

# 한미약품 (128940)

## 2026년: R&D 부문 성과 기대

투자의견

**BUY**(유지)

목표주가

**510,000** 원(상향)

현재주가

**425,000** 원(10/31)

시가총액

**5,445**(십억원)

바이오/제약 권해순\_02)368-6181\_hskwon@eugenefn.com

- **투자 의견 BUY, 목표주가 51만원으로 상향:** 목표주가는 2026E(종전 2025E) 순이익에 Target P/E 33배(상향, 종전 P/E 27배)를 적용하여 산출함
- **R&D 부문에서 성과를 기대:** ① MSD에 2020년 기술이전한 MASH 치료제 ‘에피노페그듀타이드’의 MASH resolution, Fibrosis improvement를 측정하는 글로벌 임상 2b상 결과가 2026년 상반기에 공개될 전망. 긍정적 데이터가 확인될 경우 3상 진입 및 큰 폭의 주가 상승이 예상됨 ② 국내 출시를 준비 중인 비만 치료제 ‘에페글레나타이드’는 2027년부터 실적 성장 동력으로 작용할 전망
- **주가 전망:** 2024년 초 OCI 합병 추진과 북경한미 실적 부진으로 2024년 초 P/E valuation 기준 30배를 상회하던 투자 지표가 2024년 말 16.7배까지 하락하였음. 2025년부터 전문 경영인 체제와 R&D 연구 및 투자 확대를 통해 경영 정상화가 진행 중. 3분기 이후 북경한미의 실적 회복과 비만 신약 ‘에페글레나타이드’ 임상 성과가 이어지며 밸류에이션 회복과 R&D 가치 반영이 진행 중. ‘에피노페그듀타이드’의 글로벌 임상 3상 진입 여부가 2026년에 결정될 것으로 예상됨. R&D 가치 상승에 따른 기업가치 상승 기대감이 주가에 반영될 전망. 4분기에 북경한미의 실적 정상화를 확인한다면, 밸류에이션 프리미엄이 추가로 부여될 수 있을 것으로 예상됨
- **2025년 3분기 실적 Review:** 매출액 3,623억원(+0.1%yoy), 영업이익 551억원(+8.0%yoy, OPM 15%)으로 당사 추정치 및 시장 컨센서스를 소폭 하회. 해외 API 수출이 부진했고, 상반기 대비 R&D 투자가 증가했기 때문. 하지만 영업이익률이 15%를 상회하며 국내 제약사 최고 수준을 유지함. 제품 매출 비중 상승에 따른 원가율 하락과 북경한미의 재고 조정 완료, 판관비 절감 효과가 수익성을 개선시킴

주가(원, 10/31) 425,000  
시가총액(십억원) 5,445

발행주식수 12,811천주  
52주 최고가 439,500원  
최저가 214,500원  
52주 일간 Beta 0.63  
60일 일평균거래대금 412억원  
외국인 지분율 0.0%  
배당수익률(2025E) 0.1%

주주구성  
한미사이언스 (외 5인) 50.6%  
국민연금공단 (외 1인) 11.3%

주가상승(%) 1M 6M 12M  
상대기준 -4.1 -2.7 -28.1  
절대기준 15.8 58.0 32.6

| (원, 십억원) | 현재      | 직전      | 변동 |
|----------|---------|---------|----|
| 투자 의견    | BUY     | BUY     | -  |
| 목표주가     | 510,000 | 380,000 | ▲  |
| 영업이익(25) | 236     | 237     | ▼  |
| 영업이익(26) | 256     | 258     | ▼  |

| 12월 결산(십억원)  | 2023A  | 2024A | 2025E  | 2026E  |
|--------------|--------|-------|--------|--------|
| 매출액          | 1,491  | 1,496 | 1,502  | 1,536  |
| 영업이익         | 221    | 216   | 236    | 256    |
| 세전손익         | 194    | 171   | 214    | 234    |
| 당기순이익        | 165    | 140   | 185    | 203    |
| EPS(원)       | 11,415 | 9,470 | 13,161 | 14,263 |
| 증감률(%)       | 76.6   | -17.0 | 39.0   | 8.4    |
| PER(배)       | 30.9   | 29.6  | 32.3   | 29.8   |
| ROE(%)       | 16.0   | 11.9  | 14.8   | 14.3   |
| PBR(배)       | 4.6    | 3.3   | 4.6    | 4.0    |
| EV/EBITDA(배) | 15.2   | 12.4  | 16.7   | 15.5   |

자료: 유진투자증권

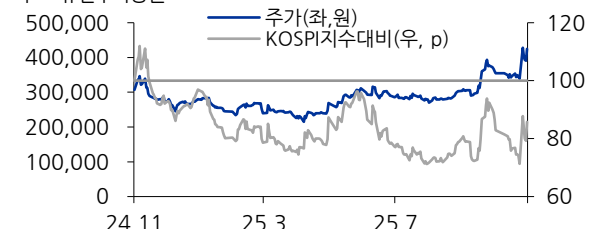


도표 1. 한미약품 3Q25 실적 Review 및 4Q25 실적 전망(연결 기준): 3 분기 영업이익률 15% 상회, 국내 제약기업 중 최고 수준의 OP margin 기록

