

2024. 5. 2



▲ 제약/바이오

Analyst **김준영**  
02. 6454-4877  
junyoung.kim@meritz.co.kr

**Buy** (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

**적정주가 (12개월)** 90,000 원

**현재주가 (4.30)** 72,400 원

**상승여력** 24.3%

KOSPI	2,692.06pt
시가총액	58,071억원
발행주식수	8,021만주
유통주식비율	68.71%
외국인비중	20.46%
52주 최고/최저가	79,200원/53,788원
평균거래대금	366.0억원

**주요주주(%)**

유한재단 외 2 인	15.92
국민연금공단	9.83
유한학원	7.41

**주가상승률(%)**

	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.6	32.5	31.3
상대주가	-3.7	13.7	22.0

**주가그래프**



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2022	1,775.9	36.0	95.1	1,180	-8.7	24,399	46.4	2.2	50.9	4.9	23.2
2023	1,859.0	56.8	136.1	1,690	48.1	25,201	40.7	2.7	52.7	6.7	33.9
2024E	2,059.8	109.6	159.7	1,985	17.2	26,769	36.5	2.7	35.4	7.6	33.9
2025E	2,285.5	152.2	208.6	2,594	30.7	28,935	27.9	2.5	27.7	9.2	30.1
2026E	2,541.7	199.0	254.8	3,170	22.2	31,669	22.8	2.3	22.2	10.3	28.5

# 유한양행 000100

## 1Q24 Review: 렉라자를 믿어보자

- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 9만원 유지
- ✓ 1Q24 연결 기준 매출액 4,446억원(YoY +0.3%, QoQ +7.7%), 영업이익 6억원(YoY -97.4%, QoQ -90.3%)으로 컨센서스를 크게 하회
- ✓ 약품사업부 매출 성장 둔화 및 광고선전비, 연구개발비 등 판관비 증가로 인한 영업이익 감소
- ✓ 실적보다는 하반기 렉라자 신약 승인 및 마일스톤 모멘텀에 집중할 때

### 1Q24 Review

유한양행의 1Q24 연결 기준 매출액 4,446억원(YoY +0.3%, QoQ +7.7%), 영업이익 6억원(YoY -97.4%, QoQ -90.3%)으로 컨센서스를 크게 하회하였다. 고마진 제품의 성장세가 주춤한 반면 저마진 상품 매출이 일부 증가하였고 3월부터 의료 파업 영향을 일부 받으며 약품사업부 매출 성장세가 둔화되었다. 프로바이오틱스 광고비 증가 및 HER2/4-1BB 이중항체 파이프라인 YH35367, 알레르기 파이프라인 YH35324 등 R&D 비용 증가로 인해 영업이익률이 감소하였다. 미국 제약회사 Sorrento Therapeutics의 파산으로 인해 이문온시아 지분을 매입하며 유한양행의 지분율이 68%가 되었고 이문온시아 실적이 연결 편입되며 연간 영업이익이 약 200억원 감소할 예정이다.

### 투자 의견 Buy, 적정주가 9만원 유지

실적 개선이 쉽지 않은 상황이다. 마진이 낮은 주요 상품의 매출 성장세가 점차 둔화되는 반면 고마진 제품인 로수바미브, 렉라자의 성장세는 아직 기대에 미치지 못하고 있다. 다만 모멘텀은 남아 있다. 렉라자, 리브레반트 병용 요법 임상 3상 MARIPOSA OS 데이터 2차 발표가 다가오는 6월 ASCO에서 예정되어 있으며 최종 OS 데이터는 25년 초 발표를 예상된다. 리브레반트 피하주사(SC) 제형 임상 3상 PALOMA-3 결과가 ASCO에서 발표될 것으로 보이며 렉라자, 리브레반트 병용 요법 FDA 승인 여부가 늦어도 금년 8월 22일 이내로 결정될 예정이다. 또한 승인 이후 첫 환자 투약에 따른 마일스톤 수령도 예정되어 있어 렉라자 모멘텀에 집중할 때이다.

(십억원)	1Q24	1Q23	(% YoY)	4Q23	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	444.6	443.1	0.3	437.2	1.7	464.7	(4.3)	454.6	(2.2)
영업이익	0.6	22.6	(97.5)	6.0	(90.3)	14.4	(96.0)	9.5	(93.9)
OPM (%)	0.1	5.1	(97.5)	1.4	(90.5)	3.1	(95.8)	2.1	(93.8)
당기순이익	10.8	22.3	(51.3)	84.1	(87.1)	23.3	(53.4)	23.7	(54.2)

자료: 유한양행, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	변경 전			변경 후			(% diff.)			컨센서스		
	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
매출액	2,132.3	2,383.2	2,702.0	2,059.8	2,285.5	2,541.7	(3.4)	(4.1)	(5.9)	2,085.5	2,268.7	2,515.5
영업이익	111.1	165.2	228.5	109.6	152.2	199.0	(25.5)	(19.5)	(22.4)	122.8	166.0	213.4
OPM (%)	5.2	6.9	8.5	5.3	6.7	7.8	(22.9)	(16.0)	(17.5)	5.9	7.3	8.5
당기순이익	161.9	214.3	275.2	157.1	205.1	250.5	(17.9)	(12.7)	(16.6)	170.6	208.9	227.2

