



하나금융그룹

2019년 8월 29일 | Equity Research

유한양행 (000100)

기술이전이 실적개선으로 이어지는 유한양행의 빅픽처

2분기 실적발표로 약재는 모두 해소

유한양행의 2분기 영업이익은 -54억원으로 어닝 쇼크한 실적을 시현하였다. 기술이전에 의한 계약금 인식이 1분기 94억원에서 2분기 19억원으로 크게 감소한 것이 적자 시현의 주된 이유였다. 사실 유한양행 본업 자체는 2018년 3분기 1.5억원 영업이익을 기록했을 때부터 좋지 않았다. 올해 1분기에도 94억원의 기술료 인식이 없었다면 영업이익은 적자를 기록했을 것으로 추정된다. 비리어드, 트라젠티, 트윈스타와 같은 블록버스터급 도입신약의 제네릭 등장으로 처방약 부분이 역성장하면서 탑라인 자체가 깨지고 있는 상황이라 본업 자체가 올해 빠른 속도로 회복되기는 어려울 것으로 보인다. 그러나 3분기부터 기술료가 1분기와 비슷한 수준으로 인식되고 작년 3분기 기저를 감안하면 실적에 있어서 더 이상의 쇼크는 없을 것으로 보인다. 결국 2분기 실적은 유한양행의 최대 약재였으며, 실적이 발표되면서 유한양행의 불확실성은 모두 해소되었다고 볼 수 있다. 이러한 이유 때문에 비록 적자 실적을 발표했지만 유한양행의 주가는 다음날 3.7% 상승하였다.

기술이전에 대한 시장의 오해

기술이전 계약 체결 시 기술이전 규모는 반환의무가 없는 계약금과 마일스톤으로 구성된다. 일반적으로 계약금은 전체 기술이전 규모의 10%이고 나머지 90%는 마일스톤이라 볼 수 있다. 한미약품이 2015~2016년 사이 글로벌 제약사들과 대규모 기술이전을 연이어 체결한 사건은 국내 제약바이오 섹터의 패러다임을 변화시킨 대단한 사건이지만, 아쉬웠던 점은 마일스톤 수령이 거의 없어서 기술이전이 실적개선으로 연결되지 못했다는 점이다. 즉 기술이전이 어닝으로 연결될 수 있다는 점을 시장에 보여주지 못했으며, 이로 인해 시장에서 기술이전을 단순 일회성 이벤트 발생으로 인식하고 있으며, 오히려 주가 상승의 재료가 소진되었다고 판단, 기술이전 이후 주가는 하향곡선을 그리게 되는 경우가 많았다.

유한양행이 보여줄 기술이전에 대한 패러다임 변화

이에 비해 유한양행은 그림 3에서 확인할 수 있듯이 3건의 기술이전 계약 체결로 인해 올해 하반기부터 여러 건의 마일스톤을 수령할 것으로 예상되며, 당 리서치센터에서는 2020년 최소 550억원의 마일스톤 수령이 가능할 것으로 추정하였다. 올해 상반기 유한양행의 영업이익은 7억원에 불과 하반기 실적개선이 이루어진다 하더라도 연간 약 250억원에 그칠 것으로 전망된다. 그러나 기술이전한 물질의 임상 진행에 따라 마일스톤을 수령하게 된다면 2020년 유한양행의 영업이익은 약 950억원으로 추정된다. 마일스톤 수령으로 인해 유한양행의 실적 개선이 가능하다는 의미이며 2020년 유한양행은 이를 증명할 수 있을 것으로 기대된다. 불안정하고 불확실한 장이 계속되는 현재 유한양행은 최고의 방어주이며, 동시에 급속한 성장을 보여줄 수 있는 성장주라 할 수 있다.

Update

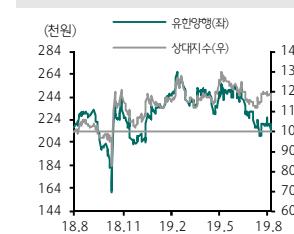
BUY

| TP(12M): 330,000원 | CP(8월 28일): 220,500원

Key Data

	2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	1,941.09	
52주 최고/최저(원)	265,500/160,283	
시가총액(십억원)	2,817.4	
시가총액비중(%)	0.23	
발행주식수(천주)	12,777.1	
60일 평균 거래량(천주)	46.2	
60일 평균 거래대금(십억원)	10.9	
19년 배당금(예상,원)	1,911	
19년 배당수익률(예상,%)	0.87	
외국인지분율(%)	22.45	
주요주주 지분율(%)		
유한재단 외 2 인	15.67	
국민연금공단	10.80	
주가상승률	1M 6M 12M	
절대	(1.3) (15.4) 0.4	
상대	5.0 (4.3) 19.1	

