

제약 (Overweight)

실적 눈높이 하향에도 YOY 이익 신장 기대

▶ Issue

커버리지 제약사 3Q19 Preview

▶ Pitch

- 3Q 실적 컨센서스 하회 예상하나, R&D 비용 증가에도 YOY/QOQ 개선된 실적 고무적
- 업종 투자의견 Overweight 유지. 잇따른 신약관련 부정적 이슈 노출로 업종주가와 밸류에이션 모두 17년 초로 회귀, R&D Premium 크게 희석된 가격이 투자 매력. 실적 회복과 R&D 모멘텀에 대한 기대 유효한 기업들 중심으로 매수 권고 가능
- Top picks 대웅제약과 유한양행. 2020년 각각 나보다 판매수익과 레이저티닙 기술료 수익으로 이익 레벨업 예상. 후속 R&D 모멘텀(HL036, YH25724)에 대한 기대도 유효

▶ Rationale

- 추석 연휴가 있었던 9월 실적이 변수이기는 하나 7~8월 합산 내수 원외처방 조제액 YOY +12%로 높은 신장률 보임에 따라 주요 제약사 3Q 내수 ETC 매출 양호한 신장률 기록 예상. 7개 커버리지 제약사 3Q 합산 별도 매출 YOY +8% 추정
- 7개사 3Q 합산 별도 영업이익 YOY +12%로 기존 추정치 대비 3% 하향했으나, 2Q18 이후 4개 분기 만에 턴어라운드 예상. 3Q R&D 비용 7개사 합산 YOY +165억으로 R&D와 EBIT 합산 증가율은 30% 내외, 2Q(+20%) 대비 본업 수익성 추가 개선
- 조정된 실적 기준 7개사 합산 추정 OP 4Q +53%로 이익 모멘텀 회복 기조 유지 예상

(단위: 원, 십억원)

회사명 코드	한미약품 (128940)	유한양행 (000100)	녹십자 (006280)	대웅제약 (069620)	동아에스티 (170900)	종근당 (185750)	일동제약 (249420)
투자의견	BUY 유지	BUY 유지	BUY 유지	STRONG BUY 유지	BUY 유지	BUY 유지	BUY 유지
목표주가	430,000 하향	330,000 유지	160,000 유지	260,000 유지	120,000 하향	130,000 하향	22,000 하향
상승여력(%)	55.8%	44.4%	41.0%	74.5%	42.7%	55.9%	43.8%
변경 후 (3Q19)							
매출액	203.3	384.8	321.7	259.9	150.9	272.8	137.2
영업이익	7.5	10.9	28.9	14.1	10.4	19.7	5.0
순이익	0.7	9.7	21.1	9.1	8.6	13.0	3.6
변경 전							
매출액	203.3	384.8	321.7	259.9	149.4	259.4	142.8
영업이익	9.3	10.9	28.9	14.1	10.3	19.1	7.0
순이익	2.1	9.7	21.1	9.1	8.9	12.4	5.6
컨센서스							
매출액	256.3	387.3	369.7	257.3	148.8	253.3	142.8
영업이익	17.9	13.9	29.1	15.4	9.0	20.1	7.0
순이익	8.7	8.6	19.0	10.1	7.1	14.2	5.6
%변경전*후 변화율(%)							
매출액	0.0	0.0	0.0	0.0	1.0	5.2	(3.9)
영업이익	(20.3)	0.0	0.0	0.0	0.4	2.8	(27.9)
순이익	(65.8)	0.0	0.0	0.0	(3.8)	4.9	(35.4)
전년동기 대비 (yoy, %)							
매출액	11.8	2.4	5.8	12.0	7.2	16.1	7.1
영업이익	(39.5)	149.0	2.3	75.1	26.6	(6.5)	28.6
순이익	(88.4)	157.0	5.3	102.4	41.7	(4.0)	19.8
전분기 대비 (qoq, %)							
매출액	(5.6)	8.2	6.3	(1.4)	(0.4)	2.4	0.5
영업이익	(57.5)	2356.7	61.3	(17.6)	4.8	3.6	(38.3)
순이익	(95.4)	104.3	흑전	(26.3)	0.2	2.9	(39.3)

Note: K-IFRS 별도 기준(한미약품, 녹십자는 연결 기준 컨센서스) ./ Source: KTB투자증권

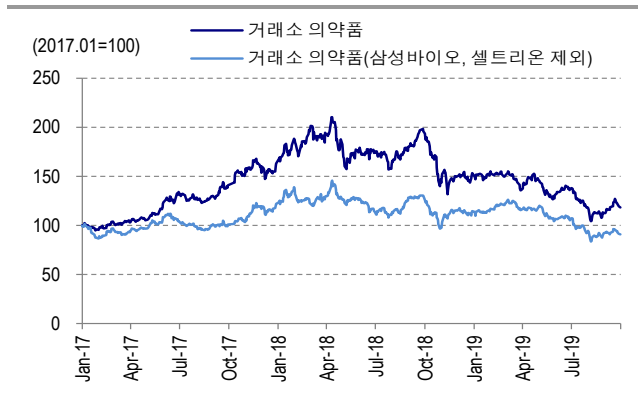
Fig. 01: KTB 커버리지 제약사 분기별 실적 추이

(단위: 억원)

매출액	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018Y	YOY	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2019E	YOY
한미약품	1,796	1,917	1,819	2,418	7,950	13.1%	2,049	2,154	2,033	2,285	8,521	7.2%
유한양행	3,361	3,834	3,756	4,116	15,068	3.8%	3,419	3,557	3,848	3,858	14,682	-2.6%
녹십자	2,493	2,907	3,040	2,974	11,414	3.9%	2,353	3,026	3,217	3,166	11,763	3.1%
종근당	2,184	2,372	2,350	2,651	9,557	8.1%	2,339	2,664	2,728	2,991	10,722	12.2%
대웅제약	2,159	2,382	2,320	2,574	9,435	8.9%	2,381	2,634	2,599	2,665	10,280	9.0%
동아에스티	1,356	1,524	1,408	1,385	5,672	2.2%	1,426	1,516	1,509	1,479	5,930	4.5%
일동제약	1,189	1,256	1,281	1,308	5,034	9.3%	1,291	1,365	1,372	1,369	5,396	7.2%
합계	14,539	16,191	15,974	17,428	64,131		15,258	16,917	17,306	17,814	67,294	
전체	2.8%	9.0%	1.5%	12.7%	6.5%		4.9%	4.5%	8.3%	2.2%	4.9%	
한미제외	12,742	14,274	14,155	15,009	56,181		13,209	14,762	15,273	15,529	58,773	
한미약품 제외	3.1%	8.7%	1.1%	9.7%	5.7%		3.7%	3.4%	7.9%	3.5%	4.6%	
영업이익	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018Y	YOY	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2019E	YOY
한미약품	87	152	123	70	433	-7.8%	76	176	75	49	375	-13.4%
유한양행	257	239	44	70	609	-24.2%	128	4	109	136	378	-38.0%
녹십자	123	97	282	(39)	463	-41.2%	3	179	289	68	539	16.4%
종근당	192	186	210	192	780	-0.1%	167	190	197	195	749	-4.0%
대웅제약	80	100	80	47	308	-31.1%	102	171	141	99	512	66.5%
동아에스티	105	201	82	6	394	63.8%	205	99	104	58	465	18.0%
일동제약	65	74	39	98	276	10.8%	80	81	50	73	284	2.9%
합계	909	1,049	861	444	3,263		760	900	964	678	3,302	
전체	5.8%	1.0%	-39.4%	-3.6%	-13.6%		-16.3%	-14.2%	11.9%	52.8%	1.2%	
한미제외	822	897	738	373	2,830		685	725	889	629	2,927	
한미약품 제외	17.0%	0.7%	-40.2%	-22.3%	-14.5%		-16.7%	-19.2%	20.5%	68.5%	3.4%	

Note: K-IFRS 별도 기준/ Source: KTB투자증권

Fig. 02: KOSPI 의약품 업종지수 추이



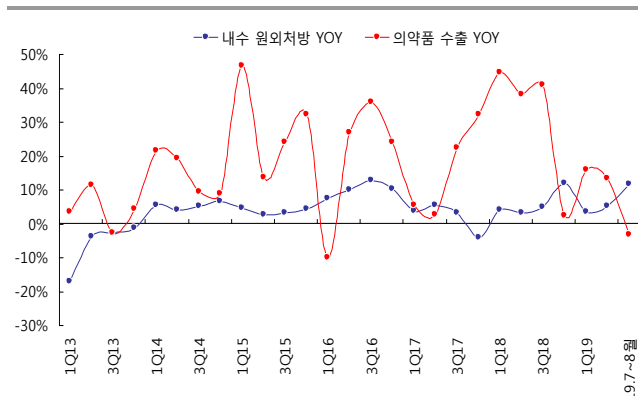
Source: Dataguide, KTB투자증권

Fig. 03: KOSPI 의약품 업종 Fw12M PER 추이



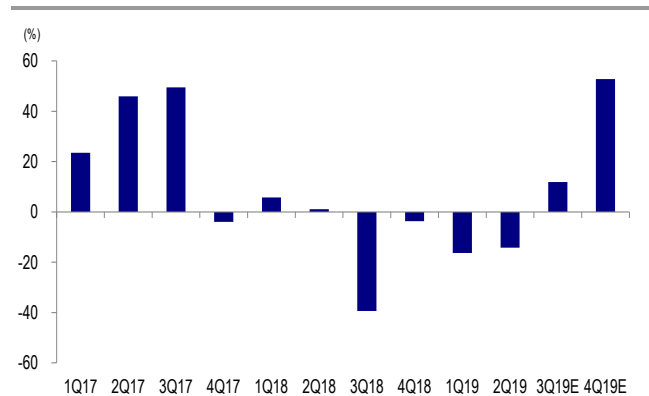
Source: Dataguide, KTB투자증권

Fig. 04: 분기별 원외처방 조제액과 의약품 수출액 YOY 추이



Source: 업계 자료, 관세청, KTB투자증권

Fig. 05: KTB 커버리지 제약 7개사 합산 분기 영업이익 YOY



Note: K-IFRS 별도 기준/ Source: KTB투자증권

한미약품 (128940)

3Q19 Preview: 90억 규모의 기술료 감익이 부담

Investment Point

- 3Q 별도 매출 2,033억(YOY +12%) 추정. 16.11월부터 분할 인식해왔던 HM95573 (RAF inhibitor) 기술수출 계약금 19.4월까지만 반영됨에 따라 기술료 YOY 92억 감소. 그럼에도 주력 ETC 품목 처방조사와 수출실적 확대에 높은 매출신장을 유지 기대
- 3Q 별도 영업이익 YOY 50억 내외 감소한 75억(YOY -40%) 추정. 본업 호조에도 기술료 감소로 인한 60억 규모의 이익 감소가 실적에 부담. 기존 추정치 대비 하향은 R&D 비용 상향 반영 영향. 사노피와의 계약조정에 따른 Efteglenatide 임상 3상 비용 부담 축소에도 다양한 후속 신약 Pipeline 임상 진행에 따라 R&D 비용 YOY 40억 순증 예상
- 북경한미 3Q YOY 8% 내외 매출 신장, R&D 비용 증가로 영업이익은 30% 내외 감소 예상. 북경한미 포함 연결 매출 2,600억, 영업이익 140억 내외로 컨센서스 하회 전망
- 연속된 기술수출 반환 이슈에 따라 훼손된 R&D 가치 반영을 위해 영업가치 Target multiple 기존 대비 10% 하향. 목표가 45만원에서 43만원으로 하향조정, 투자 의견은 BUY 유지. 현 주가 사노피로 L/O한 Efteglenatide와 LAPS Insulin combo 신약가치 제로 반영 중으로 향후 Efteglenatide 글로벌 3상 종료, Rolontis 미국 BLA 허가, LAPS Triple Agonist L/O 등 다양한 R&D 이벤트 통한 업사이드 리스크 존재

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
목표주가	430,000	450,000	하향
Earnings			하향

Valuation wide	2018	2019E	2020E
PER(배)	421.9	184.7	678.7
PBR(배)	10.4	6.2	6.2
EV/EBITA(배)	76.9	51.8	53.6
배당수익률(%)	0.1	0.2	0.2

Fig. 06: 한미약품 3Q19 Preview

(단위 : 십억원)

	당사 추정치	당사 기존 추정치 대비	전년 동기 대비(yoy)	전분기 대비(qoq)	시장 컨센서스 대비
	2019.09(E)	2019.09(E) 차이(%)	2018.09A 차이(%)	2019.06A 차이(%)	2019.09(E) 차이(%)
매출액	203.3	203.3 0.0	181.9 11.8	215.4 (5.6)	256.3 -
영업이익	7.5	9.3 (20.3)	12.3 (39.5)	17.6 (57.5)	17.9 -
순이익	0.7	2.1 (65.8)	6.2 (88.4)	15.6 (95.4)	8.7 -
이익률(%)					
영업이익	3.7	4.6	6.8	8.1	7.0
순이익	0.4	1.0	3.4	7.2	3.4
이익률 차이(%P)					
영업이익		(0.9)	(3.1)	(4.5)	(3.3)
순이익		(0.7)	(3.1)	(6.9)	(3.0)

Note: 컨센서스는 K-IFRS 연결 기준, 나머지는 K-IFRS 별도 기준

Source: 한미약품, KTB투자증권

Fig. 07: 한미약품 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(%P)			
	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06
매출액	203.3	228.5	212.1	229.6	203.3	228.5	212.1	229.6	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	9.3	5.3	6.4	10.3	7.5	4.9	6.5	10.0	(20.3)	(7.2)	1.4	(3.3)
영업이익률(%)	4.6	2.3	3.0	4.5	3.7	2.1	3.1	4.3	(0.9)	(0.2)	0.0	(0.2)
EBITDA	19.5	15.8	16.9	20.9	17.6	15.3	16.9	20.5	(9.9)	(3.2)	(0.2)	(2.3)
EBITDA이익률(%)	9.6	6.9	8.0	9.1	8.6	6.7	8.0	8.9	(1.0)	(0.2)	0.0	(0.2)
순이익	2.1	0.0	0.0	2.4	0.7	0.0	0.0	2.4	(65.8)	적지	흑전	(0.9)

Note: K-IFRS 별도 기준

Source: 한미약품, KTB투자증권

Fig. 08: 한미약품 SOTP Valuation (변경 전)

	기업가치(억원)	주당가치(원)	비중	Valuation 방법
A. 영업가치	20,727	186,526	36.0%	Fw12M 별도 추정 실적 기준 Target EV/(EBIT(기술료 제외)+R&D) multiple 10.6배 적용 (커버리지 대형 제약사 2005~2014Y 10년 평균)
B. 비영업가치	5,580	50,214	9.7%	
보유 지분가치(계열사)	5,580	50,214	9.7%	
북경한미(73.68%)	5,292	47,622	9.2%	19년 예상 순이익 기준 PER 20X 적용
한미정밀화학(63%)	288	2,592	0.5%	장부가
C. 신약가치	31,292	281,608	54.3%	
Efpeglenatide(LAPS GLP-1 agonist)	16,409	147,667	28.5%	Sanofi 기술수출(NPV 귀속분 70% 반영)
LAPS Insulin combo	4,139	37,245	7.2%	Sanofi 기술수출(NPV 귀속분 70% 반영)
HM95573(RAF inhibitor)	4,549	40,933	7.9%	Genentech에 총 9.1억달러로 기술수출(NPV 귀속분 70% 반영)
Rolontis(eflapegrastim)	3,036	27,324	5.3%	Spectrum에 기술수출(NPV 귀속분 70% 반영)
Poziotinib(HM781-36B)	3,160	28,439	5.5%	Spectrum에 기술수출(NPV 귀속분 70% 반영)
D. 총기업가치(A+B+C)	57,599	518,348	100.0%	
E. 채권자가치(순차입금)	7,455	67,090		2019년말 추정 기준
G. 주주가치(D-E)	50,144	451,258	-	

