

유한양행(000100)

오래 기억에 남을 한 해를 뒤로하고

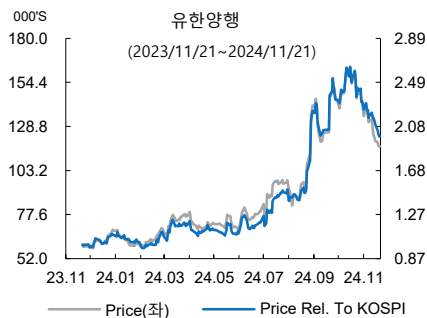
Buy (Maintain)

목표주가(12M)	135,000원(상향)
증가(2024.11.21)	117,200원
상승여력	15.2 %

Stock Indicator

자본금	78십억원
발행주식수	8,021만주
시가총액	9,401십억원
외국인지분율	21.1%
52주 주가	58,041~163,700원
60일평균거래량	4,099,771주
60일평균거래대금	558.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-26.7	24.3	52.6	97.1
상대수익률	-22.0	32.4	61.5	98.3



[투자포인트]

- 레이저티닙의 FDA 승인으로 당사는 글로벌 빅파마로부터 신약 로열티를 수령하는 최초의 국내 제약사가 되었다. 승인 후 동사의 주가는 최대 53% 급등하며 미국 폐암 시장 진출에 대한 기대감을 반영한 바 있다. 레이저티닙/아미반타맙 병용요법은 환자의 특성에 따라 폐암 시장을 타그리소와 양분할 전망으로, '28년도 미국에서 블록버스터 매출 달성이 기대된다. 향후 점유율에 영향을 줄 수 있는 요소는 OS 데이터 발표와 아미반타맙SC의 승인이며, 로열티 수령과 더불어 유럽(3천만달러), 중국(4.5천만달러) 승인에 따른 마일스톤 발생은 동사의 실적을 견인할 전망이다
- 투자의견 Buy, 목표주가를 135,000원으로 상향한다 레이저티닙/아미반타맙 병용요법의 FDA 승인 및 유럽 CHMP 승인 권고에 따라 레이저티닙의 로열티를 영업가치에 반영, 기존 SoTP에서 EV/EBITDA 상대가치평가로 valuation 방식을 변경했다. 레이저티닙의 블록버스터 미국 매출이 예상되는 '28년도 추정 EBITDA를 현가화, 타겟 멀티플 27.1x를 적용하여 산정한 동사의 기업가치는 약 10조원(기존 6.2조원, 61% 상향)이다. 향후 1)PALOMA3 기반 아미반타맙SC 병용요법 승인 및 2)파트너사 J&J의 레이저티닙 활용도 증가에 따라 기업가치에 반영할 예정이다

FY	2023	2024E	2025E	2026E
매출액(십억원)	1,859	2,069	2,217	2,323
영업이익(십억원)	57	85	157	193
순이익(십억원)	136	108	172	195
EPS(원)	1,672	1,331	2,109	2,400
BPS(원)	26,358	25,962	27,456	29,241
PER(배)	41.1	88.1	55.6	48.8
PBR(배)	2.6	4.5	4.3	4.0
ROE(%)	6.7	5.2	7.9	8.5
배당수익률(%)	0.7	0.4	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	51.4	62.3	40.9	34.2