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	1,462.2	1,518.8	1,521.5	1,704.6	1,808.4
영업이익	십억원	88.7	50.1	25.3	95.3	92.2
세전이익	십억원	144.9	89.4	88.9	156.9	153.1
순이익	십억원	109.0	57.5	66.1	116.7	113.9
EPS	원	8,379	4,417	5,082	8,967	8,752
증감률	%	(32.4)	(47.3)	15.1	76.4	(2.4)
PER	배	25.01	46.30	43.39	24.59	25.20
PBR	배	1.56	1.47	1.55	1.48	1.41
EV/EBITDA	배	15.89	20.12	37.68	18.88	19.37
ROE	%	7.04	3.55	3.98	6.75	6.26
BPS	원	134,691	138,841	141,870	149,089	156,093
DPS	원	1,826	1,911	1,911	1,911	1,911



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

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

표 1. 유한양행 실적 전망(연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	18	19F	20F
매출액	339.8	386.2	378.6	414.2	345.0	359.4	393.4	423.7	1,518.8	1,521.5	1,704.6
YoY	-3.2%	8.8%	0.0%	9.8%	1.5%	-6.9%	3.9%	2.3%	3.9%	0.2%	12.0%
약품사업	275.3	288.9	290.1	307.7	261.3	263.3	296.9	317.2	1,162.0	1,138.7	1,238.5
YoY	9.0%	12.2%	1.9%	5.3%	-5.1%	-8.9%	2.4%	3.1%	6.9%	-2.0%	8.8%
비처방약(OTC)	27.9	29.8	25.7	28.4	28.9	28.9	26.5	29.2	111.9	113.5	119.5
YoY	-1.2%	-5.2%	-11.9%	0.5%	3.3%	-3.0%	3.0%	2.7%	-4.5%	1.4%	5.3%
처방약(ETC)	238.8	250.5	256.3	271.7	223.6	224.6	261.5	278.5	1,017.3	988.1	1,076.7
YoY	9.3%	14.5%	3.1%	6.5%	-6.4%	-10.3%	2.0%	2.5%	8.1%	-2.9%	9.0%
AHC	3.6	4.0	3.8	4.4	4.2	4.8	4.1	5.2	15.6	18.3	21.3
YoY	10.1%	15.5%	7.2%	19.0%	17.0%	20.4%	10.0%	20.0%	13.1%	17.0%	16.4%
원료의약품	1.3	1.8	1.4	0.8	1.6	1.3	1.7	1.0	5.4	5.7	6.2
YoY	90.9%	6.5%	31.4%	-48.3%	19.2%	-26.7%	20.0%	30.0%	7.5%	5.5%	10.1%
유한메디카(매출조정)	3.6	2.8	2.8	2.5	3.1	3.7	3.1	3.3	11.8	13.1	14.8
YoY	101.8%	29.2%	32.1%	-34.5%	-14.9%	30.2%	10.0%	30.0%	18.2%	11.5%	12.6%
생활건강사업	21.3	31.7	29.1	23.0	21.2	34.8	29.9	25.3	105.1	111.2	123.4
YoY	-1.4%	7.4%	-2.2%	7.6%	-0.7%	10.1%	2.6%	10.0%	2.8%	5.8%	10.9%
해외사업(원료의약품)	40.1	62.0	55.6	78.8	48.3	53.7	52.0	63.0	236.4	217.0	244.2
YoY	-46.0%	-4.3%	-9.2%	29.9%	20.4%	-13.3%	-6.4%	-20.0%	-9.4%	-8.2%	12.5%
기술료 수익					9.4	1.9	10.0	13.5	0.0	34.7	83.5
기타(임대, 수탁 등)	3.1	3.7	3.9	4.6	4.8	5.6	4.6	4.7	15.3	19.8	15.0
매출총이익	101.8	109.0	96.5	106.5	103.3	98.9	120.0	128.0	413.8	450.1	515.3
YoY	-6.8%	-0.6%	-8.6%	6.4%	1.4%	-9.2%	24.3%	20.2%	-2.5%	8.8%	14.5%
GPM	30.0%	28.2%	25.5%	25.7%	29.9%	27.5%	30.5%	30.2%	27.2%	29.6%	30.2%
판매관리비	76.2	92.4	96.3	98.8	97.2	104.3	109.4	114.0	363.7	424.9	420.0
YoY	3.2%	3.9%	15.2%	10.3%	27.6%	13.0%	13.5%	15.4%	8.3%	16.8%	-1.1%
판관비율	22.4%	23.9%	25.4%	23.9%	28.2%	29.0%	27.8%	26.9%	23.9%	27.9%	24.6%
경상연구개발비	15.2	17.7	22.4	18.7	22.3	23.2	31.5	35.2	74.1	112.2	97.2
YoY	-7.9%	15.9%	33.8%	-18.1%	46.6%	31.0%	40.4%	87.9%	3.7%	51.4%	-13.4%
기타판매관리비	60.9	74.7	73.9	80.1	74.9	81.1	77.9	78.8	289.6	312.7	322.8
YoY	6.4%	1.4%	10.6%	20.0%	22.9%	8.7%	5.4%	-1.6%	9.5%	8.0%	3.2%
영업이익	25.7	16.6	0.2	7.7	6.1	(5.4)	10.6	14.0	50.1	25.3	95.3
YoY	-27.7%	-19.8%	-99.3%	-26.5%	-76.3% TR	6888.0%	81.6%	-43.5%	-49.6%	276.9%	
OPM	7.6%	4.3%	0.0%	1.9%	1.8%	-1.5%	2.7%	3.3%	3.3%	1.7%	5.6%
당기순이익	21.2	16.6	10.9	9.7	15.7	5.7	21.0	24.8	58.3	67.1	118.4
YoY	-28.4%	-48.7%	-58.8%	-54.4%	-26.0%	-65.6%	92.9%	154.6%	-46.8%	15.1%	76.4%
NPM	6.2%	4.3%	2.9%	2.3%	4.5%	1.6%	5.3%	5.8%	3.8%	4.4%	6.9%

