

유한양행 (000100)

EARNINGS PREVIEW Company Analysis | 제약/바이오 | 2025.1.15

4Q24 Pre: J&J의 근거 있는 자신감

4Q24 Preview

동사의 4Q24 실적은 매출액 4,976억원 (+13.8% YoY), 영업이익 216억원 (+263.7% YoY, OPM 4.3%)으로 당사 추정치에 부합, 컨센서스 대비 각각 -1.8%, -31.1% 하회할 것으로 전망한다. 높은 비용으로 부진했던 이익이 정상화 되고 있으며 수출 부문 등의 실적 회복이 전망되나 여전히 후속 파이프라인 개발을 위해 다소 높은 수준의 비용이 집행되고 있는 것으로 추정한다. Lazertinib은 '24년 12월 유럽 최종 승인을 득, 1H25 내 마일스톤 수령이 전망되며 일본 2Q25, 중국 연내 승인 가능성이 높다. '25년 추정 실적에는 반영하지 않았으나 마일스톤 수령 시점이 구체화될 경우 반영 예정이다.

Lazertinib 매출액 전망 조정에 따른 목표주가 상향

J&J는 Amivantamab과 Lazertinib 병용 요법이 기존 치료 대비 OS를 12개월 이상 연장할 것으로 예상된다고 발표했다. 이는 1) 이전 세대 EGFR TKI의 OS (약 32개월), 2) Tagrisso의 OS (약 38개월), 3) Tagrisso와 화학항암제 병용 요법이 PFS 개선을 입증했음에도 불구하고 화학항암제의 특성상 OS 개선 효과는 제한적일 가능성이 높음을 고려했을 때 현행 EGFR 변이 NSCLC 치료제 중 가장 강력한 생존 이점을 제공하는 수치이다. J&J의 발표는 임상 데이터에 대한 높은 확신을 바탕으로 이루어진 것으로 판단하며, OS는 항암제 효능의 골드 스탠다드로 시장 침투의 핵심 지표로 활용되기에 시장 점유율 50% 달성에 대한 강력한 근거를 제시한 것으로 볼 수 있다. 이에 Lazertinib의 매출액 전망치를 조정하여 목표주가를 160,000원으로 약 10.3% 상향한다. 다만 아스트라제네카 또한 1) MET 억제제 병용 요법(SAVANNAH)과 2) Dato-DXd 병용 요법(TROPION-Lung01) 등을 통해 방어 전략을 구축 중이며 기존 Tagrisso의 OS에는 Mariposa2 임상 등 업데이트된 Tagrisso 1차 치료 이후의 2차 치료 요법이 고려되지 않았다. 이에ダイナ믹하게 변화하는 폐암 치료 요법의 경쟁 환경에 지속적으로 관심을 가질 필요가 있을 것으로 판단한다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,776	1,859	2,069	2,214	2,424
영업이익	36	57	88	167	207
순이익	91	134	103	164	197
EPS (원)	1,280	1,833	1,488	2,205	2,662
증감률 (%)	-6.9	43.2	-18.9	48.2	20.7
PER (x)	42.8	37.5	87.9	59.3	49.1
PBR (x)	2.1	2.6	5.0	4.7	4.4
영업이익률 (%)	2.0	3.1	4.3	7.6	8.5
EBITDA 마진 (%)	4.5	5.5	7.5	11.1	11.8
ROE (%)	4.9	6.7	5.3	7.4	8.4

주: IFRS 연결 기준

자료: 유한양행, LS증권 리서치센터



Analyst 신지훈
jay.jihoonshin@ls-sec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (상향)	160,000 원
현재주가	130,800 원
상승여력	22.3 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSPI (01/14)	2,497.40 pt
시가총액	104,913 억원
발행주식수	80,209 천주
52 주 최고가/최저가	163,700 / 59,100 원
90 일 일평균거래대금	2,382.6 억원
외국인 지분율	19.3%
배당수익률(24.12E)	0.3%
BPS(24.12E)	26,194 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 9.1%
	6개월 -12.3%
	12개월 50.4%
주주구성	유한재단 (외 4인) 23.3%
	국민연금공단 (외 1인) 7.8%
	자사주신탁 (외 1인) 7.7%

