

한미약품 128940

생쥐의 수난시대

Obesity Week에서 공개한 3가지 Poster

11월 5일 한미약품은 Obesity Week 2024에서 3가지 포스터를 발표하였다. 신규 파이프라인 HM17321(CRFR2 Selective and Biased UCN2 Analog)의 전임상 데이터 2건과 HM15275(GLP-1/GCG/GIP triple agonist) 전임상 1건이었다. 일련의 임상결과를 통해 경쟁이 격화되고 있는 비만치료 시장에서 타겟하는 시장을 확인할 수 있었다. '25년 기준 EBITDA를 적용하여 목표주가를 기존 40만원에서 44만원으로 상향 조정하였다. Target multiple은 경영권 분쟁 이슈로 인하여 15% 할인하여 12.1배를 적용하였으나 해소될 경우 상향 조정될 예정이다. 거버넌스 이슈가 잔존하나 비만 R&D에서 글로벌 경쟁력을 지닌 한미약품을 추천한다.

HM17321, GLP-1의 Good Partner

HM17321은 경쟁이 격화되는 GLP-1과 경쟁하는 대신 GLP-1의 근감소 부작용을 막아주는 좋은 파트너가 될 것으로 전망한다. 시장은 GLP-1의 근육 감소 부작용에 집중하기 시작하고 있다. 한미약품은 Urocortin-2(UCN2)이 지방 분해 및 근육 증가를 유도하여 WLQ 개선에 효과적일 수 있음에 주목하여 HM17321을 개발하였다. HM17321은 단독 투여에서도 위고비와 유사한 수준의 체중감소 효능과 더불어 근육 증가(약 11.9% 제지방 증가)를 확인하였다. 위고비와 병용 투여할 경우 체중감소효능은 더욱 두드러졌으며 오히려 근육은 증가하였음(제지방 단독 -5%에서 병용 +7%로 변화)이 확인되었다.

HM15275, GLP-1 투여 이후 체중 정체기 돌파

HM15275는 마운자로(성분명 Tirzepatide) 투여 후 Plateu(체중정체기)에 도달한 생쥐에 투여하였을 때 추가적인 체중감소 효능을 확인(HM15275 switching 후 추가 체중감소 약 20%)하였다. 이러한 효과가 임상에서 이어진다면 마운자로 투여 후 더 이상 체중 감소가 이루어지지 않는 환자에게 HM15275가 효과적일 수 있을 것으로 추정한다. 아직 HM15275는 임상 단계에서 안전성을 확보하지 못하였다. 약 50% 체중 감소 시 환자 안전 및 투여 시 GCG의 특성인 Energy expenditure 상승에 따른 CV risk 상승 등에서 안전성을 입증한다면 보다 높은 체중 감소를 원하는 환자에서 HM15275 니즈는 높을 것으로 전망한다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,203	1,332	1,491	1,588	1,754
영업이익	125	158	221	245	304
영업이익률(%)	10.4	11.9	14.8	15.5	17.3
세전이익	104	121	194	222	276
지배주주지분순이익	67	83	146	177	221
EPS(원)	5,232	6,510	11,499	14,184	17,734
증감률(%)	460.4	24.4	76.6	23.4	25.0
ROE(%)	8.7	9.9	16.0	16.8	17.6
PER(배)	50.8	44.9	30.7	24.4	19.5
PBR(배)	4.0	4.1	4.6	3.8	3.2
EV/EBITDA(배)	18.1	15.9	15.2	14.3	11.6

자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

김민정 제약·바이오

02-709-2656

kim.min_jeong@ds-sec.co.kr

강태호 RA

02-709-2666

kth@ds-sec.co.kr

2024.11.07

매수(유지)

목표주가(상향)	440,000원
현재주가(11/06)	346,000원
상승여력	27.2%

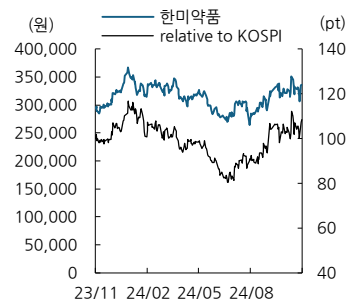
Stock Data

KOSPI	2,563.5pt
시가총액(보통주)	4,433십억원
발행주식수	12,811천주
액면가	2,500원
자본금	31십억원
60일 평균거래량	85천주
60일 평균거래대금	27,673백만원
외국인 지분율	18.7%
52주 최고가	377,000원
52주 최저가	258,000원
주요주주	
한미사이언스(외 5인)	50.6%
국민연금공단(외 1인)	10.0%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	5.2	5.4
3M	25.4	23.7
6M	9.1	13.4

주가차트



Valuation Table

한미약품의 목표주가를 기존 400,000원에서 440,000원으로 약 10% 상향한다. 이는 한미약품 영업가치 산정 기준을 기존 2024년에서 2025년으로 조정함에 기인한다. 현재 경영권 분쟁 이슈로 인하여 Target multiple을 기존 약 14.2배에서 약 15% 할 인하여 약 12.1배를 적용하였으나 거버넌스 이슈가 해소될 경우 이는 상향 조정 될 예정이다.

한미약품의 지주사 한미사이언스의 주주총회가 11월 28일에 예정되어 있다. 거버넌스 이슈가 잔존하나 비만 R&D에서 글로벌 경쟁력을 지닌 한미약품은 현재 저평가 상태로 판단한다.

표1 한미약품 Valuation Table

단위: 십억원, 배, 천주, 원

항목	비고
① 영업가치	4,623
'25F EBITDA	383 연결기준
Target EV/EBITDA	12.1 녹십자, 대웅제약, 동아에스티 12Fw. EV/EBITDA * 15% 할인
② 파이프라인 가치	817
Efeglenatide	145.8 Success rate 72.3%, WACC 9.9%
Dual	301.5 Success rate 25.0%, WACC 9.9%
Triple	369.3 Success rate 25.0%, WACC 9.9%
③ 순차입금	18
④ 기업가치 (=①+②-③)	5,421
⑤ 주식수	12,442 자사주 120,463주 제외
적정 주가 (=④/⑤)	435,719 =440,000원

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

HM17321, GLP-1의 근육증가 파트너

GLP-1 근육감소 부작용 해결 & 보다 높은 체중감소 달성

GLP-1 과 경쟁하는 대신
파트너로 기능

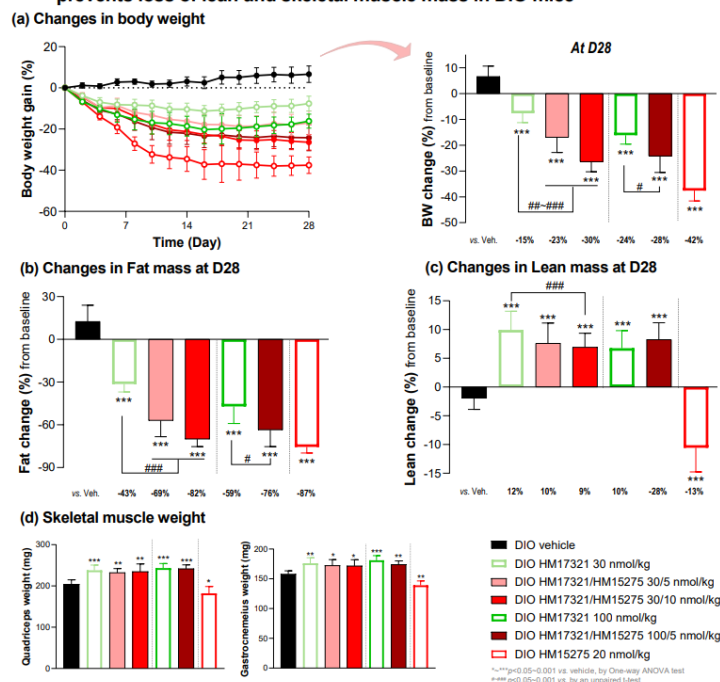
한미약품은 2건의 병용투여 전임상 결과를 통해 HM17321은 이미 비만치료제 시장을 차지한 GLP-1 agonist과 경쟁하지 않으며 GLP-1 agonist들이 가지고 있는 근감소의 부작용을 해결할 수 있는 좋은 파트너로 기능할 것임을 입증하였다.

