

한미약품(128940)

비만에 날리는 진심편치

[제약/바이오] 정재원

2122-9208 jaewon.jeong@imfnsec.com

투자 의견 Buy, 목표주가 400,000원으로 커버리지 개시

한미약품에 대한 투자 의견을 Buy로 제시하며, 목표주가 400,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 한미약품의 영업가치와 파이프라인 가치를 합산해 산출했다. 한미약품의 영업가치는 4조 753억원으로 2026E EBITDA 2,421억원에 국내 주요 제약사의 평균 2026E EV/EBITDA 16.8배를 적용했다. 파이프라인 가치는 1조 1,818억원으로 현재 임상 3상 중인 에페글레나타이드의 국내 진출 케이스만을 가정해 rNPV 밸류에이션을 적용했다. 상기 항목들을 모두 포함한 한미약품의 최종 기업가치는 5조 2,571억원이다.

미국비만학회를 시작으로 지속되는 R&D 이벤트 주목

동사는 하반기 개최되는 미국비만학회(ADA)를 시작으로 다양한 파이프라인에 대한 임상 데이터 발표가 예정되어 있다. 학회를 통해 발표되는 HM15275는 글로벌 임상 1상을 진행 중이다. 안전성, 내약성 및 장기 지속 가능성을 뒷받침하는 약동학적 특성을 증명했다. HM17321은 전임상 중이며 인크레틴 계열이 아닌 UCN2 단백질을 타겟하는 비만치료제다. UCN2 단백질의 부작용을 개선한 제품이며 글로벌 기준으로도 UCN2 계열 비만치료제를 개발 중인 기업이 많지 않아 데이터를 주목할 필요가 있다. 시판제품과의 병용 시 체중 감소와 근육량 유지 효과를 발표했다.

상기 파이프라인 외에도 에페글레나타이드 임상이 3분기 종료될 예정이다. 임상 종료 후 2026년 하반기 출시하는 계획이며, 국내 제약사 중 첫번째 비만치료제가 될 가능성이 높은 상황이다. MASH 파이프라인 에피노페그듀타이드 역시 임상 2b상이 올해 종료된다. 임상 2a상을 통해 우수한 지방간 감소 효과를 보여줬기에 최근 시장이 형성되고 있는 MASH에서도 경쟁력 있는 후보물질이라는 판단이다.

본업과 모멘텀 모두 긍정적

한미약품의 연결 기준 2025년 예상 매출 및 영업이익을 1조 6,173억원(YoY +8.1%), 2,756억원(YoY +27.5%, OPM 17.0%)으로 전망한다. 작년 독감 유행이 제한적이었던 영향으로 자회사 북경한미 및 정밀화학 실적이 감소했으나 최근 중화권에서의 호흡기질환 확산 이슈 및 국내 만성질환제품 도입 등 대내외적 요인을 고려해 자회사의 매출이 성장세에 진입할 수 있을 것이 기대된다.

본업에서는 로수젯을 필두로 만성질환 주력제품의 견조한 성장이 예상된다. 한미약품 별도로선 전년 대비 5% 성장한 9,759억원의 매출을 기록할 것이며 내년 개별로 1조원 매출을 돌파할 수 있을 것으로 예상된다. 또한 올해초 경영권 분쟁 관련한 노이즈도 해소되었다. 본업과 모멘텀 모두 하반기부터 긍정적이다. 제약사 중 Top pick으로 제시한다.

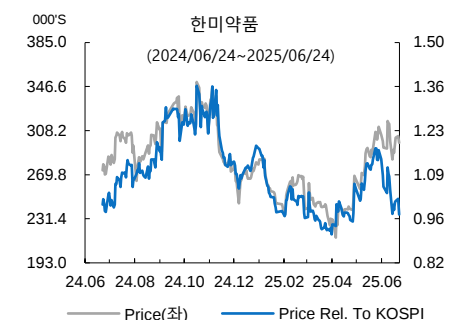
Buy (Initiate)

목표주가(12M)	400,000원
증가(2025.06.24)	297,500원
상승여력	34.5%

Stock Indicator	
자본금	32십억원
발행주식수	1,281만주
시가총액	3,811십억원
외국인지분율	10.3%
52주 주가	215,000~350,500원
60일평균거래량	74,966주
60일평균거래대금	20.8십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	1.9	22.9	11.2	8.8
상대수익률	-17.9	5.0	-16.0	-3.5

Price Trend



FY	2024	2025E	2026E	2027E
매출액(십억원)	1,496	1,617	1,701	1,791
영업이익(십억원)	216	276	294	337
순이익(십억원)	121	164	170	208
EPS(원)	9,470	12,829	13,302	16,209
BPS(원)	84,685	98,991	113,770	131,456
PER(배)	29.6	23.2	22.4	18.4
PBR(배)	3.3	3.0	2.6	2.3
ROE(%)	11.9	14.0	12.5	13.2
배당수익률(%)	0.4	0.3	0.3	0.3
EV/EBITDA(배)	12.4	10.5	9.6	8.2

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

투자의견 Buy, 목표주가 400,000원 제시

한미약품에 대한 투자의견 Buy, 목표주가 400,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 한미약품의 영업가치와 파이프라인 가치를 합산해 산출된 값이다. 동사의 영업가치는 연결 기준 2026년 EBITDA에서 기술료를 제외한 수치인 2,421억과 국내 주요 제약사들의 2026년 평균 EV/EBITDA 16.8배를 적용했다. 산출된 영업가치는 4조 753억원이다.

파이프라인 가치는 임상 3상 중인 에페글레나타이드에 대해서만 산출했다. 에페글레나타이드는 국내 시장을 우선적으로 진출한 뒤 향후 동남아시아, 중앙아시아 등 이머징마켓을 타겟할 계획이다. 국내 시장에 진출하는 케이스에 대해서만 고려했으며, 산출된 가치는 1조 1,818억원이다. 상기 기준을 합산한 한미약품의 총 기업가치는 5조 2,571억원이다.

표1. 한미약품 목표주가 산출

(십억원, 배, 천주, 원, %)		비고
1. 영업가치 (A*B)	4,075.3	
A. 한미약품 2026E EBITDA	242.1	연결 기준 (기술료 제외)
B. Target EV/EBITDA	16.8	국내 주요 제약사 2026E 평균 EV/EBITDA
2. 파이프라인 가치 (C)	1,181.8	
C. 에페글레나타이드	1,181.8	국내 시장 진출 케이스만 고려
3. 한미약품 총 기업가치	5,257.1	
4. 보통주주식수	12,680	
5. 적정주가 산출	400,000	

자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

표2. 한미약품 분기별 실적 추이 및 전망 (연결 기준)

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
연결 매출	403.7	378.1	362.1	351.6	390.9	408.6	392.1	425.6	1,495.5	1,617.3	1,701.5
YoY	11.8	10.3	(0.7)	(16.7)	(3.2)	8.0	8.3	21.0	0.3	8.1	5.2
한미약품(별도)	275.0	281.8	276.8	280.5	295.0	288.5	285.5	288.6	1,114.1	1,157.7	1,199.6
북경한미	127.7	98.7	84.3	74.9	96.5	109.2	96.9	132.8	385.6	435.4	474.0
한미정밀화학	24.8	34.3	29.1	20.7	22.8	39.0	35.7	29.8	108.9	127.3	131.8
기타 및 연결조정	(23.9)	(36.7)	(28.1)	(24.5)	(23.4)	(28.2)	(26.0)	(25.5)	(113.1)	(103.1)	(104.0)
매출총이익	226.5	206.7	198.6	185.2	213.6	227.4	221.4	244.8	817.0	907.2	969.2
YoY	9.4	14.7	(0.1)	(23.8)	(5.7)	10.0	11.5	32.2	(1.5)	11.0	6.8
GPM	56.1	54.7	54.9	52.7	54.6	55.7	56.5	57.5	54.6	56.1	57.0
영업이익	76.6	58.1	51.0	30.5	59.0	74.0	66.0	76.6	216.2	275.6	293.8
YoY	27.9	75.3	(11.4)	(56.6)	(23.0)	27.3	29.4	151.6	(2.0)	27.5	6.6
OPM	19.0	15.4	14.1	8.7	15.1	18.1	16.8	18.0	14.5	17.0	17.3
지배주주 순이익	55.0	40.3	31.0	(5.0)	42.6	42.0	36.7	43.0	121.3	164.4	170.4
YoY	27.5	188.1	(43.3)	적전	(22.5)	4.4	18.5	흑전	(17.0)	35.5	3.7
NPM	13.6	10.6	8.6	(1.4)	10.9	10.3	9.4	10.1	8.1	10.2	10.0

