

1

함께 가는 제약/바이오

2019년엔 누가 잘했나

- Part I 산업: 2019년 국내 제약바이오 기업 Performance
- Part II eBEST 제약/바이오 Universe
- Part III 시장 동향 & IPO 기업
- Part IV 주요 뉴스 Flow & 탐방노트

이베스트투자증권 **제약/바이오 담당 최석원**입니다.

이번 달을 시작으로 [함께 가는 월간 제약/바이오] 라는 제목으로 월보 형식의 제약/바이오 자료를 제공하고자 합니다.

함께 가는 월간 제약/바이오는 다음 4가지 Part로 구성되어 있습니다.

Part I] 산업

: 이 파트는 '함께 가는' 월보의 취지에 부합할 수 있도록 제약/바이오 산업 및 기업 분석에 필요한 주제를 함께 공부하는 내용으로 구성하였습니다.

Part II] Ebest 제약/바이오 Universe

: 당사 Coverage 종목에 대한 업데이트 및 의견 변화를 정리해보고자 합니다.

Part III] 시장 동향 & IPO 기업

: 지난 한 달간 제약/바이오 시장의 변화와 신규 상장 종목에 대한 업데이트를 드리는 내용으로 구성하였습니다.

Part IV] 주요 뉴스 Flow & 탐방노트

: 국내 제약/바이오 시장에 의미있었던 뉴스에 대한 정리와 지난 한달 간 탐방을 갔었던 기업에 대한 소개를 드리는 내용입니다.

[함께 가는 월간 제약/바이오] 의 목적은 일회성적인 기업 추천보다는 지속적인 업데이트를 통해 기업/산업에 대한 투자의견을 중장기적으로 제시하기 위함입니다.

앞으로도 투자환경에 맞춰 적절한 의사결정을 할 수 있도록 도움을 드릴 수 있는 제약/바이오 담당이 되도록 노력하겠습니다.

감사합니다.

제약/바이오
Analyst **최석원**
02 3779 8446
cseogwon@ebestsec.co.kr



함께 가는 제약/바이오

2019 년엔 누가 잘했나

Contents

Part I	산업: 2019 년엔 누가 잘 했나	4
Part II	eBEST 제약/바이오 Universe	10
Part III	시장 동향 & IPO 기업	22
Part IV	주요 뉴스 Flow & 탐방노트	35

기업분석

셀트리온 (068270)	38
한미약품 (128940)	41
유한양행 (000100)	47
종근당 (185750)	52
보령제약 (003850)	56
하나제약 (293480)	62
대원제약 (003220)	67
유나이티드제약 (033270)	72

Part I

산업: 2019 년엔 누가 잘 했나

이번 섹션에서는 지난 1년간 KOSPI, KOSDAQ에 상장되어 있는 제약/바이오 기업에 대한 시가총액 순위와 실적(외형과 수익성) 순위를 비교해봤습니다.

바이오텍 회사들의 특성 상 미국 시장에서도 시총과 실적이 동행하는 모습은 찾기 어렵습니다. 단, 시가총액 퍼포먼스와 실적 퍼포먼스를 비교하는 것은 다음과 같은 경우에는 투자 여부를 고민하는데 있어서 유용하게 사용될 수 있다고 생각합니다.

그것은 바로 실적이 상위권에 있는 기업이 시장에서도 그 정도 평가를 받고 있는가를 역으로 찾아보는 방식입니다.

이는 향후 투자 대상을 찾는 아이디어를 제공해 줄 수 있다고 생각합니다.

지난 1년간의 국내 제약/바이오 기업 Performance 요약

표1 시가총액 / 외형(매출액) / 수익성(영업이익, 당기순이익) 기준 순으로 살펴본 지난 1년간 Top30

#	시총 순위	매출액 순위	영업이익 순위	당기순이익(지배) 순위
1	삼성바이오로직스	녹십자홀딩스	셀트리온	삼성바이오로직스
2	셀트리온	유한양행	대웅	셀트리온
3	셀트리온헬스케어	녹십자	한미약품	동국제약
4	에이치엘비	대웅	종근당홀딩스	차바이오텍
5	한미약품	광동제약	종근당	종근당
6	유한양행	한미약품	휴젤	휴젤
7	한미사이언스	대웅제약	휴온스글로벌	유한양행
8	헬릭스미스	종근당	동국제약	메디톡스
9	메디톡스	셀트리온	삼진제약	대웅
10	한올바이오파마	셀트리온헬스케어	동아쏘시오홀딩스	종근당홀딩스
11	휴젤	한미사이언스	동아에스티	휴온스
12	대웅제약	동아쏘시오홀딩스	녹십자	서흥
13	메지온	JW홀딩스	서흥	보령제약
14	녹십자	종근당홀딩스	메디톡스	유나이티드제약
15	제넥신	제일약품	대웅제약	한미약품
16	젬백스	제일파마홀딩스	휴온스	대한약품
17	셀트리온제약	동아에스티	광동제약	씨젠
18	신라젠	삼성바이오로직스	녹십자홀딩스	대원제약
19	영진약품	일동제약	보령제약	휴온스글로벌
20	에이비엘바이오	JW중외제약	유나이티드제약	녹십자셀
21	녹십자홀딩스	차바이오텍	대한약품	광동제약
22	종근당	보령제약	대원제약	JW생명과학
23	동아에스티	코스맥스비티아이	JW생명과학	동아에스티
24	코미팜	한독	환인제약	케어젠
25	알테오젠	동국제약	일양약품	환인제약
26	부광약품	서흥	일동제약	파마리서치프로덕트
27	케어젠	휴온스글로벌	한독	에이치엘사이언스
28	씨젠	휴온스	케어젠	녹십자
29	동국제약	일양약품	씨젠	한미사이언스
30	차바이오텍	대원제약	삼천당제약	한독

주1: 매출액/영업이익/당기순이익 기준은 지난 네 분기(4Q18~3Q19)의 합산치

주2: 상장 시점이 1년이 지나지 않아서 지난 네 분기별 매출액/영업이익/당기순이익 수치가 없는 기업의 경우는 배제

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

시가총액과 실적(매출액 / 영업이익 / 당기순이익)의 괴리

[표1]은 지난 1년간 KOSPI, KOSDAQ에 상장되어 있는 제약/바이오 기업에 대한 시가총액 순위와 실적(외형과 수익성)에 대한 비교이다. 일반적인 기업의 경우 중장기적인 시가총액의 방향성은 실적과 비례하는 모습일 보인다. 하지만 제약/바이오 섹터의 특성 상, 특히 국내에 상장되어 있는 관련 기업들에 대한 시장의 평가는 현재의 실적보다 미래의 파이프라인 가치에 더 큰 무게 중심을 두고 있다.

실제로 시가총액에 대한 지난 1년간의 퍼포먼스와 실적(외형과 수익성)을 비교해보면 바이오텍 회사에서 그러한 성향이 역시 두드러지게 나타나고 있다는 점을 확인할 수 있었다. 참고로 실적에 대한 기준은 아직 대다수의 기업이 2019년 4분기 실적을 발표하지 않은 점을 고려하여 직전 4개 분기(4Q18~3Q19) 실적의 합산을 적용한 것이다.

Implication

바이오텍 회사들의 특성 상 미국 시장에서도 시총과 실적이 동행하는 모습은 찾기 어렵다. 단, 시가총액 퍼포먼스와 실적 퍼포먼스를 비교하는 것은 다음과 같은 경우에는 투자 여부를 고민하는데 있어서 유용하게 사용될 수 있다고 판단하고 있다.

실적이 상위권에 있는 기업이 현재 시장에서 어느 정도의 평가를 받고 있는가를 역으로 찾아보는 방식이다. 이는 향후 투자 대상을 찾는 아이디어를 제공해 줄 수 있다. 대표적인 케이스가 (주) 대웅의 경우이다. (주)대웅은 외형(매출액)과 수익성(영업이익, 지배당기순이익) 측면에서 국내 제약/바이오 기업들 중 상위 Top 10에 있음에도 불구하고, 시가총액은 Top 30 밖에 위치하고 있다.

물론 이러한 방식으로 Sorting 한 기업이 모두 저평가되어 있다는 말은 아니다. R&D를 하지 않아서 수익성이 좋을 수도 있기 때문이다. 또한 실적의 기준을 Forward 기준이 아닌 Trailing 기준으로 삼고 있기 때문에 향후 실적에 대한 우려를 반영하지 못할 수도 있다. 단, 분기별로 이러한 추세가 이어지는(실적 순위와 시가총액 순위의 차이가 많이 벌어져 있는) 기업에 대해서는 업황에 대한 업데이트가 필요할 것으로 판단된다.

지난 4개 분기 국내 제약/바이오 외형 Performace

표2 국내 제약/바이오 기업 매출액 기준 Top 30

티커	기업	Mkt Cap	YoY	연간 Sales	연간 OP	연간 NI	P/B	ROE	P/E
A005250	녹십자홀딩스	9,570	-16.1%	15,456	384	-38	1.2		
A000100	유한양행	29,323	2.9%	15,008	117	442	1.8	2.7%	66.3
A006280	녹십자	14,316	-9.3%	13,628	520	174	1.3	1.6%	82.2
A003090	대웅	7,151	-32.8%	13,395	1,061	418	1.2	6.8%	17.1
A009290	광동제약	3,428	-8.3%	12,157	419	223	0.8	5.3%	15.4
A128940	한미약품	34,198	-32.7%	11,045	899	298	4.7	4.1%	114.7
A069620	대웅제약	16,047	-27.1%	10,982	450	-80	3.1		
A185750	종근당	9,769	-8.0%	10,464	721	513	2.1	11.2%	19.0
A068270	셀트리온	224,591	-10.9%	9,883	3,079	2,465	8.3	9.1%	91.1
A091990	셀트리온헬스케어	79,017	-15.4%	9,760	-290	-420	4.8		
A008930	한미사이언스	24,052	-49.9%	7,898	139	164	3.6	2.5%	146.3
A000640	동아쏘시오홀딩스	5,850	-12.2%	7,615	543	-1,649	0.8		
A096760	JW홀딩스	3,755	-16.5%	7,289	165	-179	2.1		
A001630	종근당홀딩스	5,611	85.1%	6,727	864	410	1.2	8.9%	13.7
A271980	제일약품	4,985	-22.0%	6,686	133	43	2.7	2.3%	115.7
A002620	제일파마홀딩스	2,652	-32.4%	6,416	206	85	0.5	1.7%	31.4
A170900	동아에스티	8,528	-5.6%	5,945	524	213	1.4	3.4%	40.0
A207940	삼성바이오로직스	289,141	9.3%	5,665	-37	3,096	7.0	7.5%	93.4
A249420	일동제약	3,797	-12.9%	5,266	264	43	1.4	1.6%	87.4
A001060	JW중외제약	5,699	-30.7%	5,248	-25	-94	2.2		
A085660	차바이오텍	7,610	-27.3%	5,139	-4	521	2.0	13.6%	14.6
A003850	보령제약	6,520	53.8%	4,980	376	330	2.3	11.7%	19.8
A044820	코스맥스비티아이	1,445	-22.8%	4,763	99	66	0.5	2.2%	21.8
A002390	한독	3,283	-8.8%	4,608	241	163	1.0	5.0%	20.1
A086450	동국제약	7,923	56.9%	4,562	604	538	2.3	15.5%	14.7
A008490	서흥	4,188	41.7%	4,415	476	348	1.4	11.8%	12.0
A084110	휴온스글로벌	3,560	-15.7%	4,253	656	230	1.0	6.2%	15.5
A243070	휴온스	4,734	-12.8%	3,524	427	405	2.6	22.0%	11.7
A007570	일양약품	3,979	-26.7%	3,231	273	7	2.0	0.4%	565.3
A003220	대원제약	3,225	3.0%	3,108	319	251	1.6	12.7%	12.9

주1: 매출액 기준은 지난 네 분기(4Q18~3Q19)의 합산치
 주2: Valuation은 네 분기(4Q18~3Q19)의 합산치를 이용한 Trailing 기준
 주3: 상장 시점이 1년이 지나지 않아서 지난 네 분기별 매출액 수치가 없는 기업의 경우는 배제
 자료: 이베스트투자증권 리서치센터

지난 1년간의 국내 제약/바이오 영업이익 Performace

표3 국내 제약/바이오 기업 영업이익 기준 Top 30

티커	기업	Mkt Cap	YoY	연간 Sales	연간 OP	연간 NI	P/B	ROE	P/E
A068270	셀트리온	224,591	-10.9%	9,883	3,079	2,465	8.3	9.1%	91.1
A003090	대웅	7,151	-32.8%	13,395	1,061	418	1.2	6.8%	17.1
A128940	한미약품	34,198	-32.7%	11,045	899	298	4.7	4.1%	114.7
A001630	종근당홀딩스	5,611	85.1%	6,727	864	410	1.2	8.9%	13.7
A185750	종근당	9,769	-8.0%	10,464	721	513	2.1	11.2%	19.0
A145020	휴젤	18,385	22.0%	2,094	667	480	2.6	6.8%	38.3
A084110	휴온스글로벌	3,560	-15.7%	4,253	656	230	1.0	6.2%	15.5
A086450	동국제약	7,923	56.9%	4,562	604	538	2.3	15.5%	14.7
A005500	삼진제약	3,364	-35.5%	2,471	562	10	1.6	0.5%	328.2
A000640	동아쏘시오홀딩스	5,850	-12.2%	7,615	543	-1,649	0.8		
A170900	동아에스티	8,528	-5.6%	5,945	524	213	1.4	3.4%	40.0
A006280	녹십자	14,316	-9.3%	13,628	520	174	1.3	1.6%	82.2
A008490	서흥	4,188	41.7%	4,415	476	348	1.4	11.8%	12.0
A086900	메디투스	20,161	-40.0%	1,911	462	425	7.6	16.1%	47.4
A069620	대웅제약	16,047	-27.1%	10,982	450	-80	3.1		
A243070	휴온스	4,734	-12.8%	3,524	427	405	2.6	22.0%	11.7
A009290	광동제약	3,428	-8.3%	12,157	419	223	0.8	5.3%	15.4
A005250	녹십자홀딩스	9,570	-16.1%	15,456	384	-38	1.2		
A003850	보령제약	6,520	53.8%	4,980	376	330	2.3	11.7%	19.8
A033270	유나이티드제약	2,849	-22.4%	2,230	351	327	1.1	13.1%	8.7
A023910	대한약품	1,917	-18.1%	1,652	347	274	1.2	17.2%	7.0
A003220	대원제약	3,225	3.0%	3,108	319	251	1.6	12.7%	12.9
A234080	JW생명과학	3,064	-10.8%	1,648	292	214	2.6	18.1%	14.3
A016580	환인제약	2,920	-14.9%	1,575	277	196	1.1	7.3%	14.9
A007570	일양약품	3,979	-26.7%	3,231	273	7	2.0	0.4%	565.3
A249420	일동제약	3,797	-12.9%	5,266	264	43	1.4	1.6%	87.4
A002390	한독	3,283	-8.8%	4,608	241	163	1.0	5.0%	20.1
A214370	케어젠	8,218	7.7%	544	236	205	3.4	8.5%	40.2
A096530	씨젠	8,146	73.0%	1,196	236	274	5.6	18.7%	29.8
A000250	삼천당제약	7,129	-13.3%	1,803	222	115	4.5	7.2%	62.0

주1: 영업이익 기준은 지난 네 분기(4Q18~3Q19)의 합산치

주2: Valuation은 네 분기(4Q18~3Q19)의 합산치를 이용한 Trailing 기준

주3: 상장 시점이 1년이 지나지 않아서 지난 네 분기별 영업이익 수치가 없는 기업의 경우는 배제

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

지난 1년간의 국내 제약/바이오 당기순이익(지배) Performace

표4 국내 제약/바이오 기업 지배주주당기순이익 기준 Top 30

티커	기업	Mkt Cap	YoY	연간 Sales	연간 OP	연간 NI	P/B	ROE	P/E
A207940	삼성바이오로지스	289,141	9.3%	5,665	-37	3,096	7.0	7.5%	93.4
A068270	셀트리온	224,591	-10.9%	9,883	3,079	2,465	8.3	9.1%	91.1
A086450	동국제약	7,923	56.9%	4,562	604	538	2.3	15.5%	14.7
A085660	차바이오텍	7,610	-27.3%	5,139	-4	521	2.0	13.6%	14.6
A185750	종근당	9,769	-8.0%	10,464	721	513	2.1	11.2%	19.0
A145020	휴젤	18,385	22.0%	2,094	667	480	2.6	6.8%	38.3
A000100	유한양행	29,323	2.9%	15,008	117	442	1.8	2.7%	66.3
A086900	메디투스	20,161	-40.0%	1,911	462	425	7.6	16.1%	47.4
A003090	대웅	7,151	-32.8%	13,395	1,061	418	1.2	6.8%	17.1
A001630	종근당홀딩스	5,611	85.1%	6,727	864	410	1.2	8.9%	13.7
A243070	휴온스	4,734	-12.8%	3,524	427	405	2.6	22.0%	11.7
A008490	서흥	4,188	41.7%	4,415	476	348	1.4	11.8%	12.0
A003850	보령제약	6,520	53.8%	4,980	376	330	2.3	11.7%	19.8
A033270	유나이티드제약	2,849	-22.4%	2,230	351	327	1.1	13.1%	8.7
A128940	한미약품	34,198	-32.7%	11,045	899	298	4.7	4.1%	114.7
A023910	대한약품	1,917	-18.1%	1,652	347	274	1.2	17.2%	7.0
A096530	씨젠	8,146	73.0%	1,196	236	274	5.6	18.7%	29.8
A003220	대원제약	3,225	3.0%	3,108	319	251	1.6	12.7%	12.9
A084110	휴온스글로벌	3,560	-15.7%	4,253	656	230	1.0	6.2%	15.5
A031390	녹십자셀	5,104	-10.9%	374	70	223	6.4	28.1%	22.9
A009290	광동제약	3,428	-8.3%	12,157	419	223	0.8	5.3%	15.4
A234080	JW생명과학	3,064	-10.8%	1,648	292	214	2.6	18.1%	14.3
A170900	동아에스티	8,528	-5.6%	5,945	524	213	1.4	3.4%	40.0
A214370	케어젠	8,218	7.7%	544	236	205	3.4	8.5%	40.2
A016580	환인제약	2,920	-14.9%	1,575	277	196	1.1	7.3%	14.9
A214450	파마리서치프로덕트	3,765	20.9%	774	137	191	1.8	9.3%	19.8
A239610	에이치엘사이언스	2,643	27.5%	1,146	219	185	3.4	24.0%	14.3
A006280	녹십자	14,316	-9.3%	13,628	520	174	1.3	1.6%	82.2
A008930	한미사이언스	24,052	-49.9%	7,898	139	164	3.6	2.5%	146.3
A002390	한독	3,283	-8.8%	4,608	241	163	1.0	5.0%	20.1

주1: 영업이익 기준은 지난 네 분기(4Q18~3Q19)의 합산치

주2: Valuation은 네 분기(4Q18~3Q19)의 합산치를 이용한 Trailing 기준

주3: 상장 시점이 1년이 지나지 않아서 지난 네 분기별 영업이익의 수치가 없는 기업의 경우는 배제

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Part II

eBEST 제약/바이오 Universe

Universe 업데이트 및 View 변화

이번 섹션에서는 당사가 커버하고 있는 제약/바이오 종목에 대한 업데이트와 View 변화에 대해 정리하고 있습니다.

eBEST 제약/바이오 Universe

표5 Universe 체크포인트 요약

기업코드	기업명	주요 변수 및 체크포인트
A068270	셀트리온	<ul style="list-style-type: none"> ● 주요 변수: 램시마SC 유럽 판매 추이, 트룩시마 미국 M/S 추이 ● 체크 포인트: Roche의 리튬산에 대한 리베이트 정책(리베이트율에 대한)
A000100	유한양행	<ul style="list-style-type: none"> ● 주요 변수: Janssen의 Lazertinib과 EGFR/c-Met 이중항체와의 병용 관련 임상 결과가 1차 평가변수 목표를 충족할 경우 ● 체크 포인트: Cash Cow 역할을 하고 있는 만성질환 계열 ETC 제품에 대한 정부의 약가 정책 변화 가능성
A128940	한미약품	<ul style="list-style-type: none"> ● 주요 변수: Poziotinib의 Cohort 2(이전 치료를 받은 HER2 삽입 변이를 가진 NSCLC 환자)에 대한 임상 결과 ● 체크 포인트: Cash Cow 역할을 하고 있는 만성질환 계열 ETC 제품에 대한 정부의 약가 정책 변화 가능성
A185750	종근당	<ul style="list-style-type: none"> ● 주요 변수: CKD-506에 대한 유럽 임상2상 결과(6월초) ● 체크 포인트: Cash Cow 역할을 하고 있는 만성질환 계열 ETC 제품에 대한 정부의 약가 정책 변화 가능성
A003850	보령제약	<ul style="list-style-type: none"> ● 주요 변수: 예산공장 가동률 정상화 -> 고정비 커버에 따른 영업레버리지 효과 가능성 ● 체크 포인트: 카나브, 스토가의 매출 성장세가 어느 시점까지 지속 가능할지 여부
A003220	대원제약	<ul style="list-style-type: none"> ● 주요 변수: 예산공장 가동률 정상화 -> 고정비 커버에 따른 영업레버리지 효과 가능성 ● 체크 포인트: 카나브, 스토가의 매출 성장세가 어느 시점까지 지속 가능할지 여부
A293480	하나제약	<ul style="list-style-type: none"> ● 주요 변수: 하길 신공장 가동률 추이 -> 레미마졸람 동남아 진출 및 일본향 매출 시점 ● 체크 포인트: 제네릭에 대한 정부의 약가 인하
A033270	유나이티드제약	<ul style="list-style-type: none"> ● 주요 변수: 하길 신공장 가동률 추이 -> 레미마졸람 동남아 진출 및 일본향 매출 시점 ● 체크 포인트: 제네릭에 대한 정부의 약가 인하

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표6 Universe View 변화

기업코드	기업명	View 변화
n/a	n/a	n/a

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표7 실적전망 (단위: 억원)

기업코드	기업명	매출액			영업이익			지배주주순이익		
		2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
A068270	셀트리온	9,821	11,633	14,071	3,387	4,104	5,280	2,618	3,136	4,294
A000100	유한양행	15,188	15,111	15,750	501	158	707	575	547	929
A128940	한미약품	10,160	11,371	12,557	836	982	1,084	249	436	514
A185750	종근당	9,562	10,549	11,773	757	726	768	424	492	458
A003850	보령제약	4,604	5,191	5,736	205	372	355	203	309	271
A003220	대원제약	2,867	3,151	3,486	307	338	371	237	257	274
A293480	하나제약	1,528	1,672	1,805	336	336	353	262	277	292
A033270	유나이티드제약	2,119	2,259	2,457	378	337	373	317	317	312

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표8 2019년 Coverage 기업 주요 Valuation 및 투자 지표

기업코드	기업명	투자 의견	시가총액 (십억원)	종가 (원)	2019년 증가율 (% YoY)			수익성(%)		Valuation (X)		
					매출액	영업 이익	순이익	영업 이익률	ROE	PER	PBR	EV/ EBITDA
A068270	셀트리온	Buy	23,774.2	176,500	18.5	21.2	19.8	35.3	11.1	75.8	8.5	42.6
A000100	유한양행	Buy	3,124.4	230,000	-0.5	-68.5	-4.9	1.0	3.3	57.1	1.9	38.6
A128940	한미약품	Buy	3,547.0	299,500	11.9	17.5	75.1	8.6	5.9	81.4	4.8	29.0
A185750	종근당	Buy	1,054.8	96,900	10.3	-4.1	16.0	6.9	10.5	21.4	2.3	11.4
A003850	보령제약	Buy	656.4	14,850	12.7	81.5	52.2	7.2	10.9	21.2	2.3	13.8
A003220	대원제약	Buy	320.5	16,300	9.9	10.1	8.4	10.7	12.6	12.5	1.6	7.8
A293480	하나제약	Buy	366.1	22,600	9.4	0.0	5.7	20.1	12.1	13.2	1.6	5.7
A033270	유나이티드제약	Buy	285.7	17,600	6.6	-10.8	0.0	14.9	12.4	9.0	1.1	6.3

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

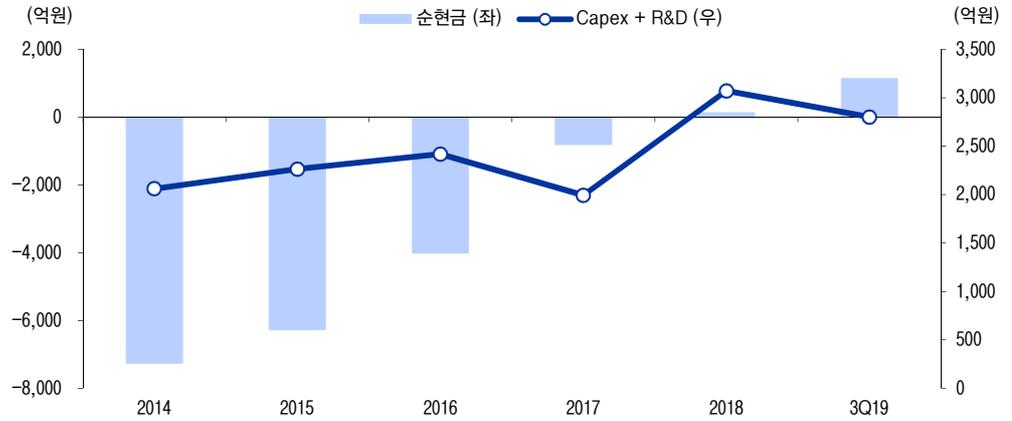
표9 2020년 Coverage 기업 주요 Valuation 및 투자 지표

