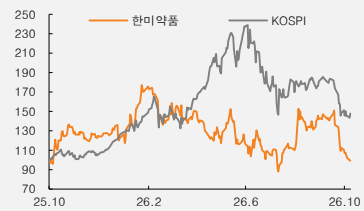


투자 의견(유지)	매수
목표주가(하향)	▼ 700,000원
현재주가(26/10/27)	350,500원
상승여력	99.7%

영업이익(26F, 십억원)	554
Consensus 영업이익(26F, 십억원)	423
EPS 성장률(26F, %)	127.8
MKT EPS 성장률(26F, %)	278.0
P/E(26F, x)	11.6
MKT P/E(26F, x)	5.3
KOSPI	5,638.34
시가총액(십억원)	4,490
발행주식수(백만주)	13
유동주식비율(%)	49.6
외국인 보유비중(%)	13.0
벤테(12M) 일간수익률	0.34
52주 최저가(원)	311,500
52주 최고가(원)	626,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-32.6	-29.1	-18.1
상대주가	-15.4	-16.8	-41.3



[제약/바이오]

김승민
sm.kim.a@miraeasset.com

한미약품

우려의 정점을 지나는 중

투자 의견 매수, 목표주가 70만원으로 하향(기존 73만원)

목표주가는 영업가치 4.9조원(기존 5.2조원), 파이프라인 가치 4.3조원(기존 동일) 등을 고려해 산정했다. 북경한미 실적 하향조정에 따라 27F 매출액과 영업이익을 -3%, -5% 하향조정해 영업가치를 소폭 하향조정했다.

최근 주가 하락은 1) 북경한미 실적 우려, 2) eppé 국내 상업적 성공 우려, 3) Merck 기술수출 efinopegdutide(MASH) 반환 우려 등 때문이다. 현재 시가총액(약 4.5조원)은 당사 추정 영업가치에도 미달한다. 최근 주가 하락은 과도하다 판단한다.

1) 북경한미는 미수채권 정상화를 위한 OTC 출하 통제와 특별감사로 단기 실적 둔화가 불가피하다. 다만 **2Q26 저점 이후 QoQ 회복이 확인**되고 있어 최악의 국면은 지난 것으로 판단한다. 2) eppé의 체중 감량 폭에 대한 우려가 있으나, 한국인 대상(BMI 35 미만 83%) 임상이기에 글로벌 경쟁약과 감량률을 직접 비교하기는 어렵다. 반면 첫 4주 공급가가 위고비 대비 40%, 마운자로 대비 53% 낮아 가격 민감도가 높은 비급여 시장에서 경쟁력을 갖췄다. **첫해 목표 매출 1,000억원은 국내 시장(약 2조원)의 5% 수준에 불과**하다. 3) Merck는 efinopegdutide를 핵심 2상 자산으로 유지하고 있으며, 지난 8월에는 보상성 간경변(F4) 대상 2a상도 완료했다. 또한, 최근 **MASH 임상 개발 시니어 디렉터 채용 공고**를 내는 등 MASH 치료제 개발 의지를 보여주는 신호가 이어지고 있다.

추가로 zantrutide(비만) 기술수출 가능성에 주목하자. 25년 3월 Novo는 동일 기전(GLP-1/GIP/GCG)의 UBT251을 중국 1b상 완료 단계에서 계약금 \$200mn, 총 \$2.0bn에 도입한 바 있다. zantrutide는 현재 미국 2상을 진행 중이며 1H27 종료 예정이다. efocipegtrutide(MASH) 2b상 및 efpegleglucagon(선천성 고인슐린증) 2상 데이터 발표(당사 추정), 27년 말~28년 초 LA-MSTN(HM500197)의 임상 진입에도 주목하자.

결산기(12월)	2024	2025	2026F	2027F	2028F
매출액(십억원)	1,496	1,548	1,907	1,793	1,936
영업이익(십억원)	216	258	554	276	279
영업이익률(%)	14.4	16.7	29.1	15.4	14.4
순이익(십억원)	121	170	386	223	233
EPS(원)	9,470	13,235	30,145	17,410	18,186
ROE(%)	11.9	14.5	27.0	13.0	12.2
P/E(배)	29.6	34.2	11.6	20.1	19.3
P/B(배)	3.2	4.5	2.7	2.4	2.2
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.6	0.6	0.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한미약품, 미래에셋증권 리서치센터

3Q26P Review

연결 기준 3Q26P 매출액은 3,774억원(+4% YoY), 영업이익은 378억원(-31% YoY, OPM 10.0%)으로, 컨센서스를 각각 8%, 43% 하회했다. 컨센서스 괴리가 큰 것은 Genentech향 기술이전 계약금(약 2,600억원)의 일부가 컨센서스에 반영돼 있었기 때문이다. 영업이익이 당사 추정치(431억원)를 밑돈 원인은 북경한미다. 한미약품 별도와 한미정밀화학의 이익이 개선됐지만, 북경한미의 이익 감소(-177억원 YoY)가 이를 상쇄하며 연결 실적 부진을 이끌었다.

[한미약품] 매출 2,915억원(+8% YoY), 영업이익 349억원(+10% YoY, OPM 12.0%)을 기록했다. 내수는 2,603억원(+12% YoY)으로, 로수젯(652억원, +11% YoY)과 아모잘탄패밀리(382억원, +3% YoY) 등 주력 ETC 제품의 견조한 성장이 이어졌다. 코프로모션 확대로 상품 매출은 422억원(+34% YoY)으로 늘었고, 베링거인겔하임·한국페링제약에서 새로 도입한 4개 품목은 86억원을 기록했다. 수출은 297억원(+0.4% YoY)이다. API 수출 영업권이 한미정밀화학으로 넘어갔지만, 롤베돈 DS 공급이 그 감소분을 상쇄했다.

[북경한미] 매출 793억원(-16% YoY, +31% QoQ), 영업이익 59억원(-75% YoY, OPM 7.4%)을 기록했다. 미회수채권 관리를 위해 '선 수금·후 출고' 원칙으로 내부통제를 강화하면서 OTC 매출이 줄었다. 여기에 판관비가 361억원(+28% YoY)으로 늘며 수익성이 크게 하락했다. 다만 QoQ로는 집중구매 전략적 입찰과 물량 확대에 힘입어 매출과 이익 모두 회복세를 보였다.

[한미정밀] 매출 228억원(+33% YoY), 영업이익 19억원(흑자전환, OPM 8.5%)을 기록했다. 세파계 항생제 API 수출은 줄었지만, CDMO 매출 확대가 성장과 흑자전환을 이끌었다.

