

SK COMPANY Analysis



Analyst

이달미

talmi@sk.co.kr

02-3773-9952

Company Data

자본금	712 억원
발행주식수	7,115 만주
자사주	128 만주
액면가	1,000 원
시가총액	41,914 억원
주요주주	
유한재단(외2)	23.44%
국민연금공단	12.22%
외국인지분률	18.10%
배당수익률	0.60%

Stock Data

주가(21/10/29)	59,900 원
KOSPI	2970.68 pt
52주 Beta	0.93
52주 최고가	79,200 원
52주 최저가	56,937 원
60일 평균 거래대금	133 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.6%	1.3%
6개월	-7.0%	-0.6%
12개월	2.3%	-19.9%

유한양행 (000100/KS | 매수(유지) | T.P 86,000 원(유지))

광고비 지출로 3 분기 영업이익 시장 컨센서스 하회

- 2021 년 3 분기 영업이익은 65 억원(-68.0%YoY)으로 시장 컨센서스를 크게 하회
- 새롭게 출시한 프로바이오틱스의 마케팅비 집행으로 광고비가 크게 증가
- 2021 년 4 분기에는 광고비 집행의 규모가 축소되면서 영업이익 회복세 예상
- 2022 년부터 렉라자 판매 본격화되면서 실적 성장세를 견인할 전망
- 투자의견 매수와 목표주가 86,000 원 유지

2021 년 3 분기 실적 Review

동사의 2021 년 3 분기 실적은 매출액 4,515 억원(+5.1%YoY), 영업이익 65 억원(-68.0%YoY, OPM 1.4%)을 시현하면서 시장 컨센서스를 크게 하회하였다. 3 분기 영업이익 하회의 원인은 올해 새로 출시한 프로바이오틱스의 마케팅비 발생으로 광고비가 270 억원이 집행되면서 전분기 대비 100 억원이 증가했기 때문이다. 또한 3 분기에 미인식된 마일스톤 약 100 억원이 4 분기로 이연되면서 영업이익 감소에 영향을 미쳤다.

2021 년 4 분기 영업이익은 회복될 전망

이번 3 분기에는 신제품 프로바이오틱스의 브랜드력 강화를 위한 공격적인 마케팅비 집행으로 영업이익이 기대에 미치지 못했지만 4 분기에는 큰 규모의 비용집행 가능성이 낮기 때문에 영업이익 회복이 예상된다. 2022 년부터는 렉라자의 본격적인 판매 개시로 실적개선이 기대된다.

투자의견 매수와 목표주가 86,000 원 유지

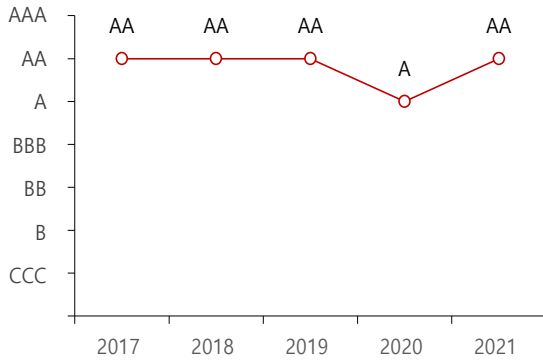
이번 실적발표를 토대로 동사의 2021 년, 2022 년 영업이익을 각각 14.4%, 6.2% 하향 조정하고 목표주가 86,000 원과 투자의견 매수를 유지한다. 2021 년 출시된 폐암 치료제 렉라자의 올해 첫 예상 매출액은 70 억원으로 판매속도가 다소 늦지만 2022 년부터는 본격적인 매출 성장세가 예상된다. 현재 1,2 세대의 치료제를 복용하는 환자들 중 3 세대로 넘어가는 환자 중에서 월 90 명 정도가 렉라자를 처방받고 있다. 이러한 추세로 내년 부터는 3 세대로 넘어가는 환자의 50% 수준이 렉라자를 처방 받을 것으로 판단, 내년 실적 성장세를 견인할 전망이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2018	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	억원	15,188	14,804	16,199	17,100	18,186	19,463
yoy	%	3.9	-2.5	9.4	5.6	6.4	7.0
영업이익	억원	501	125	843	635	973	1,178
yoy	%	-43.5	-75.0	572.1	-24.6	53.2	21.0
EBITDA	억원	1,091	712	1,440	1,245	1,681	1,859
세전이익	억원	894	549	2,399	1,110	1,505	1,712
순이익(지배주주)	억원	575	400	1,928	909	1,218	1,381
영업이익률%	%	3.3	0.9	5.2	3.7	5.4	6.1
EBITDA%	%	7.2	4.8	8.9	7.3	9.3	9.6
순이익률	%	3.8	2.5	11.8	5.1	6.5	6.9
EPS(계속사업)	원	808	562	2,709	1,277	1,712	1,941
PER	배	46.4	80.5	27.7	46.9	35.0	30.9
PBR	배	1.6	2.0	2.9	2.2	2.1	2.0
EV/EBITDA	배	21.6	40.9	35.3	32.1	23.7	21.3
ROE	%	3.6	2.4	11.1	4.8	6.2	6.6
순차입금	억원	-3,562	-3,176	-3,183	-3,807	-3,879	-4,041
부채비율	%	31.6	28.3	29.6	31.3	30.2	29.1