기업코드	기업명	투자 의견	2020년 증가율 (% YoY)			수익성(%)		Valuation (X)		
			매출액	영업이익	순이익	영업이익률	ROE	PER	PBR	EV/ EBITDA
A068270	셀트리온	Buy	21.0	28.7	36.9	37.5	13.2	55.4	7.3	35.2
A000100	유한양행	Buy	4.2	347.5	69.8	4.5	5.4	33.6	1.8	22.1
A128940	한미약품	Buy	10.4	10.4	17.9	8.6	6.6	69.0	4.6	26.9
A185750	종근당	Buy	11.6	5.8	-6.9	6.5	9.1	23.0	2.1	10.8
A003850	보령제약	Buy	10.5	-4.6	-12.3	6.2	8.8	24.2	2.1	12.6
A003220	대원제약	Buy	10.6	9.8	6.6	10.6	12.1	11.7	1.4	6.9
A293480	하나제약	Buy	8.0	5.1	5.4	19.6	11.6	12.5	1.5	5.6
A033270	유나이티드제약	Buy	8.8	10.7	-1.6	15.2	11.1	9.2	1.0	5.3

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

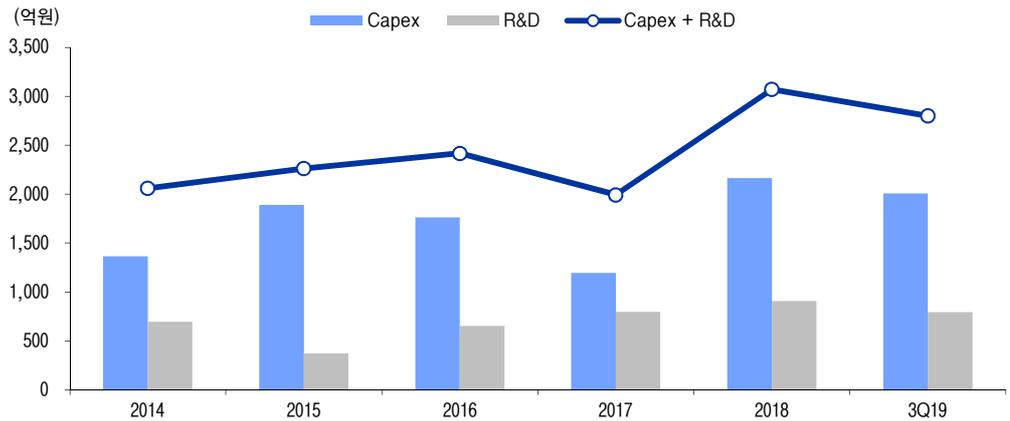
셀트리온(068270)

그림1 셀트리온의 순현금 추이 vs 'Capex + R&D' 추이



주: 순현금 (단기금융자산+현금성)-(단기사채+단기차입금+유동성장기부채)-(사채+장기차입금) / R&D 중 무형자산화된 금액은 제외

그림2 Capex 와 R&D 추이



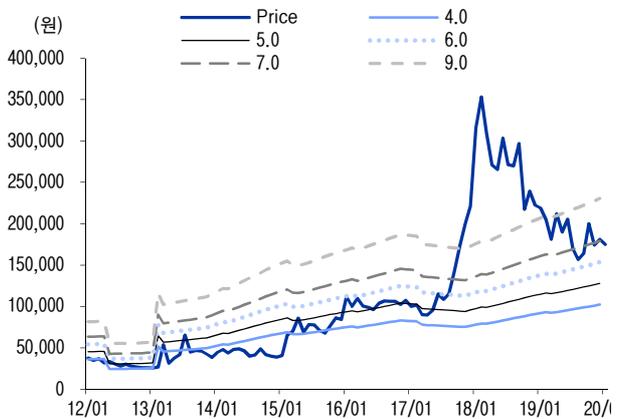
주: 순현금 (단기금융자산+현금성)-(단기사채+단기차입금+유동성장기부채)-(사채+장기차입금) / R&D 중 무형자산화된 금액은 제외

그림3 셀트리온 수익성: 영업이익 + R&D



주: R&D 중 무형자산화된 금액은 제외

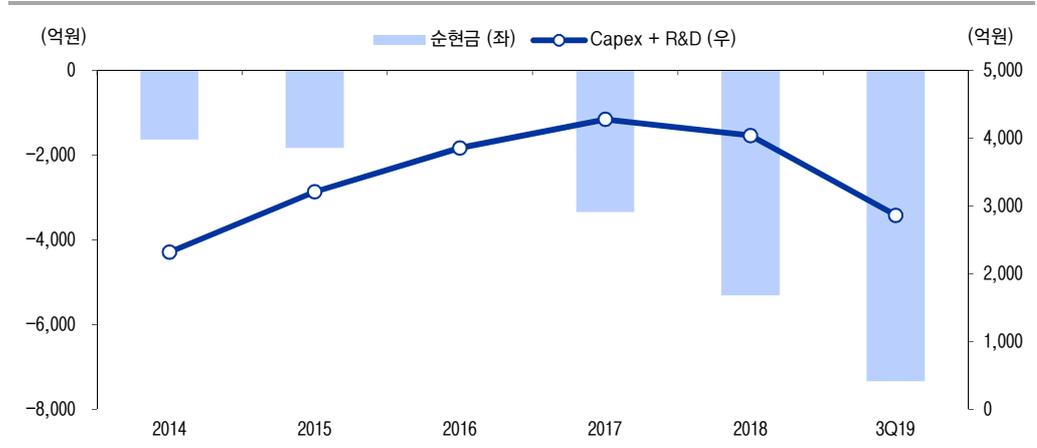
그림4 셀트리온 12m fwd P/B



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

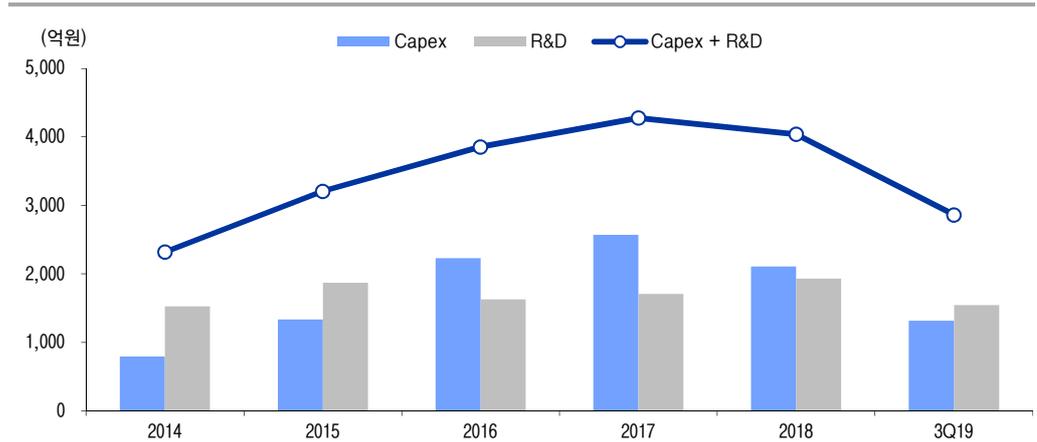
한미약품(128940)

그림5 한미약품의 순현금 추이 vs 'Capex + R&D' 추이



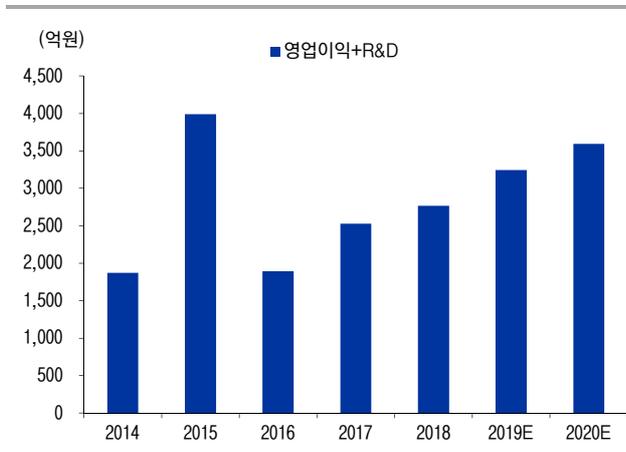
주: 순현금 (단기금융자산+현금성)-(단기사채+단기차입금+유동성장기부채)-(사채+장기차입금) / R&D 중 무형자산화된 금액은 제외

그림6 Capex 와 R&D 추이



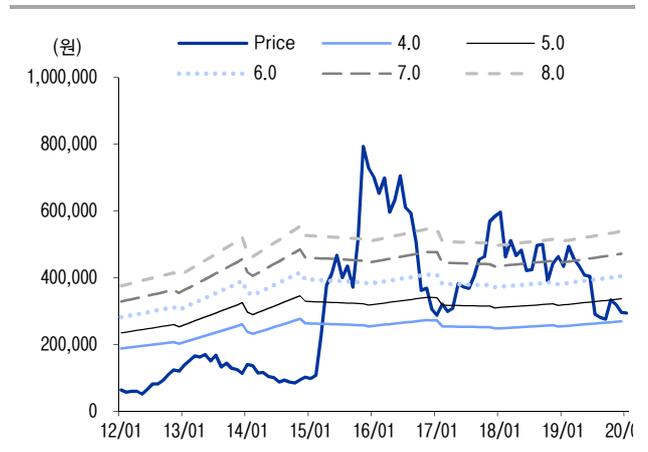
주: 순현금 (단기금융자산+현금성)-(단기사채+단기차입금+유동성장기부채)-(사채+장기차입금) / R&D 중 무형자산화된 금액은 제외

그림7 한미약품 수익성: 영업이익 + R&D



주: R&D 중 무형자산화된 금액은 제외

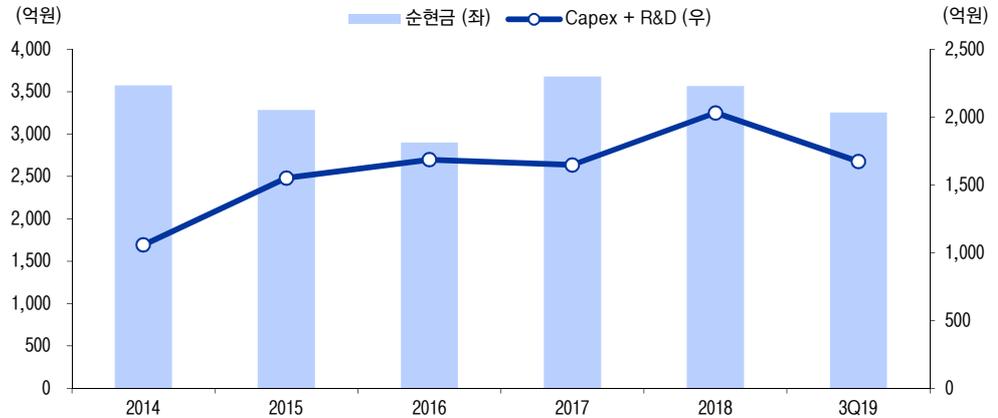
그림8 한미약품 12m fwd P/B



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

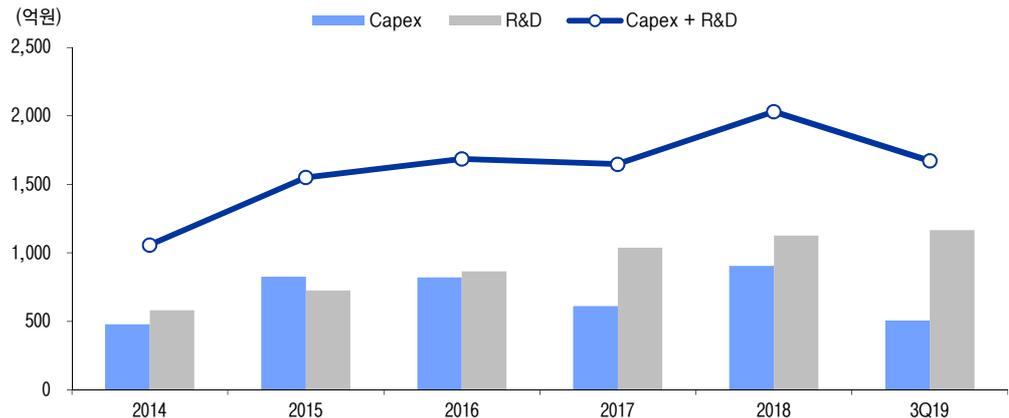
유한양행 (000100)

그림9 유한양행의 순현금 추이 vs 'Capex + R&D' 추이



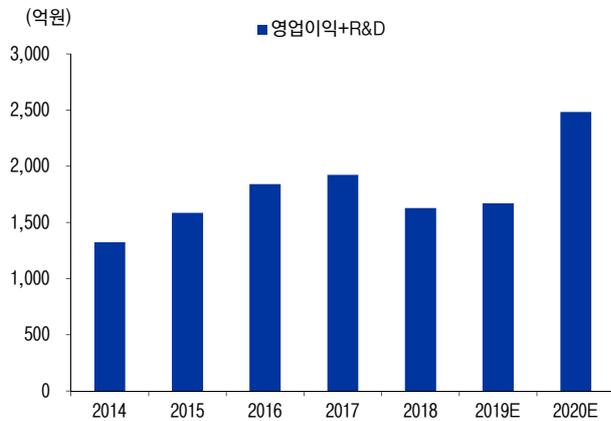
주: 순현금 (단기금융자산+현금성)-(단기사채+단기차입금+유동성장기부채)-(사채+장기차입금) / R&D 중 무형자산화된 금액은 제외

그림10 Capex 와 R&D 추이



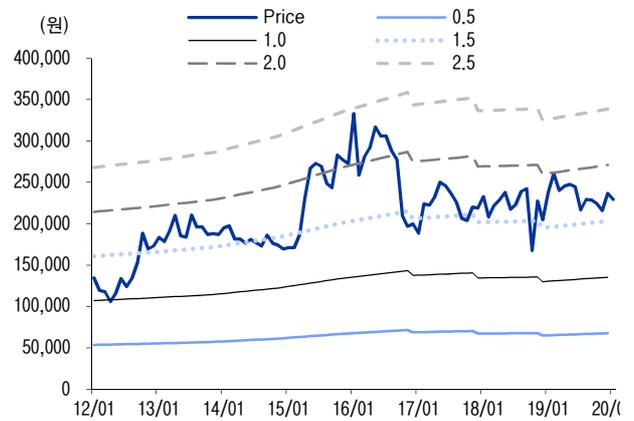
주: 순현금 (단기금융자산+현금성)-(단기사채+단기차입금+유동성장기부채)-(사채+장기차입금) / R&D 중 무형자산화된 금액은 제외

그림11 유한양행 수익성: 영업이익 + R&D



주: R&D 중 무형자산화된 금액은 제외

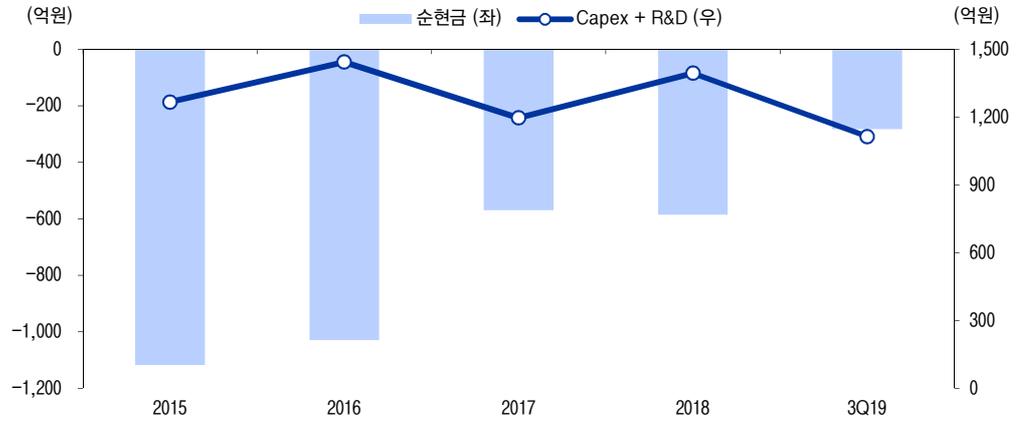
그림12 유한양행 12m fwd P/B



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

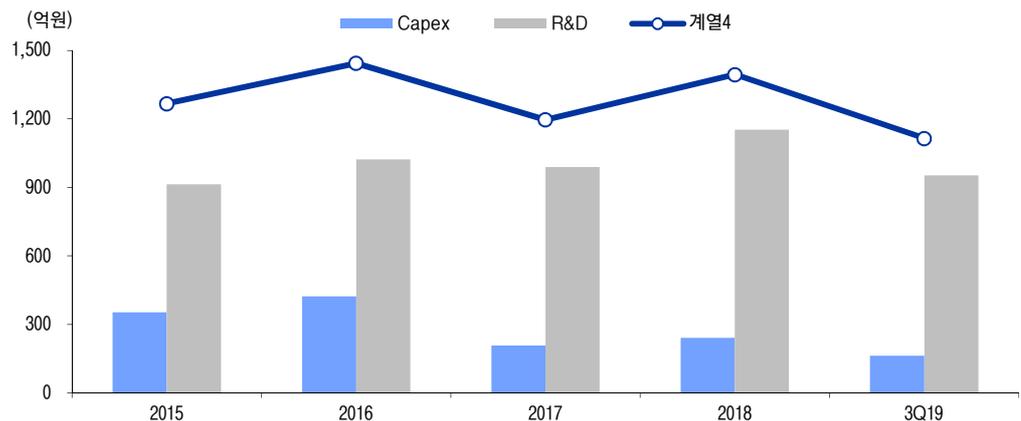
종근당(185750)

그림13 종근당의 순현금 추이 vs 'Capex + R&D' 추이



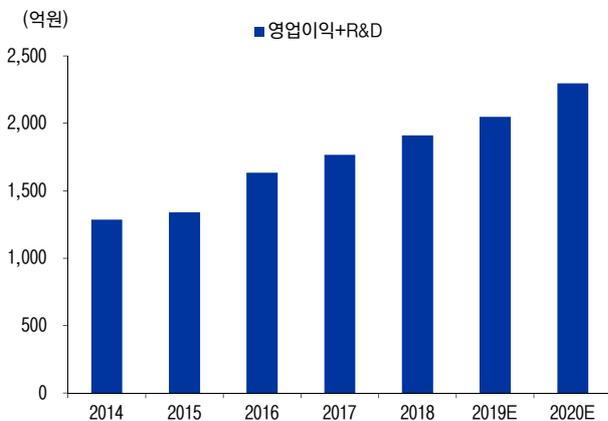
주: 순현금 (단기금융자산+현금성)-(단기사채+단기차입금+유동성장기부채)-(사채+장기차입금) / R&D 중 무형자산화된 금액은 제외

그림14 Capex 와 R&D 추이



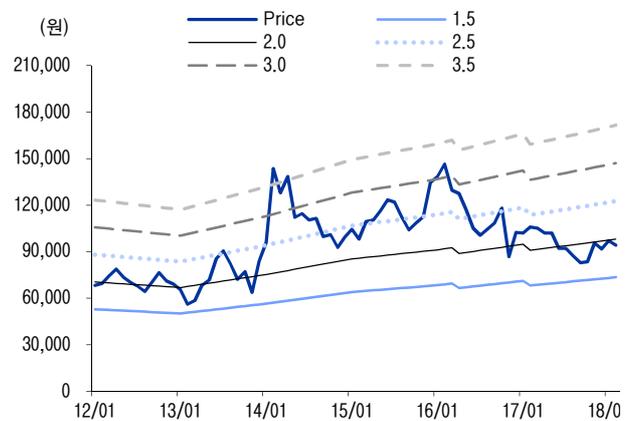
주: 순현금 (단기금융자산+현금성)-(단기사채+단기차입금+유동성장기부채)-(사채+장기차입금) / R&D 중 무형자산화된 금액은 제외

그림15 종근당 수익성: 영업이익 + R&D



주: R&D 중 무형자산화된 금액은 제외

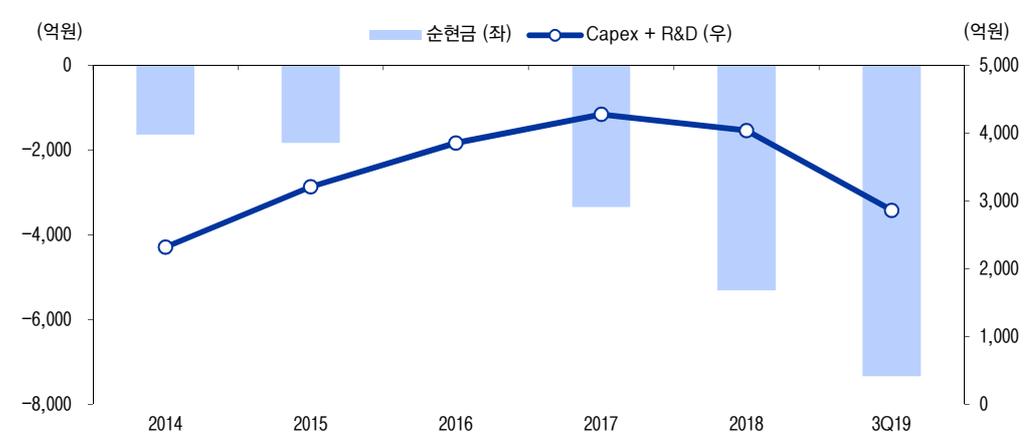
그림16 종근당 12m fwd P/B



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

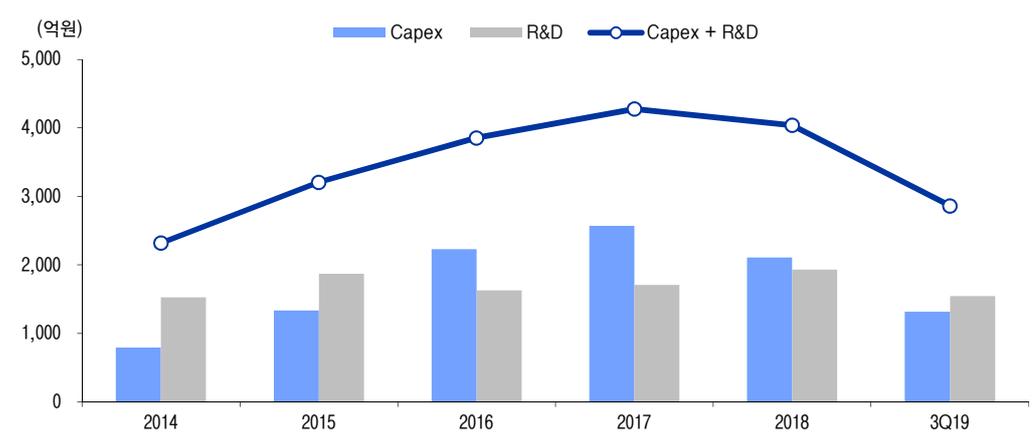
보령제약(003850)

그림17 보령제약의 순현금 추이 vs 'Capex + R&D' 추이



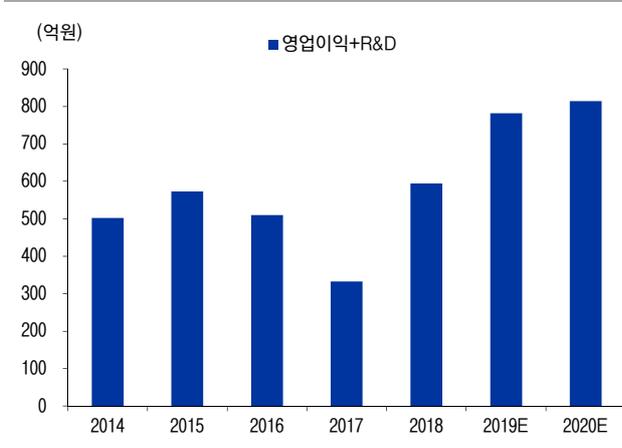
주: 순현금 (단기금융자산+현금성)-(단기사채+단기차입금+유동성장기부채)-(사채+장기차입금) / R&D 중 무형자산화된 금액은 제외

