



BUY (유지)

목표주가(12M) 80,000원
현재주가(1.09) 64,500원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,561.24
52주 최고/최저(원)	76,471/47,950
시가총액(십억원)	4,943.2
시가총액비중(%)	0.24
발행주식수(천주)	80,209.1
60일 평균 거래량(천주)	593.7
60일 평균 거래대금(십억원)	37.9
외국인지분율(%)	19.62
주요주주 지분율(%)	
유한재단 외 2인	15.93
국민연금공단	9.83

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	1,910.4	2,107.2
영업이익(십억원)	74.9	122.7
순이익(십억원)	81.7	136.9
EPS(원)	1,039	1,742
BPS(원)	27,172	28,786

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,687.8	1,775.8	1,890.2	2,049.6
영업이익	48.6	36.0	57.4	109.1
세전이익	126.1	94.9	82.1	145.7
순이익	102.6	95.1	61.4	115.6
EPS	1,260	1,169	755	1,421
증감율	(46.79)	(7.22)	(35.41)	88.21
PER	45.12	46.83	91.13	45.39
PBR	2.18	2.03	2.54	2.29
EV/EBITDA	40.67	50.94	52.61	33.93
ROE	5.45	4.86	3.09	5.68
BPS	26,047	26,973	27,120	28,219
DPS	349	365	365	365



Analyst 박재경 jaeyeong2@hanafn.com
RA 이준호 junholee95@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 1월 10일 | 기업분석_Earnings Preview

유한양행 (000100)

4Q23 Pre: 24년, 기대할 것이 많다

4Q23 Pre: 유한화학의 일시적 매출 감소, 판관비 증가로 부진한 실적 전망

유한양행은 4Q23 연결 기준 매출액 4,683억원(+4.0%YoY, -3.1%QoQ), 영업이익 66억원(-62.3%YoY, +651.3%QoQ)으로 컨센서스 매출액 4,905억원, 영업이익 196억원을 하회하는 실적을 기록할 전망이다. 실적 부진의 이유는 1) 생산 일정에 따른 유한화학의 매출 감소와 2) 렉라자의 EAP(Early Access Program) 시행에 따른 판관비 증가다. 3분기에는 약 500명, 4분기에는 약 900명의 환자가 EAP에 참여한 것으로 파악돼, 관련 비용이 증가했을 것으로 추정된다. 유한화학은 생산 일정의 변동으로 212억원(-50.0%YoY, -63.8%QoQ)의 매출액을 기록할 것으로 추정한다. 전년도에 부진한 매출액을 시현했던 생활 유통 매출액은 신제품 마케팅 효과로 603억원(+49.9%YoY, +1.4%QoQ)으로 회복될 것으로 전망한다. 전문의약품 부분의 매출액은 3,185억원(+5.0%YoY, +6.4%QoQ)으로 추정한다.

