



Buy(Maintain)

목표주가: 90,000원
주가(07/29): 62,500원

시가총액: 43,733억 원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (07/29)		3,242.65pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	79,200원	53,300원
등락률	-21.1%	17.3%
수익률	절대	상대
1M	-1.7%	-0.4%
6M	-4.9%	-12.7%
1Y	15.8%	-19.2%

Company Data

발행주식수	69,973	전주
일평균 거래량(3M)	231	전주
외국인 지분율	17.8%	
배당수익률(2021E)	0.6%	
BPS(2021E)	27,447원	
주요 주주	유한재단 외 1인	15.7%

투자지표

(십억 원)	2019	2020	2021F	2022F
매출액	1,480.4	1,619.9	1,755.9	1,890.6
영업이익	12.5	84.3	93.9	115.3
EBITDA	71.2	144.0	156.9	164.4
세전이익	54.9	239.9	152.8	173.8
순이익	36.6	190.4	111.7	127.1
지배주주지분순이익	40.0	192.8	113.1	128.6
EPS(원)	562	2,709	1,590	1,808
증감률(% YoY)	-30.4	381.8	-41.3	13.7
PER(배)	80.5	27.7	38.8	34.1
PBR(배)	1.96	2.90	2.25	2.11
EV/EBITDA(배)	38.6	33.2	25.4	24.3
영업이익률(%)	0.8	5.2	5.3	6.1
ROE(%)	2.4	11.1	6.0	6.4
순차입금비율(%)	-19.6	-17.5	-21.2	-19.4

자료: 키움증권

Price Trend



유한양행 (000100)

실적도 R&D도 차곡차곡 쌓여간다



전년동기 마일스톤 유입이 대거(약 440억원) 유입되면서 올해 2분기 실적에 대한 기대감이 낮았으나, 시장 기대치를 상회하는 실적을 기록하였습니다. 하반기 렉라자, 개량신약과 프로바이오틱스 등의 매출 증가로 양호한 실적이 기대됩니다. 또한, ESMO 학회 발표 및 NASH 임상 진입으로 마일스톤 유입 등이 예상되며, 추후 기술이전이 가능한 유망 파이프라인으로 알려지 치료제의 임상 1상 진입도 연내 가능할 것으로 전망됩니다.

>>> 전년동기 기술로 유입 높았던 영향. 대체로 고른 성장.

2분기 매출액은 4,333억원(YoY +4%), 영업이익 234억원(YoY -34%, OPM 5%)으로 매출액은 시장 기대치에 부합, 영업이익은 18% 상회하였다. 이번 분기에 유입된 마일스톤이 167억원(YoY -62%) 감소 영향이 있었으며, 유한건강생활 및 애드파마 등 연결회사의 적자가 반영되며 연결 실적이 별도 실적 대비 약 50억원 감소하였다. 김벌리 또한 정기 세무조사로 관련 지분법이익이 60억원(YoY -49%)을 기록하였다. 다만, 수출 부문에서 API 신규 프로젝트 매출 발생으로 366억원(YoY +24%)으로 회복세를 보이고 있으며, 안티푸라민 63억원(+38%), 엘레나 51억원(+158%) 등의 성장으로 일반의약품(OTC) 사업부가 397억원(YoY +15%)로 고성장을 이어가고 있다. 글리백 123억원(+73%), 로수바미브 168억원(+13%), 빅타비 116억원(+31%)로 주요 제품 지속 성장세를 이어가며 전문의약품(ETC) 사업부 또한 2,605억원(YoY +8%)으로 고른 성장세를 나타냈다. 영업 외로는 관계 기업인 엔솔바이오의 20만주 매각으로 인한 차익(+30억원) 발생이 반영되었다.

>>> 상저하고 실적 기대

프로바이오틱스 포함 OTC 사업부 고성장 및 고마진의 렉라자 국내 출시와 개량신약 비중 증가 등으로 3분기 매출액은 4,633억원(YoY +8%, QoQ +7%), 영업이익 287억원(YoY +41%, OPM 6%)가 전망된다.

