

유한양행(000100)

Above

In line

Below

매수(유지)

목표주가: 330,000원(유지)

Stock Data

KOSPI(2/21)	2,103
주가(2/21)	213,000
시가총액(십억원)	2,485
발행주식수(백만)	12
52주 최고/최저가(원)	315,131/179,117
일평균거래대금(6개월, 백만원)	9,357
유동주식비율/외국인지분율(%)	74.8/28.1
주요주주(%)	유한재단 외 2인 15.6
	국민연금 8.1

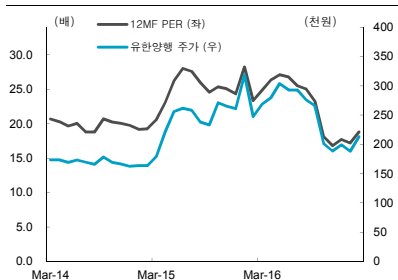
Valuation 지표

	2015A	2016F	2017F
PER(x)	21.3	17.6	16.6
PBR(x)	1.9	1.4	1.5
ROE(%)	9.5	8.7	9.1
DY(%)	0.8	1.0	0.9
EV/EBITDA(x)	27.9	17.3	16.4
EPS(원)	12,268	11,353	12,860
BPS(원)	134,142	142,629	145,863

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	6.8	(25.1)	(22.7)
상대주가(%)	5.0	(27.4)	(32.4)

12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

자회사와 함께 수익성 개선 기대

What's new : 예상을 뛰어넘는 원료 수출 실적

유한양행은 4분기 매출액 3,476억원(+15.7% YoY), 영업이익 203억원(+90.8% YoY)을 기록해 기존 추정치에 부합하는 실적을 발표했다. ETC사업부는 전년동기대비 6.1% 성장한 2,222억원을 기록하였고, 생활건강사업부는 12.8% 증가한 266억원의 매출을 달성하였다. 특히 해외사업부가 77%의 높은 성장률을 기록하였다. 길리어드 실적부진으로 API 수주에 대한 우려가 컸으나 C형간염과 에이즈치료제 원료의 동반성장으로 API 수출은 전년동기대비 82.7% 증가한 663억원의 매출을 달성했다. 복리후생비 감소로 판매비는 소폭 감소하였으며, 매출 증가에 따른 고정비 감소효과로 영업이익률은 전년동기대비 2.3%p 개선되었다. 수익 마진이 좋은 원료사업부 매출 비중이 늘어난 것도 수익성 개선에 영향을 준 것으로 판단된다. 17년에도 API 사업부 매출액은 19%로 높은 성장률을 이어갈 것으로 예상되며, 연구개발비 비중 감소로 마진증가 추세는 계속될 전망이다. 올해는 매출액 1조 4,292억원(+8.9% YoY), 영업이익 899억원(+24.4% YoY)을 기록할 것으로 추정된다.

Positives : API 수출 전망 밝음, 유한화학 실적 개선으로 연결기준 어닝 서프라이즈

16년 원료수출 사업부는 매출액 2,464억원으로 전년동기대비 31.6% 증가하여 15년 증가율인 26.9%를 뛰어넘는 고성장세를 이어나갔다. 길리어드 C형간염치료제 신제품 출시가 이어지면서 신규 API 공급량도 늘어나고 있으며, 공급처 다변화로 당분간 평균 20%의 성장을 유지할 것으로 추정된다. 유한양행의 원료수출은 100% 자회사인 유한화학으로부터 공급받고 있는데 유한화학은 생산설비 증설을 완료하고 본격적으로 수익성이 개선되는 시점에 있다. 2016년 유한양행은 연결기준 매출액 1조 3,207억원(+17.0% YoY), 영업이익 978억원(+13.9% YoY)로 별도기준 영업이익 723억원을 크게 상회하는 실적을 발표하였다. 유한화학 실적 개선추세가 이어질 것으로 예상되는 만큼 연결기준 이익 성장은 더욱 돋보일 전망이다.

Negatives : R&D에 대한 준비는 다소 약하다

반면 폐암치료제와 퇴행성디스크 치료제의 권리반환과 임상중단 이슈로 R&D 모멘텀은 다소 약해진 것이 사실이다. 장기적인 관점에서 API 수출 증가 외에 새로운 성장동력 확보가 필요한 시기라는 판단이다.

결론 : 밸류에이션 매력도 높고, 이익성장은 안정적이다

현 주가는 16년 연결기준 PER 15.4배에 불과하다. 안정적인 이익 성장을 감안할 때 매수하기 매력적인 밸류에이션이라고 판단되며, 목표주가 33만원에 유지한다.

