

유한양행 (000100.KS)

마리포사 성공 시, 반영 안 된 2가지 주목

마리포사 임상 3상이 성공할 경우 1)유한화학의 안센 글로벌 렉라자 위탁생산 밸류, 2)병용 뿐 아니라 단독 간의 데이터 비교도 주요 포인트가 될 것. 목표주가 12만 5천원으로 추가 상향

Analyst 박병국
02)768-7469, pk.park@nhqv.com
Jr. Analyst 한승연
02)768-7802, seungyeon.han@nhqv.com

※ESG Index/Event는 3페이지 참조

마리포사 성공 시, 증설 중인 유한화학의 숨은 밸류 반영될 것

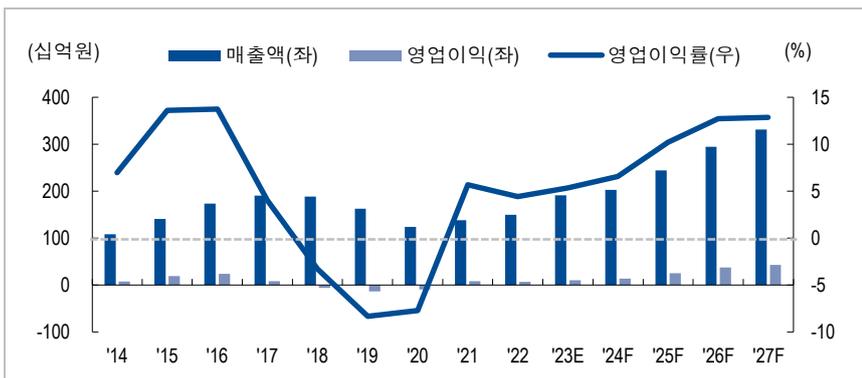
투자 의견 Buy, 목표주가 12.5만원으로 14% 상향. 現 증설 중인 유한화학 가치 7,500억원 등 반영. 유한양행 100% 자회사 유한화학은 CAPEX 900억원 규모 증설, 올 4분기 완료. 동사는 길리어드 제품 위탁생산을 통해 '16년 239억원의 영업이익을 달성, 이후 길리어드의 판매 부진으로 '17년부터 적자 구간 지나옴

기존 70만에서 84만 리터로 증설 시 가동률이 추가로 하락함에도 증설하는 이유는 합성의약품 CMO 수요 때문. 당사는 유한화학이 안센의 글로벌 렉라자를 위탁생산할 가능성이 높다고 판단. 1)안센 렉라자 임상 시료 생산 경험, 2)안센의 타 지역 위탁생산 필요성, 3)렉라자 글로벌 승인 시점과 유사한 증설 시점 주목. '27년 영업이익 428억원 추정(GPM 85%). 합성의약품 CMO EV/EBITDA 적용, 7,500억 밸류 산정. 최근 SK팜테코 통해 유한화학 또한 주목될 것

두번째 실험군인 레이저티닙 단독의 결과도 주목하자

마리포사 3상에는 병용 외에 렉라자 단독요법 실험군도 존재. 유한은 렉라자 단독 글로벌 3상(LASER301)을 진행하여 국내 1차 치료 승인. 다만 이는 1세대인 게피티닙과 비교한 임상이며 한국 포함 이머징 국가에서 실질 경쟁약은 3세대 타그리소 단독요법. 마리포사 3상은 렉라자와 타그리소의 단독요법 간 비교도 가능할 것이며, 이는 EGFR 변이율이 가장 높은 아시아에서 M/S를 결정

유한화학 매출 및 영업이익률 전망치



자료: 유한양행, NH투자증권 리서치본부

Buy (유지)

목표주가	125,000원 (상향)		
현재가 (23/09/18)	76,400원		
업종	의약품		
KOSPI / KOSDAQ	2,574.72 / 891.29		
시가총액(보통주)	5,855.2십억원		
발행주식수(보통주)	76.6백만주		
52주 최고가 ('23/09/11)	79,900원		
최저가 ('23/03/14)	50,100원		
평균거래대금(60일)	38,077백만원		
배당수익률 (2023E)	0.50%		
외국인지분율	19.2%		
주요주주			
유한재단 외 2 인	15.9%		
국민연금공단	10.4%		
추가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	30.4	47.8	42.9
상대수익률 (%p)	33.0	37.5	32.2

	2022	2023E	2024F	2025F
매출액	1,776	1,900	2,232	2,749
증감률	5.2	7.0	17.5	23.2
영업이익	36	95	190	330
증감률	-25.9	162.9	100.3	74.0
영업이익률	2.0	5.0	8.5	12.0
(지배지분)순이익	95	88	191	301
EPS	1,235	1,143	2,485	3,922
증감률	-7.3	-7.5	117.4	57.8
PER	46.3	66.8	30.7	19.5
PBR	2.2	2.9	2.7	2.4
EV/EBITDA	51.2	39.6	23.4	14.2
ROE	4.9	4.4	9.0	12.8
부채비율	23.2	25.1	24.4	22.9
순차입금	-230	-277	-378	-580

