

유한양행 (000100)

제약/바이오

서미화



Ph. D
02 3770 5595
mihwa.seo@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	240,000원 (D)
현재주가 (10/30)	194,000원
상승여력	24%

시가총액	24,134억원
총발행주식수	12,445,542주
60일 평균 거래대금	64억원
60일 평균 거래량	28,452주
52주 고	257,500원
52주 저	190,000원
외인지분율	24.48%
주요주주	유한재단 외 2 인 15.57%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(20.0)	(12.8)	(2.2)
상대	(7.0)	(0.7)	21.5
절대(달러환산)	(22.1)	(14.3)	(3.4)

3Q18 Review: 어닝 쇼크

연결 매출액 3,786억원(YoY -1억원), 영업이익 2억원(YoY -99.3%)

연결기준 매출액 3,786억원(YoY -1억원), 영업이익 2억원(YoY -99.3%)을 기록하였다. 매출액은 컨센서스(4,063억원) 대비 6.8%하회, 영업이익은 컨센서스(263억원) 대비 99.4% 하회하였다.

별도기준, 유한양행 실적에서는 1) 감가상각비 22억원, 2) 판관비 65억원(전년대비 +10.2%), 3) 제조연구비를 포함한 R&D비용 56억원(전년대비 +22.9%)이 증가하며 영업이익을 크게 감소시켰다. 4) 자회사 애드파마(지분율 91.3%)와 유한화학(지분율 100%) 각각 별도기준 31억원, 10억원의 감익을 발생시켰다.

4분기 폐암치료제 국내 임상 2상 종료 예상

4분기는 3분기 시현된 낮은 수준의 영업이익 수준은 회복할 수 있을 것으로 보인다. R&D 비용, 인건비 및 감가상각비 또한 추가적으로 증가하지는 않을 것으로 판단된다.

상반기 AACR 및 ASCO 학회에서 발표된 폐암 1차치료제 레이저티닙(YH25448)은 연내 국내 임상 2상 종료로 예상된다. 임상 2상 종료 이후 2019년 1) 글로벌 임상을 진행할 예정이며 2) 국내의 경우, 조건부 승인 신청 예정으로 빠른 시장 진입이 가능할 것으로 보인다. 현재 애드파마의 경우 유한양행이 93.1% 지분을 가지고 있는 개량신약 연구기업으로 현재는 연구개발비용이 높은 수준이나, 19년 하반기 제품 공급을 시작하여 2020년 이후부터는 연간 2-3개의 개량신약을 출시하여 판매로열티에 대한 매출이 발생할 것으로 예상된다.

투자의견 Buy, 목표주가 24만원으로 하향

전문의약품 매출의 꾸준한 성장은 의심하지 않지만, 실적 회복은 중장기적으로 가능할 전망이다. 1) 원료의약품(API) 매출은 2019년 하반기 또는 2020년 임상 3상제품의 품목허가 이후 매출 회복이 가능할 것으로 보인다. 2) 애드파마의 개량신약 출시에 따른 성장 가시화 또한 2020년 이후부터 시현될 것으로 예상된다. 단기적으로는 하반기 폐암치료제 레이저티닙의 국내 임상 2상 종료로 긍정적인 요소로 작용할 것으로 보인다. 기존 사업의 지속적 성장가능성과 신약가치 등을 고려하여 투자의견 매수 유지 하였으나 4Q18 이후 실적 추정치 조정으로 목표주가 하향조정하였다.

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	3Q18P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,786	0.0	-2.0	4,063	-6.8
영업이익	2	-99.3	-99.1	263	-99.4
세전계속사업이익	157	-57.8	-43.8	451	-65.2
지배순이익	108	-58.6	-34.2	318	-66.1
영업이익률 (%)	0.0	-5.8 %pt	-4.3 %pt	6.5	-6.5 %pt
지배순이익률 (%)	2.8	-4.1 %pt	-1.4 %pt	7.8	-5.0 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	13,208	14,622	14,978	15,994
영업이익	978	887	542	772
지배순이익	1,612	1,090	651	882
PER	21.5	25.5	37.1	27.4
PBR	2.1	1.6	1.3	1.3
EV/EBITDA	20.3	16.1	17.9	14.4
ROE	11.3	7.0	4.0	5.3

