

## 제약 (Overweight)

### 혼란스러웠던 대형 제약사 3Q19 실적 Recap

#### ▶ Issue

예상하지 못했던 수익과 비용이 반영되면서 어느 때 보다도 서프라이즈와 쇼크가 빈번했던 어닝시즌으로 향후 추정 실적에 영향을 미칠 수 있는 요인인지 점검 필요

#### ▶ Pitch

- 제약업종 투자의견 Overweight 유지. 3Q 실적 리뷰를 통한 추정치 점검 결과 4Q19 및 2020년 어닝 모멘텀 양호할 것으로 기대. 7개사 합산 추정 영업이익 4Q19 YOY +33%, 2020년 연간은 +15%로 회복기조 이어질 전망

- Top picks 대웅제약과 유한양행 유지. 2020년 영업이익 YOY 각각 +155%, +52% 추정. 대웅제약 HL036(L/O)과 나보타 치료 적응증(미국 1상 개시), 유한양행 레이저티닙(글로벌 병용임상 2상)과 YH25724(미국 1상 개시)가 주목되는 R&D Pipeline

#### ▶ Rationale

- 기발표된 3Q 잠정실적 기준 커버리지 제약 합산 매출액과 영업이익 YOY +8%, +32%. 10월초 Preview 수치와 비교시 합산 매출은 유사, 영업이익은 18% 상회하는 호실적 실현  
- 7개사 3Q 기술료 합산 수익 360억으로 전년동기 130억 대비 큰 폭 증가하며 이익 신장에 높은 기여. 다만 이 중 230억 규모가 일회성으로 지속 반영 가능성 낮음  
- 3Q 일회성 비용은 라니티딘 판매중단과 관련된 반품비용 80억, 4Q에도 일부 반영 예상  
- 3Q EBIT+R&D YOY 일동(+37%)> 동아(+33%)> 한미(+27%)> 유한(+21%)> 녹십자(+11%)> 종근당(+3%)> 대웅(-17%)이나, 일회성 요인 제외한 순수 영업실적 기준으로는 한미가 가장 우수. 대웅 200억 규모의 일회성 비용 보정시 YOY +36%로 호조

(단위: 원, 십억원)

| 회사명<br>코드       | 한미약품<br>(128940) | 유한양행<br>(000100) | 녹십자<br>(006280) | 대웅제약<br>(069620) | 동아에스티<br>(170900) | 종근당<br>(185750) | 일동제약<br>(249420) |
|-----------------|------------------|------------------|-----------------|------------------|-------------------|-----------------|------------------|
| 투자의견            | BUY<br>유지        | BUY<br>유지        | BUY<br>유지       | STRONG BUY<br>유지 | BUY<br>유지         | BUY<br>유지       | BUY<br>유지        |
| 목표주가            | 430,000<br>유지    | 330,000<br>유지    | 160,000<br>유지   | 250,000<br>하향    | 120,000<br>유지     | 130,000<br>유지   | 21,000<br>하향     |
| 상승여력(%)         | 28.2%            | 50.0%            | 27.5%           | 73.0%            | 15.9%             | 35.6%           | 25.4%            |
| 잠정실적<br>(3Q19P) |                  |                  |                 |                  |                   |                 |                  |
| 매출액             | 206.9            | 380.0            | 316.0           | 242.5            | 161.7             | 280.5           | 136.4            |
| 영업이익            | 14.0             | 10.2             | 37.9            | 2.8              | 21.5              | 20.3            | 6.8              |
| 순이익             | 0.3              | 7.3              | 28.7            | 0.3              | 20.4              | 14.7            | 0.2              |
| 컨센서스            |                  |                  |                 |                  |                   |                 |                  |
| 매출액             | 203.0            | 387.3            | 372.2           | 257.8            | 149.9             | 268.7           | 137.2            |
| 영업이익            | 7.5              | 9.3              | 29.2            | 15.1             | 9.8               | 19.3            | 5.0              |
| 순이익             | 0.7              | 8.6              | 18.5            | 10.0             | 7.8               | 13.3            | 3.6              |
| 컨센서스            |                  |                  |                 |                  |                   |                 |                  |
| 매출액             | 1.9              | (1.9)            | (15.1)          | (5.9)            | 7.9               | 4.4             | (0.6)            |
| 대비              | 86.7             | 9.2              | 29.8            | (81.5)           | 119.4             | 5.0             | 35.2             |
| 과리율(%)          | (57.1)           | (14.9)           | 55.1            | (97.0)           | 161.5             | 10.6            | (93.7)           |
| 전년동기            |                  |                  |                 |                  |                   |                 |                  |
| 매출액             | 13.8             | 1.2              | 3.9             | 4.5              | 14.9              | 19.4            | 6.5              |
| 대비              | 13.6             | 130.8            | 34.4            | (65.2)           | 163.0             | (3.7)           | 73.4             |
| (yoy, %)        | (95.2)           | 92.6             | 43.5            | (93.3)           | 236.8             | 8.4             | (92.5)           |
| 전분기 대비          |                  |                  |                 |                  |                   |                 |                  |
| 매출액             | (4.0)            | 6.8              | 4.4             | (8.0)            | 6.7               | 5.3             | (0.0)            |
| 영업이익            | (20.3)           | 2438.3           | 111.7           | (83.6)           | 117.7             | 6.6             | (16.9)           |
| (qoq, %)        | (98.1)           | 52.5             | 흑전              | (97.6)           | 138.1             | 16.2            | (96.2)           |

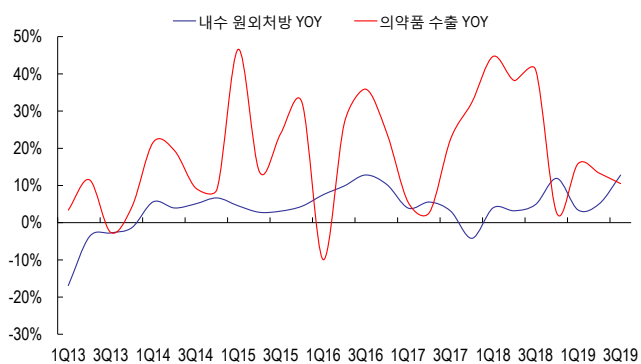
Fig. 01: KTB 커버리지 제약사 분기별 실적 추이

(단위: 억원)

| 매출액     | 2018Y  | YOY    | 1Q19   | 2Q19   | 3Q19P  | 4Q19E  | 2019E  | YOY    | 1Q20E  | 2Q20E  | 3Q20E  | 4Q20E  | 2020E  | YOY    |
|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 한미약품    | 7,950  | 13.1%  | 2,049  | 2,154  | 2,069  | 2,291  | 8,564  | 7.7%   | 2,129  | 2,305  | 2,243  | 2,484  | 9,161  | 7.0%   |
| 유한양행    | 15,068 | 3.8%   | 3,419  | 3,557  | 3,800  | 3,818  | 14,594 | -3.1%  | 3,544  | 3,843  | 3,896  | 4,009  | 15,292 | 4.8%   |
| 대웅제약    | 9,435  | 8.9%   | 2,381  | 2,634  | 2,425  | 2,595  | 10,035 | 6.4%   | 2,428  | 2,662  | 2,640  | 2,895  | 10,624 | 5.9%   |
| 녹십자     | 11,414 | 3.9%   | 2,353  | 3,026  | 3,160  | 3,141  | 11,680 | 2.3%   | 2,518  | 3,208  | 3,375  | 3,345  | 12,445 | 6.6%   |
| 종근당     | 9,557  | 8.1%   | 2,339  | 2,664  | 2,805  | 3,026  | 10,834 | 13.4%  | 2,551  | 2,906  | 3,060  | 3,301  | 11,819 | 9.1%   |
| 동아에스티   | 5,672  | 2.2%   | 1,426  | 1,516  | 1,617  | 1,526  | 6,085  | 7.3%   | 1,463  | 1,644  | 1,642  | 1,601  | 6,350  | 4.4%   |
| 일동제약    | 5,034  | 9.3%   | 1,291  | 1,365  | 1,364  | 1,296  | 5,316  | 5.6%   | 1,309  | 1,415  | 1,435  | 1,464  | 5,624  | 5.8%   |
| 합계      | 64,131 |        | 15,258 | 16,917 | 17,240 | 17,694 | 67,109 |        | 15,943 | 17,982 | 18,290 | 19,099 | 71,314 |        |
| 전체      | 6.5%   |        | 4.9%   | 4.5%   | 7.9%   | 1.5%   | 4.6%   |        | 4.5%   | 6.3%   | 6.1%   | 7.9%   | 6.3%   |        |
| 한미제외    | 56,181 |        | 13,209 | 14,762 | 15,171 | 15,403 | 58,545 |        | 13,813 | 15,677 | 16,047 | 16,615 | 62,153 |        |
| 한미약품 제외 | 5.7%   |        | 3.7%   | 3.4%   | 7.2%   | 2.6%   | 4.2%   |        | 4.6%   | 6.2%   | 5.8%   | 7.9%   | 6.2%   |        |
| 영업이익    | 2018Y  | YOY    | 1Q19   | 2Q19   | 3Q19P  | 4Q19E  | 2019E  | YOY    | 1Q20E  | 2Q20E  | 3Q20E  | 4Q20E  | 2020E  | YOY    |
| 한미약품    | 433    | -7.8%  | 76     | 176    | 140    | 87     | 478    | 10.6%  | 98     | 130    | 153    | 108    | 489    | 2.2%   |
| 유한양행    | 609    | -24.2% | 128    | 4      | 102    | 130    | 364    | -40.2% | 115    | 165    | 172    | 104    | 555    | 52.4%  |
| 대웅제약    | 308    | -31.1% | 102    | 171    | 28     | 8      | 309    | 0.4%   | 118    | 191    | 225    | 253    | 788    | 155.3% |
| 녹십자     | 463    | -41.2% | 3      | 179    | 379    | 61     | 622    | 34.4%  | 31     | 192    | 340    | 66     | 629    | 1.0%   |
| 종근당     | 780    | -0.1%  | 167    | 190    | 203    | 188    | 747    | -4.2%  | 157    | 178    | 187    | 205    | 727    | -2.7%  |
| 동아에스티   | 394    | 63.8%  | 205    | 99     | 215    | 82     | 601    | 52.5%  | 106    | 118    | 139    | 81     | 445    | -26.0% |
| 일동제약    | 276    | 10.8%  | 80     | 81     | 68     | 33     | 261    | -5.3%  | 69     | 71     | 52     | 80     | 272    | 4.0%   |
| 합계      | 3,263  |        | 760    | 900    | 1,134  | 589    | 3,383  |        | 694    | 1,045  | 1,269  | 897    | 3,904  |        |
| 전체      | -13.6% |        | -16.3% | -14.2% | 31.7%  | 32.8%  | 3.7%   |        | -8.7%  | 16.1%  | 11.9%  | 52.3%  | 15.4%  |        |
| 한미제외    | 2,830  |        | 685    | 725    | 994    | 502    | 2,905  |        | 596    | 915    | 1,115  | 789    | 3,416  |        |
| 한미약품 제외 | -14.5% |        | -16.7% | -19.2% | 34.7%  | 34.5%  | 2.6%   |        | -12.9% | 26.3%  | 12.2%  | 57.1%  | 17.6%  |        |

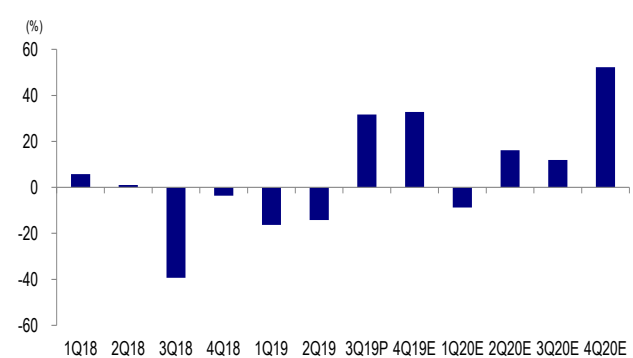
Note: K-IFRS 별도 기준 / Source: KTB투자증권

Fig. 02: 분기별 원외처방 조제액과 의약품 수출액 YOY 추이



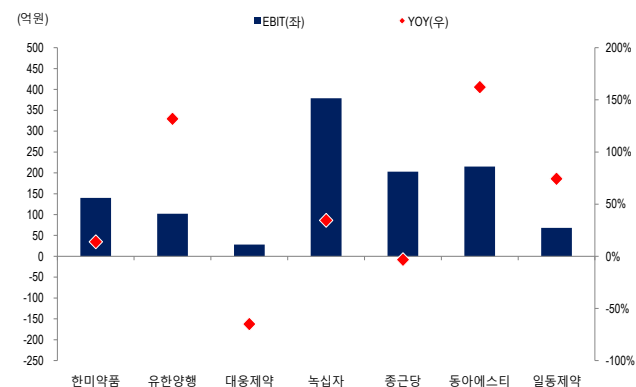
Source: 업계 자료, 관세청, KTB투자증권

Fig. 03: KTB 커버리지 제약 7개사 합산 분기 영업이익 YOY



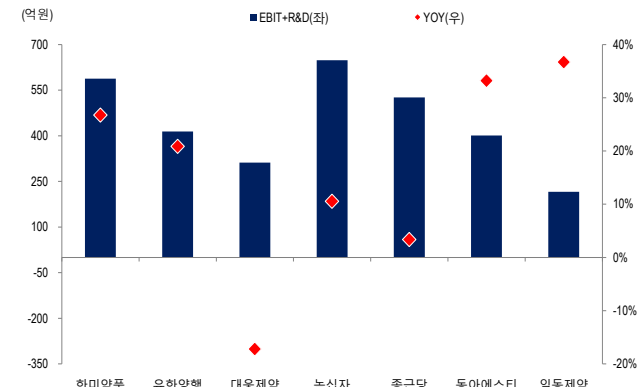
Note: K-IFRS 별도 기준 / Source: KTB투자증권

Fig. 04: KTB 커버리지 제약 7개사 3Q19(P) 영업이익 YOY



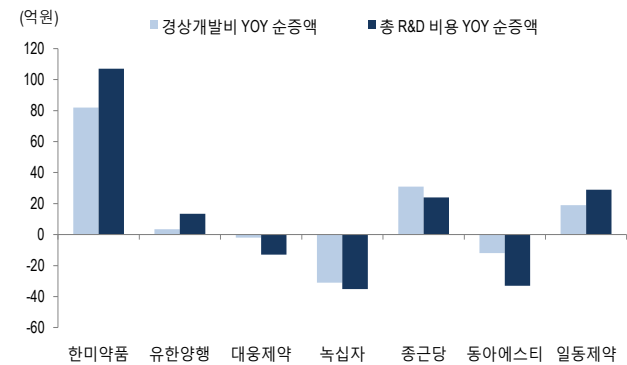
Note: K-IFRS 별도 기준 / Source: KTB투자증권

Fig. 05: KTB 커버리지 제약 7개사 3Q19(P) EBIT+R&amp;D YOY



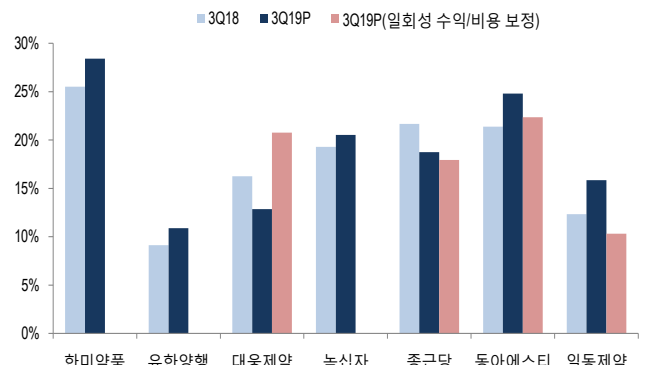
Note: K-IFRS 별도 기준 / Source: KTB투자증권

Fig. 06: KTB 커버리지 제약 7개사 3Q19(P) R&amp;D 비용 YOY 비교



Note: 1. K-IFRS 별도 기준  
 2. 경상개발비는 잠정실적 발표 기준  
 3. 총 R&D 비용은 정부 보조금과 무형자산 개발비 제외 기준  
 잠정실적 발표시 총 R&D 비용 미발표 기업은 KTB 추정치  
 Source: KTB투자증권

Fig. 07: KTB 커버리지 제약 7개사 EBIT+R&amp;D 마진을 비교



Note: 1. K-IFRS 별도 기준  
 2. 향후 지속적으로 유입 가능성 낮은 일회성 기술료 제외  
 - 종근당(34억), 동아에스티(63억), 일동제약(137억)  
 3. 소멸 예상되는 일회성 비용 보정 - 대웅제약(201억), 일동제약(30억)  
 Source: KTB투자증권

Fig. 08: KTB 커버리지 제약사 주요 R&amp;D Pipeline 임상 진행 현황

| 기업    | Pipeline                          | indication    | 현재 임상 단계 지역 | 임상 진행 현황 및 계획                                                               | L/O 여부     |          |            |
|-------|-----------------------------------|---------------|-------------|-----------------------------------------------------------------------------|------------|----------|------------|
|       |                                   |               |             |                                                                             | 매수자        | 금액(\$mn) | 시기         |
| 한미약품  | Epeglenatide                      | 지속형 당뇨        | 글로벌         | 임상 3상 2020.8월까지, 2021년 허가 신청 계획                                             | Sanofi     | 3,084    | 2015-11-05 |
|       | Rolontis                          | 호중구감소증        | 글로벌         | 2018.4Q 허가 신청 완료했으나, 회수. 2019.10월말 BLA 재제출 완료                               | Spectrum   | 238      | 2012-01-31 |
|       | Oraxol                            | 고형암(경구용 항암제)  | 글로벌         | 전이성 유방암 임상 3상 2019.11월까지 진행 계획. 2020.1H NDA 제출 계획                           | Athnax     | -        | 2011-04-20 |
|       | LAPS Triple Agonist (HM15211)     | 비만, NASH, 파킨슨 | 글로벌         | 2018.4월 임상 1상 개시, 2019년 말까지 진행. 2020.1H 결과 발표 계획                            |            |          |            |
|       | HM95573(RAF inhibitor)            | 고형암           | 글로벌         | 임상 1b상 2020.4월까지 진행 계획                                                      | Genentech  | 910      | 2016-09-29 |
| 유한양행  | YH25448(EGFR inhibitor)           | 비소세포 폐암       | 한국          | 2019.4Q 국내 임상 3상 진입 계획, 글로벌 임상 3상 진입은 2020년 예상                              | Janssen    | 1,255    | 2018-11-05 |
|       | NASH 치료제                          | 비알콜성 지방간염     | 한국          | 2개의 선도물질 탐색 단계, 2019년 중 선도물질 도출 계획                                          | Gilead     | 785      | 2019-01-07 |
|       | YH25724(GLP-1/FGF21 dual agonist) | 비알콜성 지방간염     | 한국          | 국내 전임상 마무리 단계, 2019년 말까지 베링거 비임상독성시험 완료 계획                                  | Boehringer | 870      | 2019-07-01 |
| 녹십자   | IMG SN                            | 면역결핍질환        | 미국/캐나다      | 10% IMG 캐나다/미국 BLA, 2020.4Q 미국 BLA 제출 계획. 5% IMG BLA 재제출은 2022.2Q           |            |          |            |
|       | GreenGene F                       | A형 혈우병        | 중국          | 2019.5 허가신청, 2020.4Q 허가 완료 계획                                               |            |          |            |
|       | Hunterase                         | 헌터증후군         | 한국/중국/일본    | 한국 조건부 허가 완료후 3상 중. 중국 2019.7 허가 신청완료, 2020.1H 허가 완료 예상. 일본 2019년말 허가 신청 계획 |            |          |            |
|       | MG1120A                           | 대상포진백신        | 미국          | 2018.11월초 미국 1상 승인 후 임상 진행중, 2019.7월 1상 중간 결과 발표 완료. 임상 1상 2020년 완료 계획      |            |          |            |
| 대웅제약  | Nabota                            | 미간주름          | 미국          | 2019.2월 미국 허가, 2019.10월 유럽 허가. 치료 적응증 미국 임상 준비 중                            | Evolus     | 270      | 2013-10-01 |
|       | HL036(한울바이오 공동개발)                 | 안구건조증         | 미국          | 2019.1Q 임상 3-1상 진입, 2019.12월 Top line 데이터 발표 계획. 2020년 L/O 추진 계획            |            |          |            |
| 종근당   | CKD-506(HDAC6i)                   | 류마티스 관절염      | 유럽          | 2018.10월 임상 2a상 개시, 이르면 4Q19 Top Line 데이터 발표. 2020년 완료 계획                   |            |          |            |
|       | CKD-504(HDAC6i)                   | 헌팅턴증후군        | 한국/미국       | 2018.3월 국내 임상 1상, 2018.2Q 미국 임상 1상 개시                                       |            |          |            |
|       | CKD-702(이중항체)                     | 폐암            | 미국          | 미국 전임상 완료, 2019.4Q 국내 1상 IND 제출 계획                                          |            |          |            |
| 동아에스티 | DA-8010(M3 antagonist)            | 과민성 방광치료      | 유럽/한국       | 유럽 임상 1상 완료, 한국 임상 2상 진행 중                                                  |            |          |            |
|       | DA-1241(GPR119 agonist)           | 당뇨            | 미국          | 임상 1b 진행 중, 2020년 초 Top line 데이터 발표 계획                                      |            |          |            |
|       | DA-4501(MerTK 저해제)                | 면역항암제         | 미국          | 후보물질 도출 완료. 2020년 전임상 진입 계획                                                 | Abbvie     | 525      | 2016-12-28 |
|       | DA-9805(천연물신약)                    | 파킨슨병          | 미국          | 임상 2상 진행 중                                                                  |            |          |            |
| 일동제약  | IDX-1197(PARP1/2 inhibitor)       | 고형암           | 한국          | 2019.10 국내 임상 1b/2a상 승인(타깃 암종 확대)                                           |            |          |            |
|       | iCP-Parkin                        | 파킨슨병          | 글로벌         | 셀리버리과 공동으로 전임상, 다국적 제약사로 L/O 계획 중                                           |            |          |            |

Note: 음영은 2020년에 주목해야 할 Pipeline  
 Source: 전자공시시스템, 식약처, clinicaltrials.gov, 각 사, KTB투자증권

## 한미약품 (128940)

### 3Q19 Recap: 주력 처방의약품의 높은 이익 레버리지 효과 확인

#### Investment Point

##### [3Q19 실적 특이사항]

- 매출: YOY +14%, 기술료 감익(92억) 제외시 +19%로 높은 신장. 로수젯, 아모잘탄, 에소메졸 등 주력 ETC 처방확대와 수출 호조. 별도 기준 내수 +19%, 수출 +23%
- 영업이익: 기술료 감익에 따른 60억 규모의 이익 감소 영향에도 YOY +14%로 양호한 신장. R&D 비용 YOY 107억 순증, EBIT+R&D 증가율 27%로 우수. 내수 ETC 사업부 수익성 좋은 자체 개발 개량신약과 복합제 주력의 매출 신장 영향
- 순이익: 추가하락에 따른 금융자산 공정가치 평가손실 100억 규모 반영으로 부진
- 연결법인 북경한미 원화 기준 매출 YOY +9%, 영업이익 +4%, EBIT+R&D +8%. 품목별로는 마미아이 매출 YOY +3%. 이탄징, 매창안, 리퐁 각각 +5%, +25%, +26%

