



하나금융그룹

2019년 7월 2일 | Equity Research

# 유한양행 (000100)

## 유한양행 또 다시 기술이전의 새역사를 쓰다

### 베링거인겔하임으로 약 1조원 규모 기술이전 계약 체결

7월 1일 유한양행은 베링거인겔하임(Boehringer Ingelheim)과 비알콜성 지방간염(Nonalcoholic steatohepatitis, NASH)을 치료하기 위한 융합단백질(GLP1/FGF21 dual agonist)의 글로벌 판권(한국제외)에 대한 기술이전 계약을 체결했다고 공시하였다. 기술이전 규모는 8억 7,000만 달러(한화 약 1조원)이고, 이중 반환의무 없는 계약금이 4,000만 달러(한화 약 460억원)이다. 이중 1,000만 달러는 GLP-Tox(비임상 독성시험) 이후 수령될 예정이다. 개발, 허가 및 매출에 따른 단계별 마일스톤은 총 8억 3,000만 달러이며, 순매출액에 따른 경상기술료(royalty)는 별도로 수취하게 된다.

### 이번 NASH 치료제는 제넥신으로부터 들여온 YH25724

이번에 베링거인겔하임으로 기술이전 된 NAHS 치료제는 2015년 유한양행이 제넥신에 200억원 규모 투자를 결정하면서 제넥신의 Hybrid Fc를 활용해서 개발한 물질로 유한양행의 IR 자료에 YH25724로 표기된 물질이다. 올해 3분기 미국 FDA에 IND 신청서를 제출할 것으로 예정되어 있었다. 계약금 중 1,000만 달러는 GLP-Tox 이후 지급되는 것으로 계약한 것으로 보아 YH25724는 최적의 선도물질 도출 이후 비임상 독성시험에 진행되고 있는 물질이라고 볼 수 있다. 지난 길리어드로 기술이전된 물질보다는 좀 더 개발이 진전된 파이프라인이라고 할 수 있다. 내년 1분기 비임상 독성시험에 종료될 것으로 예상되는 바, 잔여 계약금 1,000만 달러는 2020년 1분기 수령 가능할 것으로 보인다. 이번 계약으로 수취될 총 기술수출금액(계약금과 마일스톤만 포함, 로열티는 제외)의 5%는 제넥신으로 지급될 예정이다.

### 유한양행 오픈이노베이션의 성과

작년 11월 체결된 레이저티닙의 얀센과의 기술이전 계약도, 그리고 이번에 체결된 YH25724의 베링거인겔하임과의 기술이전 계약도 유한양행이 국내 바이오텍으로부터 도입한 신약 후보물질이나 기술이라는 점에서 이번 성과는 유한양행의 오픈이노베이션이 드디어 결실을 맺은 것이라고 볼 수 있다. 결국 유한양행의 높은 선구성이 이와 같은 대규모 기술이전 계약 체결로 연결된 것으로 유한양행과 소렌토사와의 조인트 벤처사인 이뮨온시아로부터 기술도입한 면역항암제 YH24931 역시 또 한번의 기술이전 스토리를 기대해 본다.

이번에 기술이전 된 YH25724의 가치를 반영 유한양행의 목표주가를 33만원으로 상향, 제약업종 탑픽으로 추천한다.

Update	
BUY	

| TP(12M): 330,000원(상향) | CP(7월 1일): 251,500원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	2,129.74		
52주 최고/최저(원)	265,500/160,283		
시가총액(십억원)	3,213.4		
시가총액비중(%)	0.27		
발행주식수(천주)	12,777.1		
60일 평균 거래량(천주)	45.5		
60일 평균 거래대금(십억원)	11.2		
19년 배당금(예상,원)	1,911		
19년 배당수익률(예상, %)	0.76		
외국인지분율(%)	23.87		
주요주주 지분율(%)			
유한재단 외 2 인	15.67		
국민연금공단	10.57		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	1.6 23.0 20.8		
상대	(2.6) 17.9 32.0		

Stock Price	
(천원)	(천원)
204 208 212 216 220 224 228 232 236 240 244 248 252 256 260 264 268 272 276 280 284	144 148 152 156 160 164 168 172 176 180 184 188 192 196 200 204 208 212 216 220 224 228 232 236 240 244 248 252 256 260 264 268 272 276 280 284

Financial Data						
투자자표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	1,462.2	1,518.8	1,596.3	1,715.9	1,884.4
영업이익	십억원	88.7	50.1	49.2	87.0	96.1
세전이익	십억원	144.9	89.4	110.4	147.3	155.6
순이익	십억원	109.0	57.5	82.1	109.6	115.8
EPS	원	8,379	4,417	6,311	8,422	8,898
증감률	%	(32.4)	(47.3)	42.9	33.4	5.7
PER	배	25.01	46.30	39.85	29.86	28.27
PBR	배	1.56	1.47	1.76	1.68	1.60
EV/EBITDA	배	15.89	22.09	33.32	23.79	22.42
ROE	%	7.04	3.55	4.92	6.30	6.33
BPS	원	134,691	138,841	143,099	149,767	156,912
DPS	원	1,826	1,911	1,911	1,911	1,911



Analyst 선민정  
02-3771-7785  
rssun@hanafn.com

RA 박현옥  
02-3771-7606  
auseing@hanafn.com

## 유한양행 목표주가 상향

목표주가 33만원 상향  
투자의견 BUY 유지

유한양행에 대해 목표주가 330,000원으로 상향, 투자의견 BUY 유지한다. 목표주가 330,000원은 SOTP 방식으로 기존 유한양행의 영업가치, 보유 자회사의 가치, 그리고 유한양행 파이프라인인 레이저티닙과 YH25724의 rNPV 등을 고려하여 산정하였다.

