

유한양행 (000100)

이희영

heeyoung.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

134,000

유지

현재주가

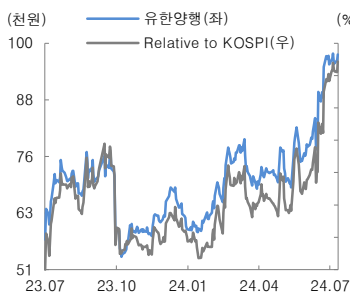
97,600

(24.07.30)

제약업종

KOSPI	2738.19
시가총액	7,919십억원
시가총액비중	0.34%
자본금(보통주)	80십억원
52주 최고/최저	97,800원 / 53,788원
120일 평균거래대금	579억원
외국인지분율	20.32%
주요주주	유한재단 외 2 인 15.92% 국민연금공단 8.76%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	20.6	34.8	61.3	47.2
상대수익률	23.3	32.5	47.2	40.2



이제 얼마 남지 않았다

- 2Q24 연결 매출 5,283억원(+6.6% yoy), 영업이익 185억원(-32.1% yoy)
- 분기 최초로 5천억 이상 매출 달성, 연구개발비 증가로 수익성은 아쉬움
- 8/22일내 레이저티닙 FDA 승인 여부 결정 예정, 관련 임상도 순항 중

투자 의견 매수, 목표주가 134,000원 유지

목표주가는 SOTP 방식으로 산출, 영업가치는 25년 추정 EBITDA에 Target EV/EBITDA 멀티플 21배 적용하여 4.3조원으로 산정, 비영업가치는 레이저티닙, YH35324 신약가치에 보유지분 가치를 더하여 5.5조원 추정. 총 기업가치는 영업가치에 비영업가치를 더하여 9.9조원으로 산정.

2Q24 Review: 분기 최초로 5천억 이상 매출 달성

[연결] 매출액 5,283억원(+6.6% yoy), 영업이익 185억원(-32.1% yoy), 영업이익률 3.5%. 매출은 분기 최초로 5천억대 기록하며 컨센서스 부합, 영업이익은 작년대비 큰 폭으로 감소, 감소 요인은 1) 신규 파이프라인 도입에 따른 연구개발비 증가, 2) 주력 품목(당규락, 마그비 등) 육성을 위한 광고 선전비 증가.

[약품사업부] 매출은 3,391억원(-1.8% yoy)로 전년 동기 대비 소폭 감소, OTC 부문 매출 524억원(+4.2% yoy)로 신제품(라라올라, 마그비스피드 등) 매출 성장하면서 전년 동기 대비 소폭 개선. 반면 ETC 부문 매출 2,867억원(-2.8% yoy)로 1) 의외로 파업 영향으로 암비슴(항진균제) -25%yoy, 메로펜(항생제) -36%yoy 매출 감소, 2) 오리지널 특허 만료에 따른 제네릭 출시로 트라젠타(당뇨치료제) 매출 -37%yoy 감소하며 부진한 실적 기록. [생활건강사업부] 매출 752억원(+24.5% yoy)로 1) 당규락, 세탁제 등 신제품 매출 지속 성장, 2) 2분기 다이어트 유산균 엘레신 출시로 전년 동기 대비 큰 폭으로 성장. [해외사업부] 매출 972억원(+32.9% yoy)로 작년에 증설 완료된 화성공장 B 동 가동 매출 반영되며 호실적 기록, 길리어드에 공급중인 레나파카비르(에이즈 치료제) 수요 증가하면서, 올해 말 완공을 목표로 추가 라인 증설 진행중.

R&D 업데이트: MARIPOSA, MARIPOSA2 임상 순항 중

레이저티닙 임상 순항 중. 1) 9월 ESMO에서 MARIPOSA2 전체 생존율 발표 예정. 2) MARIPOSA mOS 내년초 발표 예정. 최근 MARIPOSA 추가 분석 데이터는 작년 ESMO에서 발표한 결과(HR 0.8)와 큰 차이 없고 오히려 경향이 강해지고 있음을 언급.

5, 6월에 YH42946(HER2 TKI) 미국/한국 IND 승인, 6월 YH35995(고셔병/파브리병 치료제) 한국 IND 승인. 하반기에 YH32364(EGFRx4-1BB) IND 제출 예정. YH45057(TPD 전립선암 치료제) 내년에 임상 진입 목표, 후속 파이프라인 활발하게 개발하고 있으며, YH35324(알려지지 치료제) 및 YH32367(HER2x4-1BB) 면역항암제 기술 이전도 지속적으로 진행중.

