



하나금융그룹

2019년 10월 10일 | Equity Research

# 유한양행 (000100)

## 본업개선을 기대하기에는 아직 시기상조

### 3분기 본업의 텐어라운드 기대는 시기상조

유한양행의 3분기 매출액은 연결기준으로 전년대비 약 1% 증가한 3,819억원, 영업이익은 약 115억원(OPM, 3.0%) 규모로 추정된다. 1분기와 비슷한 규모의 기술료 수입이 발생할 것으로 예상되면서 유한양행의 별도 영업이익은 150억원 가까이 달성할 수 있을 것으로 보이지만, 여전히 유한화학의 적자가 약 30억원 정도 발생할 것으로 예상된다. 유한화학은 4분기가 되어서야 BEP를 달성할 수 있을 것으로 예상된다. 기술료 부문은 길리어드와 베링거 임겔하임으로부터 받은 안분인식된 계약금이 각각 15.5억원과 37억원이 반영되고 2분기에는 반영되지 않았던 안센의 계약금이 3분기에는 약 40억원 반영될 것으로 기대되면서 1분기와 비슷한 수준의 기술료가 인식될 수 있을 것으로 보인다.

### 아직 도입되지 않은 신약과 내년에도 크게 증가할 연구개발비

유한양행의 대표 블록버스터 도입 신약이었던 비리어드(B형간염), 트라젠타(당뇨병), 트윈스타(고혈압)의 제네릭 출시로 2분기 크게 감소했었던 처방약 부문이 3분기에는 매출 규모가 큰 신약의 도입으로 상쇄될 수 있을 것으로 기대되었으나, 4분기로 도입시기가 연기되면서 3분기에도 처방약 부문은 역성장이 불가피할 것으로 보인다. 4분기도 약 200억원의 매출을 담당했던 4가 독감백신인 플루아리스의 판권이 녹십자로 넘어가면서 4분기 역시 크게 기대하기 어렵게 되었다. 해외사업 API도 올해 분기별 500억원 정도의 매출만이 발생, 연간으로 약 14% 감소할 것으로 예상된다. 탑라인 성장이 정체된 가운데 레이저티닙의 임상 3상 진입으로 경상연구개발비는 연간으로 전년대비 약 42% 증가한 1,050억원 규모가 예상되면서 올해 연간으로 영업이익은 전년대비 58% 감소한 210억원으로 추정된다. 여기에 일부 국가에서 레이저티닙의 임상 3상을 유한양행이 수행할 수도 있어서 2020년에도 경상연구개발비는 두 자릿수로 증가, 약 1,200억원 규모가 될 것으로 예상된다.

### 결국 기대할 수 있는 것은 레이저티닙 뿐

결국 유한양행의 본업은 올해 본격적인 텐어라운드를 기대하기는 어려워 보인다. 다만 작년 하반기 기저효과로 인해 기술료만 분기 별로 약 100억원 정도 인식된다면 실적이 악화되는 상황은 발생하지 않을 것으로 보인다. 그러나 중장기적으로 볼 때 작년 말 2개, 올해 상반기와 하반기 각각 1개씩 출시된 마진율이 좋은 계량 신약들이 내년부터 본격적으로 실적이 발생하고, 원료의약품 해외사업도 텐어라운드하게 된다면 2020년에는 본업개선도 기대해 볼 수 있다. 여기에 얀센이 의욕적으로 추진하고 있는 레이저티닙의 병용과 단독투여 임상을 통해 유한양행의 가치는 레벨업될 수 있을 것으로 기대된다. 9월 초 얀센은 레이저티닙 단독투여 임상 1상, 그리고 EGFR/c-MET 이중항체인 JNJ-61186372와의 병용투여 임상 1b상을 실시한다고 Clinical trials에 등록하면서 본격적으로 레이저티닙의 글로벌 임상이 진행될 것으로 예상된다. 2020년 상반기 병용투여 임상 2상 진입이 예상되면서 빠른 시일 내에 레이저티닙의 R&D 모멘텀도 기대해 볼 수 있다. 그리고 레이저티닙의 R&D 모멘텀은 마일스톤 수취로 이어지면서 2020년 유한양행은 큰 폭의 실적개선도 기대해 볼 수 있다.

