기업브리프

키움증권

☑ 실적 Review

2020.10.30

유한양행 (000100)

오픈이노베이션 선순환의 교과서

BUY(Maintain)

목표주가: 83,000원

주가(10/29): 61,200원

시가총액: 40,916억원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

RA 김경환

02) 3787-4904, Khkim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (10/29)		2,326.67pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	72,000 원	38,900원
등락률	-15.0%	57.3%
수익률	절대	상대
1M	-4.7%	-4.6%
6M	29.8%	8.6%
1Y	44.6%	29.3%

Company Data

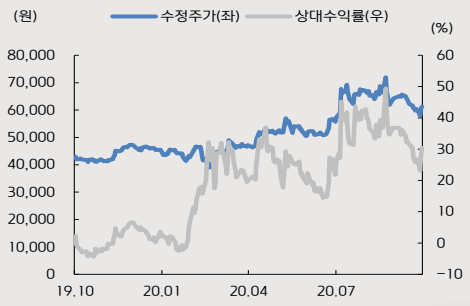
발행주식수		66,857 천주
일평균 거래량(3M)		1,029천주
외국인 지분율		21.0%
배당수익률(2020E)		3.3%
BPS(2020E)		25,695원
주요 주주	유한재단 외 1 인	15.7%

투자지표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F
매출액	1,518.8	1,480.4	1,630.2	1,546.3
영업이익	50.1	12.5	102.2	68.5
EBITDA	109.1	71.2	154.7	130.7
세전이익	89.4	54.9	300.0	136.4
순이익	58.3	36.6	223.5	98.5
지배주주지분순이익	57.5	40.0	227.5	100.2
EPS(원)	845	588	3,344	1,473
증감률(%,YoY)	-47.3	-30.4	468.7	-55.9
PER(배)	46.3	80.4	18.1	41.1
PBR(배)	1.62	1.95	2.35	2.39
EV/EBITDA(배)	20.1	38.6	25.5	29.8
영업이익률(%)	3.3	0.8	6.3	4.4
ROE(%)	3.5	2.4	13.4	5.8
순차입금비율(%)	-21.6	-19.6	-9.8	-12.8

자료: 키움증권

Price Trend



장 중 시장 기대치를 상회하는 3분기 실적을 발표하였습니다. 지난 2분기 6개 분기만에 시장 기대치를 상회하는 실적을 기록한 데에 이어 두개 분기 연속 상회입니다. 고마진의 개량신약 성장과 유한화학의 적자 폭 감소로 호실적을 기록하였습니다. 레이저티닙 2차 마일스톤 유입, NASH 치료제 마일스톤 유입이 예상되며, 개량신약 출시 제품 확대와 국내 레이저티닙 신약출시로 제품 믹스 개선이 기대됩니다.

>>> 제품 믹스 개선과 계열사 실적 개선으로 시장 기대치 상회

3분기 연결 매출액 4,297억원(YoY +12%), 영업이익 204억원(YoY +509%, OPM +5%)으로 매출액과 영업이익 컨센서스 대비 각각 +7%, +58% 상회하였다. 원료(API) 수출이 예상치(352억원)를 상회한 437억원(YoY -1%)을 기록하였다. C형 간염 치료제 비중이 미미해졌고, 대부분 에이즈치료제 원료로 올해 기점으로 **API 수출은 바닥을 다질 수 있을 것**으로 보인다. 일반의약품(OTC) 매출 347억원(+17%), 전문의약품(ETC) 2,668억원(+8%), 생활용품 408억원(+24%)로 고른 성장을 이어갔다. 기술료는 169억원 유입되었으며, 베링거에 기술이전한 NASH 치료제 YH25724의 임상 진척으로 132억원 유입되었다.

경상연구개발비가 357억원(YoY +71%)으로 큰 폭 증가하였음에도 불구하고, **원가율 68.3%(YoY -4.2%p)로 감소**하여 호실적을 기록하였다. 고마진의 개량신약 로수바미브와 듀오웰 등의 성장으로 제품 믹스 개선되었다.

연결 영업이익 부진 주요 요인으로 유한화학 실적 하락이었으나, 이번 분기 약 2억원의 적자를 기록하여 적자 폭이 줄어들고 있다는 점이 긍정적이다. 레이저티닙 FDA 신약승인신청 '23년 목표하고 있는데, **유한화학에서 원료 생산을 담당**하기 때문에 신규 프로젝트 증가와 함께 향후 실적 턴어라운드가 전망된다. 유한킴벌리는 코로나 영향으로 수출보다는 내수 성장이 컸으며, 시니어와 물티슈 부분 고성장세를 이어갔다.