| (단위: 십억원, %, %p) | 3Q25P |           |       |      |       | 4Q25E |       |      | 2024  | 2025E     |      | 2026E     |     |
|------------------|-------|-----------|-------|------|-------|-------|-------|------|-------|-----------|------|-----------|-----|
|                  | 실적발표  | 당사<br>예상치 | 차이    | 컨센서스 | 차이    | 예상치   | yoy   | qoq  |       | 당사<br>예상치 | yoy  | 당사<br>예상치 | yoy |
| 매출액              | 362   | 393       | (7.8) | 372  | (2.5) | 387   | 10.1  | 6.8  | 1,496 | 1,502     | 0.4  | 1,536     | 2.3 |
| 영업이익             | 55.1  | 58.4      | (5.7) | 57.8 | (4.7) | 61.9  | 103.4 | 12.5 | 216   | 236       | 9.3  | 256       | 8.2 |
| 지배순이익            | 40.1  | 36.5      | 9.8   | 39.7 | 1.0   | 46.4  | 흑전    | 15.7 | 121   | 169       | 39.0 | 183       | 8.4 |
| 영업이익률            | 15.2  | 14.9      | 0.3   | 15.5 | (0.3) | 16.0  | 7.3   | 0.8  | 14.5  | 15.7      | 1.3  | 16.6      | 0.9 |
| 지배순이익률           | 11.1  | 9.3       | 1.8   | 10.7 | 0.4   | 12.0  | 13.4  | 0.9  | 8.1   | 11.2      | 3.1  | 11.9      | 0.7 |

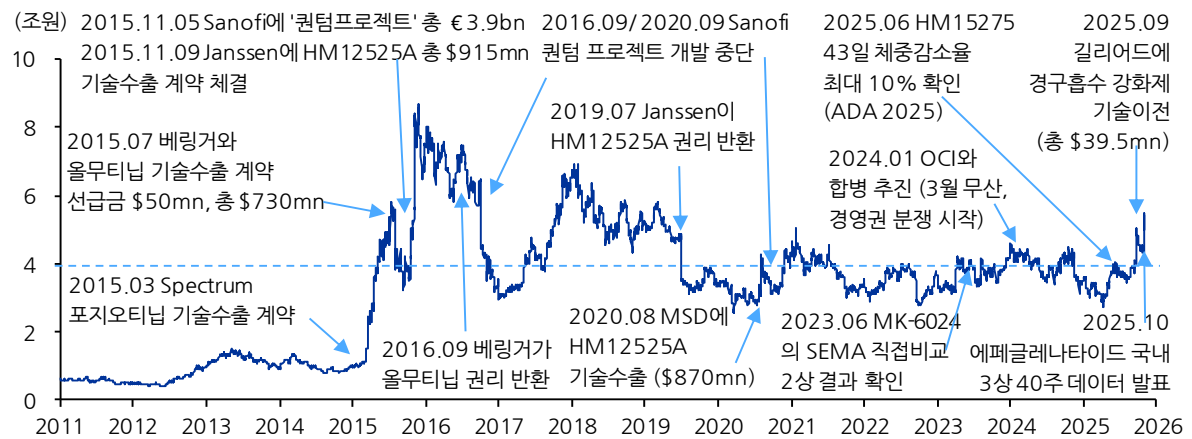
자료: 한미약품, FnGuide, 유진투자증권

도표 2. 한미약품 실적 추정치 조정: 3 분기 실적을 반영하여 소폭 조정. 2027 년 비만치료제 출시 이후 실적 성장 예상됨

| (단위: 십억원, %, %p) | 2024  | NEW   |       |       | OLD   |       |       | Change |       |       |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
|                  |       | 2025E | 2026E | 2027E | 2025E | 2026E | 2027E | 2025E  | 2026E | 2027E |
| 매출액              | 1,496 | 1,502 | 1,536 | 1,645 | 1,582 | 1,689 | 1,820 | (5.1)  | (9.1) | (9.6) |
| 영업이익             | 216   | 236   | 256   | 282   | 237   | 258   | 278   | (0.4)  | (1.1) | 1.2   |
| 지배순이익            | 121   | 169   | 183   | 203   | 157   | 174   | 189   | 7.3    | 4.9   | 7.2   |
| 영업이익률            | 14.5  | 15.7  | 16.6  | 17.1  | 15.0  | 15.3  | 15.3  | 0.7    | 1.3   | 1.8   |
| 지배순이익률           | 8.1   | 11.2  | 11.9  | 12.4  | 9.9   | 10.3  | 10.4  | 1.3    | 1.6   | 1.9   |

