



BUY(Maintain)

목표주가: 99,000원
주가(1/19): 72,600원

시가총액: 48,538억원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

RA 김경환

02) 3787-4904, Khkim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (01/19)		3,092.66pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	79,200 원	37,224원
등락률	-8.3%	95.0%
수익률	절대	상대
1M	4.9%	-5.9%
6M	48.8%	5.7%
1Y	64.2%	20.1%

Company Data

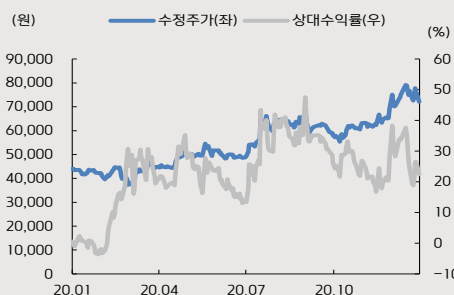
발행주식수	66,857 천주
일평균 거래량(3M)	697천주
외국인 지분율	20.4%
배당수익률(2020E)	2.7%
BPS(2020E)	24,505원
주요 주주	유한재단 외 1 인 15.7%

투자지표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F
매출액	1,518.8	1,480.4	1,603.6	1,721.6
영업이익	50.1	12.5	94.0	80.7
EBITDA	109.1	71.2	146.5	142.9
세전이익	89.4	54.9	294.0	149.4
순이익	58.3	36.6	219.0	107.9
지배주주지분순이익	57.5	40.0	222.9	109.8
EPS(원)	808	562	3,133	1,544
증감률(% YoY)	-47.3	-30.4	457.3	-50.7
PER(배)	46.4	80.5	24.0	49.4
PBR(배)	1.62	1.96	3.06	3.15
EV/EBITDA(배)	20.1	38.6	33.6	35.1
영업이익률(%)	3.3	0.8	5.9	4.7
ROE(%)	3.5	2.4	13.2	6.3
순차입금비율(%)	-21.6	-19.6	-10.1	-10.0

자료: 키움증권

Price Trend



유한양행 (000100)

글로벌 신약 성공 가능성 높아지는 렉라자



4분기 실적은 대체로 시장 컨센서스에 부합할 것으로 예상됩니다. 지난해 3분기 레이저티닙의 단독투여 조건부허가 신청 제출하였으며, 통상 소요되는 일정보다(180일) 신속하게 지난 1/18일 허가 받았다는 점이 인상적입니다. 레이저티닙 1차 치료 및 아미반타맵과의 병용 3상 또한 차곡 차곡 성공할 가능성이 높아지고 있다는 점이 긍정적입니다. 기술 이전한 국산 신약 중 최초 글로벌 Best-in-class 블록버스터로 성장할 가능성이 높아 최선호주로 추천합니다.

>>> 렉라자, 글로벌 Best-in-class 신약 기대

1/18일 식약처로부터 EGFR T790M 변이가 있는 진행성 폐암 환자 중 이전에 표적 치료제 'EGFR-TKI'로 폐암 치료를 받은 적이 있는 환자 대상 '렉라자(레이저티닙)'를 3상 수행 조건으로 승인 받았다. 같은 기전의 약물인 타그리스오 '20년 국내 매출 약 1,000억원(YoY +26%) 글로벌 매출 \$4.3bn(약 4.7조원, YoY +35%), '25년에는 \$8.4bn(약 9.2조원)이 될 것으로 추정되고 있다. **렉라자는 올해 출시 첫해로 하반기부터 실적에 반영되어 약 100억원의 매출이 예상**되며, 추후 1차 치료제 승인과 아미반타맵 병용 임상 성공('23E) 등을 감안하면 **국내 매출 최대 천억원 이상도 가능할** 것으로 보인다. 최근 JP모건 헬스케어에서 J&J는 자사 제품인 이중항체 신약 아미반타맵(Amivantamab, EGFR/cMet)과 레이저티닙의 병용 조합이 비소세포폐암에서 효과가 더욱 클 것으로 기대한다고 밝힌 바 있다. 국내 식약처로부터 조건부 허가 획득하여 **글로벌 신약 성공 가능성 또한 높아졌으며, 기술 이전한 국산 신약 중 최초로 Best-in-class 글로벌 블록버스터 약물이 될 것으로 기대한다.**