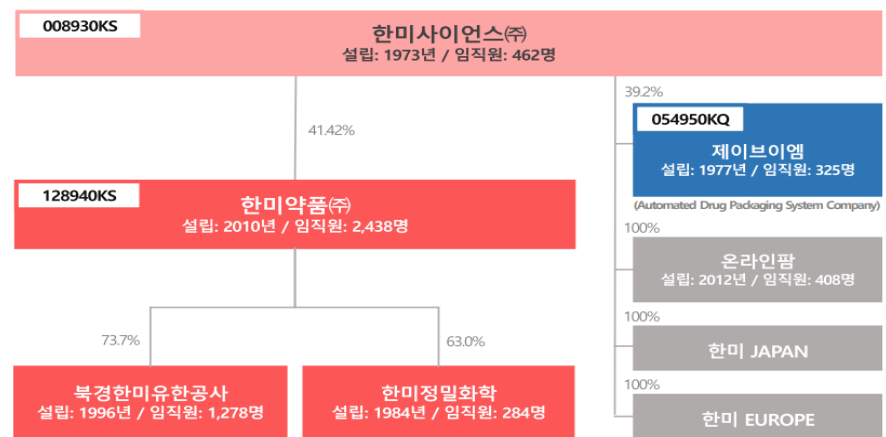
자료: iM증권 리서치본부 추정

기업 개요

한미약품은 2010년 한미사이언스의 의약품 제조 및 판매 사업부문을 인적분할해 설립된 제약사다. 연결종속회사인 각각의 기업을 하나의 사업부문으로 구분하여 사업을 영위 중이다. 한미약품(주)은 의약품 제조와 판매 및 R&D를 담당하며 북경한미약품유한공사는 해외, 한미정밀화학은 원료의약품을 전문으로 한다.

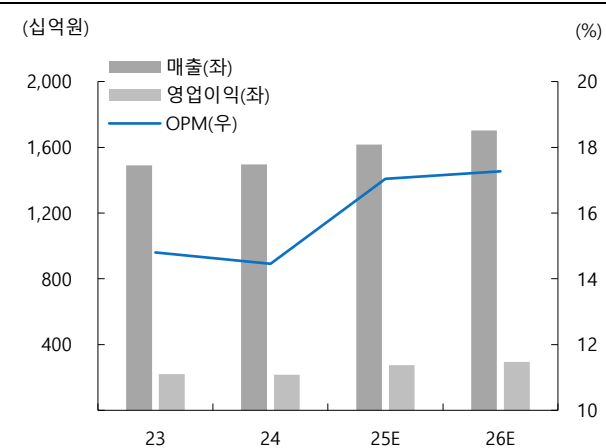
한미약품(주)의 주요 제품으로는 고지혈증치료제 로수젯, 고혈압치료제 아모잘탄 및 역류성식도염치료제 에소메졸 등이다. R&D 측면에서도 기술이전을 진행하는 등 성과를 기록했다. 동사가 보유한 자체 플랫폼을 활용한 물베돈은 기술이전 계약 이후 성공적으로 미국에서 출시되어 라이선스 수익을 수취하고 있다. 그 외에도 기술이전을 진행한 다른 파이프라인은 각자의 임상 스케줄대로 순항하고 있다. 포지오티닙은 2022년 CRL을 수령했으나 현재 글로벌 임상 3상을 다시 준비하고 있는 것으로 확인된다. 2020년 MSD에 기술이전한 GLP/GCG dual agonist인 에피노페그듀타이드는 MASH 적응증 타겟으로 글로벌 2b상을 진행 중이다.

그림1. 한미약품 지배구조



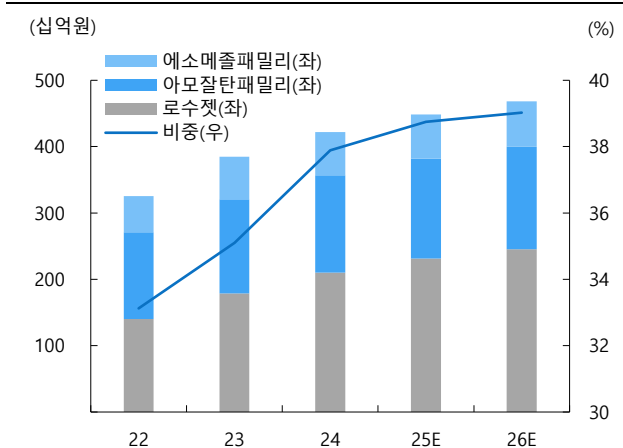
자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림2. 한미약품 실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림3. 한미약품 주요 제품 매출 및 비중 추이



자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림4. 한미약품 R&D 파이프라인

	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	승인
비만/ 대사	에페글루카곤+에페글레나타이드 [APRGlucagon Combo] 비만/대사질환 비만	HM15275 [LA-GLP/GIP/GCG] 비만, 임상 1상 Part 8 진입	에피노페그듀타이드 [APRGLP/GCG agonist] 대사이상관련간염(비알콜성 지방간염) MSD	에페글레나타이드 [APRExd4 Analog] 제2형 당뇨병, 비만	
	HM17321 [LA-UCN2] 비만		에포시페그트루타이드 [APRTriple agonist] 대사이상관련간염(비알콜성 지방간염)		
항암	HM101207 ¹⁾ [SOS1] 고형암	롤론티스(Rolontis) [®] [에올라페그라스틴] 호중구감소증 (당일투여요법) Assertio	벨바라페닙 [pan-RAF 억제제] BRAF변이 및 융합 고형암 Roche	포지오티닙 [pan-HER] HER2 exon20 변이 NSCLC 2차 치료요법 Assertio	롤론티스(Rolontis) [®] [에올라페그라스틴] 호중구 감소증 Assertio
	HM100714 [sHER2] 비소세포폐암	벨바라페닙 [pan-RAF 억제제] 흑색종 등 고형암 Genentech	티부메시르논 [CCR4] 위암 RAFT	오락솔 (Oraxol) [®] [파롤리락 볼+엔서퀴다] 유방암 등 고형암 Health hope pharma	
		BH2950 [PD-1/HER2 BsAb] 고형암 Innovent	포셀티닙 [BTK] B세포림프종 NOBO Medicine		
		투스페티닙 [MKI] 급성골수성 백혈병 Aptose			
		HM97662 [EZH1/2 억제제] 고형암 및 혈액암			
		BH3120 [PD-L1/4-18B BsAb] 고형암, '키트루다' 병용 임상 B			
		HM16390 [APRIL-2 Analog] 고형암			
희귀질환/ 기타	에포시페그트루타이드 [APRTriple agonist] 특발성 폐섬유증	HM15421 [LA-GLA] 파브리병 GC	에페글루카곤 [APRGlucagon analog] 선천성 고안슐린증		히알루마주 [히알루론산나트륨] 슬관절의 골관절염 Arthrex
			소네페글루타이드 [APRGLP-2 analog] 단창 증후군		
			에페소마트로핀 [APRrhGH] 성장호르몬 결핍증		
			루미네이트(Luminate) [®] 건성노인성황반변성 Allegro AffaMed		