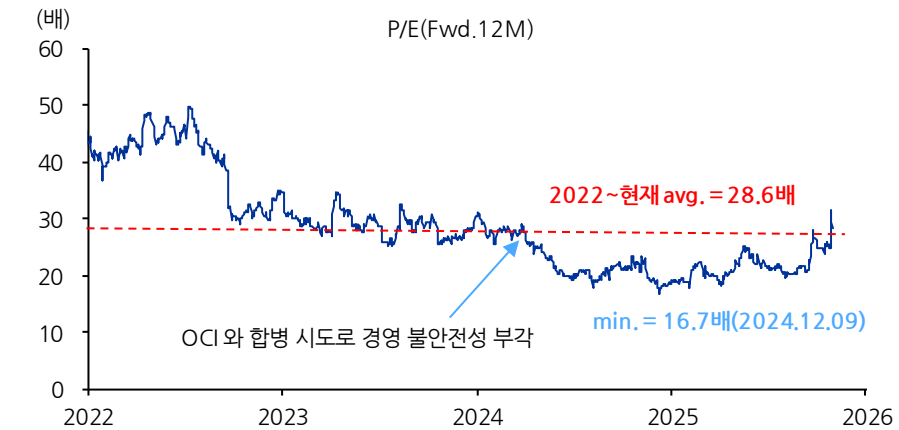
자료: 한미약품, 유진투자증권

도표 3. 한미약품 시가총액 및 주가 이벤트 차트



자료: Quantwise, 한미약품, 유진투자증권

도표 4. 한미약품 12M Fwd P/E valuation 차트



자료: Quantivise, 유진투자증권

도표 5. 한미약품 목표주가 산정

| 목표주가 구성요소                                     | 가치      | 단위    | 설명                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
|-----------------------------------------------|---------|-------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1 영업 가치                                       | 6,030   | (십억원) | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 2026년 예상 지배주주 순이익 1,830억원 X Target P/E 33배 적용</li> <li>■ 기존에는 2025년 예상 지배순이익 1,620억원 X Target P/E 27배 적용</li> <li>■ 밸류에이션 투자지표는 종전 Target P/E 대비 약 20% 할인된 수준</li> <li>■ R&amp;D 성과 가시화에 따른 중장기 지속가능한 성장이 예상되고 북경한미의 실적 회복을 반영하여 상향 조정함</li> </ul> |
| 2 MASH Dual agonist (MK-6024, efinopegdutide) | 348     | (십억원) | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 글로벌 임상 2b상 2025년 말~2026년 상반기 임상데이터 발표 기대</li> <li>■ 미국 Merck(MSD)에게 2020년 8월 기술 및 판권 이전</li> <li>■ 총 계약 규모 8,700억원의 40% 반영, 출시 후 판매로열티 제외</li> <li>■ 글로벌 임상 3상 진입 시 가치 상승이 기대됨</li> </ul>                                                          |
| 3 NASH Triple agonist                         | 174     | (십억원) | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ 3중 작용제 에포시페그트루타이드에 대해 글로벌 임상 중이며 기술 이전 추진 중,</li> <li>■ Dual agonist(MK-6024, efinopegdutide)의 가치를 50% 할인</li> <li>■ 이 외에 전임상 또는 임상 1상 초기인 대사질환 치료제 파이프라인들의 가치는 기업가치에 반영하기 어렵다고 판단, 목표주가 산정에서 제외함</li> </ul>                                       |
| 가치 합계                                         | 6,552   | (십억원) |                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| 주당 가치                                         | 511,433 | (원)   |                                                                                                                                                                                                                                                                                             |
| 목표주가                                          | 510,000 | (원)   |                                                                                                                                                                                                                                                                                             |

자료: 유진투자증권

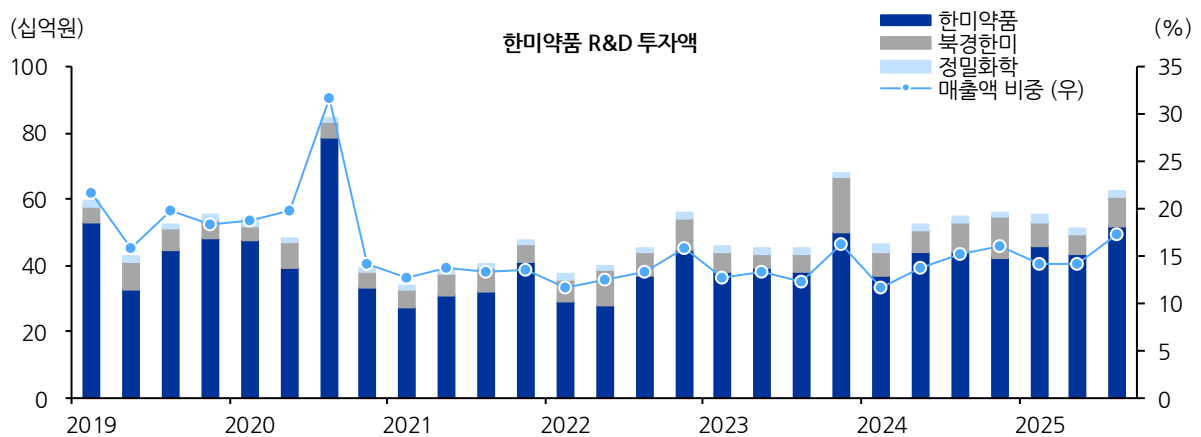
2024년 3분기부터 실적이 악화되었던 북경한미는 2025년 3분기에 실적 회복세를 보이고 있음. 4분기에 이전 수준의 실적 달성이 가능할 것으로 예상됨