연간 실적 전망

연결 기준 2026년 매출액은 1조 9,073억원(+23% YoY), 영업이익은 5,544억원(+115% YoY, OPM 29.1%)으로 예상한다. 4Q26F에는 Genentech향 HM17321 기술이전 계약금을 포함해 기술료 수익 2,650억원을 반영했다. 이에 4Q26F 연결 매출액은 6,698억원(+55% YoY), 영업이익은 3,318억원(+299% YoY)으로 추정한다. 연간 기술료 수익은 2Q26에 인식한 sonefpeglylutide 계약금을 더해 3,793억원이다. 반면 북경한미 매출액은 OTC 출하 통제 영향을 반영해 3,340억원(-17% YoY)으로 하향했다.

2027년 연결 매출액은 1조 7,942억원(-6% YoY), 영업이익은 2,761억원(-50% YoY)으로 추정한다. 2026년 기술료 수익 기저에 따른 역성장일 뿐, 본업은 성장한다. 기술료를 제외한 한미약품 별도 매출액은 1조 1,936억원에서 1조 4,146억원으로 +19% 성장할 전망이다. 핵심 동력은 국내 eppé 매출 1,280억원이다. 북경한미는 채권 정상화 이후 출하가 회복되며 3,740억원(+12% YoY), 한미정밀화학은 CDMO 확대에 힘입어 1,080억원(+18% YoY)을 예상한다.

표 1. 한미약품 밸류에이션

(억원, 원, 천주)

구분	내용	비고
12개월 선행 EBITDA	3,746	* 기준 3,885
EV/EBITDA	13.0x	* 기준 13.5x. 상위제약사 평균(10.8x)에 +20% 프리미엄. 밸류에이션 프리미엄은 상위 제약사 중 가장 높은 마진율에 근거
영업가치	48,701	* 기준 52,295
순차입금	2,329	* 26년 기준
파이프라인 가치	42,653	* 기준과 동일
UCN2 (HM17321, Roche)	11,615	* 2032년 출시. 출시 8년차 비만 시장 Peak 점유율 5%, 로열티 13%, 제조수익 8%, 환율 1,450원. 할인율 10%, 영구성장률 -10%, 성공확률 20%, 한미약품 100% 귀속 가정
GLP-1/GCG (efinopegdutide, Merck)	11,066	* 2030년 출시. 출시 7년차 MASH 시장 Peak 점유율 10%, 로열티 13%, 제조수익 8%, 환율 1,450원. 할인율 10%, 영구성장률 -10%, 성공확률 30%, 한미사이언스 제외 70% 귀속 가정
GLP-1/GIP/GCG (zantrutide, 자체)	8,083	* 2030년 출시. 출시 8년차 비만 시장 Peak 점유율 5%, 로열티 13%, 제조수익 8%, 환율 1,450원, 할인율 10%, 영구성장률 -10%, 성공확률 15%, 한미약품 100% 귀속 가정
GLP-1/GIP/GCG (efocipegtrutide, 자체)	6,411	* 2030년 출시. 출시 7년차 MASH 시장 Peak 점유율 12%, 로열티 13%, 제조수익 8%, 환율 1,450원. 할인율 10%, 영구성장률 -10%, 성공확률 15%, 한미사이언스 제외 70% 귀속 가정
GLP-2 (sonefeglutide, Lilly)	5,249	* 2031년 출시. 출시 7년차 SBS 시장 Peak 점유율 50%, 로열티 13%, 제조수익 8%, 환율 1,450원. 할인율 10%, 영구성장률 -10%, 성공확률 30%, 한미사이언스 제외 70% 귀속 가정
적정 기업 가치	89,029	* 기준 92,619
주식 수(천주)	12,680	
목표주가	702,077	* 700,000원 (vs. 기준 730,000)
현재주가	350,500	
상승여력	99.7%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 국내 상위 제약사 Valuation Table

(십억원, %, 배)

사명	시총 (조원)	매출액		영업이익		영업이익률		순이익		ROE		P/E		P/B		EV/EBITDA		P/S	
		FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2
유한양행	5.5	2,329	2,545	133	197	5.7	7.8	160	207	6.7	8.2	37.6	28.6	2.5	2.4	27.6	20.7	2.6	2.3
한미약품	4.4	1,828	1,806	432	312	23.6	17.3	335	245	20.5	13.3	13.8	18.9	2.8	2.5	8.2	10.3	2.5	2.5
대웅제약	1.1	1,619	1,692	231	243	14.2	14.4	180	180	16.5	13.2	5.8	6.3	1.0	0.8	6.0	5.7	0.7	0.7
녹십자	1.5	1,948	2,070	74	98	3.8	4.7	262	76	33.6	5.3	3.2	19.4	1.1	1.0	13.1	11.5	0.8	0.7
HK이노엔	0.9	1,090	1,152	128	144	11.8	12.5	86	103	6.3	7.0	10.8	9.1	0.7	0.6	6.8	6.1	0.9	0.8
종근당	0.8	1,871	1,957	78	94	4.2	4.8	69	83	6.4	7.1	12.3	10.3	0.8	0.7	6.8	5.7	0.5	0.4
동아에스티	0.3	854	927	41	44	4.8	4.8	34	38	4.8	5.1	10.0	9.0	0.5	0.5	9.4	8.6	0.4	0.4
평균						9.7	9.5			13.6	8.4	13.4	14.5	1.3	1.2	11.1	9.8	1.2	1.1

주: 26년 10월 27일 기준, 자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. Efinopegdutide F4 MASH 임상2a상 완료

그림 2. Merck MASH 임상 담당 시니어 디렉터 채용 공고

A Clinical Study of Efinopegdutide in People With Compensated Cirrhosis Due to Steatohepatitis (MK-6024-017)

ClinicalTrials.gov ID: NCT06445184

Sponsor: Merck Sharp & Dohme LLC

Information provided by: Merck Sharp & Dohme LLC (Responsible Party)

Last Update Posted: 2026-09-21

Download Save Expand all content Collapse all content

Study Details Researcher View No Results Posted Record History

Study Overview

Brief Summary

Researchers are looking for ways to treat a type of liver disease caused by elevated liver fat, called metabolic dysfunction associated steatohepatitis (MASH). MASH was formerly called non-alcoholic steatohepatitis (NASH). Researchers want to learn if a study medicine called efinopegdutide can treat MASH. The goals of this study are to learn:

- If efinopegdutide can lower the amount of fat, inflammation, and scarring (fibrosis) in the liver
- About the safety of efinopegdutide and how well people tolerate it

Official Title

Phase 2a Randomized, Double-Blind, Placebo-Controlled Study to Evaluate the Efficacy and Safety of Efinopegdutide (MK-6024) in Adults With Compensated Cirrhosis Secondary to Metabolic Dysfunction-Associated Steatohepatitis

Study Start (Actual): 2024-07-12

Primary Completion (Actual): 2026-09-09

Study Completion (Actual): 2026-09-09

Enrollment (Actual): 85

Study Type:

자료: Merck, 미래에셋증권 리서치센터

Senior Director, Clinical Development Metabolism (MASH)

The Senior Director (Sr. Principal Scientist) has primary responsibility for the planning and directing clinical research activities involving new or marketed medicines in the Metabolism section of the Atherosclerosis & Metabolism therapeutic area, with a particular **focus on MASH (Metabolic Dysfunction-Associated Steatohepatitis) and other obesity-related disorders**. Our company's Atherosclerosis & Metabolism medicines span all phases of clinical development (pre-clinical to post-licensure). The Senior Director will manage the **entire cycle of late-stage clinical development and studies**, including development strategy, study design, initiation, execution, monitoring, analysis, regulatory reporting, and publication.

