



하나금융그룹

2020년 8월 3일 | Equity Research

유한양행 (000100)

2분기 마일스톤 수취로 사상최대 규모 서프한 실적 달성

모두의 예상을 뛰어넘은 어닝 서프라이즈

유한양행의 2분기 연결기준 매출액은 4,155억원(YoY, 15.6%), 영업이익은 357억원(흑자전환, OPM, 8.6%)을 기록, 어닝 서프한 실적을 달성하였다. 4월 얀센이 EGFR/c-Met 이중항체인 아미반타맙(Amivantamab)과 레이저티닙의 병용투여 임상 2상에 진입, 마일스톤 3,500만 달러를 수령하면서 2분기 실적 개선은 당연한 것처럼 인식되었으나, 기술료 수익이 441억원이나 반영되면서 예상보다 서프라이즈한 실적을 시현하였다. 2분기 인식된 기술료는 얀센으로부터 378억원, 베링거잉겔하임과 길리어드 계약금 일부 인식되는 금액이 각각 43억원과 16억원이 반영되었으며, 크로락스에서 4억원이 추가로 발생하였다. 2분기 수령된 얀센의 마일스톤 3,500만 달러(한화 약 432억원) 중 2분기 반영된 부분은 약 80% 수준으로 보인다. 자본법 투자손익이 167억원 발생하면서, 세전이익은 477억원(YoY, 505%), 당기순이익은 343억원(YoY, 601%)을 기록하였다.

본업도 이제 텐아라운드 시작

작년 내내 그리고 올해 1분기까지 연속으로 역성장했던 처방약 부문이 드디어 이번 분기 전년대비 약 7.6% 성장하였다. 전년 동기 기저효과도 있지만 이제 드디어 텐아라운드를 시작했다고 볼 수 있다. 연간 500억원 매출을 기대하는 항암제 글리벡 도입과 같이 신규로 대형품목 도입을 통해 처방약의 매출 불륨을 다시 확대할 수 있을 것으로 기대된다. 다만 해외 원료의약품 사업부는 전년대비 45% 감소하면서 전분기와 비슷한 규모의 수출이 발생하였다. 그래도 감가상각비와 재고가 감소하면서 유한화학의 경우 전년 2분기 46억원 적자에서 21억원 흑자로 전환된 것은 매우 고무적이라고 볼 수 있다.

레이저티닙 3상 진입의 의미

최근 얀센은 10월경 EGFR/c-Met 이중항체인 아미반타맙(Amivantamab)과 레이저티닙을 병용으로 비소세포폐암 1차 치료제 임상 3상에 진입할 것임을 언급하였다. 이번 임상 3상은 마치 타그리소가 1차 치료제 확장을 위해 기존 1차 치료제인 이레사/타세바와 비교한 FLAURA과 비슷한 케이스의 임상이라 할 수 있다. 원래 아미반타맙은 EGFR 변이가 발생하면서 c-Met이 과발현된 비소세포폐암 환자들을 위한 약물이기 때문에 우선 3차 치료제로 임상을 시작했지만(이번 4월에 개시한 임상 2상은 3차 치료제 임상), 시장 확장을 위해 1차 치료제로 확대해 나갈 수 있다. 즉 EGFR 변이가 발생하면서 c-Met이 과발현된 비소세포폐암 환자들을 대상으로 1차 치료제로 아미반타맙과 레이저티닙 병용투여 환자군과 기존 EGFR 변이 1차 치료제로 가장 많이 판매되는 타그리소 투여군과의 비교 시 병용투여가 효과가 더 좋음을 입증하기 위한 임상이다. 원래 2차 치료제였던 타그리소도 1차 치료제로 확대되면서 시장이 급속도로 확대되었던 점을 감안한다면, 이번 임상은 본격적으로 레이저티닙의 가치 확대를 위한 임상이라고 할 수 있다. 이번 임상이 성공한다면, 레이저티닙의 시장 규모와 약물의 가치는 크게 증가할 것으로 예상된다. 이번 레이저티닙 임상 3상 진입으로 레이저티닙 가치를 재산정 유한양행의 목표주가 8.2만원으로 상향, 투자의견 BUY 유지한다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 82,000원(상향) | CP(7월 31일): 57,300원

Key Data

		2020	2021
KOSPI 지수 (pt)	2,249.37		
52주 최고/최저(원)	57,300/38,900	매출액(십억원)	1,537.4 1,623.5
시가총액(십억원)	3,830.9	영업이익(십억원)	53.4 72.7
시가총액비중(%)	0.32	순이익(십억원)	176.0 99.6
발행주식수(천주)	66,856.8	EPS(원)	2,238 1,461
60일 평균 거래량(천주)	984.7	BPS(원)	28,766 29,760
60일 평균 거래대금(십억원)	54.1		
20년 배당금(예상,원)	382		
20년 배당수익률(예상, %)	0.67		
외국인지분율(%)	21.26		
주요주주 지분율(%)			
유한재단 외 1 인	15.66		
국민연금공단	12.66		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(10.7) 12.6 12.4		
상대	(9.7) 12.2 7.5		