주: K-IFRS 연결 요약 재무제표

레이저티닙 매출 추정

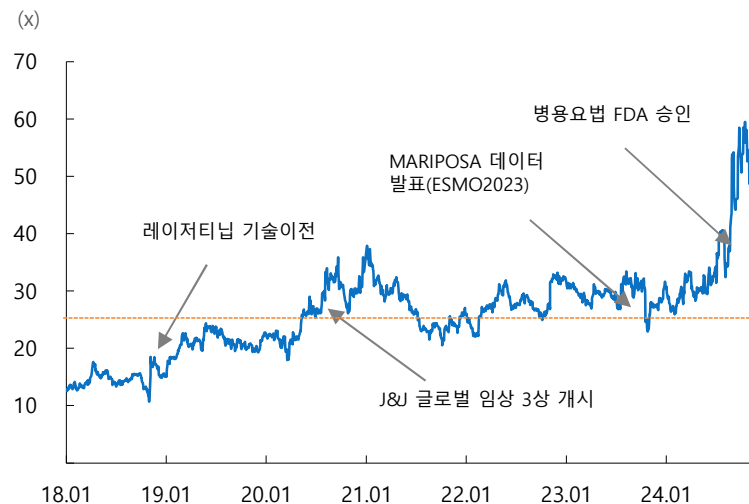
- 레이저티닙/아미반타맵 병용요법의 FDA 승인 및 유럽 CHMP 승인 권고에 따라 레이저티닙의 로열티를 영업가치에 반영, 기존 SoTP에서 EV/EBITDA 상대가치평가로 valuation 방식을 변경했다. 레이저티닙의 블록버스터 달성이 예상되는 '28년도 추정 EBITDA를 현가화, 타겟 멀티플 27.1x를 적용하여 산정한 동사의 기업가치는 약 10조원(기존 6.2조원, 61% 상향)이다
- 기업가치의 주요 driver는 레이저티닙의 향후 매출에 따른 로열티로, 추정에 반영한 가정은 하기와 같다
 - ① Tagrisso와 Ami/Laz는 단일 약물의 독점이 아닌 환자의 상태에 따라 최적의 치료 옵션이 사용되며 시장을 양분할 것으로 전망한다. 다만, 현재 2L이 부재한 Ami/Laz 조합보다 먼저 SoC로 자리잡아 다양한 2L 옵션이 개발되고 있는 Tagrisso가 상대적으로 유리한 상황으로 판단된다. Peak m/s 35%와 5년의 ramp up 기간을 반영했다. 향후 1)PALOMA3 임상 기반 SC제형 승인 및 2)OS 개선 정도에 따라 점유율 상향 조정이 가능하다
 - ② 약물 복용 환자수(Source: AZ Epidemiology data 2024.05): 1L EGFR 변이 NSCLC 18,000명(미국), 14,000명(유럽). 연간 성장률 미국 1.6%, 유럽 1.0% 반영(5Y CAGR, Globaldata)
 - ③ 약가: 미국 WAC \$606.6(Bloomberg). 리베이트가 상대적으로 낮은 항암제의 특성을 반영하여 GTN 80% 가정, 연간 ASP는 약 \$175,000이다. 연간 성장률 2%, 유럽은 미국 약가의 30%를 가정했다
 - ④ 기타 가정: 로열티 15%, 제조마진 제외, 오스코텍 40% 배분
- Double Check: 파트너사 J&J는 레이저티닙/아미반타맵 병용요법의 peak sales 50억 달러 이상을 목표하고 있다
 - ① 3Q24 기준, 아미반타맵의 ASP는 \$20.7/2mg(CMS Medicare Part B)이다. 성인 환자(80 kg), 격주의 투여간격 적용 시, 연간 ASP는 약 \$405,000이다
 - ② 상기 레이저티닙의 가정을 적용 시, 병용요법은 레이저티닙의 특허 만료(2035년) 시점에 약 54억 달러의 peak sales를 기록할 전망이다. 레이저티닙의 미국 peak sales는 약 16억 달러로 추정한다
- 레이저티닙의 가치 상향 가능성: AstraZeneca는 타그리소와 Dato-Dxd(TROP2 ADC)의 병용요법을 1L EGFR 변이 NSCLC(TROPION-Lung14) 및 2L(TROPION-LUNG15)에서 개발 중이다. Licensing in을 통해 레이저티닙과 LCB84(TROP2 ADC)를 확보한 J&J가 유사한 개발 전략을 진행 시, 레이저티닙의 활용도 증가에 따른 가치 상향이 가능할 전망이다

<표> 유한양행 Valuation table

항목	값	단위	비고
① 영업가치	9,043	십억원	
'28년 추정 EBITDA현가화	3,331	십억원	'28년 추정 EBITDA(4,620억원), 4년 할인
할인율	8.5	%	CoD 2.9%, CoE 8.7%, 시장위험프리미엄 4.7%, 52주 weekly beta 1.07 적용
타겟 EV/EBITDA multiple	27.1	x	레이저티닙 글로벌 임상 3상 개시(20년 7월말) 시점부터의 평균 멀티플 10% 할인
② 신약가치	220	십억원	BI300633의 가치
③ 지분가치	765	십억원	4Q24 추정치
비상장 지분가치	742	십억원	
상장 지분가치	23	십억원	과거 1년 평균 시가총액 30% 할인
④ 순차입금	33	십억원	4Q24 추정치
⑤ 기업가치 (=①+②+③-④)	9,995	십억원	
⑥ 주식수	73,794	천주	
⑦ 목표주가 (=⑤/⑥)	135,000	원	135,447 원

