

2017/10/10

유한양행 (000100)

제약/바이오 허혜민

(2122-9183) hyemin@hi-ib.com

낮아진 실적 눈높이. 컨센 하회 전망

Buy (Maintain)

■ 고마진의 API 매출 2분기에 이어 3분기도 둔화 예상

동사의 원료의약품(API) 수출은 지난 5개년('11~'16년)간 연평균 29%씩 성장하였으나, 올해 길리어드 C형간염치료제 성장 둔화가 이어지며 전년 대비 10% 성장이 전망된다. 기존 당사의 '17년 API 수출 추정 성장을 20%(2,957억원)에서 2,711억원으로 246억원 하향한 것이며, 3분기 API 수출액은 기존 추정치 875억원에서 681억원(YOY -23%)으로 194억원 하향하였다. 길리어드의 C형간염치료제 성장 둔화로 재고 비축을 적게 가져가고 있기 때문으로 분석되며, 내년 API 수출은 보수적으로 0%의 성장이 될 것으로 추정하였다. 역성장으로 추정하지 않은 이유는 기존 원료 납품 제품인 하보니의 매출은 감소 추세이나, 신제품인 3제 복합 C형간염치료제 보세비의 원료 납품이 예상되기 때문이다.

■ 3Q17 컨센서스 하회 전망

3분기 연결 매출액 3,885억원(YOY +7.4%), 영업이익 255억원(YOY +1.1%)로 컨센서스 매출액 4,035억원, 영업이익 336억원 대비 하회가 예상된다. 도입신약 하보니와 소발디의 이익 기여는 크지 않겠으나, 257억원 가량의 신규 매출이 발생해 전문의약품(ETC) 사업분야는 YOY 20% 성장한 2,514억원이 예상된다. 다만, 유한김벌리의 해외 성장 부진 및 생리대 논란으로 약해진 소비심리를 감안하여 지분법관련손익을 기존 YOY -23%에서 -30%로 하향 추정한 '17년 397억원으로 전망하며 3분기는 98억원(YOY -30%)에 그칠 것으로 추정하였다.

■ 투자의견 Buy, 목표주가 26만원으로 하향

동사의 fw12m EPS 기존 대비 -13% 하향함에 따라 목표주가를 기존 31만원에서 26만원으로 하향하였다. 최근 주가가 하락하며 생리대 논란과 실적 우려감이 이미 반영된 것으로 보인다. 동사의 가장 큰 장점인 실적 안정성 하락으로 당분간 횡보가 전망된다.

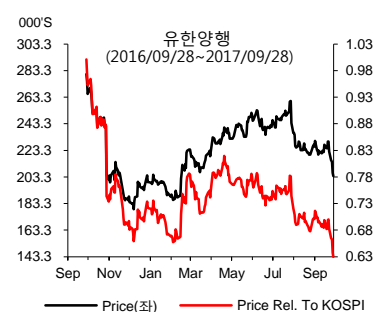
다만, 폐암신약 임상 1상이 내년 상반기 완료에 따른 R&D 모멘텀 발생 가능성과 다국적사들과 에이즈 원료 및 신규 원료 관련 6개 프로젝트 진행 중으로 '19년 매출에 본격 반영이 예상되고 있어 투자의견 Buy로 유지한다.

목표주가(12M)	260,000원
종가 (2017/09/28)	204,000원

Stock Indicator

자본금	57십억원
발행주식수	1,190만주
시가총액	2,419십억원
외국인지분율	26.3%
배당금(2016)	2,000원
EPS(2017E)	11,121원
BPS(2017E)	137,184원
ROE(2017E)	8.4%
52주 주가	179,117~280,649원
60일평균거래량	39,576주
60일평균거래대금	9.2십억원

Price Trend



<그림 1> 유한양행 3Q17 실적

(단위, 억원)							
	하이 추정 3Q17	3Q16	YoY	2Q17	QoQ	컨센서스	컨센서스 대비
매출액	3,885	3,618	7%	3,551	9%	4,035	-4%
영업이익	255	252	1%	207	23%	336	-24%
당기순이익	317	241	32%	321	-1%	434	-27%