도표 6. 한미약품 별도 및 연결 종속회사 실적 추이

| (단위: 십억원,<br>%, %p) |     | 2023   |       |       |       | 2024  |      |      |        | 2025   |      |       |        |        |
|---------------------|-----|--------|-------|-------|-------|-------|------|------|--------|--------|------|-------|--------|--------|
|                     |     | 1Q     | 2Q    | 3Q    | 4Q    | 1Q    | 2Q   | 3Q   | 4Q     | 1Q     | 2Q   | 3Q    | yoy    | qoq    |
| 한미약품                | 매출액 | 251    | 253   | 272   | 321   | 275   | 282  | 277  | 281    | 295    | 276  | 269   | (2.8)  | (2.6)  |
|                     | OP  | 31.0   | 16.0  | 32.0  | 54.0  | 40.0  | 32.0 | 31.0 | 30.0   | 47.0   | 43.5 | 31.8  | 2.6    | (26.9) |
|                     | NP  | 25.0   | 30.0  | 27.0  | 20.0  | 31.0  | 33.0 | 19.0 | 51.0   | 40.9   | 28.0 | 26.1  | 37.4   | (6.8)  |
|                     | OPM | 12.4   | 6.3   | 11.8  | 16.8  | 14.5  | 11.3 | 11.2 | 10.7   | 15.9   | 15.7 | 11.8  | 0.6    | (3.9)  |
|                     | NPM | 10.0   | 11.9  | 9.9   | 6.2   | 11.3  | 11.7 | 6.9  | 18.1   | 13.9   | 10.1 | 9.7   | 2.8    | (0.4)  |
| 북경한미                | 매출액 | 111.0  | 90.0  | 93.0  | 103.0 | 128.0 | 99.0 | 84.0 | 75.0   | 96.5   | 86.7 | 94.1  | 12.0   | 8.5    |
|                     | OP  | 31.0   | 22.0  | 26.0  | 19.0  | 38.0  | 25.0 | 15.0 | 4.2    | 11.3   | 16.7 | 23.6  | 57.3   | 41.3   |
|                     | NP  | 28.0   | 21.0  | 24.0  | 6.0   | 34.0  | 23.0 | 13.0 | 4.3    | 9.0    | 15.5 | 21.2  | 63.1   | 36.8   |
|                     | OPM | 27.9   | 24.4  | 28.0  | 18.4  | 29.7  | 25.3 | 17.9 | 5.6    | 11.7   | 19.3 | 25.1  | 7.2    | 5.8    |
|                     | NPM | 25.2   | 23.3  | 25.8  | 5.8   | 26.6  | 23.2 | 15.5 | 5.7    | 9.3    | 17.9 | 22.5  | 7.1    | 4.7    |
| 한미정밀화학              | 매출액 | 26.0   | 30.0  | 21.0  | 34.0  | 25.0  | 34.0 | 29.0 | 21.0   | 22.8   | 23.0 | 17.2  | (40.7) | (25.2) |
|                     | OP  | (3.0)  | (0.5) | (1.5) | 2.0   | (1.7) | 18.0 | 3.0  | (2.4)  | (1.9)  | 2.0  | (1.0) | 적전     | 적전     |
|                     | NP  | (4.0)  | (1.3) | (1.4) | 1.0   | (2.4) | 14.0 | 2.0  | (2.3)  | (2.5)  | 1.6  | (1.3) | 적전     | 적전     |
|                     | OPM | (11.5) | (1.7) | (7.1) | 5.9   | (6.8) | 52.9 | 10.3 | (11.4) | (8.3)  | 8.7  | (5.8) | (16.2) | (14.5) |
|                     | NPM | (15.4) | (4.3) | (6.7) | 2.9   | (9.6) | 41.2 | 6.9  | (11.0) | (11.0) | 7.0  | (7.6) | (14.5) | (14.5) |

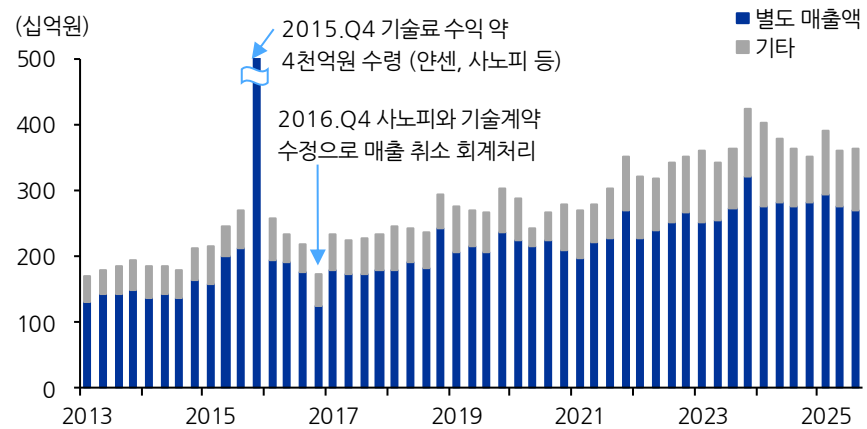
자료: 한미약품, 유진투자증권

도표 7. 한미약품/북경한미/한미정밀화학 합산 R&D 투자액 추이: 2022년 이후 매출액 대비 평균 14% 투자



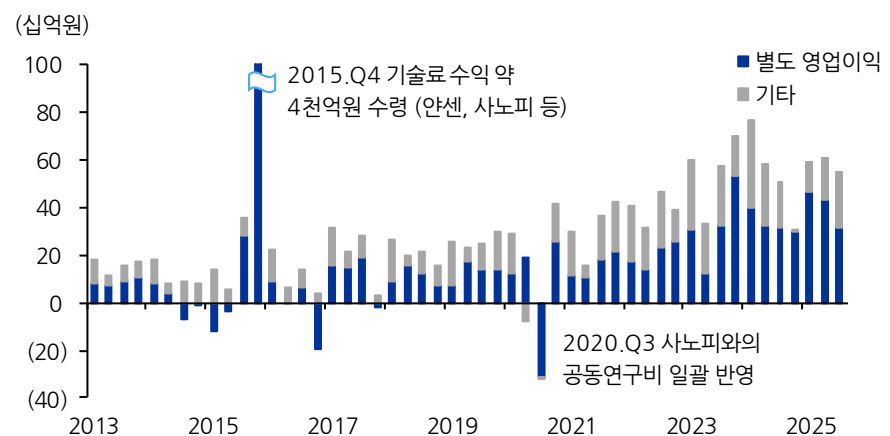
자료: 한미약품, 유진투자증권

도표 8. 한미약품 별도 및 기타부문(연결-별도) 매출액 분기별 추이



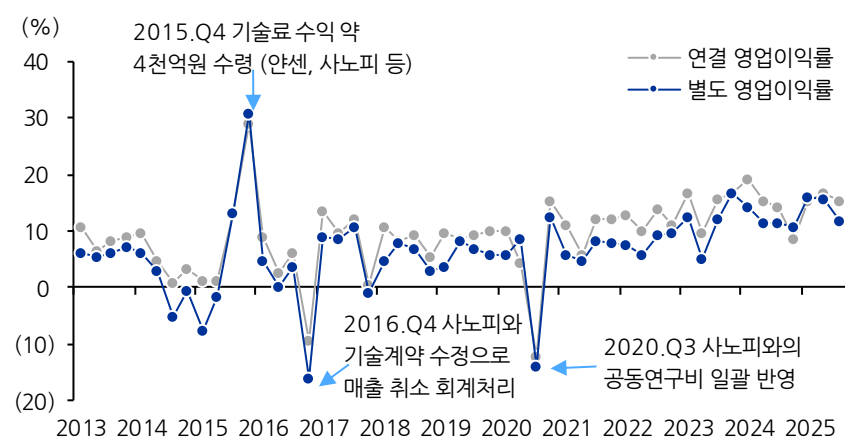
자료: 한미약품, 유진투자증권

도표 9. 한미약품 별도 및 기타부문 영업이익 분기별 추이



자료: 한미약품, 유진투자증권

도표 10. 한미약품 연결 및 별도 영업이익률 분기별 추이



자료: 한미약품, 유진투자증권

MK-6024 (에피노페그듀타이드) 글로벌 임상 3상 진입 여부가 2026년 상반기에는 결정될 예정, MASH resolution, 섬유화 개선 등 확인 단계

