

유한양행 (000100)

Buy (Initiate)

목표주가(12M)	300,000 원(신규)
종가(2018/11/05)	231,000 원

Stock Indicator	
자본금	60십억원
발행주식수	1,245만주
시가총액	2,874십억원
외국인지분율	24.3%
52주 주가	167,500~257,500 원
60일평균거래량	44,708주
60일평균거래대금	9.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.9	3.1	2.0	15.9
상대수익률	11.3	12.3	17.6	34.7



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	1,462	1,500	1,609	1,730
영업이익(십억원)	89	65	86	93
순이익(십억원)	109	97	97	102
EPS(원)	9,161	7,776	7,779	8,230
BPS(원)	134,428	134,407	140,040	146,124
PER(배)	23.9	29.7	29.7	28.1
PBR(배)	1.6	1.7	1.6	1.6
ROE(%)	7.0	5.9	5.7	5.8
배당수익률(%)	0.9	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	15.8	20.6	17.0	16.8

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

김재익(2122-9183)
jaeikik@hi-ib.com

반등의 시작

기대 이상의 기술수출계약 YH25448

11월 5일 유한양행은 3세대 EGFR 저해제인 YH25448을 앤센(Janssen) 대상으로 1.4 조원(계약금 5천만달러, 마일스톤 12억달러)에 기술이전에 성공하였다. YH25448은 최근 ASCO에서 발표한 임상 1/2상 중간결과에서 글로벌 블록버스터 치료제인 타그리소(Tagrisso) 대비 우월한 반응률 및 낮은 부작용이 관찰된 바 있다. 이번 기술이전계약 규모는 과거 한미약품의 EGFR 저해제인 올리타 대비 2배 가량 큰 규모로 동사의 오픈이노베이션 전략이 성공적으로 진행되고 있음을 보여준다. YH25448은 연내 임상 한국 1/2상 종료 후, 2019년 미국에서 3상을 개시할 것으로 전망된다. 유한양행과 제노스코는 YH25448에 대하여 6대4의 비율로 수익을 배분할 예정이며, 이번 계약금은 4분기에 일시 인식될 것으로 판단된다. 또한 2019년 임상 3상을 개시 시 유의미한 마일스톤 유입이 기대되며, 이를 통해 부진한 자회사 실적에도 안정적인 실적을 기록할 것으로 기대된다.

점차 회복될 자회사 실적

동사는 연결기준 3분기 매출액 3,786억원 (-0.0y-y), 영업이익 2억원 (-99.3% y-y)로 어닝쇼크를 기록하였다. 매출액은 시장에 부합했으나, 매출원가(원가율 1.4%p 증가), 판매비와 관리비 (+10.2% y-y), 연구개발비 (+22.9% y-y) 등 큰 폭의 지출확대와 시장의 예상을 넘어서는 자회사 영업손실(유한화학 -10억원, 애드파마 -31억원)으로 영업이익이 컨센서스를 대폭 하회하였다.

연결기준 4분기 매출액 3,956억원 (+4.9% y-y), 영업이익 233억원 (+113.0% y-y, 영업이익률 5.6%) 달성할 것으로 전망한다. 올해 동사의 실적이 부진한 이유는 길리어드 향 HCV API 수출의 부진에 따른 유한화학의 수익성 악화, 사드 영향 유한킴벌리의 매출 역성장 등 자회사 실적 부진이다. 근시일 내 자회사의 실적 턴어라운드는 어렵다고 판단되지만, 개선되고 있는 API 제품 믹스와 사드 관련 이슈 해소 등으로 자회사의 실적은 3분기를 저점으로 점차 회복될 것이다. 이에 연결기준 매출액 1조 6,705억원 (+7.9% y-y), 영업이익 1,041억원 (+8.2%, 영업이익률 6.2%)으로 2019년 실적은 개선된 흐름을 보일 것이다.

