

SK COMPANY Analysis



Analyst

이달미

talmi@sk.com
02-3773-9952

Company Data

자본금	595 억원
발행주식수	1,190 만주
자사주	113 만주
액면가	5,000 원
시가총액	26,307 억원
주요주주	
유한재단(외2)	15.52%
국민연금공단	12.20%
외국인지분률	26.90%
배당수익률	0.90%

Stock Data

주가(17/08/07)	225,500 원
KOSPI	2395.45 pt
52주 Beta	1.09
52주 최고가	301,721 원
52주 최저가	179,117 원
60일 평균 거래대금	114 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.2%	-6.8%
6개월	21.2%	4.9%
12개월	-22.6%	-35.3%

유한양행 (000100/KS | 매수(신규편입) | T.P 300,000 원(신규편입))

2017년 하반기 실적을 기대하자

유한양행에 대해 투자의견 BUY 와 목표주가 300,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 동사의 목표주가는 12 개월 Forward EPS 에 당사 제약업종 Target PER 25 배를 10% 할인한 23 배를 적용하여 산정되었다. 투자포인트로는 1) 글로벌 파트너사의 신규 도입 품목 증가에 따른 2017년 하반기 실적개선세, 2) 고마진 사업인 API 사업의 높은 매출기여도와 높은 이익률, 3) 밸류에이션 매력도인 것으로 판단된다. 2017년 연간실적은 매출액이 전년대비 16.0% 증가한 1조 5,311 억원, 영업이익은 전년대비 26.4% 증가한 1,236 억원을 기록할 전망이다.

투자의견 BUY 및 목표주가 300,000 원을 제시하며 커버리지 개시

유한양행에 대해 투자의견 BUY 와 목표주가 300,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 유한양행의 목표주가는 12 개월 Forward EPS 에 당사 제약업종 Target PER 25 배를 10% 할인한 23 배를 적용하여 산정되었다. 할인을 적용한 것은 타사대비 신약 파이프라인이 약하다는 점을 감안하였다.

투자포인트

유한양행의 투자포인트는 다음과 같다. 1) 글로벌 파트너사와의 우호적인 관계 유지로 하보니, 소발디 등 신규도입 품목의 증가로 2017년 하반기에 높은 외형 성장성이 예상 된다는 점, 2) 3 개의 글로벌 회사와 6 개 프로젝트를 진행 중인 API 사업부에서 20%가 넘는 고마진 API 신제품 출시에 따라 장기적인 이익이 개선될 것이라는 점, 3) 2018년 PER 17.1 배로 2018년 상위 제약사 평균인 25.7 배 대비 할인 거래중으로 밸류에이션 매력도가 높다는 점 등이다.

2017년 2 분기 실적부진 잊고 하반기에 대한 기대감 유효

유한양행의 2017년 실적은 매출액이 전년대비 16.0% 증가한 1조 5,311 억원, 영업이익은 전년대비 26.4% 증가한 1,236 억원을 기록할 전망이다. 2017년 2 분기에는 유한화학에서 원료 원가율 상승에 따라 영업이익이 예상치를 하회하였으나 이는 3 분기에 다시 정상화될 것으로 예상된다. 3 분기부터 길리어드사의 C 형 간염 치료제 하보니와 소발디의 도입으로 연결실적 매출 성장률은 2 분기대비 상승할 전망이다.

영업실적 및 투자지표

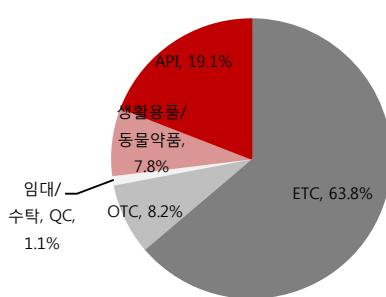
구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	10,175	11,287	13,208	15,312	16,439	17,772
yoY	%	7.8	10.9	17.0	15.9	7.4	8.1
영업이익	억원	744	858	978	1,236	1,368	1,495
yoY	%	20.3	15.4	13.9	26.4	10.6	9.3
EBITDA	억원	1,009	1,169	1,407	1,715	1,797	1,875
세전이익	억원	1,161	1,683	2,049	1,944	2,086	2,226
순이익(자배주주)	억원	909	1,260	1,612	1,459	1,566	1,671
영업이익률%	%	7.3	7.6	7.4	8.1	8.3	8.4
EBITDA%	%	9.9	10.4	10.7	11.2	10.9	10.6
순이익률	%	8.9	11.2	12.2	9.5	9.5	9.4
EPS	원	7,641	10,590	13,548	12,257	13,154	14,038
PER	배	21.3	24.7	14.7	18.4	17.1	16.1
PBR	배	1.5	2.3	1.6	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	배	15.7	23.8	15.0	13.7	12.7	11.8
ROE	%	7.3	9.6	11.3	9.4	9.4	9.3
순차입금	억원	-3,575	-3,283	-2,898	-3,487	-4,208	-4,925
부채비율	%	26.7	37.9	36.7	37.9	38.3	38.8

