



BUY (유지)

목표주가(12M) 500,000원
현재주가(11.05) 459,000원

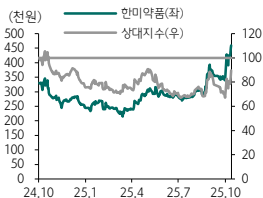
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	4,004.42
52주 최고/최저(원)	459,000/215,000
시가총액(십억원)	5,880.2
시가총액비중(%)	0.18
발행주식수(천주)	12,811.0
60일 평균 거래량(천주)	130.4
60일 평균 거래대금(십억원)	48.1
외국인지분율(%)	11.07
주요주주 지분율(%)	
한미사이언스 외 4인	50.57
국민연금공단	11.28

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	1,525.8	1,633.4
영업이익(십억원)	237.9	265.1
순이익(십억원)	173.1	196.4
EPS(원)	12,375	14,036
BPS(원)	96,525	110,384

Stock Price



Financial Data

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	1,490.9	1,495.5	1,504.3	1,569.9
영업이익	220.7	216.2	239.9	280.9
세전이익	194.0	171.3	218.2	277.6
순이익	146.2	121.3	171.0	215.8
EPS	11,415	9,470	13,345	16,843
증감율	76.62	(17.04)	40.92	26.21
PER	30.88	29.62	34.39	27.25
PBR	4.54	3.19	4.66	4.01
EV/EBITDA	15.32	12.93	18.18	15.99
ROE	16.01	11.89	14.85	16.35
BPS	77,706	88,067	98,473	114,326
DPS	490	1,000	1,000	1,000



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

하나증권 리서치센터

2025년 11월 05일 | 기업분석_기업분석(Report)

한미약품 (128940)

비만치료제 출시로 한 단계 더 성장할 내년(NDR 후기)

주요품목 매출에 신규 상품 및 비만 치료제 추가로 '26년은 더 성장할 것

3Q25 실적은 연결기준 매출액 3,623억원(YoY+0.1%), 영업이익 551억원(YoY+8.1%, OPM15.2%)으로, 매출과 이익 각각 컨센서스 -3%, -5% 하회하였으나 전년도 동기 대비 매출과 영업이익이 모두 성장세를 이어나가고 있다. 한미약품 별도에서 로수젯이 YoY+10% 성장하여 사용량 연동 약가 인하 제도 영향이 있었음에도 불구하고 매출 성장에 기여하였다. 그럼에도 주요 품목의 매출 성장세는 점점 둔화되는 듯 보이지만, 10월에 탐라인을 공개한 에페글레나타이드가 4Q26부터 유의미한 매출이 발생할 것이라 예상된다. 회사는 본격적인 판매 1년차인 '27년에 1천억원 매출 달성을 목표로 하고 있다. 우리가 추정한 국내 비만 치료제 시장 규모로는 '27년에 시장 점유율 17%를 달성한다면 목표하는 매출 달성이 가능할 것으로 전망한다. 한미약품은 full value chain 확보를 통한 가격 유동성, 공급 안정성 등을 강점으로 목표하는 매출을 달성할 수 있을 것으로 기대한다. 특히 장벽이 없는 고지혈증 제네릭 시장에서도 "로수젯"으로 압도적인 매출 성장세를 보이고 있으므로 국내 시장 영업력에 대한 믿음도 있다.

자회사의 매출 및 이익 개선과 R&D 이벤트는 '26년까지 이어질 것

「북경한미」도 매출액 941억원(YoY+11.6%), 영업이익 236억원(YoY+57.6%, OPM25.1%)의 실적을 보여주며 연초에 약속한대로 영업이 정상화되고 있다. '26년은 집중구매제도의 영향이 적은 추가 품목 도입과 자체 상품 개발을 진행하여 매출과 이익 모두 개선될 것이다. 「정밀화학」은 저수익의 API 생산에서 고수익의 CDMO 사업으로 비중을 옮기는 과정에 있으나, CDMO 비중이 서서히 확대되면서 분기 단위로도 이익이 안정화될 것이다. 「R&D 이벤트」로 에페글레나타이드 Top line 결과가 이미 확인되었으나, 추가 이벤트가 이어진다. MSD에 L/O한 에피노페그듀타이드는 12월29일 P2b 종료 예정인데, 달리 소식이 없더라도 '26년1월12일-16일 개최 예정인 JPM Healthcare에서 기업 presentation으로 개발 동향을 확인할 수 있을 것이라 기대한다. 체구성 개선 비만치료제 HM15275는 미국 임상2상이 연내에 투약 개시가 가능할 것으로 보이고(결과는 1H27 예상), HM17321의 임상1상 진입에 따른 결과를 2Q26-3Q26 내 확인할 수 있을 것으로 기대한다.

투자의견 및 목표주가 500,000원 유지

에페글레나타이드가 4Q26부터 매출 발생이 가능할 것이므로 이를 반영한 후, 본격적인 매출이 발생하는 '27년 EBITDA 추정치를 현가화하여 영업가치를 조정하였다. 또한 HM15275가 연내 임상2상 진입할 예정이므로, 이를 L/O 시나리오로 추정하여 비영업가치에 추가하였다. 각 주요 파이프라인에 높은 할인요소를 반영 하였으므로 시나리오의 현실화에 따라 적정 기업가치는 충분히 상승할 수 있다.

1. 3Q25 실적 리뷰

1) 북경한미의 뚜렷한 회복세로 매출 YoY 성장세 유지

‘24년 기준
매출의 24%를 차지하는
북경한미의 영향력이 컸음

3Q25 실적은 연결기준 매출액 3,623억원(YoY+0.1%), 영업이익 551억원(YoY+8.1%, OPM15.2%)으로, 매출과 이익 각각 컨센서스 -3%, -5% 하회하였다. 전반적으로 한미약품 별도와 정밀화학은 매출액이 감소하였으나, 북경한미가 경영 정상화 궤도에 올라서면서 전년도 동기 대비 매출과 영업이익이 모두 성장세를 이어나갈 수 있었다. 「**한미약품 별도**」 매출은 2,691억원(YoY-2.8%), 영업이익 318억원(YoY+1.6%, OPM11.8%)로, 해외 사업부 API 수출 실적이 감소하였으나, 길리어드사와의 엔서퀴다 L/O 계약금을 수취하였고 주요제품인 로수젯 YoY+9.5% 성장을 포함하여 이익률이 좋은 ETC 제품 비중이 높아 매출 감소량에 비해 영업이익은 선방하였다. 「**북경한미**」는 매출액 941억원(YoY+11.6%), 영업이익 236억원(YoY+57.6%, OPM25.1%)을 기록하여 뚜렷한 회복세를 보여주었다. 중국의 집중구매제도(국립병원의 의약품에 대량으로 경쟁 입찰하여 가격 인하를 유도하는 제도) 영향이 적은 마미아이, 매창안 등을 중심으로 영업 전략을 구사하여 시장 영향력을 최소화하였다. 또한 상반기 누적 재고가 소진됨에 따라 판관비 절감 효과가 두각되며 영업이익이 크게 상승하였다. 「**정밀화학**」은 API를 축소하고 CDMO 사업으로 전환하는 중이나 여전히 Cepa 계열 항생제의 제네릭이 많아지며 가격 경쟁 심화 영향을 피하지 못했다. 이에 매출액 172억원(YoY-41%), 영업이익 -10억원으로 적자전환 하였다. 그럼에도 신규 판매처 발굴에 집중하며 불확실성에 적극 대응하고자 노력 중이고, 펩타이드, PEG, mRNA 관련 CDMO 수주에 힘쓰면서 연간 흑자 유지를 목표로 하고 있다.

