

한미약품 (128940)

3Q24 Re: 정상화로 가는 길

3Q24 Review: 일회성 부진, 하향된 눈높이에 부합

동사의 3분기 연결기준 매출액은 3,621억원(YoY-0.7%, QoQ-4.2%), 영업이익은 510억원(YoY-11.3%, OPM14.1%)을 기록, 당사의 매출액 추정치 3,636억원에 대체로 부합, 영업이익(475억원)은 소폭 상회하였으며 컨센서스 매출액 3,755억원 및 영업이익 522억원을 하회했다.

별도 한미약품은 매출액 2,768억원(YoY+1.7%)을 기록, 장기화된 의료파업과 휴가철 영업일수 감소의 영향으로 성장폭이 제한적이었으며 중국에서의 일회성 이슈가 발생한 북경한미의 매출액은 843억원(YoY-9.6%)으로 아쉬운 역성장을 기록했다. 다만, 어려운 영업환경에서도 ETC 핵심품목 로수젯(535억원, YoY+17.6%)과 아모잘탄 패밀리(367억원, +4.3%)는 견조한 성장을 보였으며 북경한미의 주요품목 중 약국 유통 비중이 상대적으로 작은 리똥(YoY+14.1%), 매창안(+11.0%), 이안핑(+17.2%)의 성장을 확인한 것은 고무적이다. 계절적 성수기를 앞두고 이탄징(YoY-24.6%)의 회복세가 향후 실적에 중요할 것으로 판단된다. 정밀화학은 MSD向 임상원료 생산 등 고마진의 CDMO 매출이 증가하며 분기 흑자를 유지했다.

'25년에는 R&D 모멘텀 존재

GLP-1 작용제 개발에 대한 전문성을 갖춘 동사의 비만치료제 및 MASH 파이프라인 결과는 내년부터 본격적으로 가시화 될 전망이다. 역사적으로 동사의 주가를 견인한 요소는 탄탄한 실적과 함께 기술이전 등 R&D 결과물이었다. MASH 임상2b상 단계의 Efinopegdutide(dual agonist, MK-6024)는 '25년 연말 종료를 목표로 순항 중으로, 파트너사 MSD는 환자의 간 질환 상태에 따라 세분화한 총 4건의 임상을 진행하고 있다. 임상1상 단계의 비만치료제 HM15275(삼중작용제)는 비만 환자 대상 파트B에 진입, 내년 4월 종료될 예정이다. 삼중작용제에서 기대되는 효과는 현재 상업화된 치료제 대비 높은 체중감량 효과와 근감소 부작용의 해소이다. 올해 11월에 열리는 ObesityWeek에서는 신규 비만치료제 파이프라인(HM17321, UCN2 analog)의 전임상 결과를 공개, 추후 인크레틴 기반의 HM15275와 병용요법으로의 개발이 기대된다.

경영권 분쟁: 한미사이언스 임시주총 11/28

대주주연합(신동국 회장/송영숙 회장/임주현 부회장)의 주주제안으로 한미사이언스의 임시주총이 11/28일 개최될 예정이다. 주요 안건은 1)이사회 정원 확대(11명)를 위한 정관 변경과 2)이사 2인(신동국 회장, 임주현 부회장) 선임으로, 대주주연합이 참석 의결권의 2/3 이상을 확보할 경우 정관 변경과 이사 선임을 통해 이사회 과반을 차지할 수 있다. 현재 대주주연합 측 지분율은 약 45%, 형제 측 지분율은 약 25% 내외로 추정된다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 400,000원 유지

동사에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 400,000원을 유지한다. 3분기 실적을 반영하여 연간 실적 전망치를 소폭 조정하였다. 4분기 실적 정상화 및 '25년 R&D 모멘텀을 앞두고 경영권 안정화와 장기 비전의 수립을 통한 기업가치 제고가 필요한 시점으로 판단한다.