유한양행 Valuation Table

구분	내용	비고
12M Forward 예상 순이익(억원)	1,565.6	
발행주식수(주)	11,665,896	
12M Forward EPS(원)	13,420	
적용PER(배)	23.0	제약업종 Target PER 25배에 10% 할인
주당가치(원)	308,669	
목표주가(원)	300,000	
현재주가(원)	226,500	
상승여력(%)	32.5	

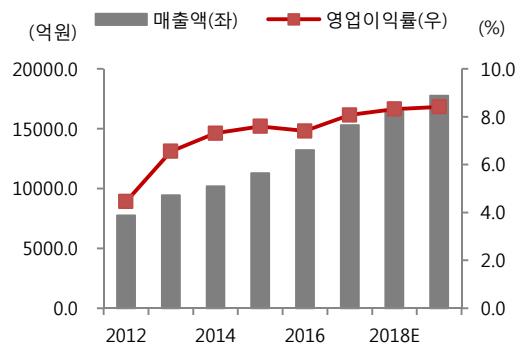
자료 : 유한양행, SK 증권 추정치

유한양행 매출 구조



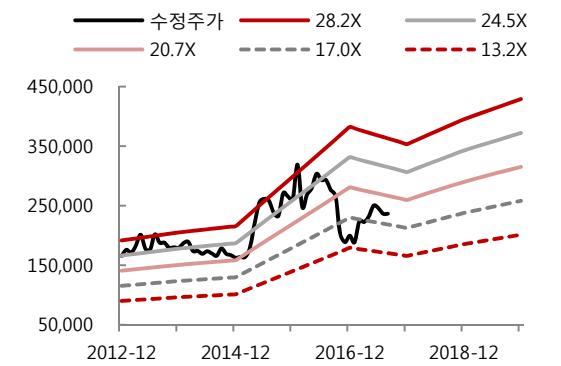
자료 : 유한양행, SK 증권

유한양행 실적 추이



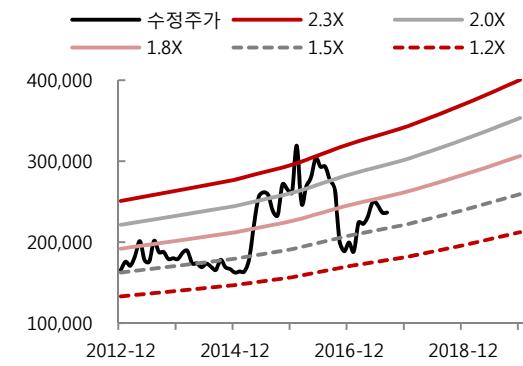
자료 : 유한양행, SK 증권

유한양행 PER 밴드차트



자료 : Fnguide, SK 증권

유한양행 PBR 밴드차트



자료 : Fnguide, SK 증권

유한양행 신약 파이프라인

구분	적용증	과제명	연구개발단계			
			전임상	임상1상	임상2상	임상3상
개량신약	고혈압 복합	YH22162				→
	고지혈/당뇨 복합	YH14755				→
	당뇨성 신경병증 (신체형)	YHD1119				→
	고지혈/고혈압 복합	YHP1604				→
	고지혈/고혈압 복합	YHP1701				→
신약	기능성소화불량	YH12852				→
	항암제(표적 폐암)	YH25448			→	
	항암제(면역)	YH24931		→		
	당뇨,피알콜성지방간	YH25724		→		
천역물 신약	치주염/ 관절염	YH23537				→