##### [추정 실적 조정 및 목표가 변경]

- 추정 실적: 본업 수익성 호조 반영하여 4Q19와 2020년 영업이익 각각 78%, 50% 상향. 160억 규모의 기술료 수익 감소에도 2020년 이익 신장 가능 전망. 연간 R&D 비용 200억 순증 반영으로 2020년 EBIT+R&D 증가율 10% 추정
- 목표가&투자의견: 2020년 추정 영업이익 상향으로 영업가치 기준 이익지표인 Fw12M EBIT+R&D 추정치 19% 상향했으나 목표가는 43만원 유지. 기술수출 완료한 Pipeline 신약가치 조정 영향. Efteglenatide 신약가치 기준 1조6,400억에서 1조3,500억으로 18% 하향조정, 지속형 GLP-1 호르몬 제제 경쟁상황 고려하여 Efteglenatide Peak 시장점유율 가정 20%에서 15%로 하향. 투자의견 BUY 유지. 기술료 의존없이, R&D 비용 증가 수반하고도 이익 신장 가능한 구조로 본업 체력 강화. 2020년 Efteglenatide 글로벌 3상 종료, Rolantis 미국 BLA 허가, 오락솔 미국 NDA 제출, LAPS Triple Agonist 글로벌 1상 결과 발표 및 L/O 기대 등 다양한 R&D 이벤트 대기 중

#### BUY

|          | 현재             | 직전 | 변동        |
|----------|----------------|----|-----------|
| 투자의견     | <b>BUY</b>     |    | <b>유지</b> |
| 목표주가     | <b>430,000</b> |    | <b>유지</b> |
| Earnings |                |    | <b>상향</b> |

| Valuation wide | 2018  | 2019E | 2020E |
|----------------|-------|-------|-------|
| PER(배)         | 421.9 | 210.3 | 269.7 |
| PBR(배)         | 10.4  | 7.5   | 7.4   |
| EV/EBITA(배)    | 76.9  | 53.6  | 51.6  |
| 배당수익률(%)       | 0.1   | 0.1   | 0.1   |

Fig. 09: 한미약품 3Q19 Review(별도)

(단위: 십억원)

| 회 사 잡 정     | 당 사 추 정 치 대 비 |            |         | 전 년 동 기 대 비 (yoy) |         | 전 분 기 대 비 (qoq) |         | 시 장 컨 센 서 스 대 비 |         |
|-------------|---------------|------------|---------|-------------------|---------|-----------------|---------|-----------------|---------|
|             | 2019.09(P)    | 2019.09(E) | 차 이 (%) | 2018.09A          | 차 이 (%) | 2019.06A        | 차 이 (%) | 2019.09(E)      | 차 이 (%) |
| 매출액         | 206.9         | 203.3      | 1.8     | 181.9             | 13.8    | 215.4           | (4.0)   | 203.0           | 1.9     |
| 영업이익        | 14.0          | 7.5        | 87.8    | 12.3              | 13.6    | 17.6            | (20.3)  | 7.5             | 86.7    |
| 순이익         | 0.3           | 0.7        | (58.1)  | 6.2               | (95.2)  | 15.6            | (98.1)  | 0.7             | (57.1)  |
| 이익률 (%)     |               |            |         |                   |         |                 |         |                 |         |
| 영업이익        | 6.8           | 3.7        |         | 6.8               |         | 8.1             |         | 3.7             |         |
| 순이익         | 0.1           | 0.4        |         | 3.4               |         | 7.2             |         | 0.3             |         |
| 이익률 차이 (%P) |               |            |         |                   |         |                 |         |                 |         |
| 영업이익        |               | 3.1        |         | (0.0)             |         | (1.4)           |         |                 |         |
| 순이익         |               | (0.2)      |         | (3.3)             |         | (7.1)           |         |                 |         |

Note: K-IFRS 별도 기준

Source: 한미약품, KTB투자증권

Fig. 010: 한미약품 3Q19 Review(연결)

(단위: 십억원)

| 회사잠정              | 전년 동기 대비(yoy) |          |        | 전분기 대비(qoq) |        | 시장 컨센서스 대비 |        |
|-------------------|---------------|----------|--------|-------------|--------|------------|--------|
|                   | 2019.09(P)    | 2018.09A | 차이 (%) | 2019.06A    | 차이 (%) | 2019.09(E) | 차이 (%) |
| 매출액               | 265.7         | 235.3    | 12.9   | 270.4       | (1.7)  | 260.2      | 2.1    |
| 영업이익              | 24.9          | 21.5     | 16.0   | 23.1        | 7.9    | 18.6       | 34.1   |
| 순이익               | 6.4           | 11.5     | (44.1) | 18.3        | (64.9) | 8.5        | (24.2) |
| <b>이익률 (%)</b>    |               |          |        |             |        |            |        |
| 영업이익              | 9.4           | 9.1      |        | 8.5         |        | 7.1        |        |
| 순이익               | 2.4           | 4.9      |        | 6.8         |        | 3.3        |        |
| <b>이익률 차이(%P)</b> |               |          |        |             |        |            |        |
| 영업이익              |               | 0.2      |        | 0.8         |        | 2.2        |        |
| 순이익               |               | (2.5)    |        | (4.4)       |        | (0.8)      |        |

Note: K-IFRS 연결 기준

Source: 한미약품, KTB투자증권

Fig. 011: 북경한미 분기별 실적 현황

(단위: 억원)

|       | 17.1Q | 17.2Q | 17.3Q | 17.4Q | 18.1Q | 18.2Q | 18.3Q | 18.4Q  | 19.1Q | 19.2Q  | 19.3QP |
|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|--------|
| 매출액   | 556   | 495   | 540   | 551   | 672   | 514   | 551   | 546    | 703   | 564    | 600    |
| YOY   | -7.3% | 17.0% | 26.8% | 15.0% | 20.9% | 3.8%  | 2.0%  | -0.9%  | 4.6%  | 9.7%   | 8.9%   |
| 영업이익  | 147   | 61    | 90    | 33    | 186   | 62    | 99    | 82     | 192   | 26     | 103    |
| 영업이익률 | 26.4% | 12.3% | 16.7% | 6.0%  | 27.7% | 12.1% | 18.0% | 15.0%  | 27.3% | 4.6%   | 17.2%  |
| YOY   | 2.1%  | 35.6% | 26.8% | 22.2% | 26.5% | 1.6%  | 10.0% | 148.5% | 3.2%  | -58.1% | 4.0%   |
| 순이익   | 121   | 55    | 79    | 36    | 158   | 59    | 79    | 73     | 176   | 29     | 86     |
| 순이익률  | 21.8% | 11.1% | 14.6% | 6.5%  | 23.5% | 11.5% | 14.3% | 13.4%  | 25.0% | 5.1%   | 14.3%  |
| YOY   | -3.2% | 34.1% | 27.4% | 9.1%  | 30.6% | 7.3%  | 0.0%  | 102.8% | 11.4% | -50.8% | 8.9%   |

Source: 한미약품, KTB투자증권

Fig. 012: 한미약품 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위: 십억원)

|               | 변경 전    |         |         |         | 변경 후    |         |         |         | 차이 (% , %p) |         |         |         |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------------|---------|---------|---------|
|               | 2019.12 | 2020.03 | 2020.06 | 2020.09 | 2019.12 | 2020.03 | 2020.06 | 2020.09 | 2019.12     | 2020.03 | 2020.06 | 2020.09 |
| 매출액           | 228.5   | 212.1   | 229.6   | 219.6   | 229.1   | 212.9   | 230.5   | 224.3   | 0.3         | 0.4     | 0.4     | 2.1     |
| 영업이익          | 4.9     | 6.5     | 10.0    | 8.9     | 8.7     | 9.8     | 13.0    | 15.3    | 77.5        | 50.2    | 30.2    | 72.0    |
| 영업이익률 (%)     | 2.1     | 3.1     | 4.3     | 4.1     | 3.8     | 4.6     | 5.6     | 6.8     | 1.7         | 1.5     | 1.3     | 2.8     |
| EBITDA        | 15.3    | 16.9    | 20.5    | 19.5    | 19.1    | 20.2    | 23.5    | 25.9    | 25.0        | 19.3    | 14.8    | 33.0    |
| EBITDA이익률 (%) | 6.7     | 8.0     | 8.9     | 8.9     | 8.3     | 9.5     | 10.2    | 11.5    | 1.6         | 1.5     | 1.3     | 2.7     |
| 순이익           | 0.0     | 0.0     | 2.4     | 1.7     | 1.6     | 2.1     | 4.1     | 5.6     | 적지          | 4,464.6 | 68.5    | 225.9   |

Note: K-IFRS 별도 기준 / Source: KTB투자증권

Fig. 013: 한미약품 추정 실적 변경 요약(연간)

(단위: 십억원)

|               | 변경 전  |       |       | 변경 후  |       |       | 차이 (% , %P) |       |       |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|
|               | 2019E | 2020E | 2021E | 2019E | 2020E | 2021E | 2019E       | 2020E | 2021E |
| 매출액           | 852.1 | 908.1 | 970.0 | 856.4 | 916.1 | 981.6 | 0.5         | 0.9   | 1.2   |
| 영업이익          | 37.5  | 32.7  | 46.0  | 47.8  | 48.9  | 62.6  | 27.6        | 49.6  | 36.1  |
| 영업이익률 (%)     | 4.4   | 3.6   | 4.7   | 5.6   | 5.3   | 6.4   | 1.2         | 1.7   | 1.6   |
| EBITDA        | 77.2  | 74.8  | 89.7  | 87.5  | 91.0  | 106.3 | 13.4        | 21.7  | 18.6  |
| EBITDA이익률 (%) | 9.1   | 8.2   | 9.2   | 10.2  | 9.9   | 10.8  | 1.2         | 1.7   | 1.6   |
| 순이익           | 17.4  | 4.7   | 13.6  | 18.5  | 14.4  | 23.7  | 6.7         | 205.9 | 73.5  |

Note: K-IFRS 별도 기준 / Source: KTB투자증권

Fig. 014: 한미약품 SOTP Valuation (추정 실적 변경 전)

|                                   | 기업가치(억원)      | 주당가치(원)        | 비중            | Valuation 방법                                                                                           |
|-----------------------------------|---------------|----------------|---------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>A. 영업가치</b>                    | <b>19,133</b> | <b>172,183</b> | <b>34.6%</b>  | 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>B. 비영업가치</b>                   | <b>4,930</b>  | <b>44,365</b>  | <b>8.9%</b>   |                                                                                                        |
| 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                                                                                                    |
| <b>C. 신약가치</b>                    | <b>31,292</b> | <b>281,608</b> | <b>56.5%</b>  |                                                                                                        |
| 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(eflapragrastim)          | 3,036         | 27,324         | 5.5%          | Spectrum에 기술수출(NPV 귀속분 70% 반영)                                                                         |
| Pozotinib(HM781-36B)              | 3,160         | 28,439         | 5.7%          | Spectrum에 기술수출(NPV 귀속분 70% 반영)                                                                         |
| <b>D. 총기업가치(A+B+C)</b>            | <b>55,355</b> | <b>498,156</b> | <b>100.0%</b> |                                                                                                        |
| <b>E. 채권자가치(순차입금)</b>             | 7,928         | 71,347         |               | 2019년말 추정 기준                                                                                           |
| <b>G. 주주가치(D-E)</b>               | <b>47,427</b> | <b>426,810</b> | -             |                                                                                                        |

Source: KTB투자증권

Fig. 015: 한미약품 SOTP Valuation (추정 실적 변경 후)

|                                   | 기업가치(억원)      | 주당가치(원)        | 비중            | Valuation 방법                                                                                           |
|-----------------------------------|---------------|----------------|---------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>A. 영업가치</b>                    | <b>22,676</b> | <b>204,068</b> | <b>40.3%</b>  | 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>B. 비영업가치</b>                   | <b>4,930</b>  | <b>44,365</b>  | <b>8.8%</b>   |                                                                                                        |
| 보유 지분가치(계열사)                      | 4,930         | 44,365         | 8.8%          |                                                                                                        |
| 북경한미(73.68%)                      | 4,642         | 41,773         | 8.3%          | 19년 예상 순이익 기준 PER 20X 적용                                                                               |
| 한미정밀화학(63%)                       | 288           | 2,592          | 0.5%          | 장부가                                                                                                    |
| <b>C. 신약가치</b>                    | <b>28,595</b> | <b>257,337</b> | <b>50.9%</b>  |                                                                                                        |
| Efpeglenatide(LAPS GLP-1 agonist) | 13,513        | 121,609        | 24.0%         | Sanofi 기술수출(NPV 귀속분 70% 반영)                                                                            |
| LAPS Insulin combo                | 3,443         | 30,986         | 6.1%          | Sanofi 기술수출(NPV 귀속분 70% 반영)                                                                            |
| HM95573(RAF inhibitor)            | 4,926         | 44,331         | 8.8%          | Genentech에 총 9.1억달러로 기술수출(NPV 귀속분 70% 반영)                                                              |
| Rolontis(eflapragrastim)          | 3,290         | 29,604         | 5.9%          | Spectrum에 기술수출(NPV 귀속분 70% 반영)                                                                         |
| Pozotinib(HM781-36B)              | 3,423         | 30,808         | 6.1%          | Spectrum에 기술수출(NPV 귀속분 70% 반영)                                                                         |
| <b>D. 총기업가치(A+B+C)</b>            | <b>56,201</b> | <b>505,771</b> | <b>100.0%</b> |                                                                                                        |
| <b>E. 채권자가치(순차입금)</b>             | 7,930         | 71,365         |               | 2019년말 추정 기준                                                                                           |
| <b>G. 주주가치(D-E)</b>               | <b>48,271</b> | <b>434,406</b> | -             |                                                                                                        |

Source: KTB투자증권

Fig. 016: 한미약품 Epeglenatide 신약가치 NPV (변경 전)

## &lt; Epeglenatide 신약가치 주요 가정 &gt;

1. Target market  
2019~2024년 글로벌 GLP-1 agonist 시장 규모, 시장 전망기관 EvaluatePharma 추정치 준용
2. Sanofi 기술수출 금액 Total 39억 유로 (계약금 외 세부 내용 미공개로 KTB 가정)
  - ① 초기 계약금 4억 유로는 NPV에서 제외(실적에 기반함)
  - ② Development 및 Sales milestones Total 27.2억 유로 중 50%를 Epeglenatide 관련으로 추정
    - Development milestones 40%, Sales milestones 60% 가정
    - Development milestones 글로벌 출시 예상 시점 직전 해인 2021년 일시 유입, Sales milestones Peak 점유율 기록 예상 시점인 2028년 일시 유입 가정
  - ③ 제품 발매후 경상 로열티율 두자릿 수: 15% 가정(원료수출 마진 포함)
3. Peak 점유율 발매(2022년)후 7년차 20% 가정, 발매후 15년간 수익 반영
4. NPV 할인율은 9%, 임상 3상 진행 중으로 대대성질환 3상 신약 성공확률 55.6% 반영
5. 기술료 및 로열티 수익배분 한미약품과 한미사이언스 7:3으로 가정

| (단위: 백만달러/ 억원)            | 2014  | 2015  | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | 2025   | 2026   | 2027   | 2028   | 2029   | 2030   | 2036   |
|---------------------------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Target Global Sales       | 2,890 | 3,579 | 11,852 | 13,600 | 15,172 | 15,673 | 16,621 | 17,959 | 19,763 | 21,749 | 23,935 | 26,340 | 28,987 | 48,731 |
| Victoza                   | 2,393 | 2,682 | 3,209  | 2,847  | 2,404  | 1,379  | 870    |        |        |        |        |        |        |        |
| Saxenda                   | -     | 68    | 777    | 874    | 992    | 958    | 1,016  |        |        |        |        |        |        |        |
| Bydureon                  | 487   | 580   | 636    | 651    | 664    | 655    | 638    |        |        |        |        |        |        |        |
| Trulicity                 | 10    | 249   | 5,028  | 5,625  | 6,145  | 6,680  | 7,169  |        |        |        |        |        |        |        |
| Other                     | -     | -     | 2,202  | 3,603  | 4,967  | 6,001  | 6,928  |        |        |        |        |        |        |        |
| YOY                       |       | 23.8% | 15.9%  | 14.7%  | 11.6%  | 3.3%   | 6.0%   | 8.0%   | 10.0%  | 10.0%  | 10.0%  | 10.0%  | 10.0%  | 9.0%   |
| Sanofi Epeglenatide Sales |       |       |        |        | 152    | 470    | 997    | 1,616  | 2,569  | 3,480  | 4,787  | 5,268  | 5,797  | 9,746  |
| MS                        |       |       |        |        | 1.0%   | 3.0%   | 6.0%   | 9.0%   | 13.0%  | 16.0%  | 20.0%  | 20.0%  | 20.0%  | 20.0%  |
| 한미약품 Milestones(달러환산)     |       |       |        | 566    |        |        |        |        |        |        | 849    |        |        |        |
| 한미약품 경상로열티                |       |       |        |        | 23     | 71     | 150    | 242    | 385    | 522    | 718    | 790    | 870    | 1,462  |
| 경상로열티율                    |       |       |        |        | 15.0%  | 15.0%  | 15.0%  | 15.0%  | 15.0%  | 15.0%  | 15.0%  | 15.0%  | 15.0%  | 15.0%  |
| 적용 환율(원)                  |       |       |        | 1,080  | 1,080  | 1,080  | 1,080  | 1,080  | 1,080  | 1,080  | 1,080  | 1,080  | 1,080  | 1,080  |
| 한미약품 Milestones&로열티(원화환산) |       |       |        | 6,110  | 246    | 762    | 1,616  | 2,618  | 4,162  | 5,637  | 16,920 | 8,534  | 9,392  | 15,789 |
| Tax rate                  |       |       |        | 10.0%  | 10.0%  | 10.0%  | 10.0%  | 10.0%  | 10.0%  | 10.0%  | 10.0%  | 10.0%  | 10.0%  | 10.0%  |
| NOPLAT                    |       |       |        | 5,499  | 221    | 686    | 1,454  | 2,357  | 3,746  | 5,074  | 15,228 | 7,681  | 8,453  | 14,210 |
| NPV of FCF(WACC:9%)       |       |       |        | 4,629  | 171    | 486    | 945    | 1,405  | 2,049  | 2,546  | 7,011  | 3,244  | 3,276  | 3,284  |

|                             |        |
|-----------------------------|--------|
| NPV SUM                     | 42,160 |
| Success rate                | 55.6%  |
| Epeglenatide 신약가치(한미약품 수익분) | 16,409 |

Source: KTB투자증권

Fig. 017: 한미약품 Epeglenatide 신약가치 NPV (변경 후)

## &lt; Epeglenatide 신약가치 주요 가정 &gt;

1. Target market  
2019~2024년 글로벌 GLP-1 agonist 시장 규모, 시장 전망기관 EvaluatePharma 추정치 준용
2. Sanofi 기술수출 금액 Total 39억 유로 (계약금 외 세부 내용 미공개로 KTB 가정)
  - ① 초기 계약금 4억 유로는 NPV에서 제외(실적에 기반함)
  - ② Development 및 Sales milestones Total 27.2억 유로 중 50%를 Epeglenatide 관련으로 추정
    - Development milestones 40%, Sales milestones 60% 가정
    - Development milestones 글로벌 출시 예상 시점 직전 해인 2021년 일시 유입, Sales milestones Peak 점유율 기록 예상 시점인 2028년 일시 유입 가정
  - ③ 제품 발매후 경상 로열티율 두자릿 수: 15% 가정(원료수출 마진 포함)
3. Peak 점유율 발매(2022년)후 7년차 15% 가정, 발매후 15년간 수익 반영
4. NPV 할인율은 9%, 임상 3상 진행 중으로 대대성질환 3상 신약 성공확률 55.6% 반영
5. 기술료 및 로열티 수익배분 한미약품과 한미사이언스 7:3으로 가정

| (단위: 백만달러/ 억원)            | 2014  | 2015  | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | 2025   | 2026   | 2027   | 2028   | 2029   | 2030   | 2036   |
|---------------------------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| Target Global Sales       | 2,890 | 3,579 | 12,877 | 15,097 | 17,022 | 18,160 | 19,174 | 20,138 | 21,150 | 22,212 | 23,329 | 24,501 | 25,609 | 33,105 |
| Victoza                   | 2,393 | 2,682 | 3,021  | 2,698  | 2,295  | 1,598  | 1,075  |        |        |        |        |        |        |        |
| Saxenda                   | -     | 68    | 1,099  | 1,280  | 1,459  | 1,379  | 1,215  |        |        |        |        |        |        |        |
| Bydureon                  | 487   | 580   | 612    | 622    | 612    | 596    | 572    |        |        |        |        |        |        |        |
| Trulicity                 | 10    | 249   | 4,964  | 5,618  | 6,133  | 6,555  | 6,876  |        |        |        |        |        |        |        |
| Other                     | -     | -     | 3,181  | 4,879  | 6,523  | 8,032  | 9,436  |        |        |        |        |        |        |        |
| YOY                       |       | 23.8% | 19.5%  | 17.2%  | 12.8%  | 6.7%   | 5.6%   | 5.0%   | 5.0%   | 5.0%   | 5.0%   | 5.0%   | 4.5%   | 4.1%   |
| Sanofi Epeglenatide Sales |       |       |        |        | 170    | 545    | 959    | 1,510  | 2,115  | 2,777  | 3,499  | 3,675  | 3,841  | 4,966  |
| MS                        |       |       |        |        | 1.0%   | 3.0%   | 5.0%   | 7.5%   | 10.0%  | 12.5%  | 15.0%  | 15.0%  | 15.0%  | 15.0%  |
| 한미약품 Milestones(달러환산)     |       |       |        | 604    |        |        |        |        |        |        | 906    |        |        |        |
| 한미약품 경상로열티                |       |       |        |        | 26     | 82     | 144    | 227    | 317    | 416    | 525    | 551    | 576    | 745    |
| 경상로열티율                    |       |       |        |        | 15.0%  | 15.0%  | 15.0%  | 15.0%  | 15.0%  | 15.0%  | 15.0%  | 15.0%  | 15.0%  | 15.0%  |
| 적용 환율(원)                  |       |       |        | 1,170  | 1,170  | 1,170  | 1,170  | 1,170  | 1,170  | 1,170  | 1,170  | 1,170  | 1,170  | 1,170  |
| 한미약품 Milestones&로열티(원화환산) |       |       |        | 7,065  | 299    | 956    | 1,683  | 2,651  | 3,712  | 4,873  | 16,739 | 6,450  | 6,742  | 8,715  |
| Tax rate                  |       |       |        | 10.0%  | 10.0%  | 10.0%  | 10.0%  | 10.0%  | 10.0%  | 10.0%  | 10.0%  | 10.0%  | 10.0%  | 10.0%  |
| NOPLAT                    |       |       |        | 6,358  | 269    | 861    | 1,514  | 2,386  | 3,341  | 4,386  | 15,065 | 5,805  | 6,067  | 7,843  |
| NPV of FCF(WACC:9%)       |       |       |        | 5,352  | 208    | 610    | 984    | 1,422  | 1,827  | 2,201  | 6,936  | 2,452  | 2,351  | 1,812  |

|                             |        |
|-----------------------------|--------|
| NPV SUM                     | 34,720 |
| Success rate                | 55.6%  |
| Epeglenatide 신약가치(한미약품 수익분) | 13,513 |

