

유한양행 (000100)

이희영

heeyoung.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

180,000

상향

현재주가

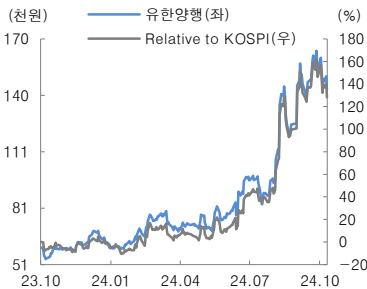
143,200

(24.10.29)

제약업종

KOSPI	2617.8
시가총액	11,646십억원
시가총액비중	0.54%
자본금(보통주)	80십억원
52주 최고/최저	163,700원 / 54,362원
120일 평균거래대금	3,113억원
외국인지분율	20.44%
주요주주	유한재단 외 2 인 15.92% 국민연금공단 7.76%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.0	48.7	96.4	163.4
상대수익률	-0.8	57.1	101.7	131.7



Results Comment

라즈클루제 미국 출시 마일스톤 수령

- 3Q24 연결 매출 5,988억원(+24% yoy), 영업이익 476억원(+5388% yoy)
- 3Q24 Review: 마일스톤 수령으로 서프라이즈 실적 기록
- 추후 출시 국가 확대, 리브리반트SC 병용요법 승인, Final OS 발표 주목

투자의견 매수, 목표주가 180,000원 상향

유한양행 목표주가는 다음과 같은 이유로 상향. 1) 기존에 라즈클루제 가치를 신약 가치로 부여했으나, 실적 가시성 확보됨에 따라 예상 수익을 미래 영업이익에 반영. 2) 최근 Peer 그룹 주가 상승에 따른 멀티플 상승

추가 모멘텀으로는 1) 출시 국가 확대, 2) 리브리반트SC 병용요법 승인, 3) Final OS 결과 발표가 있으며, 결과에 따라 기업가치 변동 가능

목표주가는 SOTP 방식으로 산출. 영업가치는 라즈클루제 출시 3년차인 27년 추정 EBITDA를 25년으로 현가화하고 Target EV/EBITDA 멀티플 26배 적용하여 12.2조원으로 산정. 비영업가치는 YH35324 신약가치에 보유지분 가치를 더하여 1.3조원 추정. 총 기업가치는 영업가치에 비영업가치를 더하여 13.6조원으로 산정

3Q24 Review: 마일스톤 수령으로 서프라이즈 실적 기록

3Q24 연결 매출액 5,988억원(+24.0% yoy), 영업이익 476억원(+5388.2% yoy), 영업이익률 7.9%로 컨센서스 대비 서프라이즈 기록하였으나, 당사 추정치 소폭 하회. 이는 미국 출시 마일스톤 유입 시기 관련 컨센서스가 상이했던 요인이 가장 큰 것으로 파악됨

약품사업부 매출 3,478억원(+0.5% yoy)로 비처방 부문은 성장하였으나 임비숨과 같은 일부 종합병원 원내품목 실적 하락으로 처방 사업이 부진하여 전년과 유사한 실적 기록. 생활유통사업부 매출 674억원(+13.3% yoy)로 수익성 높은 채널에 집중하여 성장 지속. 해외사업부 매출 701억원(+19.6% yoy) 의약품 API 수출 증가로 호실적 기록. 기술로 수익은 에드파마, 유한클로락스 및 라즈클루제 미국 출시 마일스톤 \$60mn(약 804억원)을 포함하여 982억원(+194041.8% yoy) 수령

다만 라즈클루제 개발비 상각비용 25억원, 외부 기술도입 90억원, 라즈클루제 원개발사 수익배분 350억원 추가됨에 따라 연구개발비 851억원(+148% yoy)로 대폭 증가하여, 영업이익은 당사 추정치 대비 부진. 24년 연간 매출 및 영업이익은 3개 분기 실적 반영하여, 직전 추정 대비 하향 조정함. 4분기 라즈클루제 유럽 출시 마일스톤 및 러닝 로열티 수령 여부에 따라 추가 상향 가능성 유요

(단위: 십억원 %)

구분	3Q23	2Q24	3Q24					4Q24		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	483	528	632	599	24.0	13.3	548	488	11.7	-18.4
영업이익	1	19	64	48	5388.2	156.6	32	21	244.2	-56.9
순이익	20	32	81	36	86.9	11.4	47	42	-50.5	17.3