투자의견 Buy, 목표주가 300,000 원에 커버리지 개시

유한양행에 대해 투자의견 Buy, 목표주가는 300,000 원에 커버리지를 개시한다. 목표주가는 동사의 2019년 예상 EBITDA 1,377억원에 대형제약사(한미약품 제외) 평균 2019년 예상 EV/EBITDA 18.0배를 적용하여 영업가치 2조 4,840억원 산출 여기에 비영업가치(YH25448 가치 4,827억원, 상장기업 보유지분가치 1,057억원) 2019년 예상 순현금 5,298억원을 반영하여 산출하였다.

I. 투자의견 Buy, 목표주가 300,000 원 개시

현 주가 대비
상승여력 30.4%

유한양행에 대하여 투자의견 Buy, 목표주가 300,000 원에 커버리지를 개시한다. 동사의 목표주가는 동사의 2019년 예상 EBITDA 1,377 억원에 대형제약사 평균 2019년 예상 EV/EBITDA 18.0 배를 적용하여 영업가치 2 조 4,840 억원, 비영업가치 5,799 억원 (YH25448 가치 4,827 억원, 상장기업 보유지분가치 1,057 억원), 2019년 예상 순현금 5,298 억원을 반영하여 산출하였다.

2018년 3분기를 저점으로 동사의 실적은 재차 회복세를 보일 것으로 전망한다. 자회사의 이슈로 동사의 손익이 악화되었지만, 동사의 전문의약품 (ETC) 매출은 1,2,3분기 각각 전년동기대비 9.3%, 14.5%, 3.1% 성장하며, 꾸준한 성장세를 유지하였다. 로수바미브, 아토르바, 듀오웰 등의 개량신약의 매출이 꾸준히 상승하고 있으며, 향후 추가되는 개량신약 등의 영향으로 ETC 매출액은 우상향 추세를 유지할 것으로 판단하고 있다. 유한 화학의 경우, 단기간 내 매출 회복은 어렵지만, 계속해서 고객처를 다양화를 위한 노력을 지속 중에 있으며, 제품 믹스 개선을 통해 점차 손실 폭을 줄여나갈 것으로 판단된다. 유한킴벌리 또한 사드 이슈 해소에 따른 매출 회복이 기대된다.

11월 5일 기술수출된 YH25448의 계약금 5천만달러 중 유한양행의 할당량인 3천만달러는 4분기실적에 일시 인식될 것으로 전망된다. 이에 따라 동사의 4분기 순이익은 487 억원(+128.1% y-y) 기록될 것으로 판단된다. 또한 연내 1/2 상 종료 후 2019년 YH25448 임상 3상 개시 시, 유의미한 마일스톤 수취가 기대되며, 이에 따른 실적 개선 또한 기대된다.

그림1. 유한양행 SOTP Valuation

	2019F EBITDA	2019F EV/EBITDA	상위제약사 평균 EV/EBITDA 적용
1. 영업가치	2,484.0	137.7	18.0
2. 비영업가치	579.9		
보유지분가치	105.7	지분률	
제넥신	41.3	3%	
테라젠이텍스	29.2	9%	
바이오니아	11.0	6%	
코스온	24.3	12%	
신약가치	482.7		
YH25448	482.7		그림 5번의 테이블 참조
3. 순차입금	-529.8		
4. 기업가치 (1+2-3)	3,602.1		
5. 보통주주식수(1,000)	12,209		
6. 적정주가	295,028		

자료: 하이투자증권 리서치센터 전망

II. YH25448 의 마일스톤 기반 실적 개선 기대

11 월 5 일, 동사의 3 세대 EGFR 저해제인 YH25448 이 얀센(Janssen) 대상으로 기술이전되었다. 기술이전규모는 계약금 5 천만달러(560 억원), 마일스톤 12 억 5 천만달러(1.3 조원)로 과거 같은 EGFR 저해제인 한미약품의 올리타의 계약규모(560 억원) 대비 2 배에 가까운 블록버스터급 기술이전계약이다. 공동개발 중인 제노스코, 오스코텍 대상으로는 40%의 수익을 분배하는 구조로 되어 있으며, 이는 계약금, 마일스톤, 로열티 또한 동일하게 적용된다. 계약금은 4 분기 일시 반영될 것으로 기대되며, 2019년 임상 3 상 개시 시 유의미한 개발 마일스톤 수취에 따른 실적 개선이 기대된다.

