

유한양행 000100

3Q23 Re: 지금 웅크림은 '24년에 뛰기 위함

3Q23 Re: 지금 웅크림은 2024년에 뛰기 위함

유한양행은 3Q23 연결기준 매출액 4,831억원(+11.9% YoY), 영업이익 8.8억원(흑자전환, OPM 0.2%)으로 당사 추정치(4,742억원/180억원) 및 컨센서스(4,725억원/176억원)에 매출액은 부합하였으나 영업이익은 큰 폭 하회하였다. 이는 렉라자 국내 EAP 프로그램 비용 약 60억원과 유한화학 사업부 부진에 기인한다. 그러나 2024년 렉라자 국내 1L 급여 획득 시 EAP로 치료하고 있던 약 500여명의 환자를 기반으로 매출과 이익이 유의미하게 증가할 것으로 예상된다.

레이저티닙의 글로벌 가치 재조정 불가피

MARIPOSA 및 MARIPOSA-2의 임상 3상 데이터가 발표되었다. 1차 치료에서 LAZ-AMI 병용요법은 타그리소 단독 대비 mPFS를 7.1개월 개선시켰으나 VTE 등의 부작용으로 항응고제 4개월 우선 사용을 권고하는 등 부작용이 다소 높았다. 따라서 임상 성공으로 인한 성공률 상향에도 불구하고 1L peak M/S를 조정하여 레이저티닙 1L 가치를 기존 1.5조원에서 8,842억원으로 하향하였다.

타그리소 내성 환자 대상으로 화학항암제 대비 LAZ-AMI-화학항암제 4제요법과 AMI-화학항암제 3제요법 모두 mPFS 각 4.1개월, 2.1개월 개선하며 유효성을 입증하였다. 단, ORR에서 4제와 3제의 차이가 없었으며 OS 중간분석에서 4제요법은 사망 위험도를 약 4% 감소시키는 반면 3제요법은 약 23% 감소시켰다. 효능 및 부작용을 감안하였을 때 J&J는 2L에 대해 우선 AMI-chemo 3제요법으로 허가 신청할 것으로 보아 레이저티닙 2L 가치 7,636억원을 제외하였다.

투자의견 매수, 목표주가 70,000원으로 하향

유한양행에 대한 목표주가를 기존 85,000원에서 70,000원으로 하향한다. 이는 레이저티닙 글로벌 1L 예상 peak M/S 조정 및 2L 가치 7,636억원을 제외함에 기인한다. 높았던 시장 기대에 비하여 다소 아쉬운 결과를 보였으나 글로벌 1차 치료제 출시를 통한 마일스톤 유입, 국내 1차 급여 선정 등의 모멘텀 유효하여 긍정적인 투자의견을 유지한다. 내년 MARIPOSA의 긍정적인 OS 결과 혹은 2차 치료에서 레이저티닙 추가한 4제요법의 이점, 레이저티닙 단독 1차 치료제 허가 신청 등을 발표한다면 추가로 가치 재산정이 가능할 것으로 기대한다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,688	1,776	1,924	2,172	2,308
영업이익	49	36	65	178	224
영업이익률(%)	2.9	2.0	3.4	8.2	9.7
세전이익	126	95	83	224	270
지배주주지분순이익	103	95	43	236	285
EPS(원)	1,332	1,235	639	3,509	4,244
증감률(%)	-46.9	-7.3	-48.3	449.4	21.0
ROE(%)	5.4	4.9	2.2	11.2	12.2
PER(배)	44.6	46.3	89.9	16.4	13.5
PBR(배)	2.2	2.1	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA(배)	41.9	51.0	38.8	19.0	15.1

자료: 유한양행, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

김민정 제약·바이오
02-709-2656
kim.min_jeong@ds-sec.co.kr

2023.11.01

매수(유지)

목표주가(하향)	70,000원
현재주가(10/31)	57,400원
상승여력	22.0%

Stock Data

KOSPI	2,278.0pt
시가총액(보통주)	4,399십억원
발행주식수	76,639천주
액면가	1,000원
자본금	74십억원
60일 평균거래량	832천주
60일 평균거래대금	59,586백만원
외국인 지분율	18.3%
52주 최고가	88,400원
52주 최저가	49,950원
주요주주	
유한재단(외 4인)	23.3%
국민연금공단(외 1인)	11.4%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-24.3	-16.7
3M	-21.4	-7.9
6M	-0.3	8.6

