

2018. 4. 30



▲ 제약/바이오

Analyst **이태영**
02. 6098-6658
taeyoung.lee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **280,000 원**

현재주가 (4.27) **236,000 원**

상승여력 **18.6%**

KOSPI 2,492.40pt

시가총액 28,814억원

발행주식수 1,221만주

유동주식비율 67.97%

외국인비중 23.93%

52주 최고/최저가 257,500원/192,607원

평균거래대금 131.0억원

주요주주(%)

유한재단 외 2 인 15.57

국민연금 12.41

유한학원 7.63

주가상승률(%)

1개월 6개월 12개월

절대주가 9.0 18.1 4.1

상대주가 7.2 18.3 -7.7

주가그래프



유한양행 000100

1Q18 Review: API 실적 둔화 만회

- ✓ 1Q18 매출액 3,398억원, 영업이익 253억원 기록
- ✓ 개량신약 판매 호조로 처방 의약품 매출액 증가 하였으나, API 매출 큰 폭 하락
- ✓ 관계기업인 유한킴벌리 명예퇴직 실시하여 일회성 비용 발생
- ✓ 향후 신규 도입제품 추가, 원료의약품 매출액 개선, 신약개발 성과 도출 기대
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 280,000 원 유지

1Q18 매출액 3,398억원, 영업이익 253억원 기록

1Q18 매출액 3,398억원(-3.2% YoY), 영업이익 253억원(-28.7% YoY)을 기록했다. 개량신약 판매 호조로 처방 의약품 매출액 2,388억원(+9.3% YoY)을 도출했다. 그러나 고객사의 제품 판매 저조에 따른 해외 사업부 매출액(400억원, -46.1% YoY)감소 폭이 컸다. 당기순이익은 211억원(-28.5% YoY)을 기록하며 전년 대비 84억원 감소했다. 관계기업인 유한킴벌리가 1분기 대규모 명예퇴직을 실시함에 따라 250억원 이상의 일회성 비용이 발생했기 때문이다.

국내 시장, 수출 그리고 신약개발 성과 기대

1분기 다소 부진하였으나, 향후 국내 시장, 수출, 신약개발 등 전 사업 부문에서의 환경 개선이 기대된다. 국내 의약품 시장의 경우 신규 도입제품 매출 본격화에 따른 외형 성장이 예상된다. 뿐만 아니라 개량 신약의 꾸준한 성장세 역시 지속될 전망이다. 신약 API 수출의 경우 신규 품목에 대한 수주가 예정되어 있어 장기적으로 하락폭을 줄여가겠다. 또한 오스코텍과 공동개발 중인 YH25448의 미국임상종양학회(ASCO) 발표가 6월로 예정되어 있어 연구개발 측면의 성과 도출도 기대된다.

투자 의견 Buy, 적정주가 280,000 원 유지

작년 원료의약품 호조에 따른 기고효과로 성장세가 다소 둔화되었으나, 하반기로 갈수록 전 사업영역에서의 개선이 기대된다. 동사에 대한 투자 의견 Buy 와 적정주가 280,000 원을 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	1,320.8	97.8	161.3	13,168	28.0	120,248	14.5	1.6	14.0	11.3	36.7
2017	1,462.3	88.7	109.0	8,892	-32.1	128,558	24.6	1.7	15.9	7.0	30.4
2018E	1,529.5	102.8	102.6	8,365	-7.2	135,632	28.2	1.7	15.3	6.2	30.3
2019E	1,671.9	114.5	117.0	9,548	14.1	143,210	24.7	1.6	13.4	6.7	30.9
2020E	1,816.1	140.4	139.3	11,370	19.1	152,575	20.8	1.5	11.2	7.6	30.7

표1 유한양행 1Q18 실적 Review

(십억원)	1Q18P	1Q17	(% YoY)	4Q17	(% QoQ)	컨센서스	(% diff)	당사예상치	(% diff)
매출액	339.8	351.2	-3.2	377.3	-9.9	371.1	-8.4	368.6	-7.8
영업이익	25.3	35.5	-28.7	10.5	141.8	27	-6.2	25.7	-1.4
세전이익	32.3	39.2	-17.6	25.5	26.5	42.9	-24.8	40.1	-19.5
순이익	21.1	29.5	-28.7	21.4	-1.3	32.5	-35.1	29.8	-29.3
영업이익률(%)	7.5	10.1		2.8		7.3		7.0	
순이익률(%)	6.2	8.4		5.7		8.8		8.1	

자료: 유한양행, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q18P	2Q18E	3Q18E	4Q18E	'18E	'19E	'20E
매출액	339.8	380.5	408.4	400.8	1,529.5	1,671.9	1,816.1
성장률 (% YoY)	(3.2)	7.2	7.8	6.2	4.6	9.3	8.6
약품사업	270.4	289.8	310.3	308.7	1,179.2	1,289.3	1,395.1
생활건강사업	24.9	37.2	39.0	26.7	127.7	137.1	143.3
해외사업	41.4	50.1	55.4	62.1	209.0	229.8	261.3
기타	3.1	3.5	3.7	3.3	13.6	15.6	16.5
매출원가	238.3	267.1	293.1	287.0	1,085.5	1,204.4	1,310.4
매출원가율 (%)	70.1	70.2	71.8	71.6	71.0	72.0	72.2
영업이익	25.3	20.3	28.7	28.5	102.8	114.5	140.4
영업이익률 (%)	7.5	5.3	7.0	7.1	6.7	6.8	7.7

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율(%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	1,566.4	1,727.0	1,529.5	1,671.9	-2.4	-3.2
영업이익	114.7	127.0	102.8	114.5	-10.4	-9.9
지배주주순이익	131.9	145.1	102.6	117.0	-22.2	-19.3

