

(Analyst) 김승민 sm.kim.a@miraeeasset.com

MIRAE ASSET
미래에셋증권

000100 · 제약/바이오

유한양행

FDA 우선 심사 여부와 하반기 R&D 이벤트에 주목

(유지)

매수

목표주가

85,000원

상승여력

42.1%

현재주가(24/2/6)

59,800원

KOSPI 2,576.20 시가총액(십억원) 4,797 발행주식수(백만주) 80 외국인 보유비중(%) 19.9

Report summary

투자 의견 매수, 목표주가 85,000원 유지

목표주가는 영업가치 2.7조원 + 레이저티닙 가치 2.4조원 + 순현금 3.8천억원을 고려해 산정했다. 영업가치는 위험분담금 영향으로 국내 렉라자 1차 매출액과 영업이익 하향조정 등 반영해 기존 3.2조원에서 2.7조원으로 하향조정했다. 레이저티닙 가치는 레이저티닙+아미반타맵 FDA/EMA 허가 신청이 완료됨에 따라 상업화 확률 상향조정, 미국/유럽 출시 마일스톤 수령 확률 상향 조정함에 따라 1.9조원에서 2.4조원으로 상향조정했다. 안센은 12/21에 레이저티닙+아미반타맵 FDA 허가신청을 완료, FDA는 60일 이내 안센에 신청서 접수 완료 여부 통보(~2/20), 이후 우선심사(Priority Review)라면 6개월 검토 기간으로 PDUFA는 8월, 일반 심사(Standard Review)라면 10개월 검토기간으로 PDUFA는 12월이 될 예정이다. 또한 올해 하반기 MARIPOSA의 전체생존기간 데이터발표와 알려지신약 YH35324 1b상 데이터 업데이트 여부 및 라이선스아웃 가능성에 주목할 필요가 있다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-9.3	-15.0	18.6
상대주가	-9.2	-14.1	12.2

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	1,688	1,776	1,859	2,093	2,302
영업이익 (십억원)	49	36	57	110	128
영업이익률 (%)	2.9	2.0	3.1	5.3	5.6
순이익 (십억원)	103	95	151	164	185
EPS (원)	1,260	1,169	1,851	2,016	2,273
ROE (%)	5.4	4.9	7.4	7.5	8.0
P/E (배)	45.1	46.8	37.2	29.7	26.3
P/B (배)	2.2	2.0	2.4	2.0	1.9
배당수익률 (%)	0.6	0.7	0.5	0.6	0.6

주: K-IFRS 개별 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 유한양행, 미래에셋증권 리서치센터

4Q23 실적 리뷰

연결 기준, 4Q23 매출액 4,372억원(-3% YoY), 영업이익 60억원(-66% YoY)으로 매출액과 영업이익이 컨센서스를 -8%, -36% 하회했다. 생활유통부문이 프로바이오틱스 당규락, 캡슐형 세탁제제 등 신제품 기반으로 +48% YoY 성장했으나, ETC -7% YoY, OTC -1% YoY, 해외 API -23% YoY, 기타(임대, 수탁 등) -72% YoY 부문이 역성장했다. ETC 역성장의 주요 원인은 DPP4i에서 SGLT-2i 처방변화에 따른 트라젠타(당뇨)의 재고 조절, 3Q23 높았던 빅타비(HIV)의 유통 재고 조절 때문이고, 해외사업 역성장은 유한화학 연간 수주물량의 90%가 9M23에 반영되었기 때문이다. 영업이익 감소는 렉라자 EAP 판관비와 연구개발비 증가(R&D/매출액 +0.8%p YoY)에 기인한다.

2024 실적 전망

연결 기준, 2024 매출액 2조 928억원(+13% YoY), 영업이익 1,104억원(+94% YoY)을 기록할 것으로 예상된다. 부문별로 ETC +12% YoY, 생활유통 +10% YoY, 해외사업 +17% YoY 성장을 예상한다. ETC 부문 성장동력은 개량신약 로수바미브, 혁신신약 렉라자가 될 것으로 예상된다. 렉라자는 작년 12월 EGFR 변이 비소세포폐암 1차 치료제로 국내 급여를 획득했고, EAP 기간동안 900명의 환자에게 제공되었다. 국내 EGFR 변이 비소세포폐암 1차 환자는 약 3,300명으로 추산되며 렉라자는 타그리소와 경쟁에서 점유율 27%를 확보하고 시작한 셈이다. 24년 렉라자 매출액은 1,161억원으로 추정한다(23년 400억원 초과).