(단위: 십억원, %, %p)

	4Q16P				증감률		2017F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	349	348	(0.3)	339	(3.3)	15.7	1,429	1,411
영업이익	20	20	2.7	19	27.2	90.8	90	82
영업이익률	5.7	5.8	0.2	5.5	1.4	2.3	6.3	5.8
세전이익	49	65	33.4	49	890.4	93.5	178	145
순이익	37	53	42.5	36	1,041.8	84.7	126	111

정보라 3276-6196
bora.chung@truefriend.com

정은영 3276-6239
eunice.jung@truefriend.com

<표 1> 유한양행 별도 및 연결 실적

(단위:십억원)

	별도		연결		별도		연결	
	4Q16	4Q15	4Q16	4Q15	2016	2015	2016	2015
매출액	348	301	350	303	1,312	1,121	1,321	1,129
영업이익	20	11	28	14	72	71	98	86
금융수익	38	23	13	3	67	60	19	15
지분법투자손익			18	14			65	57
당기순이익	53	29	52	26	122	107	161	126

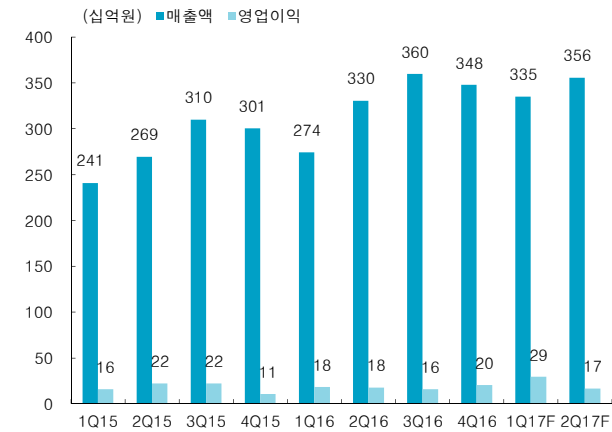
자료: 유한양행, 한국투자증권

<표 2> 유한양행 valuation

구분	산출방식	주당 가치
본사 영업가치 (A)	2017F EPS 에 PER 20 배 적용 (상위제약사 평균 PER)	257,208 원
유한킴벌리 지분가치 30% (B)	2017F 추정순익 1,800 억원에 PER 10 배 (KOSPI 평균 PER)	47,415 원
유한화학 지분가치 100% (C)	2017F 추정순익 230 억원에 PER 12 배 (유사기업 에스티팜 PER)	24,234 원
적정주가	A+B+C	328,858 원