2) ‘26년은 한미약품 별도에서 비만 치료제 출시 + 북경한미/정밀화학 안정화

에페글레나타이드의 국내 출시로
‘26년 한미약품 별도 성장할 것,
정밀화학의 개선도 기대

한미약품 별도의 주요 품목의 매출 성장세는 점점 둔화되는 듯 보이지만, 10월에 tap라인을 공개한 에페글레나타이드가 ‘26년 하반기부터 매출에 기여하면서 4Q26부터 매출이 크게 성장할 것으로 전망한다. 이번에 공개한 40주차 데이터는 6개월 이상 관찰한 결과로서 식약처에 허가신청하기에 무리가 없다는 회사의 의견이다. 본격적인 판매 1년차인 ‘27년에 1천억원 매출 달성을 목표로 하고 있다. full value chain에 기반한 가격 유동성, 공급 안정성을 강점으로 갖고 있고, 특허 장벽이 없는 고지혈증 제네릭 시장에서도 “로수젯”으로 압도적인 매출 성장세를 보이고 있으므로 국내 시장 영업력으로 목표하는 매출을 달성할 수 있을 것이라 기대한다.

북경한미도 ‘26년은 집중구매제도의 영향이 적은 추가 품목 도입과 자체 상품 개발을 진행하여 매출과 이익 모두 올해 보다 더 개선될 것으로 전망된다. 정밀화학 또한 저수익의 API 생산에서 고수익의 CDMO 사업으로 비중을 옮기는 과정에 있으나, CDMO 비중이 서서히 확대되면서 분기 단위로도 이익이 안정화되는 것을 확인할 수 있을 것이다. 이렇게 추정된 연결 기업 ‘26년 전망은 매출액 1조5,699억원 (YoY+4.4%), 영업이익 2,809억원 (YoY+17.1%, OPM17.9%)이다. MASH 치료제인 에피노페그듀타이드가 성공적으로 임상2b상을 마치고 임상3상에 진입한다면 하반기에 ‘26년 마일스톤 수령도 기대할 수 있다.

2. R&D 파이프라인 모멘텀

1) 에페글레나타이드는 '26년 하반기 국내 출시 예정

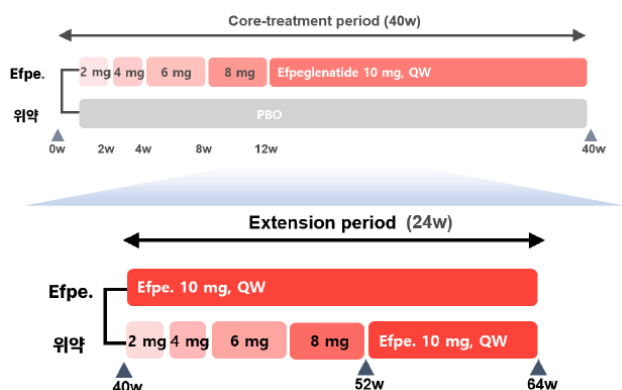
위고비 대비 낮은 GI 부작용,
40주차로 식약처 허가 진행
64주차는 마케팅 의미 큼

에페글레나타이드는 '25년 10월 Top line 데이터를 발표하였고, 출시 가능성을 확인했다. 40주 시점에서 위약 대비 유의한 체중 감량 효과와 경쟁 약물인 Semaglutide(위고비) 대비 우월한 안전성을 확인하였다. STEP-7 임상과 비교한 이유는 관찰 기간이 44주차로 이번 임상과 유사하고, 아시아인 비중이 높기 때문이다 (아시아인 91%, 익히 알려진 STEP-1은 12~13%). 확인된 GI 부작용은 위약 보정 후 기존 에페글레나타이드는 26%(vs. STEP-7 31.8%)로 현저히 적었고, 체중 감소량은 8.13% (vs. STEP-7 8.5%)로 유사한 수준이었다. 반응률은 에페글레나타이드가 현저히 높았는데, 5% 이상 체중 감량 대상자 비율은 64.93%이고 STEP-7은 54%였다. 이번 40주차 임상 결과는 국내 식약처 허가를 위한 것이고, 이어서 24주차 임상을 진행할 예정이다. Semaglutide 2.4mg 최대 투여량에서 Tirzepatide 5mg 투여량과 체중 감소율이 크게 다르지 않음에도 소비자는 Tirzepatide 최대 투약 용량인 15mg의 체중 감소율만을 인식하고 마운자로를 선호했던 만큼, 64주차 결과 데이터도 중요할 것으로 보인다. 즉, 64주차 결과는 마케팅 용도로서 의미가 있다.

4Q26부터 매출 발생 예상
'27년 연매출 1,000억원 목표
해외 진출 계획도 있음

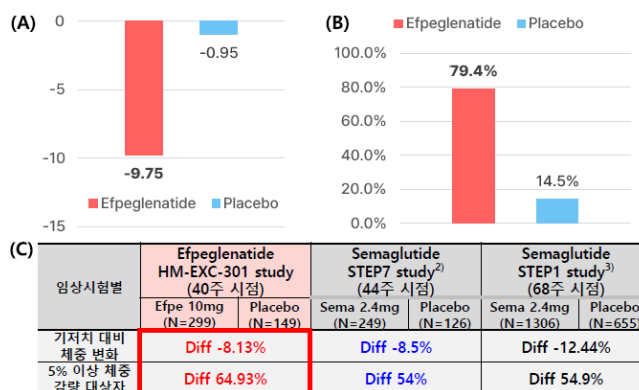
한미약품은 이미 충분한 CAPA를 확보하고 있으므로 공급 안정성과 Full value chain을 활용한 유동적이고 경제적인 가격 인하 정책으로 시장에 접근할 것이다. 연내 품목 허가 신청하면 4Q26부터 유의미한 매출을 확인할 수 있을 것으로 예상된다. 이번 년도 위고비 매출과 CAGR 7.3%의 시장 성장률로 추정한 '27년 국내 비만약 시장은 5,897억원이므로 그 중 17%의 점유율을 차지하는 경우 목표하는 에페글레나타이드 매출1,000억원 달성이 가능할 것이다. 우리는 시장경쟁 위험 30%를 반영하여 '27년 EBITDA를 추정하였다. 에페글레나타이드는 우선 국내 출시를 목표로 개발하였으나, 성공적인 결과를 바탕으로 별도의 임상이 필요치 않은 동남아시아나 중동 국가에도 출시할 계획이다. 전략적으로 필요하다면 해당 국가에서 임상3상을 진행할 수 있고, Sanofi와 하였던 '21년 임상3상 결과와 이번 국내 임상 결과를 함께 활용하여 미국 등의 국가 진입도 시도할 수 있다. 에페글레나타이드의 물질특허는 2036년까지인 것으로 보이고, 허가등에 따라 존속기간 연장(최대 5년)도 가능하다.

도표 1. 에페글레나타이드 임상3상 디자인



자료: 한미약품 IR (2025.11), 하나증권

도표 2. 에페글레나타이드 국내 임상3상 Top line 결과 (40주차)



주: (A) 평균 체중감소율, (B) 체중 감소율이 5% 이상인 시험 대상자 비율, (C) 경쟁 약물 임상 비교

자료: 한미약품 IR (2025.11), 하나증권

2) HM15275는 미국 임상1상 승인, 연내 투약 목표

36주차 장기 투약 평가 진행
임상2상 종료 예상 시기는
‘27년 상반기 예상

HM15275는 삼중작용 치료제로 수술 요법 수준인 약 25% 이상의 체중 감량 효능을 기대하고 있다. 비만 마우스에서 확인된 바에 의하면, 유사한 삼중작용 비만치료제인 Retatrutide와 비교하여 체중은 더 많이 감소하는데, Lean mass는 비교적 적게 감소한다. 최근 확인한 임상1상에서는 주요 지표가 아니었기 때문에 lean mass까지 확인하지는 못했지만 4주차 결과로서 최대 용량에서 우수한 안전성/내약성/높은 체중 감소 효능을 검증하였다. 최근 신청한 미국 임상2상 IND는 승인되었고, 연내에 첫 환자 투약을 목표로 하고 있다. 이어질 임상은 합병증을 1개 이상 갖는 BMI 30~50의 비만 환자이고, 용량은 특허 등의 이유로 비공개이나 임상1상 최대 용량인 8mg 보다 두 배 이상의 용량을 고려하고 있다고 한다. 투약 기간은 36주이고 double blind 임상이므로, ‘26년은 투약 완료가 목표고 결과는 ‘27년 2Q-3Q에 Top line은 확인할 수 있을 것이다 (NCT07205900).

