

2019. 7. 10



▲ 제약/바이오

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

RA **이창석**
02. 6454-4889
changseok.lee@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **320,000 원**

현재주가 (7.9) **229,500 원**

상승여력 **39.4%**

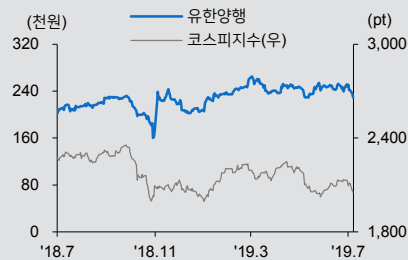
KOSPI	2,052.03pt
시가총액	29,323억원
발행주식수	1,278만주
유동주식비율	68.13%
외국인비중	23.73%
52주 최고/최저가	265,500원/160,283원
평균거래대금	122.3억원

주요주주(%)

유한재단 외 2인	15.67
국민연금공단	10.80
유한학원	7.65

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-7.3	1.3	8.8
상대주가	-6.4	2.0	21.2

주가그래프



유한양행 000100

2Q19 preview: 어떻게 보아도 결국은 레이저티닙

- ✓ 2Q19 매출액 3,778억원(-2.2% YoY), 영업이익은 103억원(-38.0% YoY) 전망
- ✓ 최근 체결된 3개의 기술이전 계약금만 1억5백만달러(약 1,200억원)
- ✓ 임상단계 진전에 따른 추가 마일스톤 기대
- ✓ 레이저티닙 실패에 대한 우려는 낮고 단독/병용 임상 진행에 따른 가치 재고 필요
- ✓ 효능을 이미 확인한 레이저티닙을 기반으로 최선호주 유지

2Q19 매출액 3,778억원과 영업이익 103억원 전망

2Q19 매출액과 영업이익은 각각 3,778억원(-2.2% YoY)과 103억원(-38.0% YoY)을 전망한다. ETC 사업부가 다소 주춤하고 '19년 연구개발비는 974억원(+31.5% YoY) 집행이 예상되나 기술이전 계약금이 이를 상충시켜줄 전망이다. 유한화학은 '19년 2분기까지 적자가 예상되나 새로운 프로젝트 유입으로 하반기부터는 적자를 벗어날 전망이다. YH25724 계약금도 안분인식 될 예정이다. 기술 이전된 NASH 치료제 전임상 일정에 따라 임상 1상 진입 시에 추가 마일스톤 수령이 가능하다.

흔들리지 않는 레이저티닙의 가치

레이저티닙은 이미 ASCO학회에서 효능을 확인시켜 주었다. 신약가치는 단독과 병용 임상 진행에 따라 상승 중이다. 2차 치료제에서는 이미 아스트라제네카의 '타고 리소'보다 뛰어난 효과를 보여주었고 1차 치료제에서의 결과가 기대되고 있다. 병용 파트너 JNJ-372 단독투여에서도 효과를 보였기에 병용에서 안전성 우려만 해소된다면 시너지가 기대된다. 임상 결과를 지속적으로 확인시켜주고 있는 레이저티닙의 신약가치는 의심할 필요가 없다.

최선호주 유지하며 투자의견 Buy, 적정주가 320,000원 유지

최근 신약개발에 대한 우려와 함께 제약/바이오 섹터가 큰 폭으로 하락하였으나 레이저티닙 가치의 변화는 없다. 새로 기술 이전된 파이프라인 가치는 전임상 단계로 반영하지 않고 투자의견 Buy, 적정주가 320,000원을 유지한다.

