



BUY(Maintain)

목표주가: 90,000원
주가(10/13): 59,000원

시가총액: 41,284억 원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (10/13)		2,944.41pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	79,200원	55,406원
등락률	-25.5%	6.5%
수익률	절대	상대
1M	-9.8%	-4.2%
6M	-10.5%	-3.6%
1Y	-3.8%	-21.5%

Company Data

발행주식수	69,973	천주
일평균 거래량(3M)	215	천주
외국인 지분율	17.9%	
배당수익률(2021E)	0.7%	
BPS(2021E)	27,362	원
주요 주주	유한재단 외 1 인	15.7%

투자지표

(십억 원)	2019	2020	2021F	2022F
매출액	1,480.4	1,619.9	1,721.4	1,849.3
영업이익	12.5	84.3	84.0	96.9
EBITDA	71.2	144.0	147.0	146.0
세전이익	54.9	239.9	146.9	155.1
순이익	36.6	190.4	107.4	113.4
지배주주지분순이익	40.0	192.8	108.7	114.8
EPS(원)	562	2,709	1,528	1,613
증감률(% YoY)	-30.4	381.8	-43.6	5.6
PER(배)	80.5	27.7	38.6	36.6
PBR(배)	1.96	2.90	2.16	2.04
EV/EBITDA(배)	38.6	33.2	25.7	26.1
영업이익률(%)	0.8	5.2	4.9	5.2
ROE(%)	2.4	11.1	5.7	5.7
순차입금비율(%)	-19.6	-17.5	-21.5	-19.1

자료: 키움증권

Price Trend



유한양행 (000100)

높아진 성공 가능성 할인보다 할증 요소



영업일수 부족 등으로 3Q 실적은 기대치를 하회할 것으로 예상됩니다. 올해 마일스톤 유입이 작년에 비해 낮아 실적 기대감이 높지 않고, 주가 또한 연초 대비 -26% 하락하였습니다. 이에 비해 레이저티닙 병용 임상상은 ESMO2021 초록보다 높은 반응을 보여 성공 가능성이 높아지고 있습니다. 현재 주가는 높아진 레이저티닙의 가치가 미반영 된 상태로 '22년 상반기 BTD 지정 및 중하순 허가 승인 시점 도래 하면서 점차 재평가 될 것으로 예상됩니다.

>>> 컨센서스 실적 하회 예상

3분기 매출액 4,392억 원(YoY +2%, QoQ +1%), 영업이익 176억 원(YoY -14%, QoQ -25%, OPM 4%)으로 매출액과 영업이익 각각 시장 컨센서스 -4%, -27% 하회 할 것으로 예상된다. **지난해 추석이 10월에 있었던 반면 올해는 9월로 추석(-2일), 여름 휴가, 코로나19 영향 등으로 부진한 매출 성장에 따른 수익성 영향도 있을 것으로 추측된다.**

전년동기 기술료 유입 169억원 대비 이번 3분기에는 117억원이 예상되어 지난해 기술료 유입이 높았던 것도 영향을 미칠 것으로 예상된다. 다만, 4분기는 영업일수 증가, 효율적인 비용 관리, 렉라자 매출 반영 등으로 양호한 실적이 기대된다.

>>> 가까워진 렉라자의 성공 타임라인 대비 하락한 주가

렉라자의 임상 코호트 확대, 학회 데이터 발표 등을 통해 신약 펀더멘털이 견고해지고 있다. 다양한 약재 투여 후(3차 타그리소, 4차 화학요법) 레이저티닙/아미반타탐 병용 1b상 29명 중 부분반응 12명(ORR 41%)으로 **초록 발표 당시 32%보다 높아진 반응률을 발표**하였다(CHRYSLIS-2). 더욱 상태가 좋지 않은 (Heavily Treated) 환자 대상으로도 **초록 당시 ORR 10%보다 상승한 21%**를 나타내었다.

환자 수 약 100여명 모집이 거의 완료되었으며, **ESMO2021에서 발표한 효능이 유지된다면 높은 확률로 FDA 승인이 예상된다.** 혁신형치료제(BTD)는 연말 신청할 것으로 예상되며, 내년 상반기 임상 결과 발표 및 '22년 중하순 3차 치료제로 조건부 가속 승인이 전망된다. 여러 약물을 투약한 환자 대상으로 빠른 데이터 도출 및 결과 확인이 가능하다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 9만 원 유지

실적 추정치 하향하였으나, 렉라자 성공 가능성 높아진 점 감안하여 가치 상향(성공확율 76% → 92%)하여 목표주가 9만 원, 투자의견 BUY 유지한다.

