

## 유한양행(000100/KS)

## 투자확대로 경영전략 변화 전망

매수(유지)

T.P 340,000 원(상향)

## 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	33,402 억원
주요주주	
유한재단(외2)	15.51%
유한양행 자사주	9.99%
외국인지분률	33.00%
배당수익률	0.60%

## Stock Data

주가(16/02/23)	299,500 원
KOSPI	1916.36 pt
52주 Beta	0.98
52주 최고가	335,500 원
52주 최저가	168,500 원
60일 평균 거래대금	117 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-3.5%	-5.4%
6개월	25.6%	22.9%
12개월	73.6%	77.7%

유한양행은 4 분기에 기대 이하의 영업이익을 발표했지만 투자확대라는 경영전략의 변화를 감지하게 한다. 동사는 계열사로부터 매년 대규모의 배당을 받고 있으며 현금 보유액이 5,571 억원이다. 그러나 R&D 투자 규모는 상위 제약사 중에서는 하위 수준이었다. 향후 R&D 를 비롯한 투자활동이 활발하게 전개될 것으로 전망한다. 2016 년 실적 추정치를 반영하고 계열사지분 가치를 재평가하여 목표주가를 340,000 원으로 상향 조정한다.

## 외형확대는 성공

유한양행은 해외에서 거대 품목을 들여와 매출을 늘리는 전략을 채택해 왔다. 이를 바탕으로 마케팅을 강화하여 외형 1 조원 시대를 앞서 열었다. 규모의 경제가 갖추어지면서 수익성도 차츰 개선되었다. 영업이익률이 4%대에서 7%대로 올랐다. 2015 년 연결기준 매출액은 10.9% 증가한 1 조 1,287 억원, 영업이익은 15.4% 증가한 858 억원을 기록했다.

## R&amp;D 중심의 투자 증가 전망

그런데 2015 년 4 분기에 변화의 조짐이 발생했다. 매출액은 예상수준으로 증가했으나 수익성이 기대에 훨씬 못 미치게 발표된 것이다. 4 분기 매출액은 11.6% 증가한 3,029 억원이었으나 영업이익은 42.7% 감소한 135 억원에 그쳤다. 시장컨센서스에 못미친 결과이다. **원가율이 상승하기도 했지만 R&D 비용이 대폭 상승**한 결과이다. 그동안 특별히 R&D 비용이 상위 제약사보다 눈에 띄게 적었다. 결과적으로 외부에 드러난 신약 Pipe line 수도 상대적으로 많지 않은 상황이다. 상위 제약사들이 R&D 비용으로 연간 900 억원대 이상을 지출하고 있으나 동사는 600 억원대에 불과했다. 그것도 최근에 많이 늘린 것이다. 사업구조가 OTC 비중이 높고, 또한 도입 상품위주의 영업 특성에서 나타난 현상일 수도 있다. 동사는 2015 년 3 분기말 기준으로 **장기 투자자산을 포함하면 약 5,571 억원의 현금을 보유**하고 있다. 2016 년 연초 대표이사 신년사에서 “미래 신성장동력 확보 및 투자에도 최선을 다하는 한 해가 될 것”이라고 강조한 만큼 2016 년에는 R&D 를 비롯한 투자활동이 활발하게 전개될 가능성이 높다고 평가한다.

## 2016 년 실적 추정치와 계열사 지분가치 적용, 목표주가 상향 조정

2016 년 실적 추정치를 반영하고 변화된 계열사 지분가치를 재평가하여 목표주가를 기존의 290,000 원에서 340,000 원으로 상향 조정한다(다음 페이지 표 참조).

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	억원	7,765	9,436	10,175	11,287	12,145	12,985
yoy	%	14.3	21.5	7.8	10.9	7.6	6.9
영업이익	억원	346	618	744	858	862	909
yoy	%	-34.4	78.7	20.3	15.3	0.5	5.4
EBITDA	억원	520	807	1,009	1,176	1,149	1,215
세전이익	억원	1,070	1,071	1,161	1,683	1,423	1,475
순이익(지배주주)	억원	808	865	909	1,260	1,066	1,105
영업이익률%	%	4.5	6.6	7.3	7.6	7.1	7.0
EBITDA%	%	6.7	8.6	9.9	10.4	9.5	9.4
순이익률	%	10.4	9.2	8.9	11.2	8.8	8.5
EPS	원	7,093	7,592	7,986	11,067	9,361	9,700
PER	배	24.4	24.6	21.2	24.6	32.0	30.9
PBR	배	1.7	1.7	1.5	2.3	2.3	2.2
EV/EBITDA	배	31.1	22.4	15.7	23.3	26.3	24.8
ROE	%	7.0	7.2	7.3	9.5	7.5	7.3
순차입금	억원	-3,427	-3,020	-3,575	-3,720	-3,879	-3,999
부채비율	%	18.1	23.3	26.7	30.8	30.7	30.5

