

## 2023.07.12(수) 증권사리포트

만든 날짜: 2023-07-12 오전 4:08

수정한 날짜: 2023-07-12 오전 7:09

### 2023.07.12(수) 증권사리포트

펠어비스

트렌드의 변화

[\[출처\] 키움증권 김진구 애널리스트](#)

#### 검은사막 변화를 통한 단상

동사 목표주가를 기존 7.3만원에서 8만원으로 상향하고 게임 업종내 Top pick으로 제시한다. 목표주가는 동사 메인 기대작인 붉은사막 출시 효과가 반영될 24E 지배주주지분 2,248억원에 타겟 PER 25배와 연간 할인율 10%를 적용한 현재가치이다. 밸류에이션은 검은사막을 통해 확인된 동사 개발과 운영 역량을 투영해 기존 22.5배에서 25배로 상향 적용하였다. 최근 검은사막 한국 트래픽 증가는 경쟁작인 로스트아크의 복합적 이슈와 맞물린 현상으로 7월부터 주요 업데이트가 이어지는 가운데 유저 집객을 통해 MMORPG로서 시너지 효과가 증가할 것으로 관측되며, 사냥 및 쟁 위주 인식에서 유저간 낭만, 힐링, 합주 등 소셜 요소를 즐길 자유도 높은 게임으로 포지셔닝되고 있으며, 동사 신작인 도깨비를 연상시키는 캐릭터와 수궁 등에서 엿보이는 게임 내 주요 에셋 연계 및 메타버스 잠재력도 가늠해 볼 수 있다. 자체 엔진으로 개발된 검은사막은 출시 9년차이지만 최상단 퀄리티를 구현하고 있으며 해당 개발 경쟁력은 현재 차세대 자체 엔진으로 개발 중인 붉은사막에 대한 기대 증가로 연계될 수 있는 점을 밸류에이션 산정시 감안했음을 강조한다.

또한 유저와 주요 스트리머간 상호작용 및 이를 통한 게임내 경제 효과 구축은 PLC 관점에서 매우 중요한 티핑 포인트로서 검은사막의 7월 트위치 평균 동시 시청자수가 전월비 200% 이상 증가하는 현 국면은 유의미한 시점이 될 수 있음을 명시한다. 2분기 동사 영업이익은 자기주식 상여 등으로 92억원 적자를 전망하나 검은사막 한국 및 해외 스팀 유저 증가 등을 종합할 때 3분기 매출액은 1,079억원으로 전기대비 27% 증가를 전망하며, 영업이익은 137억원으로 안정적 성과를 기록할 것으로 예상한다. 3분기부터 붉은사막 등 신작 마케팅 비용이 탑재되면서 이후 분기 영업이익은 붉은사막 출시 전까지 하향 안정화를 전망하며, 이에 광고선전비는 23E 483억원에서 24E 1,016억원으로 충분한 증가를 반영하였다. 붉은사막의 출시 시점은 보수적 가정을 투영하여 기존 1Q24E에서 2Q24E로 1개 분기를 순연하고 이에 따라 도깨비 및 붉은사막 멀티플레이 기반 인게임 세일즈 반영시기 역시 1개 분기씩 순연해 모델링에 적용하였다.

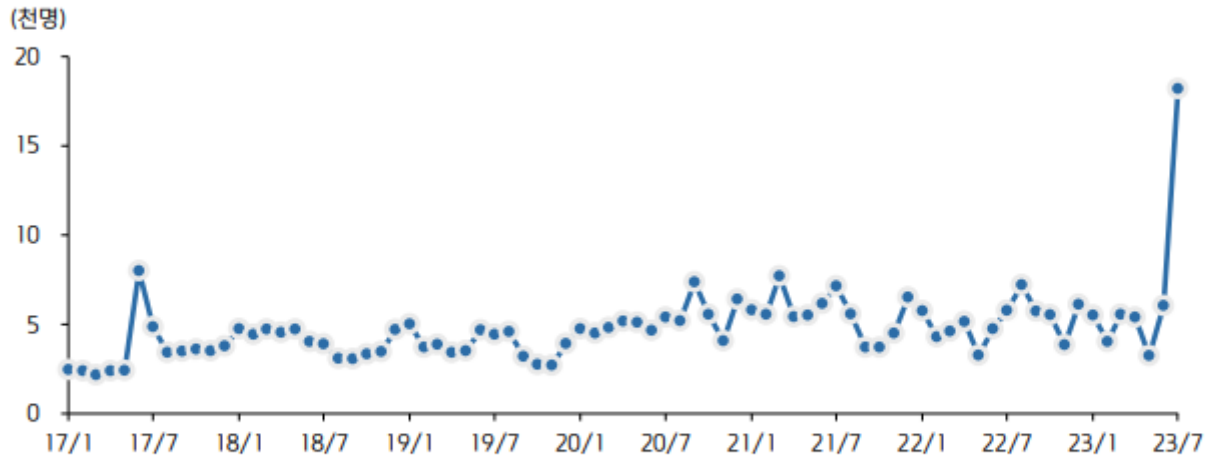
#### 붉은사막 인게임 영상 기대

동사의 붉은사막 인게임 영상은 8월 게임스컴에서 공개를 유력하게 조망하며 기존 영상 공개 이후 2년반이 지난 현 시점에서 추가 지연 없이 대중적 긍정 유저 피드백 확보시 기업가치의 탄력적 우상향이 가능할 것으로 판단한다.

## 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	403.8	385.7	385.4	729.0
영업이익	43.0	16.4	8.8	235.3
EBITDA	67.3	42.1	35.7	263.3
세전이익	77.7	-55.8	45.5	296.6
순이익	59.4	-43.0	33.6	224.8
지배주주지분순이익	59.4	-43.0	33.6	224.8
EPS(원)	897	-662	523	3,499
증감률(% YoY)	-41.9	적전	흑전	568.9
PER(배)	154.1	-63.4	94.8	14.2
PBR(배)	12.74	3.85	4.24	3.20
EV/EBITDA(배)	132.9	60.2	83.5	10.7
영업이익률(%)	10.6	4.3	2.3	32.3
ROE(%)	8.8	-6.1	4.6	25.7
순차입금비율(%)	-28.8	-23.1	-26.7	-38.0

