

2024. 8. 21

Tech팀

서근희, Ph.D.
Senior Analyst
keunhee.seo@samsung.com

유한양행 (000100)

하반기 마일스톤 유입 및 R&D 모멘텀 기대

- LAZCLUZE+RYBREVANT(IV) FDA 승인 획득. 연내 유럽 EMA, 2025년 상반기에는 일본 PMDA, 중국 CFDA 등 허가 기대.
- 투자 의견 BUY, 목표주가 11.5만원 유지: 유한양행 영업 가치 2.8조원과 LAZCLUZE 신약 가치 4.6조원 등 합산하여 목표주가 유지. 추가 R&D 모멘텀 유효, 투자 의견 BUY.

WHAT'S THE STORY?

Lazertinib+amivantamab(IV) FDA 승인: 지난 20일 파트너사 존슨앤드존슨(JNJ US)은 LAZCLUZE(lazertinib)+RYBREVANT(amivantamab) 병용 요법으로 EGFR Exon19 결손 및 Exon21 L858R 돌연변이 NSCLC(비소세포폐암) 환자 대상 MARIPOSA 임상 3상을 근거로 FDA 품목 허가 승인 밝힘. LAZCLUZE+RYBREVANT 병용 요법은 1) 경쟁 약물 아스트라제네카(AZN GB, AZN US)의 Tagrisso 대비 질병 진행 또는 사망 위험을 30% 감소시켰으며, 2) 1차 치료 이후 내성 생긴 환자 대상으로 다음 치료로 Chemotherapy 사용이 가능하기 때문에 의사 및 환자에게 새로운 치료 옵션으로 제시될 것으로 기대. RYBREVANT(IV)의 투약 편의성을 개선하기 위해 RYBREVANT(SC)에 대해 허가 준비 중. 최근 FDA 우선 심사 지정받아 2025년 2월 내로 FDA 승인 예상. 따라서 2025년부터 임상적 이점 및 투약 편의성 개선으로 빠른 시장 점유율 확대 전망.

2024년 outlook: 연결 기준 매출액 2조 1,343억원(+14.8% y-y), 영업이익 1,159억원(+104.2% y-y) 추정. 2H24-1H25까지 Lazertinib의 각 국가별 승인에 따른 출시 마일스톤 수취(합산 1억 5천만 달러)로 하반기부터 가파른 실적 성장 전망.

투자 의견 BUY, 목표주가 11.5만원 유지: LAZCLUZE+RYBREVANT(IV) 병용 요법 1차 NSCLC(비소세포폐암) 치료제 FDA 승인. LAZCLUZE 신약 가치(4.6조원)는 품목 허가 승인까지 가정해 기존에 임상 성공 확률 100%로 반영하였기 때문에 목표주가 유지. FDA 승인 이후 모멘텀 부재로 주가 변동성 있을 수 있으나, 향후 주목해야 하는 모멘텀으로는 1) LAZCLUZE+RYBREVANT(IV) OS(전체생존) 데이터, 2) RYBREVANT(SC) FDA 승인 등. LAZCLUZE외에도 3Q24 내로 YH35324(IgE^{TRAP}, 알러지치료제): 특발성 두드러기 환자 대상 임상 1b상 중간 결과(경쟁 약물 졸레어 대비 우위성 및 졸레어 내성 환자 대상 효능 입증) 도출 후 기술 이전 기대.

SUMMARY FINANCIAL DATA

	2023	2024E	2025E	2026E
매출액 (십억원)	1,859	2,134	2,311	2,406
영업이익 (십억원)	57	116	148	171
순이익 (십억원)	134	134	161	180
EPS (adj) (원)	1,672	1,940	2,322	2,596
EPS (adj) growth (%)	43.0	16.0	19.7	11.8
EBITDA margin (%)	5.5	8.1	8.6	9.0
ROE (%)	6.7	7.5	8.4	8.7
P/E (adj) (배)	41.1	48.4	40.5	36.2
P/B (배)	2.5	3.2	3.0	2.8
EV/EBITDA (배)	52.8	43.9	37.8	34.6
Dividend yield (%)	0.6	0.5	0.5	0.5

자료: 유한양행, 삼성증권 추정

▶ AT A GLANCE

투자 의견	BUY	
목표주가	115,000원	22.3%
현재주가	94,000원	
시가총액	7.5조원	
Shares (float)	80,209,064주 (68.7%)	
52주 최저/최고	53,788원/97,800원	
60일-평균거래대금	932.2억원	

▶ ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
유한양행 (%)	-1.5	44.4	34.0
Kospi 지수 대비 (%pts)	2.1	42.3	24.4

