

2023. 2. 24



Company Analysis | 제약/바이오

Analyst 강하나

02 3779 8808_kangx687 @ebestsec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (유지)	78,000 원
현재주가	51,400 원
상승여력	51.8 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회
●		

Stock Data

KOSPI(2/23)	2,439.09 pt
시가총액	39,392 억원
발행주식수	76,639 천주
52주 최고가/최저가	58,448 / 50,986 원
90일 일평균거래대금	95.87 억원
외국인 지분율	20.1%
배당수익률(22.12P)	0.7%
BPS(22.12P)	27,987 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -5.6%
	6개월 -3.7%
	12개월 5.8%
주주구성	유한재단 (외 4인) 23.3%
	국민연금공단 (외 1인) 10.0%
	자사주신탁 (외 1인) 7.9%

Stock Price



유한양행 (000100)

4Q22 Review: 실적도 파이프라인도 선방

4Q22 Review: 컨센서스 상회

4Q22 실적은 연결 기준 매출액 4,505억원(+6.3% yoy, +4.4% qoq), 영업이익 175억원(+268.9% yoy, 흑자전환 qoq)으로 컨센서스를 상회하는 호실적을 기록했다. 라이선스 수익을 제할 경우에도 +9~10% yoy 증가했다. 컨센서스 상회의 이유는 1)혁신/개량 신약의 성장이 견인했고 2)판매관리비 및 R&D 비용이 감소했기 때문이다. 라이선스 수익이 마이너스로 처리된 것은 예상 대비 연구비 증가로 전분기에 인식한 라이선스 수익 인식이 변경되었기 때문이다. 2023년은 유한화학의 화성공장 신축으로 글로벌 상위 CDMO업체로의 도약, 유한건강생활의 전략 품목 마케팅 강화(온라인 등)로 인한 매출 확대, 개량신약 및 프로바이오틱스 신제품 출시, 레이저티닙(국내: 렉라자)의 국내 1차 치료제 및 보험등재 여부에 따른 처방 수 급증이 가능하기 때문에 실적 고성장을 기대해 볼만 하다. 2023년 가이드는 별도 매출액 1조 9,500억원(렉라자 순매출 300억원 포함)에 영업이익 800~830억원이다.

2023년은 본업도, 파이프라인도 성장!

1)레이저티닙: 5월에는 레이저티닙의 핵심 임상 MARIPOSA-2의 임상3상 1차종료, MARIPOSA 3상 중간데이터 발표(안선 발표)가 예정되어 있기 때문에 타그리소의 화학 항암제 병용요법 임상인 FLAURA-2 (23년 4월 1차종료)와 비교가 가능할 것이다. 올해 레이저티닙 1차 치료제 시장 진입 및 보험등재도 주요 모멘텀이다. 2)NASH 치료제 YH25724(베링거 L/O): YH25724가 아케로의 타겟(FGF21)에 GLP-1을 이중으로 타겟한다는 점에서 최근 NASH 치료제 시장의 2023년 상용화 가능성을 앞두고 다시금 재조명될 가능성이 있다. 3)본업: 2023년 기대 라이선스 수익 160억원 중 대부분이 베링거와 개발중인 YH25724, 길리어드와 개발중인 YHC1102, 그리고 CDMO 국내 공동개발계약에 대한 부분이고 실질적으로 라이선스 수익과 매출액이 급증할 수 있는 시기는 미국 렉라자 출시와 유럽 판매 개시 시점일 것이기 때문에 올해를 필두로 계속되는 실적 개선과 파이프라인 가치 증대가 기대된다.