자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

표3. 한미약품 R&D 주요 계약 체결 현황

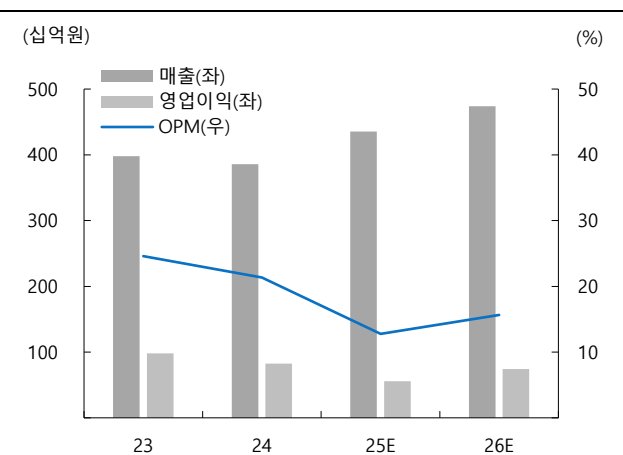
파이프라인	파트너사	체결시기	총계약(M\$)	수취	진행 단계
롤베돈	Assertio	2012.01	미공개	미공개	미국/한국 출시 완료
롤론티스	Assertio	2015.02	미공개	미공개	글로벌 임상 3상 준비 중
에피노페그듀타이드	MSD	2020.08	870	계약금: 10 마일스톤: 14	글로벌 임상 2상
ORASCOVERY	C-MER	2011.12	42	미공개	영국 MHRA에 MAA 제출
벨바라페닙	Genentech	2016.09	910	계약금: 80 마일스톤: 미공개	글로벌/한국 임상 1상
투스페티닙	Aptose	2021.11	420	12.5	글로벌/한국 임상 1상
Luminate	AffaMed	2021.12	145	6	중국 임상 3상 준비 중
포셀티닙	NOBO Medicine	2024.06	미공개	미공개	한국 임상 2상 진행 중

자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

북경한미유한약품공사는 1996년 한미약품과 중국 국경기업인 화룬자죽약업이 합작해 설립된 독자적인 제약회사다. 북경한미는 R&D부터 영업까지 모두 가능한 Full 밸류체인을 구축했다. 주요 제품은 소아용 의약품이다. 기침가래약 이탄징, 변비약 리퐁 등을 포함한 다양한 제품군을 보유하고 있다. 최근 중국 저출산 추세, VBP(공동구매입찰제도) 도입 등으로 인한 매출 감소 상황을 대응하기 위해 한국에서 판매 중인 만성질환제품들을 도입하려고 시도 중이다. 일례로 로수젯은 임상을 진행하고 있고 아모잘탄은 의료보험 진입을 기다리고 있다.

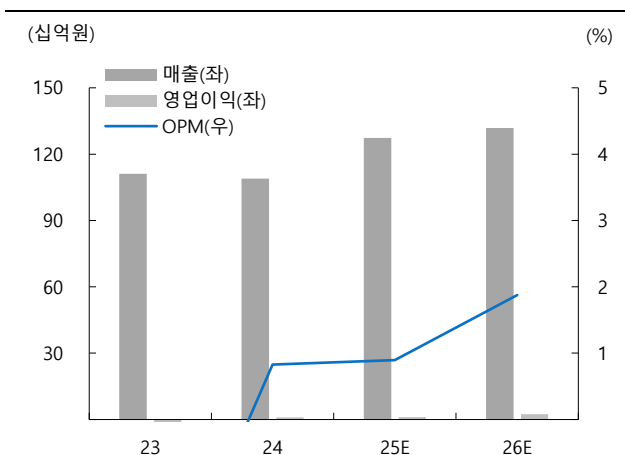
한미정밀화학은 1984년 설립되었고 원료의약품(API)을 전문으로 생산하고 있다. 주요 생산품목은 세팔로스포린 계열 항생제 API다. 다수의 다국적 제약사와 계약을 맺어 원료의약품을 생산하고 있으며, 최근 사업 영역을 확장하고 있다. 최근 ADC 개발사인 리가캠바이오와 CDMO 계약을 체결했으며 리가캠바이오의 ADC 플랫폼 콘주올의 중간체 물질 생산을 한미정밀화학이 담당하는 구조다.

그림5. 북경한미 실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림6. 한미정밀화학 실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

투자포인트

비만 관련 풍부한 R&D 이벤트

6월말 개최가 예정된 미국비만학회를 시작으로 동사의 비만 파이프라인에서 다수의 임상 이벤트가 기대된다. 학회를 통해 발표되는 파이프라인은 총 2개다. Best-in-class를 노리는 HM15272와 First-in-class를 기대하는 HM17321이다. HM15275는 현재 글로벌 임상 1상을 진행 중이며, 학회를 통해 기존에 공개되지 않았던 추가적인 데이터를 발표했다. HM17321은 전임상 단계를 진행 중으로, 인크레틴 계열이 아닌 신규 계열의 비만치료제라는 점에서 주목받을 수 있을 것으로 기대된다. 특히 최근 학회에서 시판제품과의 병용투여 시 체중 감소와 근육량 유지가 동시에 발생했다는 것을 발표했다.

동사의 비만 파이프라인 중 가장 빠른 단계는 GLP-1 단일기전 작용제인 에페글레나타이드다. 인크레틴 계열 약물 중에서 우수한 심혈관 및 신장 질환 보호 효능을 확인했다. 에페글레나타이드는 현재 국내 임상 3상을 진행 중이다. 올해 3분기 임상이 종료될 예정이며 큰 이슈없이 허가가 진행된다면 2026년 하반기 국내 출시가 가능할 것으로 예상된다. 이미 시장에 출시된 비만치료제의 임상과 비교했을 때 아시아인에 대한 데이터가 풍부하다는 점에서, 국내 및 향후 출시를 목표하는 이머징마켓에서 리얼 데이터에 대한 이점이 있을 것으로 판단한다.

MSD로 기술이전한 GLP-1/GCG Dual agonist인 에피노페그듀타이드는 현재 글로벌 임상 2b상을 진행 중이다. 임상은 올해 12월 종료가 예정되어 있어 내년초 데이터 확보 및 발표가 예상된다. 이후 임상 3상 및 상업화까지의 기간을 고려하면 2028년 상업화가 예상된다. 해당 파이프라인은 MSD에서 판매하고 동사는 로열티를 수취받는 구조다. 2023년 발표한 임상 2a상에서 지방간 감소 효과를 증명했기에 경쟁력 있는 데이터를 확보할 것으로 예상된다.

그림7. 한미약품 비만 파이프라인 주요 이벤트



자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

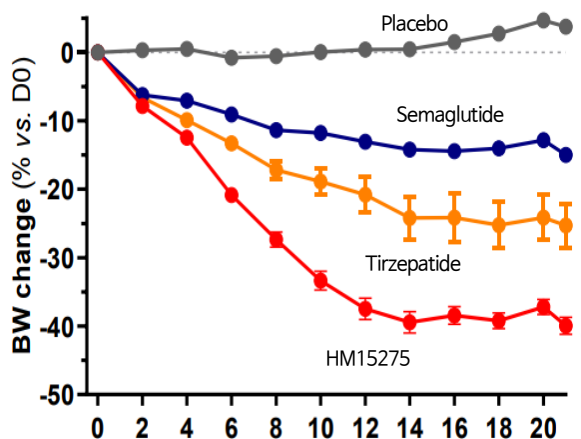
HM15275; 기존 치료제 체중정체 발생 시 스위칭 옵션으로 활용 가능성

HM15275는 동사의 랩스커버리 기술이 적용된 GLP-1/GCG/GIP 삼중 작용제다. 현재 글로벌 1상 단계다. 건강한 사람 및 비만 환자로 파트를 나누어 임상을 진행하고 있으며 학회를 통해 두 파트에 대한 데이터 모두를 확인할 수 있을 것으로 기대된다.

