



BUY (유지)

목표주가(12M) 500,000원(상향)
현재주가(10.27) 428,000원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	4,042.83
52주 최고/최저(원)	428,000/215,000
시가총액(십억원)	5,483.1
시가총액비중(%)	0.16
발행주식수(천주)	12,811.0
60일 평균 거래량(천주)	99.8
60일 평균 거래대금(십억원)	34.1
외국인지분율(%)	12.16
주요주주 지분율(%)	
한미사이언스 외 4인	50.57
국민연금공단	11.29

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	1,542.6	1,666.4
영업이익(십억원)	239.7	265.3
순이익(십억원)	171.7	195.0
EPS(원)	12,283	13,928
BPS(원)	96,220	109,752

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	1,490.9	1,495.5	1,522.4	1,570.3
영업이익	220.7	216.2	243.8	250.1
세전이익	194.0	171.3	222.1	245.9
순이익	146.2	121.3	166.2	174.8
EPS	11,415	9,470	12,973	13,647
증감율	76.62	(17.04)	36.99	5.20
PER	30.88	29.62	32.99	31.36
PBR	4.54	3.19	4.36	3.86
EV/EBITDA	15.32	12.93	13.89	13.42
ROE	16.01	11.89	14.46	13.51
BPS	77,706	88,067	98,101	110,757
DPS	490	1,250	1,000	1,000



Analyst 김선아 seona.kim@hanafn.com
RA 유창근 changkeunyo@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 10월 28일 | 기업분석_기업분석(Report)

한미약품 (128940)

에페글레나타이드 결과 발표, 국산 비만 치료제의 등장

세마글루타이드와 비견할 수준의 효과와 부작용

연말에 볼 수 있을 줄 알았던 에페글레나타이드(GLP-1 유사체)의 임상3상 Top-line이 훨씬 빠르게 공개되었다. 당뇨병을 동반하지 않은 성인 비만 환자 299명(위약 포함 총 448명)에 주1회 40주 간 투여한 결과 1) 5% 이상 체중 감소 대상자 비율 64.93%(위약 보정 후, $p<0.0001$), 2) 평균 체중 감소율 -8.13%(위약 보정 후, $p<0.0001$)로 확인되었다. 우리에게 익숙한 Semaglutide STEP1 임상의 체중감소율은 -12.44%였으나, 이는 68주 결과인 데다 백인이 70% 이상이고 평균 몸무게 101kg인 반면, 에페글레나타이드 임상 환자는 모두 한국인(아시아인)이고 평균 몸무게는 88kg이었다. 따라서 이번 임상 결과를 아시아인 비중이 크고 44주차로 진행된 STEP7 임상과 비교하면, 체중감소율 -8.5%로 비견할 수준의 결과를 보였음을 알 수 있다. 에페글레나타이드 임상 디자인은 부작용 컨트롤이 목적 중 하나인데, 위약 보정하여 GI 부작용 사례 26% vs. STEP7 31.8%로 개선된 결과를 보여주었다. 부작용으로 인한 중단을 정확히 알 수 없었는데, 임상 중에 거의 없었다고 하고 이는 최종 임상 결과에서 확인할 수 있을 듯 하다. ('25년 말~'26년1Q 예상)

40주 결과로 허가 진행 및 마케팅을 위한 68주까지 연장 평가

이번 40주 임상 결과로 우선 국내 허가를 진행한다. 동시에 Semaglutide와 정확한 비교를 위해서 24주 평가를 추가로 진행하여, 총 68주 데이터를 '26년 상반기에 보여줄 예정이다. 추가 투약으로 이번 Top-line 보다 더 높은 체중 감소율을 확인할 수 있기를 기대한다. 회사는 '26년 중순에 국내 시판 허가 획득하고 하반기에 출시를 계획하고 있다. 회사는 본격적인 매출 발생 년도 3 년차('29 년)에 연 매출 1,000 억원 달성을 목표로 하고 있다. 한편, Sanofi에 기술이전 된 후 반환된 기억으로 물질특허에 대한 우려가 많은데, 존속기간은 2036년까지이고, “허가등을 받은 날부터 3개월 이내”에 존속기간연장 등록 출원하여 최대 5년까지 연장이 가능하다. Semaglutide의 물질특허가 2028년에 만료되어 제네릭이 출시될 우려가 있으나, 비교적 낮은 GI 부작용과 회사가 가진 Full value chain, 유통망 및 영업력으로 충분히 시장 점유율을 차지할 수 있을 것으로 기대한다.

