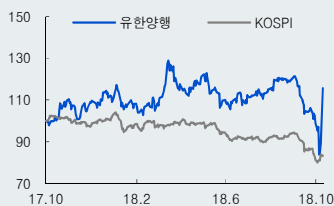


투자 의견(유지)	매수
목표주가(12M, 하향)	▼ 290,000원
현재주가(18/11/05)	231,000원
상승여력	26%

영업이익(18F, 십억원)	57
Consensus 영업이익(18F, 십억원)	78
EPS 성장률(18F, %)	-32.8
MKT EPS 성장률(18F, %)	11.7
P/E(18F, x)	39.2
MKT P/E(18F, x)	8.4
KOSPI	2,076.92

시가총액(십억원)	2,820
발행주식수(백만주)	12
유동주식비율(%)	67.9
외국인 보유비중(%)	24.3
베타(12M) 일간수익률	0.74
52주 최저가(원)	167,500
52주 최고가(원)	257,500

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	2.9	2.0	15.9
상대주가	12.3	20.9	42.7



[바이오/헬스케어]

김태희
 02-3774-6813
 taehee.kim@miraeasset.com

허승록
 02-3774-1374
 seunglok.huh@miraeasset.com

유한양행 (000100)

1.4조원의 대규모 기술이전 계약 체결

폐암치료제 YH25448, 안센에 대규모 기술이전

전일 유한양행은 개발 중인 폐암치료제 YH25448을 안센에 기술이전했다고 발표했다. 총 금액은 12.55억 달러이며, 이 중 계약금은 5천만 달러, 러닝로열티는 별도로 지급받을 예정이다. YH25448을 오스코텍의 자회사 제노스코로부터 도입했기에 마일스톤과 러닝로열티의 40%를 양사에 배분해 지급해야 한다. YH25448은 3세대 EGFR(Epidermal Growth Factor Receptor, 상피세포 성장인자 수용체) 폐암치료제로 임상2상이 진행 중이다.

이미 우수한 임상 데이터 발표, 성공 가능성 높아

YH25448은 올해 AACR과 ASCO 등 학회를 통해 우수한 임상 데이터를 발표했기에 기술이전에 대한 기대감이 컸다. 특히 ASCO에서 공개한 EGFR TKI 저항성 비소세포폐암 환자 대상 임상1/2상 결과에서 객관적 반응률(Objective Response Rate, ORR)이 64%를 기록하며, 현재 가장 높은 효능을 보이고 있는 타그리소(성분명 오시머티닙, 아스트라제네카 개발)의 51%보다 우수했다. 부작용도 가려움증과 식욕감소, 발진, 변비 등으로 경쟁약물 대비 더 작은 것으로 평가됐다.

또한 폐암 환자는 뇌전이가 빈번하게 발생하는데 의약품의 BBB(blood-brain barrier, 혈액 뇌장벽) 투과율이 낮아 현재 미충족 수요가 높은 상황이다. 하지만 YH25448은 뇌전이 환자를 대상으로 56%의 높은 객관적 반응률을 달성했기에 향후 가치는 더욱 커질 수 있다는 판단이다.

YH25448의 가치 반영해 투자 의견 '매수' 유지

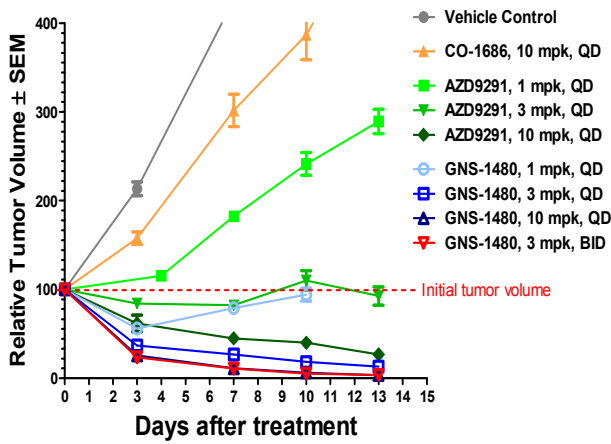
YH25448의 가치를 6,533억원, 주당 52,496원으로 추정한다. 19년 하반기 임상3상 시작 및 22년 하반기 출시, EGFR 폐암치료제 시장에서 Peak M/S 35%, 러닝 로열티 12%를 가정했으며, 임상3상의 약물이 출시될 확률 50%와 오스코텍/제노스코에 40%의 이익배분을 고려했다. 지금까지의 임상 데이터가 타그리소 대비 우수하며 마케팅 파트너도 글로벌제약사 안센이기에 Peak M/S 35%는 무리한 수준이 아니라는 판단이다.