자료: Merck, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 한미약품 3Q26P 실적 Review

(억원, %, %p)

	3Q25	2Q26	3Q26P			성장률	
			발표치	컨센서스	vs. 컨센서스	YoY	QoQ
매출액	3,623	4,672	3,774	4,087	-7.7	4.2	-19.2
매출총이익	2,056	3,032	2,015	2,391	-15.7	-2.0	-33.5
매출총이익률	56.7	64.9	53.4	58.5	-5.1	-3.4	-11.5
영업이익	551	1,311	378	658	-42.6	-31.4	-71.2
영업이익률	15.2	28.1	10.0	11.8	-1.8	-5.2	-18.0
순이익	401	833	140	308	-54.5	-65.1	-83.2

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 연간 추정 실적 변경

(억원, %)

	변경전		변경후		조정 비율	
	26F	27F	26F	27F	26F	27F
매출액	16,736	18,410	19,073	17,942	14.0	-2.5
영업이익	2,930	2,900	5,544	2,761	89.2	-4.8
EBITDA	3,915	3,885	6,529	3,746	66.8	-3.6

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 5. 한미약품 분기 및 연간 실적 전망

(억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26P	4Q26F	2024	2025	2026F	2027F
매출액	3,909	3,613	3,623	4,330	3,929	4,672	3,774	6,698	14,955	15,475	19,073	17,942
YoY 성장률	-3.2	-4.4	0.1	23.2	0.5	29.3	4.2	54.7	0.3	3.5	23.2	-5.9
한미약품(별도)	2,950	2,764	2,691	3,061	2,852	4,070	2,915	5,892	11,141	11,466	15,729	14,146
YoY 성장률	7.3	-1.9	-2.8	9.1	-3.3	47.3	8.3	92.5	1.6	2.9	37.2	-10.1
기술료 수익	15	22	70	59	1	1,128	14	2,650	76.0	166.0	3,793.0	0.0
북경한미	965	867	941	1,251	1,064	607	793	876	3,856	4,024	3,340	3,740
YoY 성장률	-24.4	-12.2	11.6	67.0	10.3	-30.0	-15.7	-30.0	-3.0	4.4	-17.0	12.0
한미정밀화학	228	230	172	283	217	240	228	228	1,089	913	913	1,080
YoY 성장률	-8.1	-32.9	-40.9	36.7	-4.8	4.3	32.6	-19.4	-2.0	-16.2	0.0	18.3
연결조정	-234	-248	-181	-265	-204	-245	-201	-367	-1,131	-928	-1,017	-1,025
매출총이익	2,136	2,047	2,056	2,605	2,173	3,032	2,015	4,898	8,170	8,844	12,118	10,058
YoY 성장률	-5.7	-0.9	3.5	40.6	1.7	48.1	-2.0	88.0	-1.5	8.2	37.0	-17.0
매출총이익률	54.6	56.7	56.7	60.2	55.3	64.9	53.4	73.1	54.6	57.2	63.5	56.1
영업이익	590	604	551	833	536	1,311	378	3,318	2,162	2,578	5,544	2,761
YoY 성장률	-23.0	4.0	8.0	173.4	-9.1	116.9	-31.4	298.5	-2.0	19.2	115.0	-50.2
영업이익률	15.1	16.7	15.2	19.2	13.7	28.1	10.0	49.5	14.5	16.7	29.1	15.4
EBITDA	835	849	796	1,086	784	1,562	623	3,560	3,135	3,566	6,529	3,746
YoY 성장률	-17.2	3.0	5.7	97.9	-6.2	84.0	-21.8	228.0	-1.8	13.7	83.1	-42.6
EBITDA 마진	21.4	23.5	22.0	25.1	19.9	33.4	16.5	53.2	21.0	23.0	34.2	20.9
순이익	426	387	401	490	455	833	140	2,434	1,213	1,704	3,862	2,462
YoY 성장률	-22.5	-3.9	29.5	흑자전환	6.8	115.2	-65.0	396.6	-17.0	40.5	126.6	-36.3

자료: 미래에셋증권 리서치센터

컨퍼런스 콜 주요 Q&A

Q. 북경한미의 재무 건전성 정상화는 어느 분기쯤 완료되는지?

A. 주 거래처 매출 비중과 연간 거래 규모를 감안한 적정 매출채권 규모는 약 2억 위안으로 추산. 현재 채권 수준은 공시 사항이라 정확히 말씀드리기 어려우나 빠르면 연말 내 해당 수준 달성을 목표로 하고 있음.

Q. 제넨텍 계약금은 일시 인식되는지?

A. HM17321은 10월 초 미국 HSR 행정 절차가 완료되어 계약 효력이 정상 발생함. 계약금의 구체적 매출 인식 시점과 일시·분할 인식 여부는 회계기준에 따라 검토 중이며 결정 방향은 말씀드리기 어려움.

Q. 마이오스타틴 펩타이드의 전임상 단계와 임상 진입 시기는?

A. 마이오스타틴은 올해 ADA에서 처음 공개한 약물로 전임상 초기 단계이며 하프 플랫폼이 적용되어 빠르게 개발 중. 27년 말에서 28년 초 상 1상 진입을 목표로 함.

Q. 잔트루타이드 임상 종료 시기는?

A. 잔트루타이드는 내년 상반기 비만 임상, 이후 당뇨 상 종료를 예상하고, 내년 상반기 미국 비만 임상 종료 시 기술이전을 목표로 하며, 내년 하반기 국내 비만 3상 진입과 2030년 국내 발매를 목표로 함.

Q. 자체 개발 MASH, 에페글루카곤은 2상 종료 후 개발 방향은?

A. 에포시페그트루타이드(2b상)와 에페글루카곤(2상)은 3분기 Core treatment 종료 후 데이터 분석 중. 당사는 글로벌 3상과 글로벌 상업화까지 직접 진행한 이력이 없어, 이를 성공적으로 이행하기 위해 기술수출을 비롯한 다양한 사업화 전략을 고려 중. 후기 임상은 비용과 리소스 부담으로 기술수출이 일반적이나 자산 가치를 극대화할 재무적 옵션도 포괄적으로 검토 중. 또한 UCN2 기술수출은 하프 플랫폼 AI 기술로 선택성을 크게 높인 점이 핵심 포인트였으며, AI 기반 Drug candidate 딜로서 가치 평가가 필요.