단위: 십억원, %, 원, 배
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

Summary

유한양행은 1926년 설립된 의약품 및 생활용품 제조 업체. 주요 의약품으로 비리어드, 트라젠타, 트윈스타, 프리베나 등이 있으며, 주요 생활건강 품목으로 유한락스, 유한젠 등이 있음. 신제품 개발, 해외 라이선싱 강화, 신약 파이프라인 확대, R&D 역량을 위해 노력하고 있음. 대표 R&D 신약으로는 안센에 기술수출한 렉라자(성분명 레이저니티닙)가 있음

Share price drivers/Earnings Momentum

- 안센 등 글로벌 파트너사로부터 기술료 유입
- 레이저티닙(폐암) 글로벌 매출 성장
- ETC(전문의약품), API(원료의약품) 신규 대형품목 등장

Downside Risk

- 신약 파이프라인의 개발 중단, 계약조건 변경
- R&D 비용의 증가
- 약가인하, 규제강화 등 영업환경의 변화
- 화장품, 건기식 등 신사업의 영업적자 장기화

Cross valuations

(단위: 배, %)

Company	PER		PBR		ROE	
	2023E	2024F	2023E	2024F	2023E	2024F
J&J	26.2	16.0	6.0	5.3	23.8	33.2
Pfizer	10.3	10.2	1.9	1.9	18.5	18.2
GlaxoSmithKline	9.9	9.7	4.9	4.0	49.1	41.3

자료: FactSet, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

Valuations	2021	2022	2023E	2024F	2025F
PER	44.6	46.3	66.8	30.7	19.5
PBR	2.4	2.2	2.9	2.7	2.4
PSR	2.7	2.5	3.1	2.6	2.1
ROE	5.4	4.9	4.4	9.0	12.8
ROIC	2.3	-0.7	7.3	13.9	23.7

자료: NH투자증권 리서치본부

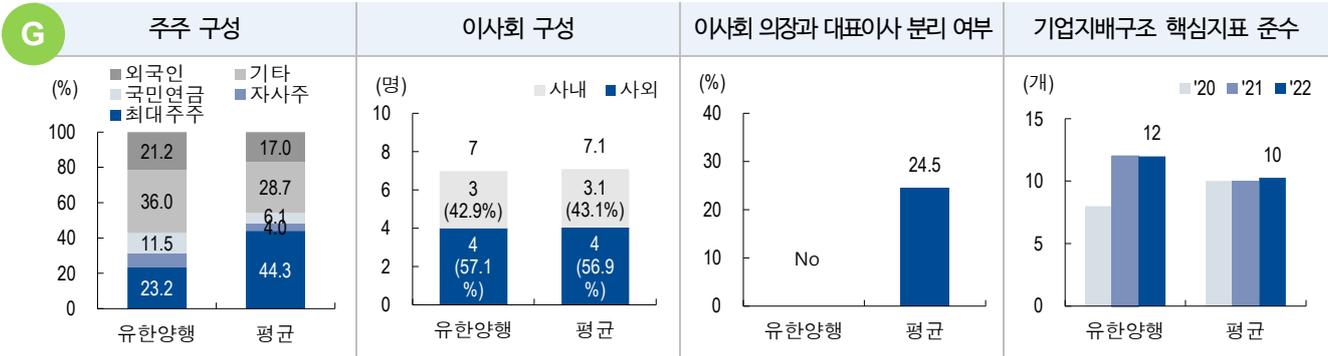
Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

