

유한양행 (000100)

이희영

heeyoung.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

125,000

유지

현재주가

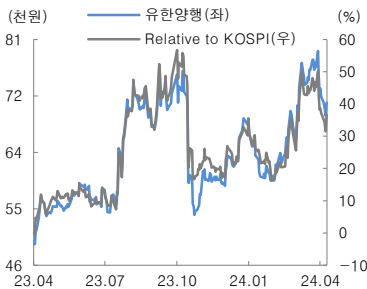
71,200

(24.04.12)

제약업종

KOSPI	2681.82
시가총액	5,785십억원
시가총액비중	0.27%
자본금(보통주)	80십억원
52주 최고/최저	79,200원 / 53,597원
120일 평균거래대금	323억원
외국인지분율	20.69%
주요주주	유한재단 외 2 인 15.92% 국민연금공단 9.83%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.3	13.0	-6.4	27.8
상대수익률	-7.3	6.4	-13.5	21.6



하반기로 갈수록 실적과 모멘텀 모두 상승

- 1Q24 비용 증가 및 기술료 수익 감소 등으로 이익 둔화 전망
- 하반기 레이저티닙 마일스톤 유입으로 호실적 전망
- 하반기 알리지 치료제 1b상 결과 발표 및 기술이전 모멘텀 유효

투자의견 매수, 목표주가 125,000원 유지

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 영업가치는 25년 추정 EBITDA에 Target EV/EBITDA 멀티플 21배 적용하여 4.3조원으로 산정. 비영업가치는 레이저티닙, YH35324 신약가치에 보유지분 가치를 더하여 4.4조원 추정. 총 기업가치는 영업 가치에 비영업가치를 더하여 8.8조원으로 산정.

8월내 레이저티닙+아미반타맵 FDA 승인 및 미국 출시 마일스톤 유입 전망. 하반기 R&D 모멘텀 존재. 연내 레이저티닙+아미반타맵 SC 임상 3상 결과 및 연말 MARIPOSA 전체 생존기간 데이터 발표 예상. YH35324(알리지 치료제) 특발성 두 드러기 임상 1b상 결과 발표 예정.

1Q24 실적 아쉽지만 하반기로 갈수록 호실적 전망

1Q24 연결 매출액 4,466억원 (+0.8% yoy), 영업이익 79억원 (-64.9% yoy), 영업이익률 1.8%로 컨센서스 하회 전망. 작년 1분기에 집중되었던 해외사업부 매출이 올해 분기별로 고르게 인식될 것으로 예상되며, 작년 동기 대비 기술료 수익 감소로 인해 매출 성장 제한적일 것으로 전망. 의료계 파업 영향 적어약품사업부 매출 소폭 상승할 것으로 예상. 생활유통사업 신제품 광고선전비 증가 및 기술료 수익 감소로 전년 동기대비 수익성 감소 전망.

다만 하반기로 갈수록 국내 렉라자 매출 성장, 해외사업부 라인 증설에 따른 매출 인식, 생활유통사업부 신제품 매출 성장 기대되며, 레이저티닙 미국 출시 마일스톤 수령 가능성 유효하여 연간 연결 매출 +13.9% yoy 성장 전망

(단위: 십억원 %)

구분	1Q23	4Q23	1Q24(F)					2Q24		
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	443	437	491	447	0.8	2.2	482	533	7.6	19.5
영업이익	23	6	20	8	-64.9	33.5	22	27	-2.6	234.6
순이익	22	86	32	22	-0.2	-74.1	29	37	330.5	68.3

자료: 유한양행 FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,776	1,859	2,124	2,290	2,379
영업이익	36	57	126	158	166
세전순이익	95	135	204	236	247
총당기순이익	91	134	184	213	198
지배지분순이익	95	136	190	220	203
EPS	1,169	1,672	2,336	2,709	2,497
PER	46.8	41.1	33.4	28.8	31.2
BPS	24,399	25,201	27,167	29,461	31,543
PBR	2.2	2.7	2.6	2.4	2.3
ROE	4.9	6.7	8.9	9.6	8.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 유한양행, 대신증권 Research Center

표 1. 유한양행 목표주가 산출 (단위: 억원)

