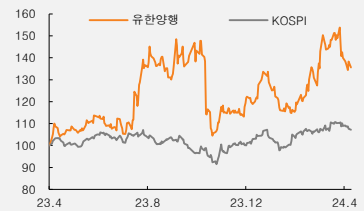


투자 의견(유지)	<b>매수</b>
목표주가(유지)	<b>85,000원</b>
현재주가(24/4/15)	69,800원
상승여력	21.8%

영업이익(24F, 십억원)	106
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	0
EPS 성장률(24F, %)	13.6
MKT EPS 성장률(24F, %)	67.2
P/E(24F, x)	37.5
MKT P/E(24F, x)	11.4
KOSPI	2,681.82
시가총액(십억원)	5,711
발행주식수(백만주)	80
유동주식비율(%)	68.7
외국인 보유비중(%)	20.7
베타(12M) 일간수익률	1.08
52주 최저가(원)	53,597
52주 최고가(원)	79,200

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-5.7	-4.2	24.7
상대주가	-5.8	-11.9	20.0



[제약/바이오]

**김승민**  
sm.kim.a@miraeasset.com

## 유한양행

### 분기 실적보다 R&D 이벤트에 주목

#### 1Q24F Preview: 영업이익 컨센서스 상당히 하회 전망

연결 기준, 1Q24F 매출액 4,560억원(+3% YoY), 영업이익 59억원(-74% YoY)을 기록할 것으로 예상된다. 컨센서스 매출액 4,819억원, 영업이익 218억원 대비 -5%, -73% 하회할 것으로 예상된다. 작년까지 해외 사업부의 수주 물량이 상반기에 집중되어 있었으나, 올해는 고르게 인식될 될 예정이다. 라이선스 수익도 미미할 전망이다. 다만 약품 사업부의 견조한 성장은 지속될 것으로 예상된다. 제한적인 탐라인 성장과 R&D 비용 및 광고선전비 증가로 영업이익 감소가 불가피하다.

#### 2024년 실적 전망

연결 기준, 2024년 매출액 2조 911억원(+13% YoY), 영업이익 1,064억원(+87% YoY)을 기록할 것으로 예상된다. 부문별로 약품사업 +12% YoY, 생활건강 +9% YoY, 해외사업 +17% YoY 성장을 예상한다. 약품사업의 성장동력은 혁신신약 렉라자(폐암), 개량신약 로수바미브(고지혈) 등이다. 렉라자는 국내 1차 급여를 획득했고, EAP 기간동안 900명의 환자에게 제공되었다. 국내 EGFR 변이 비소세포폐암 1차 환자는 약 3,300명으로 추산되며 렉라자는 타그리소와 경쟁에서 점유율 27%를 확보하고 시작했다. 24년 렉라자 매출액은 1,161억원으로 추정한다. 생활유통사업부도 신제품 기반 성장이 예상되고, 유한화학의 증설분이 2월 가동을 시작하며 해외 사업부문의 고성장도 지속될 것으로 예상된다. 한편, 본 추정치에 레이저티닙의 출시 마일스톤(미국 \$60mn, 유럽 \$30mn 등)은 고려하지 않았다

#### 투자 의견 매수, 목표주가 85,000원 유지

목표주가는 유한양행의 영업가치 2.9조원, 레이저티닙 가치 2.3조원 등을 고려해 산정했다. 1Q24 실적보다는 R&D 이벤트에 주목하자. 레이저티닙+아미반타맙 허가가 임박했다. 지난 12월 J&J는 미국, 유럽 등 허가신청을 완료했고 미국에서는 지난 2월 우선심사(Priority Review) 지정, 허가 검토중이다. FDA의 허가 결정(PDUFA)은 늦어도 8/22까지다. J&J는 최근 Hopefully Soon이라 코멘트 했다. 아스트라제네카의 타그리소+chemo는 23년 10월 우선심사 착수, 24년 2월에 허가를 획득한 바 있다(4개월). 하반기에는 동사가 라이선스-아웃 최우선 아이템으로 생각하는 알려지신약 YH35324의 1b상 데이터 업데이트가 예정되어 있다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	1,776	1,859	2,091	2,305	2,582
영업이익 (십억원)	36	57	106	124	148
영업이익률 (%)	2.0	3.1	5.1	5.4	5.7
순이익 (십억원)	95	136	155	180	212
EPS (원)	1,169	1,672	1,899	2,208	2,602
ROE (%)	4.9	6.7	7.3	8.0	8.8
P/E (배)	46.8	41.1	37.5	32.2	27.4
P/B (배)	2.0	2.5	2.4	2.3	2.1
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	1,719	
Target EV/EBITDA	17.2	* 상위 제약사 평균 대비 30% 프리미엄(급격한 이익개선에 따른 프리미엄)
영업가치	29,144	
순차입금	-1,848	
파이프라인 가치	23,684	
레이저티닙	23,684	레이저티닙+아미반타입 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%), 판매 마일스톤 \$400mn(확률 30%) 추정
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	60,094	
주식 수 (천주)	70,260	
목표주가 (원)	85,531	* 85,000원
현재주가 (원)	69,800	
상승여력	21.8%	

