



## BUY(Maintain)

목표주가: 95,000원

주가(2/23): 67,000원

시가총액: 53,740억 원

제약바이오 Analyst 허혜민  
hyemin@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (2/23)		2,667.7pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	76,471 원	47,950원
등락률	-12.4%	39.7%
수익률	절대	상대
1M	9.1%	1.4%
6M	-7.4%	-12.6%
1Y	30.8%	18.9%

## Company Data

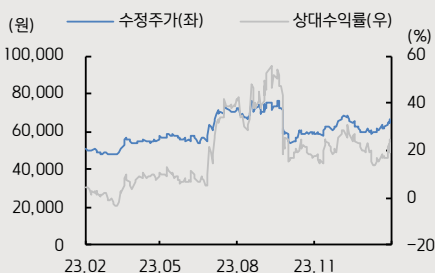
발행주식수	80,209 천주
일평균 거래량(3M)	347천주
외국인 지분율	20.0%
배당수익률(2023E)	0.6%
BPS(2023E)	25,313원
주요 주주	유한재단 외 2 인
	15.9%

## 투자지표

(십억 원)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,687.8	1,775.8	1,859.0	2,322.3
영업이익	48.6	36.0	56.8	203.6
EBITDA	101.3	79.0	102.3	242.2
세전이익	126.1	94.9	74.5	247.2
순이익	99.1	90.6	93.8	197.8
지배주주지분순이익	102.6	95.1	98.5	207.7
EPS(원)	1,260	1,169	1,210	2,552
증감률(% YoY)	-46.8	-7.3	3.5	110.8
PER(배)	45.1	46.8	56.8	26.3
PBR(배)	2.40	2.24	2.72	2.43
EV/EBITDA(배)	40.7	50.9	49.6	21.4
영업이익률(%)	2.9	2.0	3.1	8.8
ROE(%)	5.4	4.9	4.9	9.7
순차입금비율(%)	-15.8	-12.4	-14.0	-12.4

자료: 키움증권

## Price Trend



## ☑ 우선심사 지정 코멘트

## 유한양행 (000100)

## 우선심사 지정 받은 최초 국산 신약



지난 23일 J&J의 렉라자 병용 요법이 미국 FDA로부터 우선심사 지정 되었다는 소식에 주가는 +4.2% 상승 마감하였습니다. 이는 국산 신약이 폐암 1차 치료제 미국 우선 심사로 지정되는 첫 사례라는 점에 의미가 있습니다. 게다가 출시 마일스톤 유입도 당겨질 것으로 예상되어(약 1,800억원, 이에 60% 해당하는 1,080억원이 이익반영) 올해 호실적이 전망됩니다. 업종내 Top picks로 추천.

## &gt;&gt;&gt; 우선심사 지정으로 빨라진 출시 시계

J&J는 공식계정 SNS를 통해 2/23일 마리포사 3상에 대한 우선심사 신청이 받아들여졌다고 밝혔다. <UPDATE: US FDA Priority Review received for Phase 3 MARIPOSA submission> 국산 신약이 빅파마에 기술 이전되어 폐암 1차 치료제로 승인, 특히 우선 심사가 지정된 첫 사례이다.

지난해 12/21일 허가신청 접수로 60일내 우선심사 지정되어 기존에 예상한 **올해 10월 승인에서 8월내 승인이 가능**해졌다. 앞서 경쟁 약물인 타그리스+화학 병용으로 우선심사 지정 4개월만에 승인된 점을 감안하면, **오는 6월경에도 승인 가능성이 열려**있다.

승인 후 출시에 받는 마일스톤은 유럽(3,000만불), 중국(4,500만불), 미국(6,000만불) 예정으로 합산 1억 3,500만불(약 1,800억원)이며, 이익배분 후 당사에 적용되는 **영업이익은 60%에 해당하는 약 1,080억원**이다.