YH25448 은 3 세대 EGFR 저해제로 유한양행이 2015년 7 월 오스코텍의 자회사인 제노스코로부터 10 억원의 계약금으로 기술 도입하여 공동개발 중이다. 연내 임상 한국 1/2 상 종료 후, 2019년 미국에서 3 상을 개시할 것으로 전망된다. 올해 6 월 ASCO 에서 발표한 임상 1/2 상 중간결과에서 60% 이상의 높은 객관적 반응률(ORR)과 T790M 변이 환자 대상 66%의 객관적 반응률을 보이며, 대표적인 3 세대 EGFR 저해제인 타그리소(Tagrisso) 대비 우수한 임상결과를 발표한 바 있다. 특히 고용량 투여군(240mg, n=7)에서 86%라는 높은 ORR 을 기록한 것은 고무적이다. 그 외 뇌전이암 환자 대상 ORR 은 55%로 이 또한 낮지 않은 반응률을 기록하였다.

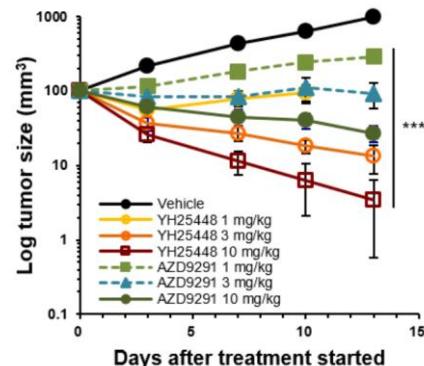
ORR 외에도 주목해야되는 부분은 부작용이다. YH25448 은 3 단계 이상의 심각한 부작용 발현률이 11%에 불과하였다. 타그리소의 경우 과거 임상 3 상단계에서 심각한 부작용 발현율은 23%에 달했다. 타그리소가 고용량 투여군이 80mg 인 것 감안 시 240mg 을 투여한 YH25448 의 낮은 부작용 발현률은 best-in-class 로서의 가능성을 보여준다.

그림2. YH25448 임상 2 상 결과

제형별 분류	인원 수	반응률
Overall Objective Response Rate (ORR) - all doses	n=100	61%
ORR - T790M-positive patients - all doses	n=92	66%
ORR - T790M-positive patients - 240 mg dose	n=7	86%
ORR - T790M-negative patients - all doses	n=18	33%
ORR - patients with brain metastasis	n=11	55%
Tolerability (이상 반응)		발현률
Any AEs of grade 3-5		11%
Any drug-related AEs grade 3-5		2%

자료: 제노스코, 하이투자증권 리서치센터

그림3. YH25448 vs. Tagrisso 임상 2 상 결과 비교



자료: 제노스코, 하이투자증권 리서치센터

그림4. YH25448 밸류에이션 가정

밸류에이션 변수	비고
시장 규모	Global data 의 타그리소 (Tagrisso) 매출 규모 및 전망치 사용
최대 시장점유율	Big Pharma 공동개발 감안 30% 가정
개발 일정	2019년 임상 3상 개시, 2021년 3상 종료, 2023년 발매 오스코테, 제노스코 40% 배분 감안, 계약금 3,000만달러, 마일스톤 7 억 2,300만달러
마일스톤&로열티	개발 마일스톤과 판매마일스톤 비율 55 가정 로열티 15%에서 배분비율 40% 감안 9% 가정 제조마진 10% 가정
할인률	WACC7.2% 가정
가정(WACC)	평균차입금리 3.4%, 무위험이자율 2.3%, Equity Risk Premium 5.2% (52 주 베타 0.821 적용)
법인세율	법인세율 10% 가정
영구성장률	항암제 영구성장률 10% 가정
성공확률	항암제 임상 3상 성공확률 33.0% 적용

