

유한양행 (000100)

1Q24 Review: 아쉽지만, 명확한 상저하고

매출 정체, 광고선전비와 R&D 비용 증가, 컨센서스 하회

동사의 1분기 별도기준 매출액은 4,331억원(YoY +0.4%, QoQ +1.5%), 영업이익 61억원(YoY -68.4%, OPM 1.4%)을 기록하였다. 연결기준 매출액은 4,446억원(YoY +0.3%, QoQ +1.7%), 영업이익 5.8억원(YoY -97.4%, QoQ -90.3%, OPM 0.1%)을 기록, 컨센서스(매출 4,647억원, 영업이익 144억원)을 하회하였다. 미국 바이오텍 소렌토社의 파산에 따라 합작사 이문온시아의 지분을 추가취득(지분율 68%), 연결대상이 된 이문온시아의 R&D 비용이 그대로 인식되며 연결실적의 악화로 이어졌다. 해당 비용은 연간 약 200억원 동사의 연결실적에 반영될 것으로 추정된다.

별도 유한양행의 ETC 사업부는 전년 동기 대비 +0.6%의 아쉬운 성장을 보여주었다. 주요 품목 중 당뇨치료제 자디양은 성장을 유지했으나, HBV 치료제 비리어드의 베를리디 전환 및 로수바미브의 매출 정체로 전반적인 상쇄 효과가 나타났다. 임상단계 파이프라인 YH32324(알리지 치료제, 임상1b상), YH32367(HER2x4-1BB 이중항체, 임상1/2상)의 진행으로 전년 대비 연구개발비 증가(+106억원), 신제품 당규락, 마그비의 광고선전비 증가(+51억원)에 따른 판관비 상승이 실적 부진의 주요 원인이다.

2024년 연결기준 매출액 2조 179억원(YoY+8.5%), 영업이익 960억원(YoY+69.0%, OPM 4.8%)으로 추정한다. 높아진 연구개발비 및 광고선전비로 인해 판관비는 현 수준을 유지할 것으로 추정되나, 고마진의 국내 렉라자 매출 증가와 미국 레이저티닙 병용요법 승인에 따른 마일스톤, 로열티의 유입으로 상저하고의 실적을 전망한다.

상저하고의 근거: 국내/해외 레이저티닙 성과

국내 렉라자는 올해 1월부터 1차 치료제 급여 적용에 따라 매출증가 추세이며, 연간 총매출 약 천억원을 달성할 전망이다. 해외 병용요법 FDA 우선심사 지정에 따라, 8월 내 승인 결정, 연내 출시가 예상된다. 4분기 미국 환자 투약에 따른 6천만 달러의 마일스톤 및 로열티 수취로 하반기로 갈수록 수익성 개선, 해외 매출은 25년도 중국, 유럽 및 일본 승인으로 순차적 확대될 전망이다.

ASCO에서는 SC 아미반타랍 병용임상 등 레이저티닙의 활용도를 높일 수 있는 임상결과가 공개될 예정이다. 처방증가 및 M/S 확보에 유의미한 영향을 줄 전체 생존율 데이터(OS)는 계획된 분석시점까지 추가적인 데이터 확보가 필요하여 내년 공개될 것으로 추정한다.

투자의견 Buy, 목표주가 84,000원 상향

유한양행에 대한 투자의견 Buy, 신약가치 상승에 따라 목표주가를 84,000원으로 소폭 상향한다. 비용의 증가로 연간 연결실적의 추정치 하향은 불가피하나, 레이저티닙으로 인한 수익성 개선을 앞두고 있어 Peer 대비 높은 밸류에이션은 적합하다는 판단이다. 부진한 1분기 실적에도, 하반기 동사의 실적을 견인할 이벤트는 유효하다. 레이저티닙 병용요법 우선심사 지정에 따라 출시시기 및 램프업 기간 단축, ASCO 등 주요 학회에서 후속 연구결과 발표에 따라 m/s 일부 조정하여 신약가치 상향하였으며 연내 마일스톤 유입을 연간실적에 반영하였다.

