한국투자증권

제약·바이오

2026. 11. 9

한미약품(128940)

기대보다 좋았던 임상 결과

매수(유지) | 목표주가: 730,000원 (유지)

위해주, Ph.D.
hjwi@koreainvestment.com
이다용
dayong@koreainvestment.com

머크, 에피노페그듀타이드 2b상 결과 공개

AASLD(미국간학회)에서 공개된 에피노페그듀타이드의 F2~3 MASH(대사이상관련지방간염) 임상 2b상 결과는 기대보다 좋았다. **두 가지 일차 평가지표에서 모두 위약 대비 통계적으로 우수했으며, MASH 치료제인 위고비 대비로도 좋았다. 특히 7mg 용량군에서 가장 우수한 임상 유익성-위험성 프로파일을 보였기 때문에 3상 진입 시 적정 용량으로 선정할 가능성이 있다.** 일차 평가 지표인 52주차 섬유증 악화 없는 MASH 해소율은 에피노페그듀타이드 4mg, 7mg, 10mg 투여군에서 각각 56%, 63%, 61%로 확인됐으며 위약군 13% 대비 우수했다. 위약 보정 시 각각 43.0%p, 49.5%p, 47.8%p 우수한 결과이며 모든 용량군에서 p<0.001의 유의성이 관찰됐다. 52주차 지방간염 악화 없는 1단계 이상 섬유증 개선율은 에피노페그듀타이드 4mg, 7mg, 10mg 투여군에서 각각 43%, 52%, 34%로 확인됐으며 위약군 21% 대비 우수했다. 위약 보정 시 각각 21.7%p, 30.4%p, 13.0%p 우수한 결과이며 10mg을 제외하고 각각 p=0.004, p<0.001 수준의 통계적 유의성이 확인됐다. 한편 양성 대조군으로 추가한 위고비(2.4mg) 투여군과 비교해도 손색없는 수준이었다(단순 숫자 대조 시 에피노가 우수해 보이지만, 통계 분석 결과는 없었기 때문에 우수하다고 표현할 수는 없음). 위고비 투여군의 MASH 해소율은 53%, 섬유증 개선율은 25%였다. 한편 4mg, 7mg 투여군에서는 내약성도 좋았다. 이상반응으로 인한 투여 중단은 위약군 또는 위고비 투여군에서 1% 수준으로 관찰됐으며 에피노 4mg, 7mg 투여군에서는 3~4% 수준으로 관찰됐다. 10mg 투여군의 투여 중단은 11%에서 관찰됐다.

반환을 우려했던 시장, 하지만 임상 3상 진입 가능성이 높아진 지금

투자의견 매수 목표주가 73만원(SoTP; 영업가치 5조원+파이프라인가치 4.4조원)을 유지한다. 그간 제기되었던 파이프라인 반환 우려를 해소하고 임상 3상 진입 가능성을 재평가해야 할 시점이다. 지난 2a 상에서 관찰된 위고비 대비 우수한 지방간 감소 효과가 조직학적인 섬유화 개선 효과로 이어지며 임상 PoC를 검증했다. 10mg 용량에서는 효능의 saturation이 관찰된 것으로 추정하지만, 7mg 용량에서는 우수한 임상 유익성-위험성 프로파일을 보였기 때문에 3상 진입 가능성 높다고 판단한다. 경쟁 약물의 효능과 간접 비교해도 상대적으로 우수한 수준이다.

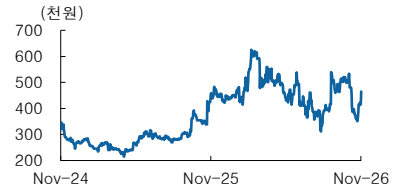
실적 및 Key 데이터 전망

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액(십억원)	1,496	1,548	1,944	1,722	1,799
영업이익(십억원)	216	258	533	290	268
순이익(십억원)	121	170	386	211	196
EPS(원)	9,567	13,372	30,417	16,743	15,575
증감률(%)	(15.3)	39.8	127.5	(45.0)	(7.0)
EBITDA(십억원)	314	357	639	400	379
PER(배)	29.3	33.8	15.3	27.8	29.9
EV/EBITDA(배)	12.8	17.3	9.7	15.3	16.0
PBR(배)	3.3	4.6	3.6	3.2	3.0
ROE(%)	11.9	14.5	26.9	12.3	10.4
DY(%)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