주가차트

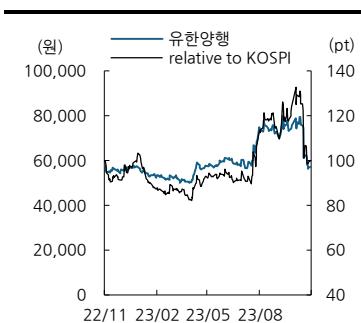


표1 Valuation Table

단위: 십억원, 배, 천주, 원

항목	비고
① 영업가치	3,390.4 레이저티닙 국내 1차 치료제 가치 포함
'24F EBITDA	229.1
Target EV/EBITDA	14.8 한미약품/녹십자/HK이노엔 2022년 평균 EV/EBITDA
② 비영업가치	363
상장	31.9 1년 평균 시가총액*지분율*70% (30% 할인)
비상장	331.4 장부가액*지분율
③ 글로벌 레이저티닙 가치	884 DCF valuation
④ 순차입금	-118
⑤ 기업가치 (=①+②+③-④)	4,756
⑥ 주식수	70,260 자사주 제외
적정 주가 (=⑤/⑥)	67,688 =70,000원

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표2 레이저티닙 가치 산정

단위: 십억원

		변경 전	변경 후	괴리율
1차 치료제	rNPV of FCFF	1,498	884	-40.9%
2차 치료제	rNPV of FCFF	764	0	-100%
총 합		2,261	884	-60.9%

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표3 레이저티닙 가치산정 Table

	2023	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F	2029F	2030F	2031F	2032F
이벤트		FDA 승인	출시							
Probability	100%	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%	92%
레이저티닙 예상 매출										
매출 mn\$	-	-	21	45	75	116	179	243	284	331
로열티 13%	-	-	3	6	10	15	23	32	37	43
수익 배분 60%	-	-	2	4	6	9	14	19	22	26
마일스톤 mn\$	-	-	10							
총 합계	-	-	12	4	6	9	14	19	22	26
Probability 반영			10.68	3.24	5.38	8.31	12.85	17.42	20.41	23.76
원화환산 십억원	-	-	13.36	4.05	6.72	10.39	16.07	21.77	25.51	29.70
WACC 6.2%										
영구성장률 2.5%										
NPV of FCFF	884.2									

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표4 3Q23 유한양행 실적

(십억원)	3Q23P	당사추정치	과리율	컨센서스	과리율	3Q22	YoY	2Q23	QoQ
매출액	483.1	474.2	1.9%	472.5	2.2%	431.5	11.9%	483.0	0.0%
영업이익	0.9	18.0	-95.0%	17.6	-94.9%	-4.5	흑자 전환	16.9	-94.7%
당기순이익	19.0	26.9	-29.4%	26.1	-27.2%	5.5	243.6%	32.9	-42.3%
OPM	0.2%	3.8%	-	3.7%	-	-1.1%	-	3.5%	-
NPM	3.9%	5.7%	-	5.5%	-	1.3%	-	6.8%	-

자료: 유한양행, DS투자증권 리서치센터

표5 유한양행 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23F	2Q23	3Q23P	4Q23F	2021	2022	2023F
매출액	410.9	483.0	431.5	450.5	443.1	482.1	483.1	502.6	1,687.8	1,775.8	1,924.4
YoY(%)	8%	11%	-4%	6%	8%	0%	12%	12%	4%	5%	8%
매출총이익	115.8	145.4	120.8	136.2	135.6	143.3	144.5	151.4	524.7	518.2	584.3
GMP	28%	30%	28%	30%	31%	30%	30%	30%	31%	29%	30%
YoY%	1%	3%	-9%	0%	17%	-1%	20%	11%	-6%	-1%	13%
판매비 및 관리비	109.7	128.5	125.3	118.6	112.9	118.9	143.6	137.0	476.1	482.2	519.1
YoY%	9%	9%	-1%	-9%	3%	-7%	15%	15%	0%	1%	8%
연구개발비	21.5	28.8	31.1	20.1	26.2	38.2	34.3	26.2	101.5	101.5	117.9
영업이익	6.1	16.9	-4.5	17.5	22.6	24.4	0.9	14.4	48.6	36.0	65.2
OPM	1%	4%	-1%	4%	5%	5%	0%	3%	3%	2%	3%
YoY%	-56%	-28%	-170%	269%	271%	44%	-119%	-18%	-42%	-26%	81%
당기순이익	16.1	32.9	5.5	1.1	22.3	17.8	19.0	27.2	99.1	55.6	77.1
당기순이익률	4%	7%	1%	0%	5%	3.7%	4%	5%	6%	3%	4%
YoY%	-20%	-1%	-82%	-93%	39%	-46%	244%	-24%	-9%	-44%	39%