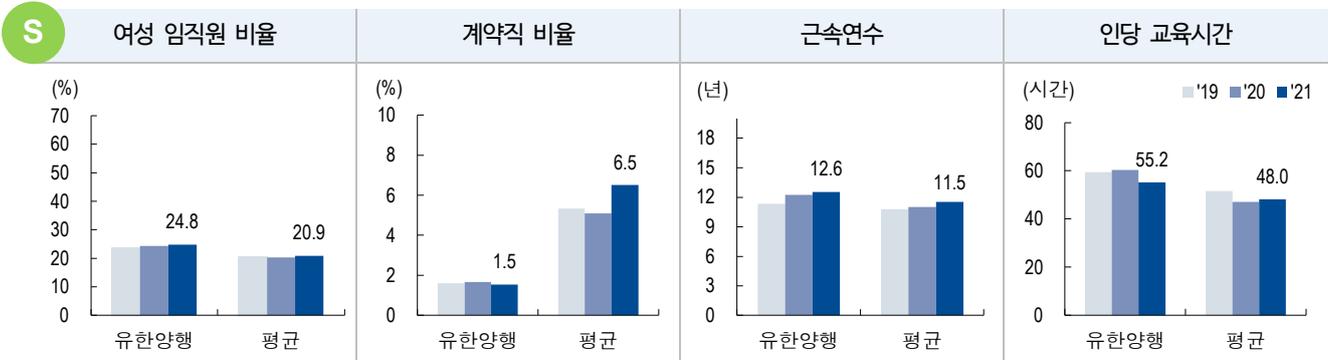
	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출액	1,017	1,129	1,321	1,462	1,519	1,480	1,620	1,688	1,776
영업이익	74	86	98	89	50	13	84	49	36
영업이익률(%)	7.3	7.6	7.4	6.1	3.3	0.8	5.2	2.9	2.0
세전이익	116	168	205	145	89	55	240	126	95
순이익	91	126	161	110	58	37	190	99	91
지배지분순이익	91	126	161	109	57	40	193	103	95
EBITDA	101	117	141	141	109	71	144	101	79
CAPEX	36	81	80	57	46	43	51	46	58
Free Cash Flow	59	45	-6	69	47	23	-23	53	41
EPS(원)	1,181	1,639	2,098	1,417	744	516	2,509	1,332	1,235
BPS(원)	16,395	17,527	19,231	20,560	21,096	21,155	23,646	24,761	25,518
DPS(원)	255	291	291	304	319	333	349	365	382
순차입금	-357	-328	-290	-368	-142	-213	-248	-177	-230
ROE(%)	14.3	9.5	11.3	7.0	3.5	2.4	11.1	5.4	4.9
ROIC(%)	36.7	14.7	14.7	10.0	3.4	1.2	7.5	2.3	-0.7
배당성향(%)	19.4	15.9	12.4	19.5	38.7	58.3	12.7	25.0	28.2
배당수익률(%)	1.0	0.7	0.9	0.9	0.9	0.8	0.5	0.6	0.7
순차입금 비율(%)	-28.0	-24.1	-19.4	-22.9	-8.6	-12.9	-13.4	-9.2	-11.5

자료: 유한양행, NH투자증권 리서치본부

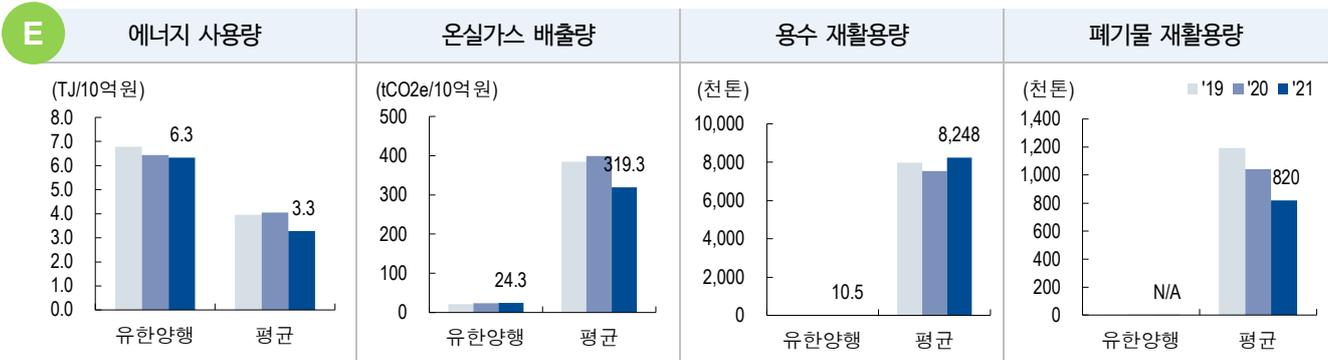
ESG Index & Event



주1: 평균은 2023년 기업지배구조보고서 의무공시 자산총액 2조원 이상 비금융 208개사 대상
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황
 자료: 유한양행, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상
 자료: 유한양행, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2022년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 191개사 중 지속가능경영보고서 공시한 111개사 대상
 자료: 유한양행, NH투자증권 리서치본부

ESG Event			
E	2019.7	- 유한김벌리, 제51기 '우리 강산 푸르게 푸르게' 그린캠프에서 생태복원 나무 심기 프로그램 진행	
S	2019.12	- 유한양행, 2019 한국의 경영대상 '이미지가치 최우수기업'으로 선정	
G	2020.2	- 유한양행, 폐지 재활용 페이퍼캔버스 제작 기부 봉사활동 진행	
	2020.4	- 유한양행, 유통주식 수 확대 위한 액면분할 개시	

자료: 유한양행, NH투자증권 리서치본부

밸류에이션: 목표주가 14% 상향 근거

투자 의견 Buy 유지,
목표주가 14% 상향

투자 의견 Buy, 목표주가를 12만 5천원으로 14% 상향한다. 현재 증설중인 유한화학의 가치 7,457억원 등을 신규 반영했다. 유한양행 100% 자회사 유한화학은 '22년 11월 CAPEX 900억원 규모의 화성공장 증설을 개시했으며 올해 4분기에 완료될 예정이다.

유한화학의 가치
7,457억원

유한화학 증설 완료 후 생산능력은 기존 2,000억 대 후반에서 3,685억까지 확대될 것으로 추정한다. 신약 수주 성공 시 가동률은 2010년대 중반 수준인 90%가 가능할 것으로 추정하며 매출액은 3,316억원이 가능하다. 합성의약품 특성상 바이오의약품 위탁생산 대비 원가율이 높은 수준인데 가동률이 90%가 될 경우 원가율은 보수적으로 85%를 추정한다. 판매관리비는 현재 연간 50~60억원으로 매우 낮으며 연평균 5% 이내로 증가한다. 이러한 가정을 기반으로 매출액과 영업이익은 '25년 2,441억원, 250억원, '26년 2,948억원, 376억원, '27년 3,316억원, 428억원으로 추정한다.