생활유통사업부도 신제품 기반 성장이 예상되고, 유한화학의 증설분이 2월 가동을 시작하며 해외 사업부문의 고성장이 지속될 것으로 예상된다. 한편, 본 추정치에 레이저티닙의 파트너 안센으로부터 유입될 마일스톤은 고려하지 않았다. 예상되는 출시 마일스톤은 미국 \$60mn, 유럽 \$30mn 등이다.

투자 의견 및 향후 전망

투자의견 매수, 목표주가 85,000원을 유지한다. 목표주가는 영업가치 2.7조원 + 레이저티닙 가치 2.4조원 + 순현금 3.8천억원을 고려해 산정했다.

영업가치는 위험분담금 영향으로 국내 렉라자 1차 매출액과 영업이익 하향조정 등 반영해 기존 3.2조원에서 2.7조원으로 하향조정했다. 레이저티닙 가치는 레이저티닙+아미반타맙 FDA/EMA 허가 신청이 완료됨에 따라 상업화 확률 상향조정, 미국/유럽 출시 마일스톤 수령 확률 상향 조정함에 따라 1.9조원에서 2.4조원으로 상향조정했다.

얀센은 12/21에 레이저티닙+아미반타맙 FDA 허가신청을 완료, FDA는 60일 이내 안센에 신청서 접수 완료 여부 통보(~2/20), 이후 우선심사(Priority Review)라면 6개월 검토 기간으로 PDUFA는 8월, 일반 심사(Standard Review)라면 10개월 검토기간으로 PDUFA는 12월이 될 예정이다. 또한 올해 하반기 MARIPOSA의 전체생존기간 데이터 발표와 알려지신약 YH35324 1b상 데이터 업데이트 여부 및 라이선스아웃 가능성에 주목할 필요가 있다.

표 1. 유한양행 밸류에이션 (억원, 원, 천주)

구분	내용	비고
24년 EBITDA	1,633	
Target EV/EBITDA	16.5	* 상위 제약사 평균 대비 30% 프리미엄(급격한 이익개선에 따른 프리미엄)
영업가치	26,966	
순차입금	-3,848	
파이프라인 가치	23,684	
레이저티닙	23,684	레이저티닙+아미반타맙 병용 대해서만 가치 반영 *미국약가 \$100,000(연간 2% 인상), 유럽 약가 미국의 80%(연간 -2%), 그 외 지역 미국+유럽의 50%, 판매 로열티 13%(~\$1bn) 14(\$1bn~\$2bn), 15%(\$3bn~), 제조마진 5%, 할인율 12%, 24년~35년, 특허만료 이후 영구성장률-20%
마일스톤	1,749	출시 마일스톤 \$120mn(수령 확률 60%, 기존 30%), 판매 마일스톤 \$400mn (확률 30%) 추정
1차	18,459	2024 미국 출시, 침투율 1% to 30%, 성공확률 90%(기존 80%)
2차	2,288	2025 미국 출시, 침투율 1% to 10%, 성공확률 80%
3차	766	2025 미국 출시, 침투율 1% to 10%, 성공확률 80%
비연결 관계기업투자	5,503	* 장부가액
적정 기업가치	59,579	
주식 수 (천주)	70,260	
목표주가 (원)	84,799	* 85,000원
현재주가 (원)	59,800	
상승여력	42.1%	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 국내 상위 제약사 Valuation Table (십억원, %, 배)

사명	시총 (조원)	매출액		영업이익		영업이익률		순이익		ROE		P/E		P/B		EV/EBITDA		P/S	
		FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2
유한양행	4.5	1,904	2,129	69	154	3.6	7.2	82	168	3.9	7.6	58.3	28.3	2.3	2.2	39.6	22.8	2.6	2.3
한미약품	4.0	1,469	1,602	211	239	14.4	14.9	153	167	14.3	13.7	28.4	26.0	4.0	3.6	14.3	12.7	2.8	2.5
종근당	1.4	1,619	1,565	216	124	13.3	7.9	183	96	23.1	10.9	7.6	14.6	1.8	1.6	5.8	8.6	0.9	0.9
동아에스티	0.6	609	652	30	36	4.9	5.5	25	30	3.6	4.2	26.1	22.1	0.9	0.9	13.8	12.1	1.0	1.0
녹십자	1.2	1,651	1,754	34	67	2.1	3.8	-9	35	-0.7	2.6		37.2	1.0	1.0	18.1	13.5	0.8	0.7
대웅제약	1.3	1,300	1,357	126	141	9.7	10.4	89	101	12.5	12.8	14.9	13.0	1.9	1.7	10.0	8.9	1.0	1.0
HK이노엔	1.2	827	925	66	103	8.0	11.1	47	72	-	-	25.2	16.7	-	-	16.7	10.7	1.4	1.3
평균						8.0	8.7			9.5	8.6	26.7	22.5	2.0	1.8	16.9	12.7	1.5	1.4