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	1,518.8	1,480.4	1,585.1	1,690.7	1,852.3
영업이익	십억원	50.1	12.5	68.9	56.5	100.0
세전이익	십억원	89.4	54.9	291.9	168.5	209.2
지배순이익	십억원	57.5	40.0	210.5	138.1	173.7
EPS	원	845	588	3,094	2,029	2,553
증감률	%	(47.3)	(30.4)	426.2	(34.4)	25.8
PER	배	46.35	80.44	18.52	28.23	22.45
PBR	배	1.47	1.77	1.94	1.84	1.72
EV/EBITDA	배	20.12	38.64	29.36	32.25	22.82
ROE	%	3.55	2.43	12.10	7.30	8.59
BPS	원	26,556	26,747	29,498	31,171	33,374
DPS	원	365	382	382	382	382



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

표 1. 유한양행 2Q20 실적 리뷰(연결 기준)

(단위: 십억원, %)

	2Q20P	2Q19	YoY	Consen	%Diff
매출액	415.5	359.4	15.6	403.4	3.0
영업이익	35.7	(5.4)	(757.9)	25.5	39.8
세전이익	47.7	10.7	346.3	41.3	15.5
당기순이익	34.3	5.7	502.8	26.5	29.4
OPM %	8.6%	-1.5%		6.3%	
NPM %	8.3%	1.6%		6.6%	

자료: 하나금융투자

표 2. 유한양행 실적 전망(연결 기준)

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20F	4Q20F	19	20F	21F
매출액	345.0	359.4	382.3	393.7	313.3	415.5	419.2	437.1	1,480.4	1,585.1	1,690.7
YoY	1.5%	-6.9%	1.0%	-4.9%	-9.2%	15.6%	9.7%	11.0%	-2.5%	7.1%	6.7%
약품사업	261.3	263.3	283.5	299.0	240.1	284.8	311.0	333.1	1,107.1	1,168.9	1,325.2
YoY	-5.1%	-8.9%	-2.3%	-2.9%	-8.1%	8.1%	9.7%	11.4%	-4.7%	5.6%	13.4%
비처방약(OTC)	28.9	28.9	29.6	29.0	29.9	34.4	31.4	30.5	116.4	126.2	133.2
YoY	3.3%	-3.0%	15.1%	2.1%	3.7%	19.2%	6.0%	5.0%	4.0%	8.4%	5.5%
처방약(ETC)	223.6	224.6	246.0	255.3	193.7	241.7	270.6	286.0	949.5	992.0	1,134.2
YoY	-6.4%	-10.3%	-4.0%	-6.0%	-13.3%	7.6%	10.0%	12.0%	-6.7%	4.5%	14.3%
AHC	4.2	4.8	4.1	4.7	4.6	5.1	4.8	5.5	17.8	20.0	23.3
YoY	17.0%	20.4%	10.6%	8.0%	10.7%	6.1%	15.0%	18.0%	13.8%	12.4%	16.6%
원료의약품	1.6	1.3	1.5	1.9	1.8	1.8	1.7	2.1	6.4	7.4	8.5
YoY	19.2%	-26.7%	7.1%	146.8%	12.3%	33.9%	12.0%	10.0%	18.7%	16.1%	14.9%
유한메디카(매출조정)	3.1	3.7	2.2	8.1	10.0	1.8	2.5	9.1	17.1	23.3	26.1
YoY	-14.9%	30.2%	-20.2%	218.4%	222.6%	-52.6%	12.0%	13.0%	44.9%	36.6%	11.8%
생활건강사업	21.2	34.8	33.0	24.8	27.0	46.2	37.3	28.8	113.9	139.3	154.5
YoY	-0.7%	10.1%	13.3%	7.8%	27.4%	32.7%	13.0%	16.0%	8.3%	22.4%	10.9%
해외사업(원료의약품)	48.3	53.7	44.3	59.3	24.7	29.5	45.2	44.5	205.7	144.0	151.0
YoY	20.4%	-13.3%	-20.2%	-24.7%	-48.8%	-45.1%	2.0%	-25.0%	-13.0%	-30.0%	4.9%
기술료 수익	9.4	1.9	8.7	3.3	16.9	44.1	21.2	26.2	23.2	108.4	42.0
기타(임대, 수탁 등)	4.8	5.6	12.7	7.3	4.6	10.9	4.5	4.5	30.5	24.5	18.0
매출총이익	103.3	98.9	105.1	123.5	91.4	153.6	136.2	144.3	430.9	525.4	561.7
YoY	1.4%	-9.2%	8.9%	16.0%	-11.5%	55.2%	29.6%	16.8%	4.1%	22.0%	6.9%
GPM	29.9%	27.5%	27.5%	31.4%	29.2%	37.0%	32.5%	33.0%	29.1%	33.1%	33.2%
판매관리비	97.2	104.3	101.8	115.0	90.3	117.9	122.0	126.3	418.3	456.5	505.2
YoY	27.6%	13.0%	5.6%	16.4%	-7.1%	13.0%	19.9%	9.8%	15.0%	9.1%	10.7%
판관비율	28.2%	29.0%	26.6%	29.2%	28.8%	28.4%	29.1%	28.9%	28.3%	28.8%	29.9%
경상연구개발비	22.3	23.2	20.6	30.8	21.7	36.3	34.4	35.0	96.9	127.3	141.2
YoY	46.6%	31.0%	-8.1%	64.4%	-2.8%	56.4%	66.8%	13.7%	30.8%	31.4%	10.9%
기타판매관리비	74.9	81.1	81.2	84.3	68.6	81.6	87.6	91.4	321.4	329.2	364.0
YoY	22.9%	8.7%	9.8%	5.2%	-8.3%	0.6%	8.0%	8.4%	11.0%	2.4%	10.6%
영업이익	6.1	(5.4)	3.3	8.5	1.1	35.7	14.3	17.9	12.5	68.9	56.5
YoY	-76.3%	TR	2100.7%	10.6%	-82.4%	TB	326.1%	110.5%	-75.0%	449.7%	-18.0%
OPM	1.8%	-1.5%	0.9%	2.2%	0.3%	8.6%	3.4%	4.1%	0.8%	4.3%	3.3%
당기순이익	15.7	5.7	12.6	2.7	115.4	34.3	23.2	19.8	36.6	192.7	126.4
YoY	-26.0%	-65.6%	15.3%	-72.2%	636.7%	502.8%	84.9%	631.4%	-37.2%	426.2%	-34.4%
NPM	4.5%	1.6%	3.3%	0.7%	36.8%	8.3%	5.5%	4.5%	2.5%	12.2%	7.5%

