

한미약품 128940

비만 Nextgeneration: 근육 보존제 UCN-2

First-in-class의 의미 - upfront 2,629억원

8월 24일 한미약품은 Genentech 대상 Upfront 약 2,629억원 및 총 계약금 약 3조 1,892억원, 로열티 별도의 기술이전 계약을 체결하였다. 대상은 HM17321(CRFR2 Selective and Biased UCN2 Analog)의 전 세계 권리이다. 당사는 UCN2 analog HM17321의 제넨텍향 기술이전을 통해 현재 진행 중인 임상 1상 SAD 결과가 성공적일 가능성이 높아졌다고 판단함에 따라, HM17321 파이프라인 가치 약 1조 3,315억원을 기업가치에 신규 반영하였다. HM17321의 잠재 가치는 크게 비만치료제와 근감소증 치료제 가치로 구분되며, 비만치료제 가치 역시 (1) GLP-1 보조, (2) 단독 body re-composition drug, (3) 차세대 비만 치료제 backbone으로서의 기능으로 크게 구분된다. 현재 GLP-1 보조 영역에 국한하였으며 향후 임상 데이터 발표에 따라 순차적으로 가치 부여할 예정이다.

로슈는 왜 샀을까? GLP-1 포트폴리오 구축

로슈/Genetech은 비만은 multiple-segment market이 될 것으로 전망하고 있으며, 이에 각 segment마다 대응할 수 있는 포트폴리오를 구축하고자 한다. 이미 근육보존제 myostatin antagonist Emugrobart를 보유하고 있으나 (1) 단독 투여로는 체중 감소 효과가 낮은 점, (2) 이에 GLP-1 병용 투여가 필수적이나 투약 편의성이 좋지 않다는 점, (3) 근기능 개선 여부 불확실이라는 세 가지 한계가 존재한다. HM17321은 세가지에 해답을 줄 수 있는 파이프라인으로, 전임상에서 위고비와 유사한 수준의 체중감소 효능과 근육 증가(약 11.9% 제지방 증가)를 확인하였으며 위고비와 병용 투여할 경우 추가적인 체중감소와 더불어 근육 증가(제지방 단독 -5%에서 병용 +7%)가 확인되었다.

목표주가 72만원으로 상향, 북경한미 정상화 주목

한미약품에 대하여 목표주가 72만원으로 상향한다. 다가오는 비만치료제 에페 국내 허가 및 출시, HM17321 임상 1상 및 HM15275 임상 2상 결과 발표 등을 통해 추가적인 기업가치 상승을 기대할 수 있다. 단, 한미약품 자회사 북경한미 실적 부진에 주의하자. 북경한미 정상화될 경우 기업가치 상승 요인이 된다.

Financial Data

(십억원)	2023	2024	2025	2026F	2027F
매출액	1,491	1,496	1,548	1,891	1,890
영업이익	221	216	258	406	417
영업이익률(%)	14.8	14.5	16.7	21.5	22.1
세전이익	194	171	272	409	417
지배주주지분순이익	146	121	282	424	433
EPS(원)	11,512	9,551	22,197	33,376	34,053
증감률(%)	78.1	-17.0	132.4	50.4	2.0
ROE(%)	16.0	11.9	23.0	26.9	21.6
PER(배)	30.6	29.4	12.7	16.2	15.9
PBR(배)	4.6	3.3	2.6	3.9	3.1
EV/EBITDA(배)	15.2	12.4	10.7	13.3	12.4

자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

김민정 제약·바이오
02-709-2656
kim.min_jeong@ds-sec.co.kr

2026.08.25

매수

목표주가(상향)	720,000원
현재주가(08/24)	540,000원
상승여력	33.3%

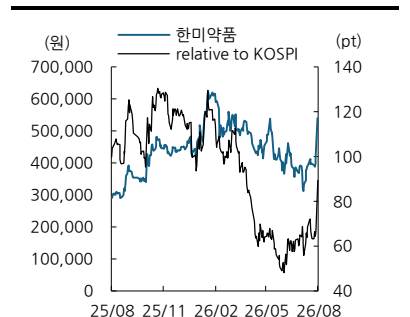
Stock Data

KOSPI	6,697.0pt
시가총액(보통주)	6,918십억원
발행주식수	12,811천주
액면가	2,500원
자본금	32십억원
60일 평균거래량	137천주
60일 평균거래대금	60,057백만원
외국인 지분율	14.7%
52주 최고가	647,000원
52주 최저가	286,000원
주요주주	
한미사이언스(외 7인)	50.1%
국민연금공단(외 1인)	9.9%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	37.8	37.7
3M	18.9	33.6
6M	-12.3	-24.5

주가차트



Valuation Table

HM17321 가치 약 1조 3,315억원 반영

UCN-2HM17321
약 1조 3,315억원 가치

한미약품의 목표주가를 기존 680,000원에서 720,000원으로 약 6% 상향한다. 이는 UCN2 analog HM17321의 제넨텍향 기술이전을 통해 현재 진행 중인 임상 1상 SAD 결과가 성공적일 가능성이 높아졌다고 판단함에 따라, HM17321 파이프라인 가치 약 1조 3,315억원을 신규 반영함에 따른다. 단, 2분기 북경한미 실적 쇼크에 따라 기업 실적 추정치를 하향조정하였다.

HM17321: 비만치료제
(1,2,3) + 근감소증 가치
(1) 병용투여용 (2) 단독
투여용 (3) backbone

HM17321의 잠재 가치는 크게 비만치료제와 근감소증 치료제 가치로 구분된다. 그 중 비만치료제 내에서 3가지 value가 존재한다고 판단한다. (1) GLP-1 기반 치료 시 발생하는 근손실을 보완하는 add-on /근육 보존제로서의 가치, (2) 단독 투여를 통해 지방을 감소시키는 동시에 근육을 증가시키는 Body re-composition drug로서 가치 및 (3) incretin combination 플랫폼으로 차세대 비만치료제를 구성하는 backbone으로서의 가치이다. 한미약품은 전임상 연구를 통해 HM17321이 단독으로 fat mass를 감소시키는 동시에 lean mass를 증가시키는 (2) body re-composition drug가 될 수 있는 증거를 입증한 상태이나 아직 사람에서 효과가 입증되지 않았다는 점을 고려하여 당사는 보수적으로 GLP-1 add-on drug로서의 가치만 반영하였다. 이번 기술이전 계약으로 임상 1상 결과 공개 여부가 불투명해졌으나, 공개될 경우 lean/fat mass 및 energy expenditure 변화 등을 고려하여 단독투여 치료제로서의 가치를 추가 부여할 수 있다.

시장규모, M/S, 약가 모두
산정이 어려움
⇒ 과거 딜 사례 시장 합의
가격 채택

비만치료제 시장은 아직 개화 초기 단계로 시장 규모에 대한 전망치가 기관에 따라 \$150bn - \$3.5 Trillion까지 매우 큰 편차를 보이고 있다. 이에 합의 가능한 시장 크기를 산정하기 매우 어렵다. 더불어 비만치료제 주요 player 들의 경쟁 구도가 아직 형성되는 단계여서 장기 Market share를 합리적으로 추정하기 매우 어렵다. 또한 비만치료제 가격과 보험급여 환경 역시 빠르게 변화하고 있어 향후 근육보존제 적정 약가를 특정하기에는 불확실성이 매우 높다. 이러한 점들을 고려하였을 때 현 시점에서 peak sales 기반으로 하는 전통적인 가치평가 방식을 적용하기보다는 과거 유사 거래에서 형성된 시장의 합의 가격을 활용하는 것이 적절하다고 판단하였다.

Versanis Bio \$1.925bn
: 임상단계 고려

GLP-1 add-on/ 근육보존제 관련 사례로 2023년 Lilly-Versanis Bio 달을 활용하였다. 당시 Versanis Bio는 근육보존제 항체 Bimagrumab 임상 2b상 진행 중이었으며, 릴리는 최대 \$1.925bn으로 인수를 발표하였다. HM17321이 현재 임상 1상 진행 중임을 고려해 임상 단계 discount 50%를 적용, 1조 3,315억원의 가치를 부여한다. 보수적으로 병용 투여 시 bimagrumab 대비 투여 및 제형 측면에서 잠재적 우위, 단독투여 및 backbone 가치는 제외하였다. 이는 추후 임상 데이터를 통해 human에서 입증할 경우 단계적으로 추가 반영할 예정이다.