당사는 미국과 중국 출시 마일스톤을 3분기, 유럽 4분기로 적용하여, 올해 예상 연결 매출액은 2조 3,223억원(YoY +25%), 영업이익 2,036억원(YoY +259%, OPM 9%)이 전망된다.

## &gt;&gt;&gt; J&amp;J를 둘러싼 상황이 약을 많이 팔게 한다

J&J의 상황이 녹록치 않다. '23년 \$11bn 판매된 메가 버스터 약물 스텔라라의 특허 만료로 글로벌 데이터는 스텔라라의 매출액이 '29년 \$2.5bn까지 낮아질 것으로 예측하였다. (올해 스텔라라 시밀러 유럽 출시, 미국은 '25년 출시 합의) 또한, IRA법안으로 오는 2026년부터 메디케어 파트D 10개 의약품의 약가 인가가 적용되는데, J&J의 의약품이 무려 3개(자렐토, 임브루비카, 스텔라라)로 가장 많다. **J&J는 신제품의 빠른 출시로 특허만료와 약가인하 품목의 실적 감소세를 메꿔야하는 상황으로 적극적인 마케팅 활동이 예상**된다는 점이 동사에 긍정적이다. 타그리스 화학 병용 요법이 먼저 미국에 출시되었고, 렉라자(경구)+아미반타맙(정맥)의 투여 불편성이 있으나, 할로자임/J&J는 아미반타맙SC 제형의 허가 승인을 2025년으로 전망하고 있다.

## &gt;&gt;&gt; 투자의견 BUY, 목표주가 9.5만원 상향. Top Picks 추천.

출시 마일스톤 유입으로 올해 큰 폭의 실적 개선이 전망되어 목표주가를 95,000원으로 상향하였다(다만, 이는 일화성이 포함된 것으로 타겟 밸류에이션을 20% 할인). 올해부터 풍부한 현금 유입으로 M&A 등의 현금 활용의 선순환 구조 돌입이 예상됨에 따라 업종내 Top picks으로 추천한다.

## 실적 세부 내역

(단위,  
십억원)

구 분	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2024E
유한양행(별도)	431.4	482.1	468.9	426.7	1,809.1	468.5	543.3	672.9	546.5	2,231.2
유한화학	55.2	51.3	38.7	23.8	169	53.6	50	43.3	30.6	177.5
내부거래상계	-49.2	-44.3	-31.3	-21.8	-146.7	-33	-31.9	-28.3	-22.1	-115.4
<b>연결 매출액</b>	<b>443.0</b>	<b>495.7</b>	<b>483.1</b>	<b>437.2</b>	<b>1,859.0</b>	<b>494.6</b>	<b>568.5</b>	<b>695.2</b>	<b>564.0</b>	<b>2,322.3</b>
YoY	8%	3%	12%	-3%	5%	12%	15%	44%	29%	25%
원가	307.5	342.9	338.6	304.1	1,293.1	343.3	389.9	424.7	364.1	1,521.9
원가율	69%	69%	70%	70%	70%	69%	69%	61%	65%	66%
판매비와 관리비 등	112.9	125.5	143.6	127.1	509.1	130.1	150.6	163.5	152.6	596.8
판매비율	25%	25%	30%	29%	27%	26%	26%	24%	27%	26%
<b>영업이익</b>	<b>22.6</b>	<b>27.3</b>	<b>0.9</b>	<b>6.0</b>	<b>56.8</b>	<b>21.3</b>	<b>28.0</b>	<b>107.0</b>	<b>47.2</b>	<b>203.6</b>
YoY	271%	61%	흑전	-66%	58%	-6%	3%	12016%	691%	258%
OPM	5%	6%	0%	1%	3%	4%	5%	15%	8%	9%

자료: 키움증권 리서치센터

## 목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치산정	비 고
영업가치	43,697	'24.1Q~'24.4Q 순이익, 상위제약사 평균 Fw12M PER 에서 20% 할인
비영업가치		
YH25448	21,663	
순차입금	-1,383	
유통주식수	70,260	
기업가치	66,743	
<b>목표주가</b>	<b>95,000</b>	