### Earnings Preview

BUY

| TP(12M): 340,000원(상향) | CP(10월 8일): 228,000원

#### Key Data

		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	2,046.25		
52주 최고/최저(원)	265,500/160,283		
시가총액(십억원)	2,913.2		
시가총액비중(%)	0.24		
발행주식수(천주)	12,777.1		
60일 평균 거래량(천주)	37.1		
60일 평균 거래대금(십억원)	8.3		
19년 배당금(예상,원)	1,911		
19년 배당수익률(예상, %)	0.84		
외국인지분율(%)	22.06		
주요주주 지분율(%)			
유한재단 외 2 인	15.67		
국민연금공단	12.16		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	0.2 (3.8) 8.1		
상대	(1.6) 3.9 19.0		

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	1,462.2	1,518.8	1,483.2	1,666.0	1,792.1
영업이익	십억원	88.7	50.1	20.9	54.1	91.4
세전이익	십억원	144.9	89.4	70.3	102.5	142.3
순이익	십억원	109.0	57.5	52.3	76.2	105.9
EPS	원	8,379	4,417	4,019	5,859	8,136
증감률	%	(32.4)	(47.3)	(9.0)	45.8	38.9
PER	배	25.01	46.30	56.73	38.92	28.02
PBR	배	1.56	1.47	1.62	1.57	1.51
EV/EBITDA	배	15.89	20.12	39.13	26.30	19.64
ROE	%	7.04	3.55	3.16	4.50	6.01
BPS	원	134,691	138,841	140,807	144,917	151,306
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

## 유한양행 목표주가 상향

목표주가 34만원 상향  
투자의견 BUY 유지

유한양행에 대해 목표주가 340,000원으로 상향, 투자의견 BUY 유지한다. 목표주가 340,000원은 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 19.5배를 15% 디스카운트 한 16.5배를 적용하였다.

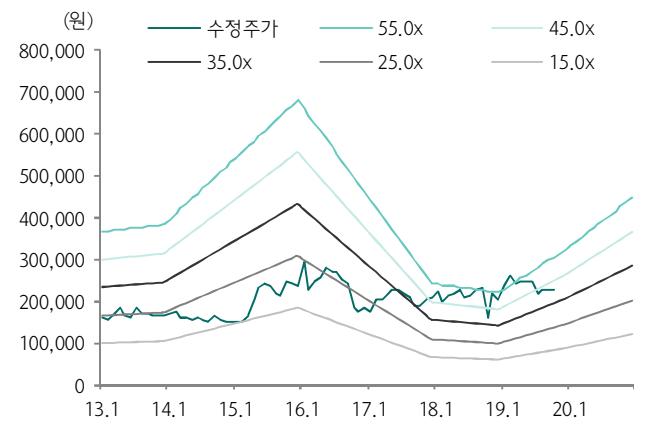
표 1. 목표주가 산정

(단위: 십억원)

		비고
영업가치	1,732.6	
2020년 예상 EBITDA	104.7	
EV/EBITDA	16.5	KOSPI 의약품 R&D를 하는 상위제약사 EV/EBITDA에서 15% 할인
<b>회사 가치</b>	<b>605.8</b>	
유한김벌리	507.4	19년 예상 순이익 x P/E(12) x 30%
한국얀센	63.9	19년 예상 순이익 x P/E(10) x 30%
유한크로락스	26.5	19년 예상 순이익 x P/E(10) x 50%
유칼릭스	1.9	19년 예상 순이익 x P/E(10) x 40%
기타 투자자산 가치	6.0	
<b>파이프라인 가치</b>	<b>1,539.1</b>	
레이저티닙	1,081.4	
YH25724	457.7	
<b>투자 부동산 가치</b>	<b>104.9</b>	
<b>자사주</b>	<b>244.6</b>	3개월 평균 총가
<b>우선주 시가총액</b>	<b>47.6</b>	
<b>순부채</b>	<b>(218.8)</b>	
적정자본가치	4,398.2	
주식 수(1,000주)	12,777.1	
<b>적정주가</b>	<b>344,225.6</b>	

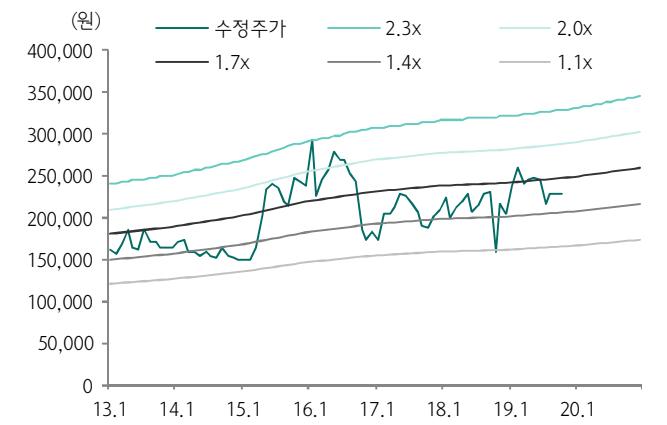
자료: 하나금융투자

그림 1. 유한양행 PER 밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. 유한양행 PBR 밴드



