



BUY(Maintain)

목표주가: 60,000원

주가(4/13): 47,750원

시가총액: 31,924억원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (4/13)	1,825.76pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	49,000 원	38,900원
등락률	-2.6%	22.8%
수익률	절대	상대
1M	14.8%	11.4%
6M	9.9%	24.5%
1Y	0.2%	23.0%

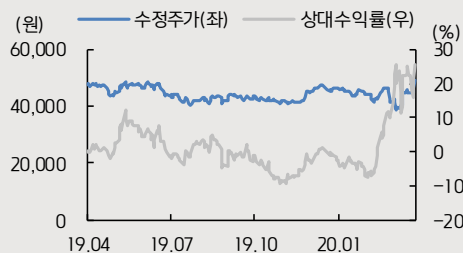
Company Data

발행주식수	66,857 천주
일평균 거래량(3M)	152천주
외국인 지분율	20.6%
배당수익률(2020E)	4.2%
BPS(2020E)	24,646원
주요 주주	유한재단 외 1 인 15.7%

투자지표

(십억원)	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	1,480.4	1,532.3	1,601.5	1,624.7
영업이익	12.5	76.5	83.3	99.4
EBITDA	71.2	129.0	145.5	149.3
세전이익	54.9	230.1	136.6	151.7
순이익	36.6	153.4	91.0	101.1
지배주주지분순이익	40.0	156.2	92.7	102.9
EPS(원)	588	2,296	1,362	1,513
증감률(% YoY)	-30.4	290.4	-40.7	11.1
PER(배)	80.4	20.8	35.1	31.6
PBR(배)	1.95	1.94	1.98	2.01
EV/EBITDA(배)	38.6	24.0	21.2	21.1
영업이익률(%)	0.8	5.0	5.2	6.1
ROE(%)	2.4	9.4	5.6	6.3
순차입금비율(%)	-19.6	-9.3	-10.1	-6.2

Price Trend



실적 Preview

유한양행 (000100)

오픈이노베이션과 R&D 재투자의 선순환



1분기 실적은 시장 기대치를 하회할 것으로 예상됩니다. 다만, 2분기부터는 안센으로부터 마일스톤 유입이 기대되고, ASCO 학회에서 레이저티닙과 JNJ-372에 병용 1b상 데이터 발표가 예상됩니다. 양호한 실적과 R&D 모멘텀을 보유하고 있으며, 마일스톤 유입, 군포부지 매각 등으로 풍부한 자금력도 보유하고 있어 향후 공격적인 R&D 투자가 가능할 것으로 예상됩니다. 오픈이노베이션 성과가 R&D 재투자로 이어지는 선순환 구조에 돌입한 것으로 보입니다.

>>> 1분기 실적 기대치 하회 전망

1분기 매출액 3,169억원(YoY -8%), 영업이익 79억원(YoY +30%)으로 매출액과 영업이익 각각 -9%, -32% 시장 기대치를 하회 할 것으로 예상된다. 종합병원 비중이 높아 코로나19로 인한 내원 환자 감소로 코로나19 영향을 받았을 것으로 추측되며, 비리어드의 약가가 '19.11월 24% 추가 인하(3,275원 → 2,505원) 되었고, 원료(API) 수출이 407억원으로 -16% 하락 등으로 매출 감소가 예상된다.

영업이익은 매출이 전년대비 감소하였음에도 불구하고 전년대비 개선이 전망된다. 유한화학의 부진 지속이 예상됨에도 불구하고, 코로나19로 마케팅 및 영업비용이 감소하였고, 기술료 유입이 138억원(YoY +47%)으로 증가한 영향이 있었을 것으로 추측된다. 영업 외에는 울초 군포 공장 부지를 매각한 매각 차익 1,400억원에서 공장 철거 비용 제외한 약 1,000억원이 매각 이익으로 1분기 인식될 것으로 전망된다.

>>> 마일스톤 덕 볼 2분기

2분기 매출액은 4,010억원(YoY +12%), 영업이익 288억원(YoY 흑전)이 예상된다. 안센으로부터 432억원의 마일스톤 유입이 있으며, 이 중 70%가 2분기 일시 인식이 되며 동사의 이익에 60% 가량 배분 될 것으로 전망된다. 하반기에도 베링거인겔하임, 길리어드, 안센으로부터 마일스톤 약 200억원 이상 유입이 전망된다. '21년 레이저티닙의 2/3상 진척에 따라 마일스톤 수 백억원 유입 가능성도 있어 풍부한 마일스톤 유입이 기대된다.

