

2018/03/22

# 유한양행 (000100)

제약/바이오 허혜민  
(2122-9183) hyemin@hi-ib.com

## 실적 실망감은 이미 주가에 반영, R&D는 미반영

Buy (Maintain)

### ■ '18년 매출 +7% YoY, 영업이익 +8.5% YoY. API 실적 Flat

동사의 '18년 매출액 1조 5,642억원(YoY +7.0%), 영업이익 961억원(YoY +8.5%)로 전망한다. TV 광고 효과로 인해 일반의약품은 +13% 성장한 1,324억원, 생활건강 사업부도 성장세가 이어지며 +14% 성장한 1,324억원 예상된다. 전문의약품 사업부는 프리베나(연간 280억원)의 계약 종료에 있으나, C형 간염 치료제 도입 신약 하보니/소발디가 상반기에만 400억원 판매 될 것으로 보여 프리베나의 빈자리 상쇄를 할 수 있을 것으로 보인다. 비리어드 특허만료로 인해 올해 200억원(YoY -13%) 하락하나, B형간염 후속제품 베몰리디가 올해 200억원 매출 할 수 있을 것으로 전망된다.

API는 전년과 동일한 2,600억원으로 추정하였다. 길리어드의 C형간염 치료제가 역성장하고 있어, 관련 API 매출은 줄어들 것으로 보인다. 다만, C형간염치료제 API 비중이 줄어들고, 에이즈 치료제의 원료 납품 증가로 에이즈 원료 비중이 늘어나고 있어 API 실적은 지난해 수준과 유사할 것으로 보인다.

유한킴벌리는 기저효과가 기대된다. 지난해 1분기 물티슈 반품(130억원) 일회성 이슈와 2분기 사드 영향으로 중국 수출 비중 감소(12% → 6%) 및 하반기 생리대 이슈 등으로 '17년 지분법관련손익이 415억원(YoY -27%)으로 감소하였다. 올해 우려 완화로 유한킴벌리 지분법관련 손익은 490억원(YoY +18%)으로 회복할 수 있을 것으로 예상된다.

### ■ 4월과 6월 임상 데이터 발표로 R&D 성과 확인 가능

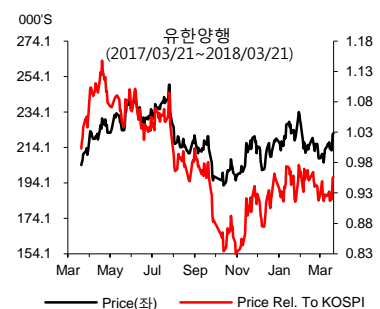
4월 미국 암학회에서 YH25448(비소세포폐암)의 전임상 데이터 및 6월 ASCO에서 1상 데이터 발표가 예상된다. 4월 2상 진입도 예정되어 있다. 대조약 타그리소 대비 약효와 안전성 측면에서 우수한 데이터를 발표 할 것으로 기대된다. 타그리소의 지난해 매출은 \$955mn이며, '23년 \$3.7bn이 될 것으로 전망되는 블록버스터 신약이다. YH25448은 오스코텍의 미국 자회사 제노스코(지분율 79%)에서 도입하였으며, 동사의 임상 개발 비중이 높아 이익배분이 더 클 것으로 추정된다. 그럼에도 불구하고 동사의 주가는 신약 가치가 전혀 반영되지 않았다. 4월 데이터 발표가 처음 보도된 2/20일 대비 오스코텍의 시가총액은 2,100억원이 증가하였으나, 동사는 550억원 증가에 그쳤다.

목표주가(12M)	290,000원
종가 (2018/03/21)	222,000원

#### Stock Indicator

자본금	57십억원
발행주식수	1,245만주
시가총액	2,755십억원
외국인지분율	24.0%
배당금(2016)	2,000원
EPS(2017)	9,346원
BPS(2017)	137,150원
ROE(2017)	7.0%
52주 주가	192,607~249,622원
60일평균거래량	48,265주
60일평균거래대금	10.6십억원

#### Price Trend



## ■ 투자의견 Buy, 목표가 29만원 상향

동사는 주로 투자를 통해 파이프라인을 확보하고 있는데, 특히 항암제 분야에 12개 파이프라인을 보유하고 있다 (표적 항암제 4개 + 면역 항암제 8개). 파이프라인 확충 등을 위해 투자한 테라젠이텍스, 바이오니아, 제넥신, 이뮤온시아, 파멧신, 네오이뮤텍 등이 기술력을 인정받아 R&D 성과 기대감이 높아지고 있다.