(단위: 십억원 %)

구분	2Q23	1Q24	2Q24				3Q24			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	496	445	527	528	6.6	18.8	526	632	30.8	19.6
영업이익	27	1	22	19	-31.9	3,121.1	20	64	7,139.5	244.0
순이익	9	13	41	38	333.4	195.9	32	81	314.5	115.9

자료: 유한양행, FnGuide, 대신증권 Research Center

표 1. 유한양행 목표주가 산출

(단위: 억원)

	가치	비고
유한양행 영업가치 (A)	42,651	
25년 EBITDA	2,031	
Target EV/EBITDA	21	국내 상위 제약사 평균 Fwd 12 EV/EBITDA 대비 30%프리미엄
비영업가치 (B)	55,628	
레이저티닙 가치	43,063	
해외 가치	35,381	미국/유럽, 1 차/2 차치료제 밸류에이션 합산
마일스톤 가치	7,682	잔여 마일스톤 (가수령 및 '24년 수령 예정 금액 제외)
YH35324 가치	4,620	
보유 자본가치	7,945	장부가액 기준
유한킴벌리 (30%)	2,056	
유한화학 (100%)	2,434	
기타	3,455	
순차입금(C)	-396	
총 기업가치 (A+B-C)	98,674	
발행주식수 (천주)	73,794	
적정주가 (원)	133,716	
목표주가 (원)	134,000	
현재주가 (원)	97,600	
상승여력	37%	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 국내 상위 제약사 Peer 그룹 비교

(단위: 십억원 배)

	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		P/S	
		FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2	FY1	FY2
유한양행	7724.1	44.3	35.4	3.2	3.0	40.0	31.9	3.6	3.4
한미약품	3926.6	20.8	18.9	3.2	2.8	11.0	9.8	2.3	2.1
녹십자	1480.7	49.6	26.3	1.1	1.1	14.0	12.1	0.8	0.8
종근당	1474.2	14.9	13.8	1.5	1.4	7.3	6.5	0.9	0.9
HK 이노엔	1141.7	14.5	12.1	0.9	0.8	9.6	8.2	1.2	1.1

자료: Quantwise, 대신증권 Research Center

표 3. 유한양행 연결 분기 및 연간 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	443.1	495.7	483.1	437.2	444.6	528.3	631.7	537.3	1859.0	2141.9	2321.2
yoy (%)	7.8%	2.6%	11.9%	-3.0%	0.3%	6.6%	30.8%	22.9%	4.7%	15.2%	8.4%
약품사업	309.4	345.4	346.2	331.3	309.5	339.1	378.1	373.8	1,332.3	1,400.5	1,473.4
yoy (%)	8.5%	3.1%	2.1%	-5.9%	0.0%	-1.8%	9.2%	12.8%	1.6%	5.1%	5.2%
생활유통사업	35.8	60.4	59.5	59.5	44.5	75.2	75.6	76.1	215.3	271.3	315.3
yoy (%)	-23.4%	1.5%	71.3%	47.9%	24.2%	24.5%	27.0%	27.8%	18.8%	26.0%	16.2%
해외사업	76.6	73.1	58.6	32.8	74.1	97.2	66.2	63.3	241.2	300.8	338.2
yoy (%)	25.1%	12.0%	33.5%	-22.5%	-3.3%	32.9%	12.9%	92.9%	13.3%	24.7%	12.4%
기술료수익	7.2	1.4	0.5	2.2	2.6	0.6	79.0	1.0	11.3	83.1	82.8
yoy (%)	393.0%	-73.3%	-83.9%	-323.7%	-64.3%	-59.8%	15668.5%	-54.7%	28.7%	638.5%	-0.4%
기타	14.0	15.4	18.3	11.3	13.9	14.5	18.9	12.1	59.0	59.4	58.6
yoy (%)	-13.1%	-14.6%	71.0%	-33.2%	-0.5%	-6.0%	3.4%	6.9%	-4.5%	0.7%	-1.5%
매출총이익	135.6	152.8	144.5	133.0	134.5	167.4	245.3	161.4	565.9	708.6	771.5
GPM(%)	30.6%	30.8%	29.9%	30.4%	30.3%	31.7%	38.8%	30.0%	30.4%	33.1%	33.2%
yoy (%)	17.0%	5.1%	19.7%	-2.3%	-0.8%	9.5%	69.8%	21.3%	9.2%	25.2%	8.9%
영업이익	22.6	27.3	0.9	6.0	0.6	18.5	63.9	23.1	56.8	106.2	153.5
OPM(%)	5.1%	5.5%	0.2%	1.4%	0.1%	3.5%	10.1%	4.3%	3.1%	5.0%	6.6%
yoy (%)	271.0%	61.2%	-119.4%	-66.1%	-97.4%	-32.1%	7166.3%	288.3%	57.5%	87.1%	44.6%