목표주가 상향, 아직 남아 있는 R&D 이벤트

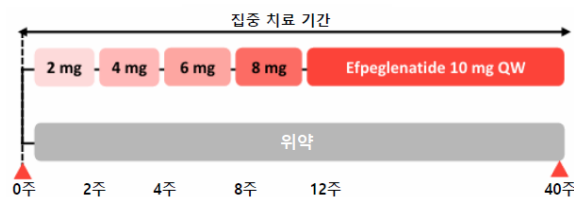
에페글레나타이드의 부족함 없는 임상 결과를 확인하여 할인요소를 제거하고, Peer valuation의 전반적인 상승을 반영하여 목표주가를 50만원으로 상향한다. 하반기 남은 주요 이벤트로 MSD에 L/O한 MASH 치료제 에피노페그듀타이드의 글로벌P2b상의 임상 종료 소식이 있고, 그에 따라 '26년 내 결과 발표, 마일스톤 수령을 기대할 수 있다. 그 외에 '26년에는 삼중작용제인 에포시페그트루타이드 글로벌P2b상, HM17321(근육증강)의 미국 P1 등 다수의 대사질환 관련 파이프라인의 결과 발표 이벤트가 대기하고 있다.

도표 1. 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 2. 에페글레나타이드 임상3상 40주 투여 플랜



주: 68주 평가를 위해, 10mg QW로 24주 추가하여 투여 진행 중

자료: 한미약품, 하나증권

도표 3. 에페글레나타이드 임상 결과와 Semaglutide 임상 비교

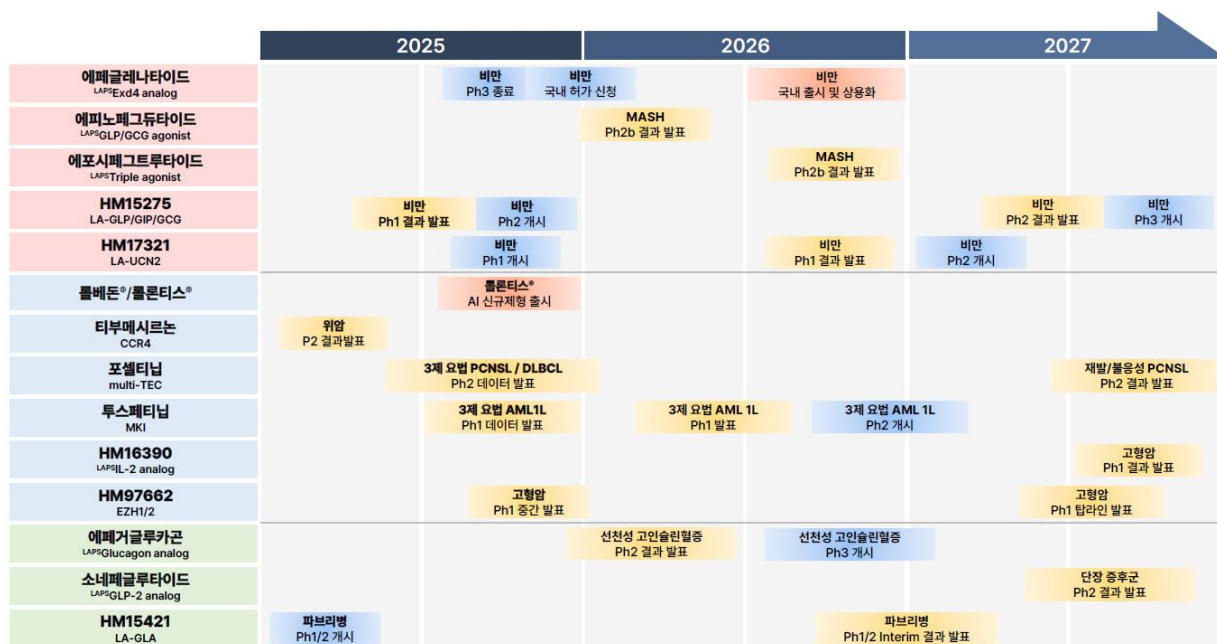
파이프라인명(성분명)	Semaglutide (글로벌)	Semaglutide (아시아인)	에페글레나타이드
개발사	노보 노디스크	노보 노디스크	한미약품
개발단계	승인(Phase 3 종료)	Phase 3a(종료)	Phase 3 진행 중
임상명	STEP1	STEP7	국내임상
투여방법	SC	SC	SC
임상환자수	1,961명 (US, EP 포함 글로벌)	448명 (CN, HK, BR 및 KR)	420명 (KR)
투여기간	68주	44주	40주
투약용량	2.4mg, QW	2.4mg, QW	10mg, QW
Titration 방법	첫 4주간 주1회 0.25mg 투여, 16주차 2.4mg 까지 약 2배씩 증량	첫 4주간 주1회 0.25mg 투여, 16주차 2.4mg 까지 약 2배씩 증량	첫 2주간 주1회 2mg 투여, 12주차 10mg 까지 2mg씩 증량
체중감소율	12.44%	8.5%	8.13%
5% 이상 체중 감소	54.9%	54%	64.94%
부작용	GI 부작용 26.3% (구역 26.8%, 구토 18.2%, 설사 15.6%)	GI 부작용 31.8% (구역 17%, 구토 8%, 설사 16%)	GI 부작용 26% (구역 11.4%, 구토 9.7%, 설사 13.1%)
중단율	3.9%	12.0%	-

