



유한양행 (000100)

1Q20 Review: 다소 아쉬운 실적

▶ Analyst 신재훈 jaehoon.shin@hanwha.com 3772-7687

Buy (유지)

목표주가(유지): 64,000원

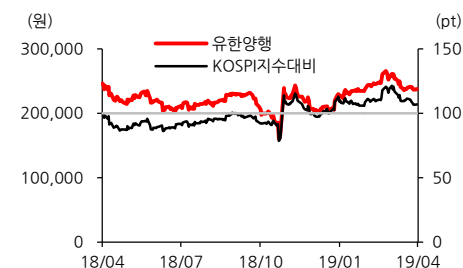
| | |
|----------------|------------------|
| 현재 주가(5/4) | 46,350원 |
| 상승여력 | ▲38.1% |
| 시가총액 | 30,988억원 |
| 발행주식수 | 66,857천주 |
| 52 주 최고가 / 최저가 | 49,000 / 44,900원 |
| 90 일 일평균 거래대금 | 196.12억원 |
| 외국인 지분율 | 20.3% |
| 주주 구성 | |
| 유한재단(외 2 인) | 23.3% |
| 국민연금공단 | 13.1% |
| 유한양행 자사주 펀드 | 8.3% |

| 주가수익률(%) | 1개월 | 3개월 | 6개월 | 12개월 |
|--------------|------|------|------|------|
| 절대수익률 | 3.2 | 5.1 | 10.0 | -2.0 |
| 상대수익률(KOSPI) | -6.6 | 17.3 | 21.1 | 11.7 |

(단위: 십억 원, %, 배)

| 재무정보 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|-----------|-------|-------|--------|-------|
| 매출액 | 1,519 | 1,480 | 1,568 | 1,654 |
| 영업이익 | 50 | 13 | 53 | 67 |
| EBITDA | 109 | 71 | 112 | 126 |
| 지배주주순이익 | 57 | 40 | 167 | 68 |
| EPS | 4,313 | 2,998 | 12,494 | 5,093 |
| 순차입금 | -356 | -318 | -416 | -435 |
| PER | 45.4 | 78.9 | 3.7 | 9.1 |
| PBR | 1.6 | 2.0 | 0.4 | 0.3 |
| EV/EBITDA | 21.1 | 40.6 | 24.4 | 21.5 |
| 배당수익률 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| ROE | 3.5 | 2.4 | 9.7 | 3.7 |

주가 추이



유한양행 1Q20 실적은 다소 아쉬웠습니다. 코로나 19의 영향이 컸으며, 수익성 높은 API 수출도 큰 폭으로 감소했기 때문입니다. 하지만 2분기부터는 레이저티닙의 마일스톤 유입으로 실적개선이 가능할 것으로 예상합니다.

1Q20 Review – 다소 아쉬운 실적

유한양행의 1Q20 실적은 매출액 3,133억원(-9.2% YoY, -20.4% QoQ), 영업이익 11억원(-82.4% YoY, -87.4% QoQ), 영업이익률 0.3%(-1.5%p YoY, -1.9%p QoQ), 당기순이익 1,154억원(+636.7% YoY, 4,163.5% QoQ), 순이익률 36.8%(+32.3%p YoY, +36.1%p QoQ)를 기록하였다. 매출액 감소는 코로나 19에 기인한 처방의약품 사업부문 부진의 영향을 받았으며, 수익성은 매출감소와 수익성 높은 API 수출의 감소로 부진하였다. 지분법이익은 유한김벌리의 위생용품이 코로나19 수혜의 영향으로 190억원(+40.9% YoY)을 기록하였으며, 당기순이익은 군포공장부지 매각에 따른 처분이익 1,328억원이 반영되었다. 사업부문별 매출액은 약품사업 2,401억원(-8.1% YoY), 생활건강사업 270억원(+27.4% YoY), 해외사업 247억원(-48.8% YoY), 라이선스 수익 169억원(+75억원 순증 YoY), 기타 46억원을 시현하였다. 약품사업부문 세부 매출은 ETC 1,937억원(-13.3% YoY), OTC 299억원(+3.7% YoY), 기타 164억원을 기록하였다.