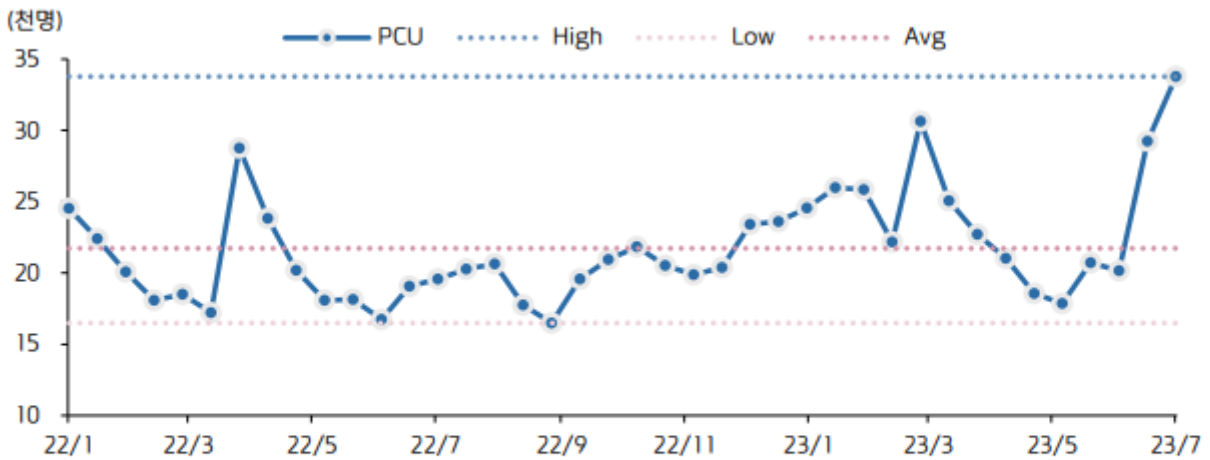
### 검은사막 트위치 동시 시청자수 추이



주: Monthly Average Concurrent Viewers 기준

자료: TwitchTracker, 키움증권

### 검은사막 스팀 PCU 추이



주: 시작일 기준 2주간 PCU(Peak Concurrent Users)

자료: SteamDB, 키움증권



## 엠씨넥스

예상된 모바일 부진, 반면 전장은 성장세 지속

[\[출처\] DS투자증권 권태우 애널리스트](#)

### 2Q23 Pre. 모바일 수요 부진, 실적 기대치 하회 전망

2분기 예상 실적은 매출액 1,874억원 (-25.3% QoQ, -33.3% YoY), 영업이익 7억원 (-75.7% QoQ, -83.8% YoY)으로 시장 기대치를 하회할 전망이다. 1) 모바일 매출액 1,257억원(-37.2% QoQ, -45.8% YoY): A시리즈의 출하량 부진에 따른 실적 감소로 추정된다. 글로벌 스마트폰 시장 내 중저가 모델의 판매가 프리미엄 대비 부진한 추세다. 2) 전장 매출액 612억원(+21.2% QoQ, +26.1% YoY): 우호적인 환율 및 직납 물량 증가에 따른 실적 성장이 예상된다. 반면 높아진 원자재 가격 영향이 지속되면서 수익성은 BEP 수준으로 추산된다.

### 2H23, 모바일 신제품 출시와 전장 부문의 수익성 개선 가능성

1) 모바일 매출액 3,374억원(-21.9% YoY), 영업이익 84억원(+7.6% YoY): 전방 수요 부진으로 대폭 개선된 출하량은 어려운 상황이나 A시리즈와 폴더블의 양산 구간이다. 또한 지난해 베트남 노무비 효율화에 따른 비용 개선 효과 반영과 OIS 적용 확대 및 폴디드룸의 액추에이터 진입을 앞두고 있어 하반기 수익성 개선이 전망된다. 2) 전장 매출액 1,462억원(+55.3% YoY), 영업이익 59억원(흑전 YoY): 국내외 완성차향으로 괄목할만한 수주 성과를 내고 있다. 전장 카메라의 수주잔고는 21년 1.3조원 → 22년 1.5조원 → 2Q23 2조원 수준으로 파악된다. 전장향 매출액은 22A 1,763억원(+10% YoY) → 23F 2,579억원(+46.3% YoY) → 24F 3,584억원(+40.5% YoY)으로 본격적인 성장에 진입했다고 판단된다. 옵션 채택률이 높은 차량 출시(차종 증가, ADAS 카메라 공급)에 따라 추가적인 실적 상향도 가능한 환경이다.

### 이익의 추가 하향 제한적 및 변곡점은 하반기

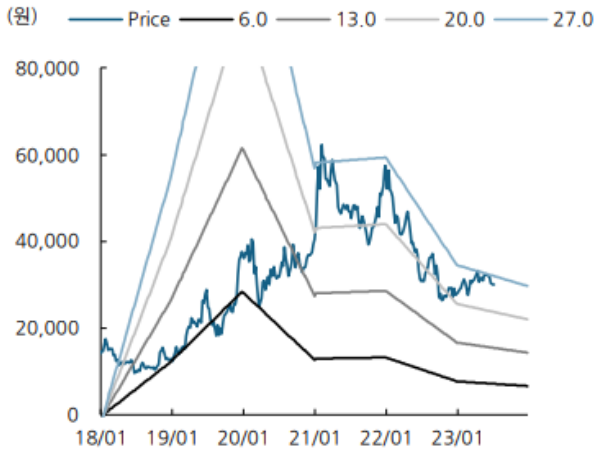
정상화 예상 시점의 Target EPS에 지난 3개년 PER 평균값을 적용하여 목표주가를 유지한다. 주가 회복에는 2가지 방향성(1. 모바일 이익의 턴, 2. 전장의 수익 안정화)이 중요하다. 당사는 하반기 모바일의 실적 개선 가능성과 전장부문 수익성의 점진적 회복을 전망한다. 즉 이익의 추가 하향은 제한적이며 사업 환경이 보다 고무적인 하반기가 동사의 의미 있는 변곡점이 될 것으로 예상된다.

#### Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,009	1,109	922	1,123	1,286
영업이익	24	11	17	42	58
영업이익률(%)	2.4	1.0	1.8	3.8	4.5
세전이익	50	29	24	43	58
지배주주지분순이익	40	23	19	32	43
EPS(원)	2,198	1,278	1,098	1,825	2,459
증감률(%)	2.1	-41.9	-14.1	66.2	34.8
ROE(%)	14.3	7.6	6.2	9.8	12.2
PER (배)	26.2	21.8	26.7	16.1	11.9
PBR (배)	3.5	1.6	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA (배)	13.7	8.3	7.3	5.5	4.6

