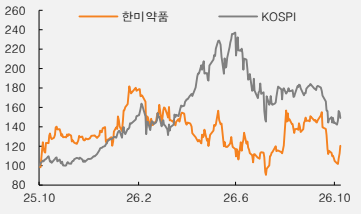
MIRAE ASSET 미래에셋증권

Equity Research
2026.11.2

투자의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 720,000원
현재주가(26/10/30)	415,000원
상승여력	73.5%

영업이익(26F,십억원)	554
Consensus 영업이익(26F,십억원)	449
EPS 성장률(26F,%)	127.8
MKT EPS 성장률(26F,%)	278.0
P/E(26F,x)	13.8
MKT P/E(26F,x)	5.6
KOSPI	5,730.74
시가총액(십억원)	5,317
발행주식수(백만주)	13
유동주식비율(%)	49.6
외국인 보유비중(%)	11.9
베타(12M) 일간수익률	0.36
52주 최저가(원)	311,500
52주 최고가(원)	626,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-16.8	-9.8	6.3
상대주가	-0.8	3.9	-24.2



[제약/바이오]
김승민
sm.kim.a@miraeasset.com

128940 · 제약/바이오

한미약품

올해만 세번째 증명, 이제 머크의 시간

투자의견 매수, 목표주가 72만원으로 상향(기존 70만원)

목표주가는 영업가치 4.9조원(기존 동일), 파이프라인 가치 4.5조원(기존 4.3조원) 등을 고려해 산정했다. 바이오마린 향 기술수출을 반영해 HM15421(파브리병) 가치 2,201억원을 신규 반영했다. 동사 기준 계약 규모는 3,174억원($237.5mn)으로 올해 앞선 두 건보다 작지만, 계약금이 468억원($35mn)으로 전체의 14.7%에 달한다. 로슈(8.2%), 릴리(6.0%) 딜을 크게 웃도는 비중이다. 퀄리티 딜이다.

바이오마린은 올해 아미쿠스(Amicus, 약 $4.8bn)를 인수해 경구 샤페론 갈라폴드(Galafold)를 확보했다. 다만 갈라폴드는 특정 GLA 변이를 가진 파브리병 환자, 전체의 약 35~50%에만 쓸 수 있다. HM15421은 유전형과 무관하게 적용 가능한 ERT로, 바이오마린 입장에서 갈라폴드가 커버하지 못하는 환자군까지 확장할 수 있다. 기존 ERT가 병원에서 정맥 주입을 받아야 하는 반면, HM15421은 월 1회 피하(SC) 투여를 목표로 개발 중이다. 상업화되면 최초의 SC ERT가 될 가능성이 높다.

다음 캐털리스트는 머크에 기술수출한 efinopegdutide(GLP-1/GCG)의 MASH 임상 결과다. 머크는 3Q26 실적발표에서 efinopegdutide의 MASH 임상 2b상 결과를 AASLD 2026(11/5~9)에서 공개할 예정이라고 밝혔다. 핵심은 MASH 해소 및 섬유화 개선 비율로, 이번 결과가 향후 임상 3상 진입 여부를 가늠할 분기점이 될 전망이다. 3상 진입이 결정되면 추가 마일스톤 유입과 파이프라인 가치 상향을 기대할 수 있다. 머크의 개발 지속 의지를 뒷받침하는 정황도 확인된다. 머크는 F2~F3 환자 대상 2b상 외에도 지난 8월 보상성 간경변(F4) 환자 대상 2a상을 완료했으며, 최근 MASH 임상개발을 담당할 시니어 디렉터 채용에도 나섰다.

추가 기술수출 후보로는 zantrutide(비만)에 주목한다. 25년 3월 노보노디스크는 동일한 GLP-1/GIP/GCG 삼중작용 기전의 UBT251을 중국 임상 1b상 완료 단계에서 계약금 $200mn, 총 $2.0bn 규모로 도입한 바 있다. zantrutide는 현재 미국 임상 2상을 진행 중이며, 1H27 종료 예정이다. 글로벌 빅파마의 삼중작용제 확보 수요를 고려하면 추가 기술수출 가능성을 기대할 수 있다.

이 밖에도 efocipegtrutide(MASH) 2b상 및 efpegleglucagon(선천성 고인슐린증) 2상 데이터 발표(당사 추정), 27년 말~28년 초 LA-MSTN(HM500197)의 임상 진입 등 후속 R&D 모멘텀이 이어질 전망이다.

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	13.8	23.8	22.8
P/B (배)	3.2	4.5	3.2	2.9	2.6
배당수익률 (%)	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5

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

표 1. 한미약품 밸류에이션 (억원, 원, 천주)

구분	내용	비고
12개월 선행 EBITDA	3,746	* 기존 동일
EV/EBITDA	13.0x	* 상위제약사 평균(10.8x))에 +20% 프리미엄. 밸류에이션 프리미엄은 상위 제약사 중 가장 높은 마진율에 근거
영업가치	48,701	* 기존 동일
순차입금	2,329	* 26년 기준
파이프라인 가치	44,854	* 기존 42,653
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 (sonefpeglutide, 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
LA-GLA (HM-15421, 바이오마린)	2,201	* 2031년 출시. 출시 8년차 Fabry 시장 Peak 점유율 40%, 로열티 13%, 환율 1,350원, 할인율 10%, 영구성장률 -10%, 성공확률 30%, 한미약품 100% 귀속 가정
적정 기업 가치	91,226	* 기존 89,029
주식 수(천주)	12,680	
목표주가	719,437	* 720,000원 (vs. 기존 700,000)
현재주가	415,000	
상승여력	73.5%	

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

HM15421, 바이오마린에 계약금 468억원, 3,174원 규모 기술수출

거래 개요

동사는 GC녹십자와 공동개발 중인 지속형 파브리병 효소대체요법(ERT) HM15421 (GC1134A, LA-GLA)을 계약금(업프론트) 468억원($35mn), 임상개발·허가·상업화에 따른 단계별 마일스톤 2,706억원($202.5mn)으로 전체 3,174억원($237.5mn) 규모(로열티 별도)에 한국을 제외한 전 세계 권리를 바이오마린(BioMarin)에 이전하는 기술수출 계약을 체결했다. 금액은 동사 기준이며, GC녹십자도 동일 조건으로 계약해 양사 합산 계약 규모는 $475mn(계약금 $70mn)이다. 바이오마린은 연구·개발·제조·상업화에 대한 독점적 권리를 확보하고, 한국 내 허가·상업화 권리는 동사와 GC녹십자가 보유한다. 계약금과 마일스톤은 반환 의무가 없으며, 상업화 이후 순매출에 연동한 경상기술료(tiered royalty)를 별도로 수령한다.

HM15421은 현재 글로벌 임상 1/2상(NCT06858397)을 진행 중이며, 2028년경 종료될 예정이다. 1/2상 이후 개발·제조·상업화는 바이오마린이 담당한다. 수익은 계약금·마일스톤·로열티 모두 GC녹십자와 5:5로 배분된다. 물질 설계와 전임상 개발은 동사가 수행했고 물질 원천특허도 동사가 보유한다. GC녹십자는 동물세포 배양 상용 생산 설비를 기반으로 CMC(화학·제조·품질관리)를 담당해왔으며, 현재 1/2상 임상시료도 GC녹십자가 생산·공급 중이다.