	가치	비고
유한양행 영업가치 (A)	43,118	
25년 EBITDA	2,073	
Target EV/EBITDA	21	국내 상위 제약사 평균 Fwd 12 EV/EBITDA 대비 30%프리미엄
비영업가치 (B)	44,426	
레이저티닙 가치	31,862	
해외 가치	24,180	미국/유럽, 1 차/2 차치료제 밸류에이션 합산
마일스톤 가치	7,682	잔여 마일스톤 (기수령 및 '24년 수령 예정 금액 제외)
YH35324 가치	4,620	
보유 자본가치	7,945	장부가액 기준
유한킴벌리 (30%)	2,056	
유한화학 (100%)	2,434	
기타	3,455	
순차입금(C)	-609	
총 기업가치 (A+B-C)	88,154	
발행주식수 (천주)	70,260	
적정주가 (원)	125,468	
목표주가 (원)	125,000	
현재주가 (원)	71,200	
상승여력	76%	

자료: 대신증권 Research Center

표 1. 국내 상위 제약사 Peer 그룹 비교 (단위: 십억원)

	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		P/S	
		FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2
유한양행	6248.3	36.1	26.9	2.6	2.4	33.4	23.2	3.0	2.6
한미약품	4445.4	28.9	22.0	3.8	3.1	13.7	12.6	2.7	2.4
녹십자	1450.3	52.4	32.2	1.1	1.1	14.5	17.9	0.8	0.8
종근당	1501.9	16.7	15.6	1.6	1.5	9.5	9.0	1.0	0.8
HK 이노엔	1075.1	13.6	11.5	0.8	0.8	9.4	7.8	1.1	1.1

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 유한양행 연결 분기 및 연간 실적 전망 (단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	443.1	495.7	483.1	437.2	446.6	533.5	543.2	601.0	1859.0	2124.2	2290.2
yoy (%)	7.8%	2.6%	11.9%	-3.0%	0.8%	7.6%	12.5%	37.5%	4.7%	14.3%	7.8%
약품사업	309.4	345.4	346.2	331.3	318.9	375.7	378.8	363.2	1,332.3	1,436.7	1,521.7
yoy (%)	8.5%	3.1%	2.1%	-5.9%	3.1%	8.8%	9.4%	9.6%	1.6%	7.8%	5.9%
생활유통사업	35.8	60.4	59.5	59.5	41.9	67.3	71.9	72.6	215.3	253.7	290.5
yoy (%)	-23.4%	1.5%	71.3%	47.9%	17.0%	11.4%	20.9%	21.9%	18.8%	17.9%	14.5%
해외사업	76.6	73.1	58.6	32.8	70.5	72.4	73.8	76.6	241.2	293.3	333.3
yoy (%)	25.1%	12.0%	33.5%	-22.5%	-8.0%	-1.0%	26.0%	133.4%	13.3%	21.6%	13.6%
기술료수익	7.2	1.4	0.5	2.2	1.5	2.0	1.0	76.8	11.3	81.3	82.8
yoy (%)	393.0%	-73.3%	-83.9%	-323.7%	-79.1%	41.1%	99.6%	3378.3%	28.7%	622.0%	1.9%
기타	2.4	1.8	4.1	0.8	2.2	1.6	3.4	0.7	9.1	7.8	6.3
yoy (%)	-18.9%	-42.8%	24.3%	-71.6%	-10.3%	-12.5%	-16.2%	-19.2%	-25.8%	-14.2%	-20.1%
매출총이익	135.6	152.8	144.5	133.0	133.7	161.8	164.1	233.3	565.9	693.0	746.7
GPM(%)	30.6%	30.8%	29.9%	30.4%	29.9%	30.3%	30.2%	38.8%	30.4%	32.6%	32.6%
yoy (%)	17.0%	5.1%	19.7%	-2.3%	-1.4%	5.9%	13.6%	75.4%	9.2%	22.5%	7.7%
영업이익	22.6	27.3	0.9	6.0	7.9	26.6	26.7	65.1	56.8	126.3	157.7
OPM(%)	5.1%	5.5%	0.2%	1.4%	1.8%	5.0%	4.9%	10.8%	3.1%	5.9%	6.9%
yoy (%)	271.0%	61.2%	-119.4%	-66.1%	-64.9%	-2.6%	2938.0%	993.9%	57.5%	122.6%	24.8%

자료: 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

- 1926년 설립 1962년 KOSPI 상장 주요 사업부문은 의약품사업부문, 생활건강사업부문, 해외사업부문, 실험기자재사업부문, 바이오벤처 사업부문
- 연간 1,000억원 이상 R&D 투자 집행 오픈이노베이션 전략, 바이오핵심 협력을 통해 R&D 모멘텀 강화
- 의약품사업부문의 주요 제품으로는 레르자, 안티푸리민, 베콤씨, 듀오웰 코푸시럽 등
- 신약 파이프라인 섬유증질환/비만 7개, 항암제 14개, 신경계 5개, 기타 4개

