

2017/07/31

유한양행 (000100)

영업이익 컨센서스 하회

제약/바이오 허헤민

(2122-9183) hyemin@hi-ib.com

Buy (Maintain)

■ 2Q17 유한화학 원가율 상승과 광고비 증가로 이익 하회

동사의 2Q17 연결 매출액 3,551억원(YoY +7%), 영업이익 207억원(YoY -16%)을 기록하며 각각 시장 기대치를 -3%, -29% 하회하였다. 영업이익 부진의 원인은 1) 유한화학 재고 이슈로 인한 원가율 상승 2) OTC 신제품 출시에 따른 광고비 증가 3) 연구비 증가 등으로 파악된다. 유한화학의 2분기 매출액은 468억원으로 YoY -9% 하락한 데 반해, 영업이익은 61억원 감소한 7억원(YoY -90%)을 기록하였다. 다만, 유한양행의 자체 제품 매출 증가로 원가율이 2%p 하락하며 원가율 상승을 상쇄시켰다. 지난 3월말 뼈끔씨 액티브, 4월 메가트루 액티브 등 OTC 제품 출시로 광고비 기존 추정치 대비 50억원 증가한 200억원이 집행되었다. 연구개발비는 추정치 대비 10억원 증가한 153억원이 집행되었다. 유한킴벌리 매출액은 3,328억원(YoY -9%), 영업이익 564억원(YoY -14%)로 지난 1분기 매출액 3,545억원(YoY -11%) 영업이익 586억원(YoY -30%) 보다 영업이익 하락 폭이 축소되었다.

■ API 수출 성장 폭 둔화에 대한 우려는...

API '17년 수출액은 2,957(YoY +20%) 증가가 전망되며, '17.1H 1,549억원(YoY +51%) 증가하였기 때문에 하반기는 1,569억원(YoY +1%)이 예상된다. 다만 길리어드의 신제품 보세비의 미국/유럽 하반기 출시와 애플루사 유럽 빅마켓 출시에 따라 API의 추가 성장도 기대해 볼 만 하다. 지난 7월18일 미국 FDA로부터 허가 승인 받은 길리어드 C형간염 복합제 보세비는 동사가 납품하고 있는 애플루사의 원료를 포함하고 있어, 보세비의 원료 수출도 가능 할 것으로 추정된다. 동사는 에이즈 원료 및 신규 원료 관련하여 현재 6개의 프로젝트 진행 중이며, '19년 매출에 본격 반영될 것으로 보인다.

■ 하반기 신규 도입품목, 비용 정상화로 이익 개선

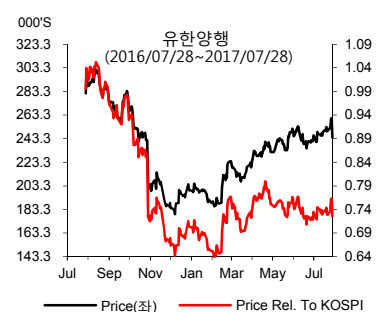
Fw12M PER 18배로 한미약품 제외 상위사 평균 28배 대비 가장 낮다. 하반기는 하보니와 소발디 514억원 신규 도입 효과가 기대된다. 또한, 하반기 광고비는 상반기(290억원) 대비 적은 240억원 집행이 예상되기 때문에 하반기 이익 개선이 기대된다. 실적 추정치 변경 미미하여 투자의견 Buy, 목표주가 31만원 유지한다.