Source: KTB투자증권

Fig. 09: 한미약품 SOTP Valuation (변경 후)

	기업가치(억원)	주당가치(원)	비중	Valuation 방법
A. 영업가치	19,133	172,183	34.6%	Fw12M 별도 추정 실적 기준 Target EV/(EBIT(기술료 제외)+R&D) multiple 9.6배 적용 (커버리지 대형 제약사 2005~2014Y 10년 평균 10% 할인)
B. 비영업가치	4,930	44,365	8.9%	
보유 지분가치(계열사)	4,930	44,365	8.9%	
북경한미(73.68%)	4,642	41,773	8.4%	19년 예상 순이익 기준 PER 20X 적용
한미정밀화학(63%)	288	2,592	0.5%	장부가
C. 신약가치	31,292	281,608	56.5%	
Efpeglenatide(LAPS GLP-1 agonist)	16,409	147,667	29.6%	Sanofi 기술수출(NPV 귀속분 70% 반영)
LAPS Insulin combo	4,139	37,245	7.5%	Sanofi 기술수출(NPV 귀속분 70% 반영)
HM95573(RAF inhibitor)	4,549	40,933	8.2%	Genentech에 총 9.1억달러로 기술수출(NPV 귀속분 70% 반영)
Rolontis(eflapegrastim)	3,036	27,324	5.5%	Spectrum에 기술수출(NPV 귀속분 70% 반영)
Poziotinib(HM781-36B)	3,160	28,439	5.7%	Spectrum에 기술수출(NPV 귀속분 70% 반영)
D. 총기업가치(A+B+C)	55,355	498,156	100.0%	
E. 채권자가치(순차입금)	7,928	71,347		2019년말 추정 기준
G. 주주가치(D-E)	47,427	426,810	-	

Source: KTB투자증권

Fig. 010: 한미약품 실적 현황 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	179.6	191.7	181.9	241.8	204.9	215.5	203.3	228.5	795.0	852.1	908.1
내수	155.0	158.1	149.9	179.1	164.2	172.3	159.6	180.5	642.1	676.6	723.5
의약품	145.8	147.0	140.7	163.9	153.3	167.3	159.6	180.5	597.4	660.7	723.5
기타(기술료 등)	9.2	11.1	9.2	15.2	10.9	5.0	-	-	44.7	15.9	0.0
수출	24.6	33.6	32.0	62.7	40.7	43.1	43.7	48.0	152.9	175.5	184.6
API	13.3	13.1	11.8	12.2	13.8	19.0	16.4	16.4	50.4	65.6	68.9
완제	11.3	20.5	20.2	50.5	26.9	24.1	27.3	31.6	102.5	109.9	115.7
영업이익	8.7	15.2	12.3	7.0	7.6	17.6	7.5	4.9	43.3	37.5	32.7
세전이익	9.3	17.7	2.7	-6.3	2.0	25.1	1.2	-1.5	23.4	26.7	6.7
순이익	5.8	10.2	6.2	-9.4	1.0	15.6	0.7	0.0	12.8	17.4	4.7
영업이익률(%)	4.8%	7.9%	6.8%	2.9%	3.7%	8.1%	3.7%	2.1%	5.4%	4.4%	3.6%
% YoY											
매출액	0.9%	11.5%	4.3%	35.7%	14.1%	12.4%	11.8%	-5.5%	13.1%	7.2%	6.6%
영업이익	-44.5%	3.4%	-33.6%	흑전	-12.8%	15.4%	-39.5%	-30.2%	-7.8%	-13.3%	-12.8%
세전이익	-33.0%	763.9%	-77.2%	적지	-78.0%	41.5%	-57.2%	적지	-4.2%	14.1%	-74.9%
순이익	-48.9%	69.5%	-57.9%	적전	-82.3%	53.2%	-88.4%	-	-67.0%	36.3%	-73.0%

Note: K-IFRS 별도 기준 / Source: 한미약품, KTB투자증권

재무제표 (한미약품 별도)

대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	459.5	355.9	430.1	408.9	417.7
현금성자산	27.9	10.3	12.4	0.8	8.0
매출채권	201.8	132.7	168.8	164.1	173.6
재고자산	172.8	182.3	217.7	211.6	203.4
비유동자산	931.6	1,037.9	1,154.8	1,186.1	1,196.3
투자자산	215.7	214.6	252.5	262.8	273.5
유형자산	682.1	787.9	863.7	881.8	878.1
무형자산	33.9	35.4	38.5	41.6	44.8
자산총계	1,391.1	1,393.8	1,584.9	1,595.0	1,614.0
유동부채	602.9	388.8	425.9	434.4	442.7
매입채무	43.1	49.3	55.9	60.4	64.5
유동성이자부채	270.2	190.0	271.6	271.6	271.6
비유동부채	214.5	450.2	600.6	603.3	606.1
비유동이자부채	184.9	405.9	533.6	533.6	533.6
부채총계	817.4	839.0	1,026.5	1,037.7	1,048.8
자본금	27.9	28.5	29.0	29.0	29.0
자본잉여금	398.1	397.5	396.9	396.9	396.9
이익잉여금	154.7	145.5	157.2	156.1	164.0
자본조정	(6.9)	(16.6)	(24.8)	(24.8)	(24.8)
자기주식	(15.7)	(21.3)	(25.2)	(25.2)	(25.2)
자본총계	573.7	554.8	558.4	557.3	565.2
투하자본	948.7	1,108.7	1,293.1	1,301.4	1,299.5
순차입금	427.2	585.7	792.8	804.4	797.2
ROA	2.8	0.9	1.2	0.3	0.9
ROE	7.0	2.3	3.1	0.8	2.4
ROIC	4.6	2.3	2.0	1.8	2.3

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	(112.0)	4.9	(44.2)	59.6	58.6
당기순이익	38.7	12.8	17.4	4.7	13.6
자산상각비	23.6	34.5	39.7	42.1	43.7
운전자본증감	(187.9)	(96.4)	23.6	18.0	6.7
매출채권감소(증가)	(7.1)	57.5	(38.1)	4.7	(9.4)
재고자산감소(증가)	(48.7)	(20.4)	(36.5)	6.1	8.2
매입채무증가(감소)	(6.8)	6.2	6.5	4.5	4.1
투자현금	(128.2)	(152.7)	(150.2)	(65.5)	(45.6)
단기투자자산감소	140.1	0.0	0.0	0.0	0.0
장기투자증권감소	0.1	0.0	(31.7)	(2.4)	(2.5)
설비투자	(243.1)	(166.8)	(110.9)	(54.5)	(34.0)
유무형자산감소	(7.3)	(9.6)	(7.6)	(8.6)	(9.2)
재무현금	146.7	129.8	196.5	(5.8)	(5.8)
차입금증가	153.1	140.9	206.0	0.0	0.0
자본증가	(6.5)	(11.1)	(9.5)	(5.8)	(5.8)
배당금지급	0.0	5.6	5.7	5.8	5.8
현금 증감	(98.0)	(17.6)	2.2	(11.7)	7.2
총현금흐름(Gross CF)	76.0	101.2	(67.7)	41.6	51.9
(-) 운전자본증가(감소)	50.6	48.0	116.4	(18.0)	(6.7)
(-) 설비투자	243.1	166.8	110.9	54.5	34.0
(+) 자산매각	(7.3)	(9.6)	(7.6)	(8.6)	(9.2)
Free Cash Flow	(240.2)	(147.8)	(194.3)	(5.9)	13.0
(-) 기타투자	(0.1)	(0.0)	31.7	2.4	2.5
잉여현금	(240.1)	(147.8)	(226.1)	(8.3)	10.6

Source: KTB투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	702.6	795.0	852.1	908.1	970.0
증가율 (Y-Y,%)	2.2	13.1	7.2	6.6	6.8
영업이익	47.0	43.3	37.5	32.7	46.0
증가율 (Y-Y,%)	흑전	(7.8)	(13.4)	(12.8)	40.7
EBITDA	70.5	77.7	77.2	74.8	89.7
영업외손익	(22.5)	(19.9)	(10.8)	(25.9)	(25.0)
순이자수익	(8.8)	(8.6)	(23.8)	(25.9)	(25.0)
외화관련손익	(11.2)	(1.5)	0.2	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	24.4	23.4	26.7	6.7	21.0
당기순이익	38.7	12.8	17.4	4.7	13.6
증가율 (Y-Y,%)	881.2	(67.0)	36.0	(72.8)	188.9
NOPLAT	34.0	23.6	24.3	22.9	29.9
(+) Dep	23.6	34.5	39.7	42.1	43.7
(-) 운전자본투자	50.6	48.0	116.4	(18.0)	(6.7)
(-) Capex	243.1	166.8	110.9	54.5	34.0
OpFCF	(236.1)	(156.7)	(163.2)	28.4	46.3
3 Yr CAGR &					
매출액증가율(3Yr)	6.5	(10.6)	7.4	8.9	6.9
영업이익증가율(3Yr)	134.5	(37.9)	n/a	(11.4)	2.0
EBITDA증가율(3Yr)	49.7	(29.5)	56.5	2.0	4.9
순이익증가율(3Yr)	35.4	(54.3)	63.9	(50.4)	2.2
매출총이익율(%)	50.8	46.0	45.8	44.2	44.3
영업이익률(%)	6.7	5.4	4.4	3.6	4.7
EBITDA마진(%)	10.0	9.8	9.1	8.2	9.2
순이익률(%)	5.5	1.6	2.0	0.5	1.4

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	3,333	1,100	1,494	407	1,175
BPS	46,523	44,730	44,765	44,414	44,818
DPS	500	500	500	500	500
Multiples(x,%)					
PER	171.9	421.9	184.7	678.7	234.9
PBR	12.3	10.4	6.2	6.2	6.2
EV/ EBITDA	100.3	76.9	51.8	53.6	44.6
배당수익률	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
PCR	87.5	53.2	n/a	77.0	61.7
PSR	9.5	6.8	3.8	3.5	3.3
재무건전성 (%)					
부채비율	142.5	151.2	183.8	186.2	185.6
Net debt/Equity	74.5	105.6	142.0	144.3	141.0
Net debt/EBITDA	605.7	753.5	1,027.4	1,076.0	889.1
유동비율	76.2	91.5	101.0	94.1	94.4
이자보상배율	5.3	5.0	1.6	1.3	1.8
이자비용/매출액	1.4	2.3	2.8	2.9	2.6
자산구조					
투하자본(%)	79.6	83.1	83.0	83.2	82.2
현금+투자자산(%)	20.4	16.9	17.0	16.8	17.8
자본구조					
차입금(%)	44.2	51.8	59.1	59.1	58.8
자기자본(%)	55.8	48.2	40.9	40.9	41.2

유한양행 (000100)

3Q19 Preview: YOY/QOQ 이익 모멘텀 회복세 전환 예상

Investment Point

- 3Q 별도 매출 3,848억(YOY +2%) 추정으로 컨센서스 부합 전망. 기술료 57억 추정, 길리어드(NASH 신약 후보물질), 안센(Lazertinib)으로부터 유입되는 기술료 각각 19억, 39억. 변동성 있는 Lazertinib 기술료 1~2Q 평균 금액으로 반영 중. 베링거(YH25724) 기술료는 미반영된 수치, 3Q부터 분할 인식(분기 36억) 계획이나 앞서 길리어드와 안센 기술료 인식 시점 변동 있었던 만큼 보수적으로 제외. 기술료 제외시 매출신장률 YOY는 +1%로 부진하나, QOQ는 +7%로 회복
- 3Q 별도 영업이익 YOY 109억(YOY +149%) 추정. R&D 비용 YOY 70억 수준 반영. 컨센서스 대비 부진하나, 2Q 실적을 저점으로 YOY/QOQ 이익 모멘텀 회복세 전환. 9월 스피노프한 뉴오리진 사업부 영업손실 제외에 따라 4Q 별도 영업이익 추가 개선 전망
- 연결 자회사 유한화학 HCV API 재고손실 반영으로 상반기 100억 규모 영업손실 기록했으나, 3Q부터는 인정화 예상. 다만 연결 영업이익에 플러스 요인은 되지 못할 전망
- 목표가 33만원, 투자 의견 BUY 유지. 기술수출 신약과제 임상 진행에 이상 없는 만큼 2020년 대규모 개발 마일스톤 유입 기대감 유효하고, 2Q 실적을 저점으로 하반기 이익 모멘텀 회복 전망함에 따라 긍정적 추가 흐름 예상

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
목표주가	330,000		유지
Earnings			유지

Valuation wide	2018	2019E	2020E
PER(배)	32.0	38.8	28.7
PBR(배)	1.7	1.9	1.8
EV/EBITA(배)	23.5	32.9	21.1
배당수익률(%)	1.0	0.9	0.9

Fig. 011: 유한양행 3Q19 Preview

(단위 : 십억원)

	당사 추정치	당사 기존 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2019.09(E)	2019.09(E)	차이(%)	2018.09A	차이(%)	2019.06A	차이(%)	2019.09(E)	차이(%)
매출액	384.8	384.8	0.0	375.6	2.4	355.7	8.2	387.3	(0.6)
영업이익	10.9	10.9	0.0	4.4	149.0	0.4	2,356.7	13.9	(21.5)
순이익	9.7	9.7	0.0	3.8	157.0	4.8	104.3	8.6	13.0
이익률(%)									
영업이익	2.8	2.8		1.2		0.1		3.6	
순이익	2.5	2.5		1.0		1.3		2.2	
이익률 차이(%P)									
영업이익		0.0		1.7		2.7		(0.8)	
순이익		0.0		1.5		1.2		0.3	

Note: K-IFRS 별도 기준

Source: 유한양행, KTB투자증권

Fig. 012: 유한양행 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(%P)			
	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06
매출액	384.8	385.8	362.9	412.7	384.8	385.8	362.9	412.7	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	10.9	13.6	17.0	30.6	10.9	13.6	17.0	30.6	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익률(%)	2.8	3.5	4.7	7.4	2.8	3.5	4.7	7.4	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	20.8	23.4	26.6	40.1	20.8	23.4	26.6	40.1	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA이익률(%)	5.4	6.1	7.3	9.7	5.4	6.1	7.3	9.7	0.0	0.0	0.0	0.0
순이익	9.7	24.0	40.5	23.3	9.7	24.0	40.5	23.3	0.0	0.0	0.0	0.0