주: 연결 기준

자료: 전자공시, Fnguide, 하이투자증권

<그림 2> 실적 세부 사항

(단위, 억원)										
	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017
유한양행	2,742	3,305	3,597	3,476	13,120	3,494	3,526	3,870	3,904	14,793
OTC	243	268	275	283	1,069	283	314	307	308	1,212
ETC	1,956	2,088	2,102	2,222	8,368	2,185	2,188	2,514	2,641	9,528
생활건강	206	261	289	266	1,022	248	329	327	273	1,178
해외사업	292	653	901	675	2,522	749	663	696	655	2,763
기타	45	35	30	29	140	28	32	26	27	112
유한화학	167	485	691	393	1,736	513	468	450	479	1,910
유한메디카	36	44	38	39	158	37	43	41	39	161
내부거래상계	-181	-507	-708	-411	-1,806	-533	-486	-477	-502	-1,999
유한양행_연결 매출액	2,765	3,327	3,618	3,498	13,208	3,511	3,551	3,885	3,919	14,866
yoy	14%	22%	16%	15%	17%	27%	7%	7%	12%	13%
영업이익	199	246	252	280	978	354	207	255	301	1,118
yoy	33%	-4%	-20%	107%	14%	78%	-16%	1%	7%	14%
OPM	7%	7%	7%	8%	7%	10%	6%	7%	8%	8%
지분법이익	513	341	241	518	1,612	295	320	317	365	1,297
yoy	108%	10%	-46%	103%	28%	-42%	-6%	32%	-29%	-20%

주: 연결 기준

자료: 전자공시, 하이투자증권

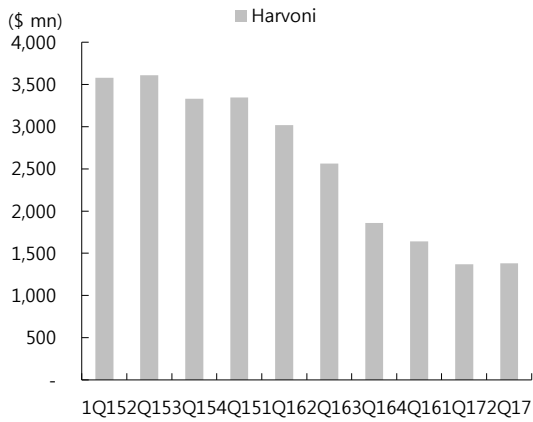
<그림 3> 목표주가 산정

구분	적용 배수	비고
Fw12M EPS	11,730	22 상위제약사 Fw12M PER에 20% 할인
적정 목표주가	262,751	
현재 주가	206,500	
up side	27%	

주: 상위제약사는 한미약품 제외한 녹십자, 종근당, 대웅제약, 동아에스티

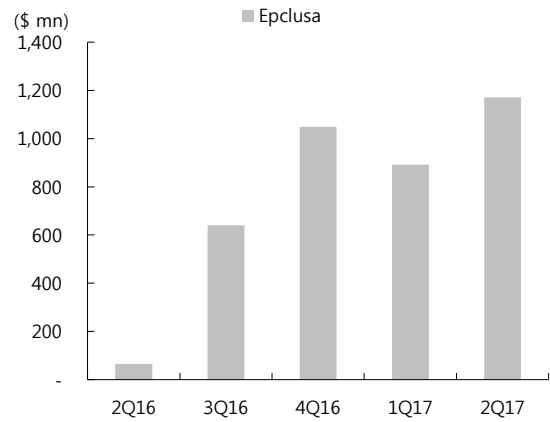
자료: 하이투자증권

<그림 4> 하보니 매출 추이



자료: Gilead, 하이투자증권

<그림 5> 앵클루사 매출 추이



자료: Gilead, 하이투자증권

<그림 6> 유한양행 파이프라인

구분	적응증	과제명	전임상	1상	2상	3상	비고
개량신약	고지혈/당뇨 복합	YH14755					로수바스타틴+메트포르민 서방형
	고혈압 복합	YH22162					텔미사르탄+암로디핀+클로르탈리돈 복합제
	당뇨성 신경병증	YHD1119					복약 편의성 개선시킨 서방형 제제
	고지혈/고혈압 복합	YHP1604					텔미사르탄+암로디핀+로수바스타틴 복합제
신약	중이염	YH1177					
	기능성소화불량	YH12852					
	항암제(표적 폐암)	YH25448					오스코텍에서 L/L(16.7). 중국 뤄신과 계약 해지('16.12).
	항암제(면역)	YH24931					방사선병용 항암제 바이오신약
	당뇨, 비알콜성지방간	YH25724					NASH 제넥신 HyFc 기술 적용
천연물 신약	치주염/관절염	YH23537					

