



2018년 9월 14일 | Equity Research

# 유한양행 (000100)

## 레이저티닙(YH25448)도 WCLC에서 발표합니다.

### ASCO에서 확인된 레이저티닙(YH25448)의 가치

9월 23일~26일 개최되는 WCLC(세계폐암학회)에서 유한양행은 9월 26일(현지 시간 기준) 비소세포암치료제 레이저티닙(Lazertinib, YH25448)의 임상 1/2상 결과를 발표할 예정이다. 지난 6월 ASCO 학회 이후 추가 확보된 데이터로 ASCO 대비 더 향상된 ORR(Objective Response Rate, 객관적 반응률) 결과를 초록발표를 통해 공개하였다. 115명 환자를 대상으로 했을 때 ORR은 지난 ASCO에서의 64% 대비 더 증가한 65%를 보였으며, 이중 93명의 T790M 돌연변이 환자만의 ORR은 ASCO 67%에서 증가한 69%의 반응률을 보였다. 경쟁약품인 타그리스의 경우 임상 1/2상에서 51%에 불과하였으며, 최적 투여용량으로 투여된 임상 3상에서의 반응률이 71%인 점을 감안하면 이번 WCLC에서의 임상 1/2상 결과는 매우 고무적이라고 볼 수 있다.

### 임상 2상 결과는 더 좋아질 것으로 기대

임상 1/2상에서는 최적 투여용량을 결정해야 하기 때문에 이번 임상에서는 20mg에서 최대 320mg까지 용량을 단계적으로 증량하는 dose escalation 방식으로 투여하였다. 최적 투여용량이 투약된 것이 아니기 때문에 반응률은 일반적으로 용량이 결정된 임상보다도 낮다. ASCO에서 레이저티닙은 240mg에서 반응률이 86%로 가장 높았다. 임상 2상은 240mg의 용량으로 투여되고 있으므로 향후 임상 2상에서의 ORR은 더욱 향상될 수 있을 것으로 기대하고 있다.

### 가장 안정적인 방어주

유한양행은 2017년도 2분기부터 올해 1분기까지 1년 내내 어닝쇼크 실적을 보여주면서 시장에서 1년 동안 외면받아 왔다. 2분기 비록 연결기준으로 보면 영업이익이 20% 가량 감소되었으나, 별도 기준으로 보면 전년대비 약 23% 증가하였다. 금액 사유가 100% 자회사인 유한화학의 감가상각비 증가에 의한 영업이익 적자 때문으로 3분기부터 유한화학이 흑자전환 할 것으로 기대됨에 따라 3분기부터 실적도 턴어라운드 할 수 있을 것으로 보여진다. 따라서 실적만 크게 깨지지 않는다면 주가 하방은 매우 견고하며, 하반기 레이저티닙의 임상결과 및 라이선싱 아웃에 대한 기대감으로 유한양행의 주가 우상향은 지속될 수 있을 것으로 전망된다.

Update

**BUY**

| TP(12M): 310,000원 | CP(9월 13일): 240,000원

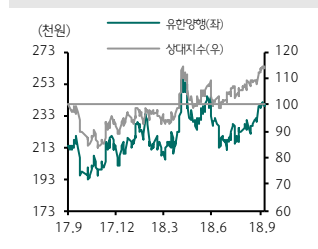
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,286.23
52주 최고/최저(원)	257,500/192,607
시가총액(십억원)	2,930.2
시가총액비중(%)	0.24
발행주식수(천주)	12,209.4
60일 평균 거래량(천주)	25.0
60일 평균 거래대금(십억원)	5.6
18년 배당금(예상, 원)	1,911
18년 배당수익률(예상, %)	0.80
외국인지분율(%)	24.07
주요주주 지분율(%)	
유한재단 외 2인	15.57
국민연금	12.37
주가상승률	1M 6M 12M
절대	6.9 11.1 12.8
상대	5.1 21.2 16.5

#### Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	1,560.0	1,674.6
영업이익(십억원)	103.5	116.1
순이익(십억원)	123.2	139.7
EPS(원)	9,867	11,142
BPS(원)	149,368	159,595

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	1,320.8	1,462.2	1,554.9	1,728.2	1,944.3
영업이익	십억원	97.8	88.7	90.3	102.4	117.1
세전이익	십억원	204.9	144.9	142.4	170.8	175.5
순이익	십억원	161.2	109.0	106.2	128.2	131.5
EPS	원	12,956	8,761	8,535	10,305	10,569
증감률	%	27.9	(32.4)	(2.6)	20.7	2.6
PER	배	14.75	25.00	28.12	23.29	22.71
PBR	배	1.43	1.56	1.63	1.54	1.46
EV/EBITDA	배	14.02	15.89	19.34	18.42	16.93
ROE	%	11.27	7.04	6.48	7.41	7.16
BPS	원	133,500	140,836	147,302	155,539	164,362
DPS	원	1,827	1,911	1,911	1,911	1,911