Note: K-IFRS 별도 기준

Source: 유한양행, KTB투자증권

Fig. 013: 유한양행 실적 현황 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	336.1	383.4	375.6	411.6	341.9	355.7	384.8	385.8	1,506.8	1,468.2	1,591.2
약품사업부	266.8	280.3	282.1	300.1	252.5	253.5	284.3	281.3	1,129.2	1,071.5	1,127.4
ETC	238.8	250.5	256.4	271.7	223.6	224.6	256.0	251.5	1,017.3	955.6	1,008.0
OTC	28.0	29.8	25.7	28.4	28.9	28.9	28.3	29.8	111.9	115.9	119.4
유통사업부	24.9	35.6	32.9	27.4	25.3	39.6	36.9	28.9	120.8	130.7	137.5
API사업부	41.4	63.8	56.8	79.5	49.9	55.1	52.7	67.0	241.5	224.6	266.9
수출	40.1	62.0	55.3	78.8	48.3	53.8	51.0	66.0	236.1	219.1	260.8
내수	1.3	1.8	1.5	0.8	1.6	1.3	1.6	1.0	5.4	5.5	6.1
기타	3.2	3.7	3.9	4.6	14.2	7.5	11.0	8.6	15.3	41.3	59.4
기술료	-	-	-	-	9.4	1.9	5.7	5.7	-	22.7	47.9
기타(위수탁 등)	3.2	3.7	3.9	4.6	4.8	5.6	5.2	2.9	15.3	18.6	11.5
영업이익	25.7	23.9	4.4	7.0	12.8	0.4	10.9	13.6	60.9	37.8	79.0
세전이익	59.4	28.0	6.4	21.0	47.2	7.2	15.5	31.8	114.8	101.7	141.6
순이익	44.5	18.8	3.8	14.4	37.2	4.8	9.7	24.0	81.5	75.7	102.1
영업이익률(%)	7.6%	6.2%	1.2%	1.7%	3.7%	0.1%	2.8%	3.5%	4.0%	2.6%	5.0%
% YoY											
매출액	-3.8%	8.7%	-0.3%	10.2%	1.7%	-7.2%	2.4%	-6.3%	3.8%	-2.6%	8.4%
영업이익	-7.4%	23.1%	-77.3%	-49.8%	-50.1%	-98.1%	149.0%	94.9%	-24.2%	-38.0%	109.4%
세전이익	14.0%	-10.8%	-72.1%	-46.5%	-20.4%	-74.4%	142.8%	51.1%	-21.2%	-11.4%	39.2%
순이익	9.9%	-16.9%	-75.1%	-55.6%	-16.5%	-74.7%	157.0%	66.4%	-26.4%	-7.2%	34.9%

Note: K-IFRS 별도 기준

Source: 유한양행, KTB투자증권

Fig. 014: 유한양행 SOTP Valuation

	기업가치(억원)	주당가치(원)	비중	Valuation 방법
A. 영업가치	19,267	181,887	54.8%	Fw12M 별도 추정 실적(안센 기술료 제외) Target EV/(EBIT+R&D) multiple 9.5배 (한미약품 제외 커버리지 대형 제약사 2005~2014Y 10년 평균 10% 할인)
B. YH25448(Lazertinib) 신약가치	4,519	42,661	12.9%	Janssen에 총 12.6억달러에 기술수출
C. 비영업가치	11,377	107,401	32.4%	
보유 지분가치(계열사)	4,757	44,907	13.5%	
유한킴벌리(30%)	3,585	33,844	10.2%	2019년 추정 EPS에 P/E 10X
유한화학(100%)	634	5,988	1.8%	장부가액
기타 계열사	538	5,075	1.5%	장부가액
보유 지분가치(투자유가증권)	1,129	10,658	3.2%	
제넥신(2.5%)	275	2,594	0.8%	현재가
테라젠이텍스(9.2%)	192	1,812	0.5%	현재가
바이오니아(6.4%)	103	968	0.3%	현재가
코스온(12.3%)	176	1,660	0.5%	현재가
기타	384	3,623	1.1%	비상장, 장부가액
유휴 부동산	907	8,561	2.6%	군포공장부지, 장부가
순현금	4,584	43,275	13.0%	2019년 말 추정 기준
D. 총기업가치(A+B+C)	35,162	331,949	100.0%	
E. 채권자가치	-	-	-	
F. 주주가치(D-E)	35,162	331,949	100.0%	

Source: KTB투자증권

재무제표 (유한양행 별도)

대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	933.9	944.4	1,055.7	1,128.7	1,192.1
현금성자산	489.8	434.9	464.1	507.6	542.0
매출채권	287.5	351.3	397.6	418.6	439.1
재고자산	113.5	121.0	156.3	164.5	172.6
비유동자산	876.6	975.6	989.8	1,009.9	1,030.7
투자자산	643.7	741.1	767.2	798.4	830.8
유형자산	214.5	208.7	197.0	186.2	174.7
무형자산	18.5	25.8	25.5	25.3	25.2
자산총계	1,810.5	1,920.0	2,045.4	2,138.6	2,222.8
유동부채	245.5	282.5	338.0	348.8	359.4
매입채무	126.9	121.0	173.0	182.1	191.0
유동성이자부채	0.0	0.0	1.9	1.9	1.9
비유동부채	77.0	83.2	106.1	110.2	114.6
비유동이자부채	0.0	0.0	3.8	3.8	3.8
부채총계	322.5	365.8	444.1	459.0	473.9
자본금	59.5	62.2	65.1	65.1	65.1
자본잉여금	118.5	115.8	112.9	112.9	112.9
이익잉여금	1,371.3	1,437.1	1,489.2	1,567.4	1,636.7
자본조정	(61.3)	(60.8)	(65.8)	(65.8)	(65.8)
자기주식	(152.8)	(165.1)	(167.1)	(167.1)	(167.1)
자본총계	1,488.0	1,554.3	1,601.3	1,679.6	1,748.9
투자자본	613.3	649.4	561.9	573.1	583.4
순차입금	(489.8)	(434.9)	(458.4)	(501.9)	(536.3)
ROA	6.3	4.4	3.8	4.9	4.3
ROE	7.7	5.4	4.8	6.2	5.4
ROIC	11.5	6.9	4.6	10.0	8.2

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	48.5	80.9	107.0	119.2	108.8
당기순이익	110.7	81.5	75.7	102.1	93.1
자산상각비	25.7	33.6	38.5	37.8	35.7
운전자본증감	(93.7)	(59.7)	(2.4)	(18.8)	(18.4)
매출채권감소(증가)	(46.3)	(63.3)	(45.3)	(21.0)	(20.5)
재고자산감소(증가)	(3.6)	(8.4)	(36.3)	(8.2)	(8.1)
매입채무증가(감소)	(29.0)	(12.3)	73.5	9.1	8.9
투자현금	(39.6)	(55.9)	(28.9)	(60.0)	(59.0)
단기투자자산감소	57.9	19.8	31.8	(8.1)	(8.5)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(8.5)	(17.6)	(18.6)
설비투자	(54.9)	(33.3)	(24.0)	(22.8)	(20.2)
유무형자산감소	(4.1)	0.5	(3.5)	(3.9)	(4.0)
재무현금	(1.4)	(34.1)	(25.7)	(23.8)	(23.8)
차입금증가	0.0	0.0	(1.0)	0.0	0.0
자본증가	(0.3)	(21.7)	(22.7)	(23.8)	(23.8)
배당금지급	20.5	21.7	22.7	23.8	23.8
현금 증감	4.7	(8.5)	54.2	35.3	25.9
총현금흐름(Gross CF)	116.6	120.3	99.3	138.0	127.2
(-) 운전자본증가(감소)	63.7	28.4	28.4	18.8	18.4
(-) 설비투자	54.9	33.3	24.0	22.8	20.2
(+) 자산매각	(4.1)	0.5	(3.5)	(3.9)	(4.0)
Free Cash Flow	(16.7)	4.7	67.9	59.2	49.8
(-) 기타투자	0.0	0.0	8.5	17.6	18.6
잉여현금	(16.7)	4.7	59.5	41.6	31.2

Source: KTB투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,452.0	1,506.8	1,468.2	1,591.2	1,635.7
증가율 (Y-Y,%)	10.7	3.8	(2.6)	8.4	2.8
영업이익	80.4	60.9	37.8	79.0	65.2
증가율 (Y-Y,%)	11.2	(24.2)	(38.0)	109.4	(17.6)
EBITDA	106.1	94.5	76.3	116.8	100.9
영업외손익	65.4	53.9	64.0	62.6	62.9
순이자수익	60.4	57.0	55.8	56.0	56.3
외화관련손익	(11.9)	1.1	1.6	0.0	0.0
지분법손익	0.5	0.0	4.5	6.0	6.0
세전계속사업손익	145.7	114.8	101.7	141.6	128.1
당기순이익	110.7	81.5	75.7	102.1	93.1
증가율 (Y-Y,%)	(9.5)	(26.4)	(7.2)	34.9	(8.8)
NOPLAT	61.1	43.2	28.1	57.0	47.4
(+) Dep	25.7	33.6	38.5	37.8	35.7
(-) 운전자본투자	63.7	28.4	28.4	18.8	18.4
(-) Capex	54.9	33.3	24.0	22.8	20.2
OpFCF	(31.8)	15.1	14.2	53.1	44.5
3 Yr CAGR &					
매출액증가율(3Yr)	12.9	10.4	3.8	3.1	2.8
영업이익증가율(3Yr)	6.2	(4.8)	(19.5)	(0.5)	2.3
EBITDA증가율(3Yr)	8.9	2.4	(6.4)	3.3	2.2
순이익증가율(3Yr)	10.8	(8.8)	(14.8)	(2.7)	4.5
매출총이익율(%)	27.8	27.1	29.5	32.1	31.2
영업이익률(%)	5.5	4.0	2.6	5.0	4.0
EBITDA마진(%)	7.3	6.3	5.2	7.3	6.2
순이익률(%)	7.6	5.4	5.2	6.4	5.7

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	8,704	6,387	5,884	7,954	7,252
BPS	113,089	117,558	121,089	127,120	132,456
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
Multiples(x, %)					
PER	24.1	32.0	38.8	28.7	31.5
PBR	1.9	1.7	1.9	1.8	1.7
EV/ EBITDA	21.0	23.5	32.9	21.1	24.1
배당수익률	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
PCR	23.3	22.1	30.0	21.5	23.4
PSR	1.9	1.8	2.0	1.9	1.8
재무건전성 (%)					
부채비율	21.7	23.5	27.7	27.3	27.1
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	380.4	334.3	312.3	323.6	331.7
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	n/a	n/a	0.0	0.0	0.0
자산구조					
투자자본(%)	35.1	35.6	31.3	30.5	29.8
현금+투자자산(%)	64.9	64.4	68.7	69.5	70.2
자본구조					
차입금(%)	0.0	0.0	0.4	0.3	0.3
자기자본(%)	100.0	100.0	99.6	99.7	99.7

녹십자 (006280)

3Q19 Preview: 내수 혈액제제와 백신제제 수익성 개선 기대

Investment Point

- 3Q 별도 매출 3,217억(YOY +6%) 추정. 노보노디스크 유통계약 종료에 따른 ETC 매출 공백과 터키 수주지연으로 인한 수두백신 수출 감소에도 내수 혈액제제(+6%)와 백신제제(+18%) 매출 호조로 외형 성장을 양호할 전망
- 3Q 별도 영업이익 289억 추정, YOY 신장률 2%에 그치나 R&D 비용이 30억 내외 순증 반영된 수치로 이를 고려하면 실질적인 이익신장률은 13% 내외 예상. 혈액제제는 낮은 단가의 혈장원료 투입으로, 백신제제는 4가 백신 ASP 개선으로 이익률 호조 전망
- 연결 자회사 합산 매출과 영업이익 각각 500억, 10억 내외 예상으로 3Q 연결 매출과 영업이익 3,700억, 300억 내외로 추정. 컨센서스 부합 전망
- 목표가 16만원, 투자 의견 BUY 유지. 2Q부터 실적 정상화 궤도에 올랐고, IMG 미국 진출 무산이 아니고 1~2년 내 재추진 계획이며, 헨터라제와 그린진F 중국허가 및 대상포진백신 미국 1상 등 여타 R&D Pipeline 순조롭게 임상 진척중임에 따라 주가 회복 기대

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
목표주가	160,000		유지
Earnings			유지

Valuation wide	2018	2019E	2020E
PER(배)	33.2	46.6	29.9
PBR(배)	1.6	1.4	1.3
EV/EBITA(배)	22.8	17.7	16.3
배당수익률(%)	0.7	0.9	0.9

Fig. 015: 녹십자 3Q19 Preview

(단위 : 십억원)

	당사 추정치	당사 기존 추정치 대비	전년 동기 대비(yoy)	전분기 대비(qoq)	시장 컨센서스 대비
	2019.09(E)	2019.09(E) 차이(%)	2018.09A 차이(%)	2019.06A 차이(%)	2019.09(E) 차이(%)
매출액	321.7	321.7 0.0	304.0 5.8	302.6 6.3	369.7 -
영업이익	28.9	28.9 0.0	28.2 2.3	17.9 61.3	29.1 -
순이익	21.1	21.1 0.0	20.0 5.3	(1.0) 흑전	19.0 -
이익률(%)					
영업이익	9.0	9.0	9.3	5.9	7.9
순이익	6.6	6.6	6.6	(0.3)	5.1
이익률 차이(%P)					
영업이익		0.0	(0.3)	3.1	1.1
순이익		0.0	(0.0)	6.9	1.4

Note: 컨센서스는 K-IFRS 연결 기준, 나머지는 K-IFRS 별도 기준

Source: 녹십자, KTB투자증권

Fig. 016: 녹십자 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(%, %P)			
	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06
매출액	321.7	316.6	252.5	322.3	321.7	316.6	252.5	322.3	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	28.9	6.8	3.2	19.5	28.9	6.8	3.2	19.5	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익률(%)	9.0	2.1	1.3	6.0	9.0	2.1	1.3	6.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	38.4	16.4	12.9	29.3	38.4	16.4	12.9	29.3	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA이익률(%)	11.9	5.2	5.1	9.1	11.9	5.2	5.1	9.1	0.0	0.0	0.0	0.0
순이익	21.1	5.2	3.2	14.3	21.1	5.2	3.2	14.3	0.0	0.0	0.0	0.0

Note: K-IFRS 별도 기준

Source: 녹십자, KTB투자증권

Fig. 017: 녹십자 실적 현황 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019F	2020F
매출액	249.3	290.7	304.0	297.4	235.3	302.6	321.7	316.6	1,141.4	1,176.3	1,256.3
내수	210.9	214.9	249.9	230.8	200.2	214.8	263.9	241.6	907.7	920.6	967.0
혈액제제	76.9	79.2	75.4	75.7	78.6	79.1	79.9	80.5	323.3	318.1	327.6
백신제제	38.9	38.2	73.7	45.7	33.5	41.4	87.6	58.0	199.0	220.5	235.9
ETC+기타	95.1	97.5	100.8	109.4	88.1	94.3	96.4	103.1	385.4	382.0	403.4
수출	38.4	75.8	54.1	66.6	35.2	87.8	57.8	75.0	233.7	255.8	289.3
혈액제제	17.9	27.0	37.6	35.7	26.6	35.4	42.6	40.8	118.7	145.4	159.9
백신제제	15.9	42.9	14.4	23.6	2.7	45.7	9.8	28.4	96.7	86.6	103.9
ETC+기타	4.6	5.9	2.1	7.3	5.9	6.7	5.4	5.8	18.2	23.8	25.5
영업이익	12.3	9.7	28.2	-3.9	0.3	17.9	28.9	6.8	46.3	53.9	59.3
세전이익	20.1	6.2	25.9	7.9	3.5	3.6	27.3	5.2	60.1	39.6	54.8
순이익	15.9	5.7	20.0	6.3	3.2	-1.0	21.1	5.2	47.9	28.4	44.4
영업이익률(%)	4.9%	3.3%	9.3%	-1.3%	0.1%	5.9%	9.0%	2.1%	4.1%	4.6%	4.7%
% YoY											
매출액	7.6%	3.1%	-0.8%	6.8%	-5.6%	4.1%	5.8%	6.5%	3.9%	3.1%	6.8%
영업이익	53.1%	-67.5%	-28.0%	적전	-97.6%	84.9%	2.3%	흑전	-41.2%	16.4%	10.1%
세전이익	293.8%	-78.6%	-29.6%	흑전	-82.5%	-42.4%	5.3%	-34.3%	-11.6%	-34.2%	38.5%
순이익	269.0%	-76.0%	-27.5%	흑전	-80.2%	적전	5.3%	-16.8%	-12.5%	-40.7%	56.2%