EBITDA 현가 373억
원, 해외 합성의약품
API 피어 상장사 멀
티플 평균 20배 적용

밸류에이션은 기존 유한양행 밸류에이션 방식('27년 EBITDA를 현가로 할인하여 피어 EV/EBITDA 적용)을 유지한다. '27년 EBITDA 기여도를 유한양행과 유한화학을 각각 추정하여 EBITDA 분류하였으며 각각 피어 그룹의 멀티플을 적용했다. 현가로 할인한 유한화학의 EBITDA는 373억원이며 여기에 합성의약품 API 피어 상장사인 스위스의 Siegfried holding AG, 인도의 Suven pharmaceutical Ltd의 EV/EBITDA 평균인 20배를 적용하여 7,457억원의 가치를 산출하였다.

표 1. SOTP Valuation

(단위: 십억원, %)

	환산가치 (변경 전)	환산가치 (변경 후)	주요 내용
1. 영업가치	6,785	7,150	27년 EBITDA를 23년 현가로 할인(할인율 7.6%), 대응계약, 녹십자, 한미약품 23년 EV/EBITDA 적용
2. 유한화학가치		746	저분자의약품 피어기업 Siegfried holding AG(스위스), Suven pharmaceutical Ltd(인도) 동 멀티플 평균 적용
3. 관계기업 및 공동기업투자 가치	525	545	
4. 순차입금	-221	-221	2023년 1분기 기준 순차입금
주주가치	7,531	8,661	
주식 수	70,260	70,260	2023년 기준 자기주식 제외
적정 주당 가치(원)	107,185	123,277	
목표주가(원)	110,000	125,000	

주: IFRS 연결 기준; 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

적자를 지나온 유한화학, 증설을 통해 연결 실적의 주인공을 꿈꾼다

유한화학은 유한양행이 지분 100%를 보유한 유한 연결 자회사

유한화학은 유한양행이 지분 100%를 보유한 연결 자회사이며 합성의약품을 위탁생산하여 유한양행을 통해 글로벌 제약사에 수출하는 사업을 영위하고 있다. 유한화학은 국내 안산과 화성 두개의 공장을 보유하고 있다. 안산 공장은 약 33,2019㎡ 규모의 국내 최고 원료 의약품 생산 CAPA(약 50만 리터)를 확보하고 있으며, 2016년 화성공장은 17,3429㎡ 규모(약 23.2만 리터)로 신설되었다.

올해 4분기 화성공장 증설 완료, 총 84만 리터

유한화학은 '22년 11월 약 900억원의 CAPEX 투자를 통해 화성공장 증설(HB동 신축)을 개시하였으며 유한양행은 300억원을 투자하였다. 기존 70만 리터에서 총 84만 리터로 확대되며 올해 4분기에 완공될 예정이다.

2010년대 중반 가동률 80%대 후반, 영업이익 200억원 중반 달성. 이후 적자 구간 시작

유한화학은 길리어드 하보니 등 C형 간염 치료제와 AIDS 치료제인 스트리빌드 등의 원료 의약품 위탁생산을 하고 있다(유한양행이 이후 수출). 길리어드의 간염 치료제가 활발하게 팔리던 '15년~'16년에는 원가율 80%대 초반 형성, 80% 대 가동률을 달성하며 200억원대의 영업이익 달성, '17년도 생산능력은 3,071억원으로 전성기를 보여줬다. 다만 이후 길리어드 의약품 판매 부진으로 유한화학의 재고는 판매되지 못 했으며 '19년부터 생산능력의 감소, 적자 구간이 도래하였다. '21년부터 흑자로 전환되었으나 영업이익은 100억 미만이며 가동률은 여전히 60%대 초반 수준이다.

그림1. 유한화학 화성공장 HB동 신축공사 기공식



자료: 언론보도, 유한양행, NH투자증권 리서치본부

안센항 렉라자 위탁생산 가능성 高, 증설 후 영업이익 450억 可

안센의 글로벌 렉라자
위탁생산 가능성 높다
고 판단됨

기존 70만 리터에서 총 84만 리터로 약 20%의 추가 증설이 진행되면 가동률이 50%로 낮아진다. 그럼에도 불구하고 합성의약품의 글로벌 CDMO 수요로 인해 동사는 증설을 결정했다. 타 의약품의 위탁생산 수요와 더불어 당사는 안센의 글로벌 렉라자 위탁생산의 가능성이 높다고 판단하며 주요 이유는 다음과 같다.

1)유한화학은 안센에게 렉라자 임상 시료를 판매해왔으며, 2)글로벌 렉라자의 임상이 성공할 경우 안센은 타 지역 위탁생산 파트너 필요하다. 또한 3)유한화학의 증설 시점과 렉라자 글로벌 승인 시점('24년)이 유사한 점에서 가능성이 매우 높다고 판단한다.