>>> 투자의견 BUY 유지, 목표주가 83,000원 상향

올해말~내년초 **얀센으로부터 레이저티닙/아미반타맙 병용 3상** 투약 개시로 인한 **두번째 마일스톤(추정 약 750억원) 유입** 예상되며, 당사는 4분기 실적 추정치에 반영하였으나 내년 상반기로 변동될 가능성 있다.

베링거인겔하임에 기술이전한 **NASH 치료제 YH25724**는 연내 임상 진입 예상되며, 진입시 **1,000만불 유입이 가능**하다. 보수적으로 내년 1분기 추정치에 반영하였다. **길리어드와 진행하는 NASH 후보물질**의 개발 진척도 **내년 상반기가 예상되어 기술료 유입 예상**되나, 금액 산정할 수 없어 추정치에서 배제하였다.

본업 또한 제품 믹스 개선으로 성장이 예상되는데, 애드파마의 개량신약 출시가 올해 3개 품목에서 내년 8개 품목으로 확대되고, 레이저티닙의 국내 조건부 허가 승인 및 유한화학 적자 폭 축소로 본업 수익성 개선에 점차 기여할 수 있을 것으로 예상된다. 레이저티닙 성공 확률 상향(50% → 76%)으로 신약가치 상향(8,205억원 → 12,471억원) 조정 등으로 목표주가 83,000원 상향하고 투자의견 BUY 유지한다.

실적 세부 내역

(단위, 십억원)

	1Q20	2Q20	3Q20P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)	컨센서스	차이 (컨센/추정)
매출액	313.3	415.5	429.7	3%	12%	402.7	7%	403.4	7%
영업이익	1.1	35.7	20.4	-43%	509%	12.3	66%	12.9	58%
영업이익률	0%	9%	5%						
세전이익	115.4	34.3	33.5	-2%	83%	21.9	53%		
세전이익률	37%	8%	8%						
지배주주순이익	115.8	33.9	28.8	-15%	101%	10.8	167%		

자료: 키움증권 리서치센터

실적 추정 세부 내역

구 분	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2020E
유한양행(별도)	341.9	355.7	380.0	385.7	1,463.3	303.3	408.6	416.6	461.2	1,589.6
유한화학	39.2	40.0	36.8	46.7	162.7	21.9	26.9	37.9	37.8	112.3
내부거래상계	(45.4)	(46.0)	(37.9)	(54.8)	(184.1)	(14.7)	(22.0)	(28.2)	(30.7)	(95.5)
연결 매출액	**345.0**	**359.4**	**382.3**	**393.7**	**1,480.4**	**313.3**	**415.5**	**429.7**	**471.7**	**1,630.2**
YoY	*2%*	*-7%*	*1%*	*-5%*	*-3%*	*-9%*	*16%*	*12%*	*20%*	*10%*
원가	241.7	260.5	277.1	270.2	1,049.5	221.9	261.9	293.4	300.1	1,077.4
원가율	*70%*	*72%*	*73%*	*69%*	*71%*	*71%*	*63%*	*68%*	*64%*	*66%*
판매비와 관리비 등	97.2	104.3	101.8	115.0	418.3	90.3	117.9	116.0	126.5	450.7
판관비율	*28%*	*29%*	*27%*	*29%*	*28%*	*29%*	*28%*	*27%*	*27%*	*28%*
영업이익	**6.1**	**(5.4)**	**3.3**	**8.5**	**12.5**	**1.1**	**35.7**	**20.3**	**45.1**	**102.2**
YoY	*-76%*	*-133%*	*2104%*	*11%*	*-75%*	*-82%*	*흑전*	*508%*	*430%*	*715%*
OPM	*2%*	*-2%*	*1%*	*2%*	*1%*	*0%*	*9%*	*5%*	*10%*	*6%*

자료: 키움증권 리서치센터

YH25448 신약가치 산정 내역 변경 전

($ mn, 억원)

구 분	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Target Market(Tagrisso)	955	1,860	3,134	4,021	4,766	5,348	5,828	6,103	6,398	6,718	6,919	7,127	7,341	7,414
YOY		95%	68%	28%	19%	12%	9%	5%	5%	5%	3%	3%	3%	1%
YH25448 일정				2상 종료	3상 종료	BLA 신청	승인/출시							
YH25448 M/S							1%	5%	10%	15%	20%	25%	30%	33%
YH25448 Sales							58	305	640	1,008	1,384	1,782	2,202	2,447
마일스톤 Total 1,255mn			25	61	84		121		181	181		241	362	
로열티 13%							8	40	83	131	180	232	286	318
YH25448 매출액(억원)		-	275	673	928	-	1,409	436	2,903	3,429	1,979	5,199	7,126	3,499
FCF(억원)		-	215	525	724	-	1,099	340	2,264	2,675	1,544	4,055	5,558	2,729
NPV		11,932												
NPV of TV		15,418												
NPV 합산 가치		27,350												
유한양행 배분율 적용		16,410												
rNPV 합산 가치(억원)		**8,205**												

