



## Outperform(Downgrade)

목표주가: 70,000원

주가(11/3): 59,200원

시가총액: 43,353억 원

제약바이오 Analyst 허혜민  
hyemin@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (11/3)	2,329.17pt
52 주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	64,600원
등락률	-8.4%
수익률	절대 상대
1M	9.0%
6M	-2.1%
1Y	0.6%
	28.5%

## Company Data

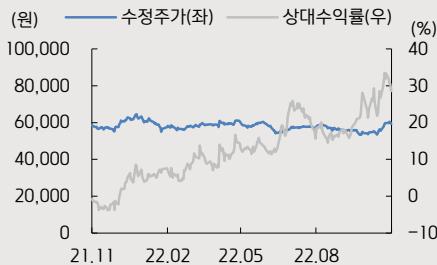
발행주식수	73,231 천주
일평균 거래량(3M)	141천주
외국인 지분율	20.3%
배당수익률(2022E)	0.7%
BPS(2022E)	26,929원
주요 주주	유한재단 외 1 인
	15.8%

## 투자지표

(십억 원)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	1,619.9	1,687.8	1,765.6	1,946.3
영업이익	84.3	48.6	24.6	42.7
EBITDA	144.0	101.3	79.5	87.4
세전이익	239.9	126.1	113.5	110.7
순이익	190.4	99.1	73.8	85.3
지배주주지분순이익	192.8	102.6	76.4	88.2
EPS(원)	2,590	1,379	1,026	1,186
증감률(% YoY)	381.8	-46.8	-25.6	15.6
PER(배)	27.7	45.0	57.7	49.9
PBR(배)	2.91	2.40	2.20	2.11
EV/EBITDA(배)	33.2	40.6	51.9	47.2
영업이익률(%)	5.2	2.9	1.4	2.2
ROE(%)	11.1	5.4	3.9	4.3
순차입금비율(%)	-17.5	-16.1	-14.0	-13.6

자료: 키움증권

## Price Trend



## ☒ 실적 Review

## 유한양행 (000100)

## 이제는 실적 성장도 보여줘야 할 때



3분기 실적은 생활건강 사업부 부진과 해외 사업부 감소 및 기술료 이연 등으로 어닝 쇼크를 기록하였다. 실적보다는 R&D 모멘텀이 기대되는데, 12/3일 레이저 티닙의 폐암 단독 1차 치료제 3상 세부 결과 발표를 앞두고 있고, 프로세사에 기술 이전 한 YH12582(2a상) 탑 라인 결과도 기대된다. 다만, 낮아진 실적 신뢰도 회복이 필요해 보인다.

## &gt;&gt;&gt; 생활건강과 API 수출 감소 및 기술료 감소로 하회

3분기 연결 매출액은 4,315억 원(YoY -4%, QoQ -11%), 영업이익 -45억 원(YoY 적전, QoQ 적전)로 시장 컨센서스 매출액 4,924억 원 영업이익 189억 원을 큰 폭으로 하회하였다. 실적 감소의 주 요인은 1) 생활건강 사업부 부진, 2) 해외 사업부 감소, 3) 기술료 이연 등 때문이다.

개량신약과 렘라자 판매 증가로 전문의약품(ETC) 부문 2,867억 원(YoY +7%)으로 성장하였다. 일반의약품(OTC) 부문은 안티푸라민, 메가트루, 마그비 등의 주요 제품 성장세에 힘입어 638억 원(YoY +25%)을 기록하였다.

약품 사업부문이 3,505억 원(YoY +10%)으로 성장하였으나, 생활건강 사업부가 317억 원(YoY -43%) 해외 사업부 356억 원(YoY -32%)로 부진하였다. 프리미엄급의 프로바이오틱스 사업이 경기 침체를 맞아 시장 진입에 어려움을 겪고 있으며, 홈키파 살충제가 시즌 종료로 반품되는 등의 영향이 있었다. 해외 API 원료 수출 부문은 연간 생산 계획의 66%가 상반기에 치중되면서 하반기 공급 물량이 둔화된 영향이 있었다. 기술료 또한 31억원(YoY -52%)으로 길리어드향 프로젝트 추가 동물실험으로 기술료 500만불이 내년 상반기로 이연된 영향이 있었다. 생활건강 사업부의 정상화는 단기간내에는 어려울 것으로 보이며, 해외 사업부 또한 상반기 대부분 물량이 선적되어 4분기에도 전년동기 대비 부진한 238억 원(YoY -29%)가 전망된다.