주: 상위 제약사는 한미약품, 녹십자, 대웅제약, 종근당, 동아에스티

자료: 키움증권 리서치센터

## J&amp;J 우선심사 지정 언급



**J&J Innovative Medicine** @JNJInnovMed · Feb 22

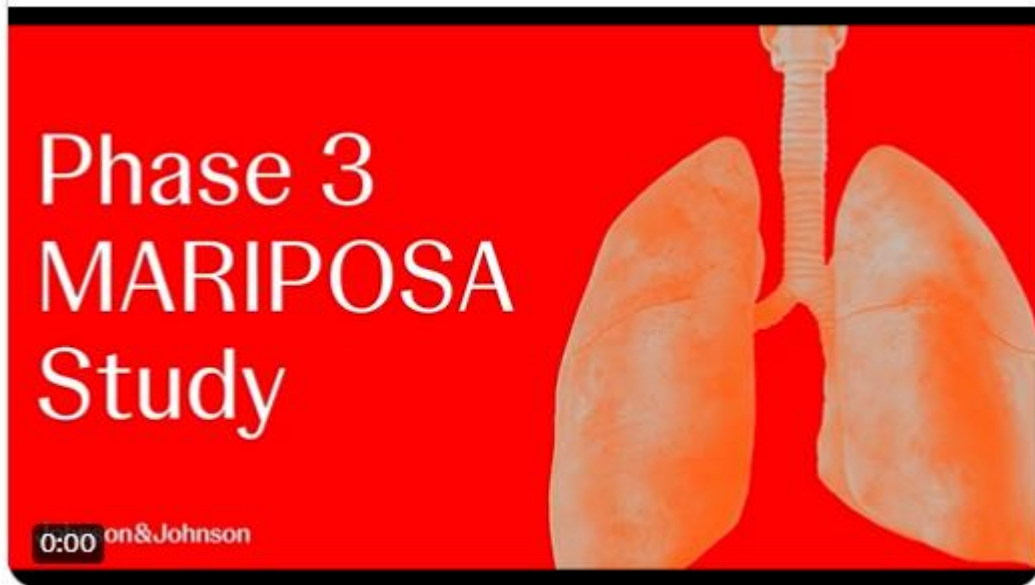
UPDATE: US FDA Priority Review received for Phase 3 MARIPOSA submission [bit.ly/3uQSZdf](https://bit.ly/3uQSZdf)

...



**J&J Innovative Medicine** @JNJInnovMed · Dec 21, 2023

Building on a succession of milestones within our #LungCancer portfolio, our latest U.S. FDA submission represents our third in EGFR-mutated non-small cell lung cancer (NSCLC) in 4 months. Learn more here: [bit.ly/3RQEpeq](https://bit.ly/3RQEpeq)



자료: J&J, 키움증권 리서치센터

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						Proensa Pharmaceuticals
YH25724	NASH						Boehringer Ingelheim
YH35324	Allergy (CSU, 천식, AD)						GT innovation
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, 키움증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	1,687.8	1,775.8	1,859.0	2,322.3	2,286.9
매출원가	1,163.2	1,257.6	1,293.1	1,521.9	1,569.8
매출총이익	524.7	518.2	565.9	800.4	717.1
판관비	476.1	482.2	509.1	596.8	586.8
<b>영업이익</b>	48.6	36.0	56.8	203.6	130.3
<b>EBITDA</b>	101.3	79.0	102.3	242.2	163.2
<b>영업외손익</b>	77.5	58.9	17.7	43.6	46.4
이자수익	5.0	9.6	10.7	10.4	13.2
이자비용	2.9	3.5	3.5	3.5	3.5
외환관련이익	23.3	36.9	25.0	16.0	16.0
외환관련손실	3.7	17.7	15.0	5.0	5.0
종속 및 관계기업손익	57.8	56.8	42.0	47.0	47.0
기타	-2.0	-23.2	-41.5	-21.3	-21.3
<b>법인세차감전이익</b>	126.1	94.9	74.5	247.2	176.7
법인세비용	26.9	4.3	-19.3	49.4	35.3
계속사업순손익	99.1	90.6	93.8	197.8	141.4
<b>당기순이익</b>	99.1	90.6	93.8	197.8	141.4
<b>지배주주순이익</b>	102.6	95.1	98.5	207.7	148.5
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	4.2	5.2	4.7	24.9	-1.5
영업이익 증감율	-42.3	-25.9	57.8	258.5	-36.0
EBITDA 증감율	-29.7	-22.0	29.5	136.8	-32.6
지배주주순이익 증감율	-46.8	-7.3	3.6	110.9	-28.5
EPS 증감율	-46.8	-7.3	3.5	110.8	-28.5
매출총이익율(%)	31.1	29.2	30.4	34.5	31.4
영업이익율(%)	2.9	2.0	3.1	8.8	5.7
EBITDA Margin(%)	6.0	4.4	5.5	10.4	7.1
지배주주순이익율(%)	6.1	5.4	5.3	8.9	6.5

