

2024. 7. 11



▲ 제약/바이오

Analyst 김준영

02. 6454-4877

junyoung.kim@meritz.co.kr

Buy

(20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 110,000 원

현재주가 (7.10) 89,400 원

상승여력 23.0%

KOSPI 2,867.99pt

시가총액 71,707억원

발행주식수 8,021만주

유동주식비율 68.71%

외국인비중 20.05%

52주 최고/최저가 89,500원/53,788원

평균거래대금 580.2억원

주요주주(%)

유한재단 외 2 인 15.92

국민연금공단 8.76

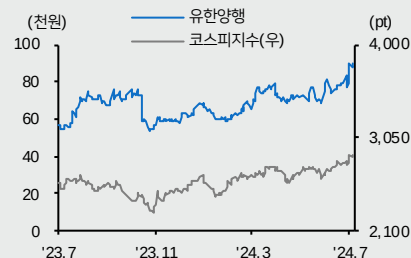
유한학원 7.41

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 14.0 38.0 65.0

상대주가 7.4 22.3 45.0

주가그래프



유한양행 000100

2Q24E Preview: 렉라자 승인 기대감 조성 중

- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 11만원으로 상향 조정
- ✓ 2Q24E 연결 기준 매출액 5,314억원(YoY +7.2%, QoQ +19.5%), 영업이익 184억원 (YoY -32.7%, QoQ +3,069.3%)으로 영업이익 컨센서스 하회할 전망
- ✓ 글로벌 블록버스터 약물 승인 기대감 조성 중
- ✓ 25년도에 확인 가능한 최종 OS 결과

1Q24 Preview

유한양행 2Q24E 연결 기준 매출액 5,314억원(YoY +7.2%, QoQ +19.5%), 영업이익 184억원(YoY -32.7%, QoQ +3,069.3%)으로 매출액은 컨센서스에 부합하나 영업이익은 컨센서스 대비 27.3% 하회할 전망이다. 전공의 파업의 여파는 미비한 반면 해외 사업부 매출이 2분기에 집중되며 903억원(YoY +23.5%)으로 증가하였으나 광고선전비 및 일회성 R&D 비용으로 인한 판관비 증가의 영향으로 영업이익 전년 대비 32.7% 감소할 것으로 예상된다.

유한화학과 Gilead

6월 20일 Gilead는 연2회 투여 HIV 예방 약물 Lenacapavir의 임상 3상 맹검 시험 초기 종료 소식과 함께 100%의 HIV 예방 효과를 발표했다. 기존 경구 예방 약물이 높은 효과에도 불구하고 매일 복용해야하는 불편함으로 기대했던 효과를 나타내지 못하고 있어 Lenacapavir의 매출 성장이 기대되고 있다. 현재 원료 의약품 공급사 중 하나로 유한화학이 확인되고 있으며 공장 증설 완공됨에 따라 추가 수주 가능성이 존재한다.

투자의견 Buy, 적정주가 11만원으로 상향

렉라자/리브레반트 병용요법의 PDUFA 기한(8/22)이 가까워지며 유한양행의 주가가 상승 중이다. 경쟁 약물인 타그리소/화학항암제 병용요법의 경우 PDUFA 기한 대비 2개월 먼저 승인된 이력이 있기에 렉라자 또한 충분히 PDUFA 기한 전 승인 가능하다. 승인 이후 마일스톤 수령에 따른 영업이익 개선 기대감과 더불어 25년도에 확인할 MARIPOSA 임상 3상 최종 OS 데이터 발표 및 렉라자/리브레반트 SC(피하주사) 병용요법 승인 등의 모멘텀을 기대한다.

(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	2,031.0	98.1	175.7	2,184	11.6	26,904	40.9	3.3	44.0	8.3	34.2
2025E	2,244.7	156.0	241.3	3,002	37.5	29,472	29.8	3.0	31.7	10.5	30.8
2026E	2,456.5	181.2	268.6	3,343	11.4	32,377	26.7	2.8	27.9	10.7	29.0

표1 유한양행 2Q24 Preview

(십억원)	2Q24E	2Q23	(% YoY)	1Q24	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	531.4	495.7	7.2	444.6	19.5	527.9	0.7
영업이익	18.4	27.3	(32.7)	0.6	3,069.3	25.3	(27.3)
OPM (%)	3.5	5.5	(37.2)	0.1	2,551.6	4.8	(27.8)
당기순이익	30.5	8.6	254.6	10.8	182.1	30.9	(1.3)

