

2024. 1. 15

Tech팀

서근희, Ph.D.
Senior Analyst
keunhee.seo@samsung.com

▶ AT A GLANCE

투자의견	BUY	
목표주가	80,000원	27.8%
현재주가	62,600원	
시가총액	4.8조원	
Shares (float)	80,209,064주 (68.7%)	
52주 최저/최고	47,950원/76,471원	
60일-평균거래대금	402.2억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
유한양행 (%)	0.5	11.0	21.0
Kosdaq 지수 대비 (%pts)	0.9	13.2	13.3

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자의견	BUY	BUY	
목표주가	80,000	80,000	0.0%
2023E EPS	803	977	-17.8%
2024E EPS	1,491	1,513	-1.5%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	19
Target price	84,632
Recommendation	4.0
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

유한양행 (000100)

아쉬운 실적을 뒤로하고 앞을 보자

- 4Q23 preview: 렉라자 국내 무상공급 비용 및 해외 사업부 매출 부진 등으로 아쉬운 실적 전망.
- 투자의견 BUY, 목표주가 8만원 유지: 국내 제약사 중 다양한 R&D 모멘텀 보유. Lazertinib의 FDA 승인 성과 외에도 후속 파이프라인의 임상 결과 기대.

WHAT'S THE STORY?

4Q23 preview: 연결 기준 매출액 4,595억원(+2.0% y-y, -4.9% q-q), 영업이익 60억원(-65.6% y-y, +583.0% q-q) 추정(컨센서스 매출액 4,915억원, 영업이익 204억원). 아쉬운 실적의 원인은 1) 렉라자 국내 무상공급(EAP) 비용 포함 R&D 비용 증가, 2) 공급 스케줄 지연으로 인한 부진한 해외 사업부 외에도 전 사업부에서의 성장 둔화 등에서 기인. 4Q23 국내 렉라자(2차 치료제) 매출액 130억원, 2023년 누적 490억원 추정.

2024년 outlook: 연결 기준 매출액 2조 774억원(+10.0% y-y), 영업이익 1,044억원(+83.6% y-y) 추정. 2024년 국내 렉라자 1차 치료제 처방 확대로 1,2차 치료제 처방에 다른 매출액 1,052억원(+114.7% y-y) 예상. 렉라자 포함 ETC 매출액 1조 2,366억원(+6.4% y-y), OTC 매출액 2,053억원(+5.2% y-y), 생활용품 매출액 2,139억원(+10.0% y-y), 유한화학 capa 증설 효과로 수출 매출액 2,722억원(+11.4% y-y) 등 추정.

투자의견 BUY, 목표주가 8만원 유지: 12M Fwd EBITDA에 제약 업종 평균 EV/EBITDA 반영하여 목표주가 산출. 2024년 다양한 R&D 모멘텀 보유, Lazertinib: 4Q24 Lazertinib+amivantamab 1차 NSCLC(비소세포폐암) 치료제로 FDA 승인 및 MARIPOSA 전체 생존 데이터 결과 업데이트. 연내 Lazertinib+amivantamab(SC) 임상 3상 PALOMA-3 결과 발표 예정. YH35324(IgE^{TRAP}, 알러지치료제): 세 건의 임상 1b상 중 알러지 환자 대상 임상 1b상 결과 2월 YH35367(HER2X4-1BB, 면역항암제) 임상 결과 발표 및 기술 이전 기대. 2024년 안정적 실적 성장과 더불어 Lazertinib 이후에 새로운 파이프라인의 신약 가치가 부각될 수 있는 시점으로 판단하여 투자의견 BUY 유지.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2022	2023E	2024E	2025E
매출액 (십억원)	1,776	1,881	2,077	2,306
영업이익 (십억원)	36	57	104	152
순이익 (십억원)	91	65	122	157
EPS (adj) (원)	1,169	803	1,491	1,926
EPS (adj) growth (%)	-6.3	-31.3	85.7	29.2
EBITDA margin (%)	4.5	5.3	6.9	8.1
ROE (%)	4.9	3.3	5.9	7.3
P/E (adj) (배)	46.8	85.7	42.3	32.7
P/B (배)	2.1	2.6	2.3	2.1
EV/EBITDA (배)	51.3	53.1	34.0	26.1
Dividend yield (%)	0.7	0.5	0.6	0.6