Q. 에페글레나타이드 첫해 매출 1,000억원 기준 점유율과 중장기 매출, 국내 시장 상황은?

A. 국내 비만 시장은 약 2조 원 규모이며 매출 1,000억원은 시장점유율은 약 5% 수준. 개발 초기에는 시장이 이 정도로 커질 것으로 예상하지 못하였으나 마운자로 출시 이후 시장이 급격히 확대됨. 중장기로는 2,000억원 수준까지 목표. 2030년 삼중 작용제 출시 시 공존하며 포지셔닝할 계획. 2028년 말 디지털 융합 치료제로 비만 적응증을 확보하고 29년에는 당뇨 적응증도 출시할 예정.

Q. 에페글레나타이드 수익성이 전사 대비 높은 수준인지?

A. 시장 접근성을 높이기 위해 가격 경쟁력을 높인 부분이 있어 수익성 측면의 고려 요소가 많고 공개하기는 어려움. 에페글레나타이드는 한미 비만 파이프라인 프로젝트의 첫 번째 주자로 시장을 열어가는 역할을 하며, 수익성도 일부 고려하되 마케팅과 역량을 시장 개화

에 집중할 계획. 에페글레나타이드를 계기로 기존 만성질환 약물의 시장 입지 확보도 목표로 함.

Q. 비만 약품이 소비재화되는 영업 전략에서 경쟁사 대비 차별화 요소는?

A. 한국인 맞춤형 비만 신약이라는 점과 함께 체중을 얼마나 감량하느냐보다 얼마나 건강하고 오래 유지하는가의 컨셉으로 대국민 비만 캠페인을 진행할 계획. 디지털 치료제와 결합한 디지털 융합 치료제를 개발 중이며 28년 발매할 예정. 10월 말 처방이 시작되면 건강 지원 앱 에피데이(Efiday)를 오픈하여 식단, 운동, 부작용 등을 함께 관리할 계획. 체중 감량 후 단약 시 리바운드가 오는 것을 방지하고 건강한 체중 유지를 목표로 함.

Q. 에페글레나타이드의 판매 현황은 어떤 데이터로 확인 가능한지?

A. IQVIA를 통해 확인 가능. IR 자료에 표기 중인 원외 처방 데이터인 유비스트(UBIST)로는 확인이 어려우므로 원내 처방까지 포함하는 아이큐비아 데이터를 반영한 IR 자료를 새로 구성할 예정. 해당 자료로 매출 포함 성장성 확인 가능.

Q. 위고비 나눠먹기 등 편법에 대한 회사의 입장과 마케팅 보완 계획은?

A. 위고비 나눠먹기는 가격 부담에 따른 행태로 알고 있으며 허가받은 방식이 아니고 리스크도 존재. 이에 대비한 경쟁력 마케팅은 진행하지 않을 계획. 대신 가격 경쟁력을 높여 초기 진입을 편리하게 하고, 2mg부터 시작하여 2주 간격 Titration으로 6mg, 8mg을 거쳐 12mg 유지 용량까지 신속히 도달하도록 설계할 것. 경쟁 제품 나눠먹기는 의사 처방에서 권장되지 않는 방식이며 동사는 정규 처방이 아닌 시장과 가격으로는 경쟁하지 않는다는 원칙. 가격이 아닌 랩스커버리 결합 GLP-1이라는 기전적 차별성 기반으로 Real world evidence를 축적하고 효능과 안전성의 밸런스를 어필할 예정. 디지털 결합을 통한 단약 후 체중 리바운드 관리 등 종합적인 라이프스타일 케어를 지향.

Q. 에페글레나타이드의 BEP 달성 시점은?

A. 에페글레나타이드 단독으로 R&D 비용을 별도 산출하거나 외부 공개하지 않아 BEP 수준은 말씀드리기 어려움. 출시 만 1년 차 1,000억원, 2,000억원 매출까지 목표로 하고 있음. 출시 초기로 변수가 많고 단순 저분자 제품이 아니어서 스케일업과 매출 플레토 도달 시점까지 정확한 수익성 언급이 어려움. 비만은 한국 시장의 새로운 치료 영역으로 크게 성장할 시장이며 장기적 관점으로 봐야 한다고 판단.

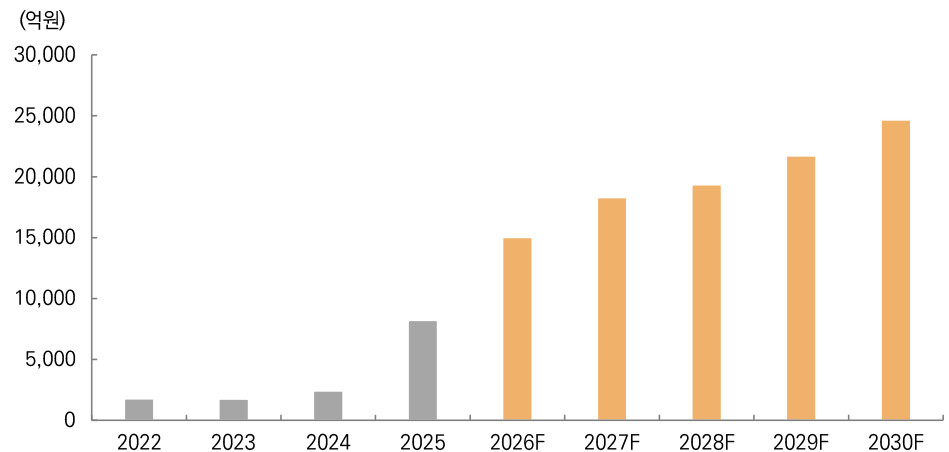
Q. 에페글레나타이드 비급여 품목이라 마진 구조가 다른 것인지? 제조 방식은?

A. 급여·비급여 이슈가 아니라 총 시장 규모가 국내만 2조 원인 상황에서 양적 목표를 구체적으로 정하지 않았기 때문. 제조 공법의 복잡성이 있는 물질이고 비급여 시장 블록버스터 진출이 오랜만이라는 변수가 있음. 내부적으로 전망 수치는 있으나 가이드언스를 드리기는 어려움. GLP-1 API는 공급처가 있음.