작년 발표한 비만 마우스 대상으로 진행한 전임상시험에서는 동사의 파이프라인과 시판 중인 제품 간의 비교를 통해 우수한 체중 감소 효과를 확인했다. 체중 감소 효과 대비 근육량 감소 효과는 비교군의 범위 내에 위치했다.

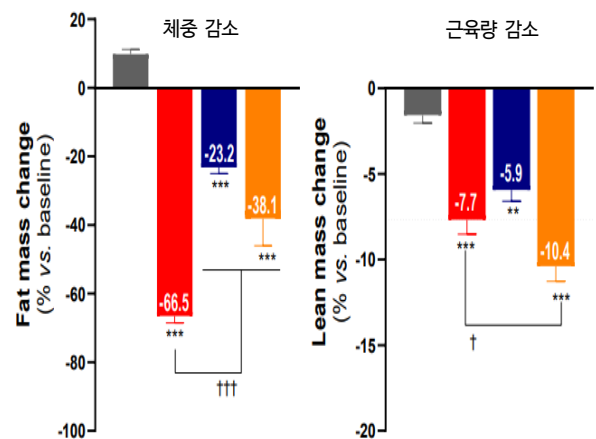
또한 기존 약물 투여 이후 발생하는 체중감소가 정체되는 시기에 동사의 제품으로 전환하여 투여 시 추가적인 체중감소 효과가 있는 것을 확인했다. 유사한 추세로 임상 1상 데이터가 발표된다면 시판제품의 체중감소 정체 시 투여할 수 있다는 전략적 포지셔닝도 가능할 것으로 기대된다.

그림8. HM15275 체중감소 효과



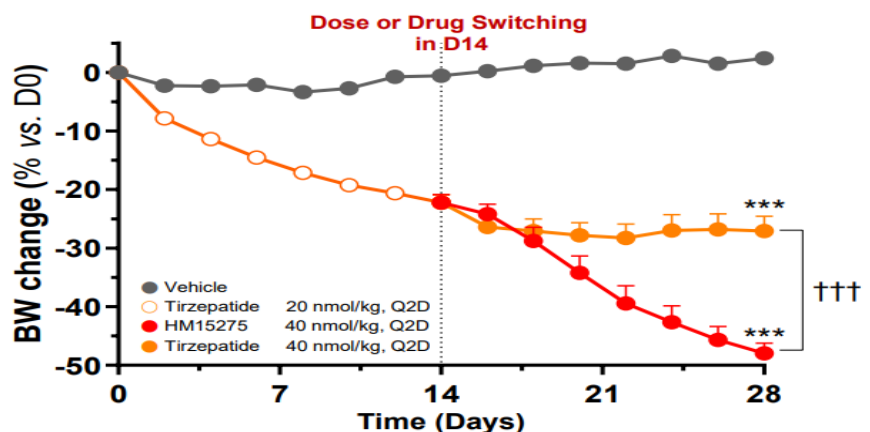
자료: ADA 2024, iM증권 리서치본부

그림9. HM15275 비만 마우스 모델 체중감소 효과 (21일차)



자료: ADA 2024, iM증권 리서치본부

그림10. HM15275 제품 전환 효과



자료: Obesityweek, iM증권 리서치본부

최근 학회를 통해 추가적인 데이터를 공개했다. BMI 20~27 사이의 성인을 대상으로는 단일투여 방식으로 3개의 용량을, BMI 30~45 사이의 비만 환자를 대상으로는 5개의 코호트로 나누어 다양한 용량을 투여하는 방식으로 진행했다.

전반적으로 양호한 안전성 데이터를 확보했다. 심각한 이상반응은 없었으며 치료 중단 케이스도 발생하지 않았다. 주요 부작용은 경미하거나 중등도 수준에서 일어났고 구토 등이었다. 실험 디자인 자체가 4주라는 점에서 빠르게 진행되었지만 특이한 반응이 없었다는 점에서 안전성 이슈가 크지 않다 판단한다.

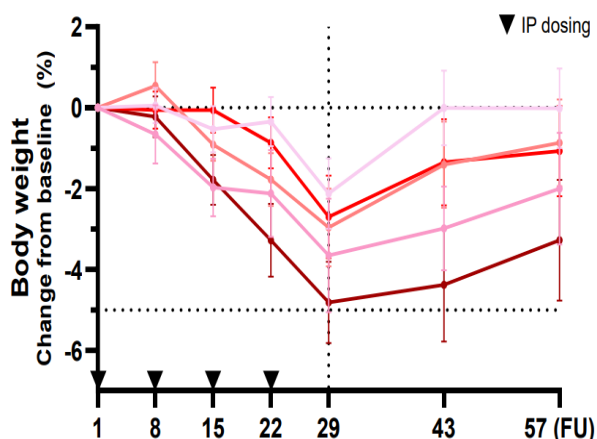
체중 감소 효과는 4주 종료 시점 모든 용량군에서 발견됐다. 최고 용량군에서는 위약 대비 평균 4.8%의 감소 효과를 기록했다. 또한 HM15275 투여 시 공복혈당 감소 효과도 확인되어 추가적인 대사 개선 가능성을 보여줬다. 이번 데이터를 통해 안전성 및 체중 감소 효과가 확인되었다는 점에서 고용량을 포함한 임상 2상을 하반기 중 진행할 것이 기대된다.

표4. HM15275 부작용 발생 현황 (비만 환자 Cohort 한정)

	Cohort 1 (0.5 only)	Cohort 2 (1.0 only)	Cohort 3 (0.5 → 2.0)	Cohort 4 (0.5 → 4.0)	Cohort 5 (0.5 → 8.0)	Placebo
환자 수	8	8	8	8	8	10
TEAE 발생 수	7	7	7	6	8	10
TRAE 발생 수	3	7	7	4	6	5
Grade 1	2	5	6	1	5	3
Grade 2	1	2	1	3	1	2
Grade 3	0	0	0	0	0	0

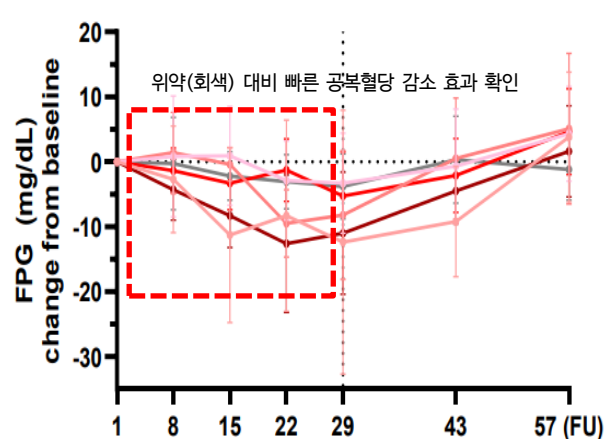
자료: ADA 2025, 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림11. HM15275 체중감소 효과 (비만 환자 Cohort 한정)



자료: ADA 2025, 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림12. HM15275 공복혈당 강하 효과 (비만 환자 Cohort 한정)



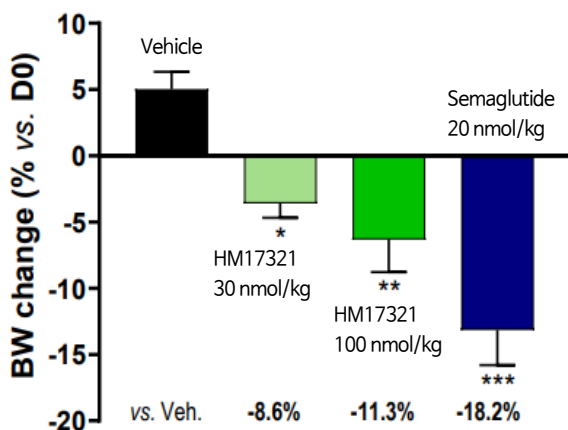
자료: ADA 2025, 회사 자료, iM증권 리서치본부

HM17321; 신개념 비만치료제로 포지셔닝 기대

HM17321은 UCN2(Urocotin 2) 단백질을 타겟하는 비만치료제 후보물질이다. 기존 인크레틴 계열 약물과는 다른 기전인 신개념 파이프라인으로 현재 전임상을 진행하고 있다. 이번 학회를 통해 발표되는 데이터 역시 전임상시험에 대한 내용이며 올해 하반기 임상 1상 진입을 계획 중이다.

