

한미약품 128940

탄탄한 실적과 R&D 역량 보유 기업

강점은 탄탄한 실적

최근 경기 둔화에 대한 우려가 대두되고 있다. 처방의약품 시장은 경기와 수요에 민감도가 매우 낮은 특징을 보인다. 한미약품은 국내 전통제약사 중 가장 탄탄한 본업을 유지하고 있는 기업이다. 1998년부터 시작된 북경한미에 대한 투자에 대한 결과를 2020년대 들어 실적으로 확인하고 있으며 고지혈증 시장에 대한 인식 변화로 개량신약 로수젯이 가파른 성장을 이어나가고 있다. 이에 한미약품은 연간 영업이익이 '24년 약 2,300억원을 돌파할 것으로 전망된다. 더불어 OPM 역시 '24년 14.4%, '25년 15.0% 등 꾸준한 효율화를 이어갈 것으로 예상된다. 경기 불확실성이 증대된 시기에 안정적인 기업으로 한미약품을 추천한다.

GLP-1 명가, R&D 역량 보유 중

'23년 제약·바이오 섹터 내에서 주요한 글로벌 트렌드는 '비만'이었다. 한미약품 역시 GLP-1 치료제 개발의 명가로서 기존 에셋을 활용하여 올해부터 비만 치료제를 개발하고 있다. 한미약품의 에페글레타이드는 국내 비만 시장에 우선 진입할 예정이며 당사는 해당 파이프라인의 가치를 약 1,500억원으로 전망한다.

NASH 파이프라인들은 개발 순항 중으로 Dual은 2H25 Phase 2b에서 간 섬유화 개선도를 확인할 예정이다. 섬유화 개선도는 Dual의 가치 산정에 매우 중요한 역할을 담당할 것으로 예상된다. Triple의 L/O 가능성은 여전히 유효하며 L/O 시 한미약품의 주가에도 긍정적인 영향을 미칠 수 있을 것으로 기대한다.

투자의견 매수, 목표주가 400,000원으로 커버리지 개시

한미약품에 대해 투자의견 매수, 목표주가 400,000원으로 커버리지 개시한다. 한미약품은 로수젯 및 기타 주요품목의 가파른 성장세, 북경한미 성수기 진입 등으로 2024년 내 긍정적인 실적 모멘텀을 유지할 것으로 예상된다. 당사는 영업가치만으로도 약 4.3조원의 가치로 현 주가 대비 업사이드 보유하고 있어 긍정적인 투자의견을 유지한다. 더불어 최근 시작한 비만치료제 3상 에페글레타이드와 NASH 파이프라인 2가지 Dual 및 Triple agonist를 보유하고 있어 R&D 강점도 보유하고 있다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,203	1,332	1,484	1,618	1,740
영업이익	125	158	214	232	261
영업이익률(%)	10.4	11.9	14.4	14.4	15.0
세전이익	104	121	191	208	237
지배주주지분순이익	67	83	152	161	181
EPS(원)	5,335	6,640	12,159	12,908	14,485
증감률(%)	460.4	24.5	83.1	6.2	12.2
ROE(%)	8.7	9.9	16.2	15.0	14.6
PER(배)	50.8	44.9	25.4	23.9	21.3
PBR(배)	4.1	4.2	3.9	3.4	2.9
EV/EBITDA(배)	18.1	16.3	13.5	12.8	11.3

자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

김민정 제약·바이오
02-709-2656
kim.min_jeong@ds-sec.co.kr

2023.11.29

매수(신규)

목표주가(신규)	400,000원
현재주가(11/28)	309,000원
상승여력	29.4%

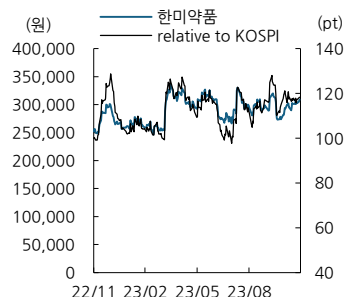
Stock Data

KOSPI	2,521.8pt
시가총액(보통주)	3,882십억원
발행주식수	12,562천주
액면가	2,500원
자본금	31십억원
60일 평균거래량	46천주
60일 평균거래대금	13,750백만원
외국인 지분율	16.0%
52주 최고가	340,000원
52주 최저가	245,000원
주요주주	
한미사이언스(외 3인)	41.4%
국민연금공단(외 1인)	10.4%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	12.0	2.4
3M	5.1	6.0
6M	4.4	5.8

주가차트



Valuation Table

한미약품에 대하여 투자의견 매수, 목표주가 400,000원으로 커버리지 개시한다. 2024년은 한미약품 실적 구조적 성장을 확인하는 한 해가 될 것이며 그 동안 인정받지 못하고 있었던 파이프라인 밸류에이션에 대해 보다 인정받을 수 있을 것으로 전망한다.

한미약품은 로수젯 및 기타 주요품목의 가파른 성장세, 북경한미 성수기 진입 등으로 2024년 내 긍정적인 실적 모멘텀을 유지할 것으로 예상된다. 동사는 영업가치만으로도 약 4.3조원의 가치를 보유하고 있는 것으로 추정되어 현 주가 대비 업사이드 약 12.3% 보유하고 있으며 투자매력 충분하다고 판단한다.

더불어 최근 시작한 비만치료제 3상 에페글레나타이드와 NASH 파이프라인 2가지 Dual 및 Triple agonist를 보유하고 있어 R&D 강점도 보유하고 있다. 특히 MSD에게 기술이전한 파이프라인 Dual agonist는 최근 Phase 2b 진입하여 4Q23 약 200억 원 수준의 마일스톤을 수령할 것으로 전망된다. 이는 한미약품의 실적 개선에 직접적으로 기여할 것이다.

표1 한미약품 Valuation Table

(단위: 십억원, 배, 천주, 원)

항목	비고
① 영업가치	4,279
'24F EBITDA	311 연결기준
Target EV/EBITDA	13.8 유한양행, 녹십자, 대웅제약, 종근당, 동아에스티 12Fw. EV/EBITDA
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	107
④ 기업가치 (=①+②-③)	4,988
⑤ 주식수	12,442 자사주 120,463주 제외
적정 주가 (=④/⑤)	400,932 =400,000원

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

주: 3Q23 Spectrum Pharmaceuticals가 Asserzio Holdings로 인수합병되어 지분대체 발생함. 해당 지분가치 크기 않아 Valuation 산정에 제외함

투자포인트 1. 강점은 본업 연속성

탄탄한 본업 성장 기대

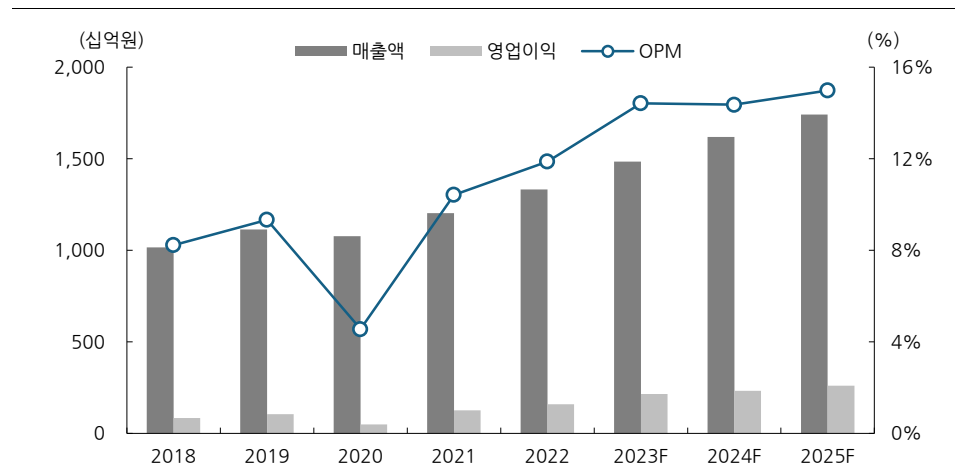
저렴해요

최근 경기 둔화에 대한 우려가 대두되고 있다. 처방의약품 시장은 경기와 수요에 민감도가 매우 낮은 특징을 보인다. 이에 일반적으로 처방의약품을 주로 타겟하는 제약사들의 매출은 경기와 상관없이 일정 수준을 유지한다.