자료: 유한양행, 삼성증권 추정

4Q23 실적 전망

(십억원)	4Q23E	3Q23	4Q22	Consensus	증감 (%)		
					QoQ	YoY	Consensus
매출액	459.5	483.1	450.5	491.5	(4.9)	2.0	(6.5)
영업이익	6.0	0.9	17.5	20.4	583.0	(65.6)	(70.5)
세전이익	19.0	19.3	1.4	28.6	(1.5)	1,261.1	(33.5)
순이익	14.8	19.0	36.1	35.8	(22.0)	(58.8)	(58.5)
이익률 (%)							
영업이익	1.3	0.2	3.9	4.2			
세전이익	4.1	4.0	0.3	5.8			
순이익	3.2	3.9	8.0	7.3			

자료: 유한양행, FnGuide, 삼성증권 추정

유한양행 밸류에이션

(십억원)	환산가치	12 Fwd EBITDA	EV/EBITDA (배)
영업 가치 (A)	1,723.4	143.6	12.0
비영업 가치 (B)	4,223		
유한킴벌리	323		
YH25448 (레이저티닙)	3,490		
YH35324	334		
YH25724	76		
순현금 (C)	73		
합산 가치 (A+B+C)	6,019		
보통주 수 (천주)	81,390		
적정 주가 (원)	73,956		
목표주가 (원)	80,000		

참고: 커버리지 내 대형 제약사 EV/EBITDA 평균 적용

자료: FnGuide, 삼성증권 추정

Amivantamab+Lazertinib 병용 임상 현황(임상 2상 이상만 정리)

임상	개시/완료* 인원	단계	투약군	환자군	비고/코멘트
NCT04965090	21.09	40명	2상	Ami + Lazer	치료 후 진행성 또는 새롭게 뇌 전이된 EGFR 돌연변이 NSCLC 환자
	24.07				Open label - Platinum-based chemotherapy 후 재발된 EGFR Exon20ins - Tagrisso 재발 후 EGFR TKI 치료제 반응성 EGFR 돌연변이 - 또는 임상 중인 기타 치료제를 받은 환자 Treatment-naive EGFR Exon19del/Exon21 L858R
PALOMA-2	22.11	260명	2상	Ami(SC)+Carbo+Peme	Treatment-naive EGFR Exon20ins
	24.05			Ami(SC)+Lazer+Carbo+Peme Ami(IV) to Ami(SC-CF)	1차 또는 2차로 Tagrisso+Chemotherapy 처방이후 재발 기존 Amivantamab IV를 SC 제형으로 교체
PALOMA-3	22.08	400명	3상	Ami(SC)+Lazer	진행성 또는 전이성 EGFR Exon19del/Exon21 L858R
	23.10			Ami(IV)+Lazer	- 1차 또는 2차로 Tagrisso+Chemotherapy 처방 이후 재발
MARIPOSA	20.09	1,074명	3상	Ami(IV) + Lazer	진행성 또는 전이성 EGFR Exon19del/Exon21 L858R
	24.04			Osimer+Placebo* Lazer+Placebo ^{&}	- Treatment-naive NSCLC 환자 ORR 86% vs 85% mPFS (개월) 23.7 vs 16.6 23.12.21 Ami+Laz FDA, EMA 허가 신청
MARIPOSA-2	21.11	500명	3상	Ami+Lazer+ Peme+Carbo	진행성 또는 전이성 EGFR Exon19del/Exon21 L858R
	23.07			Ami+Peme+Carbo Peme+Carbo	- 1차 또는 2차로 Tagrisso 처방받은 사람 ORR 63% vs 64% vs 36% mPFS (개월) 8.3 vs 6.3 vs 4.2 23.11.21 Ami+화학 항암 병용 FDA허가 신청