>>> 4분기 실적 대체로 부합 예상

4분기 매출액 4,452억원(YoY +13%), 영업이익 369억원(YoY +333%)으로 매출액과 영업이익 **대체로 시장 컨센서스에 부합할 것으로** 예상된다. 4분기 일반 의약품 318억원(+10%), 전문의약품(ETC) 2,440억원(-4%), 생활건강 330억원(+12%), 원료(API) 460억원(-22%)으로 전반적으로 2분기와 3분기에 이어 OTC, 생활건강 사업부의 성장이 이어 질 것으로 예상된다. 레이저티닙의 마일스톤 약 723억원 유입되어 수익성 개선에 기여할 수 있을 것으로 기대된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 9.9만원. 최선호주 추천

'20년 마일스톤 유입(약 1,415억원) 대비 '21년 예상 가능한 마일스톤(653억원) 감소로 영업이익이 '20년 수준에 못 미칠 수 있으나, 이는 이미 시장에 인지 되어있다. 다만, '21년 OTC(+32%), 생활건강(+45%) 고성장세가 지속될 것으로 예상되며, 올해 레이저티닙 국내 출시 및 기존 고마진의 개량신약 성장과 추가 출시 등으로 ETC(+11%) 제품 믹스 개선이 기대된다. 아미반타맵과의 병용 시너지 기대됨에 따라 레이저티닙 신약 가치 상향(기존 '30년 M/S 33% → 40%) 등을 반영하여 목표가 9.9만원으로 상향하고, 최선호주로 추천한다.

분기 실적 요약

구분	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	컨센서스	차이	(단위, 억원)		
							2021	컨센서스	차이
매출액	3,133	4,155	4,297	4,452	4,618	-4%	17,216	16,397	5.0%
yoy	-9.2%	15.6%	12.4%	13.1%	17.3%		7.4%	2.3%	
영업이익	11	357	204	369	368	0%	807	797	1.2%
yoy	-82.4%	-758.4%	509.0%	333.1%	332.1%		-14.1%	-15.2%	
OPM	0.3%	8.6%	4.7%	8.3%	8.0%		4.7%	4.9%	
지배주주순이익	1,158	339	304	429	593	-28%	1,098	1,219	-9.9%

자료: Fnguide, 키움증권 리서치

실적 추정 세부 내역

구분	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2020E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2021E
	유한양행(별도)	303.3	408.6	416.6	435.0	1,563.5	370.3	425.7	427.2	452.9
유한화학	21.9	26.9	37.9	27.2	113.9	23.5	29.8	31.2	35.1	119.6
내부거래상계	(14.7)	(22.0)	(28.2)	(19.2)	(84.1)	(17.3)	(21.2)	(22.1)	(25.5)	(86.0)
연결 매출액	313.3	415.5	429.7	445.2	1,603.6	379.4	436.9	438.9	466.4	1,721.6
YoY	-9%	16%	12%	13%	8%	21%	5%	2%	5%	7%
원가	221.9	261.9	293.4	276.5	1,053.8	265.0	279.8	300.6	306.1	1,151.4
원가율	71%	63%	68%	62%	66%	70%	64%	68%	66%	67%
판매비와 관리비 등	90.3	117.9	115.9	131.7	455.8	105.6	124.7	122.9	136.4	489.5
판매비율	29%	28%	27%	30%	28%	28%	29%	28%	29%	28%
영업이익	1.1	35.7	20.4	36.9	94.0	8.8	32.4	15.4	24.0	80.7
YoY	-82%	흑전	509%	333%	650%	723%	-9%	-24%	-35%	-14%
OPM	0%	9%	5%	8%	6%	2%	7%	4%	5%	5%

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치산정	비 고
영업가치	38,002	상위제약사 평균 Fw12M PER
비영업가치		
YH25448	18,463	'30년 점유율 기준 33% → 40% 상향
순차입금	-3,875	
유통주식수	61,175	
기업가치	60,340	
목표주가	99,000	

