



BUY(Maintain)

목표주가: 90,000원

주가(4/9): 70,600원

시가총액: 56,628억 원

제약바이오 Analyst 허혜민
hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (4/9)		2,705.16pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	79,200 원	51,491원
등락률	-10.9%	37.1%
수익률	절대	상대
1M	-8.8%	-10.3%
6M	-7.2%	-16.0%
1Y	30.3%	22.8%

Company Data

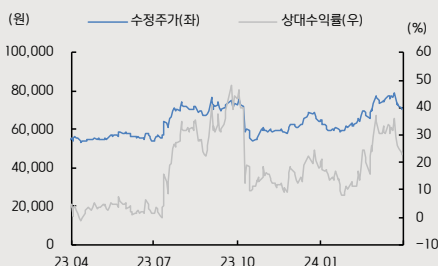
발행주식수	80,209 천주
일평균 거래량(3M)	488천주
외국인 지분율	20.6%
배당수익률(2024E)	0.6%
BPS(2024E)	27,194원
주요 주주	유한재단 외 2 인
	15.9%

투자지표

(십억 원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,775.8	1,859.0	2,227.4	2,180.7
영업이익	36.0	56.8	184.1	109.9
EBITDA	79.0	101.4	236.5	154.5
세전이익	94.9	134.5	256.9	186.7
순이익	90.6	134.0	205.5	149.4
지배주주지분순이익	95.1	136.1	208.6	151.7
EPS(원)	1,169	1,672	2,564	1,864
증감률(%,YoY)	-7.3	43.0	53.3	-27.3
PER(배)	46.8	41.1	27.5	37.9
PBR(배)	2.24	2.73	2.60	2.48
EV/EBITDA(배)	50.9	52.7	24.1	36.1
영업이익률(%)	2.0	3.1	8.3	5.0
ROE(%)	4.9	6.7	9.8	6.7
순차입금비율(%)	-12.4	-2.5	-3.9	-8.8

자료: 키움증권

Price Trend



유한양행 (000100)

1Q 실적 하회 예상되나, 하반기 모멘텀 기대



1분기 실적은 매출액 성장이 제한되는 가운데, 비용 증가로 시장 기대치를 하회할 것으로 보입니다. 다만, 기대치를 하회하는 실적 발표가 잦았던 만큼 실적에 대한 기대감은 낮은 편입니다. 2분기부터는 실적이 점차 개선되어 하반기에 마일스톤 유입 등으로 호실적이 예상되고, 3분기 중 렉라자의 미국 승인 및 알러지 치료제 기술 이전 등의 모멘텀이 기대됩니다.

>>> 1Q24 낮은 매출 수준으로 이익 기대치 하회 전망

1분기 연결 매출액은 4,394억원(YoY -1%, QoQ +1%), 영업이익은 67억원(YoY -71%, QoQ +12%)으로 시장 기대치 매출액 4,844억원, 이익 228억원을 각각 -9%, -71% 하회할 것으로 전망된다.

의료 파업 영향은 수액제와 항생제 제품에서 일부 있었으나, 매출액에 미치는 영향이 크지 않았을 것으로 예상된다. 다만, **지난해 상반기에 몰렸던 해외사업부** 매출이 올해 고르게 분산되면서 **전년동기 대비 676억원(YoY -12%) 하락**이 전망되고, 기술료 수익이 1Q24 25억원 내외로 추정되면서(vs 1Q23 약 72억원) 매출이 전년 동기와 유사할 것으로 보인다. 매출 성장이 제한된 가운데, **R&D 비용과 광고선전비 등 판관 비용이 증가하며 영업이익은 67억원에** 그치겠다.

>>> 하반기 실적/신약 승인/R&D 모멘텀의 세마리 토끼

실적은 2분기부터 서서히 회복되어, 하반기 폐암 1차 치료제로 렉라자 병용 요법이 미국, 유럽, 중국 등 승인되어 출시된다면 마일스톤 유입과 함께 호실적이 기대된다.