Source: KTB투자증권

## 재무제표 (한미약품 별도)

## 대차대조표

| (단위: 십억원)   | 2017           | 2018           | 2019E          | 2020E          | 2021E          |
|-------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 유동자산        | 459.5          | 355.9          | 430.8          | 419.1          | 437.7          |
| 현금성자산       | 27.9           | 10.3           | 12.2           | 8.6            | 24.5           |
| 매출채권        | 201.8          | 132.7          | 169.3          | 165.2          | 175.2          |
| 재고자산        | 172.8          | 182.3          | 218.2          | 212.9          | 205.3          |
| 비유동자산       | 931.6          | 1,037.9        | 1,155.4        | 1,187.2        | 1,197.8        |
| 투자자산        | 215.7          | 214.6          | 252.5          | 262.8          | 273.5          |
| 유형자산        | 682.1          | 787.9          | 864.2          | 882.7          | 879.4          |
| 무형자산        | 33.9           | 35.4           | 38.6           | 41.7           | 44.9           |
| <b>자산총계</b> | <b>1,391.1</b> | <b>1,393.8</b> | <b>1,586.2</b> | <b>1,606.3</b> | <b>1,635.5</b> |
| 유동부채        | 602.9          | 388.8          | 426.1          | 434.8          | 443.3          |
| 매입채무        | 43.1           | 49.3           | 56.1           | 60.8           | 65.1           |
| 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          |
| <b>부채총계</b> | <b>817.4</b>   | <b>839.0</b>   | <b>1,026.7</b> | <b>1,038.1</b> | <b>1,049.4</b> |
| 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          | 158.3          | 167.0          | 184.9          |
| 자본조정        | (6.9)          | (16.6)         | (24.8)         | (24.8)         | (24.8)         |
| 자기주식        | (15.7)         | (21.3)         | (25.2)         | (25.2)         | (25.2)         |
| <b>자본총계</b> | <b>573.7</b>   | <b>554.8</b>   | <b>559.5</b>   | <b>568.2</b>   | <b>586.1</b>   |
| 투자자본        | 948.7          | 1,108.7        | 1,294.5        | 1,304.4        | 1,304.0        |
| 순차입금        | 427.2          | 585.7          | 793.0          | 796.6          | 780.7          |
| ROA         | 2.8            | 0.9            | 1.2            | 0.9            | 1.5            |
| ROE         | 7.0            | 2.3            | 3.3            | 2.6            | 4.1            |
| ROIC        | 4.6            | 2.3            | 2.5            | 2.4            | 3.0            |

## 현금흐름표

| (단위: 십억원)              | 2017           | 2018           | 2019E          | 2020E         | 2021E         |
|------------------------|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|
| <b>영업현금</b>            | <b>(112.0)</b> | <b>4.9</b>     | <b>(43.9)</b>  | <b>68.2</b>   | <b>67.8</b>   |
| 당기순이익                  | 38.7           | 12.8           | 18.5           | 14.4          | 23.7          |
| 자산상각비                  | 23.6           | 34.5           | 39.7           | 42.1          | 43.7          |
| 운전자본증감                 | (187.9)        | (96.4)         | 22.7           | 16.9          | 5.7           |
| 매출채권감소(증가)             | (7.1)          | 57.5           | (38.6)         | 4.1           | (10.0)        |
| 재고자산감소(증가)             | (48.7)         | (20.4)         | (37.1)         | 5.3           | 7.6           |
| 매입채무증가(감소)             | (6.8)          | 6.2            | 6.7            | 4.7           | 4.3           |
| <b>투자현금</b>            | <b>(128.2)</b> | <b>(152.7)</b> | <b>(150.7)</b> | <b>(66.0)</b> | <b>(46.1)</b> |
| 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)        | (111.4)        | (55.0)        | (34.4)        |
| 유무형자산감소                | (7.3)          | (9.6)          | (7.6)          | (8.7)         | (9.3)         |
| <b>재무현금</b>            | <b>146.7</b>   | <b>129.8</b>   | <b>196.5</b>   | <b>(5.8)</b>  | <b>(5.8)</b>  |
| 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)         | 1.9            | (3.6)         | 15.8          |
| <b>총현금흐름(Gross CF)</b> | <b>76.0</b>    | <b>101.2</b>   | <b>(66.6)</b>  | <b>51.4</b>   | <b>62.0</b>   |
| (-) 운전자본증가(감소)         | 50.6           | 48.0           | 117.3          | (16.9)        | (5.7)         |
| (-) 설비투자               | 243.1          | 166.8          | 111.4          | 55.0          | 34.4          |
| (+) 자산매각               | (7.3)          | (9.6)          | (7.6)          | (8.7)         | (9.3)         |
| Free Cash Flow         | (240.2)        | (147.8)        | (194.6)        | 2.2           | 21.6          |
| (-) 기타투자               | (0.1)          | (0.0)          | 31.7           | 2.4           | 2.5           |
| 잉여현금                   | (240.1)        | (147.8)        | (226.3)        | (0.1)         | 19.2          |

Source: KTB투자증권

## 손익계산서

| (단위: 십억원)                      | 2017           | 2018           | 2019E          | 2020E         | 2021E         |
|--------------------------------|----------------|----------------|----------------|---------------|---------------|
| <b>매출액</b>                     | <b>702.6</b>   | <b>795.0</b>   | <b>856.4</b>   | <b>916.1</b>  | <b>981.6</b>  |
| 증가율 (Y-Y,%)                    | 2.2            | 13.1           | 7.7            | 7.0           | 7.1           |
| <b>영업이익</b>                    | <b>47.0</b>    | <b>43.3</b>    | <b>47.8</b>    | <b>48.9</b>   | <b>62.6</b>   |
| 증가율 (Y-Y,%)                    | 흑전             | (7.8)          | 10.6           | 2.2           | 28.0          |
| EBITDA                         | 70.5           | 77.7           | 87.5           | 91.0          | 106.3         |
| <b>영업외손익</b>                   | <b>(22.5)</b>  | <b>(19.9)</b>  | <b>(18.4)</b>  | <b>(25.9)</b> | <b>(25.0)</b> |
| 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           |
| <b>세전계속사업손익</b>                | <b>24.4</b>    | <b>23.4</b>    | <b>29.4</b>    | <b>22.9</b>   | <b>37.6</b>   |
| <b>당기순이익</b>                   | <b>38.7</b>    | <b>12.8</b>    | <b>18.5</b>    | <b>14.4</b>   | <b>23.7</b>   |
| 증가율 (Y-Y,%)                    | 0.0            | 0.0            | 0.0            | 0.0           | 0.0           |
| <b>NOPLAT</b>                  | <b>881.2</b>   | <b>(67.0)</b>  | <b>45.1</b>    | <b>(22.0)</b> | <b>63.8</b>   |
| (+) Dep                        | 34.0           | 23.6           | 30.1           | 30.8          | 39.4          |
| (-) 운전자본투자                     | 23.6           | 34.5           | 39.7           | 42.1          | 43.7          |
| (-) Capex                      | 50.6           | 48.0           | 117.3          | (16.9)        | (5.7)         |
| OpFCF                          | 243.1          | 166.8          | 111.4          | 55.0          | 34.4          |
| <b>3 Yr CAGR &amp; Margins</b> | <b>(236.1)</b> | <b>(156.7)</b> | <b>(158.8)</b> | <b>34.8</b>   | <b>54.5</b>   |
| 매출액증가율(3Yr)                    | 6.5            | (10.6)         | 7.6            | 9.2           | 7.3           |
| 영업이익증가율(3Yr)                   | 134.5          | (37.9)         | n/a            | 1.4           | 13.1          |
| EBITDA증가율(3Yr)                 | 49.7           | (29.5)         | 63.2           | 8.9           | 11.0          |
| 순이익증가율(3Yr)                    | 35.4           | (54.3)         | 67.5           | (28.0)        | 22.8          |
| 매출총이익율(%)                      | 6.7            | 5.4            | 5.6            | 5.3           | 6.4           |
| 영업이익율(%)                       | 10.0           | 9.8            | 10.2           | 9.9           | 10.8          |
| EBITDA마진(%)                    | 5.5            | 1.6            | 2.2            | 1.6           | 2.4           |

## 주요투자지표

| (단위: 원, 배)             | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Per share Data</b>  |        |        |        |        |        |
| EPS                    | 3,333  | 1,100  | 1,595  | 1,244  | 2,038  |
| BPS                    | 46,523 | 44,730 | 44,863 | 45,344 | 46,602 |
| DPS                    | 500    | 500    | 500    | 500    | 500    |
| <b>Multiples(x, %)</b> |        |        |        |        |        |
| PER                    | 171.9  | 421.9  | 210.3  | 269.7  | 164.7  |
| PBR                    | 12.3   | 10.4   | 7.5    | 7.4    | 7.2    |
| EV/ EBITDA             | 100.3  | 76.9   | 53.6   | 51.6   | 44.0   |
| 배당수익률                  | 0.1    | 0.1    | 0.1    | 0.1    | 0.1    |
| PCR                    | 87.5   | 53.2   | n/a    | 75.8   | 62.8   |
| PSR                    | 9.5    | 6.8    | 4.5    | 4.3    | 4.0    |
| <b>재무건전성 (%)</b>       |        |        |        |        |        |
| 부채비율                   | 142.5  | 151.2  | 183.5  | 182.7  | 179.0  |
| Net debt/Equity        | 74.5   | 105.6  | 141.7  | 140.2  | 133.2  |
| Net debt/EBITDA        | 605.7  | 753.5  | 906.0  | 875.4  | 734.4  |
| 유동비율                   | 76.2   | 91.5   | 101.1  | 96.4   | 98.7   |
| 이자보상배율                 | 5.3    | 5.0    | 2.0    | 1.9    | 2.5    |
| 이자비용/매출액               | 1.4    | 2.3    | 2.8    | 2.9    | 2.6    |
| <b>자산구조</b>            |        |        |        |        |        |
| 투자자본(%)                | 79.6   | 83.1   | 83.0   | 82.8   | 81.4   |
| 현금+투자자산(%)             | 20.4   | 16.9   | 17.0   | 17.2   | 18.6   |
| <b>자본구조</b>            |        |        |        |        |        |
| 차입금(%)                 | 44.2   | 51.8   | 59.0   | 58.6   | 57.9   |
| 자기자본(%)                | 55.8   | 48.2   | 41.0   | 41.4   | 42.1   |



## 유한양행 (000100)

### 3Q19 Recap: 내년까지는 기술료에 의지할 필요가 있는 실적

#### Investment Point

##### [3Q19 실적 특이사항]

- 매출: 기술료 87억 인식, 이를 제외시 YOY -1%. API 수출이 -20%로 예상보다 부진. 길리어드, 안센으로부터 유입된 기술료 각각 16억, 18억으로 예상보다 미흡, 회계 기준 이 명확하지 않아 추정치에 반영하지 않았던 베링거(YH25724) 기술료가 42억 신규 반영. 안센 기술료 유한양행의 국내임상 진행 속도에 따라 인식, 4Q 이후 점진적 확대 반영 예상. 베링거 기술료 계약금 중 천만달러는 비임상 독성실험 완료 후 별도 인식하기로 했으나, 전체 계약금 4천만달러를 11개 분기 분할 인식으로 변경. 1Q22까지 분기별 42억 규모 인식. 영업외수익으로 인식하던 유한크로락스 브랜드 로열티 회계기준 변경으로 1~3Q 합산액 11억 3Q 일시 인식, 4Q부터는 분기별 4억씩 인식
- 영업이익: 기술료 이익 기여분 제외시 30억 내외로 부진. R&D 비용 YOY 14억 수준에 그쳤으나, 광고선전비가 50억 규모 수준. 뉴오리진 사업부 스핀오프에 따라 4Q부터는 별도 실적에서 분기별 40억 내외의 판권비용 감소 전망
- 연결 법인 유한화학 매출 YOY -13%, 영업적자 21억 시현. 엠지는 일부 수액제 품목 판매정지 이슈로, 애드파마는 마일스톤 수령 지연 이슈로 실적 부진
- 유한킴벌리 매출 YOY +2%, 영업이익 +11%로 안정화. 효율적 비용 집행 영향

##### [추정 실적 조정 및 목표가 변경]

- 추정 실적: 안센으로부터 유입되는 레이저티닙 기술수출 계약금(560억) 기존 추정치에는 2Q20까지 인식 완료 가정했으나, 유한양행의 국내 임상 3상이 완료되는 2Q21까지 인식으로 기간 변경. 비임상독성 완료되는 1Q20 인식 가정해왔던 베링거 계약금 일부(천만달러)도 11개 분기 분할 인식으로 변경. 이에 따라 4Q19와 2020년 영업이익 각각 4%, 30% 하향
- 목표가&투자의견: 2020년 영업이익 하향 조정 폭 크나, 영업가치 기준 이익지표인 Fw12M EBIT(Pipeline 가치 별도 반영한 안센 기술료는 제외)+R&D 추정치 큰 변동 없어 목표가 33만원 유지. 투자의견 BUY와 Top picks 유지. 기술수출 신약과제 임상 진행에 이상 없는 만큼 2020년 기술료 유입 확대 기대감 유효

#### BUY

|          | 현재      | 직전 | 변동 |
|----------|---------|----|----|
| 투자의견     | BUY     |    | 유지 |
| 목표주가     | 330,000 |    | 유지 |
| Earnings |         |    | 하향 |

| Valuation wide | 2018 | 2019E | 2020E |
|----------------|------|-------|-------|
| PER(배)         | 32.0 | 39.5  | 34.7  |
| PBR(배)         | 1.7  | 1.8   | 1.8   |
| EV/EBITA(배)    | 23.5 | 32.0  | 25.5  |
| 배당수익률(%)       | 1.0  | 0.9   | 0.9   |

Fig. 018: 유한양행 3Q19 Review

(단위: 십억원)

| 회 사 장 정    | 당 사 추 정 치 대 비 |                   | 전 년 동 기 대 비 (yoy) |        | 전 분 기 대 비 (qoq) |         | 시 장 컨 센 서 스 대 비 |        |
|------------|---------------|-------------------|-------------------|--------|-----------------|---------|-----------------|--------|
|            | 2019.09(A)    | 2019.09(E) 차이 (%) | 2018.09A          | 차이 (%) | 2019.06A        | 차이 (%)  | 2019.09(E)      | 차이 (%) |
| 매출액        | 380.0         | 384.8 (1.2)       | 375.6             | 1.2    | 355.7           | 6.8     | 387.3           | (1.9)  |
| 영업이익       | 10.2          | 10.9 (6.9)        | 4.4               | 130.8  | 0.4             | 2,438.3 | 9.3             | 9.2    |
| 순이익        | 7.3           | 9.7 (24.5)        | 3.8               | 92.6   | 4.8             | 52.5    | 8.6             | (14.9) |
| 이익률 (%)    |               |                   |                   |        |                 |         |                 |        |
| 영업이익       | 2.7           | 2.8               | 1.2               |        | 0.1             |         | 2.4             |        |
| 순이익        | 1.9           | 2.5               | 1.0               |        | 1.3             |         | 2.2             |        |
| 이익률 차이(%P) |               |                   |                   |        |                 |         |                 |        |
| 영업이익       |               | (0.2)             | 1.5               |        | 2.6             |         | 0.3             |        |
| 순이익        |               | (0.6)             | 0.9               |        | 0.6             |         | (0.3)           |        |

Note: K-IFRS 별도 기준

Source: 유한양행, KTB투자증권

Fig. 019: 유한양행 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위: 십억원)

|               | 변경 전    |         |         |         | 변경 후    |         |         |         | 차이 (%, %p) |         |         |         |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|------------|---------|---------|---------|
|               | 2019.12 | 2020.03 | 2020.06 | 2020.09 | 2019.12 | 2020.03 | 2020.06 | 2020.09 | 2019.12    | 2020.03 | 2020.06 | 2020.09 |
| 매출액           | 385.8   | 362.9   | 412.7   | 409.5   | 381.8   | 354.4   | 384.3   | 389.6   | (1.0)      | (2.3)   | (6.9)   | (4.9)   |
| 영업이익          | 13.6    | 17.0    | 30.6    | 19.1    | 13.0    | 11.5    | 16.5    | 17.2    | (4.1)      | (32.7)  | (46.1)  | (10.3)  |
| 영업이익률 (%)     | 3.5     | 4.7     | 7.4     | 4.7     | 3.4     | 3.2     | 4.3     | 4.4     | (0.1)      | (1.5)   | (3.1)   | (0.3)   |
| EBITDA        | 23.4    | 26.6    | 40.1    | 28.5    | 22.8    | 21.0    | 26.0    | 26.5    | (2.4)      | (21.0)  | (35.2)  | (7.0)   |
| EBITDA이익률 (%) | 6.1     | 7.3     | 9.7     | 7.0     | 6.0     | 5.9     | 6.8     | 6.8     | (0.1)      | (1.4)   | (3.0)   | (0.2)   |
| 순이익           | 24.0    | 40.5    | 23.3    | 15.1    | 22.4    | 35.0    | 12.8    | 13.2    | (6.7)      | (13.7)  | (44.8)  | (12.6)  |

Note: K-IFRS 별도 기준 / Source: KTB투자증권

Fig. 020: 유한양행 추정 실적 변경 요약(연간)

(단위: 십억원)

|               | 변경 전    |         |         | 변경 후    |         |         | 차이 (%, %P) |        |       |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|------------|--------|-------|
|               | 2019E   | 2020E   | 2021E   | 2019E   | 2020E   | 2021E   | 2019E      | 2020E  | 2021E |
| 매출액           | 1,468.2 | 1,591.2 | 1,635.7 | 1,459.4 | 1,529.2 | 1,633.1 | (0.6)      | (3.9)  | (0.2) |
| 영업이익          | 37.8    | 79.0    | 65.2    | 36.4    | 55.5    | 76.7    | (3.5)      | (29.7) | 17.6  |
| 영업이익률 (%)     | 2.6     | 5.0     | 4.0     | 2.5     | 3.6     | 4.7     | (0.1)      | (1.3)  | 0.7   |
| EBITDA        | 76.3    | 116.8   | 100.9   | 75.0    | 93.2    | 112.3   | (1.7)      | (20.2) | 11.2  |
| EBITDA이익률 (%) | 5.2     | 7.3     | 6.2     | 5.1     | 6.1     | 6.9     | (0.1)      | (1.2)  | 0.7   |
| 순이익           | 75.7    | 102.1   | 93.1    | 71.6    | 81.5    | 96.6    | (5.3)      | (20.2) | 3.7   |

Note: K-IFRS 별도 기준 / Source: KTB투자증권

Fig. 021: 유한양행 SOTP Valuation (추정 실적 변경 후)

|                                    | 기업가치(억원)      | 주당가치(원)        | 비중            | Valuation 방법                                                                                                |
|------------------------------------|---------------|----------------|---------------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>A. 영업가치</b>                     | <b>19,106</b> | <b>180,366</b> | <b>54.5%</b>  | 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>B. YH25448(Lazertinib) 신약가치</b> | <b>4,519</b>  | <b>42,661</b>  | <b>12.9%</b>  | Janssen에 총 12.6억달러에 기술수출, 오스코텍/제노스코로 40% 수익배분                                                               |
| <b>C. 비영업가치</b>                    | <b>11,424</b> | <b>107,852</b> | <b>32.6%</b>  |                                                                                                             |
| 보유 지분가치(계열사)                       | 4,757         | 44,907         | 13.6%         |                                                                                                             |
| 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)                    | 1,176         | 11,100         | 3.4%          |                                                                                                             |
| 제넥신(2.5%)                          | 288           | 2,719          | 0.8%          | 현재가                                                                                                         |
| 테라젠이텍스(9.2%)                       | 212           | 2,004          | 0.6%          | 현재가                                                                                                         |
| 바이오니아(6.4%)                        | 101           | 950            | 0.3%          | 현재가                                                                                                         |
| 코스온(12.3%)                         | 191           | 1,803          | 0.5%          | 현재가                                                                                                         |
| 기타                                 | 384           | 3,623          | 1.1%          | 비상장, 장부가액                                                                                                   |
| 유휴 부동산                             | 907           | 8,561          | 2.6%          | 군포공장부지, 장부가                                                                                                 |
| 순현금                                | 4,585         | 43,285         | 13.1%         | 2019년 말 추정 기준                                                                                               |
| <b>D. 총기업가치(A+B+C)</b>             | <b>35,049</b> | <b>330,879</b> | <b>100.0%</b> |                                                                                                             |
| <b>E. 채권가치</b>                     | -             | -              | -             |                                                                                                             |
| <b>F. 주주가치(D-E)</b>                | <b>35,049</b> | <b>330,879</b> | <b>100.0%</b> |                                                                                                             |

Source: KTB투자증권

## 재무제표 (유한양행 별도)

## 대차대조표

| (단위: 십억원)   | 2017           | 2018           | 2019E          | 2020E          | 2021E          |
|-------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 유동자산        | 933.9          | 944.4          | 1,050.0        | 1,102.8        | 1,169.0        |
| 현금성자산       | 489.8          | 434.9          | 464.2          | 489.3          | 528.0          |
| 매출채권        | 287.5          | 351.3          | 393.5          | 413.1          | 432.6          |
| 재고자산        | 113.5          | 121.0          | 154.7          | 162.4          | 170.0          |
| 비유동자산       | 876.6          | 975.6          | 989.6          | 1,008.8        | 1,029.8        |
| 투자자산        | 643.7          | 741.1          | 767.2          | 798.4          | 830.8          |
| 유형자산        | 214.5          | 208.7          | 196.9          | 185.3          | 173.9          |
| 무형자산        | 18.5           | 25.8           | 25.5           | 25.1           | 25.0           |
| <b>자산총계</b> | <b>1,810.5</b> | <b>1,920.0</b> | <b>2,039.6</b> | <b>2,111.6</b> | <b>2,198.8</b> |
| 유동부채        | 245.5          | 282.5          | 336.2          | 346.4          | 356.5          |
| 매입채무        | 126.9          | 121.0          | 171.2          | 179.7          | 188.2          |
| 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            |
| <b>부채총계</b> | <b>322.5</b>   | <b>365.8</b>   | <b>442.3</b>   | <b>456.7</b>   | <b>471.1</b>   |
| 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        | 1,485.2        | 1,542.8        | 1,615.6        |
| 자본조정        | (61.3)         | (60.8)         | (65.8)         | (65.8)         | (65.8)         |
| 자기주식        | (152.8)        | (165.1)        | (167.1)        | (167.1)        | (167.1)        |
| <b>자본총계</b> | <b>1,488.0</b> | <b>1,554.3</b> | <b>1,597.3</b> | <b>1,654.9</b> | <b>1,727.7</b> |
| 투자자본        | 613.3          | 649.4          | 557.8          | 566.8          | 576.2          |
| 순차입금        | (489.8)        | (434.9)        | (458.5)        | (483.6)        | (522.3)        |
| ROA         | 6.3            | 4.4            | 3.6            | 3.9            | 4.5            |
| ROE         | 7.7            | 5.4            | 4.5            | 5.0            | 5.7            |
| ROIC        | 11.5           | 6.9            | 4.5            | 7.2            | 9.7            |

## 현금흐름표

| (단위: 십억원)              | 2017          | 2018          | 2019E         | 2020E         | 2021E         |
|------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>영업현금</b>            | <b>48.5</b>   | <b>80.9</b>   | <b>106.9</b>  | <b>99.8</b>   | <b>113.2</b>  |
| 당기순이익                  | 110.7         | 81.5          | 71.6          | 81.5          | 96.6          |
| 자산상각비                  | 25.7          | 33.6          | 38.5          | 37.6          | 35.6          |
| 운전자본증감                 | (93.7)        | (59.7)        | 1.5           | (17.5)        | (17.3)        |
| 매출채권감소(증가)             | (46.3)        | (63.3)        | (41.2)        | (19.6)        | (19.4)        |
| 재고자산감소(증가)             | (3.6)         | (8.4)         | (34.7)        | (7.7)         | (7.6)         |
| 매입채무증가(감소)             | (29.0)        | (12.3)        | 71.7          | 8.5           | 8.5           |
| <b>투자현금</b>            | <b>(39.6)</b> | <b>(55.9)</b> | <b>(28.8)</b> | <b>(58.9)</b> | <b>(59.0)</b> |
| 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)        | (23.8)        | (21.9)        | (20.1)        |
| 유무형자산감소                | (4.1)         | 0.5           | (3.5)         | (3.7)         | (4.0)         |
| <b>재무현금</b>            | <b>(1.4)</b>  | <b>(34.1)</b> | <b>(25.7)</b> | <b>(23.8)</b> | <b>(23.8)</b> |
| 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)         | 54.3          | 17.0          | 30.3          |
| <b>총현금흐름(Gross CF)</b> | <b>116.6</b>  | <b>120.3</b>  | <b>95.2</b>   | <b>117.3</b>  | <b>130.5</b>  |
| (-) 운전자본증가(감소)         | 63.7          | 28.4          | 24.5          | 17.5          | 17.3          |
| (-) 설비투자               | 54.9          | 33.3          | 23.8          | 21.9          | 20.1          |
| (+) 자산매각               | (4.1)         | 0.5           | (3.5)         | (3.7)         | (4.0)         |
| Free Cash Flow         | (16.7)        | 4.7           | 68.0          | 40.8          | 54.1          |
| (-) 기타투자               | 0.0           | 0.0           | 8.5           | 17.6          | 18.6          |
| 잉여현금                   | (16.7)        | 4.7           | 59.5          | 23.2          | 35.6          |