현재 증설분만으로도
최소 430억원 영업이익
가능

유한화학 증설 완료 후 생산능력은 기존 2,000억 대 후반에서 3,685억까지 확대될 것으로 판단되며 2010년대 중반 가동률 수준인 90%를 가동할 경우 매출액은 3,316억원까지 달성 가능하다. 합성의약품의 특성상 원가율이 높은 수준인데 가동률이 90%가 될 경우 원가율은 보수적으로 85%를 추정한다. 판매관리비는 제한적으로 증가하기 때문에 영업이익률은 약 430억원 수준으로 달성 가능하다. 이러한 가정에는 10년 전 단가를 기준으로 가정하였기 때문에 신약 수주에 성공할 경우 추정치 대비 더 좋은 성과가 가능하다.

위탁생산 기지 우선
후보로 적합하다고 판
단됨

안센은 주로 EMEA(Europe, the Middle East and Africa) 지역에 합성의약품 API 자체 생산기지를 두고 있으며 대표적으로 벨기에 Geel 지역과 아일랜드 Cork 지역의 공장이 있다. 벨기에 Geel 지역이 합성의약품 API의 메인 공장이며 존슨앤드존슨이 사용하는 API의 60%를 공급하고 있다.

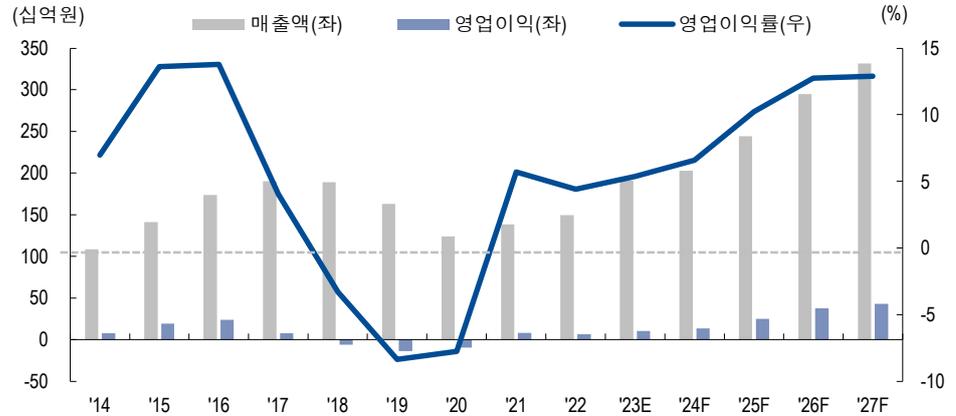
참고로 아시아 내의 안센 합성의약품 공장은 중국 시안 지역의 시안 안센이 있는 것으로 파악된다. 1985년에 설립되어 운영되고 있으며 2019년 4억 달러를 들여 추가 준공을 완료하였다. 신설 공장의 연 생산 케파는 태블릿/캡슐 40억정, 5,700만 튜브 수준이다. 다만 API 생산 여부는 파악하기 어렵다.

표 2. 안센 주요 글로벌 생산 기지

지역	분류	내용
Geel(벨기에)	케미칼	가장 메인 공장으로 J&J가 사용하는 API의 60% 공급. API 26종 및 반제품 3종 생산. 리액터 총 볼륨 325m3 규모
Cork(아일랜드)	케미칼	항암, 자가면역 치료제 API 생산
Beerse 및 Olen	바이오	-
Leiden(네덜란드)	바이오	백신/바이오의약품 위주 생산
Schaffhausen and Bern(스위스)	바이오	바이오 생산 시설(백신, DS)
중국 시안	-	신설 공장 케파 태블릿/캡슐 40억정, 5,700만 튜브

자료: 안센, NH투자증권 리서치본부

그림2. 유한화학 매출액 및 영업이익 추정



자료: 유한양행, NH투자증권 리서치본부

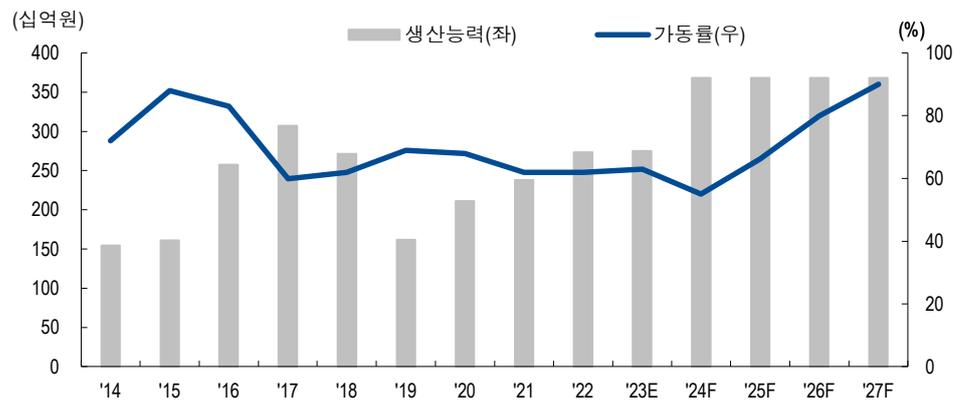
표 3. 유한화학 매출액 및 영업이익 추정

(단위: 십억원, %)

