

2019. 7. 2



Analyst **오세중**
02. 6454-4878
sejung.oh@meritz.co.kr
RA **이창석**
02. 6454-4889

Buy

적정주가 (12개월) **320,000 원**

현재주가 (7.1) **251,500 원**

상승여력 **27.2%**

KOSPI	2,129.74pt
시가총액	32,134억원
발행주식수	1,278만주
유동주식비율	68.13%
외국인비중	23.67%
52주 최고/최저가	265,500원/160,283원
평균거래대금	112.0억원

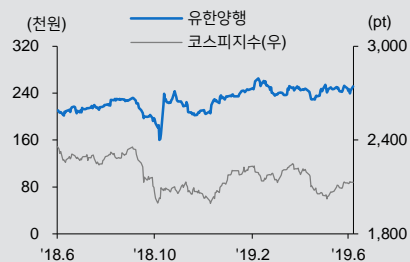
주요주주(%)

유한재단 외 2인	15.67
국민연금공단	10.57
유한학원	7.65

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	1.6	23.0	20.8
상대주가	-2.6	17.9	32.0

주가그래프



유한양행 000100

또 하나의 NASH 치료제 기술이전

- ✓ 2019년 1월, 길리어드(Gilead)에 기술이전된 NASH 치료제에 이어 베링거인겔하임 (Boehringer Ingelheim)에 YH25724 기술 이전 체결
- ✓ 2018년 레이저티닙을 시작으로 6개월 사이 총 3건 대형계약 체결
- ✓ 레이저티닙 기술이전 이후 확보된 계약금만 1억5백만달러(약 1,200억원)

YH25724 (GLP-1/FGF21 dual agonist) 기술이전 계약 체결

NASH 치료제로 개발중인 YH25724가 베링거인겔하임에 총 계약금 8억7천만달러 규모로 기술이전 되었다. 반환의무 없는 계약금 4천만달러이며 이 중 천만달러는 2020년 1분기 GLP-Tox(비임상 독성실험) 결과 여부 상관 없이 수령하게 된다. 길리어드에 기술이전된 NASH치료제와 마찬가지로 임상 1상 진입 이전 단계에서 기술수출의 쾌거를 이루었다. 제넥신의 hyFc 기술이 적용된 지속형 단백질로 기술수출료(매출액 제외)에 대한 5%는 제넥신에 지급 예정이다. 최근 임상 후기 단계의 NASH 치료제 임상 실패소식에 따른 연이은 NASH 치료제 기술이전이 이뤄졌다.

2018년 11월 레이저티닙을 시작으로 2019년 2건의 기술이전 체결

레이저티닙 총 계약금 12억달러(약 1조 4천억달러) 규모 대형계약 체결을 시작으로 길리어드와 베링거인겔하임에 기술수출된 2가지 NASH 치료제 각각 7억 8천만달러와 8억 7천만달러로 '15년 한미약품 이후 가장 활발한 기술이전 성과를 보여주고 있다. 3건의 총 계약금액이 28억달러(약 3조 2천억원) 규모이며 반환의무 없는 계약금만 1억 5백만달러(약 1,200억원)이다.

기술이전 계약금으로 영업이익 개선 전망

이번 추가 계약금을 통하여 증가하는 R&D비용에 대비해 영업이익이 개선 될 전망이다. 길리어드 계약금은 분기별 16억원씩 안분인식 될 예정이고 레이저티닙 계약금은 R&D비용에 상응하여 분기별 인식 될 예정이었다. 이번 계약금도 마찬가지로 R&D비용 증가에 따라 나뉘어 인식될 것으로 예상된다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	1,462.3	88.7	109.0	8,497	-32.1	122,949	24.7	1.7	15.9	7.0	30.4
2018	1,518.8	50.1	57.5	4,462	-47.0	126,152	45.8	1.6	22.1	3.5	31.6
2019E	1,631.7	67.2	86.6	6,740	50.0	131,053	37.3	1.9	21.5	5.2	29.7
2020E	1,704.3	67.2	90.9	7,074	5.0	136,281	35.6	1.8	22.5	5.2	31.1
2021E	1,838.6	73.9	96.7	7,533	6.5	141,959	33.4	1.8	19.5	5.3	31.6

1. YH25724 (GLP-1/FGF21 dual agonist)

Dual Agonist 효과 (GLP-1/FGF21)

GLP-1와 FGF21 dual agonist 각각의 기전은 단독으로 임상에서 효능이 확인된 타겟

YH25724는 우리에게 익숙한 GLP-1과 FGF21에 동시에 작용할 수 있는 dual agonist 이다. GLP-1 기전의 의약품은 릴리의 트루리시티와 노보노디스크의 오젠퍩이 있다. FGF21은 기전의 약물로 BMS-986036의 물질이 현재 임상 2a상에서 지방간, NASH의 섬유화에 대한 효과를 확인한 상태이다. GLP-1와 FGF21 단독에서 각각 임상에서 효과를 확인하였기에 시너지 효과를 기대해 볼 수 있다.

