

# 유한양행 (000100)

## 2023P 실적 Review: 포트폴리오 관리가 필요하다

투자의견

**BUY**(유지)

목표주가

**110,000** 원(하향)

현재주가

**59,800** 원(2/6)

시가총액

**4,797**(십억원)

제약/바이오 권해순\_02)368-6181\_hskwon@eugenefn.com

- 2023P 실적 매출액 1.86조원(+4.7%yoy), 영업이익 568억원(+57.6%yoy): 당사 및 시장 예상치 하회  
→ 2023년 초 회사가 제시한 예상 영업이익 800억원 하회: EAP(early access program) 영향, 연구개발비 증가
- 2024년 예상 실적 가이드라인 제시: 연결 매출액 2조원 상회, 영업이익 1,000억원대(레이저티닙 글로벌 판매 제외)  
→ 당사는 연내 레이저티닙 미국 출시를 가정, 2024년 연결 매출액 2조원, 영업이익 1,353억원 예상
- 목표주가 하향: 레이저티닙 가치는 유지, 유한양행 기업가치 평가에 적용한 Target P/E를 25배(종전 35배)로 하향
- 레이저티닙 가치는 유지
  - ① 레이저티닙 출시 3년차 2027년 글로벌 예상 시장 점유율 30%: 예상 판매액 2.1조원, 예상 영업이익 3,580억
  - ② 4분기경 FDA 승인 기대
  - ③ mOS 최종 결과가 핵심이 될 것: 2024년말 타그리소 mOS 데이터가 가시화 될 것으로 예상
- 포트폴리오 관리가 필요하다 ① 제품 포트폴리오 관리(레이저티닙 외 주력제품 보강), ②, 투자 포트폴리오 관리(방향성 있는 투자), ③2024년말부터 유입이 예상되는 레이저티닙 글로벌 판매 이익 활용 방안에 대한 중장기 전략이 필요한 시점

주가(원, 2/6)	59,800
시가총액(십억원)	4,797

발행주식수	80,209천주
52주 최고가	88,400원
최저가	49,950원
52주 일간 Beta	1.02
60일 일평균거래대금	201억원
외국인 지분율	19.9%
배당수익률(2023F)	0.6%

주주구성	
유한재단 (외 4인)	23.3%
국민연금공단 (외 1인)	9.8%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-9.2	-14.0	12.9
절대기준	-9.3	-4.2	18.6

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	110,000	150,000	▼
영업이익(24)	135	146	▼
영업이익(25)	264	222	▲

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023P	2024E
매출액	1,688	1,776	1,859	1,999
영업이익	49	36	57	135
세전손익	126	95	142	215
당기순이익	103	95	126	163
EPS(원)	1,339	1,241	1,576	2,128
증감률(%)	-46.8	-7.3	32.9	35.0
PER(배)	44.4	46.1	37.9	28.1
ROE(%)	5.4	4.9	6.2	7.7
PBR(배)	2.2	2.1	2.3	2.1
EV/EBITDA(배)	41.9	51.0	42.5	21.7

자료: 유진투자증권



## 투자의견 BUY는 유지하나 목표주가 110,000 원으로 하향

목표주가 110,000 원,  
Target P/E 하향 조정

유한양행에 대해 투자의견 BUY를 유지하나 목표주가는 110,000 원으로 하향. 유한양행의 중장기 기업가치 상승을 견인할 레이저티닙이 창출할 예상 이익은 유지하나 유한양행 기업가치 평가에 적용한 Target P/E를 25 배(종전 35 배, 당사는 상위 제약사 한미약품 기업가치 평가에 Target P/E 30 배를 적용함)로 하향하였기 때문. 현 주가 대비 상승여력을 감안하여 제약바이오 업종 Top pick 유지.