에피노페그듀타이드(efinopegdutide)가 글로벌 임상 3상으로 진입하고 상업화에 성공하려면, 현재 진행 중인 임상 2b 상에서 조직학적 지표의 확실한 개선 신호가 입증되어야 함. 따라서 금번 임상에서 MASH 해소율이 세마글루타이드 (2.4 mg)나 서보듀타이드(4.8 mg) 등 경쟁 약물의 결과치(약 60% 내외)를 상회하거나 유사한 수준을 달성하고, 동시에 섬유화 1 단계 이상 개선율에서 위약 대비 유의한 통계적 차이( $p < 0.05$ )를 확보해야 할 것임. 안전성 면에서는 GI 이상 반응이 60 % 이내, 부작용으로 인한 중단율이 약 10% 이하라면 상업화용 3상 진입에 무리가 없을 것으로 예상됨. 향후 공개될 임상 2b 상 데이터에서 위와 같은 결과가 확인될 경우 2026년 임상 3상 진입 및 상업화 성공 가능성이 높아질 전망

도표 11. GLP-1RA 연관 기전의 MASH 치료제 글로벌 개발 현황

| 후보                                   | 세마글루타이드<br>(Novo Nordisk)                                                                               | 서보듀타이드<br>(베링거잉겔하임<br>/질랜드 파마)                                                                           | 터제파타이드<br>(일라이 릴리)                                                                         | 에피노페그<br>듀타이드<br>(MSD/한미약품)                                                                                      | DD01<br>(디앤디파마텍)                                                                                                     | 마즈듀타이드<br>(일라이릴리)                                                                                    |
|--------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 기전                                   | GLP-1                                                                                                   | GLP-1/GCG                                                                                                | GLP/GLP-1                                                                                  | GLP-1/GCG                                                                                                        | GLP-1/GCG                                                                                                            | GLP-1/GCG                                                                                            |
| 현황                                   | 2025년 9월<br>MASH 치료제로<br>FDA 승인                                                                         | 임상 3상 단계                                                                                                 | 임상 2상 완료<br>3상 진입 미정                                                                       | 임상 2b 상<br>완료 단계                                                                                                 | 임상 2상<br>초기 단계                                                                                                       | 비만 임상 3상<br>MASH 임상 초기                                                                               |
| 개발단계<br>해당 데이터                       | <ul style="list-style-type: none"> <li>2025년 9월 FDA 가속승인</li> <li>ESSENCE 3상 Part 1 72주</li> </ul>      | <ul style="list-style-type: none"> <li>임상 3상 진행 중</li> <li>MASH BTD 보유</li> </ul>                        | <ul style="list-style-type: none"> <li>임상 2상 완료</li> <li>52주</li> </ul>                    | <ul style="list-style-type: none"> <li>임상 2b상 진행 중</li> <li>2025년 12월~2026년 상반기 중으로 타라인 확인 기대</li> </ul>         | <ul style="list-style-type: none"> <li>임상 2상 초기 단계 (12주 중간데이터 공개, 2026년 상반기 48주차 데이터 공개 예정)</li> </ul>               | <ul style="list-style-type: none"> <li>비만 임상 3상</li> <li>MASH 임상 초기</li> </ul>                       |
| 주요<br>1차 평가                          | <ul style="list-style-type: none"> <li>MASH 해소</li> <li>섬유화 1단계 이상 개선 (동시 평가)</li> </ul>                | <ul style="list-style-type: none"> <li>MASH 해소</li> <li>섬유화 1단계 이상 개선</li> </ul>                         | <ul style="list-style-type: none"> <li>MASH 해소</li> </ul>                                  | <ul style="list-style-type: none"> <li>MASH 해소</li> <li>섬유화 1단계 이상 개선</li> </ul>                                 | <ul style="list-style-type: none"> <li>MASH 해소</li> <li>간지방 감소율 탐색적 평가</li> </ul>                                    | <ul style="list-style-type: none"> <li>체중감량 중심</li> </ul>                                            |
| MASH<br>resolution<br>(섬유화<br>약화 없이) | <ul style="list-style-type: none"> <li>용량 2.4mg</li> <li>69.2% vs. 34.3%(위약)</li> </ul>                 | <ul style="list-style-type: none"> <li>용량 2.4/4.8/6mg</li> <li>47/62/43% vs. 14%</li> </ul>              | <ul style="list-style-type: none"> <li>용량 5/10/15mg</li> <li>44/56/62% vs. 10%</li> </ul>  | <ul style="list-style-type: none"> <li>진행 중</li> </ul>                                                           | <ul style="list-style-type: none"> <li>비공개</li> </ul>                                                                | <ul style="list-style-type: none"> <li>없음</li> </ul>                                                 |
| 섬유화<br>>1 단계 개선                      | <ul style="list-style-type: none"> <li>36.8% vs. 22.4%</li> </ul>                                       | <ul style="list-style-type: none"> <li>34~36% vs. 22%</li> </ul>                                         | <ul style="list-style-type: none"> <li>~51~55% vs. 30%</li> </ul>                          | <ul style="list-style-type: none"> <li>진행 중</li> </ul>                                                           | <ul style="list-style-type: none"> <li>초기 탐색 단계 (비공개)</li> </ul>                                                     | <ul style="list-style-type: none"> <li></li> </ul>                                                   |
| LFC<br>(Liver Fat Content)<br>감소     | <ul style="list-style-type: none"> <li>수치 미공개</li> <li>감소한 바 있다고 언급</li> </ul>                          | <ul style="list-style-type: none"> <li>평균 62% vs. 5.7% 감소</li> <li>30% 이상 감소는 57~67%(48주차 측정)</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>미제시</li> </ul>                                      | <ul style="list-style-type: none"> <li>24주 NAFD 환자 대상 임상 2a상</li> <li>평균 72.7% vs. 2.3% (세마글루타이드 1mg)</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>12주 데이터 기준 (n=33 vs. 34) 용량 40mg</li> <li>30% 이상 감소 62.3% vs. 8.3%</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>63.6%(4mg)/73.2%(6mg)</li> </ul>                              |
| 안전성<br>지표                            | <ul style="list-style-type: none"> <li>중단 7%</li> <li>오심 42%</li> <li>구토 15%</li> <li>변비 22%</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>중단 20%</li> <li>오심 66%</li> <li>설사 49%</li> <li>구토 41%</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>중단 4% vs. 4%</li> <li>대부분 경증 증도 위장관련 부작용</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>일반적으로 양호</li> <li>중대한 부작용 미보고 (2a상)</li> </ul>                            | <ul style="list-style-type: none"> <li>중단율 3건</li> </ul>                                                             | <ul style="list-style-type: none"> <li>중단 1.5%</li> <li>심혈관 위험 증가 신호 없음</li> <li>위장관련 부작용</li> </ul> |

