

한미약품 (128940)

3Q24 Pre: 아쉬운 실적과 낮아진 눈높이

3Q24 Preview: 북경한미의 일회성 요인, 컨센 하회 전망

동사의 3Q24 연결기준 매출액은 3,636억원(YoY-0.3%, QoQ-3.9%), 영업이익 475억원(YoY-17.5%, OPM 13.1%)으로 추정, 컨센서스 매출액 3,798억원 및 영업이익 545억원을 하회하는 실적을 기록할 전망이다. 중국에서 7월부터 발생한 폭우 및 홍수로 인해 그동안 호실적을 견인했던 북경한미의 정상적인 영업활동이 어려웠으며, 국내는 휴가철과 함께 기간 제한적이었던 의료파업의 영향을 체감하여 일부 품목의 제한적인 성장이 예상된다. 별도 한미약품 매출액은 핵심품목 로수젯의 성장세에 따라 전년 동기 대비 소폭 증가한 2,799억원(YoY+2.9%, QoQ-0.7%)을 기록할 전망이다. 한미정밀화학은 CMO 매출 확대 및 API 믹스 개선으로 2분기에 이어 흑자를 기록, 수익성 개선이 예상된다.

동사는 상반기 호실적을 바탕으로 연간 약 10%의 매출 성장 및 15%의 영업이익률을 목표하고 있다. 계절적 성수기인 4분기를 앞두고 정상화되고 있는 북경한미의 영업 상황과 국내 로수젯의 지속적인 성장세는 긍정적이나, 비만치료제 파이프라인 개발에 따른 R&D 비용 증가와 장기화되고 있는 의료파업의 영향 및 연내 유의미한 규모의 기술료 유입을 기대하기 어려운 점은 보수적인 실적 추정으로 이어진다. '24년 연간 매출액을 1조 5,835억원(YoY+6.2%), 영업이익을 2,472억원(YoY+12.0%, OPM 15.6%)으로 소폭 하향 조정했다.

비만치료제 개발사의 벨류에이션

상반기부터 이어진 경영권 분쟁이 지속적인 주가의 하방 압력으로 작용하고 있는 상황에서 컨센서스를 하회하는 분기실적이 특히 아쉬운 시점이다. 다만, 역사적으로 동사의 기업가치를 견인한 요소는 R&D 모멘텀과 기술이전 또는 비만치료제 CMO 수주 등에 대한 기대감 등이었다. 결국, 주가 흐름의 반전을 가져올 요소는 역시 동사의 R&D 성과가 될 전망이다.

H.O.P 프로젝트를 주축으로 동사의 연구개발 역량은 비만, MASH 등 심혈관질환에 집중되어 있다. 글로벌 수준에서 상대적으로 후발 주자인 점을 고려했을 때, 타겟 선정, 제형 및 TPP 등에서 차별화 포인트를 갖추어야 온전한 R&D 가치 반영이 가능하다는 판단이다. 동사는 올해 11월 3-6일 미국 San Antonio에서 열리는 ObesityWeek에서 Triple agonist(HM15275)의 전임상 결과 이외에도 새로운 비만치료제 파이프라인(HM17321, UCN2 analog)을 공개할 예정이다. 근감소 부작용을 해결할 수 있는 방안으로 신규 기전의 약물과 Incretin 계열의 병용투여를 고려할 수 있으며, 동물모델의 human correlation이 높은 적응증의 특성을 고려했을 때 전임상에서의 긍정적인 결과 확보 시, BD 활동의 가속화도 가능하다. Triple agonist는 내년 4월 임상1상 종료 후, '25년 ADA 학회에서 결과 발표를 목표하고 있다.

투자 의견 Buy 유지, 목표주가 400,000원으로 하향

동사에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가를 400,000원으로 하향한다. 연간 실적 전망치의 하향 조정을 영업가치 6%감소로 반영하였다. 동사의 멀티플(EV/EBITDA FTM)은 연초대비 약 24% 낮아진 상태로, 주가는 R&D 비중이 낮은 제약사 평균 9x와 타겟 멀티플 13x의 band 사이에 위치한다. 주가 리레이팅을 위해 차별화 포인트를 갖는 신규 파이프라인의 발표와 임상 결과 등의 R&D 성과 및 경영권 안정화가 필요한 시점으로 판단된다.