	2014	2015	2016	~	2022	2023E	2024F	2025F	2026F	2027F
매출액	108	141	174		149	191	203	244	295	332
매출원가	97	118	145		137	175	183	213	251	282
매출총이익	11	23	29		12	16	19	31	44	50
판매관리비	3	4	5		6	6	6	6	7	7
영업이익	8	19	24		7	10	13	25	38	43
영업이익률	7.0	13.6	13.8		4.4	5.4	6.6	10.2	12.7	12.9

자료: 유한양행, NH투자증권 리서치본부

그림3. 유한화학 생산능력 및 가동률 추정치



자료: 유한양행, NH투자증권 리서치본부

표 4. 유한화학 생산능력 및 가동률 추정치

(단위: 십억원, %)

	2014	2015	2016	~	2022	2023E	2024F	2025F	2026F	2027F
생산능력	155	161	258		274	275	368	368	368	368
생산실적	111	142	214		170	173	203	244	295	332
가동률	72	88	83		62	63	55	66	80	90

자료: 유한양행, NH투자증권 리서치본부

표5. 국내 시판중인 EGFR TKi 유효성 데이터 비교

의약품	임상명	대조약	단독 1차 3상 mPFS
타그리소	FLAURA	1세대 TKi	18.9개월 vs. 10.2개월 CNS 전이 18개월 mPFS 타그리소 58% vs 40%
타그리소 + 화학요법 병용	FLAURA 2	타그리소	25.5개월(병용) vs 16.7개월
렉라자	LASER301	게피티닙	20.6개월 vs. 9.7개월 CNS 전이 유무 관계없이 환자들 통계적으로 동일한 OS 데이터 확인 (LASER201)
이레사	IPASS, WJTOG3405, NEJ002	화학요법	9.2~10.8개월
타세바	EURTAC, OPTIMAL, ENSURE	화학요법	9.4~13.1개월
지오텐립정	LUX-Lung3, LUX-Lung6	화학요법	11.0~11.1개월 vs 6.9개월
비짐프로정	ARCHER 1050 3상	게피티닙	14.7개월 vs. 9.2개월

자료: 2023 WCLC, Cortellis, 각사, NH투자증권 리서치본부

표6. 국내 시판중인 EGFR TKi 안전성 데이터 비교

임상명	안전성(vs 대조약)	피부 이상	설사	기타
FLAURA	3등급 이상 이상반응 42% vs 47% 치료 중단 15% vs 18%	가려움증 58% vs 78% 피부건조증 36% vs 36%	60% (3%) vs 58% (3%)	ALT 상승: 7% vs 27% AST 상승: 10% vs 25%
FLAURA 2	3등급 이상 이상반응 64% vs 27% 치료 중단 48% vs 6%	-	-	병용 요법 3등급 이상 반응 대부분 hematological
LASER301	3등급 이상 이상반응 20% vs 21% 치료 중단 6% vs 8%	발진 36% vs 37% 소양증 27% vs 18% 피부건조증 15% vs 12%	26% vs 39%	ALT 상승 30% vs 59% AST 상승 22% vs 52%
IPASS, WJTOG3405, NEJ002	치료 중단 5% vs 2.3%	피부 반응 47%(*2%) vs 17%(0.4%)	29% (3%) vs 10% (1%)	ALT 상승 38%(2.4%) vs 23%(1.4%) AST 상승 40%(2.0%) vs 25%(1.3%)
EURTAC, OPTIMAL, ENSURE	심각 이상반응 6% vs 20%	발진 75%(9%) vs 17%(0%) 피부건조 12%(1%) vs 4%(0%)	54%(7%) vs 18%(1%)	식욕부진 52%(9%) vs 38%(6%) ALT 상승 4% vs 1%
LUX-Lung3, LUX-Lung6	심각 이상반응 29%, 치료 중단 14%	피부 발진 90%(16%) vs 11%(0%) 피부건조 31%(0%) vs 2%(0%)	96%(15%) vs 23%(2%)	구내염 71%(9%) vs 15%(1%) 손발톱주위염 58%(11%) vs 0%
ARCHER 1050 3상	심각한 이상반응 27%, 치료 중단 18%	발진 69%(23%) vs 47%(0.4%) 피부건조 30%(1.8%) vs 19%(0.4%)	87%(8%) vs 56%(1%)	구내염 45%(4.4%) vs 19%(0.4%)

주: 안전성 내 괄호 안은 3등급 이상 비중

자료: 2023 WCLC, Cortellis, 각사, NH투자증권 리서치본부

표 7. 유한양행 연간 실적 전망 (단위: 십억원, 원, 배, %)

