



하나금융그룹

2018년 4월 30일 | Equity Research

유한양행 (000100)

예상했던 실적, YH25448의 R&D 모멘텀을 기대해보자

1분기 예상한 대로

유한양행은 연결기준 1분기 매출액은 3,398억원(YoY, -3.2%), 영업이익은 253억원(YoY, -28.7%, OPM, 7.5%)을 기록 컨센서스 대비 매출액은 8.4%, 영업이익은 6.3%를 하회하는 실적을 발표하였다. 세전이익은 323억원(YoY, -17.6%), 당기순이익은 211억원(YoY, -28.6%)을 기록하였다. 지분법 투자손익이 전년대비 78억원이 감소된 42억원을 기록하였는데 이는 유한킴벌리로부터의 이익이 78억원 감액되었기 때문이다. 이것은 유한킴벌리가 1분기 대규모 명예퇴직 실시로 200억원 이상의 일회성 비용이 발생했기 때문으로 향후 이익 개선은 가능할 것으로 예상된다.

제품믹스 개선으로 원가율 감소

주요 도입품목과 제품의 매출증가로 처방약은 전년대비 9.3% 증가한 2,388억원을 기록하였으나, 원료의약품 수출이 전년대비 크게 감액된 400억원을 기록(YoY, -46.1%) 하면서 유한양행의 1분기 별도 매출액은 3,361억원으로 전년대비 약 3.8% 감소하였다. 원료의약품 수출 감소로 이익은 크게 훼손되었으나, 자체 개발한 개량신약들의 매출 비중이 증가하면서 매출원가율은 70.8%로 전년대비 원가율이 0.66%p 감소하여 향후 이익률 개선이 기대된다.

YH25448 비소세포폐암치료제 ASCO 포스터 발표 기대

4월 AACR 암학회에서 유한양행은 YH25448의 동물실험 데이터를 공개하였다. 포스터 내용에 따르면, YH25448은 마우스 모델에서 제 3세대 비소세포폐암치료제인 타그리소(성분명: Osimertinib) 대비 더욱 뛰어난 종양감소 효과를 확인할 수 있었으며, 특히 BBB(Blood Brain Barrier) 투과성이 높아 전이성 뇌종양도 크게 줄어드는 효과를 입증하였다. Wild type EGFR에 대한 반응성으로 인해 타그리소 투여 환자군에서 피부발진과 설사와 같은 부작용이 빈번하게 발생하는 것과는 달리 YH25448은 돌연변이 EGFR에 대한 높은 selectivity로 인해 타그리소 대비 피부독성이 현저히 감소되어 있음을 확인하였다. 6월 1~5일 진행되는 ASCO 학회에서 유한양행은 YH25448의 임상 1/2상 결과를 발표할 예정이다 (포스터 제목: YH25448, a 3rd generation EGFR-TKI, in patients with EGFR-TKI-resistant NSCLC: Phase I/II study results). 실제 환자들을 대상으로 실시된 임상에서도 동물실험 데이터와 비슷한 결과가 나올 수 있을지 기대되는 대목이다. 유한양행의 R&D 모멘텀을 기대해 본다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 280,000원 | CP(4월 27일): 236,000원

Key Data

	2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,492.40	
52주 최고/최저(원)	257,500/192,607	
시가총액(십억원)	2,881.4	
시가총액비중(%)	0.24	
발행주식수(천주)	12,209.4	
60일 평균 거래량(천주)	56.8	
60일 평균 거래대금(십억원)	13.1	
18년 배당금(예상, 원)	2,200	
18년 배당수익률(예상, %)	0.93	
외국인지분율(%)	23.96	
주요주주 지분율(%)		
유한재단 외 2 인	15.57	
국민연금	12.41	
주가상승률	1M 6M 12M	
절대	9.0 18.1 4.1	
상대	7.2 18.3 (7.7)	