## &gt;&gt;&gt; 그래도 R&amp;D 장남 렘라자 기대

오는 12/3일 싱가폴에서 개최되는 ESMO Asia Congress 2022에서 레이저티닙 폐암 1차 단독 3상 세부 결과 발표가 예정되어 있어, 결과에 따라 '23.1Q 국내 1차 치료제 확대 신청 및 '23.4Q에는 적응증 확대 승인을 받을 수 있을 것으로 보인다. 병용 3상으로 진행하는 MARIPOSA 폐암 1차 치료제 대조군은 레이저티닙 포함 타그리소로 1,000명의 환자 등록이 완료되어 '23년말 1차 분석이 가능할 것으로 전망된다. 타그리소 내성 병용 요법으로 진행 중인 MARIPOSA-2(600명 대상)의 임상종료는 '23.5월로 전망된다.

## &gt;&gt;&gt; 투자의견 Outperform, 목표주가 7만원 하향

타겟 밸류에이션 하락과 실적 추정치 하향하여 동사에 대한 투자의견 Outperform, 목표주가 7만원으로 하향한다. 다만, 레이저티닙 단독 폐암 1차 치료제 글로벌 3상 세부 데이터 발표(12/3)와 프로세사에 기술 이전 한 위무력증 YH12582(2a상) 탑 라인 발표를 앞두고 있다는 점이 긍정적이다.

## 실적 세부 내역 1

	1Q22	2Q22	3Q22P	QoQ	YoY	기움증권 추정치	차이 (실제/추정)	컨센서스	(단위, 십억원) 차이 (컨센/추정)
매출액	410.9	483.0	431.5	-11%	-4%	506.3	-15%	492.4	-12%
영업이익	6.1	16.9	(4.4)	적전	적전	20.9	N.A	18.9	N.A
영업이익률	1%	4%	-						
세전이익	28.3	43.4	21.8	-50%	-40%	26.6	-18%		
세전이익률	7%	9%	5%						
지배주주순이익	15.9	34.1	5.5	-84%	-82%	22.6	-75%	32.8	-83%

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

## 실적 세부 내역 2

구 분	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	2021	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2022E
유한양행(별도)	354.2	423.8	436.4	409.6	1,624.1	397.7	468.0	424.2	432.4	1,722.3
유한화학	36.8	32.0	43.2	26.2	138.2	46.8	46.4	28.3	23.6	145.1
내부거래상계	(15.9)	(28.9)	(34.3)	(18.4)	(97.4)	(38.8)	(37.2)	(27.6)	(22.3)	(125.8)
<b>연결 매출액</b>	<b>379.0</b>	<b>433.3</b>	<b>451.5</b>	<b>424.0</b>	<b>1,687.8</b>	<b>410.9</b>	<b>483.0</b>	<b>431.5</b>	<b>440.2</b>	<b>1,765.6</b>
YoY	21%	4%	5%	-8%	4%	8%	11%	-4%	4%	5%
원가	264.1	292.2	318.7	288.2	1,163.2	295.0	337.5	310.8	308.1	1,251.4
원가율	70%	67%	71%	68%	69%	72%	70%	72%	70%	71%
판매비와 관리비 등	101.1	117.7	126.2	131.0	476.1	109.7	128.5	125.3	126.0	489.6
판관비율	27%	27%	28%	31%	28%	27%	27%	29%	29%	28%
<b>영업이익</b>	<b>13.9</b>	<b>23.4</b>	<b>6.5</b>	<b>4.8</b>	<b>48.6</b>	<b>6.1</b>	<b>16.9</b>	<b>(4.5)</b>	<b>6.1</b>	<b>24.6</b>
YoY	1195%	-34%	-68%	-82%	-42%	-56%	-28%	적전	29%	-49%
OPM	4%	5%	1%	1%	3%	1%	4%	-	1%	1%

자료: 키움증권 리서치센터

## 목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치산정	비 고
영업가치	19,007	상위제약사 평균 Fw12M PER
비영업가치		
YH25448	21,983	
순차입금	-3,932	
유통주식수	67,035	
기업가치	44,922	
<b>목표주가</b>	<b>70,000</b>	

