

# SK COMPANY Analysis



Analyst  
이달미  
talmi@sk.com  
02-3773-9952

## Company Data

자본금	622 억원
발행주식수	1,245 만주
자사주	108 만주
액면가	5,000 원
시가총액	23,686 억원
주요주주	
유한재단(외2)	15.57%
국민연금공단	12.68%
외국인지분율	24.50%
배당수익률	1.00%

## Stock Data

주가(18/10/30)	194,000 원
KOSPI	2014.69 pt
52주 Beta	0.85
52주 최고가	257,500 원
52주 최저가	190,000 원
60일 평균 거래대금	64 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-20.0%	-7.0%
6개월	-15.3%	5.8%
12개월	-2.2%	21.4%

## 유한양행 (000100/KS | 매수(유지) | T.P 230,000 원(하향))

### 3분기 실적 어닝쇼크

2018년 3분기 연결실적은 매출액 3,786 억원(0.0%YoY), 영업이익 1.5 억원(-99.3%YoY)으로 어닝 쇼크를 기록. 어닝쇼크의 원인은 1) R&D 비용 증가, 2) 상여금 지급에 따른 인건비 증가, 3) 연결 자회사의 적자확대. 4분기 신제품 출시로 매출증가세는 회복될 전망이나 R&D 파이프라인 증가에 따른 비용 증가는 불가피할 전망. 목표주가 230,000 원으로 하향조정. 단, YH25448의 L/O 기대감으로 투자의견 BUY 유지

### 2018년 3분기 실적 Review

동사의 2018년 3분기 연결실적은 매출액 3,786 억원(0.0%YoY), 영업이익 1.5 억원(-99.3%YoY)으로 어닝 쇼크를 기록. 이번 어닝쇼크는 1) 3분기 R&D 비용이 298 억 원으로 전년대비 22.9% 증가하였으며 2) 7월에 여름휴가 상여금 지급으로 인건비 60 억원이 증가하였고 3) 연결로 인식되는 개량신약 개발업체인 애드파마가 31 억원의 적 자를 기록했기 때문임. R&D 비용 증가는 주로 새로운 R&D 개시에 따른 기초 독성실 험 외주비 증가에 기인함

### 4분기에 신제품 출시 예정

동사는 올해 하반기에 2개의 신제품 출시가 예상되는데 그 중 11월에 런칭하는 신제품이 4분기 실적을 견인할 전망임. 2019년에는 총 5개의 개량신약을 출시하면서 매출 성장세를 이뤄낼 전망. 하지만 최근 R&D에 집중하면서 증가하는 임상비용으로 R&D 투자비용 상승이 당분간 불가피할 것으로 예상됨.

### 목표주가 230,000 원으로 하향, 투자의견 BUY 유지

이번 3분기 실적을 토대로 동사의 2018년, 2019년 영업이익을 각각 45.2%, 29.7% 하향, 이에 따라 EPS도 각각 36.9%, 20.8% 하향 조정됨. 목표주가 산정시 target multiple도 27 배로 하향하여 동사의 목표주가를 230,000 원으로 내림. 단, 현재 가장 기대되고 있는 비소세포폐암 치료제 (YH25448, 오스코텍 L/I)가 임상 2상을 연내 마치고 내년 국내 조건부허가로 출시 예정이며, 라이선스 아웃에 대한 기대감도 여전히 남아 있어 투자의견 BUY를 유지함.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	11,287	13,208	14,622	14,958	16,123	17,844
yoY	%	10.9	17.0	10.7	2.3	7.8	10.7
영업이익	억원	858	978	887	601	887	1,160
yoY	%	154	13.9	-9.3	-32.3	47.6	30.8
EBITDA	억원	1,169	1,407	1,409	1,179	1,434	1,620
세전이익	억원	1,683	2,049	1,449	1,081	1,414	1,683
순이익(자배주주)	억원	1,260	1,612	1,090	699	980	1,169
영업이익률%	%	7.6	7.4	6.1	4.0	5.5	6.5
EBITDA%	%	104	10.7	9.6	7.9	8.9	9.1
순이익률	%	11.2	12.2	7.5	4.7	6.1	6.6
EPS	원	10,128	12,956	8,761	5,619	7,876	9,391
PER	배	24.7	14.8	25.0	34.5	24.6	20.7
PBR	배	2.3	1.6	1.7	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	배	23.8	15.0	17.1	17.4	14.4	12.7
ROE	%	9.6	11.3	7.0	4.3	5.8	6.5
순차입금	억원	-3,283	-2,898	-3,675	-4,285	-4,193	-4,301
부채비율	%	37.9	36.7	30.4	31.9	33.9	35.4