표 3. HM15421 기술수출 개요

항목	내용
계약 상대	BioMarin Pharmaceutical Inc. (미국, 희귀질환 전문)
대상	HM15421/GC1134A (LA-GLA), 지속형 재조합 α-GAL A 효소대체요법(ERT)
총 규모	최대 US$237.5mn (3,174억원, 동사 기준) / 양사 합산 US$475mn
선급금	US$35mn (468억원, 동사 기준) / 양사 합산 US$70mn
마일스톤	최대 US$202.5mn (2,706억원), 임상개발·허가·상업화 단계 연동
로열티	시판 후 순매출 연동 tiered royalty (비율 미공개), GC녹십자와 5:5 배분
권리 범위	바이오마린: 한국 제외 전 세계 연구·개발·제조·상업화 독점 / 한미·GC녹십자: 한국 허가·상업화
계약 체결일	2026년 10월 29일
계약 기간	로열티 지급 기간 만료일까지
개발 단계	글로벌 임상 1/2상 진행 중 (NCT06858397), 2028년경 종료 예정
지속형 기술	Fc 융합 기반이나 ERT에 맞춰 별도 설계(LAPSCOVERY와 상이), 월 1회 피하(SC) 투여 목표
기타	美 FDA 희귀의약품 지정(2024년)

자료: 미래에셋증권 리서치센터

파브리병과 HM15421: 월 1회 피하 투여를 목표로 한 차세대 ERT

파브리병과 치료제 출시 현황

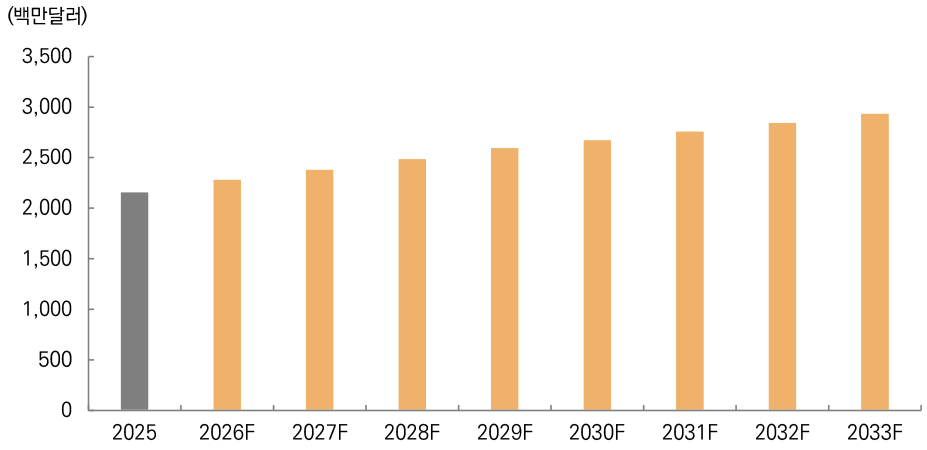
파브리병은 X염색체 연관 희귀 유전질환이다. GLA 유전자 변이로 α-GAL A(α-갈락토시다아제 A) 효소 활성이 떨어지면, 분해되어야 할 당지질(Gb3, GL-3)이 라이소좀에 쌓인다. 축적이 진행되면 신장·심장·혈관·말초신경계에 걸쳐 다장기 손상이 나타난다. 족세포 손상에 따른 단백뇨와 신부전, 좌심실 비대와 부정맥, 젊은 나이의 뇌졸중, 손발 작열통(신경병증성 통증)이 대표 증상이다.

파브리병 치료제 시장은 2025년 약 22억달러 규모이며, 2030년 전후 약 30억달러까지 성장할 전망이다(Evaluate Pharma). 출시된 치료제는 효소대체요법(ERT) 3종과 경구 샤페론 1종이다.

ERT는 유전자 재조합 효소를 정맥 투여해 부족한 효소를 보충한다. 사노피 파브라자임(Fabrazyme, 2003년 美 가속승인), 다케다 레프라갈(Replagal, 2001년 유럽 승인, 美 미승인), 키에시·프로탈릭스 엘파브리오(Elfabrio, 2023년 美·EU 승인)가 있다. 기본 용법은 모두 2주 1회 병원을 방문해 정맥 주입을 받는 방식이다. 평생 투여가 필요한 질환이어서 환자의 치료 부담이 크다.

바이오마린(舊 아미쿠스)의 갈라폴드(Galafold)는 변이 효소가 제대로 접히도록 도와 활성을 회복시키는 격일 복용 경구제다. 다만 기전상 amenable 변이를 가진 환자, 전체의 약 35~50%에만 쓸 수 있다. 나머지 환자에게는 여전히 ERT가 유일한 선택지다.

그림 1. 파브리병 시장 규모 및 전망



자료: Evaluate Pharma, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 파브리병 치료제 출시 현황

제품(성분)	회사	기전	용법	현황 및 비고
Fabrazyme (agalsidase beta)	Sanofi	ERT	1mg/kg, 2주 1회 IV	美 2003년 가속승인, 2021년 정식승인
Replagal (agalsidase alfa)	Takeda	ERT	0.2mg/kg, 2주 1회 IV	유럽 2001년 승인, 美 미승인
Elfabrio (pegunigalsidase alfa)	Chiesi/Protalix	PEG화 ERT	1mg/kg, 2주 1회 IV	2023년 美·EU 승인
Galafold (migalastat)	BioMarin (舊 Amicus)	경구 샤페론	123mg, 격일 경구	amenable 변이 환자(약 35~50%) 한정

자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

파브리병 치료제 개발 현황

개발 중인 신약은 유전자치료제, 기질감소요법(SRT), 차세대 ERT 세 갈래로 나뉜다(표 X).

가장 앞선 것은 유전자치료제다. PTC Therapeutics의 ST-920(isaralgagene civaparvovec)은 AAV로 간에 GLA 유전자를 전달해 효소를 지속적으로 생산하게 하는 1회 투여 치료제다. PTC는 26년 9월 파산 절차를 밟던 Sangamo로부터 ST-920을 인수했다(업프론트 $111mn, 허가 마일스톤 최대 $100mn). 1/2상(STAAR, 33명 투여)에서 52주 연간 eGFR 기울기 +1.965 mL/min/1.73m² (32명)를 기록했고, ERT를 쓰다가 참여한 18명은 모두 ERT를 끊었다. PTC는 52주 eGFR 기울기를 근거로 한 가속승인 BLA 제출을 4Q26에 마치고 27년 출시를 목표로 한다. 다만 AAV6 중화항체를 가진 환자에게는 투여할 수 없고, 장기 지속성과 안전성은 아직 확인 중이다.

후속 유전자치료제는 안전성 이슈로 속도가 더디다. uniQure의 AMT-191은 1/2a상에서 11명 전원이 ERT를 끊었고, α-GAL A 활성이 정상 평균 대비 최대 약 230배까지 올랐다. 그러나 중용량군에서 간수치 상승(용량제한독성)이 2건 발생해 중·고용량군 추가 투여가 보류됐다(26년 7월 기준). 4DMT의 4D-310은 23년 임상 보류 이후 24년 8월 보류가 해제됐지만, 이후 개발 업데이트는 거의 없다.

기질감소요법은 Gb3가 만들어지는 단계 자체를 억제하는 경구제다. 변이 효소에 의존하지 않아 유전형과 무관하게 쓸 수 있다는 장점이 있지만, 아직 임상에서 뚜렷한 효능을 입증하지 못했다.

사노피 벤글루스타트(venglustat)는 26년 2월 3상(PERIDOT)에서 통증 관련 1차 평가변수를 충족하지 못했다. 좌심실 질량 지수를 평가하는 3상(CARAT)은 진행 중이나, 사노피는 고셔병 3형으로만 허가를 추진할 계획이다.

아이도르시아 루세라스타트(lucerastat)는 21년 3상(MODIFY)에서 신경병증성 통증 1차 평가변수 달성에 실패했다. 이후 신장 Gb3를 1차 평가변수로 바꾼 3상(FAB-KLEAR)을 26년 10월 개시했다. ERT 대비 신기능을 비교하는 FAB-SWITCH(74명)와 함께 이르면 2029년 허가 신청이 목표다.