현 시점에서  
기업가치를 상승시키  
기 위한 방안

Target P/E를 하향한 것은 2024년이 연내 유입이 예상되는 레이저티닙 글로벌 판매 이익 활용 방안에 대한 중장기 전략 제시가 요구되는 시점이나 이와 관련한 불확실성이 존재한다고 판단하였기 때문. 글로벌 신약 출시를 앞두고 있음에도 불구하고 투자자들은 유한양행의 중장기 비전에 대해 공감하지 못하고 있음.

현 시점에서 기업가치를 상승시키기 위해서는 ①제품 포트폴리오 관리(레이저티닙 외 주력품목 부재), ②투자 포트폴리오 관리(방향성 부재)와 더불어 ③2024년 말부터 유입될 레이저티닙 글로벌 판매 이익 활용 방안에 대한 적극적인 중장기 전략을 수립하고 투자자들이 공감해야 된다고 판단함.

목표 시가총액  
8.6 조원

목표주가는 레이저티닙의 성공적인 글로벌 상업화를 가정하여 2027년 예상 순이익 4,247 억원을 현가화(할인율 10%)한 값(3,074 억원)에 Target P/E 25 배를 적용한 영업가치 7.98 조원(종전 11.17 조원에서 30% 하향), 신약 파이프라인 추정 가치 0.43 조원, 투자자산 추정 가치 0.19 조원을 합산한 것. 목표 시가총액 8.6 조원.

도표 1. 유한양행 목표주가 11만원으로 하향

구성요소	Value (십억원)	산정 근거
영업 가치	7,978	레이저티닙 글로벌 상업화 3년차 2027년 예상 순이익(레이저티닙 예상 판매이익 3,580 억원 + 그 외 사업부문 예상 영업이익 1,184 억원 + 유한김벌리와 유한화학의 예상 지분법 합산 이익 550 억원)을 2024년 초로 현가화(할인율 10%, 할인 계수 0.75)한 값에 Target P/E 20 배(Peer group인 한미약품 Target P/E 30 배에서 할인, 종전 Target P/E 35 배에서 하향 조정) 적용
기타 R&D 가치	434	NASH 치료제 등 계약금을 제외한 계약 규모에 임상 진행률 15% 반영
투자 지분 가치	192	
가치 합산	8,604	
주당 가치 (원)	110,559	
목표 주가 (원)	110,000	종전 목표주가 150,000 원에서 27% 하향

자료: 유진투자증권

## 2023 년 잠정실적

2023 년 4 분기 실적은 EAP(Early Access Program) 영향과 연구개발비 증가 등으로 당사 및 시장 컨센서스를 하회함. 세전이익이 급증한 것은 지분법 평가 대상인 관계기업(이문온시아)을 유상증자 참여 후 연결대상으로 편입함에 따라 관계기업투자주식 처분이익으로 반영되었기 때문.

**2024 년부터 성장국면 진입** 2023P 실적도 매출액 1.86 조원(+4.7%yoy), 영업이익 568 억원(+57.6%yoy)으로 당사 및 시장 예상치 하회함. 2023 년 초 회사가 제시한 예상 영업이익 800 억원을 약 30% 하회함. 2023년 실적은 예상을 하회하였으나 레이저티닙이 국내에서 비소세포폐암 1 차 표준요법으로 등재되어 처방이 시작되면서 2024 년부터는 실적 성장으로 나타날 전망.

**2024 년 실적 Guidance:** 유한양행은 전일 있었던 애널리스트 대상 실적 발표에서 2024 년 예상 실적으로 연결 매출액 2 조원 상회, 영업이익 1,000 억원대(레이저티닙 글로벌 판매 제외)를 제시하였음. 당사는 연내 레이저티닙 미국 출시를 가정, 2024 년 연결 매출액 2 조원, 영업이익 1,353 억원 예상하고 있음.

