



## BUY (유지)

목표주가(12M) 80,000원  
현재주가(4.12) 71,200원

### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,681.82
52주 최고/최저(원)	79,200/53,597
시가총액(십억원)	5,710.9
시가총액비중(%)	0.26
발행주식수(천주)	80,209.1
60일 평균 거래량(천주)	491.8
60일 평균 거래대금(십억원)	35.0
외국인지분율(%)	20.69
주요주주 지분율(%)	
유한양행 외 2인	15.92
국민연금공단	9.83

### Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	2,075.0	2,263.6
영업이익(십억원)	117.1	163.2
순이익(십억원)	161.3	201.4
EPS(원)	2,028	2,536
BPS(원)	29,524	31,932

### Stock Price



### Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,775.8	1,859.0	2,033.6	2,133.4
영업이익	36.0	56.8	104.4	153.5
세전이익	94.9	134.5	142.0	193.1
순이익	95.1	136.1	111.2	151.2
EPS	1,169	1,672	1,366	1,858
증감율	(7.22)	43.03	(18.30)	36.02
PER	46.83	41.15	52.12	38.32
PBR	2.03	2.47	2.47	2.35
EV/EBITDA	50.94	52.69	43.03	31.79
ROE	4.86	6.74	5.32	6.91
BPS	26,973	27,867	28,839	30,300
DPS	365	430	430	430



Analyst 박재경 jaeyeong2@hanafn.com  
RA 김정훈 jungjunki1@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2024년 4월 15일 | 기업분석\_Earnings Preview

## 유한양행 (000100)

### 1Q24 Pre: 부진한 실적, 렉라자의 글로벌 진출에 주목

#### 1Q24 Pre: 전반적인 매출 둔화와 비용 증가로 부진한 실적 전망

유한양행은 1Q24 연결 기준 매출액 4,613억원(+4.1%YoY, +5.5%QoQ), 영업이익 96억원(-57.7%YoY, +61.0%QoQ)으로 컨센서스 매출액 4,819억원, 영업이익 218억원을 하회하는 실적을 기록할 전망이다. 부진의 이유는 전문의약품에 비롯한 해외사업, 생활유통 등 전반적인 사업부의 매출 둔화와 비용 증가다. 전문의약품 부문의 매출액은 2,701억원(+3.5%YoY, -4.6%QoQ)으로 전망한다. 전공의 파업 이슈로 전반적으로 둔화된 매출을 보일 것으로 추정한다. 초기 파이프라인의 임상 진행으로 경상개발비(348억원, +86억원YoY)의 증가와 신제품 광고선전비 증가(277억원, +92억원YoY)가 예상된다.

#### 앞으로 주목할 부분은 J&J의 렉라자 판매 전략과 매출

24년에는 1) 렉라자, 리브레반트 병용 요법의 FDA 승인(PDUFA date 24.08.21로 추정)과 J&J의 판매 마케팅 전략, 2) 렉라자 마일스톤 수령에 따른 실적 성장, 3) 알레르기 파이프라인 YH35324의 개발 본격화에 주목하자. 렉라자, 리브레반트 병용요법은 우선심사가 적용돼 올해 8월 21일 이내로 FDA 승인 여부가 결정될 것으로 추정된다. 승인이 이뤄진 이후에 중요한 것은 J&J의 판매 전략과 그에 따른 매출이다. MARIPOSA 임상 결과에서 이슈가 되었던 부분은 내약성으로 J&J는 이러한 점을 해소하기 위해 신규 임상을 진행하고 있다<도표4>. 리브레반트의 주입 반응(infusion related reaction)을 줄이기 위한 리브레반트 SC 임상 3상 PALOMA-3, 조갑주위염을 줄이기 위해 항생제와 피부 보습제를 함께 투여하는 임상 2상 COCOON이 대표적이다. MARIPOSA에서 확인된 주입반응의 빈도가 63%, 조갑주위염의 빈도가 68% 수준임을 고려한다면 해당 임상을 통한 이상반응 개선은 판매 마케팅에 중요하게 작용할 수 있다. PALOMA-3 임상은 올해 1월 1차 종료가 이뤄져 ASCO에서 관련한 결과를 확인할 수 있을 것으로 기대된다. 유한양행의 연결 기준 24년 매출액은 2조 34억원(+9.4%YoY), 영업이익은 1,044억원(+83.9%YoY)으로 전망한다. 위험분담 환급금을 반영한 렉라자의 24년 순매출액은 669억원으로 반영했으며, 4분기 미국 출시에 따른 마일스톤 약 700억원을 반영했다. 유한화학은 24년에는 증설 효과가 반영돼 해외사업 매출액은 2,665억원(+10.5%YoY)을 기록할 것으로 전망한다. 알레르기 파이프라인 YH35324의 만성 특발성 두드러기 환자 대상 1b상은 올해 3월(clinical Trials.gov 기준) 종료될 것으로 예상된다. 해당 임상 결과에 따라 파이프라인의 가치가 높아질 것으로 기대된다.