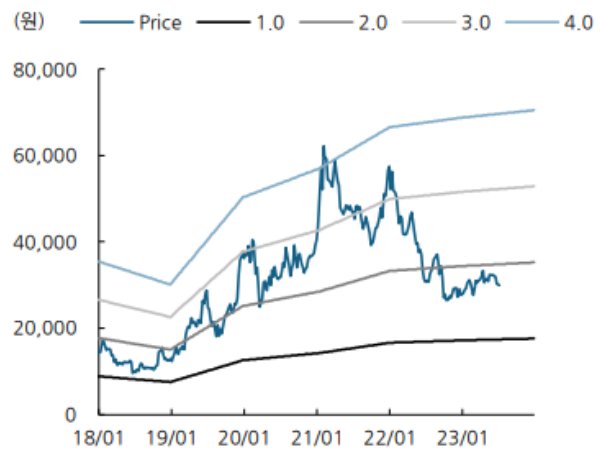
자료: 엠씨넥스, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

그림1 엠씨넥스 PER 밴드 차트



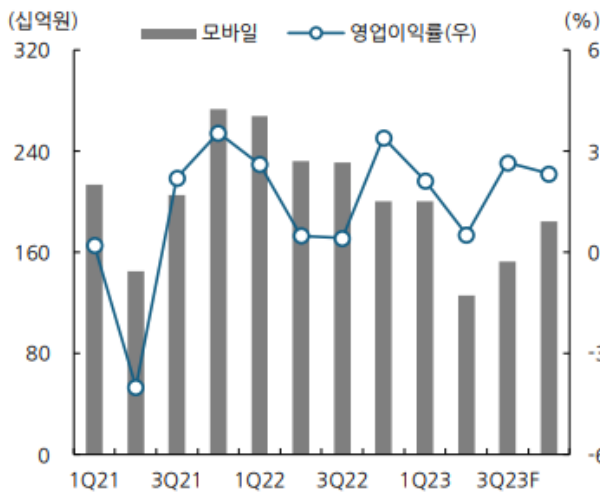
자료: Fnguide, DS투자증권 리서치센터

그림2 엠씨넥스 PBR 밴드 차트



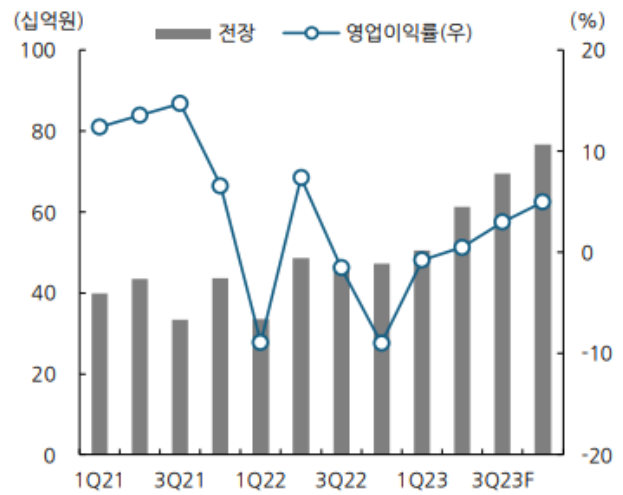
자료: Fnguide, DS투자증권 리서치센터

그림1 모바일 매출액 및 영업이익 추이 전망



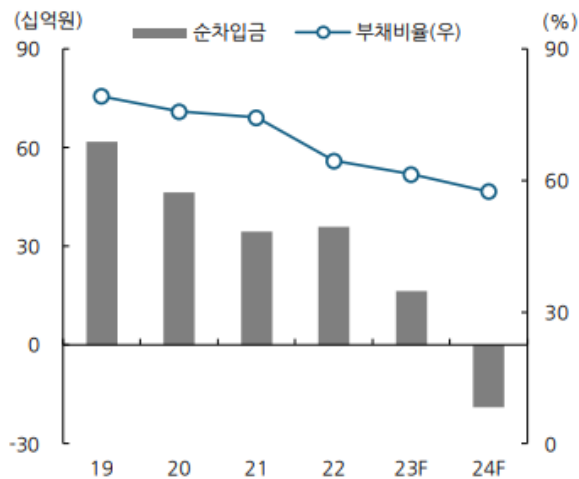
자료: 엠씨넥스, DS투자증권 리서치센터 추정

그림2 전장 매출액 및 영업이익 추이 전망



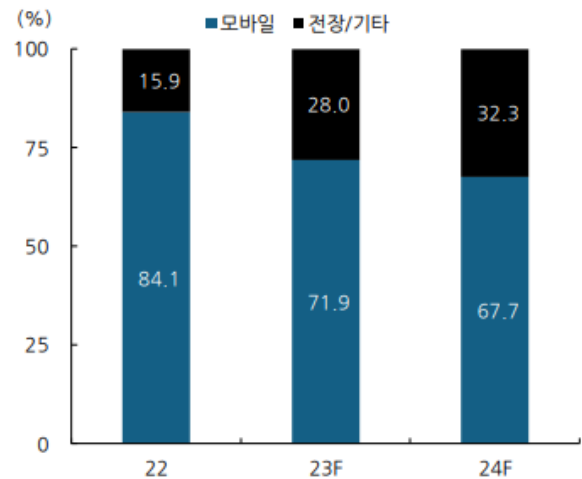
자료: 엠씨넥스, DS투자증권 리서치센터 추정

그림9 부채비율, 순차입금 추이 및 전망

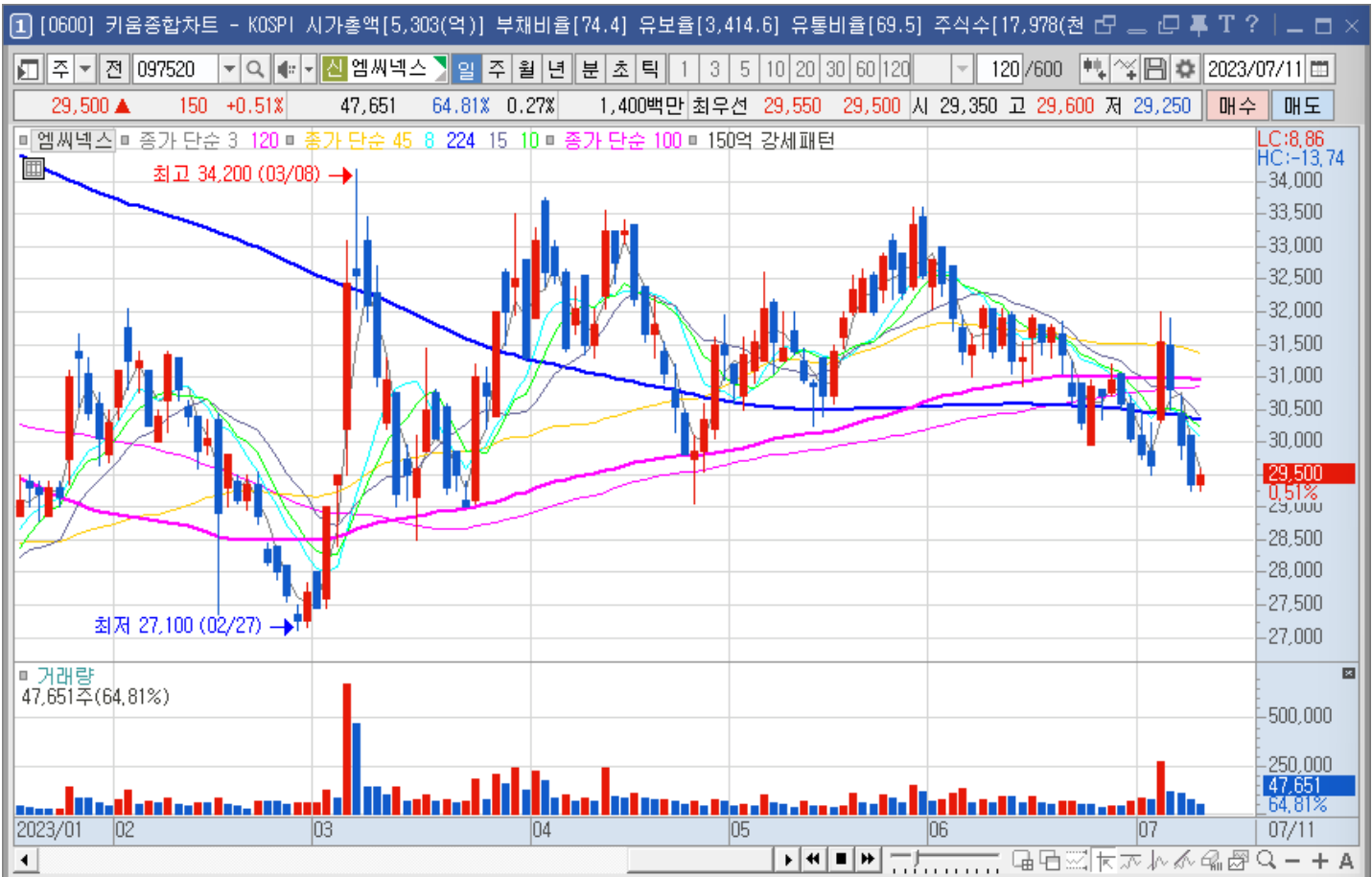


자료: 엠씨넥스, DS투자증권 리서치센터 추정

그림10 사업부별 매출 비중



자료: 엠씨넥스, DS투자증권 리서치센터 추정



엔비티

지금, NBT is on

[\[출처\]IBK투자증권 채윤석 애널리스트](#)

