

한미약품 (128940)

체중 감소에서 근손실 감소까지

새로운 GLP-1/GIP/GCG 3중 작용제

GLP-1/GIP/GCG 3중 작용제로 LAPS-Triple을 개발하고 있음에도 신규 3중 작용제인 HM15275의 임상 시작, HM15275는 비만 적응증을 목표로 하고 있으며, LAPS-Triple과 달리 Acylation을 장기 지속형 기술로 적용해 뇌로의 약물 전달 용이할 것으로 판단.

ADA 2024에서 공개된 HM15275의 비만 모델에서의 체중 감량은 약 39.9%(20일 시점)로 동일한 GLP-1/GIP/GCG 3중 작용제인 Retatrutide의 동물 실험 결과와 유사한 체중 감량 양상을 확인. Retatrutide는 임상 2상에서 24.2%(48주차)의 체중 감량을 달성하며 현재까지 공개된 임상 결과 중 가장 우수한 체중 감량 효과를 가진 약물. HM15275도 임상 단계에서 20% 이상의 체중 감소 효과를 보일 것으로 예상되며, 임상 1상 결과 확인은 25년 중순 가능할 것으로 전망.

Obesity Week에서 공개하는 신규 파이프라인

11월 Obesity week에서 신규 비만 파이프라인을 공개할 예정으로 신규 파이프라인은 체중 감소 효과 뿐 아니라 근육량 증가 효과로 단독 투여 뿐 아니라 GLP-1 비만 치료제와 병용 투약이 가능할 것으로 예상. 비만 치료제들이 20% 내외의 높은 체중 감량치를 달성하며 향후 비만 치료제간 경쟁력은 근손실 감소 또는 근육량 증가가 될 것으로 판단. 근육량 보존은 현재 비만 치료제들이 공통적으로 가지고 있는 투약 중단 후 체중 증가를 낮춰주는 효과도 가지고 있을 것.

신규 파이프라인은 CRFR2를 타겟하는 UCN2 유사체이며 β -arrestin에 대한 영향을 줄인 Biased UCN2 유사체로 고용량 투약이 가능할 것으로 추정. 또한 최근 개발 중인 Activn, Myostatin 등을 표적하는 근육량 증가 약물과도 다른 기전으로 인해 병용 시너지가 가능할 것으로 기대.

매수 의견 및 목표주가 42만원 유지



하현수 제약/바이오
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 420,000원 (M)

현재주가 (10/30) 330,000원

상승여력 27%

시가총액	42,276억원
총발행주식수	12,810,991주
60일 평균 거래대금	245억원
60일 평균 거래량	76,538주
52주 고/저	366,500원 / 264,500원
외인지분율	18.54%
배당수익률	0.14%
주요주주	한미사이언스 외 4인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	2.6	8.6	19.5
상대	2.6	14.6	6.4
절대 (달러환산)	(2.9)	8.8	16.8

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	3Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	361	-1.0	-4.6	376	-3.9
영업이익	46	-20.7	-21.5	52	-12.5
세전계속사업이익	40	-29.2	-26.2	50	-20.2
지배순이익	29	-46.6	-27.4	30	-2.1
영업이익률 (%)	12.6	-3.2 %pt	-2.8 %pt	13.9	-1.3 %pt
지배순이익률 (%)	8.1	-6.9 %pt	-2.5 %pt	7.9	+0.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	1,332	1,491	1,586	1,684
영업이익	158	221	250	283
지배순이익	83	146	169	190
PER	41.8	25.2	25.0	22.3
PBR	3.9	3.8	3.8	3.1
EV/EBITDA	15.8	13.0	13.0	11.4
ROE	9.9	16.0	16.4	15.6

자료: 유안타증권

HM15275, H.O.P의 중심 약물

비만은 LAPS-Triple 이 아닌 HM15275로

동사는 이미 GLP-1/GIP/GCG 3중 작용제인 Efocipegtrutide(LAPS-Triple agonist)의 임상 2상을 진행중임에도 불구하고 새로운 Triple agonist 파이프라인인 HM15275의 비만 치료제 개발 계획을 발표하며 임상 1상을 시작했다.