자료: Factset 컨센서스, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 유한양행 4Q23 Review

(억원, %, %p)

	4Q22	3Q23	4Q23P			성장률	
			발표치	컨센서스	vs.컨센서스	YoY	QoQ
매출액	4,505	4,831	4,372	4,755	-8.1	-3.0	-9.5
매출총이익	1,362	1,445	1,330			-2.3	-7.9
매출총이익률	30	30	30			0.2	0.5
영업이익	175	9	60	94	-36.4	-65.9	576.4
영업이익률	3.9	0.2	1.4	2.0	-0.6	-2.5	1.2
순이익	361	190	936	200	367.8	159.5	392.0

자료: 유한양행, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 연간 실적 추정 변경

(억원, %)

	조정 전		조정 후		조정 비율	
	24년	25년	24년	25년	24년	25년
매출액	22,139	24,739	20,928	23,016	-5.5	-7.0
영업이익	1,506	1,783	1,104	1,281	-26.7	-28.1
EBITDA	2,035	2,347	1,633	1,845	-19.7	-21.4

자료: 미래에셋증권 리서치센터

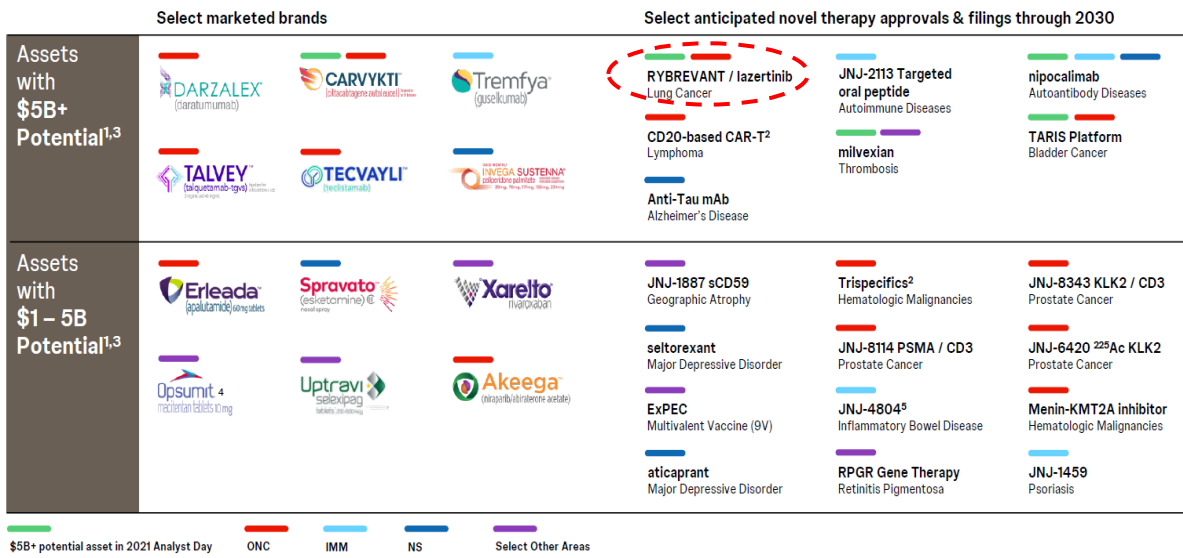
표 5. 유한양행 분기 및 연간 실적 전망

(억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023P	2024F
매출액	4,430	4,957	4,831	4,372	4,877	5,593	5,386	5,072	16,878	17,758	18,590	20,928
YoY 성장률	7.8	2.6	11.9	-3.0	10.1	12.8	11.5	16.0	4.2	5.2	4.7	12.6
별도 매출액	4,314	4,821	4,689	4,267	4,748	5,433	5,210	4,960	16,241	17,264	18,091	20,351
YoY 성장률	8.5	3.0	10.5	-2.3	10.0	12.7	11.1	16.3	3.6	6.3	4.8	12.5
약품 사업부	3,094	3,550	3,462	3,313	3,443	3,816	3,858	3,964	11,778	13,112	13,419	15,081
YoY 성장률	8.5	6.0	2.1	-5.9	11.3	7.5	11.5	19.6	7.9	11.3	2.3	12.4
생활건강 사업	358	604	595	595	394	665	655	655	2,106	1,813	2,153	2,368
YoY 성장률	-23.4	1.5	71.3	47.9	10.0	10.0	10.0	10.0		-13.9	18.8	10.0
해외사업	766	731	586	328	889	936	663	332	1,723	2,128	2,412	2,820
YoY 성장률	25.1	12.0	33.5	-22.5	16.0	28.0	13.1	1.3		23.5	13.3	16.9
라이선스 수익	72	14	5	22	4	4	4	4	519	87	112	16
YoY 성장률	393.0	-73.3	-83.9	-321.8	-94.4	-71.1	-20.2	-81.7		-83.1	28.5	-85.8
기타	24	18	41	8	17	13	30	5	116	123	91	66
YoY 성장률	-18.9	-42.8	24.3	-71.6	-27.3	-29.4	-26.0	-38.5		6.3	-25.8	-28.1
연결 조정	116	136	142	105	129	160	176	112	637	495	499	578
YoY 성장률	-11.9	-8.6	92.0	-25.2	11.6	17.5	24.0	7.0	22.6	-22.3	0.8	15.7
매출총이익	1,356	1,528	1,445	1,330	1,451	1,773	1,614	1,684	5,247	5,182	5,659	6,522
YoY 성장률	17.0	5.1	19.7	-2.3	7.1	16.0	11.7	26.6	-6.0	-1.2	9.2	15.2
매출총이익률	30.6	30.8	29.9	30.4	29.8	31.7	30.0	33.2	31.1	29.2	30.4	31.2
영업이익	226	273	9	60	97	418	259	330	486	360	568	1,104
YoY 성장률	270.9	61.2	-119.5	-65.9	-57.1	53.3	2,835.3	451.9	-42.3	-25.9	57.6	94.5
영업이익률	5.1	5.5	0.2	1.4	2.0	7.5	4.8	6.5	2.9	2.0	3.1	5.3
EBITDA	333	382	119	240	208	532	374	519	1,013	790	1,075	1,633
YoY 성장률	95.4	38.3	98.7	-15.2	-37.6	39.1	213.2	116.1	-29.7	-21.9	36.0	51.9
EBITDA 마진	7.5	7.7	2.5	5.5	4.3	9.5	6.9	10.2	6.0	4.5	5.8	7.8