(레이저티닙 글로벌 판매 이익 제외) 다만 2024 년내 미국과 유럽 출시를 가정하여 유입될 마일스톤을 2024 년 4 분기 미국 출시에 따른 마일스톤 유입, 2025 년 1 분기 유럽 출시에 따른 마일스톤 유입으로 유입 시기를 변경함. 따라서 2024 년 영업이익은 종전 대비 하향 조정하나 2025 년 영업이익은 상향 조정됨

도표 2. 4Q23P Review (연결기준)

(단위: 십억원, (%,%p))	4Q23P					1Q24E			2023	2024E		2025E	
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	yoy	qoq		예상치	yoy	예상치	yoy
매출액	451	494	-9	476	-5	455	2	1	1,859	1,999	8	2,201	10
영업이익	6	42	-86	9	-33	25	42	317	57	135	137	264	96
순이익	91	37	146	21	333	37	42	-59	126	163	29	264	62
영업이익률	1	9	-7	2	-1	5	2	4	3	7	4	12	5
순이익률	20	7	13	4	16	8	2	-12	7	8	1	12	4

자료: 유한양행, 유진투자증권

도표 3. 유한양행 연결 실적 추정치 변경

(단위: 십억원)	수정 후			수정 전		Change (% , %p)	
	2023P	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
매출액	1,859	1,999	2,201	2,151	2,437	-7.1	-9.7
영업이익	57	135	264	146	222	-7.5	18.9
순이익	126	163	264	174	237	-6.3	11.4
영업이익률 %	3.1	6.8	12.0	6.8	9.1	-	2.9
순이익률 %	6.8	8.2	12.0	8.1	9.7	-	2.3

자료: 유한양행, 유진투자증권

MARIPOSA 임상을  
토대로 글로벌 상업화  
성공할 것

레이저티닙의 MARIPOSA 임상 중간 데이터는 글로벌 신약으로 승인받고 판매 되는데 있어 충분한 결과를 도출했다고 판단함. MARIPOSA 임상의 엄격한 모니터링에 기반한 mPFS 도출, 레이저티닙이 겨냥하는 EGFR-TKI 시장의 고성장세, 낮은 경쟁구도, J&J의 중장기 성장 전략 등을 감안할 때 레이저티닙의 상업화 성공 가능성은 높다고 판단함.

국내 시장 진입 속도,  
단독 요법 출시 일정,  
병용요법 약가 전략,  
mOS 데이터 결과 등이  
구체화되어야 할 것

그러나 성공 가능성에 대한 시장의 우려가 해소되기 위해서는 2024년 국내 1차 치료제 시장 진입 속도, 2 분기에 확인 가능할 것으로 예상되는 리브리반트 SC 임상 결과, 레이저티닙 글로벌 단독 요법 출시 일정 가시화, 병용요법의 높은 약가에 대한 J&J의 마케팅 전략, 병용요법의 mOS 데이터 결과 등이 구체화되어야 할 것임. 당사는 이러한 우려 사항들이 2024 년 중기부터 하나씩 해소될 것으로 전망함.

현재 레이저티닙은 미국 FDA, 유럽 EMA, 중국에서 신약 승인 신청이 진행되고 있음. 미국 FDA 신약 승인이 가장 빠르게 나올 것으로 기대하고 있으며, 4 분기로 예상됨. 이후 미국 첫 환자 투여가 이루어지면서 글로벌 출시를 기념하는 마일스톤 유입될 전망.

도표 4. 레이저티닙 출시 3 년차 시장 점유율 30%, 2029 년 50% 가정 (2024~2032 년)

	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E
타그리소 매출액: 2030 년까지 약 +8%/yy 가정	6,557	7,149	7,762	8,394	9,044	9,709	10,387	11,076	11,774
LAZ+AMI 점유율: Peak M/S 50% 가정	1%	13%	25%	30%	40%	50%	50%	50%	50%
글로벌 매출액 (\$mn)	43	614	1,281	1,663	2,389	3,206	3,430	3,657	3,888
글로벌 매출액 (십억원, 환율 W1,300/\$ 가정)	56	790	1,650	2,141	3,076	4,127	4,416	4,708	5,005
(1) US+EU Market 50%, AMI 병용 시 매출액 1.6 배 증가(가격 증가 감안) LAZ 매출액 비중 38%	20	283	590	766	1,100	1,476	1,579	1,684	1,790
(2) Emerging Market 50%, LAZ 처방률 70%	23	325	679	881	1,266	1,699	1,818	1,938	2,060
글로벌 판매 이익 (\$mn)	66	181	293	404	522	711	751	742	633
글로벌 매출액 (십억원, 환율 W1,300/\$ 가정)	86	236	381	525	679	925	977	965	823
1. 판매로알티 구간별로 10~15%	4	61	130	171	254	353	382	411	441
2. 마일스톤: 지역별 및 매출 구간별 차별화	60	90	100	150	150	200	200	150	-
3. 원료매출액 약 5% 가정	2	30	63	82	118	159	170	181	193
글로벌 판매이익 (원화, 유한양행 귀속분)	53	157	262	358	469	637	674	673	594