주: 상위 제약사는 한미약품, 녹십자, 대웅제약, 종근당, 동아에스티

자료: 키움증권 리서치센터

## 파이프라인 현황

약물	적응증	후보물질	비임상 독성	임상 1상	임상 2상	임상 3상	파트너사
렉라자® LAZERTINIB	EGFR돌연변이 비소세포폐암	단독요법 (유한) 글로벌 3상 Amivantamab 병용요법 (얀센) 글로벌 3상					janssen
YH14618 (Remedisc)	퇴행성 디스크						SpineBiopharma
YH12852 (PCS12852)	Gut Motility Disease						Processa Pharmaceuticals
YH25724	NASH						Boehringer Ingelheim
YH35324	Allergy (CSU, 천식, AD)						GT innovation
YH32367	면역항암						abl bio
YHC1102	NASH/Fibrosis						GILEAD
YH34160	비만						
YH32364	면역항암						abl bio

자료: 유한양행, 키움증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

	(단위: 십억 원)				
12 월 결산	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>매출액</b>	1,619.9	1,687.8	1,765.6	1,946.3	2,072.2
매출원가	1,061.4	1,163.2	1,251.4	1,380.3	1,469.3
<b>매출총이익</b>	558.4	524.7	514.2	566.0	602.9
판관비	474.2	476.1	489.6	523.3	554.3
<b>영업이익</b>	84.3	48.6	24.6	42.7	48.6
<b>EBITDA</b>	144.0	101.3	79.5	87.4	85.0
<b>영업외손익</b>	155.6	77.5	88.9	68.0	78.3
이자수익	6.8	5.0	4.6	4.7	5.0
이자비용	2.7	2.9	2.9	2.9	2.9
외환관련이익	5.8	23.3	30.0	7.0	7.0
외환관련손실	24.4	3.7	7.0	3.0	3.0
증속 및 관계기업손익	63.5	57.8	50.0	50.0	50.0
기타	106.6	-2.0	14.2	12.2	22.2
<b>법인세차감전이익</b>	239.9	126.1	113.5	110.7	127.0
법인세비용	49.5	26.9	39.7	25.5	29.2
<b>계속사업순손익</b>	190.4	99.1	73.8	85.3	97.8
<b>당기순이익</b>	190.4	99.1	73.8	85.3	97.8
<b>지배주주순이익</b>	192.8	102.6	76.4	88.2	101.2
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	9.4	4.2	4.6	10.2	6.5
영업이익 증감율	572.5	-42.3	-49.4	73.6	13.8
EBITDA 증감율	102.3	-29.7	-21.5	9.9	-2.7
지배주주순이익 증감율	381.9	-46.8	-25.5	15.4	14.7
EPS 증감율	381.8	-46.8	-25.6	15.6	14.7
매출총이익률(%)	34.5	31.1	29.1	29.1	29.1
영업이익률(%)	5.2	2.9	1.4	2.2	2.3
EBITDA Margin(%)	8.9	6.0	4.5	4.5	4.1
지배주주순이익률(%)	11.9	6.1	4.3	4.5	4.9

## 현금흐름표

	(단위: 십억 원)				
12 월 결산	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>영업활동 현금흐름</b>	28.8	99.0	168.9	136.9	162.6
당기순이익	190.4	99.1	73.8	85.3	97.8
비현금항목의 가감	-29.3	52.9	138.8	114.2	109.4
유형자산감가상각비	55.0	47.2	46.6	37.2	29.6
무형자산감가상각비	4.8	5.5	8.2	7.5	6.8
지분법평가손익	-66.3	-112.1	0.0	0.0	0.0
기타	-22.8	112.3	84.0	69.5	73.0
영업활동자산부채증감	-156.0	-60.9	-50.8	-84.0	-62.5
매출채권및기타채권의감소	-61.2	-16.9	-21.8	-50.7	-35.4
재고자산의감소	-69.3	-26.1	-12.7	-29.4	-20.5
매입채무및기타채무의증가	11.8	20.6	-9.5	2.6	0.7
기타	-37.3	-38.5	-6.8	-6.5	-7.3
기타현금흐름	23.7	7.9	7.1	21.4	17.9
<b>투자활동 현금흐름</b>	57.6	-167.1	-93.3	-20.5	-20.5
유형자산의 취득	-51.5	-46.2	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.4	0.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-33.2	-35.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-165.3	-12.8	-111.2	-38.4	-38.4
단기금융자산의감소(증가)	48.7	-91.1	0.0	0.0	0.0
기타	258.5	17.9	17.9	17.9	17.9
<b>재무활동 현금흐름</b>	11.7	-36.5	-19.9	-24.4	-24.4
차입금의 증가(감소)	32.5	1.9	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	3.3	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-3.1	-16.4	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-23.8	-24.9	-26.1	-27.3	-27.3
기타	6.1	2.9	2.9	2.9	2.9
기타현금흐름	-18.8	4.8	-87.2	-87.2	-87.2
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	79.3	-99.9	-31.6	4.8	30.5
기초현금 및 현금성자산	274.2	353.5	253.6	222.0	226.8
기말현금 및 현금성자산	353.5	253.6	222.0	226.8	257.4