YH25448의 성공 가능성을 높게 보기에 투자 의견 '매수'를 유지한다. 하지만 지난주 3Q18 실적 악화를 반영해 18년과 19년 EPS를 각각 -30.7%, -8.2% 조정했으며, 이에 따라 목표 주가를 기존 310,000원에서 290,000원으로 소폭 하향한다.

결산기 (12월)	12/15	12/16	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액 (십억원)	1,129	1,321	1,462	1,478	1,547	1,646
영업이익 (십억원)	86	98	89	57	82	92
영업이익률 (%)	7.6	7.4	6.1	3.9	5.3	5.6
순이익 (십억원)	126	161	109	73	111	118
EPS (원)	10,128	12,956	8,761	5,887	8,916	9,467
ROE (%)	9.5	11.3	7.0	4.5	6.5	6.6
P/E (배)	24.7	14.8	25.0	39.2	25.9	24.4
P/B (배)	2.0	1.4	1.6	1.6	1.5	1.4
배당수익률 (%)	0.7	1.0	0.9	0.9	0.9	1.0

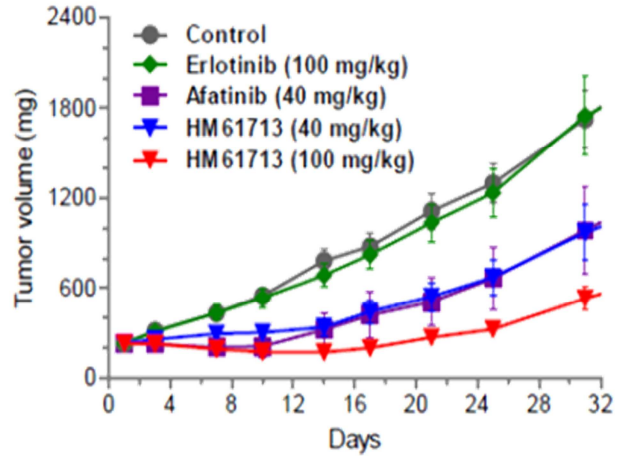
주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 유한양행, 미래에셋대우 리서치센터

그림 1. 경쟁약물 대비 우수한 효능 - 1



자료: 오스코텍, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 경쟁약물 대비 우수한 효능 - 2



자료: 오스코텍, 미래에셋대우 리서치센터

표 1. YH25448 가치 추정

(USDmn, %, 십억원, 천주, 원)

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	2028	2029	2030	2031	2032
EGFR 시장(USDmn)	3,035	3,409	4,009	4,555	4,938	5,343	5,751	6,190	6,663	7,171	7,719	8,308	8,942	9,625	10,360
증가율(%)	15.5	12.3	17.6	13.6	8.4	8.2	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6	7.6
Tarceva	816	498	362	291	238	183	134								
Iressa	529	498	467	438	406	378	351								
Tagrisso	1,668	2,353	3,108	3,740	4,190	4,658	5,117								
기타	22	60	72	86	104	124	149								
YH25448 매출액					148	267	575	929	1,333	1,793	2,316	2,908	3,130	3,369	3,626
YH25448 점유율					3.0	5.0	10.0	15.0	20.0	25.0	30.0	35.0	35.0	35.0	35.0
현재가치					15	25	52	79	106	135	164	195	198	201	204
현재가치 합	1,944														
현재가치 합(십억원)	2,178														
임상 성공률 적용	1,089														
오스코텍에 배분 후 가치	653.3														
주식수(천주)	12,446														
주당 가치(원)	52,496														

자료: 미래에셋대우 리서치센터

표 2. 추정실적 변경내역

(십억원, 원, %)