AceLink의 AL01211은 치료 경험이 없는 고전형 남성 18명 대상 2상에서 6개월 1차 투약을 마쳤고(25년 8월), FDA와 가속승인 경로를 논의할 준비를 하고 있다.

차세대 ERT는 투여 간격을 늘리는 방향으로 진화하고 있다. 엘파브리오는 26년 3월 유럽에서 ERT로 안정된 성인을 대상으로 4주 1회(2mg/kg) 정맥 투여 요법을 추가 승인받았다(미국은 2주 1회 유지). HM15421은 임상 단계 ERT 중 유일하게 피하(SC) 투여를 목표로 한다. 글로벌 1/2상(NCT06858397)은 25년 5월 첫 환자 투약을 시작했으며, 미국·한국·아르헨티나 약 10개 기관에서 4주 1회 피하 투여를 평가하고 있다. 2028년경 종료될 예정이다.

표 5. 파브리병 치료제 개발 현황

구분	약물	회사	기전·투여	단계	최근 현황
유전자치료제	ST-920 (isaralgagene civaparvovec)	PTC Therapeutics (26.9 Sangamo로부터 인수: 업프론트 $111mn, 허가 마일스톤 최대 $100mn)	AAV2/6 간 표적, 1회 IV	1/2상(STAAR) / 롤링 BLA	52주 eGFR 기울기 +1.965 mL/min/1.73m²(32명), ERT 18명 전원 중단. 4Q26 BLA 완료 예정(가속승인), 27년 출시 목표. AAV6 중화항체 보유 환자 제외
	AMT-191	uniQure	AAV5 간 표적, 1회 IV	1/2a상	11명 투여, ERT 전원 중단, α-GAL A 활성 정상 평균 대비 최대 약 230배. 중용량 간수치 상승 DLT 2건으로 중·고용량 추가 투여 보류(26.7)
	4D-310	4D Molecular Therapeutics	AAV 심장 표적, 1회 IV	1/2상(INGLAX A)	23년 임상 보류, 24.8 해제. 이후 개발 업데이트 제한적
	GT-GLA-S03	Glafabra Therapeutics	비바이러스 자가 유전자변형 세포치료	파일럿 완료	26.3 FDA 희귀의약품 지정
기질감소요법(SRT)	Venglustat	Sanofi	GCS 억제, 경구 1일 1회	3상	PERIDOT 1차 평가변수(통증) 미충족(26.2). CARAT(좌심실 질량 지수) 진행 중. 허가는 고셔병 3형만 추진
	Lucerastat	Idorsia (일본·APAC: Nxera)	GCS 억제, 경구	3상	MODIFY 3상 통증 1차 실패(21년). FAB-KLEAR(16명, 18개월 신장 Gb3 BLISS) 26.10 개시, FAB-SWITCH(74명, ERT 대비 신기능) 병행. 2029년 허가 신청 목표
	AL01211	AceLink Therapeutics	GCS 억제, 경구 1일 1회	2상	치료 경험 없는 고전형 남성 18명, 6개월 1차 투약 완료(25.8). FDA 가속승인 논의 준비, 중국 혁신치료제(BTD) 지정
차세대 ERT	HM15421 (LA-GLA)	BioMarin (한미약품·GC녹십자)	Fc 융합 지속형 ERT, 4주 1회 SC	1/2상	NCT06858397. 25.5 첫 환자 투약, 미국·한국·아르헨티나 약 10개 기관, 2028년경 종료 예정. 26.10 바이오마린 기술수출(양사 합산 업프론트 $70mn, 토탈 $475mn)
	Elfabrio 4주 1회 요법 (pegunigalsidase alfa)	Chiesi / Protalix	PEG화 ERT, 2mg/kg 4주 1회 IV	EU·英 승인	ERT로 안정된 성인 대상(BRIGHT 연구), EU 26.3 승인. 美는 1mg/kg 2주 1회 유지

자료: 각 사, ClinicalTrials.gov, 미래에셋증권 리서치센터

HM15421의 포지셔닝

HM15421은 Fc 융합 기반 지속형 ERT다. GLA 호모다이머가 안티패럴렐(antiparallel) 방향으로 결합하도록 링커 길이 등을 설계해 구조를 안정화했다. 기존 ERT는 라이소좀 환경에서 쉽게 분해되지만, HM15421은 라이소좀 내에서도 오래 유지되도록 설계됐다. Fc를 활용한다는 점에서 LAPSCOVERY와 유사해 보이나, 기존 플랫폼으로 구현하기 어려운 부분을 물질 특성에 맞게 변형한 별도 기술이다. HM15421의 차별점은 크게 세 가지다.

1) 편의성. 상업화되면 최초의 피하 투여 ERT가 된다. 기존 ERT는 투여 간격을 4주로 늘리더라도 병원에서 정맥 주입을 받아야 한다. HM15421은 월 1회 피하 주사로 투여 부담을 크게 줄이고, 장기적으로는 병원 방문 없이 투여할 가능성도 열어준다. 평생 치료가 필요한 환자에게 의미 있는 개선이다.

2) 효능 개선 가능성. WORLDSymposium 2025 전임상 발표에서 HM15421은 중증 파브리병 동물모델에 반복 투여했을 때 파브라자임·엘파브리오보다 신기능 개선 폭이 컸고, 말초 감각기능과 혈관벽 비후도 개선했다. 엘파브리오에서 HM15421로 전환한 시험에서는 신기능, 심장 내 당지질 축적, 심부전 지표가 개선됐다. 사구체 여과장벽을 통과해 족세포 라이소좀에서 오래 활성을 유지하는 기전이 근거로 제시됐다. 회사는 바이오마린이 편의성보다 이러한 치료 효과 개선 가능성을 더 높게 평가했을 것으로 보고 있다.

3) 유전형과 무관한 적용. 갈라폴드는 amenable 변이 환자에게만 쓸 수 있고, 유전자치료제는 AAV 중화항체 보유 환자에게 투여할 수 없다. HM15421은 이런 제약 없이 ERT가 필요한 환자 전반을 대상으로 한다. 바이오마린 입장에서는 갈라폴드(경구 샤페론)와 HM15421(피하 ERT)로 파브리병 환자군 전체를 커버하는 포트폴리오를 구축하게 된다. 신규 진단 환자, 기존 정맥 ERT에서 전환하는 환자, 갈라폴드를 쓸 수 없는 환자가 모두 잠재 타깃이다.

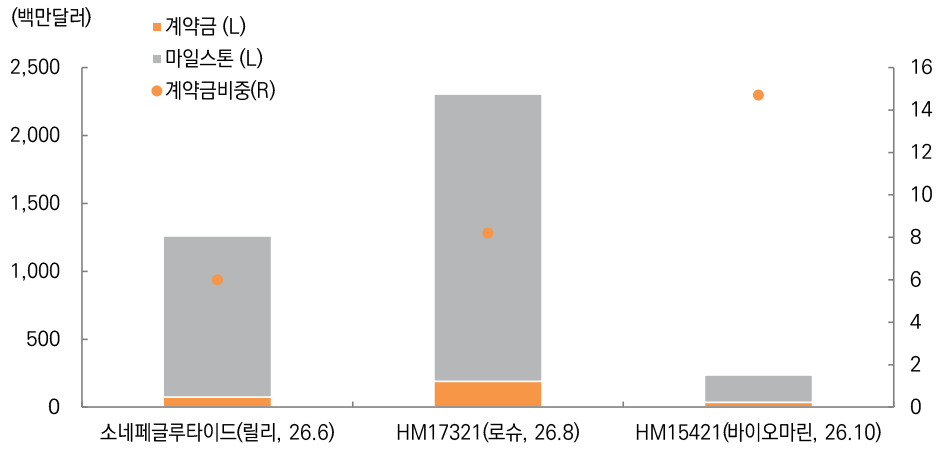
다만 아직 인체 데이터가 없다. 피하 투여는 정맥 투여보다 면역원성이 높아질 수 있어 항체 발생률도 확인이 필요하다. 유전자치료제가 출시되면 일부 환자군을 대체할 가능성도 있다. 1/2상에서 lyso-Gb3 감소, 신기능(eGFR), 항체 발생률 지표로 전임상의 차별성이 재현되는지가 가치 상향의 관건이다.