EV/EBITDA는 R&D에 집중하고 있는 제약사들(부광약품, 녹십자, 한미약품, 동아에스티, 종근당)의 평균인 26.6배를 10% 디스카운트 한 23.9배를 적용하였다.

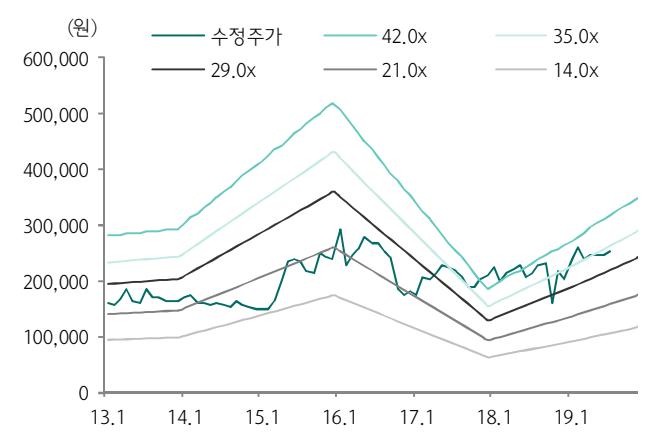
표 1. 목표주가 산정

(단위: 십억원)

		비고
<b>영업가치</b>	<b>2,244.6</b>	
2019년 예상 EBITDA	93.9	
EV/EBITDA	23.9	KOSPI 의약품 R&D를 하는 상위제약사 EV/EBITDA에서 10% 할인
<b>자회사 가치</b>	<b>689.9</b>	
유한킴벌리	514.8	19년 예상 순이익 x P/E(12) x 30%
한국얀센	48.8	19년 예상 순이익 x P/E(10) x 30%
유한크로락스	26.1	19년 예상 순이익 x P/E(10) x 50%
유칼릭스	1.5	19년 예상 순이익 x P/E(10) x 40%
기타 투자자산 가치	98.6	
<b>파이프라인 가치</b>	<b>865.0</b>	
레이저티닙	510.2	
YH25724	354.8	
<b>투자 부동산 가치</b>	<b>104.4</b>	
<b>자사주</b>	<b>267.7</b>	3개월 평균 종가
<b>우선주 시가총액</b>	<b>49.7</b>	
<b>순부채</b>	<b>(145.5)</b>	
적정자본가치	4,267.4	
주식 수(1,000주)	12,777.1	
<b>적정주가</b>	<b>333,988.3</b>	

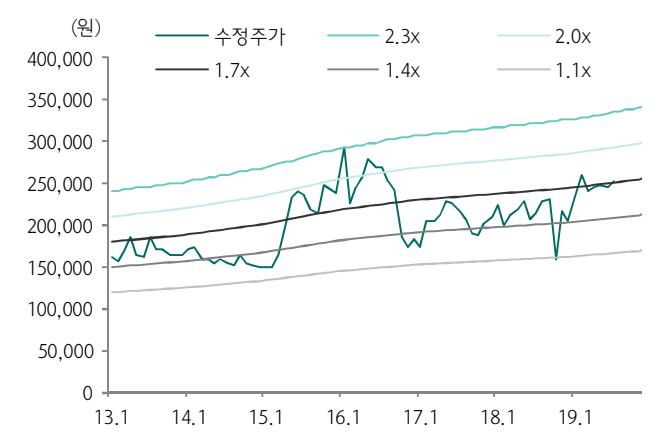
자료: 하나금융투자

그림 1. 유한양행 PER 밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. 유한양행 PBR 밴드