병용 투여 시
체중 감소 효능 개선
+ 제지방률 개선

한미약품은 HM17321을 위고비(성분명 Semaglutide) 및 HM15275(GLP-1/GIP/GCG triple agonist)과 각각 병용투여한 전임상 결과를 발표하였다. 4주차 위고비 병용 시 위고비 단독 투여 대비 body weight 약 12% 및 Fat mass 감소율 약 34%의 개선을 이뤄냈다. 더불어 제지방률은 위고비 단독투여군은 약 5% 감소하는 반면 병용투여군은 약 7% 개선되어 단독투여 대비 약 12%의 개선을 보였다. 4주차 HM15275 병용 시 body weight는 약 28% 감소하였으며 fat mass 감소율은 약 76%에 달했다. 이는 HM15275 단독 투여 대비 우월성을 나타내지 않았으나 역시 HM17321의 강점은 근육 증가에서 나타난다. HM15275 단독 투여 시 제지방률은 약 13% 감소한 반면 HM17321 병용투여할 경우 약 28% 개선을 이루어내었다.

그림1 HM17321 및 HM15275 병용 투여 결과

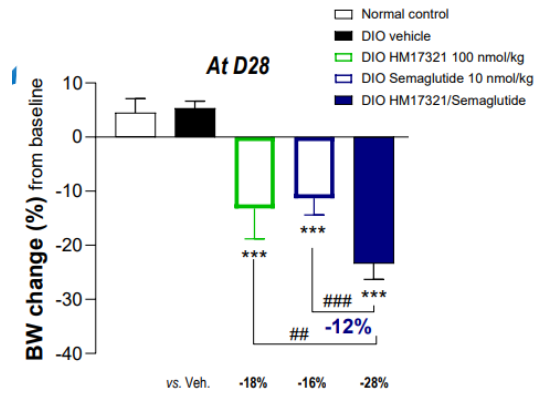
Figure 3. Combined HM17321 and HM15275 treatment augments fat mass reduction and prevents loss of lean and skeletal muscle mass in DIO mice



➢ HM17321/HM15275 combination showed greater reduction in body weight and fat mass without loss of lean and muscle mass compared to HM15275 alone.

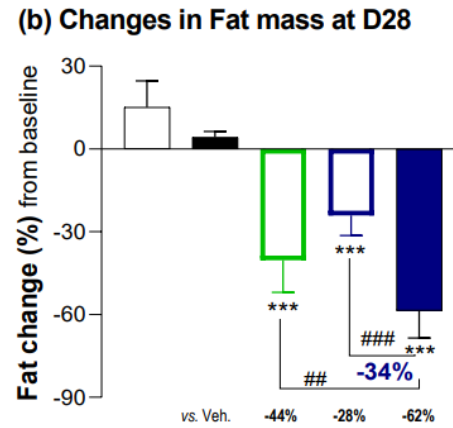
자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터

그림2 28일차 HM17321-Sema 병용 투여 시 BW 변화



자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터

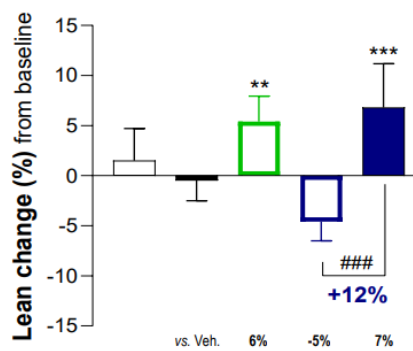
그림3 28일차 HM17321-Sema 병용 투여 시 fat mass 변화



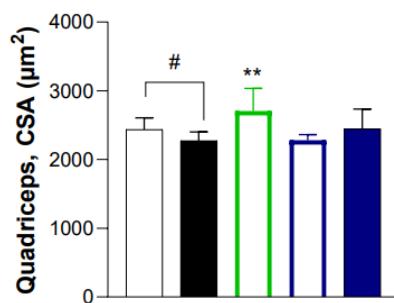
자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터

그림4 근육 관련 HM17321-Sema 병용 투여 효능

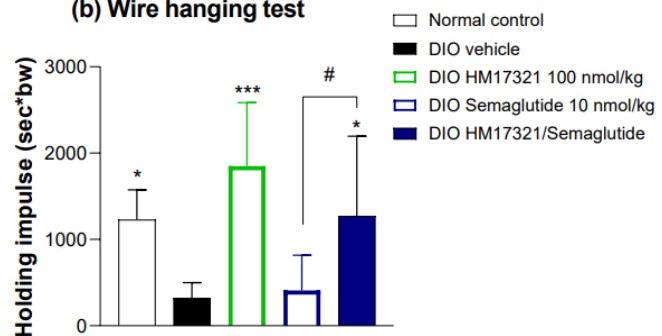
(c) Changes in Lean mass at D28

**Figure 2. HM17321 promotes skeletal muscle hypertrophy and improves muscle endurance in DIO mice**

(a) Cross sectional area



(b) Wire hanging test



자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터

단독에서도 근육 지방감소 & 근섬유 크기 개선 입증

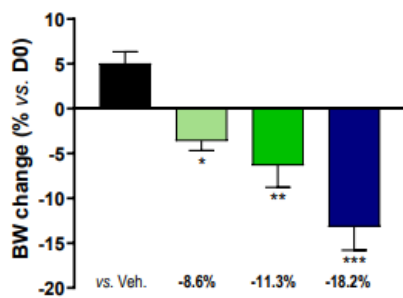
위고비 대비 입증된 근육 증가

근육을 증가시키는
HM17321

생쥐에서 HM17321은 위고비(성분명 Semaglutide, 이하 Sema)와 유사한 수준으로 용량 의존적으로 Body Weight(HM17321 약 11.3% vs. Sema 약 18.2%)와 지방량을 감소(HM17321 약 33.6% vs. Sema 약 31.6%)시켰다. 비교적 열등한 체중 감소 효능은 근육이 증가한 무게에 기인하며 체지방은 유사한 수준으로 감소하였음을 확인할 수 있다. HM17321의 강점은 체중감소와 동반된 근육 증가에서 비롯한다. HM17321은 제지방 증가(HM17321 약 11.9% vs. Sema 약 -6.3%)와 더불어 근육 내 지방감소 및 순근육량, 근섬유의 크기까지 증가시켰다.