올해만 세 번째 증명

6월 릴리(소네페글루타이드), 8월 로슈(HM17321)에 이은 올해 세 번째 라이선스 아웃이며, 3건 중 2건이 희귀질환에서 나왔다. 이번 계약은 규모는 작지만 계약금 비중은 14.7%로 가장 높다. 동사는 계약 형태를 여러 가지로 검토했으나, 개발 투자비를 후단이 아닌 앞단에서 단기간에 회수한다는 전략을 초기부터 명확히 설정하고 계약금 중심으로 협상했다고 밝혔다. 초기 임상 단계 자산을 의미 있는 조건으로 계약했다는 점에서 HM15421의 경쟁력과 동사의 BD 역량을 동시에 확인한 딜로 평가한다.

R&D 측면에서는 LAPSCOVERY에 한정되지 않고 후보물질별 특성과 치료 목적에 맞는 기술을 발굴·최적화하는 방식으로 확장되고 있다. HM17321(지방산 결합, AI 설계)과 HM15421(ERT 최적화 Fc 융합)이 대표적이다.R&D 조직도 모달리티 중심에서 질환 영역 중심으로 개편했으며, 질환의 unmet needs를 기준으로 모달리티를 선택하는 접근으로 전환했다. 참고로 HM15421은 AI 플랫폼 셋업 이전에 설계된 물질이며, 한미약품 자체 AI(HARP)가 적용된 물질은 로슈에 기술수출한 UCN2(HM17321)와 마이오스타틴 프로그램 등이다.

그림 2. 한미약품 2026년 기술수출 계약 현황



자료: 한미약품, 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 한미약품 2026년 기술수출 계약 현황

계약일	파트너사	에셋	적응증	업프론트	총 규모	계약금 비중
26.06.01	Eli Lilly	소네페글루타이드(HM15912, GLP-2)	단장증후군(SBS)	$75mn	$1,260mn	6.00%
26.08.24	Genentech (Roche)	HM17321 (UCN2 analog)	비만	$190mn	$2,305mn	8.20%
26.10.29	BioMarin	HM15421 (LA-GLA)	파브리병	$35mn	$237.5mn	14.70%
토탈				$300mn	$3,802.5mn	7.9%

주: HM15421은 동사 기준(GC녹십자 포함 양사 합산 업프론트 $70mn, 토탈 $475mn)
자료: 한미약품, 미래에셋증권 리서치센터

HM15421(파브리병) 가치 2,201억원 신규 반영

HM15421의 rNPV를 2,201억원으로 신규 반영한다. 주요 가정은 다음과 같다. 1) 파브리병 치료제 시장 2025년 22억달러에서 2030년 30억달러(CAGR +6.4%), 이후 2031년부터 연 7% 성장, 2) 1/2상 종료(2028년경) 후 허가 임상을 거쳐 2031년 출시, 3) 출시 8년차 피크 점유율 40%(피크 매출 약 24억달러), 4) 로열티 13%(GC녹십자와 5:5 배분, 동사 실효 6.5%), 5) 마일스톤 $202.5mn 중 90% 수령, 6) 임상 성공 확률 30%, 7) 한미사이언스 미분배, 동사 100% 귀속이다.

피크 점유율 40%는 갈라폴드와 기존 정맥 ERT 3종이 공존하는 시장에서 최초의 SC ERT로서 전환 수요를 확보한다는 가정이다. 기존 ERT와 투약 편의성 측면에서 장점이 없는 엘파브리오 개발사(프로탈릭스)는 자사 제품의 목표 점유율을 15~20%로 한 바 있다. HM15421 1/2상에서 인체 데이터가 확인되면 성공 확률 상향을 통해 가치는 추가 상향될 수 있다.

표 7. HM15421(LA-GLA) rNPV

(백만달러)	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032	2033	2034	2035	2036	2037	2038	2039	2040
파브리병 치료제	2,200.0	2,340.8	2,490.6	2,650.0	2,819.6	3,000.0	3,210.0	3,434.7	3,675.1	3,932.4	4,207.7	4,502.2	4,817.3	5,154.6	5,515.4	5,901.5
HM15421 점유율		-	-	-	-	-	5.0%	10.0%	15.0%	20.0%	25.0%	30.0%	35.0%	40.0%	40.0%	40.0%
HM15421 매출		-	-	-	-	-	160.5	343.5	551.3	786.5	1,051.9	1,350.7	1,686.1	2,061.8	2,206.2	2,360.6
계약금		35.0	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
마일스톤 가정	180.0	-	-	20.0		20.0	20.0	20.0	20.0	-	20.0	20.0	20.0	20.0	-	-
로열티 (한미)	816.3	-	-	-	-	-	10.4	22.3	35.8	51.1	68.4	87.8	109.6	134.0	143.4	153.4
세후 이익		28.0	-	16.0	-	16.0	24.3	33.9	44.7	40.9	70.7	86.2	103.7	123.2	114.7	122.8
현재가치		28.0	-	13.2	-	10.9	15.1	19.1	22.9	19.1	30.0	33.2	36.3	39.3	33.2	32.3
현재가치 합(NPV)		478.2														TV
성공 확률 rNPV	30%	163.1														552.4
원화 rNPV	1,350	2,201.4														PVof TV 145.5

자료: 미래에셋증권 리서치센터

HM15421(파브리병) 기술수출 컨퍼런스콜 주요 Q&A

Q. 선급금 비율이 높게 책정된 근거는?

A. 계약 형태를 여러 가지로 고려하였으나 이번에는 계약금에 비중을 두고 협상을 진행. 선급금 비율을 약 14.7%까지 높이는 것으로 의도하였고, 개발 투자 비용을 후단이 아닌 앞단에서 단기간 내 회수한다는 전략을 초기부터 명확히 설정한 결과.

Q. GC녹십자와의 공동연구에서 각사의 기여 내용, 이익 배분, 상업화 시점은?

A. 물질 설계와 전임상 단계까지의 개발은 한미약품이 수행하였으며 물질 원천특허도 한미약품이 보유하고 있음. GC와의 협력 배경은 한미가 미생물 배양 설비는 보유하나 동물세포 배양 상용 생산 시설이 없는 점으로 이루어짐. CMC(화학·제조·통제) 등 생산 관련 협업을 위해 공동연구 형태로 계약하였으며 이후 단계에서도 5:5로 진행 중. 모든 수익은 5:5로 배분될 것이고, 로열티 등 세부 사항은 비공개이며 글로벌 생산 권리는 바이오마린이 보유. 상업화 시점은 바이오마린이 개발을 진행하며 각사 역량, 시장·경제 상황에 따라 임상 속도가 좌우되므로 구체적 일정에 대해서는 언급이 어려움.