Source: KTB투자증권

## 손익계산서

| (단위: 십억원)                      | 2017           | 2018           | 2019E          | 2020E          | 2021E          |
|--------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>                     | <b>1,452.0</b> | <b>1,506.8</b> | <b>1,459.4</b> | <b>1,529.2</b> | <b>1,633.1</b> |
| 증가율 (Y-Y,%)                    | 10.7           | 3.8            | (3.1)          | 4.8            | 6.8            |
| <b>영업이익</b>                    | <b>80.4</b>    | <b>60.9</b>    | <b>36.4</b>    | <b>55.5</b>    | <b>76.7</b>    |
| 증가율 (Y-Y,%)                    | 11.2           | (24.2)         | (40.2)         | 52.4           | 38.0           |
| EBITDA                         | 106.1          | 94.5           | 75.0           | 93.2           | 112.3          |
| <b>영업외손익</b>                   | <b>65.4</b>    | <b>53.9</b>    | <b>58.9</b>    | <b>55.8</b>    | <b>56.3</b>    |
| 순이자소득                          | 60.4           | 57.0           | 55.8           | 55.5           | 56.3           |
| 외화관련손익                         | (11.9)         | 1.1            | 1.6            | 0.0            | 0.0            |
| 지분법손익                          | 0.5            | 0.0            | 4.5            | 6.0            | 6.0            |
| <b>세전계속사업손익</b>                | <b>145.7</b>   | <b>114.8</b>   | <b>95.4</b>    | <b>111.4</b>   | <b>133.0</b>   |
| <b>당기순이익</b>                   | <b>110.7</b>   | <b>81.5</b>    | <b>71.6</b>    | <b>81.5</b>    | <b>96.6</b>    |
| 증가율 (Y-Y,%)                    | (9.5)          | (26.4)         | (12.1)         | 13.8           | 18.5           |
| <b>NOPLAT</b>                  | <b>61.1</b>    | <b>43.2</b>    | <b>27.4</b>    | <b>40.6</b>    | <b>55.7</b>    |
| (+) Dep                        | 25.7           | 33.6           | 38.5           | 37.6           | 35.6           |
| (-) 운전자본투자                     | 63.7           | 28.4           | 24.5           | 17.5           | 17.3           |
| (-) Capex                      | 54.9           | 33.3           | 23.8           | 21.9           | 20.1           |
| OpFCF                          | (31.8)         | 15.1           | 17.6           | 38.8           | 53.8           |
| <b>3 Yr CAGR &amp; Margins</b> |                |                |                |                |                |
| 매출액증가율(3Yr)                    | 12.9           | 10.4           | 3.6            | 1.7            | 2.7            |
| 영업이익증가율(3Yr)                   | 6.2            | (4.8)          | (20.4)         | (11.6)         | 8.0            |
| EBITDA증가율(3Yr)                 | 8.9            | 2.4            | (6.9)          | (4.2)          | 5.9            |
| 순이익증가율(3Yr)                    | 10.8           | (8.8)          | (16.4)         | (9.7)          | 5.8            |
| 매출총이익율(%)                      | 27.8           | 27.1           | 28.9           | 30.1           | 32.0           |
| 영업이익률(%)                       | 5.5            | 4.0            | 2.5            | 3.6            | 4.7            |
| EBITDA마진(%)                    | 7.3            | 6.3            | 5.1            | 6.1            | 6.9            |
| 순이익률(%)                        | 7.6            | 5.4            | 4.9            | 5.3            | 5.9            |

## 주요투자지표

| (단위: 원, 배)             | 2017    | 2018    | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>Per share Data</b>  |         |         |         |         |         |
| EPS                    | 8,704   | 6,387   | 5,570   | 6,342   | 7,524   |
| BPS                    | 113,089 | 117,558 | 120,781 | 125,242 | 130,840 |
| DPS                    | 2,000   | 2,000   | 2,000   | 2,000   | 2,000   |
| <b>Multiples(x, %)</b> |         |         |         |         |         |
| PER                    | 24.1    | 32.0    | 39.5    | 34.7    | 29.2    |
| PBR                    | 1.9     | 1.7     | 1.8     | 1.8     | 1.7     |
| EV/ EBITDA             | 21.0    | 23.5    | 32.0    | 25.5    | 20.8    |
| 배당수익률                  | 1.0     | 1.0     | 0.9     | 0.9     | 0.9     |
| PCR                    | 23.3    | 22.1    | 30.1    | 24.4    | 21.9    |
| PSR                    | 1.9     | 1.8     | 2.0     | 1.9     | 1.8     |
| <b>재무건전성 (%)</b>       |         |         |         |         |         |
| 부채비율                   | 21.7    | 23.5    | 27.7    | 27.6    | 27.3    |
| 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   | 318.4   | 327.9   |
| 이자보상배율                 | n/a     | n/a     | n/a     | n/a     | n/a     |
| 이자비용/매출액               | n/a     | n/a     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| <b>자산구조</b>            |         |         |         |         |         |
| 투자자본(%)                | 35.1    | 35.6    | 31.2    | 30.6    | 29.8    |
| 현금+투자자산(%)             | 64.9    | 64.4    | 68.8    | 69.4    | 70.2    |
| <b>자본구조</b>            |         |         |         |         |         |
| 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 Recap: 내수 독감백신 매출 6년만에 의미있는 신장

#### Investment Point

##### [3Q19 실적 특이사항]

- 매출: 추정치 2% 하회. 생산설비 교체에 따른 혈액제제 수출 감소(YOY -27%) 요인. 시장 경쟁 완화에 따른 4가 독감백신 가격 호조로 내수 독감백신 매출 YOY +14%(+66억). 독감백신 수출도 50억 순증, 통상적으로 4Q에 출하되는 북반구향 독감백신 수출 3Q에 선출하. 수두백신 수출은 터키 수주지연으로 YOY -94억
- 영업이익: 추정치 31% 상회. 수익성 높은 독감백신 매출호조에 R&D 비용 감소 영향. 경상개발비 YOY 30억 감소로 추정치와 60억 차이, 보정시 영업이익 추정치 상회율 10%
- 연결 법인 매출은 YOY +11%로 호조였으나, 영업이익은 13억 적자로 부진 지속

##### [추정 실적 조정 및 목표가 변경]

- 추정 실적: 3Q에 선반영된 북반구향 독감백신 실적 일부 제외, 혈액제제 수출 감소 등을 반영해 4Q19 영업이익은 10% 하향. 2020년 영업이익은 내수 독감백신 사업 안정화 반영해 6% 상향. R&D 비용은 YOY 160억 순증 반영
- 목표가&투자 의견: 영업가치 기준 이익지표인 Fw12M EBIT+R&D 추정치 큰 변동 없어 목표가 16만원 유지. 투자 의견 BUY 유지. MG 미국 허가 지연 이슈 이후 시장 소외 장 기회되고 있으나, 실적 정상화되고 있는 만큼 주가 회복 전망

#### BUY

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

| Valuation wide | 2018 | 2019E | 2020E |
|----------------|------|-------|-------|
| PER(배)         | 33.2 | 41.5  | 31.1  |
| PBR(배)         | 1.6  | 1.5   | 1.5   |
| EV/EBITA(배)    | 22.8 | 17.5  | 16.9  |
| 배당수익률(%)       | 0.7  | 0.8   | 0.8   |

Fig. 022: 녹십자 3Q19 Review(연결)

(단위: 십억원)

| 회 사잠정      |       | 당사 추정치 대비  |        | 전년 동기 대비(yoy) |        | 전분기 대비(qoq) |        | 시장 컨센서스 대비 |        |
|------------|-------|------------|--------|---------------|--------|-------------|--------|------------|--------|
| 2019.09(P) |       | 2019.09(E) | 차이 (%) | 2018.09A      | 차이 (%) | 2019.06A    | 차이 (%) | 2019.09(E) | 차이 (%) |
| 매출액        | 369.7 | 321.7      | (1.8)  | 352.3         | 4.9    | 359.6       | 2.8    | 372.2      | (0.7)  |
| 영업이익       | 36.6  | 28.9       | 31.1   | 28.0          | 30.7   | 19.6        | 86.7   | 29.2       | 25.3   |
| 지배주주순이익    | 22.4  | 21.1       | 36.0   | 15.8          | 41.8   | (15.0)      | 흑전     | 18.5       | 21.1   |
| 이익률 (%)    |       |            |        |               |        |             |        |            |        |
| 영업이익       | 9.9   | 9.0        |        | 7.9           |        | 5.5         |        | 7.8        |        |
| 지배주주순이익    | 6.1   | 6.6        |        | 4.5           |        | (4.2)       |        | 5.0        |        |
| 이익률 차이(%P) |       |            |        |               |        |             |        |            |        |
| 영업이익       |       | 3.0        |        | 2.0           |        | 4.4         |        | 2.1        |        |
| 지배주주순이익    |       | 2.5        |        | 1.6           |        | 10.2        |        | 1.1        |        |

Note: 당사 추정치 및 잠정 실적과 당사 추정치의 차이는 K-IFRS 별도 기준, 나머지는 K-IFRS 연결 기준

Source: 녹십자, KTB투자증권

Fig. 023: 녹십자 3Q19 Review(별도)

(단위: 십억원)

| 회사잠정        |       | 당사 추정치 대비  |        | 전년 동기 대비(yoy) |        | 전분기 대비(qoq) |        |
|-------------|-------|------------|--------|---------------|--------|-------------|--------|
| 2019.09(P)  |       | 2019.09(E) | 차이 (%) | 2018.09A      | 차이 (%) | 2019.06A    | 차이 (%) |
| 매출액         | 316.0 | 321.7      | (1.8)  | 304.0         | 3.9    | 302.6       | 4.4    |
| 영업이익        | 37.9  | 28.9       | 31.1   | 28.2          | 34.4   | 17.9        | 111.7  |
| 순이익         | 28.7  | 21.1       | 36.0   | 20.0          | 43.5   | (1.0)       | 흑전     |
| 이익률 (%)     |       |            |        |               |        |             |        |
| 영업이익        | 12.0  | 9.0        |        | 9.3           |        | 5.9         |        |
| 순이익         | 9.1   | 6.6        |        | 6.6           |        | (0.3)       |        |
| 이익률 차이 (%P) |       |            |        |               |        |             |        |
| 영업이익        |       | 3.0        |        | 2.7           |        | 6.1         |        |
| 순이익         |       | 2.5        |        | 2.5           |        | 9.4         |        |

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

Fig. 024: 녹십자 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위: 십억원)

|              | 변경 전    |         |         |         | 변경 후    |         |         |         | 차이 (%, %p) |         |         |         |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|------------|---------|---------|---------|
|              | 2019.12 | 2020.03 | 2020.06 | 2020.09 | 2019.12 | 2020.03 | 2020.06 | 2020.09 | 2019.12    | 2020.03 | 2020.06 | 2020.09 |
| 매출액          | 316.6   | 252.5   | 322.3   | 343.5   | 314.1   | 251.8   | 320.8   | 337.5   | (0.8)      | (0.3)   | (0.5)   | (1.7)   |
| 영업이익         | 6.8     | 3.2     | 19.5    | 30.3    | 6.1     | 3.1     | 19.2    | 34.0    | (9.7)      | (3.7)   | (1.5)   | 12.3    |
| 영업이익률(%)     | 2.1     | 1.3     | 6.0     | 8.8     | 2.0     | 1.2     | 6.0     | 10.1    | (0.2)      | 0.0     | (0.1)   | 1.3     |
| EBITDA       | 16.4    | 12.9    | 29.3    | 40.3    | 15.7    | 12.8    | 29.0    | 44.0    | (4.1)      | (1.0)   | (1.0)   | 9.2     |
| EBITDA이익률(%) | 5.2     | 5.1     | 9.1     | 11.7    | 5.0     | 5.1     | 9.0     | 13.0    | (0.2)      | 0.0     | 0.0     | 1.3     |
| 순이익          | 5.2     | 3.2     | 14.3    | 22.2    | 4.6     | 3.1     | 14.0    | 25.1    | (12.7)     | (3.5)   | (1.6)   | 12.9    |

Note: K-IFRS 별도 기준 / Source: KTB투자증권

Fig. 025: 녹십자 추정 실적 변경 요약(연간)

(단위: 십억원)

|              | 변경 전    |         |         | 변경 후    |         |         | 차이 (%, %p) |       |       |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|------------|-------|-------|
|              | 2019E   | 2020E   | 2021E   | 2019E   | 2020E   | 2021E   | 2019E      | 2020E | 2021E |
| 매출액          | 1,176.3 | 1,256.3 | 1,342.7 | 1,168.0 | 1,244.5 | 1,328.0 | (0.7)      | (0.9) | (1.1) |
| 영업이익         | 53.9    | 59.3    | 66.8    | 62.2    | 62.9    | 69.7    | 15.5       | 6.0   | 4.3   |
| 영업이익률(%)     | 4.6     | 4.7     | 5.0     | 5.3     | 5.1     | 5.2     | 0.7        | 0.3   | 0.3   |
| EBITDA       | 91.6    | 99.0    | 108.6   | 100.0   | 102.5   | 111.4   | 9.1        | 3.6   | 2.6   |
| EBITDA이익률(%) | 7.8     | 7.9     | 8.1     | 8.6     | 8.2     | 8.4     | 0.8        | 0.4   | 0.3   |
| 순이익          | 28.4    | 44.4    | 51.0    | 35.4    | 47.2    | 53.2    | 24.4       | 6.3   | 4.2   |

Note: K-IFRS 별도 기준 / Source: KTB투자증권

Fig. 026: 녹십자 SOTP Valuation (추정 실적 변경 후)

|                      | 기업가치(억원)      | 주당가치(원)        | 비중            | Valuation 방법                                                                                     |
|----------------------|---------------|----------------|---------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------|
| <b>A. 영업가치</b>       | <b>17,785</b> | <b>155,830</b> | <b>83.8%</b>  | Fw12M 추정 실적 기준 Target EV/(EBIT+R&D) multiple 10.5배 적용<br>(한미약품 제외 커버리지 대형 제약사 2005~2014Y 10년 평균) |
| <b>B. 비영업가치</b>      | <b>3,440</b>  | <b>30,141</b>  | <b>16.2%</b>  | 주요 상장사(30% 할인)+비상장사(장부가) 합산 가치                                                                   |
| 상장사                  | 3,733         | 32,706         | 17.6%         |                                                                                                  |
| 녹십자캡셀(38.7%)         | 1,432         | 12,548         | 6.7%          | 현재가                                                                                              |
| 녹십자셀(24.5%)          | 1,262         | 11,054         | 5.9%          | 현재가                                                                                              |
| 녹십자웰빙(22.1%)         | 433           | 3,796          | 2.0%          | 현재가                                                                                              |
| 녹십자엠에스(41.9%)        | 284           | 2,490          | 1.3%          | 현재가                                                                                              |
| 유바이오로직스(7.9%)        | 137           | 1,204          | 0.6%          | 현재가                                                                                              |
| 파맵신(5.7%)            | 110           | 960            | 0.5%          | 현재가                                                                                              |
| 한일시멘트(1.3%)          | 53            | 467            | 0.3%          | 현재가                                                                                              |
| 한일홀딩스(1.3%)          | 22            | 189            | 0.1%          | 현재가                                                                                              |
| 비상장사                 | 827           | 7,247          | 3.9%          |                                                                                                  |
| GCNA(46.8%)          | 506           | 4,430          | 2.4%          | 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                                                                                              |
| 녹십자지놈(51.9%)         | 23            | 205            | 0.1%          | 장부가                                                                                              |
| 기타                   | 141           | 1,233          | 0.7%          | 장부가                                                                                              |
| <b>C. 총기업가치(A+B)</b> | <b>21,225</b> | <b>185,971</b> | <b>100.0%</b> |                                                                                                  |
| D. 채권가치(순차입금)        | 2,843         | 24,910         | -             | 2019년말 추정 기준                                                                                     |
| <b>E. 주주가치(C-D)</b>  | <b>18,382</b> | <b>161,061</b> | <b>100.0%</b> |                                                                                                  |

Source: KTB투자증권

## 재무제표 (녹십자 별도)

## 대차대조표

| (단위: 십억원)   | 2017           | 2018           | 2019E          | 2020E          | 2021E          |
|-------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 유동자산        | 824.0          | 783.4          | 847.2          | 874.8          | 909.7          |
| 현금성자산       | 126.7          | 59.9           | 94.2           | 113.0          | 133.0          |
| 매출채권        | 322.3          | 342.3          | 360.4          | 364.6          | 371.8          |
| 재고자산        | 361.0          | 364.2          | 375.4          | 379.8          | 387.3          |
| 비유동자산       | 751.7          | 797.2          | 844.8          | 859.2          | 873.6          |
| 투자자산        | 167.6          | 199.5          | 218.8          | 227.7          | 236.9          |
| 유형자산        | 513.6          | 511.1          | 532.3          | 526.1          | 519.0          |
| 무형자산        | 70.5           | 86.7           | 93.7           | 105.4          | 117.6          |
| <b>자산총계</b> | <b>1,575.8</b> | <b>1,580.6</b> | <b>1,692.0</b> | <b>1,734.0</b> | <b>1,783.3</b> |
| 유동부채        | 220.7          | 260.9          | 299.3          | 304.3          | 310.5          |
| 매입채무        | 144.9          | 128.0          | 129.0          | 133.3          | 138.8          |
| 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          |
| <b>부채총계</b> | <b>543.1</b>   | <b>524.3</b>   | <b>611.3</b>   | <b>617.5</b>   | <b>625.0</b>   |
| 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          | 734.6          | 770.4          | 812.2          |
| 자본조정        | (20.8)         | (35.4)         | (34.9)         | (34.9)         | (34.9)         |
| 자기주식        | (35.7)         | (35.7)         | (35.7)         | (35.7)         | (35.7)         |
| <b>자본총계</b> | <b>1,032.6</b> | <b>1,056.3</b> | <b>1,080.8</b> | <b>1,116.5</b> | <b>1,158.3</b> |
| 투자자본        | 1,096.8        | 1,200.0        | 1,266.6        | 1,279.6        | 1,297.2        |
| 순차입금        | 172.6          | 239.7          | 284.3          | 265.5          | 245.5          |
| ROA         | 3.7            | 3.0            | 2.2            | 2.8            | 3.0            |
| ROE         | 5.4            | 4.6            | 3.3            | 4.3            | 4.7            |
| ROIC        | 5.9            | 3.2            | 3.8            | 4.0            | 4.4            |

## 현금흐름표

| (단위: 십억원)              | 2017          | 2018          | 2019E         | 2020E         | 2021E         |
|------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>영업현금</b>            | <b>46.4</b>   | <b>12.2</b>   | <b>54.2</b>   | <b>79.4</b>   | <b>82.4</b>   |
| 당기순이익                  | 54.8          | 47.9          | 35.4          | 47.2          | 53.2          |
| 자산상각비                  | 31.1          | 34.0          | 37.7          | 39.7          | 41.7          |
| 운전자본증감                 | (67.7)        | (82.8)        | (0.4)         | (3.8)         | (8.7)         |
| 매출채권감소(증가)             | (18.8)        | (19.3)        | (19.0)        | (4.2)         | (7.2)         |
| 재고자산감소(증가)             | (56.3)        | (7.4)         | (10.0)        | (4.4)         | (7.5)         |
| 매입채무증가(감소)             | 39.5          | (16.9)        | 1.3           | 4.3           | 5.5           |
| <b>투자현금</b>            | <b>(17.7)</b> | <b>(66.4)</b> | <b>(71.2)</b> | <b>(49.1)</b> | <b>(51.0)</b> |
| 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)        | (56.3)        | (28.3)        | (28.9)        |
| 유무형자산감소                | (17.1)        | (19.8)        | (13.2)        | (16.9)        | (18.0)        |
| <b>재무현금</b>            | <b>50.2</b>   | <b>(14.3)</b> | <b>51.3</b>   | <b>(11.4)</b> | <b>(11.4)</b> |
| 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)        | 34.3          | 18.8          | 20.0          |
| <b>총현금흐름(Gross CF)</b> | <b>114.1</b>  | <b>95.0</b>   | <b>54.6</b>   | <b>83.2</b>   | <b>91.1</b>   |
| (-) 운전자본증가(감소)         | 28.2          | 46.0          | 27.7          | 3.8           | 8.7           |
| (-) 설비투자               | 24.9          | 28.2          | 56.3          | 28.3          | 28.9          |
| (+) 자산매각               | (17.1)        | (19.8)        | (13.2)        | (16.9)        | (18.0)        |
| Free Cash Flow         | 28.7          | (54.2)        | (17.0)        | 30.2          | 31.4          |
| (-) 기타투자               | (5.2)         | 9.9           | 1.8           | 4.0           | 4.2           |
| 잉여현금                   | 33.9          | (64.1)        | (18.8)        | 26.2          | 27.2          |

Source: KTB투자증권

## 손익계산서

| (단위: 십억원)                      | 2017           | 2018           | 2019E          | 2020E          | 2021E          |
|--------------------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>                     | <b>1,098.5</b> | <b>1,141.4</b> | <b>1,168.0</b> | <b>1,244.5</b> | <b>1,328.0</b> |
| 증가율 (Y-Y,%)                    | 6.3            | 3.9            | 2.3            | 6.6            | 6.7            |
| <b>영업이익</b>                    | <b>78.8</b>    | <b>46.3</b>    | <b>62.2</b>    | <b>62.9</b>    | <b>69.7</b>    |
| 증가율 (Y-Y,%)                    | 13.6           | (41.2)         | 34.4           | 1.0            | 10.8           |
| EBITDA                         | 109.9          | 80.3           | 100.0          | 102.5          | 111.4          |
| <b>영업외손익</b>                   | <b>(10.8)</b>  | <b>13.8</b>    | <b>(14.7)</b>  | <b>(4.5)</b>   | <b>(4.4)</b>   |
| 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            |
| <b>세전계속사업손익</b>                | <b>68.0</b>    | <b>60.1</b>    | <b>47.5</b>    | <b>58.4</b>    | <b>65.3</b>    |
| <b>당기순이익</b>                   | <b>54.8</b>    | <b>47.9</b>    | <b>35.4</b>    | <b>47.2</b>    | <b>53.2</b>    |
| 증가율 (Y-Y,%)                    | (12.9)         | (12.5)         | (26.2)         | 33.4           | 12.6           |
| <b>NOPLAT</b>                  | <b>63.4</b>    | <b>36.9</b>    | <b>46.3</b>    | <b>50.8</b>    | <b>56.7</b>    |
| (+) Dep                        | 31.1           | 34.0           | 37.7           | 39.7           | 41.7           |
| (-) 운전자본투자                     | 28.2           | 46.0           | 27.7           | 3.8            | 8.7            |
| (-) Capex                      | 24.9           | 28.2           | 56.3           | 28.3           | 28.9           |
| OpFCF                          | 41.4           | (3.3)          | 0.1            | 58.4           | 60.9           |
| <b>3 Yr CAGR &amp; Margins</b> |                |                |                |                |                |
| 매출액증가율(3Yr)                    | 8.7            | 7.7            | 4.2            | 4.2            | 5.2            |
| 영업이익증가율(3Yr)                   | (3.2)          | (18.3)         | (3.6)          | (7.3)          | 14.6           |
| EBITDA증가율(3Yr)                 | 0.9            | (9.6)          | 1.6            | (2.3)          | 11.5           |
| 순이익증가율(3Yr)                    | (3.4)          | (24.3)         | (17.5)         | (4.8)          | 3.5            |
| 매출총이익율(%)                      | 28.6           | 25.6           | 26.7           | 26.8           | 27.0           |
| 영업이익률(%)                       | 7.2            | 4.1            | 5.3            | 5.1            | 5.2            |
| EBITDA마진(%)                    | 10.0           | 7.0            | 8.6            | 8.2            | 8.4            |
| 순이익률(%)                        | 5.0            | 4.2            | 3.0            | 3.8            | 4.0            |