iM하이

하이투자증권 DGB

Company Brief

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	84,000원(상향)
증가(2024.04.30)	72,400원
상승여력	16.0%

Stock Indicator

자본금	74십억원
발행주식수	8,021만주
시가총액	5,807십억원
외국인지분율	20.4%
52주 추가	53,562~79,200원
60일평균거래량	508,000주
60일평균거래대금	36.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-4.4	20.9	27.7	32.1
상대수익률	-2.1	17.9	12.8	25.5

Price Trend



FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	1,776	1,859	2,018	2,108
영업이익(십억원)	36	57	96	120
순이익(십억원)	95	136	143	163
EPS(원)	1,169	1,672	1,751	2,007
BPS(원)	26,687	26,358	26,382	27,775
PER(배)	58.9	43.3	41.3	36.1
PBR(배)	2.6	2.7	2.7	2.6
ROE(%)	4.9	6.7	6.8	7.4
배당수익률(%)	0.6	0.6	0.6	0.6
EV/EBITDA(배)	64.4	56.0	38.0	32.0

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[제약/바이오]

장민환 2122-9208 minhwan.jang@hi-ib.com

표1. 유한양행 분기별 요약손익계산서 (십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
연결 매출	443.1	495.7	483.1	437.2	444.6	523.6	514.0	535.7	1859.0	2017.9	2107.9
YoY	7.8%	2.6%	11.9%	-3.0%	0.3%	5.6%	6.4%	22.6%	4.7%	8.5%	4.5%
별도 매출	431.4	482.1	468.9	426.7	433.1	512.4	502.7	523.8	1,809	1,972	2,059
YoY	8.5%	3.0%	10.5%	-2.3%	0.4%	6.3%	7.2%	22.8%	4.8%	9.0%	4.4%
약품사업	309.4	345.4	346.2	331.3	309.5	371.1	369.9	334.2	1332.3	1384.8	1420.4
생활유통사업	35.8	60.4	59.5	59.5	44.5	63.2	62.5	65.8	215.3	235.9	287.1
해외사업	76.6	73.1	58.6	32.8	74.1	74.6	64.4	44.9	241.2	258.0	296.7
라이언스수익	7.2	1.4	0.5	2.2	2.5	1.7	1.7	78.0	11.2	83.9	45.1
기타	2.4	1.8	4.1	0.8	2.5	1.9	4.2	0.8	9.1	9.4	9.7
연결조정	11.6	12.8	14.3	10.5	11.4	10.3	11.3	11.9	49.1	45.0	47.9
매출총이익	135.6	152.8	144.5	133.0	134.5	165.1	163.0	225.3	565.9	687.9	701.2
YoY	17.0%	5.1%	19.7%	-2.3%	-0.8%	8.0%	12.8%	69.4%	9.2%	21.6%	1.9%
GPM	30.6%	30.8%	29.9%	30.4%	30.3%	31.5%	31.7%	42.0%	30.4%	34.1%	33.3%
영업이익	22.6	27.3	0.9	6.0	0.6	22.9	22.7	49.7	56.8	96.0	119.5
YoY	271.1%	61.2%	-119.4%	-65.9%	-97.5%	-16.0%	2483.5%	732.2%	57.6%	69.0%	24.6%
OPM	5.1%	5.5%	0.2%	1.4%	0.1%	4.4%	4.4%	9.3%	3.1%	4.8%	5.7%
당기순이익	22.3	8.6	19.0	92.7	10.8	40.1	33.9	55.5	134.0	140.4	160.9
YoY	38.6%	-73.9%	243.3%	157.0%	-51.3%	366.9%	78.3%	-40.1%	48.0%	4.7%	14.6%
NPM	5.0%	1.7%	3.9%	21.2%	2.4%	7.7%	6.6%	10.4%	7.2%	7.0%	7.6%

