

# 유한양행

## 000100

Nov 01, 2023

Buy

유지

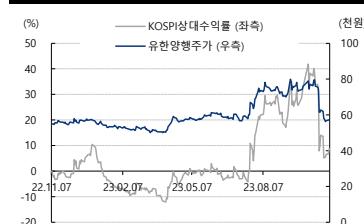
TP 80,000 원

하향

## Company Data

현재가(10/31)	57,400 원
액면가(원)	1,000 원
52주 최고가(보통주)	79,900 원
52주 최저가(보통주)	50,100 원
KOSPI (10/31)	2,277.99p
KOSDAQ (10/31)	736.10p
자본금	744 억원
시가총액	44,641 억원
발행주식수(보통주)	7,664 만주
발행주식수(우선주)	118 만주
평균거래량(60일)	138.4 만주
평균거래대금(60일)	953 억원
외국인지분(보통주)	18.37%
주요주주	
유한재단 외 2 인	15.86%
국민연금공단	11.36%

## Price &amp; Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-24.3	-0.3	0.3
상대주가	-18.1	9.4	1.0



제약/바이오 김정현  
3771-9351, jh.kim@iprovest.com



KYOB O 교보증권

## 3Q23 Re. 컨센서스 하회 &amp; 아쉬운 결과

## 3Q23 실적 리뷰

연결 기준 3Q23 매출 4,831억(QoQ -2.6%/YoY +11.9%), OP 9억(QoQ -96.7%/YoY 흑전, OPM 0.2%) 기록하며 직전 교보증권 추정치(4,794억/141억)와 컨센서스(4,725억/176억) 대비 하회. 영업단에서 컨센 하회한 배경은 1) 렉라자 EAP 관련 비용으로 동 분기 약 60억 이상 반영되었으며 2) 연결 자회사인 유한화학 수주가 상반기에 집중된 탓에 하반기 실적이 비교적 부진했기 때문, 영업외단에서는 3) 지분법으로 반영되는 연구 개발회사의 손익이 동 분기에 다수 반영.

## 23년/24년 연간 전망

연결 기준 23년 매출 1조 9,192억(YoY +8.1%), OP 710억(YoY +97.0%, OPM 3.7%) 예상. 직전 교보증권 추정치 매출 1조 9,155억/OP 842억 대비 하향했으나 기대치를 하회한 3Q23 실적을 고려할 때 사실상 유지. 다만 24년 실적 추정치는 하향. 이유는 24년에 일부 인식할 것으로 예상했던 레이저티닙 판매 개시 시점을 25년으로 변경 추정하기 때문. 레이저티닙 판매 개시에 따른 마일스톤은 미국 6,000만\$, 유럽 3,000만\$ 추정. 또한 신규 런칭 한 비건 화장품 단시의 마케팅 비용이 24년부터 본격 반영되며 24년 판관비율 증가 추정. 또한 24년에는 렉라자 국내 1차 치료제 급여 획득에 따른 증익 효과를 기대 가능

## 투자의견 Buy, 목표주가 8만원으로 하향

투자의견 Buy, 목표주가 8만원으로 하향. 목표주가 하향 배경은 24년 예상 EPS를 2,206원에서 1,687원으로 하향 추정. Mariposa 1/2를 통해 증명하고자 한 것은 1) Lazertinib 병용의 1차 치료제로서의 가능성과 2) Osimertinib 투약 후 2차 치료제로서의 가능성. 현 시점에서는 다소 아쉬운 수준으로 평가 중. 특히 Tagrisso+Chemo 병용 요법이 FDA의 우선심사(Priority Review) 대상으로 지정 받고 1Q24 FDA 승인을 앞두고 있는 상황. 또한 2차 치료제의 가능성도 Mariposa 2, Lazertinib 병용에서 유의미한 OS 개선효과를 증명하지 못한 상황. 향후 추가 데이터를 살펴보아야 하나 과거 대비 눈높이를 낮추어야 되는 시점