자료: 유한양행, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	443.1	495.7	483.1	437.2	444.6	519.2	520.7	575.4	1,859.0	2,059.8	2,285.5
% YoY	7.8	2.6	11.9	(3.0)	0.3	4.7	7.8	31.6	4.7	10.8	11.0
별도매출	431.4	482.1	468.9	426.7	433.1	506.2	505.4	557.2	1,809.1	2,001.9	2,218.0
% YoY	8.5	3.0	10.5	(2.3)	0.4	5.0	7.8	30.6	4.8	10.7	10.8
약품사업	309.4	345.4	346.2	331.3	309.5	362.2	365.2	353.3	1,332.3	1,390.1	1,520.6
생활유통사업	35.8	60.4	59.5	59.5	44.5	67.7	66.7	66.7	215.3	245.5	282.3
해외사업	76.6	73.1	58.6	32.8	74.1	72.4	69.4	58.3	241.2	274.2	347.1
라이선스수익	7.2	1.4	0.5	2.2	2.5	1.7	1.7	76.9	11.2	82.8	58.9
기타	2.4	1.8	4.1	0.8	2.5	2.3	2.4	2.0	9.1	9.3	9.1
연결 조정	11.6	13.6	14.2	10.5	11.4	13.0	15.3	18.2	49.9	57.9	67.5
매출총이익	135.6	152.8	144.5	133.0	134.5	158.3	161.4	201.4	565.9	655.7	731.3
GPM (%)	30.6	30.8	29.9	30.4	30.3	30.5	31.0	35.0	31.8	32.0	32.0
영업이익	22.6	27.3	0.9	6.0	0.6	26.1	18.3	64.6	56.8	109.6	152.2
% YoY	271.0	61.2	흑전	(66.1)	(97.5)	(4.5)	1980.3	986.4	57.5	93.1	38.9
OPM (%)	5.1	5.5	0.2	1.4	0.1	5.0	3.5	11.2	3.1	5.3	6.7
당기순이익	22.3	8.6	19.0	84.1	10.8	37.9	32.3	76.0	134.0	157.1	205.1
% YoY	38.6	(73.9)	243.3	133.4	(51.3)	341.1	69.8	(9.7)	48.0	17.2	30.5
NPM (%)	5.0	1.7	3.9	19.2	2.4	7.3	6.2	13.2	7.2	7.6	9.0

자료: 유한양행, 메리츠증권 리서치센터

그림1 유한양행 신약 파이프라인 현황

약물	적응증	후보물질	비임상 독성	임상 1상	임상 2상	임상 3상	파트너사
렉라자® LAZERTINIB	EGFR돌연변이 비소세포암	단독요법 (유한) 글로벌 3상 Amivantamab 병용요법 (얀센) 글로벌 3상					Johnson & Johnson Innovative Medicine
YH14618 (Remedisc)	퇴행성 디스크						SpineBiopharma
YH12852 (PCS12852)	Gut Motility Disease						Processa Pharmaceuticals
YH25724	MASH						Boehringer Ingelheim
YH35324	Allergy (CSU, 천식, AD)						GT innovation
YH32367	유방암, 위암, 담관암 등						ablbio
YH42946	Her2돌연변이 폐암, 위암 등						JINTS BIO
YH35995	고셔병, 파브리병						GC
YH32364	위암, 대장암, 두경부암 등						ablbio
YHC1102	NASH/Fibrosis						GILEAD

자료: 유한양행, 메리츠증권 리서치센터

## 유한양행 (000100)

### Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출액</b>	<b>1,775.9</b>	<b>1,859.0</b>	<b>2,059.8</b>	<b>2,285.5</b>	<b>2,541.7</b>
매출액증가율(%)	5.2	4.7	10.8	11.0	11.2
매출원가	1,257.7	1,293.1	1,404.2	1,554.1	1,728.3
매출총이익	518.2	565.9	655.7	731.3	813.3
판매관리비	482.2	509.1	546.1	579.1	614.3
<b>영업이익</b>	<b>36.0</b>	<b>56.8</b>	<b>109.6</b>	<b>152.2</b>	<b>199.0</b>
영업이익률(%)	2.0	3.1	5.3	6.7	7.8
금융손익	-0.6	11.2	0.2	-1.5	-0.2
중속/관계기업손익	56.8	55.6	62.5	63.2	63.4
기타영업외손익	2.7	11.1	5.1	14.0	16.0
세전계속사업이익	94.9	134.5	177.3	227.9	278.3
법인세비용	4.3	0.5	20.3	22.8	27.8
<b>당기순이익</b>	<b>90.6</b>	<b>134.0</b>	<b>157.0</b>	<b>205.1</b>	<b>250.5</b>
지배주주지분 손이익	95.1	136.1	159.7	208.6	254.8

