSD L/O MASH치료제 반영

신약 파이프라인 중 임상2상 이상의 결과를 확인함으로써 시판 시점을 가늠할 수 있는 파이프라인인, 에페글레나타이드(아시아인 비만치료제), 에피노페그두타이드(MSD 기술이전 한 MASH 치료제)로 산정하였다. 에페글레나타이드는 출시 3년차에 연 매출 1,000억원 달성의 회사 목표에 부합하도록 산정하였고, 에피노페그두타이드는 임상 단계 상승 시기에 총 계약규모 5% 수준의 마일스톤을 수령하는 것을 가정한 후 이를 일괄적으로 각 단계별로 적용하여 가치를 산정하였다. 두 신약 파이프라인 모두 임상 단계에 따른 실패확률을 할인하여 가치를 할인하였으므로, 임상 단계의 상승에 따라 비영업가치는 크게 상승할 수 있을 것이다.

도표 29. 한미약품 밸류에이션

(십억원, 배)

구분	내용	비고
EBITDA	359.5	25F EBITDA
Target EV/EBITDA	11.1	국내제약사 Peer EV/EBITDA (25F) 평균
영업가치	3,991.9	
순차입금	131.1	25F 순차입금
비영업가치(PV)	1,315.3	에페글레나타이드, 에피노페그두타이드 반영
적정 기업가치	5,176.1	
주식 수	12,810,991	
적정주가(원)	400,000	(만원 단위 미만 절사)
현재주가(원)	291,500	
상승여력	37.2%	

자료: 하나증권

표 30. 국내 Peer 제약사 지표

(단위: 조원, 십억원, 배)

사명	시총	매출액	영업이익	영업	ROE	P/E		P/B		EV/EBITDA		P/S	
		Fwd.12M	Fwd.12M	이익률	Fwd.12M	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2
한미약품	3.8	1,688.6	251.5	14.9%	11.8	23.8	21.2	3.1	2.8	12.1	11.0	2.4	2.2
녹십자	1.6	1,889.1	77.6	4.1%	3.2	50.3	35.5	1.2	1.2	15.4	14.0	0.9	0.8
종근당	1.2	1,697.5	107.5	6.3%	9.7	14.6	12.7	0.0	0.0	7.8	6.2	0.7	0.7
대웅제약	1.8	1,573.6	186.4	11.8%	13.0	14.4	11.2	2.0	1.7	10.7	9.2	1.2	1.1
HK이노엔	1.2	1,056.1	111.7	10.6%	6.1	17.1	14.1	0.9	0.9	9.6	8.3	1.2	1.1
유한양행	8.5	2,383.7	151.3	6.3%	6.7	74.9	46.4	3.6	3.4	48.1	33.3	3.8	3.5

주: [Peer 선정 기준]

-연간 매출액 1조원 이상

-유사한 사업구조 (OTC, ETC, 건기식 등 기타 매출) 보유한 기업 중 시총 상위

-미국시장 시판 의약품 또는 제품 보유

-단, 유한양행 배제(타 지표 대비 EV/EBITDA 값 차이 고려)

