

유한양행  
(000100)

이희영

heeyoung.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

180,000

유지

현재주가

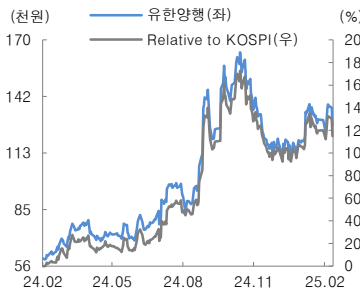
127,200

(25.02.12)

제약업종

KOSPI	2548.39
시가총액	10,336십억원
시가총액비중	0.48%
자본금(보통주)	80십억원
52주 최고/최저	163,700원 / 61,200원
120일 평균거래대금	3,752억원
외국인지분율	19.69%
주요주주	유한재단 외 2 인 15.92% 국민연금공단 7.76%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.1	0.2	45.7	107.8
상대수익률	-6.3	-2.4	49.7	113.7



## 앞을 보고 나아가자

- 4Q24 연결 매출액 4,961억원(13.5% yoy), 영업이익 -190억원(적자전환)
- 신규 파이프라인 도입 및 임상 진입 비용 등 연구개발비(+93%) 증가
- 아쉬운 실적을 뒤로 하고, 3월 MARIPOSA mOS 중간 결과 발표 기대

### 투자의견 매수, 목표주가 180,000원 유지

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 영업가치는 라즈클루즈 출시 3년차인 27년 추정 EBITDA를 25년으로 현가화하고 Target EV/EBITDA 26배 적용하여 14조원으로 산정. 비영업가치는 YH35324 신약가치에 보유지분 가치를 더하여 1.2조원 추정. 총 기업가치는 영업가치에 비영업가치를 더하여 15.3조원으로 산정

### 4Q24 Review: 아쉬움을 뒤로 하고, 앞으로 나아가자

4Q24 연결 매출액 4,961억원(13.5% yoy), 영업이익 -190억원(적자전환)로 컨센서스 하회하는 아쉬운 실적 기록. 매출은 약품사업부 3,514억원(+6.1% yoy), 해외 사업부 651억원(+98.4% yoy) 매출 확대로 성장. 영업이익은 연구개발비 626억원(+121.1% yoy) 증가로 적자전환. 연구개발비 증가 요인은 임상 진행 비용 200억원, 기술도입비 26억원, 자회사 이문온시아 자산 인수 비용 118억원 등

24년 연간 매출 2조 678원(+11.2% yoy), 영업이익 477억원(-16.0% yoy), OPM 2.3% 기록. 국내 제약사 최초로 매출 2조원 돌파하였으나, 연구개발비(2,320억원, +93.4% yoy) 증가로 영업이익은 전년 대비 역성장. 연구개발비에는 렉라자 개발비 상각 100억원, 신규 파이프라인 도입비 204억원, 임상 진입 비용 207억원, 렉라자 원개발사 수수료 319억 등이 포함됨. 다만 25년에는 R&D 분야의 선택과 집중, 렉라자 마일스톤 수령 및 고마진의 해외사업부 매출 증가에 따른 큰 폭의 이익 개선이 기대됨

### 25년 다수의 R&D 모멘텀 보유, 실적 개선은 이제부터 시작

24년 실적은 다소 부진했으나, 이는 렉라자 후속 파이프라인 개발을 위한 투자로 간주. 25년에는 R&D 파이프라인 선택과 집중으로 비용 통제 예상. 당사는 올해 다수의 R&D 모멘텀을 보유하고 있으며, 출시 국가 확대 및 러닝 로열티 수령에 따라 본격적인 이익 개선이 기대됨

- 1) 라즈클루즈 출시 국가 확대(일본, 중국 등) 및 마일스톤 수령, 2) 3/26-29일 유럽폐암학회 MARIPOSA mOS 중간 결과 발표, 3) PALOMA-3(렉라자+아미반타맵 SC) FDA 승인, 4) 후속 파이프라인 기술 이전(알라지 치료제, 면역항암제 등), 5) 유한화학 API 추가 수주 계약

(단위: 십억원 %)