기존 Long acting 플랫폼인 LAPSCOVERY는 치료 약물에 비당쇄화(Aglycosylated)된 항체 Fc 부분을 결합함으로써 신장 여과를 감소시키며 FcRn Recycling pathway를 통해 장기간 혈중 농도를 유지할 수 있으나 Fc를 결합함으로써 거대해진 분자 크기는 뇌 내로의 약물 전달에는 한계가 있었을 것으로 판단한다. GLP-1 비만 치료제의 주요 체중 감량 기전은 뇌의 시상 하부를 자극해 식욕을 낮추는데 기인하고 있는 점에서 비만 적응증에서 Efocipegtrutide의 체중 감소 효과는 제한적이었을 것으로 추정한다.

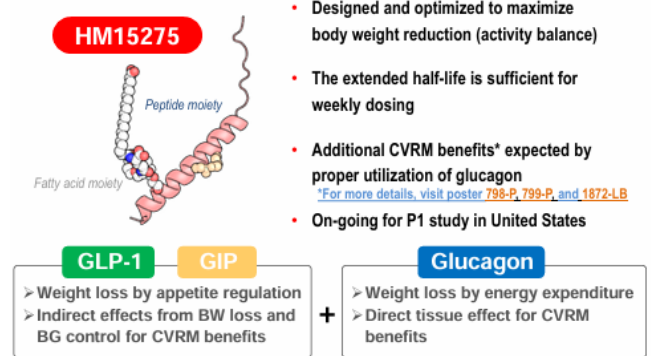
HM15275는 acylation을 적용한 장기 지속형 펩타이드로 분자 크기가 작아 뇌 내로의 전달이 유리하다. 비만 적응증을 가지고 있는 Liraglutide, Semaglutide와 Tirzepatide 모두 acylation을 통한 장기 지속형 펩타이드라는 공통점이 있다.

LAPSCOVERY 플랫폼



자료: 한미약품, 유안타증권 리서치센터

HM15275 특성



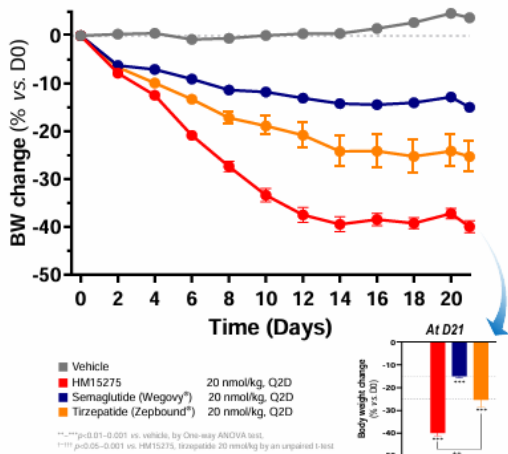
자료: ADA 2024, 유안타증권 리서치센터

Retatrutide 와 유사한 감량 기대

ADA 2024에서 공개된 HM15275의 비만 동물 모델 결과는 투약 후 20일 시점에 39.9%의 체중 감소 효과를 보이며 비교군이었던 Semaglutide(-15.0%), Tirzepatide(-25.3%)보다 우수한 체중 감소 효과를 나타냈다. LA-GLP/GIP/GCG는 전임상 동물 모델에서 투약 20일 시점에 39.9% 체중 감소를 유도하면서 비교 약물인 Semaglutide(-15.0%), Tirzepatide(-25.3%)보다 높은 감량 효과를 확인할 수 있었다.