그림 1. 유한양행의 3 분기 실적 Review

(억원, %)	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P		증감률		시장 컨센서스 차이
					추정치	시장 컨센서스	YoY	QoQ	
매출액	3,787.3	3,817.0	3,398.2	3,861.6	3,786.1	4,031.0	(0.0)	(2.0)	(6.1)
영업이익	219.7	104.8	256.6	166.1	1.5	254.0	(99.3)	(99.1)	(99.4)
세전이익	371.6	254.2	323.8	278.9	157.4	449.0	(57.6)	(43.5)	(64.9)
순이익	264.6	212.7	211.6	165.5	109.0	323.0	(58.8)	(34.2)	(66.3)
영업이익률	5.8	2.7	7.6	4.3	0.0	6.3			
세전이익률	9.8	6.7	9.5	7.2	4.2	11.1			
순이익률	7.0	5.6	6.2	4.3	2.9	8.0			

자료 : SK 증권 추정치

그림 2. 유한양행의 연간 실적전망 변경

(억원, %)	변경후			변경전			변경률		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
매출액	14,943	16,123	17,844	16,307	18,842	21,784	(8.4)	(14.4)	(18.1)
영업이익	601	887	1,160	1,096	1,262	1,503	(45.2)	(29.7)	(22.8)
세전이익	1,081	1,414	1,683	1,509	1,682	1,922	(28.3)	(15.9)	(12.4)
순이익	709	990	1,178	1,115	1,243	1,420	(36.4)	(20.4)	(17.0)
EPS	5.619	7.876	9.391	8,911	9,941	11,364	(36.9)	(20.8)	(17.4)
영업이익률	4.0	5.5	6.5	6.7	6.7	6.9	(2.7)	(1.2)	(0.4)

자료 : SK 증권 추정치

그림 3. 유한양행 분기 및 연간 실적 전망 Table

(억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	3,512.0	3,550.6	3,787.3	3,817.0	3,398.2	3,861.6	3,786.1	3,911.1	13,202.5	14,622.5	14,942.7	16,122.8
악품사업	2,486.3	2,501.2	2,778.8	2,872.1	2,667.6	2,802.7	2,820.8	2,982.7	9,437.2	10,582.0	11,273.7	12,166.9
생활건강사업	248.4	329.3	332.9	250.7	248.6	356.3	328.9	247.7	1,021.7	1,161.3	1,181.5	1,240.6
해외사업	749.3	663.2	623.0	620.9	414.2	638.1	567.7	608.2	2,521.6	2,656.4	2,228.2	2,354.6
기타	28.0	31.8	31.6	28.8	31.5	36.7	38.6	35.1	139.7	120.3	141.8	134.7
영업이익	355.2	207.4	219.7	104.8	256.6	166.1	1.5	176.7	977.9	887.1	601.0	886.8
세전이익	391.7	431.7	371.6	254.2	323.8	278.9	157.4	321.2	2,048.9	1,449.2	1,081.3	1,413.9
순이익	295.4	323.6	264.6	212.7	211.6	165.5	109.0	222.6	1,612.5	1,096.4	708.7	989.7
성장률YoY(%)												
매출액	27.3	7.4	4.8	9.1	-3.2	8.8	0.0	2.5	16.9	10.8	2.2	7.9
영업이익	78.4	-15.8	-12.9	-62.6	-27.7	-19.9	-99.3	68.7	13.9	-9.3	-32.3	47.5
세전이익	-40.4	-4.2	23.5	-60.3	-17.3	-35.4	-57.6	26.4	21.7	-29.3	-25.4	30.8
순이익	-42.4	-5.0	9.9	-59.0	-28.4	-48.8	-58.8	4.6	27.9	-32.0	-35.4	39.7
수익률(%)												
영업이익	10.1	5.8	5.8	2.7	7.6	4.3	0.0	4.5	7.4	6.1	4.0	5.5
세전이익	11.2	12.2	9.8	6.7	9.5	7.2	4.2	8.2	15.5	9.9	7.2	8.8
순이익	8.4	9.1	7.0	5.6	6.2	4.3	2.9	5.7	12.2	7.5	4.7	6.1

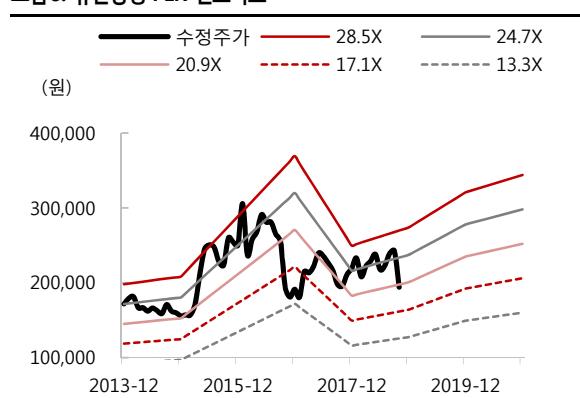
자료 : SK 증권 추정치

그림 4. 유한양행 Valuation Table

구분	내용	비고
12M Forward 예상 순이익(억원)	989.7	
발행주식수(주)	11,665,896	
12M Forward EPS(원)	8484	
적용PER(배)	27.0	
주당가치(원)	229,070	
목표주가(원)	230,000	
현재주가(원)	194,000	
상승여력(%)	18.6	