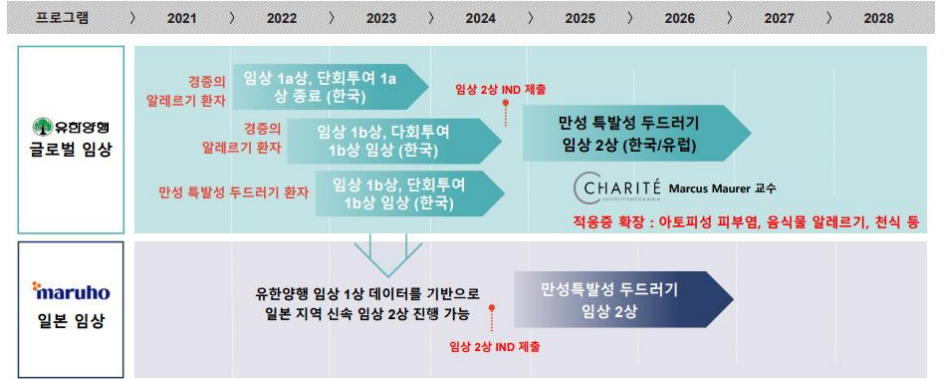
자료: 유한양행, 대신증권 Research Center

그림 1. 유한양행 주요 파이프라인 현황

약물	적응증	후보물질	비임상 특성	임상 1상	임상 2상	임상 3상	파트너사
렉라지® LAZERTINIB	EGFR돌연변이 비소세포폐암	단독요법 (유한) 글로벌 3상 Amivantamab 병용요법 (안센) 글로벌 3상					Johnson & Johnson Innovative Medicine
YH14618 (Remedisc)	퇴행성 디스크						SpineBio
YH12852 (PCS12852)	Gut Motility Disease						Process Pharmaceuticals
YH35324	Allergy (CSU, 천식, AD)						GTI Innovation
YH25724	MASH						Boehringer Ingelheim
YH32367	유방암, 위암, 담관암 등						ablbio
YH42946	Her2돌연변이 폐암, 위암 등	5월 / 6월 : 미국 / 한국 IND 승인					JINTS BIO
YH35995	고셔병, 파브리 병	6월 : 한국 IND 승인					GC
YH32364	위암, 대장암, 두경부암 등						ablbio
YHC1102	NASH/Fibrosis						GILEAD

자료: 유한양행, 대신증권 Research Center

그림 2. YH35324 개발 타임라인



자료: 자이아이노베이션, 대신증권 Research Center

그림 3. YH45057 AR Protac 개발 타임라인



자료: 유한양행, 대신증권 Research Center

표 4. 유한양행 기술수출 현황

계약 체결일	계약 상대방	대상 기술	계약 규모	임상 진행 단계
2018.07	스파인바이오파마	퇴행성 관절염	US\$218,150,000	미국 임상 3상
2018.11	안센	EGFR 변이 양성 비소세포폐암	US\$1,255,000,000	국내: 렉라자 출시 글로벌: 임상 3상*
2019.01	길리어드	NASH (비알코올성 지방간염)	US\$785,000,000	전임상
2019.07	베링거인겔하임	NASH (비알코올성 지방간염)	US\$870,000,000	임상 1상
2020.08	프로세사 파마슈티컬	위장관 질환 치료제	US\$410,500,000	임상 2a상

자료: 유한양행, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

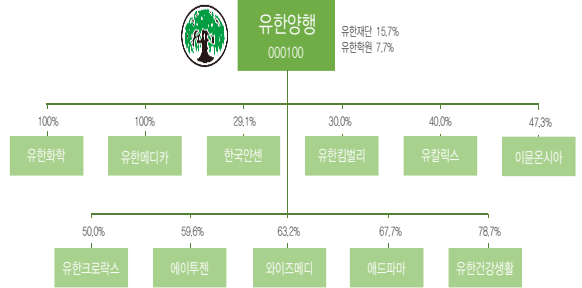
- 1926년 설립, 1962년 KOSPI 상장, 주요 사업부문은 약품사업부문, 생활건강사업부문, 해외사업부문, 설립자 유일한, 대표이제 조옥제
- 연간 1,000억원 이상 R&D 투자 집행, 오픈이노베이션 전략, 바이오핵과 협력을 통해 R&D 모멘텀 강화
- 약품사업부문의 주요 제품으로는 레라자, 안티푸리민, 베콤씨, 듀오엘 코푸시럽 등
- 신약 파이프라인 섬유증질환/비만 7개, 항암제 14개, 신경계 5개, 기타 4개