자료 : 유한양행 SK 증권

유한양행 분기 및 연간전망 실적 Table

(단위: 억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2015	2016	2017E	2018E
매출액	2,759.1	3,304.7	3,615.3	3,497.6	3,512.0	3,550.6	4,227.3	4,022.0	11,296.9	13,202.5	15,311.9	16,439.4
약품사업	2,198.6	2,356.1	2,377.0	2,505.5	2,486.3	2,501.2	3,130.2	2,741.6	8,198.8	9,437.2	10,859.3	11,683.3
생활건강사업	206.3	260.6	288.8	266.0	248.4	329.3	364.8	336.1	891.8	1,021.7	1,278.6	1,406.5
해외사업	292.4	653.4	900.6	675.4	749.3	665.4	674.2	891.2	1,936.3	2,521.6	2,980.0	3,113.9
기타	45.2	34.7	30.3	29.5	28.0	31.8	27.7	27.0	182.5	139.7	114.5	108.8
영업이익	199.1	246.2	252.4	280.2	355.2	207.4	327.3	346.6	858.4	977.9	1,236.4	1,368.0
세전이익	657.6	450.5	300.8	640.0	391.7	430.7	488.8	632.7	2,048.9	1,943.9	2,086.2	2,226.3
순이익	512.7	340.8	240.8	518.2	295.4	322.8	366.4	474.2	1,612.5	1,458.9	1,565.6	1,670.8
성장률YoY(%)												
매출액	13.6	21.6	15.9	15.4	27.3	7.4	16.9	15.0	11.0	16.9	16.0	7.4
영업이익	33.4	-4.0	-20.4	106.5	78.4	-15.8	29.7	23.7	15.4	13.9	26.4	10.6
세전이익	107.2	12.1	-55.0	116.6	-40.4	-4.4	62.5	-1.1	45.0	21.7	-5.1	7.3
순이익	108.1	10.1	-46.4	102.7	-42.4	-5.3	52.2	-8.5	38.6	27.9	-9.5	7.3
수익률(%)												
영업이익	7.2	7.5	7.0	8.0	10.1	5.8	7.7	8.6	7.6	7.4	8.1	8.3
세전이익	23.8	13.6	8.3	18.3	11.2	12.1	11.6	15.7	18.1	14.7	13.6	13.5
순이익	18.6	10.3	6.7	14.8	8.4	9.1	8.7	11.8	14.3	11.0	10.2	10.2

자료 : 유한양행 SK 증권

유한양행 주요 투자 현황

투자회사	최초투자일자	취득금액	투자 목적	상장여부
(주)엔솔바이오사이언스	2011.3.23	45억	파이프라인 확충	비상장
(주)테라젠이텍스	2012.12.14	200억	사업영역 확대	코스닥 상장
(주)유칼릭스	2013.11.20	27억	사업영역 확대	비상장
(주)엠지	2014.3.25	102억	수액제 사업영역 확대, 세계시장 진출 마련	비상장
(주)바이오니아	2015.9.22	100억	파이프라인 확충	코스닥 상장
(주)코스온	2015.11.5	150억		코스닥 상장
(주)제넥신	2015.12.3	200억	파이프라인 확충	코스닥 상장
(주)BSL	2015.12.11	20억	사업영역 확대	비상장
이뮨온시아	2016.3.2	120억	해외 조인트벤처(JV) - 면역항암제 개발 미국소倫토사와 합작 투자	비상장
파멥신	2016.4.8	30억	파이프라인 확충	비상장
SORRENTO	2016.4.25	1000만불	파트너십 강화	나스닥 상장
NeoImmuneTech	2016.7.28	300만불	파이프라인 확충	비상장, 미국
GENOSCO	2016.8.19	420만불	파이프라인 확충	비상장, 미국
(주)씨앤씨	2016.11.28	25억	사업협력 강화	비상장
(주)바이오팋아	2017.3.8	20억	사업협력 강화	비상장
(주)워렌텍	2017.3.29	20억	사업협력 강화	비상장
(주)유한필리아	2017.4.18	70억	사업영역 확대	비상장

자료 : 유한양행, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.08.08	매수	300,000원
		애널리스트 변경	
	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

(원)

400,000
350,000
300,000
250,000
200,000
150,000
100,000

15.8 16.3 16.10 17.5

— 수정 주가 — 목표 주가

Compliance Notice

- 작성자(이달미)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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 증목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 8월 8일 기준)

매수	92.16%	중립	7.84%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	9,594	10,483	12,161	13,640	15,232
현금및현금성자산	2,218	2,449	3,520	4,770	6,048
매출채권및기타채권	2,354	2,486	2,885	3,097	3,348
재고자산	2,423	3,106	3,572	3,835	4,146
비유동자산	9,209	9,976	10,010	10,292	10,628
장기금융자산	1,179	1,467	1,451	1,451	1,451
유형자산	3,078	3,339	2,971	2,647	2,384
무형자산	118	159	193	221	246
자산총계	18,803	20,459	22,171	23,932	25,860
유동부채	3,566	3,244	3,544	3,689	3,866
단기금융부채	656	564	484	404	314
매입채무 및 기타채무	1,992	1,721	1,956	2,100	2,271
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,598	2,250	2,548	2,938	3,360
장기금융부채	860	1,403	1,703	2,063	2,463
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	113	154	178	200	217
부채총계	5,164	5,494	6,092	6,627	7,225
지배주주지분	13,639	14,966	16,079	17,304	18,635
자본금	569	569	595	595	595
자본잉여금	1,158	1,158	1,101	1,071	1,041
기타자본구성요소	-1,638	-1,649	-1,660	-1,660	-1,660
자기주식	-1,638	-1,649	-1,660	-1,660	-1,660
이익잉여금	12,736	14,112	15,362	16,717	18,177
비자본주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	13,639	14,966	16,079	17,304	18,635
부채와자본총계	18,803	20,459	22,171	23,932	25,860

