

2024. 10. 15



▲ 제약/바이오

Analyst **김준영**
02. 6454-4877
junyoung.kim@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **390,000 원**

현재주가 (10.14) **324,500 원**

상승여력 **20.2%**

KOSPI	2,623.29pt
시가총액	41,572억원
발행주식수	1,281만주
유통주식비율	48.49%
외국인비중	18.79%
52주 최고/최저가	366,500원/264,500원
평균거래대금	186.3억원

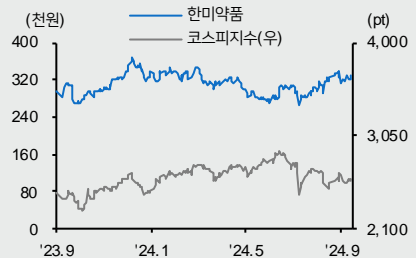
주요주주(%)

한미사이언스 외 4 인	50.57
국민연금공단	9.98

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	0.3	2.7	5.2
상대주가	-1.5	5.0	-1.5

주가그래프



한미약품 128940

3Q24E Preview: 일회성 이슈로 인한 컨센서스 하회

- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 39만원으로 유지
- ✓ 3Q24E 연결 기준 매출액 3,633억원(YoY -0.4%, QoQ -3.9%), 영업이익 463억원 (YoY -19.5%, QoQ -20.3%)으로 컨센서스 하회할 전망
- ✓ 8월 홍수로 인한 북경 한미의 매출액 감소
- ✓ 11월 Obesity Week 2024에서 공개될 신규 파이프라인 전임상 결과

3Q24E Preview

한미약품 3Q24E 연결 기준 매출액 3,633억원(YoY -0.4%, QoQ -3.9%), 영업이익 463억원(YoY -19.5%, QoQ -20.3%)으로 매출액은 6.9%, 영업이익은 컨센서스를 21.6% 하회할 전망이다. 영업이익 하락 요인으로는 휴가철과 장기 연휴로 인한 로컬 의원 처방 감소와 중국 홍수로 인해 유통에 차질이 생기며 발생한 북경한미 매출 감소에 기인한다. 북경한미는 842억원(YoY -9.8%)의 매출액을 기록할 것으로 전망한다. 고지혈증 치료제 로수젯은 535억원(YoY +17.7%)을 기록하며 고성장 기조를 계속적으로 유지할 것으로 보이나 의료 파업의 여파로 주요 제품 외 기타 제품의 매출 감소로 인해 한미약품 별도 매출액은 2,780억원(YoY +2.2%)을 달성하며 성장세가 소폭 둔화될 것으로 예상된다. 한미정말화학은 287억원(YoY +33.0%)을 기록하며 2분기에 이어 3분기도 영업이익 흑자를 기록할 것으로 전망한다.

투자 의견 Buy, 적정주가 39만원으로 유지

경영권 분쟁이 계속되고 있는 상황이다. 연초에 시작된 거버넌스 이슈가 여전히 지속되며 비만 관련 파이프라인 임상 순행 중임에도 불구하고 시장의 관심을 못 받고 있다. 국내 임상 3상 진행 중인 Epeglenatide는 순조롭게 연구 진행 중이며 글로벌 임상 1상 진행 중인 LA-TRIA의 경우 25년 ADA(미국당뇨학회)에서 결과가 발표될 것으로 예상된다. 또한 GLP-1의 단점 중 하나인 근손실을 보완할 수 있는 신규 파이프라인 HM17321의 전임상 결과가 미국 Obesity Week 2024을 통해 공개될 예정이다. Obesity Week 2024 초록 제목을 통해 CRFR2 타겟 Biased UCN2 유사체 파이프라인이라는 점을 확인 가능하며 향후 결과를 모니터링할 필요가 있다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	1,331.6	158.1	82.8	6,463	24.6	68,056	45.2	4.3	16.7	9.9	90.7
2023	1,490.9	220.7	146.2	11,415	62.8	74,580	30.9	4.7	15.3	16.0	72.6
2024E	1,588.5	250.8	171.8	13,409	20.7	91,065	24.2	3.6	13.0	16.2	54.5
2025E	1,764.3	315.7	218.4	17,048	27.8	113,624	19.0	2.9	10.3	16.7	41.3
2026E	1,921.8	348.7	247.3	19,301	13.2	138,436	16.8	2.3	9.0	15.3	31.4

