

유한양행 (000100)

2024.1Q 실적 Review : 부정과 긍정이 혼재

투자의견

BUY(유지)

목표주가

110,000 원(유지)

현재주가

72,400 원(04/30)

시가총액

5,807 (십억원)

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

- 2024년 1분기 연결 매출액 4,446억원(-0.3%yoy), 영업이익 5.8억원(-97.4%yoy): 당사 예상치 큰 폭 하회
→ 매출 성장 정체(1분기는 통상 매출성장률이 낮음), 광고비(생활건강 신규제품 광고)와 R&D 비용 증가
- 유한양행은 연초 가이던스 유지: 2024년 별도 매출액 2조원 이상, 영업이익 1천억원 달성 목표
 - 1분기 실적은 부진했으나 2분기 이후 유한화학의 매출 성장, 렉라자®의 이익 기여도가 상승하면서 연간 실적 가이던스는 달성가능 할 것으로 발표함
 - 유한양행 가이던스에는 레이저티닙의 해외 출시에 따른 마일스톤 이익이 반영되지 않음. 당사는 유한양행의 수익에 반영되는 지역별 출시 마일스톤 합산액을 약 750억원으로 추정하고 있음
 - 당사는 연내 레이저티닙 미국 출시를 가정(당사는 미국 출시에 따른 마일스톤 약 500억원으로 추정), 2024년 연결 매출액 2조원, 영업이익 1,315억원 예상(영업이익 기준 종전 추정치에서 소폭 하향 조정)
- 긍정과 부정이 혼재
 - 긍정: 해외 부문(유한화학) 매출 성장 예상, 렉라자® 처방매출 증가세 확인, YH32367 비임상 결과 우수
 - 부정: 비주력/저성장 부문에 대한 투자가 지속되고 비용이 증가(ex. 광고비)하면서 수익성 악화 요인으로 작용. 매분기 기대치를 하회하는 실적 발표, 2023년 말 이문운시아 지분 투자로 연결 R&D비용 200억 증가될 예정

주가(원, 04/30)	72,400
시가총액(십억원)	5,807

발행주식수	80,209천주
52주 최고가	88,400원
최저가	54,900원
52주 일간 Beta	1.05
60일 일평균거래대금	363억원
외국인 지분율	20.5%
배당수익률(2023F)	0.6%

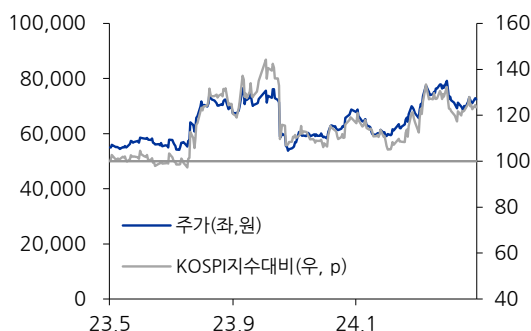
주주구성	
유한재단 (외 4인)	23.3%
국민연금공단 (외 1인)	9.8%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-3.6	16.0	23.7
절대기준	-5.6	32.5	31.3

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	110,000	110,000	-
영업이익(24)	131	135	▼
영업이익(25)	247	264	▼

12월 결산(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E
매출액	1,776	1,859	2,004	2,171
영업이익	36	57	131	247
세전손익	95	135	226	329
당기순이익	91	134	217	311
EPS(원)	1,186	1,697	2,837	4,052
증감률(%)	-7.3	43.0	67.2	42.8
PER(배)	46.2	40.5	25.5	17.9
ROE(%)	4.9	6.7	10.1	13.1
PBR(배)	2.1	2.6	2.5	2.2
EV/EBITDA(배)	51.0	52.3	27.5	17.1

자료: 유진투자증권



2023 년 잠정실적: 당사 추정치 하회

매출 정체, 판관비 증가 유한양행이 2024 년 1 분기에 당사 예상치 및 시장 컨센서스를 하회하는 실적을 발표함. 1 분기 연결 기준 매출액 및 영업이익은 각각 4,456 억원, 영업이익은 5.7 억원으로 전년 동기 대비 외형 성장은 없었으며, 영업이익은 97.4% yoy 감소.

광고비 증가, 자체 및 연결 회사 R&D 비용 증가 2023 년 1 분기 대비 연결 매출원가율은 0.3% 상승하는데 그쳤으나, 판관비율이 2.8% 상승하고, 연구개발비가 1.9% 상승한 것이 영업이익 하락의 주요 원인임. 영업이익률은 0.1% 기록(2023 년 1 분기 5.1%).

