



## BUY(Maintain)

목표주가: 320,000원

주가(1/22): 233,000원

시가총액: 29,771억원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (1/22)	2,117.77pt	
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	246,406원	160,283원
등락률	-5.44%	45.37%
수익률	절대	상대
1M	10.9%	8.0%
6M	10.9%	19.9%
1Y	8.7%	28.4%

## Company Data

발행주식수	13,013천주
일평균 거래량(3M)	179천주
외국인 지분율	20.94%
배당수익률(18E)	0.91%
BPS(18E)	132,788원
주요 주주	유한재단 외 15.57%

## 투자지표

(억원, IFRS **)	2016	2017	2018E	2019E
매출액	13,208	14,622	15,023	15,956
보고영업이익	978	887	511	758
핵심영업이익	978	887	511	758
EBITDA	1,407	1,409	969	1,231
세전이익	2,049	1,449	950	1,304
순이익	1,612	1,096	720	989
자체주주지분순이익	1,612	1,090	716	983
EPS(원)	12,391	8,379	5,753	7,900
증감률(%YoY)	27.9	-32.4	-31.3	37.3
PER(배)	14.8	25.0	36.4	26.5
PBR(배)	1.6	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA(배)	14.7	16.8	23.9	18.3
보고영업이익률(%)	7.4	6.1	3.4	4.8
핵심영업이익률(%)	7.4	6.1	3.4	4.8
ROE(%)	11.3	7.1	4.4	5.8
순부채비율(%)	-19.4	-22.9	-25.3	-27.6

## Price Trend



## 실적 Preview

## 유한양행 (000100)

## 재평가가 필요한 시점



'18.4Q 실적은 컨센서스 하회가 예상되나, R&D 비용 증가가 가장 큰 원인으로 주가 하락은 제한적일 것으로 보인다. '19.1Q 호실적이 예상되는데, NASH 치료제 계약금(약 170억원) 1Q 유입과 레이저티닙 계약금(약 330억원) 분할인식이 예상되기 때문이다. '19년 자회사 실적 기저효과 및 개량신약 매출 증가로 본업의 구조적 마진 개선 등 기대되며, R&D 진척에 따른 추가 마일스톤 유입도 예상된다. 실적과 R&D 두마리 토끼를 잡은 동사를 커버리지내 최선호주로 추천한다.

## &gt;&gt; 4Q18 R&amp;D 비용 증가로 컨센서스 하회 전망

4분기 매출액은 3,977억원(YoY +5.4%), 영업이익은 70억원(YoY -33%)로 매출액은 시장 기대치에 부합할 것으로 보이나 영업이익은 -55% 하회가 예상된다. R&D 비용 증가가 예상됨에 따라 기존 R&D 추정치 217억원에서 290억원으로 상향하면서 영업이익을 160억원에서 70억원으로 하향한다. 원료(API) 수출은 4분기 595억원(YoY -2%)로 예상되며, 전문의약품(ETC)은 챔픽스와 백신 도입 및 로수메트 등과 같은 상품과 개량신약 매출 증가로 2,775억원(YoY +9%)이 전망된다. 영업이익 시장 기대치 하회가 예상되는데, R&D 비용 증가가 주된 원인이기 때문에 주가에 미치는 영향은 적을 것으로 판단한다.

## &gt;&gt; '19년 특히 1Q 좋고, 하반기 플러스 알파도 기대

'19년 매출액은 1조 5,956억원(YoY +6.2%, 영업이익은 758억원(YoY +48.4%)이 예상되는데, 특히 1분기는 매출액 3,972억원(YoY +16.9%), 영업이익 360억원(YoY 40.4%)로 호실적이 기대된다. 길리어드에 기술 수출한 NASH 후보물질의 계약금 1,500만 달러(약 170억원)이 1분기내 유입이 예상되고, 얀센에 기술 수출한 레이저티닙의 계약금 3,000만 달러(약 330억원, 제노스코 40% 배분 제외)가 '19.1Q부터 4개 분기에 걸쳐 분할 인식되기 때문이다. 비리어드가 '18.11월 특허만료로 '19년 약 500억원 하락한 1,068억원이 전망된다. 다만, 고마진의 개량신약이 '18년 500억원에서 '19년 800억원 증가가 예상되고 챔픽스 등 도입 상품이 매출에 기여하며 비리어드의 하락을 만회할 수 있을 것으로 보인다. '18년 지지부진했던 유한화학도 감가상각비가 줄어들고, '18.2Q 일회성 재고 이슈(50억원) 또한 올해는 없어 실적 기저효과가 전망된다. 킴벌리 중국 비중도 '17년 7%에서 '18년 2.8%로 이미 줄어들었기 때문에 바닥을 다질 것으로 보인다. 이 밖에도 실적 추정치에 포함하지 않았으나, NASH 치료제가 3Q19에 선도물질 도출이 완료되거나 레이저티닙이 4Q19~1Q20에 3상 진입하게 되면 마일스톤 유입이 예상된다.

