

2019. 11. 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 (10.31) **224,500 원**

상승여력 **42.5%**

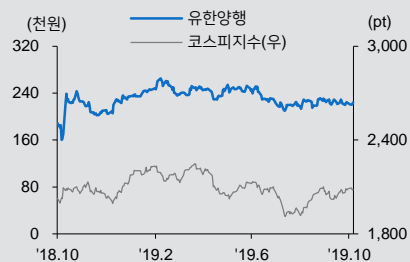
KOSPI	2,083.48pt
시가총액	28,685억원
발행주식수	1,278만주
유통주식비율	67.89%
외국인비중	22.01%
52주 최고/최저가	265,500원/160,283원
평균거래대금	78.9억원

주요주주(%)

유한재단 외 2인	15.67
국민연금공단	12.16
유한화학	7.65

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.8	-8.6	40.1
상대주가	-2.7	-3.3	36.4

주가그래프



유한양행 000100

3QReview: 레이저티닙 임상결과 기다립니다

- ✓ 3Q19 매출액 3,823억원, 영업이익 33억을 기록하며 기대치 하회
- ✓ 주력상품 특허만료로 인한 본업 부진과 연결자회사 유한화학 적자 유지, 엠지 품질 부적합영향에 따른 적자 전환
- ✓ 레이저티닙 R&D 모멘텀
- ✓ 타그리소보다 우월성 증명한다면 분기 1조원 이상 매출 기대

3Q19 실적 업데이트

3Q19 매출액 3,823억원(+1.0% YoY), 영업이익 33억원(+2129.3% YoY)을 기록하며 기대치를 하회하는 실적을 기록하였다. 유한화학 20억원 적자를 기록하며 적자폭을 2Q19 대비 30억원을 줄였다. 새로운 신규 프로젝트 유입 없이는 당분간 유한화학의 흑자전환은 어려울 전망이다. 자회사 엠지는 수액 품질부적합 판정으로 판매 영향으로 21억원 영업손실을 기록하였다. 4Q19까지 판매 영향이 지속될 것으로 예상된다. 안센 18억원, 베링거인겔하임 42억원, 길리어드 16억원의 기술료가 인식되었고 이로 인해 적자전환 우려는 없으나 레이저티닙의 임상 진행에 따른 큰 폭의 이익 개선은 당분간 어려울 전망이다.

본업의 부진인 이유 중 하나는 주력품목이었던 B형 간염 치료제 비리어드의 특허만료다. 비리어드와 녹십자로 이관된 GSK 독감백신 부재를 만회하기 위한 새로운 포트폴리오 구상을 통한 성장이 필요하다. 자회사 애드파마가 개발중인 개량신약이 4Q19 출시가 예정되어있고 새로운 오리지널 의약품 도입을 준비 중이다. 기술 이전된 NASH 치료제 전임상 완료 후 임상 1상 진행에 따라 '20년 기술료 유입이 기대된다.