자료: 하나증권

표 31. 신약 파이프라인 비영업가치

	2024	2025(F)	2026(F)	2027(F)	2028(F)	2029(F)	2030(F)	2031(F)	2032(F)
아시아 비만치료제 에페글레타이드 매출 추정									
삭센다 기준 년도	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025(F)	2026(F)
삭센다 국내 매출			169.9	188.9	219.0	230.2	374.6	449.5	539.4
삭센다 CAGR	20%	(2020년-2024년 기준 삭센다 CAGR 보정)							
에페글레타이드 매출	임상3상	임상3상	하반기 출시	1차년도	2차년도	3차년도	4차년도	5차년도	6차년도
에페 매출 성장률	20%	(3차년도인 2029년 연 매출 1천억원 달성)							
에페 매출(십억원)			34.0	56.7	87.6	105.1	126.1	151.4	181.6
삭센다 대비 에페 매출비율 (동일 매출년차 기준)			20.0%	30.0%	40.0%	45.7%	33.7%	33.7%	33.7%
할인요소	40%	(임상 3상*여가 성공확률)							
할인된 에페 매출(십억원)	0.0	0.0	13.6	22.6	35.0	42.0	50.4	60.5	72.6
MASH 에피노페그두타이드 기술료 수익									
MASH 치료제 기준 년도	2024	2025(F)	2026(F)	2027(F)	2028(F)	2029(F)	2030(F)	2031(F)	2032(F)
MASH 치료제 글로벌 시장(min\$)	180.0	347.1	669.5	1,291.0	2,489.8	4,801.6	9,260.0	11,112.0	13,334.4
시장CAGR	93%	(2024-2030년 CAGR)							
기술이전 총액(min\$)	860.0	(min\$)							
기술료 수입(min\$)		0	43.0	0.0	43.0	43.0	24.0	46.3	55.6
기술료 수입 근거			P2성공-P3 진입		P3성공-NDA	상업화성공	Royalty 1년차	Royalty 2년차	Royalty 3년차
원/달러 환율		1,400.0	1,350.0	1,350.0	1,350.0	1,350.0	1,350.0	1,350.0	1,350.0
에피 기술료 수익(십억원)		0.0	58.1	0.0	58.1	58.1	32.4	62.5	75.0
할인요소	16%	(임상 2상*3상*여가 성공확률)							
할인된 에피 기술료 수익(십억원)	0.0	0.0	9.5	0.0	9.5	9.5	5.3	10.2	12.3
비영업 매출 합계		0.0	23.1	22.6	44.5	51.5	55.7	70.7	84.9
WACC	7.52%								
영구성장률	2.6%								
PV of FCFF		0.0	21.5	19.6	35.8	38.5	38.8	45.8	51.1
Sum of PV of FCFF	251.0								
Terminal Value	1,064.3								
PV of Terminal Value	1,315.3								

주1: [에페글레타이드 추정]

*에페글레타이드 온전한 판매 3년차인 2029년 연매출 1000억원 달성 가능한 수준에 이르도록 "에페 매출 성장률"과 26년~28년 "삭센다 대비 에페 매출 비율" 임의 조정함

주2: [에피노페그두타이드 추정]

*MASH 치료제 시장은 한국보건산업진흥원 조사 결과 (2024년 레즈디프라 연매출 기준 2030년까지 추정함 것으로 보임), 2031년 부터는 임의로 20% 성장 추정

*에피노페그두타이드 마일스톤은 임상 단계별~상업화성공 마일스톤 5%로 일괄 적용

*Royalty는 MASH 치료제 시장 10%의 로열티율 5% 적용

주3: 할인요소 추정(23년 IQVIA 조사), 임상3상 성공률 54%/ 임상2상 성공률 41%/ FDA 승인확률 74%

자료: 하나증권

도표 32. 롤론티스 매출 추정

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F
롤론티스(국내, 십억원)	4.2	4.7	5.4	6.2	6.8	7.4	8.1	8.8	9.4	10.0	10.7	11.2
롤베돈 총매출 (미국, mln\$)	14.5	15.1	13.9	16.0	17.5	18.4	19.3	20.9	22.4	23.8	25.4	27.3
QoQ	31.8%	4.1%	-7.9%	14.8%	9.8%	4.8%	5.0%	8.5%	7.0%	6.3%	6.7%	7.2%
롤베돈 DS 매출 (mln\$, 한미 매출인식 40%)	5.8	6.0	5.6	6.4	7.0	7.3	7.7	8.4	9.0	9.5	10.2	10.9
롤베돈 로열티(mln\$)	0.9	0.9	0.8	1.0	1.1	1.1	1.2	2.5	2.7	2.9	3.1	3.3
4Q25부터 6%→12%												
환율 원/USD	1,331.22	1,373.29	1,358.56	1,401.17	1,452.96	1450	1430	1400	1350	1350	1350	1350
Adjust index	1.3	1.5	1.7	1.7	1.0	1.5	1.5	1.4	1.3	1.4	1.4	1.4
한미 매출인식 (DS, 십억원)	7.7	8.3	7.6	8.9	10.2	10.7	11.0	11.7	12.1	12.9	13.7	14.7
한미 매출인식 (로열티, 십억원)	1.5	1.9	1.9	2.3	1.5	2.4	2.4	5.0	4.8	5.5	5.8	6.2