자료: 유한양행, 메리츠증권 리서치센터

표2 유한양행 분기 및 연간 실적 추정

(십억원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	443.1	495.7	483.1	437.2	444.6	531.4	520.7	534.3	1,859.0	2,031.0	2,244.7
% YoY	7.8	2.6	11.9	(3.0)	0.3	7.2	7.8	22.2	4.7	9.3	10.5
별도매출	431.4	482.1	468.9	426.7	433.1	519.1	505.4	517.5	1,809.1	1,975.2	2,185.0
% YoY	8.5	3.0	10.5	(2.3)	0.4	7.7	7.8	21.3	4.8	9.2	10.6
약품사업	309.4	345.4	346.2	331.3	309.5	352.4	356.6	342.6	1,332.3	1,361.1	1,483.8
생활유통사업	35.8	60.4	59.5	59.5	44.5	72.5	71.4	71.5	215.3	259.8	306.6
해외사업	76.6	73.1	58.6	32.8	74.1	90.3	73.2	52.5	290.1	333.7	383.7
라이선스수익	7.2	1.4	0.5	2.2	2.5	1.7	1.7	48.9	11.2	54.9	52.0
기타	2.4	1.8	4.1	0.8	2.5	2.3	2.4	2.0	9.1	9.3	9.1
연결조정	11.6	13.6	14.2	10.5	11.4	12.3	15.3	16.8	49.9	55.8	59.7
매출총이익	135.6	152.8	144.5	133.1	134.5	164.7	177.0	187.0	565.9	663.3	717.2
GPM (%)	30.6	30.8	29.9	30.4	30.3	31.0	34.0	35.0	30.4	32.7	32.0
영업이익	22.6	27.3	0.9	6.0	0.6	18.4	23.5	55.6	56.8	98.1	156.0
% YoY	271.0	61.2	흑전	(65.9)	(97.4)	(32.7)	2,571.9	834.6	57.5	72.8	59.0
OPM (%)	5.1	5.5	0.2	1.4	0.1	3.5	4.5	10.4	3.1	4.8	6.9
당기순이익	22.3	8.6	19.0	92.7	10.8	30.5	41.3	68.9	134.0	151.4	206.1
% YoY	38.6	(73.9)	243.3	157.0	(51.5)	254.6	116.9	(18.2)	48.0	13.0	36.1
NPM (%)	5.0	1.7	3.9	21.2	2.4	5.7	7.9	12.9	7.2	7.5	9.2

자료: 유한양행, 메리츠증권 리서치센터

표3 유한양행 적정주가 산출

(십억원)		단위
유한양행의 영업 가치 (A)	2,652.7	국내 상위 제약사 12개월 선행 EV/EBITDA 평균 9.9배에 20% 프리미엄 적용
유한양행의 신약 가치 (B)	3,622.1	DCF valuation
1) Lazertinib	2,844.8	
2) YH35324	481.4	
3) YH25724	295.8	
유한양행의 지분 가치 (C)	792.7	
유한화학(100%)	128.4	장부가
유한킴벌리(30%)	205.6	장부가
기타	458.7	장부가
순차입금 (D)	-98.3	2024년 말 기준
주주가치 (E=A+B+C-D)	7,165.8	
주식수 (F)	70,260천주	유통주식수 기준
적정주가 (P=E/F)	110,000원	