>>> 투자 의견 BUY, 목표주가 6만원. 최선호주 추천

마일스톤 유입 등으로 올해 영업이익은 765억원(YoY +510%)의 고성장이 예상되고, 레이저티닙의 2상 데이터 및 JNJ-372와 병용 데이터 발표도 앞두고 있어 양호한 실적과 R&D 모멘텀을 보유하고 있다. 다양한 바이오텍 업체들과 오픈이노베이션에 대한 성과가 나오고 있는 가운데, 군포부지 매각, 마일스톤 금액 유입 등 풍부한 현금을 바탕으로 공격적인 R&D 투자가 기대된다. 오픈이노베이션 성과가 R&D 재투자로 이어지는 선순환 구조에 본격 돌입한 것으로 보인다. 실적 추정치 상향하여 목표주가 6만원 투자 의견 BUY 업종내 최선호주로 추천한다.

분기 실적 요약

(단위, 억원)

구 분	1Q20E	1Q20 컨센서스	차이	2020	2020 컨센서스	차이
매출액	3,169	3,484	-9%	15,323	15,856	-3.4%
yoy	-8.1%	1.0%		3.5%	7.1%	
영업이익	79	117	-32%	765	757	1.1%
yoy	30.2%	92.1%		510.4%	503.9%	
OPM	2.5%	3.4%		5.0%	4.8%	
지배주주순이익	828	146	467%	1,562	1,069	46.1%

자료: Fnguide, 키움증권 리서치

실적 세부 사항

(단위, 십억원)

구 분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020
유한양행(별도)	341.9	355.7	380.0	385.7	1,463.3	309.4	392.8	377.9	419.0	1,499.1
유한화학	39.2	40.0	36.8	46.7	162.7	32.5	37.0	33.4	43.5	146.4
내부거래상계	(45.4)	(46.0)	(37.9)	(54.8)	(184.1)	(35.6)	(38.9)	(33.7)	(50.0)	(158.3)
연결 매출액	345.0	359.4	382.3	393.7	1,480.4	316.9	401.0	384.9	429.5	1,532.3
YoY	2%	-7%	1%	-5%	-3%	-8%	12%	1%	9%	4%
원가	241.7	260.5	277.1	270.2	1,049.5	212.4	270.5	263.7	301.2	1,047.7
원가율	70%	72%	73%	69%	71%	67%	67%	69%	70%	68%
판매비와 관리비 등	97.2	104.3	101.8	115.0	418.3	96.6	101.6	102.5	107.3	408.0
판관비율	28%	29%	27%	29%	28%	30%	25%	27%	25%	27%
영업이익	6.1	(5.4)	3.3	8.5	12.5	7.9	28.8	18.7	21.1	76.5
YoY	-76%	-133%	2104%	11%	-75%	30%	흑전	460%	147%	510%
OPM	2%	-2%	1%	2%	1%	3%	7%	5%	5%	5%

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치산정	비 고
영업가치	23,664	상위제약사 평균 Fw12M PER
비영업가치		
YH25448	8,205	
순차입금	-3,237	
유동주식수	58,276	
기업가치	35,106	
목표주가	60,000	

주 : 상위제약사는 녹십자, 종근당, 대웅제약, 동아에스티
 자료: 키움증권 리서치센터

마일스톤 유입 예상 시기

마일스톤	2019		2020		2021		2022		2023		2024		2025		2026		2027		
	1H	2H	1H	2H	1H	2H	1H	2H	1H	2H	1H	2H	1H	2H	1H	2H	1H	2H	
레이저티닙 (Jassen)																			
NASH (Gilead)																			
GLP-1/FGF21 (BI)																			
매출 마일스톤																			

자료: 유한양행, 키움증권 리서치센터

유한양행 파이프라인 현황

구분	프로젝트	적용증	타겟	후보물질	전임상	1상	2상	3상
신약	Lazertinib	항암제(표적폐암)	EGFR-TK					
	YH14618	퇴행성디스크	TGF-β					
	YH12852	수술후 장 폐색증	H5-HT4					
	YH25724	비알콜성지방간염 (NASH)	GLP-1, FGF21					
	YH24931	면역 항암제	PD-L1					
	YH25487	천식	PI3K-δ					
	YH25248	항암제	PI3K-δ					
개량신약	AD-201	고혈압, 고지혈증	-					
	AD-207	고혈압, 이상지질혈증	-					
	AD-203	위궤양	-					
	AD-206	위식도역류질환	PPI					