제백신의 hyFc 지속형 기술 적용 기술수출료 5% 제백신 지급예정

YH25724는 제백신의 지속형 기술인 hyFc가 적용된 물질로 현재 시장의 주를 이루는 주1회 제형으로도 가능할 것으로 예상된다. hyFc 기술이 적용되어 총 기술수출료의 5%는 제백신에 지급될 예정이며 상용화 이후 발생하는 매출액에 대한 지급 의무가 없는 것으로 확인된다. hyFc 적용된 제백신의 GX-H9 지속형 성장호르몬이 이미 임상2상에서 지속성을 증명한 바 있다.

계약금 4천만달러 중 1천만달러 '20년 1분기 예정인 GLP-Tox 시행 이후 지급 예정

YH25724는 아직 전임상 단계의 물질로 GLP-Tox(비임상 독성실험)를 앞두고 있다. 독성실험 결과는 2020년 1분기로 예상되며 반환의무 없는 계약금 4천만달러 중 천만달러는 독성실험 결과 확인 후에 지급 될 예정이다.

지난 2016 년 AASLD 학회의 The Liver Meeting 과 EASD 학회 그리고 2017 년과 2019 년 EASL 학회에서 동물데이터가 발표된 바가 있었다. 아직 임상 1 상 전 단계로 모두 동물 데이터만 확보된 상태이다.

기존 '19년 4분기 임상 1상 진입 예정이었으나 기술이전으로 조금 지연 예상

2019 년 4 분기 임상 1 상이 진행 될 예정이었으나 베링거인겔하임에 기술수출되어 임상 1 상 개시 일정이 베링거인겔하임 주도하에 진행 될 전망이다. 지난 2019 년 1 월 길리어드에 기술수출된 NASH 치료제는 후보물질 단계였지만 YH25724 는 기존에 임상 1 상이 계획되었던 점을 고려하면 길리어드의 NASH 치료제보다 더 빨리 임상 1 상에 진입이 예상된다.

그림1 YH25724 형태

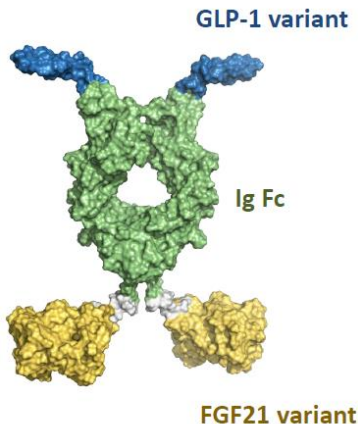


그림2 YH25724 기전

- Consists of a GLP-1 variant and an FGF21 variant fused to an immunoglobulin Fc region
- A **well-balanced dual agonist** exerting complementary and synergistic effect
- Expected to have optimal PK profile for **once weekly dosing** in human
- **Addresses all key features of NASH** (fibrosis, inflammation, steatosis) in experimental models
- **PoC (GLP-1 mono and FGF21 mono) confirmed in clinic**
- May have beneficial effects on **metabolic co-morbidities** (obesity, diabetes, dyslipidemia)