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	1,584.6	1,684.9
영업이익(십억원)	101.2	117.1
순이익(십억원)	130.0	148.3
EPS(원)	10,411	11,744
BPS(원)	149,775	160,640

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	1,320.8	1,462.2	1,557.8	1,729.6	1,945.8
영업이익	십억원	97.8	88.7	87.2	102.1	117.2
세전이익	십억원	204.9	144.9	139.2	170.3	175.3
순이익	십억원	161.2	109.0	103.8	127.9	131.5
EPS	원	12,956	8,761	8,339	10,274	10,562
증감률	%	27.9	(32.4)	(4.8)	23.2	2.8
PER	배	14.75	25.00	28.30	22.97	22.34
PBR	배	1.43	1.56	1.60	1.52	1.44
EV/EBITDA	배	14.02	15.89	19.42	18.11	16.63
ROE	%	11.27	7.04	6.33	7.40	7.19
BPS	원	133,500	140,836	147,106	155,049	163,511
DPS	원	2,000	2,000	2,200	2,300	2,300



Analyst 선민정

02-3771-7785

rssun@hanafn.com

RA 박현우

02-3771-7606

auseing@hanafn.com

하나금융투자

표 1. 유한양행 1Q18 실적 리뷰(연결 기준)

(단위: 십억원, %)

	1Q18P	1Q17	YoY	Consen	%Variance
매출액	339.8	351.2	(3.2)	371.1	(8.4)
영업이익	25.3	35.5	(28.7)	27.0	(6.3)
세전이익	32.3	39.2	(17.6)	42.9	(24.8)
당기순이익	21.1	29.5	(28.6)	32.5	(35.2)
OPM %	7.5%	10.1%		7.3%	
NPM %	6.2%	8.4%		8.8%	