Company Brief

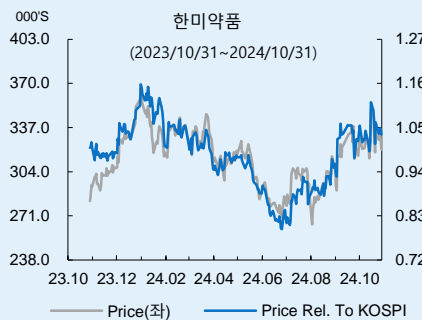
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	400,000원(유지)
증가(2024.10.31)	320,500원
상승여력	24.8%

Stock Indicator	
자본금	31십억원
발행주식수	1,281만주
시가총액	4,106십억원
외국인지분율	18.3%
52주 주가	264,500~366,500원
60일평균거래량	77,037주
60일평균거래대금	24.7십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-0.3	10.9	1.3	15.9
상대수익률	1.1	18.6	6.3	3.7

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	1,491	1,585	1,709	1,813
영업이익(십억원)	221	251	263	276
순이익(십억원)	146	172	186	199
EPS(원)	11,415	13,419	14,510	15,558
BPS(원)	76,057	83,281	93,025	103,817
PER(배)	30.9	23.9	22.1	20.6
PBR(배)	4.6	3.8	3.4	3.1
ROE(%)	16.0	17.0	16.5	15.8
배당수익률(%)	0.1	0.2	0.2	0.2
EV/EBITDA(배)	14.8	13.1	12.3	11.4

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[제약/바이오]

장민환

2122-9208 minhwan.jang@ifnsec.com

표1. 한미약품 분기별 요약손익계산서

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E
연결 매출	361.2	342.7	364.6	422.4	403.7	378.1	362.1	441.2	1490.9	1585.1
YoY	12.5%	8.1%	6.6%	20.3%	11.8%	10.3%	-0.7%	4.5%	12.0%	6.3%
한미약품(별도)	250.7	253.3	272.1	320.9	275.1	281.8	276.8	322.4	1097.0	1156.1
YoY	10.7%	6.4%	8.5%	20.3%	9.7%	11.3%	1.7%	0.5%	11.7%	5.4%
북경한미	111.0	90.1	93.3	103.3	127.7	98.7	84.3	115.6	397.7	426.3
YoY	17.1%	14.8%	0.3%	22.5%	15.0%	9.5%	-9.6%	11.9%	13.4%	7.2%
한미정밀화학	25.9	30.0	21.6	33.6	24.8	34.3	29.1	36.8	111.1	125.0
YoY	9.3%	25.5%	-7.3%	13.5%	-4.2%	14.3%	34.7%	9.6%	10.5%	12.5%
매출총이익	207.1	180.2	198.9	243.2	226.5	206.7	198.7	244.7	829.3	876.6
YoY	19.9%	8.6%	5.5%	27.1%	9.4%	14.7%	-0.1%	0.6%	15.4%	5.7%
GPM	57.3%	52.6%	54.5%	57.6%	56.1%	54.7%	54.9%	55.5%	55.6%	55.3%
영업이익	59.9	33.2	57.5	70.1	76.7	58.1	51.0	65.5	220.7	251.3
YoY	46.6%	5.0%	22.9%	80.4%	27.9%	75.3%	-11.3%	-6.5%	39.6%	13.9%
OPM	16.6%	9.7%	15.8%	16.6%	19.0%	15.4%	14.1%	14.9%	14.8%	15.9%
당기순이익	49.7	18.8	60.5	36.4	63.2	47.1	35.0	49.1	165.4	194.4
YoY	98.3%	-17.3%	93.5%	61.3%	27.2%	151.0%	-42.2%	35.0%	62.8%	17.6%
NPM	13.8%	5.5%	16.6%	8.6%	15.7%	12.4%	9.7%	11.1%	11.1%	12.3%

자료: iM증권 리서치본부

표2. 한미약품 3분기 실적 및 추정치, 컨센서스 비교(십억원)