자료 : 키움증권

## 재무상태표

	(단위: 십억 원)				
12 월 결산	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>유동자산</b>	1,195.5	1,224.1	1,232.8	1,324.1	1,417.8
현금 및 현금성자산	353.5	253.6	222.1	226.8	257.3
단기금융자산	92.3	183.4	183.4	183.4	183.4
매출채권 및 기타채권	464.2	473.9	495.7	546.5	581.8
재고자산	252.0	274.8	287.4	316.9	337.4
기타유동자산	33.5	38.4	44.2	50.5	57.9
<b>비유동자산</b>	1,198.0	1,239.7	1,296.0	1,289.8	1,291.8
투자자산	730.5	743.3	854.5	892.9	931.3
유형자산	325.9	331.2	284.5	247.4	217.8
무형자산	58.5	87.6	79.3	71.9	65.1
기타비유동자산	83.1	77.6	77.7	77.6	77.6
<b>자산총계</b>	2,393.5	2,463.8	2,528.8	2,613.8	2,709.6
<b>유동부채</b>	382.2	432.0	422.5	425.1	425.8
매입채무 및 기타채무	216.8	215.4	205.9	208.5	209.3
단기금융부채	72.1	92.1	92.1	92.1	92.1
기타유동부채	93.3	124.5	124.5	124.4	124.4
<b>비유동부채</b>	164.8	95.9	95.9	95.9	95.9
장기금융부채	51.0	32.6	32.6	32.6	32.6
기타비유동부채	113.8	63.3	63.3	63.3	63.3
<b>부채총계</b>	547.0	527.9	518.4	521.0	521.8
<b>자본지분</b>	1,840.1	1,926.9	2,003.8	2,089.4	2,187.9
자본금	68.0	71.2	74.4	74.4	74.4
자본잉여금	114.4	112.2	112.2	112.2	112.2
기타자본	-176.6	-193.1	-193.1	-193.1	-193.1
기타포괄손익누계액	143.1	136.2	160.8	185.4	210.0
이익잉여금	1,691.3	1,800.3	1,849.4	1,910.4	1,984.3
비자본지분	6.4	9.0	6.4	3.5	0.1
<b>자본총계</b>	1,846.5	1,935.9	2,010.3	2,092.9	2,188.0
<b>투자지표</b>					
	(단위: 원, %, 배)				
12 월 결산	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	2,590	1,379	1,026	1,186	1,360
BPS	24,729	25,894	26,929	28,079	29,402
CFPS	2,165	2,043	2,857	2,681	2,784
DPS	400	400	400	400	400
<b>주가배수(배)</b>					
PER	27.7	45.0	57.7	49.9	43.5
PER(최고)	29.9	56.2	65.5		
PER(최저)	13.3	39.6	51.4		
PBR	2.91	2.40	2.20	2.11	2.01
PBR(최고)	3.13	2.99	2.50		
PBR(최저)	1.39	2.11	1.96		
PSR	3.30	2.74	2.50	2.26	2.13
PCFR	33.2	30.4	20.7	22.1	21.3
EV/EBITDA	33.2	40.6	51.9	47.2	48.1
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%), 보통주, 현금	12.9	25.8	36.3	31.4	27.4
배당수익률(%), 보통주, 현금	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7
ROA	8.4	4.1	3.0	3.3	3.7
ROE	11.1	5.4	3.9	4.3	4.7
ROIC	8.5	2.6	1.8	3.6	4.0
매출채권회전율	3.7	3.6	3.6	3.7	3.7
재고자산회전율	7.4	6.4	6.3	6.4	6.3
부채비율	29.6	27.3	25.8	24.9	23.8
순차입금비율	-17.5	-16.1	-14.0	-13.6	-14.4
이자보상배율	31.1	16.5	8.4	14.5	16.5
총차입금	123.1	124.8	124.8	124.8	124.8
순차입금	-322.7	-312.2	-280.7	-285.4	-315.9
EBITDA	144.0	101.3	79.5	87.4	85.0
FCF	-112.1	-66.6	20.0	-6.5	11.3

**Compliance Notice**

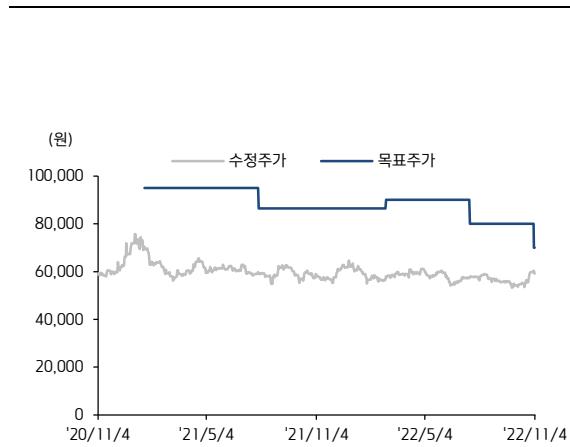
- 당사는 11월 3일 현재 '유한양행(000100)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다.