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	400,000원(하향)
증가(2024.10.15)	321,500원
상승여력	24.4%

Stock Indicator

자본금	31십억원
발행주식수	1,281만주
시가총액	4,119십억원
외국인지분율	18.9%
52주 주가	264,500~366,500원
60일평균거래량	60,112주
60일평균거래대금	18.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.6	7.5	7.2	5.1
상대수익률	-2.9	15.6	6.3	-3.0

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	1,491	1,583	1,708	1,811
영업이익(십억원)	221	247	260	272
순이익(십억원)	146	170	184	196
EPS(₩)	11,415	13,275	14,356	15,319
BPS(₩)	76,057	83,137	92,727	103,280
PER(배)	30.9	24.2	22.4	21.0
PBR(배)	4.6	3.9	3.5	3.1
ROE(%)	16.0	16.8	16.3	15.6
배당수익률(%)	0.1	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	14.8	13.3	12.4	11.5

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[계약/바이오]

장민환

2122-9208 minhwan.jang@imfnsec.com

표1. 한미약품 분기별 요약손익계산서

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E
연결 매출	361.2	342.7	364.6	422.4	403.7	378.1	363.6	438.1	1490.9	1583.5
YoY	12.5%	8.1%	6.6%	20.3%	11.8%	10.3%	-0.3%	3.7%	12.0%	6.2%
한미약품 (별도)	250.7	253.3	272.1	320.9	275.1	281.8	279.9	319.3	1097.0	1156.1
YoY	10.7%	6.4%	8.5%	20.3%	9.7%	11.3%	2.9%	-0.5%	11.7%	5.4%
북경한미	111.0	90.1	93.3	103.3	127.7	98.7	84.2	115.6	397.7	426.2
YoY	17.1%	14.8%	0.3%	22.5%	15.0%	9.5%	-9.8%	11.9%	13.4%	7.2%
한미정밀화학	25.9	30.0	21.6	33.6	24.8	34.3	28.0	36.8	111.1	123.9
YoY	9.3%	25.5%	-7.3%	13.5%	-4.2%	14.3%	29.5%	9.6%	10.5%	11.5%
매출총이익	207.1	180.2	198.9	243.2	226.5	206.7	198.5	242.8	829.3	874.5
YoY	19.9%	8.6%	5.5%	27.1%	9.4%	14.7%	-0.2%	-0.1%	15.4%	5.5%
GPM	57.3%	52.6%	54.5%	57.6%	56.1%	54.7%	54.6%	55.4%	55.6%	55.2%
영업이익	59.9	33.2	57.5	70.1	76.7	58.1	47.5	65.0	220.7	247.2
YoY	46.6%	5.0%	22.9%	80.4%	27.9%	75.3%	-17.5%	-7.2%	39.6%	12.0%
OPM	16.6%	9.7%	15.8%	16.6%	19.0%	15.4%	13.1%	14.8%	14.8%	15.6%
당기순이익	49.7	18.8	60.5	36.4	63.2	47.1	34.2	47.8	165.4	192.3
YoY	98.3%	-17.3%	93.5%	61.3%	27.2%	151.0%	-43.5%	31.4%	62.8%	16.3%
NPM	13.8%	5.5%	16.6%	8.6%	15.7%	12.4%	9.4%	10.9%	11.1%	12.1%

자료: iM증권 리서치본부

표2. 한미약품 추정치 및 Consensus 비교(십억원)