자료: 하나금융투자

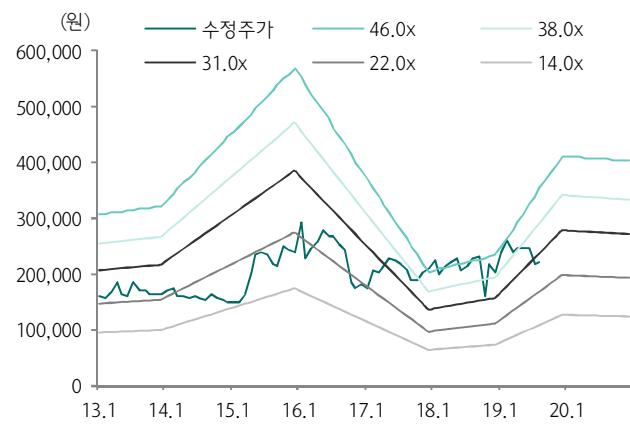
표 2. 유한양행 지분법이익 전망

(단위: 백만원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	18	19F	20F
유한킴벌리	3,723.0	10,161.0	9,741.0	9,990.0	11,722.0	9,744.0	10,228.1	10,589.4	33,615.0	42,283.5	45,078.8
유한크로락스	137.0	208.0	1,166.0	1,145.0	105.0	271.0	1,189.3	1,087.8	2,656.0	2,653.1	2,619.2
한국얀센	2,125.0	585.0	1,869.0	(3,529.0)	1,227.0	2,109.0	2,055.9	1,000.0	1,050.0	6,391.9	6,993.9
유칼릭스	9.0	14.0	13.0	115.0	19.0	53.0	16.9	103.5	151.0	192.4	222.3
이뮨온시아	(1,193.0)	(1,841.0)	(841.0)	(1,316.0)	1,496.0	(4,997.0)	(857.8)	(1,342.3)	(5,191.0)	(5,701.1)	(5,815.2)
기타	(804.0)	(1,223.0)	1,473.0	(302.0)	(1,059.0)	(68.0)	(2,000.0)	(308.0)	(856.0)	(3,435.0)	(3,503.7)
합계	3,997.0	7,904.0	13,421.0	6,103.0	13,510.0	7,112.0	10,632.4	11,130.3	31,425.0	42,384.6	45,595.3