자료: 하나금융투자

표 2. 유한양행 3Q19 실적 프리뷰(연결 기준)

(단위: 십억원, %)

	3Q19F	3Q18	YoY	Consen	%Variance
매출액	381.9	378.6	0.9	396.7	(3.7)
영업이익	11.5	0.2	7,537.7	12.0	(4.3)
세전이익	24.0	15.7	52.4	27.8	(13.6)
당기순이익	18.1	10.9	66.2	20.1	(10.0)
OPM %	3.0%	0.0%		3.0%	
NPM %	4.7%	2.9%		5.1%	

자료: 하나금융투자

표 3. 유한양행 실적 전망(연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	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>359.4</b>	<b>381.9</b>	<b>397.0</b>	<b>1,518.8</b>	<b>1,483.2</b>	<b>1,666.0</b>
YoY	-3.2%	8.8%	0.0%	9.8%	1.5%	-6.9%	0.9%	-4.2%	3.9%	-2.3%	12.3%
<b>약품사업</b>	<b>275.3</b>	<b>288.9</b>	<b>290.1</b>	<b>307.7</b>	<b>261.3</b>	<b>263.3</b>	<b>288.3</b>	<b>302.2</b>	<b>1,162.0</b>	<b>1,115.1</b>	<b>1,212.8</b>
YoY	9.0%	12.2%	1.9%	5.3%	-5.1%	-8.9%	-0.6%	-1.8%	6.9%	-4.0%	8.8%
비처방약(OTC)	27.9	29.8	25.7	28.4	28.9	28.9	28.3	29.2	111.9	115.3	121.3
YoY	-1.2%	-5.2%	-11.9%	0.5%	3.3%	-3.0%	10.0%	2.7%	-4.5%	3.0%	5.3%
처방약(ETC)	238.8	250.5	256.3	271.7	223.6	224.6	251.2	263.5	1,017.3	962.9	1,049.4
YoY	9.3%	14.5%	3.1%	6.5%	-6.4%	-10.3%	-2.0%	-3.0%	8.1%	-5.3%	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	1.6	1.0	5.4	5.5	6.1
YoY	90.9%	6.5%	31.4%	-48.3%	19.2%	-26.7%	10.0%	30.0%	7.5%	2.8%	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%
<b>생활건강사업</b>	<b>21.3</b>	<b>31.7</b>	<b>29.1</b>	<b>23.0</b>	<b>21.2</b>	<b>34.8</b>	<b>29.9</b>	<b>25.3</b>	<b>105.1</b>	<b>111.2</b>	<b>123.4</b>
YoY	-1.4%	7.4%	-2.2%	7.6%	-0.7%	10.1%	2.6%	10.0%	2.8%	5.8%	10.9%
<b>해외사업(원료의약품)</b>	<b>40.1</b>	<b>62.0</b>	<b>55.6</b>	<b>78.8</b>	<b>48.3</b>	<b>53.7</b>	<b>49.8</b>	<b>51.2</b>	<b>236.4</b>	<b>203.0</b>	<b>228.3</b>
YoY	-46.0%	-4.3%	-9.2%	29.9%	20.4%	-13.3%	-10.4%	-35.0%	-9.4%	-14.1%	12.5%
<b>기술료 수익</b>					<b>9.4</b>	<b>1.9</b>	<b>9.3</b>	<b>13.5</b>	<b>0.0</b>	<b>34.0</b>	<b>83.5</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>5.6</b>	<b>4.6</b>	<b>4.7</b>	<b>15.3</b>	<b>19.8</b>	<b>18.0</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>98.9</b>	<b>114.6</b>	<b>119.9</b>	<b>413.8</b>	<b>436.6</b>	<b>503.8</b>
YoY	-6.8%	-0.6%	-8.6%	6.4%	1.4%	-9.2%	18.7%	12.6%	-2.5%	5.5%	15.4%
GPM	30.0%	28.2%	25.5%	25.7%	29.9%	27.5%	30.0%	30.2%	27.2%	29.4%	30.2%
<b>판매관리비</b>	<b>76.2</b>	<b>92.4</b>	<b>96.3</b>	<b>98.8</b>	<b>97.2</b>	<b>104.3</b>	<b>103.1</b>	<b>111.1</b>	<b>363.7</b>	<b>415.8</b>	<b>449.7</b>
YoY	3.2%	3.9%	15.2%	10.3%	27.6%	13.0%	7.0%	12.5%	8.3%	14.3%	8.2%
판관비율	22.4%	23.9%	25.4%	23.9%	28.2%	29.0%	27.0%	28.0%	23.9%	28.0%	27.0%
<b>경상연구개발비</b>	<b>15.2</b>	<b>17.7</b>	<b>22.4</b>	<b>18.7</b>	<b>22.3</b>	<b>23.2</b>	<b>26.7</b>	<b>32.9</b>	<b>74.1</b>	<b>105.2</b>	<b>121.1</b>
YoY	-7.9%	15.9%	33.8%	-18.1%	46.6%	31.0%	19.2%	76.1%	3.7%	42.0%	15.1%
<b>기타판매관리비</b>	<b>60.9</b>	<b>74.7</b>	<b>73.9</b>	<b>80.1</b>	<b>74.9</b>	<b>81.1</b>	<b>76.4</b>	<b>78.2</b>	<b>289.6</b>	<b>310.6</b>	<b>328.6</b>
YoY	6.4%	1.4%	10.6%	20.0%	22.9%	8.7%	3.3%	-2.3%	9.5%	7.2%	5.8%
<b>영업이익</b>	<b>25.7</b>	<b>16.6</b>	<b>0.2</b>	<b>7.7</b>	<b>6.1</b>	<b>(5.4)</b>	<b>11.5</b>	<b>8.7</b>	<b>50.1</b>	<b>20.9</b>	<b>54.1</b>
YoY	-27.7%	-19.8%	-99.3%	-26.5%	-76.3%	TR	7437.2%	13.4%	-43.5%	-58.4%	159.2%
OPM	7.6%	4.3%	0.0%	1.9%	1.8%	-1.5%	3.0%	2.2%	3.3%	1.4%	3.2%
<b>당기순이익</b>	<b>21.2</b>	<b>16.6</b>	<b>10.9</b>	<b>9.7</b>	<b>15.7</b>	<b>5.7</b>	<b>18.1</b>	<b>13.6</b>	<b>58.3</b>	<b>53.1</b>	<b>77.4</b>
YoY	-28.4%	-48.7%	-58.8%	-54.4%	-26.0%	-65.6%	66.2%	40.0%	-46.8%	-9.0%	45.8%
NPM	6.2%	4.3%	2.9%	2.3%	4.5%	1.6%	4.7%	3.4%	3.8%	3.6%	4.6%

