

2019. 8. 1



▲ 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 (7.31) 216,500 원

상승여력 47.8%

KOSPI 2,024.55pt

시가총액 27,662억원

발행주식수 1,278만주

유동주식비율 68.13%

외국인비중 23.48%

52주 최고/최저가 265,500원/160,283원

평균거래대금 122.0억원

주요주주(%)

유한재단 외 2인 15.67

국민연금공단 10.80

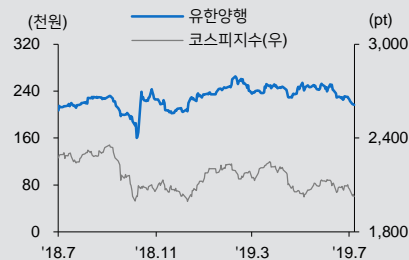
유한학원 7.65

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -11.5 -9.0 1.5

상대주가 -6.8 -0.9 15.0

주가그래프



유한양행 000100

2Q19 Review:
관전포인트는 실적보다 R&D

- ✓ 2Q19 매출액 3,549억원(-6.9% YoY)과 영업손실 54억원(적자전환) 기대치 하회
- ✓ 제네릭과 약가인하로 인한 의약품 매출감소 그리고 R&D 비용 증가가 원인
- ✓ 회계상 인식되지 않은 계약금만 1,000억원에 달하기 때문에 실적쇼크 우려 없음
- ✓ 의약품과 API 포트폴리오 확장으로 앞으로 개선 여지는 충분
- ✓ 최선호주 및 적정주가 320,000원 유지. 어닝쇼크로 인한 과대낙폭 시 매수 추천

2Q19 매출액 감소 그리고 영업손실 기록

매출액 3,594억원(-6.9% YoY), 영업손실 54억원(적자전환)으로 컨센서스를 크게 하회하였다. 소발디와 비리어드가 약가인하 및 제네릭 공세로 매출이 각각 151억원과 137억원 감소한 탓이다. R&D 비용 336억원(+32.5% YoY)과 상품 비중이 높은 탓에 매출원가 상승으로 이어져 수익성도 악화됐다. 레이저티닙의 계약금은 1Q19에 인식되었기에 다른 파이프라인의 로열티인 19억원만 인식되었다. 확보된 계약금만 약 1,200억원에 달하는 가운데 2Q19까지 인식된 금액은 113억에 불과하다. 반영되어야 할 계약금만 1,000억원에 달하기에 실적 우려보다 R&D 모멘텀에 집중해야 한다. 약성재고로 인한 유한화학의 적자는 2Q19까지 이어지며 1Q19 52억원의 영업손실에서 소폭 감소한 45억원을 기록하였다. 2H19부터는 새로운 프로젝트 유입과 약성재고 해소로 실적 정상화와 적자폭을 축소하며 '20년부터는 흑자 전환을 전망한다.

개량신약 도입과 함께 체질 개선 예정

높은 상품비중 개선을 위해 '22년까지 20개의 개량신약이 출시 예정이다. 블록버스터급 도입신약도 추가 예정으로 2H19부터는 매출과 수익 개선이 기대된다. C형 간염의 의존도가 높았던 API 포트폴리오에서 탈피하여 HIV 및 타 치료제로 확장과 함께 의약품 및 API(원료의약품) 모두 체질 개선을 전망한다.

업종 최선호주 및 적정주가 320,000원 유지

레이저티닙과 2개의 NASH 치료제 파이프라인 바탕으로 R&D에 집중해야 할 시기다. 업종 최선호주와 함께 적정주가 320,000원을 유지한다.