표1 한미약품 Valuation Table

항목	비고
① 영업가치	5,883
'26F EBITDA	318.0 연결기준
Target EV/EBITDA	18.5 녹십자, 대웅제약, 동아에스티 12Fw. EV/EBITDA * 15% 할인
② 파이프라인 가치	3,065.3
Efeglenatide	1,064.7 Success rate 72.3%, WACC 9.9%
HM17321 (UCN2 analog)	1,331.5 보수적으로 GLP-1 병용 약물로서의 가치만 반영
Dual/ Triple	669.1 Success rate 25.0%, WACC 9.9%
③ 순차입금	-5
④ 기업가치 (=①+②-③)	8,953
⑤ 주식수	12,442 자사주 120,463주 제외
적정 주가 (=④/⑤)	719,621 =720,000원

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

HM17321, 제넨텍 대상 기술이전 계약 체결

8월 24일 한미약품은 Genentech 대상 Upfront 약 2,629억원 및 총 계약금 약 3조 1,892억원, 로열티 별도의 기술이전 계약을 체결하였다. 대상은 HM17321(CRFR2 Selective and Biased UCN2 Analog)의 전 세계 권리이다.

한미약품이 first-in-class

이렇듯 현재 임상 1상 데이터 공개 이전임에도 불구하고 우수한 기술이전 계약을 이끌어낸 동인에는 두 가지가 존재한다. 첫째, UCN2(Urocortin-2)는 전 세계에서 한미약품이 가장 앞서 개발하고 있는 타겟이라는 점에서 높은 의의를 가진다. 둘째, 2년간 발표해 온 풍부한 GLP-1 병용 및 근기능 개선 관련 전임상 데이터이다. 글로벌 lead pipeline이 지나는 가치에 주목하며, UCN2 개발사 전반에 과도한 밸류를 부여하지 않도록 주의하자.

경쟁사 Gubra, Corteria 모두 임상 단계 진입, 데이터 간접 확인 가능

현재 UCN2는 한미약품이 가장 앞선 가운데 Gubra가 한미약품의 뒤를 따르고 있다. 그리고 Corteria는 CRF2 peptide agonist라고 명명하며 해당 메커니즘에 별도로 접근하고 있다. 셋 모두 임상 1상 단계에 있으며 한미약품의 HM17321은 SAD 종료 후 MAD를 진행하고 있다. MAD 임상 primary completion은 2027년 3월로 예상된다. Gubra는 2026년 7월 임상 1/2a상 첫 환자 투약을 시작하였으며 SAD 결과 발표가 내년 상반기로 예정되어있다. Corteria는 내년 하반기 임상 종료 전망된다.

한미약품과 Gubra 모두 임상 1상 단계지만 비만 환자를 대상으로 body composition 변화 및 근기능 개선 여부를 확인할 수 있다. 전임상에서 두 약물이 상당히 유사한 효능을 보인 만큼 제넨텍이 HM17321 임상 데이터를 공개하지 않더라도 Gubra를 통해 UCN2의 효능을 간접적으로 확인할 수 있다.

표2 UCN2 analog(CRFR2 target 광범위하게 포함) 개발 경쟁 현황

기업명	Asset	Target	단계	데이터 공개	대상자 수	투여 방식	비고
한미약품	HM17321	CRFR2 selective	1	2027년 3월 MAD primary completion	SAD 40명 (healthy) MAD 50명 (obese)	QW 12wk	
Gubra	GUB-UCN2	CRHR2 selective	1/2a	2027년 상반기 SAD 공개 (*26년 7월, First patient in)	188명 (healthy, obese, 제2형당뇨)	QW 16wk	Sarcopenia, T2D related muscle loss, CKD, Heart failure, Ischemia-reperfusion injury 등으로의 적응증 확장도 기대
Corteria	COR-1389	CRF2 agonist	1	2027년 9월 30일 임상 종료 전망	미공개	QW 12wk	UCN2 analog 방식이 아닌 CRF2 peptide agonist임 과거 2024년 9월 10일 시작하였으나 2026년 5월 4일 임상 재개

자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

주: CRHR2는 유전자명, CRFR2는 단백질명. 정확히는 Corticotropin-releasing factor receptor 2로 지칭하여 CRFR2가 옳으나, 각사에서 명명하는 그대로 기입함

주: COR-1389의 EUC number: 2024-514853-31-00

그림1 기술이전 계약 체결

투자판단 관련 주요경영사항

1. 제목	HM17321(LA-UCN2) 기술이전 계약 체결
2. 주요내용	※ 투자유의사항 본 계약은 기술이전 계약으로서, 본 계약을 통한 수익 인식은 임상시험과 품목허가 등의 성공 여부에 따라 달라질 수 있습니다. 계약 조건에 따라, 규제기관에 의한 연구·개발의 중단, 품목허가 실패 등 발생시 계약이 해지될 수 있습니다. 1) 계약상대방: Genentech, Inc.(미국) 2) 계약의 내용: - CRF2 수용체를 선택적으로 활성화하는 장기 지속형 UCN2 유사체 'HM17321' 기술이전 계약 - 계약기간 중 한미약품은 제넨텍에게 연구, 개발, 제조 및 상업화에 대한 독점적 라이선스를 부여함. 3) 계약체결일: 2026년 08월 24일 4) 계약기간: 로열티 기간 만료일까지 5) 계약지역: 전 세계(대한민국 제외) 6) 계약금액: 총 US\$ 2,305,000,000 (약 3조 1,892억원) ① 계약금(Upfront): US\$ 190,000,000(약 2,629억원) ② 마일스톤(Milestone): US\$ 2,115,000,000(약 2조 9,263억원) - 임상개발, 허가, 상업화에 따른 단계별 수령 예정 ③ 경상기술료(Royalty) - 시판 후 연간 순매출액에 따라 경상기술료 수령 예정 ※ 마일스톤 및 경상기술료의 세부사항은 공개 불가 7) 기타 투자판단에 참고할 사항 - 상기 계약금액의 원화 환산액은 2026년 08월 24일 최초 매매기준율(USD/KRW 1,383.60)을 적용한 금액임.
3. 이사회결의일(결정일) 또는 사 실회의일	2026-08-24

자료: dart, DS투자증권 리서치센터

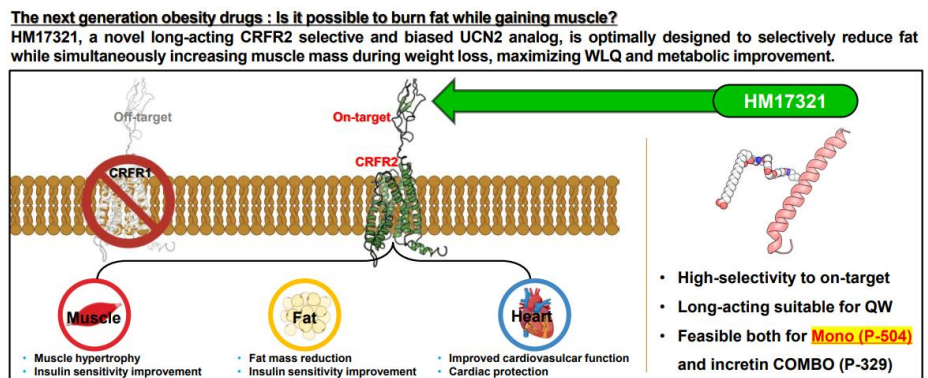
UCN-2 유사체 HM17321 개요

UCN-2 유사체;
근증가/지방감소/심혈관
기능개선

GLP-1이 비만치료제로 각광받은 뒤 시장은 WLQ(Weight loss quality)에 집중하기 시작하였다. 한미약품은 CRH 계열의 내인성 펩타이드 Urocortin-2(UCN2)가 지방 분해 및 근육 증가를 유도하여 WLQ 개선에 효과적일 수 있음에 주목하였다. HM17321은 CRFR2(corticotropin-releasing factor receptor 2)에 selective한 UCN-2 유사체로 근육 증가 및 지방 감소, 심혈관 기능 개선 등을 목적으로 개발되었다.