자료: 하나금융투자

표 2. 유한양행 실적 전망(연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	17	18F	19F
매출액	339.8	381.7	413.0	423.3	390.4	415.3	460.8	463.1	1,462.3	1,557.8	1,729.6
YoY	-3.2%	7.5%	9.0%	12.2%	14.9%	8.8%	11.6%	9.4%	10.7%	6.5%	11.0%
약품사업	270.4	279.3	307.8	321.3	303.6	302.9	342.0	351.1	1,068.2	1,178.8	1,299.5
YoY	8.8%	10.7%	9.9%	11.9%	12.3%	8.4%	11.1%	9.3%	12.2%	10.4%	10.2%
비처방약(OTC)	27.9	33.0	31.2	31.4	31.3	35.6	32.8	32.3	117.2	123.5	132.0
YoY	-1.2%	5.0%	7.0%	11.0%	12.0%	8.0%	5.0%	3.0%	9.6%	5.4%	6.9%
처방약(ETC)	238.8	242.9	273.6	285.7	267.5	262.3	303.7	314.3	941.1	1,040.9	1,147.7
YoY	9.3%	11.0%	10.0%	12.0%	12.0%	8.0%	11.0%	10.0%	12.5%	10.6%	10.3%
유한메디카(매출조정)	3.6	3.5	3.0	4.2	4.8	5.0	5.5	4.5	10.0	14.3	19.8
생활건강사업	24.9	34.5	36.6	30.1	27.3	38.0	40.3	33.1	116.1	126.1	138.7
YoY	0.2%	5.0%	10.0%	20.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	13.6%	8.7%	10.0%
해외사업(원료의약품)	41.4	63.3	65.6	68.5	55.5	69.9	75.5	75.5	265.8	238.8	276.4
YoY	-44.7%	-4.8%	5.2%	10.2%	34.1%	10.3%	15.2%	10.3%	5.2%	-10.2%	15.8%
수출	40.0	61.4	64.3	66.7	54.1	67.5	73.9	73.3	260.7	232.4	268.8
YoY	-46.1%	-5.0%	5.0%	10.0%	35.0%	10.0%	15.0%	10.0%	5.8%	-10.9%	15.7%
내수	1.3	2.0	1.3	1.8	1.5	2.3	1.6	2.1	5.0	6.4	7.6
YoY	90.9%	15.0%	18.0%	20.0%	10.0%	20.0%	25.0%	20.0%	-13.0%	27.8%	18.9%
기타(임대, 수탁 등)	3.1	4.5	3.0	3.5	4.0	4.5	3.0	3.5	12.1	14.1	15.0
매출총이익	101.5	116.4	115.6	117.7	117.1	130.8	133.6	125.0	424.6	451.3	506.6
YoY	-7.1%	6.2%	9.5%	17.6%	15.4%	12.4%	15.6%	6.3%	9.0%	6.3%	12.3%
CPM	29.9%	30.5%	28.0%	27.8%	30.0%	31.5%	29.0%	27.0%	29.0%	29.0%	29.3%
판매관리비	76.2	89.6	96.3	102.0	90.7	97.0	106.1	110.8	335.9	364.1	404.5
YoY	3.2%	0.8%	15.2%	13.8%	19.0%	8.3%	10.1%	8.6%	15.2%	8.4%	11.1%
판관비율	22.4%	23.5%	23.3%	24.1%	23.2%	23.4%	23.0%	23.9%	23.0%	23.4%	23.4%
경상연구개발비	15.2	20.2	23.1	23.3	19.5	21.6	24.4	25.5	71.4	81.9	91.0
YoY	-7.9%	32.3%	38.0%	1.8%	28.3%	6.7%	5.6%	9.4%	35.6%	14.6%	11.2%
기타판매관리비	61.0	69.4	73.2	78.7	71.1	75.4	81.6	85.3	264.5	282.2	313.5
YoY	6.4%	-5.7%	9.5%	18.0%	16.7%	8.7%	11.6%	8.4%	10.7%	6.7%	11.1%
영업이익	25.3	26.8	19.3	15.7	26.5	33.8	27.6	14.3	88.7	87.2	102.1
YoY	-28.7%	29.5%	-12.1%	49.6%	4.5%	26.0%	42.5%	-9.0%	-9.3%	-1.7%	17.1%
OPM	7.5%	7.0%	4.7%	3.7%	6.8%	8.1%	6.0%	3.1%	6.1%	5.6%	5.9%
당기순이익	21.1	30.0	26.4	26.9	22.0	39.0	37.3	30.2	109.8	104.4	128.6
YoY	-28.6%	-7.2%	-0.9%	25.9%	4.1%	30.3%	41.4%	12.4%	-31.9%	-4.9%	23.2%
NPM	6.2%	7.8%	6.4%	6.4%	5.6%	9.4%	8.1%	6.5%	0.0%	0.0%	0.0%