## 주요투자지표

| (단위: 원, 배)            | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Per share Data</b> |        |        |        |        |        |
| EPS                   | 4,686  | 4,102  | 3,027  | 4,039  | 4,548  |
| BPS                   | 82,323 | 82,970 | 84,461 | 86,521 | 89,047 |
| DPS                   | 1,250  | 1,000  | 1,000  | 1,000  | 1,000  |
| <b>Multiples(x,%)</b> |        |        |        |        |        |
| PER                   | 48.2   | 33.2   | 41.5   | 31.1   | 27.6   |
| PBR                   | 2.7    | 1.6    | 1.5    | 1.5    | 1.4    |
| EV/ EBITDA            | 25.6   | 22.8   | 17.5   | 16.9   | 15.4   |
| 배당수익율                 | 0.6    | 0.7    | 0.8    | 0.8    | 0.8    |
| PCR                   | 23.1   | 16.7   | 26.9   | 17.6   | 16.1   |
| PSR                   | 2.4    | 1.4    | 1.3    | 1.2    | 1.1    |
| <b>재무건전성 (%)</b>      |        |        |        |        |        |
| 부채비율                  | 52.6   | 49.6   | 56.6   | 55.3   | 54.0   |
| Net debt/Equity       | 16.7   | 22.7   | 26.3   | 23.8   | 21.2   |
| Net debt/EBITDA       | 156.9  | 298.6  | 284.4  | 258.9  | 220.4  |
| 유동비율                  | 373.4  | 300.3  | 283.1  | 287.5  | 292.9  |
| 이자보상배율                | 24.1   | 11.1   | 14.0   | 14.1   | 15.9   |
| 이자비용/매출액              | 0.5    | 0.6    | 0.6    | 0.6    | 0.6    |
| <b>자산구조</b>           |        |        |        |        |        |
| 투자자본(%)               | 78.8   | 82.2   | 80.2   | 79.0   | 77.8   |
| 현금+투자자산(%)            | 21.2   | 17.8   | 19.8   | 21.0   | 22.2   |
| <b>자본구조</b>           |        |        |        |        |        |
| 차입금(%)                | 22.5   | 22.1   | 25.9   | 25.3   | 24.6   |
| 자기자본(%)               | 77.5   | 77.9   | 74.1   | 74.7   | 75.4   |

## 대웅제약 (069620)

### 3Q19 Recap: 2H19 어닝 쇼크 요인 20년 실적에 확실한 기저효과

#### Investment Point

##### [3Q19 실적 특이사항]

- 매출: 추정치 7% 하회. 알비스 반품 50억 반영, 일본 제품 불매 영향으로 올메텍(YOY -33%) 매출 부진. 나보타 경쟁심화에 따라 국내 매출 11억으로 감소, 수출도 70억 수준에 그침. Evolus 무료 Sample 마케팅 정책 시행되었던 2Q에 미국 수출 집중된 영향
- 영업이익: 추정치 80% 하회. 알비스 반품비용 외 메디톡스와외의 소송비용 증가 및 해외 지사 관련 대손비용 반영 영향. 3Q는 국내 민사와 미국 ITC 소송 관련 군주 감정시험 시행과 결과서 제출 집중된 분기로 소송비용 2Q(40억) 대비 큰 폭 확대된 104억이 반영

##### [추정 실적 조정 및 목표가 변경]

- 추정 실적: 4Q19 및 2020년 영업이익 각각 92%, 4% 하향. 3Q 어닝 쇼크 요인이었던 주요 비용 4Q에도 반영 지속 전망. 알비스 관련 재고자산(원료/재공품/완제품 등) 100억 규모로 파악, 상당부분 4Q에 원가차감 예상. 4Q 소송비용 3Q와 유사한 100억 규모 반영, 해외지사 관련 대손비용도 4Q까지 반영 예정. 다만 1Q20(40억(E))까지 반영될 소송비용을 제외하고는 4Q19 실적까지만 일회성으로 부정적 영향을 줄 요인들로 20년 실적 기저에 긍정적 요인. 2H19 실적 쇼크에도 2020년 추정 실적 하향 폭 크지 않은 이유
- 목표가&투자의견: 영업가치 기준 이익지표인 Fw12M EBIT+R&D 추정치 9% 하향, 목표가 26만원에서 25만원으로 하향조정. 상승여력 73%로 투자의견은 STRONG BUY 유지. 4Q19까지 실적 쇼크 이어질 수 있는 점 부담이나, 2020년 나보타 수익 증대와 HL036 신약가치 상승 기대함에 따라 여전히 투자 매력적. Top picks 유지

#### STRONG BUY

|          | 현재                | 직전      | 변동        |
|----------|-------------------|---------|-----------|
| 투자의견     | <b>STRONG BUY</b> |         | <b>유지</b> |
| 목표주가     | <b>250,000</b>    | 260,000 | <b>하향</b> |
| Earnings |                   |         | <b>하향</b> |

| Valuation wide | 2018    | 2019E | 2020E |
|----------------|---------|-------|-------|
| PER(배)         | 1,474.5 | 91.7  | 25.9  |
| PBR(배)         | 4.7     | 3.6   | 3.1   |
| EV/EBITA(배)    | 34.7    | 32.6  | 18.1  |
| 배당수익률(%)       | 0.3     | 0.4   | 0.4   |

Fig. 027: 대웅제약 3Q19 Review

(단위: 십억원)

| 당사추정치       |            | 당사 기존 추정치 대비 |        | 전년 동기 대비(yoy) |        | 전분기 대비(qoq) |        | 시장 컨센서스 대비 |        |
|-------------|------------|--------------|--------|---------------|--------|-------------|--------|------------|--------|
|             | 2019.09(P) | 2019.09(E)   | 차이 (%) | 2018.09A      | 차이 (%) | 2019.06A    | 차이 (%) | 2019.09(E) | 차이 (%) |
| 매출액         | 242.5      | 259.9        | (6.7)  | 232.0         | 4.5    | 263.4       | (8.0)  | 257.8      | (5.9)  |
| 영업이익        | 2.8        | 14.1         | (80.1) | 8.0           | (65.2) | 17.1        | (83.6) | 15.1       | (81.5) |
| 순이익         | 0.3        | 9.1          | (96.7) | 4.5           | (93.3) | 12.3        | (97.6) | 10.0       | (97.0) |
| 이익률 (%)     |            |              |        |               |        |             |        |            |        |
| 영업이익        | 1.2        | 5.4          |        | 3.5           |        | 6.5         |        | 5.9        |        |
| 순이익         | 0.1        | 3.5          |        | 1.9           |        | 4.7         |        | 3.9        |        |
| 이익률 차이 (%P) |            |              |        |               |        |             |        |            |        |
| 영업이익        |            | (4.3)        |        | (2.3)         |        | (5.3)       |        | (4.7)      |        |
| 순이익         |            | (3.4)        |        | (1.8)         |        | (4.5)       |        | (3.8)      |        |

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

Fig. 028: 대웅제약 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위: 십억원)

|              | 변경전     |         |         |         | 변경후     |         |         |         | 차이(%, %p) |         |         |         |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-----------|---------|---------|---------|
|              | 2019.12 | 2020.03 | 2020.06 | 2020.09 | 2019.12 | 2020.03 | 2020.06 | 2020.09 | 2019.12   | 2020.03 | 2020.06 | 2020.09 |
| 매출액          | 266.5   | 244.6   | 272.0   | 272.4   | 259.5   | 242.8   | 266.2   | 264.0   | (2.6)     | (0.7)   | (2.1)   | (3.1)   |
| 영업이익         | 9.9     | 14.4    | 19.1    | 22.9    | 0.8     | 11.8    | 19.1    | 22.5    | (92.1)    | (17.7)  | 0.3     | (1.5)   |
| 영업이익률(%)     | 3.7     | 5.9     | 7.0     | 8.4     | 0.3     | 4.9     | 7.2     | 8.5     | (3.4)     | (1.0)   | 0.2     | 0.1     |
| EBITDA       | 17.8    | 22.3    | 26.9    | 30.7    | 8.7     | 19.7    | 27.0    | 30.3    | (51.2)    | (11.5)  | 0.1     | (1.2)   |
| EBITDA이익률(%) | 6.7     | 9.1     | 9.9     | 11.3    | 3.3     | 8.1     | 10.1    | 11.5    | (3.3)     | (1.0)   | 0.2     | 0.2     |
| 순이익          | 10.2    | 7.4     | 15.4    | 15.4    | 1.2     | 5.8     | 15.2    | 15.0    | (88.4)    | (21.1)  | (0.9)   | (2.6)   |

Note: K-IFRS 별도 기준 / Source: KTB투자증권

Fig. 029: 대웅제약 추정 실적 변경 요약(연간)

(단위: 십억원)

|               | 변경 전    |         |         | 변경 후    |         |         | 차이 (% , % p) |       |       |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------------|-------|-------|
|               | 2019E   | 2020E   | 2021E   | 2019E   | 2020E   | 2021E   | 2019E        | 2020E | 2021E |
| 매출액           | 1,028.0 | 1,084.1 | 1,172.9 | 1,003.5 | 1,062.4 | 1,155.9 | (2.4)        | (2.0) | (1.4) |
| 영업이익          | 51.2    | 82.3    | 110.2   | 30.9    | 78.8    | 105.5   | (39.7)       | (4.2) | (4.3) |
| 영업이익률 (%)     | 5.0     | 7.6     | 9.4     | 3.1     | 7.4     | 9.1     | (1.9)        | (0.2) | (0.3) |
| EBITDA        | 82.6    | 113.7   | 141.4   | 62.2    | 110.1   | 136.5   | (24.7)       | (3.1) | (3.4) |
| EBITDA이익률 (%) | 8.0     | 10.5    | 12.1    | 6.2     | 10.4    | 11.8    | (1.8)        | (0.1) | (0.2) |
| 순이익           | 36.0    | 67.8    | 90.9    | 18.3    | 64.6    | 86.6    | (49.3)       | (4.6) | (4.7) |

Note: K-IFRS 별도 기준 / Source: KTB투자증권

Fig. 030: 대웅제약 SOTP Valuation (추정 실적 변경 전)

|                                     |                |                                                                                  |
|-------------------------------------|----------------|----------------------------------------------------------------------------------|
| Fw12M 추정 EBIT+R&D (억원) ㉑            | 1,650          | 별도 추정 실적 기준, 동기간 나보타 수출 이익기여분 제외                                                 |
| Target EV/(EBIT+R&D) multiple (배) ㉒ | 5.4            | 나보타 미국 L/O 전인 2005~2013Y 8개년 기말 평균 EV/(R&D+EBIT) 10% 할인                          |
| 순차입금 (억원) ㉓                         | 3,408          | 2019년말 추정치                                                                       |
| <b>영업가치 (억원) ① = ㉑×㉒-㉓</b>          | <b>5,527</b>   | Fw12M 별도 추정 실적 기준 implied PER 11배<br>현재 의약품 업종(삼성바이오, 셀트리온 제외 기준) Fw12M PER는 24배 |
| 나보타 사업 가치 (억원) ㉔                    | 10,251         | 2020년 나보타 수출 세후영업이익(OPM 60%, 법인세율 15%) 기준<br>메디톡스, 휴젤 시가총액 가중평균 Fw12M PER 30배 적용 |
| HL036 신약가치 (억원) ㉕                   | 7,947          | 대웅제약과 한올바이오파마 수익배분 5:5                                                           |
| 한올바이오파마 지분 가치 (억원) ㉖                | 2,957          | 지분율 30%, 보유 지분가치(최근 6M 주가 평균) 30% 할인                                             |
| <b>비영업가치 (억원) ② = ㉔+㉕+㉖</b>         | <b>21,154</b>  |                                                                                  |
| <b>적정 시가총액 (억원) ①+②</b>             | <b>26,681</b>  |                                                                                  |
| 보통주 발행주식수(천주)                       | 10,321         | 자사주(127만주) 제외 발행주식수 기준                                                           |
| <b>목표가 (원)</b>                      | <b>258,513</b> |                                                                                  |

Source: KTB투자증권

Fig. 031: 대웅제약 SOTP Valuation (추정 실적 변경 후)

|                                     |                |                                                                                  |
|-------------------------------------|----------------|----------------------------------------------------------------------------------|
| Fw12M 추정 EBIT+R&D (억원) ㉑            | 1,505          | 별도 추정 실적 기준, 동기간 나보타 수출 이익기여분 제외                                                 |
| Target EV/(EBIT+R&D) multiple (배) ㉒ | 5.4            | 나보타 미국 L/O 전인 2005~2013Y 8개년 기말 평균 EV/(R&D+EBIT) 10% 할인                          |
| 순차입금 (억원) ㉓                         | 3,508          | 2019년말 추정치                                                                       |
| <b>영업가치 (억원) ① = ㉑×㉒-㉓</b>          | <b>4,642</b>   | Fw12M 별도 추정 실적 기준 implied PER 13배<br>현재 의약품 업종(삼성바이오, 셀트리온 제외 기준) Fw12M PER는 35배 |
| 나보타 사업 가치 (억원) ㉔                    | 9,333          | 2020년 나보타 수출 세후영업이익(OPM 60%, 법인세율 15%) 기준<br>메디톡스, 휴젤 시가총액 가중평균 Fw12M PER 30배 적용 |
| HL036 신약가치 (억원) ㉕                   | 8,301          | 대웅제약과 한올바이오파마 수익배분 5:5                                                           |
| 한올바이오파마 지분 가치 (억원) ㉖                | 3,269          | 지분율 30%, 보유 지분가치(최근 6M 주가 평균) 30% 할인                                             |
| <b>비영업가치 (억원) ② = ㉔+㉕+㉖</b>         | <b>20,903</b>  |                                                                                  |
| <b>적정 시가총액 (억원) ①+②</b>             | <b>25,544</b>  |                                                                                  |
| 보통주 발행주식수(천주)                       | 10,321         | 자사주(127만주) 제외 발행주식수 기준                                                           |
| <b>목표가 (원)</b>                      | <b>247,501</b> |                                                                                  |

Source: KTB투자증권



## 재무제표 (대웅제약 별도)

## 대차대조표

| (단위: 십억원)   | 2017           | 2018           | 2019E          | 2020E          | 2021E          |
|-------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 유동자산        | 368.0          | 382.9          | 369.5          | 429.7          | 507.9          |
| 현금성자산       | 42.3           | 34.8           | 35.9           | 64.6           | 113.2          |
| 매출채권        | 141.7          | 161.7          | 162.6          | 177.8          | 193.4          |
| 재고자산        | 162.3          | 154.7          | 138.9          | 155.0          | 168.6          |
| 비유동자산       | 685.5          | 693.4          | 721.5          | 730.3          | 742.2          |
| 투자자산        | 301.6          | 307.2          | 319.5          | 332.5          | 346.0          |
| 유형자산        | 307.3          | 314.7          | 319.3          | 321.2          | 325.1          |
| 무형자산        | 76.6           | 71.5           | 82.8           | 76.7           | 71.1           |
| <b>자산총계</b> | <b>1,053.5</b> | <b>1,076.3</b> | <b>1,091.0</b> | <b>1,159.9</b> | <b>1,250.0</b> |
| 유동부채        | 211.1          | 340.4          | 237.1          | 246.7          | 255.5          |
| 매입채무        | 53.7           | 57.1           | 56.8           | 63.3           | 68.9           |
| 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          |
| <b>부채총계</b> | <b>506.2</b>   | <b>537.9</b>   | <b>539.9</b>   | <b>550.4</b>   | <b>560.0</b>   |
| 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          | 472.8          | 531.2          | 611.7          |
| 자본조정        | (45.2)         | (51.8)         | (51.1)         | (51.1)         | (51.1)         |
| 자기주식        | (44.9)         | (44.9)         | (44.9)         | (44.9)         | (44.9)         |
| <b>자본총계</b> | <b>547.3</b>   | <b>538.4</b>   | <b>551.1</b>   | <b>609.6</b>   | <b>690.0</b>   |
| 투자자본        | 882.2          | 882.0          | 888.5          | 917.8          | 949.0          |
| 순차입금        | 340.3          | 347.1          | 350.8          | 322.2          | 273.5          |
| ROA         | 3.6            | 0.1            | 1.7            | 5.7            | 7.2            |
| ROE         | 6.9            | 0.3            | 3.4            | 11.1           | 13.3           |
| ROIC        | 4.7            | 0.3            | 2.9            | 7.8            | 9.8            |

## 현금흐름표

| (단위: 십억원)              | 2017          | 2018          | 2019E         | 2020E         | 2021E         |
|------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>영업현금</b>            | <b>63.3</b>   | <b>53.8</b>   | <b>68.0</b>   | <b>62.4</b>   | <b>84.8</b>   |
| 당기순이익                  | 36.7          | 1.5           | 18.3          | 64.6          | 86.6          |
| 자산상각비                  | 31.8          | 42.2          | 31.3          | 31.3          | 31.0          |
| 운전자본증감                 | (35.4)        | (37.6)        | 20.3          | (21.9)        | (20.8)        |
| 매출채권감소(증가)             | (6.7)         | (20.9)        | (1.3)         | (15.2)        | (15.6)        |
| 재고자산감소(증가)             | (26.6)        | 0.5           | 12.9          | (16.0)        | (13.6)        |
| 매입채무증가(감소)             | 2.2           | 3.4           | (0.4)         | 6.6           | 5.6           |
| <b>투자현금</b>            | <b>(58.3)</b> | <b>(54.3)</b> | <b>(62.2)</b> | <b>(27.6)</b> | <b>(30.0)</b> |
| 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)        | (28.3)        | (26.6)        | (28.9)        |
| 유무형자산감소                | (26.6)        | 5.8           | (17.0)        | (0.5)         | (0.5)         |
| <b>재무현금</b>            | <b>(18.0)</b> | <b>(7.0)</b>  | <b>(4.7)</b>  | <b>(6.2)</b>  | <b>(6.2)</b>  |
| 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)         | 1.1           | 28.6          | 48.6          |
| <b>총현금흐름(Gross CF)</b> | <b>98.6</b>   | <b>91.4</b>   | <b>47.8</b>   | <b>84.3</b>   | <b>105.6</b>  |
| (-) 운전자본증가(감소)         | (6.4)         | 2.3           | (9.3)         | 21.9          | 20.8          |
| (-) 설비투자               | 58.6          | 52.7          | 28.3          | 26.6          | 28.9          |
| (+) 자산매각               | (26.6)        | 5.8           | (17.0)        | (0.5)         | (0.5)         |
| Free Cash Flow         | 5.0           | (0.6)         | 21.4          | 34.8          | 54.8          |
| (-) 기타투자               | 14.5          | 6.3           | 1.4           | 0.5           | 0.6           |
| 잉여현금                   | (9.5)         | (6.8)         | 20.0          | 34.3          | 54.2          |

Source: KTB투자증권

## 손익계산서

| (단위: 십억원)                      | 2017         | 2018          | 2019E          | 2020E          | 2021E          |
|--------------------------------|--------------|---------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>                     | <b>866.8</b> | <b>943.5</b>  | <b>1,003.5</b> | <b>1,062.4</b> | <b>1,155.9</b> |
| 증가율 (Y-Y,%)                    | 9.2          | 8.9           | 6.4            | 5.9            | 8.8            |
| <b>영업이익</b>                    | <b>44.6</b>  | <b>30.8</b>   | <b>30.9</b>    | <b>78.8</b>    | <b>105.5</b>   |
| 증가율 (Y-Y,%)                    | 26.1         | (31.1)        | 0.4            | 155.3          | 33.8           |
| EBITDA                         | 76.4         | 73.0          | 62.2           | 110.1          | 136.5          |
| <b>영업외손익</b>                   | <b>(3.7)</b> | <b>(15.0)</b> | <b>(8.6)</b>   | <b>(6.3)</b>   | <b>(6.0)</b>   |
| 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            |
| <b>세전계속사업손익</b>                | <b>40.9</b>  | <b>15.8</b>   | <b>22.3</b>    | <b>72.5</b>    | <b>99.5</b>    |
| <b>당기순이익</b>                   | <b>36.7</b>  | <b>1.5</b>    | <b>18.3</b>    | <b>64.6</b>    | <b>86.6</b>    |
| 증가율 (Y-Y,%)                    | 11.4         | (96.0)        | 1,132.2        | 254.1          | 34.1           |
| <b>NOPLAT</b>                  | <b>40.1</b>  | <b>2.9</b>    | <b>25.3</b>    | <b>70.3</b>    | <b>91.9</b>    |
| (+) Dep                        | 31.8         | 42.2          | 31.3           | 31.3           | 31.0           |
| (-) 운전자본투자                     | (6.4)        | 2.3           | (9.3)          | 21.9           | 20.8           |
| (-) Capex                      | 58.6         | 52.7          | 28.3           | 26.6           | 28.9           |
| OpFCF                          | 19.8         | (9.9)         | 37.6           | 53.1           | 73.2           |
| <b>3 Yr CAGR &amp; Margins</b> |              |               |                |                |                |
| 매출액증가율(3Yr)                    | 6.0          | 5.6           | 8.1            | 7.0            | 7.0            |
| 영업이익증가율(3Yr)                   | (6.0)        | (17.6)        | (4.4)          | 20.9           | 50.8           |
| EBITDA증가율(3Yr)                 | 2.8          | (0.7)         | 3.2            | 12.9           | 23.2           |
| 순이익증가율(3Yr)                    | 4.9          | (68.9)        | (17.9)         | 20.7           | 288.2          |
| 매출총이익율(%)                      | 41.3         | 37.9          | 41.4           | 43.0           | 43.5           |
| 영업이익률(%)                       | 5.1          | 3.3           | 3.1            | 7.4            | 9.1            |
| EBITDA마진(%)                    | 8.8          | 7.7           | 6.2            | 10.4           | 11.8           |
| 순이익률(%)                        | 4.2          | 0.2           | 1.8            | 6.1            | 7.5            |

## 주요투자지표

| (단위: 원, 배)            | 2017   | 2018    | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|-----------------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| <b>Per share Data</b> |        |         |        |        |        |
| EPS                   | 3,170  | 128     | 1,575  | 5,578  | 7,478  |
| BPS                   | 40,625 | 40,292  | 40,421 | 45,992 | 53,419 |
| DPS                   | 600    | 600     | 600    | 600    | 700    |
| <b>Multiples(x,%)</b> |        |         |        |        |        |
| PER                   | 51.9   | 1,474.5 | 91.7   | 25.9   | 19.3   |
| PBR                   | 4.0    | 4.7     | 3.6    | 3.1    | 2.7    |
| EV/ EBITDA            | 29.4   | 34.7    | 32.6   | 18.1   | 14.3   |
| 배당수익률                 | 0.4    | 0.3     | 0.4    | 0.4    | 0.5    |
| PCR                   | 19.3   | 23.9    | 35.0   | 19.9   | 15.9   |
| PSR                   | 2.2    | 2.3     | 1.7    | 1.6    | 1.4    |
| <b>재무건전성 (%)</b>      |        |         |        |        |        |
| 부채비율                  | 92.5   | 99.9    | 98.0   | 90.3   | 81.2   |
| Net debt/Equity       | 62.2   | 64.5    | 63.7   | 52.9   | 39.6   |
| Net debt/EBITDA       | 445.2  | 475.5   | 564.4  | 292.6  | 200.4  |
| 유동비율                  | 174.3  | 112.5   | 155.9  | 174.2  | 198.8  |
| 이자보상배율                | 6.7    | 3.7     | 3.2    | 8.1    | 10.9   |
| 이자비용/매출액              | 0.9    | 0.9     | 1.0    | 1.0    | 0.9    |
| <b>자산구조</b>           |        |         |        |        |        |
| 투자자본(%)               | 71.9   | 72.1    | 71.4   | 69.8   | 67.4   |
| 현금+투자자산(%)            | 28.1   | 27.9    | 28.6   | 30.2   | 32.6   |
| <b>자본구조</b>           |        |         |        |        |        |
| 차입금(%)                | 41.1   | 41.5    | 41.2   | 38.8   | 35.9   |
| 자기자본(%)               | 58.9   | 58.5    | 58.8   | 61.2   | 64.1   |