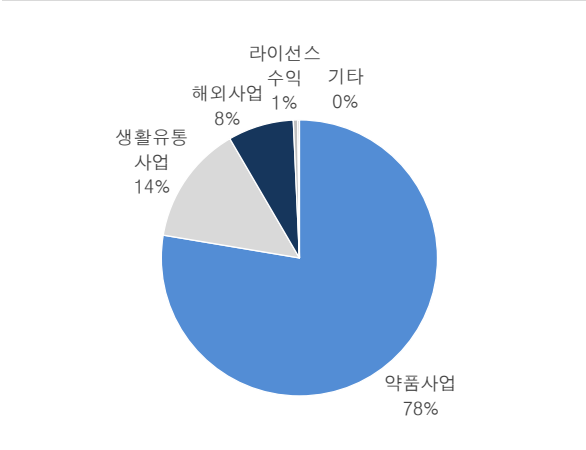
주가 변동요인

- (+) 실적 개선, 신약개발 임상 진전 및 기술수출 계약 체결
- (-) 실적 악화, 임상 중단 및 실패, R&D 비용 증가로 인한 수익성 악화

자료: 유한양행 대산증권 Research Center

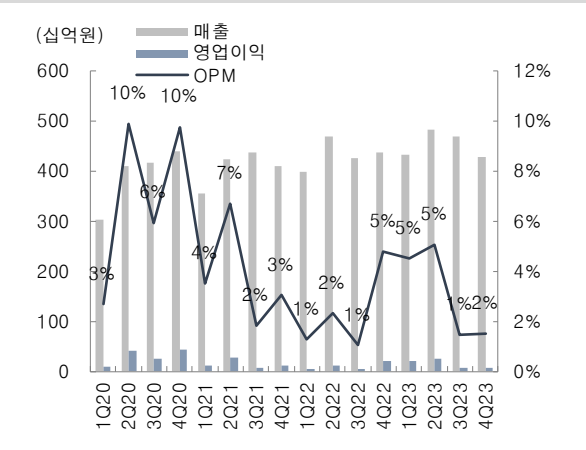
Earnings Driver

2023년 유한양행 매출 구성



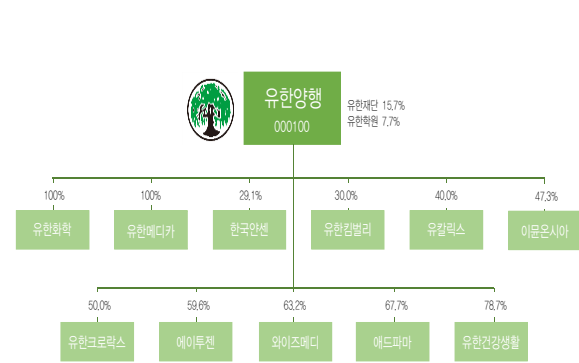
자료: 유한양행 대산증권 Research Center

분기별 매출, 영업이익, 영업이익률



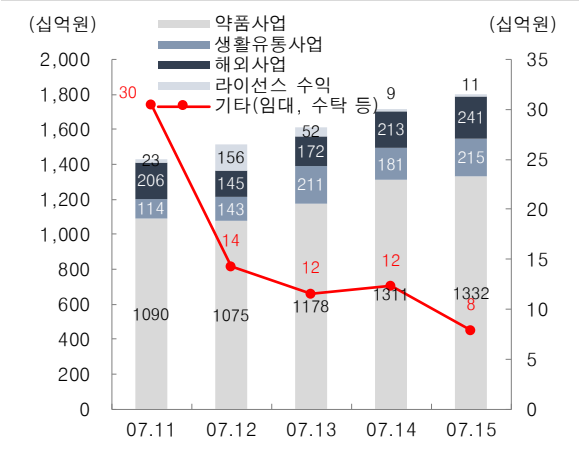
자료: 유한양행 대산증권 Research Center

유한양행 지배구조



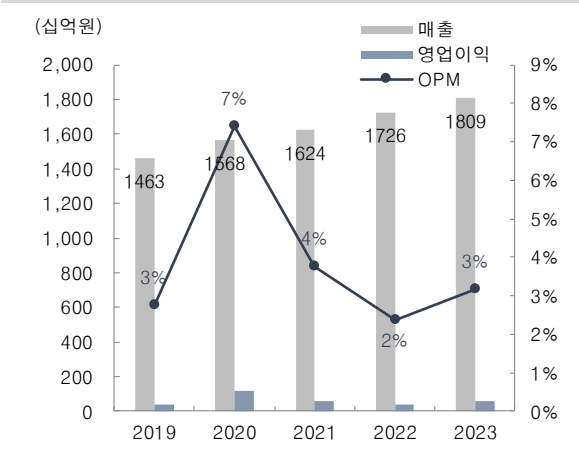
자료: 대산증권 Research Center

사업부별 매출 비중 추이 (연간)