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동 현금흐름</b>	99.0	99.5	244.6	198.3	315.2
당기순이익	99.1	90.6	93.8	197.8	141.4
비현금항목의 가감	52.9	50.6	41.7	103.8	81.2
유형자산감가상각비	47.2	38.5	38.8	32.3	26.9
무형자산감가상각비	5.5	4.5	6.7	6.4	6.1
지분법평가손익	-112.1	-84.3	0.0	0.0	0.0
기타	112.3	91.9	-3.8	65.1	48.2
영업활동자산부채증감	-60.9	-110.1	-46.2	-189.6	-10.5
매출채권및기타채권의감소	-16.9	-37.3	-23.8	-132.8	10.2
재고자산의감소	-26.1	-0.4	-12.9	-71.8	5.5
매입채무및기타채무의증가	20.6	-7.8	6.9	35.5	-2.0
기타	-38.5	-64.6	-16.4	-20.5	-24.2
기타현금흐름	7.9	68.4	155.3	86.3	103.1
<b>투자활동 현금흐름</b>	-167.1	15.6	-124.8	-155.9	-164.0
유형자산의 취득	-46.2	-58.3	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-35.1	-36.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-12.8	121.4	-29.0	-34.0	-34.0
단기금융자산의감소(증가)	-84.8	122.2	37.9	11.7	3.6
기타	11.6	-133.6	-133.7	-133.6	-133.6
<b>재무활동 현금흐름</b>	-36.5	-65.5	-19.8	-21.0	-26.0
차입금의 증가(감소)	1.9	-27.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	3.4	3.6	0.0
자기주식처분(취득)	-16.4	-16.5	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-24.9	-26.1	-27.3	-28.6	-30.0
기타	2.9	4.1	4.1	4.0	4.0
기타현금흐름	4.8	-10.2	-20.8	-20.8	-20.8
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	-99.9	39.4	79.2	0.6	104.5
기초현금 및 현금성자산	353.5	253.6	293.0	372.2	372.9
기말현금 및 현금성자산	253.6	293.0	372.2	372.9	477.4