자료: 하나증권

도표 33. 한미약품 연결 실적 전망

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F
총 매출액 (연결)	403.7	378.1	362.1	351.6	390.9	392.5	406.6	412.1	1,495.5	1,602.1
YoY(%)	11.8%	10.3%	-0.7%	-16.7%	-3.2%	3.8%	12.3%	17.2%	0.3%	7.1%
QoQ(%)	-4.4%	-6.3%	-4.2%	-2.9%	11.2%	0.4%	3.6%	1.3%	0.0%	0.0%
한미약품 (별도)	275.1	281.8	276.8	280.5	295.0	299.8	307.2	306.7	1,114.1	1,208.8
YoY(%)	9.7%	11.3%	1.7%	-12.6%	7.3%	6.4%	11.0%	9.4%	1.6%	8.5%
제품	230.7	228.0	235.3	235.2	257.4	255.2	265.0	264.3	929.2	1,041.9
주요제품ETC	158.3	161.3	164.2	172.1	164.6	166.6	168.6	171.0	655.9	670.8
YoY(%)	13.0%	10.2%	9.9%	8.9%	4.0%	3.3%	2.7%	-0.7%	10.4%	2.3%
상품	40.6	49.7	36.2	37.6	31.1	38.6	35.9	35.8	164.1	141.4
용역 수익	2.1	1.4	3.0	4.3	4.6	3.3	3.8	4.0	10.8	15.7
기술료 수익	1.5	1.9	1.9	2.3	1.5	1.9	1.9	1.9	7.6	7.2
기타	0.2	0.9	0.3	1.1	0.6	0.7	0.7	0.7	2.4	2.7
북경한미(연결대상)	127.7	98.7	84.3	74.9	96.5	94.9	99.6	104.6	385.6	395.6
YoY(%)	15.0%	9.5%	-9.6%	-27.5%	-24.4%	-3.9%	18.2%	39.6%	-3.0%	2.6%
한미정밀화학(연결대상)	24.8	34.3	29.1	20.7	22.8	25.1	27.7	30.5	108.9	106.0
YoY(%)	-4.2%	14.3%	34.7%	-38.4%	-8.1%	-26.8%	-4.9%	47.2%	-2.0%	-2.6%
연결조정	23.9	36.7	28.1	24.5	23.4	27.3	27.9	29.7	113.1	108.3
매출원가	177.2	171.5	163.4	166.4	177.4	167.6	170.0	173.3	678.5	688.3
YoY(%)	15.0%	5.5%	-1.4%	-7.2%	0.1%	-2.2%	4.0%	4.2%	2.5%	1.5%
원가율(%)	43.9%	45.3%	45.1%	47.3%	45.4%	42.7%	41.8%	42.1%	45.4%	43.0%
매출총이익	226.5	206.7	198.6	185.2	213.6	224.8	236.6	238.8	817.0	913.8
YoY(%)	9.4%	14.7%	-0.1%	-23.8%	-5.7%	8.8%	19.1%	28.9%	-1.5%	11.8%
매출총이익률(%)	56.1%	54.7%	54.9%	52.7%	54.6%	57.3%	58.2%	57.9%	54.6%	57.0%
판관비(R&D 포함)	149.8	148.6	147.7	154.8	154.6	160.4	165.9	166.7	600.9	647.6
YoY(%)	1.8%	1.0%	4.5%	-10.6%	3.2%	8.0%	12.3%	7.7%	40.2%	40.4%
판관비율(%)	37.1%	39.3%	40.8%	44.0%	39.5%	40.9%	40.8%	40.5%	0.0%	0.0%
영업이익	76.6	58.1	51.0	30.5	59.0	64.4	70.7	72.0	216.2	266.2
YoY(%)	27.9%	75.3%	-11.4%	-56.6%	-23.0%	10.8%	38.7%	136.5%	-2.0%	23.1%
QoQ(%)	9.3%	-24.2%	-12.3%	-40.3%	93.8%	9.1%	9.8%	1.9%	0.0%	0.0%
영업이익률(%)	19.0%	15.4%	14.1%	8.7%	15.1%	16.4%	17.4%	17.5%	14.5%	16.6%
영업외비용	1.6	4.1	10.8	28.4	5.8	3.4	3.7	3.8	44.9	16.8
법인세차감전순이익	75.0	54.0	40.2	2.1	53.2	61.0	67.0	68.2	171.3	249.4
당기순이익	63.2	47.1	35.0	-4.8	44.7	48.6	53.7	54.9	140.4	201.9
YoY(%)	27.2%	151.0%	-42.3%	적자전환	-29.3%	3.3%	53.6%	흑자전환	-15.1%	43.7%
NPM(%)	15.7%	12.4%	9.7%	-1.4%	11.4%	12.4%	13.2%	13.3%	9.4%	12.6%

