

2025. 2. 13



▲ 제약/바이오

Analyst 김준영

02. 6454-4877

junyoung.kim@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 220,000 원

현재주가 (2.12) 127,200 원

상승여력 73.0%

KOSPI 2,548.39pt

시가총액 102,026억원

발행주식수 8,021만주

유통주식비율 68.67%

외국인비중 19.42%

52주 최고/최저가 163,700원/61,200원

평균거래대금 1,842.5억원

주요주주(%)

유한재단 외 2 인 15.92

국민연금공단 7.76

유한학원 7.41

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -5.1 45.7 107.8

상대주가 -6.3 49.7 113.7

주가그래프



유한양행 000100

4Q24 Re: 연구개발비 증가로 컨센서스 하회

- ✓ 투자 의견 Buy, 적정주가 22만원 유지
- ✓ 4Q24 연결 기준 매출액 4,961억원(YoY +13.5%, QoQ -17.1%), 영업이익 -190억원(YoY 적전, QoQ 적전)으로 컨센서스 하회
- ✓ 자회사 이문온시아 연구개발 진척 등 연구개발비 증가에 따라 영업이익 적자 기록
- ✓ 알리지 신약 YH35324 임상 1b상, MARIPOSA 최종 결과 발표 등 임상 모멘텀은 여전히 존재

4Q24 Review

유한양행의 연결 기준 매출액 4,961억원(YoY +13.5%, QoQ -17.1%), 영업이익 -190억원(YoY 적전, QoQ 적전)으로 컨센서스 하회하였다. 별도 기준 매출액은 4,754억원(YoY +11.4%, QoQ -18.8%), 영업이익 -62억원(YoY 적전, QoQ 적전)을 기록했다. 의로 파업의 여파가 지속되며 약품 사업 매출 증가세가 둔화된 상황 속 연간 2조 원의 매출을 달성하였으나 연구개발비로 인해 영업 손실이 발생했다. 위탁연구비 200억원, 기술도입비 26억원 등이 발생하며 별도 기준으로 전년 동기 대비 248억원 증가하여 수익성을 악화시켰다. 해외 사업 매출은 651억원을 기록하며 전년 동기 대비 98.4% 성장하였다. 추가 증설 라인 마무리와 동시에 연간 100만 리터가 운영될 예정이며 24년 계약을 체결했던 Gilead 에이즈 치료제 API 공급이 25년부터 본격적으로 이루어지며 수익성 개선에 일조할 것으로 예상된다.

투자의견 Buy, 적정주가 22만원 유지

실적 컨센서스 하회로 인해 주가가 조정 받을 것으로 보이나 여전히 주요 투자 포인트인 임상 모멘텀은 변함이 없다. 2월 10일 공개된 AAAI(미국 알리지 학회) 2025 초록에서 YH35324 임상 1b상의 긍정적인 결과를 확인한 만큼 2월 28일부터 개최되는 학회에서도 긍정적인 임상 1b상 결과를 도출할 가능성이 높다. 에이비엘 바이오로부터 도입한 HER2/4-1BB 이중항체 파이프라인 YH32367은 임상 1b상 진행 중이며 임상 1a상 결과가 ASCO 2025(5/30 - 6/3)에서 발표될 가능성이 존재한다. 또한 MARIPOSA 최종 데이터가 ELCC 2025(3/26 - 3/29) 혹은 ASCO 2025에서 발표될 것으로 예상되며 경쟁 약물의 임상 연구 FLAURA2 대비 경쟁력 있는 결과 도출 시 주가 업사이드는 충분하다.

| | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) (지배주주) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|-------|---------|-------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| (십억원) | | | | | | | | | | | |
| 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 | 2,067.8 | 47.7 | 47.4 | 585 | -66.5 | 25,597 | 204.3 | 4.7 | 83.6 | 2.3 | 36.5 |
| 2025E | 2,263.7 | 95.0 | 117.8 | 1,462 | 148.9 | 26,648 | 87.0 | 4.8 | 56.3 | 5.5 | 36.9 |
| 2026E | 2,390.1 | 137.6 | 149.9 | 1,863 | 27.4 | 28,094 | 68.3 | 4.5 | 46.1 | 6.7 | 33.8 |