ESG 하이라이트

유한양행의 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
유한양행 종합 등급	AA	C-	36.8
환경(Environment)	57.9	B-	34.1
사회(Social)	48.1	D+	31.6
지배구조(Governance)	54.9	C	48.2
<비교업체 종합 등급>			
대웅제약	BB	NA	22.3
한미약품	A	C+	53.3
동아에스티	AA	NA	40.1
종근당	A	NA	26.0
녹십자	A	NA	25.6

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

SK 증권 리서치의 유한양행 ESG 평가

지속가능발전소에 따르면 ESG 관련 리스크 요인을 반영한 통합점수가 가장 높은 것으로 나타나 전반적으로 ESG 경영에 관심이 많은 것으로 판단된다.

친환경 경영을 실천하며 ESG 경영에 앞장서고 있어 적극적인 대응에 잘 나서고 있다.

자료: SK 증권

유한양행의 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
NA	NA	NA	NA

자료: KRX, SK 증권

유한양행의 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
2021.10.1	지배구조 (Governance)	유한양행 등 ISO 인증 제약사, 5 년간 리베이트 22 건 적발
2021.5.28	사회 (Social)	백신 담합 제약사 6 곳 "일본이 유출방지 부탁해 들러리 세운 것"
2020.9.22	사회 (Social)	백신 입찰담합 첫 재판서 보령 유한양행 혐의 부인
2020.5.26	사회 (Social)	유한양행 등 당뇨병 치료제 31 개에 발암 추정 물질 검출
2019.11.14	사회 (Social)	檢 백신 담합 의혹 유한 비록 제약사 등 10 여곳 압수수색

자료: 주요 언론사, SK 증권

그림 1. 유한양행의 2021년 3분기 실적 Review

(억원, %)	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P		증감율		시장 컨센서스 차이
					확정치	시장 컨센서스	YoY	QoQ	
매출액	4,296.8	4,614.2	3,790.3	4,333.8	4,514.7	4,559.0	5.1	4.2	(1.0)
영업이익	203.7	271.5	139.0	234.7	65.2	226.0	(68.0)	(72.2)	(71.1)
세전이익	334.9	10.8	267.0	433.9	364.2	330.0	8.8	(16.1)	10.4
순이익	288.1	119.3	201.1	332.2	300.7	258.0	4.4	(9.5)	16.5
영업이익률	4.7	5.9	3.7	5.4	1.4	5.0			
세전이익률	7.8	0.2	7.0	10.0	8.1	7.2			
순이익률	6.7	2.6	5.3	7.7	6.7	5.7			

자료 : SK 증권 추정치

그림 2. 유한양행의 연간 실적전망 변경

(억원, %)	변경후			변경전			변경률		
	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
매출액	17,100	18,186	19,463	17,138	18,200	19,580	(0.2)	(0.1)	(0.6)
영업이익	636	973	1,178	743	1,038	1,333	(14.4)	(6.2)	(11.6)
세전이익	1,110	1,505	1,712	1,191	1,444	1,806	(6.8)	4.2	(5.2)
순이익	871	1,181	1,344	908	1,101	1,433	(4.1)	7.2	(6.3)
EPS	1,277	1,712	1,941	1,329	1,601	1,830	(3.9)	7.0	6.0
영업이익률	3.7	5.4	6.1	4.9	5.7	6.8	(1.2)	(0.3)	(0.8)