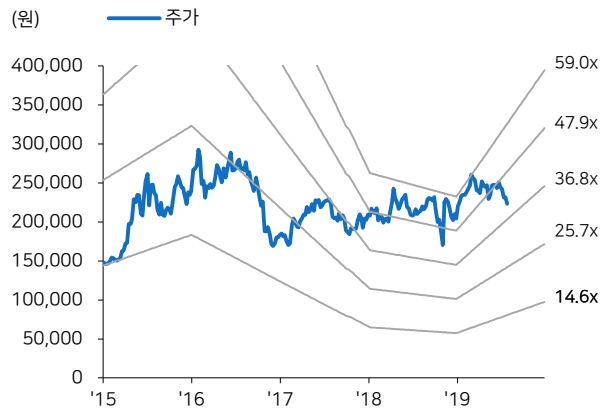
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	1,462.3	88.7	109.0	8,497	-32.1	122,949	24.7	1.7	15.9	7.0	30.4
2018	1,518.8	50.1	57.5	4,462	-47.0	126,152	45.8	1.6	20.1	3.5	31.6
2019E	1,512.7	16.5	50.8	3,939	-11.6	128,302	55.0	1.7	35.4	3.1	34.5
2020E	1,641.0	60.3	85.9	6,688	71.5	133,151	32.4	1.6	21.5	5.1	36.1
2021E	1,764.8	83.9	104.2	8,121	20.3	139,407	26.7	1.6	16.5	5.9	36.3

표1 유한양행 2Q19 실적 Review

(십억원)	2Q19P	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	359.4	386.2	-6.9%	345.0	4.2%	393.4	-8.6	377.8	-4.9
영업이익	-5.4	16.6	적자전환	6.1	-	12.8	-	10.3	-
세전이익	10.7	27.9	-61.6%	23.3	-53.9%	28.0	-61.7	23.0	-53.4
순이익	5.7	16.4	-65.6%	15.6	-63.8%	21.2	-73.4	17.1	-67.1
영업이익률(%)	-	4.3%	-	1.8%	-	3.3%	-	2.7%	-
순이익률(%)	1.6%	4.2%	-	4.5%	-	5.4%	-	4.5%	-

