

## 유한양행(000100/KS)

## 처방의약품 고성장으로 영업이익 증가

매수(유지)

T.P 340,000 원(유지)

## 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	33,736 억원

## 주요주주

유한재단(외2)	15.51%
유한양행 자사주	9.99%
펀드	
외국인지분률	30.00%
배당수익률	0.70%

## Stock Data

주가(16/04/28)	302,500 원
KOSPI	20154 pt
52주 Beta	1.01
52주 최고가	335,500 원
52주 최저가	222,000 원
60일 평균 거래대금	152 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	9.0%	7.3%
6개월	10.0%	11.6%
12개월	33.6%	43.0%

유한양행의 1 분기 영업실적은 도입의약품 등 처방의약품의 고성장에 힘입어 매출액이 13.8% 증가한 2,724 억원, R&D 비용 증가에도 불구하고 영업이익은 16.4% 성장한 184 억원을 기록했다. 예상보다 좋은 실적이다. 주력 제품의 매출호조로 나타난 현상이어서 2 분기에도 영업실적 증가세는 지속될 것이다. 다만 R&D 전략이 변수이나 R&D 비용 증가를 상쇄하면서 연간 영업이익은 증가할 것으로 전망한다.

## 1 분기 매출액 13.8%, 영업이익 16.4% 성장

유한양행의 1 분기 영업실적은 예상치보다 좋았다. 매출액은 전년동기대비 13.8% 증가한 2,742 억원, 영업이익은 16.4% 증가한 184 억원이다. 도입의약품을 비롯한 처방의약품 매출이 23.0% 증가한 영향이 컸다.

## 의약품부문 21.5% 성장으로 영업실적 성장 견인

사업부문별로 보면 비리어드, 트라젠타, 트윈스타, 코푸시럽/정 등의 ETC(+23.0%)와 안티푸라민, 머시론, 지르텍 등의 OTC (+17.3%) 매출호조로 의약품 매출이 21.5% 증가한 영향이 크게 작용했다. 생활건강은 5.9% 증가한 206 억원이다. 다만 API 수출은 물량 이연효과로 20.7% 감소했다. 대체적으로 영업이 호조를 보인 것으로 평가한다. 일회성 특별이익은 제백신 지분평가이익 146 억원, 한올바이오 지분처분이익 124 억원 발생했다. 또한 배당금이 230 억원 계상되었다.

## R&amp;D 비용 증가 예상되나 수익성 호조 전망

금년 증가할 것으로 예상하고 있는 R&D 비용은 1 분기에 117 억원 계상되었는데 전년동기 대비 70.7% 증가한 규모이다. 2015 년 연간으로는 726 억원 지출했고 금년에는 대폭 증가할 전망이어서 하반기 영업이익은 1 분기보다는 증가율이 줄어들 가능성도 있다. 그럼에도 불구하고 매출증가율이 높아서 R&D 증가비용을 상쇄하면서 연간 영업이익이 증가할 수 있을 것으로 전망한다.

## 2 분기 실적 호조 전망

2 분기 영업실적 전망도 밝다. 주력 품목의 매출성장이 지속될 예상이고 1 분기에서 이연 된 API 매출증가 효과도 기대된다. 유한양행의 영업실적은 상위사 중에서 상대적으로 호조를 보일 전망이다. 참고로 2 분기부터는 R&D 비용 증가를 가정하여 영업이익은 보수적으로 추정했다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	9,436	10,175	11,287	12,358	13,209	14,183
yoy	%	21.5	7.8	10.9	9.5	6.9	7.4
영업이익	억원	618	744	858	896	931	972
yoy	%	78.7	20.3	15.4	4.4	3.9	4.3
EBITDA	억원	807	1,009	1,169	1,270	1,312	1,295
세전이익	억원	1,071	1,161	1,683	1,459	1,227	1,282
순이익(지배주주)	억원	865	909	1,260	1,142	960	1,003
영업이익률%	%	6.6	7.3	7.6	7.3	7.1	6.9
EBITDA%	%	8.6	9.9	10.4	10.3	9.9	9.1
순이익률	%	9.2	8.9	11.2	9.2	7.3	7.1
EPS	원	7,592	7,986	11,068	10,023	8,433	8,807
PER	배	24.6	21.2	24.6	30.6	36.4	34.8
PBR	배	1.7	1.5	2.3	2.4	2.3	2.2
EV/EBITDA	배	22.4	15.7	23.8	24.5	23.3	22.9
ROE	%	7.2	7.3	9.6	8.1	6.5	6.5
순차입금	억원	-3,020	-3,575	-3,283	-3,799	-4,357	-5,321
부채비율	%	23.3	26.7	37.9	38.2	39.3	40.4

## 약품사업부문 21.6% 증가

사업부문별 매출내역을 보면 다음 표와 같다. 이 중에서 1 분기에 약품부  
문에서 21.6% 증가한 것이 돋보인다. 해외사업부문에서는 1 분기 API 물  
량 이연효과로 부진했지만 2 분기에 만회될 것으로 추정한다.