자료: 유한양행, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,048	1,124	1,151	1,189
현금 및 현금성자산	245	370	358	361
단기금융자산	242	208	208	208
매출채권	249	238	254	269
재고자산	311	306	327	347
비유동자산	998	1,018	1,061	1,131
유형자산	334	309	312	342
무형자산	16	14	12	11
자산총계	2,046	2,143	2,211	2,320
유동부채	324	317	282	279
매입채무	245	212	208	206
단기차입금	51	46	46	46
유동성장기부채	5	5	5	5
비유동부채	225	225	225	225
사채	-	-	-	-
장기차입금	140	140	140	140
부채총계	549	542	507	504
지배주주지분	1,497	1,600	1,704	1,816
자본금	57	60	60	60
자본잉여금	116	116	116	116
이익잉여금	1,411	1,519	1,630	1,748
기타자본항목	-165	-165	-165	-165
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	1,497	1,600	1,704	1,816

포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,321	1,487	1,589	1,683
증가율(%)	17.0	12.6	6.9	5.9
매출원가	931	1,046	1,125	1,191
매출총이익	389	441	464	492
판매비와관리비	292	329	359	379
연구개발비	53	63	67	71
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	98	112	105	113
증가율(%)	13.9	14.3	-6.1	8.0
영업이익률(%)	7.4	7.5	6.6	6.7
이자수익	10	11	11	11
이자비용	5	5	5	5
지분법이익(손실)	65	49	43	44
기타영업외손익	33	4	13	13
세전계속사업이익	205	166	170	179
법인세비용	44	37	37	39
세전계속이익률(%)	15.5	11.2	10.7	10.6
당기순이익	161	130	132	140
순이익률(%)	12.2	8.7	8.3	8.3
지배주주귀속 순이익	161	130	132	140
기타포괄이익	-7	-7	-7	-7
총포괄이익	154	123	126	133
지배주주귀속총포괄이익	154	123	126	133

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	74	225	146	193
당기순이익	161	130	132	140
유형자산감가상각비	41	44	48	50
무형자산상각비	1	2	2	1
지분법관련손실(이익)	65	49	43	44
투자활동 현금흐름	-77	8	-50	-81
유형자산의 처분(취득)	-80	-20	-50	-80
무형자산의 처분(취득)	-4	-	-	-
금융상품의 증감	-35	-13	-42	-43
재무활동 현금흐름	-	-	-	-
단기금융부채의증감	-9	-5	-	-
장기금융부채의증감	54	-	-	-
자본의증감	-	3	-	-
배당금지급	-21	-21	-22	-22
현금및현금성자산의증감	23	125	-12	3
기초현금및현금성자산	222	245	370	358
기말현금및현금성자산	245	370	358	361

주요투자지표	(단위:십억원)			
	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	14,458	11,121	11,352	11,983
BPS	134,189	137,184	146,095	155,636
CFPS	18,307	15,094	15,569	16,426
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000
Valuation(배)				
PER	13.8	18.3	18.0	17.0
PBR	1.5	1.5	1.4	1.3
PCR	10.9	13.5	13.1	12.4
EV/EBITDA	14.0	12.9	13.3	12.4
Key Financial Ratio(%)				
ROE	11.3	8.4	8.0	7.9
EBITDA 이익률	10.7	10.6	9.7	9.8
부채비율	36.7	33.9	29.7	27.8
순부채비율	-19.4	-24.2	-22.0	-20.8
매출채권회전율(x)	5.5	6.1	6.5	6.4
재고자산회전율(x)	4.8	4.8	5.0	5.0

자료 : 유한양행, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(유한양행)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2016-01-27(담당자변경)	Buy	380,000	6개월	-24.7%	-15.4%
2017-06-07(담당자변경)	Buy	290,000	6개월	-16.5%	-12.8%
2017-07-05	Buy	310,000	1년	-25.3%	-16.0%
2017-10-10	Buy	260,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 허혜민)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)
 - Buy(매 수): 추천일 증가대비 +15%이상
 - Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
 - Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상
2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)
 - Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-09-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	88.3 %	11.7 %	-