순이익	223	86	190	936	226	451	322	564	991	906	1,434	1,563
YoY 성장률	38.6	-73.9	243.3	159.5	1.5	424.3	69.3	-39.7	-47.9	-8.6	58.3	8.9

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 23년 12월 J&J investor day 슬라이드. Bybrevant(amivantamab)+lazertinib을 50억달러 이상 포텐셜로 기대



자료: J&J, 미래에셋증권 리서치센터

표 6. J&J 4Q23 Earnings Call lazertinib 관련 코멘트

구분	내용
4Q23 Earnings call	We are very, very excited about RYBREVANT and the combination of RYBREVANT plus lazertinib. We have Phase 3 studies completed. We have filed all the three indications and we expect approval of that in 2024. So, we are very excited about RYBREVANT and the combination of RYBREVANT plus lazertinib in EGFR mutated non-small cell lung cancer in first line.
JPM healthcare conf.	Continuing there in our chemo-free regimen for EGFR-mutated lung cancer, lazertinib plus RYBREVANT, in which we file three indications in 2024 with MARIPOSA, MARIPOSA-2 and PAPILLON. They are - our estimates diverge even more significantly. We believe that in 2027, our estimates are about double than the Street are and keeping with oncology in our targeted release system

자료: Factset, 미래에셋증권 리서치센터

유한양행 (000100)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,776	1,859	2,093	2,302
매출원가	1,258	1,293	1,441	1,572
매출총이익	518	566	652	730
판매비와관리비	482	509	542	602
조정영업이익	36	57	110	128
영업이익	36	57	110	128
비영업손익	59	86	61	56
금융손익	6	7	9	10
관계기업등 투자손익	57	94	61	61
세전계속사업손익	95	143	171	184
계속사업법인세비용	4	0	15	8
계속사업이익	91	143	156	176
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	91	143	156	176
지배주주	95	151	164	185
비지배주주	-5	-7	-8	-9
총포괄이익	92	143	156	176
지배주주	96	151	164	185
비지배주주	-5	-7	-8	-9
EBITDA	79	108	163	184
FCF	41	126	133	162
EBITDA 마진율 (%)	4.4	5.8	7.8	8.0
영업이익률 (%)	2.0	3.1	5.3	5.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	5.3	8.1	7.8	8.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,189	1,299	1,445	1,616
현금 및 현금성자산	293	362	394	462
매출채권 및 기타채권	509	533	600	660
재고자산	275	288	324	357
기타유동자산	112	116	127	137
비유동자산	1,284	1,277	1,309	1,330
관계기업투자등	532	557	627	690
유형자산	355	321	283	243
무형자산	138	140	140	138
자산총계	2,473	2,576	2,754	2,946
유동부채	434	420	464	504
매입채무 및 기타채무	175	184	207	227
단기금융부채	96	66	66	65
기타유동부채	163	170	191	212
비유동부채	31	32	36	39
장기금융부채	3	3	3	3
기타비유동부채	28	29	33	36
부채총계	465	452	500	543
지배주주지분	1,986	2,109	2,247	2,405
자본금	74	74	74	74
자본잉여금	116	116	116	116
이익잉여금	1,902	2,026	2,164	2,321
비지배주주지분	22	15	7	-2
자본총계	2,008	2,124	2,254	2,403