자료: 유한양행 FnGuide, 대신증권 Research Center

표 1. 유한양행 목표주가 산출 (단위: 억원)

	가치	비고
유한양행 영업가치 (A)	122,746	
27 년 EBITDA	4,721	라즈클루제 출시 3 년차 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 자본가치	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)	143,200	
상승여력	26%	

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	11,823	59.0	51.5	4.8	4.4	53.5	45.4	5.4	5.0
한미약품	4,234	22.2	20.1	3.3	2.8	11.4	10.1	2.5	2.3
녹십자	1,900	44.2	27.4	1.4	1.3	16.3	14.1	1.0	1.0
종근당	1,374	14.1	13.6	1.4	1.3	7.0	6.4	0.8	0.8
HK 이노엔	1,316	16.1	13.3	1.0	1.0	10.5	9.0	1.3	1.2

자료: Quantilise, 대신증권 Research Center

표 3. 유한양행 연결 분기 및 연간 실적 전망 (단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	443.1	495.7	483.1	437.2	444.6	528.3	598.8	488.5	1859.0	2060.2	2255.6
yoy (%)	7.8%	2.6%	11.9%	-3.0%	0.3%	6.6%	24.0%	11.7%	4.7%	10.8%	9.5%
약품사업	309.4	345.4	346.2	331.3	309.5	339.1	347.8	348.3	1,332.3	1,344.8	1,432.9
yoy (%)	8.5%	3.1%	2.1%	-5.9%	0.0%	-1.8%	0.5%	5.1%	1.6%	0.9%	6.6%
생활유통사업	35.8	60.4	59.5	59.5	44.5	75.2	67.4	67.7	215.3	254.8	284.2
yoy (%)	-23.4%	1.5%	71.3%	47.9%	24.2%	24.5%	13.3%	13.7%	18.8%	18.4%	11.5%
해외사업	76.6	73.1	58.6	32.8	74.1	97.2	70.1	49.8	241.2	291.2	365.5
yoy (%)	25.1%	12.0%	33.5%	-22.5%	-3.3%	32.9%	19.6%	51.7%	13.3%	20.7%	25.5%
기술료수익	7.2	1.4	0.5	2.2	2.6	0.6	98.2	1.0	11.3	102.3	82.8
yoy (%)	393.0%	-73.3%	-83.9%	-323.7%	-64.3%	-59.0%	19497.4%	-54.7%	28.7%	809.1%	-19.1%
기타	14.0	15.4	18.3	11.3	13.9	16.3	15.3	11.9	59.0	57.3	59.1
yoy (%)	-13.1%	-14.6%	71.0%	-33.2%	-0.5%	5.2%	-16.5%	5.2%	-4.5%	-2.8%	3.0%
매출총이익	135.6	152.8	144.5	133.0	134.5	167.4	240.8	149.3	565.9	692.0	760.8
GPM(%)	30.6%	30.8%	29.9%	30.4%	30.3%	31.7%	40.2%	30.6%	30.4%	33.6%	33.7%
yoy (%)	17.0%	5.1%	19.7%	-2.3%	-0.8%	9.5%	66.7%	12.3%	9.2%	22.3%	9.9%
영업이익	22.6	27.3	0.9	6.0	0.6	18.5	47.6	20.5	56.8	87.2	138.0
OPM(%)	5.1%	5.5%	0.2%	1.4%	0.1%	3.5%	7.9%	4.2%	3.1%	4.2%	6.1%
yoy (%)	271.0%	61.2%	-119.4%	-66.1%	-97.4%	-32.1%	5388.2%	244.2%	57.5%	53.6%	58.3%

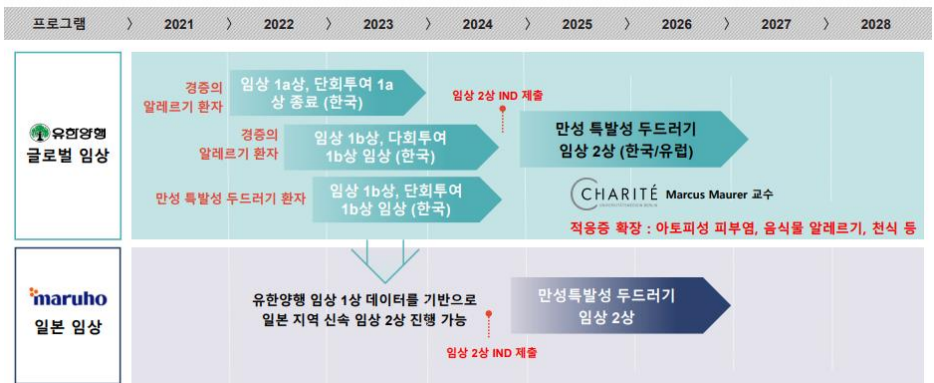
자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 유한양행 주요 파이프라인 현황