자료: 유안타증권

[표 1] 유한양행 실적 현황(연결)

(단위: 억원, %)

	3Q18	QoQ	2Q18	YoY	3Q17
매출액	3,786	-2.0%	3,862	0.0%	3,787
영업이익	2	-98.8%	166	-99.3%	220
세전이익	157	-43.7%	279	-58.0%	374
당기순이익	109	-34.3%	166	-59.0%	266

자료: 유한양행, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 유한양행 분기 및 연간 실적 전망(연결)

(단위: 억원)

	사업	2016	2017	2018F	2019F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18F
약품사업	비처방	1,069	1,171	1,145	1,213	283	314	292	283	279	298	257	310
	YoY	15.5%	9.5%	-2.3%	5.9%	16.7%	17.0%	6.1%	-0.2%	-1.4%	-5.0%	-11.8%	9.8%
	처방	8,368	9,410	10,098	10,585	2,185	2,188	2,487	2,551	2,388	2,505	2,563	2,642
	YoY	15.1%	12.5%	7.3%	4.8%	11.7%	4.8%	18.3%	14.8%	9.3%	14.5%	3.1%	3.6%
	유한메디	158	271	287	316	37	90	73	71	74	65	77	71
생활건강	YoY	18.9%	71.9%	5.8%	10.0%	4.1%	104.5%	90.2%	10.0%	98.4%	-28.2%	6.0%	0.0%
	소계	9,520	10,682	11,357	11,915	2,486	2,524	2,800	2,872	2,704	2,831	2,849	2,973
	YoY	15.1%	12.2%	6.3%	4.9%	12.1%	6.2%	16.8%	13.6%	8.8%	12.2%	1.7%	3.5%
	생활용품	891	1,023	1,050	1,124	216	295	298	214	213	317	291	229
	YoY	15.1%	14.8%	2.7%	7.0%	22.2%	29.7%	16.3%	10.0%	-1.4%	7.4%	-2.2%	7.0%
해외사업	동물약품	130	138	151	157	32	34	35	37	36	40	38	38
	YoY	11.2%	6.2%	9.4%	4.0%	10.0%	3.4%	7.3%	5.0%	10.1%	15.5%	7.2%	5.0%
	소계	1,022	1,161	1,201	1,281	248	329	333	251	249	356	329	268
	YoY	14.6%	13.7%	3.4%	6.6%	20.4%	26.3%	15.3%	-5.8%	0.1%	8.2%	-1.2%	6.7%
	수출	2,464	2,606	2,156	2,350	742	646	612	606	400	620	553	582
기타	YoY	31.6%	5.8%	-17.3%	9.0%	168.3%	1.2%	-31.0%	-10.0%	-46.1%	-4.0%	-9.6%	-4.0%
	원료	57	50	59	50	7	17	11	15	13	18	14	13
	YoY	-9.9%	-12.6%	18.4%	-15.0%	-56.4%	16.5%	-22.9%	-10.0%	95.6%	4.0%	31.5%	-10.0%
	유한화학	1,736	1,902	1,703	1,959	513	468	448	473	294	502	421	487
	YoY	23.3%	9.6%	-10.5%	5.0%	206.4%	-3.5%	-35.1%	10.0%	-42.7%	7.1%	-6.1%	3.0%
합계	소계	2,526	2,659	2,286	2,685	749	665	623	621	414	638	570	664
	YoY	30.0%	5.2%	-14.0%	17.4%	154.4%	1.5%	-30.9%	-8.0%	-44.7%	-4.1%	-8.5%	6.9%
	임대,수탁	140	120	134	114	28	32	32	29	31	37	39	27
	YoY	-23.5%	-13.9%	11.5%	-15.0%	-38.0%	-8.4%	4.5%	-5.0%	12.2%	15.4%	21.9%	-5.0%
	합계	13,208	14,622	14,978	15,994	3,512	3,551	3,787	3,773	3,398	3,862	3,786	3,932
	YoY	17.0%	10.7%	2.4%	6.8%	27.0%	6.7%	4.7%	7.9%	-3.2%	8.8%	0.0%	4.2%