한미약품은 국내 전통제약사 중 가장 탄탄한 본업을 유지하고 있는 기업이다. 1998년부터 시작된 북경한미에 대한 투자에 대한 결과를 2020년대 들어 실적으로 확인하고 있으며 고지혈증 시장에 대한 인식 변화로 개량신약 로수젯이 가파른 성장을 이어나가고 있다.

이에 한미약품은 연간 영업이익이 2024년 약 2,300억원을 돌파할 것으로 전망된다. 더불어 OPM 역시 2024년 14.4%, 2025년 15.0% 등 꾸준한 효율화를 이어갈 것으로 예상된다. 경기 불확실성이 증대된 시기에 안정적인 기업으로 한미약품을 추천한다.

그림1 한미약품 연결 실적 추이 및 전망



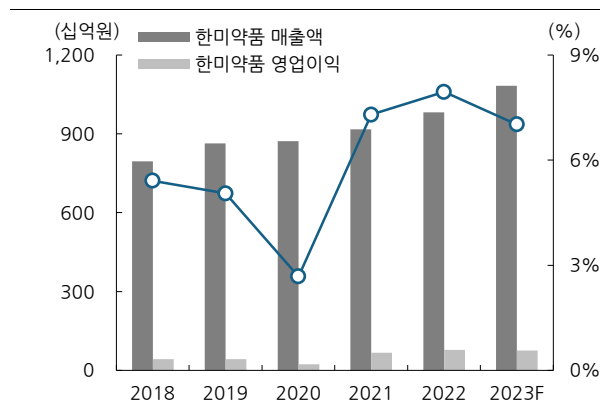
자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터 추정

표2 한미약품 실적 추이 및 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F
연결매출	361.2	342.7	364.6	415.5	396.2	388.1	398.9	434.4	1,331.6	1,484.1	1,617.6
YoY	12.5%	8.1%	6.6%	18.3%	9.7%	13.2%	9.4%	4.5%	10.7%	11.5%	9.0%
별도매출	250.7	253.3	272.1	311.8	272.4	282.0	299.3	315.0	982.1	1,087.8	1,168.7
YoY	-6.0%	1.0%	7.4%	14.6%	-12.6%	3.5%	6.1%	5.2%	7.1%	10.8%	7.4%
북경한미	111.0	90.1	93.3	98.4	122.1	100.0	102.6	110.6	350.6	392.8	435.3
YoY	17.1%	14.8%	0.3%	16.7%	10.0%	11.0%	10.0%	12.5%	21.4%	12.0%	10.8%
한미정밀화학	25.9	30.0	21.6	32.6	28.3	32.8	22.8	35.4	100.5	110.1	119.3
YoY	9.3%	25.5%	-7.5%	10.2%	9.4%	9.4%	5.4%	8.6%	15.3%	9.6%	8.4%
연결조정	-26.4	-30.6	-22.4	-27.2	-26.7	-26.7	-25.7	-26.6	-101.6	-106.6	-105.7
매출총이익	207.1	180.2	198.9	222.3	216.4	208.4	213.9	233.1	718.6	808.4	871.8
GPM	57.3%	52.6%	54.5%	53.5%	54.6%	53.7%	53.6%	53.7%	29.2%	30.6%	30.6%
YoY	19.9%	8.6%	5.5%	16.2%	4.5%	15.7%	7.6%	4.8%	-1.2%	14.9%	12.5%
영업이익	59.9	33.2	57.5	63.4	58.9	51.4	54.7	67.4	158.1	214.0	232.3
OPM	16.6%	9.7%	15.8%	15.3%	14.9%	13.2%	13.7%	15.5%	14.4%	14.4%	15.0%
YoY	46.6%	5.0%	22.9%	63.3%	-1.7%	54.9%	-4.9%	6.2%	35.4%	8.5%	12.2%
당기순이익	49.7	18.8	60.5	44.8	47.5	40.7	44.0	49.5	101.6	173.8	181.7
NPM	13.8%	5.5%	16.6%	10.8%	12.0%	10.5%	11.0%	11.4%	7.6%	11.7%	11.2%
YoY	98.3%	-17.3%	93.5%	98.6%	-4.4%	116.9%	-27.3%	10.4%	24.6%	71.1%	4.5%

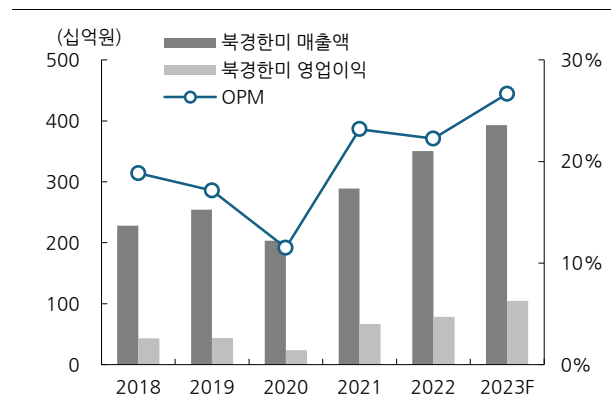
자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터 추정

그림2 한미약품 별도 매출 및 영업이익 추이



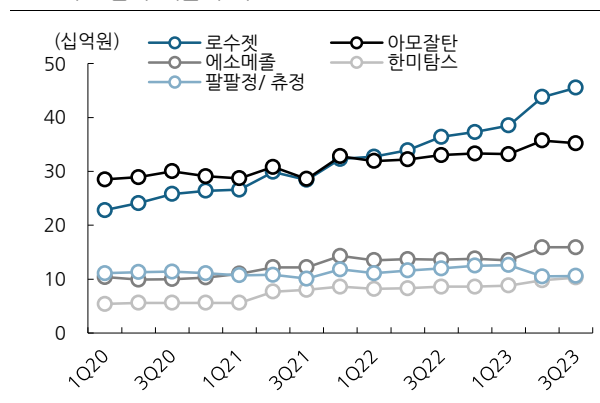
자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터

그림3 북경한미 매출 및 영업이익 추이



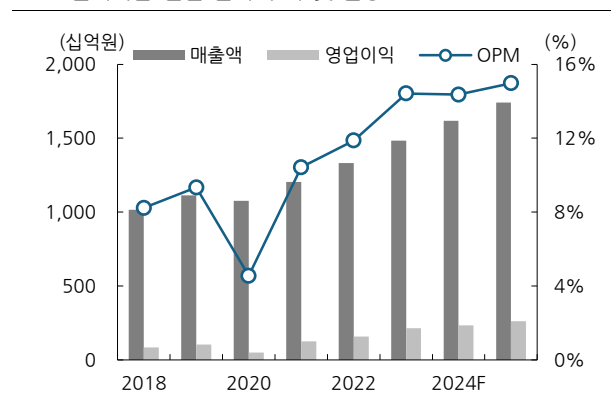
자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터