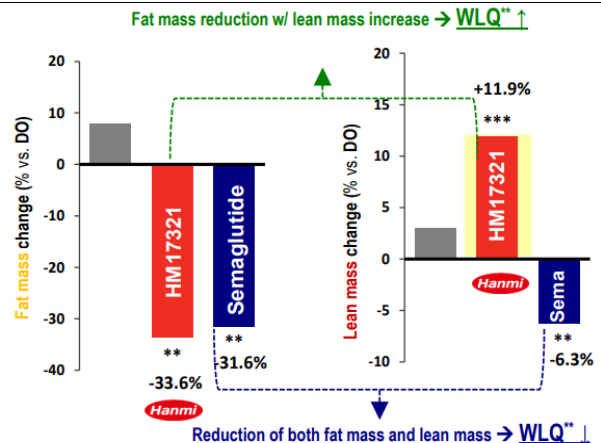
UCN2는 중추신경계와 말초조직에 주로 분포해 스트레스 반응, 식욕 조절, 에너지 소비와 관련된 신호전달에 관여한다. 하지만 부작용 이슈가 있어 많은 용량을 사용하지 못한다는 단점이 있지만 동사는 AI 신약설계 모델을 활용해 특정한 수용체에서 부작용이 나타나지 않도록 특이적으로 결합하는 방식으로 개발했다. 작년 11월 발표한 HM17321 전임상 데이터는 비만 마우스 모델에서 체중은 감소하고 근육량은 증가한 결과를 보였다. UCN2 계열의 비만 치료제를 개발 중인 다른 기업은 덴마크 Gubra의 GUB-UCN2다. 해당 파이프라인은 단독 투여 시 체중 감소 효능이 미비해 기존 비만 치료제와 병용으로 진행하고 있다.

그림13. HM17321 체중감소 효과



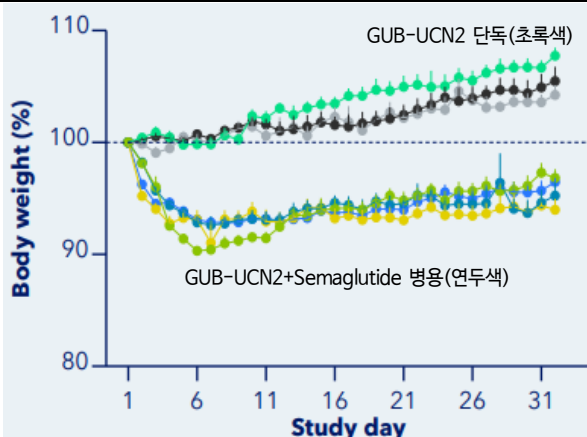
자료: Obesityweek, iM증권 리서치본부

그림14. HM17321 체지방 및 근육량 감소 효과



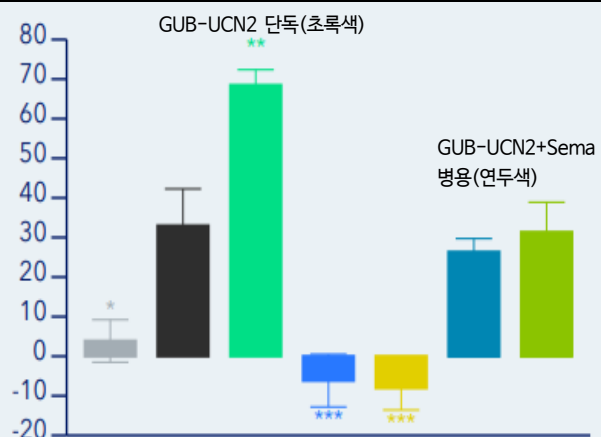
자료: Obesityweek, iM증권 리서치본부

그림15. GUB-UCN2 체중감소 효과



자료: Gubra, iM증권 리서치본부

그림16. GUB-UCN2 근육량 감소 효과



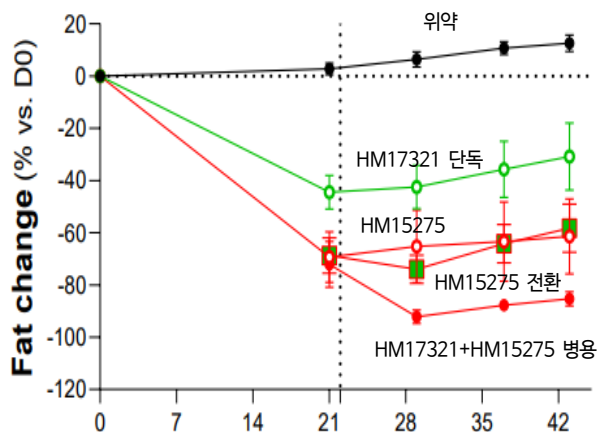
자료: Gubra, iM증권 리서치본부

올해 미국비만학회를 통해 추가적인 데이터를 발표했다. 임상 목적은 HM17321 단독요법과 HM17321과 세마글루티드의 병용요법에서의 비만 개선과 근육 보존에 대한 평가를 진행하기 위함이었다.

3주간 마우스 모델 대상으로 위약, HM17321, HM15275(삼중작용제) 단독요법을 투여 이후 다음 3주간은 HM15275를 투여받던 그룹은 HM17321로 전환하거나 두 개를 동시에 맞는 방식이었다. 병용요법은 4주 동안 위약, HM17321, 세마글루티드, HM17321+세마글루티드 4개의 그룹으로 나누어 투여했다.

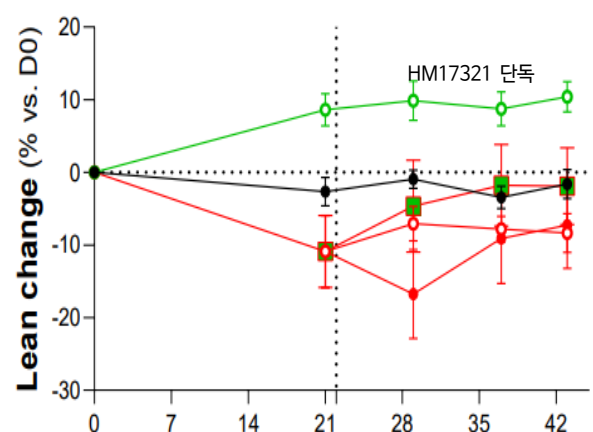
HM17321 단독으로는 체중 감소와 근육량 증가 효과를 보였다. HM15275에서 전환한 그룹은 체중 감소 효과는 유지되면서 동시에 근육량이 증가됐다. 두 개를 동시에 맞았던 모델에서는 지방이 추가 감소되었고, 근육량 손실이 없었다. 병용요법에서도 단독요법과 유사했다. 이번 발표로 UCN2 계열 치료제에 대한 가능성을 추가적으로 증명했다. 체중 감소와 근육량 증가가 동시에 일어난다는 점, GLP-1과의 병용이 가능한 포지셔닝이 강점이다. 하반기 임상 1상 진입 예정이다.