#### 투자의견 Buy, 목표주가 80,000원 유지

투자의견 Buy, 목표주가 80,000원을 유지한다. J&J의 마케팅에 대한 기대감을 반영해 렉라자의 가치를 기존의 1.5조원에서 1.95조원으로 상향 조정했다. 승인 이후 성공 확률 할인을 조정해 목표가를 추가 상향할 예정이다.

도표 1. 1Q24 Preview

(단위: 십억원, %)

	1Q24F	1Q23	4Q23	YoY	QoQ	컨센서스	차이(%)
매출액	461.3	443.0	437.2	4.1	5.5	481.9	(4.3)
영업이익	9.6	22.6	6.0	(57.7)	61.0	21.8	(56.0)
당기순이익	14.3	22.3	84.1	(35.7)	(83.0)	33.6	(57.4)
영업이익률(%)	2.1	5.1	1.4			4.5	
당기순이익률(%)	3.1	5.0	19.2			7.0	

자료: Quantwise, 하나증권

도표 2. 유한양행 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F
<b>매출액</b>	<b>443.1</b>	<b>495.7</b>	<b>483.1</b>	<b>437.2</b>	<b>461.3</b>	<b>508.3</b>	<b>497.3</b>	<b>566.7</b>	<b>1,859.0</b>	<b>2,033.6</b>
YoY(%)	7.8	2.6	11.9	(3.0)	4.1	2.5	2.9	29.6	4.7	9.4
의약품	309.4	345.4	346.2	331.3	320.5	356.4	349.5	356.5	1,332.3	1,383.0
ETC	261.0	295.1	299.3	283.2	270.1	305.7	300.3	306.0	1,138.6	1,182.1
OTC	48.4	50.2	46.9	48.1	50.4	50.7	49.3	50.5	193.7	200.9
생활유통	35.8	60.4	59.5	59.5	51.1	61.0	63.5	63.6	215.3	239.2
해외사업	76.6	73.1	58.6	32.8	72.8	73.8	67.4	52.5	241.2	266.5
로열티수익	7.2	1.4	0.5	2.2	2.1	2.1	2.1	80.1	11.2	86.4
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
<b>매출총이익</b>	<b>135.6</b>	<b>152.8</b>	<b>144.5</b>	<b>133.0</b>	<b>148.7</b>	<b>160.7</b>	<b>157.1</b>	<b>233.1</b>	<b>565.9</b>	<b>699.7</b>
YoY(%)	17.0	5.1	19.7	(2.3)	9.7	5.2	8.7	75.3	9.2	23.6
매출총이익률(%)	30.6	30.8	29.9	30.4	32.2	31.6	31.6	41.1	30.4	34.4
<b>영업이익</b>	<b>22.6</b>	<b>27.3</b>	<b>0.9</b>	<b>5.9</b>	<b>9.6</b>	<b>21.9</b>	<b>15.1</b>	<b>57.8</b>	<b>56.8</b>	<b>104.4</b>
YoY(%)	271.1	61.2	(119.4)	(66.1)	(57.7)	(19.6)	1,613.1	871.2	57.6	83.9
영업이익률(%)	5.1	5.5	(29.6)	1.4	2.1	4.3	3.0	10.2	3.1	5.1
<b>세전이익</b>	<b>35.8</b>	<b>13.7</b>	<b>19.3</b>	<b>65.7</b>	<b>18.6</b>	<b>26.0</b>	<b>26.9</b>	<b>70.5</b>	<b>134.5</b>	<b>142.0</b>
YoY(%)	26.4	(68.4)	(11.3)	4,598.6	(48.1)	89.3	39.2	7.3	41.7	5.5
세전이익률(%)	8.1	2.8	4.0	15.0	4.0	5.1	5.4	12.4	7.2	7.0
<b>당기순이익</b>	<b>22.3</b>	<b>8.6</b>	<b>19.0</b>	<b>84.1</b>	<b>14.3</b>	<b>20.0</b>	<b>20.7</b>	<b>54.3</b>	<b>134.0</b>	<b>109.3</b>
YoY(%)	38.6	(73.9)	243.3	133.4	(35.7)	133.0	8.9	(35.5)	47.9	(18.4)
당기순이익률(%)	5.0	1.7	3.9	19.2	3.1	3.9	4.2	9.6	7.2	5.4