그림4 주요품목 매출 추이



자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터

그림5 한미약품 연결 실적 추이 및 전망



자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터

별도 한미약품 _ '24년 성장 지속할 로수젯

로수젯 가파른 성장세, '23년에 이어 '24년도 지속

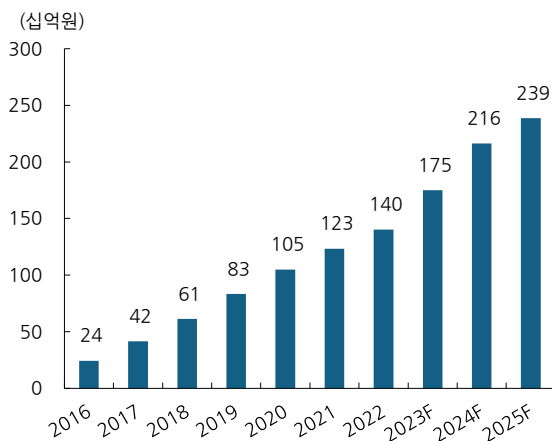
로수젯 '22 1,400억원
→ '23F 1,750억원
→ '24F 2,000억원

한미약품의 로수젯은 가파른 성장세를 보이고 있다. '22년 한 해 로수젯은 약 1,400억 매출을 달성하였으나 '23년 약 1,750억원 달성이 전망되며 2024년은 약 2,000억원을 넘어설 것으로 예상된다.

한미약품은 '22년 7월부터 ASCVD(동맥경화성 심혈관질환) 환자 3,780명을 대상으로 진행한 대규모 RACING 연구결과를 발표하며 효능 및 안전성을 입증하였다. 이에 그치지 않고 꾸준히 하위분석결과를 발표하고 있다. 현재 연구를 통해 의료진들은 고혈압을 강하게 저해하는 것은 환자들에게 위험할 수 있으며 고지혈증 LDL 수치를 저해하는 것이 보다 효과적일 수 있는 것으로 인식이 변화하였다.

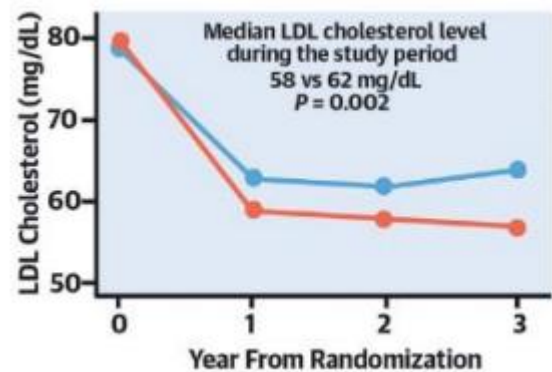
따라서 로수젯의 성장은 고지혈증 시장의 성장에 기인한 것으로 연속성이 높다고 판단한다. 로수젯은 특허만료 이전까지 한미약품의 캐시카우로서 역할을 담당할 것으로 전망한다.

그림6 로수젯 연간 매출 추이



자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터 추정

그림7 RACING 하위분석 결과



자료: JACC, DS투자증권 리서치센터

북경한미_ 그 동안의 투자가 빛을 발하는 시점

한미의 효자, 북경한미

한미약품은 1996년부터 중국법인 북경한미유한공사에 출자하여 다양한 제품을 현지 생산 및 판매하고 있다. 북경 한미는 이탄징(진해거담제), 리퐁(변비약), 마이아미(유아용 정장제), 매창안(성인용 정장제) 등을 통해 한미약품 연결 실적을 견인하고 있다. 특히 북경한미는 매출 원가가 적은 품목 위주로 판매하고 있으며 인건비를 절약할 수 있어 및 OP margin이 한미약품 별도 대비 약 20% 이상 매우 높다.

더불어 현지 부패 척결문화에 따른 효율적인 비용 집행으로 판매비 통제가 가능하였으며 이가 지속될 경우 향후 구조적인 비용 효율화가 될 것으로 기대하고 있다.

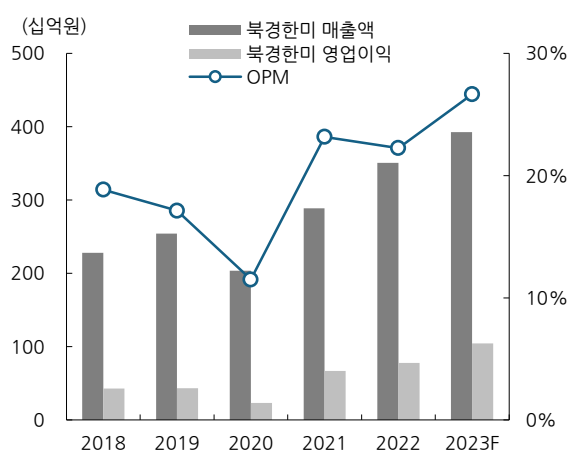
3Q23은 비우호적인 환율 효과(3Q22 195.4원/위안 → 3Q23 180.9원/위안)로 인하여 성장률 측면에서는 다소 실적이 저조(+0.3% YoY)하였으나 4분기부터는 다시 위안화 환율 소폭 회복하여 북경한미의 실적에 기여할 전망이다.

그림8 위안화/원 환율 추이



자료: Bloomberg, DS투자증권 리서치센터

그림9 북경한미 매출 및 영업이익 추이



자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터 추정

투자포인트 2. GLP-1 명가, Pipeline 가치 산정의 해

에페글레나타이드를 통해 기업가치 추가 업사이드 확보

국내 비만치료제 시장, 아직 개화기로 판단

‘23년 글로벌 트렌드: 비만
한미약품도 진입

2023년 제약바이오 섹터 내에서 주요한 글로벌 트렌드는 ‘비만’이었다. 노보노디스 크의 위고비, 일라이 릴리의 켈바운드 등이 두 회사의 실적 및 주가를 크게 상승시키며 관련 비만치료 기업들의 주가도 반응하였다. 한미약품 역시 GLP-1 치료제 개발의 명가로서 기존 에셋을 활용하여 올해부터 비만 치료제를 개발하고 있다. 한미약품의 에페글레나타이드는 국내 비만치료제 시장에 우선 진입할 예정이다.

국내 비만 시장의 크기,
‘26년 기준 6천억원 전망

당사는 현재 국내 비만 시장을 아직 개화기로 판단하며 그 시장을 ‘26년 기준 약 6,000억원으로 성장성을 높게 평가한다. 한국에 GLP-1 agonist 비만 치료제는 삭센다만 단독 출시되어 있다. 삭센다 국내 매출액은 ‘22년 기준 약 589억원으로 ‘23년에는 가파른 성장세에 따라 약 1,000억원에 달할 것으로 예상된다.

미국 비만치료제 시장은 주 1회 제형 출시 이후 약 6배 가량 성장하였다. 위고비, 켈바운드 등의 주 1회 제형은 글로벌 쇼티지 상황으로 아직 국내에는 주 1회 제형이 출시되지 못한 상황이다. Long-acting 비만치료제 출시가 미국 비만치료제 시장의 성장을 견인하였듯, 국내도 주 1회 제형 출시 이듬해인 ‘26년에는 현재 삭센다의 6배 수준인 약 6,000억원 이상의 시장을 영위할 것으로 추정한다.