## Forecast earnings &amp; Valuation

12 결산(십억원)	2021.12	2022.12	2023.12E	2024.12E	2025.12E
매출액(십억원)	1,688	1,776	1,919	2,057	2,183
YoY(%)	4.2	5.2	8.1	7.2	6.1
영업이익(십억원)	49	36	71	107	172
OP 마진(%)	2.9	2.0	3.7	5.2	7.9
순이익(십억원)	99	91	85	128	184
EPS(원)	1,459	1,293	1,117	1,687	2,421
YoY(%)	-49.3	-11.4	-13.6	51.1	43.5
PER(배)	42.6	44.2	51.4	34.0	23.7
PCR(배)	30.6	30.1	28.5	22.8	16.8
PBR(배)	2.3	2.1	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA(배)	40.6	50.9	36.6	27.2	18.4
ROE(%)	5.4	4.9	4.3	6.2	8.3

## 유한양행 [000100]

3Q23 Re. 컨센서스 하회 & 아쉬운 결과

[도표 1] 유한양행 실적 추정(연결 기준, 단위: 억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	4,109	4,830	4,315	4,505	4,430	4,957	4,831	4,973	17,759	19,192	20,573
QoQ(%)	-3.1%	17.5%	-10.7%	4.4%	-1.7%	11.9%	-2.6%	3.0%			
YoY(%)	8.4%	11.4%	-4.4%	6.3%	7.8%	2.6%	11.9%	10.4%	5.2%	8.1%	7.2%
영업이익	61	169	-45	175	226	271	9	204	360	710	1,070
OPM	1.5%	3.5%	-1.1%	3.9%	5.1%	5.5%	0.2%	4.1%	2.0%	3.7%	5.2%
QoQ(%)	28.4%	177.6%	-126.8%	-486.2%	29.1%	19.7%	-96.7%	2210.0%			
YoY(%)	-56.1%	-27.7%	-169.6%	268.9%	270.9%	59.9%	-119.5%	16.4%	-25.9%	97.0%	50.7%
당기순이익	161	329	55	361	223	85	190	358	906	856	1,296
당기순이익률	3.9%	6.8%	1.3%	8.0%	5.0%	1.7%	3.9%	7.2%	5.1%	4.5%	6.3%
QoQ(%)	2.2%	104.9%	-83.2%	550.8%	-38.2%	-61.9%	124.2%	88.4%			
YoY(%)	-20.1%	-0.9%	-81.6%	129.3%	38.6%	-74.2%	243.2%	-0.6%	-8.6%	-5.5%	51.4%

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] 유한양행 3Q23 실적과 교보증권 추정치 & 컨센서스와의 비교(단위: 억원)

	3Q23P	교보증권	차이	컨센서스	차이	3Q22	YoY(%)	2Q23	QoQ(%)
매출액	4,831	4,794	37	4,725	106	4,315	11.9%	4,957	-2.6%
영업이익	9	141	-132	176	-167	-45	-119.5%	271	-96.7%
순이익	190	298	-108	180	10	55	243.2%	85	124.2%
영업이익률	0.2%	2.9%		3.7%		-1.1%		5.5%	
순이익률	3.9%	6.2%		3.8%		1.3%		1.7%	

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 유한양행 4Q23 & 2023 실적 추정 변경 내역(단위: 억원)

	4Q23F				2023F					
	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	차이	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	차이
매출액	4,973	4,973	0	4,957	16	19,192	19,155	37	19,055	137
영업이익	204	204	0	238	-34	710	842	-132	900	-190
순이익	358	358	0	390	-32	856	964	-108	960	-104
영업이익률	4.1%	4.1%		4.8%		3.7%	4.4%		4.7%	
순이익률	7.2%	7.2%		7.9%		4.5%	5.0%		5.0%	