		2021	2022	2023E	2024F
매출액	- 수정 후	1,687.8	1,775.8	1,899.6	2,231.5
	- 수정 전	-	-	1,899.1	2,225.1
	- 변동률	-	-	0.0	0.3
영업이익	- 수정 후	48.6	36.0	94.7	189.8
	- 수정 전	-	-	98.3	197.2
	- 변동률	-	-	-3.6	-3.8
영업이익률(수정 후)		2.9	2.0	5.0	8.5
EBITDA		101.3	79.0	143.3	237.7
(지배지분)순이익		102.6	95.1	88.1	190.9
EPS	- 수정 후	1,332	1,235	1,143	2,485
	- 수정 전	-	-	1,539	3,020
	- 변동률	-	-	-25.7	-17.7
PER		44.6	46.3	66.8	30.7
PBR		2.4	2.2	2.9	2.7
EV/EBITDA		41.9	51.2	39.6	23.4
ROE		5.4	4.9	4.4	9.0

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망

표 8. 유한양행 분기별 실적 추정 (단위: 십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23F	2022	2023E
매출액	410.9	483.0	431.5	450.5	443.0	495.7	470.2	490.6	1,775.8	1,899.6
y-y(%)	8%	11%	-4%	6%	8%	3%	9%	9%	5%	7%
별도 매출액	397.7	468.0	424.2	436.5	431.4	482.1	458.2	478.7	1,726.4	1,850.4
y-y(%)	12%	10%	-3%	7%	8%	3%	8%	10%	6%	7%
약품사업	295.3	348.0	352.6	365.0	316.9	356.8	378.9	393.7	1,360.9	1,446.3
y-y(%)	9%	11%	10%	19%	7%	3%	7%	8%	12%	6%
비처방약(OTC)	51.8	62.7	63.8	57.9	55.0	60.3	67.0	63.7	236.1	246.0
y-y(%)	20%	24%	25%	30%	6%	-4%	5%	10%	25%	4%
처방약(ETC)	241.7	283.6	286.7	303.4	261.0	294.7	309.7	327.6	1,115.4	1,193.0
y-y(%)	8%	9%	7%	16%	8%	4%	8%	8%	10%	7%
연결기업매출조정	-3.3	-4.0	-4.5	-5.1	-4.8	4.8	5.2	5.6	-17.0	-20.3
y-y(%)	64%	70%	68%	58%	85%	72%	70%	70%	28%	20%
생활건강사업	44.1	56.6	31.7	39.4	36.7	60.0	33.2	41.4	171.8	171.3
y-y(%)	27%	0%	-43%	-28%	-17%	6%	5%	5%	-15%	0%
해외사업	44.2	56.6	30.2	39.1	36.7	64.8	40.9	39.0	170.1	213.9
y-y(%)	1%	0%	-45%	-28%	-17%	14%	20%	16%	-19%	19%
매출총이익	115.8	145.4	120.8	136.2	135.6	152.7	147.3	152.1	518.2	587.7
y-y(%)	1%	3%	-9%	0%	17%	5%	22%	12%	-1%	13%
GPM(%)	28%	30%	28%	30%	31%	31%	31%	31%	29%	31%
판매비	109.7	128.5	125.3	118.6	112.9	125.6	126.8	127.6	482.2	493.0
y-y(%)	9%	9%	-1%	-9%	3%	-2%	1%	8%	1%	2%
영업이익	6.1	16.9	-4.5	17.5	22.6	27.1	20.5	24.5	36.0	94.7
y-y(%)	-56%	-28%	-170%	269%	271%	60%	-551%	40%	-26%	163%
OPM(%)	1.5%	3.5%	-1.1%	3.9%	5.1%	5.5%	4.4%	5.0%	2%	5%

주: IFRS연결기준; 자료: NH투자증권리서치본부전망

Statement of comprehensive income				
(십억원)	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
매출액	1,776	1,900	2,232	2,749
증감률 (%)	5.2	7.0	17.5	23.2
매출원가	1,258	1,312	1,427	1,647
매출총이익	518	588	804	1,103
Gross 마진 (%)	29.2	30.9	36.0	40.1
판매비와 일반관리비	482	493	614	773
영업이익	36	95	190	330
증감률 (%)	-25.9	162.9	100.3	74.0
OP 마진 (%)	2.0	5.0	8.5	12.0
EBITDA	79	143	238	377
영업외손익	59	37	67	72
금융수익(비용)	-1	-5	11	15
기타영업외손익	3	-15	0	0
종속, 관계기업관련손익	57	57	57	57
세전계속사업이익	95	132	257	402
법인세비용	4	22	43	67
계속사업이익	91	110	214	335
당기순이익	91	84	182	287
증감률 (%)	-8.6	-7.4	116.8	57.7
Net 마진 (%)	5.1	4.4	8.1	10.4
지배주주지분 순이익	95	88	191	301
비지배주주지분 순이익	-5	-4	-9	-14
기타포괄이익	1	0	0	0
총포괄이익	92	84	182	287