구분	추정치		Consensus		차이		비고
	3Q24	2024E	3Q24	2024E	3Q24	2024E	
연결영업실적 추정	363.6	1,583	379.8	1,610.2	-4.3%	-1.7%	북경한미 실적 추정치 변경
매출액	363.6	1,583	379.8	1,610.2	-4.3%	-1.7%	
영업이익	47.5	247	54.5	258.0	-12.9%	-4.2%	
OPM	13.1%	15.6%	14.3%	16.0%	-1.3%p	-0.4%p	R&D 비용/Sales 증가
당기순이익	34.2	192	43.0	198.2	-20.4%	-3.0%	
NPM	9.4%	12.1%	11.3%	12.3%	-1.9%p	-0.2%p	

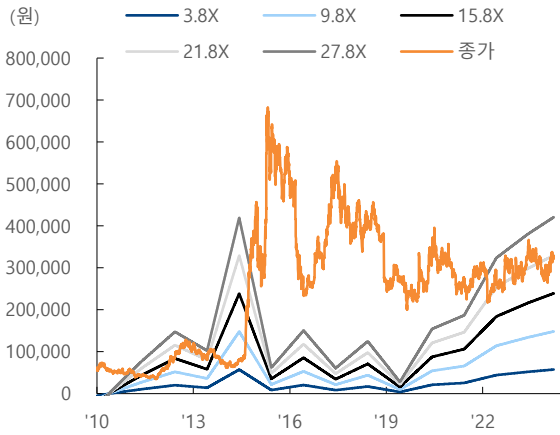
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

표3. 한미약품 valuation table

항목	단위	비고
① 영업가치	4,446	십억원 한미약품 EBITDA (12개월 선행): 3,301억원 국내 상위 제약사 EV/EBITDA(12개월 선행) 과거 평균: 13.5배
② 신약 파이프라인 가치	861	십억원
Efinopegdutide (Dual Agonist)	358	십억원
Efocipegtrutide (Triple Agonist)	504	십억원
③ 순차입금	210	십억원
④ 기업가치 (=①+②-③)	5,097	십억원
⑤ 주식수	12,691	천주
⑥ 목표주가 (=④÷⑤)	400,000	원

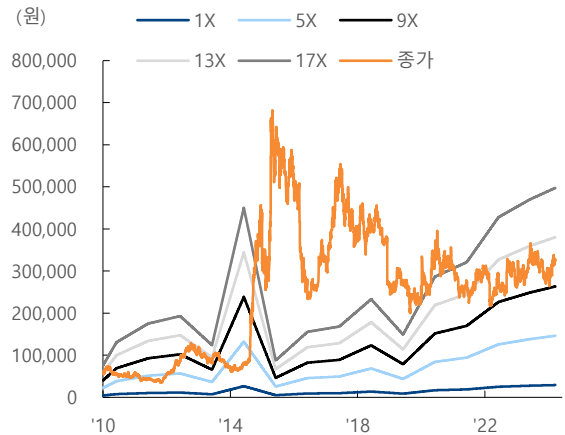
자료: iM증권 리서치본부

그림1. 한미약품 P/E band



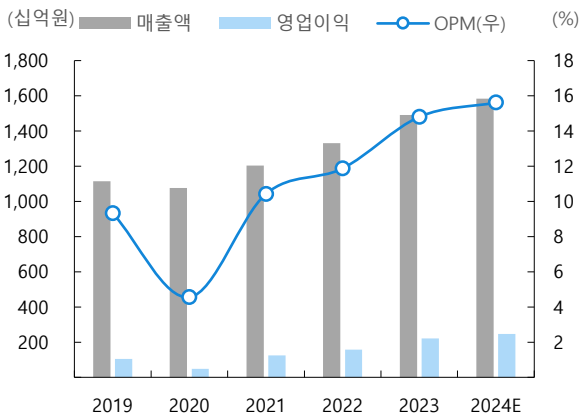
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림2. 한미약품 EV/EBITDA band