Q. 북경한미의 올해와 내년 매출 가이드스는? 감사 결과 채권 회수가 안 될 경우 손상차손 인식 시점은?

A. OTC 주요 거래처의 채권 상황은 과거 2개년 월별 들쭉날쭉하고 특정 시점에 몰려 상환 되는 경향이 있었으나 완전한 디폴트 사례는 한 번도 없음. 대손 처리를 최소화하는 방향의 거래 구조를 계속 협의 중. 채권 정상화와 건전성은 확실한 목표를 가지고 추진할 것으로 매출채권 회수와 연동하여 신규 출하를 신중히 통제 중. 북경한미 매출의 약 절반을 차지하는 OTC는 영향이 없고 견조함. 나머지 50%는 제한적 신규 출하로 건전성은 좋아지나 탑라인은 예년 대비 둔화 가능성 있으며, 연말까지 3분기 수준 매출로 눈높이를 두면 될 것. 정상화 시기는 빠르면 올해 내이며 최대한 단축하는 것이 목표.

그림 3. 국내 비만 치료제 시장 규모 추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 국내 과체중/비만 의약품 시장 규모 추정

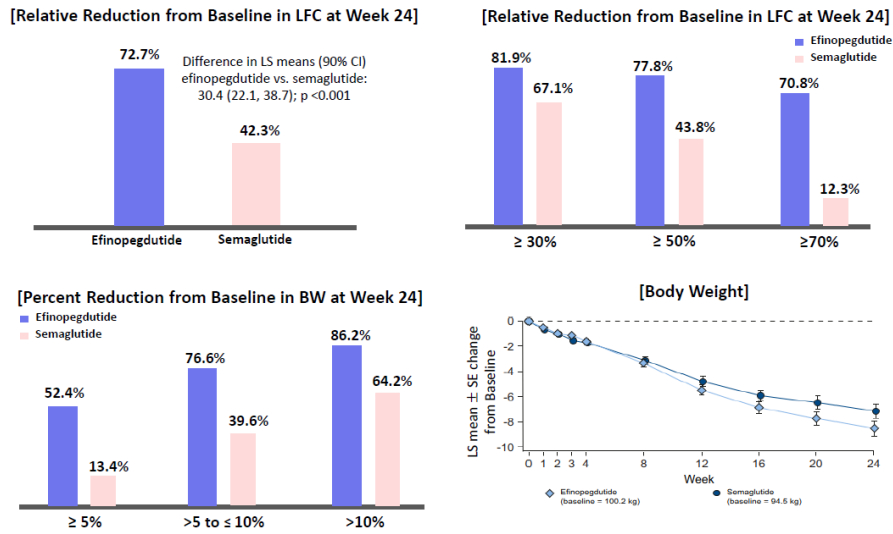
(명, 원, 억원)

	2022	2023	2024	2025	2026F	2027F	2028F
15세 이상 인구	45,332,000	45,332,000	45,332,000	45,332,000	45,332,000	45,332,000	45,332,000
비중	37.1%	37.5%	37.8%	38.2%	38.6%	38.9%	39.3%
과체중/비만 인구	16,818,172	16,982,501	17,146,829	17,311,158	17,475,486	17,639,815	17,804,143
침투율	1.2%	1.1%	1.4%	4.0%	7.2%	10.4%	13.6%
대상 환자 (명)	195,222	193,333	241,100	683,791	1,251,245	1,829,249	2,417,803
연간 약가 (원)	900,000	900,000	1,000,000	1,200,000	1,200,000	1,000,000	800,000
시장 규모(억원)	1,757	1,740	2,411	8,205	15,015	18,292	19,342
삭센다(노보)		696	964	821	150	183	193
위고비(노보)			1,447	4,923	3,754	4,573	4,836
젠티온(릴리)				2,462	10,961	11,890	11,605
Efpeglenatide(한미)					150	1,280	1,934

주: 15세 이상 인구 중 2030년 과체중/비만 인구 40% 중 침투율 20% 침투 가정. 연간 약가 26년 이후 하락, 한미약품 점유율 26년 2% to 30년 30% 가정

자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

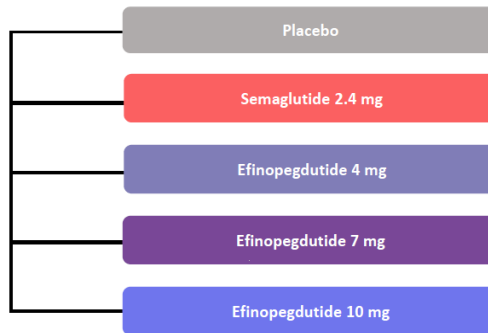
그림 4. Efinopegdutide 임상2a상 데이터



자료: Romero Gome M, et al. J Hepatol. 2023 Jun 5:S0168 8278(23)00342 2, 한미약품, 미래에셋증권 리서치센터

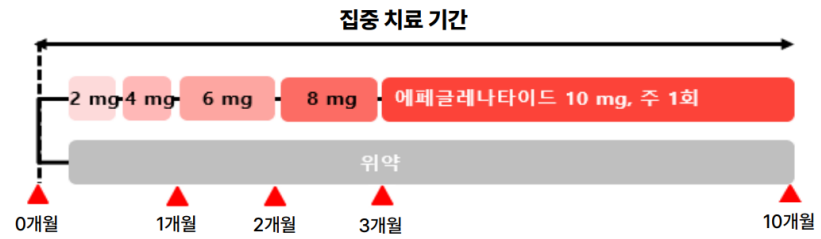
그림 5. Efinopegdutide 임상2b상 디자인

- Enrollment: 300
- Duration: 52 wks
- Inclusion Criteria
 - Histological confirmation of NASH, defined as NAFLD Activity Score (NAS) ≥ 4 with a score ≥ 1 point in each component (steatosis, ballooning, and lobular inflammation) AND NASH clinical research network (CRN) fibrosis score of Stage 2 or 3
 - No history of T2DM OR a history of T2DM with an A1C ≤ 9% that is controlled by diet or stable doses of antihyperglycemic agents



자료: 한미약품, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 비만 환자 대상 Epeglenatide 국내3상 디자인



[1차 평가지표]

- 체중 변화율 (기간: 기준시점 ~ 40주)
- 체중 5% 이상 감소한 환자 비율 (기간: 40주차)

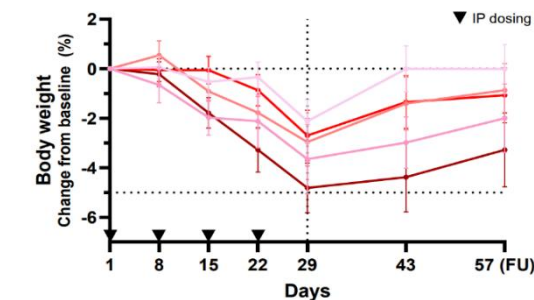
[환자 선정 기준]

