

유한양행 (000100)

1Q25P Review: 경영효율화, 아직은 미미

투자의견

BUY(유지)

목표주가

220,000 원(유지)

현재주가

109,800 원(05/08)

시가총액

8,807 (십억원)

바이오/제약 권해순_02)368-6181_hskwon@eugenefn.com

- 1분기 연결기준 매출액 4,916억원, 영업이익 64억원으로 당사(매출액 5,374억원, 영업이익 136억원) 및 컨센서스(매출액 5,158억원, 영업이익 213억원)를 하회함
- 당사가 고수익 사업부인 해외 사업부 성장률을 40%로 예상하면서(실제 성장률 18%) 매출 성장률 및 수익성 개선 폭을 높게 추정한 것에서 차이가 있었음. 또한 국내 사업의 수익성 개선을 예상했으나 1분기에도 국내 사업의 수익성 개선은 미미했던 것으로 추정됨. 라즈클루즈® 글로벌 판매 및 관련 로열티 수입은 당사 예상 수준임
- 하반기에는 라즈클루즈® 일본 및 유럽 출시 마일스톤과 판매 로열티 수입이 두드러지게 반영될 전망
- J&J이 1분기 실적 발표(4월 15일)에서 2027년 및 2028년 병용요법 목표 매출액이 현재 시장 컨센서스보다 2배 이상 높을 것으로 예상한다고 밝혔지만 여전히 시장은 보수적인 시각을 유지하고 있음. 이는 타그리소의 시장 지배력, 아스트라제네카가 타그리소와 타기전 약물들의 병용요법 임상을 적극적으로 추진하며 관련 시장에서 입지를 유지하려는 전략을 볼 때, 리브리반트/라즈클루즈 병용 요법의 시장 점유율 상승 추세 및 peak 시장 점유율에 대해서 불확실성이 높다고 판단하기 때문
- 당사는 리브리반트SC의 상업화, NCCN(미국 종합 암네트워크) 가이드라인에서 mEGFR 비소세포폐암 1차 치료제 'Preferred Therapy'로 격상되며 점진적으로 시장 입지가 상승, 높은 매출 성장을 보일 것으로 예상함
- 투자 리스크:** 효율적인 투자 집행 등 경영 효율화가 요구되나 여전히 그 성과가 확인되지 않고 있다는 점이 부정적. 2025년은 신약 개발 성과가 실적으로 입증되어 투자자들의 신뢰 회복이 필요한 시기라고 판단함

주가(원, 05/08) 109,800
시가총액(십억원) 8,807

발행주식수 80,209천주
52주 최고가 166,900원
최저가 68,400원
52주 일간 Beta 1.18
60일 일평균거래대금 952억원
외국인 지분율 18.2%
배당수익률(2025E) 0.5%

주주구성
유한재단 (외 4인) 23.3%
국민연금공단 (외 1인) 7.8%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-5.9	-17.8	57.5
절대기준	4.6	-17.1	51.4

(원, 십억원)	현재	현재	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	220,000	220,000	-
영업이익(25)	138	138	-
영업이익(26)	275	275	-

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	1,859	2,068	2,427	2,773
영업이익	57	55	138	275
세전순익	135	61	146	284
당기순이익	134	55	131	256
EPS(원)	1,698	881	1,639	3,190
증감률(%)	43.1	-48.1	85.9	94.6
PER(배)	40.5	135.6	67.0	34.4
ROE(%)	6.7	3.4	6.1	11.1
PBR(배)	2.6	4.6	4.1	3.7
EV/EBITDA(배)	52.3	82.4	35.0	22.4

자료: 유진투자증권

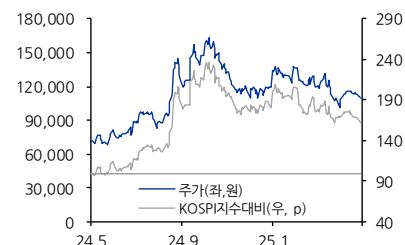


도표 1. 유한양행 1Q25 실적 Review 및 2Q25 실적 전망(연결 기준)