24년의 키워드 1) 실적 성장, 2) MARIPOSA OS 결과, 3) YH35324 개발 본격화

유한양행의 24년의 키워드는 1) 실적 성장, 2) 하반기에 예상되는 MARIPOSA 임상의 전체 생존기간(Overall survival, OS) 결과 발표, 3) 알레르기 파이프라인 YH35324의 개발 본격화다. 유한양행의 연결 기준 24년 매출액은 2조 496억원(+8.4%YoY), 영업이익은 1,091억원(+89.9%YoY)으로 전망한다. 24년의 실적 성장을 견인할 요인은 렉라자의 국내 급여 확대와 유한화학의 증설에 따른 실적 성장이다. 렉라자는 EGFR 비소세포폐암 1차 치료 환자로서의 요양급여 확대와 최종 약가가 결정됐다. 렉라자의 약가는 80mg 기준 63,370원/정(기존 대비 약 -8.1%)으로 결정되었으며, 위험 부담제(Risk Share Agreement, RSA)가 적용되었다. 위험 부담 환급금을 반영한 렉라자의 24년 순매출액은 722억원으로 전망하며, 기존 추정치 705억원을 상향 조정한다. 유한화학은 기존 70만리터에서 84만리터로 설비가 약 20% 증설되었다. 24년에는 증설 효과가 반영돼 해외사업 매출액은 2,715억원(+18.3%YoY)을 기록할 것으로 전망한다. J&J는 병용 임상 3상 MARIPOSA를 근거로 올해 FDA 허가 신청을 진행했다. 24년 하반기에는 MARIPOSA의 전체 생존기간 데이터 발표와 승인 여부가 결정될 것으로 예상된다. 지아이이노베이션에서 도입한 알레르기 파이프라인 YH35324는 올해 2월 예정된 미국 알레르기 학회에서 졸레어를 대조군으로 한 다회 투여 1b상 결과가 발표될 예정이다. 만성 특발성 두드러기 환자 대상 1b상은 올해 3월(clinical Trials.gov 기준) 종료될 것으로 예상된다. 해당 임상 결과에 따라 파이프라인의 가치가 높아질 것으로 기대되는 만큼 결과에 귀추가 주목된다.

투자의견 Buy, 목표주가 80,000원 유지

투자의견 Buy, 목표주가 80,000원을 유지한다. 호실적과 주요 R&D 모멘텀에 따른 긍정적 주가 흐름을 전망한다.

도표 1. 4Q23 Preview

(단위: 십억원, %)

	4Q23F	4Q22	3Q23	YoY	QoQ	컨센서스	차이(%)
매출액	468.3	450.5	483.1	4.0	(3.1)	490.5	(4.5)
영업이익	6.6	17.5	0.9	(62.3)	651.3	19.6	(66.3)
당기순이익	10.6	36.1	19.0	(70.6)	(44.2)	32.5	(67.4)
영업이익률(%)	1.4	3.9	0.2			4.0	
당기순이익률(%)	2.3	8.0	3.9			6.6	

자료: Quantiwise, 하나증권

도표 2. 유한양행 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F
매출액	443.1	495.7	483.1	468.3	491.1	532.9	512.5	513.1	1,890.1	2,049.6
YoY(%)	7.8	2.6	11.9	4.0	10.8	7.5	6.1	9.6	6.4	8.4
의약품	309.4	345.4	346.2	367.6	340.1	368.6	361.7	383.3	1,368.6	1,453.8
ETC	261.0	295.1	299.3	318.5	289.3	317.8	312.5	331.8	1,173.9	1,251.3
OTC	48.4	50.2	46.9	49.1	50.9	50.7	49.3	51.5	194.7	202.4
생활유통	35.8	60.4	59.5	60.3	48.5	65.4	67.5	69.0	216.1	250.4
해외사업	76.6	73.1	58.6	21.2	84.3	80.4	64.4	42.4	229.5	271.5
로열티수익	7.2	1.4	0.5	3.0	2.1	2.1	2.1	2.1	12.0	8.4
기타	14.0	15.4	18.3	16.2	16.0	16.5	16.7	16.3	63.9	65.5
연결조정	11.6	13.6	14.2	13.4	13.2	13.6	13.6	13.4	52.8	53.8
매출총이익	135.6	152.8	144.5	143.1	163.0	175.0	166.7	162.4	576.0	667.0
YoY(%)	17.0	5.1	19.7	5.1	20.2	14.5	15.4	13.4	11.2	15.8
매출총이익률(%)	30.6	30.8	29.9	30.6	33.2	32.8	32.5	31.7	30.5	32.5
영업이익	22.6	27.3	0.9	6.6	29.3	34.5	24.5	20.7	57.4	109.1
YoY(%)	271.1	61.2	(119.4)	(62.3)	29.3	26.5	2,689.2	212.8	59.4	89.9
영업이익률(%)	5.1	5.5	0.2	1.4	6.0	6.5	4.8	4.0	3.0	5.3
세전이익	35.8	13.7	19.3	13.2	38.6	47.7	39.7	19.7	82.1	145.7
YoY(%)	26.4	(68.4)	(11.3)	844.2	7.7	247.4	105.5	49.6	(13.6)	77.6
세전이익률(%)	8.1	2.8	4.0	2.8	7.9	9.0	7.7	3.8	4.3	7.1
당기순이익	22.3	8.6	19.0	10.6	29.7	36.8	30.6	15.2	60.5	112.2
YoY(%)	38.6	(73.9)	243.3	(70.6)	33.3	327.6	60.7	43.4	(33.2)	85.5
당기순이익률(%)	5.0	1.7	3.9	2.3	6.0	6.9	6.0	3.0	3.2	5.5