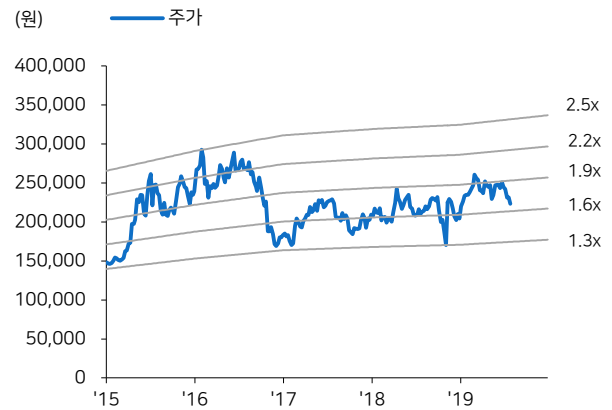
자료: 유한양행, 메리츠증권증권 리서치센터

그림1 유한양행 PER 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 유한양행 PBR 밴드



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 유한양행 실적 테이블

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19P	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	339.8	386.2	378.6	414.2	345.0	359.4	394.6	413.6	1,518.8	1,512.7	1,641.0
YoY	-3.2%	8.8%	0.0%	9.8%	1.5%	-6.9%	4.2%	-0.1%	3.9%	-0.4%	8.5%
약품사업	270.4	283.1	284.9	302.6	255.5	257.2	287.6	306.4	1141.0	1106.7	1196.1
YoY	8.7%	12.2%	1.7%	5.4%	-5.5%	-9.2%	1.0%	1.2%	6.8%	-3.0%	8.1%
비처방약 (OTC)	28.0	29.8	25.7	28.4	28.88	28.9	27.77	28.4	111.9	114.0	117.4
YoY	-1.4%	-5.0%	-11.8%	0.5%	3.3%	-3.0%	7.9%	0.0%	-4.5%	1.9%	3.0%
처방약 (ETC)	238.8	250.5	256.3	271.7	223.6	224.6	256.6	273.6	1017.3	978.4	1061.6
YoY	9.3%	14.5%	3.1%	6.5%	-6.4%	-10.3%	0.1%	0.7%	8.1%	-3.8%	8.5%
연결대상매출	7.4	6.5	7.7	10.9	9.3	9.6	10.0	12.2	32.5	41.1	54.2
YoY	98.4%	-28.2%	6.0%	53.8%	25.5%	48.9%	28.6%	12.4%	19.8%	26.5%	31.8%
연결조정	(3.8)	(3.6)	(5.0)	(8.3)	(6.2)	(5.9)	(6.7)	(7.8)	(20.7)	(26.7)	(37.1)
생활건강사업	24.9	35.6	32.9	27.4	25.3	39.6	35.8	28.8	120.8	129.5	136.0
YoY	0.1%	8.2%	-1.2%	9.3%	1.9%	11.2%	8.8%	5.1%	4.0%	7.3%	5.0%
해외사업	41.4	63.8	57.0	79.5	49.9	55.1	58.6	65.6	241.8	229.2	249.9
YoY	-44.7%	-4.1%	-8.5%	28.1%	20.4%	-13.7%	2.7%	-17.5%	-9.1%	-5.2%	9.0%
수출	40.0	62.0	55.3	78.8	48.3	53.8	57.1	64.3	236.1	223.4	243.0
YoY	-46.1%	-4.0%	-9.6%	29.9%	20.5%	-13.3%	3.2%	-18.4%	-9.4%	-5.4%	8.8%
내수	1.34	1.81	1.45	0.77	1.59	1.33	1.39	1.25	5.36	5.56	6.55
YoY	95.6%	4.0%	31.5%	-48.3%	19.2%	-26.7%	-3.9%	62.7%	7.0%	3.7%	17.9%
유한화학	29.4	50.2	42.1	67.2	39.2	40.0	44.5	49.0	188.8	172.8	190.5
YoY	-42.7%	7.1%	-6.1%	42.0%	33.6%	-20.2%	5.7%	-27.0%	-0.8%	-8.5%	10.3%
연결조정	(29.3)	(50.1)	(41.8)	(67.2)	(39.2)	(40.0)	(44.4)	(49.0)	(188.5)	(172.5)	(190.2)
기타	3.1	3.7	3.9	4.6	4.8	5.6	4.0	4.2	15.3	18.8	19.4
YoY	12.2%	15.4%	21.9%	60.8%	53.6%	53.9%	4.7%	-8.3%	27.3%	22.6%	3.6%
기술수출료	0.0	0.0	0.0	0.0	9.4	1.9	8.6	8.6	0.1	28.5	39.6
매출총이익	101.8	109.0	96.5	106.5	103.3	98.9	113.4	119.5	413.8	435.1	485.9
매출총이익률	30.0%	28.2%	25.5%	25.7%	29.9%	27.5%	28.7%	28.9%	27.2%	28.8%	29.6%
판매비와관리비	76.2	92.4	96.4	98.8	97.2	104.4	104.2	112.9	363.7	418.6	425.6
판관비율	22.4%	23.9%	25.4%	23.9%	28.2%	29.0%	26.4%	27.3%	23.9%	27.7%	25.9%
경상연구개발비	15.21	17.72	22.42	18.71	22.3	23.2	24.9	26.1	74.1	96.6	107.2
영업이익	25.66	16.61	0.15	7.7	6.1	(5.4)	9.2	6.7	50.1	16.5	60.3
영업이익률	7.6%	4.3%	0.0%	1.9%	1.8%	-1.5%	2.3%	1.6%	3.3%	1.1%	3.7%
YoY	-27.8%	-19.9%	-99.3%	-26.5%	-76.3%	적전	6000.6%	-13.4%	-43.5%	-67.1%	265.7%
순이익	21.16	16.56	10.89	9.72	15.57	5.6	17.6	12.1	57.5	50.8	85.9
순이익률	6.2%	4.3%	2.9%	2.3%	4.5%	1.6%	4.5%	2.9%	3.8%	3.4%	5.2%
YoY	-28.4%	-48.7%	-58.8%	-54.5%	-24.9%	-65.6%	52.5%	35.9%	-47.6%	-11.5%	69.0%