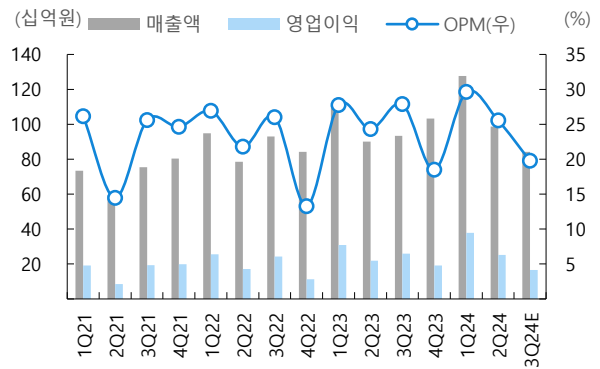
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림3. 연결한미약품 실적 추이 및 전망



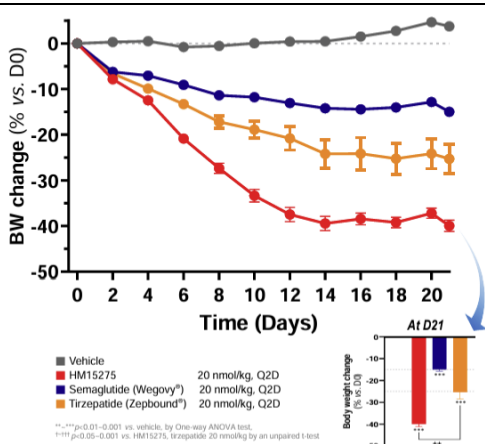
자료: 한미약품, iM증권 리서치본부

그림4. 북경한미 실적 추이 및 전망



자료: 한미약품, iM증권 리서치본부

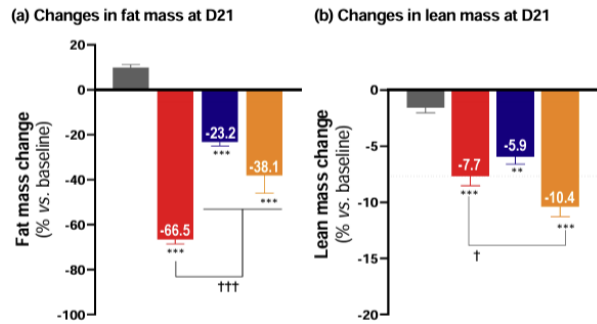
그림5. HM15275의 설치류 전임상 실험 체중감량 효능 결과



자료: 한미약품, ADA, iM증권 리서치본부

그림6. Tirzepatide 대비 높은 체중 감량, 낮은 근손실을 보이는 HM15275

Figure 2. Changes in body composition at the end of treatment



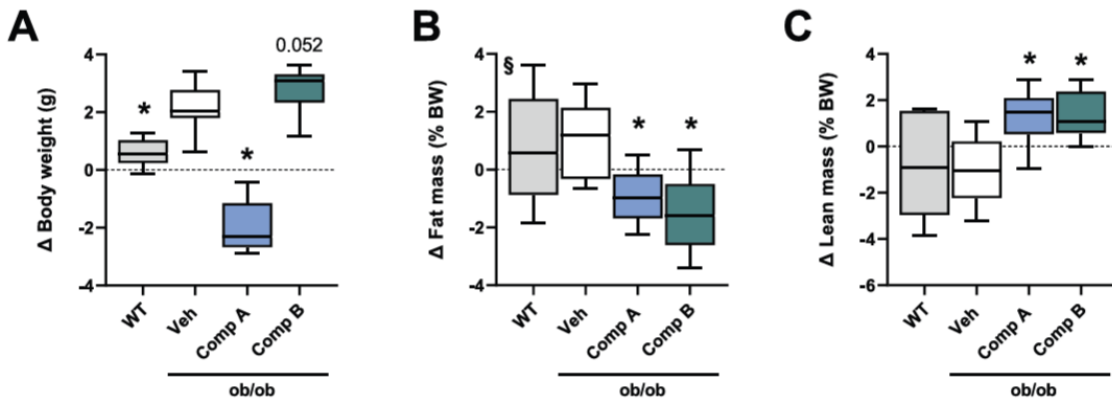
자료: 한미약품, ADA, iM증권 리서치본부

표4. ObesityWeek2024 한미약품 포스터 발표

포스터 번호	포스터 제목	발표 날짜
Poster-329	Combining HM17321 and Incretins Augments Fat Loss and Preserves Lean Mass in Mouse Model of Obesity	11/4
Poster-504	Discovery and Nondclinical Characterization of a Novel CRFR2 Selective and Biased UCN2 Analog, HM17321, for High Quality Weight Management	11/5
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	11/4