Analyst 선민정  
02-3771-7785  
rssun@hanafn.com

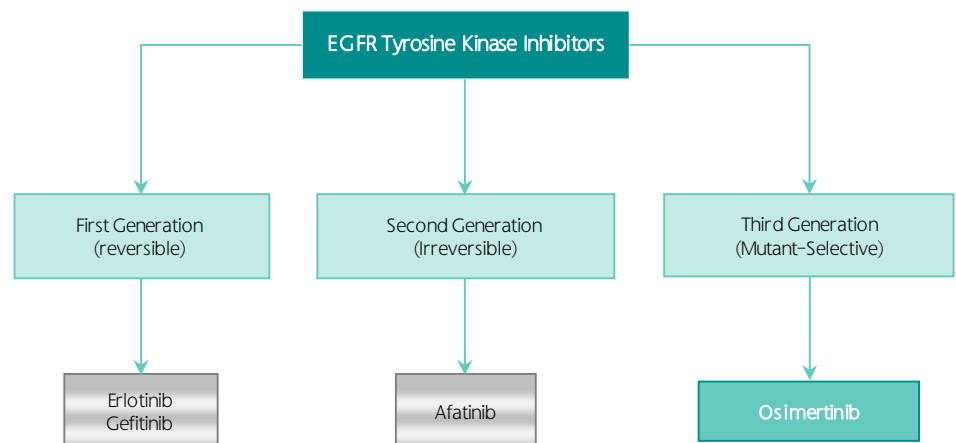
RA 박현옥  
02-3771-7606  
auseing@hanafn.com

## 레이저티닙(YH25448) 비소세포폐암 치료제

레이저티닙의 Best-in-class로의  
잠재가능성

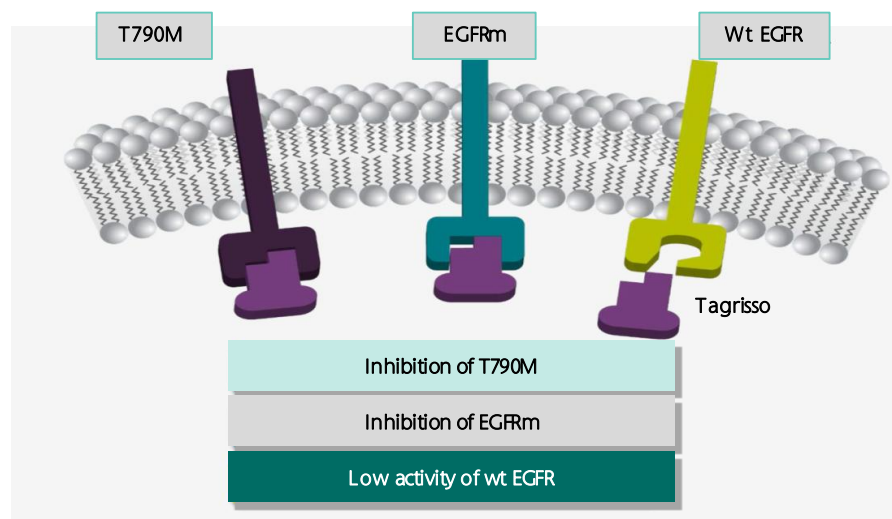
유한양행의 레이저티닙(Lazertinib, YH25448)은 2015년 오스코텍으로부터 10억원의 계약금을 지불하고 기술이전된 물질이다. EGFR T790M 돌연변이를 타겟으로 개발된 물질로 2017년 기준 9억5500만달러의 매출을 기록하고 있는 아스트라제네카의 타그리소(Tagrisso, 성분명: Osimertinib)와 같은 타겟이라 할 수 있다. 타그리소와 마찬가지로 3세대 비소세포폐암치료제로 개발될 수 있다. 타그리소 대비 효능이 우수하고 부작용이 크게 감소한다면, Best-in-class로의 성공을 기대할 수 있다.

