



BUY(Maintain)

목표주가: 70,000원

주가(7/31): 57,300원

시가총액: 38,309억원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

RA 김경환

02) 3787-4904, KHkim@kiwoom.com

StockData

KOSPI (7/31)	2,249.37pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	57,300 원	38,900원
등락률	0.0%	47.3%
수익률	절대	상대
1M	13.2%	6.1%
6M	31.4%	23.8%
1Y	38.2%	24.4%

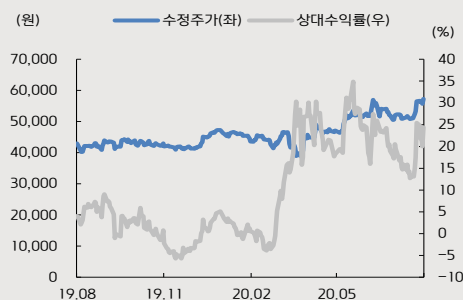
Company Data

발행주식수	66,857 천주
일평균 거래량(3M)	971천주
외국인 지분율	21.4%
배당수익률(2020E)	3.6%
BPS(2020E)	25,247원
주요 주주	유한재단 외 1인 15.7%

투자지표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F
매출액	1,518.8	1,480.4	1,620.2	1,604.6
영업이익	50.1	12.5	99.0	85.3
EBITDA	109.1	71.2	151.5	147.5
세전이익	89.4	54.9	290.3	144.4
순이익	58.3	36.6	193.6	96.3
지배주주지분순이익	57.5	40.0	197.0	98.0
EPS(원)	845	588	2,896	1,440
증감률(% YoY)	-47.3	-30.4	392.5	-50.3
PER(배)	46.3	80.4	19.2	38.7
PBR(배)	1.62	1.95	2.21	2.25
EV/EBITDA(배)	20.1	38.6	24.1	24.4
영업이익률(%)	3.3	0.8	6.1	5.3
ROE(%)	3.5	2.4	11.7	5.8
순차입금비율(%)	-21.6	-19.6	-9.1	-11.5

Price Trend



실적 Review

유한양행(000100)

마일스톤 유입으로 6개 분기 만에 상회



31일 장 중 6개 분기 만에 시장 기대치를 상회하는 2분기 실적을 발표하였습니다. 코로나19 영향이 예상보다 양호했고, 안센 기술료 유입으로 수익성이 개선되었습니다. 하반기에도 임상 진척에 따른 대규모 기술료 유입이 전망되며, 9월 ESMO에서 병용 1b상 데이터 발표도 전망됩니다. R&D 투자 → 기술수출 → 임상 진척 및 마일스톤 유입 → 실적 개선의 선순환 구조 돌입이 시작되었다는 점이 긍정적입니다.

>>> 2분기 실적 시장 기대치 상회

2분기 연결 매출액 4,155억원(YoY +16%), 영업이익 357억원(YoY 흑전, OPM 8.6%)으로 매출액과 영업이익 컨센서스 대비 각각 3%, 38% 상회하였다.

일반의약품 사업부가 뼈고름 및 마스크 판매 등으로 344억원(+19%), 처방의약품 사업부가 비리어드 매출 하락에도 불구하고 고지혈증 복합제 로수바미브와 당뇨치료제 자디앙 등의 성장으로 2,417억원(+8%), 생활건강 분야도 유한락스와 손세정제 등의 판매 호조로 513억원(+29%)을 기록하였다.

다만, 에이즈와 C형 간염 원료(API) 수출 부진이 지속되며 API 수출 295억원(YoY -45%)으로 부진하였다. 그럼에도 불구하고, 안센으로부터 레이저티닙 관련 마일스톤 378억원(기존 수령액 432억원에서 세금 제외) 유입으로 2분기 기술료 수익이 441억원(+2280%)을 기록하며 수익성 개선에 기여하였다.

>>> 하반기에도 마일스톤 유입으로 호실적 예상

당초 종합병원 비중이 높아 코로나19가 미치는 악영향이 더 높을 것으로 예상했으나, 2분기 전문의약품 처방이 증가하였으며 7월부터 항암제 글리벡 독점 판매계약 체결로 ETC 지속 성장 및 유한락스와 해피홈 등의 마스크/세정제 관련 품목 매출 호조가 예상된다.

하반기 레이저티닙의 두 번째 마일스톤 유입과 길리어드 기술수출한 NASH 치료제 후보물질 도출 관련 마일스톤 유입되면 연간 영업이익은 올해 천 억원에 근접할 것으로 예상된다. 레이저티닙과 아미반타탐(Amivantamab) 병용 3상 진입이 20.10월 시작 예정으로 ClinicalTrials.gov에 확인되었기 때문에 4분기 두 번째 마일스톤 약 750억원 4분기 유입 가정하여 추정치에 반영하였다.