자료: 메리츠증권리서치센터

레이저티닙 임상 결과 업데이트 예고

'19년 하반기 학회를 통하여
레이저티닙 추가 업데이트 예고

2019 ASCO 학회에서 레이저티닙 단독 임상 1/2상 결과 업데이트를 통하여 2차 치료제로써 타그리스 대비 우월한 가능성을 이미 확인하였다. 임상 2상에서 1차 치료에 해당되는 환자에서 임상이 진행되고 있기에 1차 치료제로의 가능성 확인까지가 레이저티닙에 가장 중요한 시점이다.

높은 빈도의 업데이트는
파이프라인에 대한 자신감으로
해석하여 기대감은 계속 유효

2Q19 실적발표를 통하여 '19년 하반기 학회에서 레이저티닙 임상의 추가 결과 공개를 예고하였다. 임상시험 데이터를 주기적으로 자신있게 보여준 만큼 레이저티닙에 대한 기대감을 높게 평가한다. 더불어 순조롭게 진행중인 병용 임상에 데이터가 공개된다면 레이저티닙에 대한 확신을 더욱 더 가질 수 있다.

NASH 치료제 2종은 아직 전임상 단계로 빠르면 '19년 4분기 혹은 '20년 상반기에 임상 1상에 진입할 예정이다. 임상 1상에 진입한다면 추가 마일스톤과 파이프라인가치 상승에 따라 동사의 가치도 리레이팅을 기대한다. 오픈이노베이션을 통하여 사실상 다수의 파이프라인을 보유하고 있는 것과 동일한 수준의 R&D를 진행하고 있다고 봐도 무방하다. 따라서 언제 튀어나올지 모르는 R&D 결과물에도 기대할 수 있다.

표3 유한양행 주요 파이프라인 진행상황

파이프라인	적응증	후보물질	전임상	임상1상	임상2상	임상3상	출시
레이저티닙 YH25448	항암제 (폐암)					국내 4Q19 시작 해외 1Q20 시작	1Q20 국내 조건부 허가 신청
레이저티닙 + JNJ-372 병용	항암제 (폐암)			1상 진행중			
YH14618	퇴행성디스크				4Q19 예상		
YH12852	수술 후 장폐색증				4Q19 예상		
YH25724	NASH			4Q19 예상			
길리어드 NASH	NASH						
YH24931	항암제 (면역)						
YH25487	천식						
YH25248	항암제 (면역)						

자료: 유한양행, 메리츠증권리서치센터

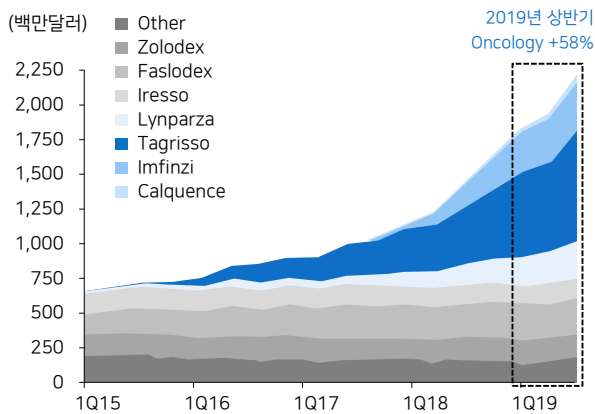
레이저티닙이 노리고 있는 타그리소 시장현황

레이저티닙의 경쟁약물인 '타그리소'는 아스트라제네카의 매출 성장의 메인 드라이브로 확인되고 있다. 2Q19 매출은 784만달러(약 9,000억원)를 기록하였고 주요 선진국에서 1차 치료제로 확장하며 24.4% 성장을 보였다.