레이저티닙 글로벌 단독 3상 380명 대상 환자 모집이 3분기내로 완료될 것으로 예상되며, 오는 ESMO 학회에서 환자 수가 추가되어 업데이트된 병용 임상 데이터 발표가 기대된다. 하반기 베링거인겔하임에 기술이전한 NASH 치료제 (YH25724)의 1상 시험 신청이 예정되어 있으며, 4분기 관련하여 마일스톤 유입이(천만불) 전망된다. 추후 기술이전이 유망한 파이프라인으로는 **지아이노베이션으로부터 도입한 만성 두드러기 알러지 치료제 YH35324**로 조만간 임상 시험 진입이 예상된다. 전임상에서 졸레어('19년 매출 \$3.2bn)와 직접 비교 실험에서 적은 부작용과 높은 효능 데이터를 확인한 바 있다. 동사는 YH35324의 일본 제외한 글로벌 판권을 보유하고 있다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 9만원 하향

실적 상향 조정하였으나, 상위제약사 밸류에이션 적용 등으로 목표주가 하향한다.

실적 세부 내역 1

(단위, 십억원)

	1Q21	2Q21P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)	컨센서스	차이 (컨센/추정)
매출액	379.0	433.3	14%	4%	423.3	2%	435.3	0%
영업이익	13.9	23.4	69%	-34%	26.6	-12%	19.9	18%
영업이익률	4%	5%						
세전이익	26.7	43.4	63%	26%	41.2	5%		
세전이익률	7%	10%						
지배주주순이익	20.6	34.2	66%	1%	26.3	30%	23.9	43%

자료: 키움증권 리서치센터

실적 세부 내역 2

(단위, 십억원)

구 분	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2021E
유한양행(별도)	303.3	408.6	416.6	439.5	1,567.9	354.2	423.8	442.9	455.6	1,676.6
유한화학	21.9	26.9	37.9	37.1	123.8	36.8	32.0	37.7	43.3	149.8
내부거래상계	(14.7)	(22.0)	(28.2)	(20.6)	(85.5)	(15.9)	(28.9)	(21.3)	(25.5)	(91.6)
연결 매출액	313.3	415.5	429.7	461.4	1,619.9	379.0	433.3	463.3	480.2	1,755.9
YoY	-9%	16%	12%	17%	9%	21%	4%	8%	4%	8%
원가	221.9	261.9	293.4	284.2	1,061.4	264.1	292.2	315.4	317.4	1,189.1
원가율	71%	63%	68%	62%	66%	70%	67%	68%	66%	68%
판매비와 관리비 등	90.3	117.9	115.9	150.1	474.2	101.1	117.5	119.2	135.1	472.9
판매비율	29%	28%	27%	33%	29%	27%	27%	26%	28%	27%
영업이익	1.1	35.7	20.4	27.2	84.3	13.9	23.4	28.7	27.7	93.9
YoY	-82%	흑전	509%	219%	572%	1195%	-34%	41%	2%	11%
OPM	0%	9%	5%	6%	5%	4%	5%	6%	6%	5%

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정 내역

(단위, 억원, 천 주)

구분	가치산정	비고
영업가치	35,178	상위제약사 평균 Fw12M PER
비영업가치		
YH25448	18,463	
순차입금	-4,245	
유통주식수	64,269	
기업가치	57,886	
목표주가	90,000	

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

파이프라인 현황

주요 혁신신약 파이프라인



과제	적응증	구분	후보물질	비임상 특성	임상 1상	임상 2상	임상 3상	파트너사
LAZERTINIB	폐암	NCE	단독요법 (유한) 글로벌 3상 Amivantamab 병용요법 (안센) 글로벌 3상					Janssen
YH14618	퇴행성 디스크	BIO	미국 FDA IND 예정					VB, Spine
YH12852	Gut Motility Disease	NCE	미국 임상 2상 준비중					Processa Pharmaceuticals
YH25724	NASH	BIO	유럽 CTA/1상					Boehringer Ingelheim
YHC1102	NASH	NCE						GILEAD
YH35324	만성두드러기	BIO	한국 IND/1상					GI innovation
YH32367	면역항암	BIO	한국 IND 2021. 4Q					abl bio