Stock Price

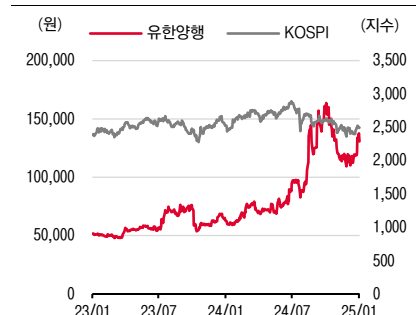


표1 추정치 변경 내역

	4Q24E 변경	4Q24E 기존	기존 전망치 대비	컨센서스	컨센서스 대비
매출액 (억원)	4,976	5,005	-0.6%	5,069	-1.8%
영업이익 (억원)	216	220	-1.7%	314	-31.1%
영업이익률	4.3%	4.4%	-0.1%p	6.2%	-1.8%p

자료: Quantwise, LS증권 리서치센터

표2 분기 실적 추정

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	443.0	495.7	483.1	437.1	444.6	528.3	598.8	497.6	1,859.0	2,069.2	2,214.4
YoY	7.8%	2.6%	12.0%	-3.0%	0.3%	6.6%	23.9%	13.8%	4.7%	11.3%	7.0%
비처방 의약품	48.4	50.2	46.9	48.1	46.9	52.4	52.9	50.1	193.7	202.2	208.3
YoY	11.2%	-1.9%	-10.5%	-1.1%	-3.2%	4.3%	12.7%	4.2%	-1.1%	4.4%	3.0%
처방 의약품	261.0	295.1	299.3	283.2	262.6	286.7	295.0	310.4	1,138.6	1,154.7	1,263.1
YoY	8.0%	4.1%	4.4%	-6.6%	0.6%	-2.8%	-1.4%	9.6%	2.1%	1.4%	9.4%
생활용품	35.8	60.4	59.5	59.5	44.5	75.2	67.4	63.4	215.3	250.5	262.7
YoY	-23.4%	1.5%	71.3%	47.9%	24.2%	24.5%	13.3%	6.4%	18.8%	16.3%	4.9%
수출	76.6	73.1	58.6	32.8	74.1	97.2	70.1	70.3	241.1	311.6	283.2
YoY	25.1%	12.0%	33.5%	-22.5%	-3.3%	32.9%	19.6%	114.1%	13.3%	29.3%	-9.1%
유한화학	55.2	51.3	38.7	23.8	49.0	69.6	48.0	43.5	169.0	210.1	241.7
YoY	18.0%	10.7%	36.6%	-15.1%	-11.3%	35.6%	24.0%	83.1%	13.1%	24.3%	15.0%
라이선스 수익	7.2	1.4	0.5	2.2	2.6	0.6	98.2	2.5	11.3	103.8	118.1
기타	13.2	12.7	17.1	8.2	13.3	14.3	13.3	11.4	51.1	52.3	53.9
영업이익	22.6	27.3	0.9	6.0	0.6	18.5	47.6	21.6	56.8	88.3	168.3
영업이익률	5.1%	5.5%	0.2%	1.4%	0.1%	3.5%	7.9%	4.3%	3.1%	4.3%	7.6%
YoY	270.9%	61.2%	흑전	-66.1%	-97.5%	-32.1%	5288.5%	263.7%	57.5%	55.6%	90.5%

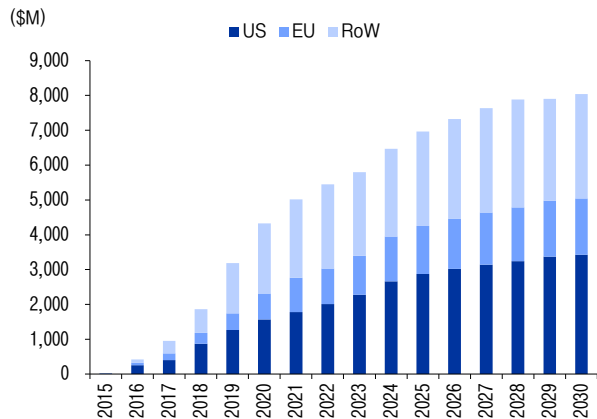
자료: 유한양행, LS증권 리서치센터

표1 목표주가 산출

항목 (십억원)	비고
영업 가치	2025 EBITDA: 2,453 억원 25F EBITDA: 22.4 배 (미국 진출 기업: 셀트리온, SK 바이오팜, 녹십자, 한미약품 평균)
비영업가치	6,029
레이저티닙	4,362
기타 신약	880
보유지분가치	788 장부가액 기준
순차입금	-83 24 년말 예상
총기업가치	11,607
유통주식수 (천주)	73,794
적정주가	157,284 원
목표주가	160,000 원