투자의견 Buy, 목표주가 64,000원 유지

유한양행에 대하여 투자의견 Buy, 목표주가 64,000원을 유지한다. 1분기 실적은 다소 부진했지만 2분기부터는 처방의약품 실적과 API 수출이 정상화되고 4월달 안센으로부터 수취한 레이저티닙 마일스톤의 일부인 300억원의 반영이 예정되어 있어 실적개선이 가능할 것으로 전망한다. 그리고 향후 대형품목의 도입과 베링거인겔하임에 기술이전 한 비알콜성지방간염(NASH) 치료제 임상진행에 따른 마일스톤 유입으로 지속적인 실적성장을 기록할 것으로 예상된다 2020년도 실적은 매출액 1조 5,682억원(+5.9% YoY), 영업이익 532억원(+324.4% YoY)을 전망한다.

[표1] 유한양행 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

| | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19 | 1Q20P | 2Q20E | 3Q20E | 4Q20E | 2019 | 2020 |
|--------|--------|---------|---------|--------|--------|---------|-------|--------|---------|---------|
| 매출액 | 345.0 | 359.4 | 382.3 | 393.7 | 313.3 | 407.9 | 418.6 | 428.4 | 1,480.4 | 1,568.2 |
| YoY(%) | 1.5 | (6.9) | 1.0 | (4.9) | (9.2) | 13.5 | 9.5 | 8.8 | (2.5) | 5.9 |
| 약품사업 | 261.3 | 263.3 | 283.5 | 299.0 | 240.1 | 272.7 | 300.4 | 312.9 | 1,107.1 | 1,126.0 |
| YoY(%) | (5.1) | (8.9) | (2.3) | (2.9) | (8.1) | 3.6 | 5.9 | 4.7 | (4.7) | 1.7 |
| ETC | 223.6 | 224.6 | 246.0 | 255.3 | 193.7 | 230.2 | 256.6 | 267.1 | 949.5 | 947.6 |
| YoY(%) | (6.4) | (10.3) | (4.0) | (6.0) | (13.3) | 2.5 | 4.3 | 4.6 | (6.7) | (0.2) |
| OTC | 28.9 | 28.9 | 29.6 | 29.0 | 29.9 | 29.9 | 30.2 | 30.3 | 116.4 | 120.3 |
| YoY(%) | 3.3 | (3.0) | 15.1 | 2.1 | 3.7 | 3.5 | 2.0 | 4.5 | 4.0 | 3.4 |
| 기타 | 8.8 | 9.8 | 7.9 | 14.7 | 16.4 | 12.6 | 13.6 | 15.5 | 41.2 | 58.1 |
| 생활건강사업 | 21.2 | 34.8 | 33.0 | 24.8 | 27.0 | 45.5 | 40.1 | 37.8 | 113.9 | 150.4 |
| YoY(%) | (0.7) | 10.1 | 13.3 | 7.8 | 27.4 | 30.6 | 21.4 | 52.1 | 8.3 | 32.0 |
| 해외사업 | 48.3 | 53.7 | 44.3 | 59.3 | 24.7 | 49.6 | 48.8 | 47.5 | 205.7 | 170.6 |
| YoY(%) | 20.4 | (13.3) | (20.2) | (24.7) | (48.8) | (7.7) | 10.0 | (19.9) | (13.0) | (17.1) |
| 라이선스수익 | 9.4 | 1.9 | 8.7 | 3.3 | 16.9 | 35.5 | 24.5 | 25.5 | 23.2 | 102.4 |
| 기타 | 4.8 | 5.6 | 12.7 | 7.3 | 4.6 | 4.6 | 4.8 | 4.7 | 30.5 | 18.7 |
| 영업이익 | 6.1 | (5.4) | 3.3 | 8.5 | 1.1 | 20.8 | 15.1 | 16.2 | 12.5 | 53.2 |
| YoY(%) | (76.3) | (132.6) | 2,103.8 | 10.6 | (82.4) | (484.0) | 351.6 | 90.6 | (75.0) | 324.4 |
| OPM(%) | 1.8 | (1.5) | 0.9 | 2.2 | 0.3 | 5.1 | 3.6 | 3.8 | 0.8 | 3.4 |
| 당기순이익 | 15.7 | 5.7 | 12.6 | 2.7 | 115.4 | 22.7 | 15.9 | 12.9 | 36.6 | 166.9 |
| YoY(%) | (26.0) | (65.6) | 15.3 | (72.2) | 636.7 | 298.7 | 26.9 | 378.2 | (37.2) | 355.9 |
| NPM(%) | 4.5 | 1.6 | 3.3 | 0.7 | 36.8 | 5.6 | 3.8 | 3.0 | 2.5 | 10.6 |