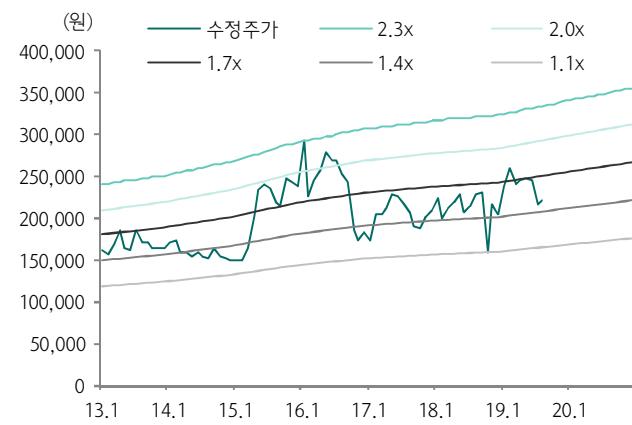
자료: 하나금융투자

그림 1. 유한양행 PER 배ند



자료: 하나금융투자

그림 2. 유한양행 PBR 배нд



자료: 하나금융투자

표 3. 유한양행 R&D 파이프라인

구분	적용증	과제명	단계				
			후보물질	전임상	임상1상	임상2상	임상3상
신약	항암제(표적 폐암)	YH25448					
	퇴행성디스크	YH14618					
	변비, 수술 후 장폐색증	YH12852					
	비알콜성지방간염(NASH)	YH25724					
	항암제(면역)	YH24931					
	천식	YH25487					
	항암제	YH25248					
개량신약	고지열/고열압 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					

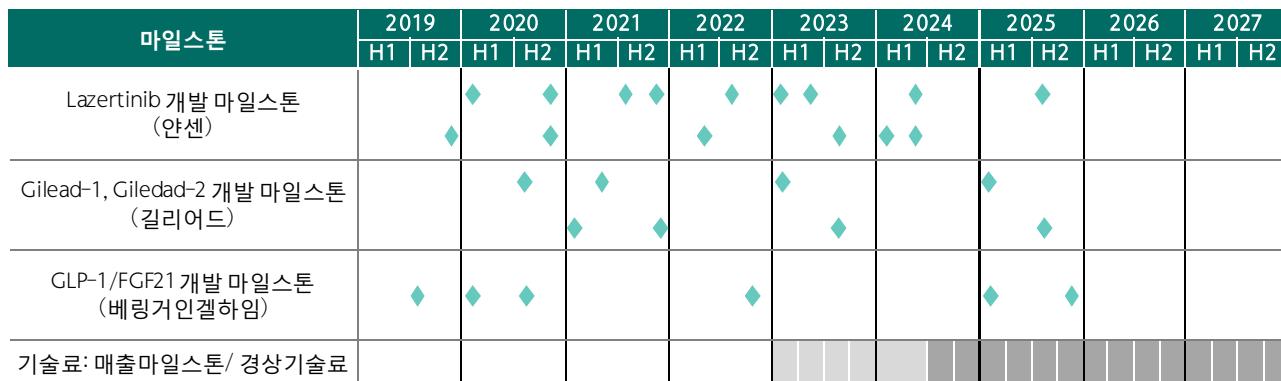
자료: 유한양행, 하나금융투자

표 4. 바이오벤처 투자현황

투자업체	취득시점	투자대금	사업내용	취득	상장여부	수익률(%) (2017/01/01 기준)
바이오니아	2015-09-22	100억	siRNA	파이프라인 확충	코스닥상장	-3.4
코스온	2015-11-05	150억	화장품		코스닥상장	-53.7
제넥신	2015-12-03	200억	hyFC	파이프라인 확충	코스닥상장	23.1
이엠텍	2015-12-11	20억	보청기	사업영역 확대	코스닥상장	-6.2
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	-40.3 (2018/11/21 상장일 기준)
Sorrento	2016-04-25	1000만불	면역항암제	파트너십 강화	나스닥 상장	-55.7
NeolimmuneTech	2016-07-28	300만불	hyFC	파이프라인 확충	비상장, 미국	
Genosco	2016-08-19	420만불	표적항암제	파이프라인 확충	비상장, 미국	
씨엔씨	2016-11-28	25억	오랄케어	사업협력 강화	비상장	
바이오파아	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

그림 3. 마일스톤 타임라인



자료: 유한양행, 하나금융투자

표 5. 유한양행 R&D 모멘텀

물질명	기술이전 사	적용증	분류	현재 임상진행 현황	2H19	1H20	2H20
레이저티닙	얀센	비소세포폐암 치료제	국내	국내 임상 2상 완료	국내 임상 2상 결과 발표 기대 국내 임상 3상 진입	1분기 식약처에 조건부 허가 신청서 제출	조건부 허가로 출시 기대
			얀센 수행	얀센의 이종항체와 병용투여 임상 1b 진행 단독투여 임상 1상 미 FDA의 IND 승인 획득	얀센의 이종항체와 병용 투여 임상 1b상 종료 3분기 단독투여 임상 1상 진입	얀센의 이종항체와 병용투여 임상 2상 진입	얀센의 이종항체와 병용투여 임상 3상 진입
NASH 치료제	길리어드	NASH		동물모델에서 유효성 테스트 진행	최적의 선도물질 도출	back-up 물질 도출	임상 1상 진입 기대
YH25724	베링거 잉겔하임	NASH		GLP-Tox(비임상 독성실험) 수행 중		1분기 GLP-Tox 실험 완료	3분기 임상 1상 진입