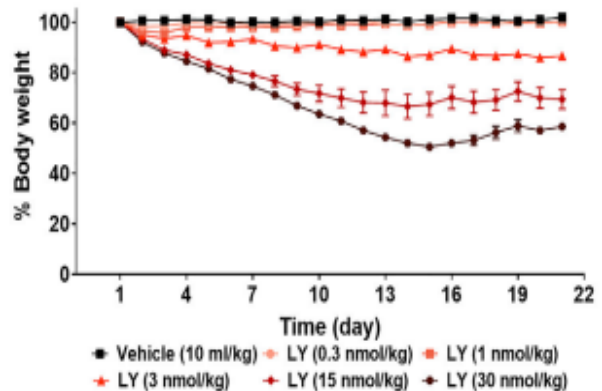
HM15275와 동일한 GLP-1/GIP/GCG 3중 작용 기전 약물로는 Retatrutide가 임상 3상을 진행 중으로 가장 빠르다. Retatrutide는 임상 2상에서 투약 48주차에 24.2%의 체중 감량에 성공하며 임상 단계에서 가장 강력한 체중 감량 결과를 가지고 있다. 전임상 실험에서 Retatrutide의 체중 감량 패턴은 HM15275와 매우 유사한 결과를 보였다. Retatrutide는 마우스 모델에서의 감량 패턴은 20일차 40% 수준으로 비슷했으며 이로 볼 때 임상 단계에서 HM15275의 체중 감량은 20% 이상이 될 것으로 예상된다. 성분별 감량 비교에서도 Tirzepatide 보다 우수한 체중 감량을 보였음에도 불구하고 상대적으로 낮은 제지방 감소를 보이면서 체지방 감량 비중이 높은 결과 확인은 점차 근육량 보존이 중요해지는 비만 치료제 경쟁에서 중요한 경쟁력이 될 것으로 기대한다.

HM15275 동물 모델 감량 추이



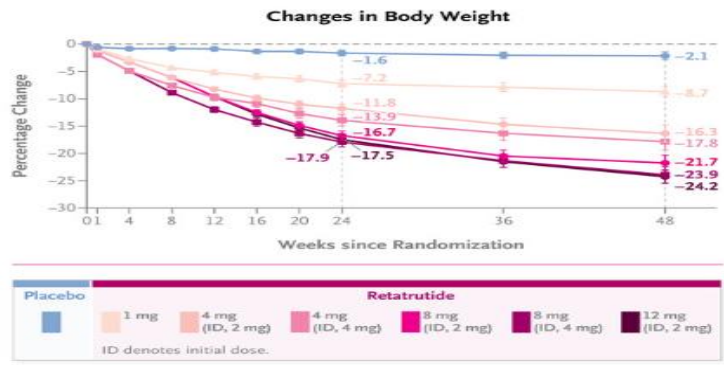
자료: ADA2024, 유안타증권 리서치센터

Retatrutide 동물 모델 감량 추이



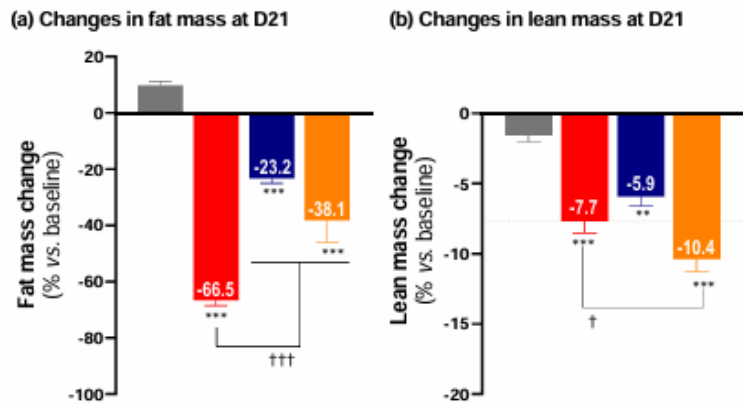
자료: Cell metabolism, 유안타증권 리서치센터

Retatrutide 임상 2 상 감량 추이



자료: NEJM, 유안타증권 리서치센터

HM15275 성분별 감량 비교(동물 모델)