그림 1. EGFR tyrosine kinase 저해제 세대별 의약품



자료: 산업자료, 하나금융투자

그림 2. EGFR 돌연변이에 대한 타그리소의 특성



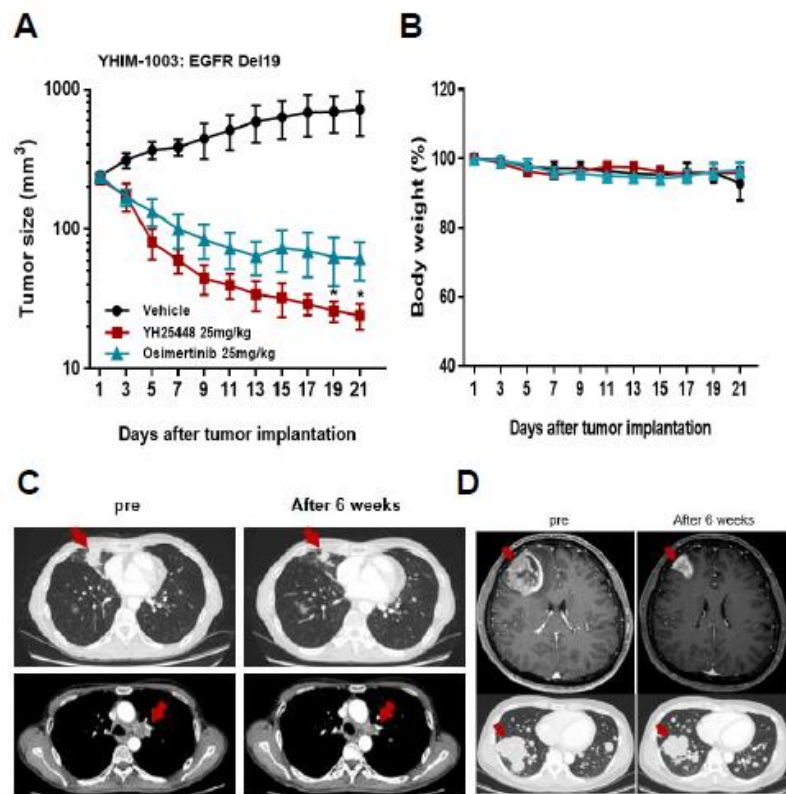
자료: 산업자료, 하나금융투자

# WCLC 발표 결과 ASCO 대비 ORR 향상

4월에 개최된 AACR 포스터 발표와 6월 발표된 ASCO 임상 1/2상 중간결과 발표, 그리고 이번 WCLC에서의 초록 내용을 고려할 때, 기존 타그리소 대비 우수한 효능과 부작용 감소 부분이 확인되었다.

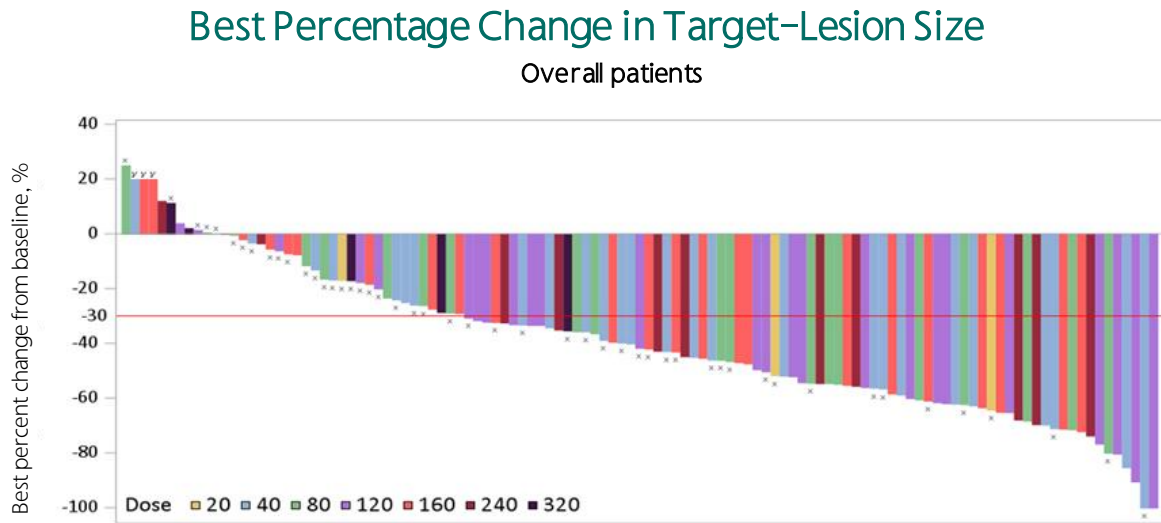
이번 WCLC에서 발표된 초록에 따르면, 115명 환자를 대상으로 했을 때 ORR은 지난 ASCO에서의 64% 대비 더 증가한 65%를 보였으며, 이중 93명의 T790M 돌연변이 환자만의 ORR은 ASCO 67%에서 증가한 69%의 반응률을 보였다. 경쟁약물인 타그리소의 경우 임상 1/2상에서 51%에 불과하였으며, 또한 최적의 투여용량으로 투여된 임상 3상에서의 반응률이 71%인 점을 감안하면 이번 WCLC에서의 임상 1/2상 결과는 매우 고무적이라고 볼 수 있다.

그림 3. YH25448 AACR 포스터 발표 주요 내용



자료: 유한양행, 하나금융투자

그림 4. ASCO에서 레이저티닙 반응정도



자료: 유한양행, 하나금융투자

표 1. WCLC 발표 내용 T790M 돌연변이 환자에서의 레이저티닙 반응률

(단위: 명)

	20mg	40mg	80mg	120mg	160mg	240mg
Evaluable patients <sup>1</sup> , n	2	25	18	22	18	8
ORR, n(%)	2(100%)	17(68%)	11(61%)	17(77%)	11(61%)	6(75%)

주<sup>1</sup>) Patients were deemed evaluable for response if they underwent a post-baseline radiological assessment (RECIST 1.1) or were discontinued prior to the post-baseline assessment.