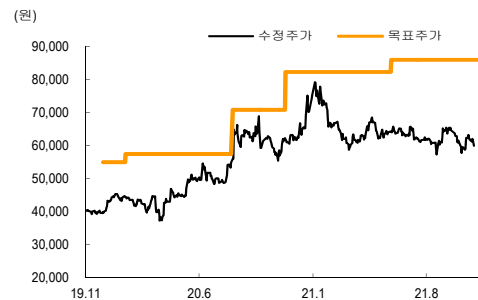
자료 : SK 증권 추정치

그림 3. 유한양행 분기 및 연간 실적 전망 Table

(억원, %)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21P	4Q21E	2019	2020	2021E	2022E
매출액	3,132.8	4,154.9	4,296.8	4,614.2	3,790.3	4,333.8	4,514.7	4,461.7	14,803.1	16,198.7	17,100.5	18,186.3
약품사업	2,330.0	2,847.5	3,118.0	2,831.0	2,724.4	3,174.7	3,276.3	3,299.7	11,071.0	11,126.4	12,475.0	13,063.8
생활건강사업	269.6	462.3	408.3	284.9	299.5	505.7	465.9	325.1	1,138.7	1,425.0	1,596.1	1,675.9
해외사업	247.4	295.0	449.5	568.9	426.7	366.2	523.7	509.1	2,057.1	1,560.7	1,825.7	1,901.7
기타	116.7	109.1	152.5	152.4	185.2	119.9	184.7	167.6	304.6	530.8	657.4	690.3
영업이익	10.7	356.6	203.7	271.5	139.0	234.7	65.2	196.9	125.2	842.5	635.8	973.3
세전이익	1,576.6	476.7	334.9	10.8	267.0	433.9	364.2	45.2	549.2	2,398.9	1,110.3	1,504.7
순이익	1,153.6	343.0	288.1	119.3	201.1	332.2	300.7	37.3	366.1	1,904.0	871.3	1,180.8
성장률YoY(%)												
매출액	-9.2	15.6	12.4	17.2	21.0	4.3	5.1	-3.3	-2.5	9.4	5.6	6.3
영업이익	-82.4	흑전	508.4	218.8	1,195.1	-34.2	-68.0	-27.5	-76.6	572.8	-24.5	53.1
세전이익	577.4	346.2	83.0	-59.6	-83.1	-9.0	8.8	320.3	-38.6	336.8	-53.7	35.5
순이익	636.7	502.8	129.4	341.1	-82.6	-3.2	4.4	-68.7	-37.2	420.0	-54.2	35.5
수익률(%)												
영업이익	0.3	8.6	4.7	5.9	3.7	5.4	1.4	4.4	0.8	5.2	3.7	5.4
세전이익	50.3	11.5	7.8	0.2	7.0	10.0	8.1	1.0	3.7	14.8	6.5	8.3
순이익	36.8	8.3	6.7	2.6	5.3	7.7	6.7	0.8	2.5	11.8	5.1	6.5

자료 : SK 증권 추정치, 연결기준

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2021.11.01	매수	86,000원	6개월		
2021.07.06	매수	86,000원	6개월	-25.33%	-7.91%
2021.05.27	매수	86,000원	6개월	-24.06%	-7.91%
2020.11.10	매수	82,295원	6개월	-20.34%	-3.76%
2020.08.03	매수	70,812원	6개월	-12.91%	-2.70%
2020.05.21	매수	57,415원	6개월	-14.02%	-4.50%
2020.04.13	매수	57,415원	6개월	-18.91%	-10.83%
2020.01.15	매수	57,415원	6개월	-25.78%	-18.33%
2019.12.04	매수	54,964원	6개월	-21.33%	-17.65%



Compliance Notice

- 작성자(이달미)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2021년 11월 1일 기준)

매수	89.39%	중립	10.61%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	11,170	11,955	12,253	12,658	13,235
현금및현금성자산	2,742	3,535	2,440	2,482	2,614
매출채권및기타채권	4,178	4,642	4,489	4,774	5,109
재고자산	1,869	2,520	2,437	2,591	2,773
비유동자산	10,003	11,980	13,046	13,761	14,494
장기금융자산	1,581	2,029	2,132	2,132	2,132
유형자산	3,275	3,259	3,195	2,863	2,604
무형자산	287	585	989	1,308	1,579
자산총계	21,172	23,935	25,298	26,418	27,729
유동부채	3,522	3,822	3,680	3,801	3,955
단기금융부채	418	721	682	612	542
매입채무 및 기타채무	1,399	1,786	1,727	1,837	1,966
단기충당부채	191	213	206	219	234
비유동부채	1,150	1,648	2,348	2,326	2,299
장기금융부채	497	510	472	412	352
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	144	175	169	187	201
부채총계	4,672	5,470	6,028	6,127	6,254
지배주주지분	16,463	18,401	19,228	20,285	21,506
자본금	651	680	712	712	712
자본잉여금	1,119	1,144	1,127	1,127	1,127
기타자본구성요소	-1,735	-1,766	-1,782	-1,782	-1,782
자기주식	-1,735	-1,766	-1,782	-1,782	-1,782
이익잉여금	15,454	16,913	17,553	18,442	19,493
비지배주주지분	37	64	42	6	-31
자본총계	16,500	18,465	19,270	20,291	21,475
부채외자본총계	21,172	23,935	25,298	26,418	27,729