Q. 계약금은 4분기에 일시 인식되는지?

A. 계약금 인식 구조는 내부에서 논의 중이며 공개 가능한 시점에 업데이트할 예정.

Q. 기술료 유입에 따른 현금 활용 계획은?

A. R&D 성과에 따른 현금이므로 진행 중인 임상 과제 중심으로 R&D에 우선 재원 배분하는 것이 원칙. 이후 재무구조 개선 등 우선순위에 따라 활용하고, R&D 중심 신규 투자 과제에 우선 배분하는 것이 대원칙.

Q. HM15421 개발 타임라인과 데이터 리드아웃 시점은?

A. 파트너사 개발 소관이며 개발 전략에 따라 변동 가능. 현재 글로벌 1/2상은 2028년경 종료 예정이며 이 또한 파트너사 소관.

Q. 비만·희귀질환 외 항암 분야에서 기대하는 파이프라인, 신약 개발 전략, 성과 시점은?

A. 성과는 현재 비만과 희귀질환에서 주로 발생 중이나 항암에서도 임상 단계 과제가 진행 중. 투스페티닙 임상 결과가 의미 있고, BH3120과 IL-2 관련 과제도 의미 있는 결과가 나오고 있음. 항암 분야에서 다양한 신규 모달리티와 플랫폼을 셋업 중이며 내년부터 구체적인 파이프라인화를 예상중. 최근 해외 학회에서 소분자 약물접합체(SMDC)를 데뷔시켜 반응이 좋았음. ADC는 분자량이 커 고형암의 종양 조직 내 침투와 미세종양환경 변화에 한계가 있기에 전달체를 저분자로 대체하고 링커와 페이로드를 부착하는 형태로 개발 중. 싱글도메인 항체(항체 대비 분자량 1/10~1/5 수준)도 플랫폼화 중. 내년부터 기존 항암제 임상 결과 리드아웃과 신규 플랫폼 기반 파이프라인을 선보일 계획. 또한 투스페티닙 외에 국내에서 NRAS 변이 흑색종 적응증으로 개발 중인 벨바라페닙(Belvarafenib) 임상, ESMO 포스터 발표를 진행한 과제들, 면역항암제 임상도 순조롭게 진행 중.

Q. 바이오마린이 높게 평가한 경쟁력은 투약 편의성인지 효능 개선인지? 임상 1/2상 초기 인체 데이터까지 검토하고 계약하였는지?

A. 전임상을 포함해 HM15421 개발 과정에서 확보한 전반적인 데이터와 경쟁력을 종합 검토한 후 계약이 체결되었고, 파트너사가 구체적으로 어떤 데이터와 요소를 중시했는지는

언급하기 어려움. 다만 기존 ERT는 신장 기능 개선 등에서 불충분하다는 unmet needs가 있었으며, 투약 편의성도 중요하나 치료 효율 개선 여부가 더 중요하다고 판단. 전임상 데이터이나 다양한 장기 손상 측면에서 기존 치료제에 없던 효능을 확인하였으므로 치료 효용성이 중요하게 작용하였을 것으로 예상.

Q. 바이오마린과 논의한 목표 환자군은 기존 ERT 전환 환자, 신규 진단 환자, 갈라폴드 비반응 환자 중 어디에 집중하는지?

A. 갈라폴드는 특정 유전 돌연변이 환자(통상 30~50%)에만 사용이 가능. HM15421은 유전형과 무관하게 적용 가능하여 갈라폴드를 보완하고 더 폭넓은 환자군을 커버하며 파브리병 포트폴리오를 강화하는 목적으로 판단. 갈라폴드 적용 환자군은 ERT 필요 환자 대비 상대적으로 제한적.

Q. PTC Therapeutics가 개발한 유전자치료제가 26년 4분기 BLA 제출 목표인데 출시 시점에도 한미의 경쟁력이 유지되는지?

A. 유전자치료제가 ERT 분야에서 다수 개발 중이나 모든 환자에게 작용하지 않으며 전신 작용의 한계가 알려져 있음. 면역 반응 등으로 일부 유전자치료제 개발이 중단된 사례가 있고, 안전성과 유효성 증명에 상당한 시일 소요 예상. BLA 제출 목표 시점 이후에도 충분한 경쟁력 유지 가능하다고 판단하며, 바이오마린도 같은 판단으로 기술을 도입하였을 것으로 봄.

Q. 적용된 long-acting기술의 내용과 글로벌 생산 권리가 바이오마린에 있다면 한미가 생산 대신 기술이전만 하는 것인지?

A. Fc(Fragment crystallizable)를 사용한다는 점에서 랩스커버리와 유사해 보이나 ERT 최적화를 위해 별도로 설계. GLA 호모다이머가 안티패럴렐(GLA homodimer antiparallel) 방향으로 다이머를 이루도록 하는 것이 핵심 전략이었으며 링커 길이 등을 중요하게 고려하여 설계. 기존 ERT는 라이소좀 환경에서 쉽게 분해되나 HM15421은 라이소좀 내에서도 장기간 안정적으로 유지되도록 설계됨. 즉 Fc 기반 롱액팅 기술에 물질 자체의 안정성을 늘린 기술이며, 기존 랩스커버리로 구현 불가한 부분을 물질에 맞게 변형한 것. 생산은 현재 진행 중인 임상 1/2상의 임상시료를 GC녹십자가 생산·공급 중이며 임상 지속을 위해 지속적으로 공급할 예정. 이후 글로벌 생산 권리는 바이오마린이 보유하며 세부 사항은 계약 조항상 언급 어려움.

Q. AI 기반 기술은 물질 개발 중 어떤 파트에 적용되었는지?

A. HM15421은 설계 시점이 AI 플랫폼 셋업 단계여서 휴먼 디자인 물질이며 AI 기술이 적용된 한미 물질은 로슈(제넨텍)에 기술수출된 UCN2와 최근 근육 강화 프로그램인 마이오스타틴 등. 연구 단계에서는 더 많은 물질이 AI를 활용해 개발 중이고 물질 도출 소요 시간이 크게 단축되었으며, 하프(HARP 계열) 플랫폼이 파이프라인 등재와 기술수출 성과로 이어지는 점에서 AI 내재화가 잘 이루어지고 있다고 판단.

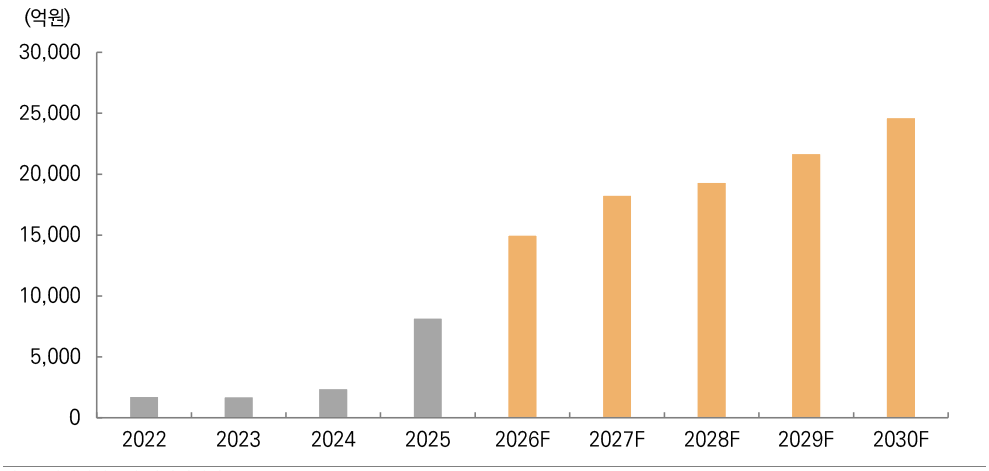
표 8. 한미약품 분기 및 연간 실적 전망 (억원, %)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26P	3Q26	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	1311	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