자료: ADA2024, 유안타증권 리서치센터

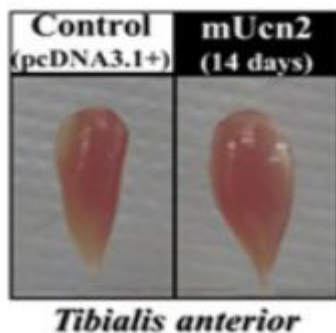
근육량 늘려주는 신규 파이프라인 공개 예정

CRFR2 표적 UCN2 유사체

11월 미국 비만 학회인 Obesity week에서 동사는 신규 비만 파이프라인을 공개할 예정이다. 신규 비만 파이프라인인 HM17321은 CRFR2(G protein-coupled receptor corticotropin-releasing hormone receptor)에 결합하는 UCN2(Urocortin2) 유사체로 β -arrestin의 영향은 줄인 Biased 작용제로 개발하고 있다. UCN2는 고농도에서 β -arrestin의 모집을 초래하며, 최근 CT-388의 데이터를 공개한 로슈에 따르면 GLP-1 작용제들의 주요 위장관계 부작용의 원인으로 β -arrestin 모집으로 언급하고 있다.

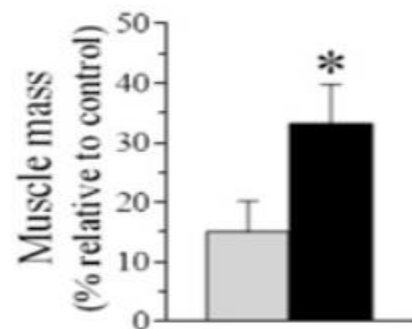
따라서 β -arrestin 모집 효과를 최소화함으로써 고용량으로 투약이 가능할 것으로 보이며 자세한 데이터는 11월 공개되는 데이터를 통해 알 수 있을 것으로 보인다. UCN2는 cAMP와 Insulin/IGF-1 신호 전달 경로의 활성화를 통해 근육의 성장을 촉진하는 것으로 알려져 있다. 근육의 성장 뿐만 아니라 근육의 피로 저항성 등을 개선 시키는 등 기능적인 측면에서도 개선 효과를 나타내는 연구 결과 등이 있어 근육량 손실을 막기 위한 치료 타겟으로의 가능성을 보이고 있다.

