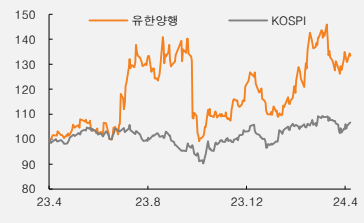


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 95,000원
현재주가(24/4/30)	72,400원
상승여력	31.2%

영업이익(24F, 십억원)	132
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	123
EPS 성장률(24F, %)	31.0
MKT EPS 성장률(24F, %)	72.1
P/E(24F, x)	33.1
MKT P/E(24F, x)	11.1
KOSPI	2,692.06
시가총액(십억원)	5,807
발행주식수(백만주)	80
유동주식비율(%)	68.7
외국인 보유비중(%)	20.5
벤투(12M) 일간수익률	1.08
52주 최저가(원)	53,788
52주 최고가(원)	79,200

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-5.6	32.5	31.3
상대주가	-3.7	13.7	22.0



[제약/바이오]

김승민

sm.kim.a@miraeasset.com

유한양행

레이저티닙 파이프라인 가치, 영업가치로 반영 시작

투자 의견 매수, 목표주가 95,000만원으로 상향조정(기존 85,000원)

목표주가는 유한양행의 영업가치 3.6조원(기존 2.9조원), 레이저티닙 가치 2.2조원(기존 2.4조원) 등을 고려해 산정했다. 레이저티닙 FDA 허가(~8월)가 임박함에 따라 출시 마일스톤(3Q24F 미국 \$60mn, 2025F 미국 외 \$70mn)을 영업가치에 반영했고, 기존 레이저티닙 rNPV 밸류에이션에서 출시 마일스톤을 제외했다.

1Q24P Review: 컨센서스를 상당히 하회

연결 기준, 1Q24P 매출액 4,446억원(+0.3% YoY), 영업이익 5.9억원(-98% YoY)을 기록했다. 컨센서스 매출액 4,647억원, 144억원 대비 -4%, -96% 하회했다.

사업부별로, 호흡기 아이템 등 OTC 매출 감소(-3% YoY)를 대차질한 아이템 기반 ETC 소폭 성장(+1% YoY)으로 상쇄, 의약품 부문 성장이 정체(+0% YoY)되었다(렉라자 1Q24 매출은 136억원). 엘레신 등 신제품을 기반으로 생활유통사업부문 성장(+24% YoY)이 지속되었다. 연간 물량 수주 시점 차이로 해외사업 부문은 소폭 역성장(-3% YoY)했다.

파이프라인 도입 및 개발 진전으로 R&D 비용 증가, 영업이익이 상당히 감소했다. 한편, 별도 기준 영업이익 61억인데 반해 연결 기준 영업이익 5.9억원을 기록했는데 이는 이문온시아(소렌토와 조인트 벤처 투자. 소렌토의 파산으로 소렌토 지분을 인수)가 연결 기준 실적에 포함됨으로써 영업손실 -42억이 반영되었기 때문이다.

2024년 실적 전망: 레이저티닙 미국 출시 마일스톤 발생 전망

연결 기준, 2024년 매출액 2조 1,544억원(+16% YoY), 영업이익 1,324억원(+133% YoY)을 기록할 것으로 예상된다. 기존 추정치 대비 매출액 +3%, 영업이익 +25% 상향조정했다. 3Q24F 미국 출시 마일스톤 매출 780억원(\$60mn, 환율 1,300원), 영업이익 468억원이 발생할 것으로 추정했고, 이문온시아 연결 편입에 따라 연간 -200억원의 비용 또한 고려했다. 부문별로 약품사업 +9% YoY, 생활건강 +24% YoY, 해외사업 +18% YoY 성장을 예상한다. 약품사업의 성장동력은 혁신 신약 렉라자(폐암), 개량신약 로수바미브(고지혈) 등이다. 24년 렉라자 매출액은 1,107억원으로 추정한다. 신제품 기반의 생활유통 사업, 유한화학 증설분 가동으로 해외 사업부문 고성장도 지속될 것으로 예상한다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	1,776	1,859	2,154	2,372	2,609
영업이익 (십억원)	36	57	132	167	250
영업이익률 (%)	2.0	3.1	6.1	7.0	9.6
순이익 (십억원)	95	136	178	222	313
EPS (원)	1,169	1,672	2,190	2,723	3,849
ROE (%)	4.9	6.7	8.4	9.7	12.4
P/E (배)	46.8	41.1	33.1	26.6	18.8
P/B (배)	2.0	2.5	2.4	2.3	2.0
배당수익률 (%)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 유한양행, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 유한양행 밸류에이션