자료: 유한양행, 하나금융투자

표 2. 레이저티닙의 주요 부작용

	ASCO	WCLC
가려움증	12%	19%
식욕감퇴	11%	17%
발진	11%	14%
변비	10%	12%
Grade 3 이상 부작용	5%	저나트륨혈증 2% 메스꺼움 2% 폐렴 2%

자료: 유한양행, 하나금융투자

표 3. 타그리소 및 기존 1세대 비소세포폐암치료제 (타세바, 이레사) 부작용 비교

이상반응	타그리소 (N=279)		EGFR TKI comparator(이레사 또는 타세바) (N=277)	
	전체 이상반응 (%)	3등급 이상 (%)	전체 이상반응 (%)	3등급 이상 (%)
<b>위장 장애</b>				
설사	58	2.2	57	2.5
구내염	29	0.7	20	0.4
메스꺼움	14	0	19	0
변비	15	0	13	0
구토	11	0	11	1.4
<b>피부 이상</b>				
발진	58	1.1	78	6.9
피부 건조증	36	0.4	36	1.1
손톱 독성	35	0.4	33	0.7
가려움증	17	0.4	17	0
<b>신진 대사 및 영양 장애</b>				
식욕 감퇴	20	2.5	19	1.8
<b>호흡기, 흉부 및 종격동 이상</b>				
기침	17	0	15	0.4
호흡 곤란	13	0.4	7	1.4
신경 이상				
두통	12	0.4	7	0
심장 이상				
긴 QT 증후군	10	2.2	4	0.7
<b>투여부위 부작용</b>				
피로	21	1.4	15	1.4
발열	10	0	4	0.4
<b>감염증</b>				
상기도감염	10	0	7	0

자료: 산업자료, 하나금융투자

## 레이저티닙의 rNPV

레이저티닙의 rNPV는 아래와 같은 가정하에 산정되었다.

- 2017년 미국에서 폐암 신규환자 수는 222,500명으로 매년 약 3%씩 증가한다고 가정하였다.
- 폐암 환자 중 비소세포폐암 환자의 비율은 85%, 이중 EGFR 유전자 변이 환자 비율은 20%로 알려져 있다.
- YH25448 적용 대상 환자수는 폐암 신규환자 X 비소세포폐암환자 비율(85%) X EGFR 유전자 변이 환자 비율(20%)로 계산되었다.
- 최근 허가를 받은 아스트라제네카의 타그리소의 연간 치료비가 평균 \$150,000 달러인 점을 고려해서 최대 시장규모는 신규환자수 X 연간치료비의 합으로 계산하였다.
- 최대 시장점유율은 30%로 가정하였다.
- 성공확률은 항암제 임상 2상의 LOA인 19.1%를 적용하였다.(출처 Nature Drug Discovery, 2014)
- 글로벌 제약사로 라이선싱 아웃 되었을 때 딜 사이즈는 약 3억 달러로 가정하였으며 계약금은 10% 수준인 3,000만 달러로 가정하였다.
- 로열티는 일반적인 계약의 특성 상 약 13%로 가정하였다.
- 마일스톤 수취에 대해서는 알려진 바가 없기에 각각의 단계별로 균등배분하여 산정하였다.
- 연내 임상 2상 환자의 투약이 종료될 예정으로 일정 상 최종 시판 승인은 2022년으로 가정하였다.
- 유한양행과 오스코텍의 수익 배분 비율은 6:4로 가정하였다.
- Terminal Value는 지속성장률 -5%로 가정하여 산정되었다.

표 4. YH25448의 rNPV

(단위: 십억원, %)

	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30
폐암 치료제														
폐암 신규환자 수	222,500	229,175	236,050	243,132	250,426	257,938	265,677	273,647	281,856	290,312	299,021	307,992	317,232	326,749
신규환자 발생률 3%로 가정	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
NSCLC 중 EGFR 변이 환자	37,825	38,960	40,129	41,332	42,572	43,850	45,165	46,520	47,916	49,353	50,834	52,359	53,929	55,547
YH25448 개발단계	2상 완료 3상 개시 3상 완료 NDA 신청 승인 시판													
시장 점유율						2%	5%	10%	15%	18%	20%	23%	27%	30%
YH25448 예상매출액(백만달러)						175	452	930	1,437	1,777	2,033	2,408	2,912	3,333
계약금 및 마일스톤 수익(백만달러)	3억 달러로 가정		30		50	100		40			40			40
로열티 13%로 가정						22.8	58.7	121.0	186.9	231.0	264.3	313.1	378.6	433.3
원회환산수익(십억원) 1,100원 가정			33.0	0.0	55.0	135.1	64.6	177.0	205.6	254.1	334.8	344.4	416.4	520.6
세후이익(십억원) 법인세율 20% 가정			26.4	0.0	44.0	108.1	51.7	141.6	164.4	203.3	267.8	275.5	333.2	416.5
할인율 10%		1.0	0.91	0.83	0.75	0.68	0.62	0.56	0.51	0.47	0.42	0.39	0.35	0.32
현재 가치 환산(십억원)			24.0	0.0	33.1	73.8	32.1	80.0	84.4	94.8	113.6	106.2	116.8	132.7
NPV	1,732													
Terminal Value -5%	840													
적정가치 19.1%	331													
유한양행의 수익배분 비율 60%	198.5													
발행주식(1000주)	12,209													
주당 적정가치	16,256													