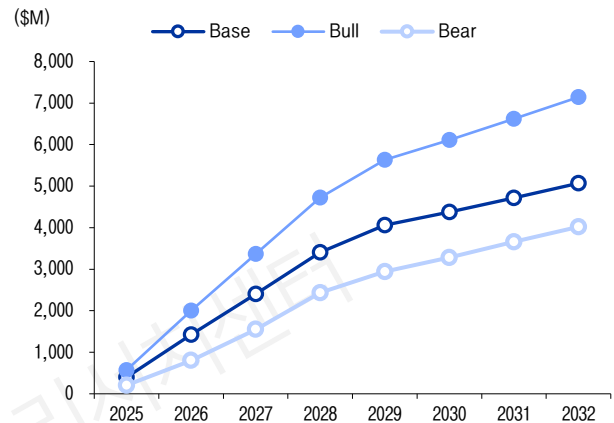
자료: LS증권 리서치센터

그림1 Tagrisso 지역별 매출액 전망



자료: Globaldata, LS증권 리서치센터

그림2 Lazertinib 매출액 전망 (미국, 유럽, 중국, 일본)



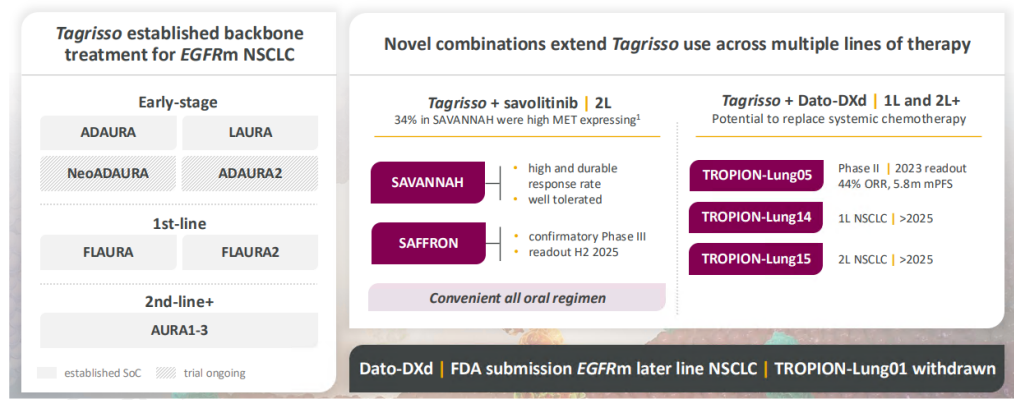
자료: LS증권 리서치센터

표2 최대 점유율 별 적정 주가 산출

	점유율 가정	레이저티닙 가치 (십억원)	적정 주가
Base case	50%	4,362	157,284 원
Bull case	60%	5,956	175,589 원
Bear case	40%	3,434	141,425 원
*공통가정	승인 확률 100%, 로열티: 12.5%, 환율: 1,350 원, WACC: 6.04%, 영구성장률: -5%		

자료: LS증권 리서치센터

그림3 AstraZeneca의 Tagrisso 개발 계획



자료: AstraZeneca, LS증권 리서치센터

유한양행 (000100)

재무상태표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	1,189	1,256	1,259	1,382	1,537
현금 및 현금성자산	293	299	367	428	503
매출채권 및 기타채권	509	574	558	598	651
재고자산	275	285	247	265	289
기타유동자산	112	98	87	91	95
비유동자산	1,284	1,557	1,623	1,660	1,704
관계기업투자등	621	571	586	610	635
유형자산	355	523	586	591	601
무형자산	138	298	294	296	299
자산총계	2,473	2,814	2,883	3,042	3,242
유동부채	434	583	513	536	564
매입채무 및 기타채무	208	287	246	264	287
단기금융부채	96	169	144	144	144
기타유동부채	130	126	123	128	134
비유동부채	31	129	181	182	184
장기금융부채	3	100	149	149	149
기타비유동부채	27	29	32	33	35
부채총계	465	712	694	718	748
지배주주지분	1,986	2,051	2,132	2,268	2,437
자본금	74	78	81	81	81
자본잉여금	116	114	110	110	110
이익잉여금	1,902	1,975	2,055	2,191	2,360
비지배주주지분(연결)	22	51	56	56	56
자본총계	2,008	2,102	2,188	2,324	2,494