	변경 전		변경 후		변경률		변경 사유
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F	
매출액	1,495.3	1,573.7	1,478.4	1,547.5	-1.1	-1.7	API 매출액 감소
영업이익	77.7	84.9	56.6	81.9	-27.2	-3.5	3Q18 실적 약화 반영
지배주주순이익	105.7	120.9	73.3	111.0	-30.7	-8.2	지분법이익 감소
EPS(원)	8,495	9,713	5,887	8,916	-30.7	-8.2	
BPS(원)	147,583	155,379	144,975	152,055	-1.8	-2.1	
영업이익률	5.2	5.4	3.8	5.3	-1.4	-0.1	
순이익률	7.1	7.7	5.0	7.2	-2.1	-0.5	

자료: 미래에셋대우 리서치센터

유한양행

1.4조원의 대규모 기술이전 계약 체결

표 3. Global peer analysis

(USDmn)

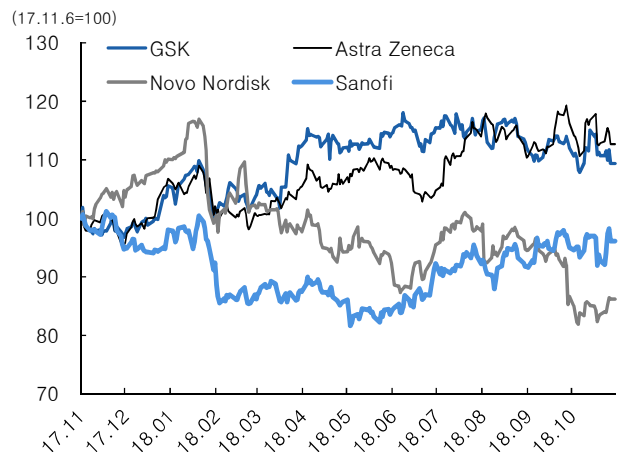
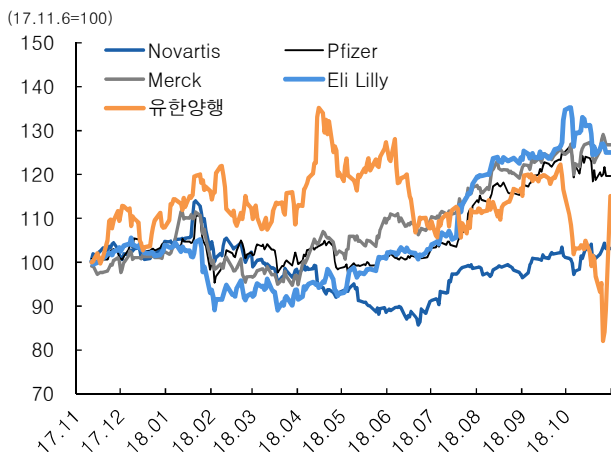
	Novartis	Pfizer	Merck	Novo Nordisk	Sanofi	BMS	Eli Lilly	GSK	Astrazeneca	유한양행(Wbn)
시가총액	222,414	251,660	192,204	107,114	110,651	82,736	114,648	96,334	95,897	2,820
전일종가 (\$, W)	87.20	42.93	72.27	43.72	44.16	50.69	106.75	38.84	37.85	231,000
매출액	16A 49,386	52,824	39,807	16,617	38,416	19,427	21,222	37,800	23,002	1,321
	17A 50,260	52,546	40,122	16,963	40,900	20,776	22,871	38,897	22,465	1,462
	18F 52,029	53,774	42,393	17,041	39,589	22,449	24,401	39,592	22,319	1,478
영업이익	16A 9,186	18,491	7,790	7,281	8,289	5,118	4,075	10,014	4,363	98
	17A 9,265	15,916	13,286	7,484	8,135	5,072	4,974	10,556	5,877	89
	18F 13,864	20,186	13,844	7,267	10,110	6,041	6,717	11,029	5,768	54
EPS (\$, W)	16A 2.82	1.18	1.42	2.23	4.05	2.67	2.59	0.25	2.77	12,956
	17A 3.28	3.57	0.88	2.34	7.58	0.61	-0.19	0.40	2.37	8,761
	18F 5.70	2.40	2.47	2.45	4.34	3.14	3.34	0.90	1.82	5,970
매출액증가율 (%)	16A -1.9	8.1	0.8	3.5	-0.7	17.3	6.3	3.4	-6.9	17.0
	17A 1.8	-0.5	0.8	2.1	6.5	6.9	7.8	2.9	-2.3	10.7
	18F 3.5	2.3	5.7	0.5	-3.2	8.1	6.7	1.8	-0.7	1.1
영업이익증가율 (%)	16A -8.9	20.0	-41.5	4.2	5.4	24.3	13.4	18.0	-0.3	13.9
	17A 0.9	-13.9	70.6	2.8	-1.9	-0.9	22.1	5.4	34.7	-9.3
	18F 49.6	26.8	4.2	-2.9	24.3	19.1	35.0	4.5	-1.9	-39.1
EPS증가율 (%)	16A -61.9	4.4	-10.1	10.4	11.3	184.0	14.1	-90.4	24.2	27.9
	17A 16.3	202.5	-38.0	5.1	87.1	-77.2	-107.3	58.8	-14.4	-32.4
	18F 73.8	-32.8	180.7	4.6	-42.7	414.8	-1857.9	122.4	-23.2	-31.9
영업이익률 (%)	16A 18.6	35.0	19.6	43.8	21.6	26.3	19.2	26.5	19.0	7.4
	17A 18.4	30.3	33.1	44.1	19.9	24.4	21.7	27.1	26.2	6.1
	18F 26.6	37.5	32.7	42.6	25.5	26.9	27.5	27.9	25.8	8.6
ROE (%)	16A 8.8	11.6	9.2	82.2	8.1	29.3	19.2	29.2	21.0	11.3
	17A 10.3	32.6	6.4	80.2	14.6	7.2	-1.6	—	20.1	7.0
	18F 14.9	25.4	31.4	74.5	11.7	46.7	45.5	327.2	17.7	20.6
PER (x)	16A 25.8	15.5	28.3	17.0	22.5	21.3	24.0	83.1	19.8	14.8
	17A 25.8	17.0	16.8	21.7	23.8	19.7	22.5	42.1	29.2	25.0
	18F 16.9	14.4	16.7	17.8	14.3	13.4	19.5	13.0	22.0	6.1
PBR (x)	16A 2.3	3.3	4.0	14.1	1.7	6.0	5.8	68.2	4.7	1.4
	17A 2.6	3.0	4.4	16.4	1.6	8.5	8.0	—	5.9	1.6
	18F 2.6	3.8	6.0	12.6	1.7	6.2	9.8	—	6.9	1.1