자료: 유진투자증권 추정

주: 2033~2034 년 추정치는 생략함

## 유한양행(000100.KS) 재무제표

## 대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>자산총계</b>	<b>2,464</b>	<b>2,473</b>	<b>2,726</b>	<b>2,861</b>	<b>3,145</b>
유동자산	1,224	1,189	1,292	1,429	1,709
현금성자산	295	321	513	609	879
매출채권	474	509	455	493	485
재고자산	275	275	259	261	277
비유동자산	1,240	1,284	1,433	1,432	1,436
투자자산	821	791	780	781	783
유형자산	331	355	473	459	452
기타	88	138	181	191	202
<b>부채총계</b>	<b>528</b>	<b>465</b>	<b>610</b>	<b>610</b>	<b>660</b>
유동부채	432	434	504	503	551
매입채무	215	208	240	238	284
유동성이자부채	92	96	133	133	133
기타	124	130	132	133	134
비유동부채	96	31	106	107	108
비유동이자부채	33	3	74	74	74
기타	63	27	32	33	34
<b>자본총계</b>	<b>1,936</b>	<b>2,008</b>	<b>2,116</b>	<b>2,250</b>	<b>2,485</b>
지배지분	1,927	1,986	2,063	2,198	2,433
자본금	71	74	78	78	78
자본잉여금	112	116	114	114	114
이익잉여금	1,800	1,902	1,978	2,113	2,348
기타	(57)	(107)	(107)	(107)	(107)
비지배지분	9	22	53	53	53
<b>자본총계</b>	<b>1,936</b>	<b>2,008</b>	<b>2,116</b>	<b>2,250</b>	<b>2,485</b>
총차입금	125	99	207	207	207
순차입금	(170)	(222)	(306)	(402)	(672)

## 현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>영업현금</b>	<b>99</b>	<b>100</b>	<b>305</b>	<b>134</b>	<b>310</b>
당기순이익	99	91	174	170	275
자산상각비	53	43	50	70	69
기타비현금성손익	(199)	(124)	(170)	(186)	(200)
운전자본증감	(61)	(110)	119	(41)	38
매출채권감소(증가)	(17)	(37)	78	(37)	7
재고자산감소(증가)	(26)	(0)	20	(2)	(16)
매입채무증가(감소)	21	(8)	22	(2)	47
기타	(38)	(65)	(1)	1	1
<b>투자현금</b>	<b>(167)</b>	<b>16</b>	<b>(138)</b>	<b>(10)</b>	<b>(12)</b>
단기투자자산감소	(85)	129	34	(1)	(1)
장기투자증권감소	(61)	0	(35)	58	61
설비투자	46	58	132	50	55
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(35)	(36)	(23)	(17)	(17)
<b>재무현금</b>	<b>(37)</b>	<b>(66)</b>	<b>36</b>	<b>(28)</b>	<b>(29)</b>
차입금증가	(1)	(30)	59	0	0
자본증가	(41)	(43)	(35)	(28)	(29)
배당금지급	25	26	27	28	29
<b>현금 증감</b>	<b>(100)</b>	<b>39</b>	<b>205</b>	<b>96</b>	<b>269</b>
기초현금	353	254	293	499	594
기말현금	254	293	499	594	864
Gross Cash flow	152	141	178	175	272
Gross Investment	143	223	53	50	(27)
<b>Free Cash Flow</b>	<b>9</b>	<b>(82)</b>	<b>125</b>	<b>125</b>	<b>299</b>