표1 유한양행 4Q24 Review

| (십억원) | 4Q24P | 4Q23 | (% YoY, %p) | 3Q24 | (% QoQ, %p) | 컨센서스 | (% diff. %p) | 당사 예상치 | (% diff. %p) |
|---------|--------|-------|-------------|-------|-------------|-------|--------------|--------|--------------|
| 매출액 | 496.1 | 437.2 | 13.5 | 598.8 | (17.1) | 499.0 | (0.6) | 490.4 | 1.2 |
| 영업이익 | (19.0) | 6.0 | 적전 | 47.6 | 적전 | 21.9 | (186.8) | 22.3 | (185.3) |
| OPM (%) | (3.8) | 1.4 | (5.2) | 7.9 | (11.8) | 4.4 | (8.2) | 4.5 | (8.4) |
| 당기순이익 | (30.3) | 84.1 | 적전 | 35.5 | 적전 | 27.8 | (209.0) | 33.0 | (191.8) |

자료: 유한양행, FnGuide, 메리츠증권 리서치센터

표2 유한양행 분기 및 연간 실적 추정

| (십억원) | 1Q24 | 2Q24 | 3Q24 | 4Q24P | 1Q25E | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2024 | 2025E | 2026E |
|---------|--------|--------|---------|--------|---------|-------|--------|-------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 444.6 | 528.3 | 598.8 | 496.1 | 491.0 | 621.8 | 544.5 | 606.3 | 2,067.8 | 2,263.7 | 2,390.1 |
| % YoY | 0.3 | 6.6 | 24.0 | 13.5 | 10.4 | 17.7 | (9.1) | 22.2 | 11.2 | 9.5 | 5.6 |
| 별도매출 | 433.1 | 514.6 | 585.2 | 475.4 | 477.5 | 608.0 | 529.4 | 588.9 | 2,008.4 | 2,203.8 | 2,338.2 |
| % YoY | 0.4 | 6.8 | 24.8 | 11.4 | 10.2 | 18.1 | (9.5) | 23.9 | 11.0 | 9.7 | 6.1 |
| 약품사업 | 309.5 | 339.1 | 347.8 | 351.4 | 325.2 | 348.0 | 357.3 | 355.2 | 1,347.8 | 1,385.6 | 1,477.3 |
| 생활유통사업 | 44.5 | 75.2 | 67.4 | 53.5 | 51.1 | 86.5 | 77.5 | 61.5 | 240.6 | 276.7 | 326.5 |
| 해외사업 | 74.1 | 97.2 | 70.1 | 65.1 | 96.3 | 126.3 | 91.1 | 84.7 | 306.5 | 398.4 | 518.0 |
| 라이선스수익 | 2.5 | 0.6 | 98.2 | 4.0 | 2.8 | 45.2 | 1.7 | 85.7 | 105.2 | 135.5 | 9.1 |
| 기타 | 2.5 | 2.6 | 1.7 | 1.4 | 2.0 | 1.9 | 1.8 | 1.8 | 8.2 | 7.5 | 7.4 |
| 연결조정 | 11.4 | 13.7 | 13.6 | 20.7 | 13.5 | 13.8 | 15.1 | 17.4 | 59.4 | 59.9 | 51.8 |
| 매출총이익 | 134.5 | 167.4 | 240.8 | 146.7 | 155.7 | 228.8 | 177.0 | 243.1 | 689.4 | 804.6 | 836.5 |
| GPM (%) | 30.3 | 31.7 | 40.2 | 29.6 | 31.7 | 36.8 | 32.5 | 40.1 | 33.3 | 35.5 | 35.0 |
| 영업이익 | 0.6 | 18.5 | 47.6 | (19.0) | 10.6 | 30.3 | 4.8 | 49.4 | 47.7 | 95.0 | 137.6 |
| % YoY | (97.4) | (32.1) | 5,306.8 | 적전 | 1,720.3 | 63.2 | (90.0) | 흑전 | (16.0) | 99.3 | 44.8 |
| OPM (%) | 0.1 | 3.5 | 7.9 | (3.8) | 2.2 | 4.9 | 0.9 | 8.2 | 2.3 | 4.2 | 5.8 |
| 당기순이익 | 10.8 | 31.9 | 35.5 | (30.3) | 26.0 | 34.6 | 14.4 | 52.0 | 48.0 | 127.0 | 156.5 |
| % YoY | (51.5) | 271.0 | 86.9 | 적전 | 140.2 | 8.5 | (59.5) | 흑전 | (64.2) | 164.7 | 23.2 |
| NPM (%) | 2.4 | 6.0 | 5.9 | (6.1) | 5.3 | 5.6 | 2.6 | 8.6 | 2.3 | 5.6 | 6.5 |

