



BUY(Maintain)

목표주가: 70,000원
주가(4/10): 55,700원
시가총액: 42,688억 원



제약바이오 Analyst 허혜민
hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (4/10)		2,512.08pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	58,448원	50,100원
등락률	-4.7%	11.2%
수익률	절대	상대
1M	7.9%	2.9%
6M	6.1%	-7.5%
1Y	-2.6%	4.4%

Company Data

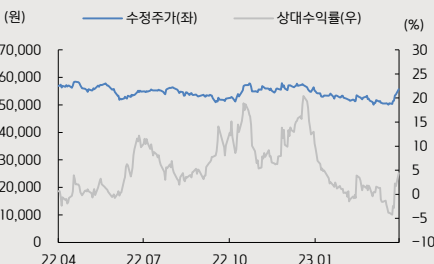
발행주식수	76,639 천주
일평균 거래량(3M)	183천주
외국인 지분율	19.8%
배당수익률(2023E)	0.7%
BPS(2023E)	26,504원
주요 주주	유한재단 외 2인 15.9%

투자지표

(십억 원)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,687.8	1,775.8	1,960.3	2,070.3
영업이익	48.6	36.0	72.8	78.8
EBITDA	101.3	79.0	118.4	117.5
세전이익	126.1	94.9	121.5	167.5
순이익	99.1	90.6	96.0	132.4
지배주주지분순이익	102.6	95.1	100.8	139.0
EPS(원)	1,318	1,223	1,295	1,786
증감률(% YoY)	-46.8	-7.3	5.9	37.9
PER(배)	45.1	46.8	41.5	30.1
PBR(배)	2.40	2.24	2.03	1.93
EV/EBITDA(배)	40.7	50.9	33.5	33.3
영업이익률(%)	2.9	2.0	3.7	3.8
ROE(%)	5.4	4.9	5.0	6.6
순차입금비율(%)	-15.8	-12.4	-11.6	-12.9

자료: 키움증권

Price Trend



유한양행 (000100)

실적 신뢰도 회복과 진격하는 R&D



1분기 실적은 시장 기대치에 부합할 것으로 예상됩니다. 효율적인 판관비 집행과 라이선스 수익(약 60억원)이 유입될 것으로 추측되기 때문입니다. 올해 예상되는 주요 R&D 모멘텀으로는 타그리소와 직접 비교하는 레이저티닙 병용 3상 등이 있습니다. 오는 4/26일 ASCO 초록 제목 공개일로 발표 유무가 주목됩니다. 전통제약사내에 Top Picks 유지합니다.

>>> 1Q 전반적으로 호실적 전망. 생활유통 사업부 관건

1분기 연결 매출액은 4,588억원(YoY +12%, QoQ +2%), 영업이익 147억원(YoY +140%, QoQ -16%, OPM +3%)로 시장 컨센서스 매출액 4,449억원과 영업이익 148억원에 **부합할 것으로 전망된다.**

생활 유통 부분이 1분기까지 프로바이오틱스 품목 조정 영향이 있을 것으로 보이나, 일반의약품(OTC) 573억원(+11%), 처방의약품(ETC) 2,685억원(+11%), 해외 사업부 615억원(+10%)으로 호실적이 전망되면서 성장을 이끌 것으로 전망된다. **판관비가 효율적으로 집행되면서** 매출 성장 만큼 증가하지 않고, 애드파마 개발 품목의 판매가 이어지면서 **라이선스 수익(약 60억원)이 유입된** 영향도 있을 것으로 추정된다.

>>> 타그리소와 정면 대결 !