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

혁신 신약 파이프라인 현황

2020년 9월말 기준

적응증	과제명	후보물질	전임상	임상1상	임상2상	임상3상	
종양(표적 폐암)	Lazertinib (YH25448)	단독요법 및 병용요법 글로벌 3상 임상 진행					Janssen
퇴행성디스크	YH14618						Spine BioPharma
수술 후 장폐색증	YH12852						Processa
비알콜성지방간염 (NASH)	YH25724						Boehringer Ingelheim
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	1,603.6	1,721.6	1,798.6
매출원가	1,105.0	1,049.5	1,053.8	1,151.4	1,190.0
매출총이익	413.8	430.9	549.8	570.2	608.6
판관비	363.7	418.3	455.8	489.5	509.4
영업이익	50.1	12.5	94.0	80.7	99.1
EBITDA	109.1	71.2	146.5	142.9	149.0
영업외손익	39.3	42.4	200.0	68.7	69.6
이자수익	13.2	12.4	6.7	6.6	4.4
이자비용	3.7	3.1	3.1	3.1	3.1
외환관련이익	5.2	7.8	4.4	4.4	4.4
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	-3.6	-15.3	126.5	-9.5	-9.5
법인세차감전이익	89.4	54.9	294.0	149.4	168.8
법인세비용	31.1	18.3	75.0	41.5	46.9
계속사업순이익	58.3	36.6	219.0	107.9	121.9
당기순이익	58.3	36.6	219.0	107.9	121.9
지배주주순이익	57.5	40.0	222.9	109.8	124.0
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	3.9	-2.5	8.3	7.4	4.5
영업이익 증감율	-43.5	-75.0	652.0	-14.1	22.8
EBITDA 증감율	-22.6	-34.7	105.8	-2.5	4.3
지배주주순이익 증감율	-47.3	-30.4	457.3	-50.7	12.9
EPS 증감율	-47.3	-30.4	457.3	-50.7	12.9
매출총이익율(%)	27.2	29.1	34.3	33.1	33.8
영업이익률(%)	3.3	0.8	5.9	4.7	5.5
EBITDA Margin(%)	7.2	4.8	9.1	8.3	8.3
지배주주순이익률(%)	3.8	2.7	13.9	6.4	6.9

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	93.5	66.0	135.8	284.2	213.0
당기순이익	58.3	36.6	219.0	107.9	121.9
비현금항목의 가감	80.0	68.0	139.4	115.8	111.1
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	86.9	53.6	61.2
영업활동자산부채증감	-59.1	-63.9	-202.0	47.8	-25.1
매출채권및기타채권의감소	-59.5	-55.4	-34.8	65.3	-17.3
재고자산의감소	23.4	56.5	-69.7	-18.9	-12.3
매입채무및기타채무의증가	-7.7	21.3	4.5	8.8	5.8
기타	-15.3	-86.3	-102.0	-7.4	-1.3
기타현금흐름	14.3	25.3	-20.6	12.7	5.1
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	-123.8	-133.1
차입금의 증가(감소)	-17.2	-33.5	0.0	0.0	0.0
자본금,자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	3.0	3.1	0.0
자기주식처분(취득)	-12.3	-8.4	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-21.9	-22.9	-23.8	-124.7	-130.9
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	-91.1	29.5	-67.6
기초현금 및 현금성자산	256.6	241.3	274.2	183.2	212.6
기말현금 및 현금성자산	241.3	274.2	183.2	212.6	145.0

자료 : 키움증권

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,111.0	1,117.0	1,075.4	1,026.0	969.0
현금 및 현금성자산	241.3	274.2	183.1	212.6	145.1
단기금융자산	233.8	140.9	84.9	51.2	30.9
매출채권 및 기타채권	356.1	417.8	452.6	387.4	404.7
재고자산	248.9	186.9	256.6	275.5	287.8
기타유동자산	30.9	97.2	98.2	99.3	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	2,215.1	2,200.2	2,193.1
유동부채	349.7	352.2	356.7	365.6	371.3
매입채무 및 기타채무	174.2	190.0	194.5	203.3	209.1
단기금융부채	48.4	41.8	41.8	41.8	41.8
기타유동부채	127.1	120.4	120.4	120.5	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	471.7	480.5	486.3
지배지분	1,641.7	1,646.3	1,743.7	1,721.9	1,711.2
자본금	62.2	65.1	68.0	71.2	71.2
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	1,643.6	1,622.5	1,615.6
비지배지분	10.1	3.7	-0.2	-2.2	-4.3
자본총계	1,651.7	1,650.0	1,743.4	1,719.7	1,706.8