구분	실적 발표		추정치		컨센서스	
연결영업실적	3Q24	3Q23	3Q24	차이	3Q24	차이
매출액	362.1	364.6	363.6	-0.4%	375.5	-3.6%
영업이익	51.0	57.5	47.5	7.4%	52.2	-2.2%
OPM	14.1%	15.8%	13.1%	1.0%p	13.9%	0.2%p
당기순이익	35.0	60.5	34.2	2.3%	39.9	-12.3%
NPM	9.7%	16.6%	9.4%	0.3%p	10.6%	-1.0%p

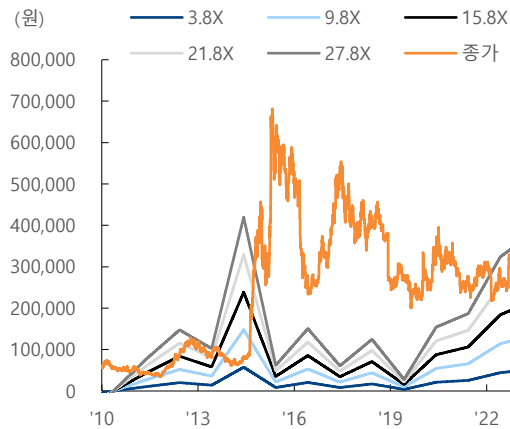
자료: iM증권 리서치본부

표3. 한미약품 valuation table

항목	단위	비고
① 영업가치	4,468	십억원 한미약품 EBITDA (12개월 선행): 3,317억원 국내 상위 제약사 EV/EBITDA(12개월 선행) 과거 평균: 13.5배
② 신약 파이프라인 가치	861	십억원 DCF
Efinopegdutide (Dual Agonist)	358	십억원
Efocipegtrutide (Triple Agonist)	504	십억원
③ 순차입금	211	십억원 24.4Q 추정치
④ 기업가치 (=①+②-③)	5,118	십억원
⑤ 주식수	12,691	천주 자사주 제외. 3Q24 기준
⑥ 목표주가 (=④÷⑤)	400,000	원 403,326원

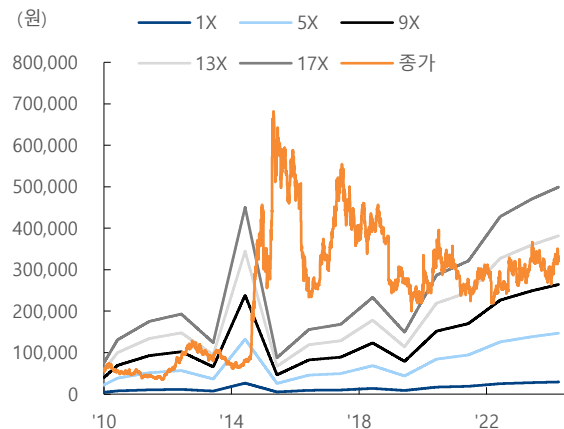
자료: iM증권 리서치본부

그림1. 한미약품 P/E band



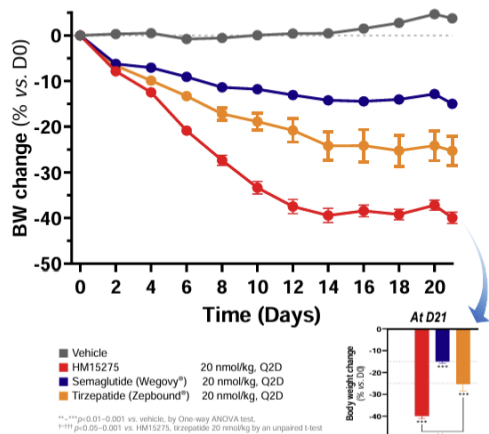
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림2. 한미약품 EV/EBITDA band



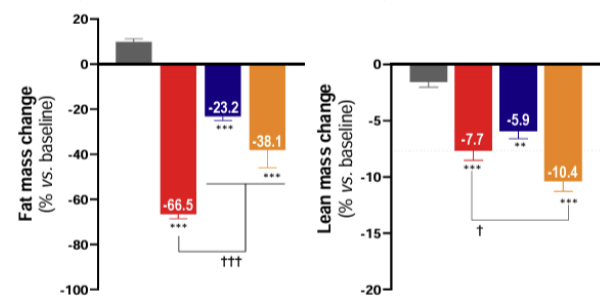
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