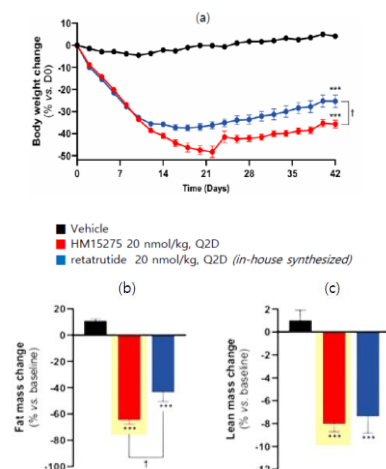
최근 비만치료제 파이프라인의 기술이전이 매우 활발하였고, 그만큼 잠재 매수자도 줄어들었다. 따라서 GLP-1 계열의 비만치료제는 Caucasian을 포함한 글로벌 임상2상 결과 정도는 확인이 되어야 L/O를 기대할 수 있을 것이다. 다만 임상2상 결과를 확인한 후 일어나는 L/O인 만큼 계약 규모와 선금금 규모는 커질 수 밖에 없다. 임상2상 이상의 단계에서 L/O한 사례를 보면 Roche-Zealand Pharma의 Petrelintide(Amyline 유사체)는 총 계약 규모 USD 5.3bil, Regeneron-Hansoh 제약의 HS-20094(GLP/GIP dual 유사체)는 총 계약 규모 USD 1.93bil 수준이었다. Valuation은 Petrelintide가 Amyline 유사체로서 병용 가능성도 높다는 점을 감안하고, HS-20094 deal이 중국인 대상으로만 임상3상을 진행한 결과에 기반하므로 미국 임상에 더 큰 value를 부여할 수 있음을 감안하였다. 따라서 HM15275는 ‘27년 임상2상 결과를 발표한 해에 L/O하고, Petrelintide 기술이전 계약을 참고하되 50% 할인(총 계약 규모 USD 2.65bil)하여 valuation 하였다. 할인요소는 20%로 크게 할인하였는데, 임상2상 성공률 41%에 기술이전할 확률 50%를 가하여 산정한 것이다.

도표 3. HM15275의 임상1상 결과 요약

Subject with any (n, %)	MAD					Pooled Placebo (N=10)
	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)	1.0/2.0/4.0/8.0 (N=8)	0.5/2.0/4.0/8.0 (N=8)	
TEAE	7 (87.5)	7 (87.5)	7 (87.5)	6 (75.0)	8 (100.0)	10 (100.0)
TRAE	3 (37.5)	7 (87.5)	7 (87.5)	4 (50.0)	6 (75.0)	5 (50.0)
Maximum Severity						
Grade 1	2 (25.0)	5 (62.5)	6 (75.0)	1 (12.5)	5 (62.5)	3 (30.0)
Grade 2	1 (12.5)	2 (25.0)	1 (12.5)	3 (37.5)	1 (12.5)	2 (20.0)
Grade 3	0	0	0	0	0	0
Serious TEAE	0	0	0	0	0	0
TEAE leading to study discontinuation	0	1 (12.5) ^b	1 (12.5) ^c	0	0	0

• 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 1.0/2.0/4.0/8.0	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)

도표 4. HM15275의 비만 마우스에서 주요 데이터



***p < 0.001 vs. vehicle. By One-way ANOVA test.
*p < 0.05 vs. HM15275, Retatrutide 20 nmol/kg by an unpaired t-test

자료: 한미약품 IR (2025.11), 하나증권

주: (A) 체중 감소, (B) 지방량, (C) 근육량
자료: 한미약품 IR (2025.11), 하나증권

3) HM17321, 근육 증가 비만치료제

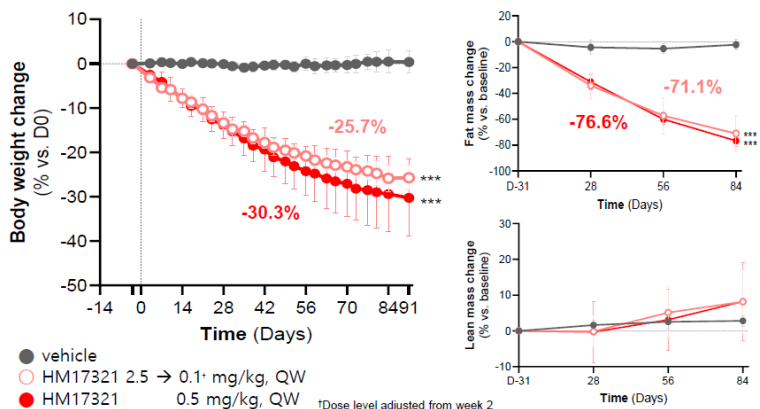
위고비 대비 낮은 GI 부작용,
40주차로 식약처 허가 진행
64주차는 마케팅 의미 큼

HM15275와의 병용으로
글로벌 빅파마들의 관심을
높일 수 있을 것

HM17321은 UCN2 유사체로 체중 감소와 근육 증가를 동시 기대할 수 있는 신개념 비만 치료제이다. 9월 EASD 유럽 당뇨 학회에서 전임상 결과를 공유함으로써, 근육 증가 기전을 입증하고 비만 영양류의 재현성을 확인하였다. AI/SAR (HARP; Hanmi AI-driven research platform) 기반 약물 설계로 목표 약리 작용을 동시에 확보하여 개발 기간을 단축하였다. 회사는 11월 Obesity week에서 이 플랫폼과 약물 개발 과정을 공개할 예정이다. HM17321은 9월 미국 임상1상 IND를 제출하였고, 이는 단독 요법이다. 4주차 투약을 진행할 계획이므로 '26년 2Q~3Q 내 안전성 등을 확인할 수 있을 것으로 기대한다.

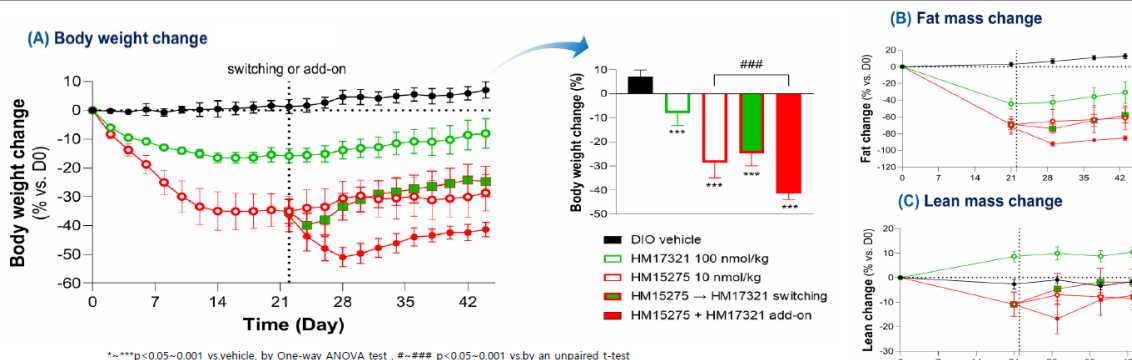
Novo Nordisk, Roche, Metsera 등 다양한 비만 치료제 개발사가 보여주는 전략은 기존의 GLP-1 계열 비만치료제와 병용 투여하는 것이다. HM17321은 GLP-1 계열 비만 치료제와 병용하는 경우 체중 감소량은 높이고, Lean mass 감소는 줄일 수 있는 강점을 갖는다. HM15275와의 병용이 이러한 기존 비만치료제 개발 빅파마들의 니즈를 충족시키는 결과를 보여 주고 있다. 병용으로는 주1회 SC 투여로 전임상을 진행하고 있고, BMI 40 이상의 초고도 비만 환자를 위한 체중 감량과 삶의 질 개선 효과를 얻을 수 있을 것이라 기대한다. 특히 두 약물은 모두 동일한 모달리티(펩타이드)를 갖기 때문에 최적의 병용 요법 개발이 용이한 장점을 갖는다. 이는 Lilly의 Bimagrumab(항체) 대비 강점으로 이해할 수 있다. 임상은 HM17321의 임상1상에서 안전성이 확인된 후에 진행될 것이라 예상한다.