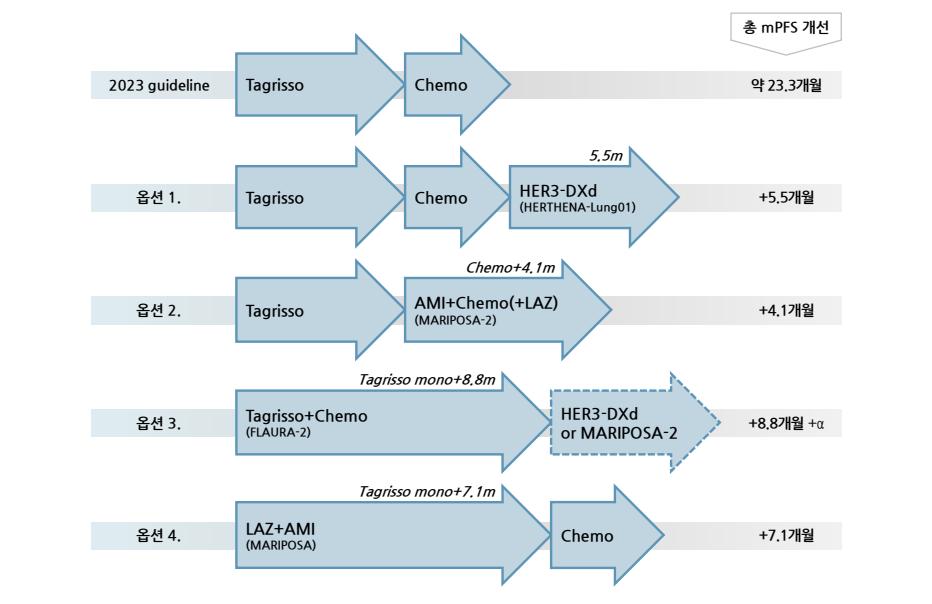
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터 추정

표6 유한양행 사업부별 매출 실적

(백만원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F	
약품사업	비처방	43,576	51,237	52,406	48,601	48,446	50,246	46,921	61,733
	처방	241,694	283,616	286,723	303,368	261,001	295,119	299,261	328,211
	연결대상매출	5,155	5,735	6,652	8,749	5,614	6,635	6,820	9,624
	내부매출조정	-3,301	-4,032	-4,549	-5,082	-4,765	-4,759	-5,535	-5,417
생활유통사업	소계	287,124	336,556	341,232	355,636	310,296	347,241	347,467	394,152
	생활용품	46,724	59,538	34,754	40,263	35,791	60,427	59,521	49,002
해외사업	수출	61,279	65,293	43,872	42,364	76,641	73,097	58,587	50,891
	유화학	46,792	46,356	28,338	28,002	55,223	51,325	38,698	30,802
	내부매출조정	-46,771	-46,359	-29,758	-28,309	-55,226	-50,463	-38,781	-36,893
	소계	61,300	65,290	42,452	42,057	76,638	73,959	58,504	44,800
라이선스수익	1,453	5,176	3,103	-987	7,163	1,382	501	531	
	기타(임대, 용역 등)	14,252	16,394	9,997	13,533	13,160	12,713	17,071	14,119
총 합계	410,853	482,954	431,538	450,502	443,048	495,722	483,064	502,603	