자료: 하나금융투자

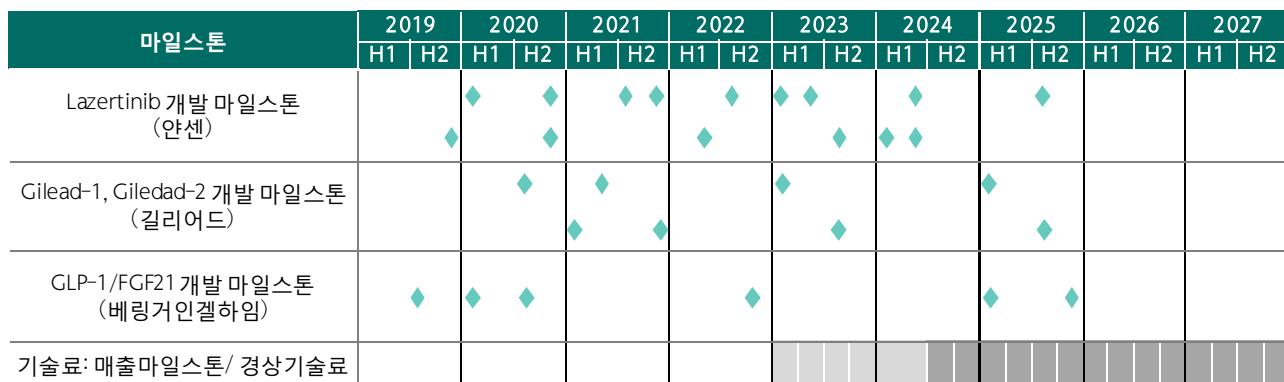
표 4. 유한양행 지분법이익 전망

(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
한국약센	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 3. 마일스톤 타임라인