연초 가이드선 유지
- 유한화학 수출 증가
- 렉라자 처방 증가
1 분기 부진한 실적에도 불구하고 유한양행은 2024 년 초 제시한 실적 가이드선을 유지하며 별도 기준 매출액 2 조원 이상, 영업이익 1 천억원 달성이 가능할 것으로 전망하였음. 2 분기부터 해외 원료 수출을 담당하는 유한화학의 매출 성장이 본격화될 것이고, 렉라자®(레이저티닙 국내 판매명)의 처방매출 증가세가 지속되고 있기 때문. 유한양행은 영업이익 1 천억원 가이드선에 레이저티닙의 해외 출시에 따른 마일스톤은 반영되지 않았다고 밝힘.

당사 실적 전망 유지 당사의 2024 년 신규 추정치도 큰 변동 없음. 당사가 추정하는 2024 년 영업이익은 1,350 억원인데, 당사는 미국 출시를 가정하여 관련 마일스톤을 약 500 억원을 반영하였음. 마일스톤을 제외한 기존 영업이익은 850 억원으로 추정함. 1 분기 영업이익이 5.7 억원에 그쳤지만, 2 분기 이후 고수익성의 해외 원료 수출 증가와 렉라자의 처방 증가세를 감안하면 달성 가능할 것으로 예상함.

도표 1. 1Q24P Review (연결기준)

(단위: 십억원, (%,%pt))	1Q24P					2Q24E			2023	2024E		2025E	
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	yoy	qoq		예상치	yoy	예상치	yoy
매출액	445	455	-2	465	-4	552	5	20	1,859	2,004	8	2,171	8
영업이익	1	25	-98	14	-96	34	27	471	57	131	132	247	88
순이익	11	21	-48	26	-58	39	276	-6	136	217	60	311	43
영업이익률	0.1	5.5	-5.4	3.0	-2.9	6.6	1.1	5.2	3.1	6.6	3.5	11.4	4.8
순이익률	2.4	4.6	-2.2	5.6	-3.2	6.5	4.7	-1.8	7.3	10.8	3.5	14.3	3.5

자료: 유한양행, 유진투자증권

긍정과 부정이 혼재

글로벌 제약사로 도약
시점을 앞두고 있으나

유한양행은 글로벌 블록버스터 신약의 잠재성을 보유하고 있는 레이저티닙이 성공적으로 상업화된다면 기업가치가 큰 폭 상승할 것으로 예상됨. 더불어 유한양행은 글로벌 신약 출시 이후 후속 파이프라인의 연구개발을 가속화하여 급변하고 있는 글로벌 의약품 시장에서 글로벌 유망 기업들과 경쟁해야 한다는 중요한 과제를 앞두고 있음.

핵심 역량 강화 능력이
부족하다는 판단

그러나 비주력/저성장 부문에 대한 지속적인 투자와 비용 지출로 매분기 기대치를 하회하는 실적을 발표하면서 유한양행의 경영 현황과 중장기 전략의 방향성 부재를 투자자들이 우려하고 있는 상황. 이러한 우려가 글로벌 신약 출시를 앞두고 있음에도 불구하고 유한양행 주가 상승을 억누르고 있는 요인 중의 하나로 작용하고 있다고 판단함.