타그리소의 1차 치료제로
보험급여 지연될수록
레이저티닙 국내 조건부 허가를
통한 2차 치료제 매출 ↑

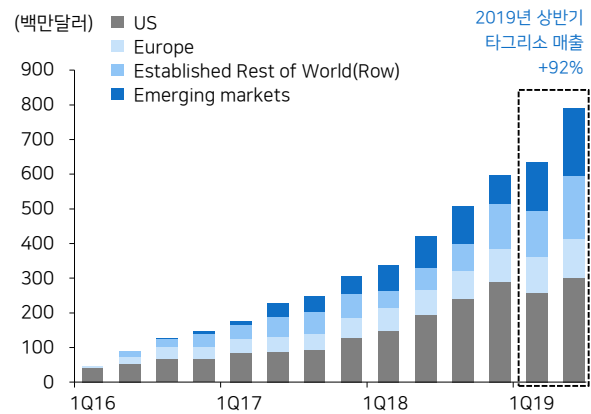
비싼 약가로 인하여 보험급여가 적용되지 않아 아직 2차 치료제로 머물고 있는 국가가 다수로 확인된다. 최근 영국에서 1차 치료제로의 급여화 지연에 대해 보도된 바 있다. 해외 보험급여 적용 지연으로 인해 국내 또한 혜택 적용이 늦어질 수 밖에 없다. 타그리소의 1차 치료제 급여화가 늦어질수록 레이저티닙이 국내에서 2차 치료제로 조건부 허가로 발생할 매출은 늘어나게 되기 때문에 긍정적으로 볼 수 있다.