자료: 하나금융투자

유한양행의 R&D 일정

1. 레이저티닙

ASCO에서 레이저티닙 임상 1/2상 결과 발표
ORR 60%, T790M 양성환자 64%
T790M 음성환자 37%
mPFS 8.1개월
T790M 양성환자 9.5개월
T790M 음성환자 5.4개월

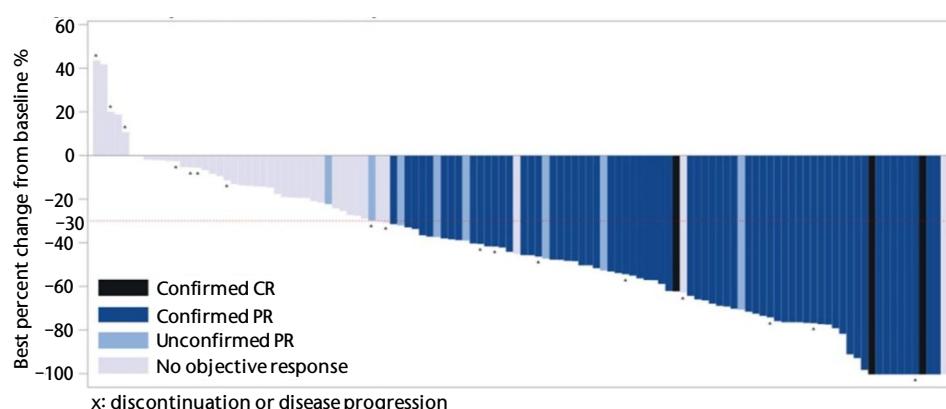
유한양행은 올해 6월 개최된 ASCO에서 레이저티닙의 임상 1/2상 결과를 발표하였다. 작년 11월을 기준으로 cut off 된 데이터로 안전성과 유효성이 확인이 되었으며 경쟁약물 대비 경쟁력을 확보하였다고 평가받고 있다. 연구자 평가에 의한 객관적 반응률(ORR)은 60%로 이중 EGFR T790M 변이 양성환자의 경우 64%, T790M 변이 음성환자의 경우 37%의 반응률을 보여 target specificity를 확보한 것으로 보인다. 이러한 차이는 무진행성생존기간 중간값(median Progression Free Survival, mPFS)에서 더욱 뚜렷한 차이를 보이고 있는데, T790M 양성환자의 median PFS는 9.5개월인데 비해 음성환자의 경우 5.4개월에 불과한 것으로 나타났다.

9월 WCLC 학회에서 임상 1/2
올해 3월 cut off 데이터 발표기대

특히 120mg 이상 고용량을 투여한 환자군의 median PFS는 12.3개월로 6.9개월의 80mg 이하의 저용량 환자 대비 매우 높은 치료효과를 보여주고 있다. 이것은 향후 적정투여용량으로 실시될 임상 3상에서 mPFS값은 크게 증가할 가능성을 시사하고 있는 대목이라 볼 수 있다. 올해 3월을 기준으로 cut off 된 임상 1/2상 데이터를 9월 7일~10일 사이 개최되는 세계폐암학회(WCLC)에서 발표할 수 있을 것으로 기대된다.

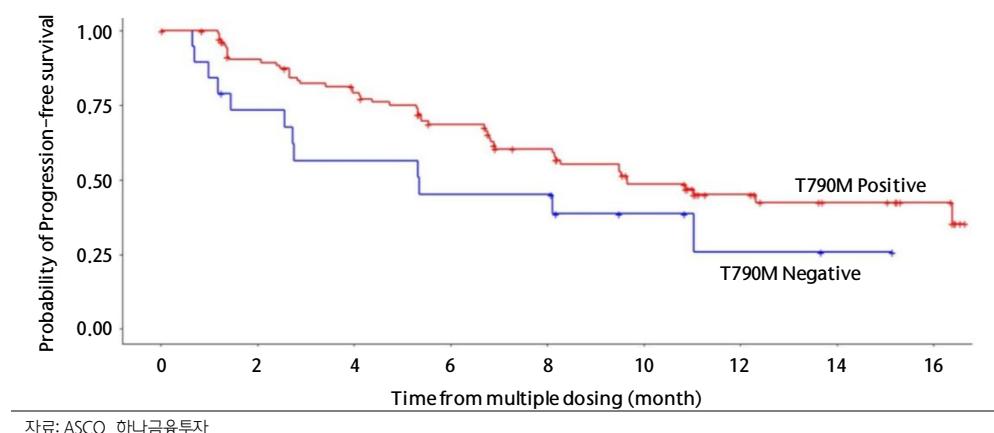
더불어 240mg 적정투여용량으로 각각 60명 환자 대상으로 1차치료제와 2차치료제로 수행된 임상 2상 결과도 올해 하반기 발표할 수 있을 것으로 예상된다.