실적 세부 내역 1

(단위, 억원)

구분	1Q21	2Q21	3Q21E	컨센서스	차이	2021	컨센서스	차이
매출액	3,790	4,333	4,392	4,594	-4%	17,214	17,450	-1%
yoy	21.0%	4.3%	2.2%	6.9%		6.3%	7.7%	
영업이익	139	234	176	241	-27%	840	876	-4%
yoy	1194.7%	-34.3%	-13.5%	18.3%		-0.3%	4.0%	
OPM	3.7%	5.4%	4.0%	5.2%		4.9%	5.0%	
지배주주순이익	206	342	239	243	-2%	1,087	1,095	-1%

자료: 키움증권 리서치센터

실적 세부 내역 2

(단위, 십억원)

구분	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	419.2	446.7	1,643.9
유한화학	21.9	26.9	37.9	37.1	123.8	36.8	32.0	36.8	40.5	146.1
내부거래상계	(14.7)	(22.0)	(28.2)	(20.6)	(85.5)	(15.9)	(28.9)	(20.8)	(24.1)	(89.7)
연결 매출액	313.3	415.5	429.7	461.4	1,619.9	379.0	433.3	439.2	469.9	1,721.4
YoY	-9%	16%	12%	17%	9%	21%	4%	2%	2%	6%
원가	221.9	261.9	293.4	284.2	1,061.4	264.1	292.2	304.3	312.9	1,173.4
원가율	71%	63%	68%	62%	66%	70%	67%	69%	67%	68%
판매비와 관리비 등	90.3	117.9	115.9	150.1	474.2	101.1	117.7	117.3	127.9	464.0
판매비율	29%	28%	27%	33%	29%	27%	27%	27%	27%	27%
영업이익	1.1	35.7	20.4	27.2	84.3	13.9	23.4	17.6	29.1	84.0
YoY	-82%	흑전	509%	219%	572%	1195%	-34%	-13%	7%	0%
OPM	0%	9%	5%	6%	5%	4%	5%	4%	6%	5%

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구분	가치산정	비고
영업가치	31,740	상위제약사 평균 Fw12M PER
비영업가치		
YH25448	22,350	
순차입금	-3,144	
유통주식수	64,269	
기업가치	57,234	
목표주가	90,000	

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	1,480.4	1,619.9	1,721.4	1,849.3	1,955.5
매출원가	1,049.5	1,061.4	1,173.4	1,258.5	1,316.2
매출총이익	430.9	558.4	548.0	590.7	639.4
판관비	418.3	474.2	464.0	493.9	518.9
영업이익	12.5	84.3	84.0	96.9	120.5
EBITDA	71.2	144.0	147.0	146.0	158.9
영업외손익	42.4	155.6	62.9	58.3	61.8
이자수익	12.4	6.8	8.3	7.9	9.0
이자비용	3.1	2.7	2.7	2.7	2.7
외환관련이익	7.8	5.8	9.0	5.0	5.0
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	-6.9
법인세차감전이익	54.9	239.9	146.9	155.1	182.3
법인세비용	18.3	49.5	39.5	41.7	49.0
계속사업순손익	36.6	190.4	107.4	113.4	133.3
당기순이익	36.6	190.4	107.4	113.4	133.3
지배주주순이익	40.0	192.8	108.7	114.8	134.9
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-2.5	9.4	6.3	7.4	5.7
영업이익 증감율	-75.1	574.4	-0.4	15.4	24.4
EBITDA 증감율	-34.8	102.2	2.1	-0.7	8.8
지배주주순이익 증감율	-30.4	382.0	-43.6	5.6	17.5
EPS 증감율	-30.4	381.8	-43.6	5.6	17.5
매출총이익율(%)	29.1	34.5	31.8	31.9	32.7
영업이익률(%)	0.8	5.2	4.9	5.2	6.2
EBITDA Margin(%)	4.8	8.9	8.5	7.9	8.1
지배주주순이익률(%)	2.7	11.9	6.3	6.2	6.9