자료: 교보증권 리서치센터

## 유한양행 [000100]

3Q23 Re. 컨센서스 하회 & 아쉬운 결과

### [유한양행 000100]

#### 포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,688	1,776	1,919	2,057	2,183
매출원가	1,163	1,258	1,343	1,411	1,493
매출총이익	525	518	576	646	690
매출총이익률 (%)	31.1	29.2	30.0	31.4	31.6
판매비와관리비	476	482	505	539	517
영업이익	49	36	71	107	172
영업이익률 (%)	2.9	2.0	3.7	5.2	7.9
EBITDA	101	79	115	153	219
EBITDA Margin (%)	6.0	4.5	6.0	7.4	10.0
영업외손익	77	59	40	45	46
관계기업손익	58	57	27	30	26
금융수익	16	17	16	18	22
금융비용	-4	-17	-6	-6	-5
기타	7	3	3	3	3
법인세비용차감전순손익	126	95	111	152	218
법인세비용	27	4	26	24	34
계속사업순손익	99	91	85	128	184
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	99	91	85	128	184
당기순이익률 (%)	5.9	5.1	4.4	6.2	8.4
비자매지분순이익	-3	-5	-1	-1	-2
지배지분순이익	103	95	86	130	186
지배순이익률 (%)	6.1	5.4	4.5	6.3	8.5
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	25	1	1	1	1
포괄순이익	124	92	86	130	185
비자매지분포괄이익	-3	-5	-5	-7	-10
지배지분포괄이익	127	96	91	136	195

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

#### 현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	99	100	15	58	123
당기순이익	99	91	85	128	184
비현금항목의 기감	53	51	64	58	68
감가상각비	47	39	40	42	43
외환손익	-5	10	-29	-29	-29
지분변동기준의	-58	-57	-27	-30	-26
기타	68	59	79	75	81
자산부채의 증감	-61	-110	-116	-114	-110
기타현금흐름	8	68	-18	-14	-20
투자활동 현금흐름	-167	16	-85	-88	-90
투자자산	-61	0	0	0	0
유형자산	-46	-58	-50	-50	-50
기타	-60	73	-36	-39	-41
재무활동 현금흐름	-37	-66	-51	-31	-31
단기차입금	21	-5	-5	-5	-5
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	2	-2	-2	-2	-2
자본의 증가(감소)	0	0	3	0	0
현금배당	-25	-26	-27	-29	-29
기타	-34	-33	-20	4	4
현금의 증감	-100	39	-10	60	131
기초 현금	353	254	293	283	344
기말 현금	254	293	283	344	474
NOPLAT	38	34	55	90	146
FCF	-16	-91	-67	-28	33

자료: 유한양행, 교보증권 리서치센터

#### 재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,224	1,189	1,232	1,346	1,527
현금및현금성자산	254	293	283	344	474
매출채권 및 기타채권	474	509	549	587	622
재고자산	275	275	297	319	338
기타유동자산	222	112	103	97	92
비유동자산	1,240	1,284	1,286	1,287	1,288
유형자산	331	355	365	373	380
관계기업투자금	614	532	531	531	531
기타금융자산	129	90	90	90	90
기타비유동자산	165	307	300	293	287
자산총계	2,464	2,473	2,518	2,634	2,815
유동부채	432	434	421	436	460
매입채무 및 기타채무	215	208	219	229	239
차입금	69	64	59	54	49
유동성채무	21	26	2	2	2
기타유동부채	127	136	141	151	171
비유동부채	96	31	27	25	23
차입금	28	1	-1	-2	-4
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	68	30	28	27	27
부채총계	528	465	447	461	483
지배지분	1,927	1,986	2,048	2,149	2,307
자본금	71	74	78	78	78
자본잉여금	112	116	116	116	116
이익잉여금	1,800	1,902	1,961	2,062	2,220
기타자본변동	-193	-210	-210	-210	-210
비지배지분	9	22	23	24	26
자본총계	1,936	2,008	2,071	2,173	2,332
총차입금	122	94	62	55	48