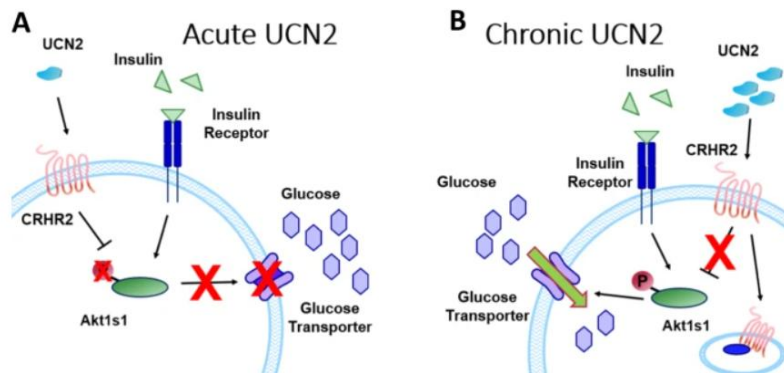
‘23년 7월 Nature communications에 따르면 UCN-2의 투여는 급성 투여(1mg/kg 복강 내 투여)할 경우 Gi 및 β -arrestin 커플링을 활성화로 CRFR2를 내재화시켜 전신 인슐린 저항성을 유도하는 반면 만성 투여(HEK293 cell)할 경우 Gs 커플링을 활성화하여 근육 포도당 흡수를 가속화하며 포도당 내성을 개선할 수 있는 것이 발견되었다. HM17321은 β -arrestin 커플링을 조절한 유사체로서 기능한다.

그림2 HM17321 개요



자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터

그림3 UCN-2 급성 만성 차이



자료: Nature communications 2023, DS투자증권 리서치센터

Roche는 왜 HM17321이 필요했을까?

Roche의 GLP-1 전략: Good Partner

선두주자 Novo, Lilly 뒤를 이을 방법은? 프랜차이즈

선두주자 Novo, Lilly
그 뒤를 따르는 3등 로슈

GLP-1 비만치료제, 하면 가장 우선적으로 고려되는 기업은 Novo nordisk와 Eli Lilly일 것이다. 명확하게도 이 두 기업은 Wegovy 및 Zepbound로 대표되는 두 블록버스터를 필두로 비만치료제 시장에서 급속도로 Market share를 확보하고 있다. 이에 시장은 비만치료제 후발주자들이 이러한 브랜드화 및 규모의 경제를 극복하기 쉽지 않을 것으로 전망한다. 반면 시장은 그 중 가장 가능성 있는 후발주자로 Roche를 꼽고 있다.

로슈의 전략:
세분화되는 비만 시장 ⇒
다양한 포트폴리오 대응

Roche의 비만치료제 전략은 명확하다. 비만은 multiple-segment market이 될 것으로 전망하고 있으며, 이에 각 segment마다 대응할 수 있는 포트폴리오를 구축하고자 한다. 즉, 한가지의 우수한 에셋으로는 소비자의 다양한 unmet needs에 대응하기 어려우며 다양한 선택지를 제공하는 것이 결과론적으로 비만 시장에 대응하는 법이라는 것이다. 이는 Amgen과 대비된다.

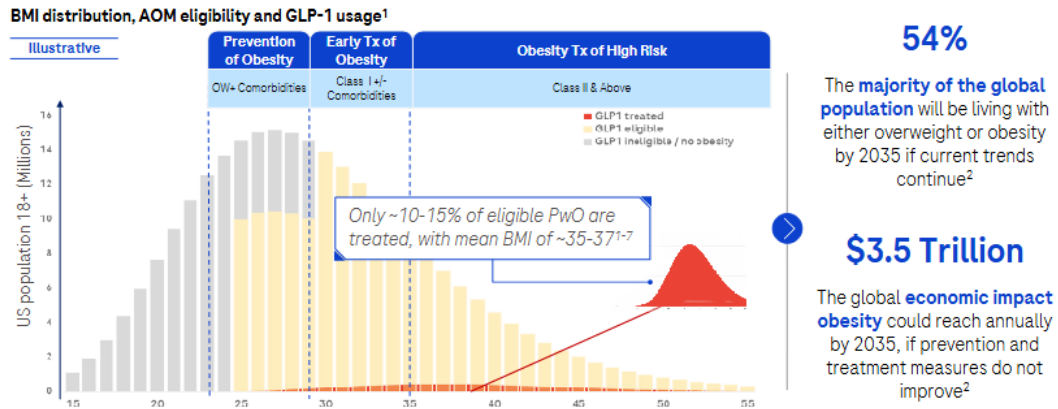
6가지 unmet needs,
환자 특성에 따라 중요한
것은 달라진다는 점에 주목

실제로 Roche는 ADA2026에서 비만치료의 unmet needs를 크게 (1) 체중 감량의 폭, (2) 체중 감량 속도, (3) 동반질환 관리, (4) 근육 보존, (5) 내약성 및 (6) 투약편의성 등의 6가지로 나누었으며 환자 특성에 따라 segment를 나눠 각 환자군 특성에 따라 unmet needs의 중요도를 평가하였다. 예를 들어 비만 예방 용도로 치료제를 투여하는 사람에게는 (2) 체중 감량 속도, (5) 내약성, (6) 투약편의성 등이 중요하게 작용되나, 이미 비만이 심각하게 진행된 고위험군에서는 (1) 체중감량의 폭, (3) 동반질환 관리, (4) 근육 보존 등이 중요하게 작용한다는 판단이다.

6가지 unmet needs에
대응하는 포트폴리오 구축

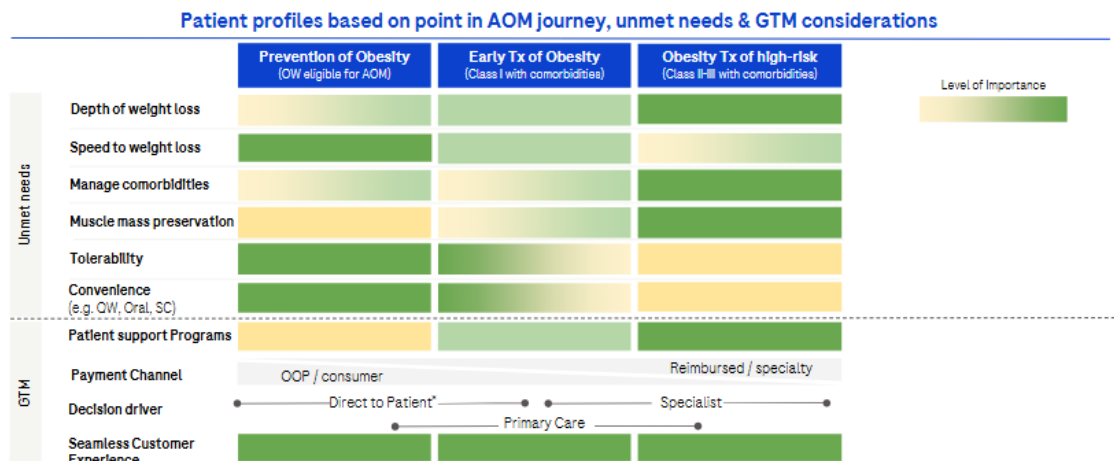
이에 Roche는 각 unmet needs에 대응하기 위한 포트폴리오를 구축하였다. GLP-1/GIP agonist Enicepatide(=CT-388)을 backbone으로 amylin analog Petrelintide, MASH 치료제 FGF21 Pegzofermin, 근육보존제 anti-myostatin antibody Emugrobarb(=GYM329, RG6237), 경구용 비만치료제 CT-996 등이 이에 해당한다. 즉, 강력한 체중감량을 원하는 사람은 Enicepatide 고용량, 내약성이 중요한 사람에게는 Enicepatide+Petrelintide 병용투여 혹은 Petrelintide 단독투여, 경구제 선호자/유지요법 환자에게는 CT-996, 동반질환 보유 환자에게는 Pegzofermin, 근손실 우려가 있는 사람에게는 Enicepatide+Emugrobarb 병용투여를 제공하는 셈이다.

그림4 로슈는 GLP-1 eligible 환자를 3그룹으로 나누고 있음



자료: ADA2026, DS투자증권 리서치센터

그림5 환자군 그룹에 따라 Needs는 달라지기 마련



자료: ADA2026, DS투자증권 리서치센터

그림6 Unmet Needs에 따라 다양한 포트폴리오 이미 구축



자료: ADA2026, DS투자증권 리서치센터

GLP-1 병용 근육보존제로는 HM17321이 이상적

여기까지 읽었을 때 하나의 의문점이 생긴다. 이미 Roche는 근육보존제 Emugrobart를 보유하고 있다는 점이다. 그러나 Emugrobart가 비만 치료제 시장에서 광범위하게 투여되기에는 (1) 단독 투여로는 체중 감소 효과가 없는 점, (2) 이에 GLP-1 병용 투여가 필수적이나 투약 편의성이 좋지 않다는 점, (3) 근기능 개선 여부 불확실이라는 세 가지 한계가 존재한다.