자료: 유한양행 대산증권 Research Center

연간 매출, 영업이익, 영업이익률



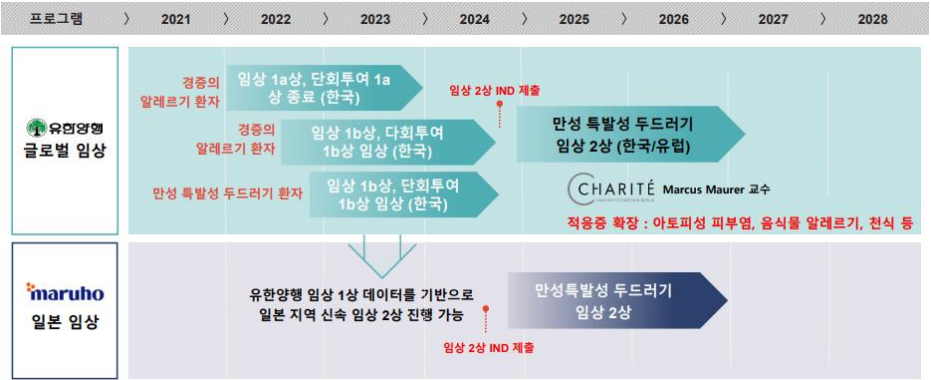
자료: 유한양행 대산증권 Research Center

그림 1. 유한양행 주요 파이프라인 현황

약물	적응증	후보물질	비임상 독성	임상 1상	임상 2상	임상 3상	파트너사
렉라자® LAZERTINIB	EGFR돌연변이 비소세포폐암	단독요법 (유한) 글로벌 3상 (2023.6.30 1차치료제 식약처 허가) Amivantamab 병용요법 (안센) 글로벌 3상 (MARIPOSA, MARIPOSA2)					Johnson & Johnson Innovative Medicine
YH14618 (Remedisc)	퇴행성 디스크						SpineBiopharma
YH12852 (PCS12852)	Gut Motility Disease						Protona Pharmaceuticals
YH25724	NASH						Boehringer Ingelheim
YH35324	Allergy (CSU, 천식, AD)						G1Innovation
YH32367	면역항암						ablbio
YH42946	Her2돌연변이 폐암, 위암 등						JINTS BIO
YH35995A	고셔병, 파브리병						GC
YH32364	위암, 대장암, 두경부암 등						ablbio
YHC1102	NASH/Fibrosis						GILEAD

자료: 유한양행, 대신증권 Research Center

그림 1. YH35324 개발 타임라인



자료: 자이아이노베이션 대신증권 Research Center

표 3. 유한양행 기술수출 현황

계약 체결일	계약 상대방	대상 기술	계약 규모	임상 진행 단계
2018.07	스파인바이오파마	퇴행성 관절염	US\$218,150,000	미국 임상 3상
2018.11	안센	EGFR 변이 양성 비소세포폐암	US\$1,255,000,000	국내: 렉라자 출시 글로벌: 임상 3상 ^{*)}
2019.01	길리어드	NASH (비알코올성 지방간염)	US\$785,000,000	전임상
2019.07	베링거인겔하임	NASH (비알코올성 지방간염)	US\$870,000,000	임상 1상
2020.08	프로세사 파마슈티컬	위장관 질환 치료제	US\$410,500,000	임상 2a상

자료: 유한양행, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,776	1,859	2,124	2,290	2,379
매출원가	1,258	1,293	1,431	1,543	1,628
매출총이익	518	566	693	747	752
판매비와관리비	482	509	567	589	585
영업이익	36	57	126	158	166
영업외수익	20	3.1	5.9	6.9	7.0
EBITDA	79	101	175	207	217
영업외손익	59	78	77	78	81
관계기업손익	57	56	54	53	52
금융수익	17	27	28	30	34
외환평가이익	31	4	3	3	3
금융비용	-17	-16	-20	-18	-16
외환평가손실	14	10	8	8	8
기타	3	11	15	13	11
법인세비용차감전순이익	95	135	204	236	247
법인세비용	-4	-1	-41	-47	-49
계속사업순이익	91	134	184	213	198
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	91	134	184	213	198
당기순이익율	5.1	7.2	8.7	9.3	8.3
비자비자분순이익	-5	-2	-6	-7	-5
자비자분순이익	95	136	190	220	203
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-2	-2	-2	-2
포괄순이익	92	118	168	197	181
비자비자분포괄이익	-5	-2	-6	-7	-5
자비자분포괄이익	96	120	173	203	186