자료: Quantwise, 하나증권

도표 3. 유한양행 SOTP valuation

항목	가치	주당 가치	비고
<b>1. 영업가치</b>	<b>1,889</b>	<b>25,588</b>	24년도 기술료 제외 EBITDA에 대형제약사 24년 기준 EV/EBITDA multiple 할증 적용
<b>2. 지분가치</b>	<b>1,143</b>	<b>15,489</b>	
유한킴벌리	674	9,136	24년도 예상 순이익 * PER 12배 적용
유한화학	128	1,740	장부금액 기준
기타	341	4,614	장부금액 기준
<b>3. 신약가치</b>	<b>2,734</b>	<b>37,039</b>	
렉라자	1,945	26,346	
YH35324(알레르기)	420	5,001	
YH25724(NASH)	369	5,692	
4. 순차입금	120	1,628	24년 말 예상 기준
5. 총 기업가치(1+2+3-4)	5,647		
6. 주식수	73,824		무상증자 포함, 자사주 제외
<b>7. 적정 주가(5/6)</b>	<b>76,488</b>		

주: target EV/EBITDA multiple 20.2배 적용

자료: 하나증권

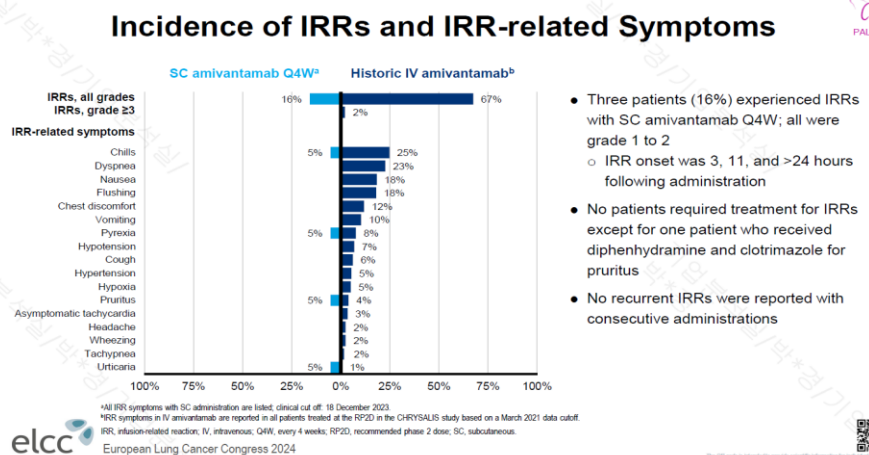
도표 4. 렉라자 임상 현황

NCT	임상명	구분	단계	Sponsor	대상	시작일	1차 종료일
NCT06120140	COCOON	병용 (Doxycycline/ Minocycline/Clindamycin/ Chlorhexidine)	2상	J&J	EGFR 1차 치료. 피부과 치료를 통한 피부 발진, 조갑주위염 감소 확인	24.02.26	25.07.03
NCT05663866	N/A	병용 (+Dexamethasone/Montelukast, /Methotrexate)	2상	J&J	EGFR 2차 치료. amivantamab 주입 반응 확인	23.05.18	24.12.15
NCT05388669	PALOMA-3	병용(SC제형)	3상	J&J	EGFR 2차 치료, Lazertinib + Amivantamab(IV제형 대조군)	22.08.05	24.01.03
NCT04988295	MARIPOSA-2	병용(+백금항암제)	3상	J&J	Tagrisso 내성	21.11.17	23.07.10
NCT04487080	MARIPOSA	병용	3상	J&J	EGFR 1차 치료 (Arm A) Lazertinib + Amivantamab (Arm B) Lazertinib (Arm C) Tagrisso	20.09.30	24.04.30
NCT04248829	LASER 301	단독 1차	3상	유한양행	EGFR 1차 치료, Gefitinib 대조군	20.02.13	22.07.29
NCT04077463	CHRYSLIS-2	병용	1b	J&J	(코호트 A) Tagrisso 내성/백금항암제 재발 (코호트 B) EGFR Exon20 Insertion (코호트 C) Rare EGFR mutation (코호트 D) Tagrisso 내성/Chemo naive	19.09.04	25.02.03
NCT03046992	N/A	단독	1/2상	유한양행	EGFR 2차 치료(T790M)	17.02.15	22.09
NCT02609776	CHRYSLIS	병용	1b	J&J	(Part1) 용량 결정 (Part2) 안전성, 유효성 확인	16.05.24	24.01.04

자료: Clinicaltrials, 하나증권

도표 5. Amivantamab IV vs SC(safety profile)

