

# BUY (Maintain)

주가(10/30) 179,500원  
목표주가 215,000원



Company Brief 2012. 10. 31

# 유한양행 (000100)

## 3분기 매출액과 영업이익 컨센서스 상회! CMO사업 확장성에 주목

제작/바이오 Analyst 김지현 02) 3787-5109 kimchi@kiwoom.com  
RA 박나영 02) 3787-5227 irispark@kiwoom.com

목표주가 215,000원, 투자 의견 'BUY'를 유지한다. 이는 3분기 매출액과 영업이익이 컨센서스를 상회했고, 활발한 신제품 출시와 다국적제약사 향 신약원료(CMO) 매출 호조로 중장기적으로 외형과 이익이 대폭 증가할 것이고 실질 자산가치도 우량하기 때문이다.

목표주가 215,000원,  
투자 의견 'BUY' 유지

목표주가 215,000원, 투자 의견 'BUY'를 유지한다. BUY를 유지하는 이유는 1) 금년 3분기 외형과 영업이익이 컨센서스를 상회했고, 2) 활발한 신제품 출시와 해외 CMO사업 호조로 내년 외형과 수익성이 대폭 개선되는데다, 3) 자회사인 유한킴벌리의 지분 가치(8,329억원), 안양 공장 부지(1,600억원), 보유 순현금 및 자사주 가치 (4,200억원) 등의 합산 자산가치가 1조 4천억원으로 우량하기 때문이다. 금년 이후 다국적제약사와의 CMO계약 성과가 가시화되어 성장성을 함유한 영업가치는 향후 크게 부각될 것이다.

3분기 매출액은 22.0% 늘어나  
컨센서스 상회

3분기 매출액은 전년동기대비 22.0% 늘어난 2,009억원으로 컨센서스(1,945억원)를 상회했다. 이는 분기평균 130억원의 약가인하손실에도 불구하고 트윈스타(고혈압치료제) 매출 급증 및 트라젠타(당뇨병치료제), 프리베나13(폐렴구균백신), 트루바다(에이즈치료제), 비리어드(B형간염치료제) 등 다국적제약사로부터 도입한 신약의 신규매출 효과와 CMO사업의 신규수출(100억원 내외 추정)효과에 따른 것이다.

KOSPI (10/30)	1,899.58pt		
시가총액	20,248 억원		
52 주 주가동향	최고가	최저가	
최고/최저가 대비	179,500 원	106,000 원	
등락률	0.00%	69.34%	
수익률	절대	상대	
	1M	17.3%	23.3%
	6M	69.3%	76.7%
	1Y	43.6%	45.9%
발행 주식 수	11,389 천주		
일평균 거래량(3M)	48 천주		
외국인 지분율	27.44%		
배당수익률(12E)	0.70%		
BPS(12E)	102,347 원		
주요 주주	유한재단 외 4인	15.62%	

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
매출액(억원)	6,493	6,677	7,640	9,394	10,373
보고영업이익(억원)	788	492	402	595	726
핵심영업이익(억원)	780	526	425	624	757
EBITDA(억원)	966	676	563	758	889
세전이익(억원)	1,417	931	1,136	1,481	1,712
순이익(억원)	1,280	831	909	1,259	1,455
지분법적용순이익(억원)	1,280	942	909	1,259	1,455
EPS(원)	11,241	8,273	7,979	11,055	12,779
증감율(%YoY)	5.5	-26.4	-3.5	38.5	15.6
PER(배)	15.4	15.4	22.5	16.2	14.0
PBR(배)	1.8	1.3	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA(배)	17.0	17.0	30.8	22.8	19.1
보고영업이익률(%)	12.1	7.4	5.3	6.3	7.0
핵심영업이익률(%)	12.0	7.9	5.6	6.6	7.3
ROE(%)	12.6	7.7	8.1	10.3	10.8
순부채비율(%)	-30.4	-27.1	-25.1	-23.0	-23.3

- 당사는 10월 30일 현재 '유한양행' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 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.

**3분기 영업이익 132억원으로  
역시 컨센서스 상회**

3분기 영업이익 역시 전년동기대비 16.7% 감소에 그친 132억원으로 컨센서스(120억원)을 상회했다. 이는 분기평균 130억원의 약가인하손실 반영, 트윈스타(고혈압치료제), 트라젠타(당뇨병치료제), 프리베나13(폐렴구균백신), 트루바다(에이즈치료제) 등 다국적제약사로부터 도입한 신약의 마케팅 비용 급증에도 불구하고 한국와이어스 지분 매각차익(기타수익으로 87억원 발생)과 마진 높은 CMO사업의 신규수출(100억원 내외 추정)효과가 이를 상쇄했기 때문이다. 세전이익은 컨센서스를 하회했는데 이는 자회사 배당금 수입이 3분기에 유입될 것으로 예상되었으나 4분기로 이월되었기 때문이다.