약물	적응증	후보물질	비임상 특성	임상 1상	임상 2상	임상 3상	파트너사
렉라자 [®] LAZERTINIB	EGFR돌연변이 비소세포폐암	단독요법 (유한) 글로벌 3상 (2023.6.30 1차치료제 식약처 허가) Amivantamab 병용요법 (안센) 글로벌 3상 (MARIPOSA, MARIPOSA2)					Johnson & Johnson Innovative Medicine
YH14618 (Remedisc)	퇴행성 디스크						SpineBiopharma
YH12852 (PCS12852)	Gut Motility Disease						Process Pharmaceuticals
YH25724	NASH						Boehringer Ingelheim
YH35324	Allergy (CSU, 천식, AD)						G1Innovation
YH32367	면역항암						ablbio
YH42946	Her2돌연변이 폐암, 위암 등						JINTS BIO
YH35995A	고셔병, 파브리병						GC
YH32364	위암, 대장암, 두경부암 등						ablbio
YHC1102	NASH/Fibrosis						GILEAD

자료: 유한양행 대산증권 Research Center

그림 1. YH35324 개발 타임라인



자료: 자이이노베이션 대산증권 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 ¹⁾
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

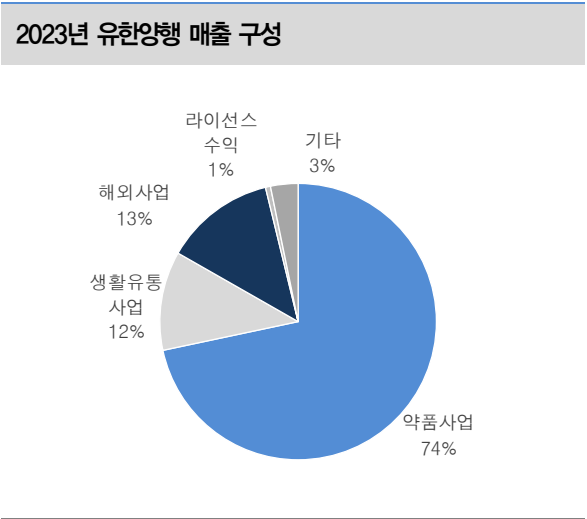
- 1926년 설립, 1962년 KOSPI 상장, 주요 사업부문은 의약품사업부, 생활건강사업부, 해외사업부, 설립자 유일한, 대표이제 조옥제
- 연간 1,000억원 이상 R&D 투자 집행, 오피노베이션 전략, 바이오핵과 협력을 통해 R&D 모멘텀 강화
- 의약품사업부의 주요 제품으로는 렉타자, 안타푸라민, 베로씨, 듀오엘 코푸시럽 등
- 신약 파이프라인 섬유증질환/비만 7개, 항암제 14개, 신경계 5개, 기타 4개

주가 변동요인

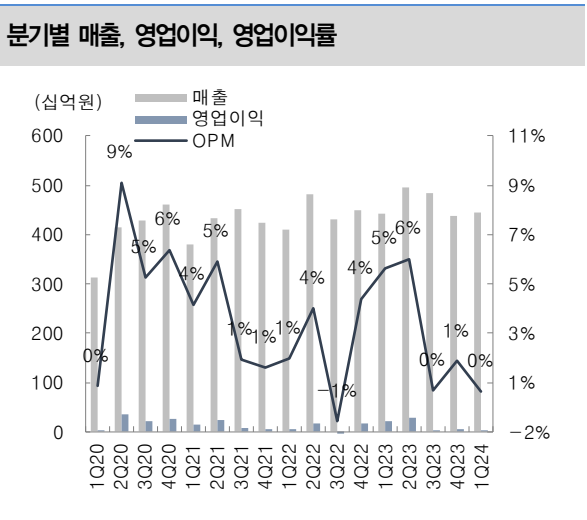
- (+) 실적 개선, 신약개발 임상 진전 및 기술수출 계약 체결
- (-) 실적 악화, 임상 중단 및 실패, R&D 비용 증가로 인한 수익성 악화