(억원, 원, 천주)

구분	내용	비고
12개월 선행 EBITDA	2,044	
Target EV/EBITDA	17.7	* 상위 제약사 평균 대비 30% 프리미엄(급격한 이익개선에 따른 프리미엄)
영업가치	36,263	
순현금	2,139	
파이프라인 가치	22,061	
레이저티닙	22,061	레이저티닙+아미반타압 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	548	판매 마일스톤 \$400mn(확률 30%) 추정(*기존 1,749에서 출시 마일스톤 제외)
1차	18,459	2024 미국 출시, 침투율 1% to 30%, 성공확률 90%
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	5,844	* 장부가액
적정 기업가치	66,407	
주식 수 (천주)	70,260	
목표주가 (원)	94,820	* 95,000원
현재주가 (원)	72,400	
상승여력	31.2%	

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	5.3	2,090	2,262	126	154	6.0	6.8	170	202	7.4	7.9	34.1	29.6	2.5	2.3	31.4	26.4	2.8	2.5
한미약품	3.9	1,627	1,765	240	267	14.8	15.1	167	188	13.7	13.6	25.5	22.4	3.5	3.0	12.5	11.3	2.4	2.3
종근당	1.3	1,532	1,624	115	132	7.5	8.1	89	104	9.8	10.3	14.7	12.6	1.4	1.3	7.9	6.7	0.9	0.8
동아에스티	0.6	673	715	37	40	5.6	5.6	30	32	4.1	4.2	20.9	19.3	0.8	0.8	11.6	11.1	0.9	0.8
녹십자	1.3	1,735	1,823	59	90	3.4	4.9	13	38	0.9	2.7		38.4	1.1	1.0	14.8	12.0	0.8	0.7
대웅제약	1.3	1,333	1,419	140	156	10.5	11.0	96	116	11.6	12.5	13.5	11.2	1.6	1.4	9.3	8.4	1.0	0.9
HK이노엔	1.1	923	994	100	124	10.8	12.4	77	98	-	-	14.5	11.3	-	-	8.6	7.1	1.2	1.1
평균						8.4	9.1			7.9	8.5	20.5	20.7	1.8	1.7	13.7	11.9	1.4	1.3

자료: Factset 컨센서스, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 유한양행 1Q24P Review

(억원, %, %p)

	1Q23	4Q23	1Q24P			성장률	
			발표치	컨센서스	vs.컨센서스	YoY	QoQ
매출액	4,430	4,372	4,446	4,647	-4.3	0.3	1.7
매출총이익	1,356	1,330	1,345			-0.8	1.2
매출총이익률	30.6	30.4	30.3			-0.3	-0.2
영업이익	226	60	6	144	-96.0	-97.5	-90.3
영업이익률	5.1	1.4	0.1	3.1	-3.0	-5.0	-1.2
순이익	222	856	110	264	-58.3	-50.5	-87.1

자료: 유한양행, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 연간 실적 추정치 변경

(억원, %)

	기존		신규		변동비율		비고
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	
매출액	20,911	23,054	21,544	23,200	3.0	0.6	- 24년 미국 출시 마일스톤 780억원 - 25년 미국 외 출시 마일스톤 910억원
영업이익	1,063	1,241	1,324	1,773	24.5	42.9	- 출시 마일스톤 영업이익률 60%
EBITDA	1,593	1,804	1,853	2,336	16.3	29.5	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