구분	4Q23	3Q24	4Q24		4Q24			1Q25		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	437	599	537	496	13.5	-17.1	499	519	16.7	4.6
영업이익	6	48	23	-19	적전	적전	22	14	2,319.2	흑전
순이익	86	37	44	-33	적전	적전	20	30	133.0	흑전

자료: 유한양행 FnGuide, 대신증권 Research Center

표 1. 유한양행 목표주가 산출 (단위: 억원)

	가치	비고
유한양행 영업가치 (A)	122,746	
27년 EBITDA	4,721	라즈클루제 출시 3년차 EBITDA 적용
Target EV/EBITDA	26	국내 상위 제약사 평균 Fwd 12 EV/EBITDA 대비 20% 프리미엄
비영업가치 (B)	12,565	
YH35324 가치	4,620	
보유 지분가치	7,945	장부가액 기준
유한킴벌리 (30%)	2,056	
유한화학 (100%)	2,434	
기타	3,455	
순차입금(C)	-396	
총 기업가치 (A+B-C)	135,706	
발행주식수 (천주)	73,794	
적정주가 (원)	183,899	
목표주가 (원)	180,000	
현재주가 (원)	127,200	25.02.12
상승여력	42%	

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 유한양행 연결 분기 및 연간 실적 전망 (단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2023	2024	2025E
매출액	443.1	495.7	483.1	437.2	444.6	528.3	598.8	496.1	1859.0	2067.8	2312.5
yoy (%)	7.8%	2.6%	11.9%	-3.0%	0.3%	6.6%	24.0%	13.5%	4.7%	11.2%	11.8%
약품사업	309.4	345.4	346.2	331.3	309.5	339.1	347.8	351.4	1,332.3	1,347.8	1,449.3
yoy (%)	8.5%	3.1%	2.1%	-5.9%	0.0%	-1.8%	0.5%	6.1%	1.6%	1.2%	7.5%
생활유통사업	35.8	60.4	59.5	59.5	44.5	75.2	67.4	53.5	215.3	240.6	259.2
yoy (%)	-23.4%	1.5%	71.3%	47.9%	24.2%	24.5%	13.3%	-10.1%	18.8%	11.8%	7.7%
해외사업	76.6	73.1	58.6	32.8	74.1	97.2	70.1	65.1	241.2	306.5	381.4
yoy (%)	25.1%	12.0%	33.5%	-22.5%	-3.3%	32.9%	19.6%	98.4%	13.3%	27.1%	24.4%
기술료수익	7.2	1.4	0.5	2.2	2.6	0.6	98.2	4.0	11.3	105.3	88.5
yoy (%)	393.0%	-73.3%	-83.9%	-323.7%	-64.3%	-59.0%	19497.4%	79.9%	28.7%	835.5%	-15.9%
기타	14.0	15.4	18.3	11.3	13.9	16.3	15.3	22.1	59.0	67.6	69.6
yoy (%)	-13.1%	-14.6%	71.0%	-33.2%	-0.5%	5.2%	-16.5%	95.9%	-4.5%	14.5%	3.0%
매출총이익	135.6	152.8	144.5	133.0	134.5	167.4	240.8	146.7	565.9	689.4	803.4
GPM(%)	30.6%	30.8%	29.9%	30.4%	30.3%	31.7%	40.2%	29.6%	30.4%	33.3%	34.7%
yoy (%)	17.0%	5.1%	19.7%	-2.3%	-0.8%	9.5%	66.7%	10.3%	9.2%	21.8%	16.5%
영업이익	22.6	27.3	0.9	6.0	0.6	18.5	47.6	-19.0	56.8	47.7	128.0
OPM(%)	5.1%	5.5%	0.2%	1.4%	0.1%	3.5%	7.9%	-3.8%	3.1%	2.3%	5.5%
yoy (%)	271.0%	61.2%	-119.4%	-66.1%	-97.4%	-32.1%	5306.8%	적자전환	57.5%	-16.0%	168.4%