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>99.5</b>	<b>144.1</b>	<b>212.0</b>	<b>196.4</b>	<b>276.8</b>
당기순이익(손실)	90.6	134.0	157.0	205.1	250.5
유형자산상각비	38.6	38.5	48.0	50.9	52.3
무형자산상각비	4.5	6.2	8.9	9.4	9.9
운전자본의 증감	-110.1	-8.4	-2.0	-69.0	-35.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>15.6</b>	<b>-199.2</b>	<b>-196.0</b>	<b>-158.0</b>	<b>-158.3</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-58.3	-161.5	-168.0	-128.0	-128.0
투자자산의감소(증가)	123.7	50.8	-9.9	-10.0	-10.3
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-65.5</b>	<b>63.3</b>	<b>-57.1</b>	<b>-69.1</b>	<b>-53.4</b>
차입금의 증감	-25.7	170.2	-24.9	-36.8	-21.1
자본의 증가	7.1	1.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	39.5	6.2	-41.1	-30.7	65.2
기초현금	253.6	293.0	299.3	258.1	227.5
기말현금	293.0	299.3	258.1	227.5	292.7

### Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>유동자산</b>	<b>1,188.9</b>	<b>1,256.5</b>	<b>1,282.5</b>	<b>1,326.1</b>	<b>1,471.1</b>
현금및현금성자산	293.0	299.3	258.1	227.5	292.7
매출채권	496.7	559.0	598.1	640.0	684.8
재고자산	275.2	284.8	307.5	332.1	358.7
<b>비유동자산</b>	<b>1,283.8</b>	<b>1,557.6</b>	<b>1,698.6</b>	<b>1,796.2</b>	<b>1,892.2</b>
유형자산	355.0	522.9	642.9	720.0	795.7
무형자산	137.6	298.3	309.3	319.9	330.0
투자자산	621.9	571.6	581.5	591.5	601.8
<b>자산총계</b>	<b>2,472.7</b>	<b>2,814.1</b>	<b>2,981.1</b>	<b>3,122.3</b>	<b>3,363.3</b>
<b>유동부채</b>	<b>434.2</b>	<b>583.2</b>	<b>638.6</b>	<b>621.0</b>	<b>648.6</b>
매입채무	133.8	179.1	235.8	231.7	265.0
단기차입금	64.1	128.2	108.2	88.2	68.2
유동성장기부채	26.0	4.2	4.2	4.2	4.2
<b>비유동부채</b>	<b>30.8</b>	<b>129.2</b>	<b>116.0</b>	<b>102.0</b>	<b>97.1</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.6	60.2	52.2	44.2	36.2
<b>부채총계</b>	<b>464.9</b>	<b>712.3</b>	<b>754.5</b>	<b>722.9</b>	<b>745.7</b>
자본금	74.4	77.8	77.8	77.8	77.8
자본잉여금	116.1	113.9	113.9	113.9	113.9
기타포괄이익누계액	102.5	101.0	101.0	101.0	101.0
이익잉여금	1,902.4	1,975.4	2,103.0	2,279.3	2,501.8
비지배주주지분	22.0	50.6	47.9	44.4	40.1
<b>자본총계</b>	<b>2,007.8</b>	<b>2,101.7</b>	<b>2,226.6</b>	<b>2,399.4</b>	<b>2,617.6</b>

### Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>주당데이터(원)</b>					
SPS	22,140	23,177	25,681	28,494	31,688
EPS(지배주주)	1,180	1,690	1,985	2,594	3,170
CFPS	1,760	1,552	2,948	3,612	4,248
EBITDAPS	986	1,265	2,076	2,650	3,257
BPS	24,399	25,201	26,769	28,935	31,669
DPS	365	430	430	430	430
배당수익률(%)	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
<b>Valuation(Multiple)</b>					
PER	46.4	40.7	36.5	27.9	22.8
PCR	31.1	44.3	24.6	20.0	17.0
PSR	2.5	3.0	2.8	2.5	2.3
PBR	2.2	2.7	2.7	2.5	2.3
EBITDA(십억원)	79.1	101.4	166.5	212.6	261.3
EV/EBITDA	50.9	52.7	35.4	27.7	22.2
<b>Key Financial Ratio(%)</b>					
자기자본이익률(ROE)	4.9	6.7	7.6	9.2	10.3
EBITDA 이익률	4.5	5.5	8.1	9.3	10.3
부채비율	23.2	33.9	33.9	30.1	28.5
금융비용부담률	0.2	0.3	0.3	0.3	0.2
이자보상배율(x)	10.4	9.0	15.5	25.2	39.2
매출채권회전율(x)	3.7	3.5	3.6	3.7	3.8
재고자산회전율(x)	6.5	6.6	7.0	7.1	7.4

**Compliance Notice**

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료 공표일 현재 유한양행의 발행주식총수의 1% 이상을 보유하고 있습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

**투자등급 관련사항** (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
종가대비 3등급	Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일	Overweight (비중확대)
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)
	Underweight (비중축소)

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	86.8%
중립	13.2%
매도	0.0%

2024년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

**유한양행 (000100) 투자등급변경 내용**

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