연초 J&J가 언급했듯이 연내 타그리소와 직접 비교하는 EGFR 폐암 1차 치료제 3상 MARIPOSA-1 중간 분석 결과 발표가 기대된다. 4월 개최되는 AACR 학회 초록에는 포함되어있지 않았으므로 6월 학회인 ASCO에서 발표할 가능성이 있으며, 오는 **4/26일 ASCO 초록 제목 공개일에 확인할 수 있을 것으로 보인다.** **타그리소+화학요법 병용 폐암 1차 치료제인 FLAURA2 연구 종료 시기가 '23.4월로** 예정되어 있어, 타그리소+화학 병용 요법의 데이터 또한 ASCO에서 발표한다면 그야말로 EGFR 폐암 1차 치료제의 정면 대결이 펼쳐질 것으로 예상된다. 타그리소+화학요법 2상 연구에서는 3/4등급의 부작용이 89.6%로 높아 1차 치료제로서는 부담스러울 수 있다. '22년 폐암학회(WCLC)에서 **레이저티닙+리브리반트 병용 폐암 1차 20명 환자에서 객관적 반응을 100%가 22.3개월의 중앙 추적관찰을** 기록한 바 있다. 이 밖에도 타그리소 치료에 실패한 EGFR 엑손 19 결손/엑손21 L858R 변이 비소세포폐암 환자 600명 대상의 **MARIPOSA-2 3상 1차 종료 5월로** 예정되어 있어, **연내 발표**가 예상된다. 레이저티닙+리브리반트 정맥(IV)과 레이저티닙+리브리반트(SC) 비교하는 3상 PALOMA-3가 기존에 640명 모집의 '24.8월 종료 시점에서 400명 모집에 '23.8월 종료로 변경되면서 순조로운 임상 진행과 데이터 발표가 기대된다. **성공시 집에서 레이저티닙 경구 투여와 리브란트 피하주사가 가능하다는 편의성을** 보유하고 있어 **시장 침투가 가속화**될 수 있다.

>>> 투자의견 BUY. TP 7만원. 전통제약사 Top Picks 유지

실적 세부 내역 1

(단위, 억원)

구분	1Q23E	컨센서스	차이	2023E	컨센서스	차이
매출액	4,588	4,449	3%	19,603	19,311	2%
yoy	11.7%	8.3%		10.4%	8.7%	
영업이익	147	148	-1%	728	722	1%
yoy	140.3%	142.5%		102.2%	100.4%	
OPM	3.2%	3.3%		3.7%	3.7%	
지배주주순이익	212	235	-10%	1,008	1,098	-8%

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

실적 세부 내역 2

(단위, 십억원)

구분	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	2022	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2023E
유한양행(별도)	397.7	468.0	424.2	436.5	1,726.4	435.4	496.8	462.4	479.4	1,874.0
유한화학	46.8	46.4	28.3	28.0	149.5	41.4	35.0	37.3	31.2	164.4
내부거래상계	(38.8)	(37.2)	(27.6)	(22.7)	(126.3)	(23.3)	(20.4)	(22.1)	(20.3)	(86.1)
연결 매출액	410.9	483.0	431.5	450.5	1,775.8	458.8	517.2	484.6	499.7	1,960.3
YoY	8%	11%	-4%	6%	5%	12%	7%	12%	11%	10%
원가	295.0	337.5	310.8	314.3	1,257.6	323.5	361.5	337.8	336.2	1,359.0
원가율	72%	70%	72%	70%	71%	71%	70%	70%	67%	69%
판매비와 관리비 등	109.7	128.5	125.3	118.6	482.2	120.7	135.0	135.7	137.2	528.5
판매비율	27%	27%	29%	26%	27%	26%	26%	28%	27%	27%
영업이익	6.1	16.9	(4.5)	17.5	36.0	14.7	20.8	11.1	26.3	72.8
YoY	-56%	-28%	적전	269%	-26%	140%	23%	흑전	50%	102%
OPM	1%	4%	-	4%	2%	3%	4%	2%	5%	4%

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치산정	비 고
영업가치	21,711	상위제약사 평균 Fw12M PER
비영업가치		
YH25448	22,540	
순차입금	-2,502	
유통주식수	66,995	
기업가치	46,753	
목표주가	70,000	

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
렉라지® LAZERTINIB	EGFR돌연변이 비소세포폐암	단독요법 (유한) 글로벌 3상 Amivantamab 병용요법 (안센) 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						ablbio
YHC1102	NASH/Fibrosis						GILEAD
YH34160	비만						
YH32364	면역항암						ablbio