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	2,085	2,272	125	160	6.0	7.1	170	205	7.3	7.9	34.0	29.1	2.5	2.3	31.3	25.6	2.8	2.5
한미약품	4.0	1,626	1,766	236	265	14.5	15.0	164	187	13.0	13.0	26.7	23.4	3.5	3.0	12.9	11.7	2.5	2.3
종근당	1.3	1,528	1,618	115	131	7.5	8.1	89	103	9.7	10.2	15.0	12.9	1.5	1.3	8.2	7.0	0.9	0.8
동아에스티	0.6	674	717	37	40	5.5	5.6	30	32	4.0	4.2	21.3	19.6	0.9	0.8	11.5	10.8	0.9	0.8
녹십자	1.3	1,742	1,830	59	90	3.4	4.9	18	43	1.3	3.0	79.9	33.5	1.0	1.0	14.4	11.8	0.7	0.7
대웅제약	1.3	1,333	1,419	140	156	10.5	11.0	96	116	11.6	12.5	13.8	11.4	1.6	1.4	9.4	8.5	1.0	0.9
HK이노엔	1.0	923	992	101	124	11.0	12.5	76	97	-	-	13.1	10.3	-	-	8.4	6.7	1.1	1.0
평균						8.3	9.2			7.8	8.5	29.1	20.0	1.8	1.7	13.7	11.7	1.4	1.3

자료: Factset 컨센서스, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 유한양행 1Q24 Preview

(억원, %, %p)

	1Q23	4Q23	1Q24F			성장률	
			추정치	컨센서스	vs.컨센서스	YoY	QoQ
매출액	4,430	4,372	4,560	4,819	-5.4	2.9	4.3
매출총이익	1,356	1,330	1,381			1.8	3.8
매출총이익률	30.6	30.4	30.3			-0.3	-0.1
영업이익	226	60	59	218	-73.1	-74.1	-1.6
영업이익률	5.1	1.4	1.3	4.5	-3.2	-3.8	-0.1
순이익	222	856	203	290	-30.1	-8.9	-76.3