자료: 대신증권 Research Center

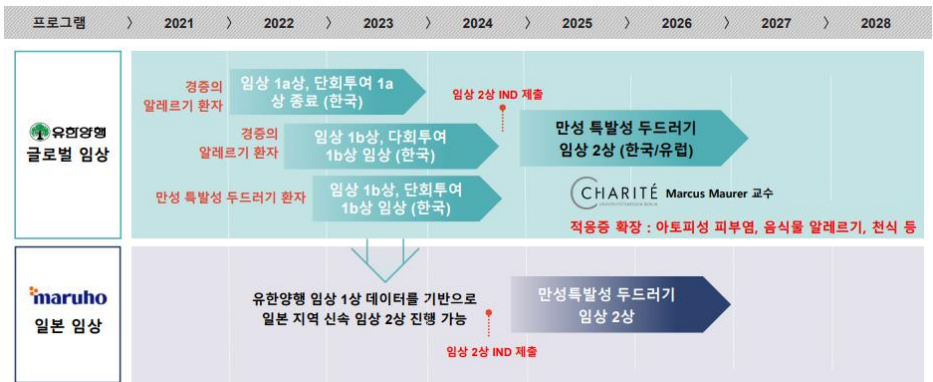
그림 1. 유한양행 주요 파이프라인 현황

약물	타겟	적응증	후보물질	비임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	Licensor	Licensee
YH14618 (Remedisc)	TGF-β	퇴행성 디스크						Ensolbio	SpinePharma
YH12852 (PCS12852)	5-HT receptor	위마비증							Pharma Pharmaceuticals
BI3006337	GLP-1/FGF21	MASH							Boehringer Ingelheim
YH35324	IgE	Allergy (CSU, 천식, AD)						GIT innovation	
YH32367	HER2/4-1BB	유방암, 위암, 담관암 등						ablbio	
YH42946	Her2, EGFR	Her2돌연변이 폐암, 위암 등						JINTS BIO	
YH35995	GCS	고서병, 파브리병						GC	
YH32364	EGFR/4-1BB	두경부암, 위암, 대장암 등	IND '25/1					ablbio	
YH45057	Androgen receptor	전립선암						Uba Therapeutics	
YH44529	SOS1	고형암						cure	corion

\* Black 합성신약, Blue 바이오신약

자료: 유한양행 대산증권 Research Center

그림 1. YH35324 개발 타임라인



자료: 자이아노베이션 대산증권 Research Center

표 3. 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: 엑라자 출시 글로벌: 임상 3상 <sup>1)</sup>
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 대산증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

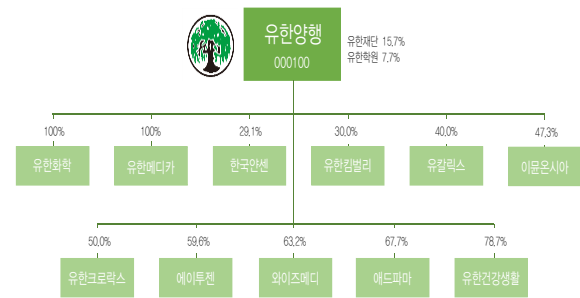
- 1926년 설립, 1962년 KOSPI 상장, 주요 사업부문은 약품사업부문, 생활건강사업부문, 해외사업부문, 설립자 유일한, 대표이제 조옥제
- 연간 1,000억원 이상 R&D 투자 집행, 오픈이노베이션 전략, 바이오핵과 협력을 통해 R&D 모멘텀 강화
- 약품사업부문의 주요 제품으로는 렉라자, 안타푸라민, 베로씨, 듀오엘 코푸시럽 등
- 신약 파이프라인 섬유증질환/비만 7개, 항암제 14개, 신경계 5개, 기타 4개