▶ KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	BUY	
목표주가	115,000	115,000	0.0%
2024E EPS	1,940	1,940	0.0%
2025E EPS	2,322	2,322	0.0%

▶ SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	12
Target price	109,000
Recommendation	4.0
BUY★★★: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL★★★: 1	

3Q24 실적 전망

(십억원)	3Q24E	2Q24	3Q23	Consensus	증감 (%)		
					QoQ	YoY	Consensus
매출액	534.4	528.3	483.1	548.8	1.1	10.6	(2.6)
영업이익	25.3	18.5	0.9	33.3	36.3	2,761.4	(24.1)
세전이익	38.3	39.2	19.3	37.8	(2.2)	98.3	1.3
지배주주순이익	35.1	37.5	19.6	33.9	(6.4)	79.3	3.6
이익률 (%)							
영업이익	4.7	3.5	0.2	6.1			
세전이익	7.2	7.4	4.0	6.9			
지배주주순이익	6.6	7.1	4.1	6.2			

자료: 유한양행, FnGuide, 삼성증권 추정

유한양행 밸류에이션

(십억원)	환산 가치	12 Fwd EBITDA	EV/EBITDA (배)
영업 가치 (A)	2,811	234.3	12.0
비영업 가치 (B)	6,464		
유한킴벌리	360		
YH25448 (레이저티닙)	4,551		
YH35324	714		
YH25724	173		
순현금 (C)	62		
합산 가치 (A+B+C)	9,337		
보통주 수 (천주)	81,390		
적정 주가 (원)	114,722		
목표주가 (원)	115,000		

참고: 커버리지 내 대형 제약사 EV/EBITDA 평균 적용

자료: FnGuide, 삼성증권 추정

Amivantamab+Lazertinib 병용 임상 현황(임상 2상 이상만 정리)

임상	개시/완료* 인원	단계	투약군	환자군	비고/코멘트
NCT04965090	21.09	2상	Ami + Lazer	치료 후 진행성 또는 새롭게 뇌 전이된 EGFR 돌연변이 NSCLC 환자	Open label
	24.07			- Platinum-based chemotherapy 후 재발된 EGFR Exon20ins - Tagrisso 재발 후 EGFR TKI 치료제 반응성 EGFR 돌연변이 - 또는 임상 중인 기타 치료제를 받은 환자	BBB 통과 효과
PALOMA-2	22.11	2상	Ami(SC)+Lazer	Treatment-naive EGFR Exon19del/Exon21 L858R	
	24.05		Ami(SC)+Carbo+Peme	Treatment-naive EGFR Exon20ins	
			Ami(SC)+Lazer+Carbo+Peme	1차 또는 2차로 Tagrisso+Chemotherapy 처방 이후 재발	
			Ami(SC)+Carbo+Peme	1차 또는 2차로 Tagrisso+Chemotherapy 처방 이후 재발	
			Ami(IV) to Ami(SC-CF)	기존 Amivantamab IV를 SC 제형으로 교체	
			Ami(SC)+Lazer	Treatment-naive EGFR Exon19del/Exon21 L858R - Cycle 2, Ami(SC) (160 mg/mL co-formulated with rHuPH20) by manual injection at 3,520 mg (or 4,640 mg if BW) >=80 kg) 추가	
PALOMA-3	22.08	3상	Ami(SC)+Lazer	진행성 또는 전이성 EGFR Exon19del/Exon21 L858R	ORR
	23.10		Ami(IV)+Lazer	- 1차 또는 2차로 Tagrisso+Chemotherapy 처방 이후 재발	30% vs 33% mPFS (개월) 6.1 vs 4.3 OS 65% vs 51%
MARIPOSA	20.09	3상	Ami(IV) + Lazer	진행성 또는 전이성 EGFR Exon19del/Exon21 L858R	ORR
	24.04		Osimer+Placebo*	- Treatment-naive NSCLC 환자	86% vs 85%
			Lazer+Placebo ^{&}		mPFS (개월) 23.7 vs 16.6 23.12.21 Ami+Laz FDA, EMA 허가 신청
MARIPOSA-2	21.11	3상	Ami+Lazer+ Peme+Carbo	진행성 또는 전이성 EGFR Exon19del/Exon21 L858R	ORR
	23.07		Ami+Peme+Carbo	- 1차 또는 2차로 Tagrisso 처방받은 사람	63% vs 64% vs 36%
			Peme+Carbo		mPFS (개월) 8.3 vs 6.3 vs 4.2 23.11.21 Ami+화학 항암 병용 FDA허가 신청