현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	100	144	137	158	179
당기순이익(손실)	91	134	107	164	197
비현금수익비용가감	51	-10	-100	32	33
유형자산감가상각비	39	38	50	68	69
무형자산상각비	4	6	15	10	10
기타현금수익비용	8	-293	-293	-161	-161
영업활동 자산부채변동	-110	-8	130	-38	-51
매출채권 감소(증가)	-37	-63	35	-40	-53
재고자산 감소(증가)	0	-5	39	-18	-24
매입채무 증가(감소)	-8	45	-77	18	23
기타자산, 부채변동	-65	16	133	2	2
투자활동 현금흐름	16	-199	-95	-68	-76
유형자산처분(취득)	-58	-161	-93	-73	-80
무형자산 감소(증가)	-36	-42	-11	-12	-12
투자자산 감소(증가)	129	-54	2	23	22
기타투자활동	-19	58	8	-6	-7
재무활동 현금흐름	66	-63	-25	28	28
차입금의 증가(감소)	-30	86	51	0	0
자본의 증가(감소)	-43	-35	-26	-28	-28
배당금의 지급	-26	-27	-26	-28	-28
기타재무활동	138	-114	-50	56	56
현금의 증가	39	6	67	61	75
기초현금	254	293	299	367	428
기말현금	293	299	367	428	503

자료: 유한양행, LS증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,776	1,859	2,069	2,214	2,424
매출원가	1,258	1,293	1,367	1,439	1,576
매출총이익	518	566	702	776	848
판매비 및 관리비	482	509	614	608	641
영업이익	36	57	88	167	207
(EBITDA)	79	101	154	245	286
금융손익	26	10	-9	-14	-14
이자비용	3	6	19	25	25
관계기업등 투자손익	42	81	54	47	47
기타영업외손익	-9	-13	1	-6	-6
세전계속사업이익	95	135	134	194	234
계속사업법인세비용	4	1	31	31	37
계속사업이익	91	134	103	164	197
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	91	134	103	164	197
지배주주	95	136	111	164	197
총포괄이익	57	134	103	164	197
매출총이익률 (%)	29.2	30.4	33.9	35.0	35.1
영업이익률 (%)	2.0	3.1	4.3	7.6	8.5
EBITDA 마진률 (%)	4.5	5.5	7.5	11.1	11.8
당기순이익률 (%)	5.1	7.2	5.0	7.4	8.1
ROA (%)	3.9	5.1	3.9	5.5	6.3
ROE (%)	4.9	6.7	5.3	7.4	8.4
ROIC (%)	3.1	4.3	4.5	9.1	10.9

주요 투자지표

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
투자지표 (x)					
P/E	42.8	37.5	87.9	59.3	49.1
P/B	2.1	2.6	5.0	4.7	4.4
EV/EBITDA	51.0	52.3	68.4	42.7	36.4
P/CF	31.6	45.0	0.1	1.8	2.2
배당수익률 (%)	0.7	0.5	0.3	0.3	0.3
성장성 (%)					
매출액	5.2	4.7	11.3	7.0	9.5
영업이익	-25.9	57.5	55.6	89.6	23.7
세전이익	-24.7	41.7	-0.1	44.6	20.7
당기순이익	-8.6	47.9	-22.8	58.2	20.7
EPS	-6.9	43.2	-18.9	48.2	20.7
안정성 (%)					
부채비율	23.2	33.9	31.7	30.9	30.0
유동비율	273.8	215.4	245.4	257.9	272.4
순차입금/자기자본(x)	-11.1	-2.0	-3.8	-6.2	-8.8
영업이익/금융비용(x)	10.4	9.0	4.8	6.6	8.2
총차입금 (십억원)	99	269	293	293	293
순차입금 (십억원)	-222	-43	-83	-145	-221
주당지표(원)					
EPS	1,280	1,833	1,488	2,205	2,662
BPS	26,687	26,358	26,194	27,862	29,945
CFPS	1,735	1,529	86	2,406	2,834
DPS	365	370	370	370	370

유한양행 목표주가 추이

(원)

유한양행

목표주가

200,000

150,000

100,000

50,000

0

23/01

23/07

24/01

24/07

25/01

투자 의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비
2023.01.14	Buy	71,412	-2.2		-24.6
2023.01.16	Buy	74,652	-2.2		-24.6
2023.08.01	Buy	84,223	-11.2		-15.7
2023.09.01	커버리지 제외				
2023.12.13	신규	신지훈			
2023.12.13	Buy	78,480	-12.3		-20.2
2024.02.08	Buy	90,000	81.9		6.5
2024.11.15	Buy	145,000	-5.0		-18.0
2025.01.15	Buy	160,000			

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 신지훈).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.

따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비	Overweight (비중확대)			
	업종 비중 기준	Neutral (중립)			
	투자등급 3단계	Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준	Buy (매수)	+15% 이상 기대	92.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 $\pm 15\%$ 로 변경
	투자등급 3단계	Hold (보유)	-15% ~ +15%	7.6%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자 의견 비율은 2024.1.1 ~ 2024.12.31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)