

한미약품 (128940)

2Q24 Re: 이제 R&D로 향하는 시선

2Q24 Review: 역시 영업실적이 돋보인 상반기

동사의 2분기 연결기준 매출액은 3,781억원(YoY +10.3%, QoQ -6.3%), 영업이익은 581억원(YoY +75.3%, OPM 15.4%)으로, 당사의 추정치(매출액 3,831억원, 영업이익 571억원) 및 컨센서스(매출액 3,882억원, 영업이익 559억원)에 대체로 부합하는 실적을 달성했다.

별도 한미약품은 의료파업에 영향이 적은 만성질환 품목 로수젯과 아모잘탄페밀리의 지속적인 성장에 따라 매출액 2,818억원(YoY +11.3%)을 기록, 고마진 품목 중심의 제품믹스와 영업 레버리지를 통해 수익성 개선을 이루었다(영업이익 321억원, YoY +157.0%, OPM 11.4%). 자회사 북경한미는 주요품목 매창안(YoY+23.4%) 및 리똥(YoY+21.6%)의 높은 매출성장이 나타났으며 정밀화학은 고마진 항생제의 수출 성장에 따라 분기 흑자전환을 달성했다. 2분기 실적을 반영하여 연간 연결기준 매출액 1조 6,265억원(YoY+9.1%), 영업이익 2,684억원(YoY+21.6%, OPM 16.5%)으로 추정한다.

믿었던 실적, R&D로 향하는 시선

GLP-1 작용제 개발경쟁에서 후발주자는 시장의 미충족 수요를 명확하게 파악할 수 있으며, 선행물질의 개발 전략을 참고할 수 있는 위치에 놓인다. 동사는 best-in-class 포텐셜 및 약물의 차별화 포인트를 주장할 수 있는 자료를 전임상 단계부터 준비중이다.

기출시된 비만치료제의 단점으로 거론되는 제지방 감소 측면에서, 위고비 및 쥘바운드 대비 체중 감소의 질과 양을 개선한 전임상 결과를 발표하였다. 추가로, 동사는 LA-TRIA 이외에도 GLP-1 작용제와 병용하여 근골격 증가 효능을 제공할 수 있는 신규 물질을 하반기 공개할 예정이다. 또한 심부전, 신장질환, 심혈관질환 등 비만치료제의 임상적 이점이 부각될 수 있는 동반질환에서의 전임상 근거를 통해, 현재 노보노디스크 및 일라이 릴리 적응증 확장과 유사한 전략을 갖추고 있다.

MASH 적응증에서는 MSD에 기술이전된 efinopegdutide(MK-6024, dual agonist)의 신규 임상 2건이 추가되었으며, 자체 개발중인 triple agonist 역시 IDMC의 임상 진행 권고를 받으며 순항 중이다. Triple agonist의 임상 2상은 '25년, dual agonist의 임상 2상은 '26년초 종료 후 주요 학회를 통해 결과 발표가 기대된다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 420,000원 유지

동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 420,000원을 유지한다. 기업가치 산정의 근거가 된 동사의 영업가치와 신약가치에는 변함이 없다. 하반기를 포함하여 연간 견조한 실적을 달성할 것으로 기대되며 임상결과 도출 시점이 가까워지면서 R&D 성과가 주목을 받을 전망이다.

Company Brief

Buy (Maintain)

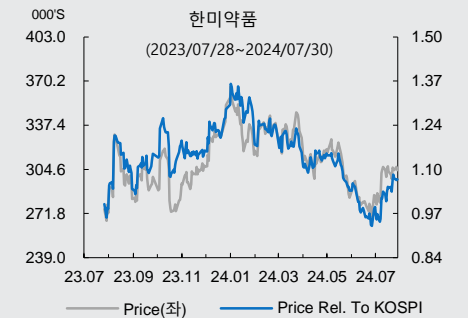
목표주가(12M)	420,000원(유지)
증가(2024.07.30)	304,000원
상승여력	38.2 %