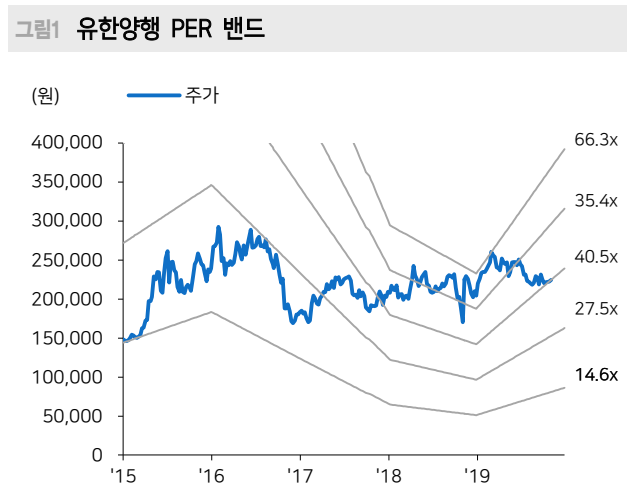
기승전 레이저티닙

레이저티닙의 임상 진전 및 조건부 허가 신청을 통한 신약개발 모멘텀이 필요하다. 조건부 허가를 위한 국내 임상시험은 4Q19 IND와 1Q20에 조건부 허가 신청이 예정되어 있다. 1차 치료제 임상 3상 진행으로 연구개발비 증가가 예상되나 빨리 진행될수록 타그리소 대비 우월성을 증명해준다면 주가에는 상승요인이 될 전망이다. 레이저티닙의 모멘텀으로 투자이견 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	20.1	3.5	31.6
2019E	1,492.2	10.2	46.7	3,618	-21.2	127,987	62.1	1.8	40.6	2.8	33.5
2020E	1,618.5	43.5	75.8	5,899	70.3	132,062	38.1	1.7	26.2	4.5	35.2
2021E	1,736.7	67.3	94.4	7,354	23.1	137,565	30.5	1.6	19.3	5.4	35.6

(십억원)	3Q19	3Q18	(% YoY)	2Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사예상치	(% diff.)
매출액	382.3	378.6	1.0	359.4	6.4	392.0	-2.5	394.6	-3.1
영업이익	3.3	0.2	2129.3	-5.4	-161.7	10.9	-69.3	9.2	-63.7
세전이익	18.3	15.7	16.3	10.7	71.3	25.3	-27.7	23.7	-22.8
순이익	14.0	11.5	21.1	5.5	155.9	18.3	-23.6	17.4	-19.7
영업이익률(%)	0.9	0.0	-	-1.5	-	2.8	-	2.3	-
순이익률(%)	3.7	3.0	-	1.5	-	4.7	-	4.4	-