(십억원)	3Q24E	3Q23	(% YoY)	2Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	363.3	364.6	(0.4)	378.1	(3.9)	390.4	(6.9)
영업이익	46.3	57.5	(19.5)	58.1	(20.3)	59.1	(21.6)
OPM (%)	12.7	15.8	(19.2)	15.4	(17.1)	15.1	(15.8)
당기순이익	35.1	60.5	(42.0)	47.1	(25.4)	46.8	(25.0)

자료: 한미약품, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	361.2	342.7	364.6	422.4	403.7	388.7	363.3	443.4	1,490.9	1,588.5	1,764.3
% YoY	12.5	8.1	6.6	20.3	11.8	13.4	(0.4)	5.0	12.0	6.5	11.1
한미약품	250.7	253.2	272.1	320.9	275.0	286.8	278.0	327.6	1,096.9	1,162.4	1,277.6
북경한미유한공사	111.0	90.1	93.3	103.3	127.7	103.1	84.2	117.3	397.7	427.9	490.8
한미정밀화학	25.9	30.0	21.6	33.6	24.8	33.0	28.7	36.3	111.1	124.1	134.0
연결조정	26.4	30.6	22.4	35.5	23.8	34.2	27.6	37.9	114.8	125.9	138.1
매출총이익	207.1	180.2	198.9	243.2	226.5	212.6	196.9	246.1	829.3	876.1	979.8
GPM (%)	57.3	52.6	54.5	57.6	56.1	54.7	54.2	55.5	55.6	55.2	55.5
영업이익	59.9	33.2	57.5	70.1	76.7	58.5	46.3	69.8	220.7	250.8	315.7
% YoY	46.6	5.0	22.9	80.4	27.9	76.5	(19.5)	(0.5)	39.6	13.7	25.8
OPM (%)	16.6	9.7	15.8	16.6	19.0	15.1	12.7	15.7	14.8	15.8	17.9
당기순이익	49.7	18.8	60.5	36.4	63.2	45.0	35.1	54.3	165.4	199.7	255.2
% YoY	98.3	(17.3)	93.5	61.3	27.2	140.1	(42.0)	49.1	62.8	20.7	27.8
NPM (%)	13.8	5.5	16.6	8.6	15.7	11.6	9.7	12.2	11.1	12.6	14.5

자료: 한미약품, 메리츠증권 리서치센터

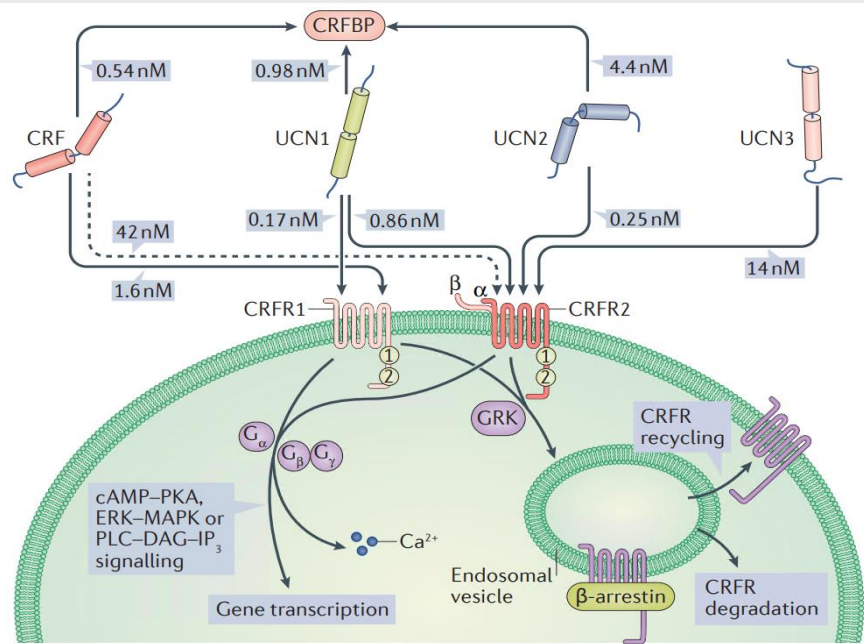
(십억원)	비고
영업 가치 (A)	4,404.1 국내 상위 제약사 12mth forward EV/EBITDA 12.4배에서 15% 할인 적용
신약 가치 (B)	677.0 DCF valuation
1) NASH dual agonist	307.8
2) NASH triple agonist	369.2
순차입금 (C)	219.2 2024년 말 기준
주주가치 (D=A+B-C)	4,861.9
주식수 (E)	12,680천주 유통주식수 기준
적정주가 (F=D/E)	390,000원