자료: 유한양행 대산증권 Research Center

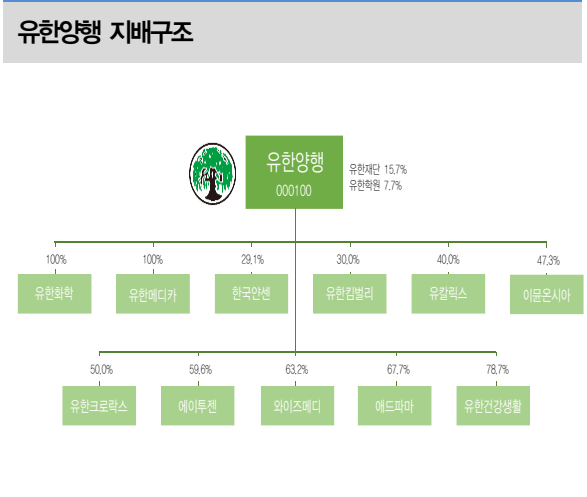
Earnings Driver



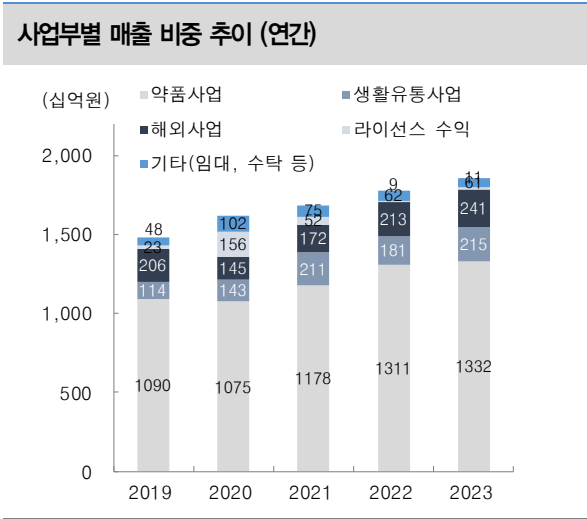
자료: 유한양행 대산증권 Research Center



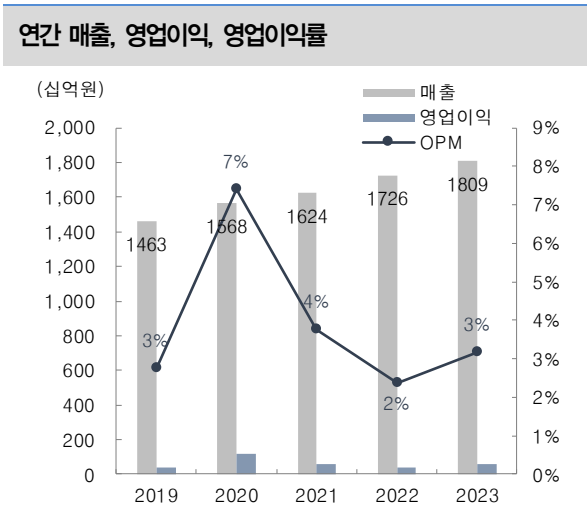
자료: 유한양행 대산증권 Research Center



자료: 대산증권 Research Center



자료: 유한양행 대산증권 Research Center



자료: 유한양행 대산증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,776	1,859	2,060	2,256	2,517
매출원가	1,258	1,293	1,368	1,495	1,544
매출총이익	518	566	692	761	973
판매비와관리비	482	509	605	623	653
영업이익	36	57	87	138	320
영업외수익	20	3.1	4.2	6.1	12.7
EBITDA	79	101	136	188	371
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	172	222	412
법인세비용	-4	-1	-38	-49	-87
계속사업순이익	91	134	155	198	351
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	91	134	155	198	351
당기순이익율	5.1	7.2	7.5	8.8	13.9
비재계분순이익	-5	-2	-5	-7	-10
재계분순이익	95	136	160	205	360
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	-2	-2	-2	-2
포괄순이익	92	118	139	182	334
비재계분포괄이익	-5	-2	-5	-6	-9
재계분포괄이익	96	120	143	188	343