신약 파이프라인
YH32367 비임상
결과 우수

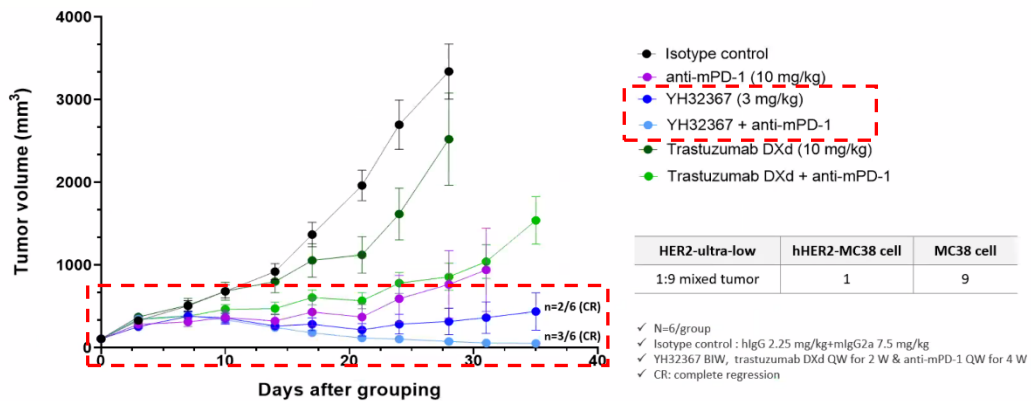
한편 금번 실적 발표에서 확인된 신약 파이프라인 YH32367(ABL105)의 비임상 데이터들이 흥미로웠음. 유한양행이 ABL바이오로부터 2018년 9월에 도입(비임상 단계, 총 계약 규모 590 억원)한 HER2X 4-1BB 타겟의 이중항체로 현재 한국과 호주에서 임상 1 상 진행 중. 2022 년 8 월 임상 1 상이 시작되어 Primary completion date 는 2024 년 1 월 말이며, Study completion date 는 2026 년 10 월임. 110 명의 환자 대상(Clinicaltrials.gov, recruiting 상태)으로 임상 1/2 상이 진행되고 있음. 금번 실적 발표에서 Part 1. 용량 증량(Dose escalation)시험에서 Level 3(1.5mg/kg) 단계가 진행되고 있는 것을 확인함. 30mg/kg 으로 dose Level 8 까지 증량을 계획하고 있음. 이후 Part 2 임상에서 용량 최적화/확대 임상이 진행될 예정임. 2 차 치료제로서 최적 용량 설정과 ORR 이 측정될 예정

임상 진행 과정을
주목할 만함

비임상 데이터인 하나 HER2 발현이 낮은 종양(HER2- ultra-low model)에서도 경쟁약물인 엔허투(Trastuzumab DXd) 대비 우수한 효력을 나타내고 있음. 단독 요법 뿐만 아니라 PD-1 면역항암제 병용 요법에서도 엔허투(Trastuzumab DXd)와 YH32367 의 항암 효과를 비교한 데이터에서도 확인됨. 엔허투(다이이찌산쿄 개발, 6.4mg/kg for every 3 weeks)는 출시 4 년차에 접어들면서 분기 1 조원까지 매출이 상승하며 가장 빠르게 성장하고 있는 ADC 항암제임. 향후 YH32367 의 개발 방향 및 임상 결과에 대해 지속적으로 관심을 가지고 개발 상황을 업데이트 할 예정.

도표 2. YH32367의 엔허투® 단독 및 PD-1 병용보다 우수한 항암 효과 확인(비임상 데이터)

YH32367 shows synergistic effects when combined with anti-PD-1, better than Trastuzumab Dxd in HER2-ultra-low model



YH32367 shows better efficacy compared to Enhertu with or without combination with anti-PD-1 in HER2 ultra-low model

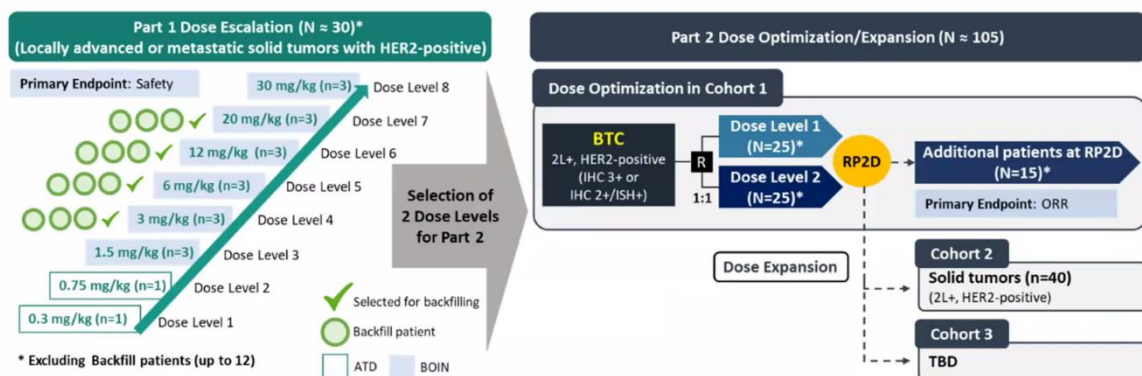
자료: 유한양행 2024 AACR, 유진투자증권

도표 3. YH32367 임상 1/2 상 진행 상황 및 향후 계획

YH32367-101: P1/2 Clinical study in patients with solid tumors



Phase I/II, Open-label, Multicenter, First-in-Human Study to Evaluate the Safety, Tolerability, Pharmacokinetics and Anti-tumor Activity of YH32367 in Patients with HER2-Positive Locally Advanced or Metastatic Solid Tumors