자료: 메리츠증권 리서치센터

Obesity Week은 11/3-11/6 동안 개최되며 동사는 현지 시간으로 11/4와 11/5에 GLP-1에 의한 근감소를 최소화할 수 있는 CRFR2 타겟 UCN2 유사체 파이프라인 HM17321의 전임상 결과를 공개할 예정이다.

CRFR2는 골격근에 많이 분포하는 막단백질로 UCN2는 선택적으로 CRFR2와 결합하여 근성장과 근비대에 관여하는 것으로 알려져 있다. 만성적인 UCN2와 CRFR2의 결합은 비만 혹은 인슐린 저항성 마우스 모델에서 골격근 감소를 방지할 수 있다는 여러 연구 결과가 존재한다.

그림1 UCN2와 CRFR2의 관계



자료: Marloes J. A. G. Henckens, et al. 2016, 메리츠증권 리서치센터

표4 Obesity Week에서 발표될 비만 파이프라인 전임상 결과

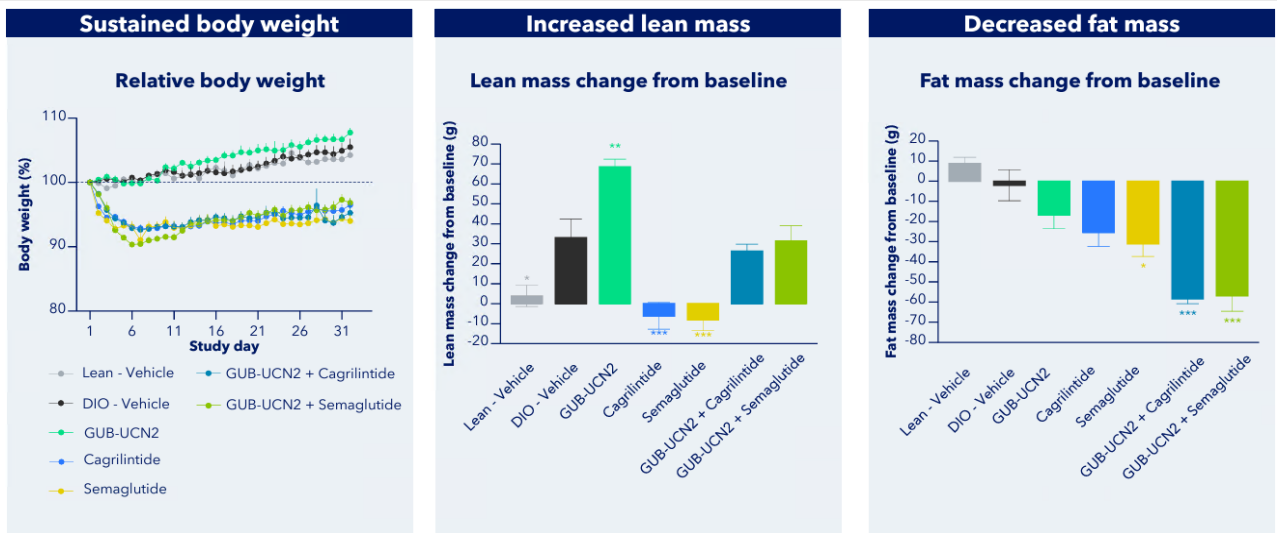
Poster	Title	Date
Poster-335	Potent Weight Loss Effect and Mechanism of a Novel Long-acting GLP-1/GIP/GCG Triple Agonist, HM15275, in Animal Model of Obesity	24-11-04
Poster-329	Combining HM17321 and Incretins Augments Fat Loss and Preserves Lean Mass in Mouse Model of Obesity	24-11-04
Poster-504	Discovery and Nonclinical Characterization of a Novel CRFR2 Selective and Biased UCN2 Analog, HM17321, for High Quality Weight Management	24-11-05

자료: Obesity Week 2024 Abstract Title, 메리츠증권 리서치센터

현재 같은 기전으로 개발되는 경쟁 약물은 Gubra의 파이프라인이 있으며 전임상 결과, Novo Nordisk의 Wegovy (Semaglutide), 아밀린 유사체인 Cagrilintide와 병용 시 DIO(비만 유도) mice 모델에서 근감소를 개선시키는 결과를 도출했다.