그림5 위고비 보다 열등한 BW 감소는 근육 증가 때문

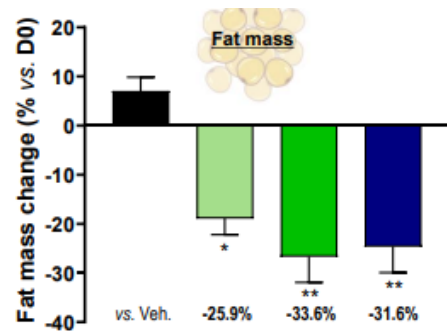
(a) Change in BW from BL



자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터

주: 파랑=Sema, 연두=HM17321 30nmol/kg, 초록=HM17321 100nmol/kg

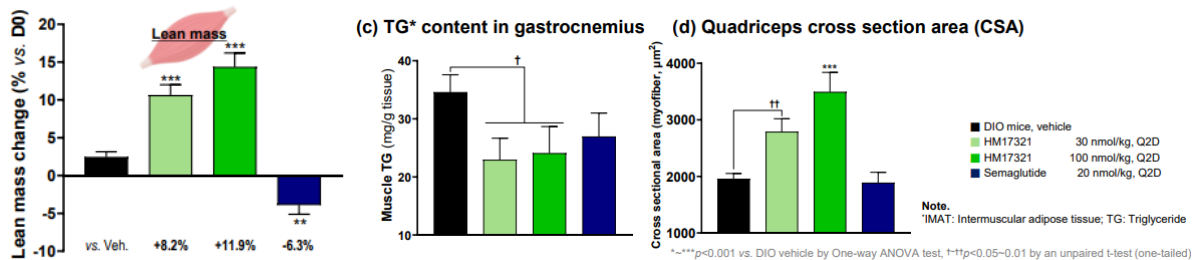
그림6 위고비와 유사한 Fat mass 감소



자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터

주: 파랑=Sema, 연두=HM17321 30nmol/kg, 초록=HM17321 100nmol/kg

그림7 우월한 비복근 내 Triglyceride 감소 및 Lean mass, 대퇴사두근 CSA

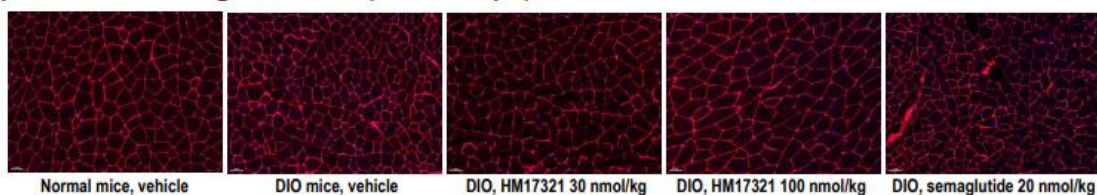


자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터

주: CSA=cross section area, 횡단면적

그림8 대퇴사두근 이미지분석

(e) Representative images of CSA (Quadriceps)



자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터

생쥐 골격근 강도 및 기능 개선까지 확인

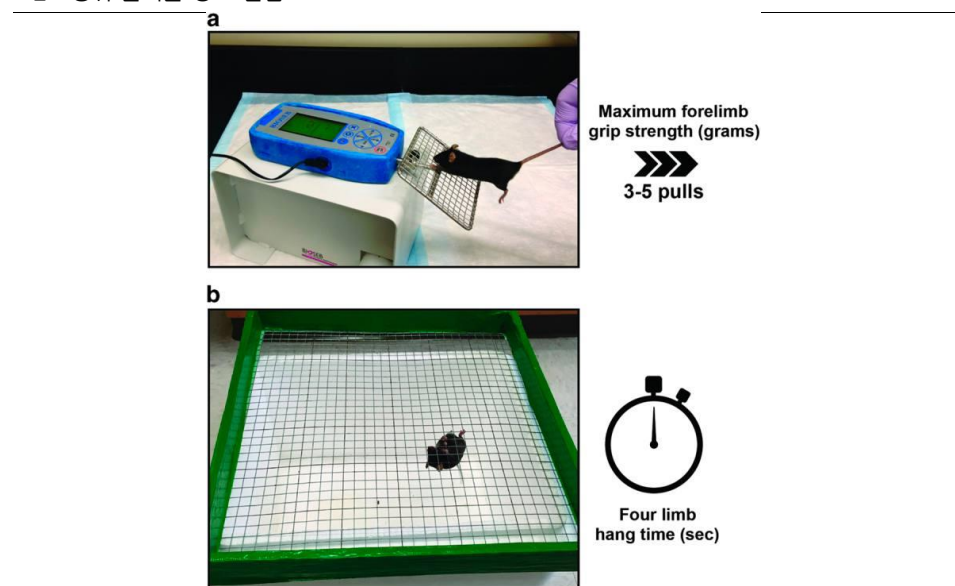
생쥐를 당기고 매달았다.
생쥐의 수난시대다

한미약품은 이와 더불어 생쥐의 골격근 강도 및 기능 개선을 확인하였다. 악력은 행동적 요인 및 신경학적 요인에 따라 달라질 수 있기 때문에 근육 강도를 순수하게 판독하는 방법은 아니나 골격근의 기능을 확인하기에 용이하다. 방법은 상당히 귀엽다. 일반적으로 생쥐의 골격근 강도를 확인하기 위해서 앞다리 그립 강도 측정 및 사지 교수형 실험(.)을 시행한다. 연구에 협조적이지 않은 쥐는 제외한다.

당기고 매달았더니 근육
강도 및 기능 개선 확인

HM17321은 Wire hang time에서 약 30초 이상으로 Semaglutide 대비 뚜렷한 증가를 보였으며 Holding impulse에서도 Semaglutide 대비 개선을 보였다. 이는 근육 자체의 증가와 더불어 근육의 강도와 기능에서도 HM17321의 개선을 확인할 수 있는 중요한 지표 중 하나다.

그림9 생쥐 골격근 강도 실험



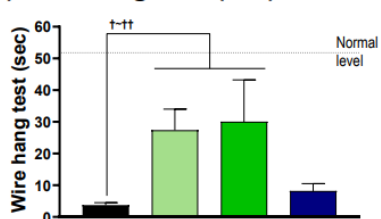
자료: Europe PMC, DS투자증권 리서치센터

주: (a) 앞다리 그립 강도 측정, (b) 사지 교수형 실험

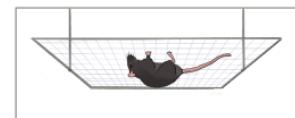
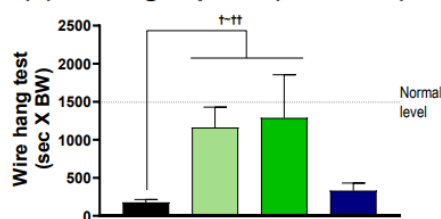
그림10 HM17321의 생쥐 근육 기능 개선

Figure 3. Effect of HM17321 on functional ability in mice

(a) Wire hang time (sec)



(b) Holding impulse (sec X BW)



■ DIO mice, vehicle
■ HM17321 30 nmol/kg, Q2D
■ HM17321 100 nmol/kg, Q2D
■ Semaglutide 20 nmol/kg, Q2D

†††p<0.05~0.01 by an unpaired t-test (one-tailed)

➤ In DIO mice, HM17321 effectively increased the reduced holding impulse in obese mice, indicating HM17321 contributed to improvements in muscle strength and function.