자료: 하나금융투자

## 비알콜성 지방간염(NASH)에 대한 글로벌 제약사들의 니즈

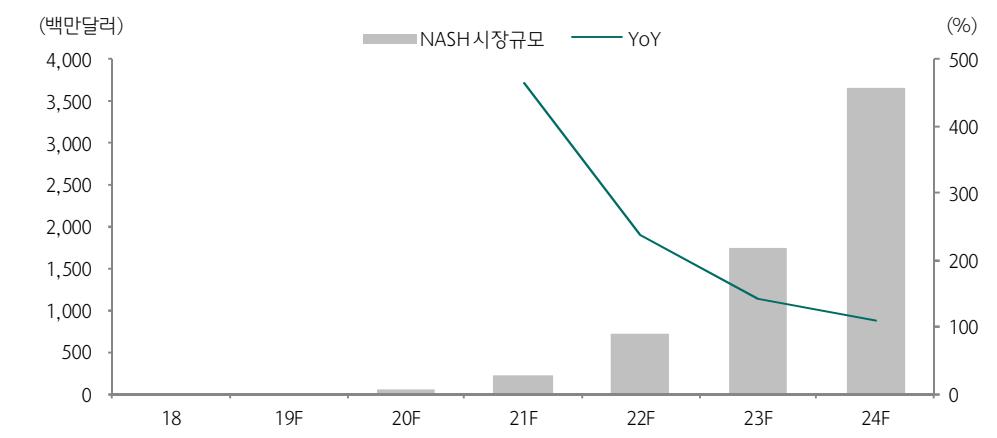
NASH는 비알콜성 지방간염  
현재 치료제가 부재한 상황  
2024년까지 약 37억 달러 시장규모

비알콜성 지방간염(Nonalcoholic steatohepatitis, NASH)은 간에 지방축적과 염증을 특징으로 하는 만성 진행성 질환으로서 간손상 및 섬유화를 유발, 간기능을 손상하는 질환이다. 음주와 관계없이 서구화된 식습관 등으로 인해 발생하며 아직 FDA로부터 승인받은 치료제가 없는 unmet needs가 높은 질환군 중 하나이다. 시장조사 전문기관인 EvaluatePharma에 따르면, 글로벌 시장에서 NASH의 시장규모는 2024년 약 37억 달러로 확대될 것으로 예상되고 있다.

2019년 2월 임상 3상 단계에 있던  
Selonsertib이 F4 Fibrosis 환자 대상  
임상에 실패

NASH 치료제 개발의 선도 기업은 올해 1월 유한양행의 NASH 후보물질을 기술이전 해 간 길리어드 사이언스사로 서로 다른 타겟으로 다양한 파이프라인을 개발하고 있다. 그러나 LOXL2(Lysyl oxidase 2)를 타겟으로 개발된 항체치료제인 Simtuzumab(GS6624)이 2016년 1월 유효성 부족으로 임상 2상에서 개발이 중단되고 기대를 모았던 GS4997(Selonsertib, apoptosis signal-regulating kinase inhibitor(ASK1)을 타겟으로 함)이 F4 Fibrosis(간의 섬유화 정도에 따라 F0, F1, F2, F3, F4로 단계를 나누는데 가장 섬유화 정도가 심한 경우) 환자를 대상으로 한 임상 3상이 실패함에 따라 NAHS 치료제 개발에 타격을 받게 되었다.

그림 3. NASH 시장규모 전망



자료: EvaluatePharma, 하나금융투자

표 2. 길리어드 NASH 파이프라인

임상 단계	프로젝트	메커니즘	기술 개발	비고
임상 3상	Selonsertib	Ask1 inhibitor	내부 개발	Stellar-4 trial failed Stellar-3 results due Q2
임상 2상	GS-9674	FXR agonist	Phenex사에서 L/I	Atlas combo trial ongoing
	GS-0976	ACC inhibitor	Nimbus Therapeutics사에서 L/I	Atlas combo trial ongoing
중단	Simtuzumab	Anti-Loxl2 MAb	Abzena사에서 L/I	
	Px-102	FXR agonist	Phenex사에서 L/I	

자료: EvaluatePharma, 하나금융투자

NASH는 Unmet needs가 높은 분야  
최근 비만에 탁월한 효과를 보이고  
있는 GLP1 계열이 새로운 타겟으로  
부상

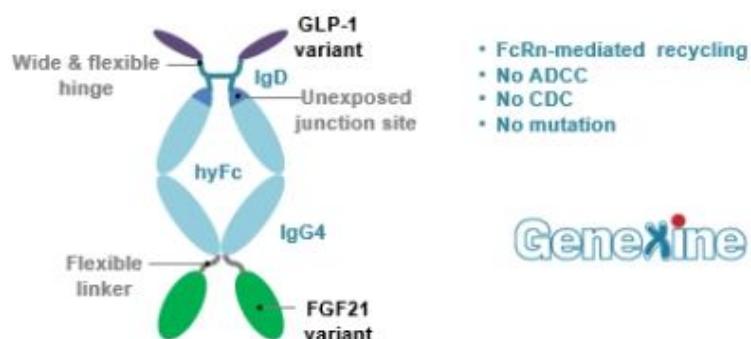
NASH 치료제는 주로 항염증과 관련된 물질이나 대사 조절물질, 그리고 섬유화와 관련된 물질을 타겟으로 개발되고 있다. 그러나 아직까지 그 어느 물질도 미 FDA로부터 승인을 획득하지 못했다. 결국 비알콜성 지방간염의 주요 원인이 과도한 지방과 당의 축적에 의해 발생하는 비만으로 인식되면서 비만치료제로 탁월한 효능을 보이고 있는 GLP1 계열이 새로운 NASH 치료제의 타겟으로 부각되고 있다.