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 유한양행 신약 파이프라인 현황

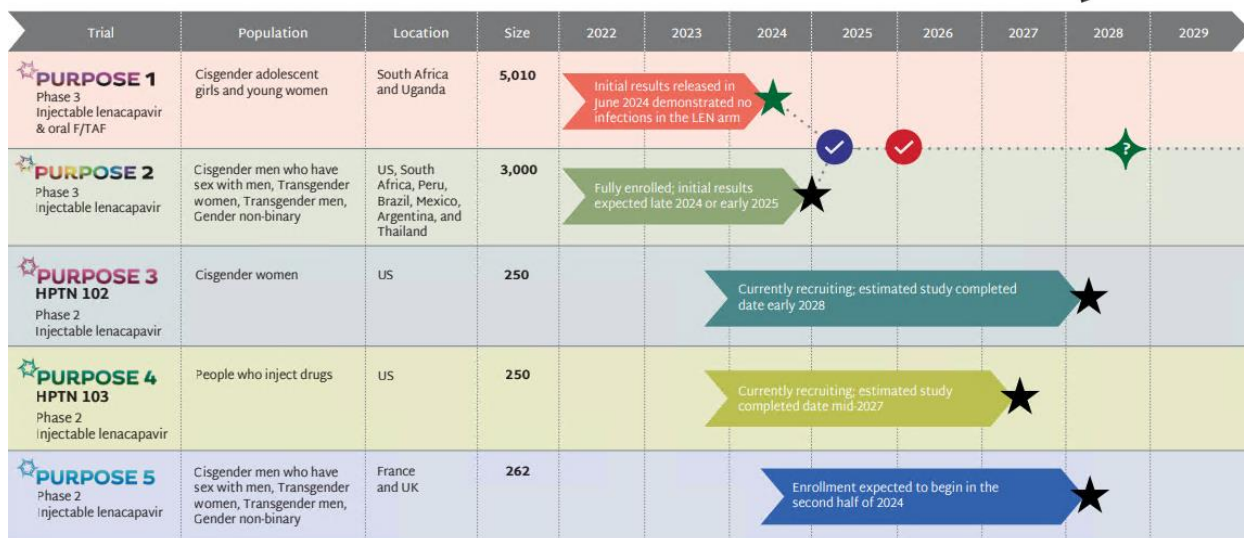
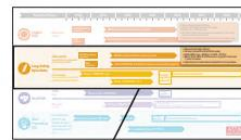
약물	적응증	후보물질	비임상 독성	임상 1상	임상 2상	임상 3상	파트너사
렉라자® LAZERTINIB	EGFR돌연변이 비소세포폐암	단독요법 (유한) 글로벌 3상 Amivantamab 병용요법 (얀센) 글로벌 3상					Johnson & Johnson Innovative Medicine
YH14618 (Remedisc)	퇴행성 디스크						SpineBiopharma
YH12852 (PCS12852)	Gut Motility Disease						Process Pharmaceuticals
YH25724	MASH						Boehringer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

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림2 Lenacapavir PrEP(예방 요법) 임상 계획

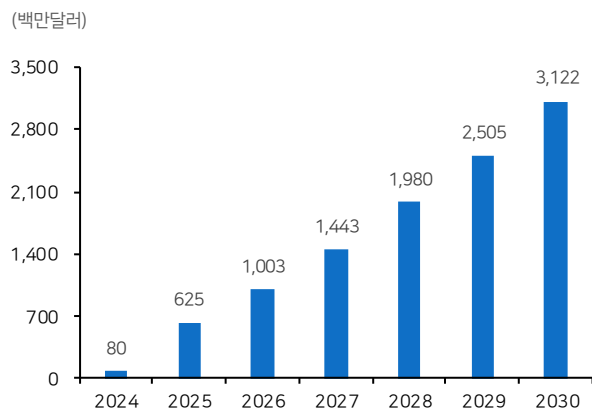
Overview of Lenacapavir (LEN) for PrEP Trials

- ★ Initial data
- ★ Possible data
- ✓ Possible earliest regulatory submissions
- ✓ Possible earliest regulatory approval and market entry with product from Gilead
- ◆ Possible earliest generic manufacturer(s)



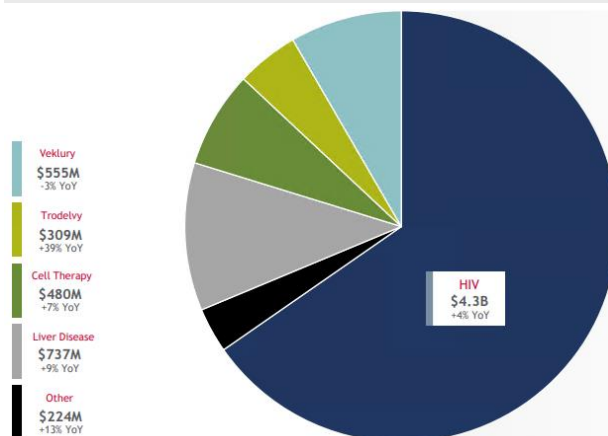
자료: AVAC 2024, 메리츠증권 리서치센터

그림3 Lenacapavir 매출액 전망



자료: Global Data, 메리츠증권 리서치센터

그림4 Gilead 1Q24 매출 비중



자료: Gilead, 메리츠증권 리서치센터

유한양행 (000100)

Income Statement

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,775.9	1,859.0	2,031.0	2,244.7	2,456.5
매출액증가율(%)	5.2	4.7	9.3	10.5	9.4
매출원가	1,257.7	1,293.1	1,367.7	1,527.5	1,682.7
매출총이익	518.2	565.9	663.3	717.2	773.8
판매관리비	482.2	509.1	565.2	561.2	592.6
영업이익	36.0	56.8	98.1	156.0	181.2
영업이익률(%)	2.0	3.1	4.8	6.9	7.4
금융손익	-0.6	11.2	4.6	5.3	7.1
종속/관계기업손익	56.8	55.6	62.5	63.2	63.4
기타영업외손익	2.7	11.1	23.1	32.2	33.9
세전계속사업이익	94.9	134.5	188.3	256.6	285.6
법인세비용	4.3	0.5	38.8	51.3	57.1
당기순이익	90.6	134.0	149.5	205.2	228.5
지배주주지분 순이익	95.1	136.1	175.7	241.3	268.6