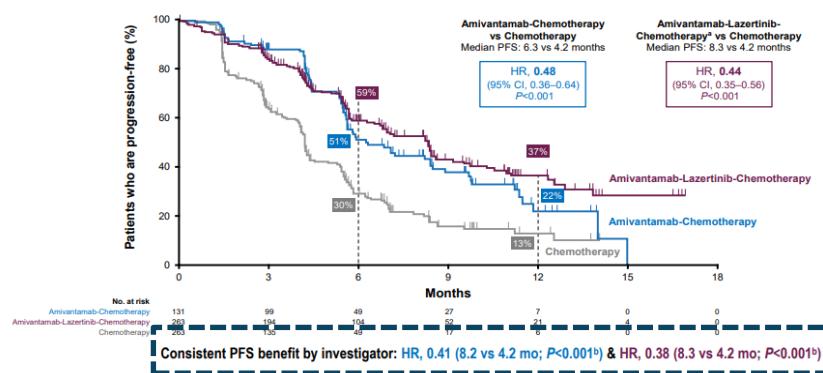
자료: 유한양행, DS투자증권 리서치센터 추정

그림1 현 EGFR 변이 NSCLC 치료 옵션별 mPFS 개선 비교



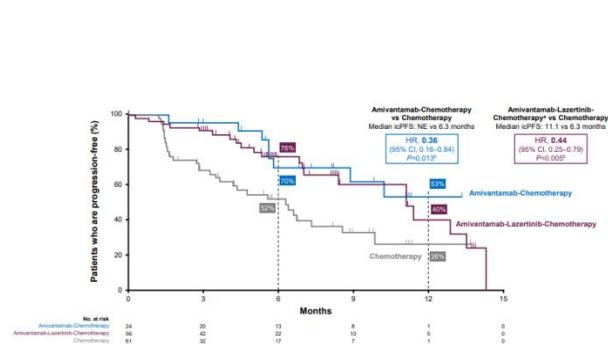
자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