참고: *1차 종료

Ami, Amivantamab(EGFR/c-Met 이중 항체); Lazer, Lazertinib(3세대 EGFR TKI, 브랜드명 렉라자); Osimer, Osimertinib(3세대 EGFR TKI, AstraZeneca, 브랜드명 타그리소); Carbo, Carboplatin(Chemotherapy); Peme, Pemetrexed(Chemotherapy); SC, 피하주사; IV, 정맥주사; *, Lazertinib에 대한 Placebo; &, Osimertinib에 대한 Placebo

자료: 삼성증권 정리

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,688	1,776	1,881	2,077	2,306
매출원가	1,163	1,258	1,311	1,444	1,603
매출총이익	525	518	571	634	703
(매출총이익률, %)	31.1	29.2	30.3	30.5	30.5
판매 및 일반관리비	476	482	514	529	551
영업이익	49	36	57	104	152
(영업이익률, %)	2.9	2.0	3.0	5.0	6.6
영업외손익	77	59	31	52	49
금융수익	16	17	32	34	34
금융비용	4	17	13	10	10
지분법손익	58	57	39	52	54
기타	7	3	-26	-24	-28
세전이익	126	95	88	156	201
법인세	27	4	23	34	44
(법인세율, %)	21.4	4.6	26.3	22.0	22.0
계속사업이익	99	91	65	122	157
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	99	91	65	122	157
(순이익률, %)	5.9	5.1	3.4	5.9	6.8
지배주주순이익	103	95	65	121	157
비지배주주순이익	-3	-5	-1	0	0
EBITDA	101	79	100	144	187
(EBITDA 이익률, %)	6.0	4.5	5.3	6.9	8.1
EPS (지배주주)	1,260	1,169	803	1,491	1,926
EPS (연결기준)	1,218	1,113	795	1,494	1,930
수정 EPS (원)*	1,248	1,169	803	1,491	1,926

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동에서의 현금흐름	99	100	92	92	114
당기순이익	99	91	65	122	157
현금유출입이없는 비용 및 수익	53	51	60	62	67
유형자산 감가상각비	47	39	38	33	29
무형자산 상각비	6	4	6	6	6
기타	0	8	17	23	32
영업활동 자산부채 변동	-61	-110	-39	-68	-77
투자활동에서의 현금흐름	-167	16	-144	-2	-2
유형자산 증감	-46	-58	-121	0	0
장단기금융자산의 증감	-31	13	14	-2	-2
기타	-90	61	-37	-0	0
재무활동에서의 현금흐름	-37	-66	36	-26	-27
차입금의 증가(감소)	2	-26	107	0	0
자본금의 증가(감소)	1	7	1	0	0
배당금	-25	-26	-27	-26	-27
기타	-14	-21	-46	-0	-0
현금증감	-100	39	-25	-5	7
기초현금	353	254	293	268	263
기말현금	254	293	268	263	270
Gross cash flow	152	141	125	184	224
Free cash flow	53	41	-29	92	114

참고: * 일회성 수익(비용) 제외

** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외

*** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 유한양행, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,224	1,189	1,255	1,373	1,517
현금 및 현금등가물	254	293	268	263	270
매출채권	461	497	579	652	734
재고자산	275	275	288	324	365
기타	235	124	120	134	149
비유동자산	1,240	1,284	1,436	1,466	1,510
투자자산	743	622	634	703	781
유형자산	331	355	469	436	407
무형자산	88	138	176	170	165
기타	78	169	157	157	157
자산총계	2,464	2,473	2,691	2,839	3,027
유동부채	432	434	538	586	640
매입채무	142	134	213	239	269
단기차입금	69	64	126	126	126
기타 유동부채	221	236	199	220	244
비유동부채	96	31	107	111	115
사채 및 장기차입금	28	1	33	33	33
기타 비유동부채	68	30	73	78	82
부채총계	528	465	644	696	755
지배주주지분	1,927	1,986	1,994	2,089	2,219
자본금	71	74	78	78	78
자본잉여금	112	116	114	114	114
이익잉여금	1,800	1,902	1,917	2,012	2,142
기타	-57	-107	-115	-115	-115
비지배주주지분	9	22	53	53	53
자본총계	1,936	2,008	2,047	2,142	2,272
순부채	-170	-222	-76	-73	-82