자료: 하나금융투자

## 유한양행 실적

2018년도 예상 매출액 1조5,549억원,  
영업이익 903억원 전망

2018년 유한양행의 매출액은 전년대비 약 6.3% 증가한 1조 5,549억원, 영업이익은 약 1.8% 감소한 903억원을 기록할 것으로 전망된다. 3분기부터 유한화학이 흑자전환 할 것으로 기대됨에 따라 3분기부터 실적은 턴어라운드할 수 있을 것으로 보여진다. 따라서 실적만 크게 깨지지 않는다면 주가 하방은 매우 견고할 것으로 기대된다.

표 5. 유한양행 실적 전망(연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	17	18F	19F
<b>매출액</b>	<b>339.8</b>	<b>386.2</b>	<b>412.0</b>	<b>416.9</b>	<b>390.4</b>	<b>421.8</b>	<b>459.8</b>	<b>456.1</b>	<b>1,462.3</b>	<b>1,554.9</b>	<b>1,728.2</b>
YoY	-3.2%	8.8%	8.8%	10.5%	14.9%	9.2%	11.6%	9.4%	10.7%	6.3%	11.1%
<b>약품사업</b>	<b>270.4</b>	<b>283.1</b>	<b>306.9</b>	<b>316.0</b>	<b>303.6</b>	<b>307.7</b>	<b>341.0</b>	<b>345.4</b>	<b>1,068.2</b>	<b>1,176.4</b>	<b>1,297.7</b>
YoY	8.8%	12.2%	9.6%	10.0%	12.3%	8.7%	11.1%	9.3%	12.2%	10.1%	10.3%
비처방약(OTC)	27.9	29.8	29.8	30.0	31.3	32.2	31.3	30.9	117.2	117.5	125.6
YoY	-1.2%	-5.2%	2.0%	6.0%	12.0%	8.0%	5.0%	3.0%	9.6%	0.3%	6.9%
처방약(ETC)	238.8	250.5	274.1	281.9	267.5	270.5	304.2	310.1	941.1	1,045.2	1,152.3
YoY	9.3%	14.5%	10.2%	10.5%	12.0%	8.0%	11.0%	10.0%	12.5%	11.1%	10.2%
유한메디카(매출조정)	3.6	2.8	3.0	4.2	4.8	5.0	5.5	4.5	10.0	13.7	19.8
<b>생활건강사업</b>	<b>24.9</b>	<b>35.6</b>	<b>36.6</b>	<b>30.1</b>	<b>27.3</b>	<b>39.2</b>	<b>40.3</b>	<b>33.1</b>	<b>116.1</b>	<b>127.2</b>	<b>139.9</b>
YoY	0.2%	8.3%	10.0%	20.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	13.6%	9.6%	10.0%
<b>해외사업(원료의약품)</b>	<b>41.4</b>	<b>63.8</b>	<b>65.6</b>	<b>67.2</b>	<b>55.5</b>	<b>70.4</b>	<b>75.5</b>	<b>74.1</b>	<b>265.8</b>	<b>238.0</b>	<b>275.6</b>
YoY	-44.7%	-4.0%	5.2%	8.3%	34.1%	10.3%	15.2%	10.3%	5.2%	-10.5%	15.8%
수출	40.0	62.0	64.3	65.5	54.1	68.2	73.9	72.0	260.7	231.8	268.2
YoY	-46.1%	-4.0%	5.0%	8.0%	35.0%	10.0%	15.0%	10.0%	5.8%	-11.1%	15.7%
내수	1.3	1.8	1.3	1.8	1.5	2.2	1.6	2.1	5.0	6.2	7.4
YoY	90.9%	6.5%	18.0%	20.0%	10.0%	20.0%	25.0%	20.0%	-13.0%	24.9%	18.9%
<b>기타(임대, 수탁 등)</b>	<b>3.1</b>	<b>3.7</b>	<b>3.0</b>	<b>3.5</b>	<b>4.0</b>	<b>4.5</b>	<b>3.0</b>	<b>3.5</b>	<b>12.1</b>	<b>13.3</b>	<b>15.0</b>
<b>매출총이익</b>	<b>101.8</b>	<b>109.0</b>	<b>123.6</b>	<b>120.9</b>	<b>117.1</b>	<b>132.9</b>	<b>133.3</b>	<b>123.2</b>	<b>424.6</b>	<b>455.3</b>	<b>506.5</b>