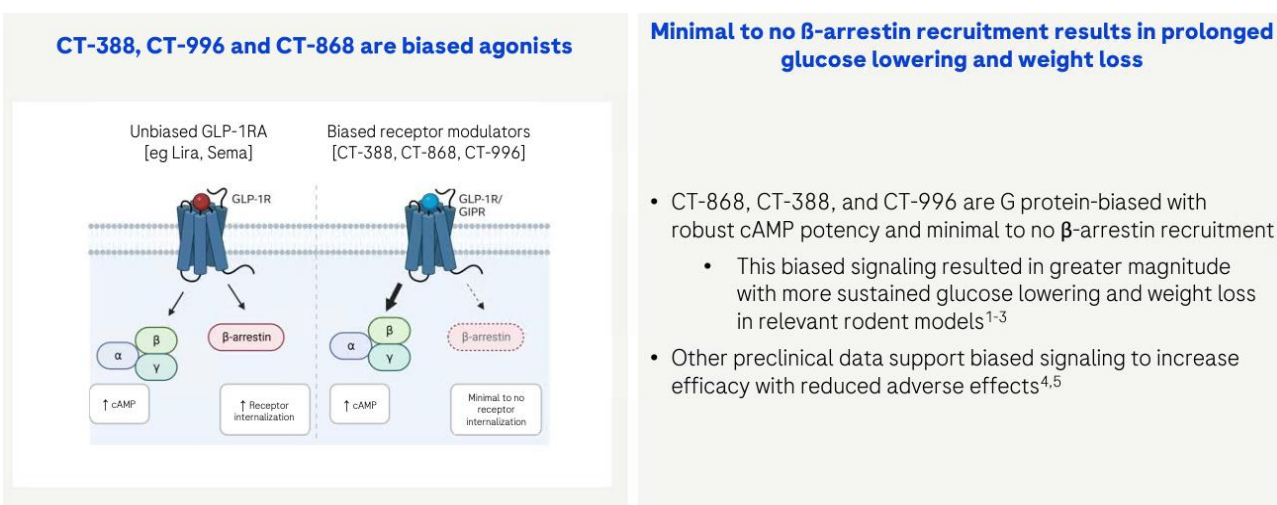
다만 고농도의 UCN2가 CRFR2와 결합할 경우 β -arrestin 모집을 초래하는 것으로 알려져 있다. 아직까지 GLP-1의 위장관 부작용인 메스꺼움을 일으키는 원인이 무엇인지 밝혀지지는 않았으나 유력한 원인 물질 중 하나로 β -arrestin이 거론되고 있어 동사는 Biased UCN2 유사체를 통해 β -arrestin 모집능을 최소화한 것으로 예상된다. 다만 확정적인 약물의 프로파일은 11월 확인할 수 있을 것으로 전망한다.