자료: 유한양행, 메리츠증권 리서치센터

표3 유한양행 적정주가 산출

| (십억원) | | 단위 |
|------------------|----------|---|
| 유한양행의 영업 가치 (A) | 8,043.5 | 글로벌 매출 달성 기업(셀트리온, SK바이오팜, 녹십자) 12개월 선행 EV/EBITDA 평균 27.4배에 30% 프리미엄 적용 |
| 유한양행의 신약 가치 (B) | 6,866.4 | DCF valuation |
| 1) Lazertinib | 5,805.8 | |
| 2) YH35324 | 524.2 | |
| 3) BI3006337 | 536.4 | |
| 유한양행의 지분 가치 (C) | 807.8 | |
| 유한화학(100%) | 128.4 | 장부가 |
| 유한김벌리(30%) | 205.6 | 장부가 |
| 기타 | 473.8 | 장부가 |
| 순차입금 (D) | -13.8 | 2025년 말 기준 |
| 주주가치 (E=A+B+C-D) | 15,731.4 | |
| 주식수 (F) | 73,794천주 | 유통주식수 기준 |
| 적정주가 (P=E/F) | 220,000원 | |

자료: 메리츠증권 리서치센터

그림1 유한양행 파이프라인 현황

| 약물 | 타겟 | 적응증 | 후보물질 | 비임상 | 임상 1상 | 임상 2상 | 임상 3상 | Licensor | Licensee |
|--------------------|-------------------|-----------------------|---|-----|-------|-------|-------|-------------------|---------------------------------------|
| LAZERTINIB | EGFR 돌연변이 3세대 TKI | EGFR돌연변이 비소세포폐암 | 단독요법 (유한) 글로벌 3상 Amivantamab 병용요법 (J&J) 글로벌 3상 | | | | | GENOSCO | Johnson & Johnson Innovative Medicine |
| YH14618 (Remedisc) | TGF-β | 퇴행성 디스크 | | | | | | EnsolBio sciences | SpineBiopharma |
| YH12852 (PCS12852) | 5-HT receptor | 위마비증 | | | | | | | Process Pharmaceuticals |
| BI3006337 | GLP-1/FGF21 | MASH | | | | | | | Boehringer Ingelheim |
| YH35324 | IgE | Allergy (CSU, 천식, AD) | | | | | | GT innovation | |
| YH32367 | Her2/4-1BB | 유방암, 위암, 담관암 등 | | | | | | abl bio | |
| YH42946 | Her2, EGFR | Her2돌연변이 폐암, 위암 등 | | | | | | JINTS BIO | |
| YH35995 | GCS | 고셔병, 파브리병 | | | | | | GC | |
| YH32364 | EGFR/4-1BB | 두경부암, 위암, 대장암 등 | | | | | | abl bio | |
| YH45057 | Androgen receptor | 전립선암 | | | | | | Ubix Therapeutics | |
| YH44529 | SOS1 | 고형암 | | | | | | CYRUS KANAFI | |

자료: 유한양행, 메리츠증권 리서치센터

유한양행 (000100)