Emugrobart 체중 감소 효과 없음 vs. HM17321 위고비 유사 체중감소 효능

Emugrobart는 체중감소
위해서 GLP-1 병용 필수

Emugrobart는 myostatin 활성화를 차단하는 항체이다. 이는 근육이 줄어드는 것을 막아서 근 성장을 촉진시킨다는 직관적인 기전을 기반으로 한다. 즉, 지방 감소의 기능은 없는 셈이다. 결국 근육 감소를 원하지 않는 비만환자는 Emugrobart 단독 투여하였을 때에는 체중이 감소되지 않으며, GLP-1과 Emugrobart 병용투여가 필수적이다. Emugrobart가 임상 2상을 단독 투여로 먼저 개발하지 않고 tirzepatide 병용 투여로 개발하고 있는 점 역시 이를 뒷받침한다.

HM17321은 위고비 유사
수준의 지방 감소
(HM17321 약 33.6% vs.
Sema 약 31.6%)

반면 생쥐에서 HM17321은 위고비(성분명 Semaglutide, 이하 Sema)와 유사한 수준으로 Body Weight(HM17321 약 11.3% vs. Sema 약 18.2%)와 지방량을 감소(HM17321 약 33.6% vs. Sema 약 31.6%)시켰다. 이는 용량 의존적이었으며 위고비 대비 비교적 열등한 체중 감소 효능은 근육이 증가한 무게에 기인하며 체지방은 유사한 수준으로 감소하였음을 확인할 수 있다. 즉, HM17321의 강점은 체중감소와 동반된 근육 증가에서 비롯한다. HM17321은 체지방 증가(HM17321 약 11.9% vs. Sema 약 -6.3%)와 더불어 근육 내 지방감소 및 순근육량, 근섬유의 크기까지 증가시켰다.

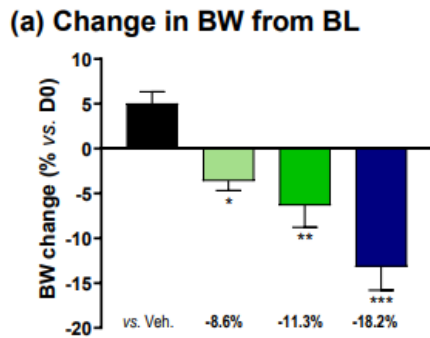
결국 이는 HM17321이 상용화된다면, 높은 체중감소를 바라지 않으며 근육 증가를 목적으로 하는 환자군에게는 단독투여까지도 옵션이 될 수 있다는 이야기가 된다.

그림7 GYMINDA: Emugrobart 임상 2상 디자인



자료: Genentech, DS투자증권 리서치센터

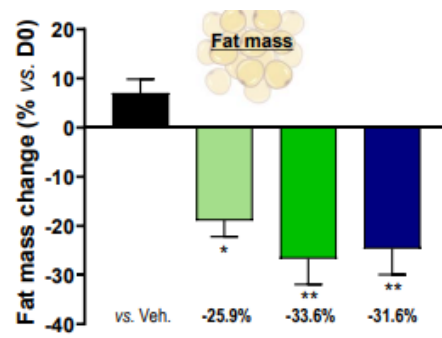
그림8 위고비 보다 열등한 BW 감소는 근육 증가 때문



자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터

주: 파랑=Semaglutide, 연두=HM17321 30nmol/kg, 초록=HM17321 100nmol/kg

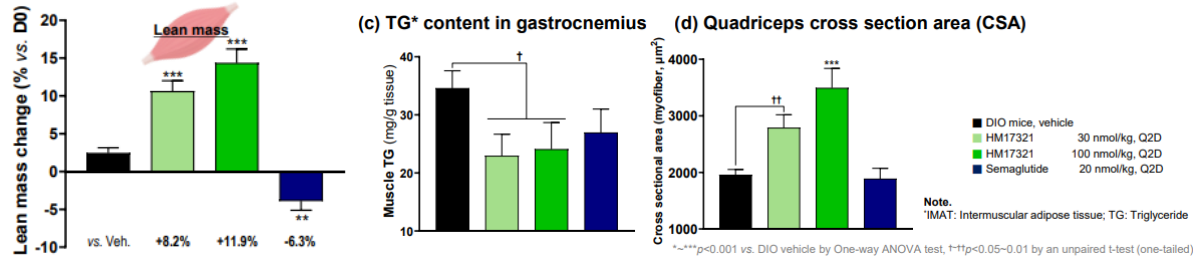
그림9 위고비와 유사한 Fat mass 감소



자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터

주: 파랑=Semaglutide, 연두=HM17321 30nmol/kg, 초록=HM17321 100nmol/kg

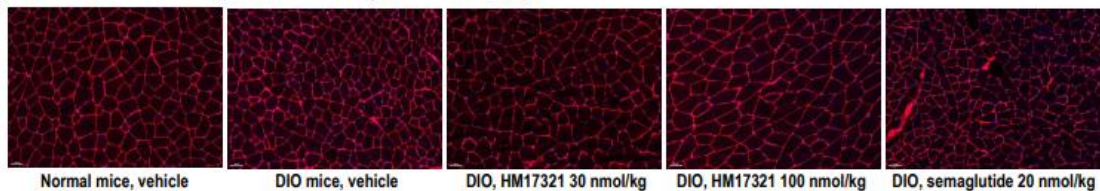
그림10 우월한 비복근 내 Triglyceride 감소 및 Lean mass, 대퇴사두근 CSA



자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터

주: CSA=cross section area, 횡단면적

그림11 대퇴사두근 이미지분석

(e) Representative images of CSA (Quadriceps)

자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터

1개월 간격 항체 Emugrobart vs. 1주 1회 펩타이드 HM17321

항체-펩타이드는 co-formulation이 어려움

Emugrobart는 병용투여에 편리하지 않다. 항체-peptide 간 co-formulation 난이도는 펩타이드-펩타이드 간 보다 일반적으로 훨씬 높기 때문이다. 따라서 Novo nordisk의 CagriSema와 유사하게 1개 펜에 두 약을 담는 형태는 불가능할 가능성이 높다. 결국 1주 1회 투여하는 tirzepatide(혹은 Enicepatide)와 1달에 1번 투여하는 Emugrobart를 별도로 제공하게 될 확률이 높으며, 이는 환자 투약 편의성 하락에 직결된다.

HM17321은 GLP-1과 동일한 펩타이드, 1주 1회

반면 HM17321은 GLP-1과 동일한 펩타이드이기 때문에 비교적 co-formulation이 용이할 것으로 추정할 수 있다. 게다가 이미 시장의 GLP-1 backbone들과 동일한 1주 1회, SC 투여가 예상됨으로 fixed ratio를 만들기가 쉽다.

HM17321, 높은 체중감소를 원하는 환자에게는 병용 투여도 용이

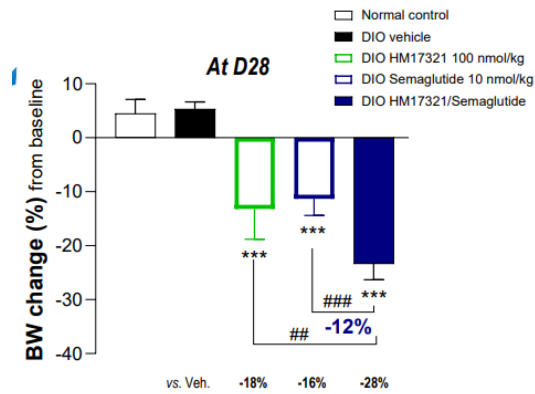
HM17321은 전임상이지만 이미 위고비 병용 투여에서 효과를 입증한 바 있다. 4주차 위고비 병용 시 위고비 단독 투여 대비 body weight 약 12% 및 Fat mass 감소를 약 34%의 개선을 이뤄냈다. 더불어 체지방률은 위고비 단독투여군은 약 5% 감소하는 반면 병용투여군은 약 7% 개선되어 단독투여 대비 약 12%의 개선을 보였다. 결국 단독 투여에서도 일정 수준 이상의 체중감소를 나타내어 단독투여로서도 그 효능이 기대가 되지만, 높은 체중 감소를 원하는 환자군에서는 GLP-1과 병용 투여하는 방식으로 옵션을 제공할 수 있다는 의미가 된다.