목표주가(12M)	310,000원
종가 (2017/07/28)	244,000원

Stock Indicator

자본금	57십억원
발행주식수	1,190만주
시가총액	2,887십억원
외국인지분율	27.4%
배당금(2016)	2,000원
EPS(2017E)	12,187원
BPS(2017E)	138,250원
ROE(2017E)	9.1%
52주 주가	179,117~301,721원
60일평균거래량	48,878주
60일평균거래대금	11.9십억원

Price Trend



<그림 1> 유한양행 2Q17 실적

(단위, 억원)

	실적 2Q17	하이 추정치	추정치 대비	1Q17	QoQ	2Q16	YoY	컨센서스	컨센서스 대비
매출액	3,551	3,610	-2%	3,512	1%	3,327	7%	3,669	-3%
영업이익	207	297	-30%	355	-42%	246	-16%	292	-29%
지배주주순이익	323	331	-2%	295	9%	341	-5%	368	-12%

주 : 연결 기준

자료: 유한양행, Fnguide, 하이투자증권

<그림 2> 실적 세부 내용 및 전망

(단위, 억원)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017
유한양행	2,742	3,305	3,597	3,476	13,120	3,494	3,526	4,065	3,955	15,040
OTC	243	268	275	283	1,069	283	314	307	308	1,212
ETC	1,956	2,088	2,102	2,222	8,368	2,185	2,188	2,514	2,641	9,528
생활건강	206	261	289	266	1,022	248	329	327	273	1,178
해외사업	292	653	901	675	2,522	749	663	891	707	3,010
기타	45	35	30	29	140	28	32	26	27	112
유한화학	167	485	691	393	1,736	513	468	595	507	2,083
유한메디카	36	44	38	39	158	37	43	46	54	181
내부거래상계	-181	-507	-708	-411	-1,806	-533	-486	-559	-489	-2,068
유한양행_연결 매출액	2,765	3,327	3,618	3,498	13,208	3,511	3,551	4,148	4,028	15,237
yoy	14%	22%	16%	15%	17%	27%	7%	15%	15%	15%
영업이익	199	246	252	280	978	354	207	331	361	1,254
yoy	33%	-4%	-20%	107%	14%	78%	-16%	31%	29%	28%
OPM	7%	7%	7%	8%	7%	10%	6%	8%	9%	8%
지분법이익	513	341	241	518	1,612	295	323	378	426	1,422
yoy	108%	10%	-46%	103%	28%	-42%	-5%	57%	-18%	-12%

자료: 하이투자증권

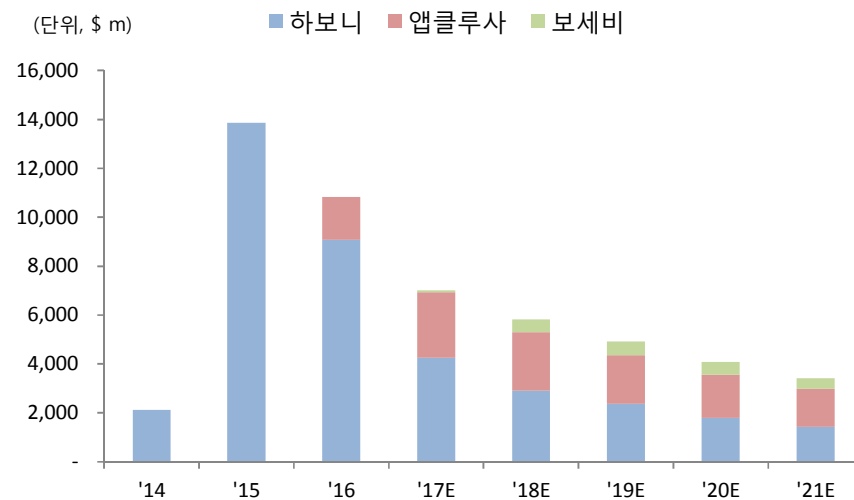
<그림 3> 길리어드 C형 간염 치료제와 원료 현황

	소발디(Sovaldi)	하보니(Harvoni)	애플루사(Epclusa)	보세비(Vosevi)
원료	Sofosbuvir	Sofosbuvir 400mg	Sofosbuvir 400mg	Sofosbuvir 400mg
		Ledipasvir 90mg	Velpatasvir 100mg	Velpatasvir 100mg
				Voxilaprevir 100mg
FDA 승인	2013.12	2014.10	2016.06	2017.07