자료: 유한양행, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 유한양행 2020년 1분기 실적

(단위: 십억 원, %)

| | 1Q20P | 전년 동기 대비(YoY) | | 지난 분기 대비(QoQ) | | 변경 전 추정치 | |
|----------|-------|---------------|--------|---------------|---------|----------|--------|
| | | 1Q19 | 차이(%) | 4Q19 | 차이(%) | 1Q20E | 차이(%) |
| 매출액 | 313.3 | 345.0 | -9.2% | 393.7 | -20.4% | 331.6 | -5.5% |
| 영업이익 | 1.1 | 6.1 | -82.4% | 8.5 | -87.4% | 7.4 | -85.5% |
| 영업이익률(%) | 0.3 | 1.8 | -1.5%p | 2.2 | -1.9%p | 2.2 | 0.7%p |
| 순이익 | 115.4 | 15.7 | 636.7% | 2.7 | 4163.5% | 14.9 | 674.2% |
| 순이익률(%) | 36.8 | 4.5 | 32.3%p | 0.7 | 36.1%p | 4.5 | 0.6%p |
























자료: 유한양행, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 유한양행 파이프라인 현황

| 구분 | 적응증 | 과제 명 | 연구개발 단계 | | | | |
|------|----------------------------|---------|---------|-----|-------|-------|-------|
| | | | 후보물질 | 전임상 | 임상 1상 | 임상 2상 | 임상 3상 |
| 신약 | 항암제(표적 폐암) (Lazertinib) | YH25448 | | | | | |
| | 퇴행성디스크 | YH14618 | | | | 2b상 | |
| | 수술 후 장폐색증 | YH12852 | | | | | |
| | 비알콜성지방간염(NASH) | YH25724 | | | | | |
| | 종양(면역) | YH24931 | | | | | |
| | 천식 | YH25487 | | | | | |
| | 종양 | YH25248 | | | | | |
| 개량신약 | 골다공증 | AD-101 | | | | | 허가 |
| | 고지혈/고혈압 | AD-201 | | | | | |
| | 고지혈/고혈압 | AD-207 | | | | | |
| | 소화기 | AD-203 | | | | | |
| | 고혈압 | AD-209 | | | | | |

자료: 유한양행, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 유한양행 오픈 이노베이션

| 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 |
|--|---|---|---|--|
|  RESEARCH COLLABORATION on oncology program |  R&D-BASED JOINT VENTURE Formed by Yuhan & Sorrento |  INVESTMENT to Severance Hospital in Qingdao, China |  RESEARCH COLLABORATION on immuno-oncology program |  LICENSE & COLLABORATION AGREEMENT for two targets for NASH |
|  RESEARCH COLLABORATION using siRNA technology |  EQUITY INVESTMENT |  ACQUIRED LICENSE to a novel human scFv Library |  CO-DEVELOPMENT on rare disease program |  LICENSE & COLLABORATION AGREEMENT for GLP-1/FGF21 dual agonist for NASH |
|  ACQUIRED LICENSE to hyFc SR platform technology |  STRATEGIC ALLIANCE to use antibody platform technology |  ADD Pharma |  LICENSE AGREEMENT for a FIC novel agent for degenerative disc disease |  Syntekabio |
| |  EQUITY INVESTMENT | |  RESEARCH COLLABORATION on anti-cancer antibody |  imnewrun BIOSCIENCES |
| |  RESEARCH COLLABORATION on anti-cancer programs | |  RESEARCH COLLABORATION on bispecific antibody |  GT innovation |
| | | |  LICENSE & COLLABORATION AGREEMENT for EGFR TKI for NSCLC |  SL BIGEN |

자료: 유한양행

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 1,462 | 1,519 | 1,480 | 1,568 | 1,654 |
| 매출총이익 | 425 | 414 | 431 | 497 | 533 |
| 영업이익 | 89 | 50 | 13 | 53 | 67 |
| EBITDA | 141 | 109 | 71 | 112 | 126 |
| 순이자손익 | 6 | 13 | 14 | 12 | 12 |
| 외화관련손익 | -14 | -1 | -3 | 0 | 0 |
| 지분법손익 | 48 | 32 | 38 | -11 | -11 |
| 세전계속사업손익 | 145 | 89 | 55 | 224 | 87 |
| 당기순이익 | 110 | 58 | 37 | 167 | 68 |
| 지배주주순이익 | 109 | 57 | 40 | 167 | 68 |
| 증가율(%) | | | | | |
| 매출액 | 10.7 | 3.9 | -2.5 | 5.9 | 5.5 |
| 영업이익 | -9.3 | -43.5 | -75.0 | 324.4 | 26.3 |
| EBITDA | 0.1 | -22.6 | -34.8 | 57.9 | 12.2 |
| 순이익 | -32.0 | -46.8 | -37.2 | 355.9 | -59.2 |
| 이익률(%) | | | | | |
| 매출총이익률 | 29.0 | 27.2 | 29.1 | 31.7 | 32.2 |
| 영업이익률 | 6.1 | 3.3 | 0.8 | 3.4 | 4.1 |
| EBITDA 이익률 | 9.6 | 7.2 | 4.8 | 7.2 | 7.6 |
| 세전이익률 | 9.9 | 5.9 | 3.7 | 14.3 | 5.3 |
| 순이익률 | 7.5 | 3.8 | 2.5 | 10.6 | 4.1 |