사업부문별 매출 추이

(단위: 억원)

항목별	2011	2012	2013	2014	2015	2016-1QE	2016-2QE	2016-3QE	2016-4QE	2016E
매출액	6,677	7,765	9,436	10,175	11,287	2,742	2,991	3,359	3,266	12,358
증감률	2.8%	16.3%	21.5%	7.8%	10.9%	13.3%	10.0%	7.8%	7.8%	9.5%
약품사업부문	4,948	5,582	7,114	7,517	8,199	2,199	2,153	2,257	2,518	9,127
매출비중	75.9%	74.7%	75.6%	77.0%	78.5%	77.6%	76.6%	78.1%	81.3%	78.5%
△% 전년동기	3.7%	12.8%	27.4%	5.7%	9.1%	21.6%	10.7%	7.3%	7.5%	11.3%
생활건강사업부문	718	733	776	818	891	206	231	258	255	950
매출비중	10.7%	11.3%	11.1%	10.7%	10.2%	9.7%	9.7%	12.1%	9.5%	10.2%
△% 전년동기	6.2%	2.1%	5.9%	5.4%	8.9%	5.9%	6.0%	6.0%	8.0%	8.2%
해외사업부문	892	1,196	1,301	1,573	1,937	292	529	781	420	2,022
매출비중	13.4%	15.4%	13.8%	15.5%	17.2%	10.6%	17.7%	23.2%	12.9%	16.4%
△% 전년동기	-3.7%	34.1%	8.8%	20.9%	23.1%	-19.8%	10.0%	10.0%	10.0%	4.4%
기타사업부문	119	118	125	173	183	44	53	44	47	188
매출비중	1.7%	1.7%	1.6%	1.5%	1.4%	1.5%	1.4%	1.5%	1.2%	1.4%
△% 전년동기	-0.8%	-0.8%	3.0%	38.5%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%
연결기타			120	94	77	1	25	19	26	71

자료: 유한양행

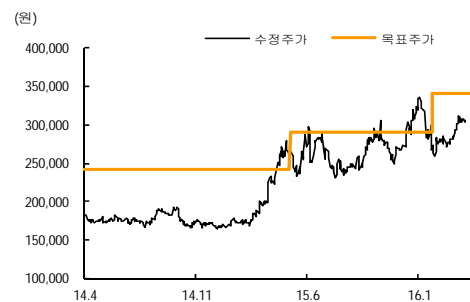
## 분기별 영업실적 추이

12월결산	2015				2016E			
(억원)	1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE
매출액	2,421	2,719	3,117	3,030	2,742	2,991	3,359	3,266
영업이익	149	256	317	136	184	261	293	157
세전이익	317	402	669	295	702	310	332	115
순이익	246	309	449	256	550	242	260	90
YoY (%)								
매출액	6.3	5.8	19.3	11.6	13.8	10.0	7.8	7.8
영업이익	8.6	30.7	81.6	-42.4	16.4	1.8	-7.5	15.8
세전이익	12.8	16.8	100.1	46.9	121.4	-23.0	-50.3	-61.2
순이익	13.9	16.6	78.5	45.1	123.1	-21.7	-42.1	-65.0

자료 SK 증권

## 투자의견변경

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



## 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 4월 29일 기준)

매수	95.92%	중립	4.08%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	8,413	9,594	10,564	11,484	12,861
현금및현금성자산	1,557	2,218	2,733	3,292	4,255
매출채권및기타채권	2,396	2,354	2,577	2,755	2,958
재고자산	1,723	2,423	2,653	2,836	3,045
<b>비유동자산</b>	7,747	9,209	9,390	9,486	9,191
장기금융자산	722	1,179	1,179	1,179	1,179
유형자산	2,364	3,078	3,068	3,151	2,842
무형자산	97	118	125	132	137
<b>자산총계</b>	16,160	18,803	19,953	20,970	22,052
<b>유동부채</b>	2,551	3,566	3,842	4,062	4,313
단기금융부채	461	656	656	656	656
매입채무 및 기타채무	1,516	1,992	2,181	2,331	2,503
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	850	1,598	1,675	1,852	2,030
장기금융부채	241	860	860	860	860
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	85	113	131	140	150
<b>부채총계</b>	3,401	5,164	5,517	5,914	6,343
<b>지배주주지분</b>	12,759	13,639	14,436	15,056	15,709
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	13,672	14,431	15,224
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	12,759	13,639	14,436	15,056	15,709
<b>부채외자본총계</b>	16,160	18,803	19,953	20,970	22,052