그림2 MARIPOSA-2 PFS by BICR



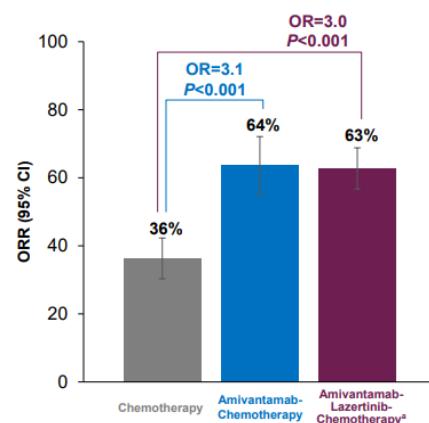
자료: ESMO2023, DS투자증권 리서치센터

그림3 MARIPOSA-2 노전이 환자 대상 icPFS by BICR



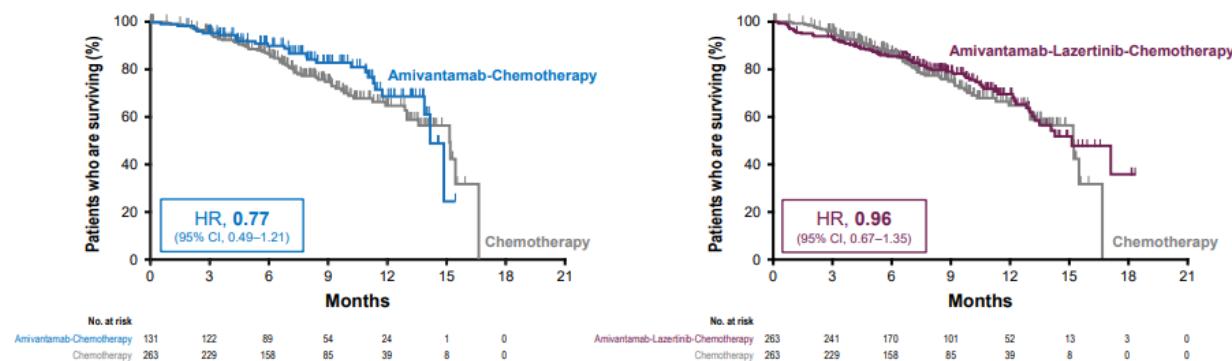
자료: ESMO2023, DS투자증권 리서치센터

그림4 MARIPOSA-2 ORR by BICR



자료: ESMO2023, DS투자증권 리서치센터

그림5 MARIPOSA-2 Early Interim Overall Survival by BICR



자료: ESMO2023, DS투자증권 리서치센터

표7 MARIPOSA-2 부작용 프로파일

	Chemotherapy (n=243)	Amivantamab+chemotherapy (n=130)	Amivantamab+Lazertinib+che motherapy (n=263)
median Treatment duration (개월)	3.7	6.3	5.7
any AE(%)	227(93)	130(100)	263(100)
Grade>3 AE(%)	117(48)	94(72)	242(92)
SAE(%)	49(20)	42(32)	137(52)
AE로 인한 약물중단	10(4)	14(11)	38(14)
Grade>3 AE(%)			
Neutropenia	52(21)	59(45)	144(55)
Thrombocytopenia	22(9)	19(15)	96(37)

자료: ESMO2023, DS투자증권 리서치센터

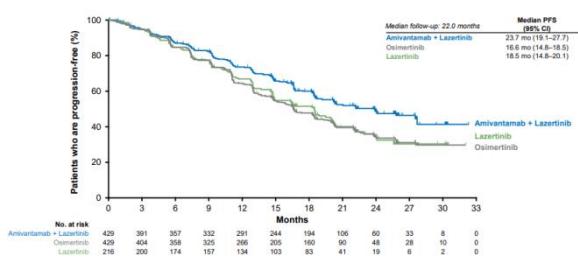
그림6 MARIPOSA VTE 부작용 발생

	Amivantamab + Lazertinib (n=421)	Osimertinib (n=428)
Any VTE, n (%)	157 (37)	39 (9)
Grade 1	5 (1)	0
Grade 2	105 (25)	24 (6)
Grade 3	43 (10)	12 (3)
Grade 4	2 (0.5)	1 (0.2)
Grade 5	2 (0.5)	2 (0.5)
Any VTE leading to death, n (%)	2 (0.5)	2 (0.5)
Any VTE leading to any discontinuation, n (%)	12 (3)	2 (0.5)
Anticoagulant use at time of first VTE, n (%)		
On anticoagulants	5 (1)	0
Not on anticoagulants	152 (36)	39 (9)
Median onset to first VTE	84 days	194 days
Within first 4 months, n (%)	97 of 157 (62)	13 of 39 (33)

- VTE rates were higher for amivantamab + lazertinib
 - Most common preferred terms were pulmonary embolism and deep vein thrombosis
 - Most VTEs were grade 1-2
 - Incidence of grade 4-5 VTEs was low (<1%) and comparable between arms
 - Rates of discontinuations due to VTE were low and comparable between arms
 - At time of first VTE:
 - Most patients were not on anticoagulants
 - Majority in the amivantamab + lazertinib arm occurred within the first 4 months
- Prophylactic dose anticoagulation is now recommended for the first 4 months of treatment in ongoing trials of amivantamab + lazertinib