자료: 유한양행, 유안타증권 리서치센터

[표 3] 유한양행 신약 파이프라인

구분	적응증	과제명	임상단계
개량신약	고혈압 복합	YH22162	3상 중
	고지혈/당뇨 복합	YH14755	허가완료
	당뇨성 신경병증(신제형)	YHD1119	3상 완료
	고지혈/고혈압 복합	YHP1604	3상 중
	고지혈/고혈압 복합	YHP1701	3상 중
신약	기능성소화불량	YH12852	2상 중
	표적항암제(폐암)	YH25448	2상 중
	면역항암제	YH24931	전임상
	당뇨, 비알콜성지방간	YH25724	전임상
천연물 신약	치주염/관절염	YH23537	2상 중

자료: 유한양행, 유안타증권 리서치센터

유한양행 (000100) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	13,208	14,622	14,978	15,994	16,892
매출원가	9,314	10,376	10,844	11,558	12,162
매출총이익	3,894	4,246	4,135	4,437	4,730
판매비	2,916	3,359	3,592	3,664	3,801
영업이익	978	887	542	772	929
EBITDA	1,407	1,409	1,148	1,388	1,520
영업외손익	1,071	562	466	503	522
외환관련손익	69	-135	-4	0	0
이자손익	42	47	39	-26	-20
관계기업관련손익	651	465	355	375	389
기타	308	186	76	153	153
법인세비용차감전순이익	2,049	1,449	1,008	1,275	1,451
법인세비용	436	353	348	383	435
계속사업순이익	1,612	1,096	660	893	1,016
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,612	1,096	660	893	1,016
지배지분손이익	1,612	1,090	651	882	1,004
포괄손익	1,543	1,057	792	893	1,016
지배지분포괄이익	1,543	1,051	784	885	1,007

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	10,483	10,695	11,542	12,382	13,846
현금및현금성자산	2,449	2,566	1,907	2,348	3,431
매출채권 및 기타채권	2,486	2,933	3,134	3,311	3,487
재고자산	3,106	2,712	3,433	3,655	3,860
비유동자산	9,976	10,252	10,302	10,186	10,095
유형자산	3,339	3,554	3,637	3,558	3,498
관계기업 등 지분관련자산	3,767	3,726	3,763	3,763	3,763
기타투자자산	1,467	1,454	1,298	1,298	1,298
자산총계	20,459	20,947	21,844	22,568	23,941
유동부채	3,244	2,763	3,150	3,287	3,953
매입채무 및 기타채무	2,039	1,730	2,005	2,141	2,808
단기차입금	511	32	13	13	13
유동성장기부채	53	153	120	120	120
비유동부채	2,250	2,120	2,205	2,125	2,045
장기차입금	1,403	1,153	1,113	1,033	953
사채	0	0	0	0	0
부채총계	5,494	4,883	5,355	5,412	5,998
지배지분	14,966	16,000	16,421	17,085	17,872
자본금	569	595	622	622	622
자본잉여금	1,158	1,177	1,144	1,144	1,144
이익잉여금	14,112	14,933	15,410	16,075	16,862
비지배지분	0	63	68	71	71
자본총계	14,966	16,063	16,489	17,157	17,943
순차입금	-2,901	-3,678	-3,688	-4,209	-5,372
총차입금	1,966	1,338	1,247	1,167	1,087

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	741	1,261	839	1,064	1,698
당기순이익	1,612	1,096	660	893	1,016
감가상각비	415	500	566	578	561
외환손익	-31	48	-14	0	0
종속, 관계기업 관련손익	-889	-481	-355	-375	-389
자산부채의 증감	-1,088	-454	-655	-330	219
기타현금흐름	722	552	636	299	291
투자활동 현금흐름	-771	-422	-1,201	-429	-429
투자자산	16	-13	-201	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-801	-568	-748	-500	-500
유형자산 감소	1	1	3	0	0
기타현금흐름	12	157	-255	71	71
재무활동 현금흐름	233	-682	-438	-303	-303
단기차입금	-120	-512	-19	0	0
사채 및 장기차입금	570	-154	-73	-80	-80
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-205	-207	-222	-222	-222
기타현금흐름	-12	192	-124	-1	-1
연결범위변동 등 기타	28	-40	141	108	117
현금의 증감	230	118	-659	441	1,083
기초 현금	2,218	2,449	2,566	1,907	2,348
기말 현금	2,449	2,566	1,907	2,348	3,431
NOPLAT	978	887	542	772	929
FCF	-690	171	-442	327	960