자료: 유한양행, 메리츠증권증권 리서치센터



자료: 메리츠증권증권 리서치센터



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 유한양행 실적 테이블

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	339.8	386.2	378.6	414.2	345.0	359.4	382.3	405.4	1,518.8	1,492.2	1,618.5
YoY (%)	-3.2	8.8	0.0	9.8	1.5	-6.9	1.0	-2.1	3.9	-1.8	8.5
약품사업	270.4	283.1	284.9	302.6	255.5	257.2	277.8	305.5	1141.0	1096.1	1178.4
YoY (%)	8.7	12.2	1.7	5.4	-5.5	-9.2	-2.5	1.0	6.8	-3.9	7.5
비처방약 (OTC)	28.0	29.8	25.7	28.4	28.88	28.9	29.61	28.8	111.9	116.2	119.7
YoY (%)	-1.4	-5.0	-11.8	0.5	3.3	-3.0	15.1	1.4	-4.5	3.9	3.0
처방약 (ETC)	238.8	250.5	256.3	271.7	223.6	224.6	246.0	273.6	1017.3	967.8	1045.0
YoY (%)	9.3	14.5	3.1	6.5	-6.4	-10.3	-4.0	0.7	8.1	-4.9	8.0
연결대상매출	7.4	6.5	7.7	10.9	9.3	9.6	3.3	10.9	32.5	33.1	43.3
YoY (%)	98.4	-28.2	6.0	53.8	25.5	48.9	-57.6	0.1	19.8	1.9	30.8
연결조정	(3.8)	(3.6)	(5.0)	(8.3)	(6.2)	(5.9)	(1.1)	(7.7)	(20.7)	(20.9)	(29.6)
생활건강사업	24.9	35.6	32.9	27.4	25.3	39.6	37.2	30.2	120.8	132.3	138.9
YoY (%)	0.1	8.2	-1.2	9.3	1.9	11.2	13.0	10.1	4.0	9.5	5.0
해외사업	41.4	63.8	57.0	79.5	49.9	55.1	45.9	55.6	241.8	206.7	226.5
YoY (%)	-44.7	-4.1	-8.5	28.1	20.4	-13.7	-19.5	-30.0	-9.1	-14.5	9.6
수출	40.0	62.0	55.3	78.8	48.3	53.8	44.4	54.3	236.1	200.7	219.5
YoY (%)	-46.1	-4.0	-9.6	29.9	20.5	-13.3	-19.8	-31.0	-9.4	-15.0	9.3
내수	1.34	1.81	1.45	0.77	1.59	1.33	1.55	1.25	5.36	5.71	6.76
YoY (%)	95.6	4.0	31.5	-48.3	19.2	-26.7	7.1	62.7	7.0	6.7	18.2
유한화학	29.4	50.2	42.1	67.2	39.2	40.0	36.8	39.0	188.8	155.0	172.0
YoY (%)	-42.7	7.1	-6.1	42.0	33.6	-20.2	-12.5	-42.0	-0.8	-17.9	11.0
연결조정	(29.3)	(50.1)	(41.8)	(67.2)	(39.2)	(40.0)	(36.8)	(38.9)	(188.5)	(154.8)	(171.8)
기타	3.1	3.7	3.9	4.6	4.8	5.6	12.7	4.2	15.3	27.4	28.5
YoY (%)	12.2	15.4	21.9	60.8	53.6	53.9	228.8	-8.3	27.3	79.1	3.9
기술수출료	0.0	0.0	0.0	0.0	9.4	1.9	8.7	9.8	0.1	29.7	46.3
매출총이익	101.8	109.0	96.5	106.5	103.3	98.9	105.1	117.2	413.8	424.5	479.2
매출총이익률(%)	30.0	28.2	25.5	25.7	29.9	27.5	27.5	28.9	27.2	28.4	29.6
판매비와관리비	76.2	92.4	96.4	98.8	97.2	104.4	101.8	111.1	363.7	414.4	435.7
판매비율(%)	22.4	23.9	25.4	23.9	28.2	29.0	26.6	27.4	23.9	27.8	26.9
경상연구개발비	15.21	17.72	22.42	18.71	22.3	23.2	20.6	26.1	74.1	92.2	118.8
영업이익	25.66	16.61	0.15	7.7	6.1	(5.4)	3.3	6.0	50.1	10.2	43.5
영업이익률(%)	7.6	4.3	0.0	1.9	1.8	-1.5	0.9	1.5	3.3	0.7	2.7
YoY(%)	-27.8	-19.9	-99.3	-26.5	-76.3	적전	2129.3	-21.8	-43.5	-80.0	333.8
순이익 (지배)	21.16	16.56	10.89	9.72	15.57	5.6	14.0	11.6	57.5	46.7	75.8
순이익률(%)	6.2	4.3	2.9	2.3	4.5	1.6	3.7	2.9	3.8	3.1	4.7
YoY(%)	-28.4	-48.7	-58.8	-54.5	-24.9	-65.6	21.1	30.6	-47.6	-19.0	62.9

자료: 유한양행, 메리츠증권리서치센터

레이저티닙 vs 타그리소
타그리소 3Q19 1조원 매출

타그리소가 아스트라제네카
전체 매출의 약 15% 비중

T790M 내성변이 음성 환자
타그리소 2.8개월
레이저티닙 5.4개월

레이저티닙의 경쟁약물인 '타그리소'의 3Q19 매출은 2Q19보다 13.6% 증가한 8억 9,100만달러(약 1조원)을 기록하며 '19년 3조원에 가까운 연매출이 예상된다. EGFR 변이 폐암 1차 치료제로 현재 확장 중이며 급여화를 통하여 앞으로도 매출이 증가할 것으로 예상된다.

레이저티닙이 임상 1/2상에서 보여준 결과의 실패 가능성은 매우 낮다고 판단한다. 하지만 타그리소가 시장에 자리매김한 만큼 우월한 항암효과를 보여야 EGFR 폐암 시장을 선점할 것이다.