## &gt;&gt; 신약개발회사로 재평가 필요. 최선호주로 추천

'19.1Q 상위사 중 가장 호실적이 기대되고, 하반기 마일스톤 추가 유입도 기대해 볼 수 있다. 다국적제약사에 오픈 이노베이션 후기 물질과 자체 개발 초기 물질 기술 수출을 성공시켰고, R&D 비용도 1,070억원('18년)에서 1,500억원 ('19년) 증가하며 신약개발업체로 변모해가고 있음에도 동사의 fw12m PER은 26.5배로 상위 제약사 34배 대비 저평가되어 있어 최선호주로 추천한다.

## 유한양행 실적 Preview

(단위, 억원)

구 분	4Q18E	4Q18 컨센서스	차이	2019	2019 컨센서스	차이
매출액	3,977	3,948	1%	15,956	16,091	-0.8%
yoY	5.4%	4.7%		6.2%	10.0%	
영업이익	70	154	-55%	758	905	-16.2%
yoY	-33.2%	47.0%		48.4%	2.0%	
OPM	1.8%	3.9%		4.8%	5.6%	
지배주주순이익	230	305	-25%	983	1,149	-14.4%

출처 : 키움증권 리서치센터

## 미국 FDA 승인 받은 폐암치료제

	1 세대	2 세대	3 세대
작용	폐암세포 증식을 명령하는 EGFR에 붙어 신호전달을 막음	ErbB Family 모두 차단하여 내성 위험 낮춤. 종양 성장/전이/대사 경로 차단	EGFR TKI 사용환자에서 T790M 변이 내성 극복
제품명	이레사 (아스트라제네카) 타세바 (제넨텍)	지오트립 (베링거인겔하임)	타그리소(아스트라제네카)
무진행생존기간(PFS)	10.9 개월 (이레사), 10.4 개월 (타세바)	13.6 개월	18.9 개월
문제점	EGFR 중 ErbB1만 차단하며 2차 돌연 변이로 인한 내성 생길 수 있음. 치료제가 수용체에 붙었다 떨어졌다 하기 때문에 신호전달 억제 효과가 줄어듬	내성 위험 줄였으나, 기존 치료제 내성 극복하진 못했음	1 차 치료로 타그리소를 사용할 경우 C797S 같은 다른 내성 변이가 얼마나 빨리 등장할지 명확하게 밝혀진 바 없음
등장시기	2000년대 초반	2013년 7월	2016년 5월
의약품 가격	이레사 \$59.65 (20ml per sol) 타세바 \$94.95 (25mg per tab)	\$ 284.07 (20mg per tab)	\$508.94 (40mg per tab)

자료: 업계 자료, 키움증권 리서치

## 유한양행 R&amp;D 파이프라인 현황

구분	적용증	과제명	후보물질	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상
신약	항암제(표적 폐암) (Lazertinib)	YH25448					
	퇴행성디스크	YH14618					
	변비, 수술 후 장폐색증	YH12852					
	비알콜성지방간염(NASH)	YH25724					
	항암제(면역)	YH24931					
개량신약	고지혈/고혈압 복합 (Rousuvastatin+Amlodipine)	YHP1701					허가취득
	당뇨성 신경병증 (Pregabalin SR)	YHD1119					허가취득
	고혈압 복합 (Telmisartan/Amlodipine Besylate+Chlorthalidone)	YH22162					임상 3상 완료
	고지혈/고혈압 복합 (Rousuvastatin+Amlodipine /Amlodipine Besylate)	YHP1604					임상 3상 완료
	임플란트 주위염 (Minocycline+Metronidazole)	YH26153					
	고지혈/항혈전 (Rosuvastatin+Clopidogrel)	YH26136					