자료: 유한양행, 유진투자증권

투자의견 BUY 및 목표주가 110,000 원 유지

제약기업 Top pick 유지	유한양행에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 110,000 원을 유지함. 레이저티닙의 글로벌 상업화로 2025 년 이후 실적 고성장이 예상됨. 현 주가 대비 상승여력을 감안하여 제약바이오 업종 Top pick 유지
기업가치 상승 요건	현 시점에서 기업가치를 상승시키기 위해서는 ①제품 포트폴리오 관리(레이저티닙 외 주력품목 부재), ②투자 포트폴리오 관리(방향성 부재)와 더불어 ③2024 년말부터 유입될 레이저티닙 글로벌 판매 이익 활용 방안에 대해 중장기 전략을 적극적으로 수립하고 그 방향성에 투자자들이 공감해야 된다고 판단함.
목표 시가총액 8.6 조원	목표주가는 레이저티닙의 성공적인 글로벌 상업화를 가정하여 2027 년 예상 순이익 4,247 억원을 현가화(할인율 10%)한 값(3,074 억원)에 Target P/E 20 배를 적용한 영업가치 7.98 조원, 신약 파이프라인 추정 가치 0.43 조원, 투자자산 추정 가치 0.19 조원을 합산하여 산출함. 목표 시가총액 8.6 조원.
향후 레이저티닙 관련 이벤트 일정들	2 월 J&J 이 레이저티닙/아미반타맵 병용요법에 대해 FDA 에 우선심사(Priority Review)를 청구하면서 3 분기에 FDA 승인 여부가 결정될 예정. 오는 5 월 23 일 (한국 5 월 24 일)에는 2024 ASCO 에서 레이저티닙과 관련된 임상 5 개의 연구 결과들을 초록으로 확인 가능한데, 지난 2023 ESMO 에서 발표된 MARIPOSA 임상 진행 상황에 대해서도 확인 가능할 것으로 예상됨. 4 분기~2025 년 상반기에는 MARIPOSA 임상에서 mOS(전체 생존율) 데이터를 확인할 수 있을 것으로 예상함. mOS 결과가 레이저티닙의 글로벌 상업화 성공을 결정짓는 가장 중요한 임상 결과임.

도표 4. 유한양행 목표주가 11 만원

구성요소	Value (십억원)	산정 근거
영업 가치	7,978	레이저티닙 글로벌 상업화 3 년차 2027 년 예상 순이익(레이저티닙 예상 판매이익 3,580 억원 + 그 외 사업부문 예상 영업이익 1,184 억원 + 유한김벌리와 유한화학의 예상 지분법 합산 이익 550 억원)을 2024 년 초로 현가화(할인율 10%, 할인 계수 0.75)한 값에 Target P/E 20 배(Peer group 인 한미약품 Target P/E 30 배) 적용
기타 R&D 가치	434	NASH 치료제 등 계약금을 제외한 계약 규모에 임상 진행률 15% 반영
투자 지분 가치	192	
가치 합산	8,604	
주당 가치 (원)	110,559	
목표 주가 (원)	110,000	

자료: 유진투자증권

유한양행(000100.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	2,473	2,814	2,978	3,278	3,647
유동자산	1,189	1,256	1,352	1,578	1,870
현금성자산	321	312	393	592	1,105
매출채권	509	574	557	589	431
재고자산	275	285	316	312	246
비유동자산	1,284	1,558	1,626	1,699	1,777
투자자산	791	736	738	739	741
유형자산	355	523	503	489	481
기타	138	298	386	471	555
부채총계	465	712	691	714	685
유동부채	434	583	561	582	552
매입채무	208	287	264	284	253
유동성이자부채	96	169	169	169	169
기타	130	126	128	129	130
비유동부채	31	129	130	131	133
비유동이자부채	3	100	100	100	100
기타	27	29	30	32	33
자본총계	2,008	2,102	2,287	2,564	2,962
지배지분	1,986	2,051	2,236	2,514	2,911
자본금	74	78	78	78	78
자본잉여금	116	114	114	114	114
이익잉여금	1,902	1,975	2,161	2,438	2,835
기타	(107)	(116)	(116)	(116)	(116)
비지배지분	22	51	51	51	51
자본총계	2,008	2,102	2,287	2,564	2,962
총차입금	99	269	269	269	269
순차입금	(222)	(43)	(124)	(323)	(836)