대상 Q는 식욕억제제 투여 대상자, 약 22만명 그 이상

아직 경구제가 메이저인
국내 비만치료제 시장
→ 시장침투 가능성 높다

국내 비만치료는 아직 식욕억제제(ex. 펜터민, 펜디메트라진 등)가 메이저한 지위를 확보하고 있다. 큐시미아 등의 식욕억제제는 국내에서 연간 약 22만명에게 투여되는 것으로 추정되는 반면 삭센다는 10분의 1 수준인 2만 5천여명에게 투여되는 것으로 확인된다. 이러한 차이는 삭센다가 1일 1회 주사제인 반면 식욕억제제는 경구투여로 일정 수준 이상의 체중 감소 효과를 확보할 수 있다는 이유에 기인한다.

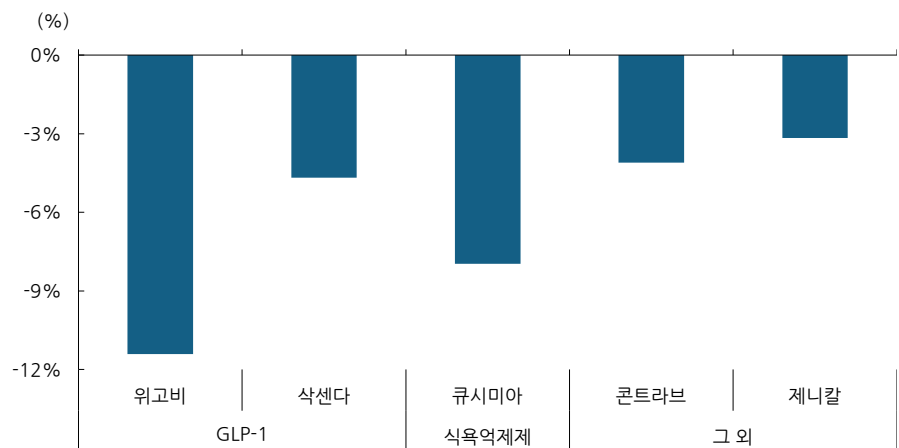
현재 체중 감소 목적으로
여러 경구제를 함께 처방
아직 경구제 수요 높음
→ long-acting 출시 후에는 사라질 것

일반적으로 국내에서는 체중 감소 목적으로 지방흡수억제제, 변비약, SSRI(selective serotonin reuptake inhibitor, 우울증, 불안장애 등을 치료하는 항우울제. Side effect로 체중 감소 효과가 있어 비만치료에 off-label로 사용), 생약제제(ex.방풍통성산 등) 등의 경구제를 함께 처방하기 때문에 투약편의성 측면에서 아직까지 경구제에 대한 수요가 높다. 그러나 식욕억제제는 체중 감소 효과 또한 약 8.5~12.6%로 위고비의 약 14.9%, 마운자로 약 22.5% 대비 저조하며 항정신성의약품으로 장기간 사용이 불가능하며 정신적 의존성 등의 부작용(ex. 불면, 어지러움, 구토, 우울 등)이 높아 주 1회 long-acting 비만치료제 출시 후에는 시장에서 점차 사라지게 될 것으로 전망한다.

GLP-1은 안전성이 높음
→ 식욕억제제 시장 침식
+ 비만 시장의 성장 견인

아직까지 국내 비만치료는 위고비, 젠티바운드 등의 주 1회 제형이 출시되지 않아 식욕억제제 시장이 GLP-1 agonist에 침식되지 않은 상황이다. GLP-1은 식욕억제제 대비 높은 안전성을 보유하고 있어 주 1회 제형 공급이 시작될 경우 현재 식욕억제제 시장 침식뿐만 아니라 비만 치료의 구조적 성장을 야기할 것으로 기대한다. 이러한 상황 하에서 '26~27년 에페글레타이드가 출시 될 경우 한미약품의 실적 개선에 유의미하게 기여할 수 있을 것으로 예상된다.

그림10 비만치료제 체중감소율 비교



자료: Sheyu Li et al, 2022, DS투자증권 리서치센터

주: 무작위 대조군 연구결과를 바탕으로 체계적 문헌고찰 및 네트워크 메타분석 진행 결과임

주: 큐시미아는 펜터민/토피라메이트 복합제제임

출시 이후 에페글레나타이드 peak sales 약 700억원 전망

일본 월 비용 약 37.5만원
국내 비슷한 수준으로 전망

노보노디스크는 일본에 '24년 2월 22일 위고비를 출시할 것임을 밝혔다. 월 비용은 2.4mg 기준 42,960엔(한화 약 37.5만원)으로 미국 출시가 \$1,349(한화 약 175만원) 대비 크게 저렴하다. 현재 한국은 A7국가(미국, 영국, 독일, 스위스, 이탈리아, 프랑스, 일본 등)의 약가를 참조하여 약가를 산정하고 있다. 현재 독일 역시 \$328(한화 약 42.8만원)으로 산정된 점을 감안하건대 국내 약가도 일본, 독일 등과 큰 차이가 없을 것으로 전망한다. 에페글레나타이드 약가는 위고비 일본 약가 대비 약 50%로 산정하였다.

큐시미아도 상당한 고가
GLP-1이 약 80% 이상에
게 투여될 것으로 전망

대표적인 식욕억제제 큐시미아(성분명 펜터민/토피라메이트) 역시 공급가 기준 월 약 12만원 상당의 고가(용량 별 가격은 동일)로 GLP-1 치료제 대비 상대적으로 크게 저렴하지 않다. 따라서 주 1회 제형의 효과 및 안전성, 가격을 고려하였을 때 GLP-1이 시장을 주도할 것으로 전망하여 대상자 중 약 80%에게 투여될 것으로 추정하였다.

평택공장에서 직접 생산,
마진을 약 35% 추정

연간 비만치료제 대상자 증가율은 국내 보건복지부에서 발표한 '17년부터 '21년까지 비만 환자 연간 증가율 약 15.1%에서 약 30% 할인하여 적용하였으며, 임상성공률은 일반적인 Metabolic 임상 성공률에 이미 임상 2상에서 확인한 체중 감량 효과를 감안하여 30% 할인하였다. GLP-1은 주 1회 제형이 출시될 경우 안전성을 토대로 시장의 크기를 확장할 것으로 기대되고 있으나 이번 추정에서는 보수적으로 제외하였다. 한미약품은 당사의 평택공장에서 직접 에페글레나타이드를 생산할 것으로 예상되어 위고비 대비 가격 할인에도 불구하고 마진을 역시 약 35%로 높을 것으로 가정하였다. WACC 9.9%, 영구성장률 -3.0% 적용하였다.

에페글레나타이드의 국내 peak M/S를 약 8.0%로 추정한다. 이는 위고비 국내 출시 약 2년 후에 출시되는 점, 예상 체중 감소율을 약 10%로 쥘바운드, 위고비 대비 비교적 낮게 산정함에 따른다. 위고비 및 마운자로의 국내 출시 시점, 에페글레나타이드 임상 결과 및 약가, 기타 저분자화합물 또는 경구 GLP-1 출시로 인한 경쟁상황 변화에 따라 해당 M/S는 조정될 수 있다.

각 사의 적극적인 투자를
감안하였을 때, 공급난 해
소 시점 당겨질 가능성 여

현재 위고비와 쥘바운드 국내 출시를 2025년으로 전망하였으나 노보노디스크 및 일라이 릴리 모두 공급난 해소를 위해 적극적으로 투자하고 있는 점을 감안하였을 때 출시시점은 당겨질 가능성이 있다. 일라이 릴리는 노스캐롤라이나주에 4억 5천만 달러, 인디애나주에 추가로 16억 달러를 투자하여 각각 2개 공장을 건설하였으며 올해 말까지 생산량을 2배로 확장하는 것을 목표하고 있다. 노보노디스크 역시 약 60억 달러를 투자하여 덴마크 공장을 확충하였으며 한화 약 3조원 가량을 프랑스에 투자하여 생산시설을 확장하고 있다.