자료: 유진투자증권

## 손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>1,688</b>	<b>1,776</b>	<b>1,859</b>	<b>1,999</b>	<b>2,201</b>
증가율(%)	4.2	5.2	4.7	7.6	10.1
매출원가	1,163	1,258	1,293	1,323	1,361
<b>매출총이익</b>	<b>525</b>	<b>518</b>	<b>566</b>	<b>676</b>	<b>840</b>
판매 및 일반관리비	476	482	509	541	576
기타영업손익	0	1	6	6	6
<b>영업이익</b>	<b>49</b>	<b>36</b>	<b>57</b>	<b>135</b>	<b>264</b>
증가율(%)	(42.3)	(25.9)	57.6	138.3	95.1
<b>EBITDA</b>	<b>101</b>	<b>79</b>	<b>107</b>	<b>205</b>	<b>333</b>
증가율(%)	(29.7)	(21.9)	35.7	91.5	62.2
<b>영업외손익</b>	<b>77</b>	<b>59</b>	<b>85</b>	<b>80</b>	<b>84</b>
이자수익	5	10	15	13	13
이자비용	3	3	7	10	10
지분법손익	76	42	37	60	63
기타영업외손익	(1)	10	40	18	19
<b>세전순이익</b>	<b>126</b>	<b>95</b>	<b>142</b>	<b>215</b>	<b>348</b>
증가율(%)	(47.5)	(24.7)	49.6	51.4	61.7
법인세비용	27	4	(0)	45	73
<b>당기순이익</b>	<b>99</b>	<b>91</b>	<b>142</b>	<b>170</b>	<b>275</b>
증가율(%)	(47.9)	(8.6)	56.8	19.6	61.7
지배주주지분	103	95	126	163	264
증가율(%)	(46.8)	(7.3)	32.9	29.0	61.7
비지배지분	(3)	(5)	48	7	11
<b>EPS(원)</b>	<b>1,339</b>	<b>1,241</b>	<b>1,576</b>	<b>2,128</b>	<b>3,442</b>
증가율(%)	(46.8)	(7.3)	32.9	35.0	61.7
수정EPS(원)	1,339	1,241	1,570	2,121	3,435
증가율(%)	(46.8)	(7.3)	32.4	35.1	61.9

## 주요투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,339	1,241	1,576	2,128	3,442
BPS	27,080	26,687	26,510	28,240	31,258
DPS	365	382	370	370	370
<b>밸류에이션(배, %)</b>					
PER	44.4	46.1	37.9	28.1	17.4
PBR	2.2	2.1	2.3	2.1	1.9
EV/ EBITDA	41.9	51.0	42.5	21.7	12.6
배당수익률	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
PCR	30.4	31.5	27.3	26.6	17.1
<b>수익성(%)</b>					
영업이익률	2.9	2.0	3.1	6.8	12.0
EBITDA이익률	6.0	4.5	5.8	10.3	15.1
순이익률	5.9	5.1	7.6	8.5	12.5
ROE	5.4	4.9	6.2	7.7	11.4
ROIC	4.0	3.1	3.5	8.8	17.2
<b>안정성 (배, %)</b>					
순차입금/자기자본	(8.8)	(11.1)	(14.5)	(17.9)	(27.0)
유동비율	283.4	273.8	256.4	283.9	310.0
이자보상배율	16.5	10.4	8.1	13.1	25.5
<b>활동성 (회)</b>					
총자산회전율	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
매출채권회전율	3.6	3.6	3.9	4.2	4.5
재고자산회전율	6.4	6.5	7.0	7.7	8.2
매입채무회전율	7.8	8.4	8.3	8.4	8.4

### Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다  
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다  
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다  
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다  
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다  
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다  
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다  
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.  
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

### 투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)      당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2023.12.31 기준)

