

유한양행 (000100)

제약/바이오



서미화

Ph. D
02 3770 5595
mihwa.seo@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	280,000원 (M)
현재주가 (2/27)	216,500원
상승여력	29%

시가총액	29,428억원
총발행주식수	13,607,550주
60일 평균 거래대금	76억원
60일 평균 거래량	33,698주
52주 고	254,168원
52주 저	201,037원
외인지분율	21.23%
주요주주	유한재단 외 1인 15.66%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(4.6)	3.0	(9.9)
상대	4.3	6.7	(2.0)
절대(달러환산)	(8.4)	(0.4)	(17.2)

4Q19 Review: R&D 모멘텀 유효

매출액 3,937억원(YoY -4.9%), 영업이익 85억원(YoY +10.3%)

연결기준 매출액 3,937억원(YoY -4.9%), 영업이익 85억원(YoY +10.3%)을 기록하였다. 매출액은 컨센서스(4,097억원) 대비 3.9%, 영업이익은 컨센서스(96억원) 대비 11.8% 하회하였다. 기술수익료는 베링거인겔하임 22억원, 안센 -11억원, 길리어드 18억원, 유한크로락스 4억원으로 총 33억원을 기록하였다. 처방의약품 부문은 6.0% 역성장하였고, 유한화학을 포함한 자회사의 매출이 작년대비 151억 감소함에 따라 매출이 부진하였다. 영업이익 감소의 원인은 1) 안센의 레이저티닙에 계약금에 대한 회계처리 변동으로 -11억원(18억원 추정)이 반영되었으며, 2) 자회사 엠지 일부 수액제 품질 부적합 이슈에 따른 판매중지 및 반품물량이 발생, 유한화학을 포함한 자회사(작년 대비 92억원 감소)의 실적부진 등으로 판단된다. 별도기준 매출액 3,857원, 영업이익 169억원을 기록하였다.

R&D 성공으로 실적 개선까지 기대

▶폐암치료제(레이저티닙): 안센에 기술수출 된 폐암 1차치료제 레이저티닙(YH25448)은 국내(유한양행) 임상 3상을 진행 중이며, 국가별 임상을 순차적으로 개시 중이다. 안센은 JNJ-372와 병용요법 글로벌 임상 2상을 개시 예정이며, 2차치료제 2상 결과를 ASCO(미국임상종양학회)에서 발표 예정이다. ▶NASH 치료제: 1) 길리어드 사이언스에 기술이전 된 비알콜성 지방간염(NASH) 치료제는 2가지 약물표적에 작용하는 신약후보물질에 대해 선도물질 도출 중으로 20년, 21년 전임상 개시가 예상된다. 2) 베링거인겔하임에 기술이전 된 GLP-1/FGF21은 3Q20 임상 1상 진입이 예상된다.

투자의견 BUY, 목표주가 28만원 유지

투자의견 BUY, 목표주가 28만원 유지하였다. 2020년 매출액 16,048억원, 영업이익 830억원으로 추정하였다. 매출액은 8.4% 성장이 예상되며, 영업이익은 추가 마일스톤 수령시 더 증가할 것으로 보인다. 추정된 기술수익료는 368억원으로 레이저티닙 마일스톤 수취시 최대 660억원의 기술수익료가 반영될 것으로 예상된다. 레이저티닙, NASH치료제 등 신약파이프라인의 임상 진전에 따른 R&D 모멘텀이 기대된다.

	4Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,937	-4.9	3.0	4,097	-3.9
영업이익	85	10.3	153.9	96	-11.8
세전계속사업이익	27	-80.2	-85.5	154	-82.8
지배순이익	27	-70.0	-81.5	120	-77.7
영업이익률 (%)	2.2	+0.3 %pt	+1.3 %pt	2.3	-0.1 %pt
지배순이익률 (%)	0.7	-1.4 %pt	-3.0 %pt	2.9	-2.2 %pt

자료: 유안타증권

	결산 (12월)	2017A	2018A	2019P	2020F
매출액		14,622	15,188	14,803	16,048
영업이익		887	501	125	830
지배순이익		1,090	575	380	1,228
PER		24.4	48.7	84.6	24.0
PBR		1.5	1.6	1.8	1.6
EV/EBITDA		16.1	22.3	40.3	19.9
ROE		7.0	3.5	2.3	7.3

자료: 유안타증권

[표 1] 유한양행 실적 현황(연결)

(단위: 억원, %)