자료: 유한양행, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12 월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,518.8	1,480.4	1,532.3	1,601.5	1,624.7
매출원가	1,105.0	1,049.5	1,047.7	1,091.4	1,094.0
매출총이익	413.8	430.9	484.5	510.1	530.7
판매비	363.7	418.3	408.0	426.8	431.3
영업이익	50.1	12.5	76.5	83.3	99.4
EBITDA	109.1	71.2	129.0	145.5	149.3
영업외손익	39.3	42.4	153.6	53.2	52.3
이자수익	13.2	12.4	7.4	7.7	5.7
이자비용	3.7	3.1	3.1	3.1	3.1
외환관련이익	2.1	2.9	2.4	2.4	2.4
외환관련손실	3.5	6.4	5.4	5.4	5.4
종속 및 관계기업손익	31.7	47.0	52.5	53.8	54.8
기타	-0.5	-10.4	99.8	-2.2	-2.1
법인세차감전이익	89.4	54.9	230.1	136.6	151.7
법인세비용	31.1	18.3	76.7	45.5	50.6
계속사업손익	58.3	36.6	153.4	91.0	101.1
당기순이익	58.3	36.6	153.4	91.0	101.1
지배주주순이익	57.5	40.0	156.2	92.7	102.9
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	3.9	-2.5	3.5	4.5	1.4
영업이익 증감율	-43.5	-75.0	512.0	8.9	19.3
EBITDA 증감율	-22.6	-34.7	81.2	12.8	2.6
지배주주순이익 증감율	-47.3	-30.4	290.5	-40.7	11.0
EPS 증감율	-47.3	-30.4	290.4	-40.7	11.1
매출총이익율(%)	27.2	29.1	31.6	31.9	32.7
영업이익률(%)	3.3	0.8	5.0	5.2	6.1
EBITDA Margin(%)	7.2	4.8	8.4	9.1	9.2
지배주주순이익률(%)	3.8	2.7	10.2	5.8	6.3

재무상태표

(단위: 십억원)

12 월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,111.0	1,117.0	1,023.0	973.4	917.6
현금 및 현금성자산	241.3	274.2	162.2	206.3	160.6
단기금융자산	233.8	140.9	84.9	51.2	30.9
매출채권 및 기타채권	356.1	417.8	432.5	360.3	365.6
재고자산	248.9	186.9	245.2	256.2	260.0
기타유동자산	30.9	97.2	98.2	99.4	100.5
비유동자산	1,062.9	1,000.2	1,121.3	1,133.9	1,159.9
투자자산	551.4	565.2	638.7	713.6	789.4
유형자산	343.3	327.5	379.6	321.3	274.6
무형자산	33.8	28.7	24.1	20.3	17.1
기타비유동자산	134.4	78.8	78.9	78.7	78.8
자산총계	2,173.8	2,117.2	2,144.2	2,107.4	2,077.4
유동부채	349.7	352.2	351.4	352.1	349.7
매입채무 및 기타채무	174.2	190.0	189.1	189.9	187.4
단기금융부채	48.4	41.8	41.8	41.8	41.8
기타유동부채	127.1	120.4	120.5	120.4	120.5
비유동부채	172.4	115.0	115.0	115.0	115.0
장기금융부채	70.2	49.7	49.7	49.7	49.7
기타비유동부채	102.2	65.3	65.3	65.3	65.3
부채총계	522.1	467.2	466.4	467.1	464.7
지배지분	1,641.7	1,646.3	1,676.8	1,640.9	1,615.3
자본금	62.2	65.1	68.0	68.0	68.0
자본잉여금	113.9	111.9	111.9	111.9	111.9
기타자본	-165.1	-173.5	-173.5	-173.5	-173.5
기타포괄손익누계액	95.3	97.4	93.6	89.8	86.0
이익잉여금	1,535.4	1,545.4	1,576.8	1,544.7	1,522.9
비지배지분	10.1	3.7	1.0	-0.7	-2.5
자본총계	1,651.7	1,650.0	1,677.8	1,640.3	1,612.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