R&D 파이프라인이 상위 제약사 대비 부족하여 상위 제약사 밸류에이션에 20% 할인하였으나, 위와 같은 이유로 10% 할인으로 변경하였다. 또한, 동사의 fw12m EPS 기간을 변경(18.1Q~18.4Q) 적용하였고, 비교 기업군인 상위제약사들의 밸류에이션(28배→32배)도 상승하였다. 이를 반영하여 동사의 목표주가를 기존 26만원에서 29만원으로 상향하였다.

<그림 1> 목표주가 산정

구분	적용 배수	비고
Fw12M EPS	9,838	29 상위제약사 Fw12M PER에 10% 할인
<b>적정 목표주가</b>	290,000	286,004
현재 주가	222,000	
up side	31%	

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

자료: 하이투자증권

<그림 2> 실적 세부 사항

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018
<b>유한양행</b>	<b>3,494</b>	<b>3,526</b>	<b>3,766</b>	<b>3,734</b>	<b>14,520</b>	<b>3,662</b>	<b>3,888</b>	<b>4,184</b>	<b>3,806</b>	<b>15,540</b>
OTC	283	314	292	283	1,171	311	340	337	336	1,324
ETC	2,185	2,188	2,487	2,551	9,410	2,494	2,497	2,625	2,499	10,115
생활건강	248	329	333	251	1,161	282	348	369	325	1,324
해외사업	749	663	623	621	2,656	544	671	824	618	2,656
기타	28	32	32	29	120	32	32	29	28	120
<b>유한화학</b>	<b>513</b>	<b>468</b>	<b>448</b>	<b>473</b>	<b>1,902</b>	<b>395</b>	<b>521</b>	<b>488</b>	<b>498</b>	<b>1,902</b>
<b>유한메디카</b>	<b>37</b>	<b>43</b>	<b>19</b>	<b>9</b>	<b>109</b>	<b>31</b>	<b>37</b>	<b>28</b>	<b>24</b>	<b>120</b>
내부거래상계	-533	-486	-446	-444	-1,910	-405	-530	-490	-495	-1,920
<b>유한양행_연결 매출액</b>	<b>3,511</b>	<b>3,551</b>	<b>3,787</b>	<b>3,773</b>	<b>14,621</b>	<b>3,684</b>	<b>3,917</b>	<b>4,210</b>	<b>3,832</b>	<b>15,642</b>
yoy	27%	7%	5%	8%	11%	5%	10%	11%	2%	7%
<b>영업이익</b>	<b>354</b>	<b>207</b>	<b>220</b>	<b>105</b>	<b>886</b>	<b>254</b>	<b>263</b>	<b>287</b>	<b>158</b>	<b>961</b>
yoy	78%	-16%	-13%	-63%	-9%	-28%	27%	31%	51%	9%
OPM	10%	6%	6%	3%	6%	7%	7%	7%	4%	6%
<b>지분법이익</b>	<b>295</b>	<b>320</b>	<b>260</b>	<b>215</b>	<b>1,090</b>	<b>355</b>	<b>311</b>	<b>317</b>	<b>241</b>	<b>1,224</b>
yoy	-42%	-6%	8%	-58%	-32%	20%	-3%	22%	12%	12%