Income Statement

| (십억원) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액 | 1,775.9 | 1,859.0 | 2,067.8 | 2,263.7 | 2,390.1 |
| 매출액증가율(%) | 5.2 | 4.7 | 11.2 | 9.5 | 5.6 |
| 매출원가 | 1,257.7 | 1,293.1 | 1,378.4 | 1,459.1 | 1,553.5 |
| 매출총이익 | 518.2 | 565.9 | 689.4 | 804.6 | 836.5 |
| 판매관리비 | 482.2 | 509.1 | 641.7 | 709.6 | 698.9 |
| 영업이익 | 36.0 | 56.8 | 47.7 | 95.0 | 137.6 |
| 영업이익률(%) | 2.0 | 3.1 | 2.3 | 4.2 | 5.8 |
| 금융손익 | -0.6 | 11.2 | 0.1 | -13.4 | -11.5 |
| 종속/관계기업손익 | 56.8 | 55.6 | 46.9 | 40.9 | 39.3 |
| 기타영업외손익 | 2.7 | 11.1 | -44.9 | 15.9 | 12.7 |
| 세전계속사업이익 | 94.9 | 134.5 | 49.8 | 138.4 | 178.0 |
| 법인세비용 | 4.3 | 0.5 | 4.5 | 26.5 | 35.6 |
| 당기순이익 | 90.6 | 134.0 | 45.3 | 111.9 | 142.4 |
| 지배주주지분 순이익 | 95.1 | 136.1 | 47.4 | 117.8 | 149.9 |

Balance Sheet

| (십억원) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 유동자산 | 1,188.9 | 1,256.5 | 1,309.6 | 1,377.4 | 1,405.4 |
| 현금및현금성자산 | 293.0 | 299.3 | 285.1 | 278.6 | 226.8 |
| 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 | 1,613.9 | 1,662.7 | 1,712.9 |
| 유형자산 | 355.0 | 522.9 | 598.1 | 644.0 | 690.3 |
| 무형자산 | 137.6 | 298.3 | 291.8 | 284.6 | 278.5 |
| 투자자산 | 621.9 | 571.6 | 568.7 | 578.8 | 588.9 |
| 자산총계 | 2,472.7 | 2,814.1 | 2,923.5 | 3,040.1 | 3,118.4 |
| 유동부채 | 434.2 | 583.2 | 616.9 | 658.6 | 632.7 |
| 매입채무 | 133.8 | 179.1 | 203.3 | 248.5 | 237.4 |
| 단기차입금 | 64.1 | 128.2 | 126.7 | 106.7 | 86.7 |
| 유동성장기부채 | 26.0 | 4.2 | 3.2 | 3.2 | 3.2 |
| 비유동부채 | 30.8 | 129.2 | 165.1 | 160.4 | 154.4 |
| 사채 | 0.0 | 0.0 | 16.1 | 16.1 | 16.1 |
| 장기차입금 | 0.6 | 60.2 | 109.1 | 101.1 | 93.1 |
| 부채총계 | 464.9 | 712.3 | 781.9 | 819.0 | 787.1 |
| 자본금 | 74.4 | 77.8 | 81.4 | 81.4 | 81.4 |
| 자본잉여금 | 116.1 | 113.9 | 125.5 | 125.5 | 125.5 |
| 기타포괄이익누계액 | 102.5 | 101.0 | 104.0 | 104.0 | 104.0 |
| 이익잉여금 | 1,902.4 | 1,975.4 | 1,991.7 | 2,077.2 | 2,194.9 |
| 비지배주주지분 | 22.0 | 50.6 | 58.2 | 52.3 | 44.7 |
| 자본총계 | 2,007.8 | 2,101.7 | 2,141.6 | 2,221.2 | 2,331.3 |

Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 영업활동 현금흐름 | 99.5 | 144.1 | 66.0 | 182.6 | 148.9 |
| 당기순이익(손실) | 90.6 | 134.0 | 45.3 | 111.9 | 142.4 |
| 유형자산상각비 | 38.6 | 38.5 | 49.1 | 62.1 | 61.8 |
| 무형자산상각비 | 4.5 | 6.2 | 20.1 | 27.2 | 26.1 |
| 운전자본의 증감 | -110.1 | -8.4 | -53.2 | -18.5 | -81.4 |
| 투자활동 현금흐름 | 15.6 | -199.2 | -120.4 | -138.1 | -138.2 |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -58.3 | -161.5 | -108.7 | -108.0 | -108.0 |
| 투자자산의감소(증가) | 123.7 | 50.8 | 3.8 | -10.1 | -10.2 |
| 재무활동 현금흐름 | -65.5 | 63.3 | 40.7 | -50.9 | -62.6 |
| 차입금의 증감 | -25.7 | 170.2 | 35.8 | -18.7 | -30.3 |
| 자본의 증가 | 7.1 | 1.2 | 15.1 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의 증가(감소) | 39.5 | 6.2 | -14.2 | -6.4 | -51.8 |
| 기초현금 | 253.6 | 293.0 | 299.3 | 285.1 | 278.7 |
| 기말현금 | 293.0 | 299.3 | 285.1 | 278.7 | 226.8 |