### 플랫폼 필수재 오퍼월 사업 영위

엔비티는 애디슨오퍼월(Adison Offerwall), 캐시슬라이드를 운영하는 포인트 솔루션 전문 기업. 오퍼월은 퍼포먼스 마케팅 내에서도 잠재 고객이 특정 미션 완료 시 실시간으로 보상이 주어지고 광고비가 집행되기 때문에 극단적인 퍼포먼스 마케팅으로 분류됨

플랫폼 매체가 애디슨오퍼월을 탑재할 경우, 추가적인 비용 발생은 제한적인 반면 광고 수익, 유저 Lock-In 효과를 동시에 누릴 수 있기 때문에 플랫폼들의 오퍼월 채택율이 높아지고 있음

### [Q] 국내 레퍼런스 확보와 해외 진출

2018년 10월 애디슨오퍼월 출시와 함께 네이버웹툰을 제휴사로 확보함. 현재 네이버페이(2020년 6월), 토스(2021년 4월), 카카오톡(2023년 6월) 등 국내 주요 대형 금융·메신저 플랫폼으로 제휴사를 확장하였으며, 국내 타 카테고리 대형 플랫폼 까지 애디슨 오퍼월 적용 매체가 확대될 것으로 전망됨

국내 레퍼런스를 기반으로 국내 주요 제휴사의 글로벌 서비스에도 '애디슨오퍼월'이 적용될 것으로 예상. 국내와 마찬가지로 향후 글로벌 플랫폼으로의 확장에 대한 기대감도 존재

### [P] 매체력 상승효과 기대

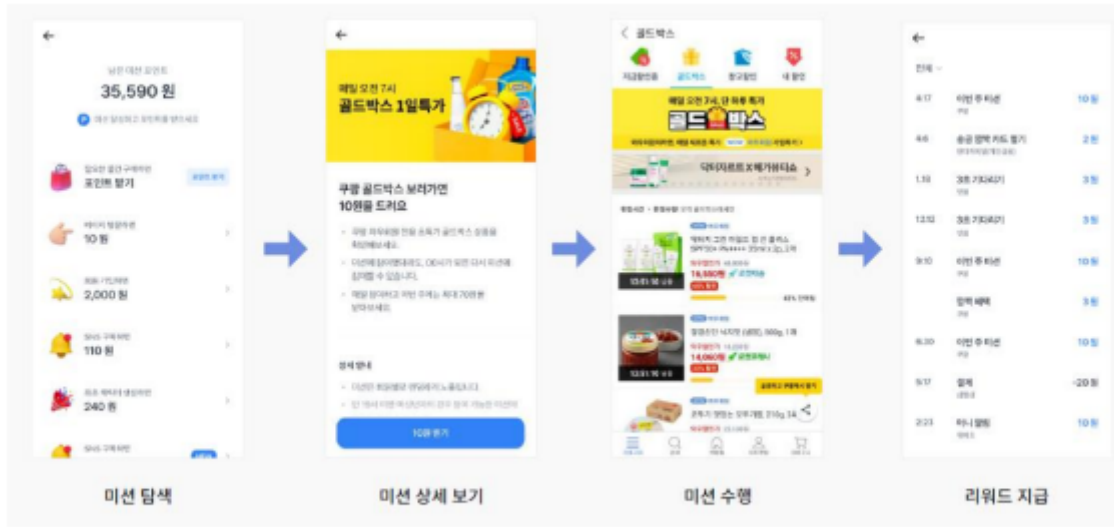
제휴 플랫폼 확장으로 애디슨오퍼월 MAU 증가할 것으로 전망. MAU 성장은 동사의 매체력·협상력 상승을 견인하며 P의 증가와 마진을 개선에 영향을 미칠 것으로 분석됨. 이 외에도 커머스 활성화 등의 애디슨오퍼월의 고도화를 통한 P의 상승이 기대