특히 GLP1 계열의 약물로 최초로 비만치료제로 허가받은 노보노디스크사의 삭센다(Saxenda)는 출시 3년만인 2018년 기준 6억 1,000만 달러의 매출을 기록하고 있으며 2020년에는 10억 달러의 매출을 달성할 수 있을 것으로 기대하고 있다. 최근 임상 중인 GLP1/GCG 또는 GLP1/GIP 와 같은 dual agonist의 경우 당뇨와 비만 임상을 둘 다 진행하고 있으며, 비만치료제로서는 기존 GLP1 single agonist 보다 더 효과가 좋은 것으로 입증되고 있다. 이로 인해 dual 및 triple agonist를 개발 중인 기업들은 이들을 NASH 치료제까지 확장시키려는 움직임을 보이고 있으며, GLP1/GCG/GIP와 같은 triple agonist를 개발 중인 국내 제약사 한미약품도 작년 유럽당뇨학회인 EASD에서 LAPS-Triple agonist가 NASH 동물모델에서 NASH 치료제로서의 유효성을 입증한 바 있다.

유한양행의 YH25724는 제넥신으로부터 도입한 Hybrid Fc에 GLP1과 FGF21(Fibroblast Growth Factor 21) 두 개의 단백질이 붙어 있는 dual agonist, 이중 단백질이라고 할 수 있다. FGF21은 대사조절물질로 인슐린 민감도(insulin sensitivity)와 지방대사, 그리고 항섬유화 효과가 있는 물질로 알려져 있다. 유한양행은 그 동안 다양한 학회에서 NASH 동물모델에서 YH25724가 NASH에 매우 효과적임을 입증하여 왔다.

Unmet needs가 높은 NAHS 치료제 분야에서 새로운 타겟으로 부상하고 있는 GLP1 계열의 약물에 대한 시장의 높은 관심이, 아직 전임상 단계에 불과한 YH25724에 대해 1조원 규모의 대규모 기술이전을 가능하게 한 것으로 보인다.

그림 4. YH25724의 모식도



자료: 유한양행, 하나금융투자

## YH25724의 rNPV

YH25724의 rNPV는 아래와 같은 가정하에 산정되었다.

- 글로벌 NASH 치료제 시장은 현재 개발되고 있는 파이프라인의 출시시점에 맞춰서 2020년 시장이 비로소 열릴 것으로 가정하였다 (출처: EvaluatePharma). 2020년 3,700만 달러에 불과한 시장은 2024년 약 37억 달러 규모로 확대될 것으로 예상된다.
- YH25724는 현재 GLP-Tox(비임상 독성실험)이 진행중인 단계로 2020년 1분기 비임상 독성실험이 완료되고 바로 임상 1상에 진입할 수 있을 것으로 가정하였다. 개발 단계를 고려할 때 2025년경 출시 가능할 것으로 예상하였다.
- 전체 기술이전 규모는 8억 7,000만 달러로 이중 계약금은 4,000만 달러이고, 3,000만 달러는 올해 수령되나 계약금 중 1,000만 달러는 비임상 독성실험이 끝나는 2020년경 수령할 것으로 예상하였다.
- 마일스톤 수취에 대해서는 알려진 바가 없기에 각각의 단계별로 균등배분하여 산정하였다.
- 출시 이후 YH25724의 시장 점유율에 의한 매출은 GLP1 계열로 최초로 비만치료제로 허가받은 샥센다(Saxenda)의 매출증가를 참고하여 추정하였다.
- 성공확률은 대사질환 임상 1상의 LOA(Likelihood of approval)인 14.5%를 적용하였다(출처 Nature Drug Discovery, 2014). 아직 임상 1상에 진입하지는 못하였으나, 비임상 독성실험이 거의 완료단계에 접어든 것으로 파악됨에 따라 성공확률을 임상 1상으로 가정하였다.
- 로열티는 일반적인 계약의 특성 상 약 13%로 가정하였다.
- Terminal Value는 지속성장률 -5%로 가정하여 산정되었다.

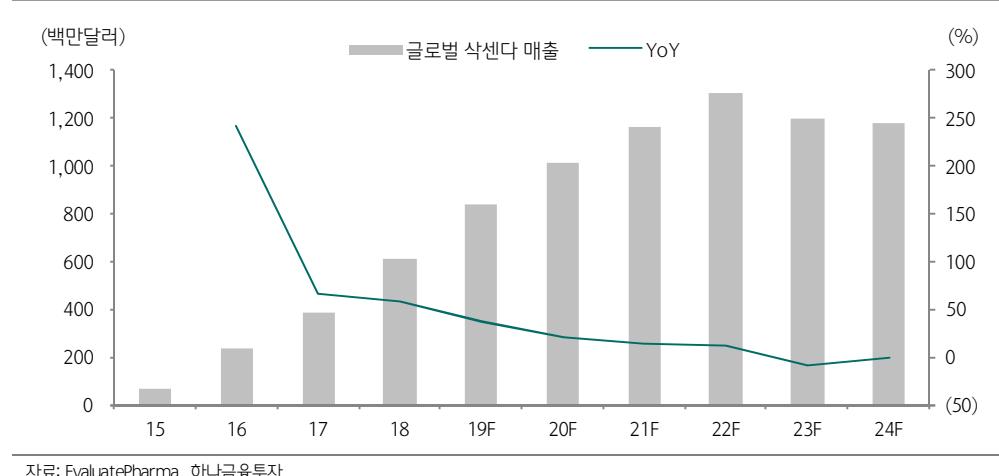
표 3. YH25724 rNPV

(단위: 십억원, %)