주: 환율 1,100원, 세율 22%, 유한양행 배분율 60%, 성공확율 50%, WACC 8%, 영구성장율 0%
자료: 키움증권 리서치센터

YH25448 신약가치 산정 내역 변경 후

($ mn, 억원)

구 분	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030
Target Market(Tagrisso)	955	1,860	3,134	4,021	4,766	5,348	5,828	6,103	6,398	6,718	6,919	7,127	7,341	7,414
YOY		95%	68%	28%	19%	12%	9%	5%	5%	5%	3%	3%	3%	1%
YH25448 일정				2상 종료	3상 종료	BLA 신청	승인/출시							
YH25448 M/S							1%	5%	10%	15%	20%	25%	30%	33%
YH25448 Sales							58	305	640	1,008	1,384	1,782	2,202	2,447
마일스톤 Total 1,255mn			25	61	84		121		181	181		241	362	
로열티 13%							8	40	83	131	180	232	286	318
YH25448 매출액(억원)		-	275	673	928	-	1,409	436	2,903	3,429	1,979	5,199	7,126	3,499
FCF(억원)		-	215	525	724	-	1,099	340	2,264	2,675	1,544	4,055	5,558	2,729
NPV		11,932												
NPV of TV		15,418												
NPV 합산 가치		27,350												
유한양행 배분율 적용		16,410												
rNPV 합산 가치(억원)		**12,471**												

주: 환율 1,100원, 세율 22%, 유한양행 배분율 60%, 성공확율 76%, WACC 8%, 영구성장율 0%
자료: 키움증권 리서치센터

혁신 신약 파이프라인 현황

2020년 9월말 기준

적응증	과제명	후보물질	전임상	임상1상	임상 2상	임상 3상
종양(표적 폐암)	Lazertinib (YH25448)	단독요법 및 병용요법 글로벌 3상 임상 진행				
퇴행성디스크	YH14618					
수술 후 장폐색증	YH12852					
비알콜성지방간염 (NASH)	YH25724					
감염 (COVID-19)	YH35361					
종양(면역)	YH24931					
종양	YH29143					
종양	YH32367					
비만	YH34160					
자가면역	YH35324					
천식	YH25487					

자료: 유한양행, 키움증권 리서치센터

개량신약 파이프라인 현황

2020년 9월말 기준

적응증	과제명	제제연구	임상1상	임상 2상	임상 3상	허가
골다공증	AD-101					
소화기	AD-203					
소화기	AD-206					
고지혈/고혈압	AD-201					
고지혈/고혈압	AD-202					
고지혈/고혈압	AD-207					
탈모	AD-208					
고혈압	AD-209					

자료: 유한양행, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	1,518.8	1,480.4	1,630.2	1,546.3	1,652.7
매출원가	1,105.0	1,049.5	1,077.4	1,038.4	1,097.3
매출총이익	413.8	430.9	552.8	507.9	555.4
판관비	363.7	418.3	450.7	439.4	467.5
영업이익	50.1	12.5	102.2	68.5	87.9
EBITDA	109.1	71.2	154.7	130.7	137.8
영업외손익	39.3	42.4	197.8	67.9	68.4
이자수익	13.2	12.4	6.6	7.8	5.2
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	70.9	75.7	78.8
기타	-0.5	-10.4	126.4	-9.5	-9.5
법인세차감전이익	89.4	54.9	300.0	136.4	156.3
법인세비용	31.1	18.3	76.5	37.9	43.5
계속사업순손익	58.3	36.6	223.5	98.5	112.9
당기순이익	58.3	36.6	223.5	98.5	112.9
지배주주순이익	57.5	40.0	227.5	100.2	114.9
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	3.9	-2.5	10.1	-5.1	6.9
영업이익 증감율	-43.5	-75.0	717.6	-33.0	28.3
EBITDA 증감율	-22.6	-34.7	117.3	-15.5	5.4
지배주주순이익 증감율	-47.3	-30.4	468.8	-56.0	14.7
EPS 증감율	-47.3	-30.4	468.7	-55.9	14.6
매출총이익율(%)	27.2	29.1	33.9	32.8	33.6
영업이익률(%)	3.3	0.8	6.3	4.4	5.3
EBITDA Margin(%)	7.2	4.8	9.5	8.5	8.3
지배주주순이익률(%)	3.8	2.7	14.0	6.5	7.0

