

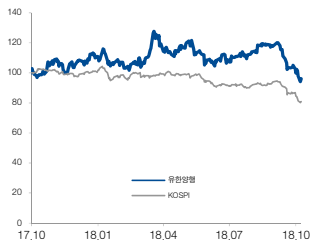
멀리뛰기 위한 성장통

현재주가 (10/30)	194,000원		
상승여력	39.2%		
시가총액	23,686억원		
발행주식수	12,209천주		
자본금/액면가	622억원/5,000원		
52주 최고가/최저가	257,500원/190,000원		
일평균 거래대금 (60일)	64억원		
외국인지분율	24.48%		
주요주주	유한재단 외 2인 15.57%		
주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-20.0	-12.8	-15.3
상대주가(%)	-7.0	-0.7	5.8

※ K-IFRS 개별 기준

(단위: 원)	EPS(18F)	EPS(19F)	T/P
Before	9,387	10,804	300,000
After	7,970	9,943	300,000
Consensus	9,168	10,329	289,727
Cons. 차이	-13.1%	-3.7%	3.5%

최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, 현대차증권

1) 투자포인트 및 결론

- 3Q18 Review: API 사업부 수출 부진 및 추석연휴에 따른 영업일수 제한으로 외형성장 부진하였으며, 연구개발비 및 판관비 증가하며 시장추정치 큰 폭으로 하회하는 어닝 쇼크 기록. (별도)매출액 3,756(YoY -0.3%), 영업이익 44억원(YoY -77.3%, OPM 1.2%).
- 현재 진행 중인 신약 R&D 파이프라인 성과 기대와 자체 개발 개량신약 의약품 매출 및 제품 비중확대 가능성 고려하여 투자 의견 BUY 유지하지만, 제약바이오 섹터 Multiple 하향되는 점과 '19년 예상 EPS 반영하여 기존 목표주가 30만원에서 27만원으로 하향 조정.

2) 주요이슈 및 실적전망

- 3Q18 실적관련: (1) 자체 개량신약 로수바미브 99억원(YoY +84.7%)와 도입신약 트라젠타/트윈스타 각각 292억원(YoY +21.7%), 213억원(YoY +30.8%) 매출액 기록하며 양호한 성장하였지만 영업일수 제한에 따라 타 주력약품 성장 부진. (2) 성과급 및 인건비 증가로 판매관리비 전년 대비 65억원(YoY +10.2%) 증가하였으며, 연구개발비 역시 전년 대비 56억원(YoY +22.9%) 증가하며 영업이익 부진. 4Q에도 연구개발비 전년 대비 소폭 증가하겠지만 판관비는 3Q 대비 낮아질 것으로 예상.
- 파이프라인 관련: (1) 12월 중 고지혈증/고혈압 개량신약 신약 출시 예정. (2) 주요 파이프라인 3세대 비소세포폐암치료제, 레이저티닙(YH25448) 임상 2상 1차 환자 모집 완료되었으며 2차 환자 모집 중으로 내년 상반기 중 임상 결과 도출 가능할 전망. 경쟁 약품 타그리스 대비 반응도와 안정성의 장점 기대 가능. 향후 라이선스 딜 모멘텀 유효. (3) 고지혈증/당뇨병 개량신약(YH14755) 9월 허가되어 주력제품이 된 자디앙, 듀오웰과 더불어 이익 기여 가능할 것으로 예상.
- '17년 기준 배당금 수익의 85%를 차지하는 유한김벌리 3Q18 매출 3,203억원(YoY +0.7%), 영업이익 512억원(YoY -6.7%), 순이익 325억원(YoY -9.7%) 기록. 해당사로 부터 '16년 435억원, '17년 420억원과 유사한 수준의 배당금 수익 가능할 전망.

3) 주가전망 및 Valuation

- 기존 도입상품/OTC에 집중하던 전략에서 오픈이노베이션을 통한 자체 파이프라인 구축 전략으로 재편성 중으로 판단. 이에 따라 소폭의 R&D 비용 증가는 불가피 할 전망. 다만, 투자한 파이프라인/벤처의 기술력 '19년 중 기대치 높아질 전망.
- 조정 중인 섹터 Multiple 감안하여 기존 적용 P/E Multiple 28배에서 27배로 하향.