# 동아에스티 (170900)

## 3Q19 Recap: ETC 턴어라운드로 일회성 기술료 제외해도 호실적

### Investment Point

#### [3Q19 실적 특이사항]

- 매출: 추정치 7% 상회, AbbVie로부터 유입되는 DA-4501 계약금 분할 수익 외 60억 규모의 일회성 기술료 유입. DA-3880(NESP 바이오시밀러) 일본 품목허가와 DA-1229(당뇨, 슈가논) 남미 국가 출시 및 브라질 NDA 신청 관련 마일스톤이 유입. 일회성 기술료 제외시에도 매출 YOY 10% 신장으로 호조. ETC +6%, 수출 +28%
- 영업이익: 일회성 기술료와 R&D 비용 감소(경상개발비 기준 -16억) 요인 제외시에도 140억 내외로 추정치 상회. ETC 턴어라운드에 따라 수익성 안정화되고 있는 흐름

#### [추정 실적 조정 및 목표가 변경]

- 추정 실적: 가스터와 스티렌 등 대표 소화기관용약 라니티딘 제제 판매중단에 따른 반사이익 기대. 4Q19와 2020년 연간 매출액 추정치 3% 내외 상향. 9월초 스피노프한 큐오라클(100% 자회사)로 Pipeline 일부 양도됨에 따라 4Q에도 R&D 비용 감소 지속될 전망. R&D 비용 감소 요인으로 영업이익 추정치도 각각 41%, 31% 상향
- 목표가&투자 의견: 목표가 산정시 기준 이익지표인 Fw12M EBIT+R&D 추정치는 기존 대비 5% 상향으로 목표가 13만원 유지. 업종 평균 대비 30% 내외 할인거래 중으로 투자 의견 BUY 유지하나, 2019년 실적회조가 일회성 수익과 R&D 비용 감소에 따른 것으로 2020년 영업이익 감익(YOY -26%)은 불가피. 연내 기대했던 DA-4501(MerTK 저해제, 면역항암제) 전임상 진입 2020년 중반으로 지연 전망. 미국 임상 1b상 중인 DA-1241(GPR119 agonist, 당뇨) Top line 데이터는 이르면 2020년 초 발표 예정

### BUY

|          | 현재      | 직전 | 변동 |
|----------|---------|----|----|
| 투자 의견    | BUY     |    | 유지 |
| 목표주가     | 120,000 |    | 유지 |
| Earnings |         |    | 상향 |

| Valuation wide | 2018 | 2019E | 2020E |
|----------------|------|-------|-------|
| PER(배)         | 50.2 | 15.1  | 25.5  |
| PBR(배)         | 1.5  | 1.4   | 1.4   |
| EV/EBITA(배)    | 14.7 | 10.4  | 12.7  |
| 배당수익률(%)       | 1.0  | 1.0   | 1.0   |

Fig. 032: 동아에스티 3Q19 Review

(단위: 십억원)

| 회 사 잠 정     |            | 당 사 추 정 치 대 비 |           | 전 년 동 기 대 비 (yoy) |           | 전 분 기 대 비 (qoq) |           | 시 장 컨 센 서 스 대 비 |           |
|-------------|------------|---------------|-----------|-------------------|-----------|-----------------|-----------|-----------------|-----------|
|             | 2019.09(P) | 2019.09(E)    | 차 이 ( % ) | 2018.09A          | 차 이 ( % ) | 2019.06A        | 차 이 ( % ) | 2019.09(E)      | 차 이 ( % ) |
| 매출액         | 161.7      | 150.9         | 7.2       | 140.8             | 14.9      | 151.6           | 6.7       | 149.9           | 7.9       |
| 영업이익        | 21.5       | 10.4          | 106.7     | 8.2               | 163.0     | 9.9             | 117.7     | 9.8             | 119.4     |
| 순이익         | 20.4       | 8.6           | 137.2     | 6.1               | 236.8     | 8.6             | 138.1     | 7.8             | 161.5     |
| 이익률 (%)     |            |               |           |                   |           |                 |           |                 |           |
| 영업이익        | 13.3       | 6.9           |           | 5.8               |           | 6.5             |           | 6.5             |           |
| 순이익         | 12.6       | 5.7           |           | 4.3               |           | 5.7             |           | 5.2             |           |
| 이익률 차이 (%P) |            |               |           |                   |           |                 |           |                 |           |
| 영업이익        |            | 6.4           |           | 7.5               |           | 6.8             |           | 6.8             |           |
| 순이익         |            | 6.9           |           | 8.3               |           | 7.0             |           | 7.4             |           |

Note: K-IFRS 별도 기준

Source: 동아에스티, KTB투자증권

Fig. 033: 동아에스티 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위: 십억원)

|               | 변경 전    |         |         |         | 변경 후    |         |         |         | 차 이 (% , % p) |         |         |         |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------------|---------|---------|---------|
|               | 2019.12 | 2020.03 | 2020.06 | 2020.09 | 2019.12 | 2020.03 | 2020.06 | 2020.09 | 2019.12       | 2020.03 | 2020.06 | 2020.09 |
| 매출액           | 147.9   | 141.6   | 159.8   | 159.6   | 152.6   | 146.3   | 164.4   | 164.2   | 3.2           | 3.3     | 2.8     | 2.9     |
| 영업이익          | 5.8     | 8.0     | 9.9     | 10.5    | 8.2     | 10.6    | 11.8    | 13.9    | 41.4          | 32.7    | 18.8    | 33.1    |
| 영업이익률 (%)     | 3.9     | 5.7     | 6.2     | 6.6     | 5.4     | 7.3     | 7.2     | 8.5     | 1.4           | 1.6     | 1.0     | 1.9     |
| EBITDA        | 10.9    | 13.1    | 15.0    | 15.5    | 13.3    | 15.7    | 16.8    | 18.9    | 22.1          | 20.1    | 12.5    | 22.5    |
| EBITDA이익률 (%) | 7.3     | 9.2     | 9.4     | 9.7     | 8.7     | 10.7    | 10.2    | 11.5    | 1.3           | 1.5     | 0.9     | 1.8     |
| 순이익           | 4.6     | 6.0     | 6.9     | 8.8     | 6.8     | 8.2     | 8.3     | 11.0    | 49.0          | 36.9    | 20.8    | 25.8    |

Note: K-IFRS 별도 기준 / Source: KTB투자증권

Fig. 034: 동아에스티 추정 실적 변경 요약(연간)

(단위: 십억원)

|               | 변경 전  |       |       | 변경 후  |       |       | 차이 (%, %p) |       |       |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|-------|-------|
|               | 2019E | 2020E | 2021E | 2019E | 2020E | 2021E | 2019E      | 2020E | 2021E |
| 매출액           | 593.0 | 616.6 | 648.8 | 608.5 | 635.0 | 671.5 | 2.6        | 3.0   | 3.5   |
| 영업이익          | 46.5  | 34.0  | 35.8  | 60.1  | 44.4  | 47.0  | 29.2       | 30.6  | 31.2  |
| 영업이익률 (%)     | 7.8   | 5.5   | 5.5   | 9.9   | 7.0   | 7.0   | 2.0        | 1.5   | 1.5   |
| EBITDA        | 66.8  | 54.1  | 55.6  | 80.4  | 64.6  | 66.8  | 20.3       | 19.3  | 20.2  |
| EBITDA이익률 (%) | 11.3  | 8.8   | 8.6   | 13.2  | 10.2  | 9.9   | 1.9        | 1.4   | 1.4   |
| 순이익           | 44.0  | 26.2  | 27.9  | 58.1  | 34.3  | 36.7  | 31.8       | 31.2  | 31.5  |

Note: K-IFRS 별도 기준 / Source: KTB투자증권

Fig. 035: 동아에스티 목표가 산출 (추정 실적 변경 전)

|                                     |                |                                               |
|-------------------------------------|----------------|-----------------------------------------------|
| 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<br>2005~2014Y 10년 평균 20% 할인 |
| 순차입금 (억원) ㉢                         | -268           | 2019년말 추정치                                    |
| <b>적정 시가총액 (억원) ㉠ = ㉠ × ㉡ - ㉢</b>   | <b>9,838</b>   |                                               |
| 보통주 발행주식수(천주)                       | 8,438          | 자사주 제외                                        |
| <b>목표가 (원)</b>                      | <b>116,582</b> |                                               |

Source: KTB투자증권

Fig. 036: 동아에스티 목표가 산출 (추정 실적 변경 후)

|                                     |                |                                               |
|-------------------------------------|----------------|-----------------------------------------------|
| Fw12M 추정 EBIT+R&D (억원) ㉠            | 1,188          |                                               |
| Target EV/(EBIT+R&D) multiple (배) ㉡ | 8.4            | 한미 제외 커버리지 대형 제약사<br>2005~2014Y 10년 평균 20% 할인 |
| 순차입금 (억원) ㉢                         | -355           | 2019년말 추정치                                    |
| <b>적정 시가총액 (억원) ㉠ = ㉠ × ㉡ - ㉢</b>   | <b>10,363</b>  |                                               |
| 보통주 발행주식수(천주)                       | 8,438          | 자사주 제외                                        |
| <b>목표가 (원)</b>                      | <b>122,804</b> |                                               |

Source: KTB투자증권

## 재무제표 (동아에스티 별도)

## 대차대조표

| (단위: 십억원)   | 2017         | 2018         | 2019E          | 2020E          | 2021E          |
|-------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| 유동자산        | 412.4        | 426.2        | 517.8          | 545.3          | 574.9          |
| 현금성자산       | 193.1        | 218.5        | 291.1          | 308.0          | 324.7          |
| 매출채권        | 107.3        | 89.9         | 97.4           | 102.2          | 108.0          |
| 재고자산        | 98.6         | 103.1        | 114.7          | 120.3          | 127.3          |
| 비유동자산       | 487.4        | 532.2        | 537.9          | 543.3          | 549.7          |
| 투자자산        | 138.7        | 195.0        | 203.9          | 212.2          | 220.8          |
| 유형자산        | 335.7        | 326.0        | 317.4          | 309.1          | 301.3          |
| 무형자산        | 13.0         | 11.2         | 16.5           | 22.0           | 27.6           |
| <b>자산총계</b> | <b>899.8</b> | <b>958.4</b> | <b>1,055.7</b> | <b>1,088.6</b> | <b>1,124.6</b> |
| 유동부채        | 219.5        | 269.0        | 234.2          | 239.6          | 245.6          |
| 매입채무        | 49.9         | 49.3         | 52.1           | 54.7           | 57.8           |
| 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          |
| <b>부채총계</b> | <b>318.5</b> | <b>369.3</b> | <b>416.6</b>   | <b>423.6</b>   | <b>431.3</b>   |
| 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        | 160.8          | 186.7          | 215.0          |
| 자본조정        | 159.7        | 149.1        | 149.7          | 149.7          | 149.7          |
| 자기주식        | (0.7)        | (0.7)        | (0.7)          | (0.7)          | (0.7)          |
| <b>자본총계</b> | <b>581.3</b> | <b>589.1</b> | <b>639.1</b>   | <b>665.0</b>   | <b>693.3</b>   |
| 투하자본        | 543.6        | 488.6        | 513.5          | 518.9          | 526.7          |
| 순차입금        | (12.8)       | (8.3)        | (35.5)         | (52.3)         | (69.0)         |
| ROA         | (0.5)        | 1.9          | 5.8            | 3.2            | 3.3            |
| ROE         | (0.9)        | 3.0          | 9.5            | 5.3            | 5.4            |
| ROIC        | 3.1          | 5.2          | 9.9            | 7.1            | 7.4            |

## 손익계산서

| (단위: 십억원)                      | 2017          | 2018          | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
|--------------------------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>                     | <b>554.8</b>  | <b>567.2</b>  | <b>608.5</b> | <b>635.0</b> | <b>671.5</b> |
| 증가율 (Y-Y, %)                   | (1.0)         | 2.2           | 7.3          | 4.4          | 5.7          |
| <b>영업이익</b>                    | <b>24.1</b>   | <b>39.4</b>   | <b>60.1</b>  | <b>44.4</b>  | <b>47.0</b>  |
| 증가율 (Y-Y, %)                   | 58.6          | 63.8          | 52.5         | (26.0)       | 5.7          |
| EBITDA                         | 45.8          | 59.4          | 80.4         | 64.6         | 66.8         |
| <b>영업외손익</b>                   | <b>(32.3)</b> | <b>(13.8)</b> | <b>10.4</b>  | <b>(2.6)</b> | <b>(2.2)</b> |
| 순이자수익                          | (6.4)         | (2.3)         | (2.3)        | (2.6)        | (2.2)        |
| 외화관련손익                         | (26.0)        | 8.2           | 3.8          | 0.0          | 0.0          |
| 지분법손익                          | 0.0           | 0.0           | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| <b>세전계속사업손익</b>                | <b>(8.2)</b>  | <b>25.6</b>   | <b>70.5</b>  | <b>41.9</b>  | <b>44.8</b>  |
| <b>당기순이익</b>                   | <b>(5.2)</b>  | <b>17.6</b>   | <b>58.1</b>  | <b>34.3</b>  | <b>36.7</b>  |
| 증가율 (Y-Y, %)                   | 적전            | 흑전            | 230.6        | (40.9)       | 7.0          |
| <b>NOPLAT</b>                  | <b>17.4</b>   | <b>27.0</b>   | <b>49.5</b>  | <b>36.5</b>  | <b>38.6</b>  |
| (+) Dep                        | 21.7          | 20.0          | 20.3         | 20.1         | 19.8         |
| (-) 운전자본투자                     | (20.8)        | (41.3)        | 26.4         | 5.2          | 6.9          |
| (-) Capex                      | 10.7          | 7.7           | 11.3         | 11.1         | 11.1         |
| OpCF                           | 49.3          | 80.6          | 32.1         | 40.2         | 40.4         |
| <b>3 Yr CAGR &amp; Margins</b> |               |               |              |              |              |
| 매출액증가율(3Yr)                    | (0.8)         | (0.0)         | 2.8          | 4.6          | 5.8          |
| 영업이익증가율(3Yr)                   | (20.7)        | (10.2)        | 58.2         | 22.7         | 6.0          |
| EBITDA증가율(3Yr)                 | (14.2)        | (8.5)         | 30.4         | 12.2         | 4.0          |
| 순이익증가율(3Yr)                    | n/a           | (28.5)        | 65.0         | n/a          | 27.9         |
| 매출총이익율(%)                      | 50.4          | 51.7          | 51.5         | 49.9         | 49.9         |
| 영업이익률(%)                       | 4.3           | 6.9           | 9.9          | 7.0          | 7.0          |
| EBITDA마진(%)                    | 8.3           | 10.5          | 13.2         | 10.2         | 9.9          |
| 순이익률(%)                        | (0.9)         | 3.1           | 9.5          | 5.4          | 5.5          |

## 현금흐름표

| (단위: 십억원)              | 2017           | 2018          | 2019E         | 2020E         | 2021E         |
|------------------------|----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>영업현금</b>            | <b>64.4</b>    | <b>63.2</b>   | <b>56.5</b>   | <b>50.9</b>   | <b>51.4</b>   |
| 당기순이익                  | (5.2)          | 17.6          | 58.0          | 34.3          | 36.7          |
| 자산상각비                  | 21.7           | 20.0          | 20.3          | 20.1          | 19.8          |
| 운전자본증감                 | 15.3           | (7.2)         | 3.0           | (5.2)         | (6.9)         |
| 매출채권감소(증가)             | 48.8           | 17.2          | (5.0)         | (4.8)         | (5.9)         |
| 재고자산감소(증가)             | 6.1            | (8.1)         | (10.8)        | (5.6)         | (6.9)         |
| 매입채무증감(감소)             | (38.4)         | (1.4)         | 2.4           | 2.6           | 3.1           |
| <b>투자현금</b>            | <b>(15.1)</b>  | <b>(57.2)</b> | <b>(26.0)</b> | <b>(26.1)</b> | <b>(26.8)</b> |
| 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)         | (11.3)        | (11.1)        | (11.1)        |
| 유무형자산감소                | 2.0            | (0.5)         | (5.9)         | (6.2)         | (6.5)         |
| <b>재무현금</b>            | <b>(125.4)</b> | <b>19.3</b>   | <b>30.3</b>   | <b>(8.4)</b>  | <b>(8.4)</b>  |
| 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          | 60.8          | 16.3          | 16.2          |
| <b>총현금흐름(Gross CF)</b> | <b>51.4</b>    | <b>71.9</b>   | <b>53.5</b>   | <b>56.1</b>   | <b>58.2</b>   |
| (-) 운전자본증가(감소)         | (20.8)         | (41.3)        | 26.4          | 5.2           | 6.9           |
| (-) 설비투자               | 10.7           | 7.7           | 11.3          | 11.1          | 11.1          |
| (+) 자산매각               | 2.0            | (0.5)         | (5.9)         | (6.2)         | (6.5)         |
| Free Cash Flow         | 36.3           | 14.7          | 30.5          | 24.8          | 24.6          |
| (-) 기타투자               | 9.0            | 54.2          | (5.2)         | 3.7           | 3.8           |
| 잉여현금                   | 27.4           | (39.5)        | 35.7          | 21.1          | 20.8          |

Source: KTB투자증권

## 주요투자지표

| (단위: 원, 배)             | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Per share Data</b>  |        |        |        |        |        |
| EPS                    | (620)  | 2,080  | 6,876  | 4,067  | 4,352  |
| BPS                    | 67,307 | 68,439 | 73,738 | 76,157 | 78,841 |
| DPS                    | 500    | 1,000  | 1,000  | 1,000  | 1,000  |
| <b>Multiples(x, %)</b> |        |        |        |        |        |
| PER                    | n/a    | 50.2   | 15.1   | 25.5   | 23.8   |
| PBR                    | 1.5    | 1.5    | 1.4    | 1.4    | 1.3    |
| EV/ EBITDA             | 18.1   | 14.7   | 10.4   | 12.7   | 12.0   |
| 배당수익률                  | 0.5    | 1.0    | 1.0    | 1.0    | 1.0    |
| PCR                    | 16.4   | 12.3   | 16.3   | 15.6   | 15.0   |
| PSR                    | 1.5    | 1.6    | 1.4    | 1.4    | 1.3    |
| <b>재무건전성 (%)</b>       |        |        |        |        |        |
| 부채비율                   | 54.8   | 62.7   | 65.2   | 63.7   | 62.2   |
| 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  | 221.1  | 227.6  | 234.0  |
| 이자보상배율                 | 3.8    | 17.5   | 25.6   | 17.2   | 21.3   |
| 이자비용/매출액               | 1.5    | 1.2    | 1.4    | 1.5    | 1.4    |
| <b>자산구조</b>            |        |        |        |        |        |
| 투하자본(%)                | 62.1   | 54.2   | 50.9   | 49.9   | 49.1   |
| 현금+투자자산(%)             | 37.9   | 45.8   | 49.1   | 50.1   | 50.9   |
| <b>자본구조</b>            |        |        |        |        |        |
| 차입금(%)                 | 23.7   | 26.3   | 28.6   | 27.8   | 26.9   |
| 자기자본(%)                | 76.3   | 73.7   | 71.4   | 72.2   | 73.1   |

## 종근당 (185750)

3Q19 Recap: 높은 매출신장을 돋보였으나, 평이한 실적

### Investment Point

#### [3Q19 실적 특이사항]

- 매출: CKD-11101(NESP 바이오시밀러) 일본 품목허가에 따른 일회성 기실료 34억 인식, 이를 제외시 예상치와 크게 다르지 않은 수치. 주력 제품 매출 고른 호조에 신규 코프로모션 품목인 케이캡 매출이 큰 폭 확대. 상반기 분기별 50억 내외였던 케이캡 매출 3Q에는 127억.라니티딘 제제 판매중단 영향이 본격화되는 4Q 매출 추가 확대 기대
- 영업이익: 일회성 기실료 수익 영업기여 제외시 170억 내외 기록으로 추정치 10% 내외 하회. R&D 비용 YOY 24억 순증했으나, EBIT+R&D 증가율 3%로 이익 신장 제한적. 코프로모션 품목 매출 확대로 매출원가율 YOY +4.4%p, 기실료 제외시 +5.2%p

#### [추정 실적 조정 및 목표가 변경]

- 추정 실적: 케이캡 등 신제품 매출호조 반영하여 추정 매출액 1~2% 상향하나, 매출원가율 상승과 R&D 비용 증가 반영으로 4Q19 및 2020년 영업이익 각각 4%, 8% 하향
- 목표가&투자의견: 목표가 산정시 기준 이익지표인 Fw12M EBIT+R&D 추정치 기준 대비 2% 상향으로 큰 변동 없어 목표가 13만원 유지. 업종 평균 대비 40% 이상 할인거래 중으로 투자의견 BUY 유지하나, 4Q19~3Q20 영업이익 감익 전망이 부담. 다만 이르면 연내 CKD-506(류마티스관절염) 유럽 2a상 Top line 데이터 발표 계획이고, CKD-702(이중항체 폐암신약) 국내 1상 IND 제출 예정으로 R&D 모멘텀 부각 기대

### BUY

|          | 현재             | 직전 | 변동        |
|----------|----------------|----|-----------|
| 투자의견     | <b>BUY</b>     |    | <b>유지</b> |
| 목표주가     | <b>130,000</b> |    | <b>유지</b> |
| Earnings |                |    | <b>하향</b> |

| Valuation wide | 2018 | 2019E | 2020E |
|----------------|------|-------|-------|
| PER(배)         | 24.8 | 19.6  | 20.2  |
| PBR(배)         | 2.6  | 2.2   | 2.0   |
| EV/EBITA(배)    | 11.1 | 10.8  | 10.8  |
| 배당수익률(%)       | 0.9  | 0.9   | 0.9   |

Fig. 037: 종근당 3Q19 Review

(단위: 십억원)

| 회 사 장 정     | 2019.09(P) | 2019.09(E) | 차이 (%) | 2018.09A | 차이 (%) | 2019.06A | 차이 (%) | 2019.09(E) | 차이 (%) |
|-------------|------------|------------|--------|----------|--------|----------|--------|------------|--------|
| 매출액         | 280.5      | 272.8      | 2.8    | 235.0    | 19.4   | 266.4    | 5.3    | 268.7      | 4.4    |
| 영업이익        | 20.3       | 19.7       | 2.9    | 21.0     | (3.7)  | 19.0     | 6.6    | 19.3       | 5.0    |
| 순이익         | 14.7       | 13.0       | 13.0   | 13.6     | 8.4    | 12.7     | 16.2   | 13.3       | 10.6   |
| 이익률 (%)     |            |            |        |          |        |          |        |            |        |
| 영업이익        | 7.2        | 7.2        |        | 9.0      |        | 7.1      |        | 7.2        |        |
| 순이익         | 5.2        | 4.8        |        | 5.8      |        | 4.8      |        | 4.9        |        |
| 이익률 차이 (%P) |            |            |        |          |        |          |        |            |        |
| 영업이익        |            | 0.0        |        | (1.7)    |        | 0.1      |        | 0.0        |        |
| 순이익         |            | 0.5        |        | (0.5)    |        | 0.5      |        | 0.3        |        |