주가 변동요인

- (+) 실적 개선, 신약개발 임상 진전 및 기술수출 계약 체결
- (-) 실적 악화, 임상 중단 및 실패, R&D 비용 증가로 인한 수익성 악화

자료: 유한양행, 대신증권 Research Center

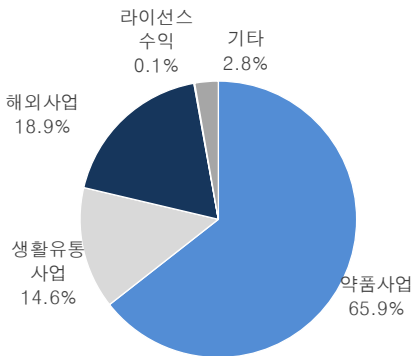
유한양행 지배구조



자료: 대신증권 Research Center

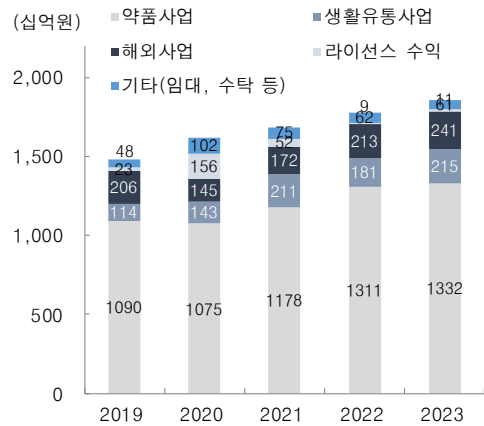
Earnings Driver

2Q24 유한양행 매출 구성



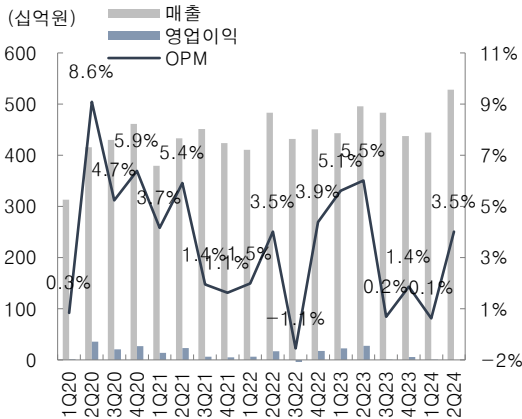
자료: 유한양행, 대신증권 Research Center

사업부별 매출 비중 추이 (연간)



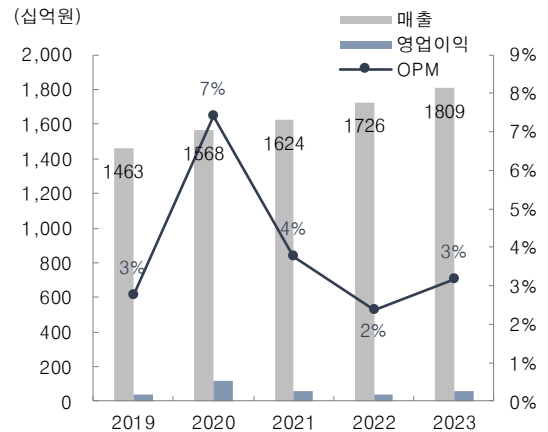
자료: 유한양행, 대신증권 Research Center

분기별 매출, 영업이익, 영업이익률



자료: 유한양행, 대신증권 Research Center

연간 매출, 영업이익, 영업이익률



자료: 유한양행, 대신증권 Research Center

재무제표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,776	1,859	2,142	2,321	2,406
매출원가	1,258	1,293	1,433	1,550	1,629
매출총이익	518	566	709	772	777
판매비와관리비	482	509	602	618	612
영업이익	36	57	106	154	165
영업외수익	20	3.1	5.0	6.6	6.9
EBITDA	79	101	155	203	216
영업외손익	59	78	85	84	92
관계기업손익	57	56	55	53	55
금융수익	17	27	28	30	34
외환평가이익	31	4	3	3	3
금융비용	-17	-16	-16	-18	-16
외환평가손실	14	10	8	8	8
기타	3	11	18	19	19
법인세비용차감전순이익	95	135	191	238	257
법인세비용	-4	-1	-42	-52	-54
계속사업순이익	91	134	170	211	228
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	91	134	170	211	228
당기순이익	5.1	7.2	7.9	9.1	9.5
비재계분순이익	-5	-2	-6	-7	-6
재계분순이익	95	136	176	217	234
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-2	-2	-2	-2
포괄순이익	92	118	154	194	211
비재계분포괄이익	-5	-2	-5	-6	-6
재계분포괄이익	96	120	159	200	217