참고: * 1차 종료

Ami, Amivantamab(EGFR/c-Met 이중 항체); Lazer, Lazertinib(3세대 EGFR TKI, 브랜드명 렉라자); Osimer, Osimertinib(3세대 EGFR TKI, AstraZeneca, 브랜드명 타그리소); Carbo, Carboplatin(Chemotherapy); Peme, Pemetrexed(Chemotherapy); SC, 피하주사; IV, 정맥주사; *, Lazertinib에 대한 Placebo; &, Osimertinib에 대한 Placebo

자료: 삼성증권 정리

포괄손익계산서

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,776	1,859	2,134	2,311	2,406
매출원가	1,258	1,293	1,463	1,598	1,667
매출총이익	518	566	671	713	739
(매출총이익률, %)	29.2	30.4	31.4	30.9	30.7
판매 및 일반관리비	482	509	555	565	568
영업이익	36	57	116	148	171
(영업이익률, %)	2.0	3.1	5.4	6.4	7.1
영업외손익	59	78	50	58	60
금융수익	17	27	22	24	25
금융비용	17	16	11	11	11
지분법손익	57	56	49	54	55
기타	3	11	-10	-9	-9
세전이익	95	135	166	206	230
법인세	4	1	37	45	51
(법인세율, %)	4.6	0.4	22.5	22.0	22.0
계속사업이익	91	134	134	161	180
중단사업이익	0	0	0	0	0
순이익	91	134	134	161	180
(순이익률, %)	5.1	7.2	6.3	7.0	7.5
지배주주순이익	95	136	158	189	211
비지배주주순이익	-5	-2	-24	-28	-32
EBITDA	79	101	173	200	216
(EBITDA 이익률, %)	4.5	5.5	8.1	8.6	9.0
EPS (지배주주)	1,169	1,672	1,940	2,322	2,596
EPS (연결기준)	1,113	1,647	1,650	1,975	2,209
수정 EPS (원)*	1,169	1,672	1,940	2,322	2,596

현금흐름표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동에서의 현금흐름	100	144	123	136	132
당기순이익	91	134	134	161	180
현금유출입이없는 비용 및 수익	51	-10	89	96	94
유형자산 감가상각비	39	38	39	35	31
무형자산 상각비	4	6	18	16	15
기타	8	-54	31	45	49
영업활동 자산부채 변동	-110	-8	-91	-76	-93
투자활동에서의 현금흐름	16	-199	-46	-3	-3
유형자산 증감	-58	-161	-23	0	0
장단기금융자산의 증감	13	15	-11	-3	-3
기타	61	-53	-13	0	0
재무활동에서의 현금흐름	-66	63	-2	-37	-30
차입금의 증가(감소)	-26	170	22	-5	2
자본금의 증가(감소)	7	1	-4	0	0
배당금	-26	-27	-32	-32	-32
기타	-21	-81	11	0	0
현금증감	39	6	31	30	25
기초현금	254	293	299	330	360
기말현금	293	299	330	360	384
Gross cash flow	141	124	223	256	274
Free cash flow	41	-17	100	136	132

참고: * 일회성 수익(비용) 제외
 ** 완전 희석, 일회성 수익(비용) 제외
 *** P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 유한양행, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준 (십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	1,189	1,256	1,402	1,565	1,739
현금 및 현금등가물	293	299	330	360	384
매출채권	497	559	591	665	749
재고자산	275	285	329	370	417
기타	124	113	153	170	189
비유동자산	1,284	1,558	1,559	1,574	1,603
투자자산	622	572	605	671	746
유형자산	355	523	503	468	437
무형자산	138	298	283	267	252
기타	169	165	168	168	168
자산총계	2,473	2,814	2,961	3,139	3,342
유동부채	434	583	596	641	693
매입채무	134	179	211	238	268
단기차입금	64	128	131	131	131
기타 유동부채	236	276	253	272	294
비유동부채	31	129	153	158	161
사채 및 장기차입금	1	60	79	79	79
기타 비유동부채	30	69	75	79	82
부채총계	465	712	749	799	854
지배주주지분	1,986	2,051	2,172	2,329	2,508
자본금	74	78	81	81	81
자본잉여금	116	114	107	107	107
이익잉여금	1,902	1,975	2,101	2,258	2,437
기타	-107	-116	-117	-117	-117
비지배주주지분	22	51	40	12	-20
자본총계	2,008	2,102	2,212	2,341	2,488
순부채	-222	-43	-62	-100	-125