자료: ObesityWeek 2024, iM증권 리서치본부

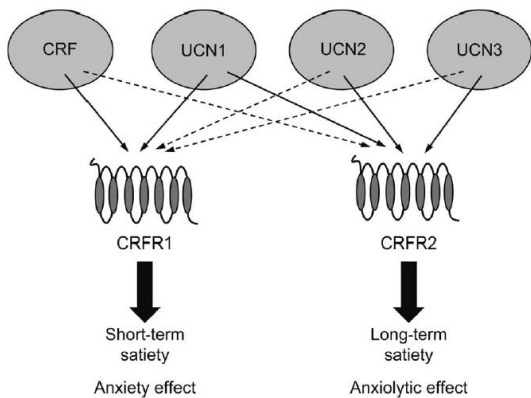
그림7. UCN2 펩타이드 유사체(Comp A, B)의 체중 감량(A), 지방 감량(B) 및 근육 증가(C) 효능 (ob/ob mouse)



자료: Journal of Cachexia, Sarcopenia and Muscle(2021), iM 증권 리서치본부

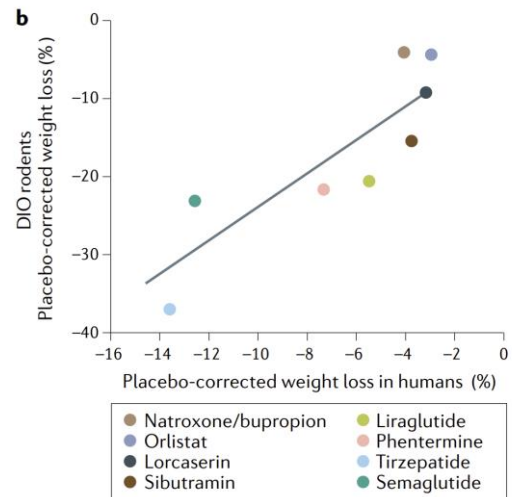
주) Compound A: PEGylated modified human UCN2, Compound B: non-PEGylated modified human UCN2. 0.3 mpk SC for 14 days