그림17. HM17321 단독요법 체중 감소 데이터



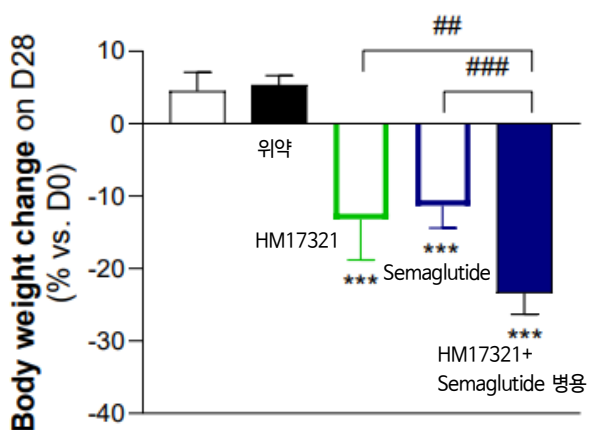
자료: ADA 2025, 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림18. HM17321 단독요법 근육량 증가 데이터



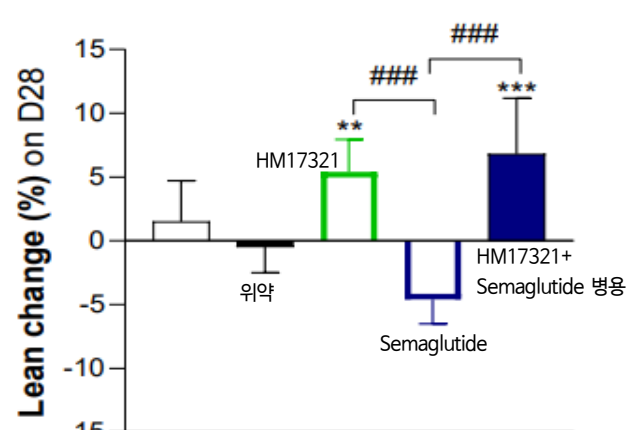
자료: ADA 2025, 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림19. HM17321 병용요법 체중 감소 데이터



자료: ADA 2025, 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림20. HM17321 병용요법 근육량 증가 데이터



자료: ADA 2025, 회사 자료, iM증권 리서치본부

에페글레나타이드; 국내 첫 비만치료제 출시 기대감

현재 국내 임상 3상을 진행 중인 GLP-1 작용제 에페글레나타이드는 올해 3분기 임상이 종료될 예정이다. 임상 종료 이후 허가신청 진행 시 2026년 하반기 출시가 가능할 것으로 예상된다. 동사의 파이프라인 중에서 에페글레나타이드의 한국 출시 케이스만 단기 실적 가시성이 높다고 판단해 가치를 산출했다. 밸류에이션의 주요 가정은 아래와 같으며 산출된 가치는 1조 1,818억원이다.

- 1) 한국 인구: 국가통계포털 수치 활용. 인구 성장률 -0.1% 적용
- 2) 비만유병률: 남자 45.6%, 여자 27.8%. 2023년 국민건강통계 기준
- 3) 단계별 유병률: 2024년 대한비만학회가 발표한 Fact sheet 자료 수치 활용
- 4) 비만약 실제 처방 비율은 과체중 1%, 비만 15%. Globaldata 자료 참고
- 5) 상기 과정을 통해 산출된 처방받는 비만인구에서 과체중/1단계 비만 환자는 비만약을 100%, 2단계 비만 환자는 70%, 3단계 이상은 40% 사용할 것으로 가정 (에페글레나타이드가 과체중 및 비만1단계 환자에게 최적화되어 있다는 점 고려)
- 6) 약가는 일본에서 판매 중인 경쟁제품의 1년 약가의 평균에서 20% 할인 가정. 약가 데이터는 Globaldata 자료 참고
- 7) 점유율은 GLP-1 단일기전 제품의 50%, 복합기전 제품의 10%를 가져온다고 가정했으며 출시 7년차에 Peak M/S 달성할 것으로 전망

표5. 에페글레나타이드 rNPV 밸류에이션(1); 타겟환자 산출

환자 가정		2025E	2026E	2027E	2028E	...	2034E	2035E	2036E
한국 전체 인구(명)	남	25,837,903	25,795,052	25,753,184	25,726,577	...	25,657,510	25,541,095	25,514,707
	여	25,846,661	25,814,069	25,781,367	25,763,557	...	25,656,954	25,639,229	25,621,517
비만유병률(%)	남	45.6							
	여	27.8							
비만인구(명)	남	11,782,084	11,762,544	11,743,452	11,731,319	...	11,658,785	11,646,739	11,634,706
	여	7,185,372	7,176,311	7,167,220	7,162,269	...	7,132,633	7,127,706	7,122,782
과체중 인구(명)	남(25.4%)	2,992,649	2,987,686	2,982,837	2,979,755	...	2,961,331	2,958,272	2,955,215
	여(20.1%)	1,444,260	1,442,439	1,440,611	1,439,616	...	1,433,659	1,432,669	1,431,679
비만 1단계 인구(명)	남(40.5%)	4,771,744	4,763,830	4,756,098	4,751,184	...	4,721,808	4,716,929	4,712,056
	여(23.5%)	1,688,562	1,686,433	1,684,297	1,683,133	...	1,676,169	1,675,011	1,673,854
비만 2단계 인구(명)	남(7.3%)	860,092	858,666	857,272	856,386	...	851,091	850,212	849,334
	여(4.7%)	337,712	337,287	336,859	336,627	...	335,234	335,002	334,771
비만 3단계 인구(명)	남(1.33%)	156,702	156,442	156,188	156,027	...	155,062	154,902	154,742
	여(1.01%)	72,572	72,481	72,389	72,339	...	72,040	71,990	71,940
비만약 처방 환자 인구(명)	과체중(1%)	44,369	44,301	44,234	44,194	...	43,950	43,909	43,869
	비만(15%)	1,183,108	1,181,271	1,179,465	1,178,354	...	1,171,710	1,170,607	1,169,504
비만약 사용률 고려	과체중(100%)	44,369	44,301	44,234	44,194	...	43,950	43,909	43,869
	비만	1,108,572	1,106,850	1,105,158	1,104,116	...	1,097,887	1,096,852	1,095,818
최종 타겟 환자		1,152,941	1,151,151	1,149,392	1,148,310	...	1,141,837	1,140,761	1,139,687