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	714	230	798	1,037	1,031
당기순이익(순실)	1,260	1,612	1,459	1,566	1,671
비현금성항목등	148	55	266	231	204
유형자산감가상각비	300	415	460	405	353
무형자산상각비	11	14	19	24	27
기타	256	151	21	-31	-31
운전자본감소(증가)	-373	-1,088	-470	-239	-289
매출채권및기타채권의 감소증가	47	-214	-146	-212	-251
재고자산감소(증가)	-727	-683	-458	-263	-311
매입채무 및 기타채무의 증가감소	256	-102	174	144	170
기타	51	-90	-41	92	103
법인세납부	-321	-350	-457	-521	-556
투자활동현금흐름	-600	-206	188	233	244
금융자산감소(증가)	342	285	246	250	250
유형자산감소(증가)	-803	-800	-78	-80	-90
무형자산감소(증가)	-20	-37	-52	-52	-52
기타	-120	346	72	116	136
재무활동현금흐름	544	179	127	-20	3
단기금융부채증가(감소)	195	-93	-79	-80	-90
장기금융부채증가(감소)	619	543	300	360	400
자본의증가(감소)	-60	-12	-41	-30	-30
배당금의 지급	-180	-205	-205	-211	-211
기타	-30	-54	-53	-59	-66
현금의 증가(감소)	661	230	1,071	1,251	1,277
기초현금	1,557	2,218	2,449	3,520	4,770
기말현금	2,218	2,449	3,520	4,770	6,048
FCF	297	-648	800	1,396	1,332

자료 : 유한양행 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	11,287	13,208	15,312	16,439	17,772
매출원가	7,881	9,314	10,717	11,478	12,397
매출총이익	3,407	3,894	4,594	4,961	5,376
매출총이익률 (%)	30.2	29.5	30.0	30.2	30.3
판매비와관리비	2,548	2,916	3,358	3,593	3,881
영업이익	858	978	1,236	1,368	1,495
영업이익률 (%)	7.6	7.4	8.1	8.3	8.4
비영업순익	825	1,071	707	718	731
순금융비용	-85	-42	-46	-57	-70
외환관련손익	24	69	38	38	38
관계기업투자등 관련손익	756	889	593	593	593
세전계속사업이익	1,683	2,049	1,944	2,086	2,226
세전계속사업이익률 (%)	14.9	15.5	12.7	12.7	12.5
계속사업법인세	423	436	485	521	556
계속사업이익	1,260	1,612	1,459	1,566	1,671
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,260	1,612	1,459	1,566	1,671
순이익률 (%)	11.2	12.2	9.5	9.5	9.4
지배주주	1,260	1,612	1,459	1,566	1,671
지배주주구속 순이익률(%)	11.17	12.21	9.53	9.52	9.4
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	1,121	1,543	1,360	1,466	1,572
지배주주	1,121	1,543	1,360	1,466	1,572
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	1,169	1,407	1,715	1,797	1,875

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	10.9	17.0	15.9	7.4	8.1
영업이익	15.4	13.9	26.4	10.6	9.3
세전계속사업이익	45.0	21.7	-5.1	7.3	6.7
EBITDA	15.8	20.4	21.9	4.8	4.4
EPS(계속사업)	38.6	27.9	-9.5	7.3	6.7
수익성 (%)					
ROE	9.6	11.3	9.4	9.4	9.3
ROA	7.2	8.2	6.8	6.8	6.7
EBITDA/마진	10.4	10.7	11.2	10.9	10.6
안정성 (%)					
유동비율	269.0	323.1	343.2	369.7	394.0
부채비율	37.9	36.7	37.9	38.3	38.8
순차입금/자기자본	-24.1	-19.4	-21.7	-24.3	-26.4
EBITDA/이자비용(배)	37.3	26.4	32.4	30.5	28.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	10,590	13,548	12,257	13,154	14,038
BPS	114,597	125,739	135,092	145,389	156,569
CFPS	13,200	17,154	16,279	16,757	17,230
주당 현금배당금	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	27.7	23.7	21.3	19.8	18.6
PER(최저)	14.8	13.2	15.2	14.1	13.3
PBR(최고)	2.6	2.6	1.9	1.8	1.7
PBR(최저)	1.4	1.4	1.4	1.3	1.2
PCR	19.8	11.6	13.9	13.5	13.1
EV/EBITDA(최고)	27.0	25.1	16.1	15.0	14.0
EV/EBITDA(최저)	13.3	13.2	11.0	10.1	9.3