Amivantamab SC 제형의  
투여 반응 빈도 IV 대비  
전반적으로 낮음



자료: J&amp;J, 하나증권

도표 6. MARIPOSA study PFS(용량 조절 vs 용량 조절 x)

용량 조절에도  
이후 PFS에 영향 없음

## Results: Descriptive Analysis of Amivantamab Dose Interruptions

- Among the 421 patients receiving  $\geq 1$  dose of amivantamab, 206 (49%) had a dose interruption within the first 4 months
- Dose interruption is defined as a skipped dose that is not made up; this population may also include patients that had a dose reduction or drug discontinuation
- Outcomes were similar among patients with and without dose interruptions (Table)

Endpoint, median (95% CI)	Dose interruptions in the first 4 months (n=206)	No interruptions in the first 4 months (n=215)	All randomized patients (n=429)
PFS	23.9 mo (18.5–NE)	23.7 mo (18.4–NE)	23.7 mo (19.1–27.7)
ORR	87% (81–91)	89% (84–93)	86% (83–89)
DoR among confirmed responders	25.8 mo (16.7–NE)	26.1 mo (20.1–NE)	25.8 mo (20.1–NE)

- However, this analysis measures exposure (interruptions) and outcomes over the same time period, which could lead to bias<sup>a</sup>

To minimize bias, we evaluated outcomes after the first 4 months (exposure period)<sup>b</sup>

<sup>a</sup>Outcomes, such as progression events or deaths, could occur before interruptions leading to outcomes-based selection bias.  
<sup>b</sup>Patients who discontinued study, had disease progression, or died in the first 4 months were not evaluated, as they were not in the study by the cutoff timepoint (and the outcome event may occur prior to the interruption).  
 AE, adverse event; CI, confidence interval; DoR, duration of response; NE, not estimable; ORR, objective response rate; PFS, progression-free survival.  
 European Lung Cancer Congress 2024