주: 4Q26 로슈 계약금 2,629억원만 반영. HM15421 계약금은 인식 방식 미확정으로 추정치에 미반영

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 국내 비만 치료제 시장 규모 추정



자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 9. 국내 과체중/비만 의약품 시장 규모 추정

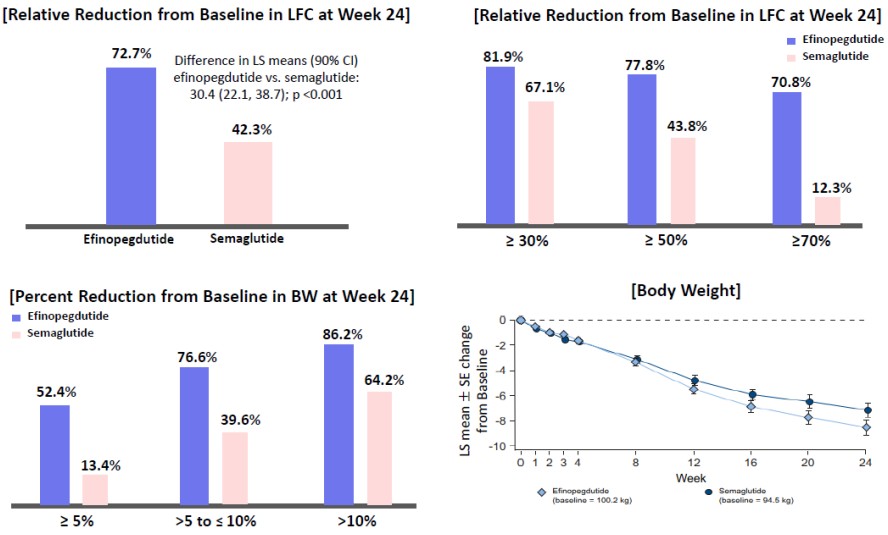
(명, 원, 억원)

	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
젭바운드(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

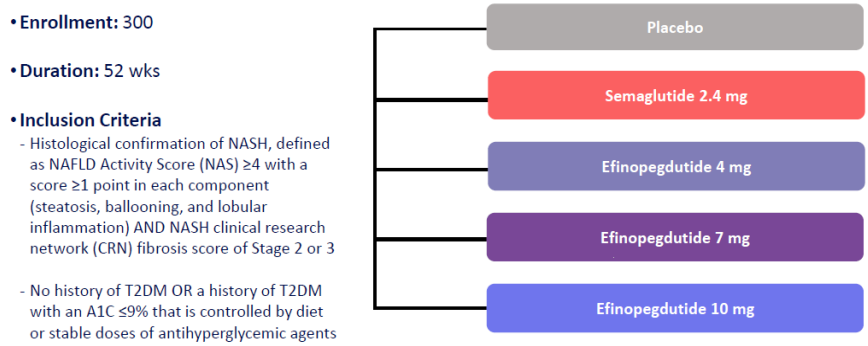
자료: 미래에셋증권 리서치센터 추정

그림 4. Efinopegdutide 임상2a상 데이터



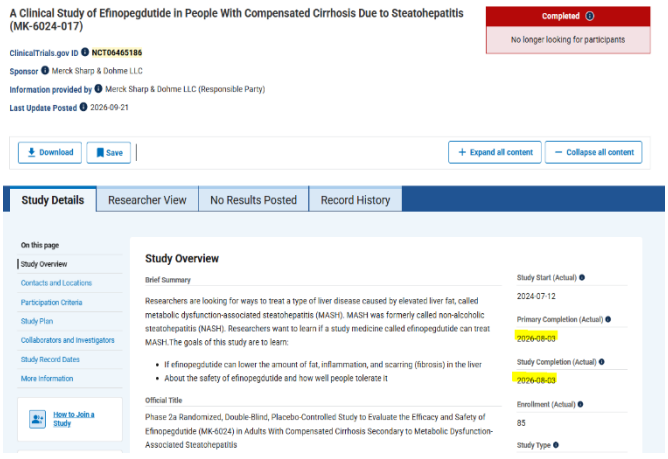
자료: Romero Gome M, et al. J Hepatol . 2023 Jun 5:S0168 8278(23)00342 2, 한미약품, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. Efinopegdutide 임상2b상 디자인



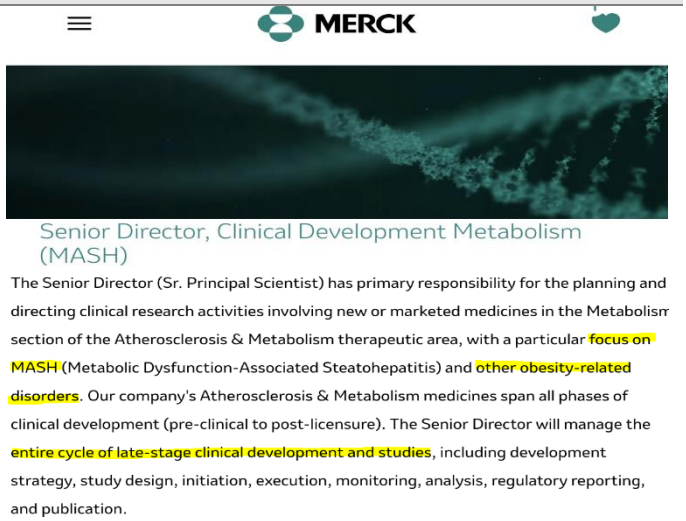
자료: 한미약품, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. Efinopegdutide F4 MASH 임상2a상 완료



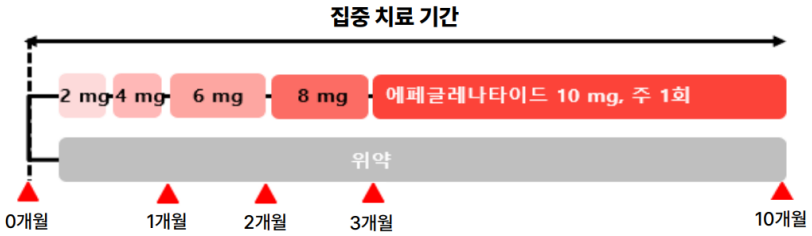
자료: Merck, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. Merck MASH 임상 담당 시니어 디렉터 채용 공고



자료: Merck, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 비만 환자 대상 Efpeglenatide 국내3상 디자인

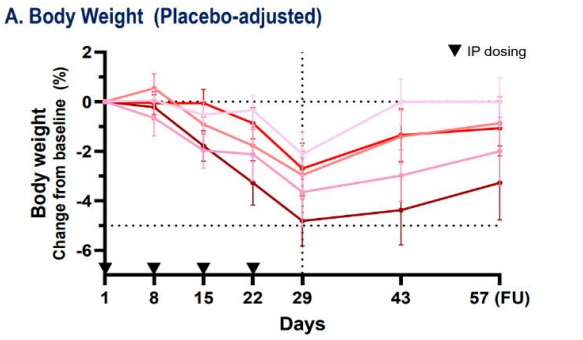


[1차 평가지표]
- 체중 변화율 (기간: 기준시점 ~ 40주)
- 체중 5% 이상 감소한 환자 비율 (기간: 40주차)

[환자 선정 기준]
- BMI ≥30 kg/m² 또는 27 kg/m² ≤ BMI <30 kg/m²이며 다음 동반 질환 중 하나 이상을 가진 경우 (동반 질환: 고혈압, 이상지질혈증, 수면 무호흡증 또는 심뇌혈관 질환)

자료: 한미약품, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. LA-GLP/GIP/GCG 삼중작용제 zantrutide 임상1상 데이터



