

## 유한양행

HOLD(하향)

000100 기업분석 | 제약

목표주가(하향)	210,000원	현재주가(10/30)	194,000원	Up/Downside	+8.2%
----------	----------	-------------	----------	-------------	-------

2018. 10. 31

## 수출 부진이 아쉽다

## News

**3Q18 영업이익 컨센서스 크게 하회:** 유한양행의 연결기준 3Q18 실적은 매출액 3,786억원(-0.1%YoY), 영업이익 2억원(-99.3%YoY)으로 컨센서스 매출액 4,063억원, 영업이익 263억원을 크게 하회했다. 실적 부진의 이유는 별도기준 원료의약품 수출이 553억원(-9.6%YoY)으로 감소했고, R&D 비용이 298억원(+22.9%YoY)으로 증가했기 때문이다. 건강식품 신규사업 뉴오리진 관련 인건비 증가(+65억원YoY)와 유한화학의 감가상각비, 4Q17 자회사로 편입한(지분율 91.3%) 개량신약 개발사 애드파마의 영업적자도 실적 부진의 원인이 됐다.

## Comment

**폐암치료제, 원료 신제품, 유한킴벌리에 갇혀있다:** 유한양행에 기대하는 3가지는 폐암치료제의 기술수출, 수출실적 개선을 위한 원료 신제품 출시, 연결 자회사인 유한킴벌리의 실적 반등이다. 폐암 치료제는 9월 세계폐암학회(WCLC)에서 고무적인 임상결과를 발표하며 기술수출의 가능성을 높이고 있다. 그러나 원료 신제품은 19년 하반기 이후에나 실적에 반영될 수 있고 유한킴벌리의 실적 정상화 움직임은 아직 보이지 않는다. 현재로서는 내수시장에서 신제품 도입과 이익률 높은 제품 매출의 성장을 기대해볼 수 있겠으나, 4Q18 실적도 R&D 비용 증가가 예상되기 때문에 당분간 기대치를 낮춰볼 필요가 있다. 다만, 폐암치료제의 기술수출 성공 시 단기 반등할 가능성은 남아있다.

## Action

**목표주가 및 투자의견 하향, 210,000원, Hold:** 18년 연간 매출액 및 영업이익 추정치를 기존 대비 각각6.3%, 47.4% 하향 조정했다. 18년 추정 EPS 9,573원에 Target P/E 20배를 적용하고, 폐암치료제 YH25448의 신약가치(주당 16,380원)을 반영하여 목표주가를 210,000원으로 하향한다.

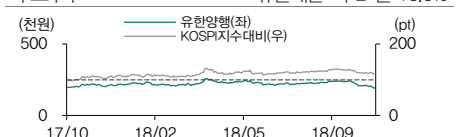
## Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
FYE Dec					
매출액	1,321	1,462	1,486	1,520	1,592
(증가율)	17.0	10.7	1.6	2.3	4.7
영업이익	98	89	60	79	83
(증가율)	13.9	-9.3	-31.9	30.5	4.6
지배주주순이익	161	109	117	143	150
EPS	13,168	8,892	9,573	11,686	12,225
PER (H/L)	24.2/12.7	28.3/20.0	20.3	16.6	15.9
PBR (H/L)	2.7/1.4	2.0/1.4	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA (H/L)	24.8/13.0	19.3/13.1	15.2	12.6	11.5
영업이익률	7.4	6.1	4.1	5.2	5.2
ROE	11.3	7.0	7.1	8.1	7.9

## Stock Data

52주 최저/최고	190,000/257,500원
KOSDAQ /KOSPI	644/2,015pt
시가총액	23,686억원
60일-평균거래량	28,452
외국인지분율	24.5%
60일-외국인지분율변동추이	+1.3%p
주요주주	유한재단 외 2인 15.6%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-20.0	-12.8	-2.2
상대기준	-7.0	-0.7	21.5

도표 1. 유한양행 3Q18 실적 Review

(단위: 십억원 %)