자료: ESMO2023, DS투자증권 리서치센터

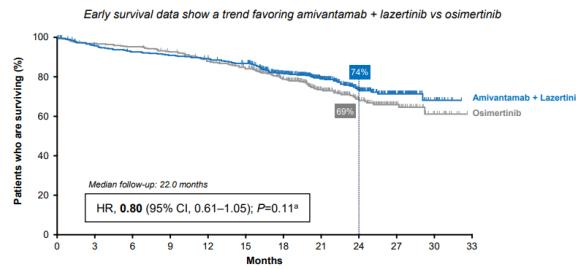
그림7 MARIPOSA PFS 개선 data



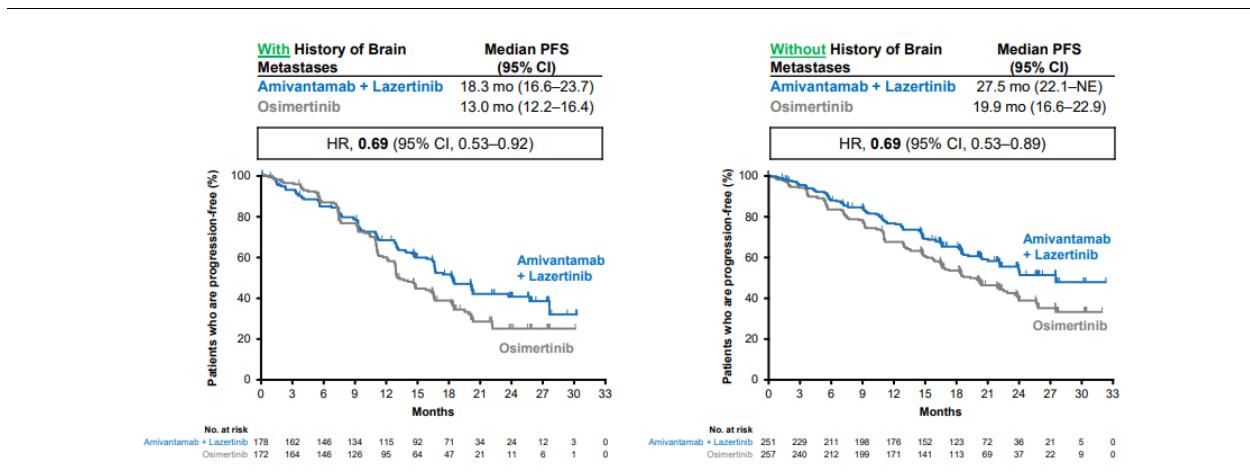
자료: ESMO2023, DS투자증권 리서치센터

주: HR 0.70, p<0.001

그림8 MARIPOSA Interim OS data



자료: ESMO2023, DS투자증권 리서치센터



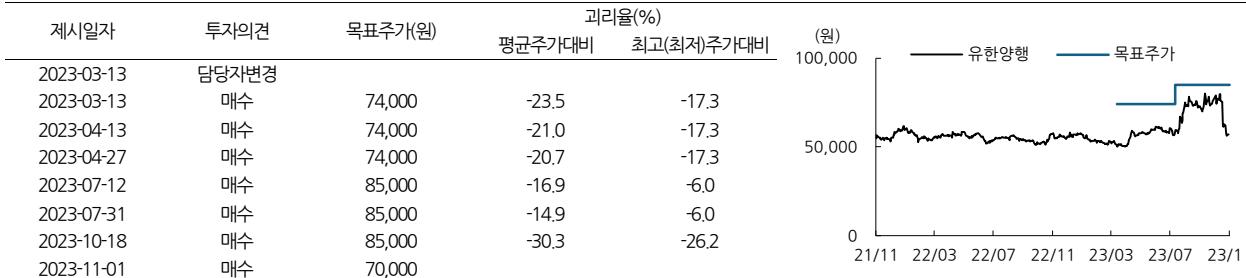
자료: ESMO2023, DS투자증권 리서치센터

[유한양행 000100]