그림2 Gubra의 UCN2 파이프라인 전임상 결과



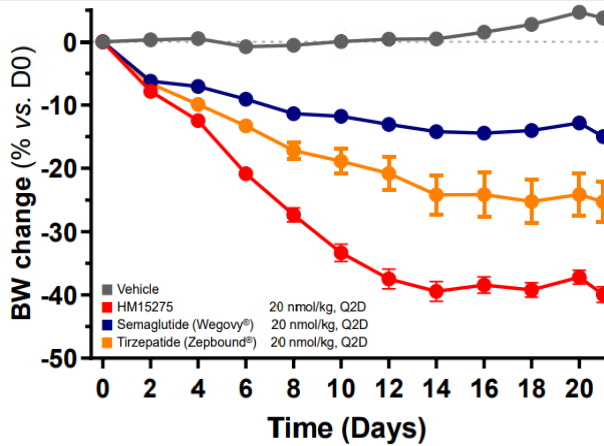
자료: Gubra, 메리츠증권 리서치센터

그림3 β -arrestin의 최소화를 강조한 Roche



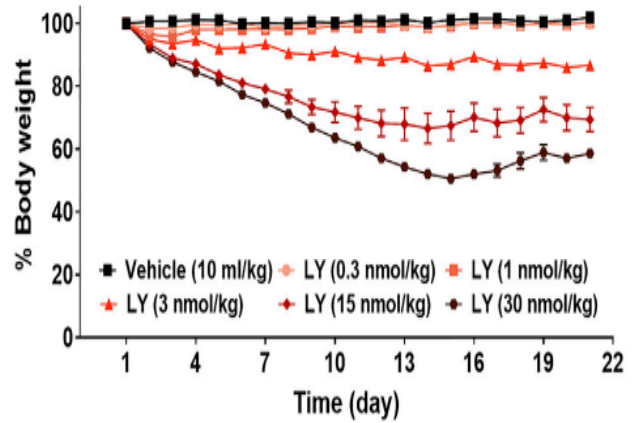
자료: Roche, 메리츠증권 리서치센터

그림4 LA-트리아 DIO(비만 유도) mice 체중 감량 효과



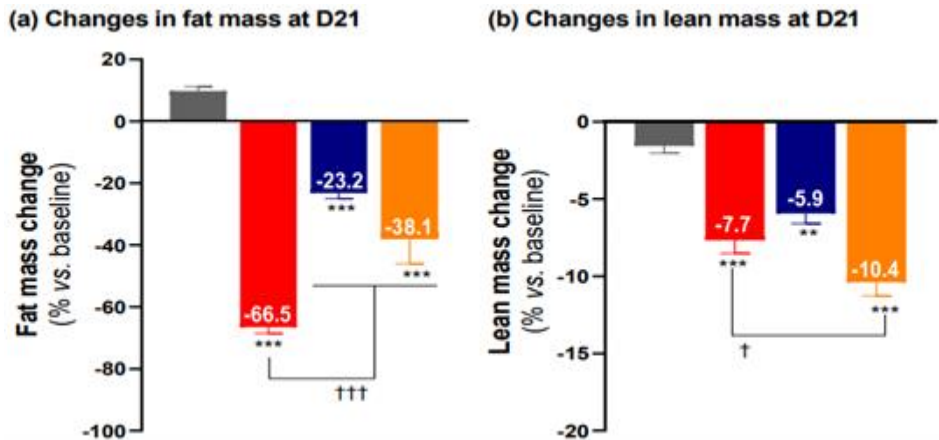
자료: ADA 2024, 메리츠증권 리서치센터

그림5 Retatrutide DIO(비만 유도) mice 체중 감량 효과



자료: Tamer Coskun, et al. 2022, 메리츠증권 리서치센터

그림6 LA-트리아 DIO(비만 유도) mice 체성분 변화 결과



자료: ADA 2024, 메리츠증권 리서치센터

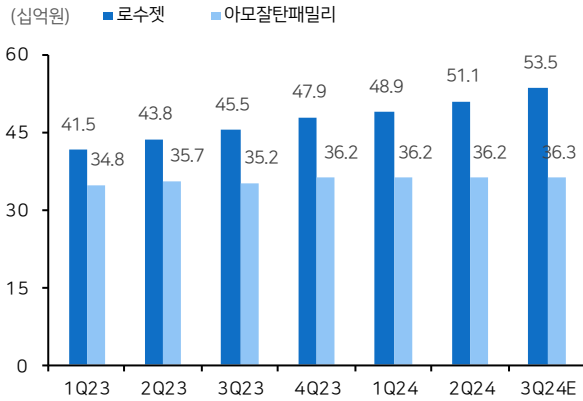
표5 Novo Nordisk, Eli Lilly, 한미약품 파이프라인 DIO(비만 유도) mice 체중 감량 효과 비교

회사	약물	기전	용량(nmol/kg)	용법	최대 용량 체중 감량 효과	Reference
Eli Lilly	Retatrutide	GLP-1/GIP/GCG agonist (삼중)	30	QD	41.4%	Cell Metabolism 2022
한미약품	LA-트리아(HM15275)	GLP-1/GIP/GCG agonist (삼중)	20	Q2D	39.9%	ADA 2024
Novo Nordisk	Semaglutide	GLP-1 agonist (단독)	20	Q2D	15.0%	ADA 2024
Eli Lilly	Tirzepatide	GLP-1/GIP agonist (이중)	20	Q2D	25.3%	ADA 2024