Note: K-IFRS 별도 기준

Source: 종근당, KTB투자증권

Fig. 038: 종근당 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위: 십억원)

|               | 변경 전    |         |         |         | 변경 후    |         |         |         | 차이 (% , %p) |         |         |         |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------------|---------|---------|---------|
|               | 2019.12 | 2020.03 | 2020.06 | 2020.09 | 2019.12 | 2020.03 | 2020.06 | 2020.09 | 2019.12     | 2020.03 | 2020.06 | 2020.09 |
| 매출액           | 299.1   | 252.4   | 287.5   | 294.4   | 302.6   | 255.1   | 290.6   | 306.0   | 1.2         | 1.1     | 1.1     | 3.9     |
| 영업이익          | 19.5    | 17.5    | 20.0    | 20.7    | 18.8    | 15.7    | 17.8    | 18.7    | (3.9)       | (10.6)  | (10.9)  | (9.8)   |
| 영업이익률 (%)     | 6.5     | 6.9     | 7.0     | 7.0     | 6.2     | 6.1     | 6.1     | 6.1     | (0.3)       | (0.8)   | (0.8)   | (0.9)   |
| EBITDA        | 24.9    | 22.9    | 25.3    | 26.0    | 24.2    | 21.0    | 23.1    | 24.0    | (3.1)       | (8.1)   | (8.6)   | (7.7)   |
| EBITDA이익률 (%) | 8.3     | 9.1     | 8.8     | 8.8     | 8.0     | 8.2     | 8.0     | 7.8     | (0.4)       | (0.8)   | (0.8)   | (1.0)   |
| 순이익           | 12.9    | 11.6    | 13.3    | 13.8    | 12.4    | 10.5    | 12.0    | 12.7    | (3.9)       | (9.0)   | (9.3)   | (8.1)   |

Note: K-IFRS 별도 기준 / Source: KTB투자증권

Fig. 039: 종근당 추정 실적 변경 요약(연간)

(단위: 십억원)

|               | 변경 전    |         |         | 변경 후    |         |         | 차이 (% , %p) |       |       |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------------|-------|-------|
|               | 2019E   | 2020E   | 2021E   | 2019E   | 2020E   | 2021E   | 2019E       | 2020E | 2021E |
| 매출액           | 1,072.2 | 1,157.1 | 1,230.5 | 1,083.4 | 1,181.9 | 1,260.3 | 1.0         | 2.1   | 2.4   |
| 영업이익          | 74.9    | 78.9    | 81.9    | 74.7    | 72.7    | 76.2    | (0.3)       | (7.8) | (6.9) |
| 영업이익률 (%)     | 7.0     | 6.8     | 6.7     | 6.9     | 6.1     | 6.0     | (0.1)       | (0.7) | (0.6) |
| EBITDA        | 96.3    | 100.0   | 102.5   | 96.1    | 93.9    | 97.0    | (0.2)       | (6.1) | (5.4) |
| EBITDA이익률 (%) | 9.0     | 8.6     | 8.3     | 8.9     | 7.9     | 7.7     | (0.1)       | (0.7) | (0.6) |
| 순이익           | 49.5    | 52.3    | 54.4    | 50.7    | 49.1    | 51.7    | 2.4         | (6.0) | (4.9) |

Note: K-IFRS 별도 기준 / Source: KTB투자증권

Fig. 040: 종근당 목표가 산출 (추정 실적 변경 전)

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

Source: KTB투자증권

Fig. 041: 종근당 목표가 산출 (추정 실적 변경 후)

|                                     |                |                                               |
|-------------------------------------|----------------|-----------------------------------------------|
| Fw12M 추정 EBIT+R&D (억원) ㉠            | 2,173          |                                               |
| Target EV/(EBIT+R&D) multiple (배) ㉡ | 6.3            | 한미 제외 커버리지 대형 제약사<br>2005~2014Y 10년 평균 40% 할인 |
| 순차입금 (억원) ㉢                         | 423            | 2019년말 추정치                                    |
| <b>적정 시가총액 (억원) ① = ㉠×㉡-㉢</b>       | <b>13,306</b>  |                                               |
| 보통주 발행주식수(천주)                       | 10,308         | 자사주 제외                                        |
| <b>목표가 (원)</b>                      | <b>129,085</b> |                                               |

Source: KTB투자증권

## 재무제표 (종근당 별도)

## 대차대조표

| (단위: 십억원)   | 2017         | 2018         | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 유동자산        | 365.8        | 390.0        | 452.3        | 508.7        | 564.0        |
| 현금성자산       | 45.4         | 45.9         | 50.8         | 71.5         | 98.2         |
| 매출채권        | 210.0        | 207.8        | 220.5        | 240.5        | 256.5        |
| 재고자산        | 104.3        | 127.6        | 172.2        | 187.8        | 200.3        |
| 비유동자산       | 299.0        | 308.2        | 307.5        | 303.4        | 300.9        |
| 투자자산        | 47.5         | 56.8         | 62.2         | 64.7         | 67.3         |
| 유형자산        | 237.2        | 236.0        | 229.0        | 221.6        | 215.5        |
| 무형자산        | 14.3         | 15.4         | 16.3         | 17.1         | 18.1         |
| <b>자산총계</b> | <b>664.8</b> | <b>698.1</b> | <b>759.8</b> | <b>812.2</b> | <b>864.9</b> |
| 유동부채        | 223.2        | 205.1        | 235.9        | 247.5        | 256.8        |
| 매입채무        | 95.1         | 98.2         | 122.8        | 133.9        | 142.8        |
| 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         |
| <b>부채총계</b> | <b>263.2</b> | <b>269.4</b> | <b>289.8</b> | <b>302.3</b> | <b>312.6</b> |
| 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        | 184.1        | 223.9        | 266.4        |
| 자본조정        | 0.8          | (8.7)        | (9.0)        | (9.0)        | (9.0)        |
| 자기주식        | (0.4)        | (7.3)        | (7.8)        | (7.8)        | (7.8)        |
| <b>자본총계</b> | <b>401.6</b> | <b>428.7</b> | <b>470.0</b> | <b>509.9</b> | <b>552.3</b> |
| 투자자본        | 432.0        | 457.6        | 495.7        | 514.2        | 529.2        |
| 순차입금        | 47.2         | 46.4         | 42.3         | 21.6         | (5.1)        |
| ROA         | 8.2          | 6.2          | 6.9          | 6.3          | 6.2          |
| ROE         | 14.2         | 10.3         | 11.3         | 10.0         | 9.7          |
| ROIC        | 12.9         | 10.8         | 11.2         | 10.3         | 10.4         |

## 현금흐름표

| (단위: 십억원)              | 2017          | 2018          | 2019E         | 2020E         | 2021E         |
|------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>영업현금</b>            | <b>80.2</b>   | <b>45.2</b>   | <b>35.8</b>   | <b>49.2</b>   | <b>56.3</b>   |
| 당기순이익                  | 53.6          | 42.6          | 50.5          | 49.1          | 51.7          |
| 자산상각비                  | 22.0          | 21.2          | 21.4          | 21.2          | 20.7          |
| 운전자본증감                 | (23.3)        | (41.2)        | (26.7)        | (24.2)        | (19.2)        |
| 매출채권감소(증가)             | 0.5           | (1.0)         | (12.8)        | (20.0)        | (16.0)        |
| 재고자산감소(증가)             | (19.6)        | (30.8)        | (48.5)        | (15.6)        | (12.5)        |
| 매입채무증가(감소)             | 10.0          | 2.3           | 27.3          | 11.2          | 8.9           |
| <b>투자현금</b>            | <b>(15.6)</b> | <b>(29.4)</b> | <b>(21.3)</b> | <b>(19.3)</b> | <b>(20.3)</b> |
| 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)        | (16.9)        | (11.8)        | (12.6)        |
| 유무형자산감소                | (1.0)         | (2.2)         | (2.1)         | (2.8)         | (2.9)         |
| <b>재무현금</b>            | <b>(40.9)</b> | <b>(15.4)</b> | <b>(9.5)</b>  | <b>(9.3)</b>  | <b>(9.3)</b>  |
| 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           | 4.9           | 20.7          | 26.7          |
| <b>총현금흐름(Gross CF)</b> | <b>125.7</b>  | <b>116.2</b>  | <b>62.5</b>   | <b>73.4</b>   | <b>75.5</b>   |
| (-) 운전자본증가(감소)         | (11.9)        | 18.9          | 39.6          | 24.2          | 19.2          |
| (-) 설비투자               | 11.4          | 17.8          | 16.9          | 11.8          | 12.6          |
| (+) 자산매각               | (1.0)         | (2.2)         | (2.1)         | (2.8)         | (2.9)         |
| Free Cash Flow         | 110.1         | 86.8          | 14.4          | 29.9          | 36.0          |
| (-) 기타투자               | 2.1           | 0.0           | 1.4           | 2.8           | 2.9           |
| 잉여현금                   | 108.0         | 86.8          | 13.0          | 27.1          | 33.2          |

Source: KTB투자증권

## 손익계산서

| (단위: 십억원)                      | 2017         | 2018         | 2019E          | 2020E          | 2021E          |
|--------------------------------|--------------|--------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출액</b>                     | <b>884.3</b> | <b>955.7</b> | <b>1,083.4</b> | <b>1,181.9</b> | <b>1,260.3</b> |
| 증가율 (Y-Y,%)                    | 6.3          | 8.1          | 13.4           | 9.1            | 6.6            |
| <b>영업이익</b>                    | <b>78.1</b>  | <b>78.0</b>  | <b>74.7</b>    | <b>72.7</b>    | <b>76.2</b>    |
| 증가율 (Y-Y,%)                    | 27.5         | (0.1)        | (4.2)          | (2.7)          | 4.9            |
| EBITDA                         | 100.1        | 99.2         | 96.1           | 93.9           | 97.0           |
| <b>영업외손익</b>                   | <b>(3.6)</b> | <b>(8.8)</b> | <b>(3.7)</b>   | <b>(3.8)</b>   | <b>(3.8)</b>   |
| 순이자수익                          | (3.0)        | (2.1)        | (1.9)          | (1.8)          | (1.7)          |
| 외화관련손익                         | (0.8)        | 0.2          | 0.2            | 0.0            | 0.0            |
| 지분법손익                          | (1.0)        | (1.4)        | (2.5)          | (2.2)          | (2.2)          |
| <b>세전계속사업손익</b>                | <b>74.5</b>  | <b>69.2</b>  | <b>71.0</b>    | <b>68.9</b>    | <b>72.5</b>    |
| <b>당기순이익</b>                   | <b>53.6</b>  | <b>42.6</b>  | <b>50.7</b>    | <b>49.1</b>    | <b>51.7</b>    |
| 증가율 (Y-Y,%)                    | 31.0         | (20.6)       | 19.0           | (3.0)          | 5.3            |
| <b>NOPLAT</b>                  | <b>56.2</b>  | <b>48.0</b>  | <b>53.3</b>    | <b>51.9</b>    | <b>54.4</b>    |
| (+) Dep                        | 22.0         | 21.2         | 21.4           | 21.2           | 20.7           |
| (-) 운전자본투자                     | (11.9)       | 18.9         | 39.6           | 24.2           | 19.2           |
| (-) Capex                      | 11.4         | 17.8         | 16.9           | 11.8           | 12.6           |
| OpFCF                          | 78.7         | 32.6         | 18.3           | 37.0           | 43.3           |
| <b>3 Yr CAGR &amp; Margins</b> |              |              |                |                |                |
| 매출액증가율(3Yr)                    | 17.6         | 17.3         | 9.2            | 10.2           | 9.7            |
| 영업이익증가율(3Yr)                   | 13.1         | 22.2         | 6.9            | (2.4)          | (0.8)          |
| EBITDA증가율(3Yr)                 | 10.4         | 14.9         | 4.1            | (2.1)          | (0.8)          |
| 순이익증가율(3Yr)                    | 15.1         | n/a          | 7.4            | (2.9)          | 6.7            |
| 매출총이익율(%)                      | 40.7         | 39.7         | 36.9           | 36.2           | 36.1           |
| 영업이익률(%)                       | 8.8          | 8.2          | 6.9            | 6.1            | 6.0            |
| EBITDA마진(%)                    | 11.3         | 10.4         | 8.9            | 7.9            | 7.7            |
| 순이익률(%)                        | 6.1          | 4.5          | 4.7            | 4.2            | 4.1            |

## 주요투자지표

| (단위: 원, 배)             | 2017   | 2018   | 2019E  | 2020E  | 2021E  |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>Per share Data</b>  |        |        |        |        |        |
| EPS                    | 5,192  | 4,110  | 4,885  | 4,738  | 4,988  |
| BPS                    | 37,481 | 39,859 | 43,748 | 47,512 | 51,516 |
| DPS                    | 900    | 900    | 900    | 900    | 900    |
| <b>Multiples(x, %)</b> |        |        |        |        |        |
| PER                    | 24.3   | 24.8   | 19.6   | 20.2   | 19.2   |
| PBR                    | 3.4    | 2.6    | 2.2    | 2.0    | 1.9    |
| EV/ EBITDA             | 13.5   | 11.1   | 10.8   | 10.8   | 10.2   |
| 배당수익률                  | 0.7    | 0.9    | 0.9    | 0.9    | 0.9    |
| PCR                    | 10.4   | 9.1    | 15.9   | 13.6   | 13.2   |
| PSR                    | 1.5    | 1.1    | 0.9    | 0.8    | 0.8    |
| <b>재무건전성 (%)</b>       |        |        |        |        |        |
| 부채비율                   | 65.6   | 62.8   | 61.7   | 59.3   | 56.6   |
| Net debt/Equity        | 11.8   | 10.8   | 9.0    | 4.2    | n/a    |
| Net debt/EBITDA        | 47.2   | 46.7   | 44.0   | 23.0   | n/a    |
| 유동비율                   | 163.9  | 190.1  | 191.7  | 205.5  | 219.6  |
| 이자보상배율                 | 26.4   | 37.1   | 40.1   | 40.6   | 44.0   |
| 이자비용/매출액               | 0.4    | 0.3    | 0.2    | 0.2    | 0.2    |
| <b>자산구조</b>            |        |        |        |        |        |
| 투자자본(%)                | 82.3   | 81.7   | 81.4   | 79.1   | 76.2   |
| 현금+투자자산(%)             | 17.7   | 18.3   | 18.6   | 20.9   | 23.8   |
| <b>자본구조</b>            |        |        |        |        |        |
| 차입금(%)                 | 18.7   | 17.7   | 16.5   | 15.4   | 14.4   |
| 자기자본(%)                | 81.3   | 82.3   | 83.5   | 84.6   | 85.6   |

## 일동제약 (249420)

### 3Q19 Recap: 영업실적 부진 기술이전 수익으로 방어

#### Investment Point

##### [3Q19 실적 특이사항]

- 매출: 계열사 아이디언스(일동홀딩스 지분율 100%)로 개발권리와 특허권을 양도한 IDX-1197(PARP inhibitor 항암제) 관련 수익 137억 인식, 회계처리 기준이 확정되지 않아 기존 추정치에는 미반영되어 있었음. 일화성 수익 제외시 매출 YOY -4%로 부진, 9월말 판매중단된 큐란 반품(30억) 반영과 신규 라인업 '아로나민 케어' 출시에 따른 기존 아로나민 시리즈 약국 유통재고 조정 영향. ETC와 OTC 매출 각각 YOY -3%, -6%
- 영업이익: 일화성 기술료 이익 기여분 제외시 50억 내외 영업적자. 수익성 좋은 아로나민 시리즈 매출 감소(-50억)에 큐란 반품비와 R&D 비용(경상개발비 +20억) 증가 영향
- 순이익: 개량신약 개발비 감액 처리로 50억 내외의 무형자산 손상차손 반영

##### [추정 실적 조정 및 목표가 변경]

- 추정 실적: 4Q19 및 2020년 연간 영업이익 각각 55%, 9% 하향. 예상되는 큐란 반품 비용 3Q19 실적에 전액 반영으로 이후 실적 변경 요인 아니나, 아로나민 시리즈 유통재고 조정은 4Q19까지 이어질 전망으로 실적 하향 요인
- 목표가&투자 의견: 목표가 산정시 기준 이익지표인 Fw12M EBIT+R&D 추정치 기준 대비 7% 하향, 목표가 22천원에서 21천원으로 하향조정. 업종 평균 대비 40% 이상 할인 거래 중으로 투자 의견 BUY 유지하나, 4Q19~3Q20 영업이익 감익 전망이 부담

#### BUY

|          | 현재     | 직전     | 변동 |
|----------|--------|--------|----|
| 투자 의견    | BUY    |        | 유지 |
| 목표주가     | 21,000 | 22,000 | 하향 |
| Earnings |        |        | 하향 |

| Valuation wide | 2018 | 2019E | 2020E |
|----------------|------|-------|-------|
| PER(배)         | 38.2 | 26.9  | 19.2  |
| PBR(배)         | 2.5  | 1.9   | 1.7   |
| EV/EBITA(배)    | 10.2 | 8.1   | 7.7   |
| 배당수익률(%)       | 2.0  | 2.4   | 2.4   |

Fig. 042: 일동제약 3Q19 Review

(단위: 십억원)

| 회사잠정        | 2019.09(P) | 2019.09(E) | 차이 (%) | 2018.09A | 차이 (%) | 2019.06A | 차이 (%) | 2019.09(E) | 차이 (%) |
|-------------|------------|------------|--------|----------|--------|----------|--------|------------|--------|
| 매출액         | 136.4      | 137.2      | (0.5)  | 128.1    | 6.5    | 136.5    | (0.0)  | 137.2      | (0.6)  |
| 영업이익        | 6.8        | 5.0        | 34.8   | 3.9      | 73.4   | 8.1      | (16.9) | 5.0        | 35.2   |
| 순이익         | 0.2        | 3.6        | (93.7) | 3.0      | (92.5) | 6.0      | (96.2) | 3.6        | (93.7) |
| 이익률 (%)     |            |            |        |          |        |          |        |            |        |
| 영업이익        | 5.0        | 3.7        |        | 3.0      |        | 6.0      |        | 3.6        |        |
| 순이익         | 0.2        | 2.6        |        | 2.4      |        | 4.4      |        | 2.6        |        |
| 이익률 차이 (%P) |            |            |        |          |        |          |        |            |        |
| 영업이익        |            | 1.3        |        | 1.9      |        | (1.0)    |        | 1.3        |        |
| 순이익         |            | (2.5)      |        | (2.2)    |        | (4.2)    |        | (2.5)      |        |

Note: K-IFRS 별도 기준

Source: 일동제약, KTB투자증권

Fig. 043: 일동제약 추정 실적 변경 요약(분기)

(단위: 십억원)

|               | 변경 전    |         |         |         | 변경 후    |         |         |         | 차이 (% , %p) |         |         |         |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------------|---------|---------|---------|
|               | 2019.12 | 2020.03 | 2020.06 | 2020.09 | 2019.12 | 2020.03 | 2020.06 | 2020.09 | 2019.12     | 2020.03 | 2020.06 | 2020.09 |
| 매출액           | 136.9   | 134.4   | 143.8   | 151.1   | 129.6   | 130.9   | 141.5   | 143.5   | (5.3)       | (2.6)   | (1.6)   | (5.0)   |
| 영업이익          | 7.3     | 7.7     | 7.6     | 6.2     | 3.3     | 6.9     | 7.1     | 5.2     | (55.1)      | (10.2)  | (6.3)   | (16.7)  |
| 영업이익률 (%)     | 5.3     | 5.7     | 5.3     | 4.1     | 2.5     | 5.3     | 5.0     | 3.6     | (2.8)       | (0.4)   | (0.3)   | (0.5)   |
| EBITDA        | 14.2    | 14.5    | 14.3    | 12.9    | 10.2    | 13.7    | 13.8    | 11.8    | (28.3)      | (5.5)   | (3.4)   | (8.1)   |
| EBITDA이익률 (%) | 10.4    | 10.8    | 10.0    | 8.5     | 7.8     | 10.5    | 9.8     | 8.2     | (2.5)       | (0.3)   | (0.2)   | (0.3)   |
| 순이익           | 5.9     | 6.1     | 5.7     | 4.4     | 1.9     | 5.3     | 5.1     | 3.4     | (68.0)      | (13.4)  | (9.4)   | (22.9)  |

Note: K-IFRS 별도 기준 / Source: KTB투자증권



Fig. 044: 일동제약 추정 실적 변경 요약(연간)

(단위: 십억원)

|               | 변경 전  |       |       | 변경 후  |       |       | 차이 (% , % P) |        |        |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------------|--------|--------|
|               | 2019E | 2020E | 2021E | 2019E | 2020E | 2021E | 2019E        | 2020E  | 2021E  |
| 매출액           | 539.6 | 576.9 | 622.7 | 531.6 | 562.4 | 609.5 | (1.5)        | (2.5)  | (2.1)  |
| 영업이익          | 28.4  | 30.0  | 33.3  | 26.1  | 27.2  | 30.3  | (8.0)        | (9.4)  | (8.9)  |
| 영업이익률 (%)     | 5.3   | 5.2   | 5.3   | 4.9   | 4.8   | 5.0   | (0.3)        | (0.4)  | (0.4)  |
| EBITDA        | 56.0  | 56.8  | 59.0  | 53.8  | 54.0  | 56.0  | (4.0)        | (5.0)  | (5.1)  |
| EBITDA이익률 (%) | 10.4  | 9.9   | 9.5   | 10.1  | 9.6   | 9.2   | (0.3)        | (0.3)  | (0.3)  |
| 순이익           | 21.5  | 22.7  | 25.7  | 14.1  | 19.8  | 22.6  | (34.4)       | (13.0) | (12.1) |

Note: K-IFRS 별도 기준/ Source: KTB투자증권

Fig. 045: 일동제약 목표가 산출 (추정 실적 변경 전)

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

Source: KTB투자증권

Fig. 046: 일동제약 목표가 산출 (추정 실적 변경 후)

|                                     |               |                                               |
|-------------------------------------|---------------|-----------------------------------------------|
| Fw12M 추정 EBIT+R&D (억원) ㉠            | 708           |                                               |
| Target EV/(EBIT+R&D) multiple (배) ㉡ | 7.4           | 한미 제외 커버리지 대형 제약사<br>2005~2014Y 10년 평균 30% 할인 |
| 순차입금 (억원) ㉢                         | 535           | 2019년말 추정치                                    |
| <b>적정 시가총액 (억원) ㉠ = ㉠×㉡-㉢</b>       | <b>4,684</b>  |                                               |
| 보통주 발행주식수(천주)                       | 22,657        | 자사주 제외                                        |
| <b>목표가 (원)</b>                      | <b>20,672</b> |                                               |

Source: KTB투자증권

## 재무제표 (일동제약 별도)

## 대차대조표

| (단위: 십억원)   | 2017         | 2018         | 2019E        | 2020E        | 2021E        |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 유동자산        | 203.3        | 208.6        | 257.3        | 291.1        | 324.5        |
| 현금성자산       | 38.5         | 75.1         | 113.2        | 128.9        | 150.7        |
| 매출채권        | 101.3        | 75.3         | 77.2         | 87.2         | 93.7         |
| 재고자산        | 60.0         | 53.2         | 61.8         | 69.8         | 74.9         |
| 비유동자산       | 359.3        | 354.3        | 377.2        | 364.9        | 353.6        |
| 투자자산        | 32.6         | 36.9         | 38.8         | 40.4         | 42.1         |
| 유형자산        | 228.2        | 227.4        | 256.1        | 246.7        | 237.5        |
| 무형자산        | 98.5         | 87.4         | 82.3         | 77.8         | 74.0         |
| <b>자산총계</b> | <b>562.6</b> | <b>562.9</b> | <b>634.5</b> | <b>656.0</b> | <b>678.1</b> |
| 유동부채        | 156.8        | 162.3        | 189.6        | 196.5        | 201.0        |
| 매입채무        | 38.9         | 31.3         | 50.1         | 56.6         | 60.8         |
| 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         |
| <b>부채총계</b> | <b>278.7</b> | <b>287.0</b> | <b>349.2</b> | <b>360.0</b> | <b>368.6</b> |
| 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         | 26.1         | 36.8         | 50.3         |
| 자본조정        | (0.9)        | (1.1)        | (2.4)        | (2.4)        | (2.4)        |
| 자기주식        | (0.2)        | (0.2)        | (0.3)        | (0.3)        | (0.3)        |
| <b>자본총계</b> | <b>283.9</b> | <b>275.9</b> | <b>285.3</b> | <b>296.0</b> | <b>309.5</b> |
| 투하자본        | 369.8        | 322.9        | 336.8        | 331.7        | 323.4        |
| 순차입금        | 92.0         | 55.6         | 53.5         | 37.8         | 16.0         |
| ROA         | 3.5          | 2.2          | 2.4          | 3.1          | 3.4          |
| ROE         | 7.0          | 4.3          | 5.0          | 6.8          | 7.5          |
| ROIC        | 6.5          | 6.2          | 7.9          | 7.3          | 8.3          |