자료: 하나금융투자

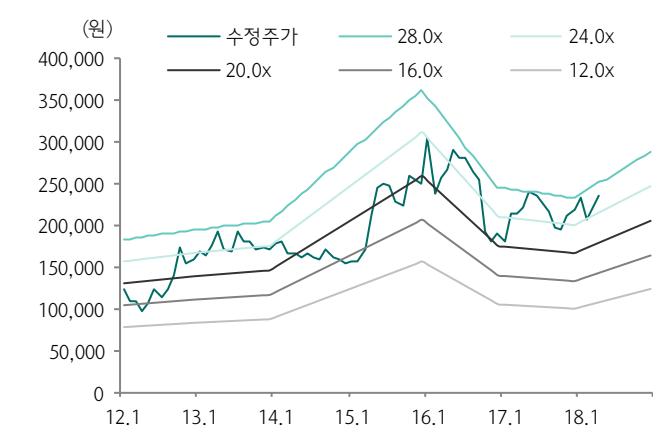
표 3. 유한양행 지분법이익 전망

(단위: 백만원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F	17	18F
유한킴벌리	11,476.0	10,405.0	10,810.0	8,763.0	3,723.0	7,803.8	8,648.0	7,886.7	41,454.0	28,061.5
유한크로락스	(214.0)	171.0	1,156.0	1,563.0	137.0	205.2	1,271.6	1,016.0	2,676.0	2,629.8
한국안센	1,156.0	1,562.0	1,532.0	939.0	2,125.0	1,796.3	1,838.4	1,220.7	5,189.0	6,980.4
유칼릭스	36.0	34.0	13.0	66.0	9.0	23.8	11.7	52.8	149.0	97.3
엠지	113.0	0.0	(1.0)	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0	113.0	0.0
기타	(585.0)	(598.0)	(535.0)	(1,400.0)	(1,764.0)	(700.0)	(700.0)	(600.0)	(3,118.0)	(3,764.0)
합계	11,982.0	11,574.0	12,975.0	9,932.0	4,230.0	9,129.1	11,069.7	9,576.2	46,463.0	34,004.9

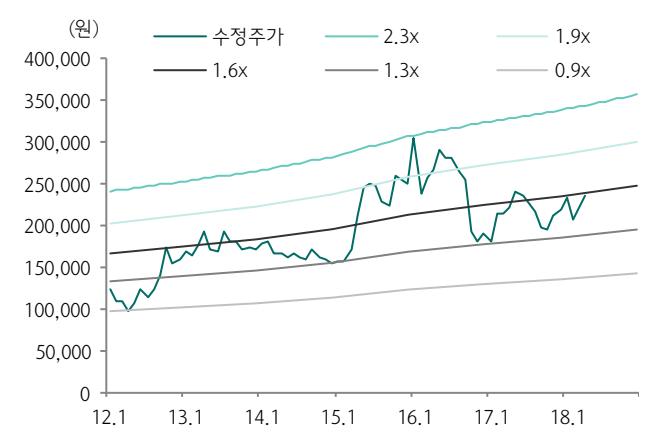
자료: 하나금융투자

그림 1. 유한양행 PER 배ند



자료: 하나금융투자

그림 2. 유한양행 PBR 배ند



자료: 하나금융투자

표 4. 유한양행 R&D 파이프라인

구분	적용종	과제명	단계			
			전임상	임상1상	임상2상	임상3상
개량신약	고혈압 복합	YH22162				
	고지열/당뇨 복합	YH14755				
	당뇨성 신경병증	YHD1119				
	고지열/고혈압 복합	YHP1604				
	고지열/고혈압 복합	YHP1701				
	임플란트주위염	YH26153				
	고지열/항열전	YH26136				
신약	변비, 수술 후 장폐색증	YH12852				
	항암제(표적 폐암)	YH25448				
	항암제(면역)	YH24931				
	당뇨, 비알콜성지방간	YH25724				
천연물 신약	치주염/관절염	YH23537				