	4Q19P	QoQ	3Q19	YoY	4Q18
매출액	3,937	3.0%	3,823	-4.9%	4,142
영업이익	85	153.9%	33	10.3%	77
세전이익	27	-85.2%	183	-79.9%	134
당기순이익	27	-78.6%	126	-72.2%	97

자료: 유한양행, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 유한양행 분기 및 연간 실적 전망(연결)

(단위: 억원)

사업	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	2018	2019P	2020F
매출액	3,398	3,862	3,786	4,142	3,450	3,594	3,823	3,937	15,188	14,803	16,048
YoY	-3.2%	8.8%	0.0%	9.8%	1.5%	-6.9%	1.0%	-4.9%	3.9%	-2.5%	8.4%
약품사업											
비처방	279	298	257	284	289	289	296	290	1,119	1,164	1,240
YoY	-1.4%	-5.0%	-11.8%	0.5%	3.3%	-3.0%	15.1%	2.1%	-4.5%	4.0%	6.6%
처방	2,388	2,505	2,563	2,717	2,236	2,246	2,460	2,553	10,173	9,495	10,005
YoY	9.3%	14.5%	3.1%	6.5%	-6.4%	-10.3%	-4.0%	-6.0%	8.1%	-6.7%	5.4%
특목											
AHC	36	40	38	44	42	48	41	47	156	178	181
원료	13	18	14	8	16	13	15	19	54	64	66
연결대상매출	74	65	77	109	93	96	33	162	325	385	385
소계	2,704	2,831	2,849	3,026	2,613	2,633	2,835	2,990	11,410	11,071	11,550
YoY	8.8%	12.2%	1.7%	5.4%	-3.4%	-7.0%	-0.5%	-1.2%	6.8%	-3.0%	4.3%
생활용품	249	356	329	274	212	348	330	248	1,208	1,139	1,213
YoY	0.1%	8.2%	-1.2%	9.3%	-14.9%	-2.2%	6.7%	-9.3%	4.0%	-5.7%	6.5%
해외사업											
수출	400	620	553	788	483	538	444	593	2,361	2,057	1,776
YoY	-46.1%	-4.0%	-9.6%	29.9%	20.5%	-5.0%	6.0%	-24.7%	-9.4%	-12.9%	-13.7%
유한화학	294	502	421	672	392	400	368	467	1,888	1,627	1,383
YoY	-42.7%	7.1%	-6.1%	42.0%	33.6%	2.0%	2.0%	-30.5%	-0.8%	-13.8%	-15.0%
소계	414	638	570	795	483	538	443	593	2,418	2,057	1,776
YoY	-44.7%	-4.1%	-8.5%	28.1%	16.6%	-15.8%	-22.2%	-25.4%	-9.1%	-14.9%	-13.7%
라이선스수익					94	19	87	33		232	368
기타											
임대,수탁	31	37	39	46	48	56	127	73	153	305	1,141
YoY	12.2%	15.4%	21.9%	60.8%	53.6%	1.0%	1.0%	57.7%	27.3%	99.1%	274.7%
영업이익	253	166	2	77	61	-54	33	85	501	125	830
YoY	-28.7%	-19.9%	-99.3%	-26.5%	-76.0%	-132.6%	2103.1%	10.3%	-43.5%	-75.0%	563.1%
영업이익률	7.5%	4.3%	0.0%	1.9%	1.8%	-1.5%	0.9%	2.2%	3.3%	0.8%	5.2%
당기순이익	211	166	109	97	157	57	126	27	583	366	812
YoY	-28.5%	-48.8%	-59.1%	-54.5%	-25.7%	-65.6%	15.3%	-72.2%	-47.0%	-37.2%	121.8%

자료: 유한양행, 유안타증권 리서치센터

[표 3] 유한양행 기술이전 계약 내용(2018-2019년)

(단위: 달러)

품목	계약상대방	대상지역	계약체결일	총계약금액	수취금액	진행단계	계약금 인식방법	수익 배분
YH14618	스페인바이오파마	전세계	2018.07.26	218,150,000	650,000	국내 임상2a 종료 미국 IND 준비 중	일시 인식	엔솔바이오사이언스
레이저티닙	안센 바이오테크	(한국제외)	2018.11.03	1,255,000,00	50,000,000	국내 임상 2상	분할 인식	제노스코(40%)
NASH 치료제	길리어드 사이언스		2019.01.06	785,000,000	15,000,000	국내 비임상	분할 인식	
GLP-1/FGF21 (YH25724)	베링거인겔하임		2019.07.01	870,000,000	30,000,000	국내 비임상	분할 인식	제넥신(5%)