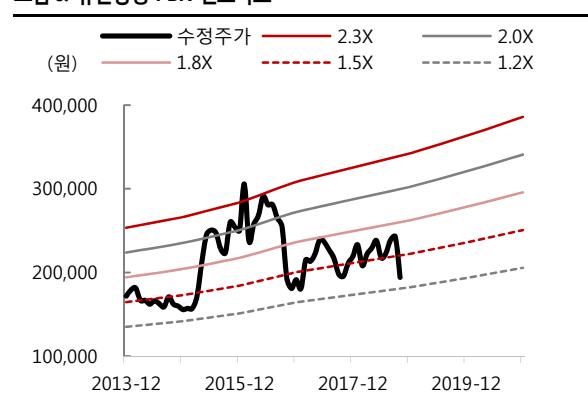
자료 : SK 증권 추정치

그림 5. 유한양행 PER 밴드차트

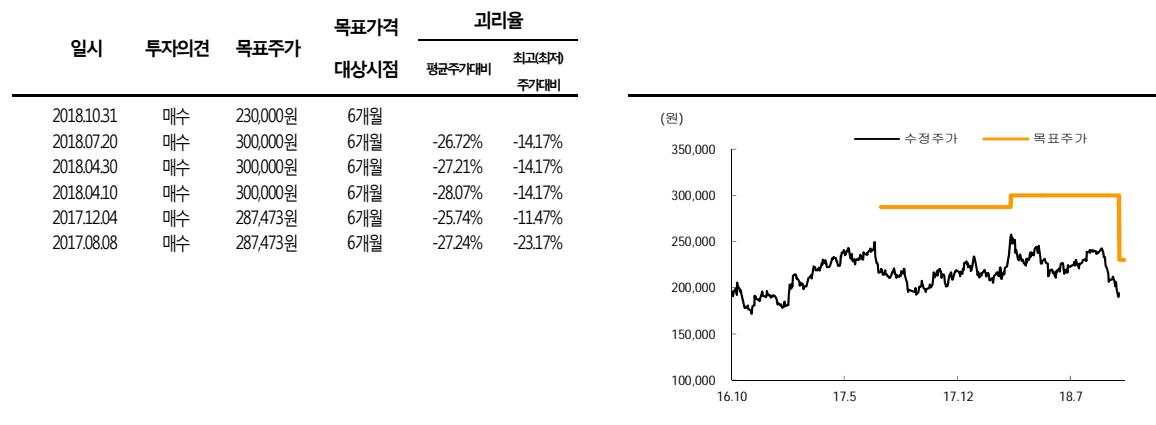


자료 : 데이터가이드, SK 증권

그림 6. 유한양행 PBR 밴드차트



자료 : 데이터가이드, SK 증권



### Compliance Notice

- 작성자(이달미)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 10월 31일 기준)

매수	92.48%	중립	7.52%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	10,483	10,695	11,712	13,101	14,591
현금및현금성자산	2,449	2,566	3,048	3,496	4,124
매출채권및기타채권	2,486	2,933	3,041	3,654	4,223
재고자산	3,106	2,712	2,811	3,386	3,926
<b>비유동자산</b>	9,976	10,252	10,099	10,243	10,483
장기금융자산	1,467	1,454	1,298	1,298	1,298
유형자산	3,339	3,554	3,186	2,749	2,406
무형자산	159	257	329	301	278
<b>자산총계</b>	20,459	20,947	21,812	23,343	25,074
<b>유동부채</b>	3,244	2,763	2,856	3,250	3,676
단기금융부채	564	185	183	253	323
매입채무 및 기타채무	1,721	1,350	1,400	1,625	1,834
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	2,250	2,120	2,419	2,662	2,884
장기금융부채	1,403	1,153	1,353	1,573	1,773
장기매입채무 및 기타채무	0	0	1	1	1
장기충당부채	154	166	172	194	215
<b>부채총계</b>	5,494	4,883	5,275	5,912	6,560
<b>지배주주지분</b>	14,966	16,000	16,465	17,350	18,424
자본금	569	595	622	622	622
자본잉여금	1,158	1,177	1,114	1,084	1,054
기타자본구성요소	-1,649	-1,528	-1,651	-1,651	-1,651
자기주식	-1,649	-1,528	-1,651	-1,651	-1,651
이익잉여금	14,112	14,933	15,459	16,217	17,163
비자본주주지분	0	63	72	81	90
<b>자본총계</b>	14,966	16,063	16,537	17,431	18,514
<b>부채와자본총계</b>	20,459	20,947	21,812	23,343	25,074