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,490.9	1,495.5	1,602.1	1,744.3	1,919.1
매출원가	661.6	678.5	688.3	703.0	720.2
매출총이익	829.3	817.0	913.8	1,041.3	1,198.9
판매비	608.6	600.9	647.6	715.8	796.1
영업이익	220.7	216.2	266.2	325.5	402.8
금융손익	(22.2)	(18.9)	(11.0)	(3.8)	5.5
종속/관계기업손익	(1.3)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
기타영업외손익	(3.2)	(26.0)	(3.0)	0.0	0.0
세전이익	194.0	171.3	252.2	321.7	408.4
법인세	28.6	30.8	50.3	67.6	85.8
계속사업이익	165.4	140.4	201.9	254.1	322.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	165.4	140.4	201.9	254.1	322.6
비배주주지분 순이익	19.1	19.1	9.3	11.7	14.8
지배주주순이익	146.2	121.3	192.6	242.5	307.8
지배주주지분포괄이익	92.8	142.1	191.1	240.9	305.8
NOPAT	188.1	177.3	213.1	257.1	318.2
EBITDA	319.1	313.5	359.5	407.3	474.7
성장성(%)					
매출액증가율	11.97	0.31	7.13	8.88	10.02
NOPAT증가율	41.75	(5.74)	20.19	20.65	23.77
EBITDA증가율	25.19	(1.75)	14.67	13.30	16.55
영업이익증가율	39.60	(2.04)	23.13	22.28	23.75
(지배주주)순이익증가율	76.57	(17.03)	58.78	25.91	26.93
EPS증가율	76.62	(17.04)	58.76	25.88	26.95
수익성(%)					
매출총이익률	55.62	54.63	57.04	59.70	62.47
EBITDA이익률	21.40	20.96	22.44	23.35	24.74
영업이익률	14.80	14.46	16.62	18.66	20.99
계속사업이익률	11.09	9.39	12.60	14.57	16.81

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	11,415	9,470	15,035	18,926	24,026
BPS	77,706	88,067	101,826	119,514	142,304
CFPS	25,861	24,961	28,234	31,795	37,050
EBITDAPS	24,912	24,473	28,060	31,795	37,050
SPS	116,376	116,736	125,057	136,156	149,803
DPS	490	1,250	1,250	1,250	1,250
주가지표(배)					
PER	30.88	29.62	18.82	14.95	11.78
PBR	4.54	3.19	2.78	2.37	1.99
PCFR	13.63	11.24	10.02	8.90	7.64
EV/EBITDA	15.32	12.93	10.90	8.99	7.07
PSR	3.03	2.40	2.26	2.08	1.89
재무비율(%)					
ROE	16.01	11.89	16.42	17.64	18.84
ROA	7.65	6.19	9.10	10.34	11.61
ROIC	16.33	16.20	20.82	26.95	35.78
부채비율	72.57	62.87	55.42	49.21	43.30
순부채비율	28.87	24.46	9.21	(8.38)	(23.25)
이자보상배율(배)	7.74	8.87	13.30	16.35	20.22