자료: 하나금융투자

유한양행 목표주가 상향

목표주가 8.2만원 상향
투자의견 BUY 유지

유한양행에 대해 목표주가 82,000원으로 상향, 투자의견 BUY 유지한다. 목표주가 82,000원은 SOTP 방식으로 기존 유한양행의 영업가치, 보유 자회사의 가치, 그리고 유한양행 파이프라인인 레이저티닙과 YH25724의 rNPV 등을 고려하여 산정하였다.

EV/EBITDA에는 셀트리온, 삼성바이오로직스, 한올바이오파마, 부광약품은 제외한 뒤 30% 할인한 값인 13.3배를 적용하였다.

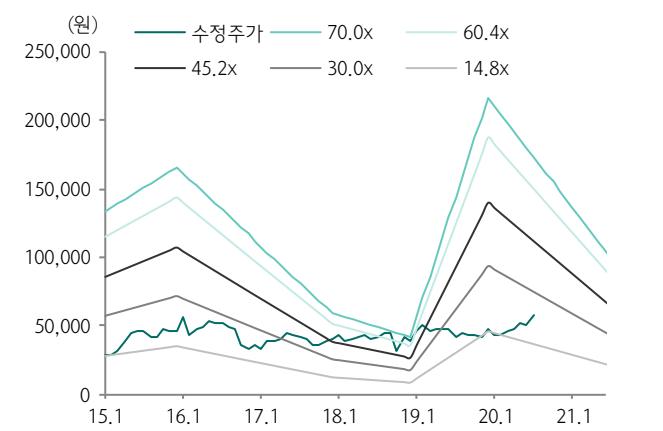
표 3. 목표주가 산정

(단위: 십억원)

		비고
영업가치	1,502.9	
12MF 예상 EBITDA	113.0	
EV/EBITDA	13.3	KOSPI 의약품 12M Fwd EV/EBITDA 30% 할인 적용
자회사 가치	796.9	
유한킴벌리	598.2	20년 예상 순이익 x P/E(12) x 30%
한국안센	75.2	20년 예상 순이익 x P/E(10) x 30%
유한크로락스	41.2	20년 예상 순이익 x P/E(10) x 50%
유칼릭스	4.4	20년 예상 순이익 x P/E(10) x 40%
기타 투자자산 가치	78.0	
파이프라인 가치	2,540.5	
레이저티닙	2,072.6	
YH25724	467.9	
투자 부동산 가치	46.1	
자사주	300.9	
우선주 시가총액	66.7	
순부채	(392.9)	
적정자본가치	5,513.6	
주식 수(1,000주)	66,856.8	
적정주가	82,468.9	