자료: 하이투자증권 리서치센터 전망

그림5. YH25448 신약가치 평가

(단위: 백만달러)	'18F	'19F	'20F	'21F	'22F	'23F	'24F	'25F	...	'35F
Tagrisso 매출 규모	1,668	2,353	3,108	3,740	4,190	4,658	5,117	5,526		9,261
성장률	74.7%	41.1%	32.1%	20.3%	12.0%	11.2%	9.9%	8.0%		5.0%
M/S (Peck M/S 30% 가정)						5.0	10.0	20.0		15.0
예상매출						233	512	829		1,389
개발일정	1/2상종료	3상개시		3상종료	허가	발매				
마일스톤	30.0	180.8			180.8					
로열티 (10% 가정)						21.0	46.1	74.6		125.0
제조마진(15% 가정)						23.3	51.2	82.9		138.9
FCF (세율 10% 가정)	27.0	162.7	0.0	0.0	162.7	39.8	87.5	141.8		237.5
A. NPV (WACC8.6% 가정)	1737.4									
B. NPV of Terminal value (-20% 영구성장)	382.3									
합산가치(A+B)	2,119.7									
Risk-adjusted NPV (성공률 19%가정)	699.5									
배분비율 고려 가치 (한미약품 70% 가정)	419.7									
환산 가치 (환율 1,150 원/달러)	482.7									
Share	12,209									
주당 가치 (원)	39,532									

자료: 하이투자증권 리서치센터 전망

그림6. 유한양행 분기별 요약손익계산서

구 분(단위: 십억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018E	2019F	2020F
매출액	339.8	386.2	378.6	395.6	360.5	412.7	407.3	428.6	1,500.3	1,609.1	1,730.3
증감률(%y-y)	-3.2	8.8	-0.0	4.9	6.1	6.9	7.6	8.3	2.6	7.3	7.5
의약품	266.8	280.3	282.1	295.3	280.2	295.5	300.7	317.2	1,124.4	1,193.6	1,278.6
ETC	238.8	250.5	256.3	266.5	251.8	265.1	274.5	287.8	1,012.2	1,079.2	1,158.4
OTC	27.9	29.8	25.7	28.8	28.4	30.4	26.2	29.4	112.2	114.4	120.2
생활건강	24.9	35.6	32.9	27.0	26.3	37.8	34.8	28.5	120.4	127.3	133.4
해외사업	41.4	63.8	56.8	66.3	47.4	73.1	65.0	76.0	228.3	261.4	291.9
기타/임대, 용역	3.1	3.7	3.9	3.2	3.1	3.6	3.7	3.1	13.8	13.4	13.0
연결 조정	3.7	2.8	3.0	3.9	3.7	2.8	3.0	3.9	13.4	13.4	13.4
매출총이익	101.8	109.0	96.5	118.2	104.1	115.9	117.9	122.7	425.5	460.6	495.4
증감률(%y-y)	-6.9	-0.6	-8.6	18.2	2.2	6.3	22.2	3.8	0.2	8.2	7.6
매출총이익률(%)	30.0	28.2	25.5	29.9	28.9	28.1	28.9	28.6	28.4	28.6	28.6
영업이익	25.7	16.6	0.2	22.3	19.2	18.9	20.3	27.6	64.7	85.9	92.6
증감률(%y-y)	-27.7	-19.9	-99.3	113.0	-25.1	13.5	13,225.5	23.6	-27.0	32.7	7.7
영업이익률(%)	7.6	4.3	0.0	5.6	5.3	4.6	5.0	6.4	4.3	5.3	5.4
당기순이익	21.2	16.6	10.9	48.7	22.1	21.7	23.1	30.4	97.3	97.3	103.0
증감률(%y-y)	-28.4	-48.7	-58.8	128.1	4.3	31.1	112.5	-37.5	-11.2	0.0	5.8
당기순이익률(%)	6.2	4.3	2.9	12.3	6.1	5.3	5.7	7.1	6.5	6.0	6.0