도표 5. HM17321의 비만 영양류 모델에서의 체중 감소, 체성분 분석



자료: 한미약품 IR (2025.11), 하나증권

도표 6. HM15275+HM17321의 비만 마우스에서의 결과 값 비교



주: (A) 체중 감소, (B) 지방량, (C) 근육량

자료: 한미약품 IR (2025.11), 하나증권

4) '25년 임상2b 투약 완료하는 경우 JPM Healthcare 컨퍼런스 발표 기대

임상2a에서 확인된
높은 지방간 감소율과 낮은 중단
임상2b에서 동일한 경향성
확인 기대,
Top line은 2Q26 정도 될 것

에피노페그두타이드(Efinopegdutide)는 LAPS CCG/GLP-1 agonist로 두 개의 수용체에 동시에 작용한다. 에페글레나타이드와 같이 LAPSCOVERY를 적용하여 주1회 이하로 투여가 가능하도록 반감기를 증가시켰다. '20년 MSD에 8억 7천만 달러(약 1조원) 규모로 기술이전되어 MASH 치료제(MK-6024)로서 임상2b상을 진행 중이다.

임상2a상에서는 F2, F3 환자 대상, 지방간 감소 72.7%로 최근 중간 임상3상 중간 결과로 FDA 승인을 받은 Semaglutide 42.3%와 비교하여 높은 감소율을 보였다. 경쟁약물인 Survodutide와 비교해도 최대 용량에서의 56.3% 보다 감소율이 높고, Survodutide는 약물 중단 비율이 13.3%로 다른 약물과 비교해서도 높은 수준이다. 최근 Roche가 89bio를 인수하면서 MASH를 확보하였고, Novo Nordisk도 semaglutide의 MASH로서의 FDA 허가를 획득한 후 Akero의 Efruxifermin을 L/하면서 파이프라인을 강화했다. 이러한 분위기하여 MSD도 임상에 속도를 높일 것으로 기대된다. 에피노페그두타이드의 임상2b상 투약은 올해 내 종료될 예정이고, 타임라인대로 라면 빠르면 1Q26에 탑라인 확인, '26년 중순 최종 보고서를 확인할 수 있을 것으로 기대한다. MSD가 달리 언급이 없더라도, 올해 그러했듯 '26년 JPM Healthcare 컨퍼런스 ('26년1월12일~15일)에서 기업 presentation을 하면서 해당 파이프라인에 대한 기대감을 확인할 수 있을 것이라 기대한다.

도표 7. MASH 치료제 글로벌 파이프라인

파이프라인명 (성분명)	Efinopegdutide	Resmetirom	VK-2809	Semaglutide	Tirzepatide	Suvodutide	Efruxifermin	Efimosfermin	Pegozafermin
개발사	MSD/한미약품	Madrigal	Viking Therapeutics	Novo	Eli Lilly	Boehringer /Zealand	Akero	GSK / Boston Pharmaceuticals	Roche / 89bio
개발단계 (최근동향)	Phase 2b 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)	Phase 2a (P3 준비중)	Phase 3 (P2 완료)
임상명	NCT05877547	Maestro-NASH	VOYAGE	ESSENCE	SYNERGY-NASH	NCT04771273	HARMONY	NCT04880031	NCT04929483
투여방법	SC/QW	Oral/QD	Oral/QD,QOD	SC/QW	SC/QW	SC/QW	SC/QW	SC/Q4W	SC/QW (44mg Q2W)
임상환자수	360	966	248	800	190	293	128	231	222
대상환자	F2, F3	F1B, F2, F3(62%)	F1, F2, F3	F2, F3(68%)	F2, F3(57%)	F1, F2(41%), F3	F2, F3	F2, F3	F2~3
투여기간	52주	52주	52주	72주	52주	48주	96주	24주	24주
용량(mg)	Max. 10	80 100	2.5 5 10	2.4	5 10 15	2.4 4.8 6	28 50	300	15 30 44
LFC 상대적 감소 (MRI- PDF)	72.7% (P2a) (sema 42.3%)	-	44.1 37.1 51.3	-	-	47 55 56	-	-	22 43 37
MASH 해소 (%)	-	16.2 20.2	36.1 33.7 45.7	28.6	34 46 53	34 48 29	38 34	38	35 21 24
섬유화 개선 (%)	-	10.0 11.7	10.1 17.8 22.7	14.4	25 22 21	12 14 12	22 52	25	15 19 20
중단비율 (%)	5.6 (P2a)	-0.6 4.3	-7.7 -3.8 0.6	-0.7	2 -2 2	8 10 13	10 7	-	4 7 1
SAE (%)	0.02 (P2a)	-0.6 1.2	-	-	4 2 -6	-1 4 3	1 7	-	1 0 7

주1: Efinopegdutide의 효능/부작용 지표는 NCT04944992(24주 투여, Fibrosis stage 구분 없음) 결과임

주2: 모두 위약 보정 후 값임

자료: 각 사, 하나증권

5) HM97662 (EZH1/2 이중저해제, 경구제) 및 항암제 파이프라인

EZH1/2 이중저해제,
Rolvedon 추가 임상,
IL-2 유사체,
myeloid kinase inhibitor,
4-1BB x PD-L1 이중항체 등
항암제 파이프라인 다수

1) HM97662는 경구용 EZH1/2 이중저해제로, 진행성 또는 전이성 고형암 환자 대상으로 임상1상을 진행 중이다. 10월 ESMO에서 임상1상 중간 데이터를 공개했는데, 일부 환자에서 PR과 SD가 관찰되어 초기 항종양 반응은 확인하였다. 2023년1월 고형암 글로벌 P1 진입하였고, 2028년6월 P1 종료할 예정이나 중간 결과로 항암제로써 성공 가능성을 계속하여 확인할 수 있을 것이다. 2) Rolvedon (eflapegarstim, 호중구감소증 치료제)은 '22년에 미국 시장에 출시되어 Assertio사와 파트너십을 체결한 상태로, '24년 net sales \$60mil을 달성하였다. 원료 물질 가격을 mid-single digit%로 할인할 것이나 장기적인 가격 조건으로써 안정적인 매출원이 될 것으로 기대한다. 시장 확대를 위해 Chemo 치료 24시간 후 투약하는 방법을 “Chemo 후 30분 또는 같은 날 투여하는 방법으로 임상1상을 진행 중이다. 3) HM16390은 IL-2 유사체로서 2024년12월 고형암 미국/한국 P1 진입하여, 2030년3월 P1 종료 예정이고, 4) Tuspetinib은 경구용 myeloid kinase inhibitor로, 급성골수성백혈병(AML)에 단독 및 Venetoclax 병용으로 글로벌 P1/2상을 진행 중이다. 2019년3월 시작 하였고 2026년11월 종료 예정이다. 5) BH3120는 북경한미와 공동 개발한 4-1BB x PD-L1 이중항체 파이프라인으로, 2023년12월 고형암 미국/한국 P1 진입하여 2027년8월 P1 종료 예정이다.

현재 대사질환 치료제에만 기대감이 많으나, 이들 파이프라인의 중간 결과 발표를 통해 우수한 효능, 기술이전 모멘텀을 등을 확인할 수도 있으니 함께 관심을 가지면 좋을 듯 하다.