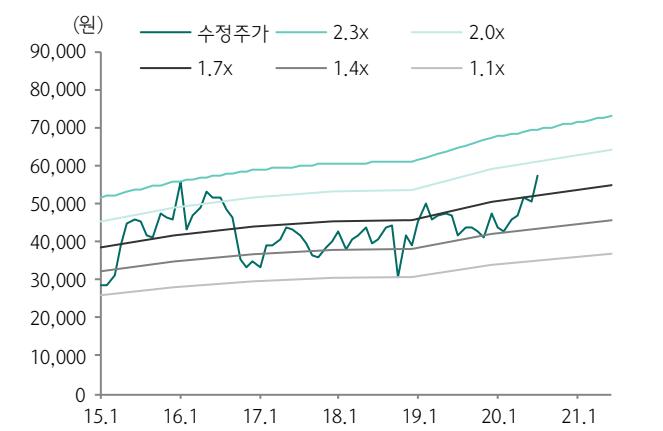
자료: 하나금융투자

그림 1. 유한양행 PER 배ند



자료: 하나금융투자
 하나금융투자

그림 2. 유한양행 PBR 배ند



자료: 하나금융투자

표 4. 유한양행 지분법이익 전망

(단위: 백만원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20F	4Q20F	19	20F	21F
유한킴벌리	11,722	9,744	10,882	5,582	17,220	11,731	18,282	18,979	37,930	66,212	71,413
유한크로락스	105	271	1,508	1,435	759	639	1,538	1,507	3,319	4,443	4,786
한국얀센	1,227	2,109	2,349	81	2,334	4,629	2,490	162	5,766	9,615	10,309
유칼릭스	19	53	95	192	44	82	114	221	359	461	550
이뮨온시아	1,496	(4,997)	(581)	0	0	0	(593)	0	(4,082)	(593)	(604)
기타	(1,059)	(68)	163	4,702	(1,315)	(335)	166	4,796	3,738	3,312	3,379
합계	13,510	7,112	14,416	11,992	19,042	16,746	21,998	25,664	47,030	83,450	89,832.79

자료: 하나금융투자

표 5. 유한양행 R&D 모멘텀

물질명	기술이전 사	적용증	분류	현재 임상진행 현황	3Q20	4Q20
레이저티닙	얀센	비소세포폐암 치료제	국내	1차 치료제 임상 3상 진입		식약처에 조건부 허가 신청서 제출
			안선 수행	4월 안센의 이중항체와 병용투여 임상 2상 진입	9월 개최되는 ESMO에서 안센의 학회 발표 기대	10월 안센의 이중항체와 병용투여 1차 치료제 임상 3상 진입
NASH 치료제	길리어드	NASH		동물모델에서 유효성 테스트 진행	최적의 선도물질 도출	back-up 물질 도출
YH25724	베링거 잉겔하임	NASH		4월 GLP-Tox(비임상 독성실험) 완료	3분기 임상 1상 진입	

자료: 하나금융투자

표 6. 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	순환기	AD-201					
	순환기	AD-207					
	소화기	AD-203					
	소화기	AD-206					

자료: 유한양행, 하나금융투자

표 7. 바이오벤처 투자현황

투자업체	취득시점	투자대금	사업내용	취득	상장여부	수익률(%) (2019/01/01 기준)
바이오니아	2015-09-22	100억	siRNA	파이프라인 확충	코스닥상장	152.7
코스온	2015-11-05	150억	화장품		코스닥상장	-53.3
제넥신	2015-12-03	200억	hyFC	파이프라인 확충	코스닥상장	74.5
이엠텍	2015-12-11	20억	보청기	사업영역 확대	코스닥상장	-22.9
이뮨온시아	2016-03-02	120억	면역항암제	해외 조인트벤처(JV) - 면역항암제 개발 미국 소론토사와 합작 투자	비상장	
파멥신	2016-04-08	30억	항체신약	파이프라인 확충	코스닥상장	-49.4
Sorrento	2016-04-25	1000만불	면역항암제	파트너십 강화	나스닥 상장	186
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	
바이오팋아	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

유한양행의 파이프라인 가치

1. 레이저티닙

레이저티닙의 rNPV

레이저티닙의 rNPV는 아래와 같은 가정하에 산정되었다.