현금흐름표

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|----------------|------|------|------|-------|-------|
| 영업현금흐름 | 126 | 93 | 66 | 215 | 116 |
| 당기순이익 | 110 | 58 | 37 | 167 | 68 |
| 자산상각비 | 52 | 59 | 59 | 59 | 59 |
| 운전자본증감 | -45 | -59 | -64 | -25 | -24 |
| 매출채권 감소(증가) | -56 | -60 | -55 | -15 | -24 |
| 재고자산 감소(증가) | 41 | 23 | 57 | -36 | -12 |
| 매입채무 증가(감소) | -46 | -8 | 21 | 23 | 9 |
| 투자현금흐름 | -42 | -58 | 32 | -98 | -102 |
| 유형자산처분(취득) | -57 | -44 | -42 | -45 | -48 |
| 무형자산 감소(증가) | -3 | -2 | -4 | -11 | -11 |
| 투자자산 감소(증가) | 47 | 20 | 105 | -5 | -6 |
| 재무현금흐름 | -68 | -51 | -67 | -24 | 0 |
| 차입금의 증가(감소) | -67 | -17 | -36 | 0 | 0 |
| 자본의 증가(감소) | 0 | -22 | -23 | -24 | 0 |
| 배당금의 지급 | 21 | 22 | 23 | 24 | 0 |
| 총현금흐름 | 156 | 138 | 105 | 239 | 140 |
| (-)운전자본증감(감소) | 17 | 24 | 63 | 25 | 24 |
| (-)설비투자 | 57 | 46 | 43 | 45 | 48 |
| (+)자산매각 | -3 | 1 | -4 | -11 | -11 |
| Free Cash Flow | 79 | 68 | -4 | 158 | 58 |
| (-)기타투자 | 59 | 67 | 29 | 37 | 38 |
| 잉여현금 | 21 | 1 | -33 | 122 | 20 |
| NOPLAT | 67 | 33 | 8 | 40 | 52 |
| (+) Dep | 52 | 59 | 59 | 59 | 59 |
| (-)운전자본투자 | 17 | 24 | 63 | 25 | 24 |
| (-)Capex | 57 | 46 | 43 | 45 | 48 |
| OpFCF | 46 | 21 | -38 | 29 | 39 |

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

| 12 월 결산 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 1,070 | 1,111 | 1,117 | 1,270 | 1,330 |
| 현금성자산 | 501 | 475 | 409 | 507 | 527 |
| 매출채권 | 293 | 356 | 418 | 433 | 456 |
| 재고자산 | 271 | 249 | 187 | 223 | 235 |
| 비유동자산 | 1,025 | 1,063 | 1,000 | 1,023 | 1,050 |
| 투자자산 | 644 | 686 | 644 | 670 | 697 |
| 유형자산 | 355 | 343 | 327 | 319 | 314 |
| 무형자산 | 26 | 34 | 29 | 34 | 39 |
| 자산총계 | 2,095 | 2,174 | 2,117 | 2,293 | 2,380 |
| 유동부채 | 276 | 350 | 352 | 383 | 399 |
| 매입채무 | 135 | 137 | 140 | 163 | 172 |
| 유동성이자부채 | 18 | 48 | 42 | 42 | 42 |
| 비유동부채 | 212 | 172 | 115 | 118 | 120 |
| 비유동이자부채 | 115 | 70 | 50 | 50 | 50 |
| 부채총계 | 488 | 522 | 467 | 500 | 519 |
| 자본금 | 60 | 62 | 65 | 65 | 65 |
| 자본잉여금 | 118 | 114 | 112 | 112 | 112 |
| 이익잉여금 | 1,493 | 1,535 | 1,545 | 1,689 | 1,757 |
| 자본조정 | -70 | -70 | -76 | -76 | -76 |
| 자기주식 | -153 | -165 | -174 | -174 | -174 |
| 자본총계 | 1,606 | 1,652 | 1,650 | 1,793 | 1,861 |