Valuation 지표

(단위: 원 배 %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	1,169	1,672	2,336	2,709	2,497
PER	46.8	41.1	33.4	28.8	31.2
BPS	24,399	25,201	27,167	29,461	31,543
PBR	2.2	2.7	2.6	2.4	2.3
EBITDAPS	971	1,246	2,151	2,547	2,662
EV/EBITDA	50.9	52.7	33.0	27.6	26.1
SPS	21,819	22,840	26,099	28,139	29,235
PSR	2.5	3.0	2.7	2.5	2.4
CFPS	1,735	1,529	2,686	3,133	2,972
DPS	365	430	430	430	430

재무비율

(단위: 원 배 %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	5.2	4.7	14.3	7.8	3.9
영업이익 증가율	-25.9	57.5	122.6	24.8	5.6
순이익 증가율	-8.6	47.9	37.2	16.0	-7.3
수익성					
ROIC	3.5	4.5	6.8	8.1	8.3
ROA	1.5	2.1	4.3	5.0	4.9
ROE	4.9	6.7	8.9	9.6	8.2
안정성					
부채비율	23.2	33.9	33.7	32.7	32.0
순차입금비율	-12.4	-2.5	-2.7	-5.0	-7.2
이자보상비율	10.4	9.0	19.6	21.3	21.3

자료: 유한상행 대산증권 Research Center

재무상태표

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,189	1,256	1,377	1,542	1,689
현금및현금성자산	293	299	315	387	475
매출채권 및 기타채권	509	574	621	672	702
재고자산	275	285	325	351	364
기타유동자산	112	98	115	132	148
비유동자산	1,284	1,558	1,651	1,718	1,783
유형자산	355	523	560	568	573
관계기업투자지급	532	489	565	639	712
기타비유동자산	397	546	527	511	497
자산총계	2,473	2,814	3,029	3,260	3,472
유동부채	434	583	630	664	690
매입채무 및 기타채무	208	287	321	337	346
차입금	64	128	133	138	143
유동상채무	26	4	4	4	5
기타유동부채	136	163	172	184	196
비유동부채	31	129	133	139	152
차입금	1	60	67	76	91
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	30	69	66	63	60
부채총계	465	712	763	803	841
자비자분	1,986	2,051	2,211	2,398	2,567
자본금	74	78	81	81	81
자본잉여금	116	114	114	114	114
이익잉여금	1,902	1,975	2,133	2,322	2,493
기타자본변동	-107	-116	-118	-119	-121
비자비자분	22	51	55	59	63
자본총계	2,008	2,102	2,266	2,457	2,631
순차입금	-249	-53	-61	-123	-190

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	100	144	144	170	181
당기순이익	91	134	184	213	198
비현금성항목의가감	51	-10	35	42	44
감가상각비	43	45	49	50	50
외환손익	10	2	-4	-4	-4
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-2	-56	-10	-4	-2
자산부채의증감	-110	-8	-36	-40	-14
기타현금흐름	68	28	-39	-45	-47
투자활동 현금흐름	16	-199	-96	-67	-65
투자자산	0	-94	-75	-74	-73
유형자산	-58	-161	-80	-52	-50
기타	73	56	60	59	58
재무활동 현금흐름	-66	63	-8	-8	-2
단기차입금	-5	57	5	5	5
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	-2	58	6	9	15
유상증자	0	0	4	0	0
현금배당	-26	-27	-32	-32	-32
기타	-33	-24	10	10	10
현금의증감	39	6	16	72	88
기초 현금	254	293	299	315	387
기말 현금	293	299	315	387	475
NOPLAT	34	57	101	126	133
FCF	-17	-103	70	124	133

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이희영)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

유한양행(000100) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	24.04.15	24.04.02	23.12.01
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	125,000	125,000	92,000
과다율(평균%)		(42.82)	(27.96)
과다율(최대/최소%)		(41.28)	(13.91)

제시일자	24.04.15	24.04.02	23.12.01
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	125,000	125,000	92,000
과다율(평균%)		(42.82)	(27.96)
과다율(최대/최소%)		(41.28)	(13.91)

제시일자	24.04.15	24.04.02	23.12.01
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	125,000	125,000	92,000
과다율(평균%)		(42.82)	(27.96)
과다율(최대/최소%)		(41.28)	(13.91)

제시일자	24.04.15	24.04.02	23.12.01
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	125,000	125,000	92,000
과다율(평균%)		(42.82)	(27.96)
과다율(최대/최소%)		(41.28)	(13.91)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240412)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.2%	7.8%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상