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 대산증권 Research Center

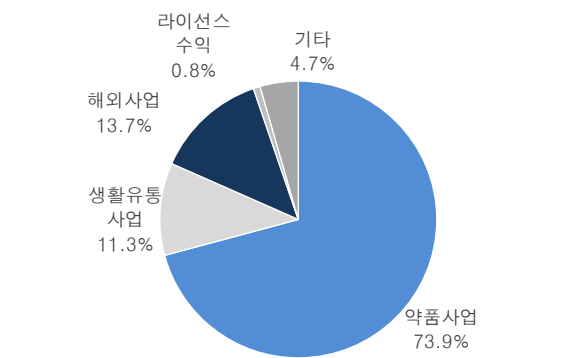
유한양행 지배구조



자료: 대산증권 Research Center

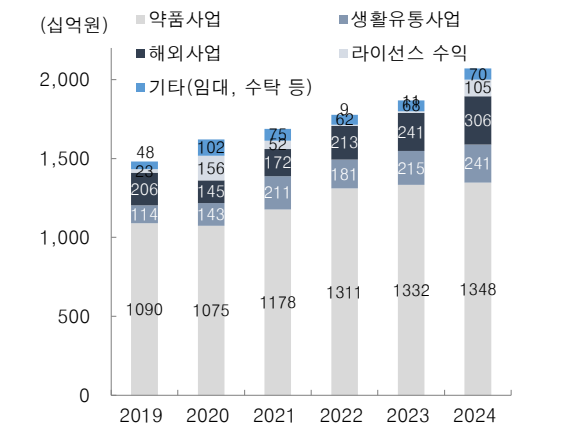
Earnings Driver

2024년 유한양행 매출 구성



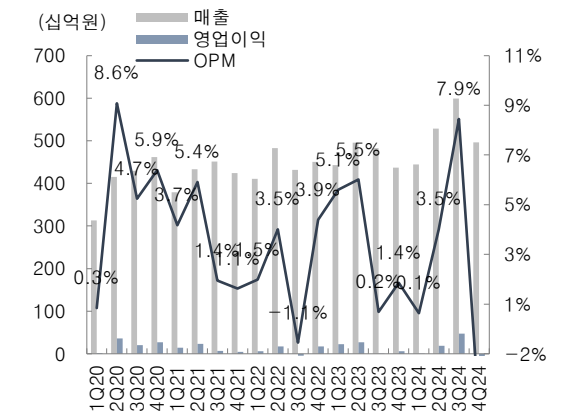
자료: 유한양행 대산증권 Research Center

사업부별 매출 비중 추이 (연간)



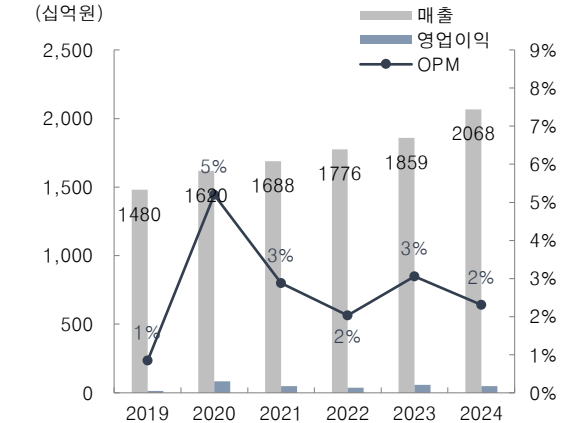
자료: 유한양행 대산증권 Research Center

분기별 매출, 영업이익, 영업이익률



자료: 유한양행 대산증권 Research Center

연간 매출, 영업이익, 영업이익률



자료: 유한양행 대산증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,776	1,859	2,068	2,272	2,570
매출원가	1,258	1,293	1,378	1,509	1,555
매출총이익	518	566	689	763	1,015
판매비와관리비	482	509	642	637	709
영업이익	36	57	48	125	306
영업외수익	20	3.1	2.3	5.5	11.9
EBITDA	79	101	96	175	356
영업외손익	59	78	6	84	92
관계기업손익	57	56	47	53	55
금융수익	17	27	24	30	34
외환보통이익	31	4	3	3	3
금융비용	-17	-16	-19	-18	-16
외환보통손실	14	10	8	8	8
기타	3	11	-45	19	19
법인세비용차감전순이익	95	135	54	210	397
법인세비용	-4	-1	-6	-46	-83
계속사업순이익	91	134	48	189	339
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	91	134	48	189	339
당기순이익	5.1	7.2	2.3	8.3	13.2
비자비자분순이익	-5	-2	-2	-6	-9
자비자분순이익	95	136	49	195	348
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-2	-2	-2	-2
포괄순이익	92	118	31	172	322
비자비자분포괄이익	-5	-2	-1	-6	-9
자비자분포괄이익	96	120	32	178	331