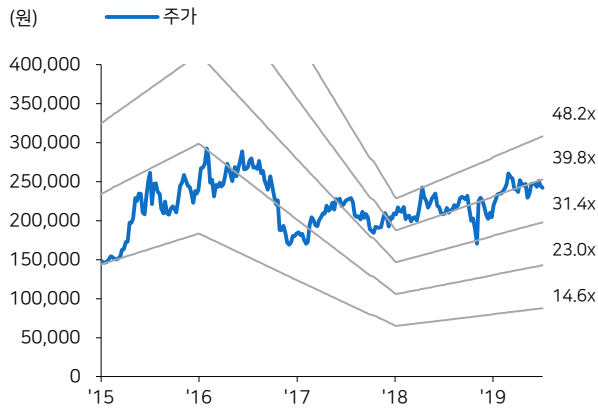
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	1,462.3	88.7	109.0	8,497	-32.1	122,949	24.7	1.7	15.9	7.0	30.4
2018	1,518.8	50.1	57.5	4,462	-47.0	126,152	45.8	1.6	22.1	3.5	31.6
2019E	1,542.4	43.5	70.5	5,484	23.1	129,819	41.9	1.8	27.7	4.2	34.2
2020E	1,626.0	57.1	83.6	6,509	19.8	134,493	35.3	1.7	24.1	4.9	35.0
2021E	1,746.5	72.1	94.1	7,325	9.7	139,967	31.3	1.6	19.6	5.3	35.4

표1 유한양행 2Q19 Preview

(십억원)	2Q17E	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	377.8	386.2	-2.2	345.0	9.5	404.3	-6.5
영업이익	10.3	16.6	-38.0	6.1	69.1	16.6	-38.0
세전이익	23.0	27.9	-17.6	23.3	-1.3	28.0	-17.9
지배순이익	17.1	16.4	4.2	15.6	9.5	22.3	-23.5

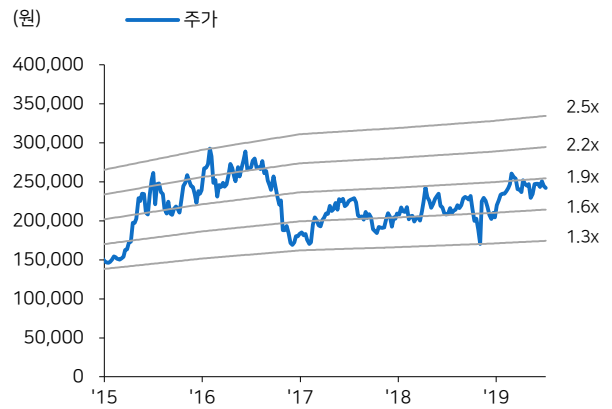
자료: 유한양행, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 유한양행 PER 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 유한양행 PBR 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 유한양행 주요 파이프라인 진행상황

파이프라인	적응증	후보물질	전임상	임상1상	임상2상	임상3상	출시
레이저티닙 YH25448	항암제 (폐암)					국내 4Q19 시작 해외 1Q20 시작	1Q20 조건부 허가 신청
YH14618	퇴행성디스크				4Q19 시작		
YH12852	수술 후 장폐색증				4Q19 시작		
YH25724	NASH			2Q19 시작			
YH24931	항암제 (면역)						
YH25487	천식						
YH25248	항암제 (면역)						