Valuations/profitability/stability				
	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
PER(X)	46.3	66.8	30.7	19.5
PBR(X)	2.2	2.9	2.7	2.4
PCR(X)	31.0	326.3	43.8	22.7
PSR(X)	2.5	3.1	2.6	2.1
EV/EBITDA(X)	51.2	39.6	23.4	14.2
EV/EBIT(X)	112.3	59.9	29.3	16.2
EPS(W)	1,235	1,143	2,485	3,922
BPS(W)	25,518	26,299	28,402	31,920
SPS(W)	23,172	24,786	29,117	35,874
자기자본이익률(ROE, %)	4.9	4.4	9.0	12.8
총자산이익률(ROA, %)	3.7	3.3	6.8	9.9
투자자본이익률(ROIC, %)	-0.7	7.3	13.9	23.7
배당수익률(%)	0.7	0.5	0.5	0.5
배당성장률(%)	28.2	30.5	14.1	8.9
총현금배당금(십억원)	27	27	27	27
보통주 주당배당금(W)	382	382	382	382
순부채(현금)/자기자본(%)	-11.5	-13.4	-17.0	-23.4
총부채/자기자본(%)	23.2	25.1	24.4	22.9
이자발생부채	99	133	137	141
유동비율(%)	273.8	282.0	300.7	337.6
총발행주식수(mn)	78	78	78	78
액면가(W)	1,000	1,000	1,000	1,000
주가(W)	57,200	76,400	76,400	76,400
시가총액(십억원)	4,253	5,932	5,932	5,932

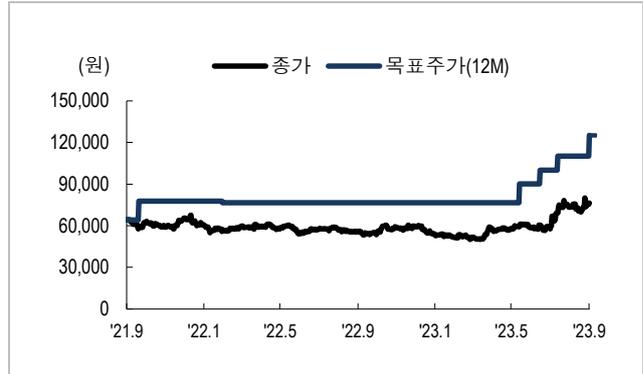
Statement of financial position				
(십억원)	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
현금및현금성자산	293	342	445	649
매출채권	497	523	550	579
유동자산	1,189	1,285	1,437	1,693
유형자산	355	353	352	350
투자자산	622	654	689	724
비유동자산	1,284	1,298	1,324	1,352
자산총계	2,473	2,582	2,760	3,045
단기성부채	96	99	103	107
매입채무	134	141	148	156
유동부채	434	455	478	501
장기성부채	3	33	33	33
장기충당부채	27	28	30	31
비유동부채	31	62	64	65
부채총계	465	518	542	567
자본금	74	74	74	74
자본잉여금	116	116	116	116
이익잉여금	1,902	1,963	2,127	2,401
비지배주주지분	22	18	9	-6
자본총계	2,008	2,064	2,219	2,478

Cash flow statement				
(십억원)	2022/12A	2023/12E	2024/12F	2025/12F
영업활동 현금흐름	100	106	202	305
당기순이익	91	84	182	287
+ 유/무형자산상각비	43	49	48	47
+ 종속, 관계기업관련손익	-42	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	10	0	0	0
Gross Cash Flow	141	18	134	258
- 운전자본의증가(감소)	-110	-26	-28	-29
투자활동 현금흐름	16	-64	-76	-78
+ 유형자산 감소	0	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-58	-40	-40	-40
+ 투자자산의매각(취득)	121	-32	-34	-36
Free Cash Flow	41	66	162	265
Net Cash Flow	115	42	127	228
재무활동 현금흐름	-66	6	-24	-23
자기자본 증가	7	0	0	0
부채증감	-73	6	-24	-23
현금의증가	39	49	103	204
기말현금 및 현금성자산	293	342	445	649
기말 순부채(순현금)	-230	-277	-378	-580

투자이전 및 목표주가 변경내역

제시일자	투자이전	목표가	과리율 (%)	
			평균	최저/최고
2023.09.19	Buy	125,000원(12개월)	-	-
2023.07.30	Buy	110,000원(12개월)	-32.8%	-27.4%
2023.07.02	Buy	100,000원(12개월)	-39.0%	-30.7%
2023.05.31	Buy	90,000원(12개월)	-33.9%	-32.0%
2023.02.15		1년경과	-28.7%	-21.6%
2022.02.16	Buy	80,000원(12개월)	-28.1%	-23.6%
2021.10.07	Buy	85,000원(12개월)	-27.5%	-20.6%

유한양행 (000100.KS)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
 - Buy: 15% 초과
 - Hold: -15% ~ 15%
 - Sell: -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자이전 분포는 다음과 같습니다. (2023년 9월 15일 기준)

- 투자이전 분포

Buy	Hold	Sell
81.2%	18.8%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자이전은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자이전 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '유한양행'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 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.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.