UCN2 과발현 마우스에서 근육량 증가



자료: Molecular metabolism, 유안타증권 리서치센터

UCN2 과발현 마우스에서 근육량 증가



자료: Molecular metabolism, 유안타증권 리서치센터

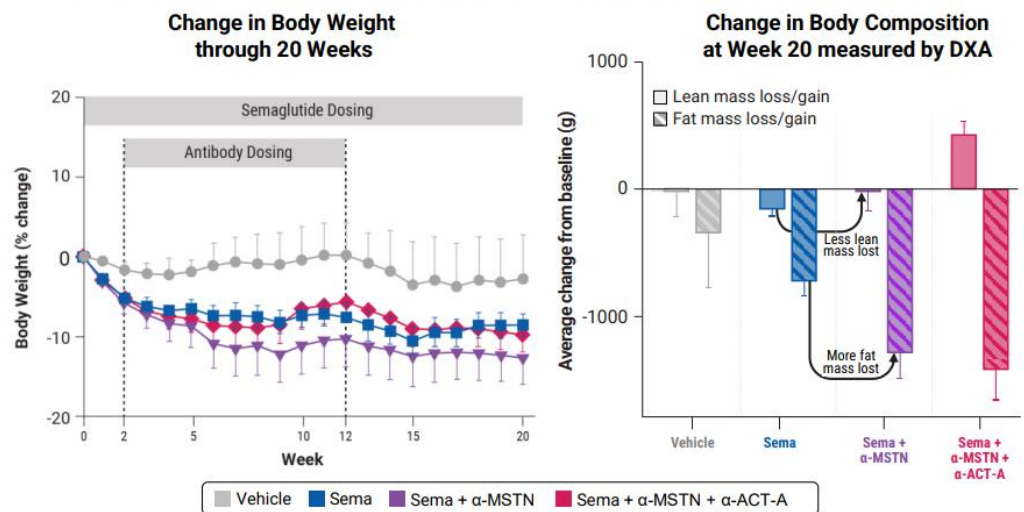
근감소 방지 약물간 병용도 기대

GLP-1 비만 치료제가 충분한 체중 감량 효과에 도달하면서 점차 비만 치료제 시장에서 근손실을 줄여주고, 근육량을 늘려주는 방법에 대한 관심이 커지고 있다. 에너지 섭취를 줄이는 GLP-1 기전 특성상 근육의 손실은 필연적이며 이를 보완하기 위해 릴리스 Versanis therapeutics를 인수하며 Act2R 항체 약물인 Bimagrumab을 확보했다. Bimagrumab은 동물 모델에서 Semaglutide와 병용 시 근육량이 줄어드는 것을 감소시키는 효과를 보였다.

리제네론은 근육량 증가 효과가 있는 Trevogrumab(Myostatin 항체)와 Garetosmab (Activin-A 항체)로 비만 시장 진입을 목표하고 있다. 동물 실험에서 Semaglutide와 병용시 두 약물은 근육량 감소를 막아줄 뿐만 아니라 근육량의 증가까지 이끌어내면서 임상에서도 효과가 기대된다. 두 약물 결과로 볼 때 HM17321 또한 GLP-1 뿐만 아니라 Bimagrumab 등의 근손실을 막아주는 약물과 병용 요법 확대가 가능할 것으로 판단한다. 작용하는 기전이 상이함에 따라 병용 시 시너지 효과를 나타낼 수 있을 것으로 기대한다.