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	440	714	781	906	858
당기순이익(손실)	909	1,260	1,142	960	1,003
비현금성항목등	303	144	128	352	292
유형자산감가상각비	256	300	361	367	309
무형자산감가상각비	9	11	13	14	15
기타	221	252	-60	50	50
운전자본감소(증가)	-544	-368	-171	-139	-158
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-168	47	-223	-178	-203
재고자산감소(증가)	-311	-722	-230	-183	-209
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	144	256	189	150	172
기타	-209	51	93	72	82
법인세납부	-228	-321	-317	-267	-279
<b>투자활동현금흐름</b>	-1,398	-600	-18	-104	360
금융자산감소(증가)	-1,420	342	0	0	0
유형자산감소(증가)	-353	-803	-350	-450	0
무형자산감소(증가)	-26	-20	-20	-20	-20
기타	401	-120	353	366	380
<b>재무활동현금흐름</b>	-184	544	-248	-244	-254
단기금융부채증가(감소)	125	195	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	56	619	0	0	0
자본의증가(감소)	-189	-60	0	0	0
배당금의 지급	-156	-180	-205	-201	-211
기타	-20	-30	-43	-43	-43
<b>현금의 증가(감소)</b>	-1,143	661	515	558	964
기초현금	2,700	1,557	2,218	2,733	3,292
기말현금	1,557	2,218	2,733	3,292	4,255
FCF	174	297	533	501	905

자료 : 유한양행 SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	10,175	11,287	12,358	13,209	14,183
<b>매출원가</b>	7,021	7,881	8,582	9,174	9,850
<b>매출총이익</b>	3,154	3,407	3,775	4,035	4,333
매출총이익률 (%)	31.0	30.2	30.6	30.6	30.6
<b>판매비와관리비</b>	2,410	2,548	2,879	3,104	3,361
영업이익	744	858	896	931	972
영업이익률 (%)	7.3	7.6	7.3	7.1	6.9
비영업손익	417	825	563	296	310
<b>순금융비용</b>	-101	-85	-80	-93	-107
외환관련손익	28	24	23	23	23
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	318	756	170	0	0
세전계속사업이익	1,161	1,683	1,459	1,227	1,282
세전계속사업이익률 (%)	11.4	14.9	11.8	9.3	9.0
계속사업법인세	251	423	317	267	279
<b>계속사업이익</b>	909	1,260	1,142	960	1,003
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	909	1,260	1,142	960	1,003
<b>순이익률 (%)</b>	8.9	11.2	9.2	7.3	7.1
지배주주	909	1,260	1,142	960	1,003
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	8.94	11.17	9.24	7.27	7.07
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	826	1,121	1,002	821	863
지배주주	826	1,121	1,002	821	863
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	1,009	1,169	1,270	1,312	1,295

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	7.8	10.9	9.5	6.9	7.4
영업이익	20.3	15.4	4.4	3.9	4.3
세전계속사업이익	8.4	45.0	-13.4	-15.9	4.5
EBITDA	25.0	15.8	8.6	3.3	-1.3
EPS(계속사업)	5.2	38.6	-9.4	-15.9	4.5
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	7.3	9.6	8.1	6.5	6.5
ROA	5.8	7.2	5.9	4.7	4.7
EBITDA마진	9.9	10.4	10.3	9.9	9.1
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	329.7	269.0	274.9	282.7	298.2
부채비율	26.7	37.9	38.2	39.3	40.4
순차입금/자기자본	-28.0	-24.1	-26.3	-28.9	-33.9
EBITDA/이자비용(배)	48.6	37.3	29.7	30.7	30.3
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	7,986	11,068	10,023	8,433	8,807
BPS	112,029	119,762	126,756	132,200	137,931
CFPS	10,314	13,795	13,305	11,775	11,646
주당 현금배당금	1,750	2,000	2,000	2,100	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	25.4	27.7	33.5	39.8	38.1
PER(최저)	20.9	14.8	25.8	30.7	29.4
PBR(최고)	1.8	2.6	2.7	2.5	2.4
PBR(최저)	1.5	1.4	2.0	2.0	1.9
PCR	16.4	19.8	23.0	26.0	26.3
EV/EBITDA(최고)	19.4	27.0	27.1	25.8	25.4
EV/EBITDA(최저)	15.3	13.3	20.3	19.2	18.7