그림3. HM15275의 설치류 전임상 실험 체중감량 효능 결과



자료: 한미약품, ADA, iM증권 리서치본부

그림4. Tirzepatide 대비 높은 체중 감량, 낮은 근육실을 보이는 HM15275

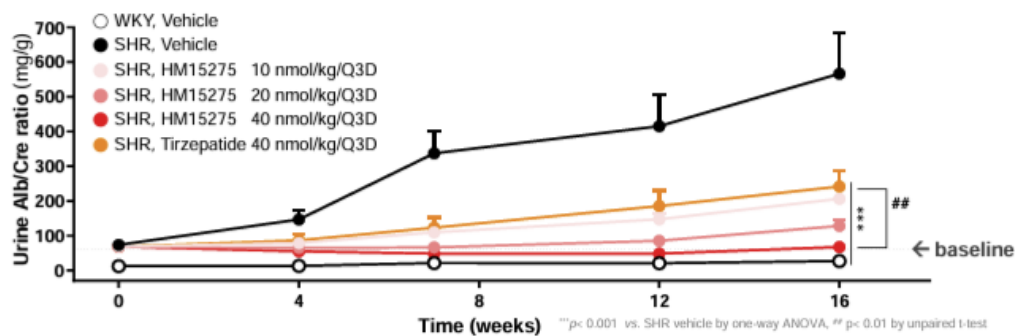
Figure 2. Changes in body composition at the end of treatment
(a) Changes in fat mass at D21 (b) Changes in lean mass at D21

자료: 한미약품, ADA, iM증권 리서치본부

그림5. HM15275의 설치류 전임상 실험 신기능 보호 효능 결과

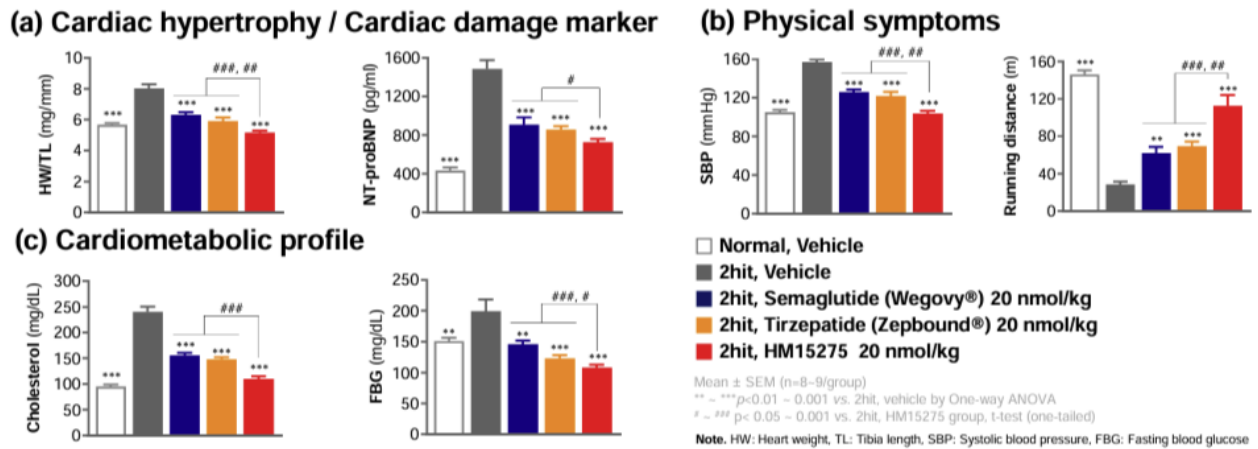
Figure 3. Effect of HM15275 on kidney disease progression (n=6)

(a) Urine ACR over time



자료: 한미약품, ADA, iM증권 리서치본부

그림6. HM15275의 심부전 동물실험 결과



➢ 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, iM 증권 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 Nonclinical 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