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	1,169	1,672	1,970	2,518	4,424
PER	46.8	41.1	74.8	58.5	33.3
BPS	24,399	25,201	26,802	28,906	32,916
PBR	2.2	2.7	5.3	5.0	4.4
EBITDAPS	971	1,246	1,669	2,305	4,553
EV/EBITDA	50.9	52.7	85.7	61.9	30.9
SPS	21,819	22,840	25,312	27,714	30,929
PSR	2.5	3.0	5.7	5.2	4.6
CFPS	1,735	1,529	2,297	2,971	5,304
DPS	365	430	430	430	430

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	5.2	4.7	10.8	9.5	11.6
영업이익 증가율	-25.9	57.5	53.6	58.3	132.1
순이익 증가율	-8.6	47.9	15.8	27.9	76.7
수익성					
ROIC	3.5	4.5	4.6	7.0	15.5
ROA	1.5	2.1	3.0	4.5	9.4
ROE	4.9	6.7	7.6	9.0	14.3
안정성					
부채비율	232	33.9	33.8	33.2	31.2
순차입금비율	-12.4	-2.5	-2.3	-3.6	-9.3
이자보상비율	10.4	9.0	13.6	18.6	41.0

자료: 유한양행 대손증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	1,189	1,256	1,340	1,492	1,813
현금및현금성자산	293	299	305	352	539
매출채권 및 기타채권	509	574	603	662	741
재고자산	275	285	316	346	386
기타유동자산	112	98	115	132	148
비유동자산	1,284	1,558	1,652	1,719	1,787
유형자산	355	523	560	568	573
관계기업투자지급	532	489	565	640	716
기타비유동자산	397	546	527	511	497
자산총계	2,473	2,814	2,992	3,210	3,600
유동부채	434	583	624	661	703
매입채무 및 기타채무	208	287	314	334	360
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	800	855
자본계분	1,986	2,051	2,181	2,353	2,679
자본금	74	78	81	81	81
자본잉여금	116	114	114	114	114
이익잉여금	1,902	1,975	2,104	2,276	2,604
기타자본변동	-107	-116	-118	-119	-121
비자본계분	22	51	54	58	66
자본총계	2,008	2,102	2,235	2,411	2,745
순차입금	-249	-53	-51	-87	-254

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	100	144	137	145	276
당기순이익	91	134	155	198	351
비현금성항목의 가감	51	-10	32	43	81
감가상각비	43	45	49	50	50
외환손익	10	2	-4	-4	-4
자산평가손익	0	0	0	0	0
기타	-2	-56	-13	-2	35
자산부채의 증감	-110	-8	-14	-50	-72
기타현금흐름	68	28	-36	-47	-84
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	46	187
기초 현금	254	293	299	305	352
기말 현금	293	299	305	352	539
NOPLAT	34	57	68	108	253
FCF	-17	-103	37	105	253

[Compliance Notice]

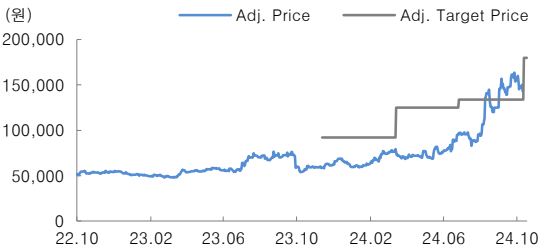
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	24.10.31	24.08.21	24.08.02	24.07.31	24.07.15	24.06.28
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	180,000	134,000	134,000	134,000	134,000	125,000
과표율(평균%)		(8.54)	(30.60)	(28.59)	(28.06)	(39.72)
과표율(최대/최소%)		22.16	(27.01)	(27.01)	(27.01)	(24.08)
제시일자	24.06.10	24.05.31	24.05.06	24.05.02	24.04.02	23.12.02
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	125,000	125,000	125,000	125,000	125,000	92,000
과표율(평균%)	(41.26)	(42.17)	(42.64)	(43.01)	(43.07)	(28.09)
과표율(최대/최소%)	(34.56)	(34.56)	(38.08)	(41.28)	(41.28)	(13.91)
제시일자	23.12.01					
투자의견	Buy					
목표주가	92,000					
과표율(평균%)						
과표율(최대/최소%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과표율(평균%)						
과표율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20241027)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	94.1%	5.9%	0.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(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