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	100	139	144	174
당기순이익	91	143	156	176
비현금수익비용가감	51	-118	-72	-77
유형자산감가상각비	39	46	49	51
무형자산상각비	4	5	4	5
기타	8	-169	-125	-133
영업활동으로인한자산및부채의변동	-110	-22	-63	-56
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-37	-23	-65	-58
재고자산 감소(증가)	0	-13	-36	-32
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-8	6	18	16
법인세납부	-66	0	-15	-8
투자활동으로 인한 현금흐름	16	-21	-19	-18
유형자산처분(취득)	-58	-12	-10	-11
무형자산감소(증가)	-36	-7	-4	-3
장단기금융자산의 감소(증가)	13	-1	-4	-3
기타투자활동	97	-1	-1	-1
재무활동으로 인한 현금흐름	-66	-57	-26	-28
장단기금융부채의 증가(감소)	-26	-30	0	0
자본의 증가(감소)	7	0	0	0
배당금의 지급	-26	-27	-26	-27
기타재무활동	-21	0	0	-1
현금의 증가	39	69	32	68
기초현금	254	293	362	394
기말현금	293	362	394	462

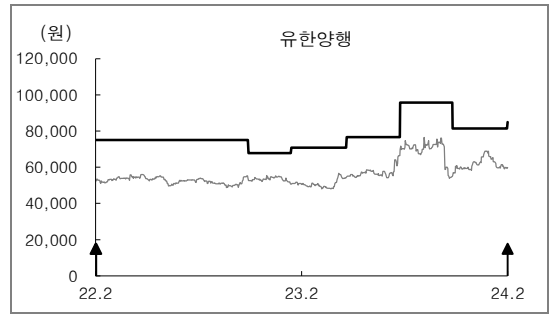
자료: 유한양행, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	46.8	37.2	29.7	26.3
P/CF (x)	31.6	221.3	58.1	49.1
P/B (x)	2.0	2.4	2.0	1.9
EV/EBITDA (x)	51.3	46.6	27.5	23.9
EPS (원)	1,169	1,851	2,016	2,273
CFPS (원)	1,735	311	1,030	1,219
BPS (원)	26,973	28,489	30,185	32,121
DPS (원)	365	365	365	365
배당성향 (%)	29.6	17.9	17.3	15.3
배당수익률 (%)	0.7	0.5	0.6	0.6
매출액증가율 (%)	5.2	4.7	12.6	10.0
EBITDA증가율 (%)	-21.9	36.0	51.9	13.0
조정영업이익증가율 (%)	-25.9	57.6	94.5	16.0
EPS증가율 (%)	-7.3	58.3	8.9	12.7
매출채권 회전율 (회)	3.7	3.7	3.8	3.7
재고자산 회전율 (회)	6.5	6.6	6.8	6.8
매입채무 회전율 (회)	9.1	9.4	9.7	9.5
ROA (%)	3.7	5.7	5.9	6.2
ROE (%)	4.9	7.4	7.5	8.0
ROIC (%)	3.4	5.1	9.0	10.6
부채비율 (%)	23.2	21.3	22.2	22.6
유동비율 (%)	273.8	309.1	311.1	320.7
순차입금/자기자본 (%)	-11.1	-16.4	-17.1	-19.0
조정영업이익/금융비용 (x)	10.4	21.8	51.6	60.1

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
유한양행 (000100)				
2024.02.07	매수	85,000	-	-
2023.11.01	매수	81,352	-24.47	-15.43
2023.07.31	매수	95,708	-27.93	-20.10
2023.04.27	매수	76,567	-25.56	-13.38
2023.01.19	매수	70,824	-28.35	-20.00
2022.11.04	매수	67,750	-21.11	-18.24
2022.02.07	매수	75,074	-29.89	-25.49
2021.08.31	분석 대상 제외		-	-



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.55%	6.63%	4.22%	0.6%

* 2023년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.