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	100	144	195	315	630
당기순이익	91	134	217	311	431
자산상각비	43	45	78	77	78
기타비현금성손익	(124)	(293)	(194)	(203)	(214)
운전자본증감	(110)	(8)	(37)	(7)	192
매출채권감소(증가)	(37)	(63)	17	(32)	157
재고자산감소(증가)	(0)	(5)	(32)	5	65
매입채무증가(감소)	(8)	45	(24)	20	(31)
기타	(65)	16	1	0	0
투자현금	16	(199)	(82)	(83)	(84)
단기투자자산감소	129	41	(1)	(1)	(1)
장기투자증권감소	0	(94)	63	67	70
설비투자	58	161	50	54	59
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(36)	(42)	(95)	(95)	(95)
재무현금	(66)	63	(32)	(33)	(33)
차입금증가	(30)	86	0	0	0
자본증가	(43)	(35)	(32)	(33)	(33)
배당금지급	26	27	32	33	33
현금 증감	39	6	81	198	513
기초현금	254	293	299	380	578
기말현금	293	299	380	578	1,090
Gross Cash flow	141	124	232	321	439
Gross Investment	223	248	118	89	(108)
Free Cash Flow	(82)	(124)	113	232	547

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,776	1,859	2,004	2,171	2,351
증가율(%)	5.2	4.7	7.8	8.3	8.3
매출원가	1,258	1,293	1,331	1,345	1,362
매출총이익	518	566	673	825	990
판매 및 일반관리비	482	509	542	578	620
기타영업손익	1	6	6	7	7
영업이익	36	57	131	247	369
증가율(%)	(25.9)	57.5	131.6	87.8	49.6
EBITDA	79	101	209	324	447
증가율(%)	(21.9)	28.3	106.1	55.0	38.0
영업외손익	59	78	94	82	89
이자수익	10	14	12	14	14
이자비용	3	6	6	6	6
지분법손익	42	81	65	68	71
기타영업외손익	10	(11)	24	7	10
세전순이익	95	135	226	329	459
증가율(%)	(24.7)	41.7	68.0	45.8	39.3
법인세비용	4	1	9	19	28
당기순이익	91	134	217	311	431
증가율(%)	(8.6)	47.9	62.2	42.8	38.8
지배주주지분	95	136	217	311	431
증가율(%)	(7.3)	43.0	59.8	42.8	38.8
비지배지분	(5)	(2)	0	0	0
EPS(원)	1,186	1,697	2,837	4,052	5,626
증가율(%)	(7.3)	43.0	67.2	42.8	38.8
수정EPS(원)	1,186	1,697	2,830	4,045	5,619
증가율(%)	(7.3)	43.0	66.8	42.9	38.9

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	1,186	1,697	2,837	4,052	5,626
BPS	26,687	26,358	28,739	32,299	37,409
DPS	365	430	430	430	430
밸류에이션(배, %)					
PER	46.2	40.5	25.5	17.9	12.9
PBR	2.1	2.6	2.5	2.2	1.9
EV/ EBITDA	51.0	52.3	27.5	17.1	11.3
배당수익률	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
PCR	31.6	45.0	24.3	17.5	12.8
수익성(%)					
영업이익률	2.0	3.1	6.6	11.4	15.7
EBITDA이익률	4.5	5.5	10.4	14.9	19.0
순이익률	5.1	7.2	10.8	14.3	18.3
ROE	4.9	6.7	10.1	13.1	15.9
ROIC	3.1	4.3	8.2	14.3	21.6
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(11.1)	(2.0)	(5.4)	(12.6)	(28.2)
유동비율	273.8	215.4	241.1	271.1	338.6
이자보상배율	10.4	9.0	20.9	39.2	58.6
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
매출채권회전율	3.6	3.4	3.5	3.8	4.6
재고자산회전율	6.5	6.6	6.7	6.9	8.4
매입채무회전율	8.4	7.5	7.3	7.9	8.8

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 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 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	1%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	93%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2024.03.31 기준)