그림18 Capex 와 R&D 추이



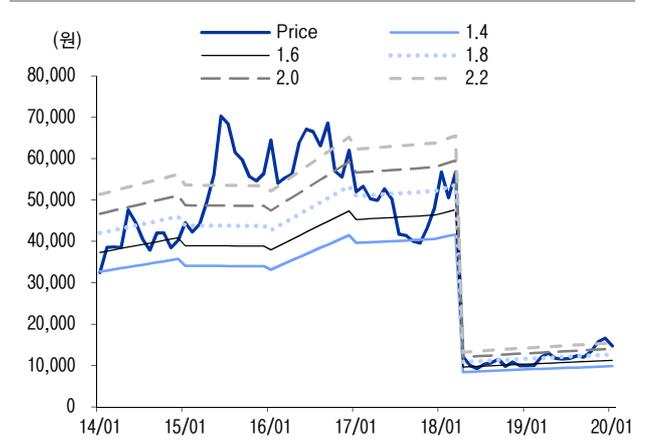
주: 순현금 (단기금융자산+현금성)-(단기사채+단기차입금+유동성장기부채)-(사채+장기차입금) / R&D 중 무형자산화된 금액은 제외

그림19 보령제약 수익성: 영업이익 + R&D



주: R&D 중 무형자산화된 금액은 제외

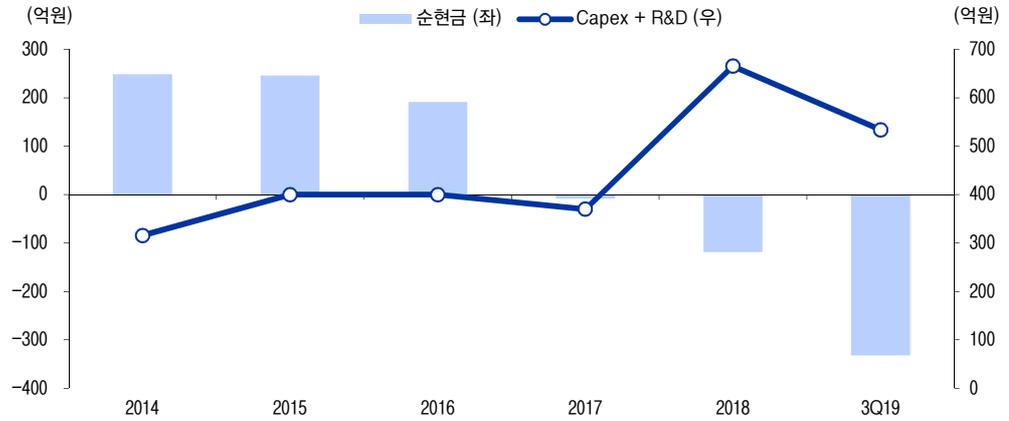
그림20 보령제약 12m fwd P/B



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

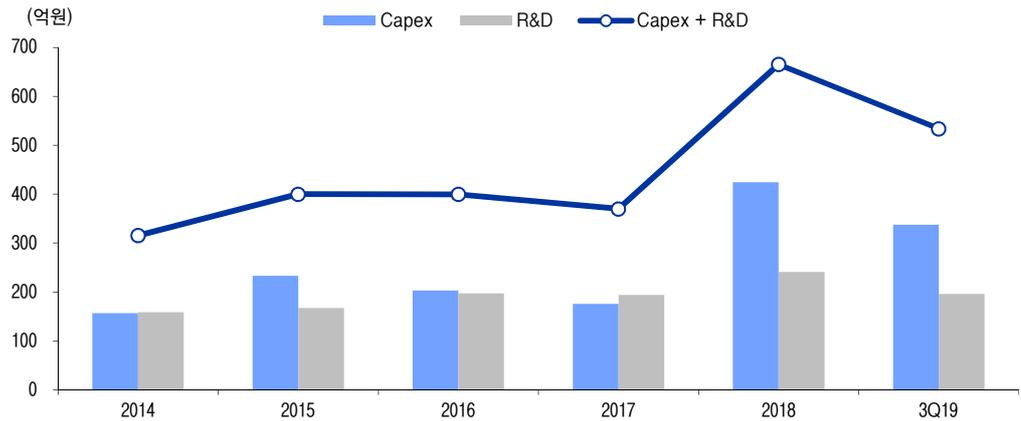
대원제약(003220)

그림21 대원제약의 순현금 추이 vs 'Capex + R&D' 추이



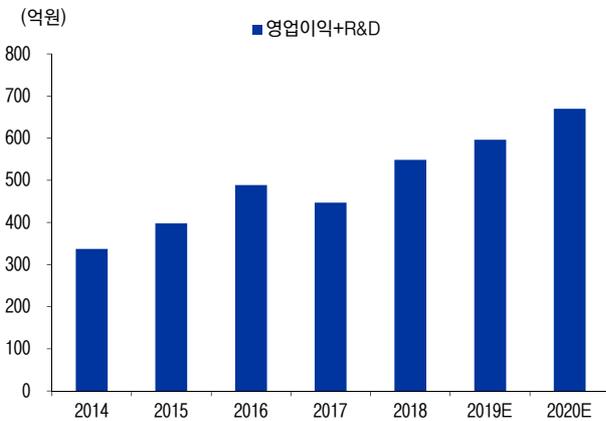
주: 순현금 (단기금융자산+현금성)-(단기사채+단기차입금+유동성장기부채)-(사채+장기차입금) / R&D 중 무형자산화된 금액은 제외

그림22 Capex 와 R&D 추이



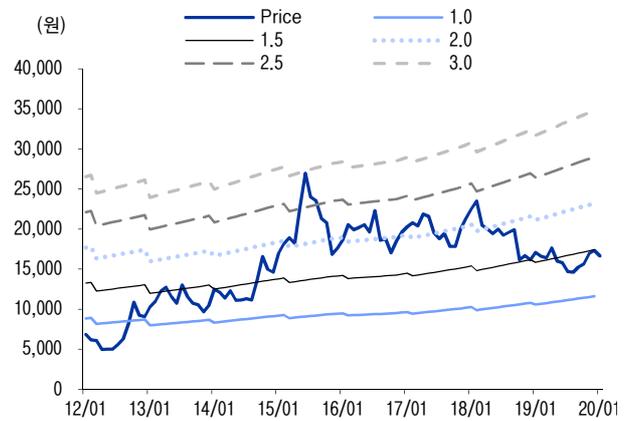
주: 순현금 (단기금융자산+현금성)-(단기사채+단기차입금+유동성장기부채)-(사채+장기차입금) / R&D 중 무형자산화된 금액은 제외

그림23 대원제약 수익성: 영업이익 + R&D



주: R&D 중 무형자산화된 금액은 제외

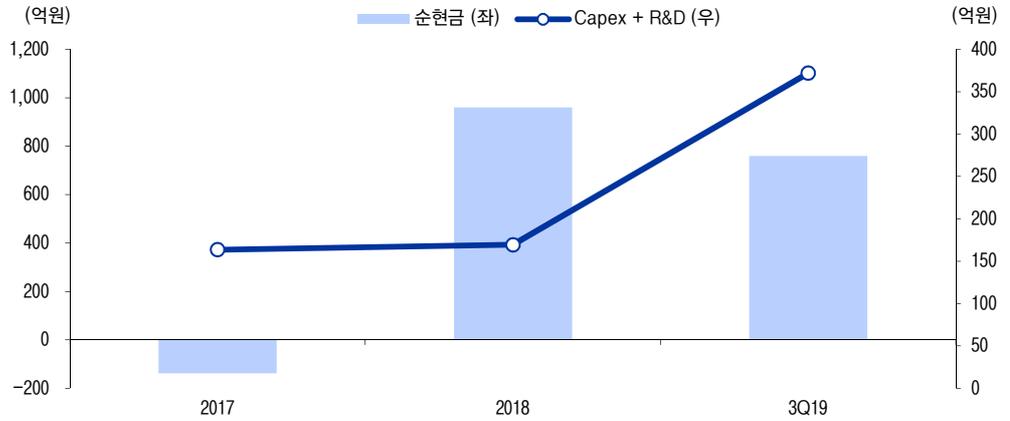
그림24 대원제약 12m fwd P/B



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

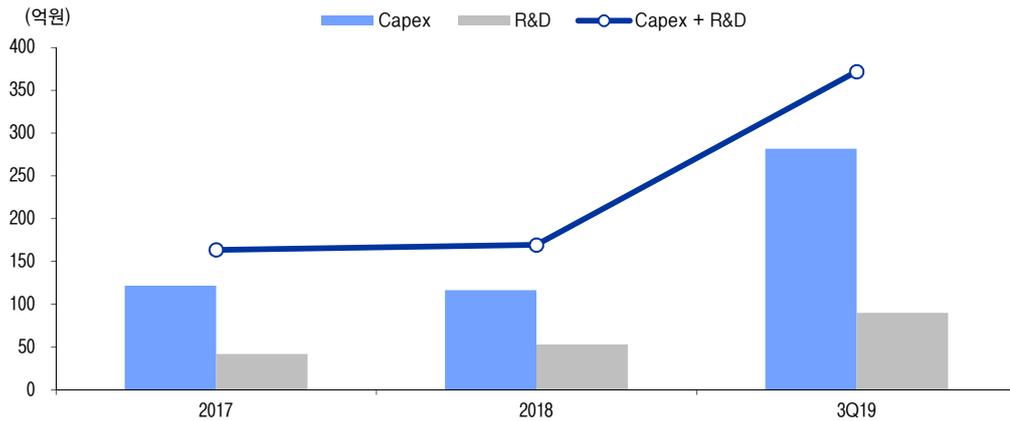
하나제약(0)

그림25 하나제약의 순현금 추이 vs 'Capex + R&D' 추이



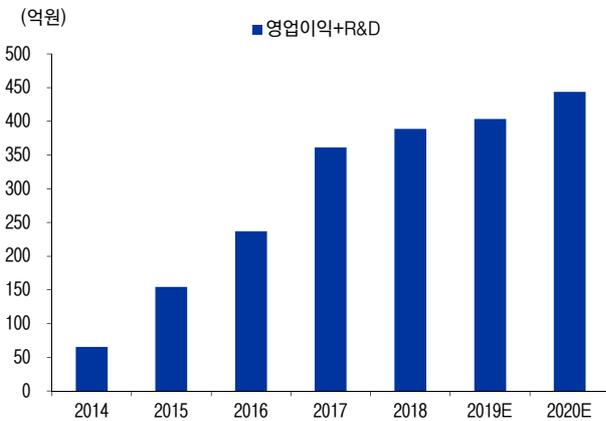
주: 순현금 (단기금융자산+현금성)-(단기사채+단기차입금+유동성장기부채)-(사채+장기차입금) / R&D 중 무형자산화된 금액은 제외

그림26 Capex 와 R&D 추이



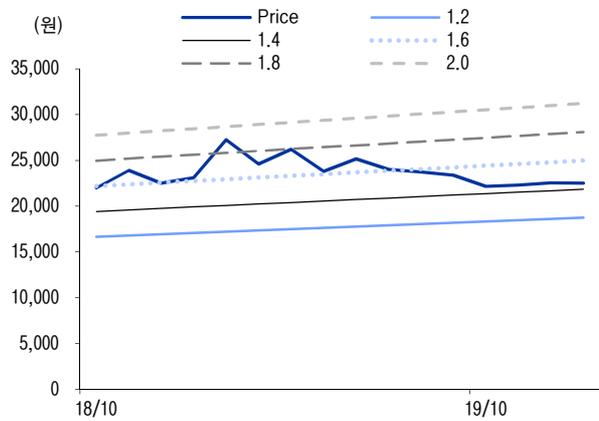
주: 순현금 (단기금융자산+현금성)-(단기사채+단기차입금+유동성장기부채)-(사채+장기차입금) / R&D 중 무형자산화된 금액은 제외

그림27 하나제약 수익성: 영업이익 + R&D



주: R&D 중 무형자산화된 금액은 제외

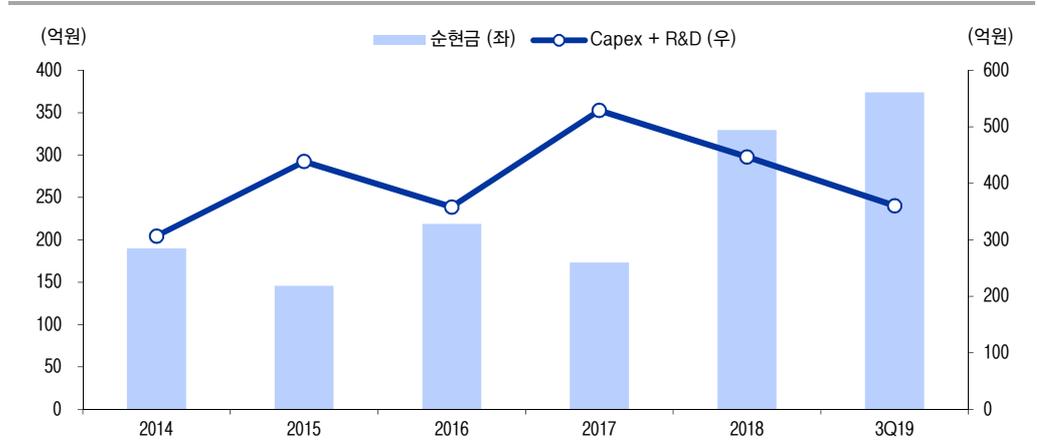
그림28 하나제약 12m fwd P/B



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

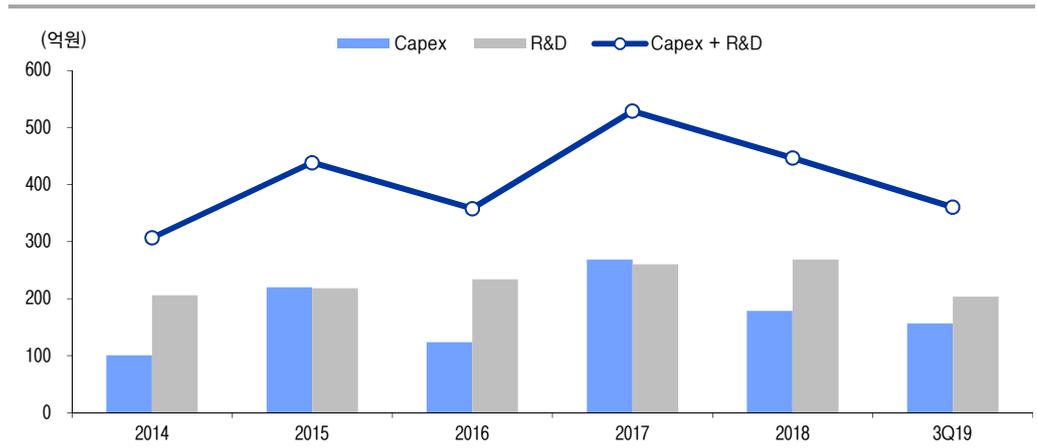
유나이티드제약(033270)

그림29 유나이티드제약의 순현금 추이 vs 'Capex + R&D' 추이



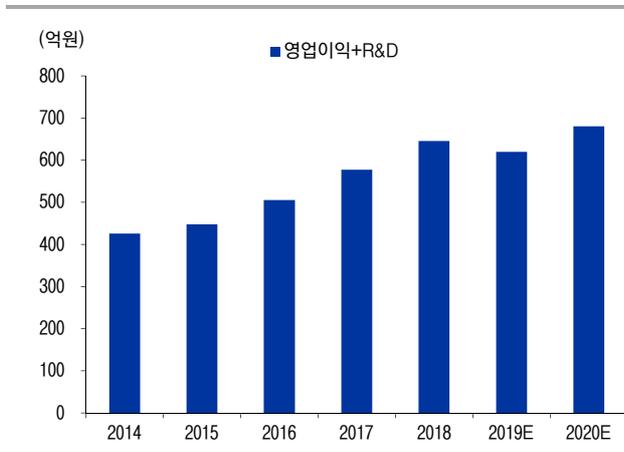
주: 순현금 (단기금융자산+현금성)-(단기사채+단기차입금+유동성장기부채)-(사채+장기차입금) / R&D 중 무형자산화된 금액은 제외

그림30 Capex 와 R&D 추이



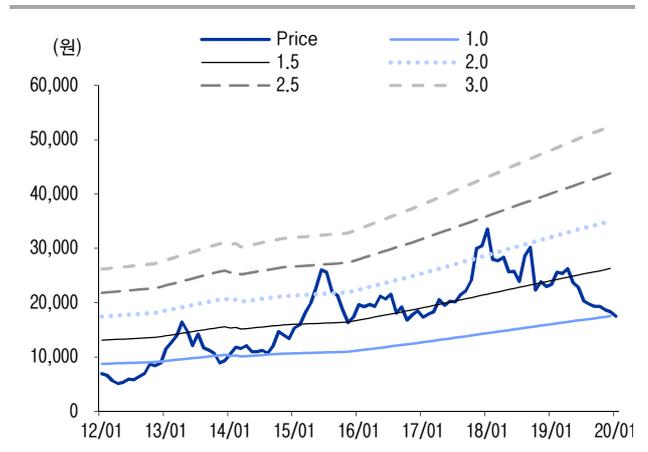
주: 순현금 (단기금융자산+현금성)-(단기사채+단기차입금+유동성장기부채)-(사채+장기차입금) / R&D 중 무형자산화된 금액은 제외

그림31 유나이티드제약 수익성: 영업이익 + R&D



주: R&D 중 무형자산화된 금액은 제외

그림32 유나이티드제약 12m fwd P/B



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Part III

시장 동향 & IPO 기업

시장에 어떤 일이? 신규 상장 종목은 무엇?

이번 섹션에서는 제약/바이오 시장 종목 동향과 신규 상장종목에 대해서 살펴보겠습니다.

변동성이 큰 제약/바이오 시장흐름에 대해 정리해보고,

신규 상장종목에 대한 내용과 그 동안의 주가 흐름을 파악해 제약/바이오 산업 및 기업에 대한 투자판단에 도움이 되시기를 바랍니다.

시장 상황 동향

YTD 제약/바이오 섹터 합산 시총 추이

연초 대비 KOSPI 수익률은 +3.5%이며, 이는 1개월 전 대비 +3.7% 상승한 수치이다. 반면 KOSPI 상장 제약/바이오 섹터의 연초 대비 수익률은 +0.9% 수준이며, 1개월 전 대비 +4.3% 상승한 수치이다.

연초 대비 KOSDAQ 수익률은 +2.6%이며, 이는 1개월 전 대비 +7.2% 상승한 수치이다. 반면 KOSDAQ 상장 제약/바이오 섹터의 연초 대비 수익률은 +0.6% 수준이며, 1개월 전 대비 +7.3% 상승한 수치이다.

그림33 KOSPI 제약/바이오 섹터 vs KOSPI 시총 추이

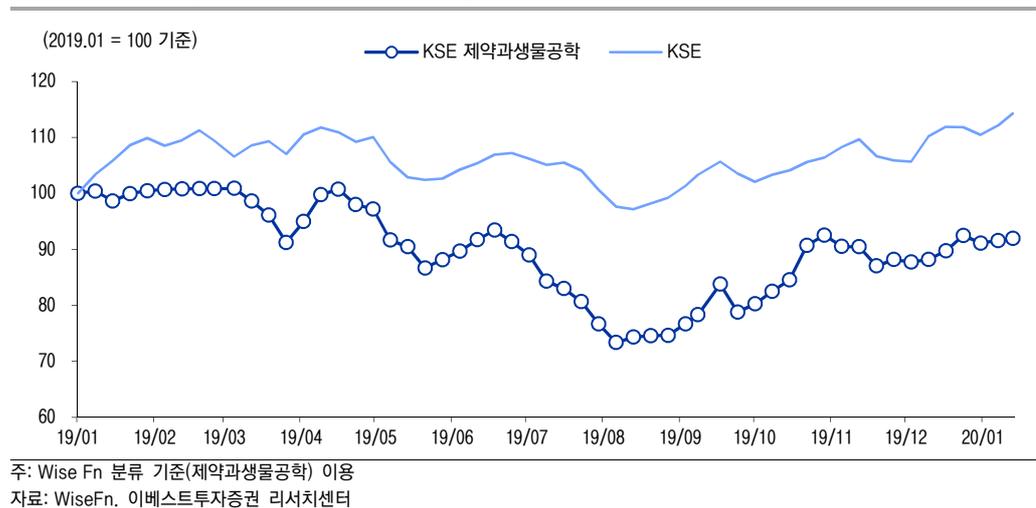
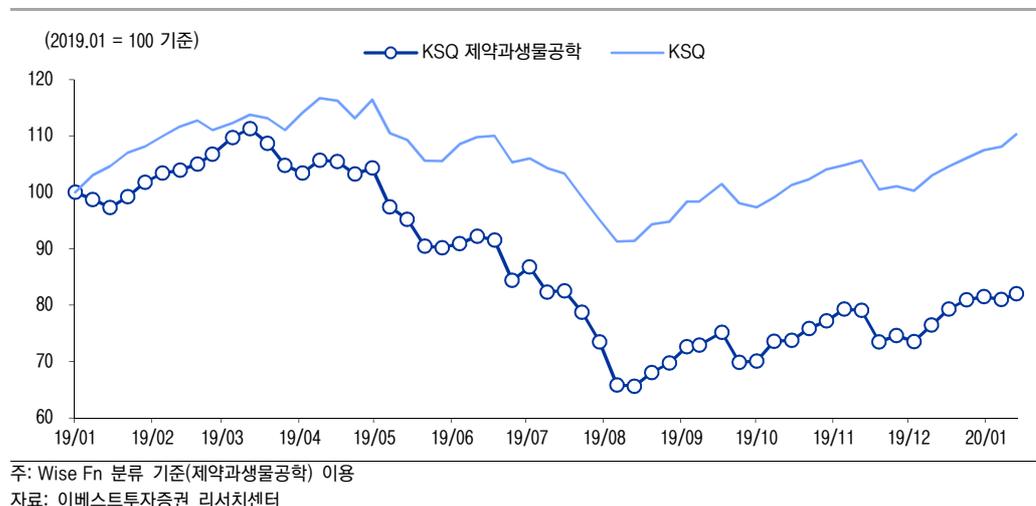


그림34 KOSDAQ 제약/바이오 섹터 vs KOSDAQ 시총 추이

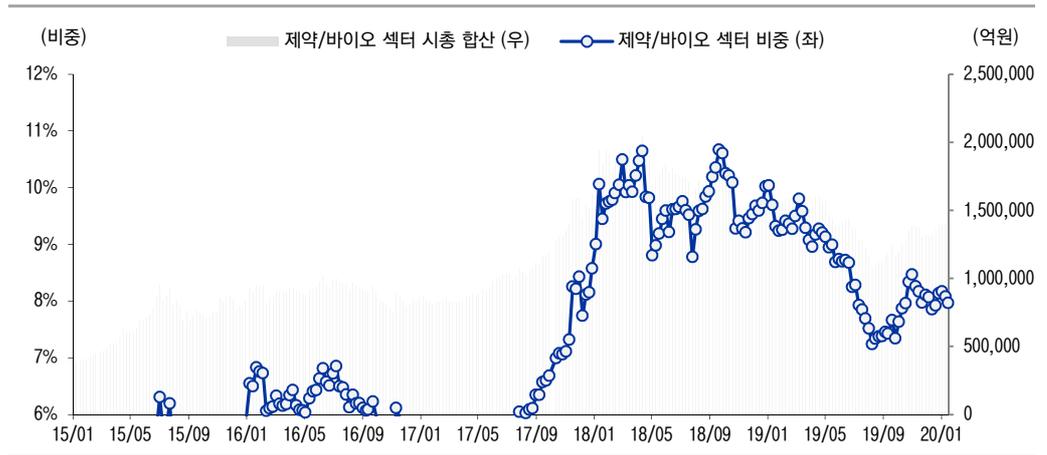


제약/바이오 섹터 비중 추이

1/22 종가 기준 국내 전체 시장(KOSPI + KOSDAQ)과 비교하여 국내 제약/바이오 섹터 비중은 7.92%이며, 시가총액 합산은 140.5조원이다. 참고로 국내 제약/바이오 섹터의 시가총액 합산의 기준으로 사용한 것은 WiseFn 기준 '제약과 생물공학' 분류 기준이다.

2020년으로 접어들어 실적 시즌을 앞두고 대형 제약/바이오 기업들에 대한 특별한 주가 움직임은 찾을 수 없었다. JP모건 헬스케어 컨퍼런스(1/13~1/17)에 대한 시장의 기대감도 2019년 대비 낮아진 상황이었기 때문에 국내 Biotech 기업들에 대한 주가 흐름에도 특별한 이슈는 없어 보인다. 참고로 국내 Biotech 기업들 중에는 섹터 분류가 조선이나 반도체와 장비 등 다른 섹터로 분류되어 있는 점을 감안하여, 해당 기업들에 대해서는 임의적으로 제약/바이오 섹터로 분류하여 전체 섹터 비중 추이를 구하였음을 밝혀둔다.