자료: 유한양행, 키움증권 리서치

## 유한양행 주요투자현황

2018년 10월 기준

투자회사	최초투자일자	취득금액	사업내용	투자 목적	상장여부
바이오니아	2015. 9. 22.	100 억	siRNA	파이프라인 확충	코스닥 상장
코스온	2015. 11. 5.	400 억	화장품		코스닥 상장
제넥신	2015. 12. / 2018. 5.	330 억	hyFC	파이프라인 확충	코스닥 상장
이엠텍	2015. 12. 11.	20 억	보청기	사업영역 확대	비상장
이뮨온시아	2016. 3. 2.	120 억	면역항암제	해외 JV-면역항암제 개발 미국 소렌토사와 합작 투자	비상장
파멥신	2016. 4. 8.	3 억	항체신약	파이프라인 확충	비상장
SORRENTO	2016. 4. 25.	1000 만불	면역항암제	파트너십 강화	나스닥 상장
NeolimmuneTech	2016. 7. 28.	300 만불	hyFC	파이프라인 확충	비상장, 미국
GENOSCO	2016. 8. 19.	670 만불	표적항암제	파이프라인 확충	비상장, 미국
씨엔씨	2016. 11. 28.	25 억	오랄케어	사업협력 강화	비상장
바이오팋아	2017. 3. 8.	50 억	축산 백신	사업협력 강화	비상장
워랜텍	2017. 3. 29.	40 억	임플란트	사업협력 강화	비상장
유한필리아	2017. 4. 18.	70 억	뷰티사업	사업영역 확대	비상장
애드파마	2017. 11. 14.	50 억	개량신약	파이프라인 확충	비상장
칭다오 세브란스병원	2018. 2. 28.	200 억	병원사업	중국 진출 교두보 마련	비상장
Yuhan USA	2018. 3. 30.	20 억	미국진출	글로벌 임상 및 License in/out 목적	비상장
브릿지바이오	2018. 5. 15.	20 억	바이오 신약 개발	공동연구개발	비상장
굳티셀	2018. 7. 11.	50 억	암/면역질환 세포치료제 개발	파이프라인 확충	비상장

자료: 유한양행, 키움증권 리서치

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	13,208	14,622	15,023	15,956	16,969
매출원가	9,314	10,376	10,915	11,101	11,815
매출총이익	3,894	4,246	4,108	4,854	5,154
판매비 및 일반관리비	2,916	3,359	3,597	4,096	4,355
영업이익(보고)	978	887	511	758	799
영업이익(핵심)	978	887	511	758	799
영업외손익	1,071	562	439	546	588
이자수익	96	93	96	102	108
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	162	35	0	0	0
이자비용	53	46	50	40	40
외환손실	93	170	0	0	0
관계기업지분법손익	889	481	393	468	486
투자및기타자산처분손익	-1	111	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	72	58	0	16	34
법인세차감전이익	2,049	1,449	950	1,304	1,387
법인세비용	436	353	230	316	336
유효법인세율 (%)	21.3%	24.3%	24.2%	24.2%	24.2%
당기순이익	1,612	1,096	720	989	1,051
지배주주지분순이익(억원)	1,612	1,090	716	983	1,045
EBITDA	1,407	1,409	969	1,231	1,283
현금순이익(Cash Earnings)	2,042	1,618	1,178	1,461	1,536
수정당기순이익	1,614	1,012	720	989	1,051
증감율(% YoY)					
매출액	17.0	10.7	2.7	6.2	6.4
영업이익(보고)	13.9	-9.3	-42.4	48.4	5.3
영업이익(핵심)	13.9	-9.3	-42.4	48.4	5.3
EBITDA	20.4	0.1	-31.2	27.0	4.3
지배주주지분 당기순이익	27.9	-32.4	-34.3	37.3	6.3
EPS	27.9	-32.4	-31.3	37.3	6.3
수정순이익	27.8	-37.3	-28.9	37.3	6.3

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	741	1,261	1,143	1,261	1,277
당기순이익	1,612	1,096	720	989	1,051
감가상각비	415	500	439	454	468
무형자산상각비	14	22	20	18	16
외환손익	-31	48	0	0	0
자산처분손익	6	6	0	0	0
지분법손익	-651	-465	-393	-468	-486
영업활동자산부채 증감	-1,088	-454	331	268	227
기타	464	507	27	0	0
투자활동현금흐름	-771	-422	-675	-816	-838
투자자산의 처분	301	478	-107	-249	-270
유형자산의 처분	1	1	0	0	0
유형자산의 취득	-801	-568	-568	-568	-568
무형자산의 처분	-37	-31	0	0	0
기타	-236	-302	0	0	0
재무활동현금흐름	233	-682	-11	-3	0
단기차입금의 증가	-93	-566	0	0	0
장기차입금의 증가	543	-100	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-205	-207	-218	-227	-227
기타	-12	192	206	225	227
현금 및 현금성자산의 순증가	230	118	457	442	439
기초현금 및 현금성자산	2,218	2,449	2,566	3,023	3,465
기말현금 및 현금성자산	2,449	2,566	3,023	3,465	3,904
Gross Cash Flow	1,829	1,716	812	993	1,050
Op Free Cash Flow	-727	140	608	748	750