Stock Indicator

자본금	31십억원
발행주식수	1,281만주
시가총액	3,895십억원
외국인지분율	19.1%
52주 주가	266,500~366,500원
60일평균거래량	42,021주
60일평균거래대금	12.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	12.4	-3.9	-6.2	16.3
상대수익률	14.5	-5.7	-15.8	12.3

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	1,491	1,626	1,771	1,927
영업이익(십억원)	221	268	305	336
순이익(십억원)	146	186	218	245
EPS(원)	11,415	14,530	17,035	19,136
BPS(원)	76,057	84,392	96,661	111,031
PER(배)	30.9	20.9	17.8	15.9
PBR(배)	4.6	3.6	3.1	2.7
ROE(%)	16.0	18.3	18.8	18.4
배당수익률(%)	0.1	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	14.8	11.8	10.3	9.0

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[제약/바이오]

장민환 2122-9208 minhwan.jang@hi-ib.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	403.1	441.6	1490.9	1626.5
YoY	12.5%	8.1%	6.6%	20.3%	11.8%	10.3%	10.6%	4.6%	12.0%	9.1%
한미약품 (별도)	250.7	253.3	272.1	320.9	275.1	281.8	287.7	323.1	1097.0	1167.6
YoY	10.7%	6.4%	8.5%	20.3%	9.7%	11.3%	5.7%	0.7%	11.7%	6.4%
북경한미	111.0	90.1	93.3	103.3	127.7	98.7	113.5	115.2	397.7	455.1
YoY	17.1%	14.8%	0.3%	22.5%	15.0%	9.5%	21.7%	11.5%	13.4%	14.4%
한미정밀화학	25.9	30.0	21.6	33.6	24.8	34.3	22.9	36.8	111.1	118.8
YoY	9.3%	25.5%	-7.3%	13.5%	-4.2%	14.3%	6.1%	9.6%	10.5%	7.0%
매출총이익	207.1	180.2	198.9	243.2	226.5	206.6	229.8	245.6	829.3	908.5
YoY	19.9%	8.6%	5.5%	27.1%	9.4%	14.7%	15.6%	1.0%	15.4%	9.6%
GPM	57.3%	52.6%	54.5%	57.6%	56.1%	54.6%	57.0%	55.6%	55.6%	55.9%
영업이익	59.9	33.2	57.5	70.1	76.6	58.1	70.0	63.7	220.7	268.4
YoY	46.6%	5.0%	22.9%	80.4%	27.8%	75.3%	21.7%	-9.1%	39.6%	21.6%
OPM	16.6%	9.7%	15.8%	16.6%	19.0%	15.4%	17.4%	14.4%	14.8%	16.5%
당기순이익	49.7	18.8	60.5	30.3	63.2	47.0	55.2	48.8	159.3	212.4
YoY	98.3%	-17.3%	93.5%	34.2%	27.2%	150.7%	-8.9%	61.2%	56.8%	33.4%
NPM	13.8%	5.5%	16.6%	7.2%	15.7%	12.4%	13.7%	11.1%	10.7%	13.1%

자료: 하이투자증권 리서치본부

표2. 한미약품 2분기 실적 및 추정치, 컨센서스 비교 (십억원)

구분	실적 발표		추정치		컨센서스	
	2Q24	1Q24	2Q24	차이	2Q24	차이
연결영업실적						
매출액	378.1	403.7	383.1	1.3%	388.2	2.7%
영업이익	58.1	76.6	57.1	-1.7%	55.9	-3.8%
OPM	15.4%	19.0%	14.9%	-0.5%p	14.4%	-1.0%p
당기순이익	47.0	63.2	42.3	-10.0%	41.2	-12.3%
NPM	12.4%	15.7%	11.0%	-1.4%p	10.6%	-1.8%p