자료: 하이투자증권 리서치본부

표2. 유한양행 valuation table

항목	단위	비고
① 영업가치	2,983 십억원	유한양행 EBITDA (FTM): 1,667억원 국내 상위 제약사 EV/EBITDA(FTM) 평균 40% 할인: 17.9배
② 신약가치	2,506 십억원	DCF
Lazertinib 병용요법 1차 치료제	2,147 십억원	
Lazertinib 병용요법 2차 치료제	92.5 십억원	
기타 초기 임상 파이프라인	266 십억원	YH25724의 가치
③ 지분가치	757 십억원	
비상장 지분가치	703 십억원	장부가액 기준
상장 지분가치	54 십억원	과거 1년 평균 시가총액 30% 할인
④ 순차입금	53 십억원	4Q24 추정치
⑤ 기업가치 (=①+②+③-④)	6,193 십억원	
⑥ 주식수	73,824 천주	무상증자 반영. 자사주 제외
⑦ 목표주가 (=④÷⑥)	84,000 원	

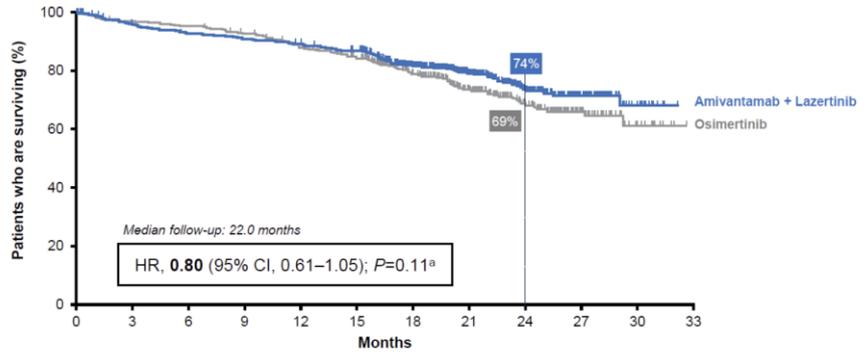
자료: 하이투자증권 리서치본부

표3. 영업 실적 및 신약가치 추정치 변경 (십억원)

구분	수정전		수정후		변동		비고
	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	
영업실적 추정							
매출액	2,049	2,262	2,018	2,108	-2%	-7%	
영업이익	120	189	96	120	-20%	-37%	연결기업의 R&D비용 및 마일스톤 유입 반영
레이저티닙 병용가치							
1차 치료제	1,518		2,147		41%		출시시기, 램프업 기간, M/S, 승인확률 조정
2차 치료제	92.5		92.5		0%		