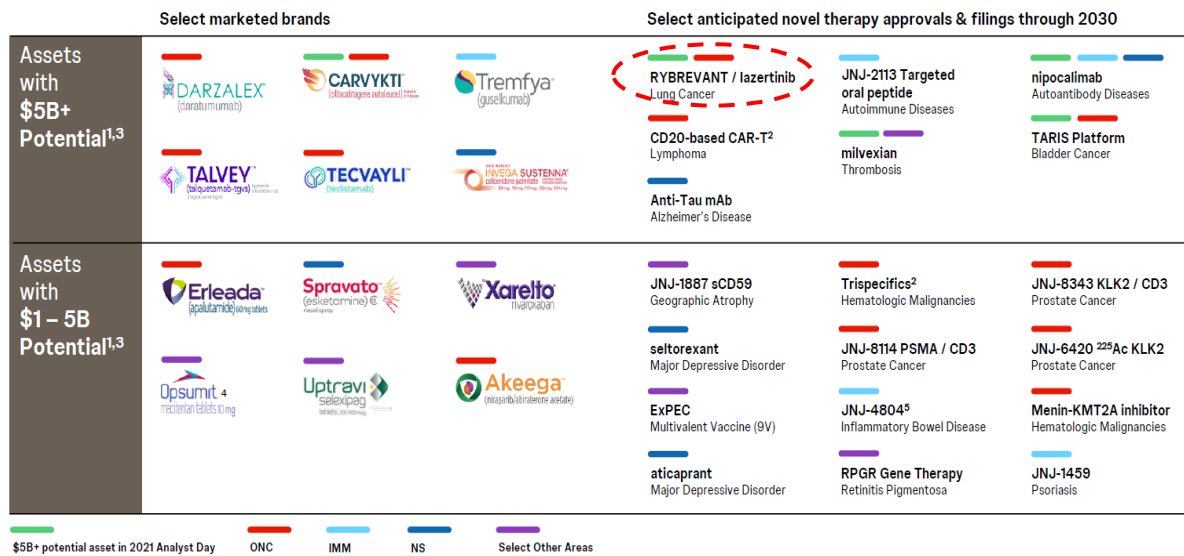
표 5. 유한양행 분기 및 연간 실적 전망

(억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	4,430	4,957	4,831	4,372	4,446	5,441	6,173	5,484	17,758	18,590	21,544	23,720
YoY 성장률	7.8	2.6	11.9	-3.0	0.3	9.8	27.8	25.4	2.9	4.7	15.9	10.1
별도 매출액	4,314	4,821	4,689	4,267	4,331	5,285	5,224	5,377	17,264	18,091	20,217	22,209
YoY 성장률	8.5	3.0	10.5	-2.3	0.4	9.6	11.4	26.0	4.4	4.8	11.8	9.9
약품 사업부	3,094	3,550	3,462	3,313	3,095	3,774	3,823	3,900	13,112	13,419	14,593	15,888
YoY 성장률	8.5	6.0	2.1	-5.9	0.0	6.3	10.4	17.7	13.4	2.3	8.8	8.9
생활건강 사업	358	604	595	595	445	725	744	744	1,813	2,153	2,658	2,924
YoY 성장률	-23.4	1.5	71.3	47.9	24.2	20.0	25.0	25.0	17.9	18.8	23.5	10.0
해외사업	766	731	586	328	741	768	618	722	2,128	2,412	2,848	3,316
YoY 성장률	25.1	12.0	33.5	-22.5	-3.3	5.0	5.4	120.0	57.8	13.3	18.1	16.4
라이선스 수익	72	14	5	22	25	4	784	4	87	112	817	926
YoY 성장률	393.0	-73.3	-83.9	-321.8	-64.4	-71.1	15,548.7	-81.7	-77.3	28.5	627.6	13.3
기타	24	18	41	8	25	14	34	6	123	91	80	65
YoY 성장률	-18.9	-42.8	24.3	-71.6	4.3	-21.5	-16.1	-26.2	44.1	-25.8	-12.7	-18.0
연결 조정	116	136	142	105	114	156	170	107	495	499	547	601
YoY 성장률	-11.9	-8.6	92.0	-25.2	-1.3	14.2	19.9	1.9	-30.6	0.8	9.6	9.8
매출총이익	1,356	1,528	1,445	1,330	1,345	1,772	2,081	1,809	5,182	5,659	7,008	7,823
YoY 성장률	17.0	5.1	19.7	-2.3	-0.8	16.0	44.0	36.0	-8.5	9.2	23.8	11.6
매출총이익률	30.6	30.8	29.9	30.4	30.3	32.6	33.7	33.0	29.2	30.4	32.5	33.0
영업이익	226	273	9	60	6	395	679	245	360	568	1,324	1,672
YoY 성장률	270.9	61.2	-119.5	-66.1	-97.5	44.5	7,587.4	311.1	-49.3	57.5	133.3	26.3
영업이익률	5.1	5.5	0.2	1.4	0.1	7.3	11.0	4.5	2.0	3.1	6.1	7.0
EBITDA	333	382	119	179	134	525	810	384	790	1,014	1,853	2,235
YoY 성장률	95.4	38.3	98.7	-36.7	-59.9	37.3	578.6	114.1	-37.6	28.3	82.7	20.6
EBITDA 마진	7.5	7.7	2.5	4.1	3.0	9.7	13.1	7.0	4.5	5.5	8.6	9.4
순이익	222	87	196	856	110	440	760	472	951	1,361	1,782	2,183
YoY 성장률	39.5	-74.5	160.3	127.6	-50.5	407.2	287.9	-44.8	-3.0	43.0	31.0	22.5
순이익률	5.0	1.8	4.1	19.6	2.5	8.1	12.3	8.6	5.4	7.3	8.3	9.2

