

유한양행 (000100)

3Q24P review: 마일스톤 유입 효과

투자의견

BUY(유지)

목표주가

220,000 원(유지)

현재주가

150,300 원(10/28)

시가총액

12,055(십억원)

제약/바이오 권해순_02)368-6181_hskwon@eugenefn.com

- 투자의견 BUY, 목표주가 22만원, 제약업종 Top pick 유지
- 연결 매출액 5,988억원(+24.0%yoy), 영업이익 476억원(+5287%yoy), 당사 예상치 하회, 시장 컨센서스 상회
 - 당사 예상치를 하회한 이유: 상품 매출 증가에 따른 원가율 상승, 신규 파이프라인 확대 및 연결 자회사 연구개발 비 증가로 R&D 비용이 지난 3년 평균 약 350억원대에서 40%이상 급증(오스코텍에게 지급한 마일스톤 제외)한 것에 기인하는 것으로 추정됨. 유한양행은 3분기 연구개발비가 급증한 것은 일시적이라고 언급함. 마일스톤 효과를 제외하면 기존 사업부문 실적은 당사 예상보다 부진했다고 판단됨
 - 시장 컨센서스를 상회한 이유: 3분기에 유입될 것으로 예상되었던 마일스톤이 반영되지 않은 예측치들의 기여도가 높았기 때문으로 추정됨
- 향후 전망
 - 선렌카(성분명 레나카파비르)로 추정되는 HIV 치료제 원료 수출은 2025년부터 본격화될 전망
 - 비용 통제 및 투자 파이프라인 관리를 통해 기존 사업부문도 내실을 다져가는 것이 중요하다고 판단함
 - 향후 유한양행 기업가치 level-up에 중요한 시기는 레이저티닙/아미반타맵 SC FDA 승인이 예상되는 2025년 2월, 1차 치료제로서의 최종 임상 종결점인 mOS 데이터 확인될 2025년 2분기임

주가(원, 10/28)	150,300
시가총액(십억원)	12,055

발행주식수	80,209천주
52주 최고가	166,900원
최저가	56,500원
52주 일간 Beta	1.32
60일 일평균거래대금	5,485억원
외국인 지분율	20.9%
배당수익률(2024E)	0.3%

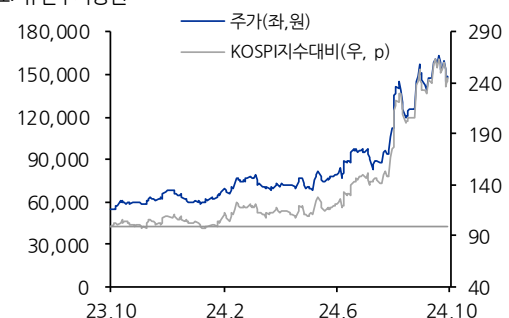
주주구성	
유한재단 (외 4인)	23.3%
국민연금공단 (외 1인)	8.8%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	4.3	113.3	163.0
절대기준	2.9	111.7	176.5

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	220,000	220,000	-
영업이익(24)	118	138	▼
영업이익(25)	189	198	▼

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	1,776	1,859	2,136	2,324
영업이익	36	57	118	189
세전손익	95	135	153	261
당기순이익	91	134	127	235
EPS(원)	1,186	1,697	1,989	2,933
증감률(%)	-7.3	43.0	17.2	47.5
PER(배)	46.2	40.5	75.6	51.2
ROE(%)	4.9	6.7	7.6	10.4
PBR(배)	2.1	2.6	5.6	5.2
EV/EBITDA(배)	51.0	52.3	61.6	43.5

자료: 유진투자증권



3 분기 실적: 당사 예상치 하회

상품 매출 증가에
따른 원가율 상승,
연구개발비 급증

유한양행의 2024 년 3 분기 연결 매출액, 영업이익은 각 5,988 억원(+24%yoy), 476 억원(+5,288%yoy, OPM 7.9%)으로 영업이익 기준 당사 추정치(영업이익 680 억원, 영업이익률 11.8%)를 하회했다. 당사 예상치를 하회한 이유는 저마진의 생활건강사업부 매출 비중 상승에 따른 원가율 상승과 지난 3 년 평균 약 350 억원대 수준이었던 연구개발비가 500 억원 이상으로 급증한 것에 기인한다. 연구개발비 급증은 신규 파이프라인 확대(6 개) 및 연결 자회사의 연구개발비 증가에 기인하는 것으로 파악된다. 유한양행은 4 분기부터는 연구개발비 집행은 다시 낮아져서 자산화되는 연구개발비를 포함하여 분기당 약 400 억원대로 투자될 것으로 언급했다.