자료: 유한양행, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 유한양행 실적 테이블

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	339.8	386.2	378.6	414.2	345.0	377.8	399.3	420.2	1,518.8	1,542.4	1,626.0
YoY	-3.2%	8.8%	0.0%	9.8%	1.5%	-2.2%	5.5%	1.5%	3.9%	1.6%	5.4%
약품사업	270.4	283.1	284.9	302.6	255.5	272.7	292.4	306.5	1141.0	1127.2	1181.7
YoY	8.7%	12.2%	1.7%	5.4%	-5.5%	-3.7%	2.6%	1.3%	6.8%	-1.2%	4.8%
비처방약 (OTC)	28.0	29.8	25.7	28.4	28.88	30.4	27.2	28.4	111.9	114.8	115.6
YoY	-1.4%	-5.0%	-11.8%	0.5%	3.3%	2.1%	5.5%	0.0%	-4.5%	2.7%	0.6%
처방약 (ETC)	238.8	250.5	256.3	271.7	223.6	238.7	262.0	273.6	1017.3	997.9	1049.7
YoY	9.3%	14.5%	3.1%	6.5%	-6.4%	-4.7%	2.2%	0.7%	8.1%	-1.9%	5.2%
연결대상매출	7.4	6.5	7.7	10.9	9.3	10.4	10.0	11.7	32.5	41.4	47.2
YoY	98.4%	-28.2%	6.0%	53.8%	25.5%	61.2%	28.6%	7.4%	19.8%	27.3%	14.1%
연결조정	(3.8)	(3.6)	(5.0)	(8.3)	(6.2)	(6.8)	(6.7)	(7.1)	(20.7)	(26.9)	(30.8)
생활건강사업	24.9	35.6	32.9	27.4	25.3	36.2	35.8	28.8	120.8	126.1	132.4
YoY	0.1%	8.2%	-1.2%	9.3%	1.9%	1.7%	8.8%	5.1%	4.0%	4.4%	5.0%
해외사업	41.4	63.8	57.0	79.5	49.9	58.7	58.6	72.1	241.8	239.3	254.4
YoY	-44.7%	-4.1%	-8.5%	28.1%	20.4%	-7.9%	2.7%	-9.4%	-9.1%	-1.0%	6.3%
수출	40.0	62.0	55.3	78.8	48.3	56.7	57.1	70.7	236.1	232.8	246.8
YoY	-46.1%	-4.0%	-9.6%	29.9%	20.5%	-8.5%	3.2%	-10.2%	-9.4%	-1.4%	6.0%
내수	1.34	1.81	1.45	0.77	1.59	1.95	1.39	1.25	5.36	6.18	7.31
YoY	95.6%	4.0%	31.5%	-48.3%	19.2%	7.6%	-3.9%	62.7%	7.0%	15.3%	18.3%
유한화학	29.4	50.2	42.1	67.2	39.2	49.7	44.5	58.7	188.8	192.0	205.1
YoY	-42.7%	7.1%	-6.1%	42.0%	33.6%	-1.0%	5.7%	-12.7%	-0.8%	1.7%	6.8%
연결조정	(29.3)	(50.1)	(41.8)	(67.2)	(39.2)	(49.6)	(44.4)	(58.6)	(188.5)	(191.7)	(204.8)
기타	3.1	3.7	3.9	4.6	4.8	3.9	4.0	4.2	15.3	17.1	17.9
YoY	12.2%	15.4%	21.9%	60.8%	53.6%	7.7%	4.7%	-8.3%	27.3%	11.5%	4.7%
기술수출료	0.0	0.0	0.0	0.0	9.4	6.2	8.6	8.6	0.0	32.8	39.6
매출총이익	101.8	109.0	96.5	106.5	103.3	114.2	120.1	126.4	413.8	463.9	492.5
매출총이익률	30.0%	28.2%	25.5%	25.7%	29.9%	30.2%	30.1%	30.1%	27.2%	30.1%	30.3%
판매비와관리비	76.2	92.4	96.4	98.8	97.2	103.9	105.2	114.3	363.7	420.5	435.4
판관비율	22.4%	23.9%	25.4%	23.9%	28.2%	27.5%	26.3%	27.2%	23.9%	27.3%	26.8%
경상연구개발비	15.21	17.72	22.42	18.71	22.3	24.0	24.9	26.1	74.1	97.4	110.1
영업이익	25.66	16.61	0.15	7.7	6.1	10.3	14.9	12.1	50.1	43.5	57.1
영업이익률	7.6%	4.3%	0.0%	1.9%	1.8%	2.7%	3.7%	2.9%	3.3%	2.8%	3.5%
YoY	-27.8%	-19.9%	-99.3%	-26.5%	-76.3%	-38.0%	9859.0%	57.7%	-43.5%	-13.3%	31.3%
순이익	21.16	16.56	10.89	9.72	15.57	17.1	21.9	16.0	58.3	70.5	83.6
순이익률	6.2%	4.3%	2.9%	2.3%	4.5%	4.5%	5.5%	3.8%	3.8%	4.6%	5.1%
YoY	-28.4%	-48.7%	-58.8%	-54.5%	-24.9%	4.2%	89.7%	80.3%	-46.8%	22.7%	18.6%