자료: 각 사, 유진투자증권

## 에페글레나타이드 3 상 Top-line 결과 요약

에페글레나타이드  
40 주차 3 상 Top Line  
: 글로벌 경쟁제품 대비  
체중감소율 우수

지난 10 월 27 일 한미약품은 국내형 비만 치료제 신약 후보물질 '에페글레나타이드'의 40 주차 3 상 Top-line 결과를 공시함. 본 임상은 총 64 주(40 주 + 추가 24 주 연장)로 설계되었으며, 현재는 40 주 중간 결과만 공개된 상태임. 40 주 중간 결과 데이터에서 체중감소율은 노보노디스크의 세마글루타이드(Wegovy), 릴리의 터제파타이드(Mounjaro)와 유사한 수준이며, 내약성(Tolerability)은 경쟁 약물 대비 더 우수한 것으로 평가됨. 향후 추가 24 주 데이터를 분석해 64 주 전체 결과를 공개할 예정인데, 한미약품은 40 주 데이터를 기반으로 국내 식약처에 품목허가를 신청할 계획이며, 2026 년 하반기 국내 출시를 목표로 하고 있음

2025 년 국내 비만치료  
제 시장은 5 천억원을  
상회할 전망

2025 년 국내 비만치료제 시장은 Wegovy(세마글루타이드) 출시 이후 급격히 성장 중인데, Wegovy 의 올해(2025 년 6 월까지) 국내 매출은 약 2,000 억 원으로 추정되며, 이는 국내 상위 판매 의약품(예: 한미 '로수젯') 수준임. 이러한 처방 증가 추세를 볼 때 2025년 전체 시장 규모는 최소 5,000억 원 이상으로 형성될 가능성이 높다고 판단됨. 2026 년 한미약품의 에페글레나타이드 출시 시점에는 시장이 본격적으로 확대될 전망이며, 국산 제제의 가격 경쟁력·공급 안정성 등을 고려할 때 의미 있는 시장점유율 확보가 기대됨. 단, 정부는 GLP-1 계열 비만약(위고비·마운자로 등)의 급격한 시장 확산에 따른 오남용 및 과대처방 우려를 공식적으로 제기한 바 있어, 향후 급여·처방 규제 리스크는 감안이 필요함

도표 12. 한미약품 비만대사 관련 R&D 파이프라인

| 전임상                                                                                                                                                                                        | 임상 1 상                                                                                                                                                            | 임상 2 상                                                                                                                                                                                                                                                         | 임상 3 상                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 에페글루카곤<br>+에페글레나타이드                                                                                                                                                                        | HM17321                                                                                                                                                           | HM15275                                                                                                                                                                                                                                                        | 에페글레나타이드                                                                                                                                                                                                                                                                                          |
| <ul style="list-style-type: none"> <li>■ LAPS Glucagon Combo</li> <li>■ HM15275+HM17321 병용</li> <li>■ 주 1회, SC 제형</li> <li>■ 초고도 비만 환자(BMI&gt;40 이상)를 위한 체중 감량 효능 극대화 및 삶의 질 개선</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ LA-UCN2</li> <li>■ 주 1회, SC 제형</li> <li>■ 2025년 9월 FDA IND 제출 완료, 연내 임상 1상 개시 예정</li> <li>■ 지방량은 감소, 근육 증가 효과</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ Long Acting GLP/GIP/GCG</li> <li>■ 글로벌 고도 비만 환자를 위한 비만 치료제</li> <li>■ 수술 요법 수준의 체중 감량 효능 잠재력 확인(&gt;25% 이상)</li> <li>■ 2025년 6월 미국 당뇨학회(ADA)에서 임상 1상 결과 발표</li> <li>■ 2025년 10월 글로벌 임상 2상 개시(2027년 상반기 완료)</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ LAPS Exd4 Analog</li> <li>■ 제2형 당뇨병 및 비만</li> <li>■ 주 1회, SC 제형</li> <li>■ 2025년 10월 국내 임상 3상 (n=448) 40주차 결과 발표</li> <li>* 체중 5% 이상 감소 환자 비율 79.4%(위약 14.5%)</li> <li>* 평균 체중감소율 9.75% (위약 0.95%)</li> <li>■ 2025년 내 승인 신청 후 2026년 하반기 출시 목표</li> </ul> |
|                                                                                                                                                                                            |                                                                                                                                                                   | 에피노페그듀타이드(MK-6024)                                                                                                                                                                                                                                             |                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|                                                                                                                                                                                            |                                                                                                                                                                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ LAPS GLP/GCG RA</li> <li>■ 2020년 8월 MSD에게 기술이전, MASH 치료제로 개발</li> <li>■ 글로벌 임상 2b상 진행 중, 2025년 12월 완료 예정</li> <li>■ 2025년 말~2026년 초 MSD가 결과 발표할 것으로 예상</li> </ul>                                                     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|                                                                                                                                                                                            |                                                                                                                                                                   | 에포시페그트루타이드                                                                                                                                                                                                                                                     |                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |
|                                                                                                                                                                                            |                                                                                                                                                                   | <ul style="list-style-type: none"> <li>■ LAPS Triple (GLP/GIP/GCG) Agonist</li> <li>■ MASH 치료제로 자체 개발</li> <li>■ 글로벌 임상 2상</li> </ul>                                                                                                                          |                                                                                                                                                                                                                                                                                                   |