Key Financial Data

| | 2022 | 2023 | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당데이터(원) | | | | | |
| SPS | 22,140 | 23,177 | 25,780 | 28,222 | 29,798 |
| EPS(지배주주) | 1,180 | 1,690 | 585 | 1,462 | 1,863 |
| CFPS | 1,760 | 1,552 | 1,341 | 3,072 | 3,534 |
| EBITDAPS | 986 | 1,265 | 1,456 | 2,298 | 2,811 |
| BPS | 24,399 | 25,201 | 25,597 | 26,648 | 28,094 |
| DPS | 365 | 430 | 430 | 430 | 430 |
| 배당수익률(%) | 0.7 | 0.6 | 0.4 | 0.3 | 0.3 |
| Valuation(Multiple) | | | | | |
| PER | 46.4 | 40.7 | 204.3 | 87.0 | 68.3 |
| PCR | 31.1 | 44.3 | 89.1 | 41.4 | 36.0 |
| PSR | 2.5 | 3.0 | 4.6 | 4.5 | 4.3 |
| PBR | 2.2 | 2.7 | 4.7 | 4.8 | 4.5 |
| EBITDA(십억원) | 79.1 | 101.4 | 116.8 | 184.3 | 225.5 |
| EV/EBITDA | 50.9 | 52.7 | 83.6 | 56.3 | 46.1 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 4.9 | 6.7 | 2.3 | 5.5 | 6.7 |
| EBITDA 이익률 | 4.5 | 5.5 | 5.6 | 8.1 | 9.4 |
| 부채비율 | 23.2 | 33.9 | 36.5 | 36.9 | 33.8 |
| 금융비용부담률 | 0.2 | 0.3 | 0.9 | 1.1 | 1.0 |
| 이자보상배율(x) | 10.4 | 9.0 | 2.6 | 3.8 | 5.9 |
| 매출채권회전율(x) | 3.7 | 3.5 | 3.6 | 3.7 | 3.6 |
| 재고자산회전율(x) | 6.5 | 6.6 | 7.0 | 7.1 | 6.9 |

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) | |

투자 의견 비율

| 투자 의견 | 비율 |
|-------|-------|
| 매수 | 85.3% |
| 중립 | 14.8% |
| 매도 | 0.0% |

2024년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

유한양행 (000100) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

| 변경일 | 자료형식 | 투자 의견 | 적정주가 (원) | 담당자 | 과리율(%)* | | 주가 및 적정주가 변동추이 |
|------------|-------|-------|-------------|-----|---------|--------|----------------|
| | | | | | 평균 | 최고(최저) | |
| 2023.12.06 | 산업분석 | Buy | 76,567 | 김준영 | -18.2 | -10.1 | |
| 2024.02.07 | 기업브리프 | Buy | 80,000 | 김준영 | -11.5 | -1.0 | |
| 2024.04.17 | 기업브리프 | Buy | 90,000 | 김준영 | -19.9 | -12.8 | |
| 2024.06.05 | 산업분석 | Buy | 100,000 | 김준영 | -20.2 | -10.5 | |
| 2024.07.11 | 기업브리프 | Buy | 110,000 | 김준영 | 11.3 | 48.8 | |
| 2024.11.06 | 산업분석 | Buy | 190,000 | 김준영 | -36.3 | -27.5 | |
| 2025.01.17 | 기업브리프 | Buy | 220,000 | 김준영 | - | - | |