**3분기 잠정실적과 컨센서스 비교**

(단위 : 억원, %)						
	3Q12(P)			변동률		
	기존전망	컨센서스	잠정실적	기존전망	컨센서스	YoY
매출액	2,025	1,945	2,009	-0.8	3.3	22.0
영업이익	148	120	132	-10.9	9.9	-16.7
세전이익	224	205	172	-23.1	-16.1	-13.6
순이익	187	184	120	-36.0	-34.8	-31.7

자료: 에프엔가이드, 키움증권 리서치센터  
주: K-IFRS 별도 기준

**3분기 사업부별 매출실적**

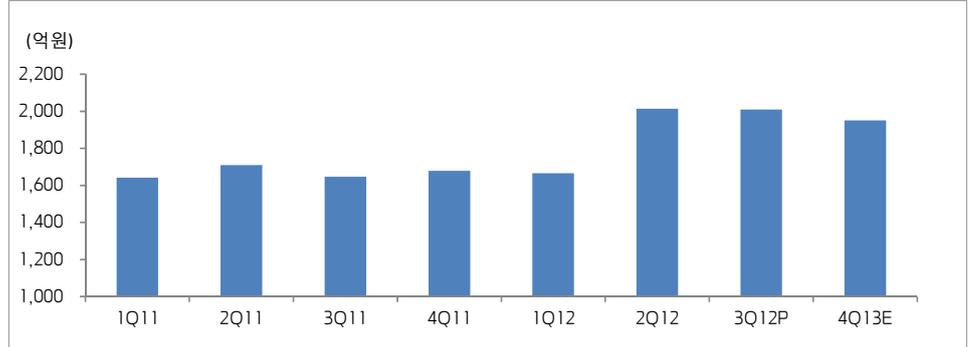
(단위 : 억원, %)					
	3Q11	2Q12	3Q12(P)	YoY	QoQ
약품사업계	1,247	1,473	1,404	12.6	-4.7
병원	942	1,145	1,108	17.6	-3.2
약국	232	271	241	3.7	-11.2
수탁(AZK)	73	57	55	-23.6	-3.6
유통사업	206	178	207	0.2	15.9
해외사업	162	332	366	125.1	10.0
기타매출	31	29	32	3.8	10.7
합계	1,647	2,014	2,009	22.0	-0.2

자료: 유한양행

**4분기 외형 성장률은  
16.2%로 고성장 지속 전망**

4분기에도 매출액은 전년동기대비 16.2% 증가하며 고성장을 지속할 전망이다. 이는 작년에 출시한 바이엘사의 트윈스타(고혈압복합제)의 매출 급증, 길리어드사로부터 도입한 비리어드(B형간염치료제), 트루바다(에이즈치료제), 트루젠타(당뇨병치료제) 등의 신규매출 확대, 신약 원료 CMO사업 수출 호조가 예상되기 때문이다. 특히 비리어드는 기존 경쟁약품보다 바이러스 억제효과가 탁월한 B형간염치료제로 지난 9월에 보험 약가를 획득, 11월부터 본격적인 신규매출이 발생할 것으로 보이는데 금년에는 70~80억원에 불과하지만 내년에는 600억원으로 급증할 전망이다.

분기별 매출 전망



자료: K-IFRS 별도 기준, 키움증권 리서치센터

**유한킴벌리 실적 3분기  
매출액과 영업이익  
각각 8.0%, 14.2% 증가,  
연간 실적도 지속 호전될 듯**

유한킴벌리의 매출액은 전년동기대비 8.0% 늘어났는데 이는 기저귀 사업 매출액이 내수시장 지배력 강화로 전년동기대비 10.0% 증가한데다, 수출이 중국향 프리미엄제품 호조로 23.1% 증가한 데 따른 것이다. 생리대와 티슈는 전년수준의 매출을 시현했다. 영업이익과 순이익은 각각 14.2%, 8.4% 증가했는데 이는 매출호조에 따른 고정비 절감, 생리대 가격 인상(작년 5월 초)과 펄프가격 하락 안정화에 기인한 것이다. 금년 연간으로도 수출 급증과 작년에 출시된 기저귀 신제품 판매호조 지속으로 8% 수준의 외형성장이 가능할 것으로 보이며 생리대 가격 인상 및 펄프가격 하락 효과가 연간으로 반영, 수익성 개선은 지속될 전망이다.