그림12 펩타이드-펩타이드는 co-formulation이 비교적 용이 (ex. CagriSema)



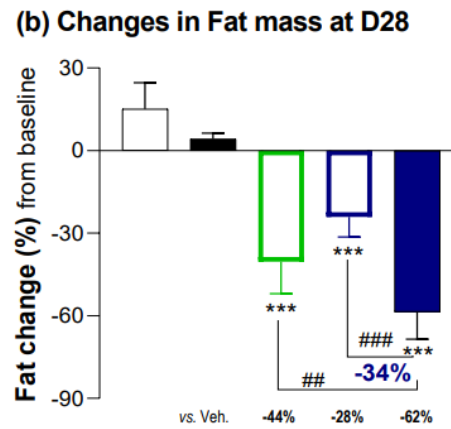
자료: trilogy, DS투자증권 리서치센터

그림13 28일차 HM17321-Sema 병용 투여 시 BW 변화



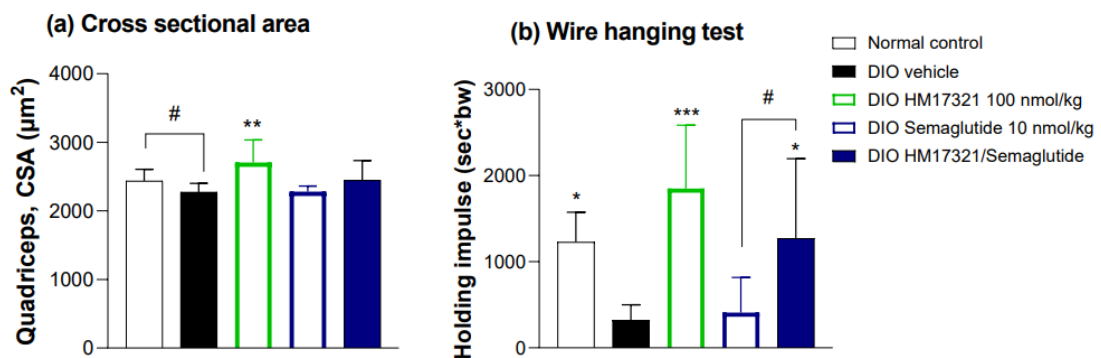
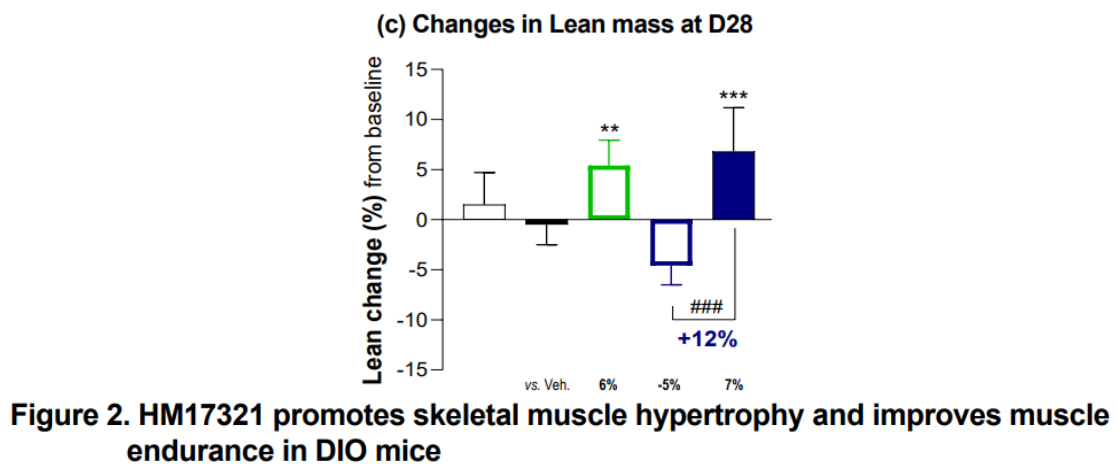
자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터

그림14 28일차 HM17321-Sema 병용 투여 시 fat mass 변화



자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터

그림15 근육 관련 HM17321-Sema 병용 투여 효과



자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터

근 기능 개선까지도 기대되는 HM17321

Emugrobart는 근기능 개선 부족으로 근육질환 적응증 개발 중단

Emugrobart는 2026년 3월, 근육질환 적응증 FSHD와 SMA 개발을 중단할 것으로 밝혔다. 임상 2상 결과에서 근육량 증가는 있었으나 임상적 기능 개선이 충분하지 않았던 것이 주 요인이었다. 반면 HM17321은 근 기능 개선까지 기대되는 바이다.

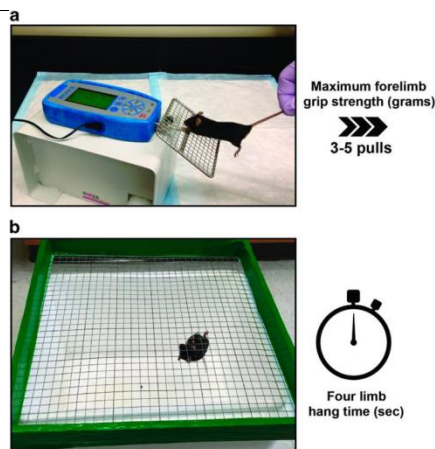
생쥐를 당기고 매달았다.
생쥐의 수난시대다

전임상에서 생쥐의 골격근 강도 및 기능 개선을 확인하였다. 약력은 행동적 요인 및 신경학적 요인에 따라 달라질 수 있기 때문에 근육 강도를 순수하게 판독하는 방법은 아니나 골격근의 기능을 확인하기에 용이하다. 방법은 상당히 귀엽다. 일반적으로 생쥐의 골격근 강도를 확인하기 위해서 앞다리 그립 강도 측정 및 사지 교수형 실험(..)을 시행한다. 연구에 협조적이지 않은 쥐는 제외한다.

당기고 매달았더니
HM17321, 근육 강도 및
기능 개선 확인

HM17321은 Wire hang time과 Holding impulse 모두 Semaglutide 대비 뚜렷한 개선을 보였다. 이는 근육 자체의 증가와 더불어 근육의 강도와 기능에서도 HM17321의 개선을 확인할 수 있는 중요한 지표 중 하나다.

그림16 생쥐 골격근 강도 실험

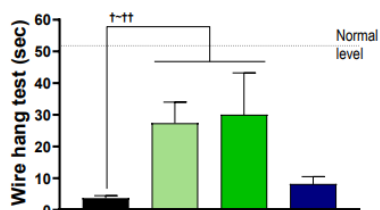


자료: Europe PMC, DS투자증권 리서치센터, 주 : (a) 앞다리 그립 강도 측정, (b) 사지 교수형 실험

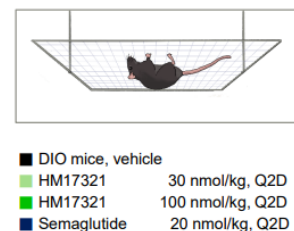
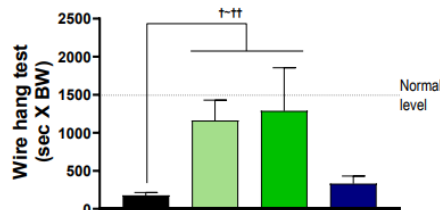
그림17 HM17321의 생쥐 근육 기능 개선 확인

Figure 3. Effect of HM17321 on functional ability in mice

(a) Wire hang time (sec)



(b) Holding impulse (sec X BW)



†††p<0.05~0.01 by an unpaired t-test (one-tailed)

➤ In DIO mice, HM17321 effectively increased the reduced holding impulse in obese mice, indicating HM17321 contributed to improvements in muscle strength and function.

자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터

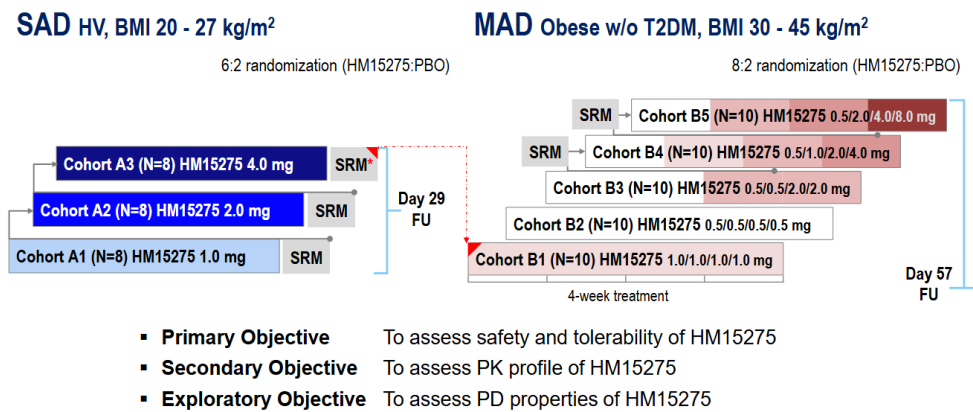
Next 비만 에셋, HM15275

내년 상반기, 임상 2상 데이터 도출 전망

한미약품의 또다른 비만 에셋은 HM15275이다. GLP-1/GIP/GCG 삼중 작용제로 높은 체중감소를 노리고 개발된 에셋이다. 임상 1상에서는 8mg까지 투약하였을 때 투약 4주차에 -4.81%(위약보정) 체중감소를 확인하였으며, 임상 2상은 현재 267명 대상 36주 관찰하는 임상 디자인으로 진행 중이다.