- 전 세계에서 비소세포폐암 환자 수는 약 170만명으로 추정하고 있다.
- 2차 치료제는 적어도 1차 치료제 투여 이후 1년 정도 경과된 환자들로 비소세포폐암 환자들의 1년 생존률이 약 32%임을 감안하여 환자 수를 추정하였다.
- 3차 치료제도 위와 같은 논리로 신규 환자수의 약 50% 수준으로 가정하였다.
- 비소세포폐암 환자 중 약 30%가 EGFR 유전자 변이 환자이고, 1차 치료제인 이레사, 타세바에 내성을 보이는 환자 중 약 45%의 환자들이 T790M 돌연변이 환자들이다.
- 따라서 레이저티닙의 단독 1차 치료제 적용 대상 환자 수는 비소세포폐암 환자 170만명 × EGFR 유전자 변이 환자 비율(30%) × T790M 돌연변이 환자비율(45%)로 추정 하였다. 단독 2차 치료제의 경우 모집단 환자수가 약 32% 감소한다고 가정, 170만 명 × 32% × 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 2차 치료제인 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 1차 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. 다만 3차 치료제의 경우 생존율 감안 시 환자 수 자체가 50% 감소한다고 가정하고 추정하였다.
- 기존 아스트라제네카의 타그리소의 연간 치료비가 미국에서 평균 \$150,000 달러인 점을 고려, 레이저티닙의 글로벌 평균 연간치료비는 병용요법은 \$80,000 달러, 단독요법은 \$70,000 달러로 가정하여 시장규모는 신규환자수 × 연간치료비로 산정하였다.
- 출시 시점은 현재 임상단계를 고려, 단독치료제와 병용 1차 치료제의 경우 2024년, 병용 3차 치료제의 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 12%로 가정하였다.
- Terminal Value는 지속성장을 -5%로 가정하여 산정되었다.
- 유한양행과 오스코텍의 수익 배분 비율은 6:4로 알려져 있어서 유한양행의 수익배분 비율은 60%로 산정되었다.

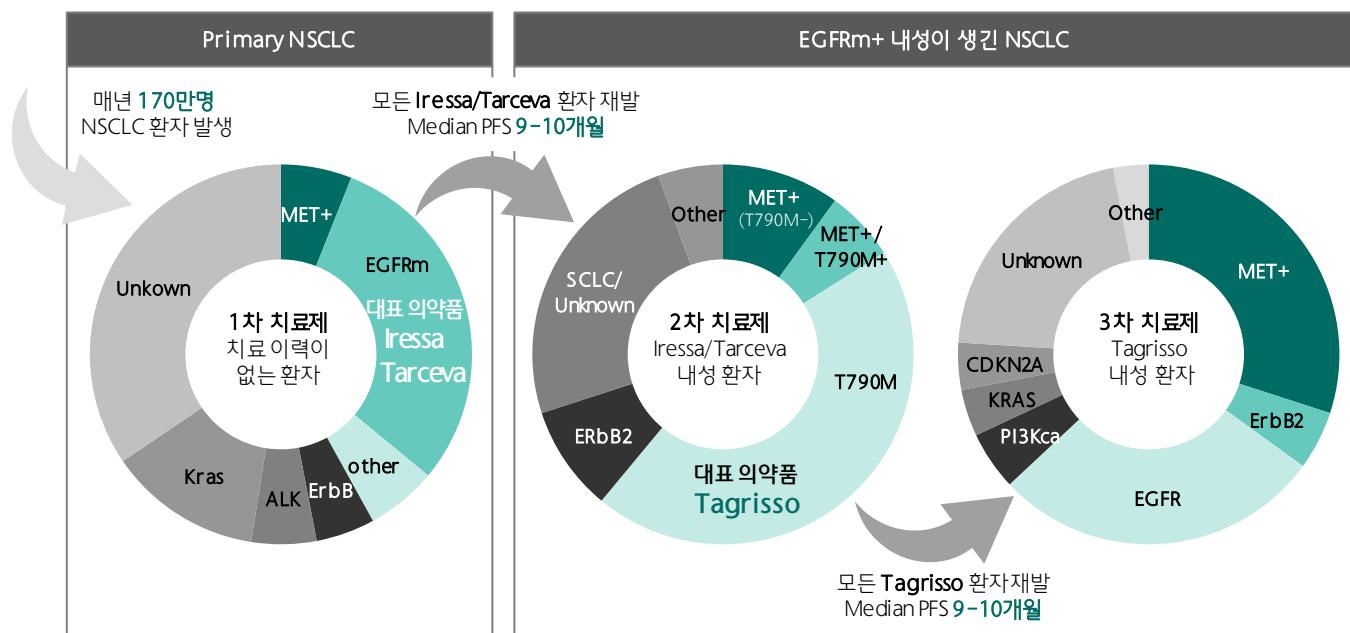
표 8. 레이저티닙의 rNPV

(단위: 백만달러, 십억원)