6) 그 외 파이프라인

희귀 의약품인
에페거글루카곤, 소네페글루타이드
MASH 에페거글루카곤

에페거글루카곤은 주 1회 투여 First-in-class 글루카곤 수용체 작용제로 글로벌 임상2상(ACHIEVE) 진행 중이다. FDA, EMA, MFDS 희귀의약품 지정 (2018), FDA 희귀 소아질병 의약품 지정 (2020) 받았는데, 소아질병 의약품 지정시 특허권 6개월 추가 연장이 가능 하니 참고하면 좋겠다. 임상 2상 중간결과서 저혈당 (혈당 70mg/dL 미만) 및 심각한 저혈당 (혈당 54mg/dL 미만) 발생 횟수와 시간이 유의미하게 감소 (-72.3%)한 것을 확인하였고, 최종 결과는 '26년 상반기 발표할 예정이다.

소네페글루타이드는 월1회 SC 투여 GLP-2 작용제로 마찬가지로 FDA, EMA, MFDS 희귀 의약품(2019), FDA 희귀 소아질병 의약품(2020), 패스트트랙(2021) 지정 받았다. 단장 증후군 환자 대상 글로벌 P2상 진행 중이고, '27년 2Q에 종료할 예정이다. 해당 파이프라인은 그 자체의 효과 등을 확인하는 것도 의미가 있지만, LAPSCOVERY를 적용하여 월1회로 투약 횟수를 증가시킨 점에서 월1회 비만 치료제 개발 가능성을 보여준다.

도표 8. 한미약품 4Q25 NDR 공개 파이프라인

	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	승인
비만/대사	에페글루카곤+에페글레나타이드 [LAP ⁵ Glucagon Combo] 비만/대사성질환	HM17321 [LA-UCN2] 비만	HM15275 [LA-GLP/GIP/GCG] 비만	에페글레나타이드 [LAP ⁵ Exd4 analog] 제2형 당뇨병, 비만	
			에피노페그듀타이드 [LAP ⁵ GLP/GCG agonist] 대사이상관련간염(비알콜성 지방간증)	MSD	
			에포시페그트루타이드 [LAP ⁵ Triple agonist] 대사이상관련간염(비알콜성 지방간증)		
항암	HM101207 [SO51] 고형암	롤론티스(Rolontis) [®] [에볼루로그라스틴] 조종과 심소종 (암치료요법)	벨바라페닙 [pan-RAP 억제제] BRCA병이 된 유방 고형암	포지오티닙 [pan-HER2 억제제] HER2 exon20 변이 NSCLC 2차 치료요법	롤론티스(Rolontis) [®] [에볼루로그라스틴] 조종과 심소종
	HM100714 [pHER2] 비소세포폐암	벨바라페닙 [pan-RAP 억제제] 흑색종 등 고형암	Genentech	티부메시르논 [CCR4] 위암	RAFT
		BH2950 [PD-1/HER2 BzAb] 고형암	Innovent	포셀티닙 [multi-TEC] 원발성 중추신경계 침투종	NOBO Medicine
		투스페티닙 [MKI] 담낭결구상 세포암	Aptose		
		HM97662 [EZH1/2 억제제] 고형암 및 혈액암			
		BH3120 [PD-L1/4-1BB BzAb] 고형암, 카트루다 병용 임상			
		HM16390 [LAP ⁵ IL-2 analog] 고형암			
희귀질환/기타	에포시페그트루타이드 [LAP ⁵ Triple agonist] 특발성 폐쇄성폐증	HM15421 [LA-GLA] 파브리병	GC	에페글루카곤 [LAP ⁵ Glucagon analog] 선천성 고인슐린혈증	하일루마주 [단일후손인산트류] 술관절의 골관절염
				소네페글루타이드 [LAP ⁵ GLP-2 analog] 담장 증후군	
				에페스마트로핀 [LAP ⁵ rhGH] 성장호르몬 결핍증	
				루미네이트(Luminate) [®] 간성 노인성황반변성	Allegro Heifei AffaMed

B: 복경한미, 옅은색: 업데이트 HM17321: 임상 1상 IND 신청, HM15275: 임상 2상 IND 신청, 에페글레나타이드: 임상 3상 Topline 발표, 적응증 확장(당뇨), 롤론티스(Rolontis)[®]: AI 제형 품목허가 제출

자료: 한미약품 IR (2025.11), 하나증권

도표 9. 한미약품 신약 파이프라인 R&D 타임라인

	2025	2026	2027
에페글레나타이드 LAP ⁵ Exd4 analog	비만 Ph3 종료	비만 Ph3 개시	비만 국내 허가 신청
에피노페그듀타이드 LAP ⁵ GLP/GCG agonist	MSD	MASH Ph2b 결과 발표	비만 국내 출시 및 상용화
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 Ph2 개시
롤론티스 [®] /롤론티스 [®] Assertio		롤론티스 [®] AI 신규제형 출시	
티부메시르논 CCR4	위암 Ph2 결과 발표		
포셀티닙 multi-TEC	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 Ph1 결과 발표	3제 요법 AML 1L Ph2 개시
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 고인슐린혈증 Ph2 결과 발표	선천성 고인슐린혈증 Ph3 개시
소네페글루타이드 LAP ⁵ GLP-2 analog			담장 증후군 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. 그 외 NDR 중 주요 질문 요약

Q. 국내에서 semaglutide 특허만료는 언제이고 제네릭에 대한 대응 전략은?

A. 제형특허까지 하면 '28년. 식약처 기준 허가받고 5년동안 판매 불가. 위고비 '24년에 출시하여 제네릭 출시는 '29년이 될 것. 그 시점까지 에페글레타이드로 경쟁하고, '30년에는 HM15275 출시(미국 등)할 계획이기에 매출 방어할 수 있을 것

Q. HM17321과 같은 UCN2 계열 약물은 한미약품이 개발 속도가 가장 빠른 것으로 알고 있는데, 어느 정도 개발 단계에서 빅파마에 기술 이전할 계획인지?

A. 늦어도 임상 3상 진입 전에는 글로벌 파트너사에게 기술 이전할 계획. 다만, 에페글레타이드와 같이 반환되었던 경험 이 있기에 확실하게 상업화를 약속하고, 또 그럴 역량이 있는 회사에 기술 이전할 것

Q. UCN2와 같은 약물은 임상 데이터에서 어떤 지표를 확인하는게 좋을지, 또한 전임상 결과가 얼마만큼 재현성을 보일지?

A. 새로운 기전의 약물이기에 임상 1상에서는 안전성과 내약성을 중점적으로 확인할 계획. 근육 증가는 Body composition의 변화 추이나 근육 단층 MRI를 통해 확인할 수 있음. 다만, 성장한 근육의 에너지 소모량이나 운동에 실제로 관여하는 근육의 성장이 주요한 지표가 될 것. 인간과 가장 유사한 영장류로 전임상을 완료하였으며, 단백질체 분석까지 진행하여 양질의 근섬유 성장을 확인하였기에 인간에서도 높은 재현성 보일 것으로 예상

Q. UCN2가 부신을 자극하는 것으로 하는데, 스테로이드와 같은 부작용이 없는게 아닐지?

A. UCN2는 부신피질자극호르몬 방출호르몬(CRF) 패밀리에 속하지만, 부신이 아닌 심장과 내장근과 같은 중추 및 말초 조직에 작용하여 스테로이드와 무관. HM17321은 심장과 같은 내장근 성장은 보이지 않았고 운동근 성장만 확인 되었음

Q. 아밀린 또한 근육 감소 없는 비만치료제로 개발되고 있는데, 아밀린과 비교하여 어떤 장점이 있을지?

A. 아밀린은 근감소증 치료제로 개발되던 약물로 근육 성장이 아닌 근육 감소를 막는 역할. GLP-1RA와의 병용을 통해서만 비만치료제로의 역할을 할 수 있을 것. 이와 달리 UCN2는 근육 성장과 함께 체중 감소까지 확인 되었음

Q. 글루카곤이 포함된 약물의 경우, 열감이 생길 수 있다고 하는데 만약 에피노페그듀타이드에서 열감과 같은 부작용이 없다면 HM15275에서도 열감 부작용이 없을 거라 생각할 수 있는지? 혹은 높은 글루카곤 비율로 인한 부작용은 없을지?