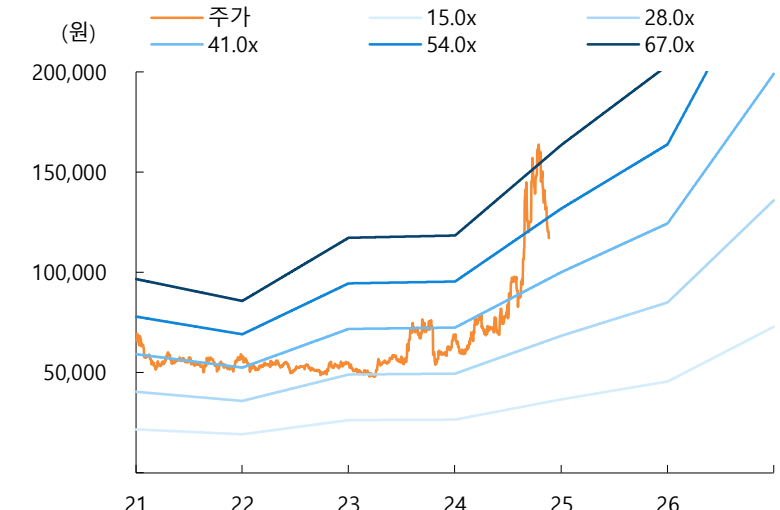
자료: iM증권 리서치본부

<그림> 유한양행 FTM EV/EBITDA 멀티플 추이(18.01-24.11)



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

<그림> 유한양행 P/E band



자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

<표> 레이저티닙 미국/유럽 매출 및 로열티 추정												
항목	단위/산출값	24E	25E	26E	27E	28E	...	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E
미국 Q		비용 승인	출시							특허 만료		
TAM												
1L NSCLC EGFRm treated	명	18,000	18,281	18,566	18,856	19,150		20,692	21,015	21,343	21,677	22,015
비용요법 M/S			1%	7%	20%	29%		35%	35%	35%	25%	18%
Ramp up			3%	21%	58%	83%		100%	100%	100%	70%	50%
Patients treated	명		192	1,365	3,828	5,563		7,242	7,355	7,470	5,311	3,853
미국 P												
Lazcluze(Annual)	달러	174,701	178,195	181,759	185,394	189,102		208,784	212,959	217,218	221,563	225,994
Rybrevant(Annual)	달러	405,191	413,295	421,561	429,992	438,592		484,241	493,925	503,804	513,880	524,158
Revenue												
J&J	백만달러		114	823	2,356	3,492		5,019	5,199	5,386	3,906	2,890
From Lazcluze	백만달러		34	248	710	1,052		1,512	1,566	1,623	1,177	871
From Rybrevant	백만달러		79	575	1,646	2,440		3,507	3,633	3,764	2,729	2,019
로열티 매출	백만달러		5	37	106	158		227	235	243	177	131
유럽 Q												
유럽 NSCLC 환자수	명	14,000	14,133	14,268	14,404	14,542		15,248	15,394	15,540	15,689	15,838
비용요법 M/S			1%	7%	20%	29%		35%	35%	35%	25%	18%
Ramp up			3%	21%	58%	83%		100%	100%	100%	70%	50%
Patients treated	명		148	1,049	2,924	4,224		5,337	5,388	5,439	3,844	2,772
유럽 P												
Lazcluze(Annual)	달러	52,410	53,458	54,528	55,618	56,731		62,635	63,888	65,166	66,469	67,798
Revenue												
J&J Lazcluze	백만달러		8	57	163	240		334	344	354	255	188
로열티 매출	백만달러		1	9	24	36		50	52	53	38	28
미국/유럽 로열티 매출	백만달러		6	46	131	194		277	287	297	215	159
원화 환산	십억원		8	60	170	252		360	373	386	279	206
유한양행 귀속 매출(EBIT)	십억원		5	36	102	151		216	224	231	168	124

자료: iM증권 리서치본부

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산		1,256	1,333	1,509	1,736
현금 및 현금성자산		299	253	327	461
단기금융자산		23	25	26	27
매출채권		585	650	696	729
재고자산		285	317	340	356
비유동자산		1,558	1,652	1,742	1,832
유형자산		523	569	610	648
무형자산		298	290	283	276
자산총계		2,814	2,986	3,251	3,568
유동부채		583	671	816	991
매입채무		179	199	214	224
단기차입금		128	146	206	266
유동성장기부채		4	4	4	4
비유동부채		129	153	154	154
사채		-	-	-	-
장기차입금		60	84	85	85
부채총계		712	824	970	1,145
지배주주지분		2,051	2,113	2,235	2,380
자본금		78	81	81	81
자본잉여금		114	114	114	114
이익잉여금		1,975	2,050	2,188	2,349
기타자본항목		-116	-132	-149	-165
비지배주주지분		51	49	46	43
자본총계		2,102	2,162	2,281	2,423