YoY	-6.8%	-0.6%	17.1%	20.8%	15.0%	21.9%	7.9%	1.9%	9.0%	7.2%	11.2%
GPM	30.0%	28.2%	30.0%	29.0%	30.0%	31.5%	29.0%	27.0%	29.0%	29.3%	29.3%
<b>판매관리비</b>	<b>76.2</b>	<b>92.4</b>	<b>96.1</b>	<b>100.4</b>	<b>90.7</b>	<b>98.5</b>	<b>105.8</b>	<b>109.1</b>	<b>335.9</b>	<b>365.0</b>	<b>404.1</b>
YoY	3.2%	3.9%	14.9%	12.1%	19.0%	6.7%	10.2%	8.6%	15.2%	8.7%	10.7%
판관비율	22.4%	23.9%	23.3%	24.1%	23.2%	23.4%	23.0%	23.9%	23.0%	23.5%	23.4%
<b>경상연구개발비</b>	<b>15.2</b>	<b>17.7</b>	<b>23.1</b>	<b>22.9</b>	<b>19.5</b>	<b>21.9</b>	<b>24.4</b>	<b>25.1</b>	<b>71.4</b>	<b>78.9</b>	<b>90.9</b>
YoY	-7.9%	15.9%	37.7%	0.3%	28.3%	23.8%	5.6%	9.4%	35.6%	10.5%	15.2%
<b>기타판매관리비</b>	<b>60.9</b>	<b>74.7</b>	<b>73.0</b>	<b>77.5</b>	<b>71.1</b>	<b>76.6</b>	<b>81.5</b>	<b>84.0</b>	<b>264.5</b>	<b>286.1</b>	<b>313.2</b>
YoY	6.4%	1.4%	9.2%	16.2%	16.7%	2.6%	11.6%	8.4%	10.7%	8.2%	9.5%
<b>영업이익</b>	<b>25.7</b>	<b>16.6</b>	<b>27.5</b>	<b>20.4</b>	<b>26.5</b>	<b>34.3</b>	<b>27.5</b>	<b>14.1</b>	<b>88.7</b>	<b>90.3</b>	<b>102.4</b>
YoY	-27.7%	-19.8%	25.2%	95.1%	3.2%	106.6%	-0.1%	-31.2%	-9.3%	1.8%	13.4%
OPM	7.6%	4.3%	6.7%	4.9%	6.8%	8.1%	6.0%	3.1%	6.1%	5.8%	5.9%
<b>당기순이익</b>	<b>21.2</b>	<b>16.6</b>	<b>34.5</b>	<b>34.6</b>	<b>22.0</b>	<b>33.0</b>	<b>37.3</b>	<b>36.7</b>	<b>109.6</b>	<b>106.8</b>	<b>129.0</b>
YoY	-28.4%	-48.7%	30.2%	62.2%	3.8%	98.9%	8.2%	6.1%	-32.0%	-2.6%	20.7%
NPM	6.2%	4.3%	8.4%	8.3%	5.6%	7.8%	8.1%	8.1%	7.5%	6.9%	7.5%

자료: 하나금융투자

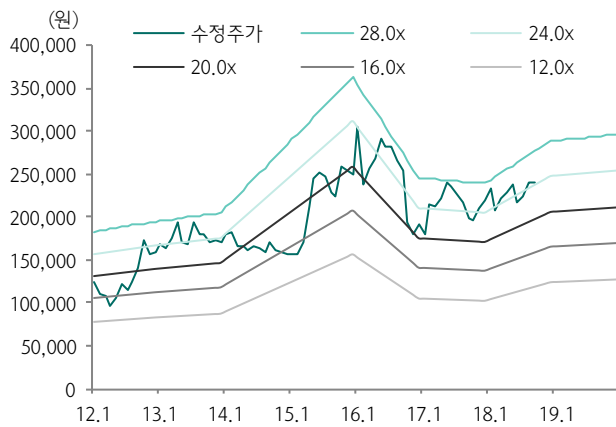
표 6. 유한양행 지분법이익 전망

(단위: 백만원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	17	18F
유한킴벌리	11,476.0	10,405.0	10,810.0	8,763.0	3,723.0	10,161.0	9,188.5	9,025.9	41,454.0	32,098.4
유한크로락스	(214.0)	171.0	1,156.0	1,563.0	137.0	208.0	1,271.6	1,016.0	2,676.0	2,632.6
한국안센	1,156.0	1,562.0	1,532.0	939.0	2,125.0	585.0	1,685.2	1,051.7	5,189.0	5,446.9
유칼릭스	36.0	34.0	13.0	66.0	9.0	14.0	11.7	52.8	149.0	87.5
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)	(3,064.0)	(700.0)	(600.0)	(3,118.0)	(6,128.0)
합계	11,982.0	11,574.0	12,975.0	9,932.0	4,230.0	7,904.0	11,457.0	10,546.3	46,463.0	34,137.3