Note: K-IFRS 별도 기준

Source: 녹십자, KTB투자증권

Fig. 018: 녹십자 SOTP Valuation

	기업가치(억원)	주당가치(원)	비중	Valuation 방법
A. 영업가치	18,006	157,768	85.3%	Fw12M 추정 실적 기준 Target EV/(EBIT+R&D) multiple 10.5배 적용 (한미약품 제외 커버리지 대형 제약사 2005~2014Y 10년 평균)
B. 비영업가치	3,113	27,279	14.7%	주요 상장사(30% 할인)+비상장사(장부가) 합산 가치
상장사	3,107	27,222	14.7%	
녹십자랩셀(38.7%)	1,342	11,761	6.4%	현재가
녹십자셀(24.5%)	1,168	10,233	5.5%	현재가
녹십자엠에스(41.9%)	270	2,366	1.3%	현재가
유바이오로직스(7.9%)	142	1,241	0.7%	현재가
파맵신(5.7%)	104	911	0.5%	현재가
한일시멘트(1.3%)	59	517	0.3%	현재가
한일홀딩스(1.3%)	22	192	0.1%	현재가
비상장사	939	8,224	4.4%	
GCNA(46.8%)	506	4,430	2.4%	장부가
녹십자웰빙(29.8%)	112	977	0.5%	장부가
인백팜(92.5%)	71	623	0.3%	장부가
GCAM(25.9%)	67	588	0.3%	장부가
녹십자메디스(36.8%)	19	167	0.1%	장부가
녹십자지능(51.9%)	23	205	0.1%	장부가
기타	141	1,233	0.7%	장부가
C. 총기업가치(A+B)	21,120	185,047	100.0%	
D. 채권가치(순차입금)	2,964	25,970	-	2019년말 추정 기준
E. 주주가치(C-D)	18,156	159,077	100.0%	

Source: KTB투자증권

재무제표 (녹십자 별도)

대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	824.0	783.4	841.0	865.9	898.6
현금성자산	126.7	59.9	82.1	96.1	111.7
매출채권	322.3	342.3	363.3	368.5	376.9
재고자산	361.0	364.2	378.5	383.9	392.6
비유동자산	751.7	797.2	845.1	859.9	874.7
투자자산	167.6	199.5	218.8	227.7	236.9
유형자산	513.6	511.1	532.5	526.5	519.7
무형자산	70.5	86.7	93.8	105.7	118.1
자산총계	1,575.8	1,580.6	1,686.1	1,725.7	1,773.3
유동부채	220.7	260.9	300.3	305.7	312.4
매입채무	144.9	128.0	130.1	134.7	140.7
유동성이자부채	0.0	60.0	96.6	96.6	96.6
비유동부채	322.4	263.4	312.0	313.2	314.4
비유동이자부채	299.3	239.6	281.9	281.9	281.9
부채총계	543.1	524.3	612.3	618.9	626.9
자본금	58.4	58.4	58.4	58.4	58.4
자본잉여금	322.6	322.6	322.6	322.6	322.6
이익잉여금	672.4	710.6	727.7	760.7	800.3
자본조정	(20.8)	(35.4)	(34.9)	(34.9)	(34.9)
자기주식	(35.7)	(35.7)	(35.7)	(35.7)	(35.7)
자본총계	1,032.6	1,056.3	1,073.8	1,106.8	1,146.4
투하자본	1,096.8	1,200.0	1,271.8	1,286.8	1,306.7
순차입금	172.6	239.7	296.4	282.4	266.9
ROA	3.7	3.0	1.7	2.6	2.9
ROE	5.4	4.6	2.7	4.1	4.5
ROIC	5.9	3.2	3.1	3.8	4.2

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	46.4	12.2	42.3	75.0	78.5
당기순이익	54.8	47.9	28.4	44.4	51.0
자산상각비	31.1	34.0	37.7	39.7	41.8
운전자본증감	(67.7)	(82.8)	(5.3)	(5.5)	(10.5)
매출채권감소(증가)	(18.8)	(19.3)	(21.9)	(5.2)	(8.3)
재고자산감소(증가)	(56.3)	(7.4)	(13.0)	(5.5)	(8.7)
매입채무증가(감소)	39.5	(16.9)	2.3	4.7	5.9
투자현금	(17.7)	(66.4)	(71.5)	(49.6)	(51.5)
단기투자자산감소	18.1	0.0	0.0	0.0	0.0
장기투자증권감소	5.2	(9.9)	(1.8)	(4.0)	(4.2)
설비투자	(24.9)	(28.2)	(56.4)	(28.6)	(29.2)
유무형자산감소	(17.1)	(19.8)	(13.3)	(17.0)	(18.2)
재무현금	50.2	(14.3)	51.3	(11.4)	(11.4)
차입금증가	64.5	0.0	62.7	0.0	0.0
자본증가	(14.3)	(14.3)	(11.4)	(11.4)	(11.4)
배당금지급	14.3	14.3	11.4	11.4	11.4
현금 증감	72.2	(66.8)	22.2	14.0	15.6
총현금흐름(Gross CF)	114.1	95.0	47.6	80.4	89.0
(-) 운전자본증가(감소)	28.2	46.0	32.7	5.5	10.5
(-) 설비투자	24.9	28.2	56.4	28.6	29.2
(+) 자산매각	(17.1)	(19.8)	(13.3)	(17.0)	(18.2)
Free Cash Flow	28.7	(54.2)	(29.2)	25.4	27.0
(-) 기타투자	(5.2)	9.9	1.8	4.0	4.2
잉여현금	33.9	(64.1)	(30.9)	21.4	22.8

Source: KTB투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,098.5	1,141.4	1,176.3	1,256.3	1,342.7
증가율 (Y-Y,%)	6.3	3.9	3.1	6.8	6.9
영업이익	78.8	46.3	53.9	59.3	66.8
증가율 (Y-Y,%)	13.6	(41.2)	16.4	10.1	12.7
EBITDA	109.9	80.3	91.6	99.0	108.6
영업외손익	(10.8)	13.8	(14.3)	(4.5)	(4.4)
순이자수익	(3.3)	(4.2)	(4.4)	(4.5)	(4.4)
외화관련손익	(12.0)	2.8	0.8	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	68.0	60.1	39.6	54.8	62.4
당기순이익	54.8	47.9	28.4	44.4	51.0
증가율 (Y-Y,%)	(12.9)	(12.5)	(40.7)	56.2	14.9
NOPLAT	63.4	36.9	38.7	48.0	54.6
(+) Dep	31.1	34.0	37.7	39.7	41.8
(-) 운전자본투자	28.2	46.0	32.7	5.5	10.5
(-) Capex	24.9	28.2	56.4	28.6	29.2
OpFCF	41.4	(3.3)	(12.6)	53.7	56.7
3 Yr CAGR &					
매출액증가율(3Yr)	8.7	7.7	4.4	4.6	5.6
영업이익증가율(3Yr)	(3.2)	(18.3)	(8.1)	(9.0)	13.0
EBITDA증가율(3Yr)	0.9	(9.6)	(1.3)	(3.4)	10.6
순이익증가율(3Yr)	(3.4)	(24.3)	(23.2)	(6.7)	2.1
매출총이익율(%)	28.6	25.6	26.5	26.7	27.0
영업이익률(%)	7.2	4.1	4.6	4.7	5.0
EBITDA마진(%)	10.0	7.0	7.8	7.9	8.1
순이익률(%)	5.0	4.2	2.4	3.5	3.8

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	4,686	4,102	2,434	3,801	4,366
BPS	82,323	82,970	83,858	85,668	87,996
DPS	1,250	1,000	1,000	1,000	1,000
Multiples(x,%)					
PER	48.2	33.2	46.6	29.9	26.0
PBR	2.7	1.6	1.4	1.3	1.3
EV/ EBITDA	25.6	22.8	17.7	16.3	14.7
배당수익율	0.6	0.7	0.9	0.9	0.9
PCR	23.1	16.7	27.8	16.5	14.9
PSR	2.4	1.4	1.1	1.1	1.0
재무건전성 (%)					
부채비율	52.6	49.6	57.0	55.9	54.7
Net debt/Equity	16.7	22.7	27.6	25.5	23.3
Net debt/EBITDA	156.9	298.6	323.5	285.3	245.7
유동비율	373.4	300.3	280.0	283.2	287.6
이자보상배율	24.1	11.1	12.1	13.3	15.3
이자비용/매출액	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
자산구조					
투하자본(%)	78.8	82.2	80.9	79.9	78.9
현금+투자자산(%)	21.2	17.8	19.1	20.1	21.1
자본구조					
차입금(%)	22.5	22.1	26.1	25.5	24.8
자기자본(%)	77.5	77.9	73.9	74.5	75.2

대웅제약 (069620)

3Q19 Preview: QOQ 이익감소 불가피하나, 소송비용 확대 반영 영향

Investment Point

- 3Q 별도 매출 2,599억(YOY +12%) 추정으로 컨센서스 부합 전망. 관세청 통계 기준 보툴리눔 독소 미국향 수출 7~8월 누적으로 77억 기록, 나보타 수출 2Q(157억) 보다 감소한 100억 규모로 반영. 나보타 제외 매출 YOY +7%로 양호
- 3Q 별도 영업이익 141억 추정, YOY 신장률은 +75%이나 QOQ로는 -18%. 이익기여 높은 나보타 매출 감소 및 메디톡스와 소송비용 증가 영향. 국내 민사와 미국 ITC 소송 관련 군주 감정시험 시행과 결과서 제출 집중된 분기로 소송비용 2Q(40억) 대비 확대된 70억 반영. 오송 신공장 가동을 상순에 따라 기존 사업부 원가율은 개선 추세
- 목표가 26만원, 투자 의견 STRONG BUY 유지. Evolus 무료 Sample 마케팅 정책이 시행되었던 2Q보다 3~4Q 나보타 수출 감소된 수치로 확인될 수 있으나, Jeuveau의 미국 시장 침투를 긍정적임에 따라 2020년 나보타 수출은 최소 700억 내외 기대 가능. 식약처의 라니티딘 제제 의약품 잠정 판매중지 결정에 따른 알비스 실적 제외에도 2020년 연간 영업이익 823억(YOY +61%) 예상으로 높은 이익 모멘텀 유지 전망

STRONG BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	STRONG BUY		유지
목표주가	260,000		유지
Earnings			유지

Valuation wide	2018	2019E	2020E
PER(배)	1,474.5	48.0	25.5
PBR(배)	4.7	3.6	3.1
EV/EBITDA(배)	34.7	25.0	17.9
배당수익률(%)	0.3	0.4	0.4

Fig. 019: 대웅제약 3Q19 Preview

(단위 : 십억원)

	당사 추정치	당사 기존 추정치 대비	전년 동기 대비(yoy)	전분기 대비(qoq)	시장 컨센서스 대비
	2019.09(E)	2019.09(E) 차이(%)	2018.09A 차이(%)	2019.06A 차이(%)	2019.09(E) 차이(%)
매출액	259.9	259.9 0.0	232.0 12.0	263.4 (1.4)	257.3 1.0
영업이익	14.1	14.1 0.0	8.0 75.1	17.1 (17.6)	15.4 (8.6)
순이익	9.1	9.1 0.0	4.5 102.4	12.3 (26.3)	10.1 (10.2)
이익률(%)					
영업이익	5.4	5.4	3.5	6.5	6.0
순이익	3.5	3.5	1.9	4.7	3.9
이익률 차이(%P)					
영업이익		0.0	2.0	(1.1)	(0.6)
순이익		0.0	1.6	(1.2)	(0.4)

Note: K-IFRS 별도 기준

Source: 대웅제약, KTB투자증권

Fig. 020: 대웅제약 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(% , %P)			
	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06
매출액	259.9	266.5	244.6	272.0	259.9	266.5	244.6	272.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	14.1	9.9	14.4	19.1	14.1	9.9	14.4	19.1	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익률(%)	5.4	3.7	5.9	7.0	5.4	3.7	5.9	7.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	22.0	17.8	22.3	26.9	22.0	17.8	22.3	26.9	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA이익률(%)	8.5	6.7	9.1	9.9	8.5	6.7	9.1	9.9	0.0	0.0	0.0	0.0
순이익	9.1	10.2	7.4	15.4	9.1	10.2	7.4	15.4	0.0	0.0	0.0	0.0

Note: K-IFRS 별도 기준

Source: 대웅제약, KTB투자증권

Fig. 021: 대웅제약 실적 현황 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	215.9	238.2	232.0	257.4	238.1	263.4	259.9	266.5	943.5	1,028.0	1,084.1
우루사(ETC+OTC)	17.8	20.0	19.0	22.8	21.1	23.3	23.3	24.8	79.6	92.5	101.8
알비스	12.7	14.8	14.7	16.2	14.7	14.0	13.0	0.0	58.4	41.7	0.0
세비카	10.3	10.1	10.8	11.1	11.4	12.1	12.1	12.1	42.3	47.7	51.5
세비카 HCT	7.3	7.1	7.5	7.8	7.9	7.6	8.0	8.3	29.7	31.8	33.7
넥시움	9.4	9.2	9.0	10.0	9.7	9.5	10.5	11.0	37.6	40.7	46.8
올메텍(+플러스)	7.3	6.9	8.8	7.4	8.4	8.2	8.4	8.4	30.4	33.4	36.7
나보타	4.5	2.6	2.2	2.6	5.5	18.6	12.9	14.9	11.8	51.9	80.9
내수	4.2	2.1	1.6	2.0	2.2	2.9	2.9	2.9	9.9	10.9	10.9
수출	0.3	0.5	0.6	0.6	3.3	15.7	10.0	12.0	1.9	41.0	67.0
코프로모션수수료	8.9	9.7	9.5	10.8	11.0	10.6	10.6	10.8	38.9	43.0	47.3
기타	137.7	157.8	150.6	168.7	148.4	159.5	161.1	176.2	614.8	645.3	685.4
영업이익	8.0	10.0	8.0	4.7	10.2	17.1	14.1	9.9	30.8	51.2	82.3
세전이익	7.1	9.4	6.3	-7.0	7.8	14.2	12.7	8.5	15.8	43.1	76.8
순이익	5.0	7.7	4.5	-15.7	4.4	12.3	9.1	10.2	1.5	36.0	67.8
영업이익률(%)	3.7%	4.2%	3.5%	1.8%	4.3%	6.5%	5.4%	3.7%	3.3%	5.0%	7.6%
% YoY											
매출액	5.2%	7.1%	2.9%	20.5%	10.3%	10.6%	12.0%	3.5%	8.9%	9.0%	5.5%
영업이익	-17.9%	-28.3%	-44.7%	-26.2%	27.2%	70.6%	75.1%	110.4%	-31.1%	66.5%	60.6%
세전이익	5.0%	-48.3%	-55.6%	적전	9.8%	50.7%	102.4%	흑전	-61.4%	173.2%	78.2%
순이익	-0.6%	-43.8%	-57.5%	적전	-11.3%	60.2%	102.4%	흑전	-96.0%	2329.1%	88.3%