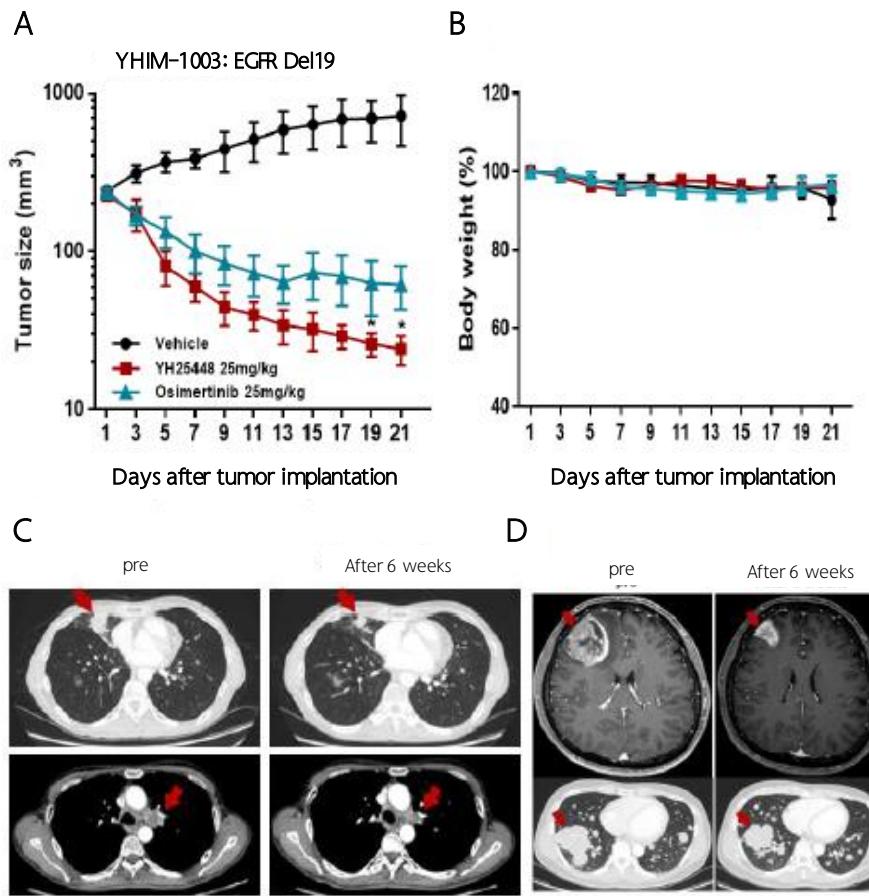
자료: 유한양행, 하나금융투자

표 5. 바이오벤처 투자현황

투자업체	취득시점	투자대금	지분율(%)	취득	상장여부	수익률(%) (2017/01/01 기준)
엔솔바이오사이언스	2011-03-23	45억원	15.5	파이프라인 확충	비상장	
테라젠이텍스	2012-12-14	200억원	9.2	사업영역 확대	KOSDAQ	253.3
유칼릭스	2013-11-20	27억원	40	사업영역 확대	비상장	
엠지	2014-03-25	102억원	38.5	수액제 사업영역 확대, 세계시장 진출 마련	비상장	
바이오니아	2015-09-22	100억원	8.7	파이프라인 확충	KOSDAQ	91.6
코스온	2015-11-05	150억원	3.9	사업영역 확대	KOSDAQ	24.6
제넥신	2015-12-03	200억원	3	파이프라인 확충	KOSDAQ	165.8
BSL	2015-12-11	20억원	N/A	사업영역 확대	비상장	
이뮨온시아	2016-03-02	120억원	51	해외 조인트벤처(JV)-면역항암제 개발 미국 소렌토사와 합작 투자	비상장	
파멥신	2016-04-08	30억원	2.4	파이프라인 확충	비상장	
Sorrento	2016-04-25	1000만불	2.8	파트너십 강화	나스닥 상장	27.6
Neolimmunetech	2016-07-28	300만불	11	파이프라인 확충	비상장, 미국	
Genosco	2016-08-19	420만불	3.2	파이프라인 확충	비상장, 미국	
씨앤씨	2016-11-28	25억원	35	사업영역 확대	비상장	
바이오포아	2017-03-08	20억원	6.1	사업영역 확대	비상장	
워랜텍	2017-03-29	20억원	35.1	사업영역 확대	비상장	
유한필리아	2017-04-18	70억원	N/A	사업영역 확대	비상장	