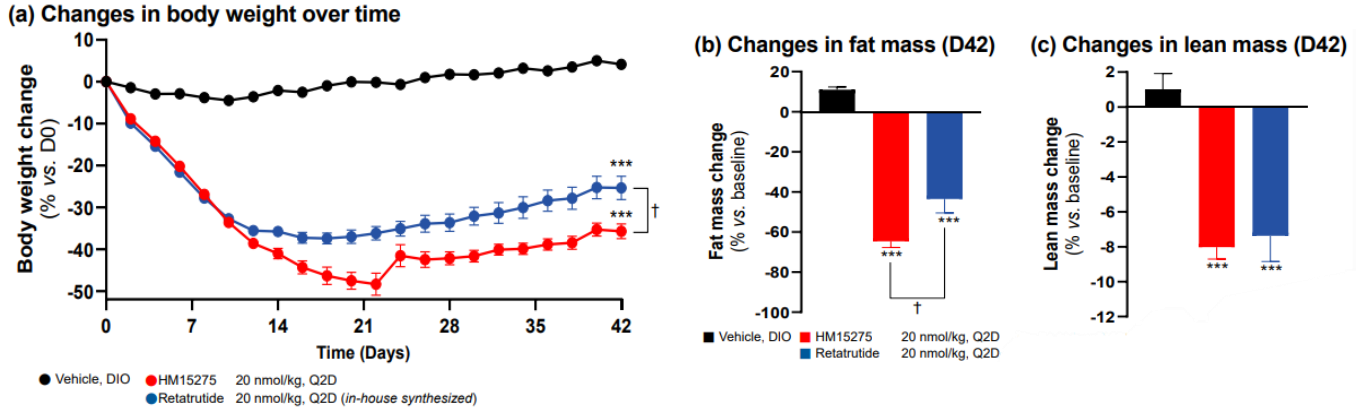
• Placebo-adjusted D29 % Change from baseline

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 HM15275 (mg) 1.0 (N=6)	2.0 (N=6)	4.0 (N=6)	SAD Pooled Placebo (N=6)	MAD 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)	0.5/1.0/2.0/4.0 (N=8)	0.5/2.0/4.0/8.0 (N=8)	MAD 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
Eructation	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)

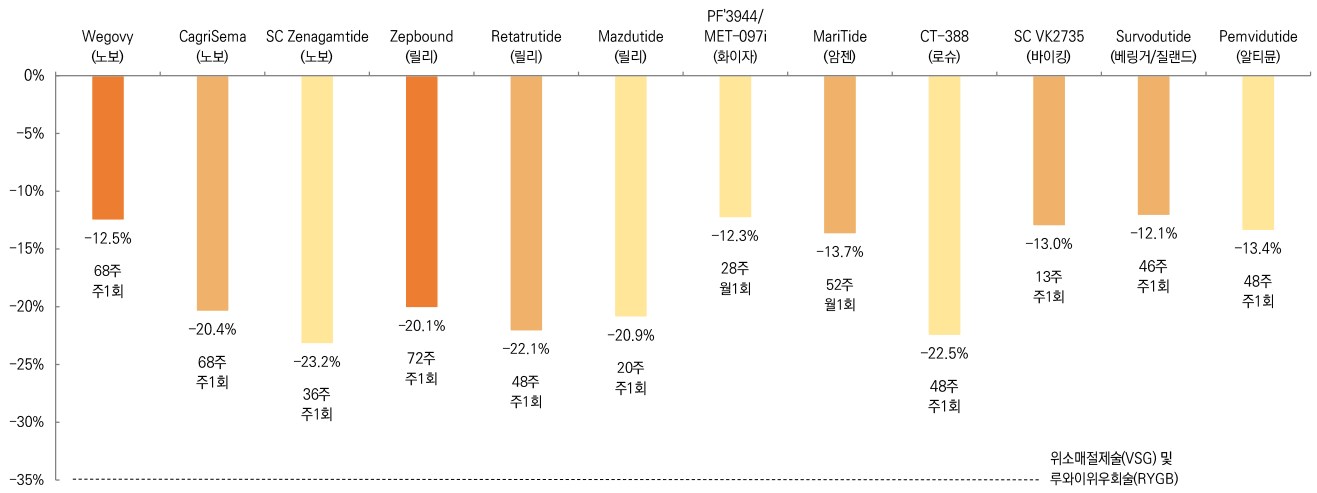
자료: ADA 2025, 한미약품, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. HM15275 비만 마우스 데이터



자료: ADA 2025, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 주요 SC 제형 비만 신약/후보물질 효용성 비교



주: 위약 조정 기준
자료: 각 사, 미래에셋증권 리서치센터

표 10. 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			中이노벤트 중국 출시

	PF'3944/MET-097i (화이자)	MariTide (암젠)	CT-388 (로슈)	SC VK2735 (바이킹)	Survodutide (베링거/질랜드)	Pemvidutide (알티뮨)
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 12. 한미약품 신약 R&D 파이프라인 현황(3Q26)

	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	승인
비만/대사	에페거글루카곤+에페글레나타이드 [APIGlucagon Combo] 비만/대사성질환	HM17321 [LA-UCN2] 비만 Genentech	잔트루타이드 [LA-GLP-1/GIP/GCG] 비만, 제2형 당뇨병	에페글레나타이드 [APIExd4 analog] 제2형 당뇨병	에페 (eppé)® [에페글레나타이드] 비만
	HM500197 [LA-MSTN] 비만		에피노페그듀타이드 [APIGLP-1/GCG agonist] 대사이상 지방간염(비알콜성 지방간염) MSD		
			에포시페그트루타이드 [APITriple agonist] 대사이상 지방간염(비알콜성 지방간염)		
항암	HM100714 [sHER2] 비소세포폐암	롤론티스(Rolontis)® [에플라페그라스팀] 호중구 감소증 (장일투여요법) Zydus	벨바라페닙 [pan-RAF 저해제] NRAS 변이 흑색종	포지오티닙 [pan-HER] HER2 exon20 변이 NSCLC 2차 치료요법 Zydus	롤론티스 (Rolontis)® [에플라페그라스팀] 호중구 감소증 Zydus
		투스페티닙 [MKI] 급성골수성 백혈병 Aptose	티부메시르논 [CCR4] 위암 RAPT	오락솔 (Oraxol)® [엔서뷰다+파클리탁셀] 유방암 등 고형암 Health Hope Pharma	
		HM97662 [EZH1/2 저해제] 고형암 및 혈액암	포셀티닙 [multi-TEC] 원발성 중추신경계 림프종 NOBO Medicine		
		HM16390 [APIIL-2 analog] 고형암, '키트루다®' 병용 임상			
		BH3120 B [PD-L1/4-1BB BsAb] 고형암, '키트루다®' 병용 임상			
		BH2950 B [PD-1/HER2 BsAb] 고형암 Innovent			
희귀질환/기타	에포시페그트루타이드 [APITriple agonist] 특발성 폐섬유증	HM15421 [LA-GLA] 파브리병 GC	에페거글루카곤 [APIGlucagon analog] 선천성 고인슐린증		허알루마 (Synojoynt)® [히알루론산나트륨] 슬관절의 골관절염 Arthrex
			소네페글루타이드 [APIGLP-2 analog] 단장 증후군 Lilly		
			에페소마트로핀 [APIhGH] 성장호르몬 결핍증		
			루미네이트(Luminate)® 건성 노인성황반변성 Allegro Heifei AffaMed		

B 북경한미 : 업데이트

에페(eppé)®: 국내 품목 허가 획득, **잔트루타이드**: WHO 국제일반명(rINN) 등재 **HM17321**: Genentech 기술이전 계약 체결, **에피노페그듀타이드**: 글로벌 보상성 간경변 임상 2a상 종료, **에포시페그트루타이드**: 글로벌 MASH 임상 2b상 종료
벨바라페닙: Genentech으로부터 권리 반환, **에페거글루카곤**: 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
영업활동으로인한자산및부채의변동	-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

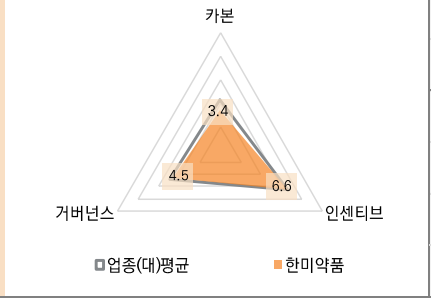
예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2025	2026F	2027F	2028F
P/E (x)	34.2	13.8	23.8	22.8
P/CF (x)	15.0	8.5	14.2	14.1
P/B (x)	4.5	3.2	2.9	2.6
EV/EBITDA (x)	17.4	8.2	13.4	12.6
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