	19	20	21	22	23	24	25	· · ·	30	31	32
단독 1차 치료제											
폐암 신규환자 수(천명) NSCLC 중 EGFR 변이 환자 중 T790M 변이환자(천명)	30%X45%	1,700 229.5	1,700 229.5	1,700 229.5	1,700 229.5	1,700 229.5	1,700 229.5		1,700 229.5	1,700 229.5	1,700 229.5
레이저티닙 개발단계		3상 개시		3상 완료	NDA 신청	승인 시판					
시장 점유율 레이저티닙 예상매출액(백만달러)					1% 161	2% 321		9% 1,446	10% 1,607	10% 1,607	
단독 2차 치료제											
2차 치료제 폐암 환자 수 NSCLC 중 EGFR 변이 환자 중 T790M 변이환자(천명)	170만명 X 32% 30%X45%	544 73.4	544 73.4	544 73.4	544 73.4	544 73.4	544 73.4		544 73.4	544 73.4	544 73.4
레이저티닙 개발단계		2상 완료/ 3상 개시		3상 완료	NDA 신청	승인 시판					
시장 점유율 레이저티닙 예상매출액(백만달러)					2% 103	5% 257		23% 1,182	27% 1,388	30% 1,542	
병용 3차 치료제											
3차 치료제 폐암 환자 수 T790M 변이환자 중 c-MET 과발현으로 재발환자(3차치료제)	170만명 X 50% 30%X45%X30%	850 34,425	850 34,425	850 34,425	850 34,425	850 34,425	850 34,425		850 34,425	850 34,425	850 34,425
레이저티닙 개발단계		2상 개시	2상 완료	3상 개시	3상 완료	NDA 신청	승인 시판				
시장 점유율 레이저티닙 예상매출액(백만달러)					2% 55	5% 689		25% 826	30% 826	30% 826	
병용 1차 치료제											
폐암 신규환자 수(천명) T790M EGFR 변이환자와 c-MET 과발현 환자	36%	1,700 612	1,700 612	1,700 612	1,700 612	1,700 612	1,700 612		1,700 612	1,700 612	1,700 612
레이저티닙 개발단계		3상 개시		3상 완료	NDA 신청	승인 시판					
시장 점유율 레이저티닙 예상매출액(백만달러)					2% 979	3% 1,469		12% 5,875	15% 7,344	16% 7,834	
계약금 및 마일스톤 수익(백만달러)			50	115	300			100	100	100	
로열티 12%로 가정						149.1	252.3	1,103.0	1,339.8	1,417.0	
원화환산수익(십억원) 1,200원 가정		0.0	0.0	60.0	138.0	538.9	302.7	1,443.6	1,727.7	1,820.4	
법인세율 20% 가정		0.0	0.0	48.0	110.4	431.2	242.2	1,154.9	1,382.2	1,456.3	
할인율 10%		1.0	0.91	0.83	0.75	0.68	0.62	0.39	0.35	0.32	
현재 가치 환산(십억원)		0.0	0.0	39.7	82.9	294.5	150.4	445.3	484.4	464.0	
NPV		6,315									
Terminal Valvue		2,939									
적정가치 54.7%		3,454									
유한양행 수익배분 비율 60%		2,073									

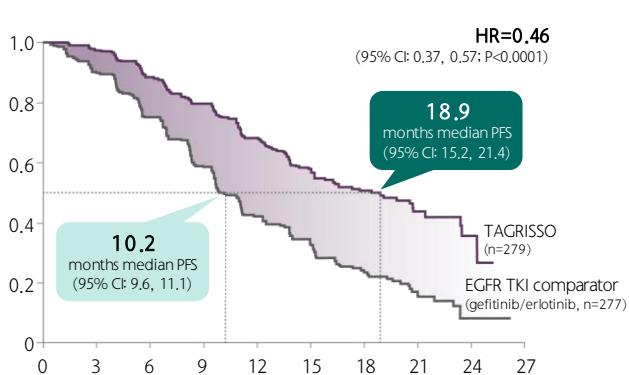
자료: 하나금융투자

그림 3. 비소세포폐암 치료제 단계별 유전자 변이 분포도



자료: 오스코텍, 하나금융투자

그림 4. 타그리소 1차 치료제 임상 3상 mPFS



자료: 아스트라제네카, 하나금융투자

그림 5. 타그리소 연간 매출 추정



자료: GlobalData, 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 2020년 4월 GLP-Tox(비임상 독성실험)이 완료, 2020년 3분기 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. YH25724의 rNPV

(단위: 백만달러, 십억원)