주 : 유한양행은 Ledipasvir와 Velpatasvir 납품 중

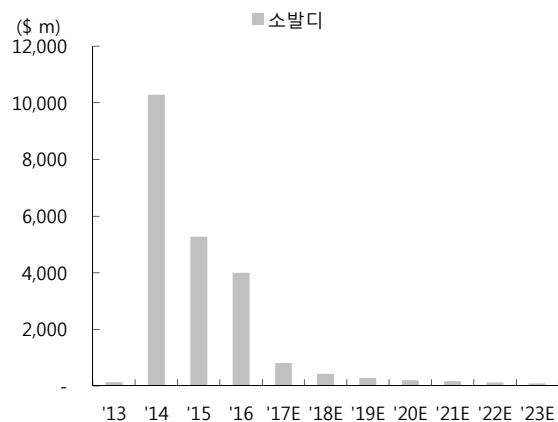
자료: Gilead, 하이투자증권

<그림 4> 하보니, 애플루사, 보세비 매출 추이와 전망. 하보니 매출 급락은 '17년 일단락



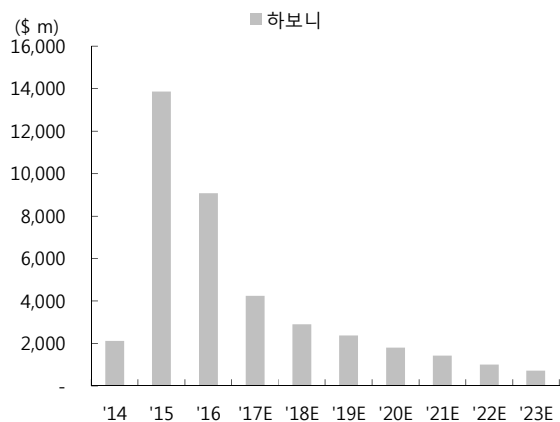
자료: Gilead, GlobalData, 하이투자증권

<그림 5> 소발디 매출 추이와 전망



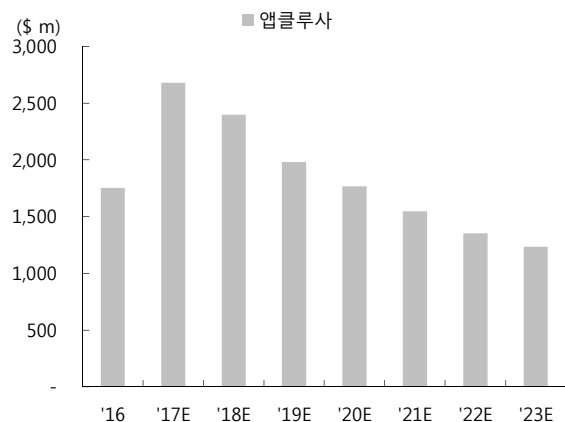
자료: Gilead, GlobalData, 하이투자증권

<그림 6> 하보니 매출 추이와 전망



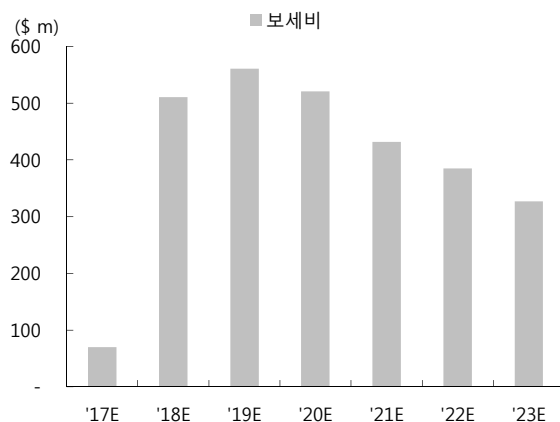
자료: Gilead, GlobalData, 하이투자증권

<그림 7> 애플루사 매출 추이와 전망



자료: Gilead, GlobalData, 하이투자증권

<그림 8> 보세비 매출 추이와 전망



자료: Gilead, GlobalData, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)