중장기 관점에서 연구개발 확대 전략은 중요하나 효율적 관리가 필요한 시점

당사는 중장기 관점에서는 파이프라인 확대를 통한 R&D 역량 강화 전략이 유효하고, 혁신 신약 개발 기업으로 성장하기 위해서는 거쳐야 할 과정이라고 판단한다. 다만 현재 산발적으로 투자된 포트폴리오를 재정비하고 효율적으로 관리할 필요가 있는 시점이라고 판단하며, 향후 이와 관련된 연구개발 전략이 유한양행의 기업가치 상승에도 일조할 것으로 판단한다.

참고로 3 분기에 연결 기준 라이선스 수익은 982 억원이 인식되었다. 레이저티닙의 FDA 승인에 따른 마일스톤 약 810 억원(이중 약 40%는 오스코텍/제노스코에게 지급된 것으로 추정됨), 애드파마로부터 약 100 억원 유입된 것으로 파악된다.

도표 1. 유한양행 3Q24 실적 Review 및 4Q24E 실적 전망

(단위: 십억원, %,%p)	3Q24P					4Q24E			2023	2024E		2025E	
	실적발표	예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	yoy	qoq		예상치	yoy	예상치	yoy
매출액	599	574	+4.3	548	+9.2	565	+29.2	-5.7	1,859	2,136	+14.9	2,324	+8.8
영업이익	48	68	-29.6	32	+50.1	51	+75.6	+7.1	57	118	+107	189	+60.8
지배순이익	36	89	-59.9	47	-24.7	79	-5.9	+122	134	160	+19.4	235	+46.9
영업이익률	+7.9	+11.8	-3.8	+5.8	+2.2	+9.0	+7.7	+1.1	+3.1	+5.5	+2.4	+8.1	+2.6
지배순이익률	+5.9	+15.4	-9.5	+8.6	-2.7	+14.0	-5.2	+8.1	+7.2	+6.0	-1.2	+10.1	+4.1

자료: 유한양행, FnGuide, 유진투자증권

도표 2. 유한양행 실적 추정치 조정

(단위: 십억원, %,%p)	수정 후			수정 전			Change(% , %p)		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
매출액	2,136	2,324	2,543	2,096	2,358	2,575	+1.9	-1.4	-1.3
영업이익	118	189	311	138	198	312	-14.6	-4.4	-0.5
지배순이익	160	235	351	194	275	371	-29.2	-14.5	-5.4
영업이익률	+5.5	+8.1	+12.2	+6.6	+8.4	+12.1	-1.1	-0.3	-0.6
지배순이익률	+6.0	+10.1	+13.8	+9.3	+11.7	+14.4	-4.8	-1.6	-0.6