재무상태표		(십억원)					손익계산서		(십억원)				
		2021	2022	2023F	2024F	2025F			2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산		1,224	1,189	1,154	1,312	1,504	매출액		1,688	1,776	1,924	2,172	2,308
현금 및 현금성자산		254	293	152	186	309	매출원가		1,163	1,258	1,340	1,444	1,532
매출채권 및 기타채권		474	509	578	657	699	매출총이익		525	518	584	728	776
재고자산		275	275	307	349	371	판매비 및 관리비		476	482	519	550	552
기타		222	112	116	121	126	영업이익		49	36	65	178	224
비유동자산		1,240	1,284	1,367	1,456	1,547	(EBITDA)		101	79	113	229	280
관계기업투자등		743	621	647	673	700	금융손익		22	26	0	0	0
유형자산		331	355	376	402	429	이자비용		3	3	0	0	0
무형자산		88	138	168	198	226	관계기업 등 투자손익		76	42	29	43	43
자산총계		2,464	2,473	2,521	2,768	3,051	기타영업외손익		-20	-9	-11	3	3
유동부채		432	434	465	502	525	세전계속사업이익		126	95	83	224	270
매입채무 및 기타채무		215	208	234	265	282	계속사업법인세비용		27	4	42	4	4
단기금융부채		92	96	96	96	96	계속사업이익		99	91	41	220	266
기타유동부채		124	130	136	141	147	중단사업이익		0	0	0	0	0
비유동부채		96	31	32	33	34	당기순이익		99	91	41	220	266
장기금융부채		33	3	3	3	3	지배주주		103	95	43	236	285
기타비유동부채		63	27	28	30	31	총포괄이익		92	57	41	220	266
부채총계		528	465	497	535	559	매출총이익률 (%)		31.1	29.2	30.4	33.5	33.6
자본주주지분		1,927	1,986	2,002	2,211	2,470	영업이익률 (%)		2.9	2.0	3.4	8.2	9.7
자본금		71	74	74	74	74	EBITDA마진률 (%)		6.0	4.5	5.9	10.5	12.1
자본잉여금		112	116	116	116	116	당기순이익률 (%)		5.9	5.1	2.2	10.1	11.5
이익잉여금		1,800	1,902	1,918	2,128	2,387	ROA (%)		4.2	3.9	1.7	8.9	9.8
비자본주주지분(연결)		9	22	22	22	22	ROE (%)		5.4	4.9	2.2	11.2	12.2
자본총계		1,936	2,008	2,024	2,233	2,492	ROIC (%)		4.0	3.1	2.7	12.8	14.8
현금흐름표		(십억원)					주요투자지표		(원, 배)				
		2021	2022	2023F	2024F	2025F			2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름		99	100	-10	158	253	투자지표(x)						
당기순이익(손실)		99	91	41	220	266	P/E		44.6	46.3	89.9	16.4	13.5
비현금수익비용기감		53	51	22	25	32	P/B		2.2	2.1	2.1	1.9	1.7
유형자산감가상각비		47	39	42	45	48	P/S		2.7	2.5	2.2	2.0	1.9
무형자산상각비		6	4	5	6	7	EV/EBITDA		41.9	51.0	38.8	19.0	15.1
기타현금수익비용		0	8	-84	-114	-110	P/CF		30.4	31.5	67.6	17.5	14.3
영업활동자산부채변동		-61	-110	-73	-87	-45	배당수익률 (%)		0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
매출채권 감소(증가)		-17	-37	-69	-79	-42	성장성 (%)						
재고자산 감소(증가)		-26	0	-32	-42	-22	매출액		4.2	5.2	8.4	12.9	6.2
매입채무 증가(감소)		21	-8	25	32	17	영업이익		-42.3	-25.9	81.0	172.5	26.2
기타자산, 부채변동		-38	-65	2	2	2	세전이익		-47.5	-24.7	-12.6	169.4	20.9
투자활동 현금		-167	16	-103	-98	-104	당기순이익		-47.9	-8.6	-54.2	430.7	20.9
유형자산처분(취득)		-46	-58	-63	-71	-76	EPS		-46.9	-7.3	-48.3	449.4	21.0
무형자산 감소(증가)		-35	-36	-36	-36	-36	안정성 (%)						
투자자산 감소(증가)		-146	129	3	16	15	부채비율		27.3	23.2	24.5	24.0	22.4
기타투자활동		60	-19	-7	-7	-7	유동비율		283.4	273.8	248.1	261.3	286.6
재무활동 현금		-37	-66	-27	-26	-26	순차입금/자기자본(x)		-8.8	-11.1	-4.1	-5.3	-9.7
차입금의 증가(감소)		-1	-30	0	0	0	영업이익/금융비용(x)		16.5	10.4	n/a	n/a	n/a
자본의 증가(감소)		-41	-43	-27	-26	-26	총차입금 (십억원)		125	99	99	99	99
배당금의 지급		25	26	27	26	26	순차입금 (십억원)		-170	-222	-83	-118	-242
기타재무활동		6	7	0	0	0	주당지표(원)						
현금의 증가		-100	39	-141	34	123	EPS		1,332	1,235	639	3,509	4,244
기초현금		353	254	293	152	186	BPS		27,080	26,687	26,902	29,716	33,195
기말현금		254	293	152	186	309	SPS		21,689	22,820	25,862	29,191	31,010
NOPLAT		38	34	33	175	221	CFPS		1,953	1,814	850	3,288	4,006
FCF		-76	47	-113	60	149	DPS		365	382	380	380	380

자료: 유한양행, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

유한양행 (000100) 투자의견 및 목표주가 변동추이



투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업	산업		
매수	+ 10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	
중립	-10% ~ + 10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소	

투자의견 비율

	기준일 2023.09.30		
매수	중립	매도	

매수	중립	매도
100.0%	0.0%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돋기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.