주1: STEP-1은 NEJM 2021; 384(11):989-1002 참고, STEP-7은 NEJM 2022:387(3): 205-216 참고/ 모든 값은 위약 보정 후

주2: STEP-1에서 백인은 70% 이상, 아시아인 12~13%, STEP-7은 아시아인 91%이고 당뇨 동반 대상자도 포함

자료: 하나증권

도표 4. 한미약품 신약 파이프라인 R&D 타임라인

LAPS: LAPSCOVERY[™], LA: Long-acting, MASH: Metabolic dysfunction-associated steatohepatitis, PCNSL: Primary central nerve system lymphoma, R/R: relapsed/refractory, AML: Acute myeloid leukemia

자료: 한미약품 3분기 기업설명회(25.09.16), 하나증권

도표 5. 한미약품 밸류에이션

(십억원, 배)

구분	내용	비고
EBITDA	339.3	25F EBITDA
Target EV/EBITDA	11.7	국내제약사 Peer EV/EBITDA (Fwd. 12M) 평균
영업가치	3,969.3	
순차입금	184.7	25F 순차입금
비영업가치(PV)	2,649.8	에페글레나타이드, 에피노페그두타이드 반영
적정 기업가치	6,434.3	
주식 수	12,810,991	
적정주가(원)	500,000	(만원 단위 미만 절사)
현재주가(원)	428,000	
상승여력	16.8%	

자료: 하나증권

도표 6. 국내 Peer 제약사 지표

(단위: 조원, 십억원, 배)

사명	시총	매출액 Fwd.12M	영업이익 Fwd.12M	영업 이익률	ROE Fwd.12M	P/E FY1	FY2	P/B FY1	FY2	EV/EBITDA FY1	Fwd.12M	P/S FY1	FY2
한미약품	5.5	1,645.8	261.0	15.9%	13.2%	34.9	30.7	4.5	3.9	17.0	15.5	3.6	3.3
녹십자	1.6	1,966.5	86.0	4.4%	3.6%	27.4	30.0	1.2	1.2	15.9	13.6	0.8	0.8
동아에스티	0.4	784.6	41.4	5.3%	3.9%	47.7	13.3	0.6	0.6	12.9	10.5	0.6	0.5
대웅제약	1.6	1,595.6	200.5	12.6%	13.6%	11.7	10.3	1.7	1.5	9.1	8.3	1.1	1.0
HK이노엔	1.4	1,118.0	126.1	11.3%	6.8%	18.5	14.9	1.1	1.0	11.3	9.4	1.3	1.3
유한양행	9.6	2,424.9	179.4	7.4%	7.9%	69.9	47.4	4.0	3.7	50.4	36.7	4.3	3.9