자료: 유한양행, FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

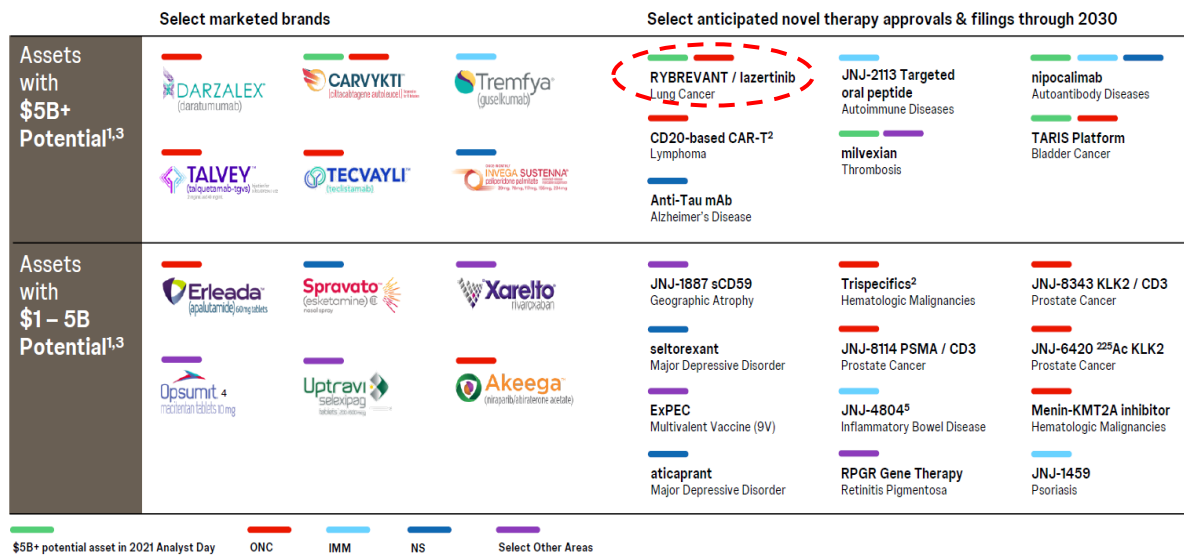
표 4. 유한양행 분기 및 연간 실적 전망

(억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F	2025F
매출액	4,430	4,957	4,831	4,372	4,560	5,388	5,455	5,508	17,758	18,590	20,911	23,054
YoY 성장률	7.8	2.6	11.9	-3.0	2.9	8.7	12.9	26.0	2.9	4.7	12.5	10.2
별도 매출액	4,314	4,821	4,689	4,267	4,431	5,228	5,280	5,395	17,264	18,091	20,334	22,389
YoY 성장률	8.5	3.0	10.5	-2.3	2.7	8.4	12.6	26.5	4.4	4.8	12.4	10.1
약품 사업부	3,094	3,550	3,462	3,313	3,343	3,816	3,858	4,058	13,112	13,419	15,076	16,461
YoY 성장률	8.5	6.0	2.1	-5.9	8.0	7.5	11.5	22.5	13.4	2.3	12.3	9.2
생활건강 사업	358	604	595	595	376	665	655	655	1,813	2,153	2,350	2,585
YoY 성장률	-23.4	1.5	71.3	47.9	5.0	10.0	10.0	10.0	17.9	18.8	9.2	10.0
해외사업	766	731	586	328	690	731	732	673	2,128	2,412	2,826	3,282
YoY 성장률	25.1	12.0	33.5	-22.5	-10.0	0.0	25.0	105.0	57.8	13.3	17.2	16.1
라이선스 수익	72	14	5	22	4	4	4	4	87	112	16	16
YoY 성장률	393.0	-73.3	-83.9	-321.8	-94.4	-71.1	-20.2	-81.7	-77.3	28.5	-85.8	0.0
기타	24	18	41	8	17	13	30	5	123	91	66	45
YoY 성장률	-18.9	-42.8	24.3	-71.6	-27.3	-29.4	-26.0	-38.5	44.1	-25.8	-28.1	-31.2
연결 조정	116	136	142	105	129	160	176	112	495	499	578	664
YoY 성장률	-11.9	-8.6	92.0	-25.2	11.6	17.5	24.0	7.0	-30.6	0.8	15.7	15.0
매출총이익	1,356	1,528	1,445	1,330	1,381	1,920	1,672	1,488	5,182	5,659	6,460	7,308
YoY 성장률	17.0	5.1	19.7	-2.3	1.8	25.6	15.7	11.9	-8.5	9.2	14.2	13.1
매출총이익률	30.6	30.8	29.9	30.4	30.3	35.6	30.6	27.0	29.2	30.4	30.9	31.7
영업이익	226	273	9	60	59	301	377	327	360	568	1,064	1,241
YoY 성장률	270.9	61.2	-119.5	-66.1	-74.1	10.3	4,163.9	450.1	-49.3	57.5	87.4	16.6
영업이익률	5.1	5.5	0.2	1.4	1.3	5.6	6.9	5.9	2.0	3.1	5.1	5.4
EBITDA	333	382	119	179	186	432	507	467	790	1,014	1,593	1,804
YoY 성장률	95.4	38.3	98.7	-36.7	-44.1	12.9	325.2	160.2	-37.6	28.3	57.0	13.3
EBITDA 마진	7.5	7.7	2.5	4.1	4.1	8.0	9.3	8.5	4.5	5.5	7.6	7.8
순이익	222	87	196	856	203	352	460	531	951	1,361	1,546	1,770
YoY 성장률	39.5	-74.5	160.3	127.6	-8.9	305.7	134.7	-38.0	-3.0	43.0	13.6	14.5
순이익률	5.0	1.8	4.1	19.6	4.4	6.5	8.4	9.6	5.4	7.3	7.4	7.7

자료: 미래에셋증권 리서치센터

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



자료: J&amp;J, 미래에셋증권 리서치센터

표 5. J&amp;J 4Q23 Earnings Call lazertinib 관련 코멘트

구분	내용
4Q23 Earnings call	We are very, very excited about RYBREVA and the combination of RYBREVA 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 RYBREVA and the combination of RYBREVA 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 RYBREVA, 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 RYBREVA 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, 미래에셋증권 리서치센터

## 유한양행 (000100)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,859	2,091	2,305	2,582
매출원가	1,293	1,445	1,575	1,759
매출총이익	566	646	730	823
판매비와관리비	509	540	607	675
조정영업이익	57	106	124	148
영업이익	57	106	124	148
비영업손익	78	63	62	72
금융손익	5	2	5	7
관계기업등 투자손익	56	57	56	56
세전계속사업손익	135	169	186	220
계속사업법인세비용	1	17	9	11
계속사업이익	134	152	177	209
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	134	152	177	209
지배주주	136	155	180	212
비지배주주	-2	-2	-3	-3
총포괄이익	118	152	177	209
지배주주	120	155	180	212
비지배주주	-2	-3	-3	-4
EBITDA	101	159	180	207
FCF	-17	141	171	189
EBITDA 마진율 (%)	5.4	7.6	7.8	8.0
영업이익률 (%)	3.1	5.1	5.4	5.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.3	7.4	7.8	8.2