주: 연결 기준

자료: 전자공시, 하이투자증권

<그림 3> 주요 파이프라인 현황

구분	적응증	과제명	전임상	1상	2상	3상	비고
개량신약	고지혈/당뇨 복합	YH14755					로수바스타틴+메트포르민 서방형
	고혈압 복합	YH22162					텔미사르탄+암로디핀+클로르탈리돈 복합제. '18년내 출시 목표
	당뇨성 신경병증	YHD1119					복약 편의성 개선시킨 서방형 제제
	고지혈/고혈압 복합	YHP1604					텔미사르탄+암로디핀+로수바스타틴 복합제. '18.1H 허가 목표
	고지혈/고혈압 복합	YHP1701					
	중이염	YH1177					
	임플란트주위염	YH26153					
	고지혈/항혈전	YH26136					
신약	항암제(표적 폐암)	YH25448					'15년 오스코텍 자회사 제노스코에서 도입
	변비, 수술 후 장폐색	YH12852					
	항암제(면역)	YH24931					방사선 병용 항암제 바이오신약
	당뇨, 비알콜성지방간	YH25724					NASH 제넥신 HyFc 기술 적용
천연물 신약	치주염/관절염	YH23537					

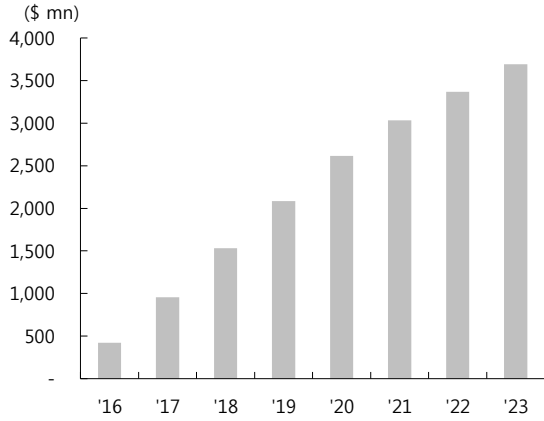
자료: 유한양행, 하이투자증권

<그림 4> 주요 투자 현황

회사명	최초투자일자	취득금액	투자목적
엔솔바이오사이언스	2011.3.23	45억	파이프라인 확충
테라젠이텍스	2012.12.14	200억	사업영역 확대
유칼릭스	2013.11.20	27억	사업영역 확대
엠지	2014.3.25	102억	수액제 사업영역 확대, 세계시장 진출 마련
바이오니아	2015.9.22	100억	파이프라인 확충
코스온	2015.11.5	150억	
제넥신	2015.12.3	200억	파이프라인 확충
B S L	2015.12.11	20억	사업영역 확대
이문온시아	2016.3.2	120억	해외 JV - 면역항암제 개발
파멧신	2016.4.8	30억	파이프라인 확충
SORRENTO	2016.4.25	1000만불	파트너십 강화
NeoImmuneTech	2016.4.25	300만불	파이프라인 확충
GENOSCO	2016.8.19	420만불	파이프라인 확충
씨앤씨	2016.11.28	25억	사업협력 강화
바이오포아	2017.3.8	20억	사업협력 강화
워랜텍	2017.3.29	20억	사업협력 강화
유한필리아	2017.4.18	70억	사업협력 강화
애드파마	2017.11.14	30억	파이프라인 확충