자료: 유한양행, 유안타증권 리서치센터

[표 4] 유한양행 주요 파이프라인 임상 진행 상황

물질명	기술이전사	적응증	임상조건	2H19	1H20	2H20
레이저티닙	안센	비소세포성폐암	단독	임상 2상 결과(폐암학회)	(국내)조건부허가 신청 (글로벌/국내)3상 개시	(국내)출시
			병용	(국내)임상 1b 완료 (글로벌) 1/2상 개시	임상 2상	임상 3상
NASH 치료제	길리어드	NASH	-			비임상
GLP-1/FGF21 (YH25724)	베링거인겔하임	NASH	-	비임상 독성시험		임상 1상 개시

자료: 유한양행, 유안타증권 리서치센터

[표 5] 유한양행 기술이전 파이프라인 마일스톤 수취 예상 시점

		1H19	2H19	1H20	2H20	1H21	2H21	1H22	2H22	1H23	2H23	1H24	2H24	1H25	2H25
안센	레이저티닙														
길리어드	NASH														
베링거인겔하임	GLP-1/FGF21														

자료: 유한양행, 유안타증권 리서치센터

유한양행 (000100) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	14,622	15,188	14,803	16,048	17,394
매출원가	10,376	11,050	10,495	10,803	11,915
매출총이익	4,246	4,138	4,308	5,246	5,479
판매비	3,359	3,637	4,183	4,416	4,522
영업이익	887	501	125	830	957
EBITDA	1,409	1,091	696	1,301	1,370
영업외손익	562	393	424	871	955
외환관련손익	-144	-14	28	-26	-26
이자손익	47	96	96	123	207
관계기업관련손익	465	317	470	490	490
기타	195	-6	-170	284	284
법인세비용차감전순이익	1,449	894	549	1,701	1,912
법인세비용	353	311	184	512	575
계속사업순이익	1,096	583	366	1,190	1,337
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,096	583	366	1,190	1,337
지배지분순이익	1,090	575	380	1,228	1,380
포괄순이익	1,057	795	252	1,059	1,207
지배지분포괄이익	1,051	782	266	1,153	1,314

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	10,695	11,110	11,157	12,699	15,037
현금및현금성자산	2,566	2,413	2,179	3,084	4,850
매출채권 및 기타채권	2,933	3,561	3,787	4,192	4,530
재고자산	2,712	2,489	2,562	2,794	3,028
비유동자산	10,252	10,629	9,951	9,480	9,067
유형자산	3,554	3,433	3,246	2,808	2,423
관계기업 등 지분관련자산	3,726	3,997	4,210	4,210	4,210
기타투자자산	1,454	1,516	1,511	1,511	1,511
자산총계	20,947	21,738	21,109	22,179	24,104
유동부채	2,763	3,497	2,932	3,084	3,857
매입채무 및 기타채무	1,730	1,742	1,742	1,894	2,666
단기차입금	32	13	190	190	190
유동성장기부채	153	471	60	60	60
비유동부채	2,120	1,724	1,713	1,712	1,712
장기차입금	1,153	702	701	701	701
사채	0	0	0	0	0
부채총계	4,883	5,221	4,645	4,797	5,569
지배지분	16,000	16,417	16,357	17,268	18,420
자본금	595	622	651	680	680
자본잉여금	1,177	1,139	1,119	1,119	1,119
이익잉여금	14,933	15,354	15,464	16,475	17,627
비지배지분	63	101	106	115	115
자본총계	16,063	16,517	16,464	17,383	18,535
순차입금	-3,678	-3,565	-2,771	-3,676	-5,442
총차입금	1,338	1,186	987	987	986

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	1,261	935	-13	250	1,024
당기순이익	1,096	583	366	1,190	1,337
감가상각비	500	548	528	438	385
외환손익	48	-6	-33	26	26
종속, 관계기업 관련손익	-481	-317	-470	-490	-490
자산부채의 증감	-454	-591	-884	-1,230	-545
기타현금흐름	552	717	480	316	312
투자활동 현금흐름	-422	-582	185	-155	-155
투자자산	-13	-451	-154	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-568	-460	-340	0	0
유형자산 감소	1	25	1	0	0
기타현금흐름	157	305	678	-155	-155
재무활동 현금흐름	-682	-514	-524	-155	-195
단기차입금	-512	-19	177	0	0
사채 및 장기차입금	-154	-153	-411	0	0
자본	0	0	0	30	0
현금배당	-207	-219	-231	-221	-232
기타현금흐름	192	-122	-58	37	37
연결범위변동 등 기타	-40	8	118	965	1,092
현금의 증감	118	-153	-234	905	1,765
기초 현금	2,449	2,566	2,413	2,179	3,084
기말 현금	2,566	2,413	2,179	3,084	4,850
NOPLAT	887	501	125	830	957
FCF	171	-134	-570	-178	537