자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터

UCN-2 유사체 HM17321 개요

UCN-2 유사체;
근증가/지방감소/심혈관
기능개선

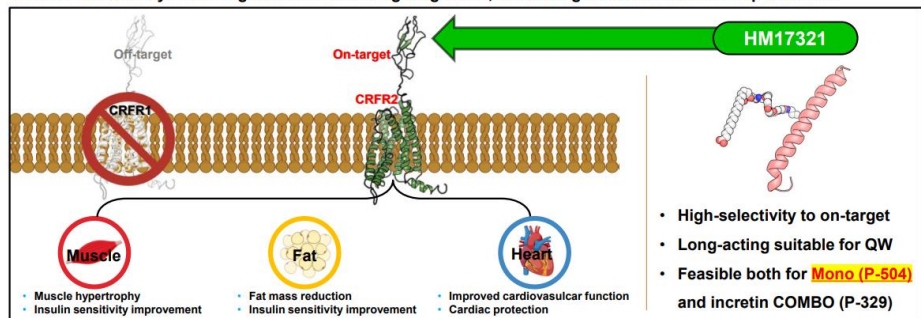
GLP-1이 비만치료제로 각광받은 뒤 시장은 WLQ(Weight loss quality)에 집중하기 시작하였다. 한미약품은 CRH 계열의 내인성 펩타이드 Urocortin-2(UCN2)가 지방 분해 및 근육 증가를 유도하여 WLQ 개선에 효과적일 수 있음에 주목하였다. HM17321은 CRFR2(corticotropin-releasing factor receptor 2)에 selective한 UCN-2 유사체로 근육 증가 및 지방 감소, 심혈관 기능 개선 등을 목적으로 개발되었다.

‘23년 7월 Nature communications에 따르면 UCN-2의 투여는 급성 투여(1mg/kg 복강 내 투여)할 경우 Gi 및 β -arrestin 커플링을 활성화로 CRFR2를 내재화시켜 전신 인슐린 저항성을 유도하는 반면 만성 투여(HEK293 cell)할 경우 Gs 커플링을 활성화하여 근육 포도당 흡수를 가속화하며 포도당 내성을 개선할 수 있는 것이 발견되었다. HM17321은 β -arrestin 커플링을 조절한 유사체로서 기능한다.

그림11 HM17321 개요

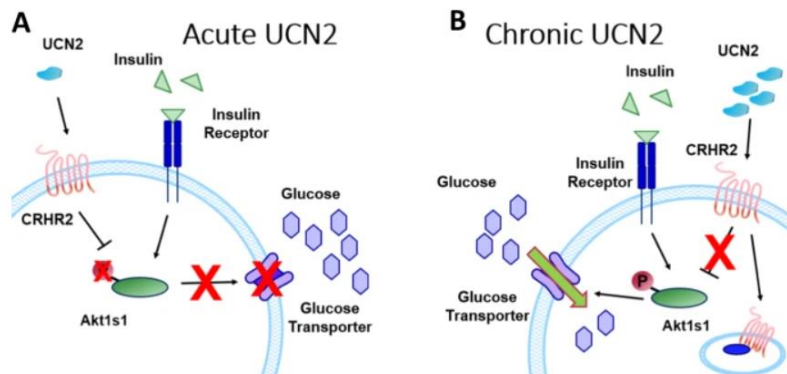
The next generation obesity drugs : Is it possible to burn fat while gaining muscle?

HM17321, a novel long-acting CRFR2 selective and biased UCN2 analog, is optimally designed to selectively reduce fat while simultaneously increasing muscle mass during weight loss, maximizing WLQ and metabolic improvement.



자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터

그림12 UCN-2 급성 만성 차이



자료: Nature communications 2023, DS투자증권 리서치센터

HM15275, GLP-1 투여 후 체중정체기 돌파

HM15275, 마운자로 투여 후 Plateau 돌파

Plateau 란?

GLP-1은 일정기간 후
체중감량정체기 도달;
“Plateau”

GLP-1 agonist의 체중 감소는 영원하지 않다. 일반적으로 위고비 혹은 쥘바운드 등의 GLP-1 투여 후 일정 기간이 지나면 환자는 체중 감량 정체기에 도달하며 그 이후에는 약물을 계속 복용해도 추가적인 체중 감량은 중단된다. 이를 ‘Plateau’라 부른다. 이는 신체가 시간이 지나 근육을 비롯한 체중이 감소함에 따른 보상 작용으로 신진대사가 느려지기 때문으로 알려져 있다. 단, 이러한 Plateau가 적용되는 시점은 유전적, 환경적 요인에 따라 상이하며 일부 환자의 경우 여전히 상당 수준의 체중 감량이 필요한 상태에서 Plateau에 도달한다.

Plateau 돌파를 위한
해결책 필요

의료진은 Plateau 상태를 돌파하기 위하여 위고비 및 마운자로의 용량을 상승시키는 방법을 채택하고 있으나 이는 최대 용량까지 도달한 이후에는 사용할 수 없다. 그 외 식이요법 및 생활습관 개선을 통해 얻는 체중 감소 효과는 비교적 미미한 것으로 알려져 있다. 따라서 현재 시장은 위고비 및 쥘바운드 Plateau를 돌파하기 위한 해결책을 적극적으로 찾고 있다.

그림13 Expectations vs. Plateau in Reality



자료: dr. Richard Lipman M.D, DS투자증권 리서치센터

해결책 : HM15275의 Energy expenditure 증가

마운자로 투여 후 Plateau
생쥐에서 추가 체중감소 약
20%

HM15275는 마운자로(성분명 Tirzepatide) 투여 후 Plateau(어느정도 수준에 오른 뒤에는 더 이상 진전이 없는 현상)에 도달한 생쥐에 투여하였을 때 추가적인 체중감소 효능을 확인(HM15275 switching 약 40% 후반 vs. Tirzepatide dose escalation 약 20% 후반)하였다. 이러한 효과가 임상에서도 이어진다면 마운자로 투여 이후 더 이상 체중 감소가 이루어지지 않는 환자에게 HM15275가 효과적일 수 있을 것으로 추정할 수 있다.

HM15275는 에너지 소비
증가로 추가 체중감소 야기

이는 HM15275의 에너지 소비 증가 효과 덕분으로 추정한다. HM15275는 마운자로(성분명 Tirzepatide) 대비 GCG가 추가된 triple agonist로서 전임상에서 Tirzepatide 단독 대비 우월한 체중 감소 효과(HM15275 -43.7% vs. Tirzepatide -29.1%)를 나타내었다. 이는 pair-fed 연구결과를 통해 확인할 수 있다. 동일한 음식을 공급하였을 경우에도 HM15275는 에너지 소비를 증가시키는 독립적인 메커니즘을 통해 체중감소를 야기시킴이 발견되었다. Tirzepatide와 비교하였을 때 PGC-1 α 및 UCP-1의 증가를 확인하였으며 이는 HM15275가 더 많은 갈색지방화(몸에 열내는 지방)를 유도하여 에너지 소비를 증가시키는 것으로 추정된다. 이러한 HM15275 에너지 소비 증가 효과는 Tirzepatide 투여 생쥐의 Plateau를 돌파시키는 것으로 추정된다.