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2016	13,120	723	1,224	930	9,984	13.9	19.1	1.7	19.0	9.1	1.0
2017	14,520	804	1,107	1,061	9,026	-9.6	24.3	1.8	19.9	7.7	0.9
2018F	14,849	688	978	1,031	7,970	-11.7	24.3	1.5	18.6	6.4	1.0
2019F	15,508	916	1,219	1,268	9,943	24.7	19.5	1.5	14.7	7.6	1.0
2020F	16,291	1,015	1,337	1,359	10,910	9.7	17.8	1.4	13.3	7.8	1.0

* K-IFRS 별도 기준

〈표1〉 2018년 3분기 실적 리뷰 (별도기준)

(단위: 억 원)

	분기실적			증감률		당사추정		컨센서스	
	3Q18P	3Q17	2Q18	(YoY)	(QoQ)	3Q18F	대비	3Q18F	대비
매출액	3,756	3,766	3,834	-0.3%	-2.0%	4,015	-6.4%	4,016	-6.5%
영업이익	44	193	239	-77.3%	-81.7%	189	-76.8%	197	-77.8%
세전이익	62	229	280	-72.9%	-77.9%	211	-70.7%	219	-71.7%
순이익	37	152	188	-75.7%	-80.4%	164	-77.5%	158	-76.7%

자료: DataGuide, 현대차증권

〈표2〉 유한양행 분기 실적 전망 (별도기준)

(단위: 억 원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	3,494	3,526	3,766	3,734	3,361	3,834	3,756	3,897	14,520	14,849	15,508
영업이익	277	194	193	139	257	239	44	148	804	688	916
세전이익	521	314	229	393	594	280	62	399	1,457	1,335	1,572
순이익	405	226	152	325	445	188	37	309	1,107	978	1,219
영업이익률	7.9%	5.5%	5.1%	3.7%	7.6%	6.2%	1.2%	3.8%	5.5%	4.6%	5.9%
세전이익률	14.9%	8.9%	6.1%	10.5%	17.7%	7.3%	1.6%	10.2%	10.0%	9.0%	10.1%
순이익률	11.6%	6.4%	4.0%	8.7%	13.2%	4.9%	1.0%	7.9%	7.6%	6.6%	7.9%
YoY 매출액	27.4%	6.7%	4.7%	7.4%	-3.8%	8.7%	-0.3%	4.4%	10.7%	2.3%	4.4%
YoY 영업이익	50.4%	10.5%	21.1%	-31.6%	-7.4%	23.1%	-77.3%	6.6%	11.2%	-14.4%	33.2%
YoY 세전이익	-25.8%	110.4%	248.7%	-39.5%	14.0%	-10.8%	-72.9%	1.3%	-7.0%	-8.4%	17.8%
YoY 순이익	-26.4%	122.2%	228.9%	-38.3%	9.9%	-16.9%	-75.7%	-5.0%	-9.5%	-11.6%	24.6%

자료: 현대차증권

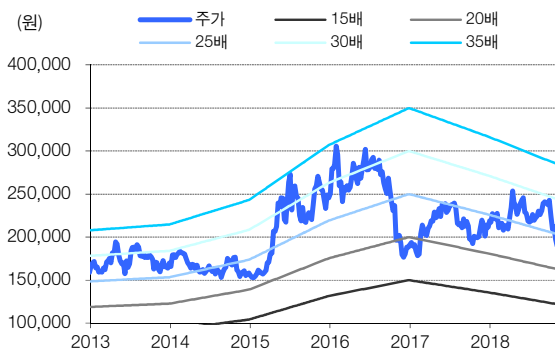
〈표3〉 유한양행 실적 추정 변경 내역

(단위: 억 원)

	변경 후		변경 전		변동률	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	14,849	15,508	15,186	16,401	-2.2%	-5.4%
영업이익	688	916	887	1,029	-22.5%	-10.9%
세전이익	1,335	1,572	1,543	1,708	-13.5%	-7.9%
당기순이익	978	1,219	1,151	1,324	-15.0%	-7.9%