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

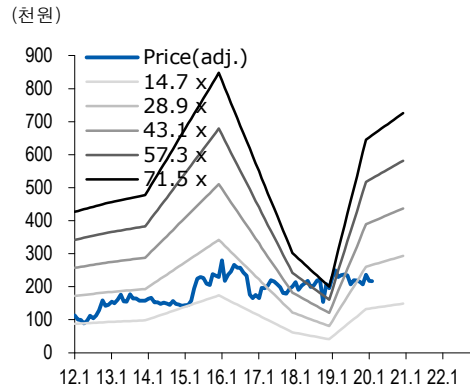
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

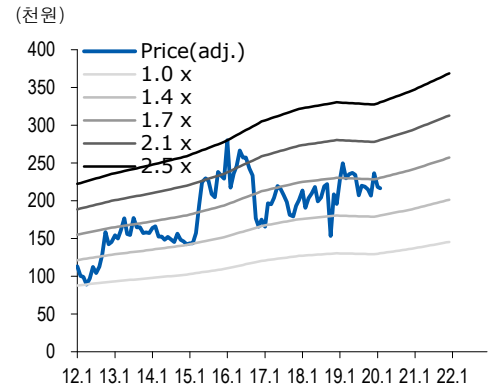
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	8,013	4,224	2,794	9,028	10,145
BPS	128,775	132,241	131,077	138,373	147,605
EBITDAPS	11,839	8,768	5,347	9,562	10,067
SPS	107,459	111,616	108,787	117,937	127,823
DPS	1,745	1,826	1,826	1,826	1,826
PER	24.4	48.7	84.6	24.0	21.3
PBR	1.5	1.6	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	16.1	22.3	40.3	19.9	17.6
PSR	1.8	1.8	2.2	1.8	1.7

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	10.7	3.9	-2.5	8.4	8.4
영업이익 증가율 (%)	-9.3	-43.5	-75.0	563.3	15.3
지배순이익 증가율 (%)	-32.4	-47.3	-33.9	223.1	12.4
매출총이익률 (%)	29.0	27.2	29.1	32.7	31.5
영업이익률 (%)	6.1	3.3	0.8	5.2	5.5
지배순이익률 (%)	7.5	3.8	2.6	7.7	7.9
EBITDA 마진 (%)	9.6	7.2	4.7	8.1	7.9
ROIC	10.1	4.7	1.1	7.0	8.4
ROA	5.3	2.7	1.8	5.7	6.0
ROE	7.0	3.5	2.3	7.3	7.7
부채비율 (%)	30.4	31.6	28.2	27.6	30.0
순차입금/자기자본 (%)	-23.0	-21.7	-16.9	-21.3	-29.5
영업이익/금융비용 (배)	19.2	13.7	4.0	28.4	32.8

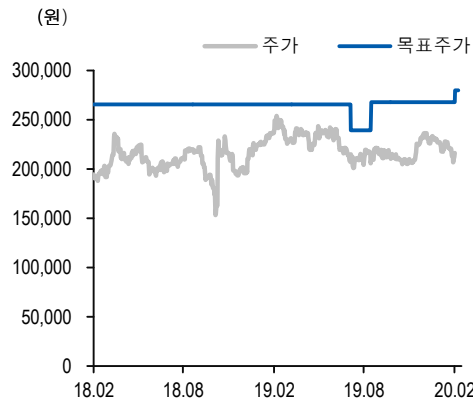
P/E band chart



P/B band chart



유한양행 (000100) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-02-28	BUY	280,000	1년		
2019-09-11	BUY	268,049	1년	-18.46	-11.77
2019-08-01	BUY	239,329	1년	-11.71	-8.20
2018-10-31	BUY	265,661	1년	-15.20	-4.33
2018-10-31	BUY	219,857	1년		2146826273
2018-08-31	1년 경과 이후		1년	-19.29	-12.74
2017-08-31	BUY	254,567	1년	-20.78	-7.34

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	88.3
Hold(중립)	11.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-02-26

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 서미화)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.