(단위: 억원, 배)	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	317	452	443	824	1,082
영업이익	17	22	-13	31	23
세전이익	-10	7	16	26	-8
지배주주순이익	-9	7	21	17	-5
EPS(원)	-93	74	168	101	-28
증가율(%)	-48.2	-179.5	126.3	-40.1	-127.5
영업이익률(%)	5.4	4.9	-2.9	3.8	2.1
순이익률(%)	-2.8	1.5	4.7	2.1	-0.5
ROE(%)	10.2	-8.1	40.7	5.6	-1.2
PER	0.0	0.0	0.0	142.4	-197.5
PBR	0.0	0.0	0.0	5.9	2.5
EV/EBITDA	-2.8	-2.7	55.4	59.6	29.2

자료: Company data, IBK투자증권 예상



그림 1. 플랫폼 필수재 애디슨오퍼월 Flow



자료: 엔비터, IBK투자증권

그림 2. 플랫폼, 광고주, 사용자 모두에게 이익이 되는 솔루션



자료: 엔비터, IBK투자증권

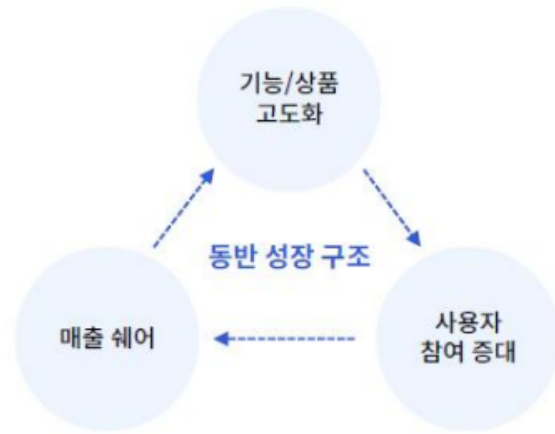
그림 2. 카테고리별 주요 제휴 플랫폼

콘텐츠	WEB TOOH 네이버블로그 블로그 플랫폼 1위	RIDI 리디 전자책 플랫폼 1위
금융	N Pay 네이버페이 간편 결제 서비스 1위	toss 토스 금융 앱 1위
커머스	ZIGZAG 지그재그 백신 앱 1위	11 11번가 쇼핑 앱 2위
기타	TALK 카카오톡 모바일 메신저 1위	kakaoT 카카오 T 모바일러 플랫폼 1위

총 70개 플랫폼

자료: 엔비티, IBK투자증권

그림 3. 제휴 플랫폼 동반 성장 구조



자료: 엔비티, IBK투자증권





## LG유플러스

2Q 연결 영업이익 일회성 제외 시 YoY 감소 추정

[\[출처\] 하나증권 김홍식 애널리스트](#)

매수/TP 15,000원 유지, 당분간 10,000~12,000원 박스권 주가 흐름 예상

LGU+에 대한 투자의견 매수/12개월 목표주가 15,000원을 유지한다. 추천 사유는 1) 상반기 실적 추정치를 감안하면 2023년 이익/배당 증가에 대한 신뢰가 낮아질 수 있지만 하반기 실적 관리를 통한 2023년 이익/배당 증가 가능성이 여전히 높은 상황이며, 2) 최근 통신 요금 규제 강화 우려로 LGU+ 주가가 하락했는데 실제 피해 가능성이 낮은 데다가 장기 DPS 성장 가능성을 감안하면 현 주가 현저한 저평가 상황이라고 판단되기 때문이다. 7~8월 프리뷰 시즌에는 10,000원 근방에서 매수, 12,000원까지 반등 시 매도 전략을 추천한다. 특히 7월 말/8월 초로 예상되는 중간 배당금 발표에 관심을 기울일 것을 권한다. 만약 중간 배당금이 주당 250원에서 300원으로 증가 발표된다면 적극 매수로 전환할 필요가 있겠으며 주당 250원으로 주당 배당이 동결된다면 반등 시 매도 전략으로 태세 전환할 필요가 있어 보인다. 중간배당금을 보면 올해 DPS를 가늠할 수 있을 것으로 판단되기 때문이다.

## 2Q 영업이익 컨센서스 부합하나 내용면에서 다소 부진한 실적 달성 전망

이번 2분기 어닝 시즌을 맞이하여 LGU+는 다소 부진한 실적 달성이 예상된다. 이동전화매출액 증가 폭이 YoY 2% 성장을 이어가겠지만 5G 가입자 증가 폭 둔화로 탑라인 성장률이 둔화되는 가운데 일회성 인건비를 제외할 시 인건비/감가상각비/마케팅비용 등 전체 영업비용의 전반적 증가 추세가 나타날 것으로 판단되기 때문이다. 연결 영업이익이 2,746억원 ((+11% YoY, +6% QoQ)으로 컨센서스(영업이익 2,796억원)에 부합할 전망이다. 2022년 2분기 희망퇴직비용 450억원에 있었음을 감안 시 사실상 YoY 6% 연결 영업이익이 감소한 것이라 우수한 실적으로 평가받기는 어려워 보인다. 외견상으론 양호한 실적이지만 내용상으론 부진한 실적이라 실적 발표 시즌 탄력적인 주가 반등을 기대하긴 어려울 전망이다.

이익 성장 기대감 낮아질 듯, 주가 바닥이나 수익률 낮춰 잡을 것을 추천

2023년 상반기 LGU+ 연결 영업이익이 전년대비 5% 증가할 전망이다. 일회성 비용을 제거할 시엔 사실상 지난해 수준의 이익 달성에 그칠 것으로 보인다. 여기에 2022년 하반기 실적이 우수했던 터라 역기저 효과가 우려되는 상황이다. 올해 LGU+ 영업이익 성장에 대한 기대감이 낮아질 것으로 보이며 실제 LGU+ 연결 영업이익은 소폭 증가하는데 그칠 가능성이 높아 보인다. 역사적인 PER/PBR/기대배당수익률로 보면 주가가 바닥권인 것은 분명하나 탄력적인 상승을 나타내긴 어려워 보인다. 당분간 밸류에이션 매력이 부각될 수 있는 가격대에서만 매수에 가담할 것을 추천한다. 단기 주가 상승 폭은 15% 수준이 예상된다.

### Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	13,851.1	13,906.0	14,398.0	14,835.0
영업이익	979.0	1,081.3	1,096.6	1,112.7
세전이익	905.2	856.8	946.2	1,029.8
순이익	712.3	663.1	740.0	823.9
EPS	1,632	1,519	1,695	1,887
증감율	52.67	(6.92)	11.59	11.33
PER	8.33	7.27	6.01	5.40
PBR	0.76	0.58	0.51	0.49
EV/EBITDA	3.63	3.18	2.57	2.43
ROE	9.47	8.37	8.81	9.35
BPS	17,803	18,930	19,986	20,840
DPS	550	650	750	850



---

우신시스템

미국 자동차 판매 호조의 최대 수혜

[\[출처\] 하나증권 김규상 애널리스트](#)

투자의견 BUY, 목표주가 6,400원 제시

우신시스템에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 6,400원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 2024년부터 주요 전기차 모델 향 안전벨트 납품이 대폭 확대될 예정으로 2024년 예상 EPS 1,069원을 적용했다. Target P/E의 경우 1) 안전벨트가 전세계 3개사가 시장의 약 80%를 장악하고 있어 진입장벽이 매우 높은 제품인 점과, 2) 1H23 미국 내 판매량 1위 GM(128만대), 3위 포드(97만대) 등 Top 5 이내의 완성차 고객을 다수 확보한 점을 감안하여 국내 자동차 부품업체 평균 P/E 5배에 20% 할증한 6배를 적용했다.

20조원 규모 안전벨트 시장의 다크호스, GM·포드 등 주력 모델 납품

안전벨트는 Autoliv, ZF, 타카타 등 3개사가 장기간 과점하고 있는 시장으로 진입장벽이 매우 높다. 3대 공급업체 중 하나인 타카타가 2017년 에어백 결함 문제로 파산하며 우신시스템에게 기회가 찾아왔다. 그 결과 올해 하반기부터 GM의 상용차 전기차 플랫폼인 브라이트드롭(연간 5.9만대 생산 계획)에 공급을 시작할 예정이며, 주력 픽업트럭 실버라도(연간 판매량 50~60만대)의 EV 모델에도 공급이 확정되었다. 이외에도 포드의 주력 픽업트럭 F150(연간 판매량 65만대)의 EV 모델을 포함하여 다수의 완성차 업체로부터 수주를 받아놓은 상황으로, 2025년에는 총 250만대의 자동차에 안전벨트 공급이 가능할 것으로 추정한다. 우신시스템은 미국 내 수요에 대응하기 위해 현재 멕시코 공장 증설 중에 있다. 안전벨트 매출은 23F 1,497억원 → 24F 2,128억원 → 25F 3,533억원으로 가파른 성장세가 전망되며, 제품믹스 개선에 따른 전사 마진율 상승도 예상된다.

리비안·게프탐프 수주, 전기차 전환 가속화로 장비 수주 증가 전망

차체 자동화설비는 자동차의 신규·변형모델을 생산하기 위한 필수 제조설비로, 평균적으로 5년 마다 진행되는 모델 변경에 따라 지속적인 수주가 발생하는 사업이다. 특히, 1) 북미 내 생산공장 투자 확대, 2) 기존 내연기관 모델의 전기차 전환 등으로 인해 수요가 크게 증가하고 있다. 올해 상반기에만 리비안과 게스탐프의 EV 차체자동화라인에 각각 157억원, 212억원을 수주했다. 2Q23 말 기준 수주잔고는 약 800억원으로 추정하며, 하반기에도 지속적인 발주가 있을 것으로 예상된다. 신규 제품인 2차전지 패키징 장비도 꾸준히 공급 레퍼런스를 확보하고 있으며, 전기차 전환 가속화에 따른 수혜를 입을 전망이다.

2024년 매출액 3,806억원, 영업이익 259억원 전망

2023년 매출액 2,802억원(YoY 10.1%), 영업이익 110억원(YoY 37.5%)으로 전망한다. 2024년에는 안전벨트 납품이 본격화되며 매출액 3,806억원(YoY 35.8%), 영업이익 259억원(YoY 135.5%)을 전망한다. 24F Fwd. P/E 4배로 높은 업사이드를 보유하고 판단한다.

**Financial Data** (십억원, %, 배, 원)

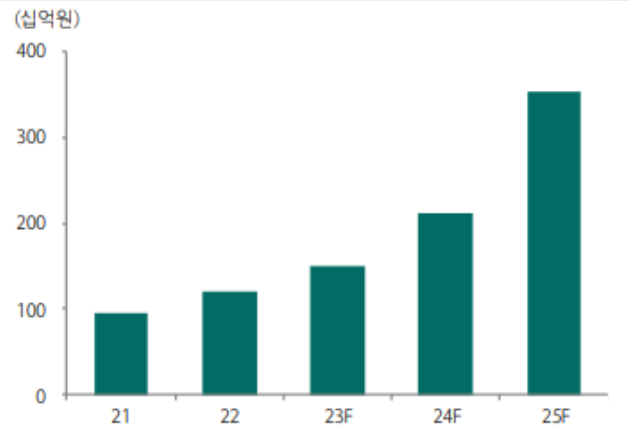
투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	262.3	254.5	280.2	380.6
영업이익	(11.5)	8.0	11.0	25.9
세전이익	(13.1)	5.8	10.5	24.6
순이익	(13.0)	2.8	7.0	19.6
EPS	(709)	151	382	1,069
증감율	적지	흑전	152,98	179,84
PER	(5,78)	21,19	12,02	4,29
PBR	0,80	0,60	0,81	0,68
EV/EBITDA	(620,48)	6,52	5,91	2,93
ROE	(13,92)	3,11	7,49	18,45
BPS	5,137	5,341	5,697	6,740
DPS	0	30	30	30

도표 3. 전기차 향 안전벨트 수주상황

제조사	모델	예상 생산량 (천대/년)
GM	BrightDrop	59
GM	Silverado EV	263
비공개	Box형 EV	4
비공개	승용 EV	80
비공개	소형 CUV EV	140
비공개	소형 EV	153
Ford	F150 Lightning	291
합계		990

자료: 우신시스템, 하나증권

도표 4. 우신시스템 안전벨트 매출액 추이 및 전망



자료: 우신시스템, 하나증권





한미약품

2Q23 Pre : 되살아난 R&D 기대

[\[출처\] 유안타증권 하현수 애널리스트](#)

2Q23Pre: R&D 비용 증가

연결 기준 매출액 3,506억원(+10.6%yoy), 영업이익 326억원(+3.4%yoy, OPM 9.3%)을 기록하며 컨센서스를 하회할 전망. 로수젯 등의 주요 품목들의 성장과 북경 한미가 계절적 비수기임에도 불구하고 yoy 성장을 지속하면서 매출액은 컨센서스에 부합할 것으로 예상.

다만, EZH1/2 inhibitor, PD-L1x4-1BB 이중 항체 파이프라인 등의 임상이 진행으로 인한 R&D 비용 증가 영향으로 영업이익은 컨센서스를 하회할 것으로 전망.

다시 R&D에 대한 기대로

6월 EASL(유럽 간학회)에서 MSD는 동사로부터 L/I한 efinopegdutide(GLP1/GCG dual agonist)의 2a상 결과 공개. 해당 임상은 NAFLD(비알콜성 지방간) 환자를 대상으로 하며 대조군으로는 Semaglutide(오젠폍)를 설정.