그림35 제약/바이오 섹터 비중 추이



자료: WiseFn, 이베스트투자증권 리서치센터

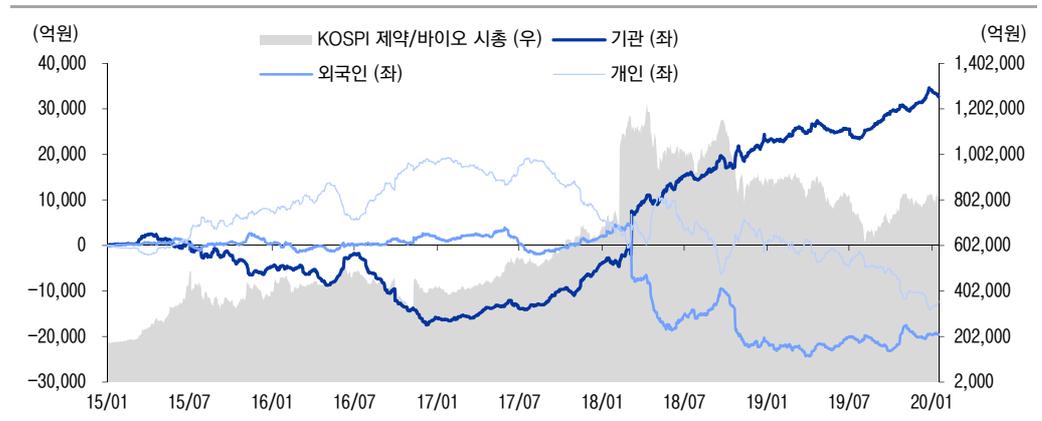
제약/바이오 수급 상황: KOSPI 개인 매수세, KOSDAQ 개인 매수세

그림36 KOSPI 제약/바이오 수급 (2019.12.23~2020.1.22)

주체	수급	누적순매수 ('15~)
기관	-1,065억원	32,399억원
외국인	-208억원	-19,715억원
개인	1,173억원	-11,951억원

자료: Quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림37 KOSPI 제약/바이오 매매 주체별 수급동향



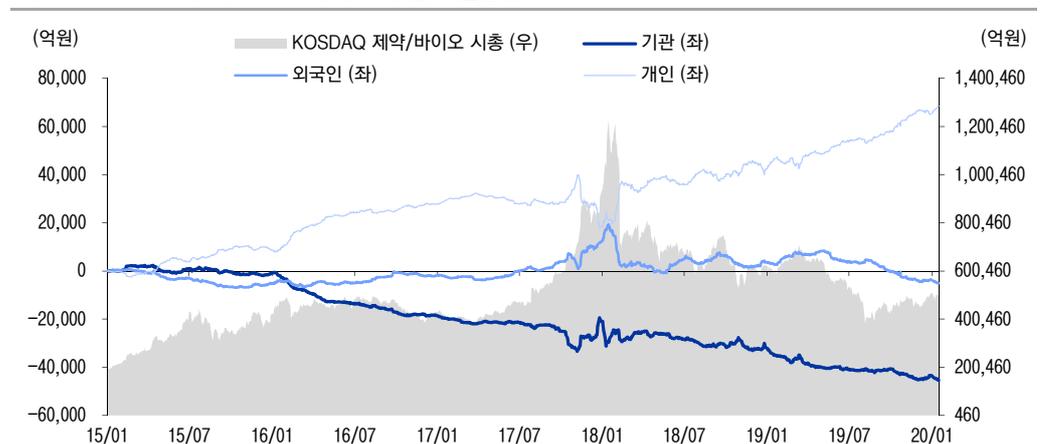
자료: Quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림38 KOSDAQ 제약/바이오 수급 (2019.12.23~2020.1.22)

주체	수급	누적순매수 ('15~)
기관	-936억원	-45,406억원
외국인	-1,861억원	-5,783억원
개인	2,904억원	69,244억원

자료: Quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림39 KOSDAQ 제약/바이오 매매 주체별 수급동향



자료: Quantwise, 이베스트투자증권 리서치센터

1. 월간 제약/바이오 수익률 상위 20

2019년 4분기 실적 발표를 앞둔 상황에서 국내 대형 제약/바이오 기업에 대한 특별한 움직임은 찾을 수 없었다. 단, 셀트리온제약(068760)의 경우 지난 1/16(목) 급등하는 모습을 보였는데, 이는 JP모건 헬스케어 컨퍼런스에서 서정진 회장이 셀트리온, 셀트리온헬스케어, 셀트리온제약에 대한 합병 가능성을 언급했기 때문이다. 하지만 1/17(금) 거래서 조희공시에 대한 셀트리온 측의 공식적인 답변은 '셀트리온 및 계열회사 주주들의 찬성 비율이 높다는 전제 하에 합병에 대한 내부검토를 진행 중이나, 아직 합병에 대한 방법, 시기 등 구체적으로 결정된 사항은 없다'이다.

이외에 메디톡스(086900), 코스맥스비티아이(044820) 등 미용/화장품 관련 기업에 대한 주가가 MoM 기준 15%대의 높은 상승률을 보이고 있다. 이는 우리나라와 중국의 관계 개선에 따른 기대감이 주가에 반영된 것으로 보이며, 아직 실적으로 확인할 수 있는 펀더멘털 요인은 아니다.

표10 MoM 제약/바이오 섹터 수익률 상위

종목코드	종목명	시가총액 (십억원)	수익률 1M	수익률 YTD	시장 대비 1W	시장 대비 1M	시장 대비 1Q	시장 대비 YTD
A131220	대한과학	55	44.8%	36.5%	11.8%p	42.2%p	25.8%p	33.1%p
A270870	뉴트리	158	29.7%	24.6%	20.5%p	27.1%p	12.1%p	21.3%p
A061250	화일약품	114	18.7%	17.7%	19.5%p	16.1%p	29.4%p	14.3%p
A290650	엘앤씨바이오	209	16.4%	7.6%	7.1%p	13.8%p	15.9%p	4.2%p
A140410	메지온	1,634	16.0%	-1.8%	-3.1%p	13.4%p	-15.7%p	-5.1%p
A044820	코스맥스비티아이	147	15.5%	7.4%	3.9%p	12.9%p	5.6%p	4%p
A086900	메디톡스	2,006	15.5%	10.8%	-1.8%p	12.9%p	-0.5%p	7.4%p
A214450	파마리서처프로드트	380	15.2%	13.1%	10.5%p	12.6%p	9%p	9.7%p
A214870	뉴지랩	304	15.0%	6.1%	-0.7%p	12.4%p	-9.8%p	2.7%p
A054670	대한뉴팜	166	14.9%	2.2%	-6.1%p	12.3%p	-4.6%p	-1.1%p
A220100	퓨처켄	91	14.1%	4.7%	3%p	11.5%p	22%p	1.3%p
A001630	종근당홀딩스	566	14.0%	15.5%	14.5%p	11.4%p	14.2%p	12.2%p
A068760	셀트리온제약	1,548	13.5%	16.6%	16.1%p	10.9%p	4%p	13.2%p
A206650	유바이오로직스	213	13.4%	-1.0%	1.3%p	10.8%p	14.5%p	-4.4%p
A215600	신라젠	1,126	13.2%	14.0%	-9.3%p	10.6%p	-23.9%p	10.7%p
A268600	셀리버리	496	12.6%	1.9%	-5.8%p	10%p	31.8%p	-1.4%p
A036180	영인프린티어	85	12.1%	8.8%	-4%p	9.4%p	-57.5%p	5.4%p
A082270	젬백스	1,436	11.5%	-4.8%	-10.8%p	8.9%p	103.6%p	-8.1%p
A183490	엔지켄생명과학	534	11.1%	-5.7%	-10%p	8.5%p	14.8%p	-9.1%p
A007370	진양제약	56	10.9%	-11.7%	0.4%p	8.3%p	25.5%p	-15.1%p

주: IFRS 연결기준, 1/16 종가 기준
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

2. YTD 제약/바이오 수익률 상위 20

1/16 종가 기준으로 연초 대비 주가 퍼포먼스가 가장 뛰어난 제약/바이오 종목 Top 5 는 대한과학(131220), 뉴트리(270870), 화일약품(061250), 셀트리온제약(068760), 종근당홀딩스(001630)이다.

해당 기업에 대한 개요, 주가 상승 요인에 대해서는 다음 페이지를 참고하면 된다.

표11 YTD 제약/바이오 섹터 수익률 상위

종목코드	종목명	시가총액 (십억원)	수익률 YTD	수익률 1M	시장 대비 1W	시장 대비 1M	시장 대비 1Q	시장 대비 YTD
A131220	대한과학	55	36.5%	44.8%	11.8%p	42.2%p	25.8%p	33.1%p
A270870	뉴트리	158	24.6%	29.7%	20.5%p	27.1%p	12.1%p	21.3%p
A061250	화일약품	114	17.7%	18.7%	19.5%p	16.1%p	29.4%p	14.3%p
A068760	셀트리온제약	1,548	16.6%	13.5%	16.1%p	10.9%p	4%p	13.2%p
A001630	종근당홀딩스	566	15.5%	14.0%	14.5%p	11.4%p	14.2%p	12.2%p
A204990	현성바이탈	39	15.0%	-7.9%	-2%p	-10.5%p	-48.4%p	11.7%p
A215600	신라젠	1,126	14.0%	13.2%	-9.3%p	10.6%p	-23.9%p	10.7%p
A214450	파마리서치프로덕트	380	13.1%	15.2%	10.5%p	12.6%p	9%p	9.7%p
A145020	휴젤	1,857	11.1%	-5.8%	5.8%p	-8.4%p	-9.8%p	7.7%p
A086900	메디투스	2,006	10.8%	15.5%	-1.8%p	12.9%p	-0.5%p	7.4%p
A036180	영인프린터	85	8.8%	12.1%	-4%p	9.4%p	-57.5%p	5.4%p
A290650	엘앤씨바이오	209	7.6%	16.4%	7.1%p	13.8%p	15.9%p	4.2%p
A044820	코스맥스비티아이	147	7.4%	15.5%	3.9%p	12.9%p	5.6%p	4%p
A091990	셀트리온헬스케어	7,930	7.2%	2.6%	4.8%p	0%p	-8.2%p	3.8%p
A222040	코스맥스엔비티	139	6.2%	6.3%	8%p	3.7%p	-4.3%p	2.8%p
A214870	뉴지랩	304	6.1%	15.0%	-0.7%p	12.4%p	-9.8%p	2.7%p
A203690	프로스테믹스	167	5.9%	7.3%	9.5%p	4.7%p	-22.2%p	2.6%p
A092040	아미코젠	490	4.9%	8.5%	5.2%p	5.9%p	6.9%p	1.6%p
A008490	서흥	421	4.9%	4.1%	1.6%p	1.5%p	-0.5%p	1.5%p
A220100	퓨처켄	91	4.7%	14.1%	3%p	11.5%p	22%p	1.3%p

주: IFRS 연결기준, 1/16 종가 기준
 자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표12 YTD 제약/바이오 섹터 수익률 상위 Top 10 종목에 대한 개요 및 추가 상승 요인(1)

기업코드	기업	기업개요	추가 상승 요인
A131220	대한과학	동사는 1993년 대한과학으로 법인 전환하였으며 2011년 코스닥 상장함. 사업분야는 과학기술 분야 R&D의 필수과정인 연구, 실험에 사용되는 연구용 실험기기를 유통 및 제조하는 국내 최대의 실험기기(Laboratory Equipment and Suppliers) 종합 서비스 기업.	정치테마로 인한 급등(이광재 전 강원도지사의 총선 출마 설 제기로 인한 추가 상승)
A270870	뉴트리	동사는 2001년 설립된 건강기능식품 기업으로 독자적 생명공학 기술을 바탕으로 외적, 내적으로 젊고 건강하고 아름다운 삶을 영위할 수 있도록 하는 천연물 유래 이너뷰티 건강기능식품 소재 및 완제품을 개발하고 유통하는 이너뷰티 전문기업.	뉴트리의 건강기능식품 에버콜라겐 및 판도라 등의 제품의 판매 호조로 인한 매출 성장 및 이익 증가 예상
A061250	화일약품	동사는 1980년 설립되어 2002년 코스닥에 상장된 제약회사로 기존 원료의약품 사업분야의 성장을 바탕으로 완제의약품인 항생제 분야 및 기능성 식품원료 분야로 사업을 다각화하고 있음. 국내최초로 알츠하이머 치매 치료제인 리바스티그민을 합성개발 성공함.	알츠하이머 관련 이슈에 따른 추가 상승
A068760	셀트리온제약	동사는 2000년 설립되어 2006년 코스닥에 상장된 제약기업으로 주력제품은 개량신약인 고덱스 캡슐로서 기존의 간장용제인 헤파디프와 DDB제제의 최저비율로 개발하였으며 꾸준히 경쟁력 강화 및 시장 다변화를 통해 해외 시장진출을 진행하고 있음. 2018년 국내 최초로 FDA로부터 내용고형제 의약품 제조시설 cGMP 승인을 받음.	서정진 셀트리온그룹 회장이 미국 샌프란시스코에서 열린 JP모간 헬스케어 콘퍼런스에서 주주들이 원한다면 내년이라도 셀트리온, 셀트리온헬스케어, 셀트리온제약 3사를 합병하겠다고 의사를 밝힘
A001630	종근당홀딩스	동사는 종근당의 지주회사로 주요 종속회사로 경보제약과 종근당바이오가 있음. 경보제약은 원료의약품 제조 전문회사로 국내 최다제품의 생산기술을 갖추고 있음. 종근당바이오는 양질의 항생제 및 면역억제제 등의 원료의약품을 생산하고 있으며 완제의약품등의 무역대리업무 등을 수행하고 있음.	종근당홀딩스의 자회사인 종근당건강과 종근당바이오의 실적 개선 기대감에 따른 추가 상승
A204990	현성바이탈	동사는 2006년 설립되어 2016년 코스닥에 상장된 기업으로 건강식품 및 건강기능식품 판매업을 주된 사업으로 하고 있으며, 균형생식환 및 수소수기 판매사업, 화장품 판매사업을 영위하고 있음.	n/a
A215600	신라젠	동사는 2006년 설립되어 2016년 코스닥에 상장된 기업으로 주요 사업으로 암세포를 선택적으로 감염 및 사멸시키고 면역기능 활성화를 통해 면역 세포가 암세포를 공격할 수 있도록 설계된 유전자 재조합 항암 바이러스에 기반한 면역항암치료제의 연구 및 개발 등을 주요 사업으로 영위하고 있음.	최근 식약처로부터 펙사벡과 면역항암제 REGN2810 병용투여 임상 1b상 대상 환자를 면역관문억제제에 반응없는 환자들로 확대하는 것에 대해 승인 받음

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표13 YTD 제약/바이오 섹터 수익률 상위 Top 10 종목에 대한 개요 및 주가 상승 요인(2)

기업코드	기업	기업개요	주가 상승 요인
A214450	파마리서치 프로덕트	동사는 2001년 설립되어 2015년 코스닥시장에 상장된 기업으로 주요 사업은 자가재생 촉진제인 PDRN/PN 제조 기술을 확보하고 해당 소재를 기반으로 한 의약품, 의료기기, 화장품 등 재생제품 생산 판매를 영위함.	중국 Yxintents社와 중국에 대한 리쥬란 독점 공급계약 체결; 중국 Yxintents社를 통해 3년간 약 240억원에 달하는 제품 수출
A145020	휴젤	당사는 클로스트리디움 보툴리눔(Clostridium botulinum)이라는 미생물(microorganism)을 기반으로 A형 보툴리눔 독신(botulinum toxin type A)을 활용한 바이오의약품(biopharmaceuticals)을 연구개발 및 제조하고 있으며 HA필러(Hyaluronic Acid based dermal filler)를 연구개발, 제조 등을 중심 사업으로 영위하고 있음.	올 상반기 중국 국가 식품의약품 감독관리 총국(NMPA)으로부터 보툴리눔독신제제 보툴렉스 허가를 받을지 여부가 주목됨
A086900	메디톡스	동사는 의약품 관련 기술 및 제품의 제조업, 보툴리눔 독소단백질 치료제 제조업 등을 영위할 목적으로 2000년 설립됨. 중요한 사업으로 클로스트리디움 보툴리눔 A형독소 (Clostridium botulinum Toxin Type A) 및 보툴리눔 독소를 이용한 바이오 의약품의 연구개발 및 제조·판매를 영위하고 있음.	우리나라와 중국과의 관계 개선에 따른 기대감이 주가에 반영

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

3. 분류별 제약/바이오 수익률 현황

표14 분류별 제약/바이오 수익률 현황(1)

(단위: 십억원)	시가총액	수익률				시장 대비				
		1W	1M	1Q	YTD	1W	1M	1Q	YTD	
국내 전체시장	1,760,773	2.0%	2.6%	8.2%	13.7%					
제약/바이오 섹터	140,217	0.5%	3.1%	3.4%	-9.8%	-1.5%p	0.5%p	-4.8%p	-23.5%p	
대형 제약사	한미약품	3,455	1.7%	-0.7%	-11.7%	0.3%	-0.3%p	-3.3%p	-19.9%p	-13.4%p
	유한양행	3,007	-0.2%	-4.2%	4.0%	0.4%	-2.2%p	-6.8%p	-4.2%p	-13.3%p
	녹십자	1,443	-2.0%	-2.8%	5.6%	-6.1%	-4%p	-5.4%p	-2.6%p	-19.8%p
	종근당	988	4.8%	3.8%	4.0%	1.4%	2.9%p	1.2%p	-4.1%p	-12.3%p
	동아ST	870	-5.1%	-9.6%	14.4%	-9.3%	-7%p	-12.3%p	6.3%p	-23%p
바이오 시밀러	셀트리온	23,165	1.7%	-0.8%	-8.4%	1.7%	-0.3%p	-3.4%p	-16.6%p	-12%p
	삼성바이오	28,881	0.0%	10.1%	13.8%	3.4%	-2%p	7.5%p	5.6%p	-10.3%p
	셀트헬스	7,930	6.8%	2.6%	0.0%	7.2%	4.8%p	0%p	-8.2%p	-6.5%p
	바이넥스	248	3.9%	0.4%	-8.9%	-1.1%	1.9%p	-2.2%p	-17%p	-14.9%p
중소형 제약사	대원제약	327	-0.9%	-2.1%	9.5%	-2.9%	-2.9%p	-4.7%p	1.4%p	-16.6%p
	유나이티드	284	2.3%	-5.4%	-13.6%	-4.6%	0.4%p	-8%p	-21.8%p	-18.4%p
	일등제약	373	1.2%	-2.1%	0.6%	-2.4%	-0.7%p	-4.7%p	-7.6%p	-16.1%p
	삼진제약	337	1.9%	-2.6%	-6.0%	-3.0%	-0.1%p	-5.2%p	-14.2%p	-16.7%p
	경동제약	203	0.0%	-1.9%	-0.4%	-1.7%	-2%p	-4.5%p	-8.6%p	-15.4%p
	동화약품	224	-0.9%	-1.4%	0.4%	-3.9%	-2.8%p	-4%p	-7.8%p	-17.7%p
	동국제약	780	-1.7%	2.5%	28.0%	-1.1%	-3.7%p	-0.2%p	19.8%p	-14.9%p
보령제약	650	-3.9%	-3.9%	14.8%	-9.0%	-5.9%p	-6.5%p	6.7%p	-22.7%p	
항암	오스코텍	645	-3.7%	4.5%	15.1%	-4.1%	-5.7%p	1.9%p	6.9%p	-17.9%p
	녹십자셀	518	-1.5%	-0.3%	1.0%	-4.6%	-3.5%p	-2.9%p	-7.2%p	-18.3%p
	녹십자랩셀	365	-2.5%	-2.8%	-2.7%	-5.7%	-4.5%p	-5.4%p	-10.9%p	-19.5%p
	차바이오텍	787	2.7%	5.6%	0.0%	3.1%	0.8%p	3%p	-8.2%p	-10.6%p
	큐리인트	221	0.6%	-14.1%	9.1%	-11.6%	-1.4%p	-16.7%p	0.9%p	-25.3%p
	유타렉스	436	-1.7%	-6.1%	1.6%	-8.8%	-3.7%p	-8.7%p	-6.6%p	-22.5%p
	에이치엘비	4,659	-3.2%	6.7%	-23.6%	0.5%	-5.2%p	4%p	-31.8%p	-13.3%p
플랫폼	제넥신	1,385	-2.8%	1.9%	9.5%	-5.8%	-4.8%p	-0.7%p	1.3%p	-19.5%p
	애플론	261	1.4%	-1.2%	-2.2%	-7.4%	-0.6%p	-3.8%p	-10.3%p	-21.1%p
	알테로젠	887	-4.1%	10.8%	56.4%	-5.3%	-6%p	8.2%p	48.2%p	-19.1%p
	파랩신	265	-1.8%	6.4%	-2.2%	-2.8%	-3.8%p	3.8%p	-10.4%p	-16.5%p
	신라젠	1,126	-7.3%	13.2%	-15.7%	14.0%	-9.3%p	10.6%p	-23.9%p	0.3%p
	셀리드	242	-0.6%	-3.8%	12.6%	-6.6%	-2.6%p	-6.4%p	4.4%p	-20.4%p
	셀리버리	496	-3.8%	12.6%	40.0%	1.9%	-5.8%p	10%p	31.8%p	-11.8%p
	에이비엘	945	-6.1%	6.9%	8.3%	-12.2%	-8.1%p	4.3%p	0.1%p	-25.9%p
	레고캠	505	-5.2%	-9.1%	3.1%	-6.4%	-7.2%p	-11.7%p	-5.1%p	-20.1%p
울릭스	250	-1.5%	0.8%	12.9%	-7.8%	-3.5%p	-1.8%p	4.7%p	-21.5%p	

주: 1/16 종가 기준
 자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표15 분류별 제약/바이오 수익률 현황(2)

(단위: 십억원)	시가총액	수익률				시장 대비				
		1W	1M	1Q	YTD	1W	1M	1Q	YTD	
국내 전체시장	1,760,773	2.0%	2.6%	8.2%	13.7%					
제약/바이오 섹터	140,217	0.5%	3.1%	3.4%	-9.8%	-1.5%p	0.5%p	-4.8%p	-23.5%p	
니치	대한약품	187	-0.3%	-1.0%	0.8%	-1.7%	-2.3%p	-3.6%p	-7.4%p	-15.5%p
	JW생명과학	307	0.5%	1.8%	-4.7%	-1.5%	-1.5%p	-0.8%p	-12.9%p	-15.3%p
	하나제약	365	0.2%	-0.9%	0.7%	-1.1%	-1.8%p	-3.5%p	-7.5%p	-14.8%p
	한울바이오	1,768	-9.7%	-0.7%	0.9%	-6.0%	-11.7%p	-3.3%p	-7.3%p	-19.7%p
	삼천당제약	717	-4.1%	2.9%	-5.4%	-7.8%	-6.1%p	0.2%p	-13.6%p	-21.5%p
	DHP코리아	129	5.5%	5.3%	4.6%	1.3%	3.6%p	2.6%p	-3.6%p	-12.4%p
	환인제약	289	1.0%	-2.2%	-6.0%	0.3%	-1%p	-4.8%p	-14.2%p	-13.4%p
	이수엠피스	182	-1.7%	2.9%	3.6%	3.0%	-3.7%p	0.2%p	-4.6%p	-10.7%p
	젬백스	1,436	-8.9%	11.5%	111.8%	-4.8%	-10.8%p	8.9%p	103.6%p	-18.5%p
	메디프론	132	-2.2%	-5.1%	-1.8%	-6.4%	-4.2%p	-7.7%p	-9.9%p	-20.1%p
미용	메디톡스	2,006	0.1%	15.5%	7.7%	10.8%	-1.8%p	12.9%p	-0.5%p	-2.9%p
	휴젤	1,857	7.7%	-5.8%	-1.6%	11.1%	5.8%p	-8.4%p	-9.8%p	-2.7%p
	대웅제약	1,593	-1.1%	4.6%	-7.7%	1.5%	-3.1%p	2%p	-15.9%p	-12.3%p
	파마리서치	380	12.4%	15.2%	17.2%	13.1%	10.5%p	12.6%p	9%p	-0.7%p
	휴온스	475	-2.2%	-11.2%	18.5%	-4.7%	-4.2%p	-13.9%p	10.3%p	-18.4%p
진단	씨젠	847	-3.7%	9.7%	47.8%	2.5%	-5.7%p	7.1%p	39.6%p	-11.2%p
	마크로젠	265	-3.1%	6.4%	5.0%	-0.2%	-5.1%p	3.8%p	-3.1%p	-13.9%p
	지노믹트리	422	-4.5%	-1.6%	8.2%	-11.7%	-6.5%p	-4.2%p	0%p	-25.4%p
	EDGC	187	1.2%	-2.1%	-6.0%	-3.6%	-0.8%p	-4.7%p	-14.2%p	-17.3%p
	랩지노믹스	56	0.6%	4.4%	-3.6%	3.1%	-1.4%p	1.8%p	-11.8%p	-10.7%p

주: 1/16 증가 기준
 자료: 이베스트투자증권 리서치센터

2019년 12월의 IPO 기업 정리(1)