자료: Quantiwise, 하나증권

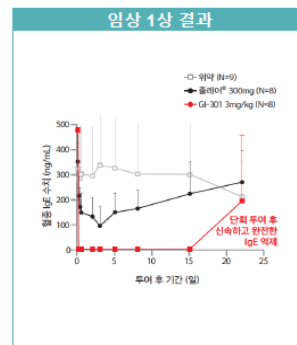
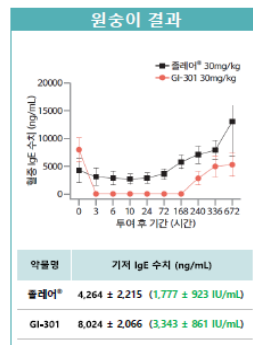
도표 3. GI-301 임상 디자인

임상명	NCT05564221	NCT05960708
단계	1b	1b
적응증	아토피, 알레르기	만성 특발성 두드러기, 한랭 두드러기, 만성 두드러기
환자수	34	36
환자군	Cohort1) 0.75mg/kg(Q2W) Cohort2) 3mg/kg(Q4W) Cohort3) 6mg/kg(Q4W) Cohort4) 8mg/kg(Q8W) GI-301, 위약 용량 증량 Cohort 1 → Cohort 2, Cohort 2 → Cohort 3 and 4 Omalizumab) 300mg Cohort 3과 비교	Part1) GI-301 3mg/kg, 6mg/kg, Omalizumab 각 6명(총 18명) Part2) GI-301 6mg/kg 6명, Omalizumab 3명 Part3) GI-301 6mg/kg 6명, 위약 3명
자격 기준	19세 이상 55세 이하 성인 혈청 총 IgE 수치 ≥ 30 IU/mL, 30~700 IU/mL, >700IU/mL 건강한 사람 또는 경증 알레르기 질환(알레르기성 비염, 아토피성 피부염, 음식 알레르기, 두드러기, 알레르기성 천식)의 병력이 있는 사람	Part1, 2, 3) 19세 이상 75세 이하 성인 Part1, 2) 스크리닝 최소 6개월 전 CSU 진단, 환자군 배정 당시 2세대 H1 항히스타민제로 적절하게 조절되지 않은 CSU 진단 Part2) Omalizumab 불응성 진단 Part3) 스크리닝 최소 3개월 전 CIU 진단, 환자군 배정 당시 2세대 H1 항히스타민제로 적절하게 조절되지 않은 CIU 진단
1차 평가지표	이상사례 발생 및 중증도	이상사례 발생 및 중증도
1차 임상완료 예정일	23.12.31	24.03.13

자료: Clinicaltrials, 하나증권

도표 4. GI-301 임상1상 결과

GI-301 임상1상 결과
단회 투여에도 신속하고 완전한
IgE 억제



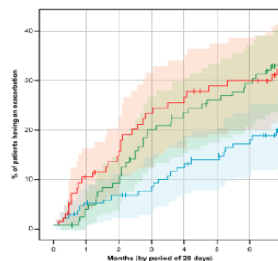
자료: 지아이이노베이션, 하나증권

도표 5. 졸레어와 Legelizumab의 메커니즘적 차이 – IgE-CD23 결합 억제

졸레어와 Legelizumab의 메커니즘적 차이 – IgE-CD23 결합 억제

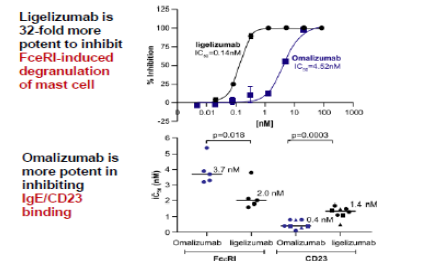
Omalizumab works but not Legelizumab in allergic asthma