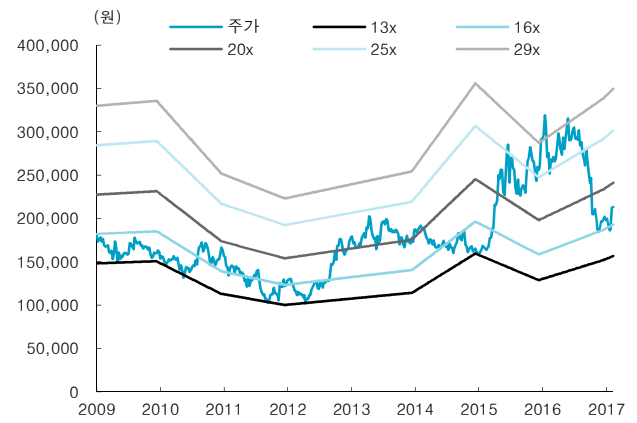
자료: 한국투자증권

[그림 1] 분기 매출 및 영업이익 추이



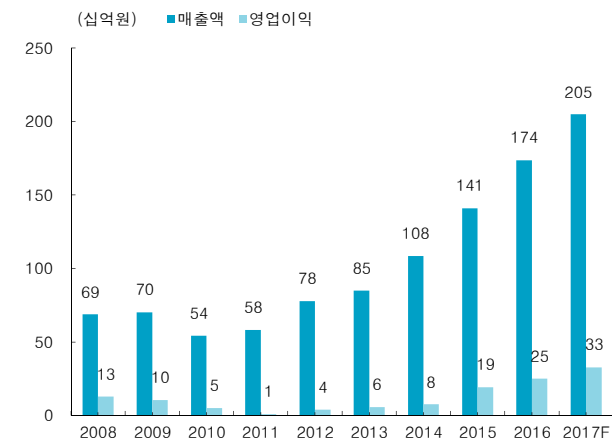
자료: 유한양행, 한국투자증권

[그림 2] 유한양행 PER 밴드



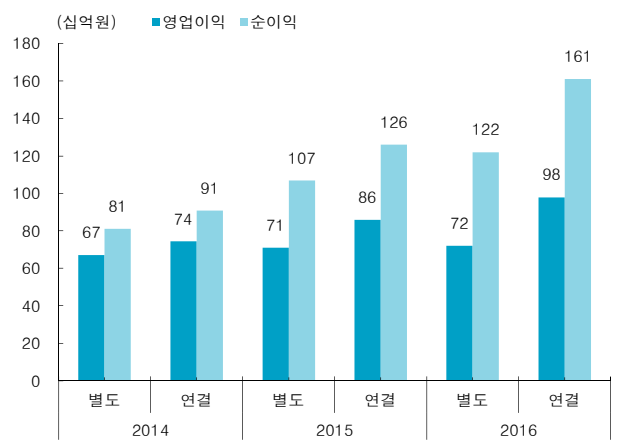
자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 3] 유한화학 연간 매출 및 영업이익 추이



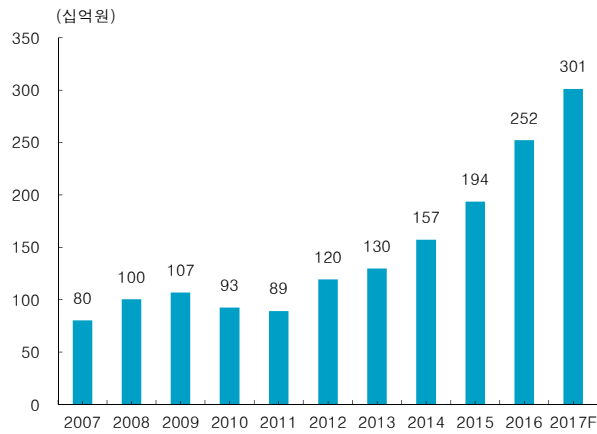
자료: 유한양행, 한국투자증권

[그림 4] 별도기준과 연결기준에서 영업이익과 순이익 비교



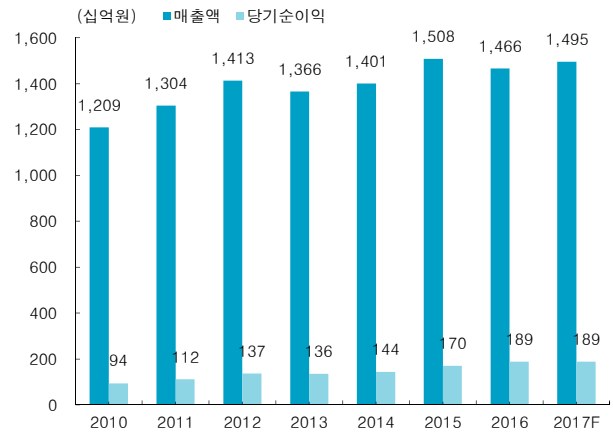
자료: 유한양행, 한국투자증권

[그림 5] API 연간 매출 증가 추이



자료: 유한양행, 한국투자증권

[그림 6] 유한킴벌리 매출 및 순이익



자료: 유한양행, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

유한양행은 1926년 설립되었으며 의약품, 화학약품, 공업약품, 수의약품, 생활용품 등의 제조를 주사업으로 영위하며, 종속회사로 (주)유한화학과 (주)유한메디카가 있음. 국내 상위 제약기업으로, 약품사업부문, 생활건강사업부문, 해외사업부문으로 구분되며, 주력제품으로는 일반의약품 뼈콕C(F)와 전문의약품 비리어드(간염치료제), 트라젠타(당뇨병용제), 트윈스타(고혈압치료제) 등이 있음.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
유동자산	753	809	942	1,014	1,079
현금성자산	151	207	214	236	252
매출채권및기타채권	230	222	256	276	290
재고자산	101	122	143	143	153
비유동자산	703	776	739	764	821
투자자산	421	487	433	443	489
유형자산	156	160	165	167	169
무형자산	10	11	13	14	15
자산총계	1,456	1,584	1,681	1,777	1,900
유동부채	197	240	224	198	186
매입채무및기타채무	181	222	236	243	244
단기차입금및단기사채	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	46	58	65	70	75
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	0	0	0	0	0
부채총계	243	299	289	268	261
자본금	57	57	57	57	57
자본잉여금	116	116	116	116	116
기타자본	(158)	(164)	(164)	(164)	(164)
이익잉여금	1,117	1,195	1,297	1,414	1,544
자본총계	1,212	1,286	1,392	1,509	1,639
조정자본총계	1,276	1,364	1,461	1,572	1,698