자료: 유한양행, 하나금융투자

표 5. 유한양행 R&amp;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/고열암 복합 (Rosuvastatin+Telmisartan /Amlodipine Besylate)	YHP1604					허가 취득
	당뇨성 신경병증 (Pregabalin SR)	YHD1119					허가 취득
	고열암 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	6.1
코스온	2015-11-05	150억	화장품		코스닥상장	-45.2
제넥신	2015-12-03	200억	hyFC	파이프라인 확충	코스닥상장	27.5
이엠텍	2015-12-11	20억	보청기	사업영역 확대	코스닥상장	-8.2
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	-41.3 (2018/11/21 상장일 기준)
Sorrento	2016-04-25	1000만불	면역항암제	파트너십 강화	나스닥 상장	-65.3
NeolimmuneTech	2016-07-28	300만불	hyFC	파이프라인 확충	비상장, 미국	
Genosco	2016-08-19	420만불	표적항암제	파이프라인 확충	비상장, 미국	
씨앤씨	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

표 7. 유한양행 R&amp;D 모멘텀

물질명	기술이전 사	적용증	분류	현재 임상진행 현황	2H19	1H20	2H20
레이저티닙	얀센	비소세포폐암 치료제	국내	국내 임상 2상 완료	국내 임상 1/2상 란센에 눈문기재(10월) 국내 임상 3상 진입	1분기 식약처에 조건부 허가 신청서 제출	조건부 허가로 출시 기대
			얀센 수행	얀센의 이중항체와 병용투여 임상 1b 진행 단독투여 임상 1상 미 FDA의 IND 승인 획득	얀센의 이중항체와 병용 투여 임상 1b상 종료 3분기 단독투여 임상 1상 진입	얀센의 이중항체와 병용투여 임상 2상 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 파이프라인 가치

### 1. 레이저티닙

#### 레이저티닙의 rNPV

레이저티닙의 rNPV는 아래와 같은 가정하에 산정되었다.

- 전 세계에서 비소세포폐암 환자 수는 약 170만명으로 추정하고 있다.
- 비소세포폐암 환자 중 약 30%가 EGFR 유전자 변이 환자이고, 이중 약 45%의 환자들이 1차치료제인 이레사, 타세바에 내성을 보이는 T790M 돌연변이 환자들이다.
- 따라서 레이저티닙의 단독치료제 적용 대상 환자 수는 비소세포폐암 환자 170만명 × EGFR 유전자 변이 환자 비율(30%) × T790M 돌연변이 환자비율(45%)로 추정하였다.
- 이레사, 타세바에 내성을 보이는 또 다른 변이 환자들 중 c-MET 과발현 환자들이면서 동시에 T790M 돌연변이 환자들 비중은 약 6%로 알려져 있다. 그리고 2차치료제인 타그리소에 내성을 보이는 T790M 돌연변이 환자 중 c-MET 과발현 환자 비율은 약 30%로 알려져 있다.
- 따라서 얀센의 EGFR/c-MET 이중항체와 레이저티닙 병용요법 치료제 적용 대상 환자 수는 비소세포폐암 환자 170만명 × EGFR 유전자 변이 환자 비율(30%) × T790M 돌연변이 환자비율(45%) × c-MET 과발현 환자비율(30%)로 추정하였다.
- 기존 아스트라제네카의 타그리소의 연간 치료비가 미국에서 평균 \$150,000 달러인 점을 고려, 레이저티닙의 글로벌 평균 연간치료비는 \$80,000 달러로 가정하여 시장규모는 신규환자수 × 연간치료비로 산정하였다.
- 최대 시장점유율은 타그리소 후발주자라는 점을 고려 30%로 가정하였다.
- 출시 시점은 현재 임상단계를 고려, 단독치료제의 경우 2024년, 병용요법의 경우 2025년으로 가정하였다.
- 마일스톤 수취에 대해서는 알려진 바가 없기에 각각의 단계별로 균등배분하여 산정하였다.
- 성공확률은 항암제 임상 3상의 LOA(Likelihood of approval)인 54.7%를 적용하였다(출처 Nature Drug Discovery, 2014).
- 로열티는 일반적인 계약의 특성 상 약 13%로 가정하였다.
- Terminal Value는 지속성장률 -5%로 가정하여 산정되었다.
- 유한양행과 오스코텍의 수익 배분 비율은 6:4로 알려져 있어서 유한양행의 수익 배분 비율은 60%로 산정되었다.