A. 확신할 수 없지만 부작용이 없을 가능성은 높음. 에피노페그듀타이드 임상 2a상에서 열감 관련한 특별한 부작용 없었고, 높은 안전성과 지방간 감소를 보였음. 높은 글루카곤 비율로 인해 오히려 더 높은 MASH 치료 효과가 있으며 혈당 증가 부작용은 나타나지 않았음

Q. 에피노페그듀타이드는 상대적으로 베링거인겔하임의 Suvodutide 보다 임상이 늦은데, Suvodutide에 비해 강점은?

A. 지방간 감소 및 섬유화 개선 모두 Suvodutide에 비해 높음. 특히 높은 글루카곤 비율로 인해 섬유화 개선 효과가 높음. Best In Class가 될 가능성이 높음. 최근 달이 나온 FGF21 약물 작용기전 또한 글루카곤의 하위 작용기전의 일부

Q. 에피노페그듀타이드, HM17321, HM15275의 데이터 발표 일정은 어떻게 될지?

A. 에피노페그듀타이드의 경우, MSD 2Q25 실적발표 때 '25년 말 데이터 발표라고 말했으나, 3Q25 실적발표 때 다른 언급 없었음. 임상 마무리가 '25년 12월이므로 '26년 1분기 내 2b상 타라인 데이터 발표 할 것으로 예상. HM17321의 경우 이미 여러 학회에서 전임상 데이터 발표 했었으며, 임상 1상 IND 승인이 계획대로 된다면, '26년 말에 1상 데이터를 확인할 수 있을 것. HM15275는 '27년 상반기 임상 종료 예정되어 있어, '27년 2Q~3Q에는 타라인 데이터 발표할 수 있을 것.

Q. 에페글레나타이드의 peak sales는 어느정도까지 예상하고 있을지?

A. 아직 약가 산정 전이므로 peak sales forecasting까지는 어려움이 있음. 출시 1년차 매출액인 1,000억원보다 높은 건 확실함. 품목 허가 이후, 약가가 결정되면 더 구체적으로 소통 드릴 예정. 약가는 경쟁약 대비 경제적으로 책정해 빠르게 시장 점유율 확보할 것

Q. 에페글레나타이드의 해외 판매 가능성은?

A. 당연히 생각하고 있음. Sanofi와 당뇨 적응증으로 글로벌 임상 3상도 진행했으므로, 국내 3상 및 시판 후 환자 데이터를 종합해 중동 및 아시아 진출을 생각하고 있음. 더불어 LAPSCOVERY 기술을 통한 2주나 한달 제형으로 개발 가능성도 있기에 글로벌 진출도 열어두고 있음

Q. 로수젯의 성장률은 앞으로 어떻게 될 지?

A. 매년 사용량 연동 약가 인하가 되는 증으로 매출액 성장률이 소폭 감소하고 있긴 하나, 처방량 기준으로는 분기 두 자리 수 중반으로 성장 이어가는 중. 이상지질혈증 치료제 시장의 성장률(한 자리수)보다는 아웃퍼폼하고 있음.

Q. 수 많은 복합제와 제네릭이 있는 시장에서 로수젯의 꾸준한 성장 동력은 무엇인지?

A. 출시 이후 임상4상 데이터를 매년 꾸준히 발표하는게 주요함. Racing 임상 시리즈를 통해 로수젯의 환자군을 넓히고, 임상 데이터를 기반으로 Evidence based 영업까지 가능하여 시너지를 낼 수 있음

Q. 북경한미와 정밀화학 향후 방향성은?

A. 북경한미의 경우 작년 대홍수, 감염병 유행 감소으로 인한 재고가 많았음. 상반기 재고 소진 마무리 했으며, 경영 정상화 되며 앞으로 OPM 20% 초중반 유지할 수 있을 것. 정밀화학의 경우 중국, 일본향 API 수출 경쟁이 심해지고 있음. CDMO로 체질 개선 증으로 강점이 있는 저분자 계열 CDMO로 빠른 시일 내에 매출, 이익 올리려 노력할 것

4. Valuation

도표 10. 한미약품 밸류에이션

(십억원, 배)

구분	내용	비고
27년 EBITDA	435.0	
WACC	7.9%	
현가 EBITDA	373.9	현가와 27F EBITDA
Target EV/EBITDA	13.6	국내제약사 Peer EV/EBITDA (FY1) 평균
영업가치	5,085.4	
순차입금	152.4	25F 순차입금
비영업가치(PV)	1,360.2	HM15275, 에피노페그두타이드 반영
적정 기업가치	6,293.2	
주식 수	12,810,991	
적정주가(원)	500,000	(만원 단위 미만 절상)
현재주가(원)	451,500	
상승여력	10.7%	

자료: 하나증권

도표 11. 국내 Peer 제약사 지표

(단위: 조원, 십억원, 배)

사명	시총	매출액 Fwd.12M	영업이익 Fwd.12M	영업 이익률	ROE Fwd.12M	P/E FY1	P/E FY2	P/B FY1	P/B FY2	EV/EBITDA FY1	EV/EBITDA FY2	P/S FY1	P/S FY2
한미약품	5.8	1,624.5	262.8	16.2%	13.2%	36.5	32.2	4.7	4.1	18.0	16.4	3.8	3.5
녹십자	1.5	1,978.5	88.1	4.5%	3.6%	27.2	29.7	1.2	1.2	15.8	13.5	0.8	0.8
대웅제약	1.6	1,586.9	208.5	13.1%	14.8%	10.9	9.7	1.7	1.5	9.6	9.0	1.1	1.0
HK이노엔	1.4	1,128.3	126.6	11.2%	6.8%	18.8	15.3	1.1	1.0	11.7	9.6	1.4	1.3
동아에스티	0.5	812.8	44.5	5.5%	4.3%	57.0	14.5	0.7	0.7	12.9	11.3	0.6	0.6
유한양행	9.6	2,423.9	162.5	6.7%	7.1%	75.6	60.0	4.1	3.8	48.5	39.5	4.4	4.0

주: [Peer 선정 기준] 연간 매출액 1조원 이상/ 유사한 사업구조 (OTC, ETC, 건강식 등 기타 매출) 보유한 기업 중 시총 상위 4개사 선정
단, 유한양행 배제(타 지표 대비 EV/EBITDA 값 차이 고려)

자료: 하나증권

도표 12. 에페글레나타이드 매출 추정

	2025(F)	2026(F)	2027(F)	2028(F)	2029(F)	2030(F)	2031(F)	2032(F)	2033(F)
국산 비만치료제 에페글레나타이드 매출 추정									
국내 비만약 시장	512.2	549.6	589.7	632.8	678.9	728.5	781.7	838.8	900.0
YoY 성장률	7.3%	(2019~2023년 국내 비만 치료제 시장 CAGR, IQVIA)							
에페글레나타이드 매출	임상3상 하반기 출시	1차년도	2차년도	3차년도	4차년도	5차년도	6차년도	7차년도	
매출 기준	(27년도 연 매출 1천억원 달성 목표)								
에페 매출(십억원)	-	23.4	100.2	115.4	119.6	123.9	128.4	133.1	137.9
에페 MS	-	4.3%	17.0%	18.2%	17.6%	17.0%	16.4%	15.9%	15.3%
할인요소	70% (시장경쟁으로 인한 현금 유입 속도 지연 위험)								
할인된 에페 매출(십억원)	0.0	16.4	70.2	80.8	83.7	86.7	89.9	93.1	96.5

주: [에페글레나타이드 추정]