그림 4. Best Percentage change in target-Lesion size in Overall Population



자료: ASCO, 하나금융투자

그림 5. Probability of Progression-Free survival by T790M Status



자료: ASCO, 하나금융투자

레이저티닙은 얀센의 개발의지가 확고한 주요 파이프라인 2023년 승인을 목표

레이저티닙을 기술이전해 간 얀센은 올해 5월 Pharmaceutical Business Review에서 향후 10억 달러 이상의 매출을 기대하는 블록버스터 약물 10개를 공개하였는데 여기에 레이저티닙이 포함되어 있었다. 레이저티닙의 가능성과 얀센의 개발의지를 확인할 수 있는 부분이다. 얀센은 2023년 레이저티닙의 승인을 목표로 하고 있다.

얀센의 이중항체와의 병용투여 2020년부터 임상 2상 본격적으로 시작

얀센은 현재 EGFR/c-MET 이중항체(JNJ-6372)와 레이저티닙의 병용임상을 진행하고 있으며, 올해 말 임상 1b상이 종료되고 내년 상반기 임상 2상, 하반기 임상 3상에 돌입할 수 있을 것으로 예상된다. 동물모델 유효성 테스트 결과 JNJ-6372와 레이저티닙의 병용투여시 종양크기가 각각의 단독투여 대비 현저하게 감소되어 있음을 확인하였다. 이것은 비소세포폐암의 주요 타겟인 EGFR과 c-MET을 동시에 억제함은 물론 EGFR을 세포 외부와 레이저티닙(tyrosine kinase inhibitor, TKI)에 의한 세포 내부에서 동시에 억제함으로써 강력한 항암효과를 보이기 때문으로 추정된다.

더불어 레이저티닙 단독투여 임상 1상도 올해 3분기 시작할 것으로 보인다. 1상 데이터는 유한양행이 수행한 데이터로 충분할 것으로 예상되는 바, 2020년부터 본격적인 임상 2상과 3상에 진입할 수 있을 것으로 기대된다.

레이저티닙의 임상 결과 발표와 임상 진행에 따라 주가 업사이드 충분히 기대

레이저티닙의 임상은 병용과 단독투여 방식으로 동시 다발적으로 다양하게 진행될 것으로 보인다. 레이저티닙의 기술이전 이후 유한양행의 주가는 40% 상승하는데 그쳤음을 감안할 때, 레이저티닙의 임상결과 발표 및 임상 진행 정도에 의해 유한양행의 주가는 충분히 업사이드가 가능할 것으로 기대된다.

2. 길리어드의 NASH 치료제

길리어드로 기술이전 된
NASH 치료제는 매우 초기단계 물질
두 개의 타겟을 대상으로
Target 1은 올해 하반기
최적화된 후보물질 도출 기대

올해 1월 길리어드로 7억 8,500만 달러(한화 약 8,800억원) 규모로 기술이전 된 NASH(비 알콜성지방간염) 치료제는 아직 후보물질조차 도출되지 않은 매우 초기단계 기술이다. 두 개의 타겟을 대상으로 현재 Target 1은 다수의 후보물질을 도출, 올해 하반기 이 중에서 가장 최적화된 후보물질이 도출되면 마일스톤 수령이 기대된다. Target 2는 현재 다양한 chemical scaffold를 이용 스크리닝이 진행 중에 있다.

길리어드는 NASH 신약개발의 선두주자로 NASH에 대해서는 풍부한 임상경험을 보유하고 있다. 다만 올해 1월 가장 유망하다고 기대했던 세론서티브(Selonsertib)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 신규 파이프라인의 도입이 절실할 때 유한양행의 초기 파이프라인들은 길리어드의 NASH 파이프라인을 강화시켜 줄 수 있을 것으로 기대된다.