주요지표

(단위: 원, 배)

| 12 월 결산 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E |
|-----------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 주당지표 | | | | | |
| EPS | 8,205 | 4,313 | 2,998 | 12,494 | 5,093 |
| BPS | 117,863 | 120,865 | 121,084 | 131,612 | 136,617 |
| DPS | 2,000 | 2,000 | 2,000 | 2,000 | 2,000 |
| CFPS | 11,479 | 10,179 | 7,697 | 17,608 | 10,325 |
| ROA(%) | 5.3 | 2.7 | 1.9 | 7.6 | 2.9 |
| ROE(%) | 7.0 | 3.5 | 2.4 | 9.7 | 3.7 |
| ROIC(%) | 9.1 | 4.3 | 1.0 | 4.8 | 6.2 |
| Multiples(x, %) | | | | | |
| PER | 24.5 | 45.4 | 78.9 | 3.7 | 9.1 |
| PBR | 1.7 | 1.6 | 2.0 | 0.4 | 0.3 |
| PSR | 1.9 | 1.8 | 2.2 | 0.4 | 0.4 |
| PCR | 17.5 | 19.2 | 30.7 | 2.6 | 4.5 |
| EV/EBITDA | 16.7 | 21.1 | 40.6 | 24.4 | 21.5 |
| 배당수익률 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| 안정성(%) | | | | | |
| 부채비율 | 30.4 | 31.6 | 28.3 | 27.9 | 27.9 |
| Net debt/Equity | -22.9 | -21.6 | -19.2 | -23.2 | -23.4 |
| Net debt/EBITDA | -260.8 | -326.4 | -446.1 | -369.5 | -344.9 |
| 유동비율 | 387.1 | 317.7 | 317.1 | 332.0 | 333.6 |
| 이자보상배율(배) | 19.2 | 13.7 | 4.0 | 19.6 | 24.7 |
| 자산구조(%) | | | | | |
| 투하자본 | 38.6 | 41.0 | 43.4 | 41.4 | 41.2 |
| 현금+투자자산 | 61.4 | 59.0 | 56.6 | 58.6 | 58.8 |
| 자본구조(%) | | | | | |
| 차입금 | 7.7 | 6.7 | 5.3 | 4.9 | 4.7 |
| 자기자본 | 92.3 | 93.3 | 94.7 | 95.1 | 95.3 |

[Compliance Notice]

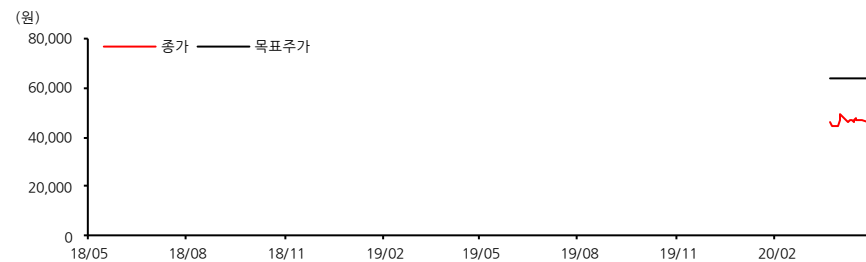
(공표일: 2020년 5월 6일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (신재훈)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[유한양행 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

| | | | | | | |
|------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 일 시 | 2016.08.12 | 2018.07.11 | 2018.07.17 | 2019.02.26 | 2019.02.26 | 2019.04.11 |
| 투자의견 | 투자등급변경 | Buy | Buy | 담당자변경 | Buy | Buy |
| 목표가격 | | 300,000 | 300,000 | 신재훈 | 320,000 | 320,000 |
| 일 시 | 2019.09.19 | 2020.05.06 | | | | |
| 투자의견 | Buy | Buy | | | | |
| 목표가격 | 320,000 | 64,000 | | | | |

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

| 일자 | 투자의견 | 목표주가(원) | 괴리율(%) | |
|------------|------|---------|---------|-------------|
| | | | 평균주가 대비 | 최고(최저)주가 대비 |
| 2019.02.26 | Buy | | | |
| 2020.05.06 | Buy | 64,000 | | |

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2020년 03월 31일)

| 투자등급 | 매수 | 중립 | 매도 | 합계 |
|------------|-------|------|------|--------|
| 금융투자상품의 비중 | 93.4% | 6.6% | 0.0% | 100.0% |