	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30
NASH 치료제 시장(백만달러)		37	211	716	1,745	3,665	6,596	9,895	12,863	15,436	17,751	19,526
YoY(%)			465%	239%	144%	110%	80%	50%	30%	20%	15%	10%
YH25724 개발 단계		1상 개시	1상 완료	2상 완료	3상 완료	BLA 제출	승인/시판					
YH25724의 시장 점유율							1.0%	2.5%	3.0%	5.0%	6.0%	10.0%
YH25724의 예상매출액							66	247	386	772	1,065	1,953
계약금 및 마일스톤 수익	8.7억 달러 규모 계약	30	10	130	200	200	100			100		100
제넥신 배분 이후 기술료 수익	5% 제넥신에게 배분	29	10	124	190	190	95			95		95
로열티	13%로 가정						13.2	49.5	77.2	154.4	213.0	390.5
원화환산수익(십억원)	1,200원 가정		11.4	0.0	148.2	0.0	228.0	243.8	173.4	92.6	299.2	255.6
세후이익(십억원)	법인세율 24.2% 가정		8.6	0.0	112.3	0.0	172.8	184.8	131.4	70.2	226.8	193.8
할인율	10%	1.0	0.91	0.83	0.75	0.68	0.62	0.56	0.51	0.47	0.42	0.39
현재 가치 환산(십억원)					104.6	0.0	162.9	175.1	125.1	67.1	217.8	186.8
NPV					2,447							
Terminal Value	-5%				980							
적정가치 (성공확률 14.5%)	14.5%				355							
발행주식(1000주)					12,777							
주당 적정가치					27,769							