표 6. 길리어드 NASH 파이프라인

임상 단계	프로젝트	매커니즘	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

3. YH25724

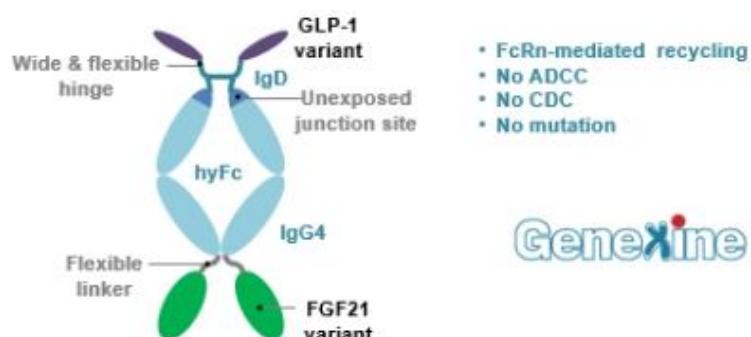
NASH는 unmet needs가 높은 분야
최근 비만에 탁월한 효과를 보이고
있는 GLP1 계열이 새로운 타겟으로
부상

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.

그림 6. YH25724의 모식도



자료: 유한양행, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	1,462.2	1,518.8	1,521.5	1,704.6	1,808.4
매출원가	1,037.6	1,105.0	1,071.3	1,189.3	1,265.9
매출총이익	424.6	413.8	450.2	515.3	542.5
판관비	335.9	363.7	424.9	420.0	450.3
영업이익	88.7	50.1	25.3	95.3	92.2
금융순익	(3.4)	11.2	5.4	3.3	2.8
종속/관계기업순익	46.5	31.7	42.4	45.6	46.5
기타영업외순익	13.2	(3.6)	15.9	12.7	11.5
세전이익	144.9	89.4	88.9	156.9	153.1
법인세	35.3	31.1	21.8	38.4	37.5
계속사업이익	109.6	58.3	67.1	118.4	115.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	109.6	58.3	67.1	118.4	115.6
비지배주주지분 순이익	0.6	0.9	1.0	1.7	1.7
지배주주순이익	109.0	57.5	66.1	116.7	113.9
지배주주지분포괄이익	105.1	78.2	62.1	116.5	113.7
NOPAT	67.1	32.7	19.1	71.9	69.6
EBITDA	140.9	109.1	70.0	139.4	135.2
성장률(%)					
매출액증가율	10.7	3.9	0.2	12.0	6.1
NOPAT증가율	(12.9)	(51.3)	(41.6)	276.4	(3.2)
EBITDA증가율	0.1	(22.6)	(35.8)	99.1	(3.0)
영업이익증가율	(9.3)	(43.5)	(49.5)	276.7	(3.3)
(지배주주)순이익증가율	(32.4)	(47.2)	15.0	76.6	(2.4)
EPS증가율	(32.4)	(47.3)	15.1	76.4	(2.4)
수익성(%)					
매출총이익률	29.0	27.2	29.6	30.2	30.0
EBITDA이익률	9.6	7.2	4.6	8.2	7.5
영업이익률	6.1	3.3	1.7	5.6	5.1
계속사업이익률	7.5	3.8	4.4	6.9	6.4

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	1,069.5	1,111.0	958.6	1,031.4	1,085.0
금융자산	501.6	475.1	321.6	317.8	327.9
현금성자산	256.6	241.3	87.8	82.0	90.9
매출채권 등	293.3	356.1	356.7	399.7	424.0
재고자산	271.2	248.9	249.3	279.3	296.3
기타유동자산	3.4	30.9	31.0	34.6	36.8
비유동자산	1,025.2	1,062.9	1,223.1	1,279.1	1,338.0
투자자산	518.0	551.4	711.4	771.5	838.4
금융자산	145.4	0.0	159.4	171.3	184.2
유형자산	355.4	343.3	347.2	346.2	341.0
무형자산	25.7	33.8	30.1	27.0	24.2
기타비유동자산	126.1	134.4	134.4	134.4	134.4
자산총계	2,094.7	2,173.8	2,181.7	2,310.5	2,423.0
유동부채	276.3	349.7	327.2	356.3	373.1
금융부채	18.5	48.4	25.4	21.4	19.4
매입채무 등	173.0	174.2	174.5	195.5	207.4
기타유동부채	84.8	127.1	127.3	139.4	146.3
비유동부채	212.0	172.4	162.5	166.9	169.8
금융부채	115.3	70.2	60.2	52.2	48.2
기타비유동부채	96.7	102.2	102.3	114.7	121.6
부채총계	488.3	522.1	489.8	523.2	542.9
지배주주지분	1,600.0	1,641.6	1,681.0	1,775.0	1,866.1
자본금	59.5	62.2	62.2	62.2	62.2
자본잉여금	117.7	113.9	113.9	113.9	113.9
자본조정	(152.8)	(165.1)	(165.1)	(165.1)	(165.1)
기타포괄이익누계액	82.3	95.3	91.3	91.3	91.3
이익잉여금	1,493.3	1,535.4	1,578.8	1,672.7	1,763.9
비지배주주지분	6.3	10.1	10.9	12.4	13.9
자본총계	1,606.3	1,651.7	1,691.9	1,787.4	1,880.0
순금융부채	(367.8)	(356.5)	(236.0)	(244.2)	(260.3)