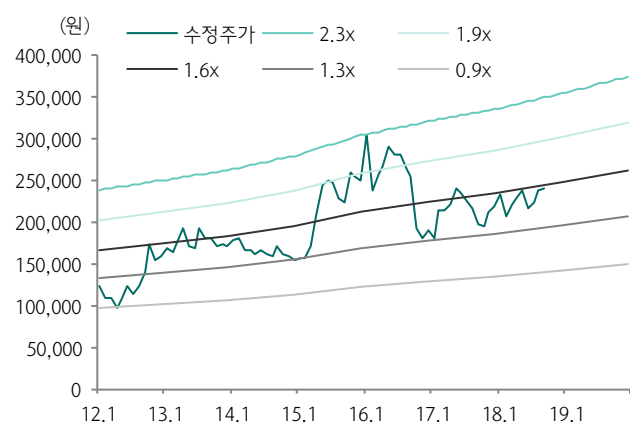
자료: 하나금융투자

그림 5. 유한양행 PER 밴드



자료: 하나금융투자

그림 6. 유한양행 PBR 밴드



자료: 하나금융투자

## 유한양행의 파이프라인 및 투자기업

표 7. 유한양행 R&D 파이프라인

구분	적용중	과제명	단계			
			전임상	임상1상	임상2상	임상3상
개량신약	고혈압 복합	YH22162				
	고지혈/당뇨 복합	YH14755				
	당뇨성 신경병증	YHD1119				
	고지혈/고혈압 복합	YHP1604				
	고지혈/고혈압 복합	YHP1701				
	임플란트주위염	YH26153				
	고지혈/항혈전	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 8. 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	139.3
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	80.7
코스온	2015-11-05	150억원	3.9	사업영역 확대	KOSDAQ	16.7
제넥신	2015-12-03	200억원	3	파이프라인 확충	KOSDAQ	138.0
BSL	2015-12-11	20억원	N/A	사업영역 확대	비상장	
이문온시아	2016-03-02	120억원	51	해외 조인트벤처(JV)-면역항암제 개발 미국 소렌토사와 합작 투자	비상장	
파멧신	2016-04-08	30억원	2.4	파이프라인 확충	비상장	
Sorrento	2016-04-25	1000만불	2.8	파트너십 강화	나스닥 상장	1.0
Neolmmunetech	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

## 추정 재무제표

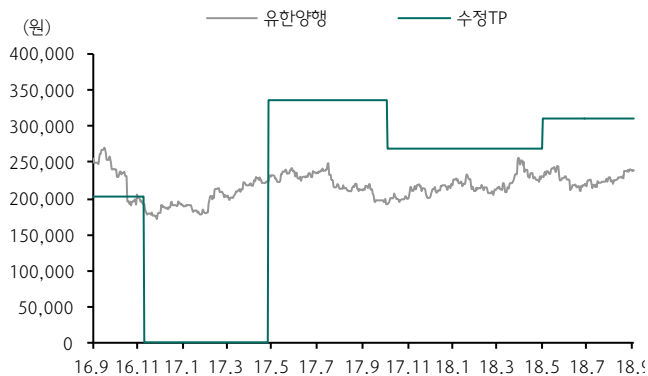
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	1,320.8	1,462.2	1,554.9	1,728.2	1,944.3
매출원가	931.4	1,037.6	1,099.6	1,221.7	1,361.0
매출총이익	389.4	424.6	455.3	506.5	583.3
판매비	291.6	335.9	365.0	404.1	466.2
영업이익	97.8	88.7	90.3	102.4	117.1
금융손익	9.2	(3.4)	9.8	12.9	12.1
종속/관계기업손익	65.1	46.5	34.1	34.8	40.0
기타영업외손익	32.7	13.2	8.3	20.7	6.2
세전이익	204.9	144.9	142.4	170.8	175.5
법인세	43.6	35.3	35.6	41.8	43.2
계속사업이익	161.2	109.6	106.8	129.0	132.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	161.2	109.6	106.8	129.0	132.3
비지배주주지분 손익	0.0	0.6	0.6	0.7	0.7
지배주주순이익	161.2	109.0	106.2	128.2	131.5
지배주주지분포괄이익	154.3	105.1	102.2	124.3	131.5
NOPAT	77.0	67.1	67.7	77.3	88.3
EBITDA	140.7	140.9	131.7	135.7	146.1
성장성(%)					
매출액증가율	17.0	10.7	6.3	11.1	12.5
NOPAT증가율	19.8	(12.9)	0.9	14.2	14.2
EBITDA증가율	20.4	0.1	(6.5)	3.0	7.7
영업이익증가율	14.0	(9.3)	1.8	13.4	14.4
(지배주주)순이익증가율	27.9	(32.4)	(2.6)	20.7	2.6
EPS증가율	27.9	(32.4)	(2.6)	20.7	2.6
수익성(%)					
매출총이익률	29.5	29.0	29.3	29.3	30.0
EBITDA이익률	10.7	9.6	8.5	7.9	7.5
영업이익률	7.4	6.1	5.8	5.9	6.0
계속사업이익률	12.2	7.5	6.9	7.5	6.8
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	12,956	8,761	8,535	10,305	10,569
BPS	133,500	140,836	147,302	155,539	164,362
CFPS	13,396	12,508	9,520	10,678	10,980
EBITDAPS	11,306	11,322	10,583	10,907	11,740
SPS	106,126	117,492	124,939	138,857	156,225
DPS	1,827	1,911	1,911	1,911	1,911
주가지표(배)					
PER	14.8	25.0	28.1	23.3	22.7
PBR	1.4	1.6	1.6	1.5	1.5
PCR	14.3	17.5	25.2	22.5	21.9
EV/EBITDA	14.0	15.9	19.3	18.4	16.9
PSR	1.8	1.9	1.9	1.7	1.5
재무비율(%)					
ROE	11.3	7.0	6.5	7.4	7.2
ROA	8.2	5.3	5.0	5.7	5.5
ROIC	12.7	9.6	9.5	10.9	12.2
부채비율	36.7	30.4	30.0	29.2	29.6
순부채비율	(19.4)	(22.9)	(26.2)	(27.4)	(27.3)
이자보상배율(배)	18.3	19.2	20.7	25.2	33.3