		3Q18P	3Q17	%YoY	2Q18	%QoQ	DB추정치	%차이	컨센서스	%차이
별도	매출액	375.6	376.6	-0.3	383.4	-2.0	405.8	-7.4	401.1	-6.4
	영업이익	4.4	19.3	-77.3	23.9	-81.7	22.0	-80.1	21.2	-79.3
	당기순이익	21.8	15.2	43.6	18.8	16.0	27.4	-20.6	17.0	28.1
연결	매출액	378.6	378.7	0.0	386.2	-2.0	409.3	-7.5	403.0	-6.1
	영업이익	0.2	22.0	-99.3	16.6	-99.1	31.7	-99.5	26.2	-99.4
	당기순이익	10.9	26.5	-58.8	16.6	-34.2	34.9	-68.8	25.5	-57.3

자료: 유한양행, DB 금융투자

도표 2. 유한양행 부문별 실적 전망

(단위: 십억원 %)

		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2017	2018E	2019E
별도	매출액	349.4	352.6	376.6	373.4	336.1	383.4	375.6	377.4	1452.0	1472.5	1506.5
	%YoY	27.4	7.5	5.2	7.9	-3.8	8.7	-0.3	1.1	11.1	1.4	2.3
	약품사업부	246.8	250.1	277.9	283.3	266.8	280.3	282.1	281.8	1058.2	1110.9	1128.5
	일반의약품	28.3	31.4	29.2	28.3	27.9	29.8	25.7	33.4	117.1	116.8	126.7
	처방의약품	218.5	218.8	248.7	255.1	238.8	250.5	256.3	248.5	941.0	994.1	1001.8
	해외사업부	74.9	66.3	62.3	62.1	41.4	63.8	56.8	67.9	265.6	229.8	256.0
	유통사업부	24.8	32.9	33.3	25.1	24.9	35.6	32.9	25.5	116.1	118.9	108.5
	기타	2.8	3.2	3.2	2.9	3.1	3.7	3.9	2.2	12.0	12.9	13.5
	R&D 비용	16.5	15.1	16.5	22.7	15.1	17.6	19.2	21.6	70.8	73.4	84.8
	판매비	55.6	70.6	63.7	62.5	57.5	70.7	70.2	67.8	252.3	266.2	274.5
	영업이익	27.7	19.4	19.3	13.9	25.7	23.9	4.4	14.4	80.4	68.3	52.3
	%YoY	50.4	28.3	21.1	-26.2	-7.4	23.1	-77.3	3.5	17.6	-15.0	-23.4
연결	매출액	351.2	355.1	378.7	377.3	339.8	386.2	378.6	380.9	1462.2	1485.5	1520.4
	%YoY	27.0	7.5	4.7	8.3	-3.2	8.8	0.0	1.0	11.0	1.6	2.3
	영업이익	35.5	20.7	22.0	10.5	25.7	16.6	0.2	24.0	88.7	66.4	91.0
	%YoY	78.4	-6.5	-12.9	-60.5	-27.7	-19.9	-99.3	129.1	-5.5	-25.1	36.9
	순이익	29.5	32.4	26.5	21.4	21.2	16.6	10.9	67.9	109.6	116.5	132.9
	%YoY	-42.5	-5.0	9.9	-58.8	-28.2	-48.8	-58.8	217.8	-32.0	6.2	14.1

자료: 유한양행, DB 금융투자

## 대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,048	1,070	1,199	1,279	1,392
현금및현금성자산	245	257	375	451	533
매출채권및기타채권	249	293	274	272	287
재고자산	311	271	297	304	318
비유동자산	998	1,025	1,059	1,078	1,098
유형자산	334	355	392	413	434
무형자산	16	26	24	22	20
투자자산	523	518	518	518	518
자산총계	2,046	2,095	2,259	2,358	2,490
유동부채	324	276	342	318	321
매입채무및기타채무	204	173	238	215	217
단기차입금및단기차입	51	3	3	3	3
유동성장기부채	5	15	15	15	15
비유동부채	225	212	212	212	212
사채및장기차입금	140	115	115	115	115
부채총계	549	488	554	530	533
자본금	57	60	62	62	62
자본잉여금	116	118	118	118	118
이익잉여금	1,411	1,493	1,589	1,710	1,838
비지배주주지분	0	6	7	8	9
자본총계	1,497	1,606	1,705	1,828	1,956