표16 제약/바이오 섹터 IPO 기업

기업	상장일	공모가(원)	산정기준	현재주가(원)	공모가 대비
리메드 (A302550)	2019-12-06	13,000	(주)하이로닉, (주)인바디, (주)클래시스, (주)메디아나 4개사의 PER 평균 22.13을 54.48%할인한 13,000원으로 산정함.	21,000	+61.54%
	당사는 정신과, 신경과, 재활의학과 등의 분야에서 필요로 하는 비침습적 방법의 뇌질환 치료기기, 신경질환 치료기기, 각종 만성 통증을 치료하는 의료기기를 개발 및 제조하는 업체로 병원용 및 재택용 TMS를 활용한 뇌재활 사업과 Neuro Magnetic Stimulation(이하 'NMS'), 그리고 파생기술 인 Extracorporeal Shockwave Therapy(이하 'ESWT') 등을 활용한 만성 통증, 에스테틱 사업을 영위				
제이엘케이 인스팩션 (A322510)	2019-12-11	9,000	(주)유비케어, (주)비트컴퓨터, (주)인피니트헬스케어 3개사의 PER 평균 18.09를 71.87%할인한 9,000원으로 산정함.	8,030	-10.78%
	당사는 CT, MRI, X-ray 등 8가지 이미지 모달리티의 의료장비와 연동될 수 있고 뇌, 흉부, 심장 등 14개 신체 부위에 적용될 수 있는 다양한 의료기기에 맞는 37가지의 의료솔루션 제품군을 보유하고 있으며 자체 보유한 인공지능 알고리즘과 영상 처리 원천기술을 바탕으로 인공지능 올인원 'AIHuB' 플랫폼을 개발하였고 의료와 보안 분야의 솔루션을 제품화하여 사업을 진행하고 있음				
신테크바이오 (A26330)	2019-12-17	12,000	(주)유비케어, (주)종근당 2개사의 PER 평균 24.39를 108.49%할인한 12,000원으로 산정함.	14,150	+17.92%
	당사는 2009년 9월에 설립된 바이오 벤처회사로 빅데이터 기반 AI기술인 알고리즘 개인 유전체맵 플랫폼 기술(PMAP)을 보유하고 있으며, in silico에 기반한 유전체 빅데이터 연구소 기업으로 고성능 고효율의 슈퍼 컴퓨터를 이용한 유전체 분석과 대량의 바이오 데이터를 관리 및 분석할 뿐 아니라, 유전체 빅데이터 분석을 통해 다양한 기업, 연구소, 병원의 맞춤형학에 기반한 신약개발, 임상연구를 지원				
메드팩토 (A235980)	2019-12-19	40,000	(주)한미약품, (주)유한양행, (주)종근당, (주)보령제약, (주)녹십자셀, (주)일양약품, (주)일동제약, (주)이연제약 등84개사의 PER 평균 32.26을 42.90%할인한 40,000원으로 산정함.	40,050	+0.12%
	당사는 차세대 시퀀싱, 어레이 시퀀싱, 바이오 인포메틱스 등의 첨단 유전체 분석 기술을 이용하여 맞춤형 치료제 개발을 위한 표적을 발굴하고, 저분자화합물, 항체의약품 등의 첨단 바이오 기술을 이용하여 혁신적 신약 및 치료 효율을 높이는 바이오마커를 발굴, 개발하는 회사로 현재 TGF-β 반응유전자를 바이오마커로 활용하기 위해 공개된 유전체 데이터베이스를 이용한 추가 분석 및 임상 시험을 준비 중				

주: 1/17 증가 기준

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

2019년 12월의 IPO 기업 정리(2)

표17 제약/바이오 섹터 IPO 기업

기업	상장일	공모가(원)	산정기준	현재주가(원)	공모가 대비
브릿지바이 테라퓨틱스 (A302550)	2019-12-20	60,000	(주)한미약품, (주)유한양행, (주)종근당, (주)보령제약, (주)일동제약, (주)동아에스티, (주)메디톡스 등 7개사의 PER 평균 28.42를 78.67%할인한 60,000원으로 산정함.	58,700	-2.17%
	당사는 기초 의약품 및 생물학적 제제 제조업 및 의학 및 약학 연구개발업을 주요 사업을 영위하는 기업으로 미충족 의료 수요(Unmet Medical Needs)가 높은 적응증의 혁신신약 개발을 목표로 아래와 같이 의약품 개발을 진행하고 있으며 당사 파이프라인을 국내외 제약사들과 기술이전 및 공동개발에 대한 Licensing-out 계약을 체결하여 마일스톤을 받고 있음				
천렙 (A302550)	2019-12-26	40,000	(주)메디톡스, (주)녹십자셀, (주)씨젠, (주)나노엔텍, (주)마크로젠 등 5개사의 PER 평균 28.55를 174.35%할인한 40,000원으로 산정함.	38,850	-2.88%
	당사는 마이크로바이옴 기반 바이오기업으로 장내 미생물 모니터링 서비스인 Smilebiome 서비스를 제공하고 있으며, 향후 마이크로바이옴 기반 치료제 사업을 영위할 계획이며 당사가 영위하고자 하는 휴먼 마이크로바이옴을 활용한 진단 및 치료제 시장의 규모는 아직 성장 초기단계임				

주: 1/17 중가 기준

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

향후 신규 상장(IPO) 예정 기업

표18 상장 승인 기업

기업명	기업 개요	확정공모가	상장일
n/a	2월 신규 상장 예정 종목 없음		

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Part IV

주요 뉴스 Flow & 탐방노트

제약/바이오 섹터의 특성 상 특정 종목에 대한 이벤트가 발생하더라도 자료를 통해 신속한 대응이 쉽지 않은 경우가 있습니다.

따라서 이번 섹션에서는
관련 주요 뉴스 및 이벤트를 정리해보고자 합니다.

또한 탐방노트 부문은
지난 한달간 탐방을 다녀온 기업들 중 관심 있는 내용이거나,
혹은 IR 미팅이 어려운 기업들에 한하여
사업의 내용과 현황에 관한 부문을 정리한 것도 포함하였습니다.

단, 이는 기업에 대한 투자포인트를 정리하기 보다는
사업의 내용과 현황, 그리고 방향성 등을 살펴보는 것입니다.

탐방노트: 오스코텍 (039200)

표19 기업요약

시가총액(억원)	종가(원)	순현금 비중	12M Trailing P/E	P/B
6,220	21,300	4.0%	n/a	19.7

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: 순현금비중=순현금/시가총액, P/E: 직전 4분기 지배주주순이익 기준, P/B: 최근 분기 지배주주지분 기준

기업개요

동사는 자가면역질환(RA/SLE/ITP)과 암(AML/NSCLC/Breast Cancer) 관련 질환에 대한 파이프라인을 보유하고 있는 바이오텍 기업으로 주요 종속기업으로는 Genosco(지분율 74.35%)가 있음. 지금까지 가장 중요한 마일스톤으로는 2015년 7월 유한양행으로 L/O한 EGRF 폐암치료제 후보물질(레이저티닙)이 있음. 유한양행은 해당 물질을 2018년 11월 Janssen으로 L/O했음.

레이저티닙 관련 update

1. 레이저티닙 단독 임상

: 지난 12월 유한양행은 레이저티닙에 대한 글로벌 임상3상(1차 치료: EGRF NSCLC / 2차 치료: EGRF T790M 돌연변이 NSCLC) 시험 계획을 승인 받았으며, 1월 환자로의 투약이 예정되어 있음.

2. 레이저티닙 병용 임상

: Janssen은 JNJ-372(EGFR/c-Met 이중항체)와 레이저티닙과의 글로벌 병용 임상 1b상을 진행하고 있음.

체크포인트

1) 레이저티닙

: 레이저티닙 단독 요법 대한 연내 국내 조건부 승인 여부, JNJ-372와의 병용 요법에 대한 임상 1b상 중간 데이터 확인(20년 중순)

1) SKI inhibitor(RA/ITP)

: RA에 대한 임상 2a상 결과 20년 하반기 확인 가능할 것으로 예상

기업분석

셀트리온 (068270)	38
한미약품 (185750)	41
유한양행 (185750)	47
종근당 (185750)	52
보령제약 (185750)	56
하나제약 (185750)	62
대원제약 (185750)	67
유나이티드제약 (185750)	72

Universe

기업명	투자판단	목표주가
셀트리온	Buy (유지)	250,000 원(유지)
한미약품	Buy (유지)	340,000 원(하향)
유한양행	Buy (유지)	330,000 원(유지)
종근당	Buy (유지)	128,000 원(유지)
보령제약	Buy (유지)	19,000 원(유지)
하나제약	Buy (유지)	28,500 원(유지)
대원제약	Buy (유지)	23,000 원(유지)
유나이티드제약	Buy (유지)	26,000 원(하향)

셀트리온 (068270)

4Q19 Preview

2020. 1. 28

제약/바이오

Analyst 최석원

02. 3779-8446

cseogwon@ebestsec.co.kr

4Q19 Preview: 매출액 +72.2%yoy, 영업이익 +233.0%yoy

셀트리온의 4Q19 매출액과 영업이익은 각각 4,176억원과 1,465억원을 기록할 것으로 예상되며, 이는 전년동기대비 각각 +72.2%, +233.0% 상승한 수치이다. 매출액의 가파른 성장은 1) 램시마SC의 유럽 판매 / 트룩시마와 허쥬마의 미국 판매가 2020년부터 본격적으로 이루어질 예정이고, 2) 지난 9/30 공시를 통해 밝혀진 TEVA向 CDMO 물량에 대한 매출이 이번 4분기에 대부분 계상되기 때문이다.

영업이익의 가파른 성장은 1) 지난 4Q18에 있었던 단가 조정에 따른 일회성 비용에 대한 기저효과와 2) Product Mix 개선에 따른 것이다.

2020년에도 성장세는 이어질 것

실적 개선세는 2020년에도 매 분기 이어질 것으로 예상된다. 2019년 3분기까지는 1공장 증설에 따른 shut down 및 마무리 작업으로 고정비 부담을 안고 있었다. 하지만 2020년부터는 이러한 일회성 요인이 없고, 외형도 램시마SC 유럽 출시 / 항암제(트룩시마, 허쥬마)에 대한 미국 진출로 +21.0%yoy 성장이 예상되는 상황이다.

투자의견 '매수', 목표주가 '25만원' 유지

최근 동사의 주당 가격은 17만원~19만원 사이에서 횡보하고 있다. 이는 2020년 실적 개선에 대한 시장의 기대감이 이미 현재 주가에 반영되어 있기 때문으로 보인다. 결국 트룩시마의 미국내 M/S 추이, 램시마SC에 대한 유럽에서의 판매 추이에 대한 면밀한 follow-up이 필요하겠다.

Buy (maintain)

목표주가 250,000 원

현재주가 175,500 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (1/23)		2,246.13pt
시가총액		225,233 억원
발행주식수		134,698 천주
52 주 최고가 / 최저가	211,565 / 135,153	
90 일 일평균거래대금		1,141.42 억원
외국인 지분율		19.8%
배당수익률(19.12E)		0.0%
BPS(19.12E)		21,917 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-0.1%
	6 개월	-9.3%
	12 개월	-13.1%
주주구성	셀트리온홀딩스	22.9%
	Ion Investment B.V.	9.6%
	국민연금공단	8.1%

Stock Price

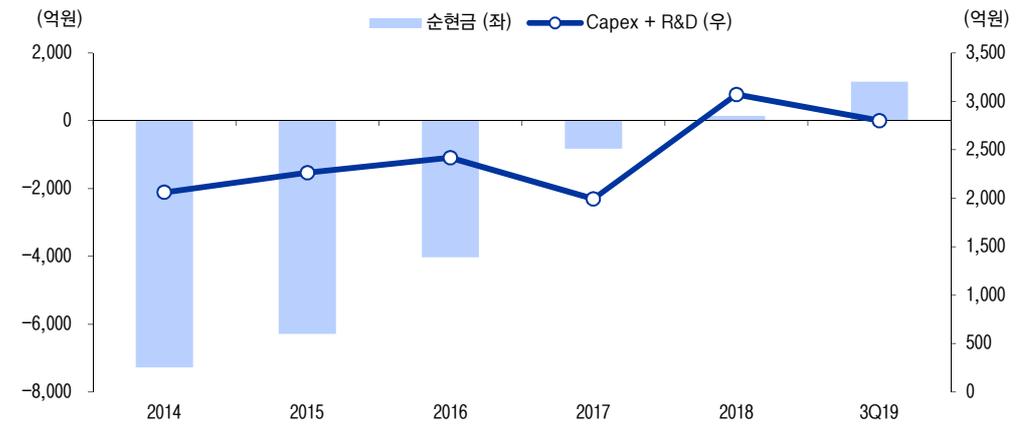


Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	949.1	507.8	491.5	386.2	3,021	115.2	605.8	71.9	45.8	12.0	17.5
2018	982.1	338.7	317.7	253.6	2,067	-31.6	465.5	107.6	61.1	11.3	10.8
2019E	1,163.3	410.4	413.1	314.0	2,460	19.0	562.0	71.1	42.3	8.0	11.8
2020E	1,407.1	528.0	538.1	429.4	3,368	36.9	674.8	52.0	34.9	6.9	14.2
2021E	1,663.3	636.5	647.1	516.5	4,051	20.3	794.7	43.2	29.4	6.0	14.8

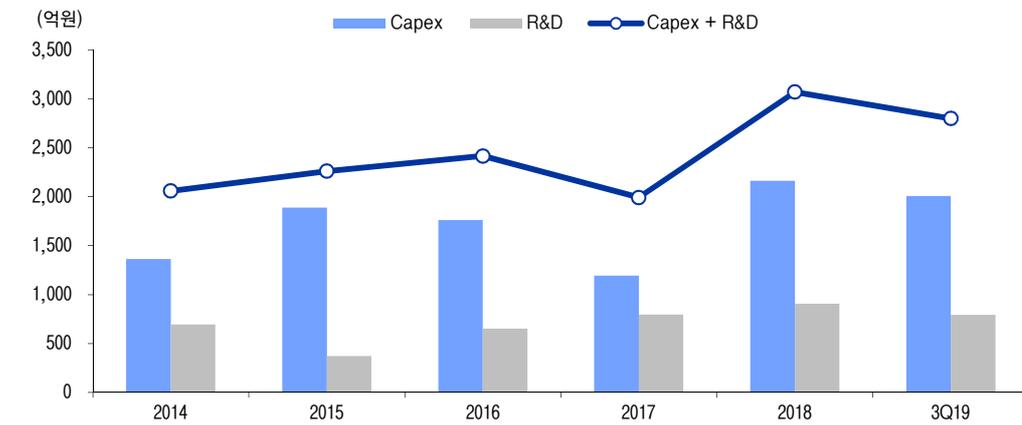
자료: 셀트리온, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림40 셀트리온의 순현금 추이 vs 'Capex + R&D' 추이



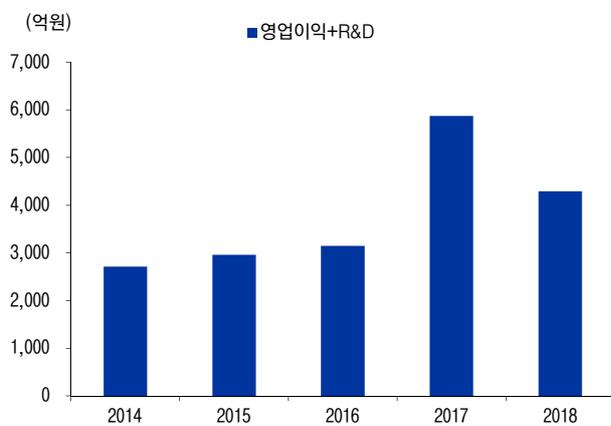
주: 순현금 (단기금융자산+현금성)-(단기사채+단기차입금+유동성장기부채)-(사채+장기차입금) / R&D 중 무형자산화된 금액은 제외

그림41 Capex 와 R&D 추이



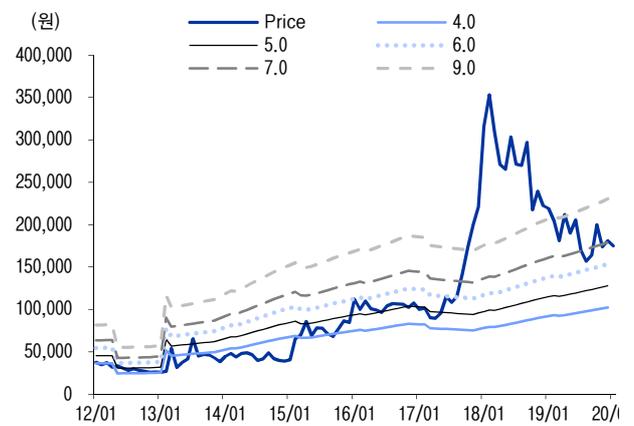
주: 순현금 (단기금융자산+현금성)-(단기사채+단기차입금+유동성장기부채)-(사채+장기차입금) / R&D 중 무형자산화된 금액은 제외

그림42 셀트리온 수익성: 영업이익 + R&D



주: R&D 중 무형자산화된 금액은 제외

그림43 셀트리온 12m fwd P/B



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

셀트리온 (068270)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,614.0	1,664.5	1,894.4	2,173.7	2,575.9
현금 및 현금성자산	419.2	410.5	235.4	418.9	580.8
매출채권 및 기타채권	830.6	930.9	1,144.0	1,211.9	1,388.2
재고자산	199.5	163.1	377.2	399.6	457.8
기타유동자산	164.7	159.9	137.7	143.3	149.1
비유동자산	1,701.5	1,876.1	2,058.3	2,215.4	2,382.0
관계기업투자등	32.0	44.3	59.3	61.7	64.2
유형자산	844.2	881.4	937.0	1,003.9	1,087.7
무형자산	809.8	922.3	996.1	1,081.3	1,158.8
자산총계	3,315.5	3,540.6	3,952.6	4,389.1	4,958.0
유동부채	616.8	678.1	674.7	673.7	717.8
매입채무 및 기타채무	45.8	67.4	262.4	277.9	318.4
단기금융부채	416.8	413.6	326.4	306.4	306.4
기타유동부채	154.1	197.1	85.9	89.3	93.0
비유동부채	266.8	229.8	355.6	363.6	371.9
장기금융부채	224.1	103.1	157.5	157.5	157.5
기타비유동부채	42.7	126.7	198.1	206.1	214.5
부채총계	883.6	907.8	1,030.3	1,037.3	1,089.7
지배주주지분	2,308.9	2,524.0	2,812.7	3,242.1	3,758.6
자본금	122.7	125.5	128.3	128.3	128.3
자본잉여금	757.6	776.6	786.3	786.3	786.3
이익잉여금	1,449.7	1,701.8	2,013.0	2,442.4	2,958.8
비지배주주지분(연결)	123.0	108.8	109.7	109.7	109.7
자본총계	2,431.9	2,632.8	2,922.4	3,351.8	3,868.2

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	497.5	382.1	123.7	510.9	490.3
당기순이익(손실)	386.2	253.6	314.0	429.4	516.5
비현금수익비용가감	219.3	216.4	244.1	155.8	167.5
유형자산감가상각비	41.5	41.1	45.9	47.0	50.7
무형자산상각비	56.5	85.7	105.7	99.8	107.5
기타현금수익비용	6.8	-0.7	92.5	9.0	9.3
영업활동 자산부채변동	-68.9	-11.4	-374.6	-74.3	-193.6
매출채권 감소(증가)	-68.1	2.1	-324.1	-67.9	-176.3
재고자산 감소(증가)	-52.8	-0.3	-237.1	-22.4	-58.1
매입채무 증가(감소)	0.0	-0.4	54.1	15.6	40.4
기타자산, 부채변동	52.0	-12.8	132.4	0.4	0.4
투자활동 현금	-245.1	-193.1	-207.4	-307.3	-328.4
유형자산처분(취득)	-21.0	-79.1	-102.0	-113.8	-134.5
무형자산 감소(증가)	-87.1	-125.7	-160.8	-185.0	-185.0
투자자산 감소(증가)	-138.5	18.0	67.8	-5.8	-6.0
기타투자활동	1.5	-6.3	-12.4	-2.7	-2.8
재무활동 현금	-96.3	-198.1	-93.0	-20.0	0.0
차입금의 증가(감소)	-35.3	-123.6	-40.2	-20.0	0.0
자본의 증가(감소)	10.0	14.6	18.5	0.0	0.0
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	-71.0	-89.1	-71.3	0.0	0.0
현금의 증가	150.8	-8.7	-175.1	183.5	161.9
기초현금	268.4	419.2	410.5	235.4	418.9
기말현금	419.2	410.5	235.4	418.9	580.8

주: IFRS 연결 기준

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	949.1	982.1	1,163.3	1,407.1	1,663.3
매출원가	254.5	432.9	474.2	561.5	655.9
매출총이익	694.6	549.2	689.1	845.5	1,007.4
판매비 및 관리비	186.8	210.5	278.7	317.5	370.9
영업이익	507.8	338.7	410.4	528.0	636.5
(EBITDA)	605.8	465.5	562.0	674.8	794.7
금융손익	-17.6	-2.1	-11.0	-2.9	-2.5
이자비용	14.5	14.2	13.3	12.1	12.1
관계기업등 투자손익	2.0	-0.5	-0.1	-0.9	-0.9
기타영업외손익	-0.7	-18.3	13.8	13.9	14.1
세전계속사업이익	491.5	317.7	413.1	538.1	647.1
계속사업법인세비용	105.3	64.2	99.1	108.7	130.7
계속사업이익	386.2	253.6	314.0	429.4	516.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	386.2	253.6	314.0	429.4	516.5
지배주주	382.5	261.8	313.6	429.4	516.5
총포괄이익	388.4	254.8	314.0	429.4	516.5
매출총이익률 (%)	73.2	55.9	59.2	60.1	60.6
영업이익률 (%)	53.5	34.5	35.3	37.5	38.3
EBITDA 마진률 (%)	63.8	47.4	48.3	48.0	47.8
당기순이익률 (%)	40.7	25.8	27.0	30.5	31.1
ROA (%)	12.1	7.6	8.4	10.3	11.1
ROE (%)	17.5	10.8	11.8	14.2	14.8
ROIC (%)	15.8	10.7	11.1	13.3	14.7

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	71.9	107.6	71.1	52.0	43.2
P/B	12.0	11.3	8.0	6.9	6.0
EV/EBITDA	45.8	61.1	42.3	34.9	29.4
P/CF	45.6	60.4	40.2	38.4	32.8
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	41.5	3.5	18.5	21.0	18.2
영업이익	103.4	-33.3	21.2	28.7	20.5
세전이익	114.3	-35.4	30.0	30.3	20.3
당기순이익	114.0	-34.3	23.8	36.8	20.3
EPS	115.2	-31.6	19.0	36.9	20.3
안정성 (%)					
부채비율	36.3	34.5	35.3	30.9	28.2
유동비율	261.7	245.5	280.8	322.6	358.9
순차입금/자기자본(x)	3.4	-0.6	6.4	-0.6	-4.7
영업이익/금융비용(x)	35.1	23.8	30.9	43.5	52.8
총차입금 (십억원)	640.9	516.7	483.9	463.9	463.9
순차입금 (십억원)	82.8	-15.7	187.3	-18.7	-183.1
주당지표 (원)					
EPS	3,021	2,067	2,460	3,368	4,051
BPS	18,138	19,727	21,917	25,263	29,287
CFPS	4,761	3,685	4,349	4,560	5,329
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

한미약품 (128940)

2020. 1. 28

제약/바이오

4Q19 Preview

Analyst 최석원

02. 3779-8446

cseogwon@ebestsec.co.kr

4Q19 매출액 +11.1%yoy, 영업이익 +52.5%yoy 예상

동사의 4Q19 매출액과 영업이익은 각각 3,263억원, 242억원을 기록할 것으로 예상되며, 이는 전년동기대비 각각 +11.1%, +52.5% 상승한 수치이다. 매출액의 성장은 자회사 한미정밀화학과 북경한미가 작년보다 개선된 실적을 보여주고 있는 가운데, 국내 ETC 부문 역시 주력 제품인 아모잘탄, 로수젯 등의 높은 성장세가 이어지고 있기 때문이다.

체크포인트

지난 12월 Sanofi社 신입 CEO가 당뇨 사업부를 축소하겠다는 전략 변화를 발표함에 따라 에페글레나타이드에 대한 불확실성이 제기되고 있다. 물론 Sanofi가 임상 3상을 계속 진행하겠다고 밝혔기 때문에 라이선스 반환과는 성격이 다르다. 하지만 현재 상업화되어 있는 타사 GLP-1 제품 구도를 고려해 볼 때, 기존 Sanofi社의 당뇨 사업부만큼의 규모를 보유하고 있는 새로운 파트너를 구하는 일은 쉽지 않을 수 있다.

포지오티닙은 Cohort1 대상 지난 글로벌 임상2상에서 1차 평가 지표를 충족하지 못했으나, Cohort2(이전 치료를 받은 HER2 삽입 변이를 가진 NSCLC 환자)에 대한 결과가 상반기 중으로 발표될 것으로 예상되고 있다.