그림8. UCN2 펩타이드는 CRFR2에 작용하여 장기 포만감 제공



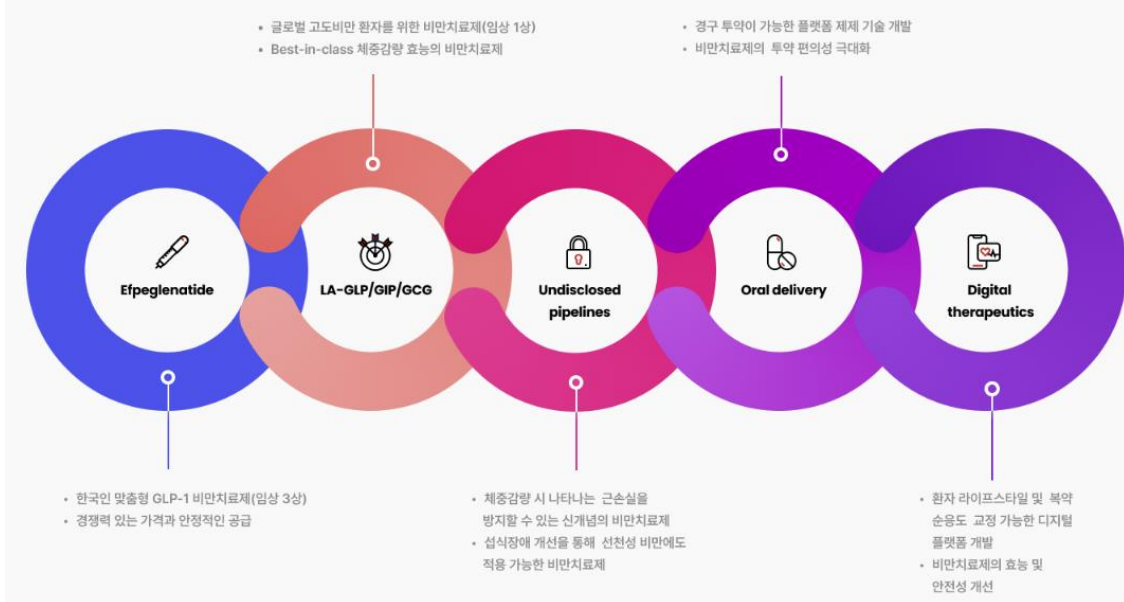
자료: BioMol Concepts(2011), iM증권 리서치본부

그림9. DIO mouse model과 human 임상 효능의 상관관계



자료: Nature Reviews Drug Discovery(2022), iM증권 리서치본부

그림10. H.O.P 프로젝트 개요



자료: 한미약품, iM 증권 리서치본부

그림11. 한미약품 파이프라인 개요

	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	Registration	Approved
Obesity/ Metabolism	LAP ^S Glucagon Combo [HM15136+에페글레나타이드] 비만/대사성질환	LA-GLP/GIP/GCG [HM15275] 비만	LAP ^S GLP/GCG [에페노페그듀타이드] 대사이상관련간염(비알콜성 지방간염)	LAP ^S Exd4 Analog [에페글레나타이드] 제2형 당뇨병, 비만		
			LAP ^S Triple Agonist [에포시페그트루타이드] 대사이상관련간염(비알콜성 지방간염)			
Oncology	SOS1 [HM99462] 고형암	롤론티스(Rolontis) [®] [에플라레그라스티프] 호중구감소증 (당혈부여요법)	pan-RAF 저해제 [벨라라페닙] BRAF변이 및 융합 고형암	pan-HER [포지오티닙] HER2 exon20 변이 NSCLC 2차 치료요법	오락솔 (Oraxol) [®] [마클라탁셀+엔서퀴다] 유방암 등 고형암	롤론티스(Rolontis) [®] [에플라레그라스티프] 호중구 감소증
	LAP ^S IL-2 Analog [HM16390] 고형암	pan-RAF 저해제 [벨라라페닙] 육색종 등 고형암	티부메시르논 [FLX475] 위암			
		PD-1/HER2 BsAb [H2950] 고형암	BTK [포셀타닙] B세포모양세포종			
		MKI (투스페티닙) 급성골수성 백혈병				
		EZH1/2 저해제 [HM97662] 고형암 및 혈액암				
Rare Diseases/ Other		PD-L1/4-1BB BsAb [BH3120] 고형암				
	LAP ^S Triple Agonist [HM15211] 특별성 폐성유종		LAP ^S Glucagon Analog [에페글루카곤] 선천성 고인슐린증			히알루마주 [히알루론산나트륨] 출관질의 골관절염
	Long-acting GLA [HM15421] 파브리병		LAP ^S GLP-2 Analog [HM15912] 단장 증후군			
			LAP ^S hGH [에페소마트로핀] 성장호르몬 결핍증			
			루미네이트(Luminate) [®] [ALG-1001] 간성도인성혈반병성			