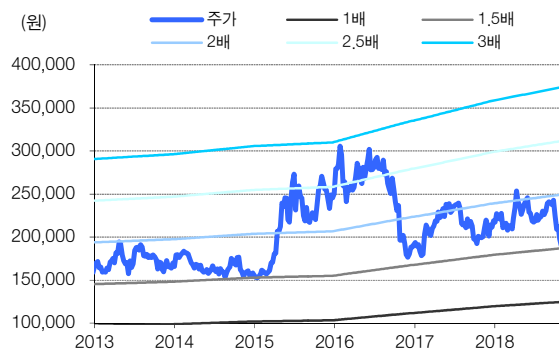
자료: 현대차증권

〈그림1〉 P/E band chart



자료: DataGuide, 현대차증권

〈그림2〉 P/B band chart



자료: DataGuide, 현대차증권

(단위: 억원)

포괄손익계산서	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	13,120	14,520	14,849	15,508	16,291
증가율 (%)	17.0	10.7	2.3	4.4	5.0
매출원가	9,553	10,485	10,775	11,096	11,587
매출원가율 (%)	72.8	72.2	72.6	71.6	71.1
매출총이익	3,567	4,035	4,074	4,412	4,704
매출이익률 (%)	27.2	27.8	27.4	28.4	28.9
증가율 (%)	11.6	13.1	1.0	8.3	6.6
판매관리비	2,844	3,231	3,386	3,495	3,689
판매비율 (%)	21.7	22.3	22.8	22.5	22.6
EBITDA	930	1,061	1,031	1,268	1,359
EBITDA 이익률 (%)	7.1	7.3	6.9	8.2	8.3
증가율 (%)	5.7	14.1	-2.8	23.0	7.2
영업이익	723	804	688	916	1,015
영업이익률 (%)	5.5	5.5	4.6	5.9	6.2
증가율 (%)	2.3	11.2	-14.4	33.1	10.8
영업외손익	844	654	647	656	710
금융수익	671	617	684	707	740
금융비용	45	78	24	47	39
기타영업외손익	218	115	-13	-4	9
중속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	1,567	1,457	1,335	1,572	1,725
세전계속사업이익률 (%)	11.9	10.0	9.0	10.1	10.6
증가율 (%)	7.9	-7.0	-8.4	17.8	9.7
법인세비용	343	350	356	354	388
계속사업이익	1,224	1,107	978	1,219	1,337
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,224	1,107	978	1,219	1,337
당기순이익률 (%)	9.3	7.6	6.6	7.9	8.2
증가율 (%)	13.9	-9.6	-11.7	24.6	9.7
지배주주지분 순이익	1,224	1,107	978	1,219	1,337
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	44	-105	124	0	0
총포괄이익	1,268	1,002	1,102	1,219	1,337

(단위: 억원)

현금흐름표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동으로인한현금흐름	944	485	1,533	1,451	1,640
당기순이익	1,224	1,107	978	1,219	1,337
유형자산 상각비	195	241	308	316	313
무형자산 상각비	12	16	35	36	31
외환손익	-39	38	-13	0	0
운전자본의 감소(증가)	-464	-937	44	-120	-40
기타	16	20	181	0	-1
투자활동으로인한현금흐름	-688	-396	-1,775	-926	-992
투자자산의 감소(증가)	-335	0	-923	-336	-374
유형자산의 감소	1	1	3	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-318	-549	-373	-395	-370
기타	-36	152	-482	-195	-248
재무활동으로인한현금흐름	-217	-14	-341	-227	-227
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	53	0	0	0
배당금	-205	-205	-217	-227	-227
기타	-12	138	-124	0	0
기타현금흐름	28	-29	8	0	0
현금의증가(감소)	66	47	-575	298	421
기초현금	2,071	2,137	2,184	1,609	1,907
기말현금	2,137	2,184	1,609	1,907	2,329

* K-IFRS 개별기준

(단위: 억원)