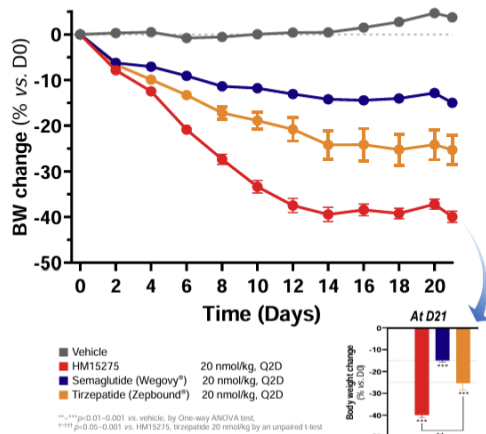
자료: 하이투자증권 리서치본부

표3. 한미약품 valuation table

항목	단위	비고
① 영업가치	4,728	십억원 한미약품 EBITDA (12개월 선행): 3,551억원 국내 상위 제약사 EV/EBITDA(12개월 선행) 과거 1M 평균: 13.3배
② 신약 파이프라인 가치	861	십억원 DCF
Efinopegdutide (Dual Agonist)	358	십억원
Efocipegtrutide (Triple Agonist)	504	십억원
③ 순차입금	198	십억원 24.4Q 추정치
④ 기업가치 (=①+②-③)	5,392	십억원
⑤ 주식수	12,691	천주 자사주 제외, 1Q24 기준
⑥ 목표주가 (=④÷⑤)	420,000	원 424,873원

자료: 하이투자증권 리서치본부

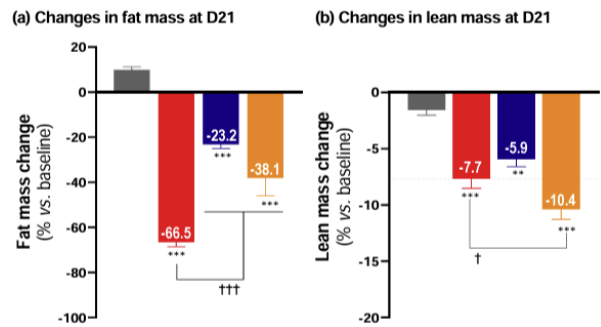
그림1. HM15275의 설치류 전임상 실험 체중감량 효능 결과



자료: 한미약품, ADA, 하이투자증권 리서치본부

그림2. Tirzepatide 대비 높은 체중 감량, 낮은 근손실을 보이는 HM15275

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

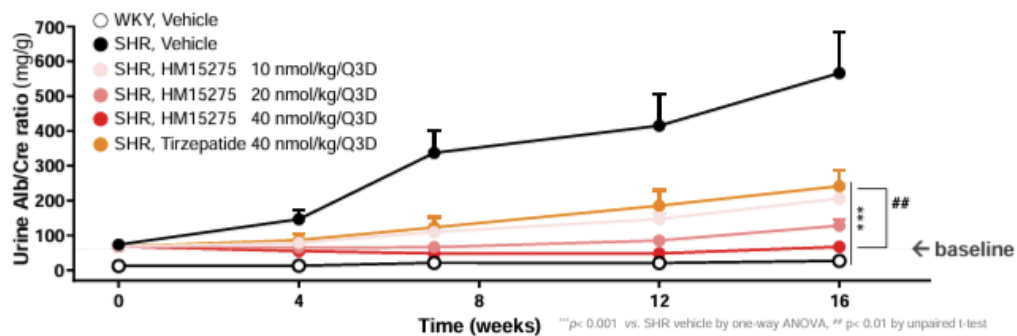


자료: 한미약품, ADA, 하이투자증권 리서치본부

그림3. HM15275의 전임상 신기능 보호 효능 결과

Figure 3. Effect of HM15275 on kidney disease progression (n=6)