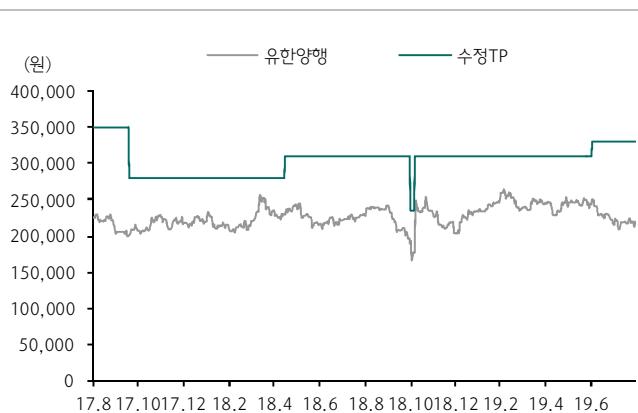
투자지표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	8,379	4,417	5,082	8,967	8,752
BPS	134,691	138,841	141,870	149,089	156,093
CFPS	11,962	10,627	2,320	7,668	7,340
EBITDAPS	10,828	8,386	5,382	10,715	10,387
SPS	112,366	116,713	116,916	130,990	138,964
DPS	1,826	1,911	1,911	1,911	1,911
주가지표(배)					
PER	25.0	46.3	43.4	24.6	25.2
PBR	1.6	1.5	1.6	1.5	1.4
PCFR	17.5	19.2	95.0	28.8	30.0
EV/EBITDA	15.9	20.1	37.7	18.9	19.4
PSR	1.9	1.8	1.9	1.7	1.6
재무비율(%)					
ROE	7.0	3.5	4.0	6.8	6.3
ROA	5.3	2.7	3.0	5.2	4.8
ROIC	9.6	4.4	2.5	9.2	8.6
부채비율	30.4	31.6	28.9	29.3	28.9
순부채비율	(22.9)	(21.6)	(13.9)	(13.7)	(13.8)
이자보상배율(배)	19.2	13.7	7.3	35.2	38.4

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	126.1	93.5	56.1	77.3	87.8
당기순이익	109.6	58.3	67.1	118.4	115.6
조정	61.9	94.3	(10.6)	(9.9)	(10.1)
감가상각비	52.2	59.0	44.8	44.1	42.9
외환거래손익	4.8	(0.6)	(13.0)	(8.5)	(6.5)
지분법손익	(48.1)	(31.6)	(42.4)	(45.6)	(46.5)
기타	53.0	67.5	0.0	0.1	0.0
영업활동 자산부채 변동	(45.4)	(59.1)	(0.4)	(31.2)	(17.7)
투자활동 현금흐름	(42.2)	(58.2)	(153.9)	(48.1)	(50.3)
투자자산감소(증가)	12.9	(36.5)	(118.9)	(14.7)	(20.5)
유형자산감소(증가)	(56.6)	(43.5)	(45.0)	(40.0)	(35.0)
기타	1.5	21.8	10.0	6.6	5.2
재무활동 현금흐름	(68.2)	(51.4)	(55.7)	(34.8)	(28.7)
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)	(22.7)	(22.7)
현금의 증감	11.8	(15.3)	(153.5)	(5.7)	8.8
Unlevered CFO	155.7	138.3	30.2	99.8	95.5
Free Cash Flow	69.4	47.5	11.1	37.3	52.8

자료: 하나금융투자

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

유한양행



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
19.7.2	BUY	330,000		
18.11.5	BUY	310,000	-23.57%	-14.35%
18.10.30	BUY	235,000	-30.17%	-27.52%
18.5.14	BUY	310,000	-30.30%	-24.22%
17.10.16	BUY	280,000	-25.52%	-12.00%
17.9.8	BUY	350,000	-43.27%	-39.74%
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	88.5%	10.8%	0.6%	99.9%

* 기준일: 2019년 8월 28일

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 08월 29일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2019년 08월 29일 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.