## 현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	74	126	178	113	121
당기순이익	161	110	118	144	151
현금유출이없는비용및수익	5	46	40	43	45
유형및무형자산상각비	43	52	66	69	72
영업관련자산부채변동	-109	-45	57	-30	-28
매출채권및기타채권의감소	-21	-56	19	2	-14
재고자산의감소	-68	41	-26	-7	-14
매입채무및기타채무의증가	-10	-46	65	-24	3
투자활동현금흐름	-77	-42	-37	-12	-15
CAPEX	-80	-57	-101	-88	-91
투자자산의순증	-51	5	57	60	63
재무활동현금흐름	23	-68	-23	-25	-25
사채및장기차입금의 증가	45	-63	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	4	3	0	0
배당금지급	-21	-21	-22	-22	-22
기타현금흐름	3	-4	0	0	0
현금의증가	23	12	119	76	81
기초현금	222	245	257	375	451
기말현금	245	257	375	451	533

자료: 유한양행 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

## 손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,321	1,462	1,486	1,520	1,592
매출원가	931	1,038	1,063	1,064	1,117
매출총이익	389	425	423	457	475
판매비	292	336	363	378	393
영업이익	98	89	60	79	83
EBITDA	141	141	127	147	154
영업외손익	107	56	94	108	115
금융손익	9	-3	7	5	5
투자손익	65	46	57	60	63
기타영업외손익	33	13	30	43	47
세전이익	205	145	154	187	197
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	161	110	118	144	151
지배주주지분순이익	161	109	117	143	150
비지배주주지분순이익	0	1	1	1	1
총포괄이익	154	106	118	144	151
증감률(%YoY)					
매출액	17.0	10.7	1.6	2.3	4.7
영업이익	13.9	-9.3	-31.9	30.5	4.6
EPS	28.0	-32.5	7.7	22.1	4.6

주: K-IFRS 회계기준 적용으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

## 주요 투자지표

12월 결산(원 % 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당이익(원)					
EPS	13,168	8,892	9,573	11,686	12,225
BPS	120,248	128,558	136,459	146,215	156,500
DPS	1,827	1,911	1,911	1,911	1,911
Multiple(배)					
P/E	14.5	24.6	20.3	16.6	15.9
P/B	1.6	1.7	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	14.0	15.9	15.2	12.6	11.5
수익성(%)					
영업이익률	7.4	6.1	4.1	5.2	5.2
EBITDA마진	10.7	9.6	8.5	9.7	9.7
순이익률	12.2	7.5	7.9	9.5	9.5
ROE	11.3	7.0	7.1	8.1	7.9
ROA	8.2	5.3	5.4	6.2	6.2
ROIC	13.1	9.9	6.7	8.6	8.4
안정성및기타					
부채비율(%)	36.7	30.4	32.5	29.0	27.2
이자보상배율(배)	18.3	19.2	16.2	21.1	22.1
배당성향(배)	12.4	19.4	18.0	14.8	14.1

## Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

## 1년간 투자이전 비율 (2018-09-30 기준) - 매수(75.2%) 중립(24.8%) 매도(0.0%)

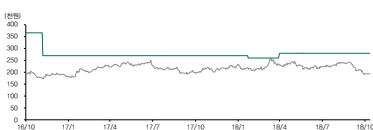
가업 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이전은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

## 유한양행 현주가 및 목표주가 차트



## 최근 2년간 투자이전 및 목표주가 변경

일자	투자이전	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자이전	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
16/05/30	Buy	366,000	-24.4 -10.1				
16/12/06	Buy	270,000	-14.4 0.7				
17/12/06		1년경과	-12.3 -5.6				
18/02/21	Buy	260,000	-13.3 -1.0				
18/04/30	Buy	280,000	-19.4 -12.3				
18/10/31	Hold	210,000	-				

주: \*표는 답당자 변경