표3 에페글레나타이드 Valuation

Efpeglenatide	22	23E	24E	25E	26E	27E	28E	29E	30E
Event(예상)	P3 진입				P3 종료	상업화			특허만료
글로벌 event			삭센다 특허만료	공급 정상화	위고비 중국특허만료				위고비 Global 특허만료
Success rate	100.0%	100.0%	82.7%	82.7%	82.7%	72.3%	72.3%	72.3%	72.3%
총대상시장(명)	246,139	271,983	300,542	332,099	366,969	405,501	448,078	495,127	547,115
삭센다	24,542								
Chemical	221,597								
Q (MS %)									
GLP-1	10%	13%	18%	32%	60%	69%	78%	80%	80%
한미약품						2%	5%	7%	8%
삭센다	100%	100%	100%	93%	80%	65%	46%	36%	21%
위고비				4%	12%	18%	25%	28%	33%
마운자로				3%	8%	15%	24%	29%	38%
Chemical	90%	87%	82%	68%	40%	31%	22%	20%	20%
P (백만원)	월간	연간							
한미약품	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	2.4	1.7
삭센다	2.4	2.4	1.7	1.5	1.4	1.2	1.1	1.0	1.0
위고비	0.4	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8	3.4
마운자로	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	2.7
예상 매출액(Q*P, 십억원)									
한미약품	-	-	-	-	-	16.5	45.3	70.3	58.8
삭센다	58.9	85.1	91.2	149.9	240.4	221.8	176.2	140.3	91.5
위고비	-	-	-	20.4	126.8	241.7	419.4	532.4	485.3
마운자로	-	-	-	12.2	67.6	161.2	322.1	441.1	447.1
FCF	-	-	-	-	-	4.3	11.5	17.8	14.9
NPV of FCF 145.8 십억원									

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

그림11 국가별 비만치료제 출시 정가 비교

List prices of drugs used for weight loss in the U.S. and peer nations

	▼ Ozempic (semaglutide, injection)	Rybelsus (semaglutide, tablets)	Wegovy (semaglutide, injection)	Mounjaro (tirzepatide, injection)
U.S.	\$936	\$936	\$1,349	\$1,023
Japan	\$169	\$69	-	\$319
Canada	\$147	\$158	-	-
Switzerland	\$144	\$147	-	-
Germany	\$103	-	\$328	-
Netherlands	\$103	\$203	\$296	\$444
Sweden	\$96	\$103	-	-
United Kingdom	\$93	-	-	-
Australia	\$87	-	-	-
France	\$83	-	-	-

Note: List prices in \$USD based on web searches as of August 15, 2023. Prices are for one-month supply of Ozempic 1mg, Rybelsus 7mg, Wegovy 2.4mg, and Mounjaro 15mg. Some drugs are not available in all countries and prices were unable to be found in other countries. Some drugs are approved for diabetes and prescribed off-label for weight loss.

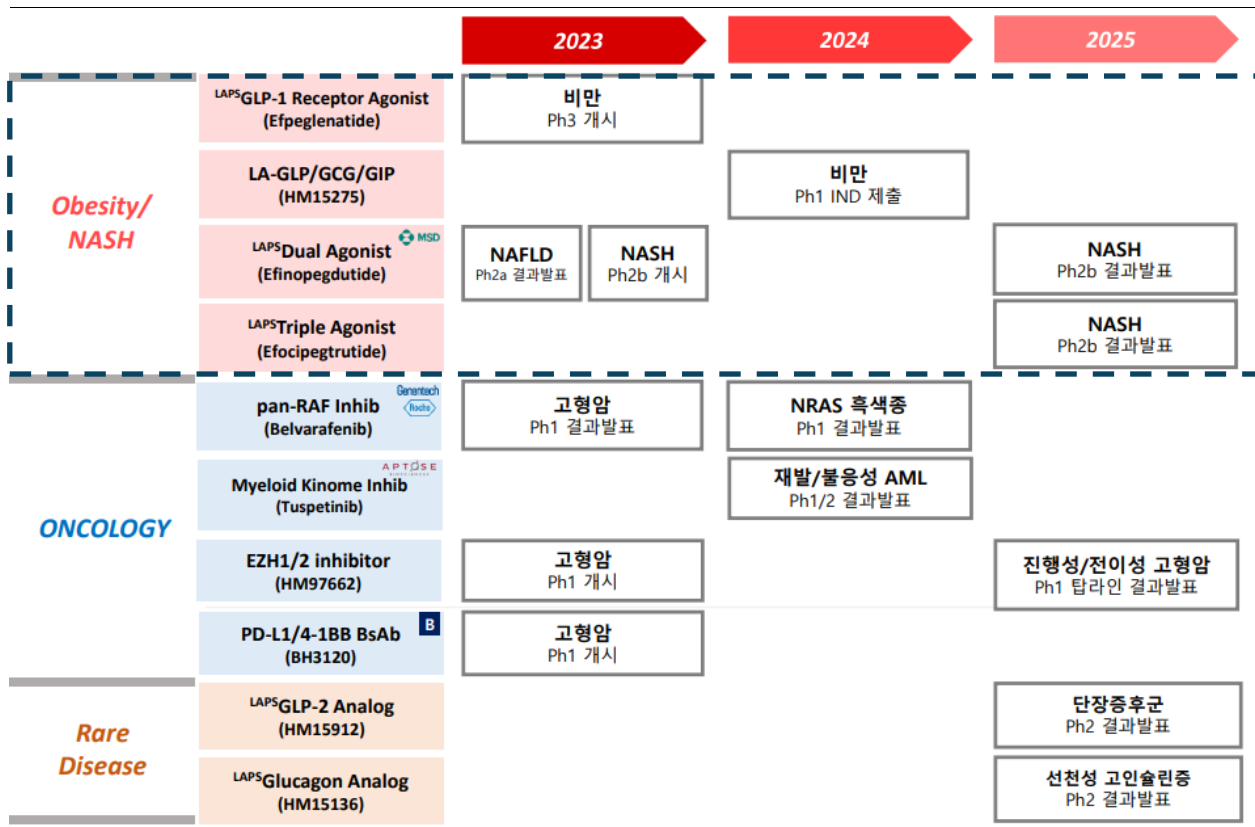
자료: KFF analysis, DS투자증권 리서치센터

이외에도 한미약품은 글로벌 비만 치료제들과의 경쟁 목적으로 기존 HM15211과는 GCG(Glucagon) 활성화 비율을 다르게 조절하여 체중 감소 효력을 크게 증가시킨 Triple agonist LA-GLP-1/GIP/GCG를 개발하고 있다. 에페글레나타이드는 보다 저렴한 가격의 미용 목적으로 Triple agonist는 ‘치료제’ 목적으로 개발할 예정이다. 현재 전임상 단계이며 1H24 전임상 데이터를 공개한 후 1상에 진입할 예정이다.