자료: 유한양행, 하나금융투자

그림 3. YH25448 AACR 포스터 발표 주요 내용



자료: 유한양행, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액		1,320.8	1,462.2	1,557.8	1,729.6	1,945.8
매출원가		931.4	1,037.6	1,106.6	1,223.0	1,362.0
매출총이익		389.4	424.6	451.2	506.6	583.8
판관비		291.6	335.9	364.1	404.5	466.5
영업이익		97.8	88.7	87.2	102.1	117.2
금융순익		9.2	(3.4)	9.7	12.8	11.9
종속/관계기업순익		65.1	46.5	34.0	34.7	40.0
기타영업외순익		32.7	13.2	8.3	20.7	6.2
세전이익		204.9	144.9	139.2	170.3	175.3
법인세		43.6	35.3	34.8	41.7	43.2
계속사업이익		161.2	109.6	104.4	128.6	132.2
중단사업이익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익		161.2	109.6	104.4	128.6	132.2
비자매주주지분 순이익		0.0	0.6	0.6	0.7	0.7
지배주주순이익		161.2	109.0	103.8	127.9	131.5
지배주주지분포괄이익		154.3	105.1	99.8	123.9	131.4
NOPAT		77.0	67.1	65.4	77.1	88.3
EBITDA		140.7	140.9	128.6	135.5	146.2
성장성(%)						
매출액증가율		17.0	10.7	6.5	11.0	12.5
NOPAT증가율		19.8	(12.9)	(2.5)	17.9	14.5
EBITDA증가율		20.4	0.1	(8.7)	5.4	7.9
영업이익증가율		14.0	(9.3)	(1.7)	17.1	14.8
(지배주주)순이익증가율		27.9	(32.4)	(4.8)	23.2	2.8
EPS증가율		27.9	(32.4)	(4.8)	23.2	2.8
수익성(%)						
매출총이익률		29.5	29.0	29.0	29.3	30.0
EBITDA이익률		10.7	9.6	8.3	7.8	7.5
영업이익률		7.4	6.1	5.6	5.9	6.0
계속사업이익률		12.2	7.5	6.7	7.4	6.8

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	12,956	8,761	8,339	10,274	10,562
BPS	133,500	140,836	147,106	155,049	163,511
CFPS	13,396	12,508	9,261	10,647	10,987
EBITDAPS	11,306	11,322	10,334	10,886	11,747
SPS	106,126	117,492	125,172	138,976	156,344
DPS	2,000	2,000	2,200	2,300	2,300
주가지표(배)					
PER	14.8	25.0	28.3	23.0	22.3
PBR	1.4	1.6	1.6	1.5	1.4
PCFR	14.3	17.5	25.5	22.2	21.5
EV/EBITDA	14.0	15.9	19.4	18.1	16.6
PSR	1.8	1.9	1.9	1.7	1.5
재무비율(%)					
ROE	11.3	7.0	6.3	7.4	7.2
ROA	8.2	5.3	4.8	5.7	5.5
ROIC	12.7	9.6	9.1	10.9	12.2
부채비율	36.7	30.4	30.1	29.4	29.8
순부채비율	(19.4)	(22.9)	(26.0)	(27.1)	(26.8)
이자보상배율(배)	18.3	19.2	20.0	25.1	33.3