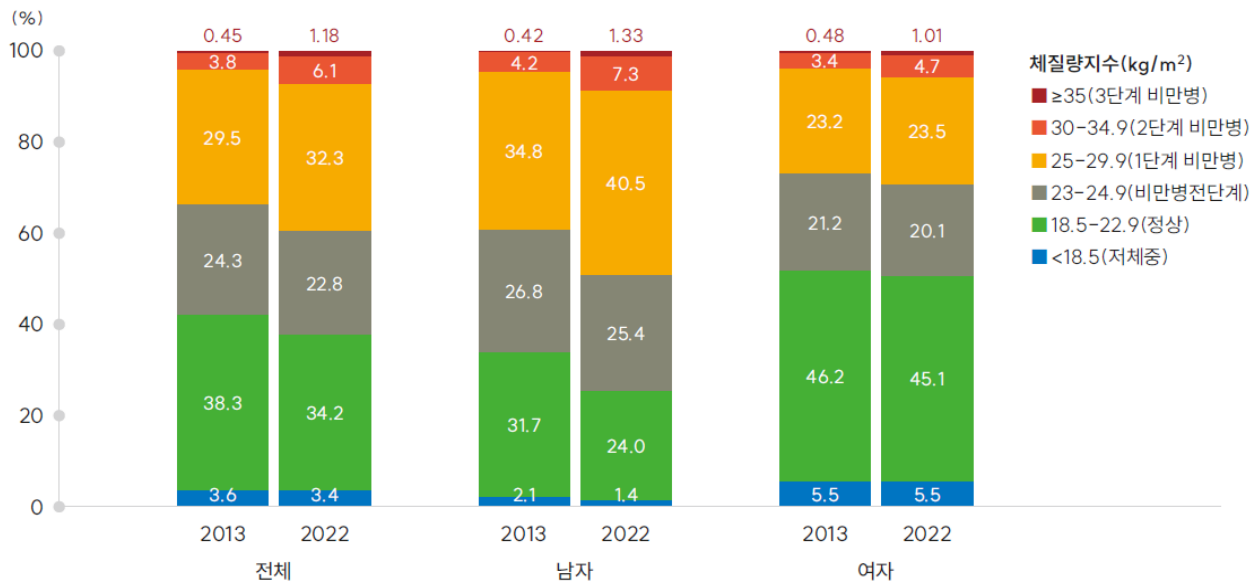
자료: iM증권 리서치본부 추정

표6. 에페글레나타이드 rNPV 밸류에이션 (2): 최종가치 산출

환자 가정	2025E	2026E	2027E	2028E	...	2034E	2035E	2036E
최종 타겟 환자	1,152,941	1,151,151	1,149,392	1,148,310		1,141,837	1,140,761	1,139,687
Timeline	3상 종료	허반기 출시	매출 발생	출시 2년차		출시 8년차	출시 9년차	출시 10년차
점유율			1	3		21	21	21
1년 약가(달러)	980							
에페글레나타이드 매출(달러)			11,260,977	33,751,116		234,926,032	234,704,818	234,483,819
원화 환산(십억원)	환율 1,400원		16	47		329	329	328
Sum of FCF	8.70%	1,067						
Terminal Value	-3%	2,722						
PV of Terminal Value		1,181.8						
최종가치	1,181.8							

자료: iM증권 리서치본부 추정

그림21. 비만병 단계별 유병률 추이



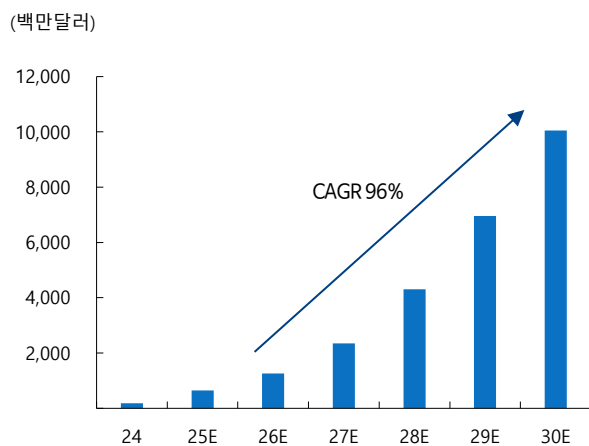
자료: 대한비만학회, iM증권 리서치본부

MASH 파이프라인 임상 2b상 올해 하반기 종료 예정

2020년 MSD에 기술이전한 GLP-1/GCG Dual agonist인 에피노페그듀타이드는 MASH 적응증을 타겟으로 글로벌 임상 2b상을 진행 중이다. 임상은 올해 12월 종료될 예정이다. 임상 종료 이후 데이터 발표 확인은 내년 상반기 중 가능할 것이며 임상 3상 역시 빠르게 진행될 것이 기대된다. MASH 임상의 경우 2년의 소요기간이 걸린다는 점을 감안하면 2028년 시장에 출시될 것이 예상된다.

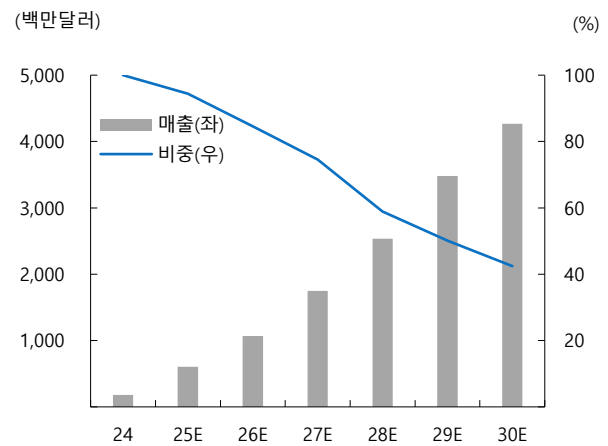
MASH 시장은 마드리갈 파마슈티컬스의 레스메티롬이 2024년초 첫 치료제로 출시된 상황이다. 레스메티롬의 2024년 매출은 약 2,600억원이었다. 출시 초기 낮은 반응률과 부작용을 우려했으나 처방량이 빠르게 늘고 있다. 동사의 에피노페그듀타이드는 임상 2a상에서 세마글루타이드와의 비교를 진행했다. 지방간 감소율 데이터는 에피노페그듀타이드 72.7%, 세마글루타이드 42.3%였다. 연말 종료되는 임상 2b상에서도 추세를 유지할 수 있을지 지켜볼 필요가 있다.

그림22. MASH 시장 규모 추이 및 전망



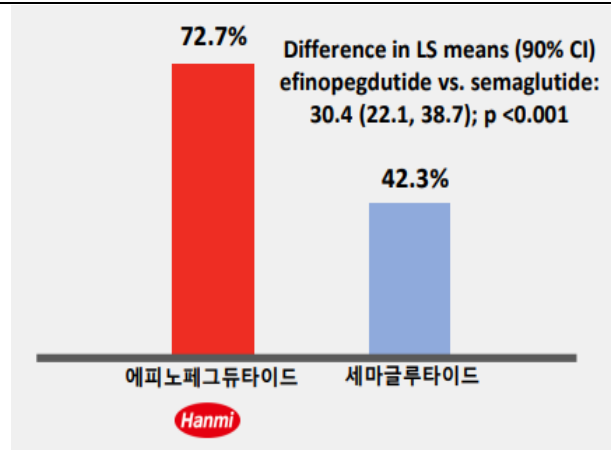
자료: Globaldata, iM증권 리서치본부

그림23. 레스메티롬 매출 및 MASH 치료제 내 비중 추이 및 전망



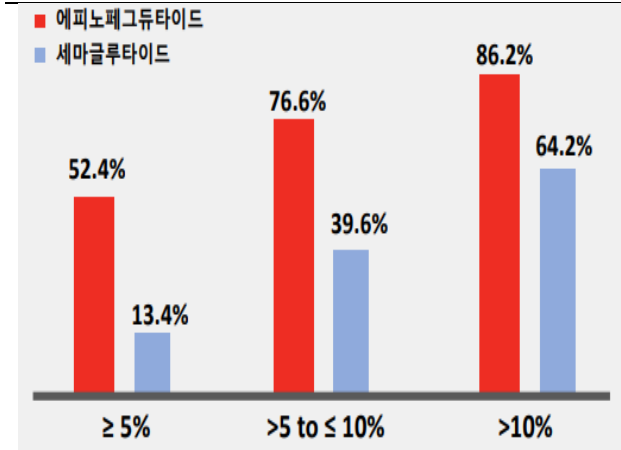
자료: Globaldata, iM증권 리서치본부

그림24. 에피노페그듀타이드 지방간 감소율 데이터



자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림25. 에피노페그듀타이드 체중 감소 데이터



자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

실적 추정

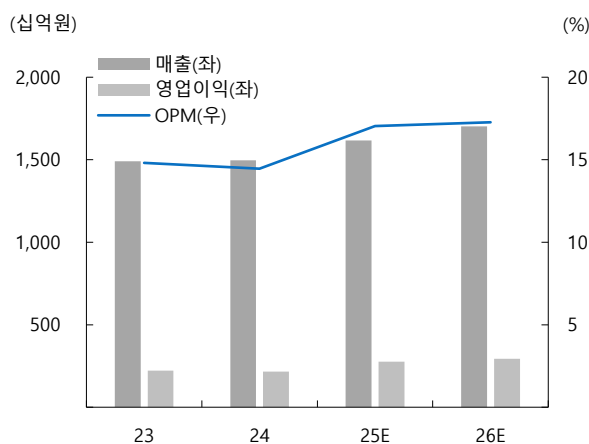
실적과 모멘텀 모두 편안

2025년 1분기 연결 기준 매출 및 영업이익은 3,909억원(YoY -3.2%), 영업이익 590억원(YoY -23.0%, OPM 15.1%)을 달성했다. 시장 컨센서스는 부합했지만 자회사의 부진으로 전년 동기 대비 매출과 영업이익이 역성장했다. 한미약품은 로수젯 등 주요 제품의 견조한 성장이 유지되고 있으며 에피노페그듀타이드 임상 시료 공급이 발생하여 개별 기준 매출은 전년 동기 대비 7.3% 증가했다. 북경한미는 작년 호흡기 질환 유행으로 인한 역기저효과가 올해 1분기 발생했고, 정밀화학 역시 국내외 독감 매출이 부진하면서 원료의약품 매출이 감소했다.