자료 : 키움증권

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>유동자산</b>	1,224.1	1,188.9	1,282.0	1,494.6	1,603.8
현금 및 현금성자산	253.6	293.0	372.2	372.8	477.3
단기금융자산	177.1	54.9	17.0	5.3	1.6
매출채권 및 기타채권	473.9	509.1	533.0	665.8	655.6
재고자산	274.8	275.2	288.1	359.9	354.4
기타유동자산	44.7	56.7	71.7	90.8	114.9
<b>비유동자산</b>	1,239.7	1,283.8	1,267.3	1,262.7	1,263.8
투자자산	743.3	621.9	651.0	685.0	719.1
유형자산	331.2	355.0	316.2	283.9	257.1
무형자산	87.6	137.6	130.8	124.4	118.4
기타비유동자산	77.6	169.3	169.3	169.4	169.2
<b>자산총계</b>	2,463.8	2,472.7	2,549.3	2,757.3	2,867.7
<b>유동부채</b>	432.0	434.2	441.0	476.6	474.6
매입채무 및 기타채무	215.4	208.2	215.1	250.6	248.6
단기금융부채	92.1	95.6	95.6	95.6	95.6
기타유동부채	124.5	130.4	130.3	130.4	130.4
<b>비유동부채</b>	95.9	30.8	30.8	30.8	30.8
장기금융부채	32.6	3.4	3.4	3.4	3.4
기타비유동부채	63.3	27.4	27.4	27.4	27.4
<b>부채총계</b>	527.9	464.9	471.8	507.4	505.3
<b>지배자본</b>	1,926.9	1,985.8	2,060.3	2,242.6	2,362.1
자본금	71.2	74.4	77.8	81.4	81.4
자본잉여금	112.2	116.1	116.1	116.1	116.1
기타자본	-193.1	-209.5	-209.5	-209.5	-209.5
기타포괄손익누계액	136.2	102.5	103.6	104.7	105.8
이익잉여금	1,800.3	1,902.4	1,972.3	2,150.0	2,268.4
비지배지분	9.0	22.0	17.3	7.3	0.2
<b>자본총계</b>	1,935.9	2,007.8	2,077.5	2,249.9	2,362.4

## 투자지표

(단위: 원, %, 배)

12 월 결산	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,260	1,169	1,210	2,552	1,824
BPS	23,675	24,399	25,313	27,554	29,023
CFPS	1,868	1,735	1,664	3,705	2,734
DPS	400	400	400	400	400
<b>주가배수(배)</b>					
PER	45.1	46.8	56.8	26.3	36.7
PER(최고)	56.3	52.6	69.9		
PER(최저)	39.7	41.4	39.5		
PBR	2.40	2.24	2.72	2.43	2.31
PBR(최고)	3.00	2.52	3.34		
PBR(최저)	2.11	1.98	1.89		
PSR	2.74	2.51	3.01	2.35	2.38
PCFR	30.4	31.6	41.3	18.1	24.5
EV/EBITDA	40.7	50.9	49.6	21.4	31.0
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	25.8	29.6	30.0	14.9	20.9
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
ROA	4.1	3.7	3.7	7.5	5.0
ROE	5.4	4.9	4.9	9.7	6.4
ROIC	2.6	-0.8	5.2	14.0	8.5
매출채권회전율	3.6	3.6	3.6	3.9	3.5
재고자산회전율	6.4	6.5	6.6	7.2	6.4
부채비율	27.3	23.2	22.7	22.5	21.4
순차입금비용	-15.8	-12.4	-14.0	-12.4	-16.1
이자보상배율	16.5	10.4	16.4	58.7	37.6
<b>총차입금</b>	124.8	99.0	99.0	99.0	99.0
<b>순차입금</b>	-305.9	-248.9	-290.2	-279.1	-379.9
<b>EBITDA</b>	101.3	79.0	102.3	242.2	163.2
<b>FCF</b>	-66.6	-168.8	56.1	11.9	126.7

## Compliance Notice

- 당사는 2월 23일 현재 '유한양행(000100)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 고지사항

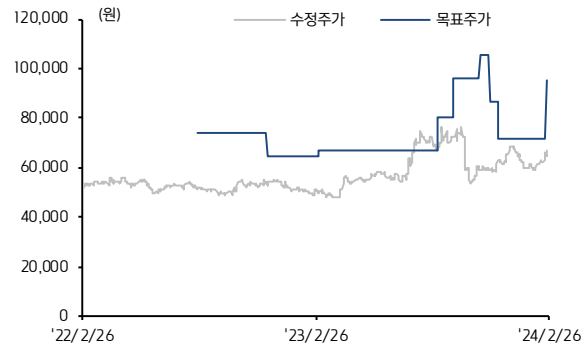
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