## 분기별 요약실적 추이

12월결산 (억원)	2015E				2016E			
	1Q	2Q	3Q	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE
매출액	2,421	2,719	3,117	3,029	2,617	2,918	3,352	3,258
영업이익	149	256	317	135	151	250	310	152
세전이익	317	402	669	294	322	384	427	289
순이익	246	309	449	256	241	288	320	217
YoY (%)								
매출액	6.3	5.8	19.3	11.6	8.1	7.3	7.5	7.6
영업이익	8.6	30.7	81.6	-42.7	1.5	-2.6	-2.4	12.2
세전이익	12.8	16.8	100.1	46.4	1.5	-4.4	-36.1	-1.7
순이익	13.9	16.6	78.5	45.0	-2.1	-6.9	-28.7	-15.2

자료 SK 증권

주: 연결기준

## 유한양행 추가 밸류에이션

(단위: 억원)

2016년 배당금 제외 세후 이익			721	*세금 25.1% 가정
적정 PER(배)			18	
사업가치			12,985	
순현금(추정)			5,571	*장기투자자산 971억원 포함
<b>합계</b>			<b>18,556</b>	
자회사	지분율			
유한킴벌리	순이익		1,815	2016년 9% 성장 추정
	PER		25	*LG생건 27.9배, 아모레퍼시픽 34.4배
	시가총액		45,385	
	<b>적정가치</b>	<b>30%</b>	<b>13,616</b>	
한국안센	장부가치	30%	127	*비상장사는 장부가치 적용
유한화학		100%	634	
유한메디카		100%	175	
유한크로락스		50%	107	
테라젠이텍스		9%	162	1,769 억원(시가총액)
한울바이오		4.0%	251	6,287 억원(시가총액)
기타자산			258	
자회사가치 합계			3,530	
자회사 지분가치 10% 할인			3,177	*주관적 판단
<b>전체 합계</b>			<b>35,348</b>	
발행주식수(주)			11,388,734	
자사주(주)			1,121,721	
주식수(주)			10,267,013	
<b>적정주가(원)</b>			<b>344,291</b>	

자료: 억원

## 상위 제약사 R&amp;D 규모

(단위: 억원)

	2012	2013	2014	2015E	2016E
<b>유한양행</b>	<b>477</b>	<b>563</b>	<b>580</b>	<b>680</b>	<b>800</b>
한미약품	910	1,155	1,525	1,850	2,000
녹십자	692	756	846	980	1,100
동아에스티	분할전	538	644	595	650
(동아쏘시오홀딩스)	788	321	349	356	360
종근당	453	676	747	900	1,030
대웅제약	780	800	895	950	1,050
LG생명과학	714	730	802	770	800

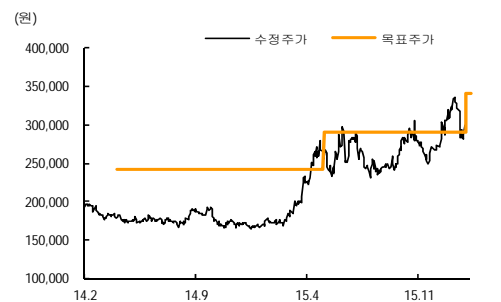
자료: 각사 사업보고서, SK 증권 추정

주: 동아에스티는 지주사와 합산해서 볼 필요 있음. 한미약품은 연결기준

## 대차대조표

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	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
	2014.07.29	매수	242,000원
	2014.05.28	매수	242,000원
	2014.04.29	매수	242,000원

## 손익계산서



## 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 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 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 2월 24일 기준)

매수	95.39%	중립	4.61%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>유동자산</b>	7,195	8,413	9,607	10,115	10,577
현금및현금성자산	2,700	1,557	2,499	2,658	2,778
매출채권및기타채권	2,221	2,396	2,658	2,860	3,057
재고자산	1,414	1,723	1,911	2,057	2,199
<b>비유동자산</b>	7,944	7,747	8,422	9,027	9,729
장기금융자산	1,468	983	973	973	973
유형자산	2,251	2,364	2,427	2,501	2,658
무형자산	98	97	120	135	149
<b>자산총계</b>	15,140	16,160	18,030	19,142	20,306
<b>유동부채</b>	2,283	2,551	2,975	3,151	3,324
단기금융부채	336	461	656	656	656
매입채무 및 기타채무	1,421	1,516	1,682	1,809	1,935
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	574	850	1,273	1,341	1,426
장기금융부채	185	241	643	643	643
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	33	85	101	109	116
<b>부채총계</b>	2,857	3,401	4,248	4,493	4,750
<b>지배주주지분</b>	12,282	12,759	13,781	14,649	15,556
자본금	569	569	569	569	569
자본잉여금	1,141	1,158	1,158	1,158	1,158
기타자본구성요소	-1,367	-1,578	-1,638	-1,638	-1,638
자기주식	-1,367	-1,578	-1,638	-1,638	-1,638
이익잉여금	11,185	11,803	12,877	13,742	14,646
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	12,282	12,759	13,781	14,649	15,556
<b>부채외자본총계</b>	15,140	16,160	18,030	19,142	20,306