자료: 유한양행, 메리츠중금증권 리서치센터

자료: 유한양행, 메리츠중금증권 리서치센터

유한양행 (000100)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,462.3	1,518.8	1,631.7	1,704.3	1,838.6
매출액증가율 (%)	10.7	3.9	7.4	4.5	7.9
매출원가	1,037.6	1,105.0	1,165.7	1,206.5	1,295.1
매출총이익	424.6	413.8	466.0	497.8	543.5
판매관리비	335.9	363.7	398.8	430.7	469.6
영업이익	88.7	50.1	67.2	67.2	73.9
영업이익률	6.1	3.3	4.1	3.9	4.0
금융손익	-3.4	11.2	7.8	7.3	6.6
종속/관계기업손익	46.5	31.7	32.9	34.5	36.7
기타영업외손익	13.2	-3.6	8.5	13.2	12.8
세전계속사업이익	144.9	89.4	116.4	122.1	130.0
법인세비용	35.3	31.1	29.1	30.5	32.5
당기순이익	109.6	58.3	87.3	91.6	97.5
지배주주지분 순이익	109.0	57.5	86.6	90.9	96.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	126.1	93.5	125.3	139.4	145.5
당기순이익(손실)	109.6	58.3	87.3	91.6	97.5
유형자산상각비	50.0	54.8	66.7	65.3	84.3
무형자산상각비	2.2	4.2	4.6	3.9	3.2
운전자본의 증감	-45.4	-59.1	-33.3	-21.4	-39.6
투자활동 현금흐름	-42.2	-58.2	53.7	-214.4	-191.5
유형자산의증가(CAPEX)	-56.8	-46.0	-70.0	-180.0	-160.0
투자자산의감소(증가)	12.9	-36.5	125.1	-33.5	-29.8
재무활동 현금흐름	-68.2	-51.4	-65.8	4.4	-26.8
차입금의 증감	-62.8	-15.3	-43.1	27.2	-4.0
자본의 증가	4.5	-1.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	11.8	-15.3	113.2	-70.6	-72.8
기초현금	244.9	256.6	241.3	354.5	283.9
기말현금	256.6	241.3	354.5	283.9	211.1

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,069.5	1,111.0	1,288.8	1,259.8	1,263.9
현금및현금성자산	256.6	241.3	354.5	283.9	211.1
매출채권	283.7	343.2	368.7	385.1	415.4
재고자산	271.2	248.9	267.4	279.3	301.3
비유동자산	1,025.2	1,062.9	936.4	1,080.7	1,182.9
유형자산	355.4	343.3	346.6	461.3	537.0
무형자산	25.7	33.8	29.2	25.3	22.0
투자자산	518.0	551.4	426.3	459.7	489.5
자산총계	2,094.7	2,173.8	2,225.2	2,340.4	2,446.8
유동부채	276.3	349.7	329.8	374.4	400.1
매입채무	97.8	90.0	96.7	101.0	108.9
단기차입금	3.2	1.3	5.3	13.3	15.3
유동성장기부채	15.3	47.1	0.8	23.0	20.0
비유동부채	212.0	172.4	179.2	181.0	187.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	115.3	70.2	69.4	66.4	63.4
부채총계	488.4	522.1	509.0	555.5	587.2
자본금	59.5	62.2	62.2	62.2	62.2
자본잉여금	117.7	113.9	113.9	113.9	113.9
기타포괄이익누계액	82.3	95.3	95.3	95.3	95.3
이익잉여금	1,493.3	1,535.4	1,599.1	1,667.2	1,741.1
비지배주주지분	6.4	10.1	10.8	11.5	12.3
자본총계	1,606.3	1,651.7	1,716.2	1,785.0	1,859.7

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	114,443	118,871	127,703	133,385	143,896
EPS(지배주주)	8,497	4,462	6,740	7,074	7,533
CFPS	12,183	10,824	13,800	14,007	16,274
EBITDAPS	11,028	8,541	10,842	10,673	12,634
BPS	122,949	126,152	131,053	136,281	141,959
DPS	1,826	1,911	1,911	1,911	1,911
배당수익률(%)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	24.7	45.8	37.3	35.6	33.4
PCR	17.2	18.9	18.2	18.0	15.5
PSR	1.8	1.7	2.0	1.9	1.7
PBR	1.7	1.6	1.9	1.8	1.8
EBITDA	140.9	109.1	138.5	136.4	161.4
EV/EBITDA	15.9	22.1	21.5	22.5	19.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본 이익률(ROE)	7.0	3.5	5.2	5.2	5.3
EBITDA 이익률	9.6	7.2	8.5	8.0	8.8
부채비율	30.4	31.6	29.7	31.1	31.6
금융비용부담률	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
이자보상배율(x)	19.2	13.7	23.8	25.9	25.2
매출채권회전율(x)	5.6	4.8	4.6	4.5	4.6
재고자산회전율(x)	5.0	5.8	6.3	6.2	6.3

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 7월 02일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 7월 02일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 7월 02일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 오세중)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.0%
중립	3.0%
매도	0.0%

2019년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

유한양행 (000100) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.07.20	산업브리프	Buy	310,000	이태영	-25.7	-16.0	
2017.11.28	산업분석	Buy	280,000	이태영	-17.7	-4.0	
2018.04.30	기업브리프	Buy	280,000	이태영	-17.0	-4.0	
2018.05.29	산업분석	Buy	300,000	이태영	-21.7	-7.5	
				담당자 변경			
2019.05.14	산업분석	Buy	320,000	오세중	-23.6	-20.5	
2019.06.17	기업브리프	Buy	320,000	오세중	-23.4	-20.5	
2019.07.02	기업브리프	Buy	320,000	오세중	-	-	