주: QD(1일 1회), Q2D(2일 1회)

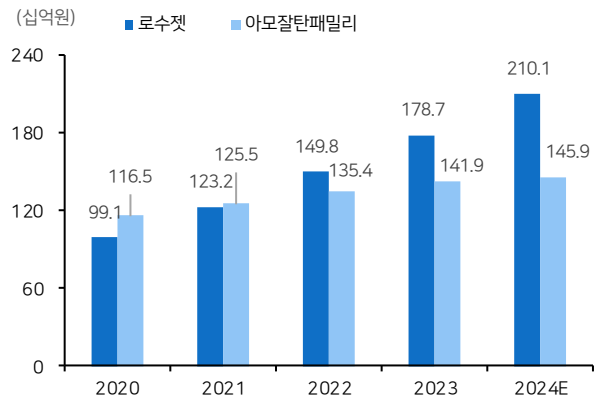
자료: Tamer Coskun, et al. 2022, ADA 2024, 메리츠증권 리서치센터

그림7 로수젯, 아모잘탄 분기별 매출액



자료: 한미약품, 메리츠증권 리서치센터

그림8 로수젯, 아모잘탄 연간 매출액



자료: 한미약품, 메리츠증권 리서치센터

그림9 한미약품 신약 파이프라인 현황

	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	Registration	Approved
Obesity/ NASH/ Diabetes	LAP ^S Glucagon Combo [HM15136·에페글레나타이드] 비만/대사성질환		LAP ^S GLP/GCG [에피노베그루타이드] 비알콜성 지방간염	LAP ^S Exd4 Analog [에피글레나타이드] 제2형 당뇨병, 비만		
	LA-GLP/GIP/GCG [HM15275] 비만		LAP ^S Triple Agonist [에포시페그트루타이드] 비알콜성 지방간염			
Oncology	SOS1 [HM09462] 고형암	롤론티스(Rolantis) [®] [에플라메그라스틴] 호중구감소증 (중요후약요법)	pan-RAF 저해제 [벨라라피닙] BRAF 변이 및 음함 고형암	pan-HER [포지오티닙] HER2 exon20 변이 NSCLC 2차 치료요법	오락솔 (Oraxol) [®] [파롤리탁셀·연서퀴다] 유방암 등 고형암	롤론티스(Rolantis) [®] [에플라메그라스틴] 호중구 감소증
	LAP ^S IL-2 Analog [HM16390] 고형암	pan-RAF 저해제 [벨라라피닙] 흑색종 등 고형암	CCR4 [FLX475] 고형암			
		PD-1/HER2 BsAb [BH42950] 고형암	BTK [포셀티닙] B세포림프종			
		MKI [푸스체티닙] 급성골수성 백혈병				
		EZH1/2 저해제 [HM07662] 고형암 및 혈액암				
		PD-L1/4-1BB BsAb [BH41120] 고형암				
Rare Diseases/ Other	LAP ^S Triple Agonist [HM15271] 독발성 폐성유종		LAP ^S Glucagon Analog [HM15136] 선천성 고인슐린증			히알루마주 [미알푸론산나트륨] 윤관절의 골관절염
	Long-acting GLA [HM15421] 파브리병		LAP ^S GLP-2 Analog [HM15912] 단장 증후군			
			LAP ^S hGH [에페소마트로핀] 성장호르몬 결핍증			
			루미네이트(Luminate) [®] [ALG-1001] 간성노인성황반변성			

B : 복경한미 □ : FDA 승인 품목

12

자료: 한미약품, 메리츠증권 리서치센터

한미약품 (128940)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,331.6	1,490.9	1,588.5	1,764.3	1,921.8
매출액증가율(%)	10.7	12.0	6.5	11.1	8.9
매출원가	613.0	661.6	712.3	784.6	855.2
매출총이익	718.6	829.3	876.2	979.8	1,066.6
판매관리비	560.5	608.6	625.3	664.1	717.9
영업이익	158.1	220.7	250.8	315.7	348.7
영업이익률(%)	11.9	14.8	15.8	17.9	18.1
금융손익	-15.5	-22.2	-18.3	-14.9	-8.4
중속/관계기업손익	-8.5	-1.3	-0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-13.0	-3.2	1.6	-0.5	-0.4
세전계속사업이익	121.0	194.0	234.1	300.3	339.9
법인세비용	19.5	28.6	34.5	45.0	51.0
당기순이익	101.6	165.4	199.7	255.2	289.0
지배주주지분 손이익	82.8	146.2	171.8	218.4	247.3