투자 의견 Buy, 목표주가 78,000원 유지

2023년은 본업의 수익성 개선, 렉라자의 1차 치료제 및 보험등재 그리고 레이저티닙의 글로벌 임상 데이터가 중요하다. 그 외에도 알려지 치료제인 YH35324(GI이노베이션과 공동)의 2Q23 IND 제출 및 라이선스 계약 가능성, NASH치료제 YH25724(베링거에 L/O) 1H23 1b상 시작, YH14618(이중항체 항암제 YH32367(에이비엘바이오와 공동)의 라이선스 아웃도 예상되는 등 R&D의 추가 성과가 기대되는 한 해 이므로 투자 의견 Buy, 목표주가 78,000원을 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	1,620	1,688	1,776	1,979	2,157
영업이익	84	49	36	75	153
순이익	190	99	91	120	180
EPS (원)	2,847	1,518	1,406	1,863	2,799
증감률 (%)	419.2	-46.7	-7.4	32.6	50.2
PER (x)	25.2	40.9	36.6	27.6	18.4
PBR (x)	2.7	2.3	1.8	1.8	1.6
영업이익률 (%)	5.2	2.9	2.0	3.8	7.1
EBITDA 마진 (%)	8.9	6.0	5.5	7.0	10.1
ROE (%)	11.1	5.4	4.6	5.9	8.3

주: IFRS 연결 기준

자료: 유한양행, 이베스트투자증권 리서치센터

유한양행 4Q22 Review

표1 유한양행 4Q22 Review

(억원)	4Q22P	4Q21	YoY	3Q22	QoQ	기존추정치	컨센서스
매출액	4,505	4,240	6.3%	4,315	4.4%	4,454	4,564
영업이익	175	48	268.9%	-45	흑자전환	61	111
순이익	361	157	129.3%	55	550.8%	159	250

주: IFRS 연결 기준, 자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 (변경 후)유한양행 실적 추정

구분(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022P	2023E
연결 매출액	410.9	483.0	431.5	450.5	473.6	491.9	492.8	520.5	1687.8	1775.9	1978.8
yoY	8.4%	11.4%	-4.4%	6.3%	15.3%	1.8%	14.2%	15.5%	4.2%	5.2%	11.4%
의약품	293.5	346.3	350.5	361.3	348.6	363.9	376.0	391.4	1203.4	1351.6	1479.9
ETC	241.7	283.6	286.7	303.4	290.3	301.2	312.2	326.9	328.4	1115.4	1230.6
OTC	51.8	62.7	63.8	57.9	58.3	62.7	63.8	64.5	189.2	236.2	249.3
생활유통	44.1	56.6	31.7	39.4	50.3	50.7	42.6	50.1	201.0	171.8	193.7
해외사업	55.7	56.8	35.6	33.6	52.9	51.2	46.2	44.7	156.2	181.7	195.0
라이선스 수익	1.5	5.2	3.1	-1.0	3.5	6.6	7.8	9.2	51.9	8.8	27.1
기타	16.1	18.1	10.7	17.2	18.3	19.5	20.2	25.1	139.0	62.1	83.1
매출총이익	115.8	145.4	120.8	136.1	144.2	150.2	151.2	161.4	524.7	518.1	607.0
yoY	0.7%	3.0%	-9.0%	0.2%	24.5%	3.3%	25.2%	18.6%	-6.0%	-1.3%	17.2%
GPM	28.2%	30.1%	28.0%	30.2%	30.4%	30.5%	30.7%	31.0%	31.1%	29.2%	30.7%
연결 영업이익	6.1	16.9	-4.5	17.5	20.2	16.3	18.1	20.3	48.6	36.0	74.9
yoY	-56.1%	-27.7%	-169.6%	268.9%	231.1%	-3.6%	흑자전환	16.0%	-42.3%	-25.9%	108.1%
OPM	1.5%	3.5%	-1.1%	3.9%	4.3%	3.3%	3.7%	3.9%	2.9%	2.0%	3.8%
당기순이익	16.1	32.9	5.5	36.1	26.2	30.1	31.5	32.2	99.1	90.6	120.0
yoY	-20.1%	-0.9%	-81.6%	129.3%	62.7%	-8.5%	472.7%	-10.8%	-47.9%	-8.6%	32.5%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표4 (변경 전)유한양행 실적 추정