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,048.3	1,069.5	1,177.3	1,269.7	1,371.8
금융자산	486.7	501.6	573.4	598.5	616.7
현금성자산	244.9	256.6	312.9	308.9	290.9
매출채권 등	248.6	293.3	311.9	346.6	390.0
재고자산	310.6	271.2	288.4	320.5	360.6
기타유동자산	2.4	3.4	3.6	4.1	4.5
비유동자산	997.6	1,025.2	1,016.5	1,044.5	1,092.1
투자자산	523.4	518.0	550.8	612.2	688.7
금융자산	146.7	145.4	154.6	171.8	193.3
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	126.0	125.9	126.1
자산총계	2,045.9	2,094.7	2,193.8	2,314.2	2,463.9
유동부채	324.4	276.3	298.3	313.9	338.8
금융부채	56.4	18.5	25.5	13.2	3.2
매입채무 등	203.9	173.0	184.0	204.5	230.1
기타유동부채	64.1	84.8	88.8	96.2	105.5
비유동부채	225.0	212.0	208.2	209.6	223.9
금융부채	140.3	115.3	105.3	95.3	95.3
기타비유동부채	84.7	96.7	102.9	114.3	128.6
부채총계	549.4	488.3	506.4	523.6	562.8
지배주주지분	1,496.6	1,600.0	1,680.5	1,783.0	1,892.7
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	1,577.8	1,684.3	1,794.1
비지배주주지분	0.0	6.3	6.9	7.6	8.4
자본총계	1,496.6	1,606.3	1,687.4	1,790.6	1,901.1
순금융부채	(290.1)	(367.8)	(442.6)	(489.9)	(518.2)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	74.1	126.1	124.4	121.5	118.0
당기순이익	161.2	109.6	106.8	129.0	132.3
조정	21.7	61.9	32.5	20.4	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	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(108.8)	(45.4)	(14.9)	(27.9)	(34.8)
투자활동 현금흐름	(77.1)	(42.2)	(128.4)	(171.4)	(199.3)
투자자산감소(증가)	(49.3)	12.9	(33.8)	(62.4)	(76.6)
유형자산감소(증가)	(80.0)	(56.6)	(85.0)	(90.0)	(95.0)
기타	52.2	1.5	(9.6)	(19.0)	(27.7)
재무활동 현금흐름	23.3	(68.2)	(24.7)	(44.0)	(31.7)
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)	(21.7)	(21.7)
현금의 증감	23.0	11.8	56.2	(3.9)	(18.0)
Unlevered CFO	166.7	155.7	118.5	132.9	136.6
Free Cash Flow	(5.9)	69.4	39.4	31.5	23.0

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

## 유한양행



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.5.14	BUY	310,000		
17.10.16	BUY	268,308	-18.84%	-4.03%
17.5.8	BUY	335,385	-32.97%	-25.57%
16.11.21	Analyst Change			-

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 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	94.3%	4.8%	0.9%	100.0%

\* 기준일: 2018년 9월 13일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 09월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2018년 09월 14일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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.