자료: 유안타증권

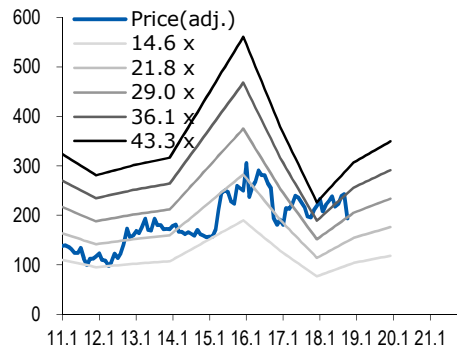
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	12,956	8,761	5,227	7,086	8,067
BPS	133,480	140,783	144,610	150,463	157,390
EBITDAPS	12,355	11,839	9,225	11,156	12,212
SPS	106,126	117,492	120,352	128,515	135,724
DPS	1,827	1,911	1,911	1,911	1,911
PER	21.5	25.5	37.1	27.4	24.0
PBR	2.1	1.6	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	20.3	16.1	17.9	14.4	12.4
PSR	2.6	1.9	1.6	1.5	1.4

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	17.0	10.7	2.4	6.8	5.6
영업이익 증가율 (%)	13.9	-9.3	-38.9	42.4	20.3
지배손이익 증가율 (%)	27.9	-32.4	-40.3	35.6	13.8
매출총이익률 (%)	29.5	29.0	27.6	27.7	28.0
영업이익률 (%)	7.4	6.1	3.6	4.8	5.5
자배순이익률 (%)	12.2	7.5	4.3	5.5	5.9
EBITDA 마진 (%)	10.7	9.6	7.7	8.7	9.0
ROIC	13.4	10.1	4.9	7.1	8.7
ROA	8.2	5.3	3.0	4.0	4.3
ROE	11.3	7.0	4.0	5.3	5.7
부채비율 (%)	36.7	30.4	32.5	31.5	33.4
순차입금/자기자본 (%)	-19.4	-23.0	-22.5	-24.6	-30.1
영업이익/금융비용 (배)	18.3	19.2	19.9	22.9	29.5

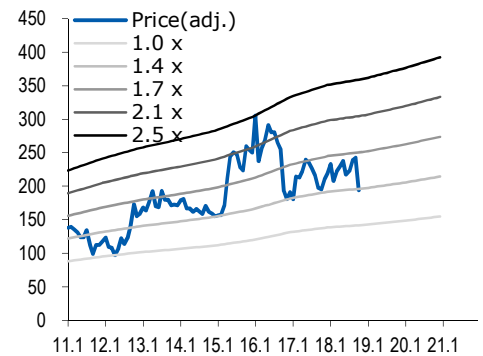
P/E band chart

(천원)

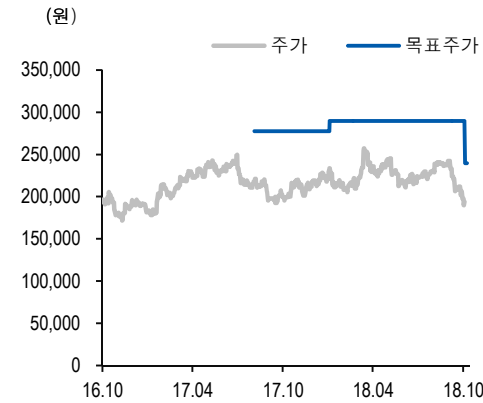


P/B band chart

(천원)



유한양행 (000100) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-10-31	BUY	240,000	1년		
2018-07-14	1년 경과 이후		1년	-19.13	-12.74
2017-08-31	BUY	277,890	1년	-20.62	-7.34
	담당자 변경				
2017-07-14	1년 경과 이후		1년		
2016-07-14	BUY	330,425	1년	-32.31	-11.53

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.7
Buy(매수)	83.3
Hold(중립)	14.4
Sell(비중축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-10-28

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 서미화)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.