- BMI ≥ 30 kg/m² 또는 $27 \text{ kg/m}^2 \leq \text{BMI} < 30 \text{ kg/m}^2$ 이며 다음 동반 질환 중 하나 이상을 가진 경우 (동반 질환: 고혈압, 이상지질혈증, 수면 무호흡증 또는 심혈관 질환)

자료: 한미약품, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. LA-GLP/GIP/GCG 삼중작용제 zantrutide 임상1상 데이터

A. Body Weight (Placebo-adjusted)



* Placebo-adjusted D29 % Change from baseline

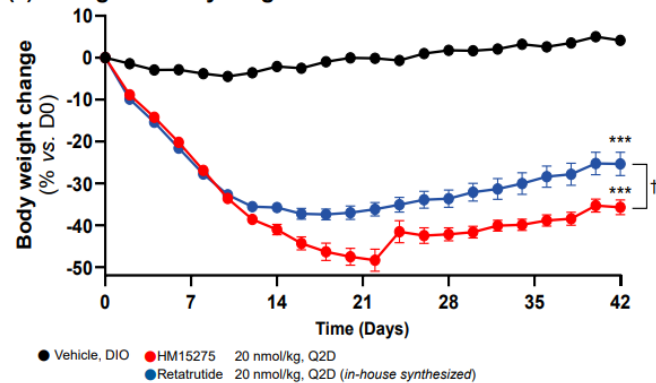
Dose (mg)	HM15275 0.5/0.5/0.5/0.5	HM15275 1.0/1.0/1.0/1.0	HM15275 0.5/0.5/2.0/2.0	HM15275 0.5/1.0/2.0/4.0	HM15275 0.5/2.0/4.0/8.0
Mean (SD)	-2.12 (0.87)	-3.65 (1.41)	-2.96 (0.96)	-2.70 (1.03)	-4.81 (1.01)

Subject with any (n, %)	SAD				MAD					
	HM15275 (mg) 1.0 (N=6)	2.0 (N=6)	4.0 (N=6)	Placebo (N=6)	HM15275 (mg) 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)	1.0/2.0/4.0/4.0 (N=8)	0.5/2.0/4.0/8.0 (N=8)	Pooled Placebo (N=10)
TEAE	6 (100.0)	5 (83.3)	6 (100.0)	6 (100.0)	7 (87.5)	7 (87.5)	7 (87.5)	6 (75.0)	8 (100.0)	10 (100.0)
TRAE	6 (100.0)	5 (83.3)	6 (100.0)	0	3 (37.5)	7 (87.5)	7 (87.5)	4 (50.0)	6 (75.0)	5 (50.0)
Maximum Severity										
Grade 1	6 (100.0)	5 (83.3)	3 (50.0)	0	2 (25.0)	5 (62.5)	6 (75.0)	1 (12.5)	5 (62.5)	3 (30.0)
Grade 2	0	0	2 (33.3)	0	1 (12.5)	2 (25.0)	1 (12.5)	3 (37.5)	1 (12.5)	2 (20.0)
Grade 3	0	0	1 (16.7) ^a	0	0	0	0	0	0	0
Serious TEAE	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
TEAE leading to study discontinuation	0	0	0	0	0	1 (12.5) ^b	1 (12.5) ^c	0	0	0
GI-TRAE	5 (83.3)	5 (83.3)	6 (100.0)	0 (0.0)	3 (37.5)	7 (87.5)	5 (62.5)	4 (50.0)	6 (75.0)	4 (40.0)
Abdominal discomfort	1 (16.7)	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Abdominal distension	0	0	2 (33.3)	0	2 (25.0)	3 (37.5)	0	0	0	0
Abdominal pain	0	0	0	0	1 (12.5)	0	0	0 (0.0)	1 (12.5)	1 (10.0)
Constipation	0	2 (33.3)	3 (50.0)	0	3 (37.5)	0	0	2 (25.0)	1 (12.5)	3 (30.0)
Dyspepsia	1 (16.7)	0	1 (16.7)	0	0	1 (12.5)	2 (25.0)	0	0	0
Erectile dysfunction	0	0	1 (16.7)	0	0	0	0	0	0	0
Gastroesophageal reflux disease	0	1 (16.7)	0	0	0	0	0	0	1 (12.5)	0
Diarrhea	0	0	0	0	1 (12.5)	0	0	4 (50.0)	1 (12.5)	0
Nausea	5 (83.3)	4 (66.7)	5 (83.3)	0	1 (12.5)	5 (62.5)	5 (62.5)	3 (37.5)	5 (62.5)	2 (20.0)
Vomiting	1 (16.7)	2 (33.3)	5 (83.3)	0	0	1 (12.5)	1 (12.5)	2 (25.0)	2 (25.0)	1 (10.0)

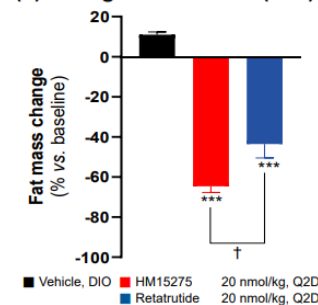
자료: ADA 2025, 한미약품, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. HM15275 비만 마우스 데이터

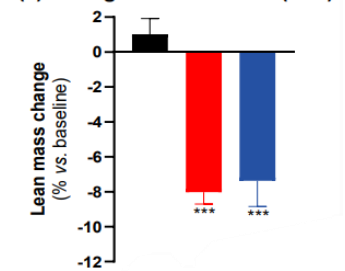
(a) Changes in body weight over time



(b) Changes in fat mass (D42)