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	694.2	730.6	802.1	1,042.5	1,313.7
현금및현금성자산	147.3	55.0	77.5	257.9	467.4
매출채권	178.4	168.1	205.2	235.4	264.9
재고자산	266.2	288.8	302.9	327.9	354.9
비유동자산	1,230.4	1,168.0	1,272.2	1,314.3	1,351.8
유형자산	887.6	833.2	822.6	837.3	850.2
무형자산	84.6	81.1	92.6	105.6	116.9
투자자산	71.7	44.6	149.6	164.0	177.4
자산총계	1,924.6	1,898.7	2,074.2	2,356.8	2,665.5
유동부채	676.8	704.8	665.6	638.6	599.4
매입채무	39.7	45.2	47.4	52.4	56.9
단기차입금	369.1	336.1	352.1	320.1	288.1
유동성장기부채	80.4	145.4	73.5	65.5	45.5
비유동부채	238.6	93.7	66.0	49.8	38.2
사채	74.9	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	142.4	82.0	54.8	38.8	26.8
부채총계	915.4	798.5	731.7	688.4	637.6
자본금	30.8	31.4	32.0	32.0	32.0
자본잉여금	412.6	412.0	411.3	411.3	411.3
기타포괄이익누계액	13.2	-29.9	25.4	105.4	185.4
이익잉여금	452.3	582.0	741.2	950.2	1,188.1
비지배주주지분	137.4	144.8	176.0	212.8	254.4
자본총계	1,009.2	1,100.2	1,342.6	1,668.4	2,028.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	162.3	216.5	271.9	315.5	351.7
당기순이익(손실)	101.6	165.4	199.7	255.2	289.0
유형자산상각비	84.4	86.0	86.7	89.4	91.1
무형자산상각비	12.5	12.4	12.6	15.0	16.7
운전자본의 증감	-73.7	-57.4	-31.9	-44.0	-45.0
투자활동 현금흐름	-181.4	-183.5	-148.2	-69.9	-69.1
유형자산의증가(CAPEX)	-29.3	-27.4	-31.7	-24.0	-24.0
투자자산의감소(증가)	-27.3	25.8	-105.0	-14.4	-13.3
재무활동 현금흐름	-36.9	-126.8	-103.1	-65.1	-73.2
차입금의 증감	-78.0	-105.5	-83.1	-55.8	-63.8
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-61.9	-92.4	22.5	180.4	209.4
기초현금	209.2	147.3	55.0	77.5	257.9
기말현금	147.3	55.0	77.5	257.9	467.4

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	103,938	116,376	123,994	137,721	150,009
EPS(지배주주)	6,463	11,415	13,409	17,048	19,301
CFPS	21,438	25,861	27,446	32,740	35,604
EBITDAPS	19,900	24,912	27,326	32,781	35,634
BPS	68,056	74,580	91,065	113,624	138,436
DPS	481	490	990	740	740
배당수익률(%)	0.2	0.1	0.3	0.2	0.2
Valuation(Multiple)					
PER	45.2	30.9	24.2	19.0	16.8
PCR	13.6	13.6	11.8	9.9	9.1
PSR	2.8	3.0	2.6	2.4	2.2
PBR	4.3	4.7	3.6	2.9	2.3
EBITDA(십억원)	254.9	319.2	350.1	420.0	456.5
EV/EBITDA	16.7	15.3	13.0	10.3	9.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.9	16.0	16.2	16.7	15.3
EBITDA 이익률	19.1	21.4	22.0	23.8	23.8
부채비율	90.7	72.6	54.5	41.3	31.4
금융비용부담률	1.7	1.9	1.6	1.2	1.0
이자보상배율(x)	7.0	7.7	10.1	14.5	18.3
매출채권회전율(x)	6.7	8.6	8.5	8.0	7.7
재고자산회전율(x)	5.2	5.4	5.4	5.6	5.6

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	86.0%
중립	14.0%
매도	0.0%

2024년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한미약품 (128940) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