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

도표 7. 신약 파이프라인 비영업가치

	2024	2025(F)	2026(F)	2027(F)	2028(F)	2029(F)	2030(F)	2031(F)	2032(F)
아시아 비만치료제 에페글레나타이드 매출 추정									
국내 비만약 시장	358.5	490.4	670.8	719.7	772.3	828.6	889.1	954.0	1,023.7
YoY 성장률	7.3% (2019~2023년 국내 비만 치료제 시장 CAGR, IQVIA)								
에페글레나타이드 매출	임상3상 하반기 출시 1차년도 2차년도 3차년도 4차년도 5차년도 6차년도								
에페 매출 성장률	(3차년도인 2029년 연 매출 1천억원 달성)								
에페 MS			3.0%	6.0%	9.0%	12.0%	15.0%	18.0%	21.0%
에페 매출(십억원)	0.0	20.1	43.2	69.5	99.4	133.4	171.7	215.0	
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(mln\$)	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(mln\$)	860.0 (mln\$)								
기술료 수입(mln\$)		0	43.0	0.0	43.0	43.0	46.3	55.6	66.7
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	62.5	75.0	90.0
할인요소	16% (임상 2상*3상*허가 성공확률)								
할인된 에피 기술료 수익(십억원)	0.0	9.5	0.0	9.5	9.5	10.2	12.3	14.7	
비영업 매출 합계	0.0	29.6	43.2	79.0	108.9	143.6	184.0	229.7	
NOPLAT	80%	0.0	23.7	34.5	63.2	87.2	114.9	147.2	183.8
WACC	7.82%								
연구성장률	2.8%								
PV of FCFF		0.0	22.0	29.7	50.4	64.5	78.9	93.7	108.5
Sum of PV of FCFF	447.8								
Terminal Value	2,202.0								
PV of Terminal Value	2,649.8								

주1: [에페글레나타이드 추정] 국내 비만약의 분기별 매출에서 QoQ 성장률 8%를 반영하여 국내 비만치료제 시장을 추정, 그 시장에서 3%부터 매년 3%씩 성장하는 것으로 추정.

주2: [에피노페그두타이드 추정]

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

*에피노페그두타이드 마일스톤은 임상 단계별~상업화성공 마일스톤 5%로 일괄 적용/Royalty는 MASH 치료제 시장 10%의 로열티를 5% 적용

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

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,490.9	1,495.5	1,522.4	1,570.3	1,646.7
매출원가	661.6	678.5	656.8	663.8	664.3
매출총이익	829.3	817.0	865.6	906.5	982.4
판매비	608.6	600.9	621.9	656.5	706.8
영업이익	220.7	216.2	243.8	250.1	275.6
금융손익	(22.2)	(18.9)	(10.6)	(4.2)	3.1
종속/관계기업손익	(1.3)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
기타영업외손익	(3.2)	(26.0)	(11.0)	0.0	0.0
세전이익	194.0	171.3	222.1	245.9	278.7
법인세	28.6	30.8	40.1	51.6	58.5
계속사업이익	165.4	140.4	182.0	194.3	220.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	165.4	140.4	182.0	194.3	220.2
비배주주지분 순이익	19.1	19.1	15.8	19.5	22.0
지배주주순이익	146.2	121.3	166.2	174.8	198.1
지배주주지분포괄이익	92.8	142.1	185.7	266.5	302.0
NOPAT	188.1	177.3	199.7	197.6	217.7
EBITDA	319.1	313.5	339.3	334.3	349.2
성장성(%)					
매출액증가율	11.97	0.31	1.80	3.15	4.87
NOPAT증가율	41.75	(5.74)	12.63	(1.05)	10.17
EBITDA증가율	25.19	(1.75)	8.23	(1.47)	4.46
영업이익증가율	39.60	(2.04)	12.77	2.58	10.20
(지배주주)순이익증가율	76.57	(17.03)	37.02	5.17	13.33
EPS증가율	76.62	(17.04)	36.99	5.20	13.32
수익성(%)					
매출총이익률	55.62	54.63	56.86	57.73	59.66
EBITDA이익률	21.40	20.96	22.29	21.29	21.21
영업이익률	14.80	14.46	16.01	15.93	16.74
계속사업이익률	11.09	9.39	11.95	12.37	13.37

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	11,415	9,470	12,973	13,647	15,465
BPS	77,706	88,067	98,101	110,757	125,232
CFPS	25,861	24,961	27,182	26,092	27,255
EBITDAPS	24,912	24,473	26,481	26,092	27,255
SPS	116,376	116,736	118,838	122,576	128,538
DPS	490	1,250	1,000	1,000	1,000
주가지표(배)					
PER	30.88	29.62	26.36	25.06	22.11
PBR	4.54	3.19	3.49	3.09	2.73
PCFR	13.63	11.24	12.58	13.11	12.55
EV/EBITDA	15.32	12.93	13.89	13.42	12.20
PSR	3.03	2.40	2.88	2.79	2.66
재무비율(%)					
ROE	16.01	11.89	14.46	13.51	13.49
ROA	7.65	6.19	8.01	7.86	8.15
ROIC	16.33	16.20	19.45	20.68	24.68
부채비율	72.57	62.87	54.79	49.06	44.34
순부채비율	28.87	24.46	12.50	(4.89)	(18.43)
이자보상배율(배)	7.74	8.87	13.80	15.11	16.65