Note: K-IFRS 별도 기준

Source: 대웅제약, KTB투자증권

Fig. 022: 대웅제약 SOTP Valuation

Fw12M 추정 EBIT+R&D (억원) ㉠	1,650	별도 추정 실적 기준, 동기간 나보타 수출 이익기여분 제외
Target EV/(EBIT+R&D) multiple (배) ㉡	5.4	나보타 미국 L/O 전인 2005~2013Y 8개년 기말 평균 EV/(R&D+EBIT) 10% 할인
순차입금 (억원) ㉢	3,408	2019년말 추정치
영업가치 (억원) ① = ㉠×㉡-㉢	5,527	Fw12M 별도 추정 실적 기준 implied PER 11배 현재 의약품 업종(삼성바이오, 셀트리온 제외 기준) Fw12M PER는 24배
나보타 사업 가치 (억원) ㉣	10,251	2020년 나보타 수출 세후영업이익(OPM 60%, 법인세율 15%) 기준 메디톡스, 휴젤 시가총액 가중평균 Fw12M PER 30배 적용
HL036 신약가치 (억원) ㉤	7,947	대웅제약과 한올바이오파마 수익배분 5:5
한올바이오파마 지분 가치 (억원) ㉦	2,957	지분율 30%, 보유 지분가치(최근 6M 주가 평균) 30% 할인
비영업가치 (억원) ② = ㉣+㉤+㉦	21,154	
적정 시가총액 (억원) ①+②	26,681	
보통주 발행주식수(천주)	10,321	자사주(127만주) 제외 발행주식수 기준
목표가 (원)	258,513	

Source: KTB투자증권

재무제표 (대웅제약 별도)

대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	368.0	382.9	387.7	450.2	532.1
현금성자산	42.3	34.8	45.9	78.6	132.5
매출채권	141.7	161.7	167.0	181.2	196.1
재고자산	162.3	154.7	142.7	158.0	170.9
비유동자산	685.5	693.4	722.6	731.8	744.0
투자자산	301.6	307.2	319.5	332.5	346.0
유형자산	307.3	314.7	320.1	322.4	326.7
무형자산	76.6	71.5	83.1	77.0	71.4
자산총계	1,053.5	1,076.3	1,110.3	1,182.0	1,276.1
유동부채	211.1	340.4	238.6	247.9	256.4
매입채무	53.7	57.1	58.3	64.6	69.8
유동성이자부채	93.3	202.4	104.3	104.3	104.3
비유동부채	295.0	197.6	302.8	303.7	304.5
비유동이자부채	289.3	179.5	282.4	282.4	282.4
부채총계	506.2	537.9	541.5	551.6	561.0
자본금	29.0	29.0	29.0	29.0	29.0
자본잉여금	100.4	100.4	100.4	100.4	100.4
이익잉여금	463.1	460.7	490.5	552.1	636.8
자본조정	(45.2)	(51.8)	(51.1)	(51.1)	(51.1)
자기주식	(44.9)	(44.9)	(44.9)	(44.9)	(44.9)
자본총계	547.3	538.4	568.8	630.4	715.1
투자자본	882.2	882.0	896.3	924.5	954.9
순차입금	340.3	347.1	340.8	308.1	254.2
ROA	3.6	0.1	3.3	5.9	7.4
ROE	6.9	0.3	6.5	11.3	13.5
ROIC	4.7	0.3	4.8	8.0	10.1

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	63.3	53.8	79.2	67.0	90.4
당기순이익	36.7	1.5	36.0	67.8	90.9
자산상각비	31.8	42.2	31.3	31.4	31.2
운전자본증감	(35.4)	(37.6)	13.6	(20.5)	(19.6)
매출채권감소(증가)	(6.7)	(20.9)	(5.8)	(14.2)	(14.8)
재고자산감소(증가)	(26.6)	0.5	9.1	(15.3)	(12.9)
매입채무증가(감소)	2.2	3.4	1.2	6.2	5.3
투자현금	(58.3)	(54.3)	(63.4)	(28.1)	(30.4)
단기투자자산감소	35.9	0.1	(15.5)	0.0	0.0
장기투자증권감소	(14.5)	(6.3)	(1.4)	(0.5)	(0.6)
설비투자	(58.6)	(52.7)	(29.1)	(27.1)	(29.3)
유무형자산감소	(26.6)	5.8	(17.3)	(0.5)	(0.5)
재무현금	(18.0)	(7.0)	(4.7)	(6.2)	(6.2)
차입금증가	(11.8)	(0.8)	1.3	0.0	0.0
자본증가	(6.2)	(6.2)	(6.0)	(6.2)	(6.2)
배당금지급	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2
현금 증감	(13.4)	(7.4)	11.1	32.7	53.8
총현금흐름(Gross CF)	98.6	91.4	65.5	87.5	110.0
(-) 운전자본증가(감소)	(6.4)	2.3	(2.7)	20.5	19.6
(-) 설비투자	58.6	52.7	29.1	27.1	29.3
(+) 자산매각	(26.6)	5.8	(17.3)	(0.5)	(0.5)
Free Cash Flow	5.0	(0.6)	31.4	38.9	60.0
(-) 기타투자	14.5	6.3	1.4	0.5	0.6
잉여현금	(9.5)	(6.8)	30.0	38.4	59.4

Source: KTB투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	866.8	943.5	1,028.0	1,084.1	1,172.9
증가율 (Y-Y,%)	9.2	8.9	9.0	5.5	8.2
영업이익	44.6	30.8	51.2	82.3	110.2
증가율 (Y-Y,%)	26.1	(31.1)	66.5	60.6	33.9
EBITDA	76.4	73.0	82.6	113.7	141.4
영업외손익	(3.7)	(15.0)	(8.1)	(5.5)	(5.1)
순이자수익	(6.6)	(8.4)	(9.6)	(9.7)	(9.7)
외화관련손익	(3.6)	1.1	1.8	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	40.9	15.8	43.1	76.8	105.1
당기순이익	36.7	1.5	36.0	67.8	90.9
증가율 (Y-Y,%)	11.4	(96.0)	2,329.1	88.3	34.2
NOPLAT	40.1	2.9	42.8	72.6	95.4
(+) Dep	31.8	42.2	31.3	31.4	31.2
(-) 운전자본투자	(6.4)	2.3	(2.7)	20.5	19.6
(-) Capex	58.6	52.7	29.1	27.1	29.3
OpFCF	19.8	(9.9)	47.6	56.4	77.6
3 Yr CAGR &					
매출액증가율(3Yr)	6.0	5.6	9.0	7.7	7.5
영업이익증가율(3Yr)	(6.0)	(17.6)	13.1	22.6	53.0
EBITDA증가율(3Yr)	2.8	(0.7)	13.4	14.1	24.6
순이익증가율(3Yr)	4.9	(68.9)	3.0	22.6	294.5
매출총이익율(%)	41.3	37.9	41.2	43.1	43.6
영업이익률(%)	5.1	3.3	5.0	7.6	9.4
EBITDA마진(%)	8.8	7.7	8.0	10.5	12.1
순이익률(%)	4.2	0.2	3.5	6.2	7.8

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	3,170	128	3,105	5,847	7,847
BPS	40,625	40,292	41,924	47,766	55,563
DPS	600	600	600	600	700
Multiples(x,%)					
PER	51.9	1,474.5	48.0	25.5	19.0
PBR	4.0	4.7	3.6	3.1	2.7
EV/ EBITDA	29.4	34.7	25.0	17.9	14.0
배당수익률	0.4	0.3	0.4	0.4	0.5
PCR	19.3	23.9	26.3	19.7	15.7
PSR	2.2	2.3	1.7	1.6	1.5
재무건전성 (%)					
부채비율	92.5	99.9	95.2	87.5	78.4
Net debt/Equity	62.2	64.5	59.9	48.9	35.6
Net debt/EBITDA	445.2	475.5	412.8	271.1	179.9
유동비율	174.3	112.5	162.5	181.6	207.5
이자보상배율	6.7	3.7	5.3	8.5	11.4
이자비용/매출액	0.9	0.9	1.0	0.9	0.9
자산구조					
투자자본(%)	71.9	72.1	71.0	69.2	66.6
현금+투자자산(%)	28.1	27.9	29.0	30.8	33.4
자본구조					
차입금(%)	41.1	41.5	40.5	38.0	35.1
자기자본(%)	58.9	58.5	59.5	62.0	64.9

동아에스티 (170900)

3Q19 Preview: 본업 실적 완만하지만 턴어라운드 지속

Investment Point

- 3Q 별도 매출 1,509억 추정, YOY +7%이나 QOQ로는 유사. 기술료 40억으로 전년동기와 동일한 규모 반영. SKK(Sanwa Kagaku Kenkyusho)사로 L/O 완료한 아라네스프 바이오시밀러 DA-3880 최근 일본에서 판매승인 완료함에 따라 마일스톤 유입 예상하나, 4Q에 인식 예정. ETC 완만하지만 턴어라운드 지속되고 있는 가운데 박카스 캄보디아 판매조조와 바이오의약품 브라질향 매출회복으로 수출사업부 10% 이상 신장 예상
- 3Q 별도 영업이익 YOY 20억 내외 증가한 104억 추정으로 컨센서스 소폭 상회 전망. 이익 순증은 영업실적 개선 보다는 R&D 비용 감소 반영(YOY -30억) 영향. 30억 규모의 원가성 비용이 일시적으로 반영되었던 전년동기 기저로 YOY 이익 모멘텀 긍정적
- R&D 기대심리 약화되고 있는 시장흐름 반영하여 Target multiple 할인을 확대(10%→20%) 적용, 목표가 13만원에서 12만원으로 하향조정. 투자 의견은 BUY 유지. ETC와 수출사업부 중심으로 본업 실적은 회복세이고, AbbVie DA-4501(면역항암제) 후보물질 도출 막바지 단계로 전임상 진입 기대와 미국 임상 1b 진행 중인 DA-1241(당뇨병) 1b 완료 후 신규 L/O 가능성 등 R&D 모멘텀 존재하기 때문

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
목표주가	120,000	130,000	하향
Earnings			유지

Valuation wide	2018	2019E	2020E
PER(배)	50.2	16.1	27.1
PBR(배)	1.5	1.2	1.1
EV/EBITA(배)	14.7	10.2	12.5
배당수익률(%)	1.0	1.2	1.2

Fig. 023: 동아에스티 3Q19 Preview

(단위 : 십억원)

	당사 추정치	당사 기존 추정치 대비	전년 동기 대비(yoy)	전분기 대비(qoq)	시장 컨센서스 대비
	2019.09(E)	2019.09(E) 차이(%)	2018.09A 차이(%)	2019.06A 차이(%)	2019.09(E) 차이(%)
매출액	150.9	149.4 1.0	140.8 7.2	151.6 (0.4)	148.8 1.4
영업이익	10.4	10.3 0.4	8.2 26.6	9.9 4.8	9.0 15.0
순이익	8.6	8.9 (3.8)	6.1 41.7	8.6 0.2	7.1 20.9
이익률(%)					
영업이익	6.9	6.9	5.8	6.5	6.0
순이익	5.7	6.0	4.3	5.7	4.8
이익률 차이(%P)					
영업이익		(0.0)	1.1	0.3	0.8
순이익		(0.3)	1.4	0.0	0.9

Note: K-IFRS 별도 기준

Source: 동아에스티, KTB투자증권

Fig. 024: 동아에스티 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(%, %P)			
	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06
매출액	149.4	145.2	141.6	152.6	150.9	147.9	141.6	159.8	1.0	1.9	0.0	4.7
영업이익	10.3	4.9	8.0	7.6	10.4	5.8	8.0	9.9	0.4	17.5	0.0	31.1
영업이익률(%)	6.9	3.4	5.7	5.0	6.9	3.9	5.7	6.2	0.0	0.5	0.0	1.3
EBITDA	15.3	9.9	13.1	12.6	15.4	10.9	13.1	15.0	0.7	9.4	0.2	19.0
EBITDA이익률(%)	10.3	6.8	9.2	8.2	10.2	7.3	9.2	9.4	0.0	0.5	0.0	1.1
순이익	8.9	3.9	6.4	5.8	8.6	4.6	6.0	6.9	(3.8)	15.8	(5.8)	19.5

Note: K-IFRS 별도 기준

Source: 동아에스티, KTB투자증권

Fig. 025: 동아에스티 실적 현황 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	135.6	152.4	140.8	138.5	142.6	151.6	150.9	147.9	567.2	593.0	616.6
ETC	76.5	72.3	77.9	74.9	75.2	76.9	80.5	79.7	301.6	312.3	330.2
수출	33.0	35.5	35.9	35.8	32.1	43.1	41.0	38.5	140.2	154.6	160.8
의료기기/진단	17.9	17.8	17.8	19.1	18.2	21.4	20.3	20.6	72.6	80.5	84.5
기타(기술료 등)	8.2	26.8	9.2	8.7	17.1	10.2	9.2	9.2	52.9	45.7	41.1
영업이익	10.5	20.1	8.2	0.6	20.5	9.9	10.4	5.8	39.4	46.5	34.0
세전이익	9.2	27.2	6.8	-17.6	26.9	11.4	9.6	5.1	25.6	53.0	31.3
순이익	7.6	21.6	6.1	-17.6	22.3	8.6	8.6	4.6	17.6	44.0	26.2
영업이익률(%)	7.8%	13.2%	5.8%	0.4%	14.4%	6.5%	6.9%	3.9%	6.9%	7.8%	5.5%
% YoY											
매출액	1.9%	14.9%	-2.1%	-4.7%	5.2%	-0.5%	7.2%	6.8%	2.2%	4.5%	4.0%
영업이익	113.4%	433.8%	-48.6%	흑전	94.6%	-50.9%	26.6%	866.1%	63.8%	18.0%	-26.9%
세전이익	흑전	373.6%	-52.1%	적지	191.4%	-57.9%	41.7%	흑전	흑전	106.8%	-40.9%
순이익	흑전	366.0%	-45.4%	적지	195.6%	-60.3%	41.7%	흑전	흑전	150.6%	-40.5%

Note: K-IFRS 별도 기준

Source: 동아에스티, KTB투자증권

Fig. 026: 동아에스티 목표가 산출 (변경 전)

2019년 추정 EBIT+R&D (억원) ㉠	1,162	일회성 수익 제외
Target EV/(EBIT+R&D) multiple (배) ㉡	9.5	한미 제외 커버리지 대형 제약사 2005~2014Y 10년 평균 10% 할인
순차입금 (억원) ㉢	-328	2019년말 추정치
적정 시가총액 (억원) ㉠ = ㉠×㉡-㉢	11,337	
보통주 발행주식수(천주)	8,438	자사주 제외
목표가 (원)	134,345	

Source: KTB투자증권

Fig. 027: 동아에스티 목표가 산출 (변경 후)

Fw12M 추정 EBIT+R&D (억원) ㉠	1,136	일회성 수익 제외
Target EV/(EBIT+R&D) multiple (배) ㉡	8.4	한미 제외 커버리지 대형 제약사 2005~2014Y 10년 평균 20% 할인
순차입금 (억원) ㉢	-268	2019년말 추정치
적정 시가총액 (억원) ㉠ = ㉠×㉡-㉢	9,838	
보통주 발행주식수(천주)	8,438	자사주 제외
목표가 (원)	116,582	