Efinopegdutide는 Semaglutide 대비 압도적인 지방간 감소 결과(감소율 72.7% vs 42.3%)를 보였으며 부작용 측면에서도 유의미한 차이를 보이지 않았음. MSD는 NASH 환자를 대상으로한 임상 2b상을 시작할 것으로 보이며 2b상에서는 섬유증 악화 없는 NASH 개선(1차 지표)와 NASH 악화 없이 섬유화 개선(2차 지표)를 확인할 예정. 또한 2a상과 마찬가지로 체중 변화 확인도 예정되어 있어 비만 치료제로의 확장 가능성도 여전히 존재. 2a 상의 semaglutide 최고 용량이 1.0mg 였던 것과 달리 2b 상은 현재 노보노디스크가 NASH 임상을 진행중인 2.4mg(위고비 용량)으로 진행할 예정.

투자 의견 Buy, 목표주가 38만원 유지

R&D 비용 증가 영향으로 영업 이익 하회가 예상되나 매출 성장이 견조하게 이어지고 있고 연간 R&D 지출 비중은 기존과 유사할 것으로 예상. Efocepegtrutide(GLP1/GCG/GIP triple agonist)도 IDMC의 임상 계속 권고를 받았으며 L/O에 대한 기대도 여전히 유효. 또한 최근 비만 치료제에 대한 높은 수요와 공급 부족 상황에서 efpeglenatide(GLP1 agonist)의 활용 가능성도 존재.

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	2Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	351	10.6	-2.9	355	-1.1
영업이익	33	3.4	-45.5	43	-23.5
세전계속사업이익	28	7.9	-49.2	37	-23.3
지배순이익	18	-1.7	-58.0	22	-17.9
영업이익률 (%)	9.3	-0.7 %pt	-7.3 %pt	12.0	-2.7 %pt
지배순이익률 (%)	5.2	-0.6 %pt	-6.7 %pt	6.2	-1.0 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	1,203	1,332	1,464	1,559
영업이익	125	158	214	255
지배순이익	67	83	136	162
PER	57.5	41.8	25.8	21.7
PBR	4.8	3.9	3.4	2.9
EV/EBITDA	21.0	15.9	12.6	10.8
ROE	8.7	9.9	14.4	14.6

자료: 유안타증권

# R&D 파이프라인 현황

	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	Registration	Approved
Obesity/ NASH/ Diabetes	LAP5 Glucagon Combo (H415136+에테글레나사이드) 외면/대사성질환		LAP5 GLP/GCG (에티노레그루카이드) 비알콜성 지방간염 	LAP5 Exd4 Analog (에테글레나사이드) 당뇨		
			LAP5 Triple Agonist (에로사레그루카이드) 비알콜성 지방간염			
Oncology	PD-L1/4-1BB BsAb (B43120) 고형암	롤론티스(Rolontis) (에올라레그리스틴) 호중구감소증 (당뇨주요요법)	pan-RAF 저해제 (텔라라레틴) BRAF 변이 및 공통 고형암 	pan-HER (포지오티닙) HER2 over3 변이 NSCLC 2차 치료요법 	오락솔 (Oraxol) (파올라악셀+엔사퀴디) 유방암 등 고형암 	롤론티스(Rolontis) (에올라레그리스틴) 호중구 감소증 
	SOS1 (H499482) 고형암	pan-RAF 저해제 (텔라라레틴) 특이종 등 고형암 	CCR4 (FLX475) 고형암 			
	LAP5 IL-2 Analog (H415390) 고형암	PD-1/HER2 BsAb (B42950) 고형암 	BTK (오렌티닙) 중세포도막종			
		MKI (무스레타닙) 급성골수성 백혈병 				
		EZH1/2 저해제 (H467662) 고형암 및 혈액암				
Rare Diseases/ Other	LAP5 Triple Agonist (H415211) 특발성 폐선유종		LAP5 Glucagon Analog (H415136) 선천성 고인슐린증			히알루마주 (히알루루산나트륨) 슬관절의 용관절염 
	Long-acting GLA (H415421) 외과적병 		LAP5 GLP-2 Analog (H415912) 간담 증후군			
			LAP5 hGH (에레소레그루카이드) 성장호르몬 결핍증			
			루미네이트(Luminate) (ALG-1001) 간성노안성황반변성 			

**B** 복경현미

자료: 한미약품

R&D 파이프라인 국가별 지정 현황

	FDA	EMA	Others
<b>LAPSTriple Agonist</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>희귀의약품                             <ul style="list-style-type: none"> <li>-원발당증성당관염</li> <li>-원발경화성당관염</li> <li>-특별성 폐섬유증</li> </ul> </li> <li><b>Fast Track</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>-비알콜성지방간염</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>희귀의약품                             <ul style="list-style-type: none"> <li>-원발당증성당관염</li> <li>-원발경화성당관염</li> <li>-특별성폐섬유증</li> </ul> </li> </ul>	
<b>LAPSGlucagon Analog</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>희귀의약품                             <ul style="list-style-type: none"> <li>-선천성 고인슐린증</li> </ul> </li> <li>희귀소아질환의약품                             <ul style="list-style-type: none"> <li>-선천성 고인슐린증</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>희귀의약품                             <ul style="list-style-type: none"> <li>-선천성 고인슐린증</li> <li>-인슐린 자가면역증후군</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>식약처 희귀의약품                             <ul style="list-style-type: none"> <li>-선천성 고인슐린증</li> </ul> </li> </ul>
<b>LAPSGLP-2 Analog</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>희귀의약품                             <ul style="list-style-type: none"> <li>-단장증후군</li> </ul> </li> <li>희귀소아질환의약품                             <ul style="list-style-type: none"> <li>-단장증후군</li> </ul> </li> <li><b>Fast Track</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>-단장증후군</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>희귀의약품                             <ul style="list-style-type: none"> <li>-단장증후군</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>식약처 희귀의약품                             <ul style="list-style-type: none"> <li>-단장증후군</li> </ul> </li> </ul>
<b>Oraxol</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>희귀의약품                             <ul style="list-style-type: none"> <li>-혈관육종</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>희귀의약품                             <ul style="list-style-type: none"> <li>-연조직육종</li> </ul> </li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>영국 MHRA 유망혁신치료제                             <ul style="list-style-type: none"> <li>-전이성 유방암</li> </ul> </li> </ul>
<b>Poziotinib</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li><b>Fast Track</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>-비소세포폐암</li> </ul> </li> </ul>		
<b>Tuspetinib</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>희귀의약품                             <ul style="list-style-type: none"> <li>-급성골수성백혈병</li> </ul> </li> <li><b>Fast Track</b> <ul style="list-style-type: none"> <li>-FLT3 변이 재발 혹은 난치성 AML</li> </ul> </li> </ul>		<ul style="list-style-type: none"> <li>식약처 희귀의약품                             <ul style="list-style-type: none"> <li>-급성골수성백혈병</li> </ul> </li> </ul>
<b>LAPShGH</b>		<ul style="list-style-type: none"> <li>희귀의약품                             <ul style="list-style-type: none"> <li>-성장호르몬결핍증</li> </ul> </li> </ul>	