특허만료 후 LA-triple통해
매출 감소 방어 기대

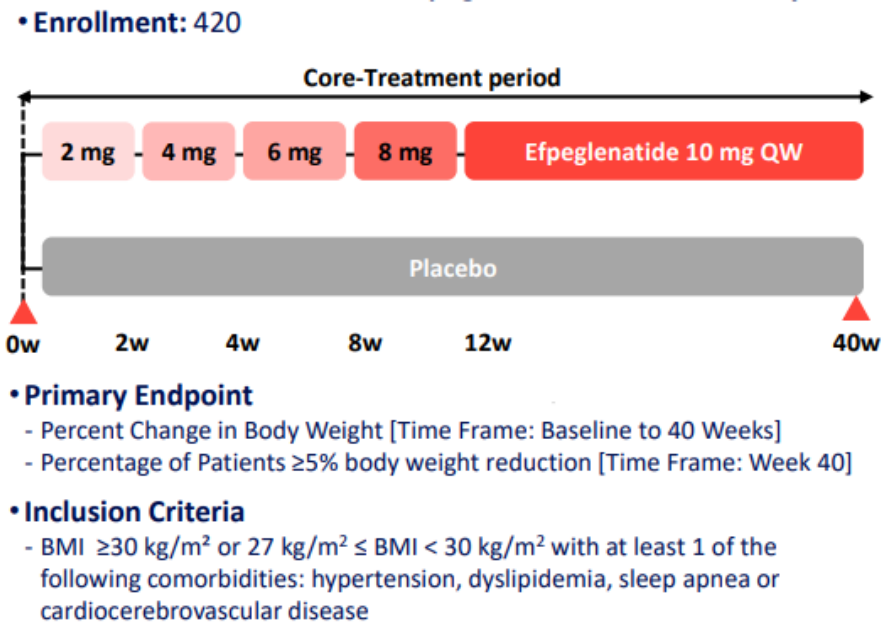
현재 한미약품이 개발하고 있는 에페글레나타이드는 2030년 특허 만료가 예상된다. LA-GLP-1/GIP/GCG를 통해 향후 에페글레나타이드 특허 만료 후 매출 감소를 방어할 수 있을 것으로 기대된다.

그림12 한미약품 R&D 타임라인



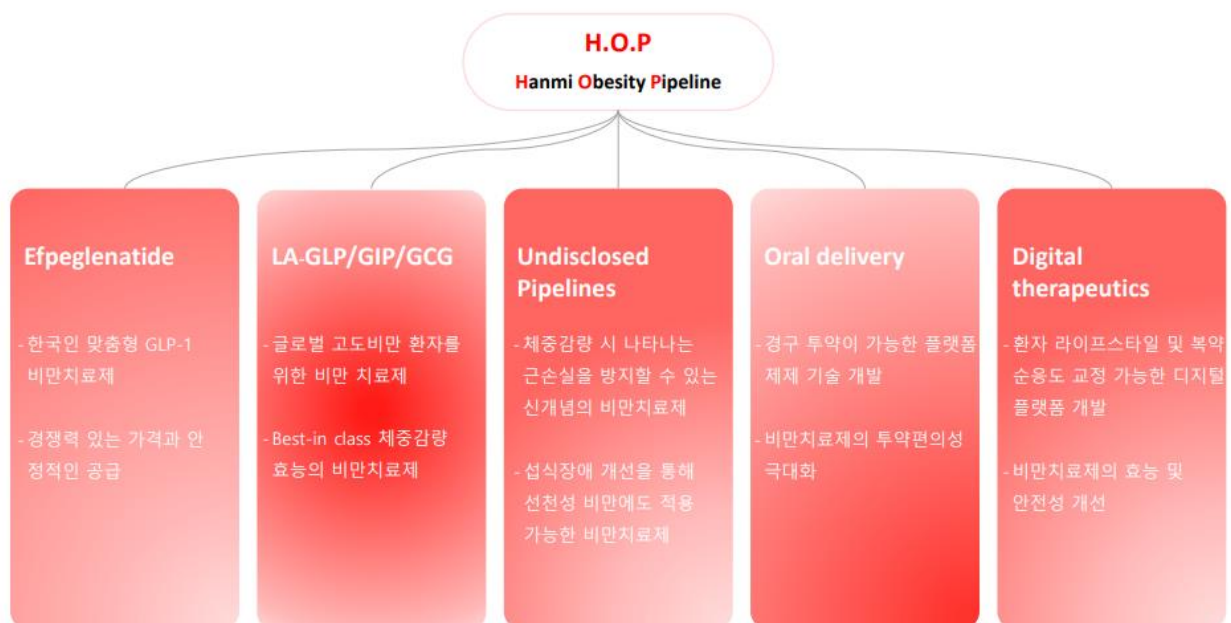
자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터

그림13 에페글레나타이드 임상 디자인



자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터

그림14 H.O.P project



자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터

NASH 파이프라인 순항 중

‘25년 간섬유화 개선도 확인을 통해 NASH 파이프라인 가치 상승 전망

Dual, Triple 모두 NASH
Phase 2b 진행 중
: 2H25 결과확인 전망

한미약품은 NASH 치료제로 두 가지 파이프라인을 보유하고 있다. GLP-1/GCG dual agonist efinopegdutide는 MSD에게 기술이전하여 최근 Phase 2b에 진입하였다. Phase 2b(NCT05877547)에서 간 섬유화 개선도를 확인할 예정이다. 결과는 2025년 하반기 확인이 가능할 것으로 전망된다.

간섬유화 개선 효능 확인
시 가치 큰 폭 상승 전망

섬유화 개선도는 Dual agonist의 가치 산정에 매우 중요한 역할을 담당할 것으로 예상된다. GLP-1은 타겟의 지방간 감소 효력은 이미 상당부분 입증되었으므로 데이터가 아직 미흡한 ‘간섬유화 개선에 대한 효능’을 확인할 경우 가치가 큰 폭 상승할 수 있다. 간섬유화 효능 입증 및 허가 획득에 성공한다면 이미 안전성이 입증된 GLP-1은 NASH 환자에게 투여하는 첫 번째 약물로 권고될 수 있을 것으로 기대된다.

Triple은 섬유화 특화 기전,
L/O 가능성 여전히 유효

한미약품은 AASLD2023에서 Triple agonist가 전임상 모델에서 타 인크레틴 유사체 대비 높은 간 섬유화 개선 효과를 입증하였음을 발표하였다. Triple은 섬유화에 특화된 기전으로 IPF 전임상으로도 그 효능을 확인하고 있다. Triple agonist는 이미 Phase 1b/2a에서 최대 약 81.2%의 효과적인 지방간 감소 효능을 확인하였으므로 Phase 2b 결과에서 섬유화 개선 효력이 확인된다면 유의미하게 파이프라인 가치가 상승할 수 있을 것으로 기대된다. 2H25 데이터를 공개할 수 있을 것으로 전망된다. IDMC에서도 긍정적인 피드백을 확인한 점을 감안하였을 때 Triple agonist의 라이선스 아웃 가능성은 여전히 유효하며 L/O 시 한미약품의 주가에도 긍정적인 영향을 미칠 수 있을 것으로 기대한다.