자료: 한미약품, 유진투자증권

## 한미약품 (128940.KS) 재무제표

## 대차대조표

| (단위:십억원)    | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>자산총계</b> | 1,899 | 2,021 | 2,063 | 2,254 | 2,475 |
| 유동자산        | 731   | 746   | 862   | 1,096 | 1,355 |
| 현금성자산       | 165   | 193   | 331   | 532   | 732   |
| 매출채권        | 177   | 239   | 191   | 203   | 225   |
| 재고자산        | 289   | 301   | 327   | 348   | 384   |
| 비유동자산       | 1,168 | 1,275 | 1,202 | 1,158 | 1,120 |
| 투자자산        | 254   | 385   | 360   | 375   | 390   |
| 유형자산        | 833   | 796   | 742   | 682   | 628   |
| 기타          | 81    | 94    | 99    | 101   | 102   |
| <b>부채총계</b> | 798   | 780   | 719   | 733   | 757   |
| 유동부채        | 705   | 683   | 632   | 645   | 669   |
| 매입채무        | 189   | 213   | 207   | 220   | 243   |
| 유동성이자부채     | 484   | 405   | 359   | 359   | 359   |
| 기타          | 32    | 65    | 66    | 66    | 67    |
| 비유동부채       | 94    | 97    | 87    | 87    | 87    |
| 비유동이자부채     | 89    | 92    | 81    | 81    | 81    |
| 기타          | 5     | 5     | 6     | 6     | 6     |
| <b>자본총계</b> | 1,100 | 1,241 | 1,345 | 1,521 | 1,718 |
| 지배지분        | 955   | 1,085 | 1,194 | 1,370 | 1,567 |
| 자본금         | 31    | 32    | 32    | 32    | 32    |
| 자본잉여금       | 412   | 411   | 411   | 411   | 411   |
| 이익잉여금       | 582   | 681   | 837   | 1,013 | 1,210 |
| 기타          | (70)  | (39)  | (87)  | (87)  | (87)  |
| 비지배지분       | 145   | 156   | 151   | 151   | 151   |
| <b>자본총계</b> | 1,100 | 1,241 | 1,345 | 1,521 | 1,718 |
| 총차입금        | 573   | 497   | 440   | 440   | 440   |
| 순차입금        | 408   | 303   | 110   | (92)  | (292) |

## 현금흐름표

| (단위:십억원)              | 2023A | 2024A | 2025F | 2026F | 2027F |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>영업현금</b>           | 217   | 193   | 333   | 252   | 252   |
| 당기순이익                 | 165   | 140   | 185   | 203   | 226   |
| 자산상각비                 | 98    | 97    | 96    | 89    | 83    |
| 기타비현금성손익              | 57    | 68    | 3     | (28)  | (30)  |
| 운전자본증감                | (57)  | (90)  | 85    | (19)  | (34)  |
| 매출채권감소(증가)            | (3)   | (61)  | 45    | (12)  | (22)  |
| 재고자산감소(증가)            | (17)  | 2     | (33)  | (21)  | (37)  |
| 매입채무증가(감소)            | 6     | (10)  | 26    | 13    | 23    |
| 기타                    | (43)  | (21)  | 47    | 1     | 1     |
| <b>투자현금</b>           | (183) | 25    | (154) | (47)  | (48)  |
| 단기투자자산감소              | (4)   | 90    | (54)  | (2)   | (2)   |
| 장기투자증권감소              | 0     | 0     | (0)   | (1)   | (1)   |
| 설비투자                  | 27    | 39    | 30    | 16    | 16    |
| 유형자산처분                | 3     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 무형자산처분                | (16)  | (23)  | (18)  | (14)  | (14)  |
| <b>재무현금</b>           | (127) | (94)  | (94)  | (6)   | (6)   |
| 차입금증가                 | (106) | (78)  | (60)  | 0     | 0     |
| 자본증가                  | (21)  | (16)  | (16)  | (6)   | (6)   |
| 배당금지급                 | 18    | 13    | 16    | 6     | 6     |
| <b>현금 증감</b>          | (92)  | 137   | 80    | 199   | 197   |
| 기초현금                  | 147   | 55    | 192   | 272   | 471   |
| 기말현금                  | 55    | 192   | 272   | 471   | 668   |
| Gross Cash flow       | 331   | 320   | 289   | 272   | 286   |
| Gross Investment      | 236   | 155   | 14    | 64    | 80    |
| <b>Free Cash Flow</b> | 95    | 165   | 275   | 208   | 206   |

