

## Company Update

Analyst 이선경

02) 6915-5655

seonkyoung.lee@ibks.com

## 매수 (유지)

목표주가 80,000원

현재가 (4/30) 72,400원

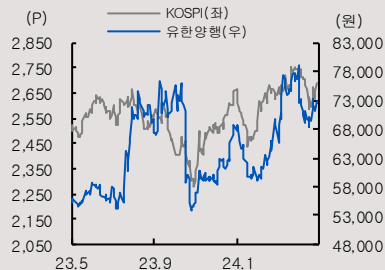
KOSPI (4/30)	2,692.06pt
시가총액	5,880십억원
발행주식수	81,390천주
액면가	1,000원
52주 최고가	79,200원
최저가	53,788원
60일 일평균거래대금	37십억원
외국인 지분율	20.5%
배당수익률 (2025F)	0.6%

주주구성	
유한재단 외 2인	15.92%
국민연금공단	9.83%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-4%	14%	22%
절대기준	-6%	32%	31%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	80,000	73,000	▲
EPS(25)	2,926	3,275	▼
EPS(26)	3,369	172	▲

### 유한양행 주가추이



본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

# 유한양행 (000100)

## 1Q24 Review: 아쉬운 실적, 기대되는 R&D

### 24년 1분기, 연구개발비 및 광고비 증가로 실적 부진

유한양행 24년 1분기 연결기준 잠정 매출액은 4,446억원(+0.3% YoY, +1.7% QoQ), 영업이익은 5.8억원(-97.4% YoY, -90.3% QoQ, OPM 0.1%)으로 컨센서스 매출액 4,647억원, 영업이익 208억원을 크게 하회하는 실적을 기록했다.

실적 부진의 주요 요인은 1)동사의 핵심 사업이라 할 수 있는 전문의약품(2,626억원, +0.6% YoY, -7.3% QoQ)사업의 성장 둔화, 2)저마진 상품 비중의 증가로 인한 매출 원가율의 상승(+0.3%p YoY, +0.1%p QoQ), 3)이번 분기 연결로 인식된 이문온시아의 영향으로 연구개발비(346억원, +22.3% YoY, +31.9% QoQ) 및 광고선전비의 증가에 따른 판관비의 증가(993억원, +0.6% YoY, +14.6% QoQ) 때문이다. 이문온시아는 Sorrento Therapeutics과 공동으로 설립한 Joint Venture로 최근 Sorrento의 파산으로 이문온시아의 지분을 추가 매입하면서 이번 분기부터 연결로 인식되었다.

### 6월 ASCO 결과발표, 8월 FDA 승인 이벤트 주목

이문온시아 연결인식에 따른 약 200억원의 판관비 증가 및 레이저티닙의 미국 출시에 따른 마일스톤 유입(약 800억원)을 고려, 유한양행의 24년 연결기준 매출액은 2조 556억원(+10.6% YoY), 영업이익은 780억원 (+36.4% YoY, OPM 3.8%)으로 전망한다. 8월, 시장에서 기대하고 있는 레이저티닙의 아미반타맙과의 병용 FDA 승인을 앞두고 5월 31~6월 4일 진행되는 ASCO에서는 레이저티닙 관련 총 5건의 연구 결과를 발표할 예정이다. 5건의 발표 중 주목해야할 연구는 아미반타맙 SC, IV 병용 비교 결과(PALOMA-3) 및 1차 요법에서의 아미반타맙 SC 병용 결과(PALOMA-2)다.

### 투자의견 매수 유지, 목표주가 80,000원 상향

레이저티닙 미국 승인 임박에 따라 레이저티닙의 가치를 기준 1.2조원에서 1.5조원으로 상향 조정했으며 영업가치 또한 멀티플을 기존 12배에서 15배로 상향 조정했다.

(단위:십억원,배)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,859	1,859	2,056	2,230	2,423
영업이익	57	57	78	168	214
세전이익	135	135	165	245	283
지배주주순이익	136	136	160	238	274
EPS(원)	1,672	1,672	1,969	2,926	3,369
증가율(%)	43.0	43.0	17.8	48.6	15.1
영업이익률(%)	3.1	3.1	3.8	7.5	8.8
순이익률(%)	7.2	7.2	7.7	10.5	11.1
ROE(%)	6.7	6.7	7.6	10.4	10.9
PER	41.1	41.1	36.8	24.7	21.5
PBR	2.7	2.7	2.7	2.5	2.2
EV/EBITDA	52.1	52.1	46.1	27.1	22.8