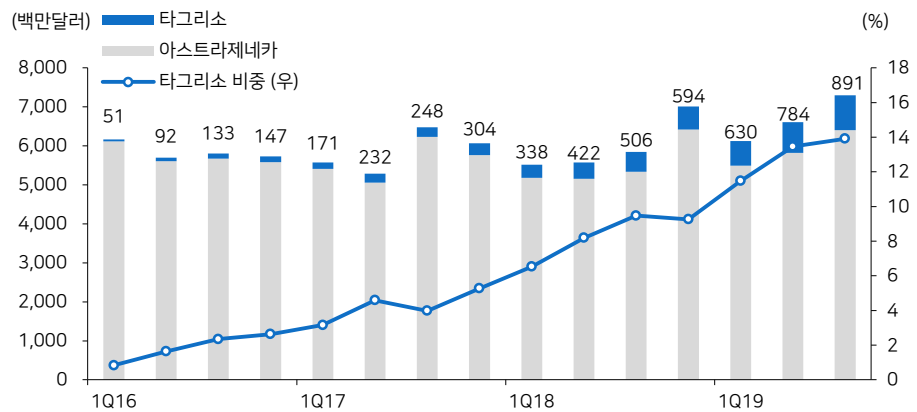
이미 2019 ASCO에서 타그리소 대비 우월한 가능성을 보였고 T790M 내성변이가 없는 환자를 대상으로 타그리소의 2.8개월 대비 5.4개월의 치료 유지기간을 유지한 것이 매우 고무적이다. 타그리소의 1차 치료제 FLAURA 임상결과에서 OS(생존기간)의 연장을 증명했다. 아시아인에서는 유의한 차이가 나오지 않았다는 유려가 있지만 T790M 변이 음성 환자에서 타그리소 대비 효과를 보였기에 레이저티닙의 1차 치료제에서의 임상결과를 기다리는 이유다.

표3 레이저티닙 vs 타그리소 - 임상 1/2상 단계 기준 비교

	레이저티닙 임상 1/2상 (NCT03046992)	AURA 임상1/2상 (NCT01802632)
ORR (ICR 평가 / 연구자 평가)	54% / 60%	51%
ORR in T790M+ (ICR 평가 / 연구자 평가)	57% / 64%	61.7%
ORR in T790M- (ICR 평가 / 연구자 평가)	37% / 37%	21%
DoR (T790M+/-)	15.2개월	11.1개월
PFS (T790M+/-)	9.5개월 (T790M+) 5.4개월 (T790M-) 120mg 이상 투여: 12.3개월 (T790M+)	9.7개월 (T790M+) 2.8개월 (T790M-)

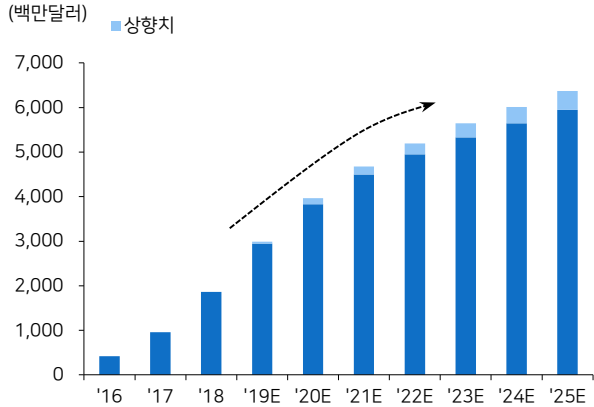
주: 레이저티닙 임상1/2상 2019 ASCO 포스터 발표 기준. ICR: 독립중앙평가
자료: ASCO 2019, 유한양행, AstraZeneca, clinicaltrials.gov, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 타그리소가 차지하는 매출액 비중 - 3Q19 매출액에 15%



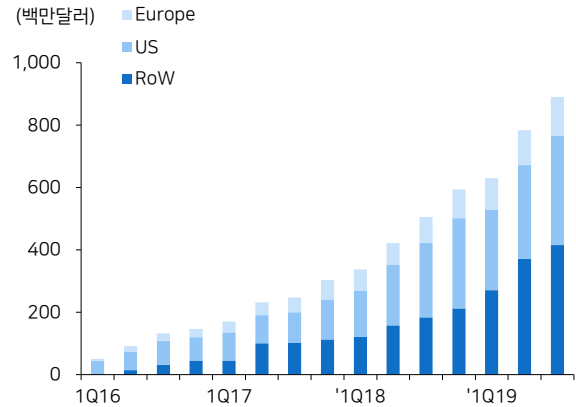
자료: AstraZeneca, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 타그리소의 전분기 대비 상향된 예상매출액