표5. MSD의 Efinopegdutide(Dual agonist) 임상 개발 현황

NCT No.	임상 단계	임상명	주요 endpoint
NCT06482112	임상 2a상	Alternate Dosing Study of MK-6024 in Adults With Metabolic Dysfunction-Associated Steatotic Liver Disease (MASLD) (MK-6024-016)	1) Baseline 대비 LFC의 감소@ week28 2) 부작용 및 중단 비율
NCT06465186	임상 2a상	A Clinical Study of Efinopegdutide in People With Compensated Cirrhosis Due to Steatohepatitis (MK-6024-017)	1) Baseline 대비 LFC의 감소@ week28 2) 부작용 및 중단 비율
NCT06052566	임상 1상	A Study of Efinopegdutide in Participants With Hepatic Impairment (MK-6024-014)	AUC, Cmax, Tmax, CL/F 등 PK 프로파일
NCT05877547	임상 2b상	A Clinical Study of Efinopegdutide in Participants With Precirrhotic Nonalcoholic Steatohepatitis (NASH) (MK-6024-013)	1) 섬유화 악화없는 MASH 해소 환자 비율 @ week52 2) 부작용 및 중단 비율 3) 지방간염의 악화없이 섬유화 stage 1이상 개선된 환자 비율 @ week52

자료: Clinicaltrials.gov, iM증권 리서치본부

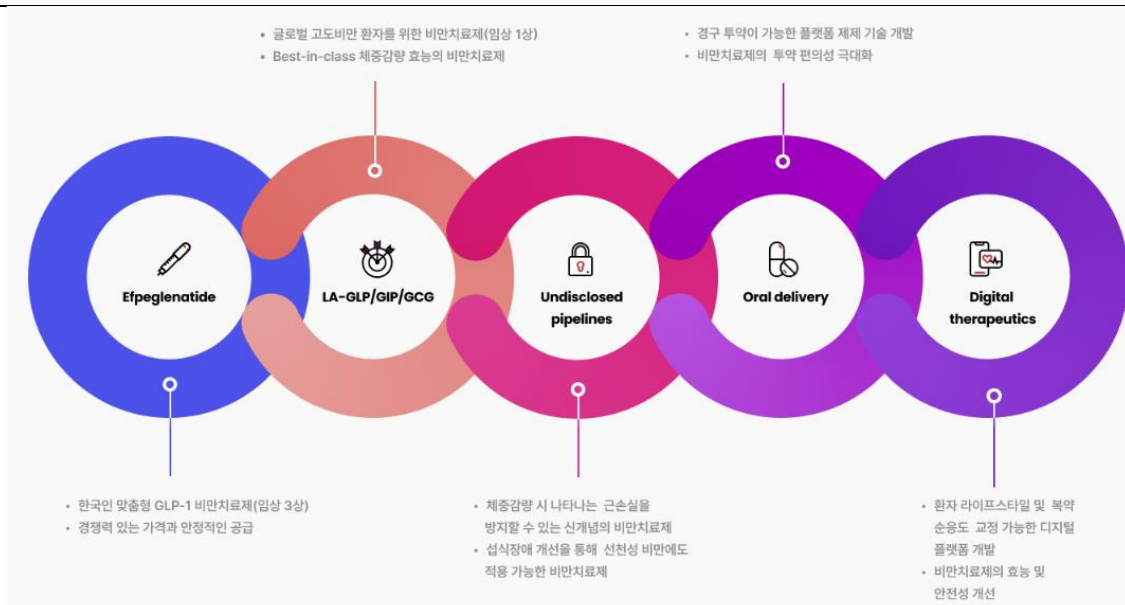
주) LFC: Liver Fat Content

그림7. 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 [에피노페그두타이드] 대사이상관련간염(비알콜성 지방간염)	LAP [®] Exd4 Analog [에페글레나타이드] 제2형 당뇨병, 비만		
			LAP [®] Triple Agonist [에포시페그트루타이드] 대사이상관련간염(비알콜성 지방간염)			
Oncology	SOS1 [HM99462] 고형암	롤론티스(Rolontis) [®] [에플라페그라스틴] 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) [®] [에플라페그라스틴] 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] B세포모형종			
		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] 특발성 폐성유증		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, iM 증권 리서치본부