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	1,117.0	1,195.5	1,230.9	1,254.7	1,368.7
현금 및 현금성자산	274.2	353.5	450.0	425.1	498.7
단기금융자산	140.9	92.3	92.3	92.3	92.3
매출채권 및 기타채권	417.8	464.2	387.3	416.1	440.0
재고자산	186.9	252.0	267.8	287.7	304.2
기타유동자산	97.2	33.5	33.5	33.5	33.5
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	2,506.6	2,624.7	2,760.9
유동부채	352.2	382.2	389.9	399.5	407.6
매입채무 및 기타채무	190.0	216.8	224.5	234.1	242.2
단기금융부채	41.8	72.1	72.1	72.1	72.1
기타유동부채	120.4	93.3	93.3	93.3	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	554.7	564.4	572.4
지배지분	1,646.3	1,840.1	1,946.9	2,056.6	2,186.5
자본금	65.1	68.0	71.2	71.2	71.2
자본잉여금	111.9	114.4	114.4	114.4	114.4
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	1,772.1	1,859.0	1,966.1
비지배지분	3.7	6.4	5.1	3.7	2.0
자본총계	1,650.0	1,846.5	1,951.9	2,060.3	2,188.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	66.0	28.8	175.3	62.6	78.2
당기순이익	36.6	190.4	107.4	113.4	133.3
비현금항목의 가감	68.0	-29.3	-10.6	-21.9	-26.5
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	-73.6	-71.0	-64.9
영업활동자산부채증감	-63.9	-156.0	65.9	-39.0	-32.4
매출채권및기타채권의감소	-55.4	-61.2	76.9	-28.8	-23.9
재고자산의감소	56.5	-69.3	-15.8	-19.9	-16.5
매입채무및기타채무의증가	21.3	11.8	7.7	9.7	8.0
기타	-86.3	-37.3	-2.9	0.0	0.0
기타현금흐름	25.3	23.7	12.6	10.1	3.8
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	-21.8	-21.8
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	-27.9	-27.9
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	96.5	-25.0	73.6
기초현금 및 현금성자산	241.3	274.2	353.5	450.0	425.1
기말현금 및 현금성자산	274.2	353.5	450.0	425.1	498.7

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	562	2,709	1,528	1,613	1,896
BPS	23,137	25,861	27,362	28,904	30,729
CFPS	1,471	2,264	1,360	1,286	1,501
DPS	2,000	400	400	400	400
주가배수(배)					
PER	80.5	27.7	38.6	36.6	31.1
PER(최고)	87.7	29.8	53.0		
PER(최저)	66.0	13.2	37.5		
PBR	1.96	2.90	2.16	2.04	1.92
PBR(최고)	2.13	3.13	2.96		
PBR(최저)	1.60	1.39	2.09		
PSR	2.18	3.30	2.44	2.27	2.15
PCFR	30.8	33.2	43.4	45.9	39.3
EV/EBITDA	38.6	33.2	25.7	26.1	23.5
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	63.7	12.9	25.5	24.2	20.6
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.8	0.5	0.7	0.7	0.7
ROA	1.7	8.4	4.4	4.4	4.9
ROE	2.4	11.1	5.7	5.7	6.4
ROIC	1.5	8.5	7.8	9.9	12.5
매출채권회전율	3.8	3.7	4.0	4.6	4.6
재고자산회전율	6.8	7.4	6.6	6.7	6.6
부채비율	28.3	29.6	28.4	27.4	26.2
순차입금비율	-19.6	-17.5	-21.5	-19.1	-21.4
이자보상배율	4.0	31.1	31.0	35.7	44.4
총차입금	91.5	123.1	123.1	123.1	123.1
순차입금	-323.7	-322.7	-419.1	-394.3	-467.9
NOPLAT	71.2	144.0	147.0	146.0	158.9
FCF	-40.4	-112.1	190.3	81.0	94.1

Compliance Notice

- 당사는 10월 13일 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

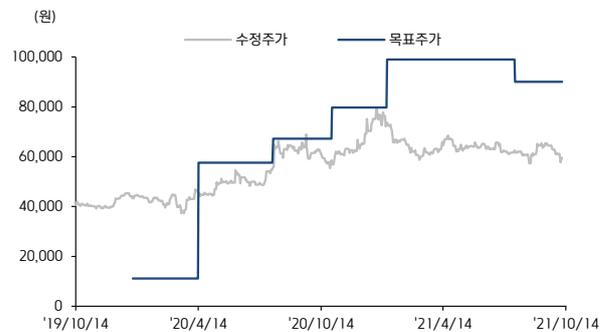
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	2020-01-07	BUY(Maintain)	11,136원	6개월	282.32	321.06
(000100)	2020-04-14	BUY(Maintain)	57,600원	6개월	-14.49	-4.81
	2020-08-03	BUY(Maintain)	67,200원	6개월	-7.95	2.53
	2020-10-30	BUY(Maintain)	79,680원	6개월	-16.00	-0.60
	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	-31.01	-27.33
	2021-10-14	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 (2020/10/01~2021/09/30)

매수	중립	매도
97.63%	2.37%	0.00%