*IQVIA 1H25 위고비 매출 2100억원, 시장 점유율 82%에서 역산하여 국내 비만약 시장 추정함

*에페 출시 후 MS 성장률은 비만치료제 CAGR과 동일한 값 적용

자료: 하나증권

도표 13. 신약 파이프라인 비영업 가치

	2024	2025(F)	2026(F)	2027(F)	2028(F)	2029(F)	2030(F)	2031(F)	2032(F)	2033(F)
삼중작용제 HM15275 매출 추정										
젠티바운드 기준 년도	-	-	-	-	-	-	2023(출시)	2024	2025(F)	2026(F)
젠티바운드 기준 매출(mln\$)							176.0	4,926.0	12,759.0	18,039.0
젠티바운드 매출 CAGR	28.6% (2024~2031F Global Data 추정치)									
판매년도	-	-	임상2상 진행	2상 종료, L/O	-	상업화 성공	Royalty 1년차	Royalty 2년차	Royalty 3년차	Royalty 4년차
시장 점유율							3%	3.9%	5.0%	6.4%
HM15275 글로벌 매출(mln\$)							5.3	190.0	633.0	1,151.0
기술이전 마일스톤(mln\$)				825.0	0.0	600.0	0	360.0	360.0	360.0
로열티율	12%									
HM15275 로열티 매출							0.6	22.8	76.0	138.1
HM15275 관련 매출(mln\$)				825.0	0.0	600.0	0.6	382.8	436.0	498.1
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	1,350.0
HM15275 매출(십억원)				1,113.8	0.0	810.0	0.9	516.8	588.5	672.5
할인요소	20% (기술이전할 확률)									
할인된 HM15275 매출(십억원)		0.0	0.0	222.8	0.0	162.0	0.2	103.4	117.7	134.5
MASH 에피노페그듀타이드 기술료 수익										
MASH 치료제 기준 년도	2024	2025(F)	2026(F)	2027(F)	2028(F)	2029(F)	2030(F)	2031(F)	2032(F)	2033(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	16,001.3
시장CAGR	93% (2024~2030년 CAGR)									
기술이전 총액(mln\$)	860.0 (mln\$)									
기술료 수입(mln\$)		0.0	43.0	0.0	43.0	43.0	46.3	55.6	66.7	80.0
기술료 수입 근거			P2성공- P3 진입		P3성공- NDA신청	상업화 성공	Royalty 1년차	Royalty 2년차	Royalty 3년차	Royalty 4년차
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	1,350.0
에피 기술료 수익(십억원)		0.0	58.1	0.0	58.1	58.1	62.5	75.0	90.0	108.0
할인요소	41% (임상 2상 성공확률)									
할인된 에피 기술료 수익(십억원)		0.0	23.8	0.0	23.8	23.8	25.6	30.8	36.9	44.3
후보 파이프라인 매출 합계		0.0	23.8	222.8	23.8	185.8	25.8	134.1	154.6	178.8
NOPLAT	80%	0.0	19.0	178.2	19.0	148.6	20.6	107.3	123.7	143.0
WACC	7.86%									
영구성장률	2.8%									
PV of FCFF		0.0	17.4	151.3	15.0	108.4	14.0	67.3	71.9	77.1
Sum of PV of FCFF	522.4									
Terminal Value	1,554.1									
PV of Terminal Value	837.8									
파이프라인 비영업 가치	1,360.2									

주: [HM15275 추정]

*Roche가 Zealand pharma로부터 Amyline L/I 한 조건(25년1Q): 임상2상 진행 중, 최대 계약 규모 USD 5.3bil, 선금금 USD 1.65bil, 상업화 성공 USD 1.2bil, sales 마일스톤 USD 2.4bil

*Regeneron이 Hansoh 제약으로부터 HS-20094 GLP/GIP L/I 한 조건(25년2Q): 중국 비만3상 진행 중, 최대 계약 규모 USD 1.93bil

*Astrazeneca가 Eccogene으로부터 ECC5004 GLP 경구제 L/I 한 조건(23년): 미국 임상1상 진행 중, 최대 계약 규모 USD 2.0bil

>>이를 참고하여 Roche L/O건의 50%로서 최대 계약 규모 약 USD 2.65bil인 것으로 추정하였고, 그에 따라 Roche L/O건 기준 선금금, 상업화 성공, sales 마일스톤 모두 50% 할인

>>그 중 Sales 마일스톤은 sales \$100mil, 500mil, 1,000mil 달성 조건인 것으로 가정하여 30%씩 나누어 반영

*로열티는 체중 감소량이 높은 비만 치료제를 선호하는 시장에 적합한 파이프라인이므로, 젠티바운드의 매출을 기준으로 추정함

*기술이전할 확률은 임상2상 성공확률 41%에 기술이전 가능/불가능의 50%를 곱하여 설정

[에피노페그듀타이드 추정]

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

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

*로열티는 MASH 치료제 시장 10%의 로열티율 5% 적용

[할인요소 추정]

임상3상 성공률 54%, 임상2상 성공률 41%, FDA 승인확률 74%

자료: IQVIA, 아나중권

도표 14. 한미약품 연결 실적 전망

	1Q25	2Q25	3Q25(P)	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2025F	2026F
총 매출액 (연결)	390.9	361.3	362.3	389.8	382.3	391.2	385.3	411.1	1,504.3	1,569.9
YoY(%)	-3.2%	-4.5%	0.1%	10.9%	-2.2%	8.3%	6.3%	5.5%	0.6%	4.4%
QoQ(%)	11.2%	-7.6%	0.3%	7.6%	-1.9%	2.3%	-1.5%	6.7%		
한미약품 (별도)	295.0	276.4	269.1	295.8	288.4	296.7	290.2	315.4	1,136.3	1,190.8
YoY(%)	7.3%	-1.9%	-2.8%	5.4%	-2.2%	7.4%	7.8%	6.6%	2.0%	4.8%
제품	257.4	233.1	228.0	245.1	244.3	247.1	247.9	266.3	963.6	1,005.6
주요제품ETC	164.6	166.5	171.7	172.0	173.1	173.9	174.8	175.7	674.8	697.5
YoY(%)	4.0%	3.2%	4.6%	-0.1%	5.2%	4.5%	1.8%	2.2%	2.9%	3.4%
상품	31.1	33.5	31.4	42.2	35.9	41.6	33.8	39.9	138.1	151.1
용역 수익	4.6	3.4	3.0	3.9	3.3	2.4	3.0	4.1	14.9	12.8
기술료 수익	1.5	2.2	4.0	2.5	2.5	2.8	2.9	2.7	10.1	10.9
기타	0.6	4.2	2.8	2.1	2.4	2.9	2.5	2.5	9.7	10.3
북경한미(연결대상)	96.5	86.7	94.1	95.8	94.9	95.2	95.2	95.2	373.2	380.5
YoY(%)	-24.4%	-12.1%	11.6%	28.0%	-1.6%	9.8%	1.2%	-0.7%	-3.2%	2.0%
한미정밀화학(연결대상)	22.8	23.0	17.2	22.9	24.2	25.5	26.9	28.4	85.9	104.9
YoY(%)	-8.1%	-32.9%	-40.9%	10.6%	6.0%	10.8%	56.4%	23.9%	-21.1%	22.2%
연결조정	23.4	24.8	21.3	24.8	25.2	26.2	27.0	27.9	94.3	106.4
매출원가	177.4	156.5	156.8	168.9	164.2	171.7	163.3	176.8	659.6	676.0
YoY(%)	0.1%	-8.7%	-4.1%	1.5%	-7.4%	9.7%	4.1%	4.7%	-2.8%	2.5%
원가율(%)	45.4%	43.3%	43.3%	43.3%	42.9%	43.9%	42.4%	43.0%	43.8%	43.1%
매출총이익	213.6	204.7	205.5	220.9	218.2	219.5	222.0	234.2	844.7	893.9
YoY(%)	-5.7%	-0.9%	3.5%	19.2%	2.1%	7.2%	8.0%	6.1%	3.4%	5.8%
매출총이익률(%)	54.6%	56.7%	56.7%	56.7%	57.1%	56.1%	57.6%	57.0%	56.2%	56.9%
판관비(R&D 포함)	154.6	144.3	150.4	155.5	149.1	153.4	150.9	159.6	604.8	613.0
YoY(%)	3.2%	-2.9%	1.9%	0.5%	-3.5%	6.3%	0.3%	2.6%	40.2%	39.0%
판관비율(%)	39.5%	39.9%	41.5%	39.9%	39.0%	39.2%	39.2%	38.8%	0.0%	0.0%
영업이익	59.0	60.4	55.1	65.3	69.1	66.1	71.1	74.6	239.9	280.9
YoY(%)	-23.0%	4.0%	8.1%	114.5%	17.0%	9.4%	29.0%	14.3%	11.0%	17.1%
QoQ(%)	93.8%	2.4%	-8.8%	18.6%	5.7%	-4.3%	7.5%	5.0%	0.0%	0.0%
영업이익률(%)	15.1%	16.7%	15.2%	16.8%	18.1%	16.9%	18.4%	18.2%	15.9%	17.9%
영업외비용	5.8	10.8	2.8	2.2	1.5	1.0	0.6	0.2	21.7	3.3
법인세차감전순이익	53.2	49.6	52.3	63.1	67.6	65.2	70.4	74.5	218.2	277.6
당기순이익	44.7	43.0	45.4	54.2	58.4	56.3	60.7	64.3	187.3	239.8
YoY(%)	-29.3%	-8.6%	29.9%	흑자전환	30.9%	30.9%	33.8%	18.7%	33.4%	28.0%
NPM(%)	11.4%	11.9%	12.5%	13.9%	15.3%	14.4%	15.8%	15.6%	12.4%	15.3%