그림3 아스트라제네카의 성장동력인 타그리소



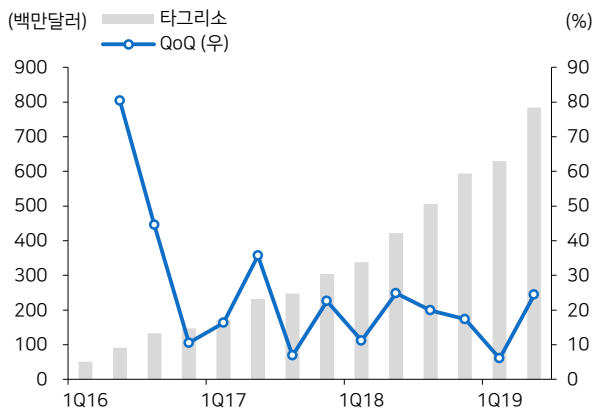
자료: AstraZeneca, 메리츠증권 리서치센터

그림4 타그리소 지역별 매출 추이



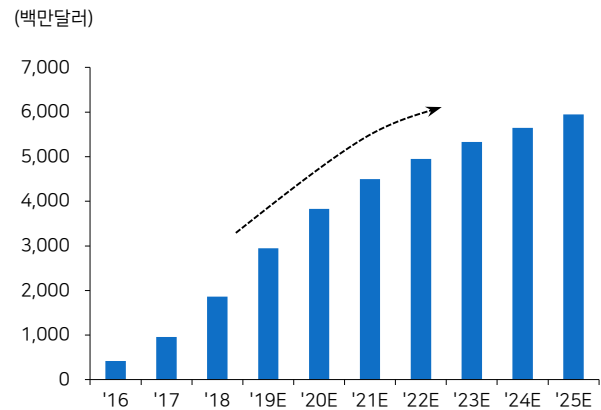
자료: AstraZeneca, 메리츠증권 리서치센터

그림5 타그리소 분기별 매출 추이



자료: AstraZeneca, 메리츠증권 리서치센터

그림6 타그리소 매출 추이 및 전망



자료: AstraZeneca, GlobalData, 메리츠증권 리서치센터

유한양행 (000100)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,462.3	1,518.8	1,512.7	1,641.0	1,764.8
매출액증가율 (%)	10.7	3.9	-0.4	8.5	7.5
매출원가	1,037.6	1,105.0	1,077.6	1,155.1	1,234.8
매출총이익	424.6	413.8	435.1	485.9	529.9
판매관리비	335.9	363.7	418.6	425.6	446.1
영업이익	88.7	50.1	16.5	60.3	83.9
영업이익률	6.1	3.3	1.1	3.7	4.8
금융손익	-3.4	11.2	11.5	7.8	7.3
종속/관계기업손익	46.5	31.7	38.7	36.4	37.6
기타영업외손익	13.2	-3.6	7.7	13.1	12.6
세전계속사업이익	144.9	89.4	74.4	117.6	141.4
법인세비용	35.3	31.1	22.8	29.4	35.3
당기순이익	109.6	58.3	51.6	88.2	106.0
지배주주지분 순이익	109.0	57.5	50.8	85.9	104.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	126.1	93.5	175.6	132.5	164.5
당기순이익(손실)	109.6	58.3	51.6	88.2	106.0
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	71.9	-13.6	-13.1
투자활동 현금흐름	-42.2	-58.2	-108.4	-225.1	-159.3
유형자산의증가(CAPEX)	-56.8	-46.0	-70.0	-180.0	-120.0
투자자산의감소(증가)	12.9	-36.5	-26.5	-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	32.6	-105.4	-21.6
기초현금	244.9	256.6	241.3	273.9	168.5
기말현금	256.6	241.3	273.9	168.5	146.9

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,069.5	1,111.0	1,140.9	1,090.8	1,122.6
현금및현금성자산	256.6	241.3	273.9	168.5	146.9
매출채권	283.7	343.2	341.8	370.8	398.8
재고자산	271.2	248.9	247.9	268.9	289.2
비유동자산	1,025.2	1,062.9	1,119.3	1,284.8	1,371.0
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	577.8	611.3	641.1
자산총계	2,094.7	2,173.8	2,260.2	2,375.6	2,493.5
유동부채	276.3	349.7	408.4	452.9	482.3
매입채무	97.8	90.0	111.6	121.1	130.2
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	171.2	176.8	182.1
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	579.6	629.7	664.4
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	1,563.3	1,626.4	1,707.9
비지배주주지분	6.4	10.1	10.9	13.2	15.0
자본총계	1,606.3	1,651.7	1,680.5	1,745.9	1,829.2

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	114,443	118,871	118,389	128,431	138,118
EPS(지배주주)	8,497	4,462	3,939	6,688	8,121
CFPS	12,183	10,824	9,112	13,023	16,097
EBITDAPS	11,028	8,541	5,366	9,251	12,171
BPS	122,949	126,152	128,302	133,151	139,407
DPS	1,826	1,911	1,911	1,911	1,911
배당수익률(%)	0.9	0.9	0.9	0.9	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	24.7	45.8	55.0	32.4	26.7
PCR	17.2	18.9	23.8	16.6	13.4
PSR	1.8	1.7	1.8	1.7	1.6
PBR	1.7	1.6	1.7	1.6	1.6
EBITDA	140.9	109.1	68.6	118.2	155.5
EV/EBITDA	15.9	20.1	35.4	21.5	16.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.0	3.5	3.1	5.1	5.9
EBITDA 이익률	9.6	7.2	4.5	7.2	8.8
부채비율	30.4	31.6	34.5	36.1	36.3
금융비용부담률	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
이자보상배율(x)	19.2	13.7	5.0	18.6	25.2
매출채권회전율(x)	5.6	4.8	4.4	4.6	4.6
재고자산회전율(x)	5.0	5.8	6.1	6.4	6.3

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 8월 01일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 8월 01일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 8월 01일 현재 동 자료에 언급된 종목을 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