현금흐름표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동현금흐름	52	-228	1,564	1,077	1,165
당기순이익(손실)	366	1,904	871	1,181	1,344
비현금성항목등	680	-293	642	501	516
유형자산감가상각비	541	550	517	533	458
무형자산감가상각비	46	48	92	175	223
기타	403	-939	466	209	209
운전자본감소(증가)	-639	-1,560	396	-280	-326
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-554	-612	214	-285	-335
재고자산감소(증가)	565	-693	71	-155	-182
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	213	118	98	110	129
기타	-863	-373	12	50	62
법인세납부	-356	-280	-346	-324	-369
투자활동현금흐름	955	1,117	-2,369	-545	-546
금융자산감소(증가)	1,054	415	-1,567	100	100
유형자산감소(증가)	-424	-511	-408	-200	-200
무형자산감소(증가)	-40	-332	-494	-494	-494
기타	365	1,545	99	48	48
재무활동현금흐름	-701	92	-349	-490	-487
단기금융부채증가(감소)	-334	281	-42	-70	-70
장기금융부채증가(감소)	-22	12	-36	-60	-60
자본의증가(감소)	-84	-31	-16	0	0
배당금의 지급	-229	-238	-249	-329	-329
기타	-32	68	-6	-31	-27
현금의 증가(감소)	329	793	-1,095	42	132
기초현금	2,413	2,742	3,535	2,440	2,482
기말현금	2,742	3,535	2,440	2,482	2,614
FCF	68	-611	357	498	586

자료 : 유한양행, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	14,804	16,199	17,100	18,186	19,463
매출원가	10,495	10,614	11,739	12,485	13,361
매출총이익	4,309	5,584	5,361	5,702	6,102
매출총이익률 (%)	29.1	34.5	31.4	31.4	31.4
판매비와관리비	4,183	4,742	4,726	4,728	4,924
영업이익	125	843	635	973	1,178
영업이익률 (%)	0.9	5.2	3.7	5.4	6.1
비영업손익	424	1,556	475	531	534
순금융비용	-93	-41	-10	-18	-21
외환관련손익	14	-186	20	20	20
관계기업투자등 관련손익	376	611	657	703	703
세전계속사업이익	549	2,399	1,110	1,505	1,712
세전계속사업이익률 (%)	3.7	14.8	6.5	8.3	8.8
계속사업법인세	183	495	239	324	369
계속사업이익	366	1,904	871	1,181	1,344
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	366	1,904	871	1,181	1,344
순이익률 (%)	2.5	11.8	5.1	6.5	6.9
지배주주	400	1,928	909	1,218	1,381
지배주주귀속 순이익률(%)	2.7	11.9	5.32	6.7	7.1
비지배주주	-34	-24	-38	-38	-38
총포괄이익	328	2,132	1,041	1,350	1,513
지배주주	368	2,155	1,077	1,387	1,550
비지배주주	-40	-22	-36	-36	-36
EBITDA	712	1,440	1,245	1,681	1,859

주요투자지표

월 결산(억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
성장성 (%)					
매출액	-2.5	9.4	5.6	6.4	7.0
영업이익	-75.0	572.1	-24.6	53.2	21.0
세전계속사업이익	-38.6	336.8	-53.7	35.5	13.8
EBITDA	-34.8	102.3	-13.6	35.1	10.6
EPS(계속사업)	-30.4	381.8	-52.9	34.1	13.4
수익성 (%)					
ROE	2.4	11.1	4.8	6.2	6.6
ROA	1.7	8.4	3.5	4.6	5.0
EBITDA마진	4.8	8.9	7.3	9.3	9.6
안정성 (%)					
유동비율	317.1	312.8	332.9	333.0	334.7
부채비율	28.3	29.6	31.3	30.2	29.1
순차입금/자기자본	-19.3	-17.2	-19.8	-19.1	-18.8
EBITDA/이자비용(배)	23.0	53.1	38.1	54.9	68.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	562	2,709	1,277	1,712	1,941
BPS	23,137	25,861	27,023	28,509	30,224
CFPS	1,387	3,549	2,133	2,707	2,899
주당 현금배당금	365	381	382	382	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	86.5	27.7	62.0	46.3	40.8
PER(최저)	67.0	13.7	44.9	33.5	29.5
PBR(최고)	2.1	2.9	2.9	2.8	2.6
PBR(최저)	1.6	1.4	2.1	2.0	1.9
PCR	32.6	21.2	28.1	22.1	20.7
EV/EBITDA(최고)	44.1	35.3	43.1	31.8	28.7
EV/EBITDA(최저)	33.3	16.6	30.6	22.6	20.3