## 투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
유한양행 (000100)	2022-07-18	Buy(Maintain)	73,728원	6개월	-29.73	-25.00
	2022-11-04	Outperform (Downgrade)	64,512원	6개월	-17.46	-14.14
	2023-01-25	Buy(Upgrade)	67,200원	6개월	-22.32	-17.57
	2023-03-13	Buy(Maintain)	67,200원	6개월	-23.14	-17.57
	2023-04-11	Buy(Maintain)	67,200원	6개월	-22.53	-15.69
	2023-07-31	Buy(Maintain)	80,640원	6개월	-11.83	-7.31
	2023-08-23	Buy(Maintain)	96,000원	6개월	-26.00	-20.34
	2023-10-04	Buy(Maintain)	105,600원	6개월	-31.31	-27.95
	2023-10-19	Buy(Maintain)	86,400원	6개월	-34.54	-30.55
	2023-11-01	Buy(Maintain)	72,000원	6개월	-14.05	-4.44
	2024-01-22	Buy(Maintain)	72,000원	6개월	-14.57	-6.94
	2024-02-26	Buy(Maintain)	95,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가 추이 (2개년)



## 투자의견 및 적용기준

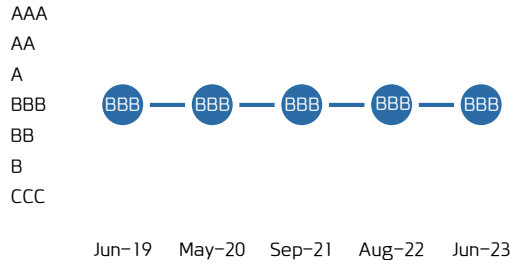
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2023/01/01~2023/12/31)

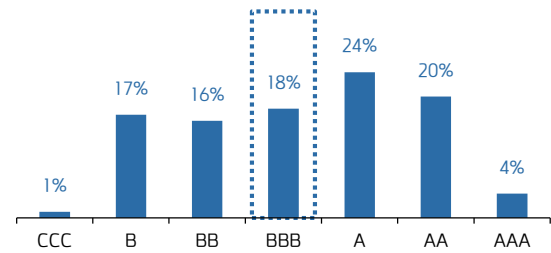
매수	중립	매도
96.65%	3.35%	0.00%

### MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치센터

### MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치센터  
Universe: MSCI ACWI Index 제약사 76개

### 세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
주요 이슈 가중평균	4.2	4.3		
<b>환경</b>	3.9	4.5	9.0%	▲0.5
유독 물질 배출과 폐기물	3.9	4.5	9.0%	▲0.5
<b>사회</b>	3.5	4	58.0%	▲0.3
제품 안전과 품질	3.3	3.8	27.0%	▲0.4
인력 자원 개발	4.1	4	18.0%	▲0.9
의료 서비스	3.2	4	13.0%	▼0.5
<b>지배구조</b>	5.4	4.8	33.0%	
기업 지배구조	7.3	6.2		
기업 활동	3.7	4.5		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치센터

### ESG 최근 이슈

일자	내용
	There are no recent new controversies or updates to ongoing controversies for this company.

자료: 키움증권 리서치센터

### MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 피어 주요 5개사 (제약)	유독 물질 배출과 폐기물	의료 서비스	인력 자원 개발	제품 안전과 품질	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세			
유한양행	● ●	● ●	● ● ●	● ●	● ● ● ●	● ●	BBB	◀▶			
한미약품	● ● ●	● ● ●	● ● ● ●	● ● ●	●	● ● ●	BB	◀▶			
종근당	● ●	● ●	● ●	●	●	● ●	B	◀▶			
셀트리온제약	● ●	● ● ●	● ●	● ●	●	● ●	B	◀▶			
대웅제약	●	● ● ●	● ●	●	●	●	CCC	◀▶			
대웅	● ●	● ●	●	● ●	●	● ●	CCC	▼			

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ● ● ● ●  
등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치센터