**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 일제의 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	목표가격 대상 시점		괴리율(%)	
				평균 주가대비	최고 주가대비	평균 주가대비	최고 주가대비
유한양행 (000100)	2021-01-20	BUY(Maintain)	95,040원	6개월	-35.25	-25.89	
	2021-04-19	BUY(Maintain)	95,040원	6개월	-35.37	-25.89	
	2021-07-30	BUY(Maintain)	86,400원	6개월	-31.43	-27.56	
	2021-10-14	BUY(Maintain)	86,400원	6개월	-31.38	-25.23	
	2022-02-28	BUY(Maintain)	90,000원	6개월	-35.21	-32.11	
	2022-07-18	BUY(Maintain)	80,000원	6개월	-29.26	-24.50	
	2022-11-04	Outperform (Downgrade)	70,000원	6개월			

**목표주가 추이 (2개년)**

\*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

**투자의견 및 적용기준**

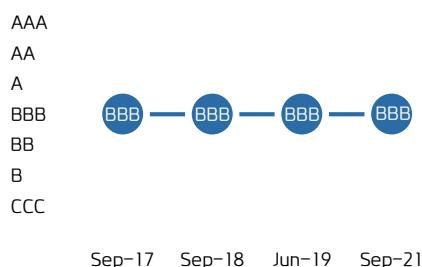
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2021/10/01~2022/09/30)**

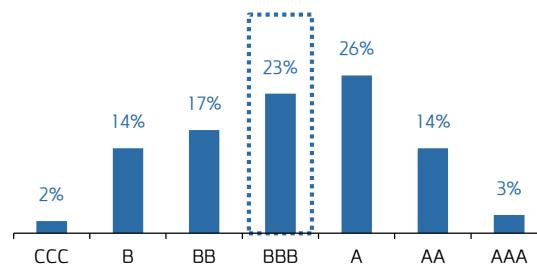
매수	중립	매도
98.19%	1.81%	0.00%

## MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

## MSCI 동종 업체 등급 분포

자료: MSCI, 키움증권 리서치  
Universe: MSCI ACWI Index 제약 기업 86개

## 세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
주요 이슈 가중평균	4.6	4.6		
<b>환경</b>	3.3	4.4	9.0%	
유독 물질 배출과 폐기물	3.3	4.4	9.0%	
<b>사회</b>	4.5	4.7	58.0%	
제품 안전과 품질	6.3	5.4	27.0%	
인력 자원 개발	2.0	4.2	18.0%	
의료 서비스	4.3	4	13.0%	
<b>지배구조</b>	5.0	4.4	33.0%	▲1.0
기업 지배구조	6.2	5.7		▲1.2
기업 활동	4.7	4.3		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

## ESG 최근 이슈

일자	내용
	주요 이슈 업데이트 없음

자료: 키움증권 리서치

## MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 피어 주요 5개사 (제약)	유독 물질 배출과 폐기물	의료 서비스	인력 자원 개발	제품 안전과 품질	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세
ZOETIS INC.	● ● ● ● ●	● ●	● ● ● ● ●	● ● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ●	N/A	▲
MERCK Kommanditgesellschaft auf Aktien	● ● ● ● ●	● ● ● ● ●	● ● ● ● ●	● ● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	N/A	◀▶
CIPPLA LIMITED	●	● ● ●	● ● ● ● ●	●	● ● ●	● ● ●	N/A	▲
IPSEN SA	● ● ●	● ● ●	● ● ●	● ●	● ● ● ● ●	● ● ● ● ●	N/A	◀▶
DR.REDDY'S LABORATORIES LTD	● ●	● ● ●	● ●	● ●	● ● ●	●	N/A	▲
유한양행	●	● ● ●	●	● ● ●	● ● ● ●	● ● ●	BBB	◀▶

4 분위 등급 : 최저 4 분위 ● 최고 4 분위 ● ● ● ●

등급 추세 : 유지 ▲▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치