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	808	562	3,133	1,544	1,743
BPS	23,072	23,137	24,505	24,199	24,049
CFPS	1,944	1,471	5,037	3,143	3,273
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
주기배수(배)					
PER	46.4	80.5	24.0	49.4	43.8
PER(최고)	62.9	87.7	25.8		
PER(최저)	35.7	66.0	11.5		
PBR	1.62	1.96	3.06	3.15	3.17
PBR(최고)	2.20	2.13	3.30		
PBR(최저)	1.25	1.60	1.46		
PSR	1.76	2.18	3.33	3.15	3.02
PCFR	19.3	30.8	14.9	24.3	23.3
EV/EBITDA	20.1	38.6	33.6	35.1	34.2
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	38.1	63.7	55.9	119.2	105.5
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.0	0.8	2.7	2.6	2.6
ROA	2.7	1.7	10.1	4.9	5.5
ROE	3.5	2.4	13.2	6.3	7.2
ROIC	3.8	1.5	8.3	6.8	9.1
매출채권회전율	4.7	3.8	3.7	4.1	4.5
재고자산회전율	5.8	6.8	7.2	6.5	6.4
부채비율	31.6	28.3	27.1	27.9	28.5
순차입금비율	-21.6	-19.6	-10.1	-10.0	-5.0
이자보상배율	13.7	4.0	30.3	26.0	32.0
총차입금	118.6	91.5	91.5	91.5	91.5
순차입금	-356.5	-323.7	-176.5	-172.3	-84.5
NOPLAT	109.1	71.2	146.5	142.9	149.0
FCF	-17.9	-40.4	-79.5	168.2	96.4

Compliance Notice

- 당사는 1월 19일 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

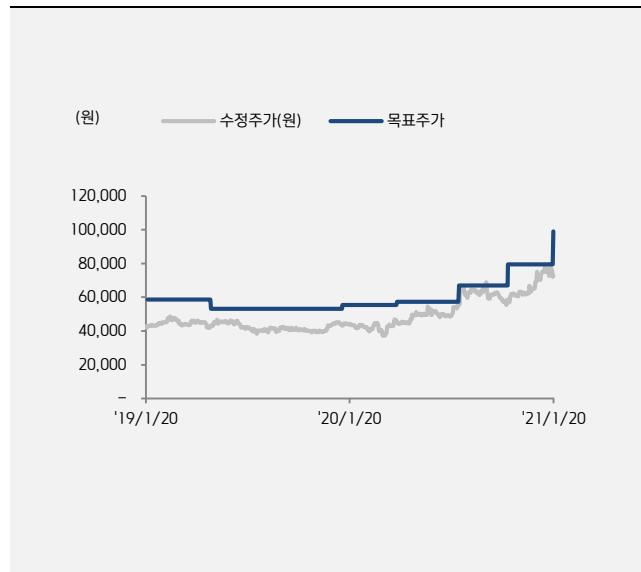
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
유한양행 (000100)	2019-01-23	Buy (Maintain)	58,629원	6개월	-28.58	-17.26
	2019-03-12	Buy (Maintain)	58,629원	6개월	-26.90	-17.26
	2019-05-16	Buy (Maintain)	53,132원	6개월	-19.20	-12.49
	2019-08-26	Buy (Maintain)	53,132원	6개월	-20.98	-12.49
	2020-01-07	Buy (Maintain)	55,501원	6개월	-23.29	-15.52
	2020-04-14	Buy (Maintain)	57,415원	6개월	-14.22	-4.50
	2020-08-03	Buy (Maintain)	66,984원	6개월	-7.66	2.86
	2020-10-30	Buy (Maintain)	79,424원	6개월	-15.90	-0.28
	2021-01-20	Buy (Maintain)	99,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 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 (2020/01/01~2020/12/31)

매수	중립	매도
99.40%	0.60%	0.00%