Source: KTB투자증권

재무제표 (동아에스티 별도)

대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	412.4	426.2	502.6	522.4	543.4
현금성자산	193.1	218.5	282.4	291.4	301.0
매출채권	107.3	89.9	94.4	99.3	104.5
재고자산	98.6	103.1	111.2	116.9	123.0
비유동자산	487.4	532.2	537.5	542.5	548.3
투자자산	138.7	195.0	203.9	212.2	220.8
유형자산	335.7	326.0	317.1	308.5	300.4
무형자산	13.0	11.2	16.5	21.8	27.2
자산총계	899.8	958.4	1,040.1	1,064.8	1,091.7
유동부채	219.5	269.0	232.6	238.0	243.7
매입채무	49.9	49.3	50.5	53.1	55.9
유동성이자부채	120.4	140.2	112.8	112.8	112.8
비유동부채	99.0	100.3	182.4	184.0	185.6
비유동이자부채	59.9	70.0	142.8	142.8	142.8
부채총계	318.5	369.3	415.0	422.0	429.4
자본금	42.2	42.2	42.2	42.2	42.2
자본잉여금	286.5	286.5	286.5	286.5	286.5
이익잉여금	93.0	111.3	146.8	164.5	184.0
자본조정	159.7	149.1	149.7	149.7	149.7
자기주식	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.7)
자본총계	581.3	589.1	625.1	642.9	662.4
투하자본	543.6	488.6	508.2	513.3	519.4
순차입금	(12.8)	(8.3)	(26.8)	(35.8)	(45.3)
ROA	(0.5)	1.9	4.4	2.5	2.6
ROE	(0.9)	3.0	7.3	4.1	4.3
ROIC	3.1	5.2	7.8	5.6	5.8

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	64.4	63.2	47.5	42.5	43.6
당기순이익	(5.2)	17.6	44.0	26.2	27.9
자산상각비	21.7	20.0	20.3	20.1	19.7
운전자본증감	15.3	(7.2)	7.9	(5.4)	(5.8)
매출채권감소(증가)	48.8	17.2	(2.0)	(4.9)	(5.2)
재고자산감소(증가)	6.1	(8.1)	(7.3)	(5.8)	(6.1)
매입채무증감(감소)	(38.4)	(1.4)	0.8	2.6	2.8
투자현금	(15.1)	(57.2)	(25.7)	(25.5)	(26.1)
단기투자자산감소	(0.1)	(0.0)	(11.8)	(0.5)	(0.5)
장기투자증권감소	(9.0)	(54.2)	5.2	(3.7)	(3.8)
설비투자	(10.7)	(7.7)	(11.0)	(10.8)	(10.7)
유무형자산감소	2.0	(0.5)	(5.9)	(6.0)	(6.3)
재무현금	(125.4)	19.3	30.3	(8.4)	(8.4)
차입금증가	(114.1)	30.0	38.7	0.0	0.0
자본증가	(4.2)	(4.2)	(8.4)	(8.4)	(8.4)
배당금지급	4.2	4.2	8.4	8.4	8.4
현금 증감	(94.5)	27.0	52.0	8.5	9.0
총현금흐름(Gross CF)	51.4	71.9	39.5	47.9	49.4
(-) 운전자본증가(감소)	(20.8)	(41.3)	21.4	5.4	5.8
(-) 설비투자	10.7	7.7	11.0	10.8	10.7
(+) 자산매각	2.0	(0.5)	(5.9)	(6.0)	(6.3)
Free Cash Flow	36.3	14.7	21.7	17.0	17.5
(-) 기타투자	9.0	54.2	(5.2)	3.7	3.8
잉여현금	27.4	(39.5)	27.0	13.3	13.7

Source: KTB투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	554.8	567.2	593.0	616.6	648.8
증가율 (Y-Y,%)	(1.0)	2.2	4.5	4.0	5.2
영업이익	24.1	39.4	46.5	34.0	35.8
증가율 (Y-Y,%)	58.6	63.8	18.0	(26.8)	5.2
EBITDA	45.8	59.4	66.8	54.1	55.6
영업외손익	(32.3)	(13.8)	6.5	(2.8)	(2.4)
순이자소득	(6.4)	(2.3)	(2.5)	(2.8)	(2.4)
외화관련손익	(26.0)	8.2	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	(8.2)	25.6	53.0	31.3	33.4
당기순이익	(5.2)	17.6	44.0	26.2	27.9
증가율 (Y-Y,%)	적전	흑전	150.8	(40.6)	6.8
NOPLAT	17.4	27.0	38.7	28.5	30.0
(+) Dep	21.7	20.0	20.3	20.1	19.7
(-) 운전자본투자	(20.8)	(41.3)	21.4	5.4	5.8
(-) Capex	10.7	7.7	11.0	10.8	10.7
OpFCF	49.3	80.6	26.6	32.4	33.3
3 Yr CAGR &					
매출액증가율(3Yr)	(0.8)	(0.0)	1.9	3.6	4.6
영업이익증가율(3Yr)	(20.7)	(10.2)	45.3	12.2	(3.1)
EBITDA증가율(3Yr)	(14.2)	(8.5)	22.6	5.7	(2.2)
순이익증가율(3Yr)	n/a	(28.5)	50.5	n/a	16.8
매출총이익율(%)	50.4	51.7	51.9	50.6	50.6
영업이익률(%)	4.3	6.9	7.8	5.5	5.5
EBITDA마진(%)	8.3	10.5	11.3	8.8	8.6
순이익률(%)	(0.9)	3.1	7.4	4.2	4.3

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	(620)	2,080	5,216	3,099	3,310
BPS	67,307	68,439	72,082	73,556	75,223
DPS	500	1,000	1,000	1,000	1,000
Multiples(x, %)					
PER	n/a	50.2	16.1	27.1	25.4
PBR	1.5	1.5	1.2	1.1	1.1
EV/ EBITDA	18.1	14.7	10.2	12.5	12.0
배당수익률	0.5	1.0	1.2	1.2	1.2
PCR	16.4	12.3	18.0	14.8	14.4
PSR	1.5	1.6	1.2	1.2	1.1
재무건전성 (%)					
부채비율	54.8	62.7	66.4	65.6	64.8
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	187.8	158.4	216.1	219.5	222.9
이자보상배율	3.8	17.5	18.7	12.3	14.7
이자비용/매출액	1.5	1.2	1.4	1.5	1.4
자산구조					
투하자본(%)	62.1	54.2	51.1	50.5	49.9
현금+투자자산(%)	37.9	45.8	48.9	49.5	50.1
자본구조					
차입금(%)	23.7	26.3	29.0	28.5	27.8
자기자본(%)	76.3	73.7	71.0	71.5	72.2

종근당 (185750)

3Q19 Preview: R&D 비용 증가에도 양호한 수익성 유지 전망

Investment Point

- 3Q 별도 매출 2,728억(YOY +16%) 추정으로 컨센서스 상회 전망. 7~8월 원외처방 조제약 YOY +9%로 호조이고, CJ헬스케어 케이캡(위식도역류질환 치료제) 신규 코프로모션 매출 긍정적. 상반기 분기별 40~50억 규모였던 케이캡 매출 3Q 100억 상회 예상
- 3Q 별도 영업이익 197억(YOY -7%) 추정으로 컨센서스 대체로 부합 전망. 높은 매출 신장에도 YOY 이익 감소는 R&D 비용 증가 영향. R&D 비용 2Q와 동일하게 YOY 50억 순증 반영했으나, 상반기 R&D 비용이 YOY 130억 순증한 만큼 비용 부담 완화 예상
- R&D 기대심리 약화되고 있는 시장흐름 반영하여 Target multiple 할인율 확대(30%→40%) 적용, 목표가 15만원에서 13만원으로 하향조정. 투자 의견은 BUY 유지. 현 주가 Fw12M PER 17배 내외로 업종 평균(25배) 대비 30% 이상 할인거래되고 있어 밸류에이션 매력적. 올해 뚜렷한 R&D 성과 부재했으나, 2020년에는 CKD-506(류마티스관절염) 유럽 2a상과 CKD-504(헌팅턴증후군) 미국 1상 종료에 따른 L/O 기대감 재개될 전망. 또한 최근 일본 품목허가를 완료한 NESP 바이오시밀러 완제품 수출 확대도 기대

BUY

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
목표주가	130,000	150,000	하향
Earnings			상향

Valuation wide	2018	2019E	2020E
PER(배)	24.8	17.5	16.5
PBR(배)	2.6	1.9	1.7
EV/EBITA(배)	11.1	9.4	8.8
배당수익률(%)	0.9	1.1	1.1

Fig. 028: 종근당 3Q19 Preview

(단위 : 십억원)

	당사 추정치	당사 기존 추정치 대비	전년 동기 대비(yoy)	전분기 대비(qoq)	시장 컨센서스 대비
	2019.09(E)	2019.09(E) 차이(%)	2018.09A 차이(%)	2019.06A 차이(%)	2019.09(E) 차이(%)
매출액	272.8	259.4 5.2	235.0 16.1	266.4 2.4	253.3 7.7
영업이익	19.7	19.1 2.8	21.0 (6.5)	19.0 3.6	20.1 (2.1)
순이익	13.0	12.4 4.9	13.6 (4.0)	12.7 2.9	14.2 (8.3)
이익률(%)					
영업이익	7.2	7.4	9.0	7.1	7.9
순이익	4.8	4.8	5.8	4.8	5.6
이익률 차이(%P)					
영업이익		(0.2)	(1.7)	0.1	(0.7)
순이익		(0.0)	(1.0)	0.0	(0.8)

Note: K-IFRS 별도 기준

Source: 종근당, KTB투자증권

Fig. 029: 종근당 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(%, %P)			
	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06
매출액	259.4	280.4	251.3	280.5	272.8	299.1	252.4	287.5	5.2	6.7	0.4	2.5
영업이익	19.1	18.3	17.5	19.0	19.7	19.5	17.5	20.0	2.8	6.8	0.5	5.4
영업이익률(%)	7.4	6.5	6.9	6.8	7.2	6.5	6.9	7.0	(0.2)	0.0	0.0	0.2
EBITDA	24.5	23.7	22.8	24.3	25.1	24.9	22.9	25.3	2.3	5.4	0.5	4.3
EBITDA이익률(%)	9.4	8.4	9.1	8.6	9.2	8.3	9.1	8.8	(0.3)	(0.1)	0.0	0.2
순이익	12.4	11.8	11.3	12.3	13.0	12.9	11.6	13.3	4.9	9.3	2.6	7.7

Note: K-IFRS 별도 기준

Source: 종근당, KTB투자증권

Fig. 030: 종근당 실적 현황 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	218.4	237.2	235.0	265.1	233.9	266.4	272.8	299.1	955.7	1,072.2	1,157.1
내수	208.4	226.9	226.4	245.5	227.6	253.9	263.2	280.5	907.2	1,025.2	1,108.2
자누비아F	27.8	37.5	33.0	34.2	33.4	34.8	33.3	34.2	132.5	135.7	139.8
글리아티린	10.6	13.4	13.9	14.9	13.4	15.1	15.1	15.6	52.9	59.1	65.0
아토젯	7.8	7.5	8.9	11.6	12.4	13.0	14.0	15.0	35.9	54.5	65.4
딜라트렌	10.6	11.2	11.2	11.1	11.5	11.6	11.6	11.4	44.1	46.2	47.6
리피로우	9.2	10.0	9.8	10.0	9.1	9.7	9.4	9.7	39.1	37.8	36.7
타크로벨	5.7	7.4	8.4	8.6	7.5	8.0	8.9	9.1	30.0	33.5	36.8
이모튼	7.4	9.3	8.6	6.6	7.5	8.7	8.6	7.5	31.9	32.2	33.2
기타	129.3	130.5	132.5	148.6	132.8	153.0	162.3	178.1	540.9	626.1	683.7
수출	10.0	10.3	8.6	19.6	6.3	12.5	9.6	18.6	48.5	47.0	48.9
영업이익	19.2	18.6	21.0	19.2	16.7	19.0	19.7	19.5	78.0	74.9	78.9
세전이익	12.6	18.5	19.4	18.7	15.2	18.1	18.6	18.5	69.2	70.7	74.8
순이익	3.0	12.7	13.6	13.3	10.7	12.7	13.0	12.9	42.6	49.5	52.3
영업이익률(%)	8.8%	7.8%	9.0%	7.2%	7.1%	7.1%	7.2%	6.5%	8.2%	7.0%	6.8%
%YoY 성장률											
매출액	4.2%	12.4%	7.0%	8.7%	7.1%	12.3%	16.1%	12.8%	8.1%	12.2%	7.9%
영업이익	14.7%	13.8%	-11.3%	-10.1%	-13.0%	2.2%	-6.5%	2.0%	-0.1%	-4.0%	5.3%
세전이익	-20.9%	18.5%	-15.6%	-6.3%	21.1%	-1.9%	-4.1%	-1.3%	-7.1%	2.2%	5.8%
순이익	-73.7%	13.3%	-18.1%	-7.9%	254.0%	-0.4%	-4.0%	-2.5%	-20.6%	16.3%	5.7%

Note: K-IFRS 별도 기준

Source: 종근당, KTB투자증권

Fig. 031: 종근당 목표가 산출 (변경 전)

2019년 추정 EBIT+R&D (억원) ㉠	2,185	
Target EV/(EBIT+R&D) multiple (배) ㉡	7.4	한미 제외 커버리지 대형 제약사 2005~2014Y 10년 평균 30% 할인
순차입금 (억원) ㉢	575	2019년말 추정치
적정 시가총액 (억원) ① = ㉠×㉡-㉢	15,531	
보통주 발행주식수(천주)	10,308	자사주 제외
목표가 (원)	150,667	

Source: KTB투자증권

Fig. 032: 종근당 목표가 산출 (변경 후)

Fw12M 추정 EBIT+R&D (억원) ㉠	2,131	
Target EV/(EBIT+R&D) multiple (배) ㉡	6.3	한미 제외 커버리지 대형 제약사 2005~2014Y 10년 평균 40% 할인
순차입금 (억원) ㉢	401	2019년말 추정치
적정 시가총액 (억원) ① = ㉠×㉡-㉢	13,063	
보통주 발행주식수(천주)	10,308	자사주 제외
목표가 (원)	126,725	

Source: KTB투자증권

재무제표 (종근당 별도)

대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	365.8	390.0	449.9	508.2	565.8
현금성자산	45.4	45.9	53.0	80.5	111.5
매출채권	210.0	207.8	217.9	235.2	250.1
재고자산	104.3	127.6	170.2	183.6	195.3
비유동자산	299.0	308.2	307.3	303.0	300.1
투자자산	47.5	56.8	62.2	64.7	67.3
유형자산	237.2	236.0	228.9	221.2	214.9
무형자산	14.3	15.4	16.3	17.1	17.9
자산총계	664.8	698.1	757.2	811.1	865.9
유동부채	223.2	205.1	234.5	244.5	253.2
매입채무	95.1	98.2	121.3	131.0	139.3
유동성이자부채	81.1	58.1	71.1	71.1	71.1
비유동부채	40.0	64.3	53.9	54.8	55.7
비유동이자부채	11.5	34.1	22.0	22.0	22.0
부채총계	263.2	269.4	288.4	299.3	309.0
자본금	23.5	24.7	25.9	25.9	25.9
자본잉여금	271.4	270.2	269.0	269.0	269.0
이익잉여금	105.9	142.6	182.9	225.9	271.0
자본조정	0.8	(8.7)	(9.0)	(9.0)	(9.0)
자기주식	(0.4)	(7.3)	(7.8)	(7.8)	(7.8)
자본총계	401.6	428.7	468.8	511.8	556.9
투하자본	432.0	457.6	492.3	507.2	520.6
순차입금	47.2	46.4	40.1	12.6	(18.4)
ROA	8.2	6.2	6.8	6.7	6.5
ROE	14.2	10.3	11.0	10.7	10.2
ROIC	12.9	10.8	11.0	11.0	11.1