(단위: 십억원, (%, %p))	1Q25P					2Q25E			2024	2025E		2026E	
	실적발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	yoy	qoq		당사 예상치	yoy	당사 예상치	yoy
매출액	491.6	537.4	(8.5)	515.8	(4.7)	654	23.8	33.1	2,068	2,427	17.4	2,773	14.2
영업이익	6.4	13.6	(53.0)	21.3	(69.9)	64	245.5	897.6	55	138	151.4	275	99.1
지배순이익	10.0	24.4	(58.9)	29.7	(66.2)	72	125.7	623.0	71	131	85.9	256	94.6
영업이익률	1.3	2.5	(1.2)	4.1	(2.8)	9.8	6.3	8.5	2.7	5.7	3.0	9.9	4.2
지배순이익률	2.0	4.5	(2.5)	5.7	(3.7)	11.1	5.0	9.0	3.4	5.4	2.0	9.2	3.8

자료: 유한양행, 유진투자증권, FnGuide

도표 2. J&J는 병용요법(리브리반트/라즈클루즈) 2027년 및 2028년 예상 매출액을 시장 예상치의 2배 이상으로 기대함

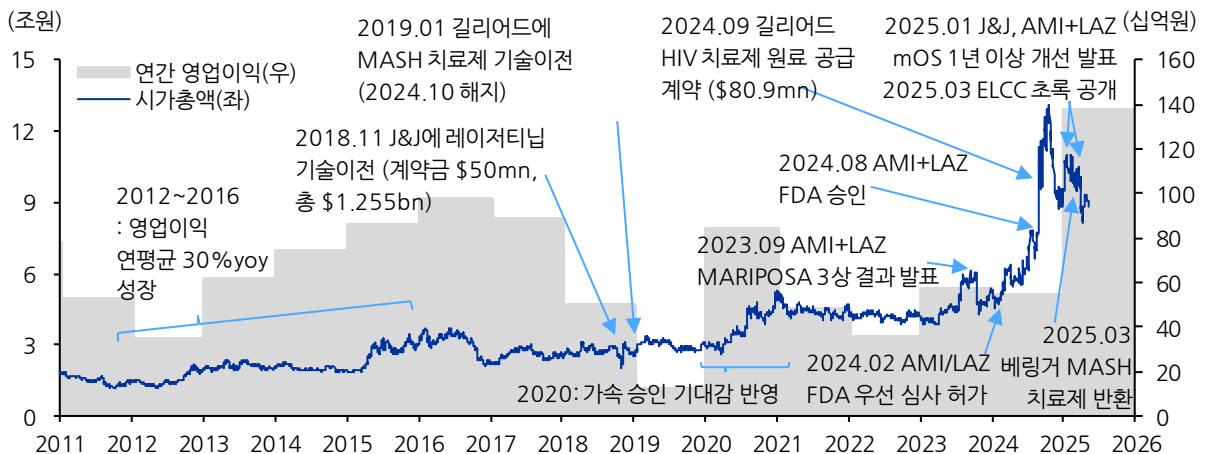
2027 / 2028 At-A-Glance

Potential sales of select Innovative Medicine assets vs. current market estimates¹

In-market brands	Current 2027 / 2028 market estimates for specific product sales ^{1,2}	Our internal forecast vs. current 2027 / 2028 market estimates ^{1,2}
	~\$1.8B / ~\$2.3B	2x higher

자료: Quantivise, 유한양행, 유진투자증권
 주: 2025E 영업이익은 당사 추정치

도표 3. 유한양행 시가총액 및 이벤트 차트



자료: Quantivise, 유한양행, 유진투자증권
 주: 2025E 영업이익은 당사 추정치

유한양행(000100.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	2,812	2,942	3,038	3,216	3,557
유동자산	1,256	1,360	1,496	1,738	2,130
현금성자산	312	320	435	685	1,064
매출채권	574	626	632	642	632
재고자산	285	343	359	340	361
비유동자산	1,556	1,582	1,542	1,478	1,428
투자자산	736	699	700	702	703
유형자산	528	598	563	503	457
기타	291	285	279	273	268
부채총계	712	791	793	756	720
유동부채	583	619	620	582	544
매입채무	287	300	299	310	370
유동성이자부채	169	187	187	137	37
기타	126	133	134	135	137
비유동부채	128	172	174	175	176
비유동이자부채	100	140	140	140	140
기타	29	33	34	35	37
자본총계	2,101	2,151	2,245	2,460	2,837
지배지분	2,051	2,101	2,194	2,410	2,787
자본금	78	81	81	81	81
자본잉여금	114	123	123	123	123
이익잉여금	1,976	2,010	2,104	2,319	2,697
기타	(116)	(113)	(113)	(113)	(113)
비지배지분	49	50	50	50	50
자본총계	2,101	2,151	2,245	2,460	2,837
총차입금	269	326	326	276	176
순차입금	(43)	6	(109)	(409)	(888)