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	230	727	780	150	364
당기순이익(순실)	1,612	1,096	709	990	1,178
비현금성항목등	55	460	607	445	441
유형자산감가상각비	415	500	538	496	413
무형자산상각비	14	22	40	51	46
기타	151	65	12	-120	-120
운전자본감소(증가)	-1,088	-454	-235	-860	-751
매출채권및기타채권의 감소증가)	-214	-556	-18	-613	-568
재고자산감소(증가)	-683	407	-97	-574	-540
매입채무 및 기타채무의 증가감소)	-102	-457	30	225	209
기타	-90	151	-150	103	148
법인세납부	-350	-376	-301	-424	-505
<b>투자활동현금흐름</b>	-206	167	-78	305	300
금융자산감소(증가)	285	476	-231	250	250
유형자산감소(증가)	-800	-566	-266	-60	-70
무형자산감소(증가)	-37	-31	-23	-23	-23
기타	346	289	443	138	143
<b>재무활동현금흐름</b>	179	-736	-230	-7	-35
단기금융부채증가(감소)	-93	-566	-2	70	70
장기금융부채증가(감소)	543	-100	200	220	200
자본의증가(감소)	-12	192	-153	-30	-30
배당금의 지급	-205	-207	-218	-223	-223
기타	-54	-55	-55	-44	-52
<b>현금의 증가(감소)</b>	230	118	482	448	628
<b>기초현금</b>	2,218	2,449	2,566	3,048	3,496
<b>기말현금</b>	2,449	2,566	3,048	3,496	4,124
<b>FCF</b>	-648	389	566	225	427

자료 : 유한양행 SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	13,208	14,622	14,958	16,123	17,844
<b>매출원가</b>	9,314	10,376	10,840	11,447	12,491
<b>매출총이익</b>	3,894	4,246	4,117	4,676	5,353
매출총이익률 (%)	29.5	29.0	27.5	29.0	30.0
<b>판매비와관리비</b>	2,916	3,359	3,516	3,789	4,193
영업이익	978	887	601	887	1,160
영업이익률 (%)	7.4	6.1	4.0	5.5	6.5
비영업순익	1,071	562	480	527	524
<b>순금융비용</b>	-42	-47	-81	-94	-90
외환관련손익	69	-135	-87	-87	-87
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	889	481	348	400	400
세전계속사업이익	2,049	1,449	1,081	1,414	1,683
세전계속사업이익률 (%)	15.5	9.9	7.2	8.8	9.4
계속사업법인세	436	353	372	424	505
<b>계속사업이익</b>	1,612	1,096	709	990	1,178
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,612	1,096	709	990	1,178
순이익률 (%)	12.2	7.5	4.7	6.1	6.6
지배주주	1,612	1,090	699	980	1,169
<b>지배주주구속 순이익률(%)</b>	12.21	7.46	4.67	6.08	6.55
<b>비지배주주</b>	0	6	10	10	10
<b>총포괄이익</b>	1,543	1,057	866	1,147	1,336
<b>지배주주</b>	1,543	1,051	857	1,138	1,326
<b>비지배주주</b>	0	6	9	9	9
<b>EBITDA</b>	1,407	1,409	1,179	1,434	1,620

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	17.0	10.7	2.3	7.8	10.7
영업이익	13.9	-9.3	-32.3	47.6	30.8
세전계속사업이익	21.7	-29.3	-25.4	30.8	19.1
EBITDA	20.4	0.1	-16.4	21.7	12.9
EPS(계속사업)	27.9	-32.4	-35.9	40.2	19.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	113	7.0	4.3	5.8	6.5
ROA	8.2	5.3	3.3	4.4	4.9
EBITDA/마진	10.7	9.6	7.9	8.9	9.1
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	323.1	387.1	410.1	403.1	396.9
부채비율	36.7	30.4	31.9	33.9	35.4
순자본/자기자본	-19.4	-22.9	-25.9	-24.1	-23.2
EBITDA/이자비용(배)	26.4	30.5	30.7	32.5	30.9
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	12,956	8,761	5,619	7,876	9,391
BPS	120,248	128,558	132,297	139,409	148,036
CFPS	16,405	12,955	10,260	12,275	13,086
주당 현금배당금	2,000	2,000	2,000	2,000	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	23.8	28.5	45.8	32.7	27.4
PER(최저)	13.3	20.3	33.8	24.1	20.2
PBR(최고)	2.6	1.9	2.0	1.9	1.7
PBR(최저)	1.4	1.4	1.4	1.4	1.3
PCR	11.7	16.9	18.9	15.8	14.8
EV/EBITDA(최고)	25.1	19.6	24.0	19.8	17.5
EV/EBITDA(최저)	13.2	13.4	17.0	14.0	12.4