자료: 유한양행, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,687.8	1,775.8	1,960.3	2,070.3	2,186.1
매출원가	1,163.2	1,257.6	1,359.0	1,435.3	1,515.6
매출총이익	524.7	518.2	601.4	635.0	670.5
판관비	476.1	482.2	528.5	556.2	585.6
영업이익	48.6	36.0	72.8	78.8	84.9
EBITDA	101.3	79.0	118.4	117.5	117.8
영업외손익	77.5	58.9	48.6	88.7	89.6
이자수익	5.0	9.6	9.3	10.5	11.4
이자비용	2.9	3.5	3.5	3.5	3.5
외환관련이익	23.3	36.9	7.0	7.0	7.0
외환관련손실	3.7	17.7	3.0	3.0	3.0
종속 및 관계기업손익	57.8	56.8	56.8	56.8	56.8
기타	-2.0	-23.2	-18.0	20.9	20.9
법인세차감전이익	126.1	94.9	121.5	167.5	174.6
법인세비용	26.9	4.3	25.5	35.2	36.7
계속사업순손익	99.1	90.6	96.0	132.4	137.9
당기순이익	99.1	90.6	96.0	132.4	137.9
지배주주순이익	102.6	95.1	100.8	139.0	144.8
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	4.2	5.2	10.4	5.6	5.6
영업이익 증감율	-42.3	-25.9	102.2	8.2	7.7
EBITDA 증감율	-29.7	-22.0	49.9	-0.8	0.3
지배주주순이익 증감율	-46.8	-7.3	6.0	37.9	4.2
EPS 증감율	-46.8	-7.3	5.9	37.9	4.2
매출총이익률(%)	31.1	29.2	30.7	30.7	30.7
영업이익률(%)	2.9	2.0	3.7	3.8	3.9
EBITDA Margin(%)	6.0	4.4	6.0	5.7	5.4
지배주주순이익률(%)	6.1	5.4	5.1	6.7	6.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	99.0	99.5	209.6	263.7	256.3
당기순이익	99.1	90.6	96.0	132.4	137.9
비현금항목의 가감	52.9	50.6	87.8	89.5	84.3
유형자산감가상각비	47.2	38.5	38.8	32.3	26.9
무형자산감가상각비	5.5	4.5	6.7	6.4	6.1
지분법평가손익	-112.1	-84.3	0.0	0.0	0.0
기타	112.3	91.9	42.3	50.8	51.3
영업활동자산부채증감	-60.9	-110.1	-83.3	-58.7	-65.9
매출채권및기타채권의감소	-16.9	-37.3	-52.9	-31.5	-33.2
재고자산의감소	-26.1	-0.4	-28.6	-17.0	-18.0
매입채무및기타채무의증가	20.6	-7.8	14.5	8.9	9.4
기타	-38.5	-64.6	-16.3	-19.1	-24.1
기타현금흐름	7.9	68.4	109.1	100.5	100.0
투자활동 현금흐름	-167.1	15.6	-139.6	-165.7	-173.8
유형자산의 취득	-46.2	-58.3	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-35.1	-36.1	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-12.8	121.4	-43.9	-43.9	-43.9
단기금융자산의감소(증가)	-84.8	122.2	37.9	11.7	3.6
기타	11.6	-133.6	-133.6	-133.5	-133.5
재무활동 현금흐름	-36.5	-65.5	-19.8	-24.5	-24.5
차입금의 증가(감소)	1.9	-27.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	3.4	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-16.4	-16.5	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-24.9	-26.1	-27.3	-28.6	-28.6
기타	2.9	4.1	4.1	4.1	4.1
기타현금흐름	4.8	-10.2	-20.8	-20.8	-20.8
현금 및 현금성자산의 순증가	-99.9	39.4	29.4	52.7	37.2
기초현금 및 현금성자산	353.5	253.6	293.0	322.5	375.2
기말현금 및 현금성자산	253.6	293.0	322.5	375.2	412.4