그림8. H.O.P 프로젝트 개요



자료: 한미약품, iM 증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	731	775	841	971
현금 및 현금성자산	55	62	99	196
단기금융자산	200	200	200	200
매출채권	195	206	220	233
재고자산	289	317	333	353
비유동자산	1,168	1,148	1,124	1,102
유형자산	833	801	772	748
무형자산	81	95	101	104
자산총계	1,899	1,924	1,966	2,073
유동부채	705	596	489	432
매입채무	45	48	52	55
단기차입금	336	236	136	86
유동성장기부채	145	145	145	145
비유동부채	94	94	94	94
사채	-	-	-	-
장기차입금	82	82	82	82
부채총계	798	689	582	525
자배주지분	955	1,067	1,192	1,330
자본금	31	32	32	32
자본잉여금	412	412	412	412
이익잉여금	582	748	927	1,120
기타자본항목	-70	-125	-179	-234
비자배주지분	145	167	192	218
자본총계	1,100	1,234	1,383	1,548

현금흐름표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	217	234	258	272
당기순이익	165	194	210	225
유형자산감가상각비	86	69	66	63
무형자산감가상각비	12	9	11	15
지분법관련손실(이익)	-1	-	-	-
투자활동 현금흐름	-183	-118	-112	-115
유형자산의 처분(취득)	-25	-37	-37	-39
무형자산의 처분(취득)	-16	-23	-17	-18
금융상품의 증감	26	-	-	-
재무활동 현금흐름	-127	-108	-109	-59
단기금융부채의증감	-68	-100	-100	-50
장기금융부채의증감	-35	-	-	-
자본의증감	-	1	-	-
배당금지급	-18	-6	-6	-6
현금및현금성자산의증감	-92	7	37	98
기초현금및현금성자산	147	55	62	99
기말현금및현금성자산	55	62	99	197

포괄손익계산서				
(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,491	1,585	1,709	1,813
증가율(%)	12.0	6.3	7.8	6.1
매출원가	662	709	756	805
매출총이익	829	877	953	1,008
판매비와관리비	609	625	691	731
연구개발비	182	220	227	235
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	221	251	263	276
증가율(%)	39.6	13.9	4.5	5.2
영업이익률(%)	14.8	15.9	15.4	15.2
이자수익	5	5	5	7
이자비용	29	24	19	16
지분법이익(손실)	-1	-	-	-
기타영업외손익	-3	-5	-4	-4
세전계속사업이익	194	229	247	265
법인세비용	29	34	37	40
세전계속이익률(%)	13.0	14.4	14.5	14.6
당기순이익	165	194	210	225
순이익률(%)	11.1	12.3	12.3	12.4
지배주주귀속 순이익	146	172	186	199
기타포괄이익	-55	-55	-55	-55
총포괄이익	111	140	155	171
지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

주요투자지표				
	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표(원)				
EPS	11,415	13,419	14,510	15,558
BPS	76,057	83,281	93,025	103,817
CFPS	19,100	19,548	20,517	21,654
DPS	500	500	500	500
Valuation(배)				
PER	30.9	23.9	22.1	20.6
PBR	4.6	3.8	3.4	3.1
PCR	18.5	16.4	15.6	14.8
EV/EBITDA	14.8	13.1	12.3	11.4
Key Financial Ratio(%)				
ROE	16.0	17.0	16.5	15.8
EBITDA이익률	21.4	20.8	19.9	19.5
부채비율	72.6	55.9	42.1	34.0
순부채비율	28.0	16.3	4.7	-5.4
매출채권회전율(x)	7.8	7.9	8.0	8.0
재고자산회전율(x)	5.4	5.2	5.3	5.3

자료 : 한미약품, 하이투자증권 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

종목투자이견은 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 2024-09-30 기준]

매수	중립(보유)	매도
92%	7.3%	0.7%