% patient having an exacerbation in Ph 2 study¹



Ligelizumab has higher affinity for the IgE than omalizumab and can block the interaction with IgE1α, but it is unable to block the interaction between IgE and CD23, which enhances IgE-mediated antigen presentation to T cells². Such binding profile has been attributed to the failure of ligelizumab in allergic asthma².

Mechanistic difference of omalizumab vs ligelizumab¹



자료: 지아이이노베이션, 하나증권

추정 재무제표

손익계산서

(단위:십억원)

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,687.8	1,775.8	1,890.2	2,049.6	2,263.5
매출원가	1,163.2	1,257.6	1,314.1	1,382.5	1,441.5
매출총이익	524.6	518.2	576.1	667.1	822.0
판매비	476.1	482.2	518.6	558.0	616.0
영업이익	48.6	36.0	57.4	109.1	206.0
금융손익	12.7	(0.6)	19.6	11.2	13.2
종속/관계기업손익	57.8	56.8	45.0	43.3	43.3
기타영업외손익	7.0	2.7	(40.0)	(17.7)	(20.9)
세전이익	126.1	94.9	82.1	145.7	241.5
법인세	26.9	4.3	21.6	33.5	55.5
계속사업이익	99.1	90.6	60.5	112.2	185.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	99.1	90.6	60.5	112.2	185.9
비지배주주지분 순이익	(3.5)	(4.6)	(0.9)	(3.4)	(5.6)
지배주주순이익	102.6	95.1	61.4	115.6	191.6
지배주주지분포괄이익	127.2	96.5	58.9	115.9	192.0
NOPAT	38.2	34.4	42.3	84.0	158.6
EBITDA	101.3	79.0	101.3	150.6	242.2
성장성(%)					
매출액증가율	4.19	5.21	6.44	8.43	10.44
NOPAT증가율	(42.90)	(9.95)	22.97	98.58	88.81
EBITDA증가율	(29.65)	(22.01)	28.23	48.67	60.82
영업이익증가율	(42.35)	(25.93)	59.44	90.07	88.82
(지배주주)순이익증가율	(46.78)	(7.31)	(35.44)	88.27	65.74
EPS증가율	(46.79)	(7.22)	(35.41)	88.21	65.66
수익성(%)					
매출총이익률	31.08	29.18	30.48	32.55	36.32
EBITDA이익률	6.00	4.45	5.36	7.35	10.70
영업이익률	2.88	2.03	3.04	5.32	9.10
계속사업이익률	5.87	5.10	3.20	5.47	8.21

투자지표

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	1,260	1,169	755	1,421	2,354
BPS	26,047	26,973	27,120	28,219	30,236
CFPS	1,868	1,735	1,500	2,286	3,372
EBITDAPS	1,244	971	1,245	1,850	2,976
SPS	20,737	21,819	23,223	25,182	27,811
DPS	349	365	365	365	365
주기지표(배)					
PER	45.12	46.83	91.13	45.39	27.40
PBR	2.18	2.03	2.54	2.29	2.13
PCFR	30.44	31.55	45.87	28.22	19.13
EV/EBITDA	40.67	50.94	52.61	33.93	20.54
PSR	2.74	2.51	2.96	2.56	2.32
재무비율(%)					
ROE	5.45	4.86	3.09	5.68	8.86
ROA	4.22	3.85	2.41	4.32	6.77
ROIC	6.21	4.80	4.91	9.02	17.49
부채비율	27.27	23.16	28.14	28.61	27.59
순부채비율	(15.80)	(12.40)	(3.42)	(4.42)	(9.74)
이자보상배율(배)	16.51	10.39	8.16	10.54	19.85