2025년 연간으로는 매출 1조 6,173억원(YoY +8.1%), 영업이익 2,756억원(YoY +27.5%, OPM 17.0%)을 달성할 것으로 전망한다. 한미약품 별도는 1분기와 유사한 흐름이 이어질 것이 예상된다. 실적의 성장에 있어 자회사의 반등 여부가 주요 포인트다. 최근 중국 내 호흡기 질환이 다시 유행하는 추세에서 북경한미의 수혜를 기대해볼 수 있다고 판단하며 정밀화학도 관련 API에 대한 수요가 하반기 증가할 것이 기대되어 전년 대비 성장하는 모습을 보여줄 것으로 예상한다.

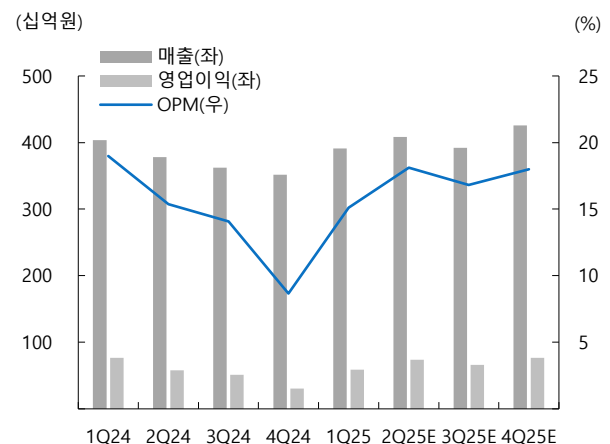
하반기 ADA 학회를 시작으로 다양한 파이프라인에서의 모멘텀이 기대되는 상황이다. 비만에 대한 글로벌 관심이 높은 대외적 상황도 동사에게 긍정적이다. 기술이전을 진행했던 수많은 이력이 있다는 점에서, 향후 추가적인 계약에 대한 기대감도 가질 수 있다. 본업의 성장과 모멘텀의 풍부함이 모두 충족되는 종목이다. 하반기 제약사 Top pick으로 제시한다.

그림26. 한미약품 실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부 추정

그림27. 한미약품 분기별 추이 및 전망



자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부 추정

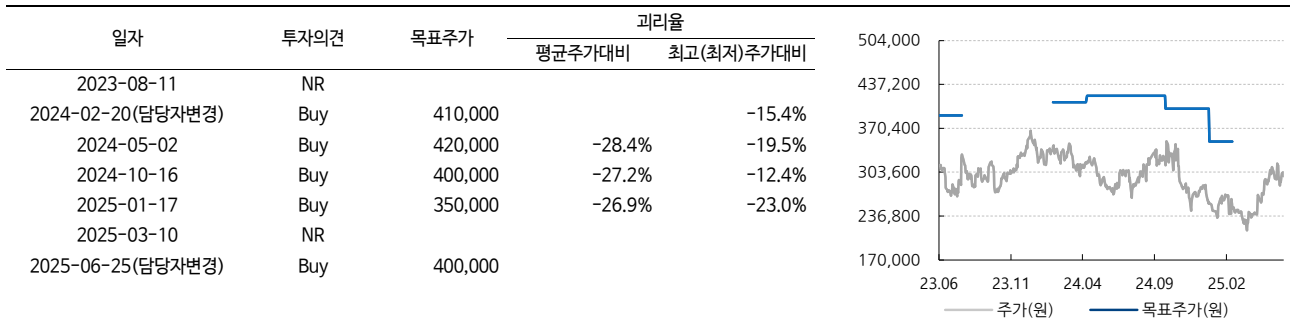
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E	(십억원, %)	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	746	974	1,207	1,487	매출액	1,496	1,617	1,701	1,791
현금 및 현금성자산	192	371	566	801	증가율(%)	0.3	8.1	5.2	5.3
단기금융자산	1	0	0	-	매출원가	678	710	732	752
매출채권	252	272	285	299	매출총이익	817	907	969	1,039
재고자산	301	325	342	360	판매비와관리비	601	632	675	702
비유동자산	1,275	1,270	1,273	1,281	연구개발비	179	235	260	260
유형자산	796	805	819	838	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	94	80	69	59	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	2,021	2,244	2,480	2,768	영업이익	216	276	294	337
유동부채	683	692	708	734	증가율(%)	-2.0	27.5	6.6	14.5
매입채무	39	42	44	46	영업이익률(%)	14.5	17.0	17.3	18.8
단기차입금	371	341	311	281	이자수익	6	11	17	24
유동성장기부채	31	31	31	31	이자비용	24	23	21	20
비유동부채	97	97	97	97	지분법이익(손실)	0	0	0	0
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-26	-18	-27	-17
장기차입금	86	86	86	86	세전계속사업이익	171	241	249	301
부채총계	780	790	806	831	법인세비용	31	46	49	57
자배주주지분	1,085	1,268	1,458	1,684	세전계속이익률(%)	11.5	14.9	14.6	16.8
자본금	32	32	32	32	당기순이익	140	195	201	244
자본잉여금	411	411	411	411	순이익률(%)	9.4	12.1	11.8	13.6
이익잉여금	681	829	984	1,176	자배주주귀속 순이익	121	164	170	208
기타자본항목	-39	-5	30	65	기타포괄이익	35	35	35	35
비자배주주지분	156	186	217	253	총포괄이익	175	230	235	278
자본총계	1,241	1,455	1,674	1,937	자배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2024	2025E	2026E	2027E		2024	2025E	2026E	2027E
영업활동 현금흐름	193	307	323	364	주당지표 (원)				
당기순이익	140	195	201	244	EPS	9,470	12,829	13,302	16,209
유형자산감가상각비	86	81	76	71	BPS	84,685	98,991	113,770	131,456
무형자산감각비	12	14	12	10	CFPS	17,067	20,207	20,130	22,559
지분법관련손실(이익)	0	0	0	0	DPS	1,250	1,250	1,250	1,250
투자활동 현금흐름	25	-74	-75	-75	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-39	-90	-90	-90	PER	29.6	23.2	22.4	18.4
무형자산의 처분(취득)	-23	-	-	-	PBR	3.3	3.0	2.6	2.3
금융상품의 증감	-128	-	-	-	PCR	16.4	14.7	14.8	13.2
재무활동 현금흐름	-94	-48	-48	-48	EV/EBITDA	12.4	10.5	9.6	8.2
단기금융부채의증감	-106	-30	-30	-30	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	30	-	-	-	ROE	11.9	14.0	12.5	13.2
자본의증감	-	-	-	-	EBITDA이익률	21.0	22.9	22.4	23.3
배당금지급	-13	-16	-16	-16	부채비율	62.9	54.3	48.1	42.9
현금및현금성자산의증감	137	179	195	235	순부채비율	23.7	5.9	-8.3	-20.8
기초현금및현금성자산	55	192	371	566	매출채권회전율(x)	6.7	6.2	6.1	6.1
기말현금및현금성자산	192	371	566	801	재고자산회전율(x)	5.1	5.2	5.1	5.1

자료 : 한미약품, iM증권 리서치본부

한미약품 투자의견 및 목표주가 변동추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2025-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.5%	6.8%	0.7%