3분기 자회사 자본법평가이익

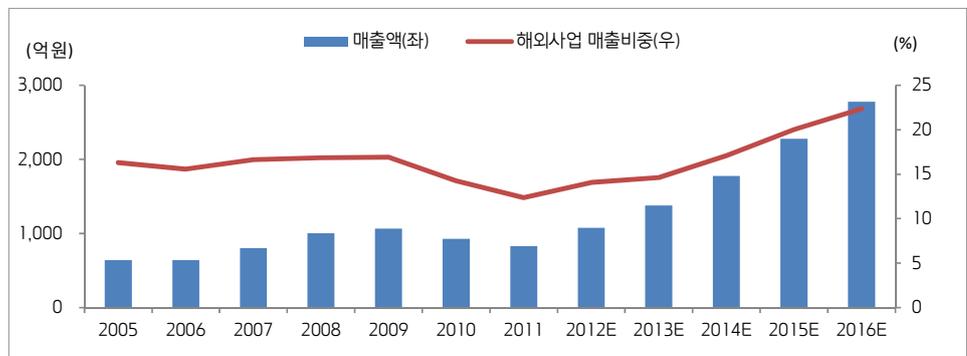
			(단위 : 억원, %)
회사명	3Q11	3Q12 (P)	증가율(YoY)
유한킴벌리	104	116	11.6
유한화학	-9	12	흑자전환
유한메디카	-3	-1	적자유지
유한크로락스	6	10	74.1
한국안센	14	10	-29.5
엔솔테크	0	-1	적자전환
합계	111	147	32.0

자료: 유한양행

**다국적제약사에 공급되는  
신약원료 CMO사업 수출 호조  
로 해외사업매출 비중은 금년  
을 기점으로 대폭 확대될 듯**

해외사업부의 매출비중은 2009년 이후 지속적으로 축소되었으나 금년을 기점으로 대폭 확대 될 것으로 보인다. 이는 금년부터 다국적제약사와의 신규 신약원료공급계약(CMO)사업이 본격적으로 수익에 반영될 것이기 때문이다. 금년에 항바이러스제 상업화 신약 2건, 임상시험 중인 신약 3건에 대한 원료공급계약 매출액이 400억원에 달할 것으로 보이며 내년에는 700 억원대로 급성장할 전망이다. 현재 추가적으로 다국적제약사 6~7개사와 10여건의 신약 원료 공급계약(CMO)을 체결했는데 향후 2~3년 내에 상업화될 것으로 보인다. 10건의 계약 중 보수적으로 절반만 성공한다고 가정할 경우 신규매출효과는 향후 3년 내 연간 1,000~1,500억원 에 달할 전망이다. 특히 보호된 신약에 대한 독점적 원료공급이기 때문에 신규 신약 CMO 사업 매출액영업이익률은 30% 수준으로 이익기여효과가 클 것으로 보인다.

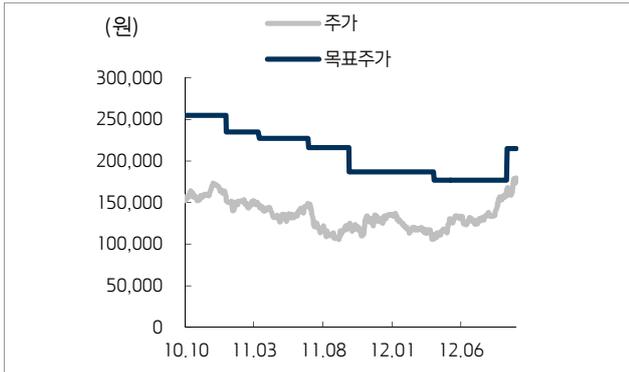
**신규 CMO사업 가시화로 금년 이후 마진 높은 해외사업부 매출비중 대폭 확대될 듯**



자료: 유한양행, 예상은 키움증권 리서치센터

투자의견 변동내역(2개년) 및 목표주가 추이

종목명	일자	투자의견	목표주가
유한양행 (000100)	2010/11/01	BUY(Maintain)	255,000원
	2010/11/22	BUY(Maintain)	255,000원
	2011/01/12	BUY(Maintain)	255,000원
	2011/01/28	BUY(Maintain)	235,000원
	2011/04/11	BUY(Maintain)	227,000원
	2011/04/29	BUY(Maintain)	227,000원
	2011/06/16	BUY(Maintain)	227,000원
	2011/07/12	BUY(Maintain)	227,000원



종목명	일자	투자의견	목표주가
유한양행 (000100)	2011/07/29	BUY(Maintain)	216,000원
	2011/10/27	BUY(Maintain)	187,000원
	2012/01/27	BUY(Maintain)	187,000원
	2012/05/02	BUY(Maintain)	177,000원
	2012/06/04	BUY(Maintain)	177,000원
	2012/07/30	BUY(Maintain)	177,000원
	2012/10/10	BUY(Maintain)	215,000원
	2012/10/31	BUY(Maintain)	215,000원

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