자료: AstraZeneca, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 타그리소 지역별 분기 매출추이



자료: AstraZeneca, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 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)			1/2상 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, 메리츠증권증권 리서치센터

유한양행 (000100)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,462.3	1,518.8	1,492.2	1,618.5	1,736.7
매출액증가율 (%)	10.7	3.9	-1.8	8.5	7.3
매출원가	1,037.6	1,105.0	1,067.6	1,139.4	1,215.2
매출총이익	424.6	413.8	424.6	479.2	521.5
판매관리비	335.9	363.7	414.4	435.7	454.2
영업이익	88.7	50.1	10.2	43.5	67.3
영업이익률	6.1	3.3	0.7	2.7	3.9
금융손익	-3.4	11.2	14.3	8.3	7.9
종속/관계기업손익	46.5	31.7	42.3	40.4	41.7
기타영업외손익	13.2	-3.6	1.7	11.9	11.2
세전계속사업이익	144.9	89.4	68.5	104.1	128.1
법인세비용	35.3	31.1	22.4	26.0	32.0
당기순이익	109.6	58.3	46.1	78.1	96.1
지배주주지분 손이익	109.0	57.5	46.7	75.8	94.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	126.1	93.5	159.9	121.6	154.2
당기순이익(손실)	109.6	58.3	46.1	78.1	96.1
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	61.7	-14.4	-13.5
투자활동 현금흐름	-42.2	-58.2	-96.5	-222.8	-156.7
유형자산의증가(CAPEX)	-56.8	-46.0	-70.0	-180.0	-120.0
투자자산의감소(증가)	12.9	-36.5	-14.8	-31.2	-27.3
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	28.8	-114.0	-29.4
기초현금	244.9	256.6	241.3	270.1	156.1
기말현금	256.6	241.3	270.1	156.1	126.7

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,069.5	1,111.0	1,128.3	1,068.8	1,090.4
현금및현금성자산	256.6	241.3	270.2	156.1	126.8
매출채권	283.7	343.2	337.2	365.7	392.4
재고자산	271.2	248.9	244.5	265.2	284.6
비유동자산	1,025.2	1,062.9	1,107.6	1,270.9	1,354.5
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	566.2	597.3	624.6
자산총계	2,094.7	2,173.8	2,235.9	2,339.7	2,444.9
유동부채	276.3	349.7	376.5	418.2	444.1
매입채무	97.8	90.0	100.8	109.3	117.3
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	184.4	191.1	197.2
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	560.9	609.3	641.3
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	1,559.2	1,612.3	1,683.9
비지배주주지분	6.4	10.1	9.5	11.7	13.4
자본총계	1,606.3	1,651.7	1,675.0	1,730.3	1,803.5

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	114,443	118,871	116,783	126,675	135,924
EPS(지배주주)	8,497	4,462	3,618	5,899	7,354
CFPS	12,183	10,824	8,652	11,986	15,092
EBITDAPS	11,028	8,541	4,871	7,938	10,873
BPS	122,949	126,152	127,987	132,062	137,565
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	62.1	38.1	30.5
PCR	17.2	18.9	25.9	18.7	14.9
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	62.2	101.4	138.9
EV/EBITDA	15.9	20.1	40.6	26.2	19.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.0	3.5	2.8	4.5	5.4
EBITDA 이익률	9.6	7.2	4.2	6.3	8.0
부채비율	30.4	31.6	33.5	35.2	35.6
금융비용부담률	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
이자보상배율(x)	19.2	13.7	3.1	13.4	20.2
매출채권회전율(x)	5.6	4.8	4.4	4.6	4.6
재고자산회전율(x)	5.0	5.8	6.0	6.4	6.3

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	94.7%
중립	5.3%
매도	0.0%

2019년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

유한양행 (000100) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