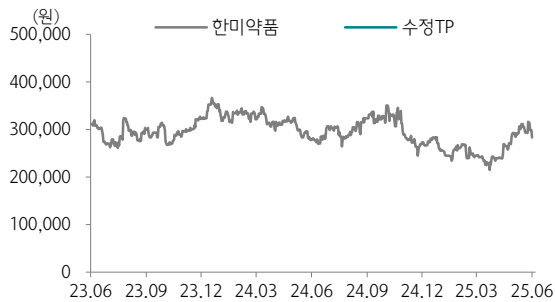
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	730.6	746.3	989.6	1,321.5	1,714.3
금융자산	255.2	193.2	341.9	612.5	931.4
현금성자산	55.0	192.3	207.4	477.9	796.7
매출채권	168.1	238.3	279.2	305.6	337.5
재고자산	288.8	300.9	352.7	386.0	426.3
기타유동자산	18.5	13.9	15.8	17.4	19.1
비유동자산	1,168.0	1,274.5	1,222.8	1,157.9	1,106.5
투자자산	44.6	172.5	199.7	216.7	237.2
금융자산	42.5	170.3	197.2	213.9	234.1
유형자산	833.2	795.6	719.0	647.3	584.6
무형자산	81.0	94.1	91.8	81.6	72.5
기타비유동자산	209.2	212.3	212.3	212.3	212.2
자산총계	1,898.7	2,020.8	2,212.3	2,479.3	2,820.8
유동부채	704.8	682.8	696.6	724.8	758.8
금융부채	483.8	404.8	387.1	387.4	387.8
매입채무	45.2	38.6	45.2	49.5	54.7
기타유동부채	175.8	239.4	264.3	287.9	316.3
비유동부채	93.7	97.3	92.3	92.9	93.6
금융부채	89.1	91.9	86.0	86.0	86.0
기타비유동부채	4.6	5.4	6.3	6.9	7.6
부채총계	798.5	780.1	788.9	817.7	852.4
지배주주지분	955.4	1,084.9	1,261.2	1,487.8	1,779.7
자본금	31.4	32.0	32.0	32.0	32.0
자본잉여금	412.0	411.3	411.3	411.3	411.3
자본조정	(40.0)	(43.3)	(43.3)	(43.3)	(43.3)
기타포괄이익누계액	(29.9)	4.0	3.5	3.5	3.5
이익잉여금	582.0	680.9	857.6	1,084.3	1,376.2
비지배주주지분	144.8	155.9	162.2	173.9	188.7
자본총계	1,100.2	1,240.8	1,423.4	1,661.7	1,968.4
순금융부채	317.7	303.5	131.1	(139.2)	(457.6)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	216.5	193.5	314.9	325.3	381.5
당기순이익	165.4	140.4	201.9	254.1	322.6
조정	108.5	143.4	84.3	81.9	71.8
감가상각비	98.5	97.3	93.3	81.9	71.8
외환거래손익	1.1	(6.1)	(1.0)	0.0	0.0
지분법손익	(1.3)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	10.2	52.2	(8.0)	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(57.4)	(90.3)	28.7	(10.7)	(12.9)
투자활동 현금흐름	(183.5)	24.9	(173.3)	(17.1)	(20.6)
투자자산감소(증가)	149.5	(5.1)	(27.2)	(17.0)	(20.5)
자본증가(감소)	(27.4)	(39.3)	(6.1)	0.0	0.0
기타	(305.6)	69.3	(140.0)	(0.1)	(0.1)
재무활동 현금흐름	(114.6)	(88.9)	(43.6)	(15.5)	(15.5)
금융부채증가(감소)	(105.5)	(76.2)	(23.6)	0.3	0.4
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(3.0)	(3.3)	(4.1)	0.1	0.0
배당지급	(6.1)	(9.4)	(15.9)	(15.9)	(15.9)
현금의 증감	(81.6)	129.5	35.8	270.5	318.7
Unlevered CFO	331.3	319.8	361.7	407.3	474.7
Free Cash Flow	189.2	154.2	308.7	325.3	381.5

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한미약품



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.6.13	BUY	400,000		

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김선아)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2025년 6월 18일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김선아)는 2025년 6월 16일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰 할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

• 기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

• 산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	95.45%	4.55%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 06월 15일