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
영업활동현금흐름	90	135	74	115	137
당기순이익	81	107	122	139	151
유형자산감가상각비	14	16	17	17	17
무형자산상각비	1	1	1	1	1
자산부채변동	(40)	(0)	(68)	(46)	(35)
기타	34	11	2	4	3
투자활동현금흐름	(170)	(55)	(47)	(71)	(100)
유형자산투자	(15)	(18)	(22)	(19)	(18)
유형자산매각	0	1	1	0	0
투자자산순증	(150)	36	58	(10)	(46)
무형자산순증	(2)	(2)	(3)	(2)	(2)
기타	(3)	(72)	(81)	(40)	(34)
재무활동현금흐름	(34)	(24)	(21)	(22)	(22)
자본의증가	18	0	0	0	0
차입금의순증	0	0	0	0	0
배당금지급	(16)	(18)	(21)	(21)	(22)
기타	(36)	(6)	0	(1)	0
기타현금흐름	(0)	0	0	0	0
현금의증가	(115)	57	7	22	16

주: 1. K-IFRS (별도) 기준

2. EPS, BPS는 각각 지분법이익이 반영된 조정당기순이익, 조정자본총계를 이용해 계산

손익계산서

(단위: 십억원)

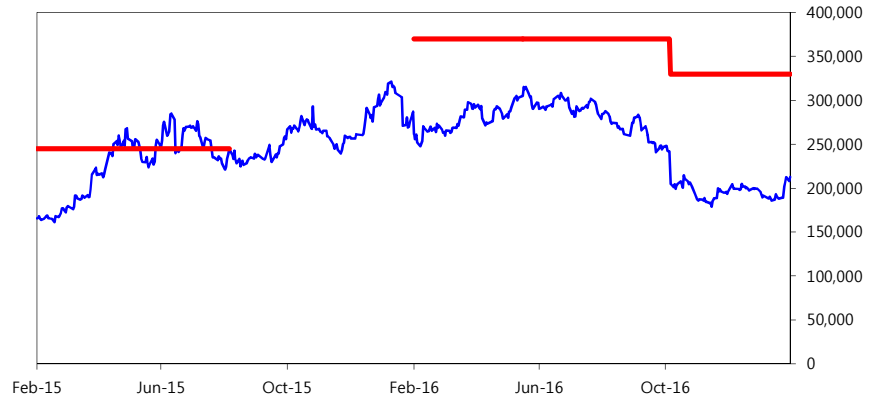
	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
매출액	1,008	1,121	1,312	1,429	1,527
매출원가	705	801	955	1,037	1,101
매출총이익	303	320	357	392	426
판매관리비	236	249	284	302	328
영업이익	67	71	72	90	98
금융수익	53	60	67	72	78
이자수익	12	11	15	17	18
금융비용	0	1	5	1	1
이자비용	0	0	0	0	0
기타영업외손익	(15)	16	22	17	18
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	105	145	157	178	194
법인세비용	24	38	34	39	43
당기순이익	81	107	122	139	151
기타포괄이익	(9)	(10)	4	0	0
총포괄이익	72	97	127	139	151
EBITDA	82	88	90	108	117
조정당기순이익	91	126	122	139	151

주요 투자지표

	2014A	2015A	2016F	2017F	2018F
주당지표(원)					
EPS	8,768	12,268	11,353	12,860	14,065
BPS	125,883	134,142	142,629	145,863	156,407
DPS	1,750	2,000	2,000	2,000	2,000
성장성(%, YoY)					
매출증가율	8.2	11.2	17.0	8.9	6.9
영업이익증가율	20.0	5.3	2.2	24.4	9.5
순이익증가율	5.2	38.6	(2.9)	13.2	9.4
EPS증가율	6.5	39.9	(7.5)	13.3	9.4
EBITDA증가율	18.2	7.1	2.4	19.8	8.0
수익성(%)					
영업이익률	6.7	6.3	5.5	6.3	6.4
순이익률	9.0	11.2	9.3	9.7	9.9
EBITDA Margin	8.2	7.9	6.9	7.6	7.6
ROA	5.7	7.1	7.5	8.0	8.2
ROE	7.3	9.5	8.7	9.1	9.3
배당수익률	1.1	0.8	1.0	0.9	0.9
배당성향	22.2	19.1	16.8	15.6	14.2
안정성					
순차입금(십억원)	(420)	(463)	(542)	(593)	(634)
차입금/자본총계비율(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(X)					
PER	18.5	21.3	17.6	16.6	15.1
PBR	1.3	1.9	1.4	1.5	1.4
EV/EBITDA	16.3	27.9	17.3	16.4	14.7

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
유한양행(000100)	2015.08.31	NR	-
	2016.02.23	매수	370,000 원
	2016.10.28	매수	330,000 원



■ Compliance notice

- 당사는 2017년 2월 21일 현재 유한양행 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2016.12.31 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
77.6%	21.1%	1.3%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.