자료: 미래에셋증권 리서치센터

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












자료: J&J, 미래셋증권 리서치센터

표 6. J&J의 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
Leerink Partners conf.	And then probably the biggest product that has a disconnect would be the combination of RYBREVANT and lazertinib for small-cell lung cancer with EGFR mutation. We've got some data in MARIPOSA-1, MARIPOSA-2, as well as PAPILLON that we'll read out later this year. We expect approval for MARIPOSA-1 likely this year, hopefully soon, as well as the PALOMA study, which is a study that should read out later this year for subcu formulation administration.

자료: Factset, 미래셋증권 리서치센터

그림 2. R&D 파이프라인 현황

약물	적응증	후보물질	비임상 독성	임상 1상	임상 2상	임상 3상	파트너사
렉라자® LAZERTINIB	EGFR돌연변이 비소세포폐암	단독요법 (유한) 글로벌 3상					Johnson & Johnson Innovative Medicine
		Amivantamab 병용요법 (얀센) 글로벌 3상					
YH14618 (Remedisc)	퇴행성 디스크						 SpineBiopharma
YH12852 (PCS12852)	Gut Motility Disease						 Process Pharmaceuticals
YH25724	MASH						 Boehringer Ingelheim
YH35324	Allergy (CSU, 천식, AD)						 GT innovation
YH32367	유방암, 위암, 담관암 등						 ablbio <small>accelerating the cure for life</small>
YH42946	Her2돌연변이 폐암, 위암 등						 JINTS BIO
YH35995	고셔병, 파브리병						 GC
YH32364	위암, 대장암, 두경부암 등						 ablbio <small>accelerating the cure for life</small>
YHC1102	NASH/Fibrosis						 GILEAD

자료: 유한양행, 미래에셋증권 리서치센터

유한양행 (000100)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,859	2,154	2,372	2,609
매출원가	1,293	1,454	1,590	1,704
매출총이익	566	700	782	905
판매비와관리비	509	568	615	655
조정영업이익	57	132	167	250
영업이익	57	132	167	250
비영업손익	78	63	63	75
금융손익	5	2	5	10
관계기업등 투자손익	56	57	56	56
세전계속사업손익	135	195	230	325
계속사업법인세비용	1	19	11	16
계속사업이익	134	176	218	309
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	134	176	218	309
지배주주	136	178	222	313
비지배주주	-2	-3	-3	-5
총포괄이익	118	176	218	309
지배주주	120	179	222	314
비지배주주	-2	-3	-4	-5
EBITDA	101	185	224	309
FCF	-17	148	212	299
EBITDA 마진율 (%)	5.4	8.6	9.4	11.8
영업이익률 (%)	3.1	6.1	7.0	9.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.3	8.3	9.4	12.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,256	1,412	1,619	1,921
현금 및 현금성자산	299	306	402	583
매출채권 및 기타채권	574	664	731	804
재고자산	285	330	363	400
기타유동자산	98	112	123	134
비유동자산	1,558	1,587	1,593	1,598
관계기업투자등	489	567	624	687
유형자산	523	475	425	373
무형자산	298	298	296	291
자산총계	2,814	3,000	3,212	3,519
유동부채	583	621	643	671
매입채무 및 기타채무	249	289	318	350
단기금융부채	169	141	115	90
기타유동부채	165	191	210	231
비유동부채	129	134	137	141
장기금융부채	100	100	100	100
기타비유동부채	29	34	37	41
부채총계	712	754	781	812
지배주주지분	2,051	2,197	2,386	2,667
자본금	78	78	78	78
자본잉여금	114	114	114	114
이익잉여금	1,975	2,122	2,311	2,592
비지배주주지분	51	48	45	40
자본총계	2,102	2,245	2,431	2,707