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,111.0	1,117.0	1,082.0	1,006.7	944.8
현금 및 현금성자산	241.3	274.2	177.9	260.7	177.1
단기금융자산	233.8	140.9	84.9	51.2	30.9
매출채권 및 기타채권	356.1	417.8	460.1	347.9	371.9
재고자산	248.9	186.9	260.8	247.4	264.4
기타유동자산	30.9	97.2	98.3	99.5	100.5
비유동자산	1,062.9	1,000.2	1,139.6	1,174.2	1,224.1
투자자산	551.4	565.2	657.1	753.8	853.7
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	78.7
자산총계	2,173.8	2,117.2	2,221.6	2,180.9	2,169.0
유동부채	349.7	352.2	358.7	348.0	351.8
매입채무 및 기타채무	174.2	190.0	196.5	185.8	189.5
단기금융부채	48.4	41.8	41.8	41.8	41.8
기타유동부채	127.1	120.4	120.4	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	473.7	463.0	466.8
지배지분	1,641.7	1,646.3	1,748.2	1,719.9	1,706.3
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	1,648.2	1,623.7	1,613.9
비지배지분	10.1	3.7	-0.3	-2.1	-4.1
자본총계	1,651.7	1,650.0	1,747.9	1,717.9	1,702.2

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	93.5	66.0	130.5	340.7	190.7
당기순이익	58.3	36.6	223.5	98.5	112.9
비현금항목의 가감	80.0	68.0	141.1	110.9	106.8
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	88.6	48.7	56.9
영업활동자산부채증감	-59.1	-63.9	-211.8	113.7	-38.4
매출채권및기타채권의감소	-59.5	-55.4	-42.3	112.2	-23.9
재고자산의감소	23.4	56.5	-73.9	13.4	-17.0
매입채무및기타채무의증가	-7.7	21.3	6.5	-10.7	3.8
기타	-15.3	-86.3	-102.1	-1.2	-1.3
기타현금흐름	14.3	25.3	-22.3	17.6	9.4
투자활동 현금흐름	-58.2	31.6	-36.9	-64.1	-80.6
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	-91.9	-96.8	-99.8
단기금융자산의감소(증가)	11.2	92.9	56.0	33.7	20.3
기타	9.3	-1.0	-1.0	-1.0	-1.1
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	-96.3	82.8	-83.6
기초현금 및 현금성자산	256.6	241.3	274.2	177.9	260.7
기말현금 및 현금성자산	241.3	274.2	177.9	260.7	177.1

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	845	588	3,344	1,473	1,689
BPS	24,129	24,196	25,695	25,279	25,079
CFPS	2,033	1,538	5,358	3,078	3,228
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
주가배수(배)					
PER	46.3	80.4	18.1	41.1	35.8
PER(최고)	62.9	87.6	22.4		
PER(최저)	35.7	65.9	11.2		
PBR	1.62	1.95	2.35	2.39	2.41
PBR(최고)	2.20	2.13	2.92		
PBR(최저)	1.25	1.60	1.46		
PSR	1.75	2.17	2.53	2.66	2.49
PCFR	19.3	30.8	11.3	19.7	18.7
EV/EBITDA	20.1	38.6	25.5	29.8	29.0
주요비율(%)					
배당성향(%,보통주,현금)	38.1	63.7	54.7	124.3	108.4
배당수익률(%,보통주,현금)	1.0	0.8	3.3	3.3	3.3
ROA	2.7	1.7	10.3	4.5	5.2
ROE	3.5	2.4	13.4	5.8	6.7
ROIC	3.8	1.5	9.0	5.9	8.5
매출채권회전율	4.7	3.8	3.7	3.8	4.6
재고자산회전율	5.8	6.8	7.3	6.1	6.5
부채비율	31.6	28.3	27.1	27.0	27.4
순차입금비율	-21.6	-19.6	-9.8	-12.8	-6.8
이자보상배율	13.7	4.0	33.0	22.1	28.4
총차입금	118.6	91.5	91.5	91.5	91.5
순차입금	-356.5	-323.7	-171.3	-220.4	-116.5
NOPLAT	109.1	71.2	154.7	130.7	137.8
FCF	-17.9	-40.4	-83.2	225.3	75.0

자료 : 키움증권

Compliance Notice

- 당사는 10월 29일 현재 '유한양행(000100)' 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

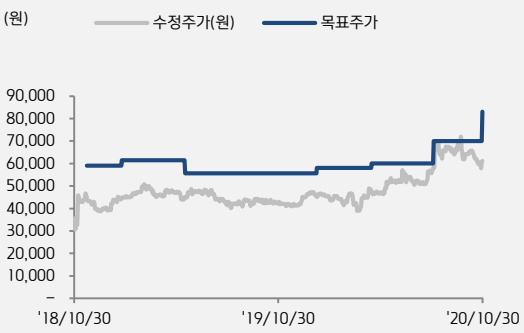
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.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

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고주가대비
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	-14.22	-4.50
	2020-08-03	Buy (Maintain)	70,000원	6개월	-7.66	2.86
	2020-10-30	Buy (Maintain)	83,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

목표주가추이(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 (2019/10/01~2020/09/30)

매수	중립	매도
98.14%	1.86%	0.00%