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	10,483	10,695	10,956	11,442	11,994
현금및현금성자산	2,449	2,566	3,023	3,465	3,904
유동금융자산	2,416	2,447	2,514	2,670	2,840
매출채권및유동채권	2,513	2,970	3,051	3,241	3,447
재고자산	3,106	2,712	2,367	2,067	1,804
기타유동금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	9,976	10,252	10,797	11,462	12,140
장기매출채권및기타비유동채권	114	127	131	139	147
투자자산	6,349	6,290	6,723	7,284	7,871
유형자산	3,339	3,554	3,683	3,797	3,896
무형자산	159	257	238	220	203
기타비유동자산	15	23	23	23	23
자산총계	20,459	20,947	21,753	22,904	24,134
유동부채	3,244	2,763	2,834	2,998	3,177
매입채무및기타유동채무	2,454	2,361	2,425	2,576	2,740
단기차입금	511	32	32	32	32
유동성장기차입금	53	153	153	153	153
기타유동부채	227	218	224	237	252
비유동부채	2,250	2,120	2,327	2,552	2,780
장기매입채무및비유동채무	49	9	9	10	10
사채및장기차입금	1,403	1,153	1,153	1,153	1,153
기타비유동부채	798	958	1,164	1,389	1,616
부채총계	5,494	4,883	5,161	5,550	5,957
자본금	569	595	622	622	622
주식발행초과금	952	912	912	912	912
이익잉여금	14,112	14,933	15,432	16,189	17,007
기타자본	-668	-440	-440	-440	-440
지배주주지분자본총계	14,966	16,000	16,526	17,283	18,102
비지배주주지분자본총계	0	63	67	71	76
자본총계	14,966	16,063	16,593	17,354	18,177
순차입금	-2,898	-3,675	-4,199	-4,797	-5,406
총차입금	1,966	1,338	1,338	1,338	1,338

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)					
EPS	12,391	8,379	5,753	7,900	8,398
BPS	115,002	122,949	132,788	138,868	145,446
주당EBITDA	10,813	10,828	7,787	9,888	10,312
CFPS	15,689	12,436	9,467	11,740	12,340
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
주가배수(배)					
PER	14.8	25.0	36.4	26.5	25.0
PBR	1.6	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	14.7	16.8	23.9	18.3	17.1
PCFR	11.7	16.9	22.1	17.9	17.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	7.4	6.1	3.4	4.8	4.7
영업이익률(핵심)	7.4	6.1	3.4	4.8	4.7
EBITDA margin	10.7	9.6	6.5	7.7	7.6
순이익률	12.2	7.5	4.8	6.2	6.2
자기자본이익률(ROE)	11.3	7.1	4.4	5.8	5.9
투하자본이익률(ROIC)	13.2	9.9	5.6	8.6	9.3
안정성(%)					
부채비율	36.7	30.4	31.1	32.0	32.8
순차입금비율	-19.4	-22.9	-25.3	-27.6	-29.7
이자보상배율(배)	18.3	19.2	10.2	19.0	20.0
활동성(배)					
매출채권회전율	5.4	5.3	5.0	5.1	5.1
재고자산회전율	4.8	5.0	5.9	7.2	8.8
매입채무회전율	5.1	6.1	6.3	6.4	6.4

## Compliance Notice

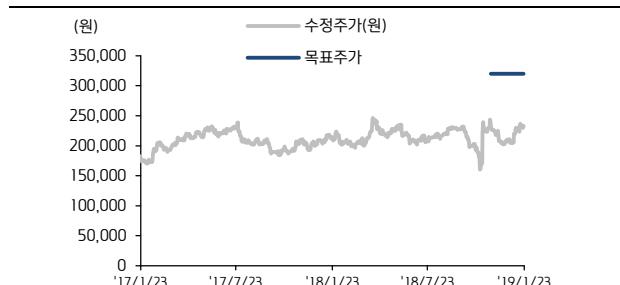
- 당사는 1월 22일 현재 '유한양행' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접으로 작성되었음을 확인합니다.

## 투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	과라율(%)		
				목표 가격 대상 사점	평균 주가대비	최고 주가대비
유한양행 (000100)	2018/11/21	BUY(Initiate)	320000원	6개월	-32.24	-26.09
	2019/01/23	Buy(Maintain)				

\*주가는 수정주가를 기준으로 과라율을 산출하였음.

## 목표주가 추이 (2개년)



## 투자의견 및 적용기준

기입	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2018/01/01~2018/12/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	181	96.28%
중립	6	3.19%
매도	1	0.53%