자료: 하나금융투자

그림 5. 글로벌 삭센다 매출 추이 및 전망



자료: EvaluatePharma, 하나금융투자

표 4. 유한양행 실적 전망(연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F	18	19F	20F
<b>매출액</b>	<b>339.8</b>	<b>386.2</b>	<b>378.6</b>	<b>414.2</b>	<b>345.0</b>	<b>407.2</b>	<b>408.7</b>	<b>435.4</b>	<b>1,518.8</b>	<b>1,596.3</b>	<b>1,715.9</b>
YoY	-3.2%	8.8%	-0.1%	9.8%	1.5%	5.4%	8.0%	5.1%	3.9%	5.1%	7.5%
<b>약품사업</b>	<b>270.4</b>	<b>283.1</b>	<b>284.9</b>	<b>302.6</b>	<b>255.5</b>	<b>297.3</b>	<b>305.7</b>	<b>324.0</b>	<b>1,141.0</b>	<b>1,182.5</b>	<b>1,285.0</b>
YoY	8.8%	12.2%	1.7%	5.4%	-5.5%	5.0%	7.3%	7.1%	6.8%	3.6%	8.7%
비처방약(OTC)	27.9	29.8	25.7	28.4	28.9	31.0	28.3	31.5	111.9	119.7	126.0
YoY	-1.2%	-5.2%	-11.9%	0.5%	3.3%	4.0%	10.0%	11.0%	-4.5%	7.0%	5.2%
처방약(ETC)	238.8	250.5	256.3	271.7	223.6	263.0	274.3	288.0	1,017.3	1,048.9	1,143.4
YoY	9.3%	14.5%	3.1%	6.5%	-6.4%	5.0%	7.0%	6.0%	8.1%	3.1%	9.0%
유한메디카(매출조정)	3.6	2.8	2.8	2.5	3.1	3.3	3.1	4.5	11.8	13.9	15.7
YoY	101.8%	29.2%	32.1%	-34.5%	-14.9%	15.0%	10.0%	77.7%	18.2%	18.1%	12.6%
<b>생활건강사업</b>	<b>24.9</b>	<b>35.6</b>	<b>32.9</b>	<b>27.4</b>	<b>25.3</b>	<b>38.7</b>	<b>36.3</b>	<b>30.1</b>	<b>120.8</b>	<b>130.5</b>	<b>144.7</b>
YoY	0.2%	8.3%	-1.2%	9.3%	1.9%	8.5%	10.5%	10.0%	4.1%	8.0%	10.9%
<b>해외사업(원료의약품)</b>	<b>41.4</b>	<b>63.8</b>	<b>57.0</b>	<b>79.5</b>	<b>49.9</b>	<b>62.8</b>	<b>53.7</b>	<b>67.8</b>	<b>241.8</b>	<b>234.2</b>	<b>263.2</b>
YoY	-44.7%	-4.0%	-8.5%	28.1%	20.4%	-1.6%	-5.7%	-14.8%	-9.1%	-3.1%	12.4%
수출	40.0	62.0	55.3	78.8	48.3	60.8	52.0	66.9	236.1	228.0	256.4
YoY	-46.1%	-4.0%	-9.6%	29.9%	20.5%	-2.0%	-6.0%	-15.0%	-9.4%	-3.5%	12.4%
내수	1.3	1.8	1.4	0.8	1.6	2.0	1.7	0.8	5.4	6.2	6.8
YoY	90.9%	6.5%	31.4%	-48.3%	19.2%	12.0%	20.0%	10.0%	7.5%	15.7%	9.9%
<b>기술료 수익</b>					<b>9.4</b>	<b>4.0</b>	<b>10.0</b>	<b>10.0</b>	<b>0.0</b>	<b>33.4</b>	<b>8.0</b>
<b>기타(임대, 수탁 등)</b>	<b>3.1</b>	<b>3.7</b>	<b>3.9</b>	<b>4.6</b>	<b>4.8</b>	<b>4.5</b>	<b>3.0</b>	<b>3.5</b>	<b>15.3</b>	<b>15.8</b>	<b>15.0</b>
<b>매출총이익</b>	<b>101.8</b>	<b>109.0</b>	<b>96.5</b>	<b>106.5</b>	<b>103.3</b>	<b>120.1</b>	<b>124.7</b>	<b>119.7</b>	<b>413.8</b>	<b>467.8</b>	<b>509.6</b>
YoY	-6.8%	-0.6%	-8.6%	6.4%	1.4%	10.2%	29.2%	12.4%	-2.5%	13.1%	8.9%
GPM	30.0%	28.2%	25.5%	25.7%	29.9%	29.5%	30.5%	27.5%	27.2%	29.3%	29.7%
<b>판매관리비</b>	<b>76.2</b>	<b>92.4</b>	<b>96.3</b>	<b>98.8</b>	<b>97.2</b>	<b>100.4</b>	<b>108.3</b>	<b>112.8</b>	<b>363.7</b>	<b>418.6</b>	<b>422.7</b>
YoY	3.2%	3.9%	15.2%	10.3%	27.6%	8.6%	12.4%	14.2%	8.3%	15.1%	1.0%
판관비율	22.4%	23.9%	25.4%	23.9%	28.2%	24.6%	26.5%	25.9%	23.9%	26.2%	24.6%
<b>경상연구개발비</b>	<b>15.2</b>	<b>17.7</b>	<b>22.4</b>	<b>18.7</b>	<b>22.3</b>	<b>24.0</b>	<b>28.6</b>	<b>31.8</b>	<b>74.1</b>	<b>106.7</b>	<b>97.8</b>
YoY	-7.9%	15.9%	33.8%	-18.1%	46.6%	35.6%	27.6%	69.9%	3.7%	44.1%	-8.4%
<b>기타판매관리비</b>	<b>60.9</b>	<b>74.7</b>	<b>73.9</b>	<b>80.1</b>	<b>74.9</b>	<b>76.3</b>	<b>79.7</b>	<b>81.0</b>	<b>289.6</b>	<b>311.9</b>	<b>324.9</b>
YoY	6.4%	1.4%	10.6%	20.0%	22.9%	2.3%	7.8%	1.1%	9.5%	7.7%	4.2%
<b>영업이익</b>	<b>25.7</b>	<b>16.6</b>	<b>0.2</b>	<b>7.7</b>	<b>6.1</b>	<b>19.8</b>	<b>16.3</b>	<b>7.0</b>	<b>50.1</b>	<b>49.2</b>	<b>87.0</b>
YoY	-27.7%	-19.8%	-99.3%	-26.5%	-76.3%	19.0%	10656.2%	-9.5%	-43.5%	-1.9%	76.9%
OPM	7.6%	4.3%	0.0%	1.9%	1.8%	4.9%	4.0%	1.6%	3.3%	3.1%	5.1%
<b>당기순이익</b>	<b>21.2</b>	<b>16.6</b>	<b>10.9</b>	<b>9.7</b>	<b>15.7</b>	<b>23.8</b>	<b>24.8</b>	<b>19.1</b>	<b>58.3</b>	<b>83.3</b>	<b>111.2</b>
YoY	-28.2%	-48.9%	-58.8%	-54.4%	-26.0%	43.9%	127.4%	96.4%	-46.8%	42.9%	33.4%
NPM	6.2%	4.3%	2.9%	2.3%	4.5%	5.8%	6.1%	4.4%	3.8%	5.2%	6.5%

자료: 하나금융투자

표 5. 유한양행 R&amp;D 파이프라인

구분	적용증	과제명	단계				
			후보물질	전임상	임상1상	임상2상	임상3상
신약	항암제(표적 페암)	YH25448					
	퇴행성디스크	YH14618					
	변비, 수술 후 장폐색증	YH12852					
	비알콜성지방간염(NASH)	YH25724					
	항암제(면역)	YH24931					
	천식	YH25487					
	항암제	YH25248					
개량신약	고지열/고혈압 복합 (Rosuvastatin+Telmisartan /Amlodipine Besylate)	YHP1604					허가 취득
	당뇨성 신경병증 (Pregabalin SR)	YHD1119					허가 취득
	고열압 복합 (Telmisartan/Amlodipine Besylate+Chlorthalidone)	YH22162					임상 3상 완료
	임플란트주위염 (Minocycline+Metronidazole)	YH26153					
	고지열/항혈전 (Rosuvastatin+Clopidogrel)	YH26136					
	류마티스관절염	YHP1713					