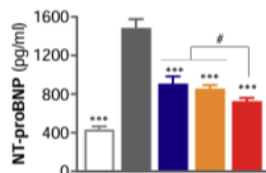
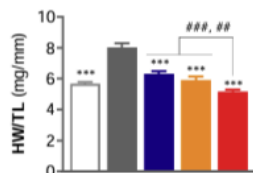
(a) Urine ACR over time



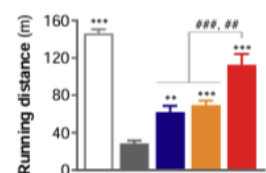
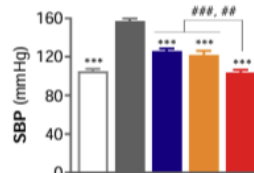
자료: 한미약품, ADA, 하이투자증권 리서치본부

그림4. HM15275의 전임상 심부전 효능 결과

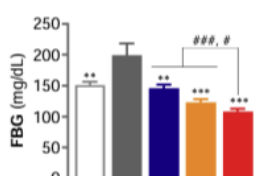
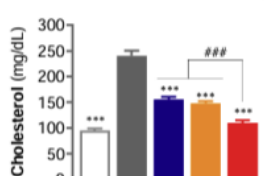
(a) Cardiac hypertrophy / Cardiac damage marker



(b) Physical symptoms



(c) Cardiometabolic profile



Legend:
 □ Normal, Vehicle
 ■ 2hit, Vehicle
 ■ 2hit, Semaglutide (Wegovy®) 20 nmol/kg
 ■ 2hit, Tirzepatide (Zepbound®) 20 nmol/kg
 ■ 2hit, HM15275 20 nmol/kg

Mean ± SEM (n=8-9/group)
 ** ~ ***p<0.01 ~ 0.001 vs. 2hit, vehicle by One-way ANOVA
 # ~ ### p<0.05 ~ 0.001 vs. 2hit, HM15275 group, t-test (one-tailed)
 Note. HW: Heart weight, TL: Tibia length, SBP: Systolic blood pressure, FBG: Fasting blood glucose

➢ HM15275 significantly improved cardiac hypertrophy and cardiac damage marker (a), physical symptoms (b), and cardiometabolic profiles (c) more effectively than Sema and TZP in HFpEF mice.