>>> 투자의견 BUY 유지, 목표주가 7만원 상향

4분기 레이저티닙과 아미반타탐 병용 3상 진입이 예상됨에 따라 마일스톤 유입을 가정하여 실적 추정치에 반영하였고, 상위 제약사 밸류에이션 상승 적용하여 목표주가 7만원으로 상향하고 투자의견 BUY 유지한다. 마일스톤 유입으로 6개 분기 만에 실적 기대치 상회하였고, 하반기에도 대규모 마일스톤 유입이 기대된다. 9월 유럽종양학회(ESMO)에서 레이저티닙 병용 1b상 데이터 발표를 기대할 수 있으며, 하반기 길리어드에 기술수출한 NASH 치료제의 후보물질 도출로 인한 기술료 유입도 기대된다. 기술수출한 물질의 임상 순항 및 마일스톤 유입으로 R&D 선순환 구조 돌입이 실적에 드러나기 시작했다는 점이 긍정적이다.

실적 세부 내역 1

(단위, 십억원)

	1Q20	2Q20P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)	컨센서스	차이 (컨센/추정)
매출액	313.3	415.5	33%	16%	401.0	4%	404.2	3%
영업이익	1.1	35.7	3221%	흑전	28.8	24%	25.9	38%
영업이익률	0%	9%						
세전이익	115.4	47.7	-59%	346%	49.5	-4%		
세전이익률	37%	11%						
지배주주순이익	115.8	34.3	-70%	528%	36.5	-6%	35.3	-3%

자료: 키움증권 리서치센터

실적 세부 내역 2

(단위, 십억원)

구 분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2020E
유한양행(별도)	341.9	355.7	380.0	385.7	1,463.3	303.3	408.6	394.6	474.8	1,563.6
유한화학	39.2	40.0	36.8	46.7	162.7	21.9	26.9	29.7	51.6	130.2
내부거래상계	(45.4)	(46.0)	(37.9)	(54.8)	(184.1)	(14.7)	(22.0)	(23.6)	(40.4)	(100.7)
연결 매출액	345.0	359.4	382.3	393.7	1,480.4	313.3	415.5	402.7	488.7	1,620.2
YoY	2%	-7%	1%	-5%	-3%	-9%	16%	5%	24%	9%
원가	241.7	260.5	277.1	270.2	1,049.5	221.9	261.9	281.9	340.3	1,106.0
원가율	70%	72%	73%	69%	71%	71%	63%	70%	70%	68%
판매비와 관리비 등	97.2	104.3	101.8	115.0	418.3	90.3	117.9	108.5	98.5	415.2
판매비율	28%	29%	27%	29%	28%	29%	28%	27%	20%	26%
영업이익	6.1	(5.4)	3.3	8.5	12.5	1.1	35.7	12.3	50.0	99.0
YoY	-76%	-133%	2104%	11%	-75%	-82%	흑전	267%	487%	690%
OPM	2%	-2%	1%	2%	1%	0%	9%	3%	10%	6%

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구분	가치산정	비고
영업가치	29,593	상위제약사 평균 Fw12M PER
비영업가치		
YH25448	8,205	
순차입금	-5,292	
유통주식수	61,175	
기업가치	43,090	
목표주가	70,000	

주 : 상위제약사는 녹십자, 종근당, 대웅제약, 동아에스티

자료: 키움증권 리서치센터

유한양행 파이프라인 현황

구분	프로젝트	적응증	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)

12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,518.8	1,480.4	1,620.2	1,604.6	1,629.4
매출원가	1,105.0	1,049.5	1,106.0	1,107.2	1,112.3
매출총이익	413.8	430.9	514.2	497.3	517.1
판매비	363.7	418.3	415.2	412.0	416.6
영업이익	50.1	12.5	99.0	85.3	100.5
EBITDA	109.1	71.2	151.5	147.5	150.4
영업외손익	39.3	42.4	191.4	59.1	58.3
이자수익	13.2	12.4	7.4	8.5	6.4
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	60.2	62.8	64.1
기타	-0.5	-10.4	129.9	-6.1	-6.1
법인세차감전이익	89.4	54.9	290.3	144.4	158.8
법인세비용	31.1	18.3	96.8	48.1	52.9
계속사업손익	58.3	36.6	193.6	96.3	105.8
당기순이익	58.3	36.6	193.6	96.3	105.8
지배주주순이익	57.5	40.0	197.0	98.0	107.7
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	3.9	-2.5	9.4	-1.0	1.5
영업이익 증감율	-43.5	-75.0	692.0	-13.8	17.8
EBITDA 증감율	-22.6	-34.7	112.8	-2.6	2.0
지배주주순이익 증감율	-47.3	-30.4	392.5	-50.3	9.9
EPS 증감율	-47.3	-30.4	392.5	-50.3	9.9
매출총이익율(%)	27.2	29.1	31.7	31.0	31.7
영업이익률(%)	3.3	0.8	6.1	5.3	6.2
EBITDA Margin(%)	7.2	4.8	9.4	9.2	9.2
지배주주순이익률(%)	3.8	2.7	12.2	6.1	6.6