HM15275는 1주 간격으로 빠르게 용량을 증량하였음에도 불구하고 가장 고용량 투여한 코호트 B5에서 부작용으로 인한 투약 중단이 1건도 발생하지 않았다. 코호트 2,3에서 각각 1건씩 발생하였으나 그 비중은 약 5%로 낮은 편에 속한다.

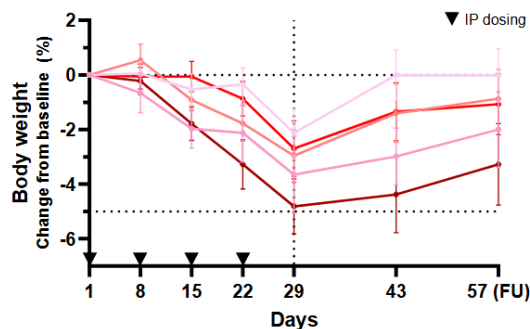
그림18 HM15275 임상 1상 디자인



자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터

그림19 HM15275 체중감소율 -4.81%

A. Body Weight (Placebo-adjusted)



• Placebo-adjusted D29 % Change from baseline

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

자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터

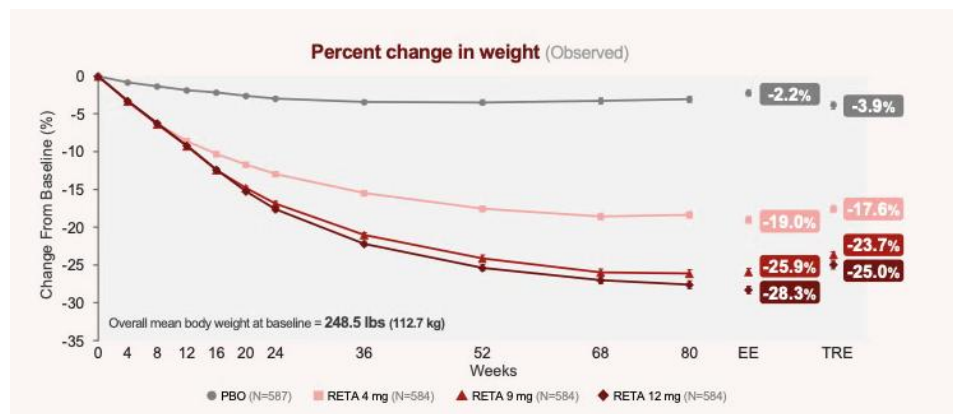
핵심은 내년 상반기, 36주차 2상 데이터

한미약품은 공식적으로 HM15275 개발 목표를 ‘체중감소율 약 25% 이상’으로 제시하고 있다. 이번 임상 2상에서 공개될 36주차 체중감소율은 현존 최대 체중감소율 자랑하는 Retatrutide와 경쟁이 가능한지 여부를 확인할 수 있는 중요한 데이터가 될 것으로 전망한다.

현재 Retatrutide는 비만환자 대상 TRIUMPH-1 임상시험에서 12mg 투여 기준 68주차 약 28.3% 체중감소를 확인한 바 있다. 36주차는 그래프상 20%를 상회하는 것으로 확인된다. 따라서 HM15275 역시 20% 이상의 체중감소율을 보인다면 장기 투여 하었을 경우 한미약품이 목표로 하였던 체중감소율 25% 이상 달성 가능성을 상당히 긍정적으로 전망할 수 있게 된다.

현재 삼중작용제는 Eli Lilly의 Retatrutide, Novo nordisk의 UBT251를 제외하면 Roche, Amgen, BI, Pfizer 등 다수의 빅파마들은 보유하고 있지 못한 에셋이다. 높은 체중감소율에 대한 니즈는 항상 존재한다는 점을 고려하였을 때, 한미약품의 HM15275가 Retatrutide와 유사한 데이터를 확보한다면 충분히 라이선스 아웃으로서의 매력도 확보할 수 있을 것으로 전망한다.

그림20 Retatrutide 체중감소율 -28.3%



자료: Eli Lilly, DS투자증권 리서치센터

젯바운드 이후 Plateau 해결사로도 수요 전망

마운자로 투여 후 Plateau
생쥐에서 추가 체중감소 약
20%

HM15275는 젯바운드(성분명 Tirzepatide) 투여 후 Plateau(어느정도 수준에 오른 뒤에는 더 이상 진전이 없는 현상)에 도달한 생쥐에 투여하였을 때 추가적인 체중감소 효능을 확인(HM15275 switching 약 40% 후반 vs. Tirzepatide dose escalation 약 20% 후반)하였다. 이러한 효과가 임상에서도 이어진다면 젯바운드 투여 이후 더 이상 체중 감소가 이루어지지 않는 환자에게 HM15275가 효과적일 수 있을 것으로 추정할 수 있다.

HM15275는 에너지 소비
증가로 추가 체중감소 야기

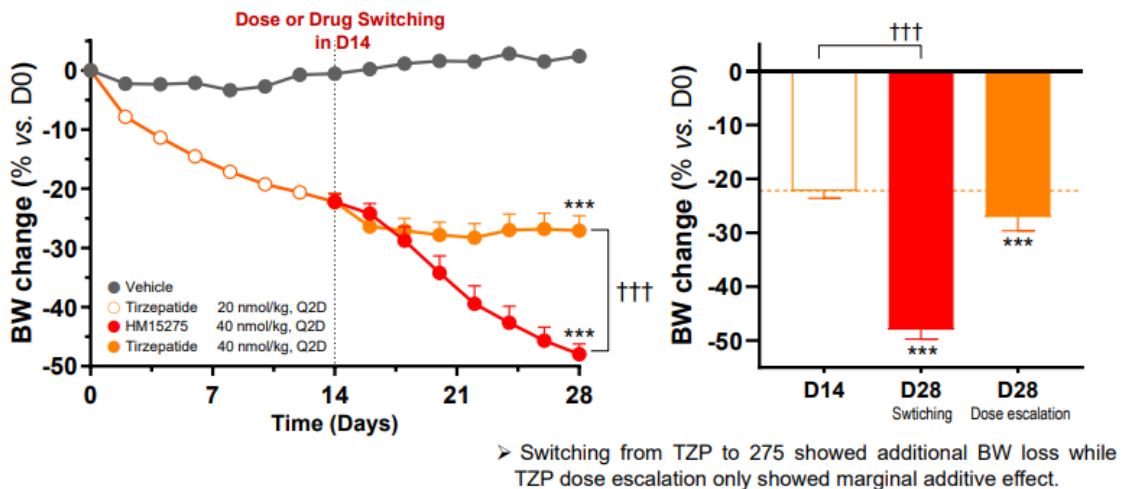
이는 HM15275의 에너지 소비 증가 효과 덕분으로 추정한다. HM15275는 마운자로(성분명 Tirzepatide) 대비 GCG가 추가된 triple agonist로서 전임상에서 Tirzepatide 단독 대비 우월한 체중 감소 효과(HM15275 -43.7% vs. Tirzepatide -29.1%)를 나타내었다. 이는 pair-fed 연구결과를 통해 확인할 수 있다. 동일한 음식을 공급하였을 경우에도 HM15275는 에너지 소비를 증가시키는 독립적인 메커니즘을 통해 체중감소를 야기시킴이 발견되었다. Tirzepatide와 비교하였을 때 PGC-1 α 및 UCP-1의 증가를 확인하였으며 이는 HM15275가 더 많은 갈색지방화(몸에 열내는 지방)를 유도하여 에너지 소비를 증가시키는 것으로 추정된다. 이러한 HM15275 에너지 소비 증가 효과는 Tirzepatide 투여 생쥐의 Plateau를 돌파시키는 것으로 추정된다.