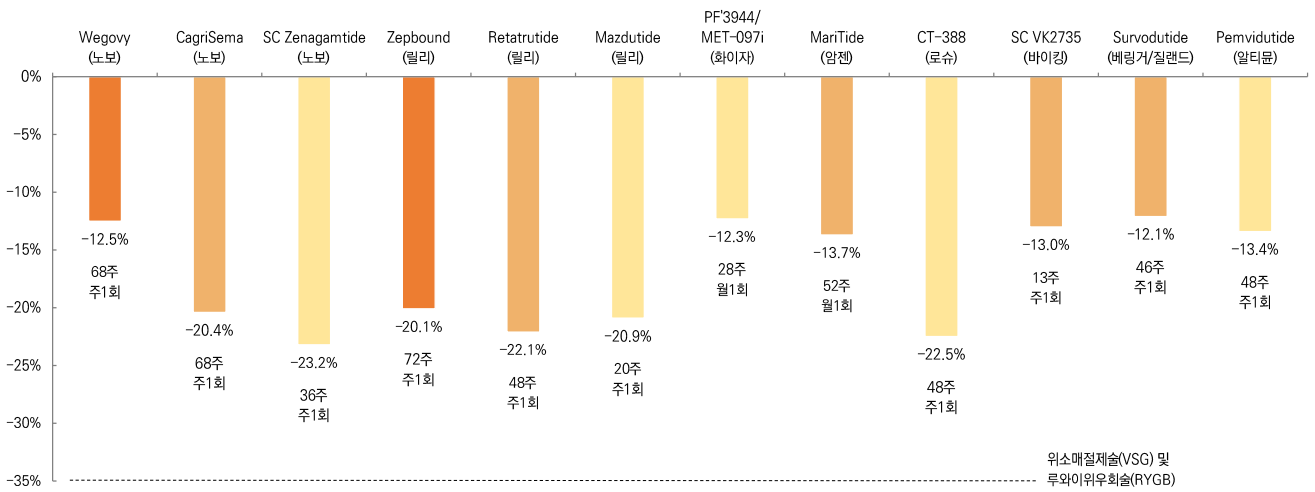


(c) Changes in lean mass (D42)



자료: ADA 2025, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 주요 SC 제형 비만 신약/후보물질 효용성 비교



주: 위약 조정 기준

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

표 7. 주요 SC 제형 신약/후보물질 파이프라인 비교

	Wegovy (노보)	CagriSema (노보)	SC Zenagamtide (노보)	Zepbound (릴리)	Retatrutide (릴리)	Mazdutide (릴리)
물질 기전	GLP-1	GLP-1/Amylin	GLP-1/Amylin	GLP-1/GIP	GLP-1/GIP/GCGR	GLP-1/GCGR
물질 구분	펩타이드	펩타이드+펩타이드	펩타이드	펩타이드	펩타이드	펩타이드
투약 주기	주1회	주1회	주1회	주1회	주1회	주1회
현재 임상	출시 완료	NDA 제출	임상1b/2a상 완료	출시 완료	임상3상	임상2상
임상명	STEP 1	REDEFINE 1	NCT06064006	SURMOUNT-1	TRIUMPH-1	-
관찰 기간	68주	68주	36주	72주	48주	20주
최대 용량	2.4mg	2.4mg+2.4mg	60mg	15mg	12mg	16mg
치료군 변화	-14.9%	-22.7%	-24.3%	-22.5%	-24.2%	-21.0%
위약군 변화	-2.4%	-2.3%	-1.1%	-2.4%	-2.1%	-0.1%
치료군 중단	7.0%	6.0%	-	6.2%	16.1%	12.5%
위약군 중단	3.1%	3.7%	-	2.6%	0.0%	25.0%
비고		연내 허가 가능성	Amycretin; 1Q26 AMAZE 3상 개시 예정			중이노벤트 중국 출시

	PF3944/MET-097i (화이자)	MariTide (암젠)	CT-388 (로슈)	SC VK2735 (바이킹)	Survodutide (베링거/질랜드)	Pemvidutide (알티문)
물질 기전	GLP-1	GLP-1/GIPR길항제	GLP-1/GIP	GLP-1/GIPR	GLP-1/GCGR	GLP-1/GCGR
물질 구분	펩타이드	항체-펩타이드	펩타이드	펩타이드	펩타이드	펩타이드
투약 주기	월1회	월1회	주1회	주1회	주1회	주1회
현재 임상	임상2b상	임상3상	임상2상	임상3상	임상3상	임상2상 완료
임상명	VESPER-3	MARITIME	CT388-103	VANQUISH-1	SYNCHRONIZE	MOMENTUM
관찰 기간	28주	52주	48주	13주	46주	48주
최대 용량	4.8mg	420mg	24mg	15mg	4.8mg	2.4mg
치료군 변화	-12.3% (위약 조정)	-16.2%	-22.5% (위약 조정)	-14.7%	-14.9%	-15.6%
위약군 변화	-	-2.5%	-	-1.7%	-2.8%	-2.2%
치료군 중단	4.6%	11.0%	5.9%	13.0%	24.6%	19.6%
위약군 중단	0.0%	-	1.3%	14.0%	3.9%	2.2%
비고	1-12주 Weekly 및 13-28주 Monthly	MARITIME(72주) 27년 발표 예정	1Q26 Enith1/2 3상 개시 예정	72주 임상		MASH 초점 개발 중

자료: Clinical Trials, 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 한미약품 신약 R&D 파이프라인 현황(3Q26)

	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	승인	
비만/대사	에페글루카곤+에페글레나타이드 [AGL+Glucagon Combo] 비만/대사성질환	HM17321 [LA-LCN2] 비만 Genentech	잔트루타이드 [LA-GLP-1/GIP/GCG] 비만, 제2형 당뇨병	에페글레나타이드 [AGL+Exd4 analog] 제2형 당뇨병	에페 (eppé) [®] [에피글레나타이드] 비만	
	HM500197 [LA-MSTN] 비만		에피노페그트루타이드 [AGL+GLP-1/GCG agonist] 대사이상 지방간염(비알콜성 지방간염)	MSD		
			에포시페그트루타이드 [AGL+Triple agonist] 대사이상 지방간염(비알콜성 지방간염)			
항암	HM100714 [pan-HER2] 비소세포폐암	롤론티스(Rolantis) [®] [에롤라피그라스틴] 호르몬 감수성 (당뇨병/요법)	Zydus	포지오티닙 [pan-HER2] HER2 exon20 변이 NSCLC 2차 치료요법	Zydus	롤론티스 (Rolantis) [®] [에롤라피그라스틴] 호르몬 감수성
		투스페타닙 [MK] 급성골수성 백혈병	Aptose	티부메시르논 [CCR4] 위암	RAPT	오락솔 (Oraxol) [®] [엔서퀴드+파클리탁셀] 유방암 등 고형암
		HM97662 [EZH1/2 억제제] 고형암 및 혈액암		포셀타닙 [multi-TEC] 원발성 중추신경계 림프종	NOBO Medicine	
		HM16390 [AGL]-2 analog] 고형암, 키트루다 [®] 병용 임상				
		BH3120 [PD-L1/4-1BB BzAb] 고형암, 키트루다 [®] 병용 임상	B			
		BH2950 [PD-1/HER2 BzAb] 고형암	B Innovent			
희귀질환/기타	에포시페그트루타이드 [AGL+Triple agonist] 독발성 폐성유종	HM15421 [LA-GLA] 파브리병	GC	에페글루카곤 [AGL+Glucagon analog] 선천성 고인슐린종		히알루마 (Synjoyn) [®] [히알루론산+비타민] 슬관절의 골관절염
				소네페글루타이드 [AGL+GLP-2 analog] 만장 중추근	Lilly	
				에페소마트로핀 [AGL+hGH] 성장호르몬 결핍증		
				루미네이트(Luminate) [®] 건성 노인성황반변성	Allegro Heifel AffaMed	