자료: 하나증권

대차대조표

(단위:십억원)

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,224.1	1,188.9	1,156.5	1,265.5	1,448.3
금융자산	430.7	347.9	276.2	301.1	430.0
현금성자산	253.6	293.0	248.8	272.3	400.5
매출채권	461.1	496.7	534.9	586.1	618.8
재고자산	274.8	275.2	263.4	288.5	304.6
기타유동자산	57.5	69.1	82.0	89.8	94.9
비유동자산	1,239.7	1,283.8	1,461.1	1,472.4	1,470.0
투자자산	743.3	621.9	634.1	687.0	720.8
금융자산	129.0	89.9	81.0	81.0	81.1
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	162.0	162.1
자산총계	2,463.8	2,472.7	2,617.6	2,737.9	2,918.3
유동부채	432.0	434.2	472.4	503.9	524.1
금융부채	92.1	95.6	132.3	132.9	133.2
매입채무	141.6	133.8	139.1	152.3	160.8
기타유동부채	198.3	204.8	201.0	218.7	230.1
비유동부채	95.9	30.8	102.5	105.2	106.9
금융부채	32.6	3.4	74.0	74.0	74.0
기타비유동부채	63.3	27.4	28.5	31.2	32.9
부채총계	527.9	464.9	574.9	609.1	631.0
지배주주지분	1,926.9	1,985.8	1,990.3	2,079.8	2,243.9
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	1,913.3	2,002.7	2,166.9
비지배주주지분	9.0	22.0	52.4	49.0	43.4
자본총계	1,935.9	2,007.8	2,042.7	2,128.8	2,287.3
순금융부채	(305.9)	(248.9)	(69.9)	(94.2)	(222.8)

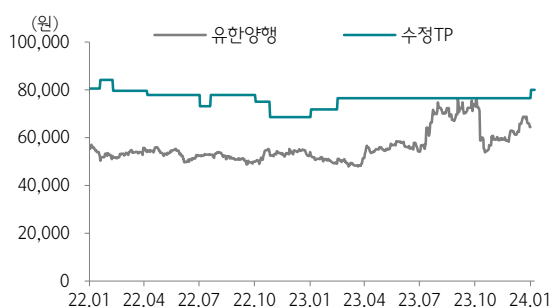
현금흐름표

(단위:십억원)

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	99.0	99.5	137.8	141.1	214.1
당기순이익	99.1	90.6	60.5	112.2	185.9
조정	60.8	119.0	67.3	41.5	36.3
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	0.0
영업활동 자산부채변동	(60.9)	(110.1)	10.0	(12.6)	(8.1)
투자활동 현금흐름	(167.1)	15.6	(179.9)	(54.2)	(34.7)
투자자산감소(증가)	(20.8)	123.7	(11.1)	(52.9)	(33.8)
자본증가(감소)	(46.0)	(58.3)	(136.3)	0.0	0.0
기타	(100.3)	(49.8)	(32.5)	(1.3)	(0.9)
재무활동 현금흐름	(36.5)	(65.5)	35.6	(25.6)	(27.1)
금융부채증가(감소)	1.7	(25.7)	107.3	0.5	0.3
자본증가(감소)	1.0	7.1	1.3	0.0	0.0
기타재무활동	(14.3)	(20.8)	(45.7)	0.0	(0.0)
배당지급	(24.9)	(26.1)	(27.3)	(26.1)	(27.4)
현금의 증감	(99.9)	39.4	(71.2)	23.5	128.2
Unlevered CFO	152.0	141.2	122.1	186.0	274.5
Free Cash Flow	52.8	41.2	1.3	141.1	214.1

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

유한양행



날짜	투자의견	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 하에 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2024년 1월 10일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(박재경)는 2024년 1월 10일 현재 해당회사의 유가증권은 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 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 투자의견 비율공시

- 투자의견의 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	94.47%	5.07%	0.46%	100%

* 기준일: 2024년 1월 9일