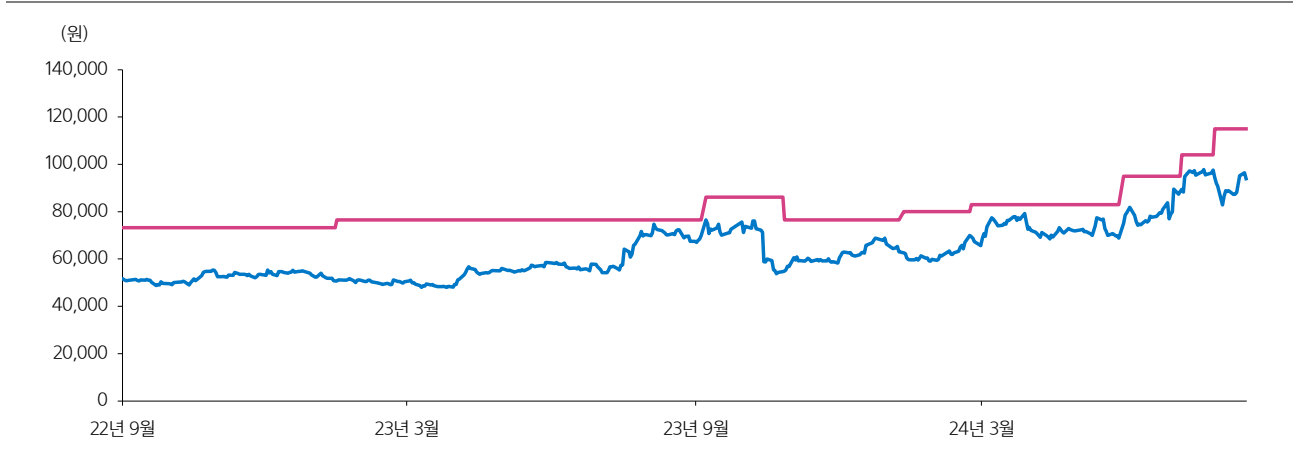
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2022	2023	2024E	2025E	2026E
증감률 (%)					
매출액	5.2	4.7	14.8	8.3	4.1
영업이익	-25.9	57.5	104.2	28.1	15.1
순이익	-8.6	47.9	0.2	19.7	11.8
수정 EPS**	-6.3	43.0	16.0	19.7	11.8
주당지표					
EPS (지배주주)	1,169	1,672	1,940	2,322	2,596
EPS (연결기준)	1,113	1,647	1,650	1,975	2,209
수정 EPS**	1,169	1,672	1,940	2,322	2,596
BPS	26,646	27,465	28,970	31,061	33,449
DPS (보통주)	365	430	430	430	430
Valuations (배)					
P/E***	46.8	41.1	48.4	40.5	36.2
P/B***	2.1	2.5	3.2	3.0	2.8
EV/EBITDA	51.3	52.8	43.9	37.8	34.6
비율					
ROE (%)	4.9	6.7	7.5	8.4	8.7
ROA (%)	3.7	5.1	4.7	5.3	5.5
ROIC (%)	3.4	4.4	6.1	7.6	8.5
배당성향 (%)	28.2	23.2	20.1	16.8	15.0
배당수익률 (보통주, %)	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
순부채비율 (%)	-11.1	-2.0	-2.8	-4.3	-5.0
이자보상배율 (배)	10.4	9.0	10.8	13.6	15.7

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 2024년 8월 20일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 2024년 8월 20일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자자 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 (수정주가 기준)

일 자	2021/9/27	2022/7/29	2023/7/29	2023/9/11	10/31	2024/1/3	1/15	2/27	6/3	7/10	7/31
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
TP (₩)	78,858	73,243	73,243	86,137	76,567	76,567	80,000	83,000	95,000	104,000	115,000
과리율 (평균)	-32.13	-27.43	-3.97	-21.15	-20.32	-15.26	-22.80	-12.51	-16.51	-7.77	
과리율 (최대/최소)	-25.00	-9.44	2.05	-11.67	-10.14	-13.41	-12.63	-4.58	-5.79	-5.96	

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

* 2023년 7월 27일부로 기업 투자 등급 기준 변경

기업

- BUY (매수)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 15% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준
- HOLD (중립)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15%~ 15% 내외
- SELL (매도)** 향후 12개월간 예상 절대수익률 -15% 이하

산업

- OVERWEIGHT(비중확대)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상
- NEUTRAL(중립)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상
- UNDERWEIGHT(비중축소)** 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2024.06.30 기준

매수(80%) 중립(20%) 매도(0%)

삼성증권

삼성증권주식회사

서울특별시 서초구 서초대로74길 11(삼성전자빌딩)
Tel: 02 2020 8000 / www.samsungpop.com

삼성증권 Family Center: 1588 2323

고객 불편사항 접수: 080 911 0900



Member of
**Dow Jones
Sustainability Indices**
Powered by the S&P Global CSA