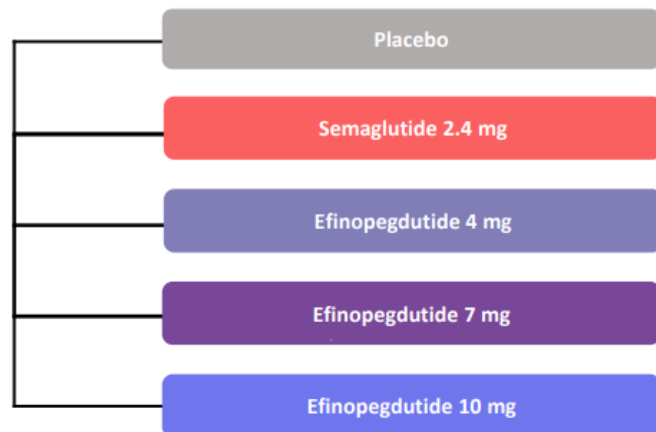
그림15 Efinopegdutide Phase2b 디자인

• Enrollment: 300

• Duration: 52 wks

• Inclusion Criteria

- Histological confirmation of NASH, defined as NAFLD Activity Score (NAS) ≥ 4 with a score ≥ 1 point in each component (steatosis, ballooning, and lobular inflammation) AND NASH clinical research network (CRN) fibrosis score of Stage 2 or 3
- No history of T2DM OR a history of T2DM with an A1C $\leq 9\%$ that is controlled by diet or stable doses of antihyperglycemic agents



자료: 한미약품, DS투자증권 리서치센터

Appendix. 기업 개요

한미약품은 1973년 설립된 국내 대표적인 전통제약사이다. 1996년부터 북경한미유한공사를 설립하여 해외 사업을 영위하고 있다. 주력 제품은 로수젯, 아모잘탄, 에소메졸, 한미탐스, 팔팔정 등이 있다. 최대주주는 한미사이언스로 약 41.4%의 지분을 보유하고 있다.

그림16 한미약품 지배구조

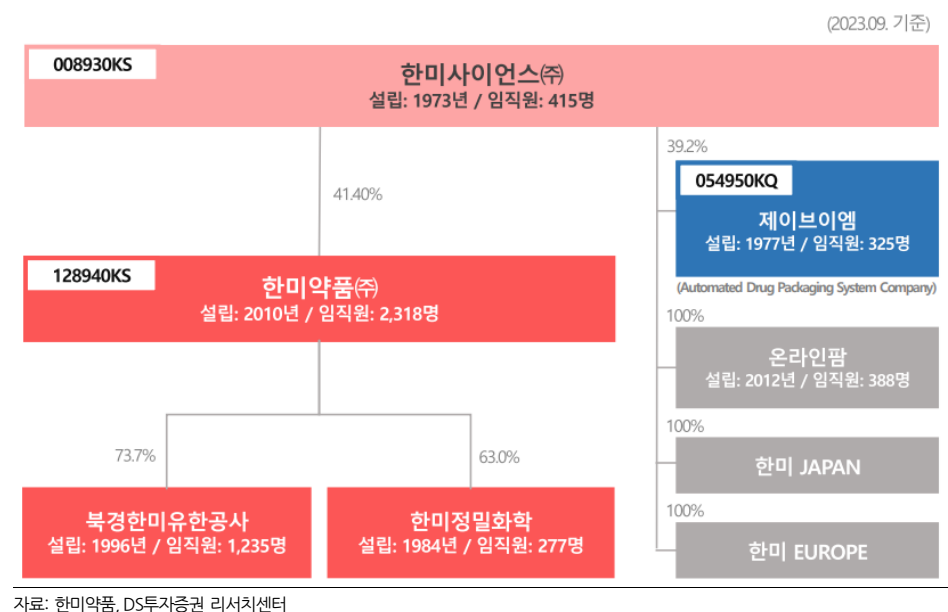


그림17 한미약품 주식 소유 현황

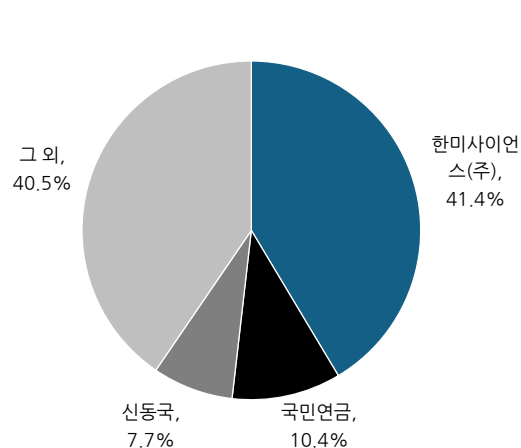


그림18 한미사이언스 주식소유 현황

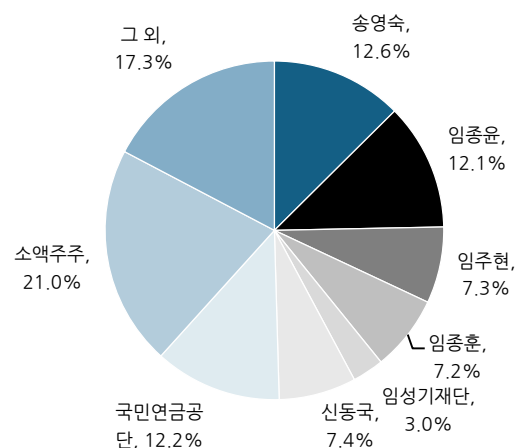
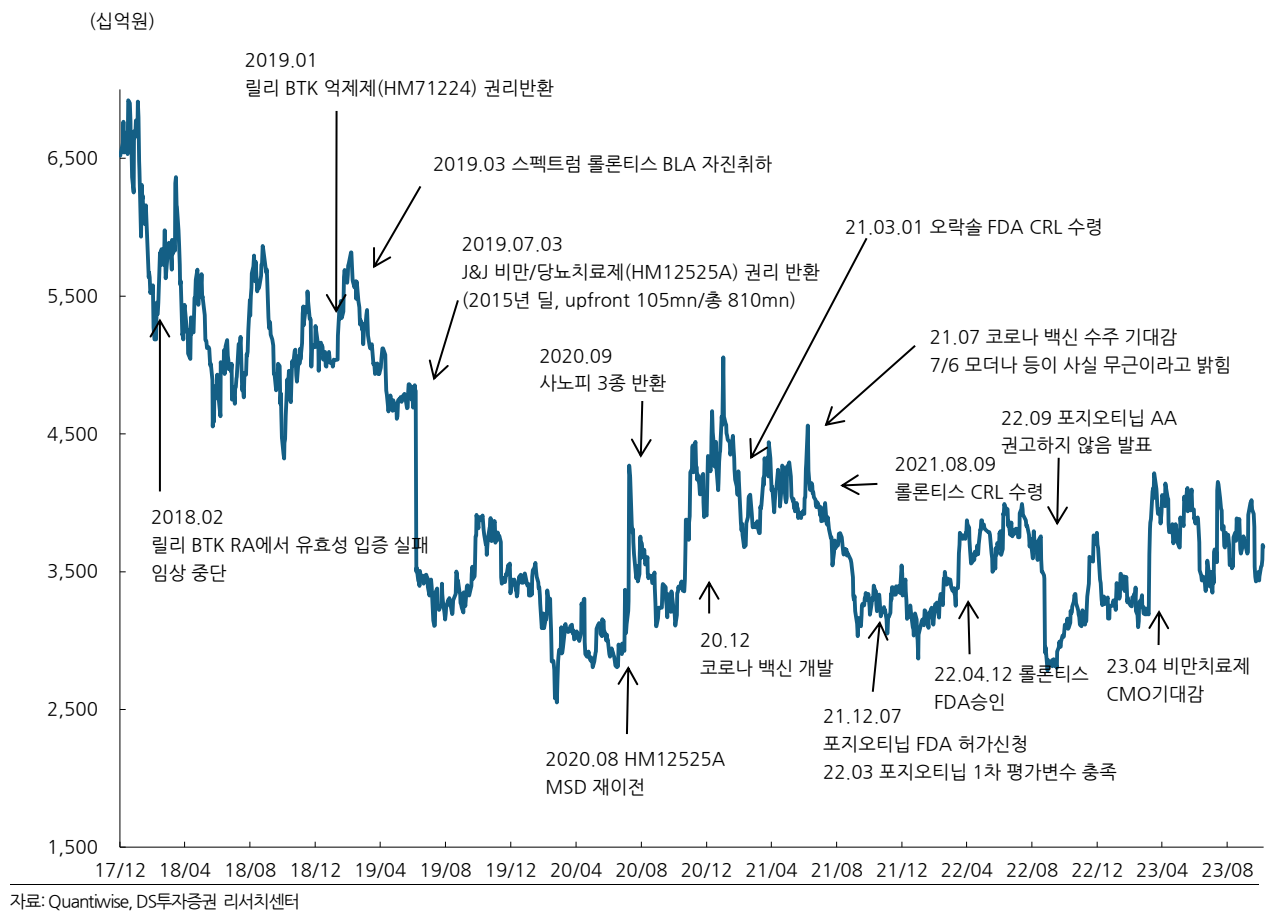