임상에서 안전성 입증 시,
HM15275 니즈 높을 것

아직 HM15275는 전임상 단계이며 임상에서 안전성을 확보하지 못하였다. 약 50% 체중 감소 시 환자 안전 및 Energy expenditure 상승에 따른 CV risk 상승 등에서 안전성을 입증한다면 GLP-1 투여 이후 보다 높은 체중 감소를 원하는 환자에서 HM15275 니즈는 높을 것으로 전망한다.

그림14 Tirzepatide \Rightarrow HM15275 전환 후 Plateau에서 체중감소 극명

Figure 6. Changes in body weight over time under switching conditions

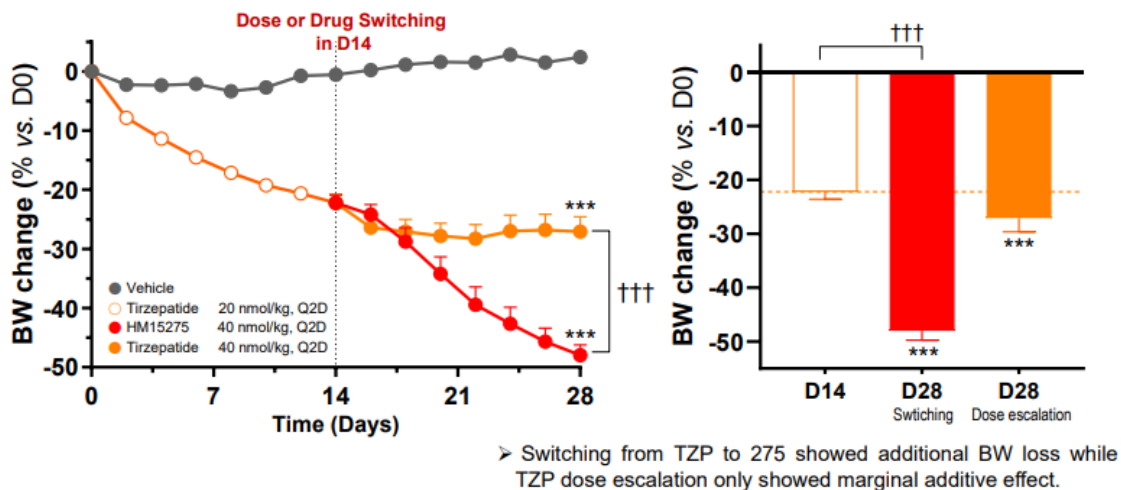
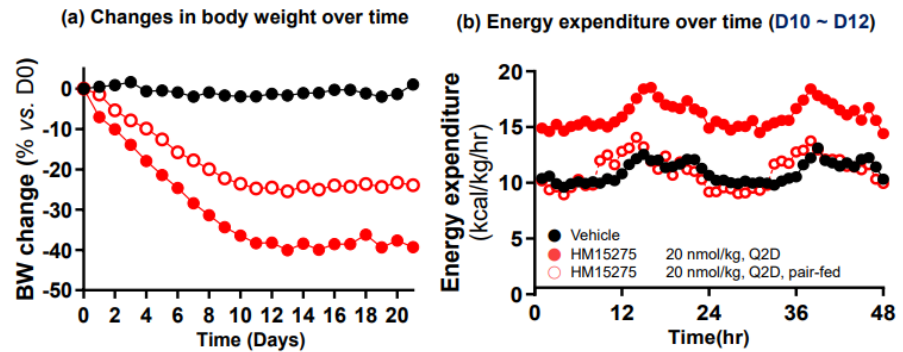


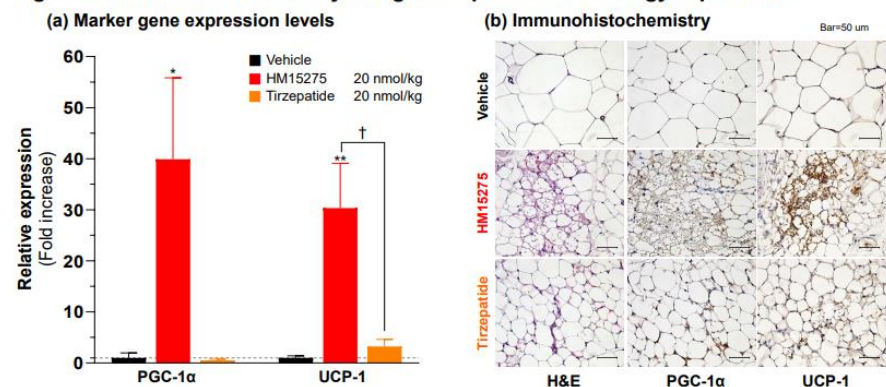
그림15 HM15275의 체중감소는 에너지 소비 증가도 한몫을 함

Figure 4. Mechanism evaluation for BW reduction by pair-fed DIO mice

> In DIO mice, HM15275 exhibited food intake inhibition-dependent and -independent BW loss. The latter case resulted from increase in energy expenditure, demonstrating the essential role of glucagon engagement

자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터

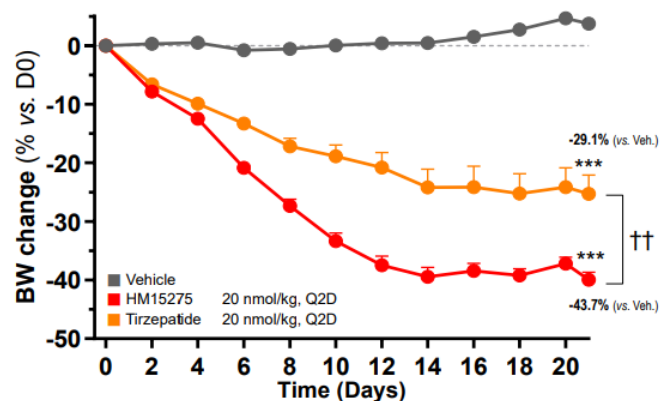
그림16 이는 갈색지방을 증가시키기 때문

Figure 5. Immunohistochemistry and gene expression for energy expenditure

> In DIO mice, HM15275 substantially reduced lipid droplet size of white adipose tissue. Additionally, PGC-1α and UCP-1 expression and tissue staining indicated that HM15275 could provide more potent fat browning effect than tirzepatide.

자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터

그림17 단독끼리 비교하면 HM15275의 체중감소가 보다 명확

Figure 1. Changes in body weight over time in DIO mice

자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터

3Q24 Review.

한미약품 3Q24 매출액 및 영업이익은 각각 약 3,621억원(-0.7% YoY) 및 약 510억원(-11.3% YoY, OPM 14.1%)으로 당사 추정치 매출액 3,557억원 및 영업이익 477억원에 소폭 상회하였으며 컨센서스 매출액 3,766억원, 영업이익 523억원 대비 소폭 하회하였다. 주요제품 로수젯은 고성장세를 지속하였으나 의료파업의 효과가 긴 연휴로 인하여 가시화되어 매출에 악영향이 있었으며 북경에서 8월 발생하였던 기록적인 홍수로 인하여 영업활동이 정지되어 북경한미의 매출 하락이 불가피하였다. 그러나 이러한 실적 부진은 일회성 요인에 의한 것으로 4분기부터 성장세를 회복할 것으로 전망한다.