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

유한양행 (000100)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,320.8	1,462.3	1,529.5	1,671.9	1,816.1
매출액증가율 (%)	17.0	10.7	4.6	9.3	8.6
매출원가	931.4	1,037.6	1,085.5	1,204.4	1,310.4
매출총이익	389.4	424.6	444.0	467.4	505.8
판매관리비	291.7	335.9	341.2	353.0	365.4
영업이익	97.8	88.7	102.8	114.5	140.4
영업이익률	7.4	6.1	6.7	6.8	7.7
금융손익	9.2	-3.4	6.5	6.2	6.8
중속/관계기업손익	65.2	46.5	31.7	38.7	42.6
기타영업외손익	32.8	13.2	0.6	0.1	-0.4
세전계속사업이익	204.9	144.9	141.6	159.4	189.3
법인세비용	43.6	35.3	39.9	43.4	51.2
당기순이익	161.3	109.6	101.7	116.1	138.1
지배주주지분 순이익	161.3	109.0	102.6	117.0	139.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	74.1	126.1	138.3	187.1	227.8
당기순이익(손실)	161.3	109.6	101.7	116.1	138.1
유형자산상각비	41.5	50.0	63.6	75.6	84.4
무형자산상각비	1.4	2.2	2.7	2.4	2.4
운전자본의 증감	-108.8	-45.4	-29.8	-7.0	2.9
투자활동 현금흐름	-77.1	-42.2	-145.0	-194.3	-205.7
유형자산의증가(CAPEX)	-80.1	-56.8	-102.0	-120.0	-124.0
투자자산의감소(증가)	-49.3	12.9	-35.9	-40.1	-43.4
재무활동 현금흐름	23.3	-68.2	-19.8	-31.9	-40.7
차입금의 증감	45.0	-62.8	2.0	-9.2	-18.0
자본의 증가	0.0	4.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	23.1	11.8	-26.4	-39.2	-18.7
기초현금	221.8	244.9	256.6	230.2	191.0
기말현금	244.9	256.6	230.2	191.0	172.3

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,048.3	1,069.5	1,109.3	1,160.9	1,223.5
현금및현금성자산	244.9	256.6	230.2	191.0	172.3
매출채권	235.6	283.7	302.5	329.9	355.5
재고자산	310.7	271.2	302.5	329.9	349.3
비유동자산	997.6	1,025.2	1,096.7	1,178.8	1,263.4
유형자산	334.0	355.4	393.8	438.2	477.8
무형자산	15.9	25.7	23.0	20.7	22.3
투자자산	523.4	518.0	553.8	593.9	637.2
자산총계	2,045.9	2,094.7	2,206.0	2,339.7	2,486.8
유동부채	324.4	276.3	296.4	328.3	366.5
매입채무	142.1	97.8	104.0	117.6	131.4
단기차입금	51.1	3.2	7.2	0.0	0.0
유동성장기부채	5.3	15.3	15.3	18.3	20.3
비유동부채	225.0	212.0	216.1	224.6	218.2
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	140.3	115.3	113.3	108.3	88.3
부채총계	549.4	488.4	512.5	552.9	584.6
자본금	56.9	59.5	59.5	59.5	59.5
자본잉여금	115.8	117.7	117.7	117.7	117.7
기타포괄이익누계액	77.6	82.3	90.5	90.5	90.5
이익잉여금	1,411.2	1,493.3	1,573.2	1,667.5	1,784.0
비지배주주지분	0.0	6.4	5.5	4.5	3.3
자본총계	1,496.6	1,606.3	1,693.5	1,786.8	1,902.2

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	108,179	119,765	125,273	136,933	148,748
EPS(지배주주)	13,168	8,892	8,365	9,548	11,370
CFPS	13,655	12,750	16,529	18,941	22,058
EBITDAPS	11,525	11,541	13,854	15,763	18,603
BPS	120,248	128,558	135,632	143,210	152,575
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
배당수익률(%)	1.0	0.9	0.8	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	14.5	24.6	28.2	24.7	20.8
PCR	14.0	17.2	14.3	12.5	10.7
PSR	1.8	1.8	1.9	1.7	1.6
PBR	1.6	1.7	1.7	1.6	1.5
EBITDA	140.7	140.9	169.2	192.5	227.1
EV/EBITDA	14.0	15.9	15.3	13.4	11.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	11.3	7.0	6.2	6.7	7.6
EBITDA 이익률	10.7	9.6	11.1	11.5	12.5
부채비율	36.7	30.4	30.3	30.9	30.7
금융비용부담률	0.4	0.3	0.3	0.2	0.2
이자보상배율(x)	18.3	19.2	26.1	30.5	41.8
매출채권회전율(x)	5.9	5.6	5.2	5.3	5.3
재고자산회전율(x)	4.8	5.0	5.3	5.3	5.3

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 4월 30일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 4월 30일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 4월 30일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:이태영)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
종가대비 4등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.0%
중립	4.0%
매도	0.0%

2018년 3월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

유한양행 (000100) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.01.13		1년 경과		담당자 변경	-33.5	-26.9	
2017.03.22	산업분석	Buy	284,000	이태영	-19.7	-15.3	
2017.04.24	산업브리프	Buy	310,000	이태영	-21.7	-18.2	
2017.07.20	산업브리프	Buy	310,000	이태영	-25.7	-16.0	
2017.11.28	산업분석	Buy	280,000	이태영	-17.7	-4.0	
2018.04.30	기업브리프	Buy	280,000	이태영	-	-	