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 1. 유한양행 분기별 실적 전망

(단위:십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023	2024F
총 매출액	443.1	495.7	483.1	437.2	444.6	498.7	513.5	598.9	1,859.0	2,055.6
의약품	309.4	345.4	346.2	331.3	309.5	357.3	364.4	368.1	1,332.3	1,399.3
비처방	48.4	50.2	46.9	48.1	46.9	54.3	51.6	53.9	193.7	206.6
처방	261.0	295.1	299.3	283.2	262.6	312.8	314.2	303.0	1,138.6	1,192.7
생활용품	35.8	60.4	59.5	59.5	44.5	46.7	49.0	51.5	215.3	191.6
해외사업	76.6	73.1	58.6	32.8	74.1	76.3	80.1	84.2	241.2	314.7
로열티 수익	7.2	1.4	0.5	2.2	2.6	3.0	2.6	82.9	11.2	91.0
기타 (임대/수탁)	13.2	12.7	17.1	8.2	13.3	13.5	15.8	8.5	51.1	51.2
연결/내부 조정	0.8	2.7	1.2	3.1	0.7	1.9	1.5	3.8	7.8	7.9
영업이익	22.6	27.3	0.9	6.0	0.6	10.5	8.8	58.1	56.8	78
영업이익률	5.1%	5.5%	0.2%	1.4%	0.1%	2.1%	1.7%	9.7%	3.1%	3.8%

자료: 유한양행, IBK투자증권

표 2. Lazertinib 임상개발 현황

구분	임상명 (NCT#)	ARM	단계	환자군	환자수(n)	시작일	1차 종료일	최종 종료일	임상국가
유한 주도	LASER201 (03046992)	Lazertinib 단독, Dose escalation	1/2 상	T790M+mutation	230	17.02	22.09	22.12	한국
	LASER301 (04248829)	Lazertinib, Gefitinib(1세대 TKI)	3 상	1차(Metastatic NSCLC)	393	20.02	22.11	24.06	다국가
Janssen 주도	MARIPOSA (04487080)	Lazertinib Lazertinib+Amivantamab Tagrisso	3 상	1차(Metastatic NSCLC)	1,074	20.09	24.04	25.11	글로벌
	MARIPOSA -2 (04988295)	4중요법(병용+ Carboplatin+ Pemetrexed) 3중요법 (Amivantamab+Carboplatin+ Pemetrexed) Carboplatin+Pemetrexed	3 상	Tagrisso 실패	600	21.11	23.05	25.11	글로벌
	CHRYSLIS (02609776)	Lazertinib+Amivantamab	1a 상	3차 이후 (Tagrisso, 백금화학 이후)	780	16.05	24.01	24.01	글로벌
	CHRYSLIS -2 (04077463)	Lazertinib+Amivantamab	1b 상	3차 이후 (Tagrisso, 백금화학 이후)	460	19.09	23.03	26.03	글로벌
	PALOMA-3 (05388669)	Lazertinib+Amivantamab IV Lazertinib+Amivantamab SC	3 상	3차 이후 (Tagrisso, 백금화학 이후)	400	22.08	24.01	24.08	글로벌

자료: Clinicaltrials, IBK투자증권

표 3. 유한양행 목표주가 산출

	가치 (십억원)	비고
1. 영업가치	1,935	24년도 EBITDA 129에 EV/EBITDA 15배 적용
2. 순차입금	- 127	24년 말 예상 기준
3. 지분가치	792	장부가액, 23년 12월 기준
4. 신약가치	2,789	유한양행 귀속가치
레이저티닙	1,453	오스코텍 지급 비율 40% 고려
YH257274(NASH)	878	제넥신 지급 비율 5% 고려
YH35324(IgE Trap)	458	
5. 총 기업가치(1-2+3+4)	5,643	
6. 주식수	70,259,802	
7. 적정 주가(5/6)	80,316	원

자료: IBK투자증권

## 유한양행 (000100)

## 포괄손익계산서

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,776	1,859	2,056	2,230	2,423
증가율(%)	5.2	4.7	10.6	8.5	8.6
매출원가	1,258	1,293	1,371	1,420	1,567
매출총이익	518	566	685	810	856
매출총이익률 (%)	29.2	30.4	33.3	36.3	35.3
판매비	482	509	607	642	642
판매비율(%)	27.1	27.4	29.5	28.8	26.5
영업이익	36	57	78	168	214
증가율(%)	-25.9	57.5	37.4	115.2	27.4
영업이익률(%)	2.0	3.1	3.8	7.5	8.8
순금융손익	-1	11	15	4	-1
이자손익	6	5	4	1	3
기타	-7	6	11	3	-4
기타영업외손익	3	11	17	13	9
중속/관계기업손익	57	56	55	61	61
세전이익	95	135	165	245	283
법인세	4	1	8	11	13
법인세율	4.2	0.7	4.8	4.5	4.6
계속사업이익	91	134	158	234	270
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	91	134	158	234	270
증가율(%)	-8.6	47.9	17.7	48.3	15.5
당기순이익률 (%)	5.1	7.2	7.7	10.5	11.1
지배주주당기순이익	95	136	160	238	274
기타포괄이익	1	-16	6	5	4
총포괄이익	92	118	164	239	274
EBITDA	79	101	129	215	253
증가율(%)	-21.9	28.3	27.2	67.0	17.3
EBITDA마진율(%)	4.4	5.4	6.3	9.6	10.4