표2 한미약품 실적 Table

(십억원)	3Q24P	DS 추정치	차이	컨센서스	차이	3Q23	YoY	2Q24	QoQ
매출액	362.1	355.7	1.8%	376.6	-3.9%	364.6	-0.7%	378.1	-4.2%
영업이익	51.0	47.7	7.0%	52.3	-2.5%	57.5	-11.3%	58.1	-12.2%
당기순이익	31.0	37.5	-17.3%	40.0	-22.5%	60.5	-48.8%	47.1	-34.1%
OPM	14.1%	13.4%		13.9%		15.8%		15.4%	
NPM	8.6%	10.5%		10.6%		16.6%		12.4%	

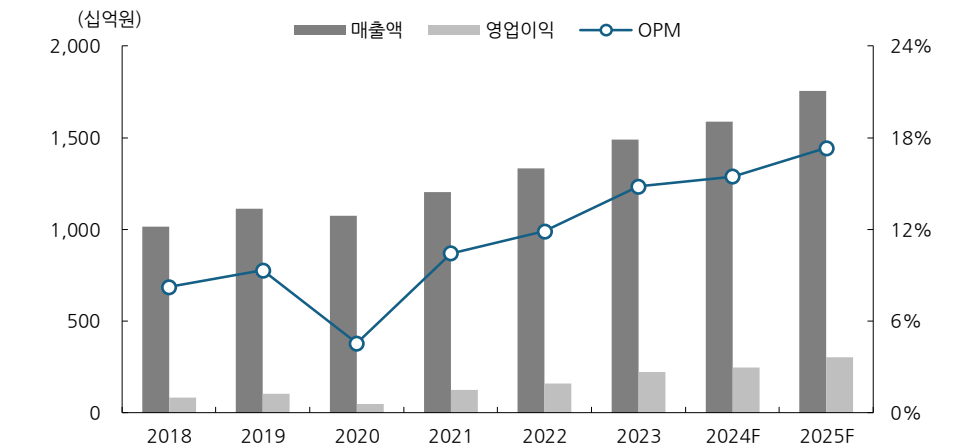
자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터

표3 한미약품 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	2022	2023	2024F
연결매출	361.2	342.7	364.6	422.4	403.7	378.1	362.1	444.3	1,331.6	1,490.9	1,588.2
YoY	12.5%	8.1%	6.6%	20.3%	11.8%	10.3%	-0.7%	5.2%	10.7%	12.0%	6.5%
별도매출	250.7	253.3	272.1	320.9	275.1	281.8	276.8	323.9	982.1	1,097.0	1,157.5
YoY	10.7%	6.4%	8.5%	20.3%	9.7%	11.3%	1.7%	0.9%	7.1%	11.7%	5.5%
북경한미	111.0	90.1	93.3	103.3	127.7	98.7	84.3	113.0	350.6	397.7	423.7
YoY	17.1%	14.8%	0.3%	22.5%	15.0%	9.5%	-9.6%	9.4%	21.4%	13.4%	6.5%
한미정밀화학	25.9	30.0	21.6	33.6	24.8	34.3	29.1	38.5	100.5	111.1	126.7
YoY	9.3%	25.5%	-7.3%	13.5%	-4.2%	14.3%	34.7%	14.6%	10.5%	14.0%	18.3%
연결조정	-26.4	-30.6	-22.4	-35.5	-23.9	-36.7	-28.1	-31.0	15.3%	10.5%	14.0%
매출총이익	207.1	180.2	198.9	243.2	226.5	206.7	198.7	241.4	718.6	829.3	873.3
GPM	57.3%	52.6%	54.5%	57.6%	56.1%	54.7%	54.9%	54.3%	29.2%	30.6%	30.6%
YoY	19.9%	8.6%	5.5%	27.1%	9.4%	14.7%	-0.1%	-0.7%	14.9%	12.5%	12.3%
영업이익	59.9	33.2	57.5	70.1	76.7	58.1	51.0	59.6	158.1	220.7	245.4
OPM	16.6%	9.7%	15.8%	16.6%	19.0%	15.4%	14.1%	13.4%	11.9%	14.8%	15.5%
YoY	46.6%	5.0%	22.9%	80.4%	27.9%	75.3%	-11.3%	-14.9%	26.1%	39.6%	11.2%
당기순이익	49.7	18.8	60.5	36.4	63.2	47.1	35.0	41.8	101.6	165.4	187.0
NPM	13.8%	5.5%	16.6%	8.6%	15.7%	12.4%	9.7%	9.4%	7.6%	11.1%	11.8%
YoY	98.3%	-17.3%	93.5%	61.3%	27.2%	151.0%	-42.2%	14.7%	24.6%	62.8%	13.1%

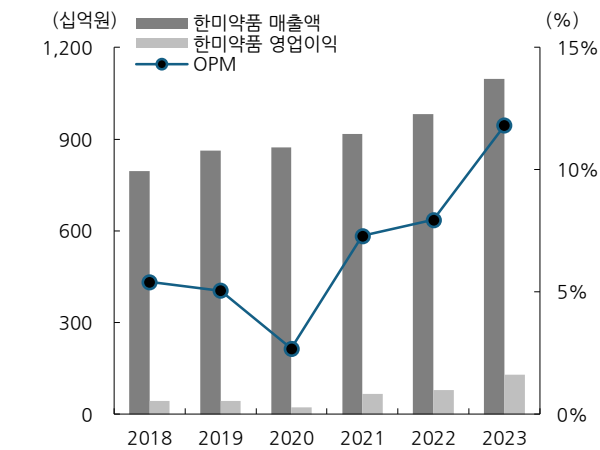
자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터 추정

그림18 한미약품 연결 실적 추이 및 전망



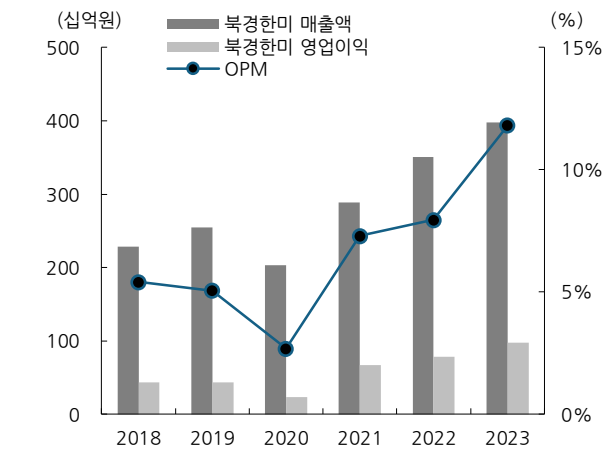
자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터 추정

그림19 한미약품 별도 매출 및 영업이익 추이



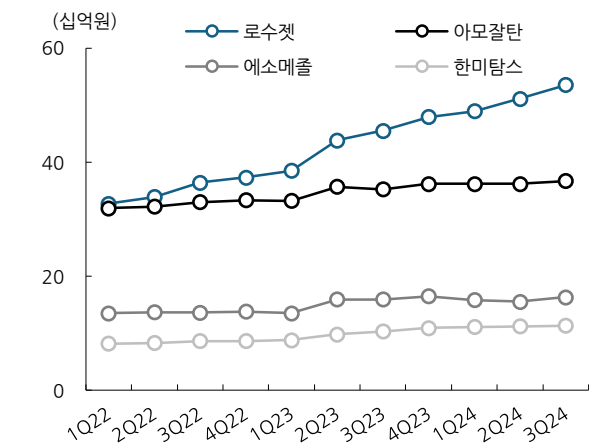
자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터