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	144	148	213	300
당기순이익	134	176	218	309
비현금수익비용가감	-10	12	5	6
유형자산감가상각비	38	49	51	53
무형자산상각비	6	4	5	5
기타	-54	-41	-51	-52
영업활동으로인한자산및부채의변동	-8	-77	-57	-62
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-63	-89	-65	-71
재고자산 감소(증가)	-5	-45	-33	-36
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	45	28	21	23
법인세납부	-33	-19	-11	-16
투자활동으로 인한 현금흐름	-199	-7	-6	-3
유형자산처분(취득)	-161	0	-1	-1
무형자산감소(증가)	-42	-4	-3	0
장단기금융자산의 감소(증가)	15	-2	-2	-2
기타투자활동	-11	-1	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	63	-60	-58	-58
장단기금융부채의 증가(감소)	170	-28	-26	-25
자본의 증가(감소)	1	0	0	0
배당금의 지급	-27	-32	-32	-32
기타재무활동	-81	0	0	-1
현금의 증가	6	7	96	181
기초현금	293	299	306	402
기말현금	299	306	402	583

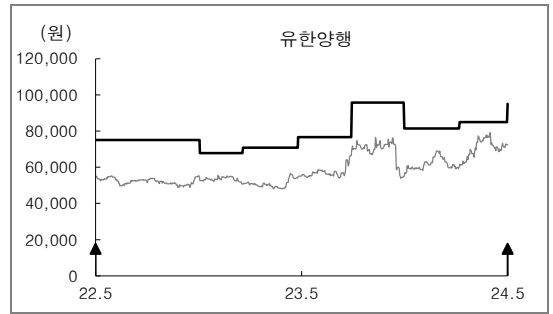
자료: 유한양행, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	41.1	33.1	26.6	18.8
P/CF (x)	45.0	31.4	26.4	18.7
P/B (x)	2.5	2.4	2.3	2.0
EV/EBITDA (x)	52.8	31.5	25.5	17.8
EPS (원)	1,672	2,190	2,723	3,849
CFPS (원)	1,529	2,308	2,741	3,868
BPS (원)	27,867	29,663	31,989	35,442
DPS (원)	430	430	430	430
배당성향 (%)	23.6	18.1	14.5	10.3
배당수익률 (%)	0.6	0.6	0.6	0.6
매출액증가율 (%)	4.7	15.9	10.1	10.0
EBITDA증가율 (%)	28.3	82.7	20.6	38.0
조정영업이익증가율 (%)	57.5	133.3	26.3	49.8
EPS증가율 (%)	43.0	31.0	24.3	41.3
매출채권 회전율 (회)	3.5	3.6	3.5	3.5
재고자산 회전율 (회)	6.6	7.0	6.8	6.8
매입채무 회전율 (회)	8.3	7.5	7.3	7.1
ROA (%)	5.1	6.0	7.0	9.2
ROE (%)	6.7	8.4	9.7	12.4
ROIC (%)	4.4	8.2	10.7	15.8
부채비율 (%)	33.9	33.6	32.1	30.0
유동비율 (%)	215.4	227.5	251.6	286.3
순차입금/자기자본 (%)	-2.0	-4.0	-8.8	-15.6
조정영업이익/금융비용 (x)	9.0	15.2	21.4	36.1

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
유한양행 (000100)				
2024.05.02	매수	95,000	-	-
2024.02.07	매수	85,000	-16.37	-6.82
2023.11.01	매수	81,352	-24.50	-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



* 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 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

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

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
85.36%	9.15%	5.49%	0%

* 2024년 03월 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.