12 월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	93.5	66.0	96.4	280.2	204.8
당기순이익	58.3	36.6	153.4	91.0	101.1
비현금항목의 가감	80.0	68.0	140.5	118.7	113.4
유형자산감가상각비	54.8	54.1	47.9	58.3	46.7
무형자산감가상각비	4.2	4.6	4.6	3.9	3.2
지분법평가손익	-31.8	-81.5	0.0	0.0	0.0
기타	52.8	90.8	88.0	56.5	63.5
영업활동자산부채증감	-59.1	-63.9	-175.9	60.6	-12.6
매출채권및기타채권의감소	-59.5	-55.4	-14.6	72.1	-5.2
재고자산의감소	23.4	56.5	-58.3	-11.1	-3.7
매입채무및기타채무의증가	-7.7	21.3	-0.8	0.7	-2.4
기타	-15.3	-86.3	-102.2	-1.1	-1.3
기타현금흐름	14.3	25.3	-21.6	9.9	2.9
투자활동 현금흐름	-58.2	31.6	-18.6	-42.1	-56.5
유형자산의 취득	-46.0	-42.8	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	2.5	0.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-1.8	-4.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-33.4	-13.8	-73.5	-74.8	-75.8
단기금융자산의감소(증가)	11.2	92.9	56.0	33.7	20.3
기타	9.3	-1.0	-1.1	-1.0	-1.0
재무활동 현금흐름	-51.4	-67.0	-23.0	-127.0	-127.0
차입금의 증가(감소)	-17.2	-33.5	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	3.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-12.3	-8.4	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-21.9	-22.9	-23.8	-124.8	-124.8
기타	0.0	-2.2	-2.2	-2.2	-2.2
기타현금흐름	0.8	2.3	-166.9	-66.9	-66.9
현금 및 현금성자산의 순증가	-15.3	32.9	-112.1	44.2	-45.6
기초현금 및 현금성자산	256.6	241.3	274.2	162.1	206.3
기말현금 및 현금성자산	241.3	274.2	162.1	206.3	160.6

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12 월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	845	588	2,296	1,362	1,513
BPS	24,129	24,196	24,646	24,118	23,741
CFPS	2,033	1,538	4,320	3,083	3,153
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
주가배수(배)					
PER	46.3	80.4	20.8	35.1	31.6
PER(최고)	62.9	87.6	23.0		
PER(최저)	35.7	65.9	16.3		
PBR	1.62	1.95	1.94	1.98	2.01
PBR(최고)	2.20	2.13	2.15		
PBR(최저)	1.25	1.60	1.52		
PSR	1.75	2.17	2.12	2.03	2.00
PCFR	19.3	30.8	11.1	15.5	15.1
EV/EBITDA	20.1	38.6	24.0	21.2	21.1
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	38.1	63.7	79.8	134.5	121.1
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.0	0.8	4.2	4.2	4.2
ROA	2.7	1.7	7.2	4.3	4.8
ROE	3.5	2.4	9.4	5.6	6.3
ROIC	3.8	1.5	6.1	6.7	8.8
매출채권회전율	4.7	3.8	3.6	4.0	4.5
재고자산회전율	5.8	6.8	7.1	6.4	6.3
부채비율	31.6	28.3	27.8	28.5	28.8
순차입금비율	-21.6	-19.6	-9.3	-10.1	-6.2
이자보상배율	13.7	4.0	24.7	26.9	32.1
총차입금	118.6	91.5	91.5	91.5	91.5
순차입금	-356.5	-323.7	-155.6	-166.0	-100.0
NOPLAT	109.1	71.2	129.0	145.5	149.3
FCF	-17.9	-40.4	-72.4	178.4	103.6

Compliance Notice

- 당사는 4월 13일 현재 '유한양행' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

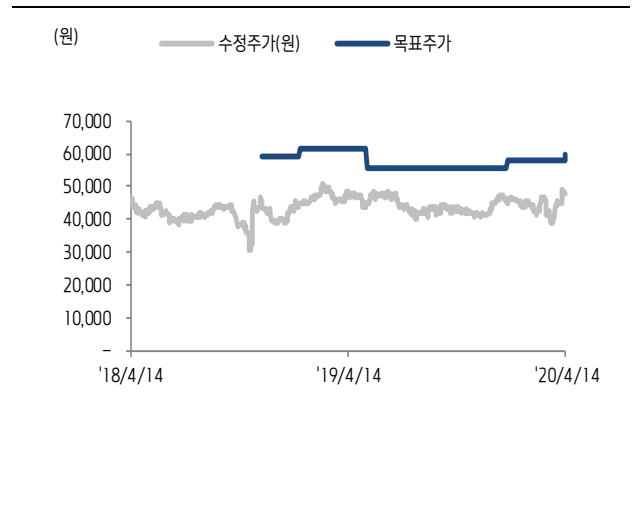
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 사점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
유한양행	2018-11-21	BUY (Reinitiate)	58,982원	6개월	-29.53	-23.23
(012630)	2019-01-23	BUY (Maintain)	61,440원	6개월	-28.58	-17.26
담당자변경	2019-03-12	BUY (Maintain)	61,440원	6개월	-26.90	-17.26
	2019-05-16	BUY (Maintain)	55,680원	6개월	-19.20	-12.49
	2019-08-26	BUY (Maintain)	55,680원	6개월	-20.98	-12.49
	2020-01-07	BUY (Maintain)	58,000원	6개월	-23.29	-15.52
	2020-04-14	BUY (Maintain)	60,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2019/04/01~2020/03/31)

매수	중립	매도
96.58%	2.74%	0.68%