자료: 하이투자증권 리서치본부

그림1. MARIPOSA 임상 시험 OS 결과



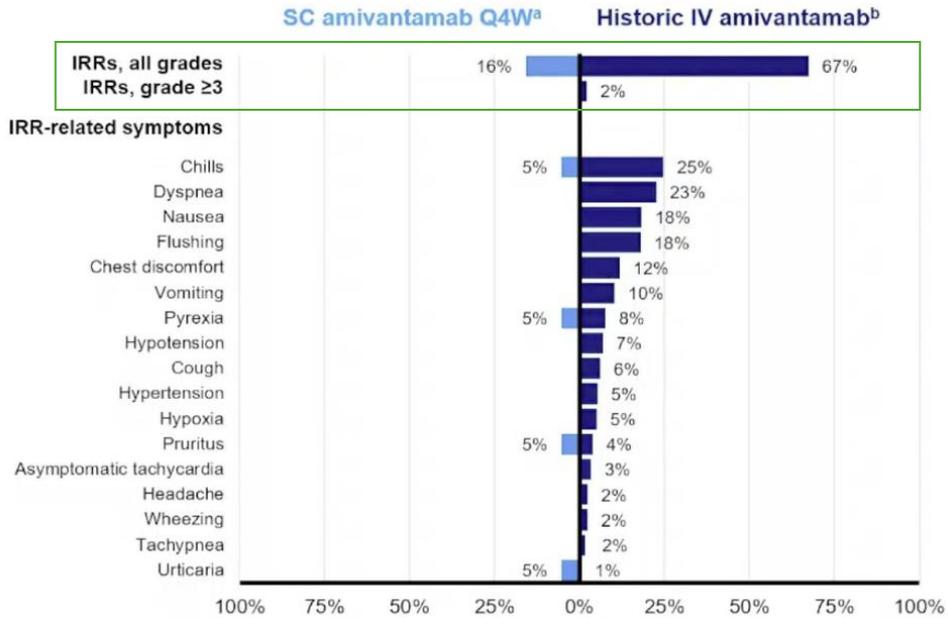
자료: ESMO2023, 하이투자증권 리서치본부

표4. 아미반타맵/레이저티닙 관련 ASCO 발표

기업	후보물질	모달리티	타겟	초록 제목 요약 및 키워드	유형/번호
				아미반타맵+레이저티닙 vs 타그리소, NSCLC 1차 치료제 세팅 임상 3상(MARIPOSA)의 2차 분석(Secondary analysis) - 특정 바이오마커를 갖는 고위험군에 대한 분석 결과 발표	Oral abstract 8504
				SC 아미반타맵 + 레이저티닙 vs IV 아미반타맵 + 레이저티닙, NSCLC 2차 치료제 세팅 임상 3상 결과(PALOMA-3) - 1차 분석 결과, OS 데이터 포함 - MARIPOSA에서 나타난 아미반타맵의 주입관련 부작용(63%)해소 가능	Oral abstract LBA8505
J&J/유한양행	아미반타맵/레이저티닙	이중항체/저분자 화합물	EGFR 변이	아미반타맵+레이저티닙, 비정형 EGFR 변이 NSCLC 환자 대상 결과 (CHRYSALIS-2, Phase 1/1b) 아미반타맵+레이저티닙, CNS 질환 있는 EGFR 변이 폐암 환자 대상 임상 2상 결과 SC 아미반타맵 + 레이저티닙, NSCLC 1차 치료제 세팅 임상 2상 결과 (PALOMA-2) - SC 아미반타맵과 다수의 병용 요법 코호트로 구성된 PALOMA-2 임상의 코호트 1,5,6 결과 예상 - MARIPOSA에서 나타난 아미반타맵의 주입관련 부작용(63%)해소 가능	Rapid Oral abstract 8516 Rapid Oral abstract 8517 Poster LBA8612

자료: ASCO, 하이투자증권 리서치본부

그림2. 아미반타맙의 피하주사와 정맥주사 시 부작용 비교 (PALOMA trial)



자료: ELCC2024, 하이투자증권 리서치본부

그림3. 유한양행의 파이프라인 현황

약물	적응증	후보물질	비임상 독성	임상 1상	임상 2상	임상 3상	파트너사
렉라자® LAZERTINIB	EGFR돌연변이 비소세포암	단독요법 (유한) 글로벌 3상 Amivantamab 병용요법 (얀센) 글로벌 3상					Johnson & Johnson Innovative Medicine
YH14618 (Remedisc)	퇴행성 디스크						SpineBiopharma
YH12852 (PCS12852)	Gut Motility Disease						Processa Pharmaceuticals
YH25724	MASH						Boehringer Ingelheim
YH35324	Allergy (CSU, 천식, AD)						GT innovation
YH32367	유방암, 위암, 담관암 등						ablbio
YH42946	Her2돌연변이 폐암, 위암 등						JINTS BIO
YH35995	고셔병, 파브리병						GC
YH32364	위암, 대장암, 두경부암 등						ablbio
YHC1102	NASH/Fibrosis						GILEAD