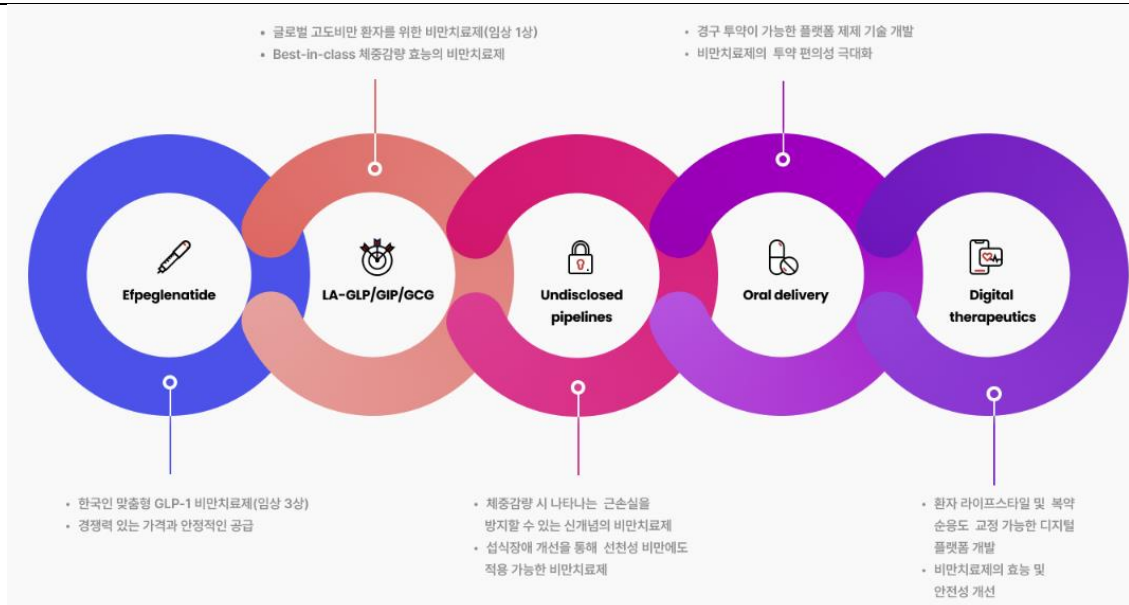
자료: 한미약품, ADA, 하이투자증권 리서치본부

그림5. 한미약품 파이프라인 개요

	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	Registration	Approved
Obesity/ Metabolism	LAP [®] Glucagon Combo [HM15136+에페글레나타이드] 비만/대사성질환	LA-GLP/GIP/GCG [HM15275] 비만	LAP [®] GLP/GCG [에페글레나타이드] 대사이상관련간염(비알콜성 지방간염)	LAP [®] Exd4 Analog [에페글레나타이드] 제2형 당뇨병, 비만		
			LAP [®] Triple Agonist [에포시페그트루타이드] 대사이상관련간염(비알콜성 지방간염)			
Oncology	SOS1 [HM99462] 고형암	롤론티스(Rolontis) [®] [에플라페그라스티] 호중구감소증 (당뇨병요법)	pan-RAF 저해제 [벨바라페닌] BRAF변이 및 융합 고형암	pan-HER [포지오티닙] HER2 exon20 변이 NSCLC 2차 치료요법	오락솔 (Oraxol) [®] [파클라텍셀+엔서퀴다] 유방암 등 고형암	롤론티스(Rolontis) [®] [에플라페그라스티] 호중구 감소증
	LAP [®] IL-2 Analog [HM16390] 고형암	pan-RAF 저해제 [벨바라페닌] 흑색종 등 고형암	티부메시르논 [FLX475] 위암			
		PD-1/HER2 BsAb [BH2950] 고형암	BTK [포셀티닙] B세포 림프종			
		MKI [두스페티닙] 급성골수성 백혈병				
		EZH1/2 저해제 [HM97662] 고형암 및 혈액암				
		PD-L1/4-1BB BsAb [BH3120] 고형암				
Rare Diseases/ Other	LAP [®] Triple Agonist [HM15211] 특별성 폐성유종		LAP [®] Glucagon Analog [에페글루카곤] 선천성 고인슐린증			히알루마주 [히알루로산나트륨] 슬관절의 골관절염
	Long-acting GLA [HM15421] 파브리병		LAP [®] GLP-2 Analog [HM15912] 단장 증후군			
			LAP [®] hGH [에페소마트로핀] 성장호르몬 결핍증			
			루미네이트(Luminate) [®] [ALG-1001] 건성노인성황반변성			