자료: 유진투자증권

## 손익계산서

| (단위:십억원)      | 2023A  | 2024A  | 2025F  | 2026F  | 2027F  |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>매출액</b>    | 1,491  | 1,496  | 1,502  | 1,536  | 1,645  |
| 증가율(%)        | 12.0   | 0.3    | 0.4    | 2.3    | 7.1    |
| 매출원가          | 662    | 678    | 661    | 668    | 707    |
| <b>매출총이익</b>  | 829    | 817    | 841    | 868    | 938    |
| 판매 및 일반관리비    | 609    | 601    | 604    | 612    | 656    |
| 기타영업손익        | 9      | (1)    | 1      | 1      | 7      |
| <b>영업이익</b>   | 221    | 216    | 236    | 256    | 282    |
| 증가율(%)        | 39.6   | (2.0)  | 9.3    | 8.2    | 10.2   |
| <b>EBITDA</b> | 319    | 314    | 332    | 345    | 365    |
| 증가율(%)        | 25.2   | (1.8)  | 5.9    | 3.8    | 5.9    |
| <b>영업외손익</b>  | (27)   | (45)   | (22)   | (22)   | (22)   |
| 이자수익          | 5      | 6      | 7      | 8      | 8      |
| 이자비용          | 29     | 24     | 18     | 17     | 17     |
| 지분법손익         | 1      | (0)    | (0)    | 0      | 0      |
| 기타영업손익        | (4)    | (26)   | (11)   | (13)   | (13)   |
| <b>세전순이익</b>  | 194    | 171    | 214    | 234    | 260    |
| 증가율(%)        | 60.3   | (11.7) | 25.2   | 9.1    | 11.2   |
| 법인세비용         | 29     | 31     | 30     | 31     | 34     |
| <b>당기순이익</b>  | 165    | 140    | 185    | 203    | 226    |
| 증가율(%)        | 62.8   | (15.1) | 31.5   | 9.9    | 11.2   |
| 지배주주지분        | 146    | 121    | 169    | 183    | 203    |
| 증가율(%)        | 76.6   | (17.0) | 39.0   | 8.4    | 11.2   |
| 비지배지분         | 19     | 19     | 16     | 20     | 23     |
| <b>EPS(원)</b> | 11,415 | 9,470  | 13,161 | 14,263 | 15,859 |
| 증가율(%)        | 76.6   | (17.0) | 39.0   | 8.4    | 11.2   |
| 수정EPS(원)      | 11,415 | 9,470  | 13,161 | 14,263 | 15,859 |
| 증가율(%)        | 76.6   | (17.0) | 39.0   | 8.4    | 11.2   |

## 주요투자지표

|                    | 2023A  | 2024A  | 2025F  | 2026F   | 2027F   |
|--------------------|--------|--------|--------|---------|---------|
| <b>주당지표(원)</b>     |        |        |        |         |         |
| EPS                | 11,415 | 9,470  | 13,161 | 14,263  | 15,859  |
| BPS                | 76,057 | 84,685 | 93,164 | 106,937 | 122,296 |
| DPS                | 490    | 1,250  | 490    | 500     | 500     |
| <b>밸류에이션(배, %)</b> |        |        |        |         |         |
| PER                | 30.9   | 29.6   | 32.3   | 29.8    | 26.8    |
| PBR                | 4.6    | 3.3    | 4.6    | 4.0     | 3.5     |
| EV/ EBITDA         | 15.2   | 12.4   | 16.7   | 15.5    | 14.1    |
| 배당수익률              | 0.1    | 0.4    | 0.1    | 0.1     | 0.1     |
| PCR                | 13.6   | 11.2   | 18.8   | 20.0    | 19.0    |
| <b>수익성(%)</b>      |        |        |        |         |         |
| 영업이익률              | 14.8   | 14.5   | 15.7   | 16.6    | 17.1    |
| EBITDA이익률          | 21.4   | 21.0   | 22.1   | 22.4    | 22.2    |
| 순이익률               | 11.1   | 9.4    | 12.3   | 13.2    | 13.7    |
| ROE                | 16.0   | 11.9   | 14.8   | 14.3    | 13.8    |
| ROIC               | 13.0   | 11.7   | 13.8   | 15.6    | 17.4    |
| <b>안정성 (배, %)</b>  |        |        |        |         |         |
| 순차입금/자기자본          | 37.1   | 24.5   | 8.2    | (6.0)   | (17.0)  |
| 유동비율               | 103.7  | 109.3  | 136.4  | 169.8   | 202.4   |
| 이자보상배율             | 7.7    | 8.9    | 13.4   | 15.4    | 17.0    |
| <b>활동성 (회)</b>     |        |        |        |         |         |
| 총자산회전율             | 0.8    | 0.8    | 0.7    | 0.7     | 0.7     |
| 매출채권회전율            | 8.3    | 7.2    | 7.0    | 7.8     | 7.7     |
| 재고자산회전율            | 5.4    | 5.1    | 4.8    | 4.6     | 4.5     |
| 매입채무회전율            | 7.7    | 7.4    | 7.2    | 7.2     | 7.1     |

**Compliance Notice**

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다

당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다

당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다

조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다

동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다

동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다

동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.

따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

**투자기간 및 투자등급/투자의견 비율**

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

|                  |                            |     |
|------------------|----------------------------|-----|
| · STRONG BUY(매수) | 추천기준일 종가대비 +50%이상          | 0%  |
| · BUY(매수)        | 추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만 | 97% |
| · HOLD(중립)       | 추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만 | 3%  |
| · REDUCE(매도)     | 추천기준일 종가대비 -10%미만          | 0%  |

(2025.09.30 기준)