연말 발표할 것으로 기대하던 렉라자 병용 요법의 폐암 1차 치료제 **전체 생존(OS) 데이터가 만약 발표되지 않는다면, 생존 기간이 길었기 때문에 긍정적 해석이 가능하다**. 최근 J&J는 EGFR 변이 비소세포폐암(NSCLC) 1차 치료 환자 중 약 절반을 확보하겠다는 포부를 밝힌 바 있다. 최근 AZ가 폐암 1차 치료제로 승인 받은 타그리스+화학요법의 경우 미국 항암제의 바이블로 불리는 미국 종합암네트워크(NCCN) 업데이트된 가이드라인에 타그리스 단독 요법은 여전히 선호(preferred)되는 1차 치료제로 남아있는 반면, **타그리스+화학 병용은 기타 권장(other recommended) 범주에 등재**되어 있다는 점 동시에 긍정적이다. 렉라자 병용 요법의 NCCN 등재 여부가 향후 처방 확대에 주요 영향을 미칠 것으로 전망된다. '23년 타그리스 매출액은 \$5.9bn 기록한 바 있으며, J&J는 리브리반트+렉라자 병용 요법이 최대 매출 \$5bn 이상 도달을 목표로 하고 있다. **R&D 모멘텀으로는 알레르기 질환 치료제 YH35324가** 지난 2월 긍정적인 1a상 결과를 발표함에 따라 **기술 이전 가능성이 유력**해졌다고 판단되며, 신약 가치 재평가 될 것으로 보인다 (YH35324 지아이이노베이션과 이익배분 50%).

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 9만원 유지

실적 세부 내역

(단위, 억원)

구 분	1Q24E	컨센서스	차이	2024E	컨센서스	차이
매출액	4,394	4,844	-9%	22,274	20,781	7%
yoy	-0.8%	9.3%		25.4%	17.0%	
영업이익	66	228	-71%	1,841	1,175	57%
yoy	-70.6%	0.8%		411.1%	226.1%	
OPM	1.5%	4.7%		8.3%	5.7%	
지배주주순이익	134	342	-61%	2,086	1,669	25%

자료: 키움증권 리서치센터

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	429	522.2	660.3	572.5	2,184.0
유한화학	55.2	51.3	38.7	23.8	169	43.8	43.8	43.3	46.6	177.5
내부거래상계	-49.2	-44.3	-31.3	-21.8	-146.7	-39	-40.2	-40	-43.9	-163.1
연결 매출액	443	495.7	483.1	437.2	1,859.0	439.4	532.9	670.9	584.2	2,227.4
YoY	8%	3%	12%	-3%	5%	-1%	7%	39%	34%	20%
원가	307.5	342.9	338.6	304.2	1,293.1	304.9	364.4	396.4	383.1	1,448.8
원가율	69%	69%	70%	70%	70%	69%	68%	59%	66%	65%
판매비와 관리비 등	112.9	125.5	143.6	127.0	509.1	127.8	147.2	165.7	153.7	594.4
판매비율	25%	25%	30%	29%	27%	29%	28%	25%	26%	27%
영업이익	22.6	27.3	0.9	6.0	56.8	6.6	21.3	108.8	47.4	184.1
YoY	271%	61%	흑전	-66%	58%	-71%	-22%	12223%	696%	224%
OPM	5%	6%	0%	1%	3%	2%	4%	16%	8%	8%

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치산정	비 고
영업가치	35,053	'24.1Q~'24.4Q 순이익, 상위제약사 평균 Fw12M PER 에서 30% 할인
비영업가치		
YH25448	22,565	
순차입금	-925	
유통주식수	67,075	
기업가치	58,543	
목표주가	90,000	