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>영업활동현금흐름</b>	370	440	481	623	679
당기순이익(손실)	865	909	1,260	1,066	1,105
비현금성항목등	94	303	52	83	110
유형자산감가상각비	179	256	308	276	293
무형자산감가상각비	10	9	10	11	12
기타	251	361	149	90	90
운전자본감소(증가)	-315	-544	-414	-169	-165
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-431	-168	-278	-202	-198
재고자산감소(증가)	-85	-311	-200	-145	-142
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	259	144	106	128	125
기타	-59	-209	-42	51	50
법인세납부	-273	-228	-417	-357	-370
<b>투자활동현금흐름</b>	325	-1,398	119	-219	-314
금융자산감소(증가)	817	-1,420	421	0	0
유형자산감소(증가)	-550	-353	-351	-350	-450
무형자산감소(증가)	-35	-26	-26	-26	-26
기타	93	401	75	157	162
<b>재무활동현금흐름</b>	53	-184	326	-245	-245
단기금융부채증가(감소)	180	125	195	0	0
장기금융부채증가(감소)	260	56	394	0	0
자본의증가(감소)	-251	-189	-60	0	0
배당금의 지급	-132	-156	-180	-201	-201
기타	-4	-20	-23	-44	-44
<b>현금의 증가(감소)</b>	749	-1,143	942	159	120
기초현금	1,950	2,700	1,557	2,499	2,658
기말현금	2,700	1,557	2,499	2,658	2,778
FCF	-35	174	368	388	345

자료 : 유한양행 SK증권 추정

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>매출액</b>	9,436	10,175	11,287	12,145	12,985
<b>매출원가</b>	6,498	7,021	7,878	8,465	9,051
<b>매출총이익</b>	2,938	3,154	3,409	3,680	3,935
매출총이익률 (%)	31.1	31.0	30.2	30.3	30.3
<b>판매비와관리비</b>	2,319	2,410	2,551	2,818	3,026
영업이익	618	744	858	862	909
영업이익률 (%)	6.6	7.3	7.6	7.1	7.0
비영업손익	453	417	825	561	566
<b>순금융비용</b>	-118	-101	-110	-112	-117
외환관련손익	-4	28	12	12	12
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	442	458	730	526	526
세전계속사업이익	1,071	1,161	1,683	1,423	1,475
세전계속사업이익률 (%)	11.4	11.4	14.9	11.7	11.4
계속사업법인세	207	251	422	357	370
<b>계속사업이익</b>	865	909	1,260	1,066	1,105
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	865	909	1,260	1,066	1,105
<b>순이익률 (%)</b>	9.2	8.9	11.2	8.8	8.5
지배주주	865	909	1,260	1,066	1,105
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	9.16	8.94	11.17	8.78	8.51
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	783	826	1,263	1,069	1,107
<b>지배주주</b>	783	826	1,263	1,069	1,107
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
EBITDA	807	1,009	1,176	1,149	1,215

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	21.5	7.8	10.9	7.6	6.9
영업이익	78.7	20.3	15.3	0.5	5.4
세전계속사업이익	0.1	8.4	44.9	-15.4	3.6
EBITDA	55.2	25.0	16.5	-2.3	5.7
EPS(계속사업)	7.0	5.2	38.6	-15.4	3.6
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	7.2	7.3	9.5	7.5	7.3
ROA	5.9	5.8	7.4	5.7	5.6
EBITDA마진	8.6	9.9	10.4	9.5	9.4
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	315.2	329.7	322.9	321.0	318.2
부채비율	23.3	26.7	30.8	30.7	30.5
순차입금/자기자본	-24.6	-28.0	-27.0	-26.5	-25.7
EBITDA/이자비용(배)	102.2	48.6	49.3	26.0	27.5
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	7,592	7,986	11,067	9,361	9,700
BPS	107,847	112,029	121,009	128,629	136,589
CFPS	9,252	10,314	13,859	11,881	12,384
주당 현금배당금	1,500	1,750	2,000	2,000	2,100
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	28.2	25.4	27.7	35.8	34.6
PER(최저)	22.4	20.9	14.8	29.1	28.0
PBR(최고)	2.0	1.8	2.5	2.6	2.5
PBR(최저)	1.6	1.5	1.4	2.1	2.0
PCR	20.2	16.4	19.7	25.2	24.2
EV/EBITDA(최고)	26.1	19.4	26.5	29.8	28.1
EV/EBITDA(최저)	20.1	15.3	12.8	23.6	22.2