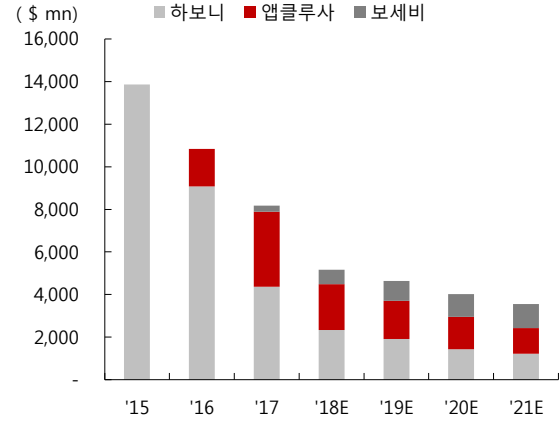
자료: 유한양행, 하이투자증권

<그림 5> 대조군인 타그리소 매출 추이 및 전망



자료: GlobalData, 하이투자증권

<그림 6> 길리어드 C형 간염 치료제 매출 추이 및 전망



자료: GlobalData, 하이투자증권

**K-IFRS 연결 요약 재무제표**

재무상태표	(단위:십억원)			
	2016	2017	2018E	2019E
유동자산	1,048	1,070	1,080	1,134
현금 및 현금성자산	245	257	226	229
단기금융자산	242	245	245	245
매출채권	249	293	314	339
재고자산	311	271	290	314
비유동자산	998	1,025	1,075	1,155
유형자산	334	355	353	378
무형자산	16	26	23	20
자산총계	2,046	2,095	2,155	2,289
유동부채	324	276	238	266
매입채무	204	173	196	225
단기차입금	51	3	3	3
유동성장기부채	5	15	15	15
비유동부채	225	212	212	212
사채	-	-	-	-
장기차입금	140	115	115	115
부채총계	549	488	450	478
지배주주지분	1,497	1,600	1,698	1,803
자본금	57	60	62	62
자본잉여금	116	118	118	118
이익잉여금	1,411	1,493	1,593	1,701
기타자본항목	-165	-153	-153	-153
비지배주주지분	-	6	7	8
자본총계	1,497	1,606	1,705	1,811

포괄손익계산서	(단위:십억원,%)			
	2016	2017	2018E	2019E
매출액	1,321	1,462	1,564	1,691
증가율(%)	17.0	10.7	7.0	8.1
매출원가	931	1,038	1,108	1,198
매출총이익	389	425	456	494
판매비와관리비	292	336	360	387
연구개발비	53	71	77	83
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	98	89	96	106
증가율(%)	13.9	-9.3	8.4	10.5
영업이익률(%)	7.4	6.1	6.1	6.3
이자수익	10	9	9	9
이자비용	5	5	5	5
지분법이익(손실)	65	46	54	56
기타영업외손익	33	13	9	9
세전계속사업이익	205	145	163	174
법인세비용	44	35	40	42
세전계속이익률(%)	15.5	9.9	10.4	10.3
당기순이익	161	110	123	132
순이익률(%)	12.2	7.5	7.9	7.8
지배주주귀속 순이익	161	109	122	131
기타포괄이익	-7	-4	-4	-4
총포괄이익	154	106	119	128
지배주주귀속총포괄이익	154	106	119	128

현금흐름표	(단위:십억원)			
	2016	2017	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	74	126	137	206
당기순이익	161	110	123	132
유형자산감가상각비	41	50	53	55
무형자산상각비	1	2	3	3
지분법관련손실(이익)	65	46	54	56
투자활동 현금흐름	-77	-42	-90	-122
유형자산의 처분(취득)	-80	-57	-50	-80
무형자산의 처분(취득)	-4	-3	-	-
금융상품의 증감	-35	2	-56	-57
재무활동 현금흐름	-	-	-	-
단기금융부채의증감	-9	-38	-	-
장기금융부채의증감	54	-25	-	-
자본의증감	-	3	3	-
배당금지급	-21	-21	-22	-23
현금및현금성자산의증감	23	12	-30	3
기초현금및현금성자산	222	245	257	226
기말현금및현금성자산	245	257	226	229

주요투자지표	(단위:십억원)			
	2016	2017	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	14,458	9,346	10,029	10,745
BPS	134,189	137,150	139,108	147,664
CFPS	18,307	13,821	14,573	15,441
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000
Valuation(배)				
PER	13.2	23.8	22.1	20.7
PBR	1.4	1.6	1.6	1.5
PCR	10.4	16.1	15.2	14.4
EV/EBITDA	13.4	16.9	15.9	14.8
Key Financial Ratio(%)				
ROE	11.3	7.0	7.4	7.5
EBITDA 이익률	10.7	9.6	9.7	9.7
부채비율	36.7	30.4	26.4	26.4
순부채비율	-19.4	-22.9	-19.8	-18.8
매출채권회전율(x)	5.5	5.4	5.2	5.2
재고자산회전율(x)	4.8	5.0	5.6	5.6

자료 : 유한양행, 하이투자증권 리서치센터

최근 2년간 투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이(유한양행)



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2017-06-07(담당자변경)	Buy	290,000	6개월	-19.9%	-16.4%
2017-07-05	Buy	310,000	1년	-28.6%	-19.5%
2017-10-10	Buy	260,000	1년	-18.3%	-10.0%
2018-03-21	Buy	290,000	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(매수): 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 2017-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	93.1 %	6.9 %	-