B : 복경한미 □ : 업데이트

에페(eppé)[®]: 국내 품목 허가 획득, 잔트루타이드: WHO 국제일반명(INN) 등재 HM17321: Genentech 기술이전 계약 체결, 에피노페그듀타이드: 글로벌 보상성 간경변 임상 2a상 종료, 에포시페그트루타이드: 글로벌 MASH 임상 2b상 종료, 벨바라페닙: Genentech으로부터 권리 반환, 에페글루카곤: 글로벌 임상 2상 Core treatment 종료

자료: 한미약품, 미래에셋증권 리서치센터

한미약품 (128940)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
매출액	1,548	1,907	1,793	1,936
매출원가	663	696	787	869
매출총이익	885	1,211	1,006	1,067
판매비와관리비	627	657	730	788
조정영업이익	258	554	276	279
영업이익	258	554	276	279
비영업손익	-45	-28	14	25
금융손익	-10	-1	13	25
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	213	526	290	304
계속사업법인세비용	26	100	43	47
계속사업이익	187	426	246	257
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	187	426	246	257
지배주주	170	386	223	233
비지배주주	18	40	23	24
총포괄이익	194	426	246	257
지배주주	173	381	220	230
비지배주주	20	45	26	27
EBITDA	357	653	375	377
FCF	130	467	375	317
EBITDA 마진율 (%)	23.1	34.2	20.9	19.5
영업이익률 (%)	16.7	29.1	15.4	14.4
지배주주귀속 순이익률 (%)	11.0	20.2	12.4	12.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
유동자산	894	1,458	1,764	2,111
현금 및 현금성자산	108	491	855	1,129
매출채권 및 기타채권	339	417	392	423
재고자산	339	417	392	424
기타유동자산	108	133	125	135
비유동자산	1,244	1,133	1,026	938
관계기업투자등	2	3	2	3
유형자산	760	636	549	463
무형자산	113	101	90	78
자산총계	2,138	2,591	2,791	3,049
유동부채	605	655	635	660
매입채무 및 기타채무	165	204	192	207
단기금융부채	337	325	325	325
기타유동부채	103	126	118	128
비유동부채	110	113	112	113
장기금융부채	97	97	97	97
기타비유동부채	13	16	15	16
부채총계	715	767	746	773
지배주주지분	1,250	1,611	1,808	2,016
자본금	32	32	32	32
자본잉여금	411	411	411	411
이익잉여금	836	1,197	1,395	1,603
비지배주주지분	173	213	236	260
자본총계	1,423	1,824	2,044	2,276

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2025	2026F	2027F	2028F
영업활동으로 인한 현금흐름	173	430	375	317
당기순이익	187	426	246	257
비현금수익비용가감	198	199	128	120
유형자산감가상각비	86	87	87	87
무형자산상각비	13	12	12	12
기타	99	100	29	21
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-150	-95	30	-38
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-87	-78	25	-31
재고자산 감소(증가)	-37	-79	25	-31
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	12	13	-4	5
법인세납부	-46	-100	-43	-47
투자활동으로 인한 현금흐름	-159	-9	15	-18
유형자산처분(취득)	-43	37	0	0
무형자산감소(증가)	-33	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-47	-46	15	-18
기타투자활동	-36	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-97	-38	-26	-25
장단기금융부채의 증가(감소)	-62	-13	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-31	-25	-25	-25
기타재무활동	-4	0	-1	0
현금의 증가	-84	382	364	274
기초현금	192	108	491	855
기말현금	108	491	855	1,129

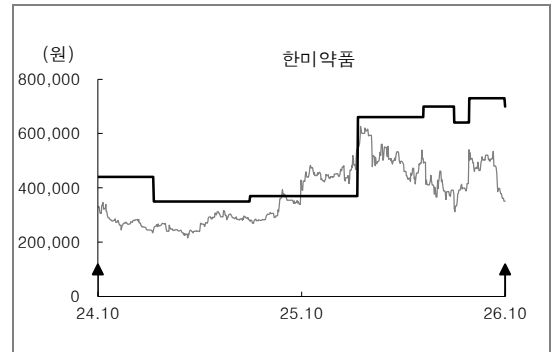
자료: 한미약품, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	34.2	11.6	20.1	19.3
P/CF (x)	15.0	7.2	12.0	11.9
P/B (x)	4.5	2.7	2.4	2.2
EV/EBITDA (x)	17.4	6.9	11.2	10.4
EPS (원)	13,235	30,145	17,410	18,186
CFPS (원)	30,071	48,813	29,231	29,443
BPS (원)	100,935	129,100	144,527	160,730
DPS (원)	2,000	2,000	2,000	2,000
배당성향 (%)	13.6	6.0	10.3	9.9
배당수익률 (%)	0.4	0.6	0.6	0.6
매출액증가율 (%)	3.5	23.3	-6.0	8.0
EBITDA증가율 (%)	13.7	83.1	-42.6	0.7
조정영업이익증가율 (%)	19.2	115.0	-50.2	1.0
EPS증가율 (%)	39.8	127.8	-42.2	4.5
매출채권 회전율 (회)	5.4	5.1	4.4	4.8
재고자산 회전율 (회)	4.8	5.0	4.4	4.7
매입채무 회전율 (회)	14.3	11.5	12.1	13.3
ROA (%)	9.0	18.0	9.1	8.8
ROE (%)	14.5	27.0	13.0	12.2
ROIC (%)	17.3	33.0	18.4	19.9
부채비율 (%)	50.2	42.1	36.5	34.0
유동비율 (%)	147.7	222.7	278.0	319.9
순차입금/자기자본 (%)	16.4	-10.1	-26.5	-36.2
조정영업이익/금융비용 (x)	15.2	35.5	17.9	18.1

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한미약품 (128940)				
2026.10.28	매수	700,000	-	-
2026.08.25	매수	730,000	-36.22	-26.85
2026.07.29	매수	640,000	-38.60	-15.63
2026.06.04	매수	700,000	-42.06	-29.43
2026.02.06	매수	660,000	-22.55	-5.15
2025.07.28	매수	370,000	5.55	46.22
2025.02.05	매수	350,000	-23.42	-9.57
2025.01.22	1년 경과 이후	440,000	-45.11	-43.98
2024.01.22	매수	440,000	-30.78	-20.34



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자의견 분류기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
89.66%	0%	9.77%	0.57%

* 2026년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.