자료: J&amp;J, 하나증권

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,775.8	1,859.0	2,033.6	2,133.4	2,239.5
매출원가	1,257.6	1,293.1	1,333.9	1,383.0	1,449.7
매출총이익	518.2	565.9	699.7	750.4	789.8
판매비	482.2	509.1	595.3	596.8	612.8
영업이익	36.0	56.8	104.4	153.5	177.0
금융손익	(0.6)	11.2	(3.2)	(2.1)	0.6
종속/관계기업손익	56.8	55.6	55.6	55.6	55.6
기타영업외손익	2.7	11.1	(14.8)	(14.0)	(12.8)
세전이익	94.9	134.5	142.0	193.1	220.4
법인세	4.3	0.5	32.7	44.4	50.7
계속사업이익	90.6	134.0	109.3	148.7	169.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	90.6	134.0	109.3	148.7	169.7
비지배주주지분 순이익	(4.6)	(2.1)	(1.9)	(2.5)	(2.9)
지배주주순이익	95.1	136.1	111.2	151.2	172.6
지배주주지분포괄이익	96.5	119.8	111.5	151.6	173.1
NOPAT	34.4	56.5	80.4	118.2	136.3
EBITDA	79.0	101.4	148.7	192.5	211.3
성장성(%)					
매출액증가율	5.21	4.69	9.39	4.91	4.97
NOPAT증가율	(9.95)	64.24	42.30	47.01	15.31
EBITDA증가율	(22.01)	28.35	46.65	29.46	9.77
영업이익증가율	(25.93)	57.78	83.80	47.03	15.31
(지배주주)순이익증가율	(7.31)	43.11	(18.30)	35.97	14.15
EPS증가율	(7.22)	43.03	(18.30)	36.02	14.16
수익성(%)					
매출총이익률	29.18	30.44	34.41	35.17	35.27
EBITDA이익률	4.45	5.45	7.31	9.02	9.44
영업이익률	2.03	3.06	5.13	7.20	7.90
계속사업이익률	5.10	7.21	5.37	6.97	7.58

투자지표	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	1,169	1,672	1,366	1,858	2,121
BPS	26,973	27,867	28,839	30,300	32,024
CFPS	1,735	1,529	2,316	2,876	3,117
EBITDAPS	971	1,246	1,827	2,365	2,597
SPS	21,819	22,840	24,986	26,212	27,516
DPS	365	430	430	430	430
주가지표(배)					
PER	46.83	41.15	52.12	38.32	33.57
PBR	2.03	2.47	2.47	2.35	2.22
PCR	31.55	45.00	30.74	24.76	22.84
EV/EBITDA	50.94	52.69	43.03	31.79	27.97
PSR	2.51	3.01	2.85	2.72	2.59
재무비율(%)					
ROE	4.86	6.74	5.32	6.91	7.44
ROA	3.85	5.15	3.80	4.94	5.48
ROIC	4.80	6.13	7.67	11.79	14.31
부채비율	23.16	33.89	39.09	34.59	31.96
순부채비율	(12.40)	(2.54)	5.52	(6.78)	(14.86)
이자보상배율(배)	10.39	9.01	13.63	19.95	23.04