Stock Data & 추이

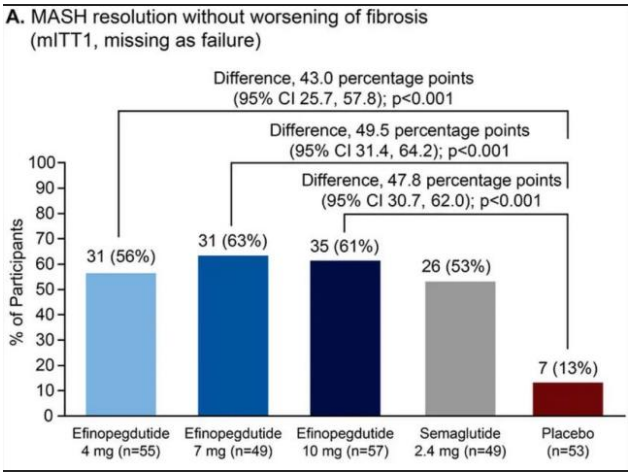
주가(11/5)		465,000
시가총액(십억원)		5,957
52주 최고/최저가(원)		626,000/311,500
주요주주(%)	한미사이언스 외 6 인	49.6
	국민연금공단	10.2



자료: FnGuide

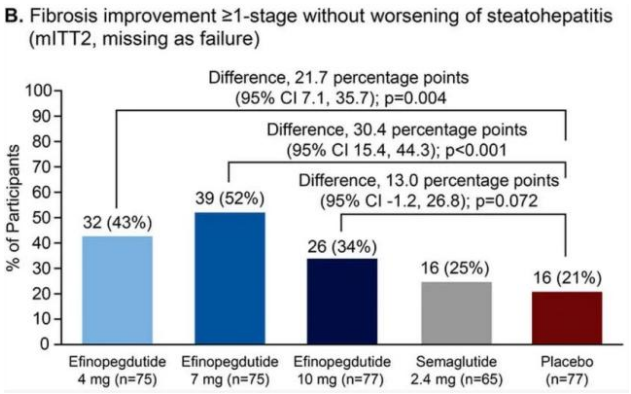
한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

[그림 1] 에피노의 MASH 해소율 위약 대비 우수



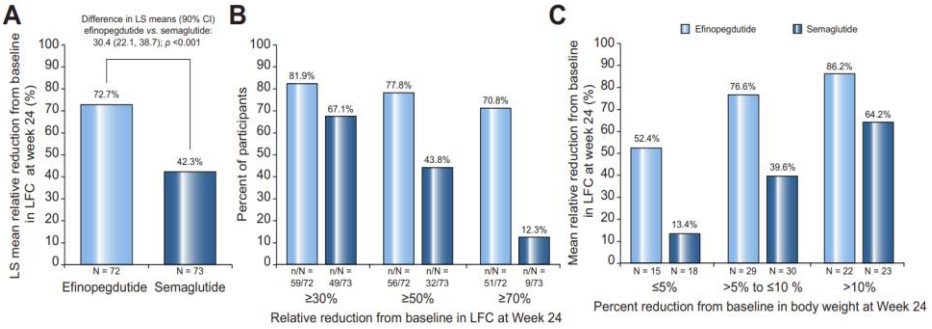
자료: AASLD, 한국투자증권

[그림 2] 에피노의 섬유증 개선율 위약 대비 우수



자료: AASLD, 한국투자증권

[그림 3] 에피노는 위고비 대비 간 내 지방 감소(LFC) 효능 우수(임상 2a상 결과)



자료: Journal of Hepatology(https://doi.org/10.1016/j.jhep.2023.05.013), 한국투자증권

<표 1> 머크의 에피노페그듀타이드 임상 현황

단계	대상자	인원수	디자인	일차 목표	이차 목표	종료	비고
2b상	간경화전단계(*)	381명	에피노/세마/위약	52 주차 조직학적 간염증이 1 단계 이상 해소된 환자(섬유증 악화 없이)	52주차 조직학적 섬유증이 1단계 이상 개선된 환자(간염증 악화 없이)	25.12.29	MK-6024
	(F2~3)			60주차 이상반응	52주차 체중		-013
				52주차 이상반응에 의한 중단율			
2a상	MASH 보상성	85명	에피노/위약	28주차 지방간 감소	28주차 MRI 간 염증/섬유화	26.08.03	MK-6024
	간경변 동반 환자			36주차 이상반응	28주차 ELF 간섬유화		-017
	(F4)			28주차 이상반응에 의한 중단율	28주차 Pro-C3 콜라겐		