구분(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E
연결 매출액	410.9	483.0	431.5	445.4	473.6	491.9	492.8	514.7	1687.8	1770.8	1973.0
yoY	8.4%	11.4%	-4.4%	5.0%	15.3%	1.8%	14.2%	15.6%	4.2%	4.9%	11.4%
의약품	293.5	346.3	350.5	348.5	348.6	363.9	376.0	384.7	1203.4	1338.8	1473.2
생활유통	44.1	56.6	31.7	42.5	50.3	50.7	42.6	50.1	201.0	174.9	193.7
해외사업	55.7	56.8	35.6	36.6	52.9	51.2	46.2	44.7	156.2	184.7	195.0
라이선스 수익	1.5	5.2	3.1	3.0	3.5	6.6	7.8	9.2	51.9	12.8	27.1
기타	16.1	18.1	10.7	14.8	18.3	19.5	20.2	26.0	139.0	59.7	84.0
매출총이익	115.8	145.4	120.8	130.1	144.2	148.6	150.2	142.9	524.7	512.1	585.9
yoY	0.7%	3.0%	-9.0%	-4.2%	24.5%	2.2%	24.3%	9.8%	-6.0%	-2.4%	14.4%
GPM	28.2%	30.1%	28.0%	29.2%	30.4%	30.2%	30.5%	27.8%	31.1%	28.9%	29.4%
연결 영업이익	6.1	16.9	-4.5	6.1	10.8	14.8	16.4	17.8	48.6	24.6	59.8
yoY	-56.1%	-27.7%	-169.6%	27.1%	77.0%	-12.4%	흑자전환	191.8%	-42.3%	-49.4%	143.1%
OPM	1.5%	3.5%	-1.1%	1.4%	2.3%	3.0%	3.3%	3.5%	2.9%	1.4%	3.0%
당기순이익	16.1	32.9	5.5	15.9	18.2	28.2	30.2	32.2	99.1	70.4	108.8
yoY	-20.1%	-0.9%	-81.6%	1.3%	13.0%	-14.3%	449.1%	135.0%	-47.9%	-29.0%	54.5%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

유한양행 (000100)

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
유동자산	1,196	1,224	1,241	1,245	1,307
현금 및 현금성자산	353	254	248	164	149
매출채권 및 기타채권	464	474	494	550	599
재고자산	252	275	277	309	337
기타유동자산	126	222	222	222	222
비유동자산	1,198	1,240	1,301	1,419	1,529
관계기업투자등	730	743	782	871	949
유형자산	326	331	325	325	329
무형자산	59	88	112	132	152
자산총계	2,394	2,464	2,541	2,664	2,836
유동부채	382	432	444	470	493
매입채무 및 기타채무	217	215	227	253	276
단기금융부채	72	92	92	92	92
기타유동부채	93	124	124	124	124
비유동부채	165	96	97	97	98
장기금융부채	51	33	33	33	33
기타비유동부채	114	63	64	65	65
부채총계	547	528	541	567	591
지배주주지분	1,840	1,927	1,991	2,087	2,236
자본금	68	71	71	71	71
자본잉여금	114	112	112	112	112
이익잉여금	1,691	1,800	1,865	1,961	2,109
비지배주주지분(연결)	6	9	10	10	10
자본총계	1,847	1,936	2,001	2,097	2,245