자료: 한미약품, 미래에셋증권 리서치센터

ESG 레이팅 : 한미약품 (128940)

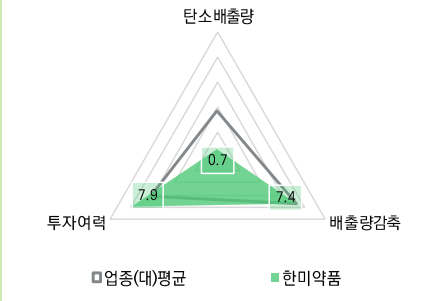
종합



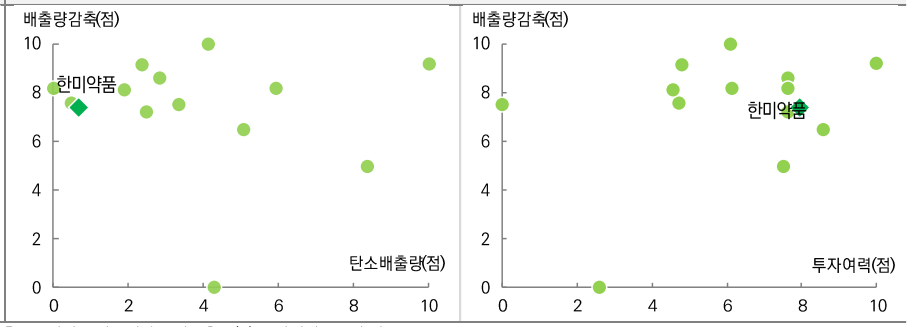
세부항목

ESG 점수	4.3	▼	직전점수	6.1	업종(대)	건강관리
ESG 등급	B	▼	직전등급	A	업종(중)	제약과생물공학
세부항목	점수	등급	가중치(%)		담당자	김승민
카본(E)	3.4	BBB	40	=	담당자 코멘트	
인센티브(S)	6.6	A	10	=	거버넌스 이슈 존재	
거버넌스(G)	4.5	BBB	50	=		

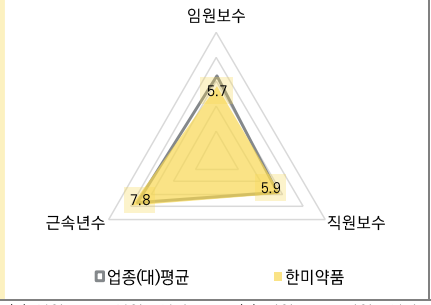
ESG 항목별 세부점수

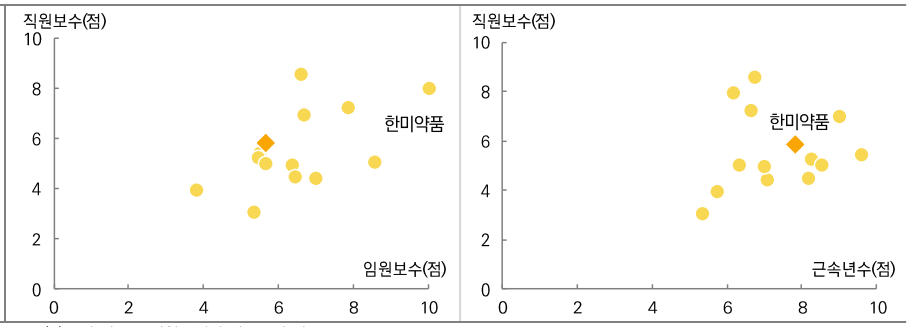


동일업종(대) 기업 간 비교

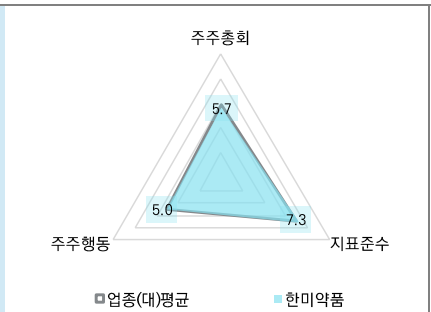


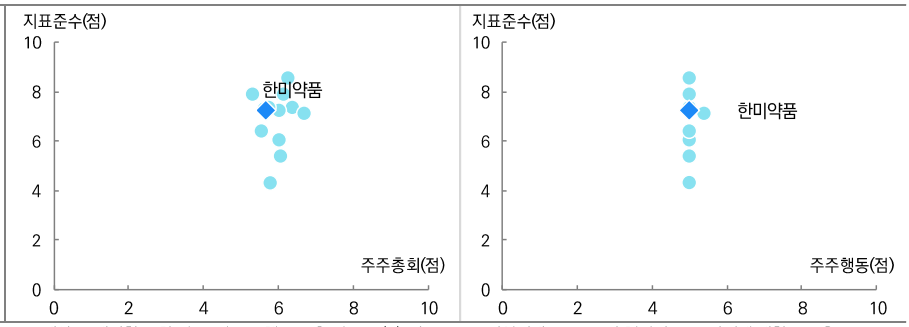
(1) 탄소배출량 = 탄소집약도(탄소배출량/매출) ; (2) 배출량감축 = 3년평균 탄소집약도 감소율 ; (3) 투자여력 = 3년 평균 ROE
주: 탄소배출량 점수와 탄소집약도는 반비례 ; 배출량감축 점수와 탄소집약도 감소율은 비례





(1) 임원보수 = 임원 1인당 보수 ; (2) 직원보수 = 직원 1인당 보수 ; (3) 근속년수 = 직원 1인당 평균 근속년수





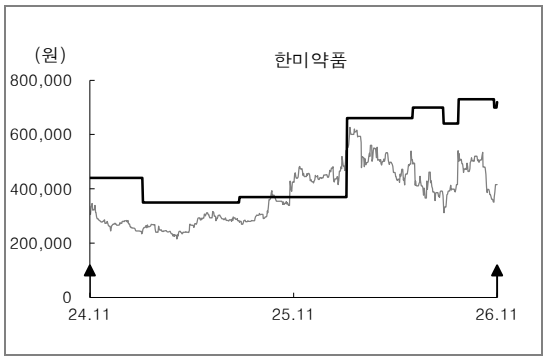
(1) 주주총회 = 주총 안건 종합 반대·기권 비율 ; (2) 주주행동 = 주주제안·공개서한 수취 건 수 및 주주행동 수용 건 수 ; (3) 지표준수 = 기업지배구조보고서 핵심지표 15가지에 대한 준수율
주: 주주총회 및 주주행동 점수가 높을 수록 견제와 균형이 작동함을 의미

점수	산정식 및 설명
ESG 점수	ESG 점수 = (E 가중치 × 카본스코어) + (S 가중치 × 인센티브 스코어) + (G 가중치 × 거버넌스 스코어)
카본 스코어	카본 스코어 = 탄소배출량 점수 + (투자여력 점수 × 배출량감축 점수)
인센티브 스코어	인센티브 스코어 = 임원보수 점수 + 직원보수 점수 + 근속년수 점수
거버넌스 스코어	거버넌스 스코어 = 주주총회 점수 + 주주행동 점수 + 지표준수 점수

자료: MSCI, FnGuide, 한국거래소, 미래에셋증권 리서치센터

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한미약품 (128940)				
2026.11.02	매수	720,000	-	-
2026.10.28	매수	700,000	-42.61	-40.71
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



* 괴리율 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 주가하락이 예상	비중축소	: 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화

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

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

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 주가상승이 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.