자료: 유한양행, 하나금융투자

표 6. 바이오벤처 투자현황

투자업체	취득시점	투자대금	사업내용	취득	상장여부	수익률(%) (2017/01/01 기준)
바이오니아	2015-09-22	100억	siRNA	파이프라인 확충	코스닥상장	37.8
코스온	2015-11-05	150억	화장품		코스닥상장	-31.9
제넥신	2015-12-03	200억	hyFC	파이프라인 확충	코스닥상장	44.8
이엠텍	2015-12-11	20억	보청기	사업영역 확대	코스닥상장	28.8
이뮨온시아	2016-03-02	120억	면역항암제	해외 조인트벤처(JV) - 면역항암제 개발 미국 소렌토사와 합작 투자	비상장	
파멥신	2016-04-08	30억	항체신약	파이프라인 확충	코스닥상장	-26.0 (2018/11/21 상장일 기준)
Sorrento	2016-04-25	1000만불	면역항암제	파트너십 강화	나스닥 상장	-45.5
NeolimmuneTech	2016-07-28	300만불	hyFC	파이프라인 확충	비상장, 미국	
Genesco	2016-08-19	420만불	표적항암제	파이프라인 확충	비상장, 미국	
씨엔씨	2016-11-28	25억	오랄케어	사업협력 강화	비상장	
바이오포아	2017-03-08	20억	축산 백신	사업협력 강화	비상장	
워랜텍	2017-03-29	20억	임플란트	사업협력 강화	비상장	
유한필리아	2017-04-18	70억	뷰티사업	사업영역 확대	비상장	
애드마파	2017-11-14	30억	개량신약	파이프라인 확충	비상장	
칭다오 세브란스병원	2018-02-28	200억	병원사업	중국 진출 교두보 마련	비상장	
Yuhan USA	2018-03-30	20억	미국진출	글로벌 임상 및 License in/out 목적	비상장	
브릿지바이오	2018-05-15	20억	바이오 신약 개발	공동연구개발	비상장	
굳티셀	2018-07-11	50억	암/면역질환 세포치료제 개발	파이프라인 확충	비상장	

자료: 유한양행, 하나금융투자

## 추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)					대차대조표		(단위: 십억원)				
		2017	2018	2019F	2020F	2021F			2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>		<b>1,462.2</b>	<b>1,518.8</b>	<b>1,596.3</b>	<b>1,715.9</b>	<b>1,884.4</b>			<b>1,069.5</b>	<b>1,111.0</b>	<b>1,125.3</b>	<b>1,191.9</b>	<b>1,283.5</b>
매출원가		1,037.6	1,105.0	1,128.5	1,206.2	1,319.1			501.6	260.2	231.1	230.7	227.9
매출총이익		424.6	413.8	467.8	509.7	565.3			256.6	241.3	211.3	208.9	204.0
판관비		335.9	363.7	418.6	422.7	469.2			293.3	356.1	374.3	402.3	441.8
<b>영업이익</b>		<b>88.7</b>	<b>50.1</b>	<b>49.2</b>	<b>87.0</b>	<b>96.1</b>			271.2	248.9	261.6	281.1	308.8
금융손익		(3.4)	11.2	2.0	1.3	0.8			3.4	245.8	258.3	277.8	305.0
종속/관계기업손익		46.5	31.7	43.4	46.3	47.2							
기타영업외손익		13.2	(3.6)	15.9	12.7	11.5							
<b>세전이익</b>		<b>144.9</b>	<b>89.4</b>	<b>110.4</b>	<b>147.3</b>	<b>155.6</b>							
법인세		35.3	31.1	27.0	36.1	38.1							
계속사업이익		109.6	58.3	83.3	111.2	117.5							
증단사업이익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0							
<b>당기순이익</b>		<b>109.6</b>	<b>58.3</b>	<b>83.3</b>	<b>111.2</b>	<b>117.5</b>							
비지배주주지분 순이익		0.6	0.9	1.2	1.6	1.7							
<b>지배주주순이익</b>		<b>109.0</b>	<b>57.5</b>	<b>82.1</b>	<b>109.6</b>	<b>115.8</b>							
지배주주지분포괄이익		105.1	78.2	78.0	109.4	115.6							
NOPAT		67.1	32.7	37.1	65.7	72.6							
EBITDA		140.9	109.1	93.9	131.1	139.0							
<b>성장성(%)</b>													
매출액증가율		10.7	3.9	5.1	7.5	9.8							
NOPAT증가율		(12.9)	(51.3)	13.5	77.1	10.5							
EBITDA증가율		0.1	(22.6)	(13.9)	39.6	6.0							
영업이익증가율		(9.3)	(43.5)	(1.8)	76.8	10.5							
(지배주주)순익증가율		(32.4)	(47.2)	42.8	33.5	5.7							
EPS증가율		(32.4)	(47.3)	42.9	33.4	5.7							
<b>수익성(%)</b>													
매출총이익률		29.0	27.2	29.3	29.7	30.0							
EBITDA이익률		9.6	7.2	5.9	7.6	7.4							
영업이익률		6.1	3.3	3.1	5.1	5.1							
계속사업이익률		7.5	3.8	5.2	6.5	6.2							