그림20 북경한미 매출 및 영업이익 추이



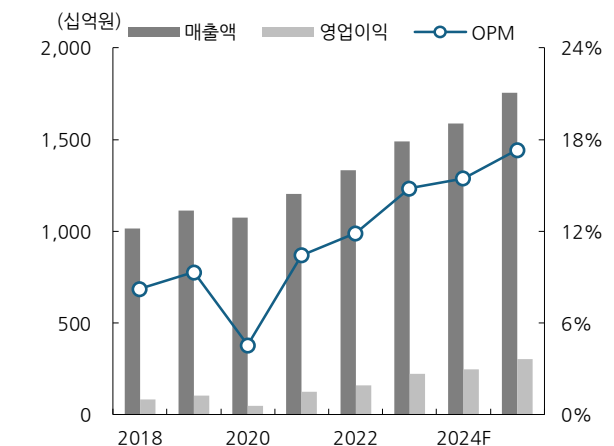
자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터

그림21 주요품목 매출 추이



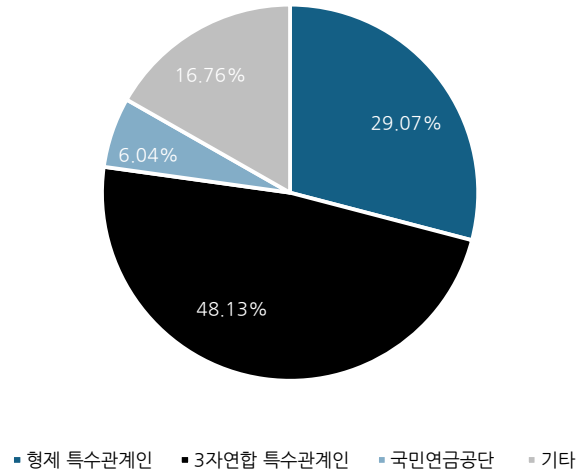
자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터

그림22 한미약품 연결 실적 추이 및 전망



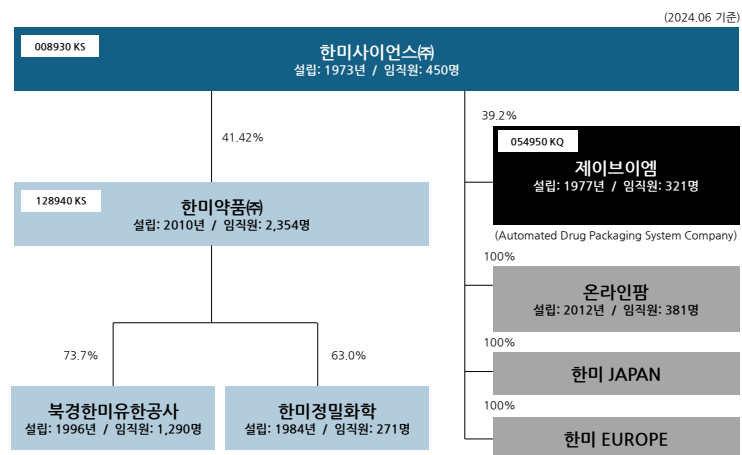
자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터

그림23 한미사이언스 지분 구조



자료: Dart, DS투자증권 리서치센터 추정

그림24 한미약품 기업 지배구조



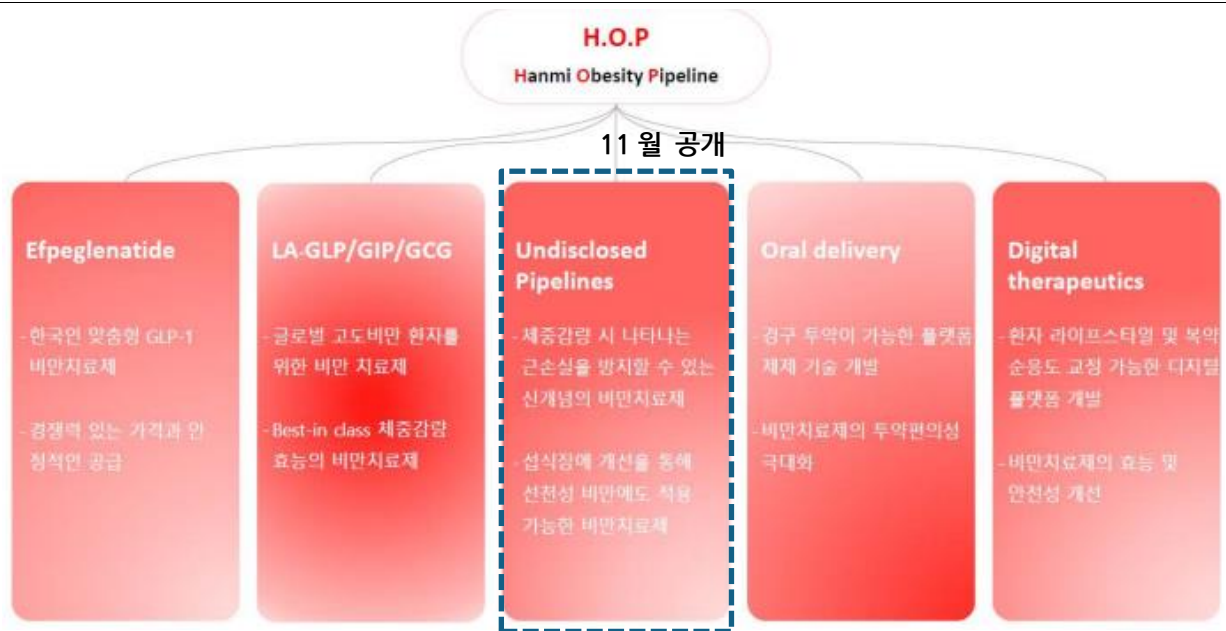
자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터

표4 한미사이언스 측 경영 방안

한미약품	1. 전략적 파트너십 구축을 통한 R&D 조직의 역량 강화 및 CRO 관리 고도화 2. 적극적 M&A 기회 검토, co-promotion/License-In 등 inorganic growth 확대 3. 해외 제약사 파트너십 강화 4. 주요 기능별 운영 고도화 및 운전자본 효율화
정밀화학	1. 글로벌 진출, 한미약품 공급망 안정화 2. 생산 capacity 추가 확보를 통하여 CDMO 매출 확대
북경한미	1. 치료분야 다변화 2. 리테일 약국으로의 채널 확장 (기존 병의원 위주) 3. 주요 기능별 운영 고도화 및 영업사원 생산성 제고
온라인팜	1. 상품 구색 확대, 배송속도 증대, 선도지위 강화 2. 국내 최대 약국 커버리지 보유, 강점 활용하여 약국 operation 관련 데이터 접근성확대 및 신규 약국 B2B 솔루션 등 신사업 진출
JVM	1. 제품 포트폴리오 확대 및 글로벌 영업력 강화를 통한 글로벌 시장 진출 2. 온라인팜 B2B 솔루션과 연계를 통해 신규 서비스 영역 확대