주: 해외업체 11/2 기준, 유한양행 11/5 기준

자료: Bloomberg, Quantwise, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. Global peer 상대주가 (1)

그림 4. Global peer 상대주가 (2)



자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

자료: Bloomberg, 미래에셋대우 리서치센터

유한양행 (000100)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
매출액	1,462	1,478	1,547	1,646
매출원가	1,038	1,060	1,086	1,152
매출총이익	424	418	461	494
판매비와관리비	336	362	379	402
조정영업이익	89	57	82	92
영업이익	89	57	82	92
비영업손익	56	51	69	71
금융손익	5	8	8	9
관계기업등 투자손익	46	38	47	50
세전계속사업손익	145	108	151	163
계속사업법인세비용	35	35	39	45
계속사업이익	110	74	112	118
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	110	74	112	118
지배주주	109	73	111	118
비지배주주	1	0	1	1
총포괄이익	106	74	112	118
지배주주	105	73	111	118
비지배주주	1	0	1	1
EBITDA	141	109	134	144
FCF	69	46	85	84
EBITDA 마진율 (%)	9.6	7.4	8.7	8.7
영업이익률 (%)	6.1	3.9	5.3	5.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	7.5	4.9	7.2	7.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
유동자산	1,070	1,102	1,166	1,230
현금 및 현금성자산	257	245	270	277
매출채권 및 기타채권	293	306	320	340
재고자산	271	287	301	320
기타유동자산	249	264	275	293
비유동자산	1,025	1,046	1,074	1,114
관계기업투자등	373	395	413	440
유형자산	355	359	364	371
무형자산	26	24	22	20
자산총계	2,095	2,147	2,240	2,344
유동부채	276	278	280	285
매입채무 및 기타채무	135	141	148	157
단기금융부채	18	17	16	15
기타유동부채	123	120	116	113
비유동부채	212	211	214	218
장기금융부채	115	113	111	109
기타비유동부채	97	98	103	109
부채총계	488	489	494	503
지배주주지분	1,600	1,651	1,740	1,833
자본금	60	60	60	60
자본잉여금	118	118	118	118
이익잉여금	1,493	1,545	1,633	1,727
비지배주주지분	6	7	7	8
자본총계	1,606	1,658	1,747	1,841