재무상태표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	8,688	9,339	9,590	10,351	11,365
현금성자산	2,137	2,184	1,609	1,907	2,329
단기투자자산	2,796	2,714	3,345	3,539	3,788
매출채권	2,310	2,796	2,918	3,088	3,304
채고자산	1,097	1,135	1,185	1,253	1,341
기타유동자산	348	510	533	564	603
비유동자산	8,293	8,766	9,736	10,115	10,515
유형자산	1,793	2,145	2,110	2,190	2,247
무형자산	149	185	247	211	181
투자자산	5,226	5,302	6,215	6,551	6,925
기타비유동자산	1,125	1,134	1,164	1,163	1,162
기타금융융입자산	0	0	0	0	0
자산총계	16,981	18,105	19,325	20,466	21,880
유동부채	2,406	2,455	2,897	3,000	3,244
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	1,207	916	1,290	1,300	1,425
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	1,199	1,539	1,607	1,700	1,819
비유동부채	667	770	803	850	909
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	667	770	803	850	909
기타금융융입부채	0	0	0	0	0
부채총계	3,073	3,225	3,700	3,850	4,154
지배주주지분	13,908	14,880	15,625	16,616	17,726
자본금	569	595	622	622	622
자본잉여금	1,158	1,185	1,158	1,158	1,158
자본조정 등	-1,649	-1,528	-1,651	-1,651	-1,651
기타포괄이익누계액	868	915	986	986	986
이익잉여금	12,963	13,713	14,511	15,502	16,611
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	13,908	14,880	15,625	16,616	17,726

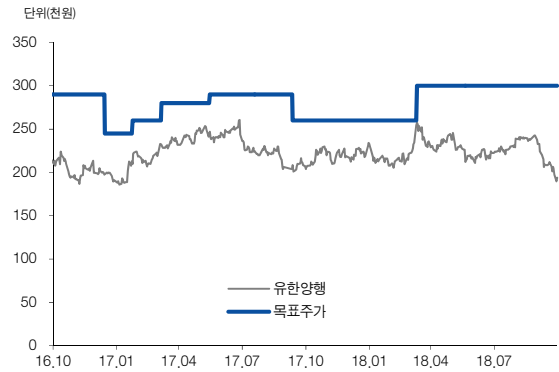
(단위: 원, 백%)

주요투자지표	2016	2017	2018F	2019F	2020F
EPS(당기순이익 기준)	9,984	9,026	7,970	9,943	10,910
EPS(지배순이익 기준)	9,984	9,026	7,970	9,943	10,910
BPS(자본총계 기준)	111,747	119,556	125,542	133,505	142,423
BPS(지배자본 기준)	111,747	119,556	125,542	133,505	142,423
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
P/E(당기순이익 기준)	19.1	24.3	24.3	19.5	17.8
P/E(지배순이익 기준)	19.1	24.3	24.3	19.5	17.8
P/B(자본총계 기준)	1.7	1.8	1.5	1.5	1.4
P/B(지배자본 기준)	1.7	1.8	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA(Reported)	19.0	19.9	18.6	14.7	13.3
배당수익률	1.0	0.9	1.0	1.0	1.0
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	13.9	-9.6	-11.7	24.7	9.7
EPS(지배순이익 기준)	13.9	-9.6	-11.7	24.7	9.7
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	9.1	7.7	6.4	7.6	7.8
ROE(지배순이익 기준)	9.1	7.7	6.4	7.6	7.8
ROA	7.5	6.3	5.2	6.1	6.3
안정성 (%)					
부채비율	22.1	21.7	23.7	23.2	23.4
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
17/02/22	BUY	249,143	-16.3	-10.4
17/04/05	BUY	268,308	-16.5	-14.1
17/04/28	BUY	268,308	-14.5	-9.5
17/06/14	BUY	277,890	-15.3	-10.2
17/07/31	BUY	277,890	-19.9	-10.2
17/10/12	BUY	249,143	-20.0	-16.7
17/11/01	BUY	249,143	-14.7	-6.1
18/02/22	BUY	249,143	-14.1	2.2
18/04/10	BUY	300,000	-19.5	-14.8
18/04/30	BUY	300,000	-21.1	-14.8
18/06/08	BUY	300,000	-23.7	-14.8
18/07/30	BUY	300,000	-23.3	-14.8
18/10/05	BUY	300,000	-24.2	-14.8
18/10/31	BUY	300,000	-	-

▶ 최근 2년간 유한양행 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 - 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
 - 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 - 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 강양구의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

- ▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
 - BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
 - MARKETPERFORM(M,PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
 - SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2017.10.01~2018.09.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	145건	90.06%
보유	16건	9.94%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.