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	29	99	46	19	89
당기순이익(손실)	190	99	91	120	180
비현금수익비용가감	-29	53	-35	-39	-36
유형자산감가상각비	55	47	55	54	55
무형자산상각비	5	6	8	9	10
기타현금수익비용	-89	0	-285	-306	-289
영업활동 자산부채변동	-156	-61	-10	-62	-54
매출채권 감소(증가)	-61	-17	-20	-56	-49
재고자산 감소(증가)	-69	-26	-2	-32	-28
매입채무 증가(감소)	12	21	12	26	23
기타자산, 부채변동	-37	-38	0	0	0
투자활동 현금	58	-167	-25	-78	-73
유형자산처분(취득)	-51	-46	-49	-54	-59
무형자산 감소(증가)	-33	-35	-32	-29	-30
투자자산 감소(증가)	-44	-146	55	5	16
기타투자활동	186	60	0	0	0
재무활동 현금	12	-37	-26	-24	-31
차입금의 증가(감소)	29	-1	0	0	0
자본의 증가(감소)	-27	-41	-26	-24	-31
배당금의 지급	24	25	26	24	31
기타재무활동	9	6	0	0	0
현금의 증가	79	-100	-6	-84	-15
기초현금	274	353	254	248	164
기말현금	353	254	248	164	149

자료: 유한양행, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022P	2023E	2024E
매출액	1,620	1,688	1,776	1,979	2,157
매출원가	1,061	1,163	1,258	1,372	1,412
매출총이익	558	525	518	607	745
판매비 및 관리비	474	476	482	532	591
영업이익	84	49	36	75	153
(EBITDA)	144	101	98	138	219
금융손익	-14	22	4	12	2
이자비용	3	3	3	2	2
관계기업등 투자손익	61	76	94	94	94
기타영업외손익	109	-20	-39	-22	-11
세전계속사업이익	240	126	95	159	238
계속사업법인세비용	49	27	4	39	58
계속사업이익	190	99	91	120	180
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	190	99	91	120	180
지배주주	193	103	91	120	180
총포괄이익	236	92	91	120	180
매출총이익률 (%)	34.5	31.1	29.2	30.7	34.5
영업이익률 (%)	5.2	2.9	2.0	3.8	7.1
EBITDA 마진률 (%)	8.9	6.0	5.5	7.0	10.1
당기순이익률 (%)	11.8	5.9	5.1	6.1	8.4
ROA (%)	8.5	4.2	3.6	4.6	6.6
ROE (%)	11.1	5.4	4.6	5.9	8.3
ROIC (%)	7.6	4.0	3.3	5.2	9.8

주요 투자지표

	2020	2021	2022P	2023E	2024E
투자지표 (x)					
P/E	25.2	40.9	36.6	27.6	18.4
P/B	2.7	2.3	1.8	1.8	1.6
EV/EBITDA	33.8	41.9	39.0	28.3	18.0
P/CF	33.2	30.4	65.3	45.3	25.4
배당수익률 (%)	0.5	0.6	0.7	0.9	1.4
성장성 (%)					
매출액	9.4	4.2	5.2	11.4	9.0
영업이익	572.1	-42.3	-25.9	107.9	104.8
세전이익	336.8	-47.5	-24.7	67.4	49.9
당기순이익	420.0	-47.9	-8.6	32.5	50.2
EPS	419.2	-46.7	-7.4	32.6	50.2
안정성 (%)					
부채비율	29.6	27.3	27.0	27.0	26.3
유동비율	312.8	283.4	279.4	264.8	265.2
순차입금/자기자본(x)	-13.0	-9.1	-8.5	-4.1	-3.2
영업이익/금융비용(x)	31.1	16.5	13.8	30.0	61.5
총차입금 (십억원)	123	125	125	125	125
순차입금 (십억원)	-241	-176	-171	-87	-72
주당지표 (원)					
EPS	2,847	1,518	1,406	1,863	2,799
BPS	27,045	27,080	27,987	29,332	31,423
CFPS	2,165	2,043	788	1,134	2,024
DPS	365	382	370	480	730

유한양행 목표주가 추이	투자 의견 변동내역											
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
	2022.11.3	신규	강하나									
	2022.11.3	Buy	78,000									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 강하나).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기 -15% 이하 기대	93.0% 7.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2022. 1. 1 ~ 2022. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의 견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)