자료: 한미약품, iM 증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

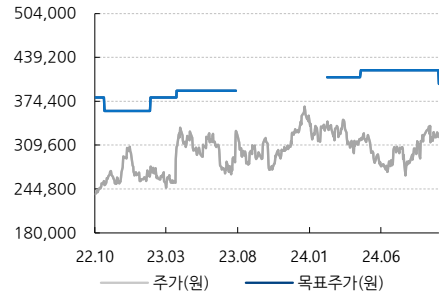
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	731	773	837	963	매출액	1,491	1,583	1,708	1,811
현금 및 현금성자산	55	62	95	189	증가율(%)	12.0	6.2	7.9	6.0
단기금융자산	200	200	200	200	매출원가	662	709	756	806
매출채권	195	206	220	233	매출총이익	829	875	952	1,006
재고자산	289	315	333	353	판매비와관리비	609	627	692	733
비유동자산	1,168	1,148	1,124	1,102	연구개발비	182	220	225	235
유형자산	833	801	772	748	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	81	95	101	104	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	1,899	1,922	1,961	2,065	영업이익	221	247	260	272
유동부채	705	596	489	432	증가율(%)	39.6	12.0	5.2	4.7
매입채무	45	48	52	55	영업이익률(%)	14.8	15.6	15.2	15.0
단기차입금	336	236	136	86	이자수익	5	5	5	7
유동성장기부채	145	145	145	145	이자비용	29	24	19	16
비유동부채	94	94	94	94	지분법이익(손실)	-1	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	-3	-4	-4	-4
장기차입금	82	82	82	82	세전계속사업이익	194	226	245	261
부채총계	798	689	582	525	법인세비용	29	34	37	39
지배주주지분	955	1,065	1,188	1,323	세전계속이익률(%)	13.0	14.3	14.3	14.4
자본금	31	32	32	32	당기순이익	165	192	208	222
자본잉여금	412	412	412	412	순이익률(%)	11.1	12.1	12.2	12.3
이익잉여금	582	746	923	1,113	지배주주귀속 순이익	146	170	184	196
기타자본항목	-70	-125	-179	-234	기타포괄이익	-55	-55	-55	-55
비지배주주지분	145	167	191	217	총포괄이익	111	138	153	167
자본총계	1,100	1,232	1,379	1,540	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	217	234	254	269	주당지표(원)				
당기순이익	165	192	208	222	EPS	11,415	13,275	14,356	15,319
유형자산감가상각비	86	69	66	63	BPS	76,057	83,137	92,727	103,280
무형자산상각비	12	9	11	15	CFPS	19,100	19,405	20,363	21,414
지분법관련손실(이익)	-1	-	-	-	DPS	500	500	500	500
투자활동 현금흐름	-183	-118	-112	-115	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-25	-37	-37	-39	PER	30.9	24.2	22.4	21.0
무형자산의 처분(취득)	-16	-23	-17	-18	PBR	4.6	3.9	3.5	3.1
금융상품의 증감	26	-	-	-	PCR	18.5	16.6	15.8	15.0
재무활동 현금흐름	-127	-108	-109	-59	EV/EBITDA	14.8	13.3	12.4	11.5
단기금융부채의증감	-68	-100	-100	-50	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-35	-	-	-	ROE	16.0	16.8	16.3	15.6
자본의증감	-	1	-	-	EBITDA0이익률	21.4	20.6	19.7	19.3
배당금지급	-18	-6	-6	-6	부채비율	72.6	56.0	42.2	34.1
현금및현금성자산의증감	-92	7	32	94	순부채비율	28.0	16.3	5.0	-4.9
기초현금및현금성자산	147	55	62	95	매출채권회전율(x)	7.8	7.9	8.0	8.0
기말현금및현금성자산	55	62	95	189	재고자산회전율(x)	5.4	5.2	5.3	5.3

자료 : 한미약품, IM증권 리서치본부

한미약품 투자이견 및 목표주가 변동추이

일자	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2022-11-03	Buy	360,000	-25.9%	-16.3%
2023-02-09	Buy	380,000	-30.7%	-20.1%
2023-04-06	Buy	390,000	-22.2%	-14.0%
2023-08-11	NR			
2024-02-20(담당자변경)	Buy	410,000		-15.4%
2024-05-02	Buy	420,000	-28.4%	-19.5%
2024-10-16	Buy	400,000		



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.

[투자이견]

종목추천 투자등급	산업추천 투자등급
종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2024-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92%	7.3%	0.7%