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	1,169	1,672	607	2,394	4,277
PER	46.8	41.1	196.9	56.8	31.8
BPS	24,399	25,201	25,439	27,418	31,281
PBR	2.2	2.7	5.0	4.6	4.1
EBITDAPS	971	1,246	1,184	2,151	4,372
EV/EBITDA	50.9	52.7	108.4	59.6	28.9
SPS	21,819	22,840	25,406	27,916	31,575
PSR	2.5	3.0	5.0	4.6	4.0
CFPS	1,735	1,529	586	2,817	5,123
DPS	365	430	430	430	430

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증감률	5.2	4.7	11.2	9.9	13.1
영업이익 증감률	-25.9	57.5	-16.0	163.1	143.6
순이익 증감률	-8.6	47.9	-64.3	294.7	79.7
수익성					
ROIC	3.5	4.5	2.9	6.3	14.7
ROA	1.5	2.1	1.7	4.2	9.3
ROE	4.9	6.7	2.4	9.1	14.6
안정성					
부채비율	23.2	33.9	35.7	35.0	33.0
순차입금비율	-12.4	-2.5	2.7	1.5	-4.2
이자보상비율	10.4	9.0	7.4	16.9	39.1

자료: 유한양행 대손증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,189	1,256	1,235	1,377	1,690
현금및현금성자산	293	299	197	230	393
매출채권 및 기타채권	509	574	605	667	756
재고자산	275	285	317	348	394
기타유동자산	112	98	115	132	148
비유동자산	1,284	1,558	1,644	1,711	1,779
유형자산	355	523	560	568	573
관계기업투자지급	532	489	557	632	708
기타비유동자산	397	546	527	511	497
자산총계	2,473	2,814	2,879	3,088	3,469
유동부채	434	583	625	662	709
매입채무 및 기타채무	208	287	315	335	365
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	757	801	860
자비자분	1,986	2,051	2,070	2,232	2,546
자본금	74	78	81	81	81
자본잉여금	116	114	114	114	114
이익잉여금	1,902	1,975	1,993	2,155	2,471
기타자비자분	-107	-116	-118	-119	-121
비자비자분	22	51	51	55	63
자본총계	2,008	2,102	2,122	2,287	2,609
순차입금	-249	-53	57	34	-108

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	100	144	27	133	252
당기순이익	91	134	48	189	339
비유동항목의 기감	51	-10	0	41	78
감가상각비	43	45	49	50	50
외환손익	10	2	-4	-4	-4
자본법정이익	0	0	0	0	0
기타	-2	-56	-45	-5	32
자산부채의 증감	-110	-8	-17	-53	-85
기타현금흐름	68	28	-4	-44	-81
투자활동 현금흐름	16	-199	-88	-67	-68
투자자산	0	-94	-68	-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	-102	33	163
기초 현금	254	293	299	197	230
기말 현금	293	299	197	230	393
NOPLAT	34	57	42	98	241
FCF	-17	-103	11	95	241

[Compliance Notice]

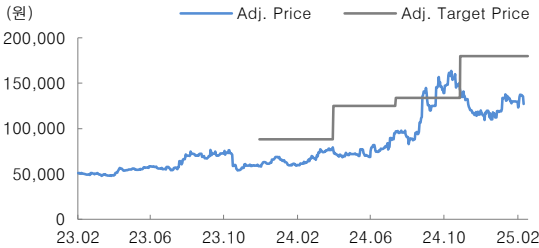
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	25.02.14	24.11.16	24.10.30	24.08.21	24.08.02	24.07.31
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	180,000	180,000	180,000	134,000	134,000	134,000
과다율(평균%)		(30.93)	(27.05)	(8.54)	(30.64)	(28.31)
과다율(최대/최소%)		(21.78)	(21.78)	22.16	(27.01)	(27.01)
제시일자	24.07.15	24.06.28	24.06.10	24.05.31	24.05.06	24.05.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	134,000	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000
과다율(평균%)	(27.92)	(39.72)	(41.26)	(42.17)	(42.64)	(43.01)
과다율(최대/최소%)	(27.01)	(24.08)	(34.56)	(34.56)	(38.08)	(41.28)
제시일자	24.04.02	23.12.02	23.12.01			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표주가	125,000	88,100	88,100			
과다율(평균%)	(43.07)	(24.86)				
과다율(최대/최소%)	(41.28)	(10.05)				
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250210)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.7%	7.3%	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