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,256	1,389	1,555	1,753
현금 및 현금성자산	299	315	372	429
매출채권 및 기타채권	574	644	710	795
재고자산	285	320	353	396
기타유동자산	98	110	120	133
비유동자산	1,558	1,571	1,575	1,595
관계기업투자등	489	550	607	679
유형자산	523	475	425	373
무형자산	298	298	296	295
자산총계	2,814	2,960	3,130	3,348
유동부채	583	605	627	664
매입채무 및 기타채무	249	281	309	346
단기금융부채	169	140	114	90
기타유동부채	165	184	204	228
비유동부채	129	133	136	141
장기금융부채	100	100	100	100
기타비유동부채	29	33	36	41
부채총계	712	738	763	805
지배주주지분	2,051	2,174	2,321	2,501
자본금	78	78	78	78
자본잉여금	114	114	114	114
이익잉여금	1,975	2,098	2,245	2,425
비지배주주지분	51	48	46	42
자본총계	2,102	2,222	2,367	2,543

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	144	142	173	191
당기순이익	134	152	177	209
비현금수익비용가감	-10	10	3	5
유형자산감가상각비	38	49	51	53
무형자산상각비	6	4	5	5
기타	-54	-43	-53	-53
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-8	-60	-56	-73
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-63	-70	-64	-83
재고자산 감소(증가)	-5	-36	-33	-42
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	45	22	21	27
법인세납부	-33	-17	-9	-11
투자활동으로 인한 현금흐름	-199	-6	-6	-8
유형자산처분(취득)	-161	0	-1	-1
무형자산감소(증가)	-42	-4	-3	-5
장단기금융자산의 감소(증가)	15	-2	-2	-2
기타투자활동	-11	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	63	-62	-58	-57
장단기금융부채의 증가(감소)	170	-30	-26	-24
자본의 증가(감소)	1	0	0	0
배당금의 지급	-27	-32	-32	-32
기타재무활동	-81	0	0	-1
현금의 증가	6	16	57	57
기초현금	293	299	315	372
기말현금	299	315	372	429

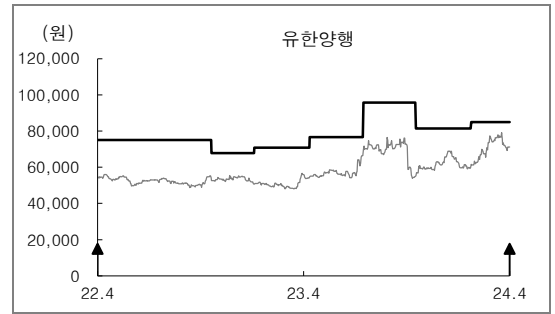
자료: 유한양행, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	41.1	37.5	32.2	27.4
P/CF (x)	45.0	35.8	32.2	27.2
P/B (x)	2.5	2.4	2.3	2.1
EV/EBITDA (x)	52.8	36.0	31.3	26.8
EPS (원)	1,672	1,899	2,208	2,602
CFPS (원)	1,529	1,988	2,211	2,622
BPS (원)	27,867	29,371	31,183	33,388
DPS (원)	430	430	430	430
배당성향 (%)	23.6	20.9	17.9	15.2
배당수익률 (%)	0.6	0.6	0.6	0.6
매출액증가율 (%)	4.7	12.5	10.2	12.0
EBITDA증가율 (%)	28.3	57.0	13.3	14.8
조정영업이익증가율 (%)	57.5	87.4	16.6	19.5
EPS증가율 (%)	43.0	13.6	16.3	17.8
매출채권 회전율 (회)	3.5	3.5	3.5	3.5
재고자산 회전율 (회)	6.6	6.9	6.8	6.9
매입채무 회전율 (회)	8.3	7.6	7.4	7.5
ROA (%)	5.1	5.3	5.8	6.4
ROE (%)	6.7	7.3	8.0	8.8
ROIC (%)	4.4	6.6	8.0	9.4
부채비율 (%)	33.9	33.2	32.3	31.7
유동비율 (%)	215.4	229.5	247.9	263.8
순차입금/자기자본 (%)	-2.0	-4.5	-7.8	-10.5
조정영업이익/금융비용 (x)	9.0	12.2	16.0	21.5

## 투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
유한양행 (000100)				
2024.02.07	매수	85,000	-	-
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

## 투자 의견 분류 및 적용 기준

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(◆), 추가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

## 투자 의견 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.