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

자료: 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	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
매출액	1,775.8	1,859.0	2,227.4	2,180.7	2,328.2
매출원가	1,257.6	1,293.1	1,448.8	1,490.1	1,617.2
매출총이익	518.2	565.9	778.6	690.6	711.1
판관비	482.2	509.1	594.4	580.7	618.2
영업이익	36.0	56.8	184.1	109.9	92.9
EBITDA	79.0	101.4	236.5	154.5	131.1
영업외손익	58.9	77.8	72.7	76.8	77.9
이자수익	9.6	11.2	12.3	16.4	17.5
이자비용	3.5	6.3	6.3	6.3	6.3
외환관련이익	36.9	17.1	16.0	16.0	16.0
외환관련손실	17.7	14.8	5.0	5.0	5.0
종속 및 관계기업손익	56.8	55.6	57.0	57.0	57.0
기타	-23.2	15.0	-1.3	-1.3	-1.3
법인세차감전이익	94.9	134.5	256.9	186.7	170.8
법인세비용	4.3	0.5	51.4	37.3	34.2
계속사업순손익	90.6	134.0	205.5	149.4	136.6
당기순이익	90.6	134.0	205.5	149.4	136.6
지배주주순이익	95.1	136.1	208.6	151.7	138.7
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	5.2	4.7	19.8	-2.1	6.8
영업이익 증감율	-25.9	57.8	224.1	-40.3	-15.5
EBITDA 증감율	-22.0	28.4	133.2	-34.7	-15.1
지배주주순이익 증감율	-7.3	43.1	53.3	-27.3	-8.6
EPS 증감율	-7.3	43.0	53.3	-27.3	-8.5
매출총이익율(%)	29.2	30.4	35.0	31.7	30.5
영업이익율(%)	2.0	3.1	8.3	5.0	4.0
EBITDA Margin(%)	4.4	5.5	10.6	7.1	5.6
지배주주순이익율(%)	5.4	7.3	9.4	7.0	6.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	99.5	144.1	188.7	279.0	189.5
당기순이익	90.6	134.0	205.5	149.4	136.6
비현금항목의 가감	50.6	-9.6	105.2	79.3	68.7
유형자산감가상각비	38.5	38.5	43.8	36.5	30.4
무형자산감가상각비	4.5	6.2	8.6	8.2	7.8
지분법평가손익	-84.3	-153.9	0.0	0.0	0.0
기타	91.9	99.6	52.8	34.6	30.5
영업활동자산부채증감	-110.1	-8.4	-130.6	23.5	-46.7
매출채권및기타채권의감소	-37.3	-63.4	-113.7	14.4	-45.6
재고자산의감소	-0.4	-5.4	-56.4	7.2	-22.6
매입채무및기타채무의증가	-7.8	44.5	61.5	27.7	54.2
기타	-64.6	15.9	-22.0	-25.8	-32.7
기타현금흐름	68.4	28.1	8.6	26.8	30.9
투자활동 현금흐름	15.6	-199.2	-125.7	-125.7	-125.7
유형자산의 취득	-58.3	-161.5	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.0	0.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-36.1	-42.4	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	121.4	50.3	-48.3	-48.3	-48.3
단기금융자산의감소(증가)	122.2	31.5	0.0	0.0	0.0
기타	-133.6	-77.3	-77.4	-77.4	-77.4
재무활동 현금흐름	-65.5	63.2	-19.1	-24.3	-24.3
차입금의 증가(감소)	-27.0	88.5	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	3.6	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-16.5	-7.5	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-26.1	-27.3	-32.1	-33.7	-33.7
기타	4.1	9.5	9.4	9.4	9.4
기타현금흐름	-10.2	-1.9	-9.8	-9.8	-9.8
현금 및 현금성자산의 순증가	39.4	6.2	34.1	119.2	29.8
기초현금 및 현금성자산	253.6	293.0	299.3	333.3	452.6
기말현금 및 현금성자산	293.0	299.3	333.3	452.6	482.3

자료 : 키움증권

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,188.9	1,256.5	1,481.0	1,604.4	1,735.1
현금 및 현금성자산	293.0	299.3	333.3	452.6	482.3
단기금융자산	54.9	23.3	23.3	23.3	23.3
매출채권 및 기타채권	509.1	573.9	687.7	673.3	718.8
재고자산	275.2	284.8	341.2	334.0	356.6
기타유동자산	56.7	75.2	95.5	121.2	154.1
비유동자산	1,283.8	1,557.6	1,553.6	1,557.3	1,567.4
투자자산	621.9	571.6	619.9	668.3	716.6
유형자산	355.0	522.9	479.1	442.6	412.2
무형자산	137.6	298.3	289.7	281.6	273.8
기타비유동자산	169.3	164.8	164.9	164.8	164.8
자산총계	2,472.7	2,814.1	3,034.6	3,161.7	3,302.5
유동부채	434.2	583.2	644.7	672.4	726.5
매입채무 및 기타채무	208.2	287.4	348.9	376.6	430.7
단기금융부채	95.6	169.4	169.4	169.4	169.4
기타유동부채	130.4	126.4	126.4	126.4	126.4
비유동부채	30.8	129.1	129.1	129.1	129.1
장기금융부채	3.4	99.9	99.9	99.9	99.9
기타비유동부채	27.4	29.2	29.2	29.2	29.2
부채총계	464.9	712.3	773.8	801.5	855.7
지배자본	1,985.8	2,051.1	2,213.4	2,315.0	2,403.7
자본금	74.4	77.8	81.4	81.4	81.4
자본잉여금	116.1	113.9	113.9	113.9	113.9
기타자본	-209.5	-217.0	-217.0	-217.0	-217.0
기타포괄손익누계액	102.5	101.0	84.7	68.4	52.2
이익잉여금	1,902.4	1,975.4	2,150.3	2,268.3	2,373.3
비지배자본	22.0	50.6	47.4	45.1	43.0
자본총계	2,007.8	2,101.7	2,260.8	2,360.2	2,446.8

