



BUY (유지)

목표주가(12M) 80,000원
현재주가(2.06) 59,800원

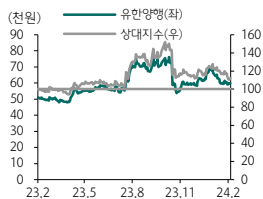
Key Data

| | |
|------------------|---------------|
| KOSPI 지수 (pt) | 2,576.20 |
| 52주 최고/최저(원) | 76,471/47,950 |
| 시가총액(십억원) | 4,796.5 |
| 시가총액비중(%) | 0.23 |
| 발행주식수(천주) | 80,209.1 |
| 60일 평균 거래량(천주) | 308.1 |
| 60일 평균 거래대금(십억원) | 19.7 |
| 외국인지분율(%) | 19.87 |
| 주요주주 지분율(%) | |
| 유한양행 외 2인 | 15.92 |
| 국민연금공단 | 9.83 |

Consensus Data

| | 2023 | 2024 |
|-----------|---------|---------|
| 매출액(십억원) | 1,899.5 | 2,105.8 |
| 영업이익(십억원) | 62.7 | 119.1 |
| 순이익(십억원) | 71.6 | 134.2 |
| EPS(원) | 907 | 1,705 |
| BPS(원) | 27,198 | 28,828 |

Stock Price



Financial Data

| 투자지표 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|-----------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 1,687.8 | 1,775.8 | 1,859.0 | 2,003.1 |
| 영업이익 | 48.6 | 36.0 | 56.8 | 106.8 |
| 세전이익 | 126.1 | 94.9 | 142.5 | 132.6 |
| 순이익 | 102.6 | 95.1 | 146.0 | 105.2 |
| EPS | 1,260 | 1,169 | 1,793 | 1,293 |
| 증감율 | (46.79) | (7.22) | 53.38 | (27.89) |
| PER | 45.12 | 46.83 | 38.37 | 46.25 |
| PBR | 2.18 | 2.03 | 2.44 | 2.05 |
| EV/EBITDA | 40.67 | 50.94 | 51.39 | 33.68 |
| ROE | 5.45 | 4.86 | 7.19 | 4.98 |
| BPS | 26,047 | 26,973 | 28,158 | 29,130 |
| DPS | 349 | 365 | 365 | 365 |



Analyst 박재경 jaeyeon2@hanafn.com
RA 이준호 junholee95@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 2월 7일 | 기업분석_Earnings Review

유한양행 (000100)

4Q23 Re: 부진한 실적, 24년의 돌파구 기대

4Q23 Re: 전반적인 매출 둔화와 판관비 증가로 컨센서스 하회

유한양행은 4Q23 연결 기준 매출액 4,372억원(-3.0%YoY, -9.5%QoQ), 영업이익 60억원(-65.9%YoY, +576.4%QoQ)으로 컨센서스 매출액 4,755억원, 영업이익 94억원을 하회하는 부진한 실적을 기록했다. 유한양행 별도 기준 4Q23 매출액은 4,267억원(-2.3%YoY, -9.0%QoQ), 영업이익은 65억원(-69.0%YoY, -6.3%QoQ)으로 부진했다. 전문의약품 일부 품목이 재고 이슈로 매출이 부진했고(트라젠타 -134억원YoY, 빅타비 -50억원YoY), 유한화학의 계절성(-258억원QoQ)에 더불어 렉라자 EAP(Early Access Program)에 따른 판관비 증가(+84억원YoY)가 요인이다. 반면 로수바미브(267억원, +63.5%YoY), 자디양(208억원, +6.8%YoY) 등의 품목과 생활유통 부분은 신제품 효과로 595억원(+47.9%YoY, +0.0%QoQ)의 매출액을 기록하며 회복되는 모습을 보였다.