## 투자지표

(12월 결산)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	1,223	1,672	1,969	2,926	3,369
BPS	25,518	25,201	26,893	29,490	32,518
DPS	382	430	430	430	430
밸류에이션(배)					
PER	46.8	41.1	36.8	24.7	21.5
PBR	2.2	2.7	2.7	2.5	2.2
EV/EBITDA	51.2	52.1	46.1	27.1	22.8
성장성지표(%)					
매출증가율	5.2	4.7	10.6	8.5	8.6
EPS증가율	-7.3	43.0	17.8	48.6	15.1
수익성지표(%)					
배당수익률	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
ROE	4.9	6.7	7.6	10.4	10.9
ROA	3.7	5.1	5.5	7.8	8.2
ROIC	9.7	11.8	10.9	14.1	15.0
안정성지표(%)					
부채비율(%)	23.2	33.9	29.5	27.9	27.8
순차입금 비율(%)	-11.4	-5.6	1.0	-3.2	-5.6
이자보상배율(배)	10.4	9.0	11.2	21.1	25.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	3.7	3.5	3.4	3.4	3.4
재고자산회전율	6.5	6.6	7.1	7.4	7.5
총자산회전율	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

## 재무상태표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,189	1,256	1,237	1,372	1,572
현금및현금성자산	293	299	175	269	354
유가증권	28	12	17	16	17
매출채권	497	559	639	670	741
재고자산	275	285	293	307	340
비유동자산	1,284	1,558	1,660	1,755	1,862
유형자산	355	523	641	751	848
무형자산	138	298	289	282	276
투자자산	622	572	572	572	572
자산총계	2,473	2,814	2,897	3,127	3,434
유동부채	434	583	508	535	591
매입채무및기타채무	134	179	240	279	309
단기차입금	64	128	146	140	154
유동성장기부채	26	4	4	4	4
비유동부채	31	129	152	148	157
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	1	60	60	60	60
부채총계	465	712	660	682	747
지배주주지분	1,986	2,051	2,189	2,400	2,647
자본금	74	78	81	81	81
자본잉여금	116	114	114	114	114
자본조정등	-210	-217	-217	-217	-217
기타포괄이익누계액	103	101	107	112	116
이익잉여금	1,902	1,975	2,104	2,310	2,552
비지배주주지분	22	51	48	44	40
자본총계	2,008	2,102	2,237	2,444	2,687
비이자부채	371	517	447	476	526
총차입금	94	195	213	206	221
순차입금	-228	-117	22	-79	-151

## 현금흐름표

(십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	100	144	98	187	163
당기순이익	91	134	158	234	270
비현금성 비용 및 수익	51	-10	-46	-40	-41
유형자산감가상각비	39	38	42	40	33
무형자산상각비	4	6	9	7	6
운전자본변동	-110	-8	-18	-9	-70
매출채권등의 감소	-37	-63	-80	-32	-71
재고자산의 감소	0	-5	-8	-14	-32
매입채무등의 증가	-8	45	61	39	29
기타 영업현금흐름	68	28	4	2	4
투자활동 현금흐름	16	-199	-146	-124	-154
유형자산의 증가(CAPEX)	-58	-161	-160	-150	-130
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-36	-42	0	0	0
투자자산의 감소(증가)	-7	-94	47	0	0
기타	117	98	-33	26	-24
재무활동 현금흐름	-66	63	-77	31	76
차입금의 증가(감소)	-2	58	0	0	0
자본의 증가	0	0	4	0	0
기타	-64	5	-81	31	76
기타 및 조정	-11	-2	0	1	0
현금의 증가	39	6	-125	95	85
기초현금	254	293	299	175	269
기말현금	293	175	269	354	1,056

## Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.

동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.

조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								

## 투자 의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자 의견 (절대수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자 의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

## 투자등급 통계 (2023.04.01~2024.03.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	136	87.7
Trading Buy (중립)	13	8.4
중립	6	3.9
매도	0	0

## 최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