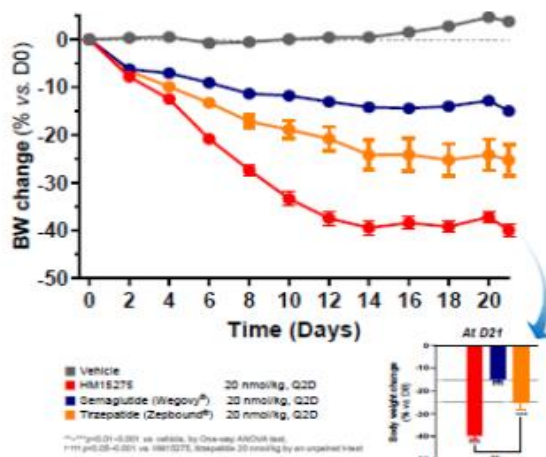
자료: 한미사이언스, DS투자증권 리서치센터 추정

그림25 한미약품 H.O.P project



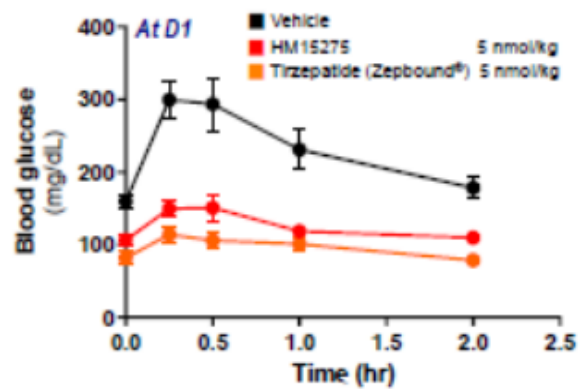
자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터 추정

그림26 HM15275 전임상 체중감소 데이터



자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터

그림27 HM15275 전임상 혈당 조절 데이터



자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터

[한미약품 128940]

재무상태표						손익계산서					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	704	694	731	954	1,199	매출액	1,203	1,332	1,491	1,588	1,754
현금 및 현금성자산	209	147	55	249	436	매출원가	570	613	662	715	795
매출채권 및 기타채권	223	180	177	174	192	매출총이익	633	719	829	873	959
재고자산	250	266	289	313	344	판매비 및 관리비	507	560	609	628	655
기타	22	101	210	218	227	영업이익	125	158	221	245	304
비유동자산	1,233	1,230	1,168	1,156	1,149	(EBITDA)	215	255	319	325	383
관계기업투자등	38	57	12	12	13	금융손익	-11	-17	-23	-18	-19
유형자산	945	888	833	793	758	이자비용	17	23	29	27	27
무형자산	80	85	81	100	116	관계기업등 투자손익	0	-9	1	0	0
자산총계	1,937	1,925	1,899	2,111	2,347	기타영업외손익	-11	-11	-5	-6	-9
유동부채	649	677	705	720	742	세전계속사업이익	104	121	194	222	276
매입채무 및 기타채무	161	197	189	203	224	계속사업법인세비용	22	19	29	34	42
단기금융부채	455	453	484	484	484	계속사업이익	81	102	165	187	234
기타유동부채	33	27	32	33	34	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	360	239	94	94	94	당기순이익	81	102	165	187	234
장기금융부채	301	226	89	89	89	지배주주	67	83	146	177	221
기타비유동부채	58	13	5	5	5	총포괄이익	96	102	165	187	234
부채총계	1,008	915	798	814	835	매출총이익률 (%)	52.6	54.0	55.6	55.0	54.7
지배주주지분	803	872	955	1,152	1,367	영업이익률 (%)	10.4	11.9	14.8	15.5	17.3
자본금	30	31	31	31	31	EBITDA마진률 (%)	17.8	19.1	21.4	20.5	21.8
자본잉여금	413	413	412	412	412	당기순이익률 (%)	6.8	7.6	11.1	11.8	13.3
이익잉여금	397	452	582	753	968	ROA (%)	3.5	4.3	7.6	8.8	9.9
비지배주주지분(연결)	125	137	145	145	145	ROE (%)	8.7	9.9	16.0	16.8	17.6
자본총계	928	1,009	1,100	1,297	1,512	ROIC (%)	6.8	9.4	13.0	13.9	17.1

현금흐름표						주요투자지표					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	202	162	151	272	269	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	81	102	165	187	234	P/E	50.8	44.9	30.7	24.4	19.5
비현금수익비용가감	193	173	-14	95	66	P/B	4.0	4.1	4.6	3.8	3.2
유형자산감가상각비	78	84	86	67	64	P/S	2.8	2.8	3.0	2.7	2.5
무형자산상각비	11	12	12	13	15	EV/EBITDA	18.1	15.9	15.2	14.3	11.6
기타현금수익비용	104	73	-128	15	-13	P/CF	12.4	13.6	29.9	15.4	14.5
영업활동 자산부채변동	-54	-74	0	-10	-31	배당수익률 (%)	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
매출채권 감소(증가)	-77	37	-3	3	-17	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	19	-14	-17	-24	-31	매출액	11.8	10.7	12.0	6.5	10.4
매입채무 증가(감소)	10	-3	6	14	20	영업이익	156.1	26.1	39.6	11.2	23.8
기타자산 부채변동	-6	-94	15	-3	-3	세전이익	368.6	16.7	60.3	14.2	24.6
투자활동 현금	-43	-181	-126	-73	-76	당기순이익	371.3	24.6	62.8	13.2	25.0
유형자산처분(취득)	-20	-28	-24	-26	-29	EPS	460.4	24.4	76.6	23.4	25.0
무형자산 감소(증가)	-14	-20	-16	-31	-31	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-7	-118	-44	-5	-5	부채비율	108.6	90.7	72.6	62.8	55.2
기타투자활동	-3	-15	-41	-10	-10	유동비율	108.5	102.6	103.7	132.5	161.7
재무활동 현금	-113	-37	-118	-6	-6	순차입금/자기자본(x)	58.7	43.8	37.1	16.2	1.2
차입금의 증가(감소)	-103	-27	-106	0	0	영업이익/금융비용(x)	7.6	7.0	7.7	9.1	11.2
자본의 증가(감소)	-11	-10	-12	-6	-6	총차입금 (십억원)	756	678	573	573	573
배당금의 지급	6	6	6	6	6	순차입금 (십억원)	545	442	408	210	18
기타재무활동	0	0	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	63	-62	-92	194	187	EPS	5,232	6,510	11,499	14,184	17,734
기초현금	146	209	147	55	249	BPS	66,476	70,780	76,057	91,709	108,844
기말현금	209	147	55	249	436	SPS	93,918	103,938	116,376	126,431	139,642
NOPLAT	99	133	188	207	258	CFPS	21,453	21,438	11,795	22,472	23,902
FCF	178	20	25	200	193	DPS	471	470	470	470	470

자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

한미약품 (128940) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)		(원)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비		
2023-11-28	담당자변경					
2023-11-28	매수	400,000	-19.8	-6.6	400,000	
2024-01-22	매수	400,000	-22.0	-12.4		
2024-03-11	매수	400,000	-22.9	-12.4	200,000	
2024-04-11	매수	400,000	-23.8	-12.4		
2024-07-11	매수	400,000	-22.4	-12.4		
2024-07-31	매수	400,000	-22.0	-12.4		
2024-10-10	매수	400,000	-18.0	-12.4		
2024-11-07	매수	440,000				

투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업			산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우		비중확대	
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우		중립	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우		비중축소	

투자의견 비율

기준일 2024.09.30

매수	중립	매도
98.7%	1.3%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.