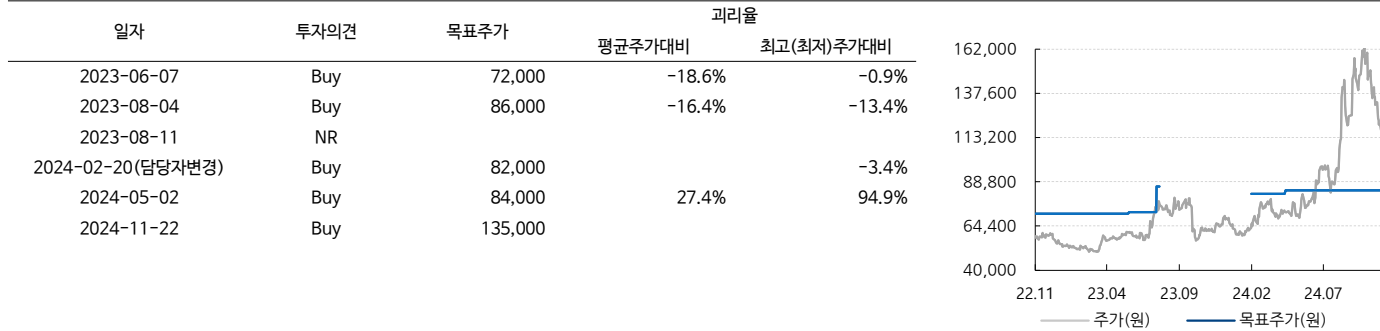
현금흐름표	(십억원)	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름		144	179	287	353
당기순이익		134	107	169	192
유형자산감가상각비		38	46	54	60
무형자산상각비		6	18	18	17
지분법관련손실(이익)		56	56	56	56
투자활동 현금흐름		-199	-238	-240	-245
유형자산의 처분(취득)		-161	-92	-94	-99
무형자산의 처분(취득)		-42	-10	-10	-11
금융상품의 증감		50	-57	-57	-57
재무활동 현금흐름		63	23	36	36
단기금융부채의증감		31	18	60	60
장기금융부채의증감		58	24	1	0
자본의증감		-	4	-	-
배당금지급		-27	-32	-34	-34
현금및현금성자산의증감		6	-46	73	134
기초현금및현금성자산		293	299	253	327
기말현금및현금성자산		299	253	327	461

자료 : 유한양행, iM증권 리서치본부

포괄손익계산서	(십억원, %)	2023	2024E	2025E	2026E
매출액		1,859	2,069	2,217	2,323
증가율(%)		4.7	11.3	7.2	4.8
매출원가		1,293	1,378	1,474	1,562
매출총이익		566	691	743	761
판매비와관리비		509	606	586	568
연구개발비		120	203	167	161
기타영업수익		-	-	-	-
기타영업비용		-	-	-	-
영업이익		57	85	157	193
증가율(%)		57.5	50.6	83.5	23.2
영업이익률(%)		3.1	4.1	7.1	8.3
이자수익		11	9	9	12
이자비용		6	12	14	16
지분법이익(손실)		56	56	56	56
기타영업외손익		11	-4	6	1
세전계속사업이익		135	144	237	269
법인세비용		1	37	68	77
세전계속이익률(%)		7.2	6.9	10.7	11.6
당기순이익		134	107	169	192
순이익률(%)		7.2	5.2	7.6	8.3
지배주주귀속 순이익		136	108	172	195
기타포괄이익		-16	-16	-16	-16
총포괄이익		118	90	153	176
지배주주귀속총포괄이익		-	-	-	-

주요투자지표		2023	2024E	2025E	2026E
주당지표(원)					
EPS		1,672	1,331	2,109	2,400
BPS		26,358	25,962	27,456	29,241
CFPS		2,221	2,126	2,988	3,352
DPS		450	450	450	450
Valuation(배)					
PER		41.1	88.1	55.6	48.8
PBR		2.6	4.5	4.3	4.0
PCR		31.0	55.1	39.2	35.0
EV/EBITDA		51.4	62.3	40.9	34.2
Key Financial Ratio(%)					
ROE		6.7	5.2	7.9	8.5
EBITDA이익률		5.5	7.3	10.3	11.7
부채비율		33.9	38.1	42.5	47.2
순부채비율		-6.2	-2.0	-2.5	-5.5
매출채권회전율(x)		3.4	3.3	3.3	3.3
재고자산회전율(x)		6.6	6.9	6.8	6.7

유한양행 투자 의견 및 목표주가 변동 추이



Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다
- 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전제 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

[투자의견]

종목추천 투자등급

종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15% 이상

[투자비용등급 공시 2024-09-30 기준]

매수
92%

종립(보유)
7.3%

매도
0.7%

산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)