## 투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	8,379	4,417	6,311	8,422	8,898
BPS	134,691	138,841	143,099	149,767	156,912
CFPS	11,962	10,627	4,156	7,029	7,638
EBITDAPS	10,828	8,386	7,218	10,076	10,685
SPS	112,366	116,713	122,669	131,854	144,803
DPS	1,826	1,911	1,911	1,911	1,911
<b>주가지표(배)</b>					
PER	25.0	46.3	39.8	29.9	28.3
PBR	1.6	1.5	1.8	1.7	1.6
PCFR	17.5	19.2	60.5	35.8	32.9
EV/EBITDA	15.9	22.1	33.3	23.8	22.4
PSR	1.9	1.8	2.1	1.9	1.7
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	7.0	3.5	4.9	6.3	6.3
ROA	5.3	2.7	3.7	4.8	4.8
ROIC	9.6	3.8	3.7	6.4	6.7
부채비율	30.4	31.6	29.8	29.3	29.7
순부채비율	(22.9)	(8.6)	(8.5)	(8.7)	(8.5)
이자보상배율(배)	19.2	13.7	14.2	32.1	40.1

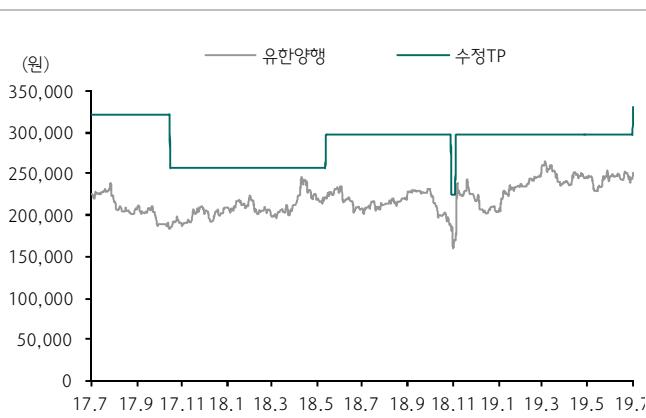
자료: 하나금융투자

## 현금흐름표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>					
당기순이익	126.1	93.5	47.6	63.3	54.1
조정	109.6	58.3	83.3	111.2	117.5
감가상각비	61.9	94.3	(11.5)	(10.6)	(10.8)
외환거래손익	52.2	59.0	44.8	44.1	42.9
자본조정	117.7	113.9	113.9	113.9	113.9
기타포괄이익/손익	(152.8)	(165.1)	(165.1)	(165.1)	(165.1)
이익잉여금	82.3	95.3	91.3	91.3	91.3
비지배주주지분	96.7	102.2	107.4	115.4	126.8
부채증가	115.3	70.2	60.2	52.2	48.2
자본증가	59.5	62.2	62.2	62.2	62.2
자본이용	117.7	113.9	113.9	113.9	113.9
자본조정	(152.8)	(165.1)	(165.1)	(165.1)	(165.1)
기타	82.3	95.3	91.3	91.3	91.3
영업활동 자산부채 변동	12.3	12.3	12.3	12.3	12.3
<b>투자활동 현금흐름</b>					
투자자산감소(증가)	(42.2)	(58.2)	(21.9)	(30.8)	(30.2)
유형자산감소(증가)	12.9	(36.5)	14.0	2.7	0.4
기타	(56.6)	(43.5)	(45.0)	(40.0)	(35.0)
배당지급	1.5	21.8	9.1	6.5	4.4
<b>재무활동 현금흐름</b>					
금융부채증가(감소)	(62.8)	(15.2)	(33.0)	(12.1)	(6.0)
자본증가(감소)	4.5	(1.0)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	10.8	(13.3)	(0.0)	0.0	0.0
배당지급	(20.7)	(21.9)	(22.7)	(22.8)	(22.8)
<b>현금의 증감</b>					
현금 증감	11.8	(15.3)	(30.0)	(2.4)	(4.9)
Unlevered CFO	155.7	138.3	54.1	91.5	99.4
Free Cash Flow	69.4	47.5	2.6	23.3	19.1

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

### 유한양행



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
19.7.2	BUY	330,000		
18.11.5	BUY	296,644	-20.19%	-10.50%
18.10.30	BUY	224,875	-24.63%	-17.45%
18.5.14	BUY	296,644	-27.05%	-20.81%
17.10.16	BUY	256,748	-18.84%	-4.03%
17.7.4	BUY	320,935	-34.35%	-25.57%
16.11.21				-

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

### 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

### 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.0%	8.4%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 2019년 7월 1일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 07월 02일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2019년 07월 02일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.