	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,048	1,138	1,194	1,271
현금 및 현금성자산	245	369	365	384
단기금융자산	242	208	208	208
매출채권	249	244	270	295
재고자산	311	314	348	380
비유동자산	998	1,021	1,067	1,141
유형자산	334	309	312	342
무형자산	16	14	12	11
자산총계	2,046	2,158	2,260	2,412
유동부채	324	320	290	293
매입채무	245	215	216	219
단기차입금	51	46	46	46
유동성장기부채	5	5	5	5
비유동부채	225	225	225	225
사채	-	-	-	-
장기차입금	140	140	140	140
부채총계	549	545	515	518
지배주주지분	1,497	1,613	1,745	1,894
자본금	57	60	60	60
자본잉여금	116	116	116	116
이익잉여금	1,411	1,532	1,671	1,827
기타자본항목	-165	-165	-165	-165
비지배주주지분	-	-	-	-
자본총계	1,497	1,613	1,745	1,894

포괄손익계산서

(단위:십억원,%)

	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,321	1,524	1,689	1,845
증가율(%)	17.0	15.4	10.9	9.2
매출원가	931	1,064	1,172	1,275
매출총이익	389	459	518	570
판매비와관리비	292	334	380	413
연구개발비	53	63	71	78
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	98	125	138	157
증가율(%)	13.9	28.2	9.9	14.0
영업이익률(%)	7.4	8.2	8.2	8.5
이자수익	10	11	11	12
이자비용	5	5	5	5
지분법이익(손실)	65	51	47	48
기타영업외손익	33	4	13	13
세전계속사업이익	205	182	206	227
법인세비용	44	40	45	50
세전계속이익률(%)	15.5	12.0	12.2	12.3
당기순이익	161	142	161	177
순이익률(%)	12.2	9.3	9.5	9.6
지배주주귀속 순이익	161	142	161	177
기타포괄이익	-7	-7	-7	-7
총포괄이익	154	135	154	170
지배주주귀속총포괄이익	154	135	154	170

현금흐름표

(단위:십억원)

	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	74	225	154	210
당기순이익	161	142	161	177
유형자산감가상각비	41	44	48	50
무형자산상각비	1	2	2	1
지분법관련손실(이익)	65	51	47	48
투자활동 현금흐름	-77	6	-54	-85
유형자산의 처분(취득)	-80	-20	-50	-80
무형자산의 처분(취득)	-4	-	-	-
금융상품의 증감	-35	-16	-45	-46
재무활동 현금흐름	-	-	-	-
단기금융부채의증감	-9	-5	-	-
장기금융부채의증감	54	-	-	-
자본의증감	-	3	-	-
배당금지급	-21	-21	-22	-22
현금및현금성자산의증감	23	125	-5	19
기초현금및현금성자산	222	245	369	365
기말현금및현금성자산	245	369	365	384

주요투자지표

	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	14,458	12,187	13,790	15,184
BPS	134,189	138,250	149,599	162,341
CFPS	18,307	16,160	18,006	19,627
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000
Valuation(배)				
PER	13.8	20.0	17.7	16.1
PBR	1.5	1.8	1.6	1.5
PCR	10.9	15.1	13.6	12.4
EV/EBITDA	14.0	14.6	13.4	11.9
Key Financial Ratio(%)				
ROE	11.3	9.1	9.6	9.7
EBITDA 이익률	10.7	11.3	11.1	11.3
부채비율	36.7	33.8	29.5	27.3
순부채비율	-19.4	-23.9	-21.8	-21.2
매출채권회전율(x)	5.5	6.2	6.6	6.5
재고자산회전율(x)	4.8	4.9	5.1	5.1

자료 : 유한양행, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가의 추이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2017-07-05	Buy	310,000
2017-06-07(담당자변경)	Buy	290,000
2016-01-27(담당자변경)	Buy	380,000

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 허혜민)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 증가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2017년 7월 1일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비용 등급 공시 2017-06-30 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	89.2 %	10.8 %	-