Statement of Cash Flow

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	99.5	144.1	213.6	213.6	257.0
당기순이익(손실)	90.6	134.0	149.5	205.2	228.5
유형자산상각비	38.6	38.5	53.1	58.2	58.5
무형자산상각비	4.5	6.2	13.3	12.0	12.5
운전자본의 증감	-110.1	-8.4	-24.6	-61.9	-42.5
투자활동 현금흐름	15.6	-199.2	-192.1	-138.0	-138.3
유형자산의증가(CAPEX)	-58.3	-161.5	-149.3	-108.0	-108.0
투자자산의감소(증가)	123.7	50.8	-5.4	-10.0	-10.3
재무활동 현금흐름	-65.5	63.3	-25.3	-67.7	-54.7
차입금의 증감	-25.7	170.2	-0.4	-35.4	-22.5
자본의 증가	7.1	1.2	-3.5	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	39.5	6.2	-2.6	7.9	64.1
기초현금	253.6	293.0	299.3	296.6	304.6
기말현금	293.0	299.3	296.6	304.6	368.7

Balance Sheet

(십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	1,188.9	1,256.5	1,325.8	1,408.0	1,551.9
현금및현금성자산	293.0	299.3	296.6	304.6	368.7
매출채권	496.7	559.0	598.1	640.0	684.8
재고자산	275.2	284.8	307.5	332.1	358.7
비유동자산	1,283.8	1,557.6	1,663.2	1,731.0	1,798.2
유형자산	355.0	522.9	615.3	665.1	714.7
무형자산	137.6	298.3	302.5	310.4	317.9
투자자산	621.9	571.6	577.7	587.7	598.0
자산총계	2,472.7	2,814.1	2,989.1	3,139.0	3,350.1
유동부채	434.2	583.2	625.8	616.6	636.5
매입채무	133.8	179.1	219.0	221.9	248.7
단기차입금	64.1	128.2	116.2	96.2	76.2
유동성장기부채	26.0	4.2	3.7	3.7	3.7
비유동부채	30.8	129.2	135.9	122.1	117.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.6	60.2	72.7	64.7	56.7
부채총계	464.9	712.3	761.8	738.7	753.6
자본금	74.4	77.8	81.4	81.4	81.4
자본잉여금	116.1	113.9	106.8	106.8	106.8
기타포괄이익누계액	102.5	101.0	102.0	102.0	102.0
이익잉여금	1,902.4	1,975.4	2,118.7	2,327.7	2,564.1
비지배주주지분	22.0	50.6	37.6	1.5	-38.6
자본총계	2,007.8	2,101.7	2,227.3	2,400.3	2,596.5

Key Financial Data

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당데이터(원)					
SPS	22,140	23,177	25,321	27,986	30,626
EPS(지배주주)	1,180	1,690	2,184	3,002	3,343
CFPS	1,760	1,552	3,122	4,088	4,436
EBITDAPS	986	1,265	2,052	2,820	3,144
BPS	24,399	25,201	26,904	29,472	32,377
DPS	365	430	430	430	430
배당수익률(%)	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
Valuation(Multiple)					
PER	46.4	40.7	40.9	29.8	26.7
PCR	31.1	44.3	28.6	21.9	20.2
PSR	2.5	3.0	3.5	3.2	2.9
PBR	2.2	2.7	3.3	3.0	2.8
EBITDA(십억원)	79.1	101.4	164.6	226.2	252.2
EV/EBITDA	50.9	52.7	44.0	31.7	27.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	4.9	6.7	8.3	10.5	10.7
EBITDA 이익률	4.5	5.5	8.1	10.1	10.3
부채비율	23.2	33.9	34.2	30.8	29.0
금융비용부담률	0.2	0.3	0.5	0.4	0.3
이자보상배율(x)	10.4	9.0	9.6	17.2	23.0
매출채권회전율(x)	3.7	3.5	3.5	3.6	3.7
재고자산회전율(x)	6.5	6.6	6.9	7.0	7.1

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	83.3%
중립	16.7%
매도	0.0%

2024년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

유한양행 (000100) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