표 8. 레이저티닙의 rNPV

(단위: 십억원, %)

	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32					
<b>단독치료제</b>																			
폐암 신규환자 수(천명)	1,700	1,700	1,700	1,700	1,700	1,700	1,700	1,700	1,700	1,700	1,700	1,700	1,700	1,700					
NSCLC 중 EGFR 변이 환자 중 T790M 변이환자(천명) 30%×45%	229.5	229.5	229.5	229.5	229.5	229.5	229.5	229.5	229.5	229.5	229.5	229.5	229.5	229.5					
레이저티닙 개발단계				2상 완료	3상 개시	3상 완료	NDA 신청												
시장 점유율							2%	5%	10%	15%	18%	20%	23%	27%	30%				
레이저티닙 예상매출액(백만달러)							367	918	1,836	2,754	3,305	3,672	4,223	4,957	5,508				
<b>병용요법치료제</b>																			
T790M 변이환자 중 c-MET 과 발현으로 자발환자(3차치료제) 30%×45%×30%	68,850	68,850	68,850	68,850	68,850	68,850	68,850	68,850	68,850	68,850	68,850	68,850	68,850	68,850					
레이저티닙 개발단계							2상 개시	3상 개시	2상 완료	3상 완료	NDA 신청	승인 시판							
시장 점유율											2%	5%	10%	15%	20%	25%	30%	30%	
레이저티닙 예상매출액(백만달러)											110	275	551	826	1,102	1,377	1,652	1,652	
계약금 및 마일스톤 수익(백만달러)					50	115	300				100	100	100	100	100	100	100	100	
로열티 13%로 가정								47.7	119.3	238.7	358.0	429.6	477.4	549.0	644.4	716.0			
원회환산수익(십억원) 1,200원 가정					60.0	138.0	417.3	143.2	406.4	549.6	635.5	692.8	778.8	893.3	979.2				
세후이익(십억원) 법인세율 20% 가정					48.0	110.4	333.8	114.6	325.1	439.7	508.4	554.3	623.0	714.7	783.4				
할인율 10%	1.0	0.91	0.83	0.75	0.68	0.62	0.56	0.51	0.47	0.42	0.39	0.35	0.32	0.29					
현재 가치 환산(십억원)					36.1	75.4	207.3	64.7	166.8	205.1	215.6	213.7	218.4	227.7	226.9				
NPV	3,295																		
Terminal Value	-5%	1,437																	
적정가치	54.7%	1,802																	
유한양행 수익배분 비율	60%	1,081																	

자료: 하나금융투자

## 2. YH25724

### 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 삭센다(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 9. YH25724 rNPV

(단위: 십억원, %)

	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32
NASH 치료제 시장(백만달러)	37	211	716	1,745	3,665	6,596	9,895	12,863	15,436	17,751	19,526	21,088	22,564	
YoY(%)	465%	239%	144%	110%	80%	50%	30%	20%	15%	10%	8%	7%		
YH25724 개발 단계	1상개시	1상완료 /2상개시	2상완료 /3상개시	3상완료 /3상개시	BLA제출	승인/시판								
YH25724의 시장 점유율						1.0%	2.5%	3.0%	5.0%	6.0%	10.0%	10.0%	10.0%	
YH25724의 예상매출액						66	247	386	772	1,065	1,953	2,109	2,256	
계약금 및 마일스톤 수익	8.7억 달러 규모 계약				130	200	200	100	100	100				
제넥신 배분 이후 기술료 수익	5% 제넥신에게 배분	0	0		124	190	190	95	95	95				
로열티	13%로 가정					13.2	49.5	77.2	154.4	213.0	390.5	421.8	451.3	
원회환산수익(십억원)	1,200원 가정				148.2	228.0	243.8	173.4	92.6	299.2	255.6	582.6	506.1	
세후이익(십억원)	법인세율 20% 가정				118.6	182.4	195.1	138.7	74.1	239.4	204.5	466.1	404.9	
할인율	10%	1.0	0.91	0.83	0.75	0.68	0.62	0.56	0.51	0.47	0.42	0.39	0.35	
현재 가치 환산(십억원)					110.4	171.9	184.8	132.1	70.9	229.9	197.1	450.8	392.8	
NPV		3,157												
Terminal Value	-5%	795												
적정가치 (성공확률 14.5%)	14.5%	458												
발행주식(1000주)		12,777												
주당 적정가치		35,826												