주: (*)간경화전단계: F2~3 환자 중 NAS 4점 이상 환자, 조직학적 환자 선별
자료: clinicaltrials.gov, 한국투자증권

<표 2> 한미약품 목표주가: 730,000원

(단위: 십억원, 배, 천주, 원)

구분	주요 내용	비고
A. 영업 가치	**5,005**	
12MF EBITDA	435	
Target EV/EBITDA	12	
B. 비영업가치	**4,355**	
에피노페그듀타이드	2,334	
에포시페그트루타이드	1,092	
소네페글루타이드	610	
HM17321	293	
LA-GLA	27	
C. 2026F 기준 순차입금	83	
D. 기업가치(A+B-C)	9,277	
E. 발행주식수	12,726	
F. 적정주가(D/E)	729,018	
G. 목표주가	**730,000**	
H. 현재주가	465,000	11/5(목) 종가 기준
I. 상승여력	*57%*	

자료: 한국투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	**1,496**	**1,548**	**1,944**	**1,722**	**1,799**
매출원가	678	663	720	738	778
매출총이익	817	884	1,224	984	1,021
판매관리비	601	627	691	693	753
영업이익	**216**	**258**	**533**	**290**	**268**
영업이익률(%)	*14.5*	*16.7*	*27.4*	*16.9*	*14.9*
EBITDA	314	357	639	400	379
EBITDA Margin(%)	*21.0*	*23.0*	*32.8*	*23.3*	*21.1*
영업외수익	(45)	(45)	(16)	(10)	(8)
금융수익	12	12	15	18	20
금융비용	31	17	21	20	19
기타영업외손익	(26)	(39)	(9)	(8)	(9)
관계기업관련손익	(0)	(0)	(0)	(0)	(0)
세전계속사업이익	**171**	**213**	**517**	**280**	**260**
법인세비용	31	26	98	50	47
연결당기순이익	140	187	419	230	214
지배주주지분순이익	**121**	**170**	**386**	**211**	**196**
지배주주순이익률(%)	*8.1*	*11.0*	*19.8*	*12.3*	*10.9*
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	0.3	3.5	25.6	(11.4)	4.5
영업이익 증가율	(2.0)	19.2	106.7	(45.5)	(7.7)
지배주주순이익 증가율	(17.0)	39.8	127.5	(45.2)	(7.0)
EPS 증가율	(15.3)	39.8	127.5	(45.0)	(7.0)
EBITDA 증가율	(1.8)	13.7	79.1	(37.3)	(5.4)

재무상태표

(단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
자산총계	**2,021**	**2,138**	**2,655**	**2,620**	**2,820**
유동자산	746	894	1,264	1,257	1,403
현금성자산	192	108	233	207	270
매출채권및기타채권	239	342	428	430	450
재고자산	301	339	408	379	432
비유동자산	1,275	1,244	1,392	1,363	1,417
투자자산	172	124	155	138	144
유형자산	796	760	787	813	839
무형자산	94	113	140	126	131
부채총계	**780**	**715**	**832**	**585**	**591**
유동부채	683	605	720	477	483
매입채무및기타채무	213	198	243	207	198
단기차입금및단기사채	371	320	320	270	245
유동성장기부채	31	14	14	14	14
비유동부채	97	110	112	109	108
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	92	97	96	95	93
자본총계	**1,241**	**1,423**	**1,823**	**2,034**	**2,229**
지배주주지분	1,085	1,250	1,616	1,808	1,986
자본금	32	32	32	32	32
자본잉여금	411	411	411	411	411
기타자본	(43)	(43)	(43)	(43)	(43)
이익잉여금	681	836	1,197	1,383	1,554
비지배주주지분	**156**	**173**	**207**	**226**	**244**
순차입금	303	233	83	3	(94)