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,490.9	1,495.5	1,504.3	1,569.9	1,759.5
매출원가	661.6	678.5	659.6	676.0	752.4
매출총이익	829.3	817.0	844.7	893.9	1,007.1
판매비	608.6	600.9	604.8	613.0	645.7
영업이익	220.7	216.2	239.9	280.9	361.4
금융손익	(22.2)	(18.9)	(10.5)	(3.3)	5.1
종속/관계기업손익	(1.3)	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0
기타영업외손익	(3.2)	(26.0)	(11.2)	0.0	0.0
세전이익	194.0	171.3	218.2	277.6	366.5
법인세	28.6	30.8	30.9	37.8	50.1
계속사업이익	165.4	140.4	187.3	239.8	316.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	165.4	140.4	187.3	239.8	316.4
비배주주지분 순이익	19.1	19.1	16.3	24.0	31.7
지배주주순이익	146.2	121.3	171.0	215.8	284.7
지배주주지분포괄이익	92.8	142.1	193.0	328.9	434.0
NOPAT	188.1	177.3	205.9	242.6	312.0
EBITDA	319.1	313.5	335.4	365.1	435.0
성장성(%)					
매출액증가율	11.97	0.31	0.59	4.36	12.08
NOPAT증가율	41.75	(5.74)	16.13	17.82	28.61
EBITDA증가율	25.19	(1.75)	6.99	8.86	19.15
영업이익증가율	39.60	(2.04)	10.96	17.09	28.66
(지배주주)순이익증가율	76.57	(17.03)	40.97	26.20	31.93
EPS증가율	76.62	(17.04)	40.92	26.21	31.95
수익성(%)					
매출총이익률	55.62	54.63	56.15	56.94	57.24
EBITDA이익률	21.40	20.96	22.30	23.26	24.72
영업이익률	14.80	14.46	15.95	17.89	20.54
계속사업이익률	11.09	9.39	12.45	15.27	17.98

투자지표	2023	2024	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	11,415	9,470	13,345	16,843	22,225
BPS	77,706	88,067	98,473	114,326	135,562
CFPS	25,861	24,961	26,863	28,497	33,957
EBITDAPS	24,912	24,473	26,178	28,497	33,957
SPS	116,376	116,736	117,421	122,540	137,341
DPS	490	1,000	1,000	1,000	1,000
주가지표(배)					
PER	30.88	29.62	34.39	27.25	20.65
PBR	4.54	3.19	4.66	4.01	3.39
PCFR	13.63	11.24	17.09	16.11	13.52
EV/EBITDA	15.32	12.93	18.18	15.99	12.79
PSR	3.03	2.40	3.91	3.75	3.34
재무비율(%)					
ROE	16.01	11.89	14.85	16.35	18.28
ROA	7.65	6.19	8.25	9.61	11.21
ROIC	16.33	16.20	20.09	25.45	35.23
부채비율	72.57	62.87	53.99	47.34	42.02
순부채비율	28.87	24.46	11.05	(8.19)	(22.82)
이자보상배율(배)	7.74	8.87	13.58	16.98	21.82

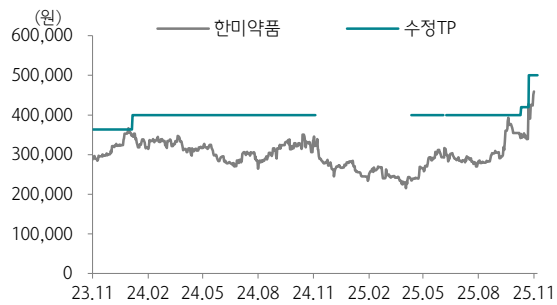
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	730.6	746.3	899.2	1,216.9	1,611.5
금융자산	255.2	193.2	286.6	570.8	875.6
현금성자산	55.0	192.3	233.6	517.8	822.4
매출채권	168.1	238.3	264.1	278.6	317.3
재고자산	288.8	300.9	333.6	351.8	400.8
기타유동자산	18.5	13.9	14.9	15.7	17.8
비유동자산	1,168.0	1,274.5	1,225.0	1,150.1	1,101.4
투자자산	44.6	172.5	187.4	196.7	221.6
금융자산	42.5	170.3	185.0	194.2	218.8
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	211.0	211.0	211.0
자산총계	1,898.7	2,020.8	2,124.1	2,367.0	2,712.9
유동부채	704.8	682.8	657.6	673.0	714.3
금융부채	483.8	404.8	357.8	358.0	358.5
매입채무	45.2	38.6	42.8	45.1	51.4
기타유동부채	175.8	239.4	257.0	269.9	304.4
비유동부채	93.7	97.3	87.1	87.5	88.4
금융부채	89.1	91.9	81.2	81.2	81.2
기타비유동부채	4.6	5.4	5.9	6.3	7.2
부채총계	798.5	780.1	744.8	760.5	802.7
지배주주지분	955.4	1,084.9	1,218.3	1,421.3	1,693.4
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	839.2	1,042.3	1,314.3
비지배주주지분	144.8	155.9	161.1	185.2	216.8
자본총계	1,100.2	1,240.8	1,379.4	1,606.5	1,910.2
순금융부채	317.7	303.5	152.4	(131.6)	(435.9)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2023	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	216.5	193.5	287.3	318.1	374.3
당기순이익	165.4	140.4	187.3	239.8	316.4
조정	108.5	143.4	95.1	84.1	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)	(0.1)	0.0
영업활동 자산부채 변동	(57.4)	(90.3)	4.9	(5.8)	(15.7)
투자활동 현금흐름	(183.5)	24.9	(119.1)	(9.4)	(25.1)
투자자산감소(증가)	149.5	(5.1)	(14.9)	(9.3)	(24.9)
자본증가(감소)	(27.4)	(39.3)	(22.2)	0.0	0.0
기타	(305.6)	69.3	(82.0)	(0.1)	(0.2)
재무활동 현금흐름	(114.6)	(85.7)	(95.0)	(12.5)	(12.2)
금융부채증가(감소)	(105.5)	(76.2)	(57.7)	0.2	0.5
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)	(6.2)	(12.7)	(12.7)	(12.7)
현금의 증감	(81.6)	132.7	62.0	284.2	304.7
Unlevered CFO	331.3	319.8	344.1	365.1	435.0
Free Cash Flow	189.2	154.2	264.9	318.1	374.3

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한미약품



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.10.28	BUY	500,000		
25.10.15	BUY	420,000	-15.30%	1.90%
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 11월 5일 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 11월 5일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현재가 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 11월 02일