자료: 한미약품, 하이투자증권 리서치본부

그림6. H.O.P 프로젝트 개요



자료: 한미약품, 하이투자증권 리서치본부

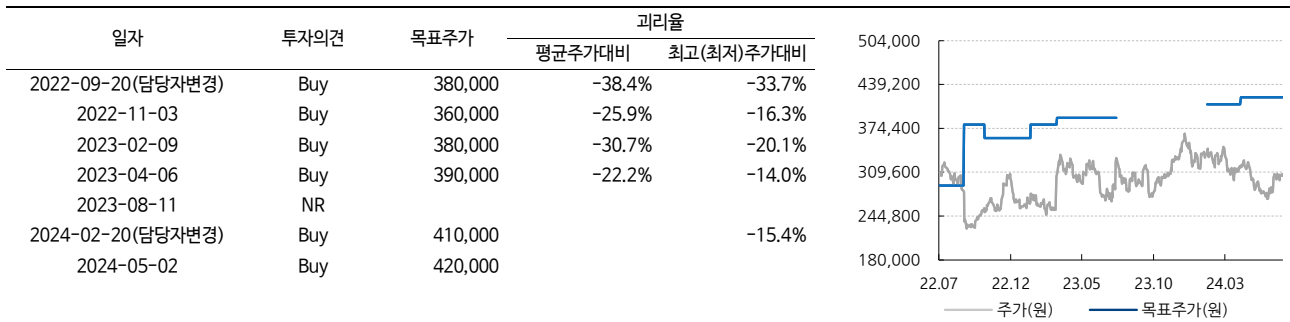
K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	731	792	881	1,048	매출액	1,491	1,626	1,771	1,927
현금 및 현금성자산	55	75	129	254	증가율(%)	12.0	9.1	8.9	8.8
단기금융자산	200	200	200	200	매출원가	662	718	767	825
매출채권	195	211	228	246	매출총이익	829	909	1,004	1,102
재고자산	289	316	335	359	판매비와관리비	609	640	699	765
비유동자산	1,168	1,149	1,139	1,133	연구개발비	182	209	226	245
유형자산	833	811	794	784	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	81	86	94	99	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	1,899	1,941	2,020	2,181	영업이익	221	268	305	336
유동부채	705	597	491	435	증가율(%)	39.6	21.6	13.7	10.2
매입채무	45	49	54	58	영업이익률(%)	14.8	16.5	17.2	17.4
단기차입금	336	236	136	86	이자수익	5	5	6	8
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	248	290	326
부채총계	798	691	584	529	법인세비용	29	37	44	49
지배주주지분	955	1,081	1,238	1,422	세전계속이익률(%)	13.0	15.2	16.4	16.9
자본금	31	32	32	32	당기순이익	165	210	247	277
자본잉여금	412	412	412	412	순이익률(%)	11.1	12.9	13.9	14.4
이익잉여금	582	762	974	1,212	지배주주귀속 순이익	146	186	218	245
기타자본항목	-70	-125	-179	-234	기타포괄이익	-55	-55	-55	-55
비지배주주지분	145	169	198	230	총포괄이익	111	156	192	223
자본총계	1,100	1,250	1,436	1,652	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	217	247	290	317	주당지표 (원)				
당기순이익	165	210	247	277	EPS	11,415	14,530	17,035	19,136
유형자산감가상각비	86	69	67	65	BPS	76,057	84,392	96,661	111,031
무형자산감가상각비	12	9	10	14	CFPS	19,100	20,660	23,035	25,322
지분법관련손실(이익)	-1	-	-	-	DPS	500	500	500	500
투자활동 현금흐름	-183	-118	-126	-132	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-25	-47	-51	-55	PER	30.9	20.9	17.8	15.9
무형자산의 처분(취득)	-16	-14	-18	-19	PBR	4.6	3.6	3.1	2.7
금융상품의 증감	26	-	-	-	PCR	18.5	14.7	13.2	12.0
재무활동 현금흐름	-127	-108	-109	-59	EV/EBITDA	14.8	11.8	10.3	9.0
단기금융부채의증감	-68	-100	-100	-50	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-35	-	-	-	ROE	16.0	18.3	18.8	18.4
자본의증감	-	1	-	-	EBITDA이익률	21.4	21.3	21.6	21.6
배당금지급	-18	-6	-6	-6	부채비율	72.6	55.2	40.7	32.0
현금및현금성자산의증감	-92	20	54	126	순부채비율	28.0	15.1	2.4	-8.5
기초현금및현금성자산	147	55	75	129	매출채권회전율(x)	7.8	8.0	8.1	8.1
기말현금및현금성자산	55	75	129	254	재고자산회전율(x)	5.4	5.4	5.4	5.6

자료 : 한미약품, 하이투자증권 리서치본부

한미약품 투자이전 및 목표주가 변동추이



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.

[투자이전]

종목추천 투자등급

종목투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral (중립)
- Underweight (비중축소)

[투자등급 비율 2024-06-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.8%	6.6%	0.6%