자료: 하이투자증권 리서치센터 전망

그림7. 유한양행 오픈이노베이션 현황

회사명	상장여부	투자년도	투자금액(백만원)	지분율
엠지	비상장	2014	9,900	38.5%
엔솔바이오사이언스	비상장	2011	4,500	12.0%
테라젠이텍스	상장	2012	20,000	8.4%
바이오니아	상장	2015	10,000	4.4%
이뮨온시아	비상장	2016	11,795	51.0%
씨앤씨	비상장	2016	2,541	35.0%
웨렌텍	비상장	2016	2,025	35.1%
애드파마	비상장	2017	3,000	91.3%
제넥신	상장	2015	20,000	0.5%
파멥신	비상장	2016	3,000	2.4%
Sorrento Therapeutics	Nasdaq 상장	2016	12,078	3.5%
NeolimmuneTech	비상장	2016	3,514	11.4%
Genesco	비상장	2016	4,989	5.6%
바이오파아	비상장	2017	2,016	6.1%
칭다오세브란스병원	비상장	2018	20,104	9.6%
굳티셀	비상장	2018	5,000	6.2%

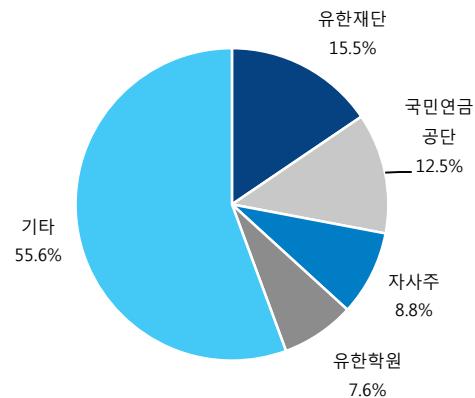
자료: 유한양행, 하이투자증권 리서치센터

그림8. 유한양행 파이프라인 현황

파이프라인명	임상단계	적용증	분류	비고
YH12852	임상1상	장폐색증	신약	
YH25448	임상1/2상	표적항암제	신약	안센 대상 기술수출계약 체결 (총 1.4조원 규모)
YH24931	후보물질	면역항암제	신약	이뮨온시아와 공동개발
YHC2101	후보물질	면역항암제	신약	애클론과 공동개발
YH25724	전임상	NASH, 당뇨	신약	
YH14618	임상2상	퇴행성디스크	신약	미 스파인파마에 기술수출(2,400억원)
YH23537	임상2상	치주염/관절염	천연물신약	
YH22162	임상3상완료	고혈압	개량신약	
YH14755	임상3상완료	고지혈증/당뇨 복합	개량신약	
YH1119	임상3상완료	당뇨병성 신경병증	개량신약	
YHP1604	임상3상완료	고지혈/고혈압 복합	개량신약	
YHP1701	임상3상	고지혈/고혈압 복합	개량신약	
YH26153	임상1상	임플란트주위염	개량신약	
YH26136	전임상	고지혈/항혈전제	개량신약	