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	144	55	154	307	490
당기순이익	134	55	131	256	422
자산상각비	44	63	114	105	96
기타비현금성손익	(293)	(142)	(226)	(237)	(248)
운전자본증감	(8)	(124)	(21)	20	49
매출채권감소(증가)	(63)	(48)	(5)	(10)	9
재고자산감소(증가)	(5)	(59)	(16)	19	(22)
매입채무증가(감소)	45	(4)	(1)	10	61
기타	16	(13)	1	1	1
투자현금	(199)	(117)	(3)	34	32
단기투자자산감소	41	9	(1)	(1)	(1)
장기투자증권감소	(94)	11	71	74	78
설비투자	161	117	61	28	33
유형자산처분	0	4	0	0	0
무형자산처분	(42)	(17)	(12)	(12)	(12)
재무현금	63	66	(37)	(91)	(145)
차입금증가	86	88	0	(50)	(100)
자본증가	(35)	(35)	(37)	(41)	(45)
배당금지급	27	32	37	41	45
현금 증감	6	7	114	250	378
기초현금	293	299	306	420	670
기말현금	299	306	420	670	1,048
Gross Cash flow	124	156	175	287	441
Gross Investment	248	251	23	(54)	(82)
Free Cash Flow	(124)	(94)	152	341	523

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,859	2,068	2,427	2,773	3,262
증가율(%)	4.7	11.2	17.4	14.2	17.7
매출원가	1,293	1,378	1,604	1,780	2,039
매출총이익	566	689	823	992	1,224
판매 및 일반관리비	509	635	685	718	764
기타영업손익	6	25	8	5	6
영업이익	57	55	138	275	459
증가율(%)	58.3	(3.8)	151.4	99.1	67.2
EBITDA	101	118	252	380	556
증가율(%)	28.3	16.2	113.6	50.8	46.3
영업외손익	78	7	8	10	10
이자수익	14	9	9	9	9
이자비용	6	15	15	4	4
지분법손익	81	35	72	75	79
기타영업손익	(11)	(23)	(58)	(70)	(74)
세전순이익	135	61	146	284	469
증가율(%)	42.0	(54.4)	137.7	94.6	65.1
법인세비용	1	6	15	28	47
당기순이익	134	55	131	256	422
증가율(%)	48.2	(58.9)	138.3	94.6	65.1
지배주주지분	136	71	131	256	422
증가율(%)	43.1	(48.1)	85.9	94.6	65.1
비지배지분	(2)	(16)	0	0	0
EPS(원)	1,698	881	1,639	3,190	5,266
증가율(%)	43.1	(48.1)	85.9	94.6	65.1
수정EPS(원)	1,698	881	1,631	3,181	5,257
증가율(%)	43.1	(48.1)	85.1	95.0	65.2

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	1,698	881	1,639	3,190	5,266
BPS	26,359	25,808	26,963	29,606	34,245
DPS	430	500	500	550	600
밸류에이션(배, %)					
PER	40.5	135.6	67.0	34.4	20.9
PBR	2.6	4.6	4.1	3.7	3.2
EV/ EBITDA	52.3	82.4	35.0	22.4	14.5
배당수익율	0.6	0.4	0.5	0.5	0.5
PCR	45.0	62.2	51.1	31.1	20.3
수익성(%)					
영업이익율	3.1	2.7	5.7	9.9	14.1
EBITDA이익율	5.5	5.7	10.4	13.7	17.0
순이익율	7.2	2.7	5.4	9.2	12.9
ROE	6.7	3.4	6.1	11.1	16.3
ROIC	4.3	3.2	7.6	15.7	28.0
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	(2.0)	0.3	(4.8)	(16.6)	(31.3)
유동비율	215.4	219.7	241.4	298.9	391.7
이자보상배율	9.1	3.7	9.4	68.7	114.8
활동성 (회)					
총자산회전율	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0
매출채권회전율	3.4	3.4	3.9	4.4	5.1
재고자산회전율	6.6	6.6	6.9	7.9	9.3
매입채무회전율	7.5	7.0	8.1	9.1	9.6

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.03.31 기준)