## 현금흐름표

| (단위: 십억원)              | 2017          | 2018          | 2019E         | 2020E         | 2021E         |
|------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| <b>영업현금</b>            | <b>72.3</b>   | <b>65.4</b>   | <b>57.6</b>   | <b>39.3</b>   | <b>45.2</b>   |
| 당기순이익                  | 19.4          | 12.1          | 14.1          | 19.8          | 22.6          |
| 자산상각비                  | 18.3          | 23.4          | 27.6          | 26.8          | 25.7          |
| 운전자본증감                 | 25.5          | 11.5          | 3.0           | (11.2)        | (7.1)         |
| 매출채권감소(증가)             | 33.0          | 23.3          | (1.2)         | (10.0)        | (6.4)         |
| 재고자산감소(증가)             | 1.5           | 7.2           | (8.8)         | (8.0)         | (5.2)         |
| 매입채무증가(감소)             | (4.1)         | (6.2)         | 15.5          | 6.5           | 4.2           |
| <b>투자현금</b>            | <b>(46.8)</b> | <b>(21.1)</b> | <b>(8.4)</b>  | <b>(14.5)</b> | <b>(14.4)</b> |
| 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)        | (10.0)        | (8.9)         | (8.4)         |
| 유무형자산감소                | (19.9)        | (5.3)         | (3.7)         | (4.0)         | (4.3)         |
| <b>재무현금</b>            | <b>(5.4)</b>  | <b>(7.9)</b>  | <b>(10.9)</b> | <b>(9.1)</b>  | <b>(9.1)</b>  |
| 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          | 38.6          | 15.7          | 21.8          |
| <b>총현금흐름(Gross CF)</b> | <b>56.8</b>   | <b>65.4</b>   | <b>56.2</b>   | <b>50.5</b>   | <b>52.3</b>   |
| (-) 운전자본증가(감소)         | (29.4)        | (27.6)        | (8.6)         | 11.2          | 7.1           |
| (-) 설비투자               | 16.4          | 14.7          | 10.0          | 8.9           | 8.4           |
| (+) 자산매각               | (19.9)        | (5.3)         | (3.7)         | (4.0)         | (4.3)         |
| Free Cash Flow         | 10.0          | 44.3          | 50.8          | 24.8          | 30.8          |
| (-) 기타투자               | 0.0           | 0.0           | 0.0           | 0.1           | 0.1           |
| 잉여현금                   | 10.0          | 44.3          | 50.7          | 24.7          | 30.7          |

Source: KTB투자증권

## 손익계산서

| (단위: 십억원)                      | 2017         | 2018          | 2019E         | 2020E        | 2021E        |
|--------------------------------|--------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>                     | <b>460.4</b> | <b>503.4</b>  | <b>531.6</b>  | <b>562.4</b> | <b>609.5</b> |
| 증가율 (Y-Y,%)                    | 128.7        | 9.3           | 5.6           | 5.8          | 8.4          |
| <b>영업이익</b>                    | <b>24.9</b>  | <b>27.6</b>   | <b>26.1</b>   | <b>27.2</b>  | <b>30.3</b>  |
| 증가율 (Y-Y,%)                    | 67.9         | 10.8          | (5.3)         | 4.0          | 11.6         |
| EBITDA                         | 43.2         | 51.0          | 53.8          | 54.0         | 56.0         |
| <b>영업외손익</b>                   | <b>(4.9)</b> | <b>(11.9)</b> | <b>(12.0)</b> | <b>(5.2)</b> | <b>(5.2)</b> |
| 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          |
| <b>세전계속사업손익</b>                | <b>19.9</b>  | <b>15.6</b>   | <b>14.1</b>   | <b>22.0</b>  | <b>25.1</b>  |
| <b>당기순이익</b>                   | <b>19.4</b>  | <b>12.1</b>   | <b>14.1</b>   | <b>19.8</b>  | <b>22.6</b>  |
| 증가율 (Y-Y,%)                    | 53.8         | (37.5)        | 16.5          | 40.1         | 14.2         |
| <b>NOPLAT</b>                  | <b>24.2</b>  | <b>21.4</b>   | <b>26.0</b>   | <b>24.4</b>  | <b>27.3</b>  |
| (+) Dep                        | 18.3         | 23.4          | 27.6          | 26.8         | 25.7         |
| (-) 운전자본투자                     | (29.4)       | (27.6)        | (8.6)         | 11.2         | 7.1          |
| (-) Capex                      | 16.4         | 14.7          | 10.0          | 8.9          | 8.4          |
| OpFCF                          | 55.6         | 57.7          | 52.3          | 31.2         | 37.5         |
| <b>3 Yr CAGR &amp; Margins</b> |              |               |               |              |              |
| 매출액증가율(3Yr)                    | n/a          | n/a           | 38.2          | 6.9          | 6.6          |
| 영업이익증가율(3Yr)                   | n/a          | n/a           | 20.8          | 3.0          | 3.2          |
| EBITDA증가율(3Yr)                 | n/a          | n/a           | 34.0          | 7.7          | 3.2          |
| 순이익증가율(3Yr)                    | n/a          | n/a           | 3.8           | 0.7          | 23.1         |
| 매출총이익율(%)                      | 49.1         | 50.6          | 48.3          | 48.0         | 48.0         |
| 영업이익률(%)                       | 5.4          | 5.5           | 4.9           | 4.8          | 5.0          |
| EBITDA마진(%)                    | 9.4          | 10.1          | 10.1          | 9.6          | 9.2          |
| 순이익률(%)                        | 4.2          | 2.4           | 2.7           | 3.5          | 3.7          |

## 주요투자지표

| (단위: 원, 배)             | 2017  | 2018  | 2019E | 2020E | 2021E  |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|--------|
| <b>Per share Data</b>  |       |       |       |       |        |
| EPS                    | 859   | 536   | 622   | 872   | 996    |
| BPS                    | 8,195 | 8,311 | 8,952 | 9,624 | 10,387 |
| DPS                    | 400   | 400   | 400   | 400   | 400    |
| <b>Multiples(x, %)</b> |       |       |       |       |        |
| PER                    | 26.0  | 38.2  | 26.9  | 19.2  | 16.8   |
| PBR                    | 2.7   | 2.5   | 1.9   | 1.7   | 1.6    |
| EV/ EBITDA             | 13.8  | 10.2  | 8.1   | 7.7   | 7.1    |
| 배당수익률                  | 1.8   | 2.0   | 2.4   | 2.4   | 2.4    |
| PCR                    | 8.9   | 7.1   | 6.8   | 7.5   | 7.3    |
| PSR                    | 1.1   | 0.9   | 0.7   | 0.7   | 0.6    |
| <b>재무건전성 (%)</b>       |       |       |       |       |        |
| 부채비율                   | 98.2  | 104.1 | 122.4 | 121.6 | 119.1  |
| Net debt/Equity        | 32.4  | 20.2  | 18.8  | 12.8  | 5.2    |
| Net debt/EBITDA        | 212.8 | 109.1 | 99.5  | 70.0  | 28.6   |
| 유동비율                   | 129.7 | 128.5 | 135.7 | 148.1 | 161.4  |
| 이자보상배율                 | 7.1   | 8.6   | 5.4   | 5.5   | 6.2    |
| 이자비용/매출액               | 0.8   | 0.7   | 1.0   | 1.0   | 0.9    |
| <b>자산구조</b>            |       |       |       |       |        |
| 투하자본(%)                | 83.9  | 74.2  | 68.9  | 66.2  | 62.7   |
| 현금+투자자산(%)             | 16.1  | 25.8  | 31.1  | 33.8  | 37.3   |
| <b>자본구조</b>            |       |       |       |       |        |
| 차입금(%)                 | 31.5  | 32.2  | 36.9  | 36.0  | 35.0   |
| 자기자본(%)                | 68.5  | 67.8  | 63.1  | 64.0  | 65.0   |

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 :** 89.6%      **HOLD :** 9.8%      **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 투자사결정은 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 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- STRONG BUY: 추천기준일 종가대비 +50%이상.
- BUY: 추천기준일 종가대비 +15%이상~+50%미만.
- REDUCE: 추천기준일 종가대비 -5%미만.
- HOLD: 추천기준일 종가대비 -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

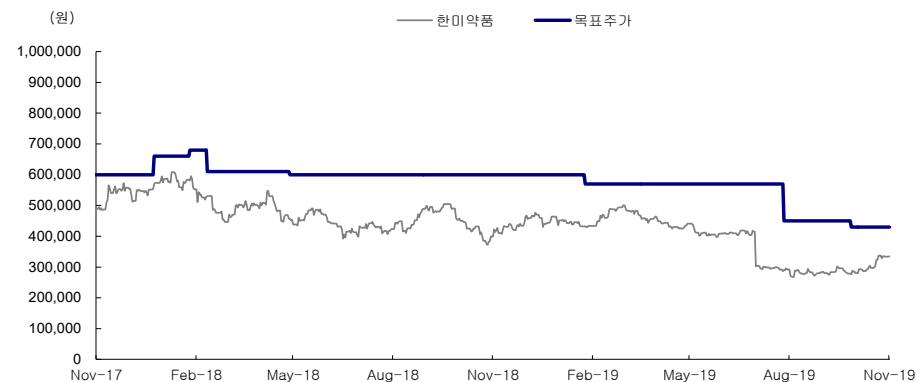
• Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우

• 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)



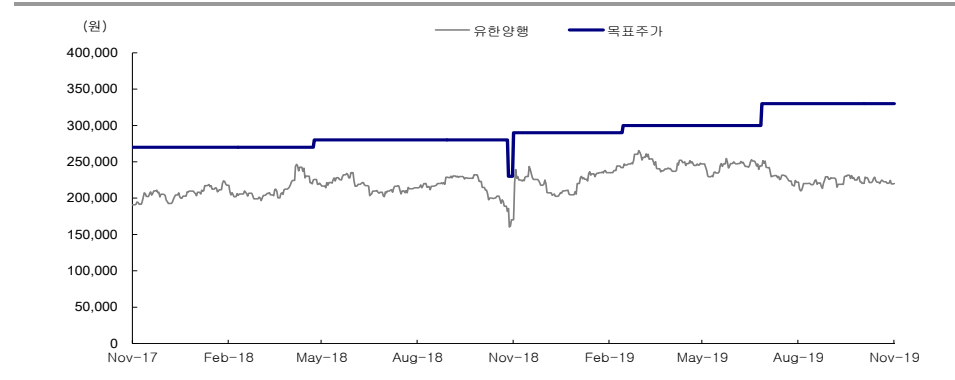
| 일자    | 2018.1.2  | 2018.1.30 | 2018.2.19 | 2018.5.3 | 2019.1.30 | 2019.7.31 |
|-------|-----------|-----------|-----------|----------|-----------|-----------|
| 투자 의견 | BUY       | BUY       | BUY       | BUY      | BUY       | BUY       |
| 목표주가  | 660,000원  | 680,000원  | 610,000원  | 600,000원 | 570,000원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

| 목표주가 대비  | 일자         | 목표주가     | 평균주가     | 최고가      | 평균주가 괴리율(%) | 최고가 괴리율(%) |
|----------|------------|----------|----------|----------|-------------|------------|
| 실제주가 괴리율 | 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 | 282,976원 | 301,500원 | -37.12      | -33        |
|          | 2019.10.01 | 430,000원 | -        | -        | -           | -          |

\* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 11월 4일)

\*\* 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

## 유한양행 (000100)



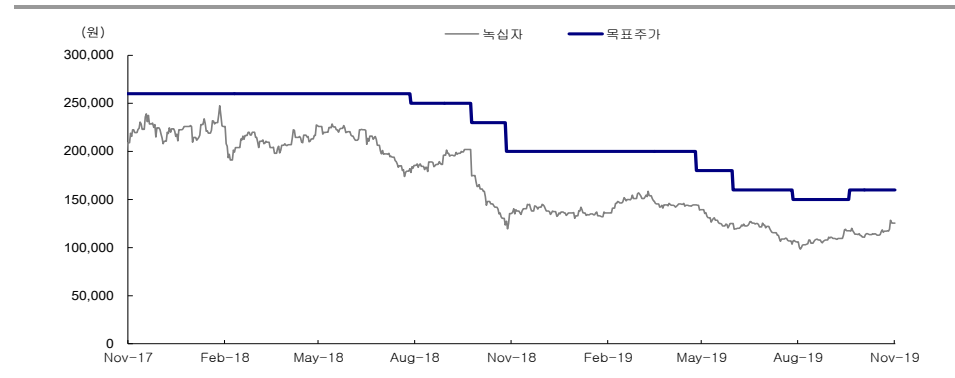
|      |           |            |           |           |           |
|------|-----------|------------|-----------|-----------|-----------|
| 일자   | 2018.4.30 | 2018.10.31 | 2018.11.6 | 2018.2.19 | 2019.7.2. |
| 투자의견 | BUY       | BUY        | BUY       | BUY       | BUY       |
| 목표주가 | 280,000원  | 230,000원   | 290,000원  | 300,000원  | 330,000원  |

| 목표주가 대비 | 일자         | 목표주가     | 평균주가     | 최고가      | 평균주가 괴리율(%) | 최고가 괴리율(%) |
|---------|------------|----------|----------|----------|-------------|------------|
| 실제주가    | 2018.04.30 | 280,000원 | 216,026원 | 234,923원 | -19.37      | -12.32     |
| 괴리율     | 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 11월 4일)

\*\* 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

## 녹십자 (006280)



|      |          |           |            |          |          |           |
|------|----------|-----------|------------|----------|----------|-----------|
| 일자   | 2018.8.1 | 2018.9.27 | 2018.10.31 | 2019.5.2 | 2019.6.4 | 2019.7.31 |
| 투자의견 | BUY      | BUY       | BUY        | BUY      | BUY      | BUY       |
| 목표주가 | 250,000원 | 230,000원  | 200,000원   | 180,000원 | 160,000원 | 150,000원  |

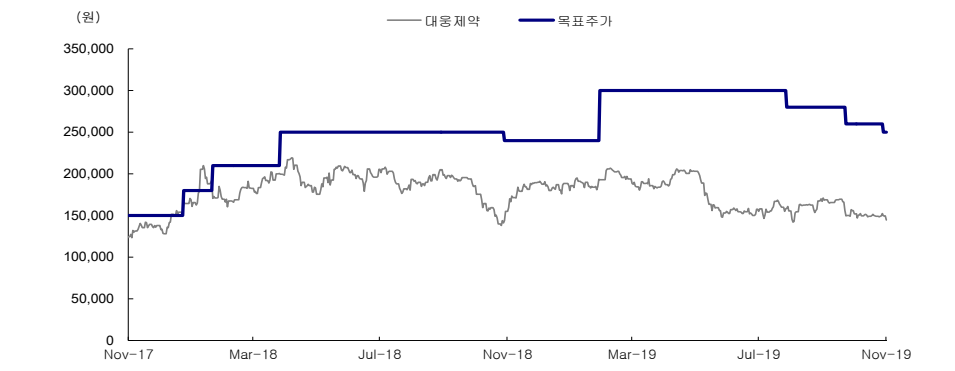
|      |           |
|------|-----------|
| 일자   | 2019.9.24 |
| 투자의견 | BUY       |
| 목표주가 | 160,000원  |

| 목표주가 대비 | 일자         | 목표주가     | 평균주가     | 최고가      | 평균주가 괴리율(%) | 최고가 괴리율(%) |
|---------|------------|----------|----------|----------|-------------|------------|
| 실제주가    | 2018.08.01 | 250,000원 | 191,027원 | 202,000원 | -23.59      | -19.2      |
| 괴리율     | 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 11월 4일)

\*\* 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

## 대웅제약 (069620)



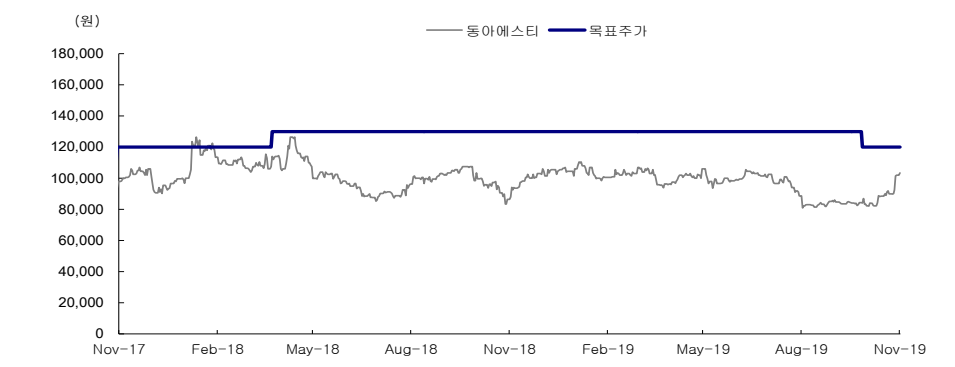
|      |            |            |           |           |          |            |
|------|------------|------------|-----------|-----------|----------|------------|
| 일자   | 2018.1.2   | 2018.1.25  | 2018.3.30 | 2018.11.2 | 2019.2.7 | 2019.8.1   |
| 투자의견 | BUY        | BUY        | BUY       | BUY       | BUY      | STRONG BUY |
| 목표주가 | 180,000원   | 210,000원   | 250,000원  | 240,000원  | 300,000원 | 280,000원   |
| 일자   | 2019.09.27 | 2019.11.05 |           |           |          |            |
| 투자의견 | STRONG BUY | STRONG BUY |           |           |          |            |
| 목표주가 | 260,000원   | 250,000원   |           |           |          |            |

| 목표주가 대비 | 일자         | 목표주가     | 평균주가     | 최고가      | 평균주가 괴리율(%) | 최고가 괴리율(%) |
|---------|------------|----------|----------|----------|-------------|------------|
| 실제주가    | 2018.01.02 | 180,000원 | 182,441원 | 210,000원 | 1.36        | 16.67      |
| 괴리율     | 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 | 150,542원 | 157,000원 | -42.1       | -39.62     |
|         | 2019.11.05 | 250,000원 | -        | -        | -           | -          |

\* 괴리율 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 11월 4일)

\*\* 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

## 동아에스티 (170900)



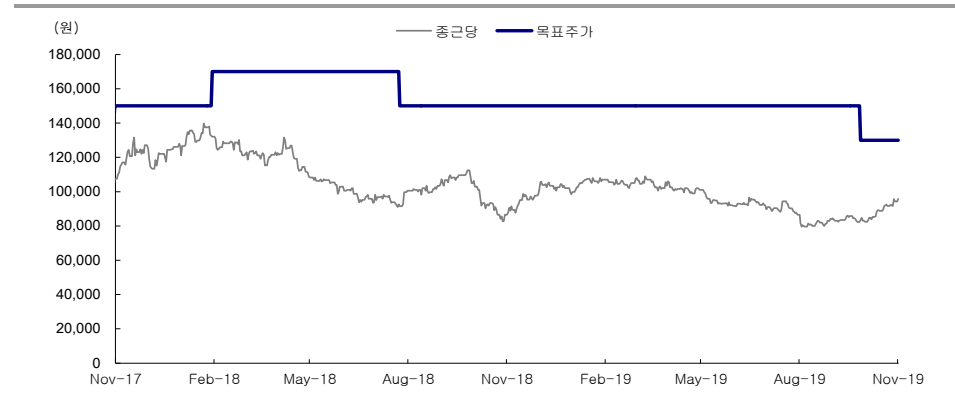
|      |           |           |
|------|-----------|-----------|
| 일자   | 2018.3.30 | 2019.10.1 |
| 투자의견 | BUY       | BUY       |
| 목표주가 | 130,000원  | 120,000원  |

| 목표주가 대비 | 일자         | 목표주가     | 평균주가     | 최고가      | 평균주가 괴리율(%) | 최고가 괴리율(%) |
|---------|------------|----------|----------|----------|-------------|------------|
| 실제주가    | 2018.03.30 | 130,000원 | 100,568원 | 126,500원 | -22.64      | -2.69      |
| 괴리율     | 2019.10.01 | 120,000원 | -        | -        | -           | -          |

\* 괴리율 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 11월 4일)

\*\* 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

## 종근당 (185750)



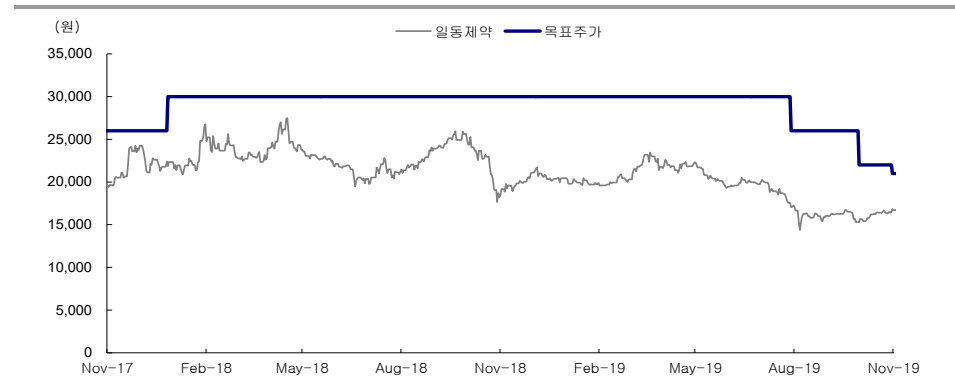
|      |           |          |           |           |
|------|-----------|----------|-----------|-----------|
| 일자   | 2017.11.6 | 2018.2.5 | 2018.7.30 | 2019.10.1 |
| 투자의견 | BUY       | BUY      | BUY       | BUY       |
| 목표주가 | 150,000원  | 170,000원 | 150,000원  | 130,000원  |

| 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 11월 4일)

\*\* 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

## 일동제약 (249420)



|      |          |            |           |           |
|------|----------|------------|-----------|-----------|
| 일자   | 2018.1.2 | 2019.07.31 | 2019.10.1 | 2019.11.5 |
| 투자의견 | BUY      | BUY        | BUY       | BUY       |
| 목표주가 | 30,000원  | 26,000원    | 22,000원   | 21,000원   |

| 목표주가 대비 | 일자         | 목표주가    | 평균주가    | 최고가     | 평균주가 괴리율(%) | 최고가 괴리율(%) |
|---------|------------|---------|---------|---------|-------------|------------|
| 실제주가    | 2018.01.02 | 30,000원 | 22,413원 | 27,491원 | -21.73      | -4         |
| 괴리율     | 2019.07.31 | 26,000원 | 16,076원 | 17,250원 | -38.17      | -33.65     |
|         | 2019.10.01 | 22,000원 | 16,236원 | 16,850원 | -26.2       | -23.41     |
|         | 2019.11.05 | 21,000원 | -       | -       | -           | -          |

\* 괴리율 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2019년 11월 4일)

\*\* 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

# ktb 투자증권

본사 | 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩 [www.ktb.co.kr](http://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.