그림19 한미약품 주가 추이



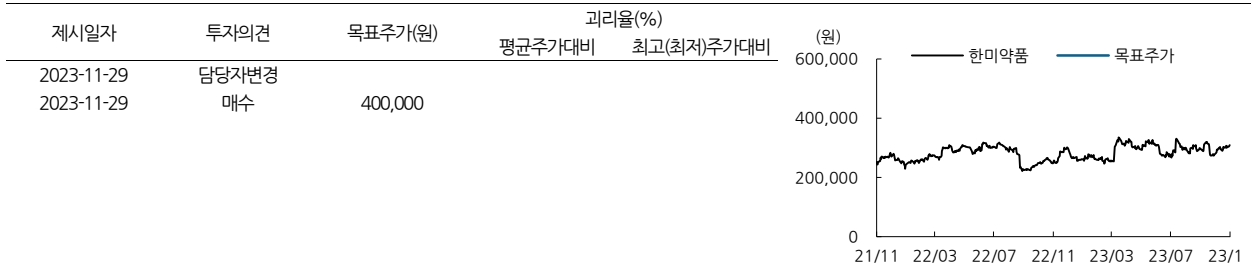
[한미약품 128940]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2021	2022	2023F	2024F	2025F		2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	704	694	816	1,012	1,228	매출액	1,203	1,332	1,484	1,618	1,740
현금 및 현금성자산	209	147	225	394	571	매출원가	570	613	676	746	804
매출채권 및 기타채권	223	180	158	165	176	매출총이익	633	719	808	872	936
재고자산	250	266	350	366	391	판매비 및 관리비	507	560	594	639	676
기타	22	101	83	86	90	영업이익	125	158	214	232	261
비유동자산	1,233	1,230	1,160	1,130	1,106	(EBITDA)	215	255	308	311	336
관계기업투자등	38	57	44	46	47	금융손익	-11	-17	-19	-21	-21
유형자산	945	888	833	793	758	이자비용	17	23	29	29	29
무형자산	80	85	85	85	86	관계기업등 투자손익	0	-9	0	-4	-4
자산총계	1,937	1,925	1,976	2,142	2,334	기타영업외손익	-11	-11	-4	1	1
유동부채	649	677	710	722	738	세전계속사업이익	104	121	191	208	237
매입채무 및 기타채무	161	160	225	235	251	계속사업법인세비용	22	19	19	30	37
단기금융부채	455	489	464	464	464	계속사업이익	81	102	172	178	200
기타유동부채	33	27	22	23	24	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	360	239	123	123	124	당기순이익	81	102	172	178	200
장기금융부채	301	226	112	112	112	지배주주	67	83	152	161	181
기타비유동부채	58	13	11	11	12	총포괄이익	96	102	172	178	200
부채총계	1,008	915	834	845	862	매출총이익률 (%)	52.6	54.0	54.5	53.9	53.8
지배주주지분	803	872	997	1,152	1,326	영업이익률 (%)	10.4	11.9	14.4	14.4	15.0
자본금	30	31	31	31	31	EBITDA마진률 (%)	17.8	19.1	20.8	19.2	19.3
자본잉여금	413	413	412	412	412	당기순이익률 (%)	6.8	7.6	11.6	11.0	11.5
이익잉여금	397	452	598	753	927	ROA (%)	3.5	4.3	7.8	7.8	8.1
비지배주주지분(연결)	125	137	145	145	145	ROE (%)	8.7	9.9	16.2	15.0	14.6
자본총계	928	1,009	1,142	1,297	1,472	ROIC (%)	6.8	9.3	13.7	14.5	16.2

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2021	2022	2023F	2024F	2025F		2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	202	162	271	231	241	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	81	102	173	178	200	P/E	50.8	44.9	25.4	23.9	21.3
비현금수익비용가감	193	173	118	66	61	P/B	4.1	4.2	3.9	3.4	2.9
유형자산감가상각비	78	84	82	67	64	P/S	2.8	2.8	2.6	2.4	2.2
무형자산감가상각비	11	12	12	12	12	EV/EBITDA	18.1	16.3	13.5	12.8	11.3
기타현금수익비용	104	73	7	-6	-8	P/CF	12.4	13.6	13.3	15.9	14.9
영업활동 자산부채변동	-54	-74	-20	-12	-19	배당수익률 (%)	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
매출채권 감소(증가)	-77	37	11	-7	-11	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	19	-14	-75	-16	-24	매출액	11.8	10.7	11.5	9.0	7.6
매입채무 증가(감소)	10	-3	26	10	16	영업이익	156.1	26.1	35.4	8.5	12.2
기타자산, 부채변동	-6	-94	18	0	0	세전이익	368.6	16.7	58.1	9.0	13.5
투자활동 현금	-43	-181	-79	-56	-58	당기순이익	371.3	24.6	69.4	3.5	12.2
유형자산처분(취득)	-20	-28	-24	-27	-29	EPS	460.4	24.5	83.1	6.2	12.2
무형자산 감소(증가)	-14	-20	-11	-12	-12	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-7	-118	-46	-8	-9	부채비율	108.6	90.7	73.0	65.1	58.6
기타투자활동	-3	-15	2	-8	-8	유동비율	108.5	102.6	114.8	140.2	166.3
재무활동 현금	-113	-37	-115	-6	-6	순차입금/자기자본(x)	58.7	47.4	24.5	8.3	-4.9
차입금의 증가(감소)	-103	-27	-103	0	0	영업이익/금융비용(x)	7.6	7.0	7.4	8.1	9.1
자본의 증가(감소)	-11	-10	-12	-6	-6	총차입금 (십억원)	756	715	576	576	576
배당금의 지급	6	6	6	6	6	순차입금 (십억원)	545	478	280	107	-73
기타재무활동	0	0	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	63	-62	77	170	177	EPS	5,335	6,640	12,159	12,908	14,485
기초현금	146	209	147	225	394	BPS	66,476	70,780	79,356	91,692	105,592
기말현금	209	147	225	394	571	SPS	95,779	105,997	118,138	128,770	138,546
NOPLAT	99	133	192	198	220	CFPS	21,878	21,873	23,191	19,396	20,728
FCF	178	20	192	176	183	DPS	481	480	480	480	480

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

한미약품 (128940) 투자 의견 및 목표주가 변동 추이



투자 의견 및 적용 기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업	산업	
매수	+ 10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대
중립	- 10% ~ + 10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립
매도	- 10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소

업종별 투자 의견은 해당업종 투자 비중에 대한 의견

투자 의견 비율

기준일 2023.09.30

매수	중립	매도
100.0%	0.0%	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 당사에 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.