투자의견 'Buy' 유지, 목표주가 '40만원 → 34만원' 하향 조정

한미약품에 목표주가를 기존 '40만원'에서 15% 하향한 '34만원'으로 조정한다. 목표주가 산정은 '19년E~'21년E BPS 평균인 67,378원에 Target P/B 멀티플 5.1배를 적용하여 산출했다. Target P/B 멀티플 산정은 라이선스 반환, Sanofi社의 당뇨 사업부 관련 전략 변경, 포지오티닙 글로벌 임상2상 Cohort 1에 대한 1차 평가 지표 미충족을 감안하여 동사의 지난 3년간의 P/B 멀티플 하단 평균을 적용한 것이다. 단, 국내 ETC 부문의 안정적 성장으로 재무구조 개선이 기대되고, R&D 파이프라인에서도 상반기 HM15211(Laps-Triple Agonist) 글로벌 임상 2상 진입/ 포지오티닙 Cohort 2에 대한 결과 발표/ 오락술 NDA 신청이 예상되고, 그리고 하반기 롤론티스에 대한 최종 승인이 기대되는 등 모멘텀이 유효한 상황이다. 이에 투자의견 '매수'를 유지한다.

Buy (maintain)

목표주가 340,000 원

현재주가 294,500 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (1/23)		2,246.13pt
시가총액		34,878 억원
발행주식수		11,843 천주
52 주 최고가 / 최저가	492,010 / 262,700	
90 일 일평균거래대금		129.82 억원
외국인 지분율		14.8%
배당수익률(19.12E)		0.2%
BPS(19.12E)		63,114 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-0.8%
	6 개월	-7.6%
	12 개월	-38.3%
주주구성	한미사이언스	41.4%
	신동국(외 2 인)	9.1%
	국민연금공단	9.1%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	916.6	82.2	58.8	69.0	5,234	159.5	118.6	109.5	58.9	9.3	8.8
2018	1,016.0	83.6	50.4	34.2	2,156	-58.8	130.8	215.2	45.3	7.7	3.5
2019E	1,137.1	98.2	71.8	52.8	3,778	75.2	153.2	77.9	28.6	4.7	6.1
2020E	1,255.7	108.4	75.8	51.4	4,454	17.9	172.2	66.1	26.6	4.4	6.8
2021E	1,367.3	124.8	92.9	63.0	5,453	22.4	198.4	54.0	24.0	4.1	7.8

자료: 한미약품, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

Valuation

한미약품에 대해 목표주가를 기존 '40만원'에서 15% 하향한 '34만원'으로 조정한다. 목표주가 산정은 '19년E~'21년E BPS 평균인 67,378원에 Target P/B 멀티플 5.1배를 적용하여 산출했다. Target P/B 멀티플 산정은 라이선스 반환, Sanofi社의 당뇨 사업부 관련 전략 변경, 포지오티닙 Cohort 1에 대한 1차 평가 지표 미충족을 감안하여 동사의 지난 3년간의 P/B 멀티플 하단 평균을 적용한 것이다.

표20 Valuation

구분	내용	세부
BPS	67,378	'19년~'21년의 평균 BPS
Target	5.1	동사의 지난 3년간의 P/B multiple 하단 적용
Target 주가	340,000	
현재주가	294,500	1/23 기준
괴리도	15.4%	이베스트투자증권 투자등급 +15% > 시 투자의견 'Buy'
투자의견	Buy	

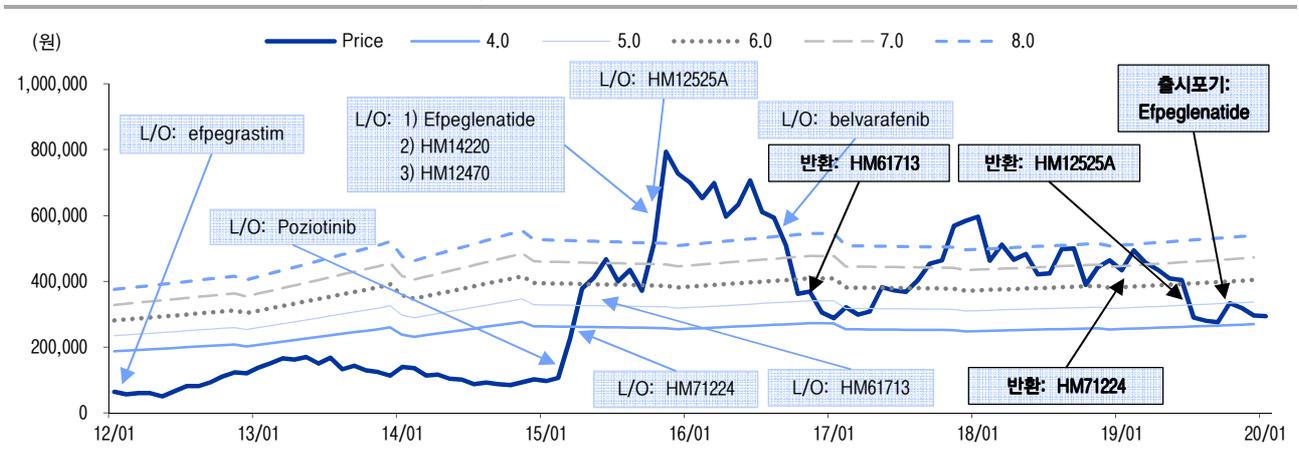
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표21 과거 5년간의 Historical P/B 최고값, 중간값, 최하값, 평균값 추이

P/B	2015	2016	2017	2018	3Q19
High	12.0	11.2	9.2	9.7	7.8
Mid	6.6	9.4	6.0	7.5	6.9
Low	1.5	4.8	4.2	6.3	4.4
Average	6.2	8.9	6.2	7.6	6.1

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림44 한미약품 Historical P/B ratio band 와 Pipeline 관련 주요 이벤트



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

실적 추이

표22 연간 실적 추이

	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
연결 매출액	13,175	8,827	9,166	10,160	11,371	12,557
의약품(내수)	8,042	8,428	8,417	8,978	10,243	11,432
정제	2,490	2,681	2,925	3,408	3,841	4,332
캡슐	804	1,083	1,096	1,326	1,494	1,667
주사제	287	280	346	285	344	385
시럽제	1,040	1,054	1,195	1,410	1,642	1,812
산제	834	735	779	757	747	825
원료의약품	891	931	872	853	1,110	1,196
기타	1,696	1,663	1,205	939	1,064	1,215
기타(내수) 임가공 외	164	212	114	130	95	102
수출 & 기술수출료	5,864	1,096	1,509	1,978	2,128	2,112
총합	14,071	9,736	10,039	11,085	12,466	13,646
내수	8,042	8,640	8,531	9,108	10,338	11,535
수출	5,864	1,096	1,509	1,978	2,128	2,112
내부거래	(896)	(909)	(873)	(926)	(1,095)	(1,089)
YoY						
연결 매출액	73.1%	-33.0%	3.8%	10.8%	11.9%	10.4%
의약품(내수)	7.8%	4.8%	-0.1%	6.7%	14.1%	11.6%
기타(내수)	-4.8%	29.1%	-46.3%	14.4%	-27.1%	8.0%
수출	614.0%	-81.3%	37.6%	31.1%	7.6%	-0.8%
영업이익	2,118	268	822	836	982	1,084
opm	16.1%	3.0%	9.0%	8.2%	8.6%	8.6%
yoy	514.8%	-87.4%	206.9%	1.7%	17.5%	10.3%
R&D	1,872	1,626	1,706	1,929	2,262	2,511
매출 대비	14.2%	18.4%	18.6%	19.0%	19.9%	20.0%
영업이익+R&D	3,990	1,894	2,528	2,765	3,244	3,595
수익성	30.3%	21.5%	27.6%	27.2%	28.5%	28.6%
EBITDA	2,619	656	1,186	1,308	1,516	1,628
margin	19.9%	7.4%	12.9%	12.9%	13.3%	13.0%

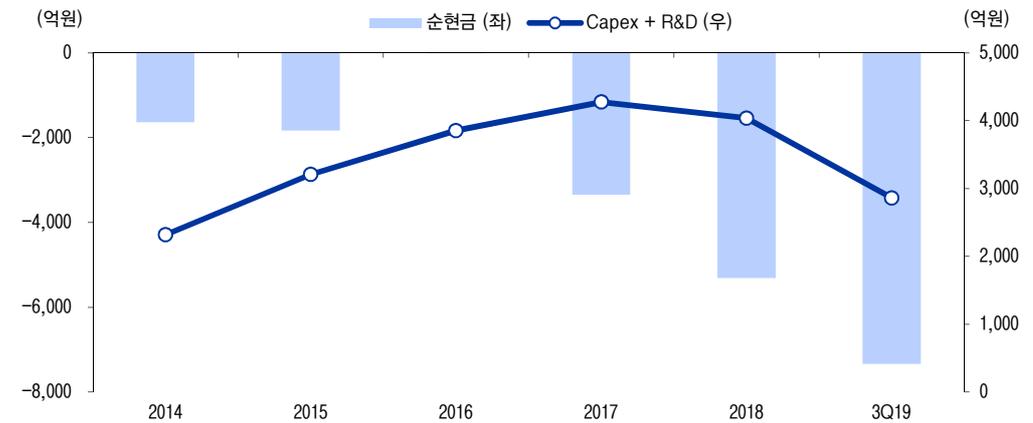
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표23 분기별 실적 추이

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E
연결 매출액	2,457	2,413	2,353	2,937	2,746	2,704	2,657	3,263
의약품(내수)	2,291	2,173	2,126	2,388	2,459	2,552	2,495	2,736
정제	824	893	799	892	882	982	978	999
캡슐	325	297	329	375	356	329	388	420
주사제	81	39	68	96	89	67	79	108
시럽제	380	317	332	381	464	367	385	426
산제	276	148	164	169	213	170	175	189
원료의약품	201	206	206	240	238	336	236	300
기타	204	273	227	234	216	300	255	293
기타(내수) 임가공 외	42	16	39	34	10	28	20	37
수출 & 기술수출료	337	447	411	782	522	474	389	743
총합	2,670	2,636	2,576	3,204	2,990	3,054	2,904	3,517
내수	2,333	2,189	2,164	2,422	2,469	2,580	2,515	2,774
수출	337	447	411	782	522	474	389	743
내부거래	(213)	(223)	(223)	(267)	(244)	(350)	(247)	(254)
YoY								
연결 매출액	5.2%	8.3%	3.4%	26.3%	11.8%	12.1%	12.9%	11.1%
의약품(내수)	6.2%	4.0%	2.2%	14.2%	7.3%	17.5%	17.4%	14.6%
기타(내수)	11.4%	-38.3%	34.5%	56.3%	-76.1%	75.2%	-49.4%	10.0%
수출	-7.0%	29.1%	6.4%	89.3%	54.8%	5.9%	-5.4%	-4.9%
영업이익	263	199	215	159	259	231	249	242
opm	10.7%	8.3%	9.1%	5.4%	9.4%	8.5%	9.4%	7.4%
yoy	-16.3%	-7.4%	-22.8%	1024.3%	-1.2%	15.9%	16.0%	52.5%
R&D	469	485	409	566	593	428	523	718
매출 대비	19.1%	20.1%	17.4%	19.3%	21.6%	15.8%	19.7%	22.0%
영업이익+R&D	731	685	624	725	852	659	773	960
수익성	29.8%	28.4%	26.5%	24.7%	31.0%	24.4%	29.1%	29.4%
EBITDA	378	315	334	281	389	379	377	371
margin	15.4%	13.1%	14.2%	9.6%	14.2%	14.0%	14.2%	11.4%

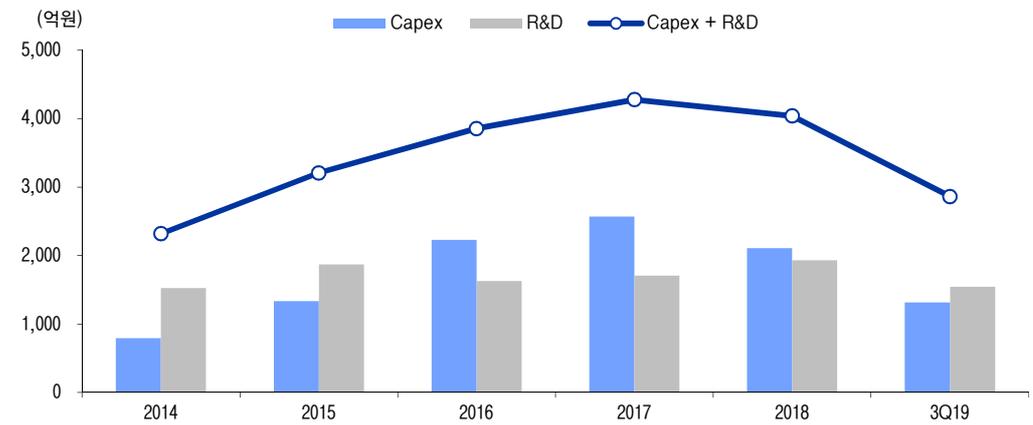
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림45 한미약품의 순현금 추이 vs 'Capex + R&D' 추이



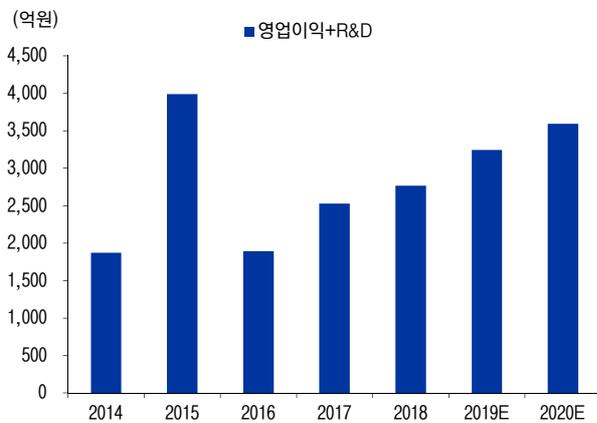
주: 순현금 (단기금융자산+현금성)-(단기사채+단기차입금+유동성장기부채)-(사채+장기차입금) / R&D 중 무형자산화된 금액은 제외

그림46 Capex 와 R&D 추이



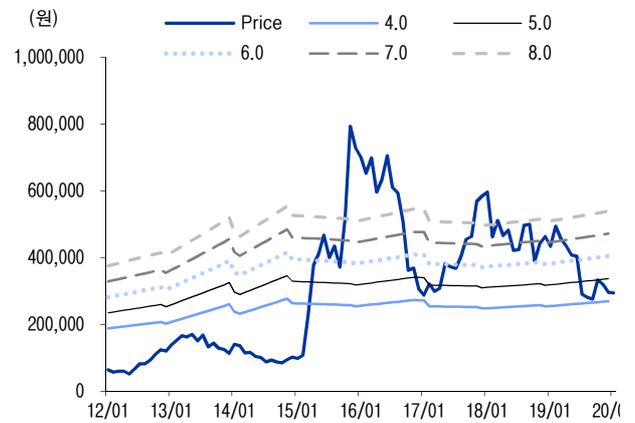
주: 순현금 (단기금융자산+현금성)-(단기사채+단기차입금+유동성장기부채)-(사채+장기차입금) / R&D 중 무형자산화된 금액은 제외

그림47 한미약품 수익성: 영업이익 + R&D



주: R&D 중 무형자산화된 금액은 제외

그림48 한미약품 12m fwd P/B



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

한미약품 (128940)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	658.1	564.1	600.6	457.7	357.3
현금 및 현금성자산	47.3	67.3	-104.2	-318.5	-495.3
매출채권 및 기타채권	250.3	183.5	285.3	315.4	347.6
재고자산	232.1	247.8	375.3	414.8	457.2
기타유동자산	128.4	65.5	44.2	46.0	47.9
비유동자산	1,002.8	1,127.1	1,295.6	1,485.4	1,685.6
관계기업투자등	54.3	33.9	59.6	62.0	64.5
유형자산	790.1	900.3	1,029.3	1,198.7	1,379.5
무형자산	45.7	60.7	70.8	83.2	94.4
자산총계	1,660.9	1,691.2	1,896.2	1,943.1	2,042.9
유동부채	639.2	435.0	466.3	465.5	506.1
매입채무 및 기타채무	267.0	148.9	171.7	189.8	209.1
단기금융부채	278.6	215.4	265.8	245.8	265.8
기타유동부채	93.5	70.6	28.8	29.9	31.1
비유동부채	229.3	467.0	600.0	601.9	603.9
장기금융부채	197.7	416.3	529.7	529.7	529.7
기타비유동부채	31.7	50.7	70.3	72.2	74.2
부채총계	868.5	902.0	1,066.3	1,067.5	1,110.0
지배주주지분	711.7	703.2	732.9	778.6	835.8
자본금	27.9	28.5	29.0	29.0	29.0
자본잉여금	415.5	414.9	414.3	414.3	414.3
이익잉여금	285.3	287.8	325.6	371.3	428.5
비지배주주지분(연결)	80.7	86.0	97.1	97.1	97.1
자본총계	792.4	789.3	830.0	875.6	932.8

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	-62.9	26.0	-131.9	65.4	83.2
당기순이익(손실)	69.0	34.2	52.8	51.4	63.0
비현금수익비용가감	55.4	118.1	76.2	65.7	75.6
유형자산감가상각비	31.8	41.2	48.4	55.9	64.6
무형자산상각비	4.6	6.0	6.6	7.9	9.1
기타현금수익비용	5.0	4.1	21.2	1.9	2.0
영업활동 자산부채변동	-166.3	-97.9	-241.0	-51.8	-55.4
매출채권 감소(증가)	-16.3	58.6	-102.1	-30.1	-32.2
재고자산 감소(증가)	0.0	0.0	-124.8	-39.6	-42.3
매입채무 증가(감소)	-3.3	3.3	35.9	18.1	19.4
기타자산, 부채변동	-146.7	-159.9	-50.0	-0.2	-0.2
투자활동 현금	-152.9	-145.8	-201.8	-253.9	-274.3
유형자산처분(취득)	-242.0	-181.8	-179.2	-225.3	-245.3
무형자산 감소(증가)	-15.0	-28.5	-16.2	-20.3	-20.3
투자자산 감소(증가)	104.0	62.4	-3.6	-2.8	-2.9
기타투자활동	0.1	2.1	-2.9	-5.5	-5.7
재무활동 현금	137.7	140.4	159.6	-25.8	14.2
차입금의 증가(감소)	144.2	155.0	169.2	-20.0	20.0
자본의 증가(감소)	0.0	-9.0	-5.7	-5.8	-5.8
배당금의 지급	0.0	9.0	5.7	5.8	5.8
기타재무활동	-6.5	-5.6	-3.9	0.0	0.0
현금의 증가	-83.1	20.1	-171.6	-214.3	-176.8
기초현금	130.4	47.3	67.3	-104.2	-318.5
기말현금	47.3	67.3	-104.2	-318.5	-495.3

주: IFRS 연결 기준

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	916.6	1,016.0	1,137.1	1,255.7	1,367.3
매출원가	398.2	475.0	499.7	569.0	635.2
매출총이익	518.4	540.9	637.4	686.7	732.2
판매비 및 관리비	436.2	457.3	539.2	578.3	607.4
영업이익	82.2	83.6	98.2	108.4	124.8
(EBITDA)	118.6	130.8	153.2	172.2	198.4
금융손익	-6.9	-15.2	-20.5	-22.2	-21.4
이자비용	10.7	19.4	24.7	25.6	25.0
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-16.4	-18.1	-6.0	-10.4	-10.5
세전계속사업이익	58.8	50.4	71.8	75.8	92.9
계속사업법인세비용	-10.1	16.2	19.0	24.4	29.9
계속사업이익	69.0	34.2	52.8	51.4	63.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	69.0	34.2	52.8	51.4	63.0
지배주주	60.4	24.9	43.6	51.4	63.0
총포괄이익	71.3	28.8	48.5	51.4	63.0
매출총이익률 (%)	56.6	53.2	56.1	54.7	53.5
영업이익률 (%)	9.0	8.2	8.6	8.6	9.1
EBITDA 마진률 (%)	12.9	12.9	13.5	13.7	14.5
당기순이익률 (%)	7.5	3.4	4.6	4.1	4.6
ROA (%)	3.7	1.5	2.4	2.7	3.2
ROE (%)	8.8	3.5	6.1	6.8	7.8
ROIC (%)	6.7	4.8	4.9	4.1	4.2

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	109.5	215.2	77.9	66.1	54.0
P/B	9.3	7.7	4.7	4.4	4.1
EV/EBITDA	58.9	45.3	28.6	26.6	24.0
P/CF	53.4	35.4	26.5	29.2	24.7
배당수익률 (%)	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
성장성 (%)					
매출액	3.8	10.8	11.9	10.4	8.9
영업이익	206.9	1.7	17.5	10.3	15.1
세전이익	635.8	-14.4	42.5	5.7	22.4
당기순이익	127.6	-50.5	54.4	-2.5	22.4
EPS	159.5	-58.8	75.2	17.9	22.4
안정성 (%)					
부채비율	109.6	114.3	128.5	121.9	119.0
유동비율	103.0	129.7	128.8	98.3	70.6
순차입금/자기자본(x)	42.4	67.5	107.2	123.8	137.2
영업이익/금융비용(x)	7.7	4.3	4.0	4.2	5.0
총차입금 (십억원)	476.2	631.7	795.5	775.5	795.5
순차입금 (십억원)	335.9	533.0	889.8	1,083.7	1,280.1
주당지표 (원)					
EPS	5,234	2,156	3,778	4,454	5,453
BPS	61,334	60,560	63,114	67,047	71,974
CFPS	10,725	13,124	11,109	10,091	11,938
DPS	500	500	500	500	600

유한양행 (000100)

2020. 1. 28

제약/바이오

4Q19 Preview

Analyst **최석원**

02. 3779-8446

cseogwon@ebestsec.co.kr

4Q19 Preview: 매출액 +2.5%yoy, 영업이익 +53.5%yoy

유한양행의 매출액과 영업이익은 각각 4,245억원, 118억원을 기록할 것으로 예상되며, 이는 전년동기대비 각각 +2.5%, +53.5% 증가한 수치이다. 2018년보다 낮은 외형 성장세는 ETC 부문에서 비리어드 등 주력 도입상품의 특허 만료에 따른 단가 하락의 영향이다. 하지만 2020년부터는 신규 도입상품과 개량신약이 2019년의 ETC 부문 외형 하락분을 만회해줄 것으로 예상된다.

매출액보다 영업이익의 증가폭이 큰 주요 이유는 지난 4Q18에는 없었던 기술수출료 인식이 있기 때문이다. 매출로 인식되는 기술수출료는 곧 영업이익으로 인식되기 때문에 수익성 개선의 폭이 커지는 효과가 있기 때문이다.

2020년 매출액 15,750억원(+4.2%yoy), 영업이익 707억원(+346.4%yoy)

2020년에도 R&D 비용의 증가세는 이어질 것으로 예상된다. 하지만 2019년 부진했던 ETC부문의 턴어라운드도 예상되고, 기술수출료 인식 규모도 2019년 200억~300억 수준에서 2020년엔 900억원 수준으로 크게 증가할 것으로 예상된다. 2020년에도 안센과 베링거인겔하임의 Upfront가 분기별로 안분 인식될 예정이고, 이외에도 안센의 레이저티닙(YH25448) 병용 요법에 대한 마일스톤(임상 2상), 베링거인겔하임의 GLP-1/FGF21 dual agonist(YH25724) 임상 진입에 따른 마일스톤이 예상되기 때문이다.

투자의견 '매수', 목표주가 '330,000원' 유지

2020년은 부진했던 ETC 부문의 턴어라운드, 기술수출료 인식 규모 증가로 실적의 턴어라운드가 예상되는 연도이다. 투자의견 '매수'와 목표주가 '33만원'을 유지하는 바이다.