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
영업활동으로 인한 현금흐름	126	100	140	141
당기순이익	110	74	112	118
비현금수익비용가감	46	29	30	36
유형자산감가상각비	50	50	51	51
무형자산상각비	2	2	2	2
기타	-6	-23	-23	-17
영업활동으로인한자산및부채의변동	-45	-25	-20	-27
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-56	-3	-13	-19
재고자산 감소(증가)	41	-16	-13	-19
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-46	6	5	7
법인세납부	-38	-35	-39	-45
투자활동으로 인한 현금흐름	-42	-66	-76	-88
유형자산처분(취득)	-57	-54	-56	-57
무형자산감소(증가)	-3	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-2	-11	-19	-27
기타투자활동	20	-1	-1	-4
재무활동으로 인한 현금흐름	-68	-25	-26	-27
장단기금융부채의 증가(감소)	-63	-3	-3	-3
자본의 증가(감소)	4	0	0	0
배당금의 지급	-21	-22	-23	-24
기타재무활동	12	0	0	0
현금의 증가	12	-11	25	7
기초현금	245	257	245	270
기말현금	257	245	270	277

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/17	12/18F	12/19F	12/20F
P/E (x)	25.0	39.2	25.9	24.4
P/CF (x)	17.5	28.0	20.3	18.6
P/B (x)	1.6	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA (x)	15.9	23.1	18.4	16.9
EPS (원)	8,761	5,887	8,916	9,467
CFPS (원)	12,508	8,258	11,376	12,416
BPS (원)	140,836	144,975	152,055	159,596
DPS (원)	1,911	2,011	2,111	2,211
배당성향 (%)	19.4	30.4	21.0	20.8
배당수익률 (%)	0.9	0.9	0.9	1.0
매출액증가율 (%)	10.7	1.1	4.7	6.4
EBITDA증가율 (%)	0.0	-22.7	22.9	7.5
조정영업이익증가율 (%)	-9.2	-36.0	43.9	12.2
EPS증가율 (%)	-32.4	-32.8	51.5	6.2
매출채권 회전을 (회)	5.6	5.2	5.3	5.3
재고자산 회전을 (회)	5.0	5.3	5.3	5.3
매입채무 회전을 (회)	8.6	10.5	10.2	10.3
ROA (%)	5.3	3.5	5.1	5.2
ROE (%)	7.0	4.5	6.5	6.6
ROIC (%)	9.9	5.4	8.4	8.8
부채비율 (%)	30.4	29.5	28.2	27.3
유동비율 (%)	387.1	396.4	416.7	431.9
순차입금/자기자본 (%)	-22.9	-22.6	-23.7	-24.0
조정영업이익/금융비용 (x)	19.2	15.3	22.7	26.0

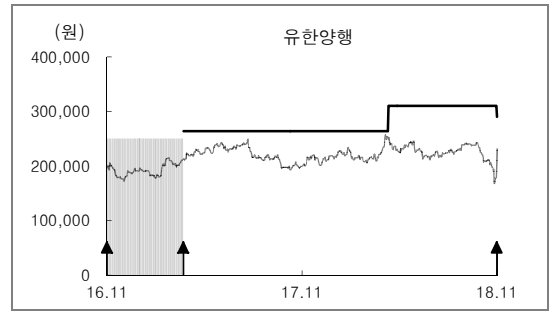
자료: 유한양행, 미래에셋대우 리서치센터

유한양행

1.4조원의 대규모 기술이전 계약 체결

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
유한양행(000100)				
2018.11.05	매수	290,000	-	-
2018.04.16	매수	310,000	-27.32	-18.71
2018.03.28	1년 경과 이후		-	-
2017.03.28	매수	263,516	-16.85	-5.27
2016.08.22	분석 대상 제외		-	-



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(□)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
73.71%	13.92%	12.37%	0.00%

* 2018년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.