자료: 유한양행, 하이투자증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

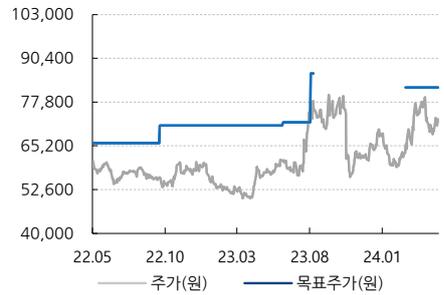
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E	(십억원,%)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	1,189	1,256	1,246	1,297	매출액	1,776	1,859	2,018	2,108
현금 및 현금성자산	293	299	190	166	증가율(%)	5.2	4.7	8.5	4.5
단기금융자산	55	23	25	26	매출원가	1,258	1,293	1,330	1,407
매출채권	523	585	635	662	매출총이익	518	566	688	701
재고자산	275	285	309	323	판매비와관리비	482	509	592	582
비유동자산	1,284	1,558	1,725	1,892	연구개발비	107	120	130	126
유형자산	355	523	535	547	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	138	298	397	495	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	2,473	2,814	2,971	3,190	영업이익	36	57	96	120
유동부채	434	583	619	701	증가율(%)	-25.9	57.5	69.1	24.6
매입채무	134	179	194	203	영업이익률(%)	2.0	3.1	4.8	5.7
단기차입금	64	128	100	101	이자수익	10	11	6	6
유동성장기부채	26	4	4	4	이자비용	3	6	8	9
비유동부채	31	129	156	182	지분법이익(손실)	57	56	56	56
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	3	11	3	6
장기차입금	1	60	87	113	세전계속사업이익	95	135	177	201
부채총계	465	712	775	883	법인세비용	4	1	36	40
지배주주지분	1,986	2,051	2,147	2,261	세전계속이익률(%)	5.3	7.2	8.8	9.5
자본금	74	78	81	81	당기순이익	91	134	140	161
자본잉여금	116	114	114	114	순이익률(%)	5.1	7.2	7.0	7.6
이익잉여금	1,902	1,975	2,084	2,214	지배주주귀속 순이익	95	136	143	163
기타자본항목	-107	-116	-132	-149	기타포괄이익	1	-16	-16	-16
비지배주주지분	22	51	48	46	총포괄이익	92	118	124	145
자본총계	2,008	2,102	2,196	2,307	지배주주귀속총포괄이익	-	-	-	-

현금흐름표					주요투자지표				
(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E		2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	100	144	223	291	주당지표 (원)				
당기순이익	91	134	140	161	EPS	1,169	1,672	1,751	2,007
유형자산감가상각비	39	38	45	47	BPS	26,687	26,358	26,382	27,775
무형자산상각비	4	6	11	16	CFPS	1,698	2,221	2,441	2,779
지분법관련손실(이익)	57	56	56	56	DPS	400	450	450	450
투자활동 현금흐름	16	-199	-302	-309	Valuation(배)				
유형자산의 처분(취득)	-58	-161	-57	-59	PER	58.9	43.3	41.3	36.1
무형자산의 처분(취득)	-36	-42	-109	-114	PBR	2.6	2.7	2.7	2.6
금융상품의 증감	121	50	-57	-57	PCR	40.5	32.6	29.7	26.1
재무활동 현금흐름	-66	63	-21	4	EV/EBITDA	64.4	56.0	38.0	32.0
단기금융부채의증감	-26	31	-29	2	Key Financial Ratio(%)				
장기금융부채의증감	-2	58	27	27	ROE	4.9	6.7	6.8	7.4
자본의증감	-	-	4	-	EBITDA이익률	4.5	5.5	7.5	8.7
배당금지급	-26	-27	-32	-34	부채비율	23.2	33.9	35.3	38.3
현금및현금성자산의증감	39	6	-109	-24	순부채비율	-12.8	-6.2	-1.1	1.2
기초현금및현금성자산	254	293	299	190	매출채권회전율(x)	3.5	3.4	3.3	3.3
기말현금및현금성자산	293	299	190	166	재고자산회전율(x)	6.5	6.6	6.8	6.7

자료 : 유한양행, 하이투자증권 리서치본부

유한양행 투자이견 및 목표주가 변동추이

일자	투자이견	목표주가	괴리율	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2022-09-20(담당자변경)	Buy	71,000	-26.5%	-17.8%
2023-06-07	Buy	72,000	-18.6%	-0.9%
2023-08-04	Buy	86,000	-16.4%	-13.4%
2023-08-11	NR			
2024-02-20(담당자변경)	Buy	82,000		
2024-05-02	Buy	84,000		



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	산업추천 투자등급
종목투자이견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.	시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임
· Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상	· Overweight(비중확대)
· Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락	· Neutral(중립)
· Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상	· Underweight(비중축소)

[투자등급 비율 2024-03-31 기준]

매수	중립(보유)	매도
92.1%	7.9%	-