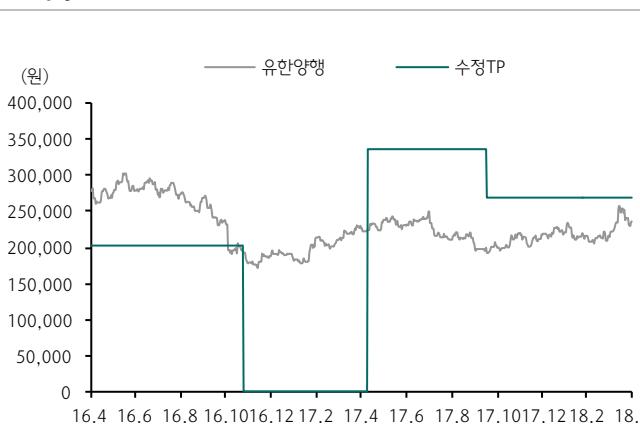
자료: 하나금융투자

대차대조표		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산		1,048.3	1,069.5	1,174.5	1,263.4	1,361.0
금융자산		486.7	501.6	569.4	591.6	605.3
현금성자산		244.9	256.6	308.4	301.8	279.3
매출채권 등		248.6	293.3	312.5	346.9	390.3
재고자산		310.6	271.2	288.9	320.8	360.9
기타유동자산		2.4	3.4	3.7	4.1	4.5
비유동자산		997.6	1,025.2	1,017.6	1,045.0	1,092.6
투자자산		523.4	518.0	551.8	612.7	689.2
금융자산		146.7	145.4	154.9	172.0	193.5
유형자산		333.9	355.4	315.9	284.4	257.0
무형자산		15.9	25.7	23.8	22.0	20.3
기타비유동자산		124.4	126.1	126.1	125.9	126.1
자산총계		2,045.9	2,094.7	2,192.0	2,308.4	2,453.6
유동부채		324.4	276.3	298.7	314.2	339.1
금융부채		56.4	18.5	25.5	13.2	3.2
매입채무 등		203.9	173.0	184.4	204.7	230.3
기타유동부채		64.1	84.8	88.8	96.3	105.6
비유동부채		225.0	212.0	208.4	209.7	224.0
금융부채		140.3	115.3	105.3	95.3	95.3
기타비유동부채		84.7	96.7	103.1	114.4	128.7
부채총계		549.4	488.3	507.1	523.9	563.1
지배주주지분		1,496.6	1,600.0	1,678.0	1,776.9	1,882.1
자본금		56.9	59.5	59.5	59.5	59.5
자본잉여금		115.8	117.7	117.7	117.7	117.7
자본조정		(164.9)	(152.8)	(152.8)	(152.8)	(152.8)
기타포괄이익누계액		77.6	82.3	78.3	74.3	74.3
이익잉여금		1,411.2	1,493.3	1,575.3	1,678.2	1,783.5
비자매주주지분		0.0	6.3	6.9	7.6	8.4
자본총계		1,496.6	1,606.3	1,684.9	1,784.5	1,890.5
순금융부채		(290.1)	(367.8)	(438.6)	(483.1)	(506.8)

현금흐름표		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름		74.1	126.1	121.4	121.3	117.9
당기순이익		161.2	109.6	104.4	128.6	132.2
조정		21.7	61.9	32.4	20.3	20.5
감가상각비		42.9	52.2	41.5	33.4	29.0
외환거래손익		(3.1)	4.8	(9.0)	(13.0)	(8.5)
지분법손익		(88.9)	(48.1)	0.0	0.0	0.0
기타		70.8	53.0	(0.1)	(0.1)	0.0
영업활동 자산부채 변동		(108.8)	(45.4)	(15.4)	(27.6)	(34.8)
투자활동 현금흐름		(77.1)	(42.2)	(129.9)	(170.6)	(199.3)
투자자산감소(증가)		(49.3)	12.9	(34.9)	(61.9)	(76.6)
유형자산감소(증가)		(80.0)	(56.6)	(85.0)	(90.0)	(95.0)
기타		52.2	1.5	(10.0)	(18.7)	(27.7)
재무활동 현금흐름		23.3	(68.2)	(24.7)	(47.3)	(36.1)
금융부채증가(감소)		45.0	(62.8)	(3.0)	(22.3)	(10.0)
자본증가(감소)		0.0	4.5	0.0	0.0	0.0
기타재무활동		(1.2)	10.8	0.0	0.0	0.0
배당지급		(20.5)	(20.7)	(21.7)	(25.0)	(26.1)
현금의 증감		23.0	11.8	51.8	(6.6)	(22.5)
Unlevered CFO		166.7	155.7	115.3	132.5	136.7
Free Cash Flow		(5.9)	69.4	36.4	31.3	22.9

투자의견 변동 내역 및 목표주가 평균

유한양행



날짜	투자의견	목표주가	평균		최고/최저
			평균	최고/최저	
17.10.16	BUY	268,308			
17.5.8	BUY	335,385	-32.88%	-25.57%	
16.11.21	Analyst Change	0	-	-	
16.5.1	1년 경과		30.44%	49.55%	
15.4.30	BUY	201,926	23.40%	52.50%	

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.6%	7.8%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2018년 4월 30일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 04월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2018년 04월 30일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.