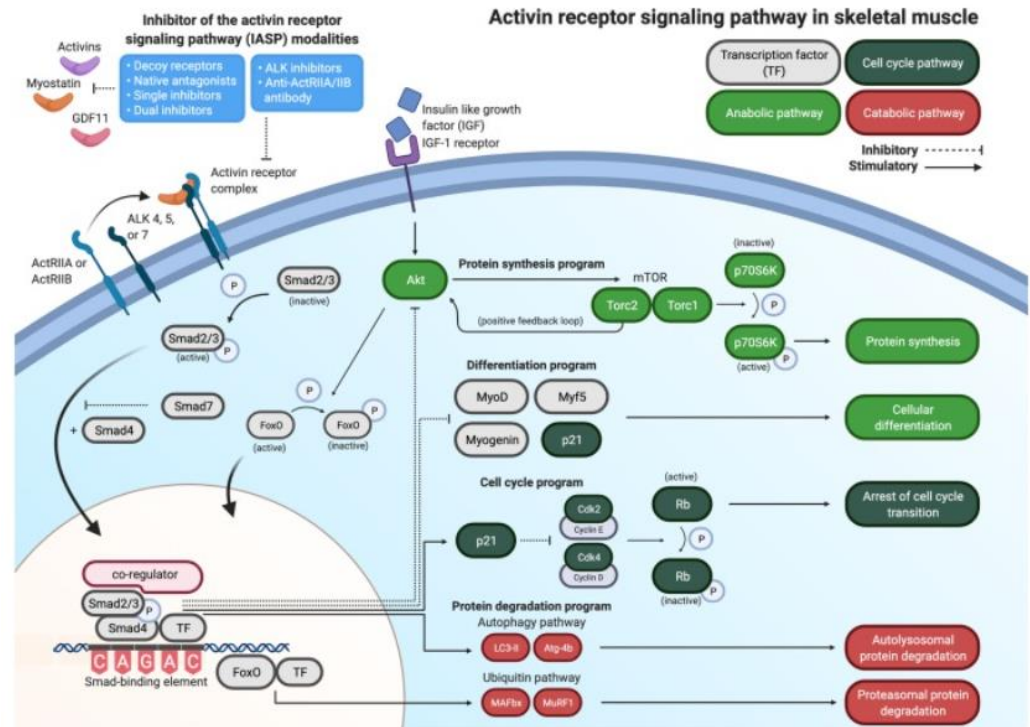
리제네론 동물 실험 결과

Adding myostatin blockade to semaglutide leads to greater fat loss and less lean mass loss compared to semaglutide monotherapy in obese non-human primates²



자료: Regeneron, 유안타증권 리서치센터

골격근의 동화/이화 신호 전달 경로



자료: Cytokine&Growth factor reviews, 유안타증권 리서치센터

한미약품 (128940) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,332	1,491	1,586	1,684	1,741
매출원가	613	662	706	747	760
매출총이익	719	829	880	937	982
판매비	560	609	629	654	675
영업이익	158	221	250	283	307
EBITDA	255	319	345	367	382
영업외손익	-37	-27	-17	-18	-12
외환관련손익	-3	1	5	0	0
이자손익	-15	-24	-19	-14	-8
관계기업관련손익	-9	-1	0	0	0
기타	-11	-3	-3	-4	-4
법인세비용차감전순이익	121	194	233	265	295
법인세비용	19	29	37	43	48
계속사업순이익	102	165	196	222	247
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	102	165	196	222	247
지배지분순이익	83	146	169	190	211
포괄순이익	95	111	240	265	290
지배지분포괄이익	79	93	199	219	239

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	162	217	277	309	334
당기순이익	102	165	196	222	247
감가상각비	84	86	84	74	66
외환손익	3	1	-2	0	0
중속, 관계기업관련손익	9	1	0	0	0
자산부채의 증감	-74	-57	-29	-18	-14
기타현금흐름	39	20	28	30	35
투자활동 현금흐름	-181	-183	-66	45	47
투자자산	-119	-139	-2	-2	-1
유형자산 증가 (CAPEX)	-29	-27	-20	0	0
유형자산 감소	1	3	0	0	0
기타현금흐름	-35	-20	-45	47	48
재무활동 현금흐름	-37	-127	-71	-9	-9
단기차입금	114	-34	29	0	0
사채 및 장기차입금	-192	-72	-83	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-6	-18	-12	-9	-9
기타현금흐름	47	-3	-4	0	0
연결범위변동 등 기타	-6	1	-34	-24	-31
현금의 증감	-62	-92	105	320	341
기초 현금	209	147	55	160	480
기말 현금	147	55	160	480	822
NOPLAT	158	221	250	283	307
FCF	133	189	257	309	334

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

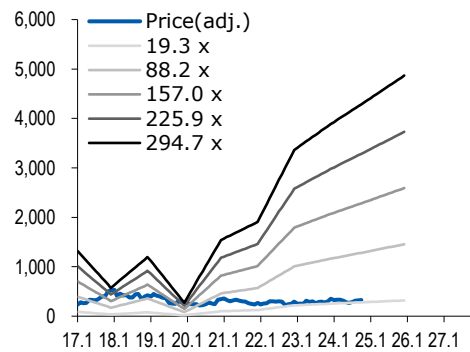
재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	694	731	932	1,282	1,644
현금및현금성자산	147	55	160	480	822
매출채권 및 기타채권	180	177	186	195	201
재고자산	266	289	303	318	328
비유동자산	1,230	1,168	1,108	1,025	952
유형자산	888	833	774	699	633
관계기업 등 자본관련 자산	28	2	2	2	2
기타투자자산	43	42	45	47	48
자산총계	1,925	1,899	2,040	2,307	2,596
유동부채	677	705	677	688	696
매입채무 및 기타채무	197	189	199	208	215
단기차입금	369	336	365	365	365
유동성장기부채	80	145	78	78	78
비유동부채	239	94	79	79	79
장기차입금	142	82	67	67	67
사채	75	0	0	0	0
부채총계	915	798	755	767	775
지배지분	872	955	1,109	1,333	1,578
자본금	31	31	32	32	32
자본잉여금	413	412	411	411	411
이익잉여금	452	582	741	922	1,124
비지배지분	137	145	175	207	243
자본총계	1,009	1,100	1,285	1,540	1,821
순차입금	442	318	85	-240	-585
총차입금	678	573	519	519	519