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동현금흐름	**193**	**173**	**408**	**222**	**287**
당기순이익	140	187	419	230	214
유형자산감가상각비	86	86	89	95	95
무형자산상각비	12	13	17	15	16
자산부채변동	(90)	(150)	(152)	(136)	(55)
기타	45	37	35	18	17
투자활동현금흐름	**25**	**(159)**	**(223)**	**(154)**	**(155)**
유형자산투자	(39)	(43)	(116)	(122)	(122)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	90	(80)	(26)	24	(0)
무형자산순증	(23)	(33)	(44)	(1)	(22)
기타	(3)	(3)	(37)	(55)	(11)
재무활동현금흐름	**(94)**	**(97)**	**(60)**	**(95)**	**(68)**
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	(78)	(66)	(1)	(51)	(26)
배당금지급	(13)	(31)	(25)	(25)	(25)
기타	(3)	0	(34)	(19)	(17)
기타현금흐름	13	(0)	0	0	0
현금의증가	**137**	**(84)**	**125**	**(27)**	**63**
FCF	199	86	229	104	143

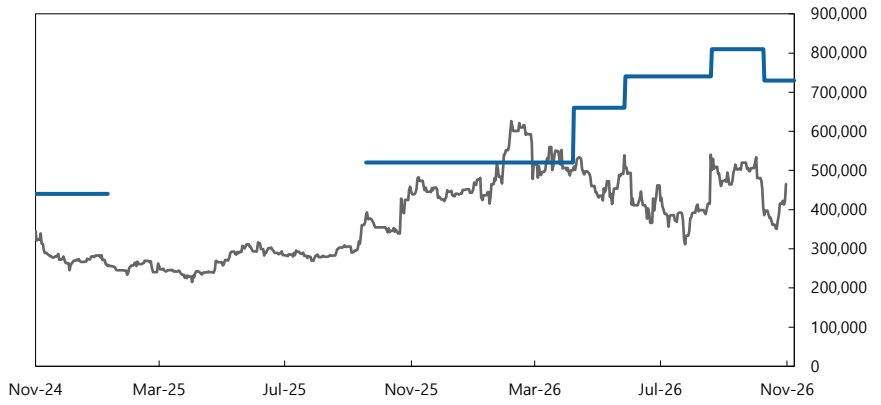
주요 투자지표

	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
주당지표(원)					
EPS	9,567	13,372	30,417	16,743	15,575
BPS	85,558	98,560	128,127	143,355	157,415
DPS	1,250	2,000	2,000	2,000	2,000
수익성(%)					
ROA	7.2	9.0	17.5	8.7	7.9
ROE	11.9	14.5	26.9	12.3	10.4
배당수익률	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
배당성향	13.1	15.0	6.5	11.9	12.8
안정성					
부채비율(x)	62.9	50.2	45.6	28.8	26.5
차입금/자본총계비율(%)	40.0	30.5	23.7	18.8	16.0
이자보상배율(x)	8.9	15.2	33.7	19.5	19.9
순차입금/EBITDA(x)	1.0	0.7	0.1	0.0	(0.2)
Valuation(x)					
PER	29.3	33.8	15.3	27.8	29.9
최고	39.4	36.9	21.3	38.6	41.5
최저	25.5	16.0	9.9	18.0	19.4
PBR	3.3	4.6	3.6	3.2	3.0
최고	4.4	5.0	5.0	4.5	4.1
최저	2.8	2.2	2.4	2.1	1.9
PSR	2.4	3.7	3.1	3.4	3.3
EV/EBITDA	12.8	17.3	9.7	15.3	16.0

주: K-IFRS (연결) 기준

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
한미약품 (128940)	2024.01.10	매수	440,000원	-30.2	-19.8
	2025.01.10	1년경과		-40.5	-38.4
	2025.01.16	NR	-	-	-
	2025.09.23	매수	520,000원	-10.2	20.4
	2026.04.13	매수	660,000원	-28.2	-18.3
	2026.06.02	매수	740,000원	-45.7	-27.0
	2026.08.25	매수	810,000원	-39.3	-34.1
	2026.10.15	매수	730,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 자료 공표일 현재 한미약품 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 한미약품 발행주식을 기초자산으로 하는 ELW(주식워런트증권)를 발행 중이며, 당해 ELW에 대한 유동성공급자(LP)입니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매　　수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중　　립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2026. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
88.3%	11.7%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중　　립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.