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12 월 결산	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	1,169	1,672	2,564	1,864	1,705
BPS	24,399	25,201	27,194	28,443	29,534
CFPS	1,735	1,529	3,817	2,810	2,522
DPS	400	450	450	450	450
주가배수(배)					
PER	46.8	41.1	27.5	37.9	41.4
PER(최고)	52.6	50.6	32.5		
PER(최저)	41.4	28.6	22.4		
PBR	2.24	2.73	2.60	2.48	2.39
PBR(최고)	2.52	3.36	3.07		
PBR(최저)	1.98	1.90	2.11		
PSR	2.51	3.01	2.58	2.64	2.47
PCFR	31.6	45.0	18.5	25.1	28.0
EV/EBITDA	50.9	52.7	24.1	36.1	42.3
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	29.6	23.6	16.2	22.2	24.3
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
ROA	3.7	5.1	7.0	4.8	4.2
ROE	4.9	6.7	9.8	6.7	5.9
ROIC	-0.8	3.2	10.1	6.0	5.2
매출채권회전율	3.6	3.4	3.5	3.2	3.3
재고자산회전율	6.5	6.6	7.1	6.5	6.7
부채비율	23.2	33.9	34.2	34.0	35.0
순차입금비용	-12.4	-2.5	-3.9	-8.8	-9.7
이자보상배율	10.4	9.0	29.2	17.4	14.8
총차입금	99.0	269.3	269.3	269.3	269.3
순차입금	-248.9	-53.3	-87.4	-206.6	-236.4
EBITDA	79.0	101.4	236.5	154.5	131.1
FCF	-168.8	-127.7	69.1	156.1	65.8

Compliance Notice

- 당사는 4월 9일 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

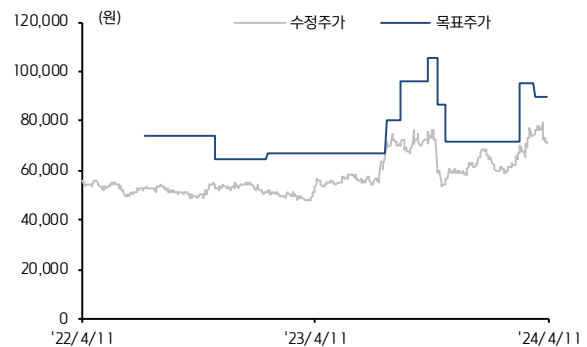
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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(D owngrade)	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	-14.13	-6.94
	2024-02-26	Buy(Maintain)	95,000원	6개월	-24.65	-18.53
	2024-03-19	Buy(Maintain)	90,000원	6개월	-16.48	-12.00
	2024-04-11	Buy(Maintain)	90,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)



투자의견 및 적용기준

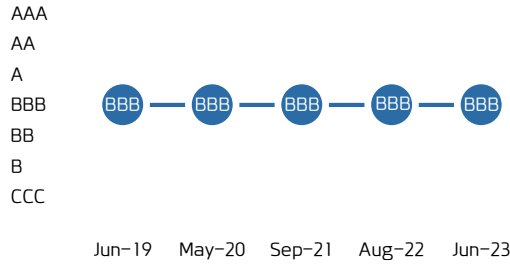
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2023/04/01~2024/03/31)

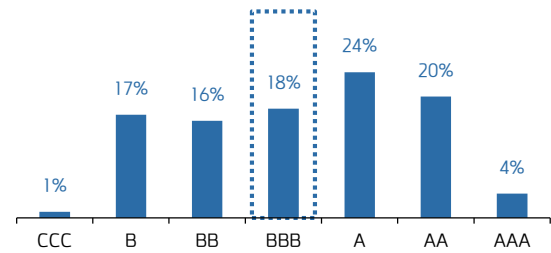
매수	중립	매도
95.03%	4.97%	0.00%

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		
환경	3.9	4.5	9.0%	▲0.5
유독 물질 배출과 폐기물	3.9	4.5	9.0%	▲0.5
사회	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
지배구조	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 ● ● ● ● ●

등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치센터