Buy (maintain)

목표주가 **330,000 원**

현재주가 **227,000 원**

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (1/23)		2,246.13pt
시가총액		30,353 억원
발행주식수		13,371 천주
52 주 최고가 / 최저가	254,168 / 201,037	
90 일 일평균거래대금		75.18 억원
외국인 지분율		21.1%
배당수익률(19.12E)		0.9%
BPS(19.12E)		127,190 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-3.4%
	6 개월	-4.1%
	12 개월	-3.9%
주주구성	유한재단(외 3 인)	23.3%
	국민연금(외 1 인)	12.7%
	자사주신탁(외 1 인)	8.2%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	1,462.2	88.7	144.9	109.6	9,283	-33.2	140.9	22.6	16.7	1.7	7.0
2018	1,518.8	50.1	89.4	58.3	4,883	-47.4	109.1	41.9	21.1	1.6	3.5
2019E	1,511.1	15.8	81.9	53.3	4,638	-5.0	74.3	49.6	38.6	1.8	3.3
2020E	1,575.0	70.7	142.3	92.9	7,903	70.4	128.5	29.1	22.1	1.7	5.5
2021E	1,707.6	73.1	145.3	94.8	8,068	2.1	130.1	28.5	21.8	1.7	5.4

자료: 유한양행, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

실적 추이

표24 연간 실적 추이

(억원)	2015	2016	2017	2018	2019e	2020e	2021e
연결 매출액	11,287	13,208	14,622	15,188	15,111	15,750	17,076
약품	8,270	9,520	10,682	11,410	11,261	11,827	12,818
OTC	926	1,069	1,171	1,119	1,182	1,291	1,398
안티푸라민	130	159	190	179	197	195	195
머시론	99	112	116	129	100	115	133
메가트루		87	114	112	130	150	172
삐콤씨	95	105	127	96	89	96	103
ETC	7,071	8,368	9,410	10,173	9,774	10,383	11,266
비리어드	1,100	1,392	1,542	1,494	1,129	1,016	965
트라젠타	849	973	1,012	1,179	1,269	1,503	1,781
트윈스타	756	832	737	830	892	957	1,024
소발디			433	469	24	26	29
젠보야			233	451	438	438	438
생활건강	892	1,022	1,161	1,208	1,137	1,216	1,301
생활용품	775	891	1,023	1,051	1,137	1,216	1,301
AHC	117	130	138	156	42		
해외사업	1,943	2,526	2,659	2,415	2,235	2,419	2,661
유한양행 매출	1,936	2,522	2,656	2,415	2,235	2,419	2,661
유한화학 매출	1,409	1,736	1,902	1,888	1,798	1,947	2,142
내부거래 조정	(1,402)	(1,732)	(1,900)	(1,885)	(1,798)	(1,947)	(2,142)
기술수출료					279	920	1,220
기타	183	140	120	153	279	288	296
YoY							
연결 매출액	10.9%	17.0%	10.7%	3.9%	-0.5%	4.2%	8.4%
약품	8.9%	15.1%	12.2%	6.8%	-1.3%	5.0%	8.4%
OTC	-0.7%	15.5%	9.5%	-4.5%	5.7%	9.2%	8.3%
ETC	11.1%	18.3%	12.5%	8.1%	-3.9%	6.2%	8.5%
생활건강	9.1%	14.6%	13.7%	4.0%	-5.9%	7.0%	7.0%
해외사업	22.4%	30.0%	5.2%	-9.2%	-7.4%	8.2%	10.0%
영업이익	858	978	887	501	158	707	731
opm	7.6%	7.4%	6.1%	3.3%	1.0%	4.5%	4.3%
YoY	15.4%	13.9%	-9.3%	-43.5%	-68.4%	346.4%	3.4%
R&D	726	865	1,037	1,126	1,512	1,776	1,708
매출 대비	6.4%	6.5%	7.1%	7.4%	10.0%	11.3%	10.0%
영업이익+R&D	1,585	1,843	1,924	1,627	1,670	2,483	2,439
수익성	14.0%	14.0%	13.2%	10.7%	11.1%	15.8%	14.3%
EBITDA	1,169	1,407	1,409	1,091	732	1,286	1,310
margin	10.4%	10.7%	9.6%	7.2%	4.8%	8.2%	7.7%

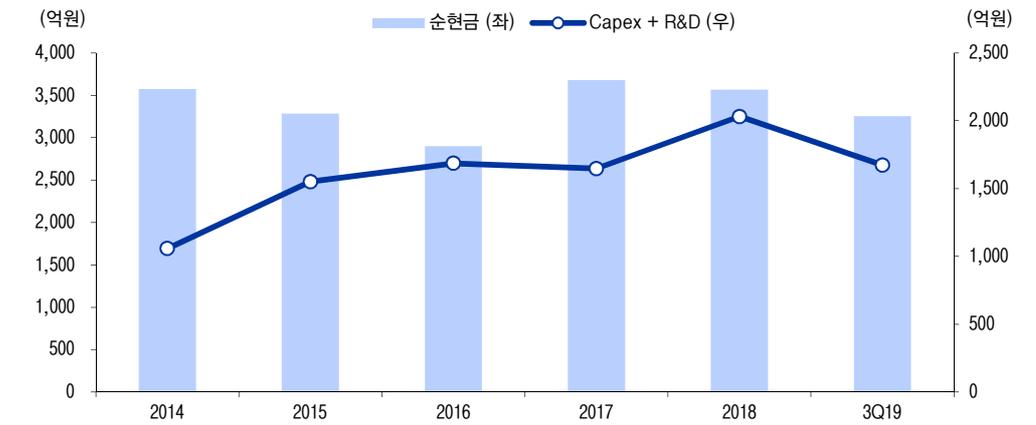
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표25 분기별 실적 추이

(억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E
연결 매출액	3,398	3,862	3,786	4,142	3,450	3,594	3,823	4,245
약품	2,704	2,831	2,849	3,026	2,555	2,691	2,835	3,179
OTC	279	298	257	284	289	289	296	308
안티푸라민	47	43	39	49	47	52	49	50
머시론	29	36	33	31	44	22	0	35
메가트루	29	28	26	29	29	33	33	34
빠콤씨	29	28	21	18	20	17	32	20
ETC	2,388	2,505	2,563	2,717	2,236	2,246	2,460	2,832
비리어드	396	385	383	329	300	248	219	362
트라젠타	276	281	293	329	261	283	329	395
트윈스타	202	188	214	227	198	209	213	272
소발디	193	174	82	20	0	0	0	24
젠보야	105	100	159	87	143	108	101	87
생활건강	249	356	329	274	253	307	330	247
생활용품	213	317	291	230	212	348	330	247
AHC	36	40	38	44	42	0	0	0
해외사업	414	638	570	793	499	522	443	771
유한양행 매출	414	638	568	795	499	522	444	771
유한화학 매출	294	502	421	672	392	400	368	638
내부거래 조정	(293)	(501)	(418)	(672)	(392)	(400)	(368)	(638)
기술수출료					94	19	87	80
기타	31	37	39	46	48	56	127	48
YoY								
연결 매출액	-3.2%	8.8%	0.0%	9.8%	1.5%	-6.9%	1.0%	2.5%
약품	8.8%	12.2%	1.7%	5.4%	-5.5%	-5.0%	-0.5%	5.1%
OTC	-1.4%	-5.0%	-11.8%	0.5%	3.3%	-3.0%	15.1%	8.6%
ETC	9.3%	14.5%	3.1%	6.5%	-6.4%	-10.3%	-4.0%	4.2%
생활건강	0.1%	8.2%	-1.2%	9.3%	1.9%	-13.9%	0.4%	-10.0%
해외사업	-44.7%	-4.1%	-8.5%	27.6%	20.4%	-18.3%	-22.2%	-2.7%
영업이익	257	166	2	77	61	(54)	33	118
opm	7.6%	4.3%	0.0%	1.9%	1.8%	-1.5%	0.9%	2.8%
yoy	-27.7%	-19.9%	-99.3%	-26.5%	-76.3%	-132.6%	2103.8%	53.5%
R&D	234	259	334	299	343	348	327	494
매출 대비	6.9%	6.7%	8.8%	7.2%	10.0%	9.7%	8.5%	11.6%
영업이익+R&D	490	425	336	376	404	293	360	613
수익성	14.4%	11.0%	8.9%	9.1%	11.7%	8.2%	9.4%	14.4%
EBITDA	401	318	148	224	204	94	180	254
margin	11.8%	8.2%	3.9%	5.4%	5.9%	2.6%	4.7%	6.0%

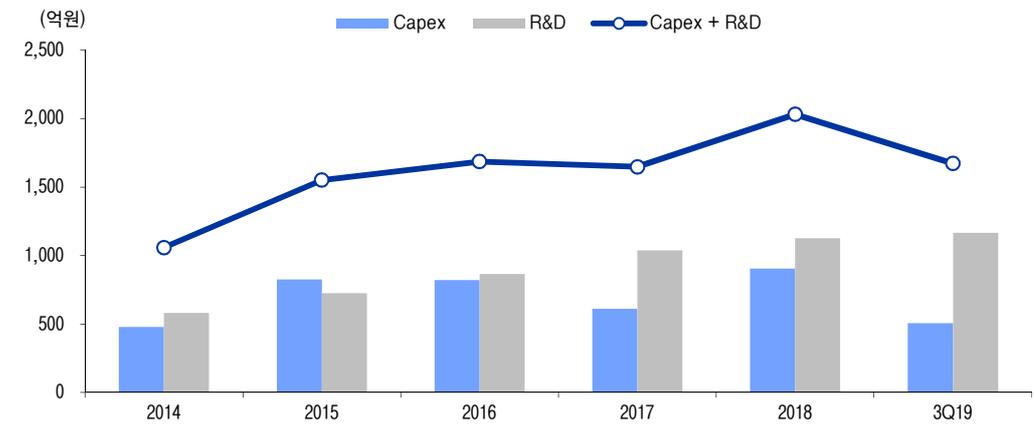
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림49 유한양행의 순현금 추이 vs 'Capex + R&D' 추이



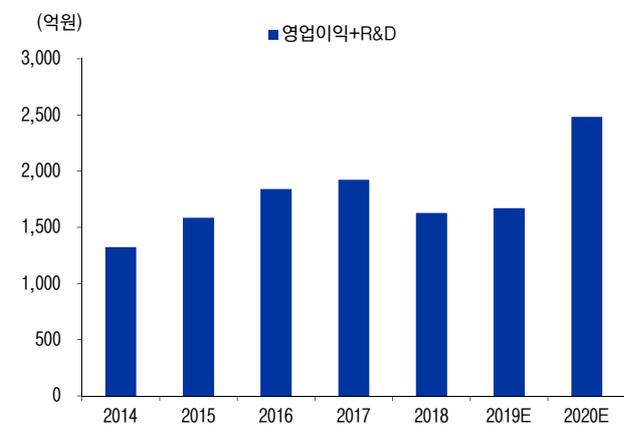
주: 순현금 (단기금융자산+현금성)-(단기사채+단기차입금+유동성장기부채)-(사채+장기차입금) / R&D 중 무형자산화된 금액은 제외

그림50 Capex 와 R&D 추이



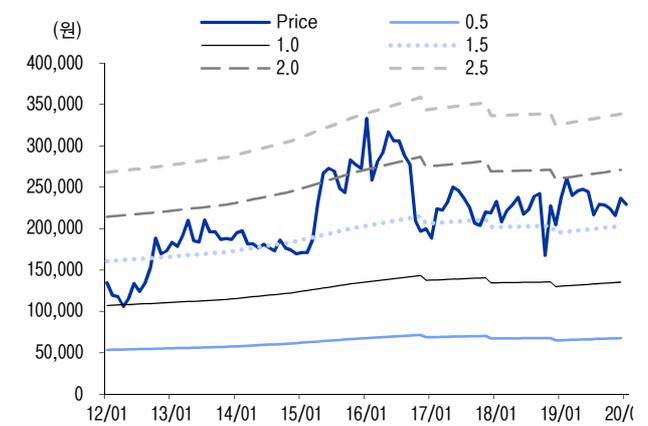
주: 순현금 (단기금융자산+현금성)-(단기사채+단기차입금+유동성장기부채)-(사채+장기차입금) / R&D 중 무형자산화된 금액은 제외

그림51 유한양행 수익성: 영업이익 + R&D



주: R&D 중 무형자산화된 금액은 제외

그림52 유한양행 12m fwd P/B



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

유한양행 (000100)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	1,069.5	1,111.0	1,136.3	1,205.5	1,275.5
현금 및 현금성자산	256.6	241.3	198.5	218.1	219.2
매출채권 및 기타채권	293.3	356.1	407.3	430.8	465.7
재고자산	271.2	248.9	265.1	280.4	303.1
기타유동자산	248.4	264.7	265.5	276.3	287.5
비유동자산	1,025.2	1,062.9	1,013.5	1,031.4	1,055.2
관계기업투자등	517.9	489.8	503.0	523.4	544.7
유형자산	355.4	343.3	336.1	329.8	328.0
무형자산	25.7	33.8	30.5	28.5	26.7
자산총계	2,094.7	2,173.8	2,149.7	2,236.9	2,330.7
유동부채	276.3	349.7	310.1	324.3	343.0
매입채무 및 기타채무	135.0	136.6	154.5	163.4	176.6
단기금융부채	18.5	48.4	27.0	27.0	27.0
기타유동부채	122.8	164.7	128.7	133.9	139.3
비유동부채	212.0	172.4	172.2	176.2	180.4
장기금융부채	115.3	70.2	73.7	73.7	73.7
기타비유동부채	96.7	102.2	98.5	102.5	106.7
부채총계	488.3	522.1	482.4	500.5	523.4
자배주주지분	1,600.0	1,641.7	1,655.2	1,724.2	1,795.1
자본금	59.5	62.2	65.1	65.1	65.1
자본잉여금	117.7	113.9	111.9	111.9	111.9
이익잉여금	1,493.3	1,535.4	1,563.1	1,632.1	1,703.1
비자배주주지분(연결)	6.3	10.1	12.2	12.2	12.2
자본총계	1,606.3	1,651.7	1,667.4	1,736.4	1,807.3

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	126.1	93.5	-8.8	64.6	51.4
당기순이익(손실)	109.6	58.3	53.3	92.9	94.8
비현금수익비용가감	46.0	80.0	35.3	0.7	0.0
유형자산감가상각비	50.0	54.8	54.1	54.1	53.5
무형자산상각비	2.2	4.2	4.3	3.7	3.5
기타현금수익비용	-41.7	-34.3	-23.1	-57.1	-56.9
영업활동 자산부채변동	-45.4	-59.1	-102.5	-29.0	-43.4
매출채권 감소(증가)	-55.6	-59.5	-48.2	-23.5	-34.9
재고자산 감소(증가)	40.7	23.4	-16.8	-15.3	-22.7
매입채무 증가(감소)	-45.7	-7.7	37.0	8.9	13.2
기타자산, 부채변동	15.1	-15.3	-74.5	0.9	1.0
투자활동 현금	-42.2	-58.2	15.0	-21.1	-26.4
유형자산처분(취득)	-56.6	-43.5	-46.7	-47.7	-51.7
무형자산 감소(증가)	-3.1	-1.8	-1.7	-1.7	-1.7
투자자산 감소(증가)	47.4	19.8	90.6	34.2	33.1
기타투자활동	-29.9	-32.6	-27.1	-5.8	-6.1
재무활동 현금	-68.2	-51.4	-52.7	-23.9	-23.9
차입금의 증가(감소)	-66.6	-17.2	-25.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-0.5	-21.9	-22.7	-23.9	-23.9
배당금의 지급	20.7	21.9	22.7	23.9	23.9
기타재무활동	-1.1	-12.2	-5.0	0.0	0.0
현금의 증가	11.8	-15.3	-42.8	19.6	1.1
기초현금	244.9	256.6	241.3	198.5	218.1
기말현금	256.6	241.3	198.5	218.1	219.2

주: IFRS 연결 기준

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	1,462.2	1,518.8	1,511.1	1,575.0	1,707.6
매출원가	1,037.6	1,105.0	1,079.6	1,063.3	1,188.3
매출총이익	424.6	413.8	431.5	511.7	519.4
판매비 및 관리비	335.9	363.7	415.7	440.9	446.2
영업이익	88.7	50.1	15.8	70.7	73.1
(EBITDA)	140.9	109.1	74.3	128.5	130.1
금융손익	-8.8	11.3	13.4	10.5	11.1
이자비용	4.6	3.7	3.1	2.9	2.9
관계기업등 투자손익	48.1	31.6	55.5	61.1	61.1
기타영업외손익	16.9	-3.6	-2.8	0.0	0.0
세전계속사업이익	144.9	89.4	81.9	142.3	145.3
계속사업법인세비용	35.3	31.1	28.7	49.4	50.5
계속사업이익	109.6	58.3	53.3	92.9	94.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	109.6	58.3	53.3	92.9	94.8
지배주주	109.0	57.5	54.7	92.9	94.8
총포괄이익	114.3	71.3	46.6	92.9	94.8
매출총이익률 (%)	29.0	27.2	28.6	32.5	30.4
영업이익률 (%)	6.1	3.3	1.0	4.5	4.3
EBITDA 마진률 (%)	9.6	7.2	4.9	8.2	7.6
당기순이익률 (%)	7.5	3.8	3.5	5.9	5.6
ROA (%)	5.3	2.7	2.5	4.2	4.2
ROE (%)	7.0	3.5	3.3	5.5	5.4
ROIC (%)	9.1	4.3	1.2	5.0	5.0

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	22.6	41.9	49.6	29.1	28.5
P/B	1.7	1.6	1.8	1.7	1.7
EV/EBITDA	16.7	21.1	38.6	22.1	21.8
P/CF	17.5	19.2	33.8	32.0	31.6
배당수익률 (%)	1.0	1.0	0.9	0.9	0.9
성장성 (%)					
매출액	10.7	3.9	-0.5	4.2	8.4
영업이익	-9.3	-43.5	-68.4	346.4	3.4
세전이익	-29.3	-38.3	-8.4	73.8	2.1
당기순이익	-32.0	-46.8	-8.7	74.4	2.1
EPS	-33.2	-47.4	-5.0	70.4	2.1
안정성 (%)					
부채비율	30.4	31.6	28.9	28.8	29.0
유동비율	387.1	317.7	366.4	371.7	371.9
순차입금/자기자본(x)	-22.9	-21.6	-15.4	-16.3	-16.1
영업이익/금융비용(x)	19.2	13.7	5.1	24.3	25.2
총차입금 (십억원)	133.8	118.6	100.7	100.7	100.7
순차입금 (십억원)	-367.5	-356.2	-257.2	-283.3	-291.2
주당지표 (원)					
EPS	9,283	4,883	4,638	7,903	8,068
BPS	123,128	126,264	127,190	132,494	137,946
CFPS	11,991	10,634	6,805	7,190	7,289
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000

종근당 (185750)

4Q19 Preview

2020. 1. 28

제약/바이오

Analyst 최석원

02. 3779-8446

cseogwon@ebestsec.co.kr

4Q19 Preview: 매출액 +3.2%yoy, 영업이익 +2.3%yoy

당사의 이번 4분기 매출액과 영업이익은 각각 2,737억원, 189억원을 기록할 것으로 예상되며, 이는 전년동기 대비 각각 +3.2%, +2.3% 증가한 수치이다. 당사는 국내 제약사 중 특히 만성질환에 강점을 보유하고 있으며, 영업력도 우수하다. 따라서 국내 ETC 부문에서 자체 생산 제품뿐만 아니라 상품(ex. CJ헬스케어의 케이캡, 알보젠코리아의 큐시미아 등)까지 다양한 포트폴리오를 기반으로 매년 안정적인 외형 성장을 기대할 수 있다.

이러한 모습은 2020년에도 이어질 것으로 판단되며, 이에 따라 2020년 전사 매출액은 2019년E 매출액 10,549억원 대비 11.6% 성장한 11,773억원을 기록할 것으로 예상된다. 단, 2020년의 영업이익 증가는 매출액 증가율보다 낮을 것(768억원, +5.8%yoy)으로 판단되는데, 이는 R&D 비용 증가에 기인한다.

주요 R&D 파이프라인 update

1) CKD-506(HDAC 저해제): RA 적응증으로 유럽임상 2a상에 대한 결과를 6월 유럽 류마티스 학회에서 발표할 것으로 예상된다. 결과가 좋다면 L/O를 진행할 수 있을 것으로 보이며, 회사의 판단에 따라 IBD 적응증을 추가하여 임상 2b상을 진행할 가능성도 있음 -> 종근당의 실질적인 첫 번째 R&D 결과이기 때문에 가장 관심이 높은 pipeline.

2) CKD-702(EGFR/c-Met 이중항체): NSCLC 적응증으로 전임상을 종료하고 2019년 12월 IND 제출 후 현재 국내 임상1상을 앞두고 있음. 전임상 데이터는 올해 미국암 학회에서 발표할 수 있을 것으로 보임.

Buy (maintain)

목표주가 128,000 원

현재주가 96,300 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (1/23)		2,246.13pt
시가총액		10,483 억원
발행주식수		10,370 천주
52 주 최고가 / 최저가	103,868 / 75,852	
90 일 일평균거래대금		19.12 억원
외국인 지분율		12.6%
배당수익률(19.12E)		1.0%
BPS(19.12E)		45,171 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	4.8%
	6 개월	3.5%
	12 개월	-14.4%
주주구성	종근당홀딩스외 6 인	36.9%
	국민연금외 1 인	10.8%
	종근당고촌재단외 1 인	6.7%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	884.4	77.8	74.6	53.7	5,211	31.4	99.8	24.2	13.6	3.2	14.2
2018	956.2	75.7	68.3	41.7	4,116	-21.0	97.0	24.8	11.5	2.5	10.2
2019E	1,054.9	72.6	70.5	48.4	4,776	16.0	93.9	19.7	11.1	2.1	11.0
2020E	1,177.3	76.8	75.0	45.8	4,440	-7.0	98.9	21.2	10.6	1.9	9.4
2021E	1,280.5	84.0	82.3	50.2	4,873	9.7	106.8	19.3	9.7	1.8	9.6

자료: 종근당, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

실적추이

표26 연간 실적 추이

(단위: 억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
연결 매출액	8,844	9,562	10,549	11,773	12,805
본사 매출액	8,843	9,557	10,544	11,769	12,801
자누비아 당뇨병 치료제	1,188	1,325	1,417	1,547	1,695
글리아티린 뇌혈관질환치료제	491	528	582	536	482
딜라트렌 고혈압 치료제	428	440	471	516	559
리피로우 고지혈증 치료제	416	391	377	406	432
YoY					
연결 매출액	6.3%	8.1%	10.3%	11.6%	8.8%
본사 매출액	6.3%	8.1%	10.3%	11.6%	8.8%
영업이익	778	757	726	768	840
opm	8.8%	7.9%	6.9%	6.5%	6.6%
yoy	27.0%	-2.6%	-4.2%	5.8%	9.5%
R&D	989	1,153	1,322	1,530	1,665
매출 대비	11.2%	12.1%	12.5%	13.0%	13.0%
영업이익+R&D	1,767	1,910	2,047	2,298	2,505
수익성	20.0%	20.0%	19.4%	19.5%	19.6%
EBITDA	998	970	939	985	1,062
margin	11.3%	10.1%	8.9%	8.4%	8.3%

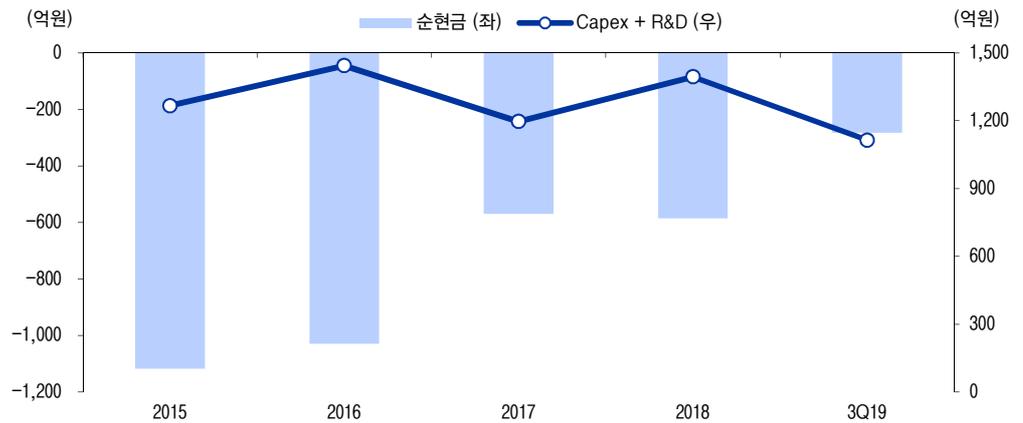
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표27 분기별 실적 추이

(단위: 억원)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E
연결 매출액	2,097	2,110	2,197	2,440	2,185	2,373	2,351	2,652	2,340	2,666	2,806	2,737
본사 매출액	2,097	2,110	2,197	2,439	2,184	2,372	2,350	2,651	2,339	2,664	2,805	2,736
자누비아 당뇨병 치료제	280	297	292	319	278	375	330	342	334	348	362	372
글리아티린 뇌혈관질환치료제	90	111	135	156	106	134	139	149	134	151	163	134
딜라트렌 고혈압 치료제	102	108	106	112	106	112	112	111	115	116	119	120
리피로우 고지혈증 치료제	102	95	99	120	92	100	98	100	91	97	93	96
YoY												
연결 매출액					4.2%	12.5%	7.0%	8.7%	7.1%	12.3%	19.3%	3.2%
본사 매출액	3.8%	2.6%	7.3%	11.0%	4.2%	12.4%	7.0%	8.7%	7.1%	12.3%	19.4%	3.2%
영업이익	168	163	237	209	188	181	204	184	159	182	196	189
opm	8.0%	7.7%	10.8%	8.6%	8.6%	7.6%	8.7%	6.9%	6.8%	6.8%	7.0%	6.9%
yoy					12.2%	10.7%	-13.9%	-12.0%	-15.4%	0.9%	-4.2%	2.3%
R&D	237	226	229	298	230	271	299	354	305	323	324	370
매출 대비	11.3%	10.7%	10.4%	12.2%	10.5%	11.4%	12.7%	13.3%	13.0%	12.1%	11.5%	13.5%
영업이익+R&D	405	389	466	507	418	452	503	538	464	505	520	558
수익성	19.3%	18.4%	21.2%	20.8%	19.1%	19.0%	21.4%	20.3%	19.8%	19.0%	18.5%	20.4%
EBITDA	225	220	290	262	240	234	258	238	212	235	248	243
margin	10.8%	10.4%	13.2%	10.7%	11.0%	9.9%	11.0%	9.0%	9.1%	8.8%	8.8%	8.9%