자료: 유한양행, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위 :십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	1,480.4	1,619.9	1,755.9	1,890.6	2,001.1
매출원가	1,049.5	1,061.4	1,189.1	1,270.7	1,329.7
매출총이익	430.9	558.4	566.8	619.9	671.4
판관비	418.3	474.2	472.9	504.6	530.7
영업이익	12.5	84.3	93.9	115.3	140.7
EBITDA	71.2	144.0	156.9	164.4	179.1
영업외손익	42.4	155.6	59.0	58.6	62.3
이자수익	12.4	6.8	8.2	8.0	9.4
이자비용	3.1	2.7	2.7	2.7	2.7
외환관련이익	7.8	5.8	5.2	5.2	5.2
외환관련손실	6.4	24.4	3.2	3.2	3.2
종속 및 관계기업손익	47.0	63.5	55.4	58.1	60.6
기타	-15.3	106.6	-3.9	-6.8	-7.0
법인세차감전이익	54.9	239.9	152.8	173.8	203.0
법인세비용	18.3	49.5	41.1	46.8	54.6
계속사업순손익	36.6	190.4	111.7	127.1	148.4
당기순이익	36.6	190.4	111.7	127.1	148.4
지배주주순이익	40.0	192.8	113.1	128.6	150.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-2.5	9.4	8.4	7.7	5.8
영업이익 증감율	-75.1	574.4	11.4	22.8	22.0
EBITDA 증감율	-34.8	102.2	9.0	4.8	8.9
지배주주순이익 증감율	-30.4	382.0	-41.3	13.7	16.9
EPS 증감율	-30.4	381.8	-41.3	13.7	16.8
매출총이익율(%)	29.1	34.5	32.3	32.8	33.6
영업이익율(%)	0.8	5.2	5.3	6.1	7.0
EBITDA Margin(%)	4.8	8.9	8.9	8.7	9.0
지배주주순이익율(%)	2.7	11.9	6.4	6.8	7.5

현금흐름표

(단위 :십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	66.0	28.8	170.8	74.1	92.1
당기순이익	36.6	190.4	111.7	127.1	148.4
비현금항목의 가감	68.0	-29.3	-8.9	-17.0	-21.3
유형자산감가상각비	54.1	55.0	53.2	41.0	31.6
무형자산감가상각비	4.6	4.8	9.8	8.1	6.8
지분법평가손익	-81.5	-66.3	0.0	0.0	0.0
기타	90.8	-22.8	-71.9	-66.1	-59.7
영업활동자산부채증감	-63.9	-156.0	57.0	-41.1	-33.7
매출채권및기타채권의감소	-55.4	-61.2	69.2	-30.3	-24.9
재고자산의감소	56.5	-69.3	-21.2	-21.0	-17.2
매입채무및기타채무의증가	21.3	11.8	10.3	10.2	8.4
기타	-86.3	-37.3	-1.3	0.0	0.0
기타현금흐름	25.3	23.7	11.0	5.1	-1.3
투자활동 현금흐름	31.6	57.6	117.8	115.1	198.0
유형자산의 취득	-42.8	-51.5	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.3	0.4	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-4.0	-33.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-13.8	-165.3	-140.7	-143.5	-60.6
단기금융자산의감소(증가)	92.9	48.7	0.0	0.0	0.0
기타	-1.0	258.5	258.5	258.6	258.6
재무활동 현금흐름	-67.0	11.7	-15.7	-20.1	-20.1
차입금의 증가(감소)	-33.5	32.5	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	3.1	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-8.4	-3.1	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-22.9	-23.8	-24.9	-26.2	-26.2
기타	-2.2	6.1	6.1	6.1	6.1
기타현금흐름	2.3	-18.8	-180.8	-180.8	-180.8
현금 및 현금성자산의 순증가	32.9	79.3	92.1	-11.7	89.2
기초현금 및 현금성자산	241.3	274.2	353.5	445.5	433.8
기말현금 및 현금성자산	274.2	353.5	445.5	433.8	523.0