자료 : 키움증권

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	1,224.1	1,188.9	1,277.0	1,385.6	1,494.4
현금 및 현금성자산	253.6	293.0	322.5	375.2	412.4
단기금융자산	177.1	54.9	17.0	5.3	1.6
매출채권 및 기타채권	473.9	509.1	562.0	593.5	626.7
재고자산	274.8	275.2	303.8	320.8	338.8
기타유동자산	44.7	56.7	71.7	90.8	114.9
비유동자산	1,239.7	1,283.8	1,282.1	1,287.3	1,298.3
투자자산	743.3	621.9	665.8	709.6	753.5
유형자산	331.2	355.0	316.2	283.9	257.1
무형자산	87.6	137.6	130.8	124.4	118.4
기타비유동자산	77.6	169.3	169.3	169.4	169.3
자산총계	2,463.8	2,472.7	2,559.1	2,672.9	2,792.7
유동부채	432.0	434.2	448.7	457.6	467.0
매입채무 및 기타채무	215.4	208.2	222.7	231.7	241.0
단기금융부채	92.1	95.6	95.6	95.6	95.6
기타유동부채	124.5	130.4	130.4	130.3	130.4
비유동부채	95.9	30.8	30.8	30.8	30.8
장기금융부채	32.6	3.4	3.4	3.4	3.4
기타비유동부채	63.3	27.4	27.4	27.4	27.4
부채총계	527.9	464.9	479.4	488.4	497.7
지배자본	1,926.9	1,985.8	2,062.5	2,174.0	2,291.4
자본금	71.2	74.4	77.8	77.8	77.8
자본잉여금	112.2	116.1	116.1	116.1	116.1
기타자본	-193.1	-209.5	-209.5	-209.5	-209.5
기타포괄손익누계액	136.2	102.5	103.6	104.7	105.8
이익잉여금	1,800.3	1,902.4	1,974.6	2,085.0	2,201.2
비지배자본	9.0	22.0	17.2	10.5	3.6
자본총계	1,935.9	2,007.8	2,079.7	2,184.5	2,294.9
투자지표					
주당지표(원)					
EPS	1,318	1,223	1,295	1,786	1,861
BPS	24,761	25,518	26,504	27,937	29,445
CFPS	1,953	1,814	2,362	2,851	2,855
DPS	400	400	400	400	400
주기배수(배)					
PER	45.1	46.8	41.5	30.1	28.9
PER(최고)	56.3	52.6	44.5		
PER(최저)	39.7	41.3	38.6		
PBR	2.40	2.24	2.03	1.93	1.83
PBR(최고)	2.99	2.52	2.18		
PBR(최저)	2.11	1.98	1.88		
PSR	2.74	2.51	2.14	2.02	1.92
PCFR	30.4	31.5	22.8	18.9	18.8
EV/EBITDA	40.7	50.9	33.5	33.3	32.9
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	25.8	29.6	29.3	21.2	20.4
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.6	0.7	0.7	0.7	0.7
ROA	4.1	3.7	3.8	5.1	5.0
ROE	5.4	4.9	5.0	6.6	6.5
ROIC	2.6	-0.8	5.2	5.5	5.8
매출채권회전율	3.6	3.6	3.7	3.6	3.6
재고자산회전율	6.4	6.5	6.8	6.6	6.6
부채비율	27.3	23.2	23.1	22.4	21.7
순차입금비율	-15.8	-12.4	-11.6	-12.9	-13.7
이자보상배율	16.5	10.4	21.0	22.7	24.5
총차입금	124.8	99.0	99.0	99.0	99.0
순차입금	-305.9	-248.9	-240.4	-281.4	-315.0
EBITDA	101.3	79.0	118.4	117.5	117.8
FCF	-66.6	-168.8	19.8	42.3	34.1

Compliance Notice

- 당사는 4월 10일 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 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