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,111.0	1,117.0	1,061.9	1,002.4	942.2
현금 및 현금성자산	241.3	274.2	162.2	234.0	183.4
단기금융자산	233.8	140.9	84.9	51.2	30.9
매출채권 및 기타채권	356.1	417.8	457.3	361.0	366.6
재고자산	248.9	186.9	259.2	256.7	260.7
기타유동자산	30.9	97.2	98.3	99.5	100.6
비유동자산	1,062.9	1,000.2	1,129.0	1,150.7	1,185.9
투자자산	551.4	565.2	646.5	730.3	815.4
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	78.8	78.8	78.8
자산총계	2,173.8	2,117.2	2,190.9	2,153.1	2,128.1
유동부채	349.7	352.2	358.0	352.3	350.0
매입채무 및 기타채무	174.2	190.0	195.7	190.1	187.8
단기금융부채	48.4	41.8	41.8	41.8	41.8
기타유동부채	127.1	120.4	120.5	120.4	120.4
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	472.9	467.3	465.0
지배지분	1,641.7	1,646.3	1,717.8	1,687.2	1,666.5
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	1,617.7	1,591.0	1,574.1
비지배지분	10.1	3.7	0.2	-1.5	-3.4
자본총계	1,651.7	1,650.0	1,718.0	1,685.8	1,663.1

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	93.5	66.0	104.3	316.8	209.0
당기순이익	58.3	36.6	193.6	96.3	105.8
비현금항목의 가감	80.0	68.0	160.6	120.5	115.1
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	108.1	58.3	65.2
영업활동자산부채증감	-59.1	-63.9	-208.1	92.0	-13.1
매출채권및기타채권의감소	-59.5	-55.4	-39.5	96.3	-5.6
재고자산의감소	23.4	56.5	-72.3	2.5	-4.0
매입채무및기타채무의증가	-7.7	21.3	5.7	-5.6	-2.3
기타	-15.3	-86.3	-102.0	-1.2	-1.2
기타현금흐름	14.3	25.3	-41.8	8.0	1.2
투자활동 현금흐름	-58.2	31.6	-26.3	-51.2	-65.8
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	-81.3	-83.9	-85.1
단기금융자산의감소(증가)	11.2	92.9	56.0	33.7	20.3
기타	9.3	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0
재무활동 현금흐름	-51.4	-67.0	-23.0	-126.9	-126.9
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	-124.7	-124.7
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	-112.0	71.8	-50.7
기초현금 및 현금성자산	256.6	241.3	274.2	162.2	234.0
기말현금 및 현금성자산	241.3	274.2	162.2	234.0	183.4

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	845	588	2,896	1,440	1,584
BPS	24,129	24,196	25,247	24,799	24,493
CFPS	2,033	1,538	5,205	3,186	3,247
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
주가배수(배)					
PER	46.3	80.4	19.2	38.7	35.2
PER(최고)	62.9	87.6	22.0		
PER(최저)	35.7	65.9	12.9		
PBR	1.62	1.95	2.21	2.25	2.27
PBR(최고)	2.20	2.13	2.52		
PBR(최저)	1.25	1.60	1.49		
PSR	1.75	2.17	2.34	2.36	2.33
PCFR	19.3	30.8	10.7	17.5	17.2
EV/EBITDA	20.1	38.6	24.1	24.4	24.4
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	38.1	63.7	63.2	127.1	115.6
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.0	0.8	3.6	3.6	3.6
ROA	2.7	1.7	9.0	4.4	4.9
ROE	3.5	2.4	11.7	5.8	6.4
ROIC	3.8	1.5	7.8	6.7	8.9
매출채권회전율	4.7	3.8	3.7	3.9	4.5
재고자산회전율	5.8	6.8	7.3	6.2	6.3
부채비율	31.6	28.3	27.5	27.7	28.0
순차입금비율	-21.6	-19.6	-9.1	-11.5	-7.4
이자보상배율	13.7	4.0	31.9	27.5	32.4
총차입금	118.6	91.5	91.5	91.5	91.5
순차입금	-356.5	-323.7	-155.6	-193.8	-122.8
NOPLAT	109.1	71.2	151.5	147.5	150.4
FCF	-17.9	-40.4	-89.7	211.0	103.8

Compliance Notice

- 당사는 7월 31일 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

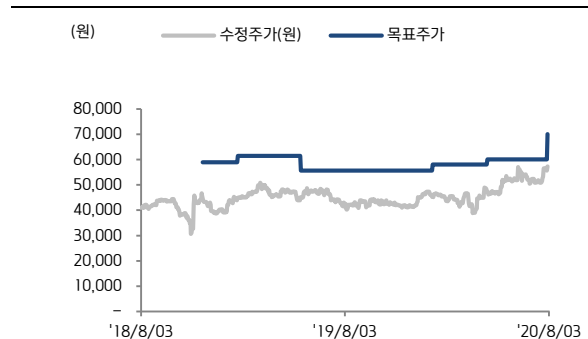
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.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

투자이전 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자이전	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
유한양행	2018-11-21	Buy (Reinitiate)	58,982원	6개월	-29.53	-23.23
(000100)	2019-01-23	Buy (Maintain)	61,440원	6개월	-28.58	-17.26
	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	-14.40	-4.50
	2020-08-03	Buy (Maintain)	70,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)



투자이전 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 (2019/07/01~2020/06/30)

매수	중립	매도
96.39%	3.01%	0.60%