자료: 하나금융투자

## 추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>1,462.2</b>	<b>1,518.8</b>	<b>1,483.2</b>	<b>1,666.0</b>	<b>1,792.1</b>
매출원가	1,037.6	1,105.0	1,046.6	1,162.2	1,245.5
매출총이익	424.6	413.8	436.6	503.8	546.6
판관비	335.9	363.7	415.8	449.7	455.2
<b>영업이익</b>	<b>88.7</b>	<b>50.1</b>	<b>20.9</b>	<b>54.1</b>	<b>91.4</b>
금융순익	(3.4)	11.2	4.2	2.9	3.8
종속/관계기업순익	46.5	31.7	42.4	45.6	46.5
기타영업이익	13.2	(3.6)	2.8	(0.1)	0.6
<b>세전이익</b>	<b>144.9</b>	<b>89.4</b>	<b>70.3</b>	<b>102.5</b>	<b>142.3</b>
법인세	35.3	31.1	17.2	25.1	34.9
계속사업이익	109.6	58.3	53.1	77.4	107.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>109.6</b>	<b>58.3</b>	<b>53.1</b>	<b>77.4</b>	<b>107.4</b>
비지매주주지분 순이익	0.6	0.9	0.8	1.1	1.6
<b>지배주주순이익</b>	<b>109.0</b>	<b>57.5</b>	<b>52.3</b>	<b>76.2</b>	<b>105.9</b>
지배주주지분포괄이익	105.1	78.2	48.3	76.1	105.7
NOPAT	67.1	32.7	15.8	40.8	69.0
EBITDA	140.9	109.1	69.7	104.7	139.8
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	10.7	3.9	(2.3)	12.3	7.6
NOPAT증가율	(12.9)	(51.3)	(51.7)	158.2	69.1
EBITDA증가율	0.1	(22.6)	(36.1)	50.2	33.5
영업이익증가율	(9.3)	(43.5)	(58.3)	158.9	68.9
(지배주주)순이익증가율	(32.4)	(47.2)	(9.0)	45.7	39.0
EPS증가율	(32.4)	(47.3)	(9.0)	45.8	38.9
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	29.0	27.2	29.4	30.2	30.5
EBITDA이익률	9.6	7.2	4.7	6.3	7.8
영업이익률	6.1	3.3	1.4	3.2	5.1
계속사업이익률	7.5	3.8	3.6	4.6	6.0

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	<b>1,069.5</b>	<b>1,111.0</b>	<b>952.5</b>	<b>989.8</b>	<b>1,045.7</b>
금융자산	501.6	475.1	331.6	292.4	295.4
현금성자산	256.6	241.3	98.2	57.1	58.7
매출채권 등	293.3	356.1	347.8	390.6	420.2
재고자산	271.2	248.9	243.0	273.0	293.6
기타유동자산	3.4	30.9	30.1	33.8	36.5
<b>비유동자산</b>	<b>1,025.2</b>	<b>1,062.9</b>	<b>1,202.8</b>	<b>1,253.5</b>	<b>1,308.2</b>
투자자산	518.0	551.4	701.3	761.4	828.3
금융자산	145.4	0.0	159.4	171.3	184.1
유형자산	355.4	343.3	342.3	334.3	323.3
무형자산	25.7	33.8	31.0	28.4	25.9
기타비유동자산	126.1	134.4	128.2	129.4	130.7
<b>자산총계</b>	<b>2,094.7</b>	<b>2,173.8</b>	<b>2,155.3</b>	<b>2,243.4</b>	<b>2,353.9</b>
<b>유동부채</b>	<b>276.3</b>	<b>349.7</b>	<b>317.5</b>	<b>346.8</b>	<b>368.3</b>
금융부채	18.5	48.4	25.4	21.4	19.4
매입채무 등	173.0	174.2	170.1	191.1	205.5
기타유동부채	84.8	127.1	122.0	134.3	143.4
<b>비유동부채</b>	<b>212.0</b>	<b>172.4</b>	<b>160.0</b>	<b>164.3</b>	<b>168.7</b>
금융부채	115.3	70.2	60.2	52.2	48.2
기타비유동부채	96.7	102.2	99.8	112.1	120.5
<b>부채총계</b>	<b>488.3</b>	<b>522.1</b>	<b>477.5</b>	<b>511.1</b>	<b>537.1</b>
<b>자본총계</b>	<b>1,600.0</b>	<b>1,641.6</b>	<b>1,667.2</b>	<b>1,720.7</b>	<b>1,803.8</b>
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	1,564.9	1,618.4	1,701.6
비지매주주지분	6.3	10.1	10.7	11.6	13.0
<b>자본총계</b>	<b>1,606.3</b>	<b>1,651.7</b>	<b>1,677.9</b>	<b>1,732.3</b>	<b>1,816.8</b>
순금융부채	(367.8)	(356.5)	(246.0)	(218.8)	(227.9)