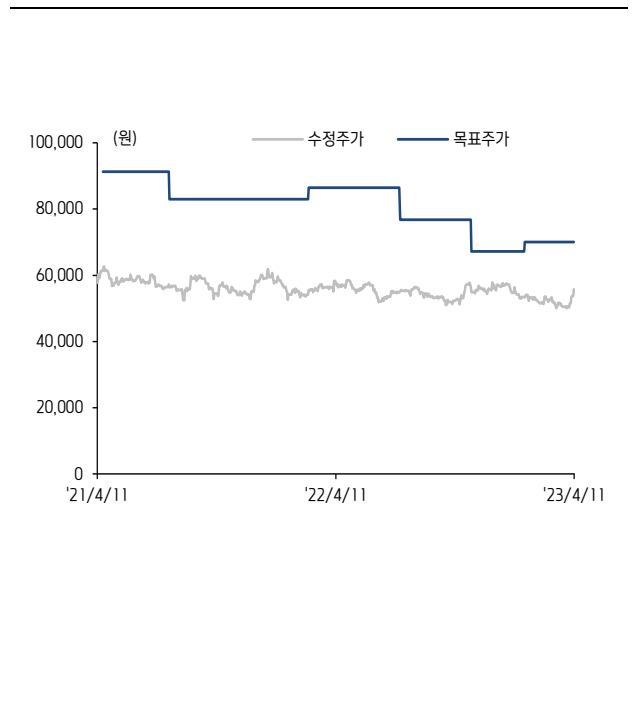
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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)	2021-04-19	Buy(Maintain)	91,238원	6개월	-35.96	-31.27
	2021-07-30	Buy(Maintain)	82,944원	6개월	-31.67	-27.82
	2021-10-14	Buy(Maintain)	82,944원	6개월	-31.63	-25.50
	2022-02-28	Buy(Maintain)	86,400원	6개월	-35.44	-32.35
	2022-07-18	Buy(Maintain)	76,800원	6개월	-29.51	-24.77
	2022-11-04	Outperform (Downgrade)	67,200원	6개월	-17.21	-13.88
	2023-01-25	Buy(Upgrade)	70,000원	6개월	-22.08	-17.32
	2023-03-13	Buy(Maintain)	70,000원	6개월	-22.91	-17.32
	2023-04-11	Buy(Maintain)	70,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)



투자의견 및 적용기준

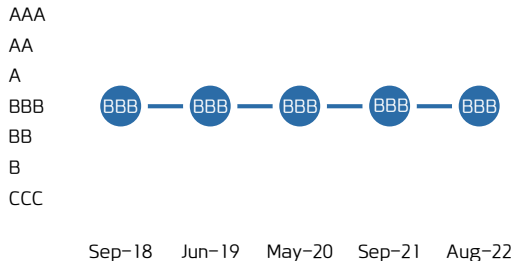
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2022/04/01~2023/03/31)

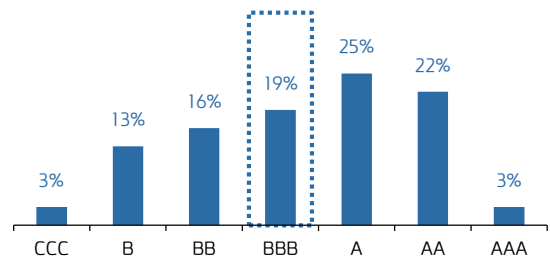
매수	중립	매도
95.43%	4.57%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치센터

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치센터
Universe: MSCI ACWI Index 제약사 79개

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
주요 이슈 가중평균	3.9	4.5		
환경				
유독 물질 배출과 폐기물	3.4	4.5	9.0%	▲0.1
사회				
제품 안전과 품질	3.2	4.1	58.0%	▼1.3
인력 자원 개발	2.9	4	27.0%	▼3.4
의료 서비스	3.2	4.3	18.0%	▲1.2
지배구조				
기업 지배구조	3.7	4	13.0%	▼0.6
기업 활동	5.4	5	33.0%	▲1.4
기업 지배구조	7.3	6.2		▲2.3
기업 활동	3.7	4.8		▼1.0

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치센터

ESG 최근 이슈

일자	내용
	주요 이슈 업데이트 없음

자료: 키움증권 리서치센터

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
MERCK Kommanditgesellschaft auf Aktien	●●●●	●●●●	●●●●	●●●●	●●	●●●●	AAA	◀▶
ZOETIS INC.	●●●	●●	●●●	●●●●	●●●	●●●	AA	◀▶
GSK PLC	●●●●	●●●●	●●	●●●	●●●●	●●	AA	◀▶
JAZZ PHARMACEUTICALS PUBLIC LIMITED COMPANY	●	●●	●	●●●	●●●●	●●●●	A	◀▶
RECORDATI INDUSTRIA CHIMICA E FARMACEUTICA S.P.A.	●	●●	●●	●●	●●●	●●●	A	▲
유한양행	●●	●●●	●●	●●●	●●●●	●●	BBB	◀▶

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ●●●●
 등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼
 자료: MSCI, 키움증권 리서치센터