자료: 유진투자증권 추정

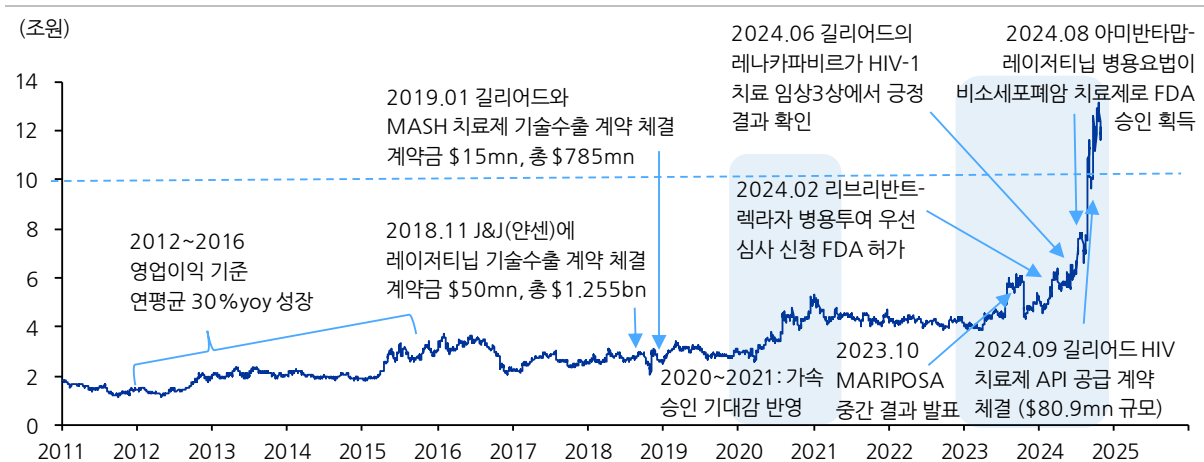
제약업종 Top pick, BUY, 목표주가 22 만원 유지

제약업종 Top pick 유지 투자의견 BUY, 목표주가 22 만원, 제약업종 Top pick 유지한다. 목표주가는 레이저티닙의 성공적인 글로벌 상업화를 가정하여 2027 년 예상 순이익 4942 억원을 현가화(할인율 10%)한 값(4,084 억원)에 Target P/E 40 배를 적용한 영업가치 16.3조원, 기타 신약 파이프라인 추정 가치 0.59조원, 투자자산 추정 가치 0.38조원을 합산하여 산출하였다.

R&D 파이프라인 가치가 단계적으로 반영될 것 3 분기 실적에서는 당사 예상치를 하회하는 다소 실망스러운 실적을 발표하였다. 하지만 당사는 유한양행이 레이저티닙의 글로벌 판매뿐만 아니라 유망한 HIV 치료제 신약(선렌카로 추정) 원료를 장기 공급하면서 지속 가능한 성장에 대한 가능성이 높아진 국면에 진입할 것으로 판단한다. 또한 국내 바이오텍인 지아이이 노베이션(358570.KQ)으로부터 기술도입한 알리지 치료제 YH35324, MASH 치료제로 베링거잉겔하임이 임상 1 상을 진행 중인 BI3006337 (2019년 기술 이전) 등의 임상 진행에 따른 신약 파이프라인 성과들이 기업가치에 단계적으로 반영될 것으로 전망한다.

2025 년 2 분기가 가장 중요한 시기 단기적으로는 레이저티닙/아미반타맵 SC FDA 승인이 예상되는 2025 년 2 월, 1 차 치료제로서의 최종 임상 종결점인 mOS 데이터가 확인될 2025 년 2 분기가 유한양행의 기업가치 level-up 이 진행될 가장 중요한 시점으로 판단한다.

도표 3. 유한양행 시가총액 및 이벤트 차트



자료: Quantivise, 유한양행, 유진투자증권

도표 4. 향후 주목해야 할 일정들

	일정
2024년 4분기	레이저티닙/아미반타맵 유럽 판매 승인 기대, 관련 마일스톤 예상 유입액(240 억원 추정)
2025년 1월	J&J 2023년 4분기 실적 발표
2025년 2월	레이저티닙/아미반타맵 SC FDA 승인 기대
2025년 4월	J&J 2024년 1분기 실적 발표
2025년 5월	2025 ASCO에서 레이저티닙/아미반타맵 병용 MARIPOSA 임상 mOS 데이터를 최종 발표할 것으로 예상됨

자료: 유진투자증권

유한양행(000100.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	2,473	2,814	2,995	3,108	3,339
유동자산	1,189	1,256	1,443	1,693	1,978
현금성자산	321	312	438	804	1,150
매출채권	509	574	588	527	473
재고자산	275	285	334	279	270
비유동자산	1,284	1,558	1,552	1,414	1,361
투자자산	791	736	728	730	731
유형자산	355	523	528	385	327
기타	138	298	296	300	303
부채총계	465	712	760	673	599
유동부채	434	583	638	549	473
매입채무	208	287	294	254	277
유동성이자부채	96	169	216	166	66
기타	130	126	128	129	130
비유동부채	31	129	123	124	125
비유동이자부채	3	100	90	90	90
기타	27	29	33	34	36
자본총계	2,008	2,102	2,235	2,435	2,741
지배지분	1,986	2,051	2,170	2,371	2,676
자본금	74	78	81	81	81
자본잉여금	116	114	102	102	102
이익잉여금	1,902	1,975	2,103	2,303	2,609
기타	(107)	(116)	(116)	(116)	(116)
비지배지분	22	51	64	64	64
자본총계	2,008	2,102	2,235	2,435	2,741
총차입금	99	269	306	256	156
순차입금	(222)	(43)	(133)	(548)	(995)