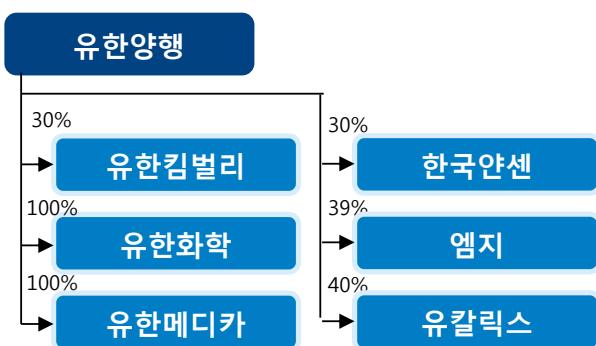
자료: 유한양행, 하이투자증권 리서치센터

그림9. 유한양행 지분구조



자료: 전자공시시스템, 하이투자증권 리서치센터

그림10. 유한양행 지배구조



자료: 하이투자증권 리서치센터

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	1,070	1,167	1,284	1,412
현금 및 현금성자산	257	260	263	253
단기금융자산	245	301	371	456
매출채권	293	300	322	346
재고자산	271	300	322	346
비유동자산	1,025	1,029	1,024	1,029
유형자산	355	336	288	249
무형자산	26	34	30	26
자산총계	2,095	2,195	2,308	2,440
유동부채	276	315	358	414
매입채무	173	202	245	301
단기차입금	3	1	1	1
유동성장기부채	15	12	12	12
비유동부채	212	225	225	225
사채	-	-	-	-
장기차입금	115	115	115	115
부채총계	488	540	583	639
지배주주지분	1,600	1,648	1,718	1,794
자본금	60	62	62	62
자본잉여금	118	118	118	118
이익잉여금	1,493	1,543	1,617	1,696
기타자본항목	-153	-153	-153	-153
비지배주주지분	6	7	7	8
자본총계	1,606	1,655	1,725	1,801

포괄손익계산서

(단위:십억원, %)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	1,462	1,500	1,609	1,730
증가율(%)	10.7	2.6	7.3	7.5
매출원가	1,038	1,075	1,149	1,235
매출총이익	425	426	461	495
판매비와관리비	336	361	375	403
연구개발비	71	73	79	85
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	89	65	86	93
증가율(%)	-9.3	-27.0	32.7	7.7
영업이익률(%)	6.1	4.3	5.3	5.4
이자수익	9	10	12	13
이자비용	5	4	4	4
지분법이익(소실)	46	30	46	46
기타영업외손익	13	5	5	5
세전계속사업이익	145	104	139	147
법인세비용	35	31	42	44
세전계속이익률(%)	9.9	6.9	8.6	8.5
당기순이익	110	73	97	103
순이익률(%)	7.5	4.9	6.0	5.9
지배주주귀속 순이익	109	72	96	102
기타포괄이익	-4	-4	-4	-4
총포괄이익	106	69	93	99
지배주주귀속총포괄이익	109	72	96	102

현금흐름표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	126	182	183	187
당기순이익	110	73	97	103
유형자산감가상각비	50	50	48	39
무형자산상각비	2	3	4	4
지분법관련손실(이익)	46	30	46	46
투자활동 현금흐름	-42	-97	-101	-117
유형자산의 처분(취득)	-57	-30	-	-
무형자산의 처분(취득)	-3	-11	-	-
금융상품의 증감	-3	-56	-69	-85
재무활동 현금흐름	-68	-24	-23	-23
단기금융부채의증감	-51	-2	-	-
장기금융부채의증감	-10	-	-	-
자본의증감	-	3	-	-
배당금지급	-21	-22	-23	-23
현금및현금성자산의증감	12	4	3	-9
기초현금및현금성자산	245	257	260	263
기말현금및현금성자산	257	260	263	253

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	9,161	5,821	7,753	8,204
BPS	134,428	132,452	138,058	144,116
CFPS	13,546	10,059	11,909	11,626
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000
Valuation(배)				
PER	23.9	29.7	29.7	28.1
PBR	1.6	1.7	1.6	1.6
PCR	16.2	19.2	19.4	19.8
EV/EBITDA	15.8	20.6	17.0	16.8
Key Financial Ratio(%)				
ROE	7.0	4.5	5.7	5.8
EBITDA 이익률	9.6	7.8	8.6	7.8
부채비율	30.4	32.6	33.8	35.5
순부채비율	-22.9	-26.2	-29.3	-32.2
매출채권회전율(x)	5.4	5.1	5.2	5.2
재고자산회전율(x)	5.0	5.3	5.2	5.2

자료 : 유한양행, 하이투자증권 리서치센터



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2017-06-07(담당자변경)	Buy	290,000	6개월	-19.9%	-16.4%
2017-07-05	Buy	310,000	1년	-28.6%	-19.5%
2017-10-10	Buy	260,000	1년	-18.3%	-10.0%
2018-03-21	Buy	290,000	1년	-21.9%	-11.2%
2018-11-06(담당자변경)	Buy	300,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 김재익)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral(중립), - Underweight(비중축소)

구분	매수	종립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.1%	9.9%	-