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	80.2	45.2	37.8	55.7	60.2
당기순이익	53.6	42.6	49.3	52.3	54.4
자산상각비	22.0	21.2	21.4	21.2	20.7
운전자본증감	(23.3)	(41.2)	(23.5)	(20.8)	(17.9)
매출채권감소(증가)	0.5	(1.0)	(10.2)	(17.3)	(14.9)
재고자산감소(증가)	(19.6)	(30.8)	(46.5)	(13.5)	(11.6)
매입채무증가(감소)	10.0	2.3	25.8	9.6	8.3
투자현금	(15.6)	(29.4)	(21.1)	(18.9)	(20.0)
단기투자자산감소	0.0	(5.2)	0.0	0.0	0.0
장기투자증권감소	(2.1)	0.0	(1.4)	(2.8)	(2.9)
설비투자	(11.4)	(17.8)	(16.7)	(11.6)	(12.3)
유무형자산감소	(1.0)	(2.2)	(2.1)	(2.7)	(2.9)
재무현금	(40.9)	(15.4)	(9.5)	(9.3)	(9.3)
차입금증가	(32.5)	0.0	(0.2)	0.0	0.0
자본증가	(8.5)	(8.5)	(9.3)	(9.3)	(9.3)
배당금지급	8.5	8.5	8.8	9.3	9.3
현금 증감	23.7	0.5	7.1	27.5	31.0
총현금흐름(Gross CF)	125.7	116.2	61.3	76.5	78.2
(-) 운전자본증가(감소)	(11.9)	18.9	36.4	20.8	17.9
(-) 설비투자	11.4	17.8	16.7	11.6	12.3
(+) 자산매각	(1.0)	(2.2)	(2.1)	(2.7)	(2.9)
Free Cash Flow	110.1	86.8	16.6	36.7	40.3
(-) 기타투자	2.1	0.0	1.4	2.8	2.9
잉여현금	108.0	86.8	15.2	33.9	37.4

Source: KTB투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	884.3	955.7	1,072.2	1,157.1	1,230.5
증가율 (Y-Y,%)	6.3	8.1	12.2	7.9	6.3
영업이익	78.1	78.0	74.9	78.9	81.9
증가율 (Y-Y,%)	27.5	(0.1)	(4.0)	5.3	3.8
EBITDA	100.1	99.2	96.3	100.0	102.5
영업외손익	(3.6)	(8.8)	(4.3)	(4.1)	(4.1)
순이자수익	(3.0)	(2.1)	(1.9)	(1.8)	(1.8)
외화관련손익	(0.8)	0.2	0.2	0.0	0.0
지분법손익	(1.0)	(1.4)	(2.5)	(2.2)	(2.2)
세전계속사업손익	74.5	69.2	70.7	74.8	77.8
당기순이익	53.6	42.6	49.5	52.3	54.4
증가율 (Y-Y,%)	31.0	(20.6)	16.2	5.7	4.1
NOPLAT	56.2	48.0	52.4	55.1	57.2
(+) Dep	22.0	21.2	21.4	21.2	20.7
(-) 운전자본투자	(11.9)	18.9	36.4	20.8	17.9
(-) Capex	11.4	17.8	16.7	11.6	12.3
OpFCF	78.7	32.6	20.7	43.9	47.7
3 Yr CAGR &					
매출액증가율(3Yr)	17.6	17.3	8.8	9.4	8.8
영업이익증가율(3Yr)	13.1	22.2	6.9	0.3	1.6
EBITDA증가율(3Yr)	10.4	14.9	4.2	(0.0)	1.1
순이익증가율(3Yr)	15.1	n/a	6.5	(0.9)	8.5
매출총이익율(%)	40.7	39.7	37.9	37.9	37.9
영업이익률(%)	8.8	8.2	7.0	6.8	6.7
EBITDA마진(%)	11.3	10.4	9.0	8.6	8.3
순이익률(%)	6.1	4.5	4.6	4.5	4.4

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	5,192	4,110	4,771	5,040	5,245
BPS	37,481	39,859	43,637	47,708	51,977
DPS	900	900	900	900	900
Multiples(x,%)					
PER	24.3	24.8	17.5	16.5	15.9
PBR	3.4	2.6	1.9	1.7	1.6
EV/ EBITDA	13.5	11.1	9.4	8.8	8.3
배당수익률	0.7	0.9	1.1	1.1	1.1
PCR	10.4	9.1	14.1	11.3	11.1
PSR	1.5	1.1	0.8	0.7	0.7
재무건전성 (%)					
부채비율	65.6	62.8	61.5	58.5	55.5
Net debt/Equity	11.8	10.8	8.5	2.5	n/a
Net debt/EBITDA	47.2	46.7	41.6	12.6	n/a
유동비율	163.9	190.1	191.9	207.8	223.4
이자보상배율	26.4	37.1	40.0	43.6	46.7
이자비용/매출액	0.4	0.3	0.2	0.2	0.2
자산구조					
투하자본(%)	82.3	81.7	81.0	77.8	74.4
현금+투자자산(%)	17.7	18.3	19.0	22.2	25.6
자본구조					
차입금(%)	18.7	17.7	16.6	15.4	14.3
자기자본(%)	81.3	82.3	83.4	84.6	85.7

일동제약 (249420)

3Q19 Preview: 아로나민 실적과 기술이전 수익 인식이 변수

Investment Point

- 3Q 별도 매출 1,372억(YOY +7%) 추정, 기존 대비 4% 하향조정. 전년동기 실적기저 있는 ETC 매출은 모티리톤 신규 매출까지 플러스 되어 YOY 10% 신장률 기록 예상. 다만 OTC와 헬스케어 사업부 합산 매출은 YOY +4%로 기존 추정치 하향. 화장품/건기식 매출 전망 변화 없으나, 종합비타민 시장 경쟁 심화로 아로나민 시리즈 매출 부진 예상
- 3Q 영업이익 50억(YOY +29%) 추정으로 기존 대비 28% 하향. 수익성 좋은 아로나민 시리즈 매출 부진에 따른 원가율 상승과 광고선전비, 지급수수료 등 판매비 증가 반영
- 3Q 실적 변수는 9월초 계열사 아이디언스로 개발권리와 특허권을 양도한 IDX-1197 (PARP inhibitor 항암제) 관련 수익. 회계법인과 논의 중으로 추정 실적에 반영하지 않았으나, 매출과 영업이익에 반영된다면 일회성이기는 하나 서프라이즈 실적 기대 가능
- 3Q Preview 및 식약처의 라니티딘 제제 의약품 잠정 판매중지 결정에 따른 규란 실적 제외로 Fw12M 추정 영업이익 20% 하향조정. 목표가 26천원에서 22천원으로 하향. 투자자의견은 BUY 유지. 현 주가 Fw12M PER 16배 내외로 업종 평균(25배) 대비 40% 내외 할인거래되고 있어 밸류에이션 매력적. 컨슈머 헬스케어 분야로의 투자확대 통한 성장 효과 실적으로 나타나고 있고, 동일 규모의 중소 제약사 중 R&D 경쟁력 부각 가능
- 규란 판매중단 영향은 기존에 판매 중인 소화기관용약 라비에트와 모티리톤으로의 처방 변경 유도 및 라니티딘 제제 대체 가능성이 높은 파모티딘 제제 대표 약물인 가스터(동아에스티) 신규 코프로모션을 통해 최소화할 계획

BUY

	현재	직전	변동
투자자의견	BUY		유지
목표주가	22,000	26,000	하향
Earnings			하향

Valuation wide	2018	2019E	2020E
PER(배)	38.2	16.1	15.3
PBR(배)	2.5	1.6	1.5
EV/EBITA(배)	10.2	7.1	6.6
배당수익률(%)	2.0	2.6	2.6

Fig. 033: 일동제약 3Q19 Preview

(단위 : 십억원)

	당사 추정치		당사 기존 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2019.09(E)	2019.09(E)	차이(%)		2018.09A	차이(%)	2019.06A	차이(%)	2019.09(E)	차이(%)
매출액	137.2	142.8	(3.9)		128.1	7.1	136.5	0.5	142.8	(3.9)
영업이익	5.0	7.0	(27.9)		3.9	28.6	8.1	(38.3)	7.0	(28.4)
순이익	3.6	5.6	(35.4)		3.0	19.8	6.0	(39.3)	5.6	(35.2)
이익률(%)										
영업이익	3.7	4.9			3.0		6.0		4.9	
순이익	2.6	3.9			2.4		4.4		3.9	
이익률 차이(%P)										
영업이익		(1.2)			0.6		(2.3)		(1.2)	
순이익		(1.3)			0.3		(1.7)		(1.3)	

Note: K-IFRS 별도 기준

Source: 일동제약, KTB투자증권

Fig. 034: 일동제약 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(% , %P)			
	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06	2019.09	2019.12	2020.03	2020.06
매출액	142.8	140.9	139.1	147.1	137.2	136.9	134.4	143.8	(3.9)	(2.8)	(3.3)	(2.2)
영업이익	7.0	9.3	9.8	9.2	5.0	7.3	7.7	7.6	(27.9)	(21.5)	(21.6)	(17.8)
영업이익률(%)	4.9	6.6	7.1	6.3	3.7	5.3	5.7	5.3	(1.2)	(1.3)	(1.3)	(1.0)
EBITDA	14.1	16.4	16.8	16.2	12.0	14.2	14.5	14.3	(15.2)	(13.5)	(13.8)	(11.4)
EBITDA이익률(%)	9.9	11.6	12.1	11.0	8.7	10.4	10.8	10.0	(1.2)	(1.3)	(1.3)	(1.0)
순이익	5.6	7.8	8.4	7.7	3.6	5.9	6.1	5.7	(35.4)	(24.8)	(27.4)	(26.1)

Note: K-IFRS 별도 기준

Source: 일동제약, KTB투자증권

Fig. 035: 일동제약 실적 현황 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
매출액	118.9	125.6	128.1	130.8	129.1	136.5	137.2	136.9	503.4	539.6	576.9
ETC	70.2	69.2	68.5	76.3	73.8	73.0	75.5	74.7	284.2	297.0	312.2
OTC	38.4	41.7	40.6	38.7	36.7	45.5	40.6	42.7	159.4	165.5	179.8
헬스케어	2.7	5.6	9.3	7.4	8.6	8.7	11.4	9.8	25.0	38.5	46.2
기타	7.6	9.1	9.7	8.3	10.0	9.3	9.7	9.7	34.7	38.6	38.7
영업이익	6.5	7.4	3.9	9.8	8.0	8.1	5.0	7.3	27.6	28.4	30.0
세전이익	5.9	6.7	2.9	0.1	7.0	7.0	3.6	5.9	15.6	23.5	24.8
순이익	6.0	6.0	3.0	-2.9	6.0	6.0	3.6	5.9	12.1	21.5	22.7
영업이익률(%)	5.5%	5.9%	3.0%	7.5%	6.2%	6.0%	3.7%	5.3%	5.5%	5.3%	5.2%
% YoY											
매출액	11.5%	11.7%	0.2%	15.3%	8.6%	8.7%	7.1%	4.6%	9.3%	7.2%	6.9%
영업이익	110.6%	26.5%	-63.7%	87.9%	22.6%	9.9%	28.6%	-25.6%	10.8%	3.0%	5.6%
세전이익	270.6%	131.2%	32.0%	2.9%	18.4%	3.5%	25.3%	5494.6%	-21.6%	50.3%	5.5%
순이익	145.3%	15.2%	-60.7%	적전	0.9%	0.0%	19.8%	흑전	-37.5%	77.5%	5.6%

Note: K-IFRS 별도 기준

Source: 일동제약, KTB투자증권

Fig. 036: 일동제약 목표가 산출 (변경 전)

Fw12M 추정 EBIT+R&D (억원) ㉠	884	
Target EV/(EBIT+R&D) multiple (배) ㉡	7.4	한미 제외 커버리지 대형 제약사 2005~2014Y 10년 평균 30% 할인
순차입금 (억원) ㉢	565	2019년말 추정치
적정 시가총액 (억원) ㉠ = ㉠×㉡-㉢	5,951	
보통주 발행주식수(천주)	22,657	자사주 제외
목표가 (원)	26,266	

Source: KTB투자증권

Fig. 037: 일동제약 목표가 산출 (변경 후)

Fw12M 추정 EBIT+R&D (억원) ㉠	759	
Target EV/(EBIT+R&D) multiple (배) ㉡	7.4	한미 제외 커버리지 대형 제약사 2005~2014Y 10년 평균 30% 할인
순차입금 (억원) ㉢	513	2019년말 추정치
적정 시가총액 (억원) ㉠ = ㉠×㉡-㉢	5,082	
보통주 발행주식수(천주)	22,657	자사주 제외
목표가 (원)	22,429	

Source: KTB투자증권

재무제표 (일동제약 별도)

대차대조표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	203.3	208.6	267.3	301.4	337.5
현금성자산	38.5	75.1	115.4	138.0	163.0
매출채권	101.3	75.3	81.5	87.9	94.1
재고자산	60.0	53.2	65.2	70.3	75.3
비유동자산	359.3	354.3	377.4	365.4	354.3
투자자산	32.6	36.9	38.8	40.4	42.1
유형자산	228.2	227.4	256.2	247.0	238.0
무형자산	98.5	87.4	82.4	77.9	74.2
자산총계	562.6	562.9	644.7	666.8	691.8
유동부채	156.8	162.3	192.4	196.9	201.3
매입채무	38.9	31.3	52.9	57.1	61.1
유동성이자부채	85.4	94.8	102.9	102.9	102.9
비유동부채	122.0	124.7	159.6	163.5	167.5
비유동이자부채	45.0	36.0	63.9	63.9	63.9
부채총계	278.7	287.0	352.0	360.4	368.9
자본금	19.6	21.6	22.7	22.7	22.7
자본잉여금	238.9	238.9	238.9	238.9	238.9
이익잉여금	26.2	16.4	33.5	47.1	63.8
자본조정	(0.9)	(1.1)	(2.4)	(2.4)	(2.4)
자기주식	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
자본총계	283.9	275.9	292.7	306.3	323.0
투하자본	369.8	322.9	342.0	333.0	324.6
순차입금	92.0	55.6	51.3	28.7	3.7
ROA	3.5	2.2	3.6	3.5	3.8
ROE	7.0	4.3	7.6	7.6	8.2
ROIC	6.5	6.2	7.8	8.1	9.3