	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30	31	32
NASH 치료제 시장 (백만달러) YoY(%)		37	211	716	1,745	3,665	6,596	9,895	12,863	15,436	17,751	19,526	21,088	22,564
YH25724 개발 단계														
YH25724의 시장 점유율 YH25724의 예상매출액	8.7억 달러 규모 계약		465%	239%	144%	110%	80%	50%	30%	20%	15%	10%	8%	7%
계약금 및 마일스톤 수익 제넥신 배분 이후 기술료 수익	5% 제넥신에게 배분 13%로 가정	1상 개시	완료/ 2상 개시	완료/ 3상 개시	3상 완료	BLA 제출	승인/ 시판							
로열티	1,200원 가정							1.0%	2.5%	3.0%	5.0%	6.0%	10.0%	10.0%
원화환산수익(십억원)	법인세율 20% 가정	0	0	124		190	190	95		100		100		
세후이익(십억원)														
할인율	10%													
현재 가치 환산(십억원)														
NPV	3,227													
Terminal Valvue	-5%	874												
적정가치 (성공확률 14.5%)	14.5%	468												

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	1,518.8	1,480.4	1,585.1	1,690.7	1,852.3
매출원가	1,105.0	1,049.5	1,059.7	1,128.9	1,229.9
매출총이익	413.8	430.9	525.4	561.8	622.4
판관비	363.7	418.3	456.5	505.2	522.3
영업이익	50.1	12.5	68.9	56.5	100.0
금융순익	11.2	11.7	9.4	13.1	14.4
종속/관계기업손익	31.7	47.0	83.4	89.8	94.3
기타영업외손익	(3.6)	(16.3)	130.2	9.0	0.5
세전이익	89.4	54.9	291.9	168.5	209.2
법인세	31.1	18.3	99.3	42.1	50.2
계속사업이익	58.3	36.6	192.7	126.4	159.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	58.3	36.6	192.7	126.4	159.0
비지배주주지분 순이익	0.9	(3.4)	(17.9)	(11.7)	(14.7)
지배주주순이익	57.5	40.0	210.5	138.1	173.7
지배주주지분포괄이익	78.2	36.8	216.3	141.9	178.4
NOPAT	32.7	8.4	45.5	42.4	76.0
EBITDA	109.1	71.2	119.3	106.7	146.6
성장성(%)					
매출액증가율	3.9	(2.5)	7.1	6.7	9.6
NOPAT증가율	(51.3)	(74.3)	441.7	(6.8)	79.2
EBITDA증가율	(22.6)	(34.7)	67.6	(10.6)	37.4
영업이익증가율	(43.5)	(75.0)	451.2	(18.0)	77.0
(지배주주)순이익증가율	(47.2)	(30.4)	426.3	(34.4)	25.8
EPS증가율	(47.3)	(30.4)	426.2	(34.4)	25.8
수익성(%)					
매출총이익률	27.2	29.1	33.1	33.2	33.6
EBITDA이익률	7.2	4.8	7.5	6.3	7.9
영업이익률	3.3	0.8	4.3	3.3	5.4
계속사업이익률	3.8	2.5	12.2	7.5	8.6

투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	845	588	3,094	2,029	2,553
BPS	26,556	26,747	29,498	31,171	33,374
CFPS	2,033	1,538	2,953	1,009	1,486
EBITDAPS	1,604	1,046	1,754	1,568	2,155
SPS	22,323	21,758	23,298	24,849	27,224
DPS	365	382	382	382	382
주가지표(배)					
PER	46.3	80.4	18.5	28.2	22.4
PBR	1.5	1.8	1.9	1.8	1.7
PCFR	19.3	30.8	19.4	56.8	38.6
EV/EBITDA	20.1	38.6	29.4	32.3	22.8
PSR	1.8	2.2	2.5	2.3	2.1
재무비율(%)					
ROE	3.5	2.4	12.1	7.3	8.6
ROA	2.7	1.9	9.5	5.8	6.9
ROIC	4.4	1.1	6.0	5.4	9.3
부채비율	31.6	28.3	27.5	27.1	26.5
순부채비율	(21.6)	(19.6)	(21.6)	(23.1)	(25.4)
이자보상배율(배)	13.7	4.0	27.3	24.9	52.1

자료: 하나금융투자

대차대조표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	1,111.0	1,117.0	1,220.0	1,311.3	1,442.9
금융자산	475.1	415.2	472.6	517.9	579.0
현금성자산	241.3	274.2	329.5	373.2	431.9
매출채권 등	356.1	417.8	447.4	477.2	522.8
재고자산	248.9	186.9	200.1	213.5	233.9
기타유동자산	30.9	97.1	99.9	102.7	107.2
비유동자산	1,062.9	1,000.2	1,099.3	1,131.2	1,157.3
투자자산	551.4	565.2	594.0	624.9	669.5
금융자산	0.0	0.1	0.1	0.2	0.2
유형자산	343.3	327.5	323.1	315.2	296.0
무형자산	33.8	28.7	52.7	60.4	61.1
기타비유동자산	134.4	78.8	129.5	130.7	130.7
자산총계	2,173.8	2,117.2	2,319.3	2,442.5	2,600.2
유동부채	349.7	352.2	388.6	409.2	424.8
금융부채	48.4	41.8	38.0	36.2	18.5
매입채무 등	174.2	190.0	203.4	217.0	237.7
기타유동부채	127.1	120.4	147.2	156.0	168.6
비유동부채	172.4	115.0	111.6	112.3	119.4
금융부채	70.2	49.7	41.7	37.7	37.7
기타비유동부채	102.2	65.3	69.9	74.6	81.7
부채총계	522.1	467.2	500.2	521.5	544.2
지배주주지분	1,641.6	1,646.3	1,833.4	1,947.3	2,097.2
자본금	62.2	65.1	65.1	65.1	65.1
자본잉여금	113.9	111.9	112.4	112.0	112.0
자본조정	(165.1)	(173.5)	(173.5)	(173.5)	(173.5)
기타포괄이익누계액	95.3	97.4	97.4	97.4	97.4
이익잉여금	1,535.4	1,545.4	1,732.1	1,846.4	1,996.2
비지배주주지분	10.1	3.7	(14.3)	(26.2)	(41.2)
자본총계	1,651.7	1,650.0	1,819.1	1,921.1	2,056.0
순금융부채	(356.5)	(323.7)	(392.9)	(444.0)	(522.9)

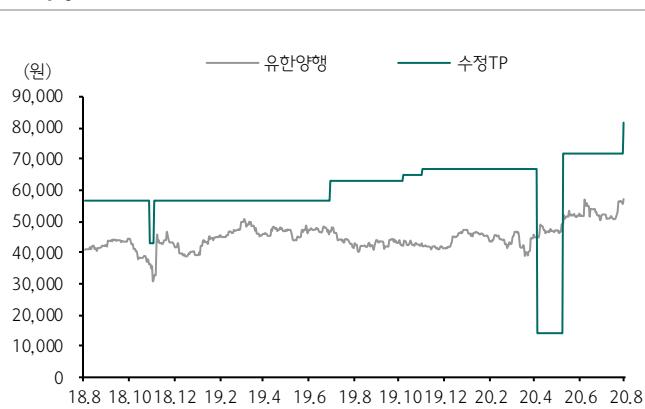
현금흐름표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	93.5	66.0	141.4	68.6	84.2
당기순이익	58.3	36.6	192.7	126.4	159.0
조정	94.3	93.3	(31.9)	(38.2)	(44.8)
감가상각비	59.0	58.7	50.4	50.2	46.6
외환거래손익	(0.6)	(2.3)	6.4	3.8	4.4
지분법손익	(31.6)	(37.6)	(83.4)	(89.8)	(94.3)
기타	67.5	74.5	(5.3)	(2.4)	(1.5)
영업활동 자산부채 변동	(59.1)	(63.9)	(19.4)	(19.6)	(30.0)
투자활동 현금흐름	(58.2)	31.6	(69.6)	4.5	16.1
투자자산감소(증가)	(36.5)	(12.6)	59.6	61.1	50.9
유형자산감소(증가)	(43.5)	(42.4)	(40.0)	(35.0)	(20.0)
기타	21.8	86.6	(89.2)	(21.6)	(14.8)
재무활동 현금흐름	(51.4)	(67.0)	(35.1)	(30.1)	(41.6)
금융부채증가(감소)	(15.2)	(27.1)	(11.8)	(5.8)	(17.7)
자본증가(감소)	(1.0)	0.8	0.5	(0.4)	0.0
기타재무활동	(13.3)	(17.8)	0.0	(0.0)	(0.0)
배당지급	(21.9)	(22.9)	(23.8)	(23.9)	(23.9)
현금의 증감	(15.3)	32.9	55.2	43.7	58.8
Unlevered CFO	138.3	104.6	200.9	68.6	101.1
Free Cash Flow	47.5	23.2	101.4	33.6	64.2

자료: 하나금융투자

투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

유한양행



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
20.8.3	BUY	82,000		
20.5.13	BUY	72,000	-26.77%	-20.83%
20.4.8	BUY	14,000	235.60%	251.07%
19.11.4	BUY	67,012	-34.60%	-29.42%
19.10.9	BUY	65,098	-34.15%	-32.65%
19.7.2	BUY	63,183	-31.55%	-23.79%
18.11.5	BUY	56,796	-20.19%	-10.50%
18.10.30	BUY	43,055	-23.35%	-17.45%
18.9.13	BUY	56,796	-27.93%	-21.77%
18.4.29	BUY	49,158	-15.31%	-8.50%

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	91.7%	8.3%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 7월 30일

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 2020년 08월 03일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2020년 08월 03일 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.