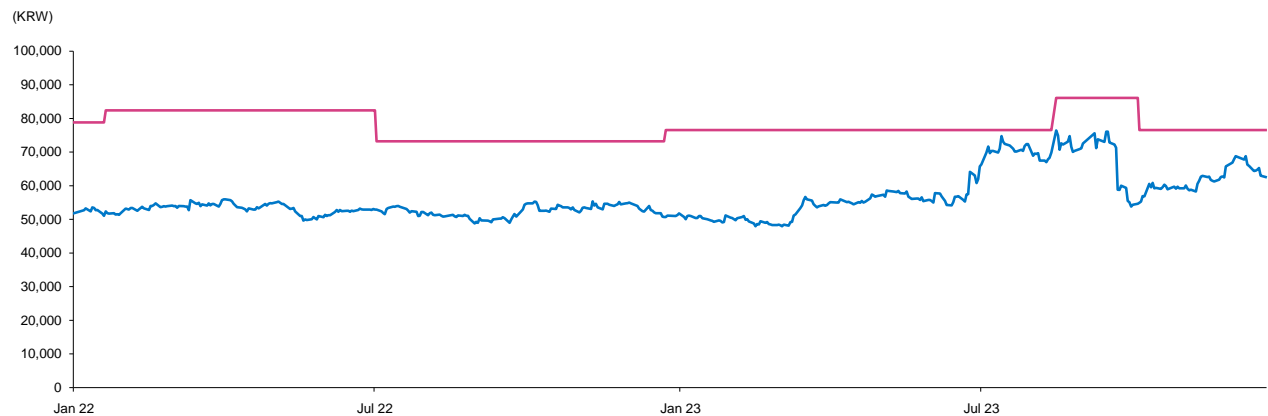
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2021	2022	2023E	2024E	2025E
증감률 (%)					
매출액	4.2	5.2	5.9	10.4	11.0
영업이익	-42.3	-25.9	57.8	83.6	46.0
순이익	-47.9	-8.6	-28.5	87.8	29.2
수정 EPS**	-47.3	-6.3	-31.3	85.7	29.2
주당지표					
EPS (지배주주)	1,260	1,169	803	1,491	1,926
EPS (연결기준)	1,218	1,113	795	1,494	1,930
수정 EPS**	1,248	1,169	803	1,491	1,926
BPS	25,852	26,646	26,597	27,867	29,592
DPS (보통주)	349	365	365	365	365
Valuations (배)					
P/E***	45.6	46.8	85.7	42.3	32.7
P/B***	2.2	2.1	2.6	2.3	2.1
EV/EBITDA	42.0	51.3	53.1	34.0	26.1
비율					
ROE (%)	5.4	4.9	3.3	5.9	7.3
ROA (%)	4.1	3.7	2.5	4.4	5.4
ROIC (%)	4.2	3.4	3.4	6.1	8.7
배당성향 (%)	25.0	28.2	39.3	22.2	17.2
배당수익률 (보통주, %)	0.6	0.7	0.5	0.6	0.6
순부채비율 (%)	-8.8	-11.1	-3.7	-3.4	-3.6
이자보상배율 (배)	16.5	10.4	8.1	10.1	14.7

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2024년 1월 12일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2024년 1월 12일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2021/9/27	2022/7/29	2023/7/29	2023/9/11	10/31
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (원)	82395	76528	76528	90000	80000
과리율 (평균)	-32.13	-27.43	-3.97	-21.15	
과리율 (최대or최소)	-25.00	-9.44	2.05	-11.67	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

· 2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업

BUY (매수)	향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
HOLD (중립)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외
SELL (매도)	향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

OVERWEIGHT(비중확대)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
NEUTRAL(중립)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
UNDERWEIGHT(비중축소)	향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2023.12.31

매수(79.9%)·중립(20.1%)·매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)

Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA