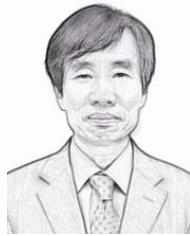


SK COMPANY Analysis



Analyst
하태기
tgha@sk.com
02-3773-8872

Company Data

| | |
|--------|-----------|
| 자본금 | 569 억원 |
| 발행주식수 | 1,139 만주 |
| 자사주 | 112 만주 |
| 액면가 | 5,000 원 |
| 시가총액 | 30,446 억원 |
| 주요주주 | |
| 유한재단 | 15.4% |
| 유한학원 | 7.57% |
| 외국인지분율 | 32.30% |
| 배당수익률 | 0.70% |

Stock Data

| | |
|--------------|------------|
| 주가(16/09/19) | 273,000 원 |
| KOSPI | 1999.36 pt |
| 52주 Beta | 0.65 |
| 52주 최고가 | 335,500 원 |
| 52주 최저가 | 238,500 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 99 억원 |

주가 및 상대수익률



| 주가상승률 | 절대주가 | 상대주가 |
|-------|--------|--------|
| 1개월 | -13.3% | -11.1% |
| 6개월 | -14% | -2.8% |
| 12개월 | 15.4% | 12.1% |

유한양행 (000100/KS | 매수(유지) | T.P 340,000 원(유지))

하반기 영업이익은 상반기 수준보다 회복 전망

유한양행의 도입 의약품과 API 매출 호조로 상반기 연결 매출액이 18.5% 성장했다. 하반기에는 트윈스타 특허만료 이슈가 있지만 신규 상품의 매출 가세와 API 매출 호조로 극복될 전망이다. 영업이익은 상반기 중 판관비 증가로 감소했지만 하반기에는 광고비 부담 감소로 회복 추세를 나타낼 것이다. 3분기 매출액은 10.9% 증가한 3,458 억원, 영업이익은 8.9% 감소한 289 억원으로 추정된다.

연결기준 상반기 매출 18.5%, 영업이익 9.8% 성장

유한양행의 연결기준 상반기 매출액은 18.5% 증가한 6,092 억원, 영업이익은 9.8% 증가한 445 억원이다. 도입 상품과 API(의약품원료)가 매출 고성장을 이끌었으나 R&D와 광고비 등 판관비가 증가하면서 영업이익증가율이 매출증가율에 못 미쳤다.

매출 고성장 지속, 판관비 지출 증가

금년 상반기에 비리어드(간염치료제), 트라젠타(당뇨병치료제), 트윈스타(고혈압제), 아토르바(고지혈증제), 스트리빌드(에이즈치료제) 등의 도입의약품이 고성장했다. 이러한 추세는 하반기에도 이어질 것이다. 다만 트윈스타(2015년 매출액 756 억원)의 약가가 금년 8월에 특허만료로 30% 인하되고, 내년 8월에 특허만료 이전가격의 53.55%로 하락하게 된다. 동사는 트윈스타의 매출감소를 상쇄하기 위해 금년 4월에 도입의약품 차디앙(당뇨병치료제)을 출시했다. 상반기에 판관비율이 0.50%p 증가했지만 연결 영업이익이 개별기준 영업이익(상반기 4.9% yoy 감소)보다 호조를 보인 것은 100% 자회사인 유한화학의 상반기 영업이익 79 억원(2015년 상반기 41 억원)이 계상되었기 때문이다.

3분기 수익성은 광고비 등 지출 감소로 2분기보다 호전 전망

금년 하반기에는 OTC 제품용 광고비 지출이 감소할 전망이어서 영업이익이 2분기에 비해서 회복될 전망이다. 단, 금년 상반기 중 R&D 비용이 전년동기대비 31.7% 증가한 401 억원(매출액의 6.6%)이며 연간으로는 24.0% 증가한 900 억원으로 전망된다. 광고비 지출 감소와 R&D 비용 증가 등을 반영할때 3분기 연결기준 매출액은 전년동기대비 10.9% 증가한 3,458 억원, 영업이익이 8.9% 감소한 289 억원으로 추정된다.

영업실적 및 투자지표

| 구분 | 단위 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------|----|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 억원 | 9,436 | 10,175 | 11,287 | 12,799 | 13,622 | 14,718 |
| yoY | % | 21.5 | 7.8 | 10.9 | 13.4 | 6.4 | 8.1 |
| 영업이익 | 억원 | 618 | 744 | 858 | 909 | 954 | 1,030 |
| yoY | % | 78.7 | 20.3 | 154 | 5.9 | 4.9 | 8.1 |
| EBITDA | 억원 | 807 | 1,009 | 1,169 | 1,283 | 1,443 | 1,445 |
| 세전이익 | 억원 | 1,071 | 1,161 | 1,683 | 1,834 | 1,561 | 1,657 |
| 순이익(자배주주) | 억원 | 865 | 909 | 1,260 | 1,398 | 1,190 | 1,263 |
| 영업이익률% | % | 6.6 | 7.3 | 7.6 | 7.1 | 7.0 | 7.0 |
| EBITDA% | % | 8.6 | 9.9 | 10.4 | 10.0 | 10.6 | 9.8 |
| 순이익률 | % | 9.2 | 8.9 | 11.2 | 10.9 | 8.7 | 8.6 |
| EPS | 원 | 7,592 | 7,986 | 11,068 | 12,277 | 10,447 | 11,087 |
| PER | 배 | 24.6 | 21.2 | 24.6 | 22.2 | 26.1 | 24.6 |
| PBR | 배 | 1.7 | 1.5 | 2.3 | 2.1 | 2.0 | 1.8 |
| EV/EBITDA | 배 | 22.4 | 15.7 | 23.8 | 21.6 | 18.9 | 18.4 |
| ROE | % | 7.2 | 7.3 | 9.6 | 9.8 | 7.7 | 7.7 |
| 순차입금 | 억원 | -3,020 | -3,575 | -3,283 | -3,505 | -3,856 | -4,591 |
| 부채비율 | % | 23.3 | 26.7 | 37.9 | 40.6 | 39.3 | 38.5 |

R&D Pipe line

| 구분 | 적용증 | 과제명 | 전임상 | 임상1상 | 임상 2상 | 임상 3상 |
|--------|-------------|---------|-----|------|-------|-------|
| 개량신약 | 고지혈/당뇨 복합 | YH14755 | | | | |
| | 고혈압 복합 | YH22162 | | | | |
| | 증이염 | YH1177 | | | | |
| | 고지혈/고혈압 복합 | YH22189 | | | | |
| | 당뇨성 신경병증 | YHD1119 | | | | |
| 신약 | 기능성소화불량 | YH12852 | | | | |
| | 퇴행성디스크 | YH14618 | | | | |
| | 항암제 | YH25448 | | | | |
| | 항암제 | YH24931 | | | | |
| | 당뇨, 비알콜성지방간 | YH25723 | | | | |
| 전연율 신약 | 치주염 / 관절염 | YH23537 | | | | |

자료 유한양행

주요 투자 현황

| 투자회사 | 최초투자일자 | 취득금액 | 투자 목적 | 상장여부 |
|--------------|------------|------|---|--------|
| (주)엔솔바이오사이언스 | 2011. 3.23 | 45억 | 파이프라인 확충 | 비상장 |
| (주)유칼릭스 | 2013.11.20 | 27억 | 사업영역 확대 | 비상장 |
| (주)엠지 | 2014. 3.25 | 102억 | 수액제 사업영역 확대, 세계시장 진출 마련 | 비상장 |
| (주)테라젠이텍스 | 2012.12.14 | 200억 | 파이프라인 확충 | |
| (주)바이오니아 | 2015. 9.22 | 100억 | 파이프라인 확충 | |
| (주)코스온 | 2015.11. 5 | 150억 | | |
| (주)제넥신 | 2015.12. 3 | 200억 | 파이프라인 확충 | |
| (주)BSL | 2015.12.11 | 20억 | 사업영역 확대 | 비상장 |
| 이뮨온시아 | 2016.3.2 | 120억 | 해외 조인트벤처(JV) - 면역항암제 개발 미국 소렌토사와 합작 투자 | 비상장 |
| 파멥신 | 2016.4.8 | 30억 | 파이프라인 확충 | 비상장 |
| SORRENTO | 2016.4.25 | 1천만불 | 파트너십 강화 | 나스닥 상장 |

자료: 유한양행

분기별 요약 영업실적

| (억원) | 2015 | | | | 2016E | | | |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 1Q | 2Q | 3Q | 4Q | 1Q | 2Q | 3QE | 4QE |
| 매출액 | 2,421 | 2,719 | 3,117 | 3,030 | 2,765 | 3,327 | 3,458 | 3,249 |
| 영업이익 | 149 | 256 | 317 | 136 | 199 | 246 | 289 | 175 |
| 세전이익 | 317 | 402 | 669 | 295 | 658 | 451 | 426 | 301 |
| 순이익 | 246 | 309 | 449 | 256 | 513 | 341 | 319 | 225 |
| YoY (%) | | | | | | | | |
| 매출액 | 6.3 | 5.8 | 19.3 | 11.6 | 14.2 | 22.4 | 10.9 | 7.2 |
| 영업이익 | 8.6 | 30.7 | 81.6 | -42.4 | 33.4 | -4.0 | -8.9 | 28.8 |
| 세전이익 | 12.8 | 16.8 | 100.1 | 46.9 | 107.2 | 12.1 | -36.3 | 1.7 |
| 순이익 | 13.9 | 16.6 | 78.5 | 45.1 | 108.1 | 10.1 | -28.9 | -11.8 |

자료: SK 증권

주: 연결기준

| 투자의견변경 | 일시 | 투자의견 | 목표주가 |
|--------|------------|------|----------|
| | 2016.09.20 | 매수 | 340,000원 |
| | 2016.04.29 | 매수 | 340,000원 |
| | 2016.02.24 | 매수 | 340,000원 |
| | 2015.10.15 | 매수 | 290,000원 |
| | 2015.10.05 | 매수 | 290,000원 |
| | 2015.05.28 | 매수 | 290,000원 |
| | 2015.04.15 | 매수 | 242,000원 |
| | 2014.10.28 | 매수 | 242,000원 |

(원)
수정주가
목표주가

The chart displays the stock price (black line) and target price (orange line) over time. The x-axis represents the period from September 2014 to June 2016. The y-axis represents the price in won, ranging from 100,000 to 400,000. The stock price shows a general upward trend, with a notable peak around November 2015 followed by a period of volatility and a slight decline towards June 2016. The target price is marked with a horizontal orange line at approximately 340,000 won, which is significantly higher than the current price level.

Compliance Notice

- 작성자(하태기)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 증목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 9월 20일 기준)

| | | | | | |
|----|--------|----|-------|----|----|
| 매수 | 95.86% | 중립 | 4.14% | 매도 | 0% |
|----|--------|----|-------|----|----|

대차대조표

| 월 결산(억원) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | 8,413 | 9,594 | 10,886 | 11,587 | 12,787 |
| 현금및현금성자산 | 1,557 | 2,218 | 2,955 | 3,306 | 4,041 |
| 매출채권및기타채권 | 2,396 | 2,354 | 2,669 | 2,841 | 3,069 |
| 재고자산 | 1,723 | 2,423 | 2,748 | 2,925 | 3,160 |
| 비유동자산 | 7,747 | 9,209 | 10,032 | 10,590 | 10,784 |
| 장기금융자산 | 722 | 1,179 | 1,559 | 1,559 | 1,559 |
| 유형자산 | 2,364 | 3,078 | 3,240 | 3,216 | 2,817 |
| 무형자산 | 97 | 118 | 136 | 141 | 146 |
| 자산총계 | 16,160 | 18,803 | 20,919 | 22,177 | 23,572 |
| 유동부채 | 2,551 | 3,566 | 3,861 | 4,073 | 4,356 |
| 단기금융부채 | 461 | 656 | 561 | 561 | 561 |
| 매입채무 및 기타채무 | 1,516 | 1,992 | 2,259 | 2,404 | 2,597 |
| 단기충당부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 비유동부채 | 850 | 1,598 | 2,176 | 2,185 | 2,196 |
| 장기금융부채 | 241 | 860 | 1,384 | 1,384 | 1,384 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기충당부채 | 85 | 113 | 130 | 139 | 150 |
| 부채총계 | 3,401 | 5,164 | 6,038 | 6,258 | 6,552 |
| 지배주주지분 | 12,759 | 13,639 | 14,881 | 15,919 | 17,020 |
| 자본금 | 569 | 569 | 569 | 569 | 569 |
| 자본잉여금 | 1,158 | 1,158 | 1,158 | 1,158 | 1,158 |
| 기타자본구성요소 | -1,578 | -1,638 | -1,638 | -1,638 | -1,638 |
| 자기주식 | -1,578 | -1,638 | -1,638 | -1,638 | -1,638 |
| 이익잉여금 | 11,803 | 12,736 | 13,919 | 14,908 | 15,960 |
| 비자매주주지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 12,759 | 13,639 | 14,881 | 15,919 | 17,020 |
| 부채와자본총계 | 16,160 | 18,803 | 20,919 | 22,177 | 23,572 |

현금흐름표

| 월 결산(억원) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|--------------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | 440 | 714 | 575 | 938 | 873 |
| 당기순이익(순실) | 909 | 1,260 | 1,398 | 1,190 | 1,263 |
| 비현금성항목등 | 303 | 144 | -32 | 253 | 182 |
| 유형자산감가상각비 | 256 | 300 | 361 | 474 | 399 |
| 무형자산상각비 | 9 | 11 | 14 | 15 | 16 |
| 기타 | 221 | 252 | 55 | 70 | 70 |
| 운전자본감소(증가) | -544 | -368 | -319 | -134 | -178 |
| 매출채권및기타채권의 감소증가) | -168 | 47 | -414 | -172 | -229 |
| 재고자산감소(증가) | -311 | -722 | -328 | -177 | -235 |
| 매입채무 및 기타채무의 증가감소) | 144 | 256 | 305 | 145 | 193 |
| 기타 | -209 | 51 | 118 | 69 | 92 |
| 법인세납부 | -228 | -321 | -472 | -371 | -394 |
| 투자활동현금흐름 | -1,398 | -600 | -15 | -331 | 128 |
| 금융자산감소(증가) | -1,420 | 342 | 192 | 0 | 0 |
| 유형자산감소(증가) | -353 | -803 | -350 | -450 | 0 |
| 무형자산감소(증가) | -26 | -20 | -20 | -20 | -20 |
| 기타 | 401 | -120 | 163 | 139 | 148 |
| 재무활동현금흐름 | -184 | 544 | 180 | -256 | -266 |
| 단기금융부채증가(감소) | 125 | 195 | -95 | 0 | 0 |
| 장기금융부채증가(감소) | 56 | 619 | 524 | 0 | 0 |
| 자본의증가(감소) | -189 | -60 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금의 지급 | -156 | -180 | -205 | -201 | -211 |
| 기타 | -20 | -30 | -43 | -55 | -55 |
| 현금의 증가(감소) | -1,143 | 661 | 737 | 351 | 735 |
| 기초현금 | 2,700 | 1,557 | 2,218 | 2,955 | 3,306 |
| 기말현금 | 1,557 | 2,218 | 2,955 | 3,306 | 4,041 |
| FCF | 174 | 297 | 451 | 612 | 1,002 |

자료 : 유한양행 SK증권 추정

손익계산서

| 월 결산(억원) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 10,175 | 11,287 | 12,799 | 13,622 | 14,718 |
| 매출원가 | 7,021 | 7,881 | 9,036 | 9,617 | 10,391 |
| 매출총이익 | 3,154 | 3,407 | 3,763 | 4,005 | 4,327 |
| 매출총이익률 (%) | 31.0 | 30.2 | 29.4 | 29.4 | 29.4 |
| 판매비와관리비 | 2,410 | 2,548 | 2,854 | 3,051 | 3,297 |
| 영업이익 | 744 | 858 | 909 | 954 | 1,030 |
| 영업이익률 (%) | 7.3 | 7.6 | 7.1 | 7.0 | 7.0 |
| 비영업손익 | 417 | 825 | 926 | 607 | 626 |
| 순금융비용 | -101 | -85 | -80 | -84 | -93 |
| 외환관련손익 | 28 | 24 | 23 | 23 | 23 |
| 관계기업투자등 관련손익 | 318 | 756 | 798 | 570 | 580 |
| 세전계속사업이익 | 1,161 | 1,683 | 1,834 | 1,561 | 1,657 |
| 세전계속사업이익률 (%) | 11.4 | 14.9 | 14.3 | 11.5 | 11.3 |
| 계속사업법인세 | 251 | 423 | 436 | 371 | 394 |
| 계속사업이익 | 909 | 1,260 | 1,398 | 1,190 | 1,263 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 909 | 1,260 | 1,398 | 1,190 | 1,263 |
| 순이익률 (%) | 8.9 | 11.2 | 10.9 | 8.7 | 8.6 |
| 지배주주 | 909 | 1,260 | 1,398 | 1,190 | 1,263 |
| 지배주주구속 순이익률(%) | 8.94 | 11.17 | 10.92 | 8.73 | 8.58 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 826 | 1,121 | 1,447 | 1,239 | 1,312 |
| 지배주주 | 826 | 1,121 | 1,447 | 1,239 | 1,312 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA | 1,009 | 1,169 | 1,283 | 1,443 | 1,445 |

주요투자지표

| 월 결산(억원) | 2014 | 2015 | 2016E | 2017E | 2018E |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 | 7.8 | 10.9 | 13.4 | 6.4 | 8.1 |
| 영업이익 | 20.3 | 15.4 | 5.9 | 4.9 | 8.1 |
| 세전계속사업이익 | 8.4 | 45.0 | 9.0 | -14.9 | 6.1 |
| EBITDA | 25.0 | 15.8 | 9.8 | 12.4 | 0.2 |
| EPS(계속사업) | 5.2 | 38.6 | 10.9 | -14.9 | 6.1 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROE | 7.3 | 9.6 | 9.8 | 7.7 | 7.7 |
| ROA | 5.8 | 7.2 | 7.0 | 5.5 | 5.5 |
| EBITDA/마진 | 9.9 | 10.4 | 10.0 | 10.6 | 9.8 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 329.7 | 269.0 | 281.9 | 284.5 | 293.6 |
| 부채비율 | 26.7 | 37.9 | 40.6 | 39.3 | 38.5 |
| 순자금/자기자본 | -28.0 | -24.1 | -23.6 | -24.2 | -27.0 |
| EBITDA/이자비용(배) | 48.6 | 37.3 | 30.0 | 26.3 | 26.3 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| EPS(계속사업) | 7,986 | 11,068 | 12,277 | 10,447 | 11,087 |
| BPS | 112,029 | 119,762 | 130,664 | 139,777 | 149,443 |
| CFPS | 10,314 | 13,795 | 15,566 | 14,742 | 14,729 |
| 주당 현금배당금 | 1,750 | 2,000 | 2,000 | 2,100 | 0 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| PER(최고) | 25.4 | 27.7 | 27.3 | 32.1 | 30.3 |
| PER(최저) | 20.9 | 14.8 | 21.1 | 24.7 | 23.3 |
| PBR(최고) | 1.8 | 2.6 | 2.6 | 2.4 | 2.3 |
| PBR(최저) | 1.5 | 1.4 | 2.0 | 1.9 | 1.7 |
| PCR | 16.4 | 19.8 | 17.5 | 18.5 | 18.5 |
| EV/EBITDA(최고) | 19.4 | 27.0 | 27.0 | 23.8 | 23.3 |
| EV/EBITDA(최저) | 15.3 | 13.3 | 20.3 | 17.8 | 17.3 |