24년, 1) 실적 성장, 2) R&D 모멘텀, 3) M&A에 대한 기대

유한양행의 24년 연결 기준 매출액은 2조 31억원(+7.8%YoY), 영업이익은 1,068억원(+88.1%YoY, OPM 5.3%)으로 추정한다. 24년의 실적 성장을 견인할 요인은 렉라자의 국내 급여 확대와 유한화학의 증설에 따른 실적 성장이다. 렉라자는 EGFR 비소세포폐암 1차 치료 환자로의 요양급여 확대와 최종 약가가 결정됐다. 렉라자는 위험분담제(Risk Share Agreement, RSA)가 적용됐다. 위험분담 환급금을 반영한 렉라자의 24년 순매출액은 722억원으로 전망한다. 기존 70만리터에서 84만리터로 약 20% 증설 효과 반영으로 24년 해외사업 매출액은 2,775억원(+15.1%YoY)으로 전망한다. R&D 부분에서는 24년 하반기 MARIPOSA의 전체 생존기간 데이터 발표와 승인 여부가 결정될 것으로 예상한다. 알레르기 파이프라인 YH35324는 올해 2월 예정된 미국 알레르기 학회에서 IgE 700IU 이상 환자를 대상으로 한 임상 1a상 Part B 결과를 발표할 예정이다. 임상 1b상(NCT05564221, NCT05960708)은 올해 상반기 임상이 종료될 것으로 추정된다. 금번 실적 발표에서 특이적인 부분은 추가 M&A 가능성에 대한 언급이다. 유한양행은 제약, 디지털 헬스케어, 화장품 분야의 기업을 인수 대상으로 검토하고 있으며, 이를 통해 약 4,000억원의 연간 매출액 성장을 기대한다고 밝혔다. 23년 3분기말 기준 유한양행 별도로 보유한 현금 및 현금성자산, 단기금융상품, 단기투자자산은 약 2,500억원 수준이다.

투자의견 Buy, 목표주가 80,000원 유지

투자의견 Buy, 목표주가 80,000원을 유지한다. 유한양행의 24년의 키워드는 실적 성장, 하반기에 예상되는 MARIPOSA 임상의 전체 생존기간(Overall survival, OS) 결과 발표, 알레르기 파이프라인 YH35324의 개발 본격화다. 호실적과 주요 R&D 모멘텀에 따른 긍정적 추가 흐름을 전망한다.

도표 1. 4Q23 Review

(단위: 십억원, %)

| | 4Q23(P) | 4Q22 | 3Q23 | YoY | QoQ | 컨센서스 | 차이(%) | 당사추정 | 차이(%) |
|-----------|---------|-------|-------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 매출액 | 437.2 | 450.5 | 483.1 | (3.0) | (9.5) | 475.5 | (8.1) | 468.3 | (6.7) |
| 영업이익 | 6.0 | 17.5 | 0.9 | (65.9) | 576.4 | 9.4 | (36.4) | 6.6 | (9.5) |
| 당기순이익 | 92.7 | 36.1 | 19.0 | 157.0 | 387.3 | 21.3 | 335.0 | 10.6 | 774.1 |
| 영업이익률(%) | 1.4 | 3.9 | 0.2 | | | 2.0 | | 1.4 | |
| 당기순이익률(%) | 21.2 | 8.0 | 3.9 | | | 4.5 | | 2.3 | |

자료: Quantivise, 하나증권

도표 2. 유한양행 실적 전망

(단위: 십억원, %)

| | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23P | 1Q24F | 2Q24F | 3Q234F | 4Q234F | 2023F | 2024F |
|-----------|-------|--------|---------|---------|-------|-------|---------|--------|---------|---------|
| 매출액 | 443.1 | 495.7 | 483.1 | 437.2 | 486.0 | 520.7 | 500.2 | 496.2 | 1,859.0 | 2,003.1 |
| YoY(%) | 7.8 | 2.6 | 11.9 | (3.0) | 9.7 | 5.0 | 3.6 | 13.5 | 4.7 | 7.8 |
| 의약품 | 309.4 | 345.4 | 346.2 | 331.3 | 337.8 | 359.4 | 352.6 | 359.7 | 1,332.3 | 1,409.5 |
| ETC | 261.0 | 295.1 | 299.3 | 283.2 | 287.0 | 308.7 | 303.3 | 309.2 | 1,138.6 | 1,208.2 |
| OTC | 48.4 | 50.2 | 46.9 | 48.1 | 50.9 | 50.7 | 49.3 | 50.5 | 193.7 | 201.4 |
| 생활유통 | 35.8 | 60.4 | 59.5 | 59.5 | 48.5 | 65.3 | 67.4 | 67.9 | 215.3 | 249.2 |
| 해외사업 | 76.6 | 73.1 | 58.6 | 32.8 | 82.8 | 78.9 | 63.3 | 52.5 | 241.2 | 277.5 |
| 로열티수익 | 7.2 | 1.4 | 0.5 | 2.2 | 2.1 | 2.1 | 2.1 | 2.1 | 11.2 | 8.4 |
| 기타 | 14.0 | 15.4 | 18.3 | 11.3 | 14.8 | 14.9 | 14.8 | 14.0 | 59.0 | 58.5 |
| 연결조정 | 11.6 | 13.6 | 14.2 | 10.5 | 12.5 | 12.7 | 12.5 | 12.0 | 49.9 | 49.7 |
| 매출총이익 | 135.6 | 152.8 | 144.5 | 133.0 | 162.6 | 170.8 | 162.5 | 162.1 | 565.9 | 658.1 |
| YoY(%) | 17.0 | 5.1 | 19.7 | (2.3) | 20.0 | 11.8 | 12.5 | 21.8 | 9.2 | 16.3 |
| 매출총이익률(%) | 30.6 | 30.8 | 29.9 | 30.4 | 33.5 | 32.8 | 32.5 | 32.7 | 30.4 | 32.9 |
| 영업이익 | 22.6 | 27.3 | 0.9 | 6.0 | 30.4 | 31.6 | 20.4 | 24.3 | 56.8 | 106.8 |
| YoY(%) | 271.1 | 61.2 | (119.4) | (65.9) | 34.4 | 15.8 | 2,222.9 | 307.3 | 57.6 | 88.1 |
| 영업이익률(%) | 5.1 | 5.5 | 0.2 | 1.4 | 6.3 | 6.1 | 4.1 | 4.9 | 3.1 | 5.3 |
| 세전이익 | 35.8 | 13.7 | 19.3 | 73.6 | 35.5 | 40.2 | 35.8 | 21.1 | 142.5 | 132.6 |
| YoY(%) | 26.4 | (68.4) | (11.3) | 5,168.3 | (0.7) | 192.6 | 85.6 | (71.4) | 50.1 | (6.9) |
| 세전이익률(%) | 8.1 | 2.8 | 4.0 | 16.8 | 7.3 | 7.7 | 7.2 | 4.2 | 7.7 | 6.6 |
| 당기순이익 | 22.3 | 8.6 | 19.0 | 92.7 | 27.4 | 31.0 | 27.6 | 16.2 | 142.5 | 102.1 |
| YoY(%) | 38.6 | (73.9) | 243.3 | 157.0 | 22.8 | 260.2 | 45.1 | (82.5) | 57.4 | (28.3) |
| 당기순이익률(%) | 5.0 | 1.7 | 3.9 | 21.2 | 5.6 | 5.9 | 5.5 | 3.3 | 7.7 | 5.1 |

자료: Quantivise, 하나증권

추정 재무제표

| 손익계산서 | (단위:십억원) | | | | |
|--------------|----------|---------|---------|---------|---------|
| | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
| 매출액 | 1,687.8 | 1,775.8 | 1,859.0 | 2,003.1 | 2,205.5 |
| 매출원가 | 1,163.2 | 1,257.6 | 1,293.1 | 1,345.1 | 1,396.9 |
| 매출총이익 | 524.6 | 518.2 | 565.9 | 658.0 | 808.6 |
| 판매비 | 476.1 | 482.2 | 509.1 | 551.2 | 605.4 |
| 영업이익 | 48.6 | 36.0 | 56.8 | 106.8 | 203.3 |
| 금융손익 | 12.7 | (0.6) | 11.2 | 5.5 | 7.3 |
| 종속/관계기업손익 | 57.8 | 56.8 | 54.2 | 41.5 | 41.5 |
| 기타영업외손익 | 7.0 | 2.7 | 20.4 | (21.3) | (21.2) |
| 세전이익 | 126.1 | 94.9 | 142.5 | 132.6 | 230.9 |
| 법인세 | 26.9 | 4.3 | (0.0) | 30.5 | 53.1 |
| 계속사업이익 | 99.1 | 90.6 | 142.5 | 102.1 | 177.8 |
| 중단사업이익 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 당기순이익 | 99.1 | 90.6 | 142.5 | 102.1 | 177.8 |
| 비배주주지분 순이익 | (3.5) | (4.6) | (3.4) | (3.1) | (5.4) |
| 지배주주순이익 | 102.6 | 95.1 | 146.0 | 105.2 | 183.2 |
| 지배주주지분포괄이익 | 127.2 | 96.5 | 143.6 | 105.5 | 183.6 |
| NOPAT | 38.2 | 34.4 | 56.8 | 82.3 | 156.5 |
| EBITDA | 101.3 | 79.0 | 100.7 | 148.3 | 239.5 |
| 성장성(%) | | | | | |
| 매출액증가율 | 4.19 | 5.21 | 4.69 | 7.75 | 10.10 |
| NOPAT증가율 | (42.90) | (9.95) | 65.12 | 44.89 | 90.16 |
| EBITDA증가율 | (29.65) | (22.01) | 27.47 | 47.27 | 61.50 |
| 영업이익증가율 | (42.35) | (25.93) | 57.78 | 88.03 | 90.36 |
| (지배주주)순이익증가율 | (46.78) | (7.31) | 53.52 | (27.95) | 74.14 |
| EPS증가율 | (46.79) | (7.22) | 53.38 | (27.89) | 74.01 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 매출총이익률 | 31.08 | 29.18 | 30.44 | 32.85 | 36.66 |
| EBITDA이익률 | 6.00 | 4.45 | 5.42 | 7.40 | 10.86 |
| 영업이익률 | 2.88 | 2.03 | 3.06 | 5.33 | 9.22 |
| 계속사업이익률 | 5.87 | 5.10 | 7.67 | 5.10 | 8.06 |

| 투자지표 | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|-----------|---------|---------|---------|--------|---------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 1,260 | 1,169 | 1,793 | 1,293 | 2,250 |
| BPS | 26,047 | 26,973 | 28,158 | 29,130 | 31,043 |
| CFPS | 1,868 | 1,735 | 2,233 | 2,072 | 3,192 |
| EBITDAPS | 1,244 | 971 | 1,237 | 1,823 | 2,943 |
| SPS | 20,737 | 21,819 | 22,840 | 24,612 | 27,098 |
| DPS | 349 | 365 | 365 | 365 | 365 |
| 주기지표(배) | | | | | |
| PER | 45.12 | 46.83 | 38.37 | 46.25 | 26.58 |
| PBR | 2.18 | 2.03 | 2.44 | 2.05 | 1.93 |
| PCFR | 30.44 | 31.55 | 30.81 | 28.86 | 18.73 |
| EV/EBITDA | 40.67 | 50.94 | 51.39 | 33.68 | 20.32 |
| PSR | 2.74 | 2.51 | 3.01 | 2.43 | 2.21 |
| 재무비율(%) | | | | | |
| ROE | 5.45 | 4.86 | 7.19 | 4.98 | 8.21 |
| ROA | 4.22 | 3.85 | 5.67 | 3.85 | 6.35 |
| ROIC | 6.21 | 4.80 | 6.64 | 8.93 | 17.40 |
| 부채비율 | 27.27 | 23.16 | 25.94 | 27.09 | 26.27 |
| 순부채비율 | (15.80) | (12.40) | (10.54) | (9.32) | (13.92) |
| 이자보상배율(배) | 16.51 | 10.39 | 8.07 | 10.34 | 19.61 |

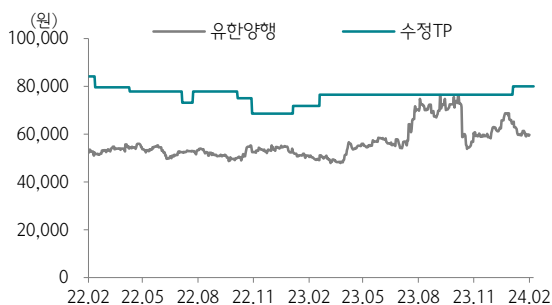
자료: 하나증권

| 대차대조표 | (단위:십억원) | | | | |
|-----------|----------|---------|---------|---------|---------|
| | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
| 유동자산 | 1,224.1 | 1,188.9 | 1,251.6 | 1,344.5 | 1,519.4 |
| 금융자산 | 430.7 | 347.9 | 429.9 | 411.8 | 534.3 |
| 현금성자산 | 253.6 | 293.0 | 403.4 | 383.5 | 505.3 |
| 매출채권 | 461.1 | 496.7 | 499.3 | 566.8 | 598.6 |
| 재고자산 | 274.8 | 275.2 | 245.8 | 279.0 | 294.7 |
| 기타유동자산 | 57.5 | 69.1 | 76.6 | 86.9 | 91.8 |
| 비유동자산 | 1,239.7 | 1,283.8 | 1,424.2 | 1,452.5 | 1,449.2 |
| 투자자산 | 743.3 | 621.9 | 597.2 | 667.0 | 700.0 |
| 금융자산 | 129.0 | 89.9 | 81.0 | 81.0 | 81.0 |
| 유형자산 | 331.2 | 355.0 | 483.7 | 448.3 | 417.9 |
| 무형자산 | 87.6 | 137.6 | 181.2 | 175.1 | 169.2 |
| 기타비유동자산 | 77.6 | 169.3 | 162.1 | 162.1 | 162.1 |
| 자산총계 | 2,463.8 | 2,472.7 | 2,675.8 | 2,797.0 | 2,968.6 |
| 유동부채 | 432.0 | 434.2 | 450.5 | 492.0 | 511.7 |
| 금융부채 | 92.1 | 95.6 | 132.0 | 132.7 | 133.0 |
| 매입채무 | 141.6 | 133.8 | 129.8 | 147.3 | 155.6 |
| 기타유동부채 | 198.3 | 204.8 | 188.7 | 212.0 | 223.1 |
| 비유동부채 | 95.9 | 30.8 | 100.6 | 104.2 | 105.9 |
| 금융부채 | 32.6 | 3.4 | 74.0 | 74.0 | 74.0 |
| 기타비유동부채 | 63.3 | 27.4 | 26.6 | 30.2 | 31.9 |
| 부채총계 | 527.9 | 464.9 | 551.1 | 596.2 | 617.5 |
| 지배주주지분 | 1,926.9 | 1,985.8 | 2,074.8 | 2,154.0 | 2,309.6 |
| 자본금 | 71.2 | 74.4 | 77.8 | 77.8 | 77.8 |
| 자본잉여금 | 112.2 | 116.1 | 113.9 | 113.9 | 113.9 |
| 자본조정 | (193.1) | (209.5) | (217.0) | (217.0) | (217.0) |
| 기타포괄이익누계액 | 136.2 | 102.5 | 102.2 | 102.2 | 102.2 |
| 이익잉여금 | 1,800.3 | 1,902.4 | 1,997.8 | 2,076.9 | 2,232.6 |
| 비지배주주지분 | 9.0 | 22.0 | 49.9 | 46.8 | 41.5 |
| 자본총계 | 1,935.9 | 2,007.8 | 2,124.7 | 2,200.8 | 2,351.1 |
| 순금융부채 | (305.9) | (248.9) | (223.9) | (205.1) | (327.3) |

| 현금흐름표 | (단위:십억원) | | | | |
|----------------|----------|---------|---------|--------|--------|
| | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
| 영업활동 현금흐름 | 99.0 | 99.5 | 228.6 | 127.0 | 206.2 |
| 당기순이익 | 99.1 | 90.6 | 142.5 | 102.1 | 177.8 |
| 조정 | 60.8 | 119.0 | 67.3 | 41.5 | 36.2 |
| 감가상각비 | 52.7 | 43.0 | 43.9 | 41.5 | 36.3 |
| 외환거래손익 | (4.7) | 9.9 | (2.5) | 0.0 | 0.0 |
| 지분법손익 | (75.9) | (42.4) | (15.4) | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | 88.7 | 108.5 | 41.3 | 0.0 | (0.1) |
| 영업활동 자산부채변동 | (60.9) | (110.1) | 18.8 | (16.6) | (7.8) |
| 투자활동 현금흐름 | (167.1) | 15.6 | (142.2) | (71.5) | (33.8) |
| 투자자산감소(증가) | (20.8) | 123.7 | 25.7 | (69.8) | (33.0) |
| 자본증가(감소) | (46.0) | (58.3) | (136.3) | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | (100.3) | (49.8) | (31.6) | (1.7) | (0.8) |
| 재무활동 현금흐름 | (36.5) | (65.5) | 35.3 | (25.5) | (27.1) |
| 금융부채증가(감소) | 1.7 | (25.7) | 107.0 | 0.7 | 0.3 |
| 자본증가(감소) | 1.0 | 7.1 | 1.3 | 0.0 | 0.0 |
| 기타재무활동 | (14.3) | (20.8) | (45.7) | (0.1) | (0.0) |
| 배당지급 | (24.9) | (26.1) | (27.3) | (26.1) | (27.4) |
| 현금의 증감 | (99.9) | 39.4 | 83.4 | (19.8) | 121.7 |
| Unlevered CFO | 152.0 | 141.2 | 181.7 | 168.6 | 259.8 |
| Free Cash Flow | 52.8 | 41.2 | 92.1 | 127.0 | 206.2 |

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

유한양행



| 날짜 | 투자 의견 | 목표주가 | 괴리율 | |
|----------|-------|--------|---------|---------|
| | | | 평균 | 최고/최저 |
| 23.2.24 | BUY | 80,000 | | |
| 22.11.4 | BUY | 75,000 | -29.55% | -27.47% |
| 22.10.11 | BUY | 82,000 | -30.10% | -26.34% |
| 22.7.29 | BUY | 85,000 | -33.89% | -30.59% |
| 22.7.11 | BUY | 80,000 | -27.89% | -27.38% |
| 22.4.15 | BUY | 85,000 | -31.79% | -28.12% |
| 22.2.17 | BUY | 87,000 | -32.87% | -30.00% |
| 21.11.22 | BUY | 92,000 | -31.89% | -26.63% |

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박재경)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2024년 2월 7일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(박재경)는 2024년 2월 7일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

| 투자등급 | BUY(매수) | Neutral(중립) | Reduce(매도) | 합계 |
|------------|---------|-------------|------------|------|
| 금융투자상품의 비율 | 93.52% | 6.02% | 0.46% | 100% |

* 기준일: 2024년 02월 04일