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	100	144	152	318	425
당기순이익	91	134	157	235	351
자산상각비	43	45	79	79	64
기타비현금성손익	(124)	(293)	(185)	(222)	(233)
운전자본증감	(110)	(8)	(62)	76	86
매출채권감소(증가)	(37)	(63)	4	61	54
재고자산감소(증가)	(0)	(5)	(48)	55	9
매입채무증가(감소)	(8)	45	36	(40)	23
기타	(65)	16	(53)	0	0
투자현금	16	(199)	(43)	132	66
단기투자자산감소	129	41	(4)	(1)	(1)
장기투자증권감소	0	(94)	26	73	76
설비투자	58	161	75	(70)	0
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(36)	(42)	(10)	(10)	(10)
재무현금	(66)	63	15	(85)	(145)
차입금증가	(30)	86	38	(50)	(100)
자본증가	(43)	(35)	(34)	(35)	(45)
배당금지급	26	27	32	35	45
현금 증감	39	6	124	365	345
기초현금	254	293	299	423	788
기말현금	293	299	423	788	1,134
Gross Cash flow	141	124	195	242	339
Gross Investment	223	248	101	(209)	(152)
Free Cash Flow	(82)	(124)	94	451	491

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,776	1,859	2,136	2,324	2,543
증가율(%)	5.2	4.7	14.9	8.8	9.4
매출원가	1,258	1,293	1,402	1,546	1,626
매출총이익	518	566	735	778	917
판매 및 일반관리비	482	509	617	589	607
기타영업손익	1	6	21	(5)	3
영업이익	36	57	118	189	311
증가율(%)	(25.9)	57.5	107.3	60.8	64.2
EBITDA	79	101	196	268	375
증가율(%)	(21.9)	28.3	93.4	36.7	39.8
영업외손익	59	78	35	72	79
이자수익	10	14	11	13	13
이자비용	3	6	10	4	4
지분법손익	42	81	70	74	78
기타영업손익	10	(11)	(36)	(11)	(8)
세전순이익	95	135	153	261	390
증가율(%)	(24.7)	41.7	13.7	70.8	49.0
법인세비용	4	1	26	26	39
당기순이익	91	134	127	235	351
증가율(%)	(8.6)	47.9	(4.9)	84.7	49.0
지배주주지분	95	136	160	235	351
증가율(%)	(7.3)	43.0	17.2	47.5	49.0
비지배지분	(5)	(2)	(2)	0	0
EPS(원)	1,186	1,697	1,989	2,933	4,372
증가율(%)	(7.3)	43.0	17.2	47.5	49.0
수정EPS(원)	1,186	1,697	1,982	2,925	4,362
증가율(%)	(7.3)	43.0	16.8	47.6	49.1

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	1,186	1,697	1,989	2,933	4,372
BPS	26,687	26,358	26,665	29,126	32,883
DPS	365	430	430	550	600
밸류에이션(배, %)					
PER	46.2	40.5	75.6	51.2	34.4
PBR	2.1	2.6	5.6	5.2	4.6
EV/ EBITDA	51.0	52.3	61.6	43.5	29.9
배당수익율	0.7	0.6	0.3	0.4	0.4
PCR	31.6	45.0	62.8	50.6	36.1
수익성(%)					
영업이익율	2.0	3.1	5.5	8.1	12.2
EBITDA이익율	4.5	5.5	9.2	11.5	14.7
순이익율	5.1	7.2	6.0	10.1	13.8
ROE	4.9	6.7	7.6	10.4	13.9
ROIC	3.1	4.3	6.5	11.9	22.4
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(11.1)	(2.0)	(5.9)	(22.5)	(36.3)
유동비율	273.8	215.4	226.3	308.4	417.8
이자보상배율	10.4	9.0	11.9	47.3	77.7
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
매출채권회전율	3.6	3.4	3.7	4.2	5.1
재고자산회전율	6.5	6.6	6.9	7.6	9.3
매입채무회전율	8.4	7.5	7.3	8.5	9.6

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	95%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2024.09.30 기준)