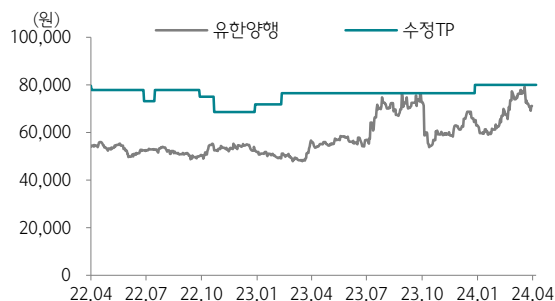
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,188.9	1,256.5	1,372.2	1,529.9	1,702.3
금융자산	347.9	322.6	160.0	431.4	635.9
현금성자산	293.0	299.3	132.8	405.8	610.8
매출채권	496.7	559.0	726.8	657.9	638.4
재고자산	275.2	284.8	365.7	331.0	321.2
기타유동자산	69.1	90.1	119.7	109.6	106.8
비유동자산	1,283.8	1,557.6	1,658.4	1,559.3	1,508.0
투자자산	621.9	571.6	716.7	656.5	639.5
금융자산	89.9	82.5	82.6	82.6	82.5
유형자산	355.0	522.9	486.7	455.5	428.6
무형자산	137.6	298.3	290.2	282.4	275.0
기타비유동자산	169.3	164.8	164.8	164.9	164.9
자산총계	2,472.7	2,814.1	3,030.6	3,089.2	3,210.3
유동부채	434.2	583.2	713.9	659.7	644.4
금융부채	95.6	169.4	180.4	175.8	174.5
매입채무	133.8	179.1	232.2	210.2	204.0
기타유동부채	204.8	234.7	301.3	273.7	265.9
비유동부채	30.8	129.1	137.8	134.2	133.2
금융부채	3.4	99.9	99.9	99.9	99.9
기타비유동부채	27.4	29.2	37.9	34.3	33.3
부채총계	464.9	712.3	851.7	793.9	777.6
지배주주지분	1,985.8	2,051.1	2,130.2	2,249.1	2,389.4
자본금	74.4	77.8	77.8	77.8	77.8
자본잉여금	116.1	113.9	113.9	113.9	113.9
자본조정	(209.5)	(217.0)	(217.0)	(217.0)	(217.0)
기타포괄이익누계액	102.5	101.0	101.0	101.0	101.0
이익잉여금	1,902.4	1,975.4	2,054.5	2,173.4	2,313.8
비지배주주지분	22.0	50.6	48.7	46.2	43.3
자본총계	2,007.8	2,101.7	2,178.9	2,295.3	2,432.7
순금융부채	(248.9)	(53.3)	120.2	(155.7)	(361.5)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	99.5	144.1	117.4	201.1	207.8
당기순이익	90.6	134.0	109.3	148.7	169.7
조정	119.0	18.5	43.2	38.9	34.3
감가상각비	43.0	44.7	44.3	38.9	34.3
외환거래손익	9.9	1.7	(0.5)	0.0	0.0
지분법손익	(42.4)	(81.4)	0.0	0.0	0.0
기타	108.5	53.5	(0.6)	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	(110.1)	(8.4)	(35.1)	13.5	3.8
투자활동 현금흐름	15.6	(199.2)	(147.9)	61.8	17.5
투자자산감소(증가)	123.7	50.8	(144.6)	60.2	17.0
자본증가(감소)	(58.3)	(161.3)	0.0	0.0	0.0
기타	(49.8)	(88.7)	(3.3)	1.6	0.5
재무활동 현금흐름	(65.5)	63.2	(21.2)	(36.8)	(33.6)
금융부채증가(감소)	(25.7)	170.2	11.0	(4.5)	(1.3)
자본증가(감소)	7.1	1.2	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(20.8)	(80.9)	(0.1)	0.0	(0.0)
배당지급	(26.1)	(27.3)	(32.1)	(32.3)	(32.3)
현금의 증감	39.4	6.2	(195.3)	272.9	205.0
Unlevered CFO	141.2	124.4	188.5	234.1	253.7
Free Cash Flow	41.2	(17.4)	117.4	201.1	207.8

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

## 유한양행



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.1.10	BUY	80,000		
23.2.24	BUY	76,567	-21.34%	-0.13%
23.1.11	BUY	71,781	-29.55%	-27.47%
22.11.4	BUY	68,665	-21.82%	-19.33%
22.10.11	BUY	75,074	-30.10%	-26.34%
22.7.29	BUY	77,821	-33.89%	-30.59%
22.7.11	BUY	73,243	-27.89%	-27.37%
22.4.15	BUY	77,821	-31.79%	-28.12%
22.2.17	BUY	79,652	-32.87%	-30.00%

## 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 4월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(박재경)는 2024년 4월 15일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 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 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 현주가 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	94.06%	5.48%	0.46%	100%

\* 기준일: 2024년 04월 12일