임상에서 안전성 입증 시,
HM15275 니즈 높을 것

아직 HM15275는 전임상 단계이며 임상에서 안전성을 확보하지 못하였다. 약 50% 체중 감소 시 환자 안전 및 Energy expenditure 상승에 따른 CV risk 상승 등에서 안전성을 입증한다면 GLP-1 투여 이후 보다 높은 체중 감소를 원하는 환자에서 HM15275 니즈는 높을 것으로 전망한다.

그림21 Tirzepatide $\Rightarrow$ HM15275 전환 후 Plateau에서 체중감소 극명

Figure 6. Changes in body weight over time under switching conditions



자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터

2Q26 Review.

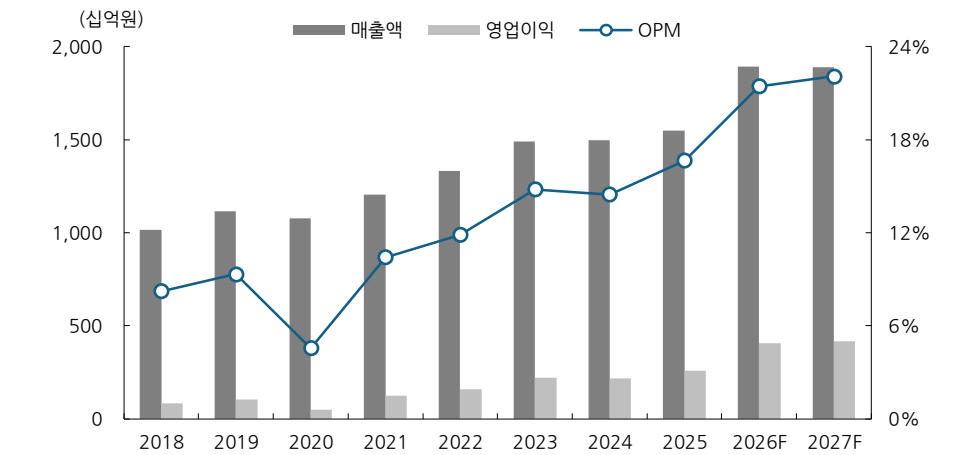
한미약품 2Q26 매출액 및 영업이익은 각각 약 4,673억원(+29.3% YoY) 및 약 1,311억원(+116.9% YoY, OPM 28.1%)를 기록하였다. 단, 이는 Sonepeglutide 계약금 \$75mn 일시 인식에 따른 것으로 주요 자회사 북경한미가 영업이익 6억원(-97.5% YoY)를 달성하는 등 본업은 심각한 부진을 보였다. 자회사 실적 부진은 당분간 지속될 가능성이 있으나 별도 한미약품이 4분기 출시할 비만치료제 에페글레나타이드로 이를 내년부터 상쇄할 전망이다.

표3 한미약품 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26F	4Q24F	2025	2026F	2027F
연결매출	391.0	361.3	362.4	433.0	392.9	467.3	621.1	409.8	1,547.5	1,891.1	1,889.7
YoY	-3.2%	-4.5%	0.1%	23.1%	0.5%	29.3%	71.4%	-5.3%	3.5%	22.2%	-0.1%
별도매출	295.0	276.4	269.1	306.1	285.3	407.0	554.1	322.3	1146.6	1568.7	1578.9
YoY	7.3%	-1.9%	-2.8%	9.1%	-3.3%	47.3%	105.9%	5.3%	2.9%	36.8%	0.6%
북경한미	96.5	86.7	94.1	125.1	106.4	60.7	72.4	80.1	402.4	319.6	303.5
YoY	-24.4%	-12.2%	11.6%	15.3%	10.3%	-30.0%	-23.1%	-35.9%	4.4%	-20.6%	-5.0%
한미정밀화학	22.8	23.0	17.2	28.3	21.7	24.0	17.0	30.8	91.3	93.5	99.2
YoY	-8.1%	-32.9%	-40.9%	36.7%	-4.8%	4.3%	-1.2%	8.8%	-16.2%	2.4%	6.1%
연결조정	-23.4	-24.8	-18.1	-26.5	-20.5	-24.5	-22.4	-23.5	-92.8	-90.8	-92.0
매출총이익	213.6	204.7	205.6	260.5	217.3	303.2	329.2	232.4	884.4	1,082.0	1,157.1
GPM	54.6%	56.7%	56.7%	60.2%	55.3%	64.9%	53.0%	56.7%	57.2%	57.2%	61.2%
YoY	-5.7%	-0.9%	3.5%	40.6%	1.7%	48.1%	60.1%	-10.8%	8.2%	22.3%	6.9%
영업이익	59.0	60.4	55.1	83.3	53.7	131.1	174.3	46.6	257.8	405.7	417.2
OPM	15.1%	16.7%	15.2%	19.2%	13.7%	28.1%	28.1%	11.4%	16.7%	21.5%	22.1%
YoY	-23.0%	4.0%	8.0%	173.4%	-9.1%	116.9%	216.5%	-44.0%	19.2%	57.4%	2.9%
별도매출	47.0	43.5	31.8	55.5	30.2	128.7	164.4	40.0	177.8	363.3	234.0
YoY	15.9%	15.7%	11.8%	18.1%	10.6%	31.6%	29.7%	12.4%	15.5%	23.2%	14.8%
북경한미	19.0%	35.5%	1.6%	86.9%	-35.7%	195.9%	417.0%	-27.9%	34.1%	104.3%	-35.6%
YoY	11.3	16.7	23.6	26.1	23.6	0.6	10.3	7.7	77.7	42.2	29.1
한미정밀화학	11.7%	19.3%	25.1%	20.9%	22.2%	1.0%	14.2%	9.6%	19.3%	13.2%	9.6%
YoY	-70.1%	-33.7%	57.3%	521.4%	108.8%	-96.4%	-56.4%	-70.5%	-5.5%	-45.7%	-31.0%
연결조정	-1.9	0.3	-1.0	3.0	0.9	3.5	1.0	-0.5	0.4	4.9	-0.6
당기순이익	-8.3%	1.3%	-5.8%	10.6%	4.1%	14.6%	5.9%	-1.6%	0.4%	5.2%	-0.6%
NPM	11.8%	-83.3%	-131.3%	-225.0%	-147.4%	1066.7%	-200.0%	-116.7%	-55.6%	1125.0%	-112.2%
YoY	2.6	-0.1	0.7	-1.3	-1.1	-1.7	-1.4	-0.6	1.9	-4.7	154.7

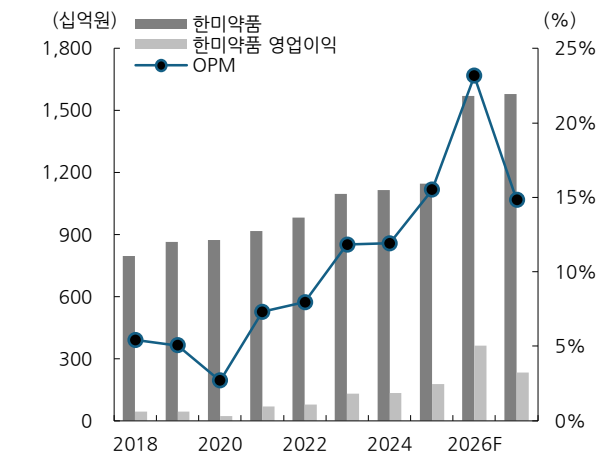
자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터 추정

그림22 한미약품 연결 실적 추이 및 전망



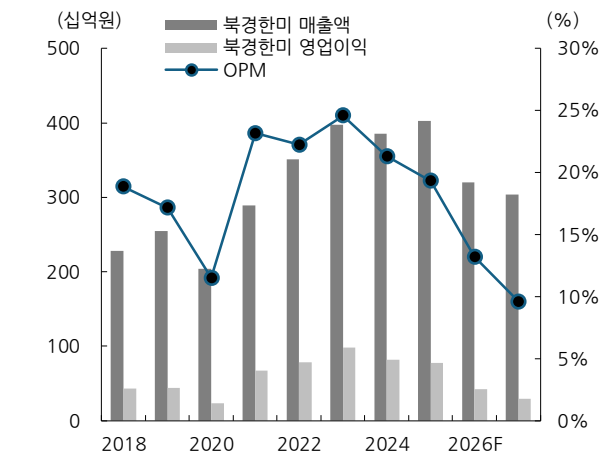
자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터 추정