자료: 메리츠증권 리서치센터

유한양행 (000100)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,462.3	1,518.8	1,542.4	1,626.0	1,746.5
매출액증가율 (%)	10.7	3.9	1.6	5.4	7.4
매출원가	1,037.6	1,105.0	1,078.4	1,133.5	1,209.2
매출총이익	424.6	413.8	464.0	492.5	537.4
판매관리비	335.9	363.7	420.5	435.4	465.3
영업이익	88.7	50.1	43.5	57.1	72.1
영업이익률	6.1	3.3	2.8	3.5	4.1
금융손익	-3.4	11.2	10.9	7.7	7.1
종속/관계기업손익	46.5	31.7	39.5	37.3	34.5
기타영업외손익	13.2	-3.6	4.0	12.3	11.8
세전계속사업이익	144.9	89.4	97.9	114.4	125.4
법인세비용	35.3	31.1	26.3	28.6	31.4
당기순이익	109.6	58.3	71.7	85.8	102.7
지배주주지분 손이익	109.0	57.5	70.5	83.6	101.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	126.1	93.5	181.8	122.6	135.3
당기순이익(손실)	109.6	58.3	71.7	85.8	94.1
유형자산상각비	50.0	54.8	47.3	52.5	65.6
무형자산상각비	2.2	4.2	4.8	5.4	6.1
운전자본의 증감	-45.4	-59.1	58.1	-21.1	-30.4
투자활동 현금흐름	-42.2	-58.2	42.8	-224.5	-159.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-56.8	-46.0	-70.0	-180.0	-120.0
투자자산의 감소(증가)	12.9	-36.5	125.1	-33.5	-29.8
재무활동 현금흐름	-68.2	-51.4	-34.6	-12.8	-26.8
차입금의 증감	-62.8	-15.3	-11.9	10.0	-4.0
자본의 증가	4.5	-1.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	11.8	-15.3	190.0	-114.7	-50.8
기초현금	244.9	256.6	241.3	431.3	316.6
기말현금	256.6	241.3	431.3	316.6	265.8

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,069.5	1,111.0	1,314.5	1,247.6	1,265.8
현금및현금성자산	256.6	241.3	431.3	316.6	265.8
매출채권	283.7	343.2	348.5	367.4	394.6
재고자산	271.2	248.9	252.7	266.4	286.2
비유동자산	1,025.2	1,062.9	967.7	1,133.2	1,219.4
유형자산	355.4	343.3	366.0	493.5	547.9
무형자산	25.7	33.8	41.0	45.6	47.6
투자자산	518.0	551.4	426.2	459.7	489.5
자산총계	2,094.7	2,173.8	2,282.2	2,380.9	2,485.2
유동부채	276.3	349.7	408.4	441.5	469.5
매입채무	97.8	90.0	111.6	117.6	126.4
단기차입금	3.2	1.3	19.3	27.3	29.3
유동성장기부채	15.3	47.1	18.0	23.0	20.0
비유동부채	212.0	172.4	173.2	175.8	180.9
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	581.6	617.3	650.4
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	1,583.1	1,643.9	1,715.1
비지배주주지분	6.4	10.1	11.2	13.4	13.4
자본총계	1,606.3	1,651.7	1,700.6	1,763.6	1,834.8

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	114,443	118,871	120,718	127,257	136,692
EPS(지배주주)	8,497	4,462	5,484	6,509	7,325
CFPS	12,183	10,824	11,031	12,665	14,834
EBITDAPS	11,028	8,541	7,484	8,998	11,246
BPS	122,949	126,152	129,819	134,493	139,967
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	41.9	35.3	31.3
PCR	17.2	18.9	20.8	18.1	15.5
PSR	1.8	1.7	1.9	1.8	1.7
PBR	1.7	1.6	1.8	1.7	1.6
EBITDA	140.9	109.1	95.6	115.0	143.7
EV/EBITDA	15.9	22.1	27.7	24.1	19.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.0	3.5	4.2	4.9	5.3
EBITDA 이익률	9.6	7.2	6.2	7.1	8.2
부채비율	30.4	31.6	34.2	35.0	35.4
금융비용부담률	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
이자보상배율(x)	19.2	13.7	13.3	17.6	21.6
매출채권회전율(x)	5.6	4.8	4.5	4.5	4.6
재고자산회전율(x)	5.0	5.8	6.2	6.3	6.3

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 7월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 7월 10일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 7월 10일 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 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -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	-23.4	-20.5	
2019.07.10	기업브리프	Buy	320,000	오세중	-	-	