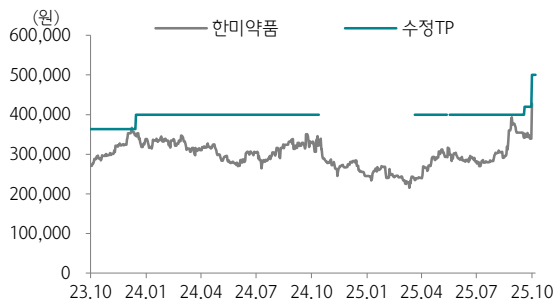
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	730.6	746.3	897.2	1,167.2	1,455.9
금융자산	255.2	193.2	267.4	515.3	764.4
현금성자산	55.0	192.3	214.4	462.3	711.3
매출채권	168.1	238.3	271.5	281.1	298.1
재고자산	288.8	300.9	342.9	355.0	376.5
기타유동자산	18.5	13.9	15.4	15.8	16.9
비유동자산	1,168.0	1,274.5	1,229.7	1,151.7	1,089.1
투자자산	44.6	172.5	192.2	198.3	209.3
금융자산	42.5	170.3	189.7	195.8	206.6
유형자산	833.2	795.6	733.6	659.8	595.5
무형자산	81.0	94.1	93.0	82.6	73.3
기타비유동자산	209.2	212.3	210.9	211.0	211.0
자산총계	1,898.7	2,020.8	2,126.9	2,318.9	2,545.0
유동부채	704.8	682.8	665.5	675.7	693.9
금융부채	483.8	404.8	357.9	358.1	358.3
매입채무	45.2	38.6	44.0	45.5	48.3
기타유동부채	175.8	239.4	263.6	272.1	287.3
비유동부채	93.7	97.3	87.3	87.5	87.9
금융부채	89.1	91.9	81.2	81.2	81.2
기타비유동부채	4.6	5.4	6.1	6.3	6.7
부채총계	798.5	780.1	752.8	763.2	781.8
지배주주지분	955.4	1,084.9	1,213.5	1,375.6	1,561.0
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	(21.0)	(21.0)	(21.0)
이익잉여금	582.0	680.9	834.4	996.5	1,182.0
비지배주주지분	144.8	155.9	160.6	180.1	202.1
자본총계	1,100.2	1,240.8	1,374.1	1,555.7	1,763.1
순금융부채	317.7	303.5	171.7	(76.1)	(325.0)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	216.5	193.5	279.0	274.6	286.9
당기순이익	165.4	140.4	182.0	194.3	220.2
조정	108.5	143.4	95.1	84.2	73.6
감가상각비	98.5	97.3	95.5	84.2	73.6
외환거래손익	1.1	(6.1)	3.6	0.0	0.0
지분법손익	(1.3)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	10.2	52.2	(4.0)	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(57.4)	(90.3)	1.9	(3.9)	(6.9)
투자활동 현금흐름	(183.5)	24.9	(123.9)	(6.2)	(11.0)
투자자산감소(증가)	149.5	(5.1)	(19.7)	(6.1)	(11.0)
자본증가(감소)	(27.4)	(39.3)	(22.2)	0.0	0.0
기타	(305.6)	69.3	(82.0)	(0.1)	0.0
재무활동 현금흐름	(114.6)	(88.9)	(94.9)	(12.6)	(12.5)
금융부채증가(감소)	(105.5)	(76.2)	(57.6)	0.1	0.2
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(3.0)	(3.3)	(24.6)	0.0	0.0
배당지급	(6.1)	(9.4)	(12.7)	(12.7)	(12.7)
현금의 증감	(81.6)	129.5	42.8	247.9	249.0
Unlevered CFO	331.3	319.8	348.2	334.3	349.2
Free Cash Flow	189.2	154.2	256.6	274.6	286.9

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한미약품



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.10.27	BUY	500,000		
25.10.15	BUY	420,000	-17.76%	-15.83%
25.6.13	BUY	400,000	-24.33%	-1.75%
25.6.9	Not Rated	-	-	-
25.5.9	BUY	400,000	-26.51%	-22.13%
25.4.16	담당자 변경		-	-
25.1.10	1년 경과		-	-
24.1.10	BUY	400,000	-23.18%	-11.75%
23.10.6	BUY	363,019	-15.61%	0.96%

Compliance Notice

- 당사는 2025년 10월 27일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김선아)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(김선아)는 2025년 10월 27일 현재 해당회사의 유가 증권을 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	95.41%	4.59%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 10월 24일