그림23 한미약품 별도 매출 및 영업이익 추이



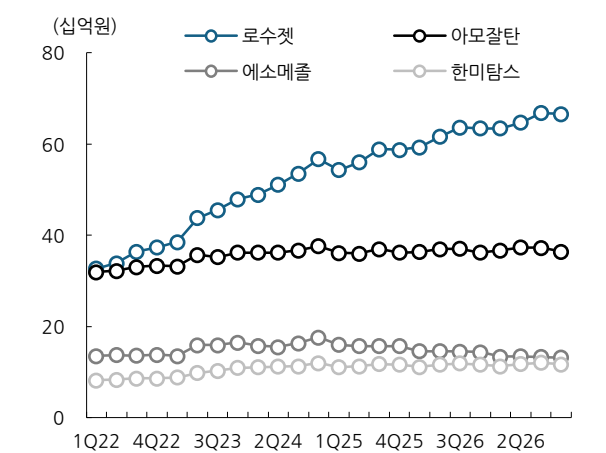
자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터

그림24 북경한미 매출 및 영업이익 추이



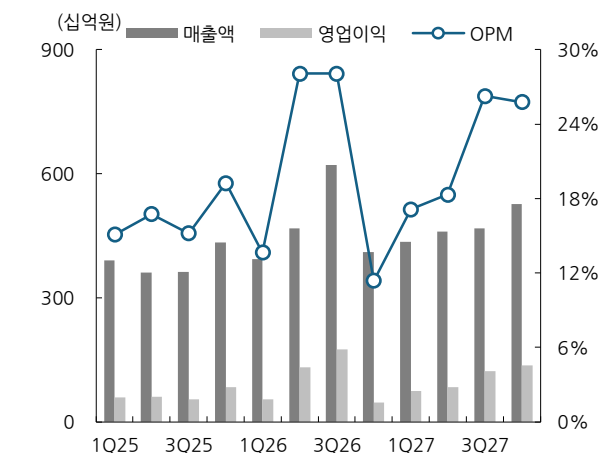
자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터

그림25 주요품목 매출 추이



자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터

그림26 한미약품 연결 실적 추이 및 전망



자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터

[한미약품 128940]

재무상태표						손익계산서					
	2023	2024	2025	2026F	2027F		2023	2024	2025	2026F	2027F
유동자산	731	746	1,055	1,457	1,942	매출액	1,491	1,496	1,548	1,891	1,890
현금 및 현금성자산	55	192	395	831	1,141	매출원가	662	678	663	809	733
매출채권 및 기타채권	177	239	279	264	340	매출총이익	829	817	884	1,082	1,157
재고자산	289	301	365	346	445	판매비 및 관리비	609	601	627	676	740
기타	210	14	15	16	16	영업이익	221	216	258	406	417
비유동자산	1,168	1,275	1,272	1,279	1,285	(EBITDA)	319	314	347	495	506
관계기업투자등	12	21	22	23	24	금융손익	-23	-9	43	50	54
유형자산	833	796	757	729	704	이자비용	29	24	12	14	14
무형자산	81	94	115	133	148	관계기업등 투자손익	1	0	31	17	14
자산총계	1,899	2,021	2,327	2,735	3,227	기타영업외손익	-5	-36	-60	-64	-68
유동부채	705	683	704	694	760	세전계속사업이익	194	171	272	409	417
매입채무 및 기타채무	189	213	231	219	282	계속사업법인세비용	29	31	0	0	0
단기금융부채	484	405	405	405	405	계속사업이익	165	140	272	409	417
기타유동부채	32	65	68	71	73	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	94	97	97	97	98	당기순이익	165	140	272	409	417
장기금융부채	89	92	92	92	92	지배주주	146	121	282	424	433
기타비유동부채	5	5	5	6	6	총포괄이익	165	140	272	409	417
부채총계	798	780	801	792	857	매출총이익률 (%)	55.6	54.6	57.2	57.2	61.2
지배주주지분	955	1,085	1,370	1,788	2,214	영업이익률 (%)	14.8	14.5	16.7	21.5	22.1
자본금	31	32	32	32	32	EBITDA마진률 (%)	21.4	21.0	22.4	26.2	26.8
자본잉여금	412	411	411	411	411	당기순이익률 (%)	11.1	9.4	17.6	21.6	22.1
이익잉여금	582	681	957	1,375	1,801	ROA (%)	7.6	6.2	13.0	16.7	14.5
비지배주주지분(연결)	145	156	156	156	156	ROE (%)	16.0	11.9	23.0	26.9	21.6
자본총계	1,100	1,241	1,526	1,944	2,370	ROIC (%)	13.0	11.7	12.0	18.4	18.4

현금흐름표						주요투자지표					
	2023	2024	2025	2026F	2027F		2023	2024	2025	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	217	317	265	520	398	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	165	140	272	409	417	P/E	30.6	29.4	12.7	16.2	15.9
비현금수익비용가감	166	176	77	87	91	P/B	4.6	3.3	2.6	3.9	3.1
유형자산감가상각비	86	86	73	70	67	P/S	3.0	2.4	2.3	3.7	3.7
무형자산감가상각비	12	12	16	19	22	EV/EBITDA	15.2	12.4	10.7	13.3	12.4
기타현금수익비용	57	59	-74	-36	-26	P/CF	13.6	11.3	10.3	13.9	13.6
영업활동 자산부채변동	-57	0	-84	24	-110	배당수익률 (%)	0.1	0.2	0.2	0.1	0.1
매출채권 감소(증가)	-3	-61	-41	15	-76	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-17	2	-65	20	-99	매출액	12.0	0.3	3.5	22.2	-0.1
매입채무 증가(감소)	6	-10	18	-12	63	영업이익	39.6	-2.0	19.3	57.3	2.9
기타자산 부채변동	-43	70	2	2	2	세전이익	60.3	-11.7	58.8	50.4	2.0
투자활동 현금	-183	-89	-56	-78	-82	당기순이익	62.8	-15.1	93.7	50.4	2.0
유형자산처분(취득)	-25	-35	-34	-42	-42	EPS	78.1	-17.0	132.4	50.4	2.0
무형자산 감소(증가)	-16	-23	-37	-37	-37	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-4	90	30	16	13	부채비율	72.6	62.9	52.5	40.7	36.2
기타투자활동	-138	-121	-15	-15	-16	유동비율	103.7	109.3	149.8	209.8	255.6
재무활동 현금	-127	-90	-6	-6	-6	순차입금/자기자본(x)	37.1	24.5	6.6	-17.3	-27.2
차입금의 증가(감소)	-106	-78	0	0	0	영업이익/금융비용(x)	7.7	8.9	21.4	29.5	29.2
자본의 증가(감소)	-9	-13	-6	-6	-6	총차입금 (십억원)	573	497	497	497	497
배당금의 지급	6	6	6	6	6	순차입금 (십억원)	408	303	101	-335	-645
기타재무활동	-12	0	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-92	137	203	436	310	EPS	11,512	9,551	22,197	33,376	34,053
기초현금	147	55	192	395	831	BPS	76,057	84,685	106,936	139,554	172,842
기말현금	55	192	395	831	1,141	SPS	116,376	116,736	120,798	147,615	147,504
NOPLAT	188	177	187	294	302	CFPS	25,861	24,739	27,261	38,717	39,637
FCF	90	228	209	442	316	DPS	480	480	480	480	480

자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

한미약품 (128940) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)
			평균주가대비	최고(최저)주가대비	
2024-10-10	매수	400,000	-17.8	-12.4	
2024-11-07	매수	440,000	-36.2	-23.0	
2025-01-10	매수	380,000	-30.6	-16.7	
2025-07-08	매수	400,000	-23.6	-1.8	
2025-07-28	매수	400,000	-22.3	-1.8	
2025-08-25	매수	400,000	-17.6	-1.8	
2025-09-30	매수	400,000	-11.4	-8.3	
2025-10-15	매수	470,000	-24.4	-8.9	
2025-10-28	매수	510,000	-12.8	-5.3	
2025-11-04	매수	510,000	-12.1	-5.3	
2026-01-20	매수	530,000	-9.0	2.1	
2026-02-06	매수	680,000	-31.6	-7.9	
2026-04-13	매수	680,000	-36.8	-20.6	
2026-06-02	매수	680,000	-40.6	-20.6	
2026-07-10	매수	680,000	-43.3	-20.6	
2026-08-25	매수	720,000			

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업			산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우		비중확대	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우		중립	
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우		비중축소	

투자의견 비율

기준일 2026.06.30

매수	중립	매도
98.7%	0.0%	1.3%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.