현금흐름표

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업현금	72.3	65.4	60.0	46.4	48.7
당기순이익	19.4	12.1	21.5	22.7	25.7
자산상각비	18.3	23.4	27.7	26.9	25.8
운전자본증감	25.5	11.5	(2.0)	(7.0)	(6.8)
매출채권감소(증가)	33.0	23.3	(5.6)	(6.4)	(6.2)
재고자산감소(증가)	1.5	7.2	(12.3)	(5.1)	(4.9)
매입채무증가(감소)	(4.1)	(6.2)	18.3	4.1	4.0
투자현금	(46.8)	(21.1)	(8.6)	(14.8)	(14.7)
단기투자자산감소	(10.4)	(0.4)	5.2	(0.0)	(0.0)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.0)	(0.1)	(0.1)
설비투자	(16.4)	(14.7)	(10.2)	(9.1)	(8.6)
유무형자산감소	(19.9)	(5.3)	(3.8)	(4.1)	(4.4)
재무현금	(5.4)	(7.9)	(10.9)	(9.1)	(9.1)
차입금증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본증가	(5.4)	(7.8)	(8.6)	(9.1)	(9.1)
배당금지급	5.4	7.8	8.6	9.1	9.1
현금 증감	19.7	36.2	40.8	22.6	25.0
총현금흐름(Gross CF)	56.8	65.4	63.6	53.5	55.5
(-) 운전자본증가(감소)	(29.4)	(27.6)	(3.6)	7.0	6.8
(-) 설비투자	16.4	14.7	10.2	9.1	8.6
(+) 자산매각	(19.9)	(5.3)	(3.8)	(4.1)	(4.4)
Free Cash Flow	10.0	44.3	53.0	31.6	34.0
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
잉여현금	10.0	44.3	53.0	31.6	34.0

Source: KTB투자증권

손익계산서

(단위: 십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	460.4	503.4	539.6	576.9	622.7
증가율 (Y-Y,%)	128.7	9.3	7.2	6.9	7.9
영업이익	24.9	27.6	28.4	30.0	33.3
증가율 (Y-Y,%)	67.9	10.8	2.9	5.7	10.9
EBITDA	43.2	51.0	56.0	56.8	59.0
영업외손익	(4.9)	(11.9)	(4.9)	(5.2)	(5.2)
순이자수익	(3.5)	(3.2)	(4.9)	(4.9)	(4.9)
외화관련손익	(0.1)	0.1	0.2	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	19.9	15.6	23.5	24.8	28.0
당기순이익	19.4	12.1	21.5	22.7	25.7
증가율 (Y-Y,%)	53.8	(37.5)	77.6	5.6	13.1
NOPLAT	24.2	21.4	26.0	27.5	30.5
(+) Dep	18.3	23.4	27.7	26.9	25.8
(-) 운전자본투자	(29.4)	(27.6)	(3.6)	7.0	6.8
(-) Capex	16.4	14.7	10.2	9.1	8.6
OpFCF	55.6	57.7	47.1	38.2	40.9
3 Yr CAGR &					
매출액증가율(3Yr)	n/a	n/a	38.9	7.8	7.3
영업이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	24.2	6.4	6.5
EBITDA증가율(3Yr)	n/a	n/a	35.9	9.6	5.0
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	19.5	5.4	28.5
매출총이익율(%)	49.1	50.6	49.3	49.3	49.4
영업이익률(%)	5.4	5.5	5.3	5.2	5.3
EBITDA마진(%)	9.4	10.1	10.4	9.9	9.5
순이익률(%)	4.2	2.4	4.0	3.9	4.1

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
Per share Data					
EPS	859	536	949	1,002	1,134
BPS	8,195	8,311	9,276	10,075	10,971
DPS	400	400	400	400	400
Multiples(x, %)					
PER	26.0	38.2	16.1	15.3	13.5
PBR	2.7	2.5	1.6	1.5	1.4
EV/ EBITDA	13.8	10.2	7.1	6.6	5.9
배당수익률	1.8	2.0	2.6	2.6	2.6
PCR	8.9	7.1	5.4	6.5	6.2
PSR	1.1	0.9	0.6	0.6	0.6
재무건전성 (%)					
부채비율	98.2	104.1	120.3	117.7	114.2
Net debt/Equity	32.4	20.2	17.5	9.4	1.2
Net debt/EBITDA	212.8	109.1	91.5	50.5	6.3
유동비율	129.7	128.5	138.9	153.0	167.7
이자보상배율	7.1	8.6	5.8	6.1	6.8
이자비용/매출액	0.8	0.7	1.0	0.9	0.9
자산구조					
투하자본(%)	83.9	74.2	68.9	65.1	61.3
현금+투자자산(%)	16.1	25.8	31.1	34.9	38.7
자본구조					
차입금(%)	31.5	32.2	36.3	35.2	34.0
자기자본(%)	68.5	67.8	63.7	64.8	66.0

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.

▶ 투자등급 비율

BUY : 88.1% **HOLD :** 11.3% **SELL :** 0.6%

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.

아래 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- STRONG BUY: 추천기준일 증가대비 +50%이상.
- BUY: 추천기준일 증가대비 +15%이상~+50%미만.
- REDUCE: 추천기준일 증가대비 -5%미만.
- HOLD: 추천기준일 증가대비 -5%이상~+15%미만.
- SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커졌을 경우 잠정적으로 분석 중단. 목표가는 미제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음

당사의 투자 의견 중 STRONG BUY, BUY는 "매수", HOLD는 "중립", REDUCE는 "매도"에 해당. 동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자 의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자 의견과 다를 수 있음.

- Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상되는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

▶ 최근 2년간 투자 의견 및 목표주가 변경내용

한미약품 (128940)



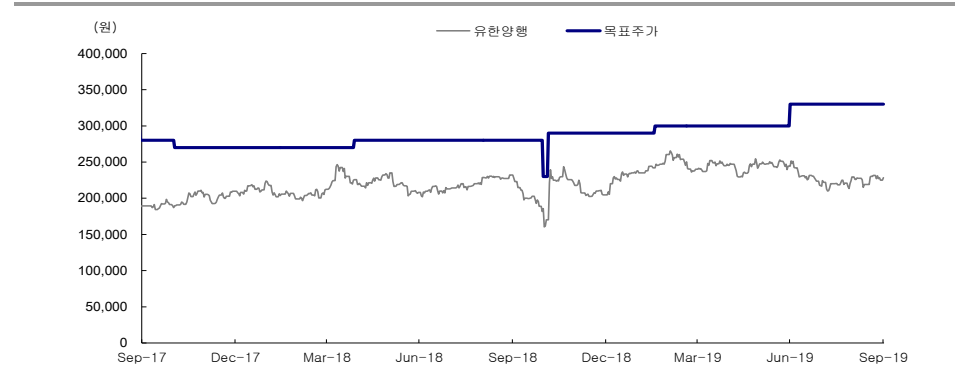
일자	2017.10.23	2017.11.1	2018.1.2	2018.1.30	2018.2.19	2018.5.3
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	580,000원	600,000원	660,000원	680,000원	610,000원	600,000원
일자	2019.1.30	2019.7.31	2019.10.1			
투자 의견	BUY	BUY	BUY			
목표주가	570,000원	450,000원	430,000원			

목표주가 대비 실제주가 괴리율	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
	2017.10.23	580,000원	465,744원	488,911원	-16.56	-12.41
	2017.11.01	600,000원	534,843원	573,018원	-7.38	-0.77
	2018.01.02	660,000원	580,867원	608,341원	-10.3	-6.06
	2018.01.30	680,000원	543,500원	595,585원	-18.54	-10.74
	2018.02.19	610,000원	488,673원	548,488원	-18.35	-8.36
	2018.05.03	600,000원	442,623원	505,315원	-24.82	-14.17
	2019.01.30	570,000원	417,102원	501,000원	-26.82	-12.11
	2019.07.31	450,000원	283,150원	301,500원	-37.08	-33
	2019.10.01	430,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 9월 30일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

유한양행 (000100)



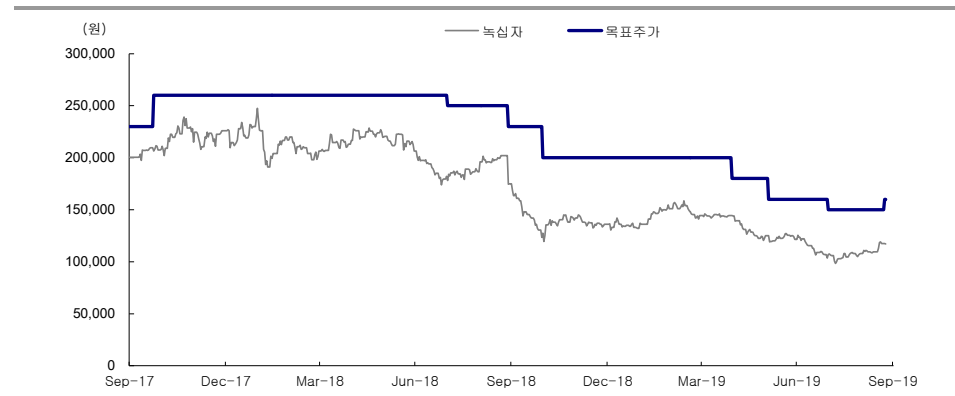
일자	2017.11.1	2018.4.30	2018.10.31	2018.11.6	2018.2.19	2019.7.2
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	270,000원	280,000원	230,000원	290,000원	300,000원	330,000원

목표주가 대비	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
실제주가	2017.11.01	270,000원	209,384원	246,406원	-15.43	-0.47
괴리율	2018.04.30	280,000원	216,026원	234,923원	-19.37	-12.32
	2018.10.31	230,000원	178,345원	221,048원	-18.97	0.43
	2018.11.06	290,000원	224,929원	247,000원	-18.95	-10.99
	2019.02.19	300,000원	246,027원	265,500원	-17.99	-11.5
	2019.07.02	330,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 9월 30일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

녹십자 (006280)



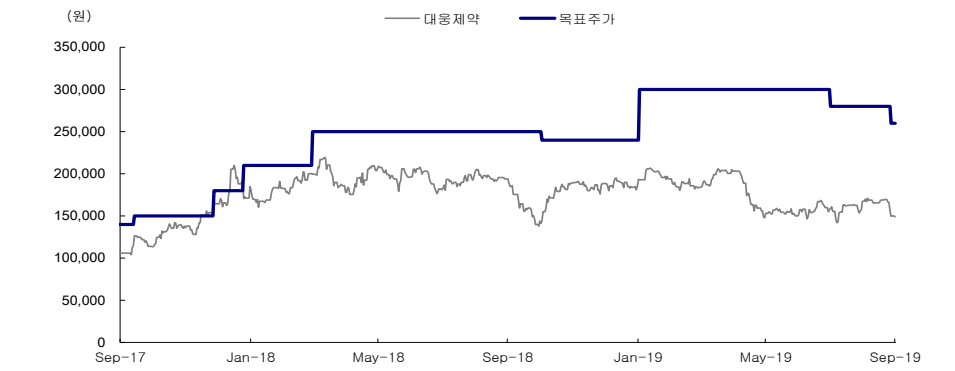
일자	2017.10.23	2018.8.1	2018.9.27	2018.10.31	2019.5.2	2019.6.4
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	260,000원	250,000원	230,000원	200,000원	180,000원	160,000원
일자	2019.7.31	2019.9.24				
투자의견	BUY	BUY				
목표주가	150,000원	160,000원				

목표주가 대비	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
실제주가	2017.10.23	260,000원	213,686원	247,500원	-17.81	-4.81
괴리율	2018.08.01	250,000원	191,027원	202,000원	-23.59	-19.2
	2018.09.27	230,000원	148,091원	175,000원	-35.61	-23.91
	2018.10.31	200,000원	141,756원	158,500원	-29.12	-20.75
	2019.05.02	180,000원	128,318원	139,500원	-28.71	-22.5
	2019.06.04	160,000원	118,088원	127,000원	-26.2	-20.63
	2019.07.31	150,000원	108,303원	119,000원	-27.8	-20.67
	2019.09.24	160,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 9월 30일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

대웅제약 (069620)



일자	2017.10.16	2018.1.2	2018.1.25	2018.3.30	2018.11.2	2019.2.7
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	150,000원	180,000원	210,000원	250,000원	240,000원	300,000원
일자	2019.8.1	2019.09.27				
투자의견	STRONG BUY	STRONG BUY				
목표주가	280,000원	260,000원				

목표주가 대비	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
실제주가 괴리율	2017.10.16	150,000원	134,151원	166,000원	-10.57	10.67
	2018.01.02	180,000원	182,441원	210,000원	1.36	16.67
	2018.01.25	210,000원	182,442원	202,500원	-13.12	-3.57
	2018.03.30	250,000원	189,962원	219,500원	-24.02	-12.2
	2018.11.02	240,000원	183,881원	195,000원	-23.38	-18.75
	2019.02.07	300,000원	177,413원	207,000원	-40.86	-31
	2019.08.01	280,000원	161,487원	171,000원	-42.33	-38.93
	2019.09.27	260,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 9월 30일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

동아에스티 (170900)



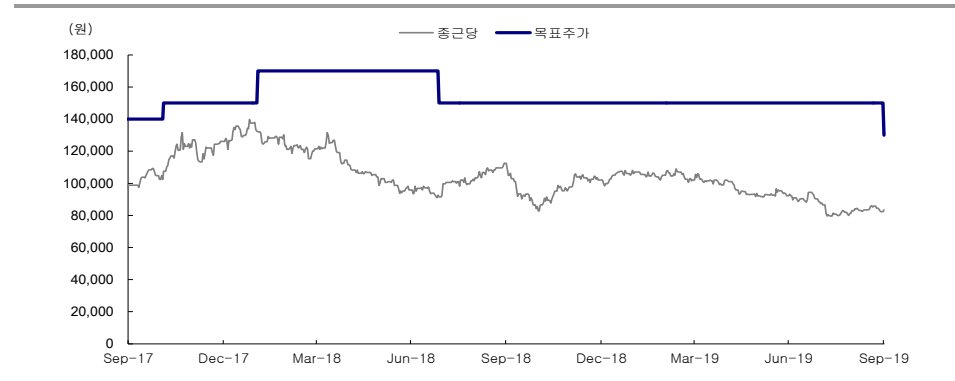
일자	2017.11.2	2018.3.30	2019.10.1
투자의견	BUY	BUY	BUY
목표주가	120,000원	130,000원	120,000원

목표주가 대비	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
실제주가 괴리율	2017.11.02	120,000원	106,357원	126,500원	-11.37	5.42
	2018.03.30	130,000원	100,568원	126,500원	-22.64	-2.69
	2019.05.07	130,000원	93,260원	105,500원	-28.26	-18.85
	2019.10.01	120,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 9월 30일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

종근당 (185750)



일자	2017.11.6	2018.2.5	2018.7.30	2019.10.1
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	150,000원	170,000원	150,000원	130,000원

목표주가 대비	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
실제주가	2017.11.06	150,000원	125,125원	139,800원	-8.41	2.33
괴리율	2018.02.05	170,000원	111,184원	131,581원	-31.41	-18.82
	2018.07.30	150,000원	99,260원	112,512원	-30.6	-21.33
	2019.10.01	130,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 9월 30일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

일동제약 (249420)



일자	2018.1.2	2019.07.31	2019.10.1
투자의견	BUY	BUY	BUY
목표주가	30,000원	26,000원	22,000원

목표주가 대비	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
실제주가	2018.01.02	26,000원	30,000원	22,413원	-15.8	7.31
괴리율	2019.07.31	30,000원	26,000원	16,095원	-21.73	-4
	2019.10.01	22,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 9월 30일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

ktb 투자증권

본사 | 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩 www.ktb.co.kr

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩 강남금융센터 | 서울특별시 서초구 강남대로 327 대릉서초타워 17층

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.