#### 주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	1,459	1,293	1,117	1,687	2,421
PER	42.6	44.2	51.4	34.0	23.7
BPS	27,080	26,687	26,318	27,618	29,641
PBR	2.3	2.1	2.2	2.1	1.9
EBITDAPS	1,423	1,062	1,483	1,962	2,816
EV/EBITDA	40.6	50.9	36.6	27.2	18.4
SPS	22,023	23,172	25,042	26,844	28,482
PSR	2.8	2.5	2.3	2.1	2.0
CFPS	-228	-1,222	-861	-360	422
DPS	400	400	400	400	400

#### 재무비율

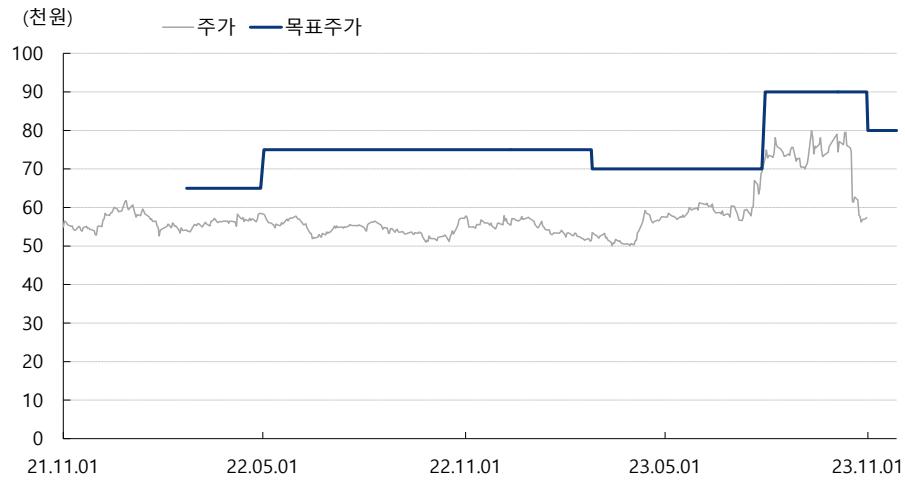
단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	4.2	5.2	8.1	7.2	6.1
영업이익 증가율	-42.3	-25.9	97.1	50.7	61.1
순이익 증가율	-47.9	-8.6	-5.9	50.8	43.3
수익성					
ROIC	4.5	3.7	5.3	8.4	12.9
ROA	4.2	3.9	3.4	5.0	6.8
ROE	5.4	4.9	4.3	6.2	8.3
안정성					
부채비율	27.3	23.2	21.6	21.2	20.7
순자본금비율	5.0	3.8	2.5	2.1	1.7
이자보상배율	16.5	10.4	30.4	51.2	93.2

## 유한양행 [000100]

3Q23 Re. 컨센서스 하회 & 아쉬운 결과

### 유한양행 최근 2년간 목표주가 변동추이



### 최근 2년간 목표주가 및 고리율 추이

일자	투자의견	목표주가	고리율 평균	고리율 최고/최저	일자	투자의견	목표주가	고리율 평균	고리율 최고/최저
2022.02.21	매수	65,000	(13.43)	(10.08)					
2022.05.02	매수	75,000	(27.33)	(22.83)					
2022.11.04	매수	75,000	(26.89)	(22.83)					
2023.02.24	매수	70,000	(25.98)	(19.14)					
2023.04.12	매수	70,000	(24.71)	(15.43)					
2023.04.19	매수	70,000	(24.07)	(15.43)					
2023.04.26	매수	70,000	(19.72)	(12.57)					
2023.07.09	매수	70,000	(18.57)	(1.00)					
2023.07.31	매수	90,000	(17.04)	(11.22)					
2023.10.16	매수	90,000	(19.92)	(11.22)					
2023.11.01	매수	80,000							

자료: 교보증권 리서치센터

### ■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바랍니다. 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 저작재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관계자가 보유하고 있지 않습니다.

### ■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자\_2023.09.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	94.2	2.9	2.9	0.0

#### [업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대

Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

#### [기업 투자기간 및 투자등급]

향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상

Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우

Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하