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	1,169	1,672	2,159	2,672	2,879
PER	46.8	41.1	41.0	33.1	30.7
BPS	24,399	25,201	26,991	29,248	31,713
PBR	2.2	2.7	3.6	3.3	3.1
EBITDAPS	971	1,246	1,903	2,496	2,649
EV/EBITDA	50.9	52.7	51.2	38.8	36.1
SPS	21,819	22,840	26,316	28,520	29,567
PSR	2.5	3.0	3.7	3.4	3.3
CFPS	1,735	1,529	2,531	3,162	3,400
DPS	365	430	430	430	430

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증감률	5.2	4.7	15.2	8.4	3.7
영업이익 증감률	-25.9	57.5	87.1	44.5	7.7
순이익 증감률	-8.6	47.9	26.9	23.8	8.4
수익성					
ROIC	3.5	4.5	5.6	7.6	8.1
ROA	1.5	2.1	3.6	4.9	4.9
ROE	4.9	6.7	8.3	9.5	9.4
안정성					
부채비율	23.2	33.9	34.0	33.1	31.9
순차입금비율	-12.4	-2.5	-1.7	-3.8	-7.2
이자보상비율	10.4	9.0	16.5	20.7	21.2

자료: 유한양행 대산증권 Research Center

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,189	1,256	1,363	1,527	1,702
현금및현금성자산	293	299	294	358	476
매출채권 및 기타채권	509	574	626	681	710
재고자산	275	285	328	356	369
기타유동자산	112	98	115	132	148
비유동자산	1,284	1,558	1,652	1,719	1,787
유형자산	355	523	560	568	573
관계기업투자지분	532	489	565	640	716
기타비유동자산	397	546	527	511	497
자산총계	2,473	2,814	3,016	3,245	3,489
유동부채	434	583	632	667	692
매입채무 및 기타채무	208	287	322	340	349
차입금	64	128	133	138	143
유형상채무	26	4	4	4	5
기타유동부채	136	163	172	184	196
비유동부채	31	129	133	139	152
차입금	1	60	67	76	91
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	30	69	66	63	60
부채총계	465	712	765	806	844
자본부분	1,986	2,051	2,197	2,380	2,581
자본금	74	78	81	81	81
자본잉여금	116	114	114	114	114
이익잉여금	1,902	1,975	2,119	2,304	2,506
기타자본변동	-107	-116	-118	-119	-121
비자본부분	22	51	54	59	64
자본총계	2,008	2,102	2,251	2,439	2,645
순차입금	-249	-53	-39	-94	-191

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	100	144	124	163	213
당기순이익	91	134	170	211	228
비유동장목의기감	51	-10	36	47	49
감가상각비	43	45	49	50	50
외환손익	10	2	-4	-4	-4
지분변환이익	0	0	0	0	0
기타	-2	-56	-9	1	2
자산부채의증감	-110	-8	-42	-45	-13
기타현금흐름	68	28	-40	-50	-51
투자활동 현금흐름	16	-199	-97	-67	-68
투자자산	0	-94	-76	-74	-76
유형자산	-58	-161	-80	-52	-50
기타	73	56	60	59	58
재무활동 현금흐름	-66	63	-8	-8	-2
단기차입금	-5	57	5	5	5
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	-2	58	6	9	15
유상증자	0	0	4	0	0
현금배당	-26	-27	-32	-32	-32
기타	-33	-24	10	10	10
현금의 증감	39	6	-6	64	118
기초 현금	254	293	299	294	358
기말 현금	293	299	294	358	476
NOPLAT	34	57	83	120	131
FCF	-17	-103	52	117	130

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:이희영)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

유한양행(000100) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	2407.31	2407.15	2406.28	2406.10	2405.31	2405.06
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	134,000	134,000	125,000	125,000	125,000	125,000
과다율(평균%)		(27.92)	(39.47)	(41.16)	(42.06)	(42.70)
과다율(최대/최소%)		(27.01)	(22.24)	(34.56)	(34.56)	(38.08)

제시일자	2405.02	2404.02	23.12.02	23.12.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	125,000	125,000	92,000	92,000
과다율(평균%)	(43.01)	(43.03)	(28.09)	
과다율(최대/최소%)	(41.28)	(41.28)	(13.91)	

제시일자	2405.02
투자의견	Buy
목표주가	125,000
과다율(평균%)	(43.01)
과다율(최대/최소%)	(41.28)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20240728)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	95.1%	4.9%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소) : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회) : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상