자료: 한미약품





유한양행

2Q23 Pre : 하반기 모멘텀 풍부

[\[출처\] 유안타증권 하현수 애널리스트](#)

2Q23Pre: 컨센서스에 부합하는 실적 전망

연결 기준 영업이익 4,989억원(+3.3%yoy), 영업이익 210억원(+23.7%yoy, OPM 4.2%)를 기록할 것으로 전망. 렉라자 등의 의약품 매출 성장과 해외 사업부 매출 증가가 매출액 성장을 견인할 것으로 전망.

동사는 올해부터 비용 효율화를 추진 중이며 이는 이익 개선으로 나타나고 있는 중. 하반기 렉라자의 1차 치료제에 대한 보험 급여 확대가 예상되며 의약품 중심의 매출액 가속화 전망.

렉라자, 이제는 1차 치료제

지난 6월 30일 동사는 렉라자(레이저티닙)의 1차 치료제 적응증 허가를 공시. 국내 EGFR 양성 NSCLC 시장 규모는 현재 약 2,500억원(약가 50% 인하 가정)에서 3,500억원(약가 30% 인하 가정)으로 추정.

경쟁 약물인 타그리소도 1차 치료제 급여 확대를 진행하고 있으나 지난 6월 있었던 약제평가위원회에서도 안건에 오르지 못하면서 렉라자가 타그리소와 비슷한 시기에 1차 치료제로 보험 급여 적용이 될 가능성이 높아지고 있음. 최근 LASER 301(1차 치료제 임상)의 한국인 대상 하위 분석 결과를 공개하며 임상 근거 확보. 국내 1차 치료제 시장에서 레이저티닙은 1차 치료제 시장 경쟁에서 높은 경쟁력을 보유하고 있다고 판단. 1차 치료제 급여 이후 높은 이익 기여도를 보이며 실적 성장을 견인할 것으로 전망.

투자 의견 Buy, 목표주가 77,000원 유지

매수의견과 목표주가 77,000원을 유지. 비용 효율화 효과로 이익율 개선이 확인되고 있으며 하반기 렉라자의 1차 치료제 급여 확대, MARIPOSA 임상 결과 발표 및 24년 레이저티닙/아미반타탐 병용요법에 대한 FDA 승인 신청 등의 레이저티닙 중심의 모멘텀 기대.

또한 YH35324(IgE Trap)가 1b 상 임상을 진행하고 있으며 L/O 가능성도 높을 것으로 기대. B.I에 기술 이전된 YH25724(NASH 치료제)도 연내 1b 상 임상을 시작할 것으로 예상.

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	2Q23E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	499	3.3	12.6	499	0.0
영업이익	21	23.7	-7.4	21	1.6
세전계속사업이익	31	-28.5	-13.2	33	-6.2
지배순이익	27	-20.3	22.1	26	4.2
영업이익률 (%)	4.2	+0.7 %pt	-0.9 %pt	4.1	+0.1 %pt
지배순이익률 (%)	5.4	-1.7 %pt	+0.4 %pt	5.2	+0.2 %pt

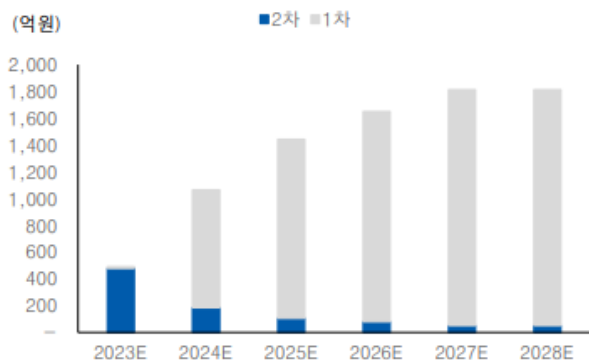
자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	1,688	1,776	1,902	2,019
영업이익	49	36	89	115
지배순이익	103	95	112	156
PER	43.7	44.8	38.8	27.9
PBR	2.2	2.0	1.9	1.8
EV/EBITDA	41.6	51.4	30.1	23.8
ROE	5.4	4.9	5.5	7.1

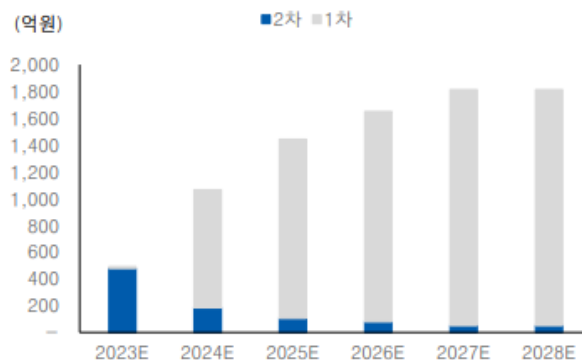
자료: 유안타증권

국내 렉라자 매출 전망(약가 50% 인하 기준)



자료: 유안타증권 리서치센터

국내 렉라자 매출 전망(약가 30% 인하 기준)



자료: 유안타증권 리서치센터

유한양행 주요 파이프라인

약물	적응증	후보물질	비임상 특성	임상 1상	임상 2상	임상 3상	파트너사
에라자* LAZERTINIB	EGFR돌연변이 비소세포폐암	일차치료제: 단독요법 (유한) 글로벌 3상 Amivantamab 병용요법 (얀센) 글로벌 3상					Janssen
YH14618 (SB-01)	퇴행성 디스크						SpinePharma
YH12852 (PCS12852)	Gut Motility Disease						Proton Pharmaceuticals
YH25724 (BI3006337)	NASH						Boehringer Ingelheim
YH35324	Allergy (CSU, 천식, AD)						G1 Innovation
YH32367	면역항암						ablbio
YHC1102	NASH/Fibrosis						GILEAD
YH34160	비만						
YH32364	면역항암						ablbio

자료: 유한양행



57,600 ▲ 1,000 +1.77% 124,908 103.51% 0.16% 7,198백만 최우선 57,600 57,500 시 57,300 고 58,300 저 57,200 매수 매도