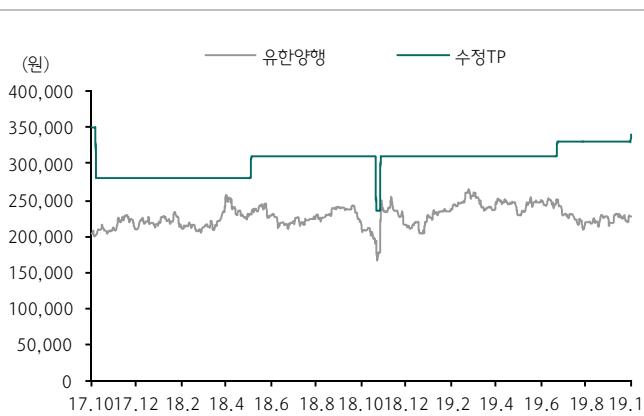
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	8,379	4,417	4,019	5,859	8,136
BPS	134,691	138,841	140,807	144,917	151,306
CFPS	11,962	10,627	2,413	5,131	7,750
EBITDAPS	10,828	8,386	5,353	8,048	10,744
SPS	112,366	116,713	113,975	128,026	137,711
DPS	1,826	1,911	1,911	1,911	1,911
<b>주가지표(배)</b>					
PER	25.0	46.3	56.7	38.9	28.0
PBR	1.6	1.5	1.6	1.6	1.5
PCFR	17.5	19.2	94.5	44.4	29.4
EV/EBITDA	15.9	20.1	39.1	26.3	19.6
PSR	1.9	1.8	2.0	1.8	1.7
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	7.0	3.5	3.2	4.5	6.0
ROA	5.3	2.7	2.4	3.5	4.6
ROIC	9.6	4.4	2.1	5.4	8.8
부채비율	30.4	31.6	28.5	29.5	29.6
순부채비율	(22.9)	(21.6)	(14.7)	(12.6)	(12.5)
이자보상배율(배)	19.2	13.7	6.0	20.0	38.1

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>126.1</b>	<b>93.5</b>	<b>68.5</b>	<b>57.5</b>	<b>91.4</b>
당기순이익	109.6	58.3	53.1	77.4	107.4
조정	61.9	94.3	9.3	11.3	5.5
감가상각비	52.2	59.0	48.8	50.6	48.4
외환거래손익	4.8	(0.6)	2.9	6.2	3.5
지분법손익	(48.1)	(31.6)	(42.4)	(45.6)	(46.5)
기타	53.0	67.5	0.0	0.1	0.1
영업활동 자산부채 변동	(45.4)	(59.1)	6.1	(31.2)	(21.5)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(42.2)</b>	<b>(58.2)</b>	<b>(153.1)</b>	<b>(64.0)</b>	<b>(61.8)</b>
투자자산감소(증가)	12.9	(36.5)	(108.8)	(14.7)	(20.6)
유형자산감소(증가)	(56.6)	(43.5)	(45.0)	(40.0)	(35.0)
기타	1.5	21.8	0.7	(9.3)	(6.2)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(68.2)</b>	<b>(51.4)</b>	<b>(55.7)</b>	<b>(34.8)</b>	<b>(28.7)</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)	(22.7)	(22.7)
<b>현금의 증감</b>	<b>11.8</b>	<b>(15.3)</b>	<b>(143.1)</b>	<b>(41.1)</b>	<b>1.5</b>
Unlevered CFO	155.7	138.3	31.4	66.8	100.9
Free Cash Flow	69.4	47.5	23.5	17.5	56.4

자료: 하나금융투자

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

### 유한양행



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
19.10.10	BUY	340,000		
19.7.2	BUY	330,000	-31.65%	-23.94%
18.11.5	BUY	310,000	-23.63%	-14.35%
18.10.30	BUY	235,000	-27.88%	-21.00%
18.5.14	BUY	310,000	-30.19%	-24.22%
17.10.16	BUY	280,000	-25.58%	-12.00%
17.9.8	BUY	350,000	-43.20%	-39.74%

## 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	89.6%	10.4%	0.0%	100.0%

\* 기준일: 2019년 10월 9일

## 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 10월 10일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2019년 10월 10일 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.