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	6,463	11,415	13,185	14,828	16,508
BPS	68,674	75,316	87,493	105,120	124,445
EBITDAPS	19,900	24,912	26,957	28,677	29,792
SPS	103,938	116,376	123,766	131,442	135,932
DPS	481	490	740	740	740
PER	41.8	25.2	25.0	22.3	20.0
PBR	3.9	3.8	3.8	3.1	2.7
EV/EBITDA	15.8	13.0	13.0	11.4	10.2
PSR	2.6	2.5	2.7	2.5	2.4

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	10.7	12.0	6.4	6.2	3.4
영업이익 증가율 (%)	26.1	39.6	13.4	13.0	8.6
지배순이익 증가율 (%)	23.5	76.6	15.5	12.5	11.3
매출총이익률 (%)	54.0	55.6	55.5	55.6	56.4
영업이익률 (%)	11.9	14.8	15.8	16.8	17.6
지배순이익률 (%)	6.2	9.8	10.7	11.3	12.1
EBITDA 마진 (%)	19.1	21.4	21.8	21.8	21.9
ROIC	10.5	15.9	17.8	21.9	25.3
ROA	4.3	7.6	8.6	8.7	8.6
ROE	9.9	16.0	16.4	15.6	14.5
부채비율 (%)	90.7	72.6	58.8	49.8	42.6
순차입금/자기자본 (%)	50.6	33.2	7.7	-18.0	-37.1
영업이익/금융비용 (배)	7.0	7.7	9.9	11.5	12.5

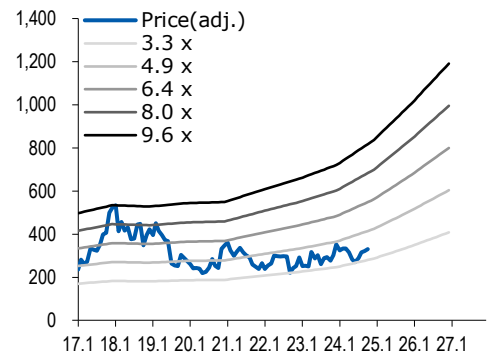
P/E band chart

(천원)



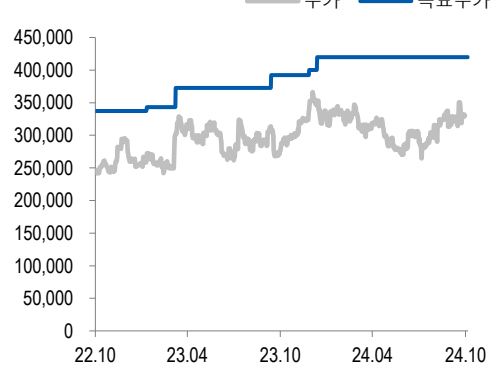
P/B band chart

(천원)



한미약품 (128940) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-10-31	BUY	420,000	1년		
2024-01-12	BUY	420,000	1년		
2023-12-27	BUY	400,000	1년	-11.56	-8.38
2023-10-13	BUY	392,453	1년	-23.93	-13.87
2023-04-07	BUY	372,830	1년	-20.45	-11.71
2023-02-09	BUY	343,396	1년	-24.39	-12.29
2022-09-26	BUY	337,244	1년	-25.00	-12.29

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	87.9
Hold(중립)	12.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-10-30

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **하현수**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.