자료 : 키움증권

재무상태표

(단위 :십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	1,117.0	1,195.5	1,239.6	1,279.1	1,410.3
현금 및 현금성자산	274.2	353.5	445.5	433.8	523.0
단기금융자산	140.9	92.3	92.3	92.3	92.3
매출채권 및 기타채권	417.8	464.2	395.1	425.4	450.3
재고자산	186.9	252.0	273.1	294.1	311.3
기타유동자산	97.2	33.5	33.6	33.5	33.4
비유동자산	1,000.2	1,198.0	1,275.7	1,370.0	1,392.2
투자자산	565.2	730.5	871.2	1,014.7	1,075.3
유형자산	327.5	325.9	272.6	231.6	200.0
무형자산	28.7	58.5	48.7	40.6	33.8
기타비유동자산	78.8	83.1	83.2	83.1	83.1
자산총계	2,117.2	2,393.5	2,515.3	2,649.2	2,802.6
유동부채	352.2	382.2	392.5	402.6	411.0
매입채무 및 기타채무	190.0	216.8	227.1	237.3	245.6
단기금융부채	41.8	72.1	72.1	72.1	72.1
기타유동부채	120.4	93.3	93.3	93.2	93.3
비유동부채	115.0	164.8	164.8	164.8	164.8
장기금융부채	49.7	51.0	51.0	51.0	51.0
기타비유동부채	65.3	113.8	113.8	113.8	113.8
부채총계	467.2	547.0	557.3	567.5	575.9
자본금	1,646.3	1,840.1	1,953.0	2,078.2	2,225.1
자본잉여금	65.1	68.0	71.2	71.2	71.2
기타자본	-173.5	-176.6	-176.6	-176.6	-176.6
기타포괄손익누계액	97.4	143.1	165.9	188.7	211.5
이익잉여금	1,545.4	1,691.3	1,778.2	1,880.6	2,004.7
비지배지분	3.7	6.4	5.0	3.4	1.6
자본총계	1,650.0	1,846.5	1,958.0	2,081.7	2,226.7
투자지표					
주당지표(원)					
EPS	562	2,709	1,590	1,808	2,112
BPS	23,137	25,861	27,447	29,207	31,272
CFPS	1,471	2,264	1,444	1,547	1,787
DPS	2,000	400	400	400	400
주기배수(배)					
PER	80.5	27.7	38.8	34.1	29.2
PER(최고)	87.7	29.8	51.0		
PER(최저)	66.0	13.2	36.7		
PBR	1.96	2.90	2.25	2.11	1.97
PBR(최고)	2.13	3.13	2.95		
PBR(최저)	1.60	1.39	2.12		
PSR	2.18	3.30	2.50	2.32	2.19
PCFR	30.8	33.2	42.7	39.9	34.5
EV/EBITDA	38.6	33.2	25.4	24.3	21.8
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주,현금)	63.7	12.9	23.0	20.2	17.3
배당수익률(% ,보통주,현금)	0.8	0.5	0.6	0.6	0.6
ROA	1.7	8.4	4.6	4.9	5.4
ROE	2.4	11.1	6.0	6.4	7.0
ROIC	1.5	8.5	8.7	11.6	14.3
매출채권회전율	3.8	3.7	4.1	4.6	4.6
재고자산회전율	6.8	7.4	6.7	6.7	6.6
부채비율	28.3	29.6	28.5	27.3	25.9
순차입금비율	-19.6	-17.5	-21.2	-19.4	-22.1
이자보상배율	4.0	31.1	34.6	42.5	51.9
총차입금	91.5	123.1	123.1	123.1	123.1
순차입금	-323.7	-322.7	-414.7	-403.0	-492.2
EBITDA	71.2	144.0	156.9	164.4	179.1
FCF	-40.4	-112.1	188.7	92.3	107.5

Compliance Notice

- 당사는 7월 29일 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

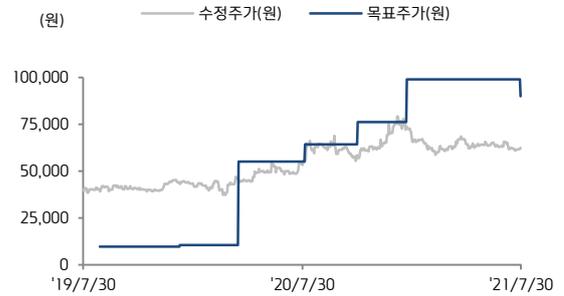
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
유한양행 (000100)	2019-08-26	Buy(Maintain)	9,793원	6개월	322.32	362.19
	2020-01-07	Buy(Maintain)	10,656원	6개월	299.55	340.02
	2020-04-14	Buy(Maintain)	55,118원	6개월	-10.64	-0.52
	2020-08-03	Buy(Maintain)	64,305원	6개월	-3.81	7.14
	2020-10-30	Buy(Maintain)	76,247원	6개월	-12.21	3.87
	2021-01-20	Buy(Maintain)	99,000원	6개월	-35.04	-25.66
	2021-04-19	Buy(Maintain)	99,000원	6개월	-35.17	-25.66
	2021-07-30	Buy(Maintain)	90,000원	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 (2020/07/01~2021/06/30)

매수	중립	매도
98.10%	1.90%	0.00%