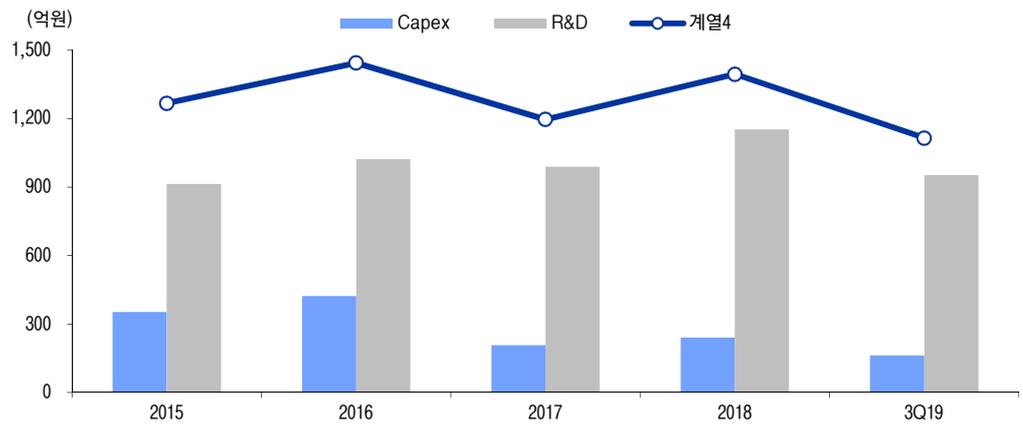
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림53 종근당의 순현금 추이 vs 'Capex + R&D' 추이



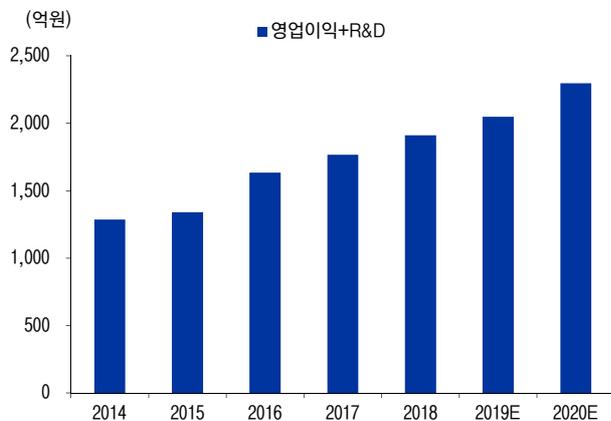
주: 순현금 (단기금융자산+현금성)-(단기사채+단기차입금+유동성장기부채)-(사채+장기차입금) / R&D 중 무형자산화된 금액은 제외

그림54 Capex 와 R&D 추이



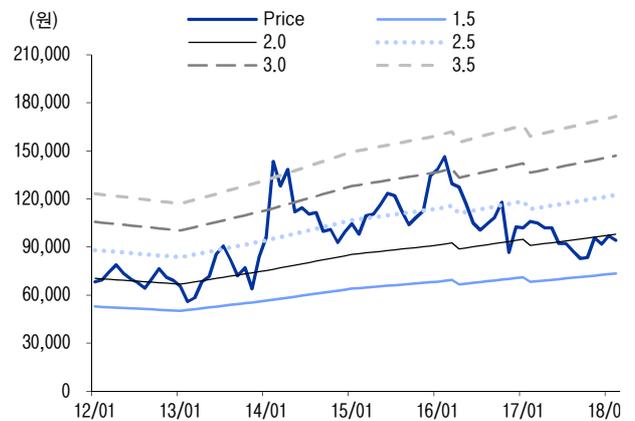
주: 순현금 (단기금융자산+현금성)-(단기사채+단기차입금+유동성장기부채)-(사채+장기차입금) / R&D 중 무형자산화된 금액은 제외

그림55 종근당 수익성: 영업이익 + R&D



주: R&D 중 무형자산화된 금액은 제외

그림56 종근당 12m fwd P/B



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

종근당 (185750)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	366.9	390.3	448.1	491.6	535.9
현금 및 현금성자산	45.5	45.9	90.1	92.0	100.9
매출채권 및 기타채권	210.0	207.8	193.4	216.3	235.7
재고자산	104.3	127.6	156.1	174.6	190.2
기타유동자산	7.1	9.0	8.4	8.8	9.1
비유동자산	310.3	321.2	325.3	334.4	345.3
관계기업투자등	13.2	12.4	11.7	12.2	12.7
유형자산	252.4	254.1	255.3	261.9	270.3
무형자산	14.3	15.4	15.7	16.0	16.2
자산총계	677.2	711.5	773.4	826.0	881.2
유동부채	224.0	204.5	237.0	252.0	265.2
매입채무 및 기타채무	95.9	98.2	111.4	124.6	135.8
단기금융부채	81.1	58.6	78.0	78.0	78.0
기타유동부채	47.1	47.8	47.5	49.5	51.5
비유동부채	49.9	76.1	66.5	67.5	68.6
장기금융부채	21.4	45.9	32.9	32.9	32.9
기타비유동부채	28.5	30.2	33.6	34.6	35.7
부채총계	273.9	280.6	303.4	319.5	333.8
자배주주지분	401.7	428.7	468.4	504.9	545.9
자본금	23.5	24.7	25.9	25.9	25.9
자본잉여금	271.4	270.2	269.0	269.0	269.0
이익잉여금	106.0	142.6	182.7	219.2	260.2
비지배주주지분(연결)	1.6	2.2	1.5	1.5	1.5
자본총계	403.3	430.9	470.0	506.5	547.4

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	81.7	42.6	74.4	42.4	51.8
당기순이익(손실)	53.7	41.7	48.4	45.8	50.2
비현금수익비용가감	71.6	72.2	48.3	23.2	23.9
유형자산감가상각비	20.2	19.5	19.6	20.4	21.0
무형자산상각비	1.8	1.7	1.8	1.8	1.8
기타현금수익비용	0.6	0.4	27.0	1.0	1.1
영업활동 자산부채변동	-21.6	-41.4	-2.6	-26.5	-22.3
매출채권 감소(증가)	0.5	-1.1	16.8	-22.8	-19.4
재고자산 감소(증가)	-19.6	-30.8	-35.3	-18.4	-15.7
매입채무 증가(감소)	10.8	2.4	15.3	13.2	11.2
기타자산, 부채변동	-13.3	-12.0	0.6	1.6	1.7
투자활동 현금	-23.9	-30.3	-24.7	-31.3	-33.7
유형자산처분(취득)	-19.5	-21.4	-21.3	-27.0	-29.3
무형자산 감소(증가)	-1.3	-2.7	-1.7	-2.1	-2.1
투자자산 감소(증가)	-2.1	-5.2	-0.1	-0.5	-0.5
기타투자활동	-1.1	-1.0	-1.5	-1.7	-1.8
재무활동 현금	-34.7	-11.7	-5.9	-9.3	-9.3
차입금의 증가(감소)	-26.3	2.3	3.4	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-8.5	-7.1	-8.8	-9.3	-9.3
배당금의 지급	8.5	8.5	8.8	9.3	9.3
기타재무활동	0.0	-7.0	-0.4	0.0	0.0
현금의 증가	23.8	0.5	44.2	1.9	8.9
기초현금	21.7	45.5	45.9	90.1	92.0
기말현금	45.5	45.9	90.1	92.0	100.9

주: IFRS 연결 기준

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	884.4	956.2	1,054.9	1,177.3	1,280.5
매출원가	524.7	575.8	660.0	758.0	834.3
매출총이익	359.7	380.4	394.9	419.3	446.2
판매비 및 관리비	281.9	304.7	322.3	342.6	362.2
영업이익	77.8	75.7	72.6	76.8	84.0
(EBITDA)	99.8	97.0	93.9	98.9	106.8
금융손익	-3.6	-1.9	-1.8	-2.0	-2.0
이자비용	3.5	2.7	2.8	2.8	2.8
관계기업등 투자손익	-0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.1	-5.5	-0.3	0.3	0.3
세전계속사업이익	74.6	68.3	70.5	75.0	82.3
계속사업법인세비용	20.9	26.6	22.1	29.2	32.1
계속사업이익	53.7	41.7	48.4	45.8	50.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	53.7	41.7	48.4	45.8	50.2
지배주주	53.8	42.4	49.2	45.8	50.2
총포괄이익	54.1	39.1	48.4	45.8	50.2
매출총이익률 (%)	40.7	39.8	37.4	35.6	34.8
영업이익률 (%)	8.8	7.9	6.9	6.5	6.6
EBITDA 마진률 (%)	11.3	10.1	8.9	8.4	8.3
당기순이익률 (%)	6.1	4.4	4.6	3.9	3.9
ROA (%)	8.2	6.1	6.6	5.7	5.9
ROE (%)	14.2	10.2	11.0	9.4	9.6
ROIC (%)	12.6	10.0	10.4	9.4	9.7

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	24.2	24.8	19.7	21.2	19.3
P/B	3.2	2.5	2.1	1.9	1.8
EV/EBITDA	13.6	11.5	11.1	10.6	9.7
P/CF	10.4	9.3	10.1	14.2	13.2
배당수익률 (%)	0.7	0.9	1.0	1.0	1.0
성장성 (%)					
매출액	6.3	8.1	10.3	11.6	8.8
영업이익	27.0	-2.6	-4.2	5.8	9.5
세전이익	31.4	-8.4	3.2	6.3	9.7
당기순이익	31.2	-22.4	16.1	-5.4	9.7
EPS	31.4	-21.0	16.0	-7.0	9.7
안정성 (%)					
부채비율	67.9	65.1	64.6	63.1	61.0
유동비율	163.8	190.9	189.1	195.1	202.1
순차입금/자기자본(x)	14.1	13.6	4.4	3.7	1.8
영업이익/금융비용(x)	22.2	27.9	26.3	27.3	29.9
총차입금 (십억원)	102.5	104.5	110.9	110.9	110.9
순차입금 (십억원)	57.0	58.5	20.7	18.8	10.0
주당지표 (원)					
EPS	5,211	4,116	4,776	4,440	4,873
BPS	38,884	41,342	45,171	48,691	52,641
CFPS	12,131	10,997	9,330	6,651	7,147
DPS	900	900	900	900	900

보령제약 (003850)

4Q19 Preview

2020. 1. 28

제약/바이오

Analyst 최석원

02. 3779-8446

cseogwon@ebestsec.co.kr

4Q19 Preview: 매출액 +18.7%yoy, 영업이익 -7.1%yoy 예상

보령제약의 4Q19 매출액과 영업이익은 각각 1,338억원, 45억원을 기록할 것으로 예상되며, 이는 전년동기 대비 각각 +18.7%, -7.1% 상승한 수치이다. 이번 4분기에도 매출액의 가파른 성장세는 유효할 것으로 보인다. '카나브 패밀라'의 매출 성장세가 여전히 견조한 가운데, 지난 3분기와 마찬가지로 '라니티딘 사태'에 따른 수혜로 '스토가'에 대한 매출이 큰 폭으로 증가하고 있기 때문이다.

단, 영업이익은 전년동기대비 역성장할 것으로 추정된다. 이유는 신공장인 예산공장에 대한 감가상각비가 이번 4분기부터 계상되기 때문이다(예산공장은 지난 2019년 4월에 준공, Capex는 총 1,500억원 수준이며 내용연수를 감안할 때 연간 감가상각비 증분은 100억원 수준으로 예상됨). 고정비 증가에 따른 전년동기대비 이익률 하락은 올해 상반기까지 이어질 것으로 예상되는데, 가동률이 정상화되는 하반기부터는 다시 본래의 수익성을 회복할 것으로 기대된다.

투자의견 '매수', 목표주가 '19,000원' 유지

3분기 실적 발표 이후 주가가 빠르게 상승한 이유는 결국 실적이었다. 예산공장 증설에 따른 고정비 부담 증가로 2020년의 수익성은 2019년 대비 하락할 것으로 추정되지만, 공장 가동을 정상화가 연간으로 반영되는 2021년부터 다시 실적 개선세가 이어질 것으로 예상되는바, 보령제약에 대해 기존의 투자의견과 목표주가 '19,000원'을 유지한다.

Buy (maintain)

목표주가 19,000 원

현재주가 14,500 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (1/23)	2,246.13pt
시가총액	6,409 억원
발행주식수	44,200 천주
52 주 최고가 / 최저가	16,600 / 9,590 원
90 일 일평균거래대금	53.99 억원
외국인 지분율	12.7%
배당수익률(19.12E)	0.5%
BPS(19.12E)	6,437 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -6.7%
	6개월 17.5%
	12개월 46.4%
주주구성	보령홀딩스(외 5인) 52.8%
	자사주신탁(외 1인) 2.8%
	자사주(외 1인) 2.0%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	422.7	1.0	76.4	56.5	1,296	909.1	17.3	7.4	27.4	1.7	25.5
2018	460.4	25.0	26.6	20.3	483	-62.7	41.1	20.6	12.6	1.7	8.0
2019E	519.1	37.2	43.7	30.9	736	52.2	54.3	20.0	13.7	2.3	11.4
2020E	573.6	35.5	35.5	27.1	645	-12.3	59.5	22.9	12.5	2.1	9.2
2021E	615.6	38.9	38.9	29.7	707	9.5	64.0	20.9	11.5	1.9	9.2

자료: 보령제약, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

4Q19 Preview

이번 4분기는 매출액은 지난 3분기에 이어 성장세를 이어갈 것으로 보이나, 영업이익은 전년동기대비 역성장할 것으로 추정된다. 이유는 신공장인 예산공장에 대한 감가상각비가 이번 4분기부터 계상되기 때문이다(예산공장은 지난 2019년 4월에 준공, Capex는 총 1,500억원 수준이며 내용연수를 감안할 때 연간 감가상각비 증분은 100억원 수준으로 예상됨). 고정비 증가에 따른 전년동기대비 이익률 하락은 올해 상반기까지 이어질 것으로 예상되는데, 가동률이 정상화되는 하반기부터는 다시 본래의 수익성을 회복할 것으로 기대된다.

표28 보령제약 분기별 실적 추이 및 추정치

(단위: 억원)		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E
제품		593	592	608	545	600	673	694	656
카나브	고혈압 치료제	144	139	139	153	167	167	177	192
겔포스	위장병 치료제	42	48	27	20	26	58	46	24
맥스핀	항생주사제	23	27	34	29	32	32	33	28
스토가	위궤양 치료제	25	26	25	26	26	27	44	49
기타	경구 항생제 외	359	352	384	316	348	390	394	364
상품		394	411	460	446	440	455	546	544
젬자	항암 치료제	33	35	35	32	34	37	35	32
제넥솔	항암 치료제	23	27	30	24	28	28	29	27
젤로다	항암 치료제	24	28	25	24	26	26	27	28
기타	항고지혈증제 외	314	321	370	365	352	363	455	457
기타	임가공수입금 외	130	141	147	136	148	145	153	138
총합		1,117	1,145	1,216	1,127	1,187	1,273	1,393	1,338
YoY									
연결 매출액		11.9%	5.1%	1.2%	20.1%	6.3%	11.2%	14.6%	18.7%
제품		21.4%	-8.4%	16.5%	-3.2%	1.1%	13.7%	14.2%	20.4%
	카나브	50.0%	40.1%	61.1%	46.1%	16.2%	19.7%	27.4%	25.0%
	스토가	29.1%	-2.6%	0.8%	24.3%	5.0%	5.8%	80.8%	85.0%
상품	GLP-1/항암제 등	14.2%	22.3%	-14.6%	59.3%	11.6%	10.5%	18.5%	22.0%
기타	임가공수입금 외	-21.1%	32.1%	5.4%	42.0%	13.7%	2.5%	4.0%	1.0%
영업이익		88	42	71	49	94	114	119	45
	opm	7.9%	3.7%	5.8%	4.3%	7.9%	9.0%	8.5%	3.4%
	yoy	81.4%	438.3%	465.2%	흑.전	6.8%	171.9%	68.3%	-7.1%
R&D		79	92	90	84	90	80	112	127
	매출 대비	7.0%	8.0%	7.4%	7.5%	7.6%	6.3%	8.1%	9.5%
영업이익+R&D		167	133	161	133	184	194	231	172
	수익성	14.9%	11.7%	13.2%	11.8%	15.5%	15.3%	16.6%	12.9%
EBITDA		129	81	110	90	134	151	155	113
	margin	11.5%	7.1%	9.1%	8.0%	11.3%	11.9%	11.1%	8.4%

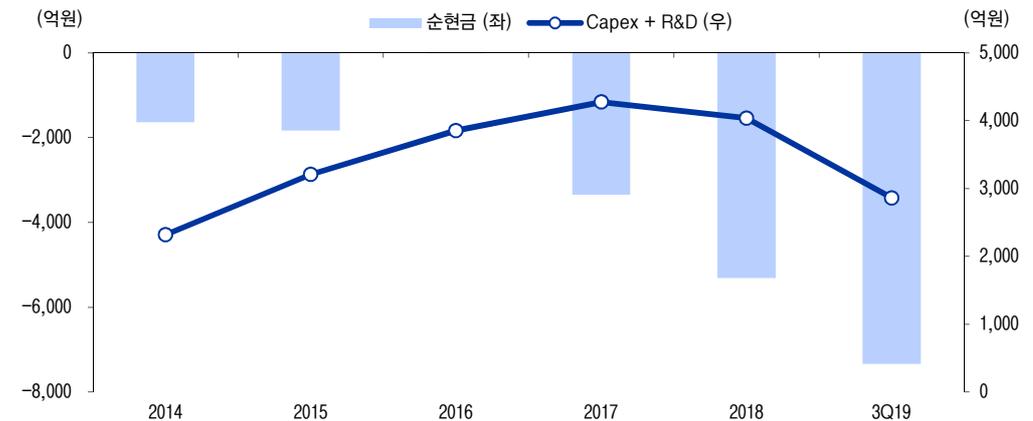
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표29 보령제약 연간 실적 추이 및 추정치

(단위: 억원)		2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
제품		2,083	2,342	2,219	2,338	2,623	2,911
카나브	고혈압 치료제	334	445	386	575	702	800
겔포스	위장병 치료제	191	173	241	136	154	154
맥스핀	항생주사제	102	90	115	114	125	129
스토가	위궤양 치료제	98	111	91	101	146	198
기타	경구 항생제 외	1,357	1,523	1,386	1,412	1,496	1,630
상품		1,449	1,260	1,500	1,711	1,984	2,253
젬자	항암 치료제	0	95	129	135	138	143
제넥솔	항암 치료제	0	67	87	104	111	121
젤로다	항암 치료제	92	79	95	101	107	118
기타	항고지혈증제 외	0	1,019	1,189	1,372	1,627	1,871
기타	임가공수입금 외	481	489	508	555	584	572
총합		4,014	4,091	4,227	4,604	5,191	5,736
YoY							
연결 매출액		11.6%	1.9%	3.3%	8.9%	12.7%	10.5%
제품		2.9%	12.5%	-5.3%	5.3%	12.2%	11.0%
	카나브	-3.2%	33.3%	-13.2%	48.9%	22.1%	14.0%
	스토가	-6.3%	12.9%	-17.8%	11.3%	44.4%	35.4%
상품	GLP-1/항암제 등	33.4%	-13.0%	19.0%	14.1%	15.9%	13.6%
기타	임가공수입금 외	-0.7%	1.5%	3.9%	9.3%	5.2%	-2.0%
영업이익		276	220	10	250	372	355
	opm	6.9%	5.4%	0.2%	5.4%	7.2%	6.2%
	yoy	12.8%	-20.1%	-95.4%	2346.4%	49.2%	-4.6%
R&D		297	290	323	344	410	459
	매출 대비	7.4%	7.1%	7.6%	7.5%	7.9%	8.0%
영업이익+R&D		573	510	333	594	782	814
	수익성	14.3%	12.5%	7.9%	12.9%	15.1%	14.2%
EBITDA		403	373	173	411	552	608
	margin	10.0%	9.1%	4.1%	8.9%	10.6%	10.6%

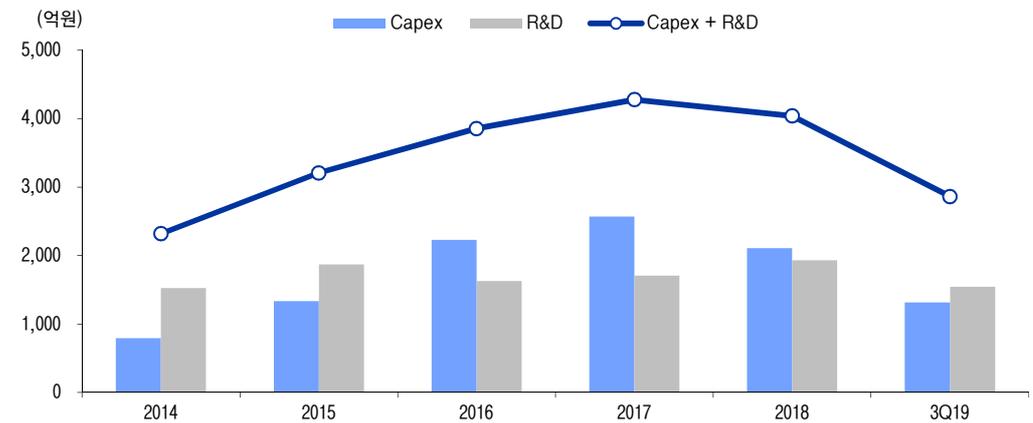
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림57 보령제약의 순현금 추이 vs 'Capex + R&D' 추이



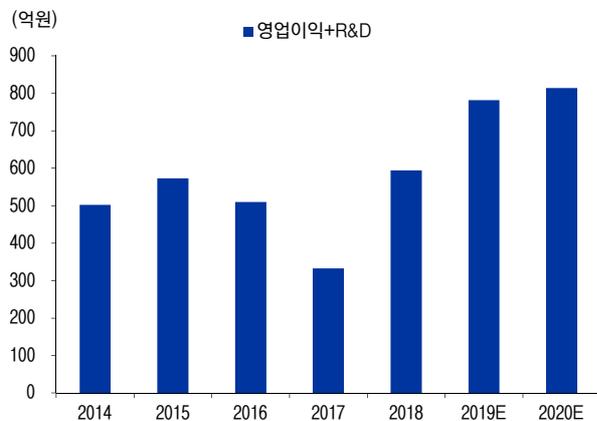
주: 순현금 (단기금융자산+현금성)-(단기사채+단기차입금+유동성장기부채)-(사채+장기차입금) / R&D 중 무형자산화된 금액은 제외

그림58 Capex 와 R&D 추이



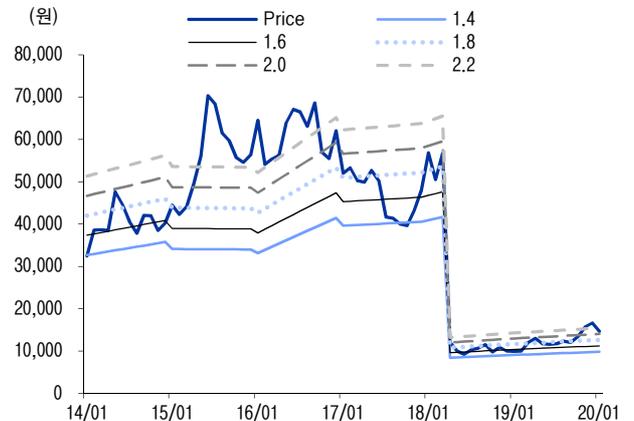
주: 순현금 (단기금융자산+현금성)-(단기사채+단기차입금+유동성장기부채)-(사채+장기차입금) / R&D 중 무형자산화된 금액은 제외

그림59 보령제약 수익성: 영업이익 + R&D



주: R&D 중 무형자산화된 금액은 제외

그림60 보령제약 12m fwd P/B



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

보령제약 (003850)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	228.5	224.5	214.1	235.4	256.5
현금 및 현금성자산	16.4	7.6	4.4	4.9	10.2
매출채권 및 기타채권	143.0	130.2	123.7	136.4	145.9
재고자산	60.7	75.8	74.8	82.5	88.2
기타유동자산	8.5	10.9	11.2	11.7	12.2
비유동자산	174.0	225.5	282.0	293.7	306.3
관계기업투자등	7.0	3.0	1.4	1.4	1.5
유형자산	144.5	196.3	251.0	258.3	267.1
무형자산	17.5	17.4	17.6	21.4	24.7
자산총계	402.5	450.0	496.1	529.1	562.8
유동부채	116.2	129.7	125.5	134.2	141.1
매입채무 및 기타채무	58.3	71.2	71.9	79.2	84.8
단기금융부채	38.9	31.8	20.5	20.5	20.5
기타유동부채	19.0	26.7	33.1	34.5	35.9
비유동부채	36.7	64.2	86.2	86.6	87.1
장기금융부채	27.4	54.3	75.0	75.0	75.0
기타비유동부채	9.3	9.9	11.1	11.6	12.0
부채총계	152.9	193.9	211.6	220.8	228.2
자배주주지분	249.7	256.1	284.5	308.3	334.6
자본금	22.1	22.1	22.1	22.1	22.1
자본잉여금	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
이익잉여금	235.4	246.8	275.2	299.0	325.4
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	249.7	256.1	284.5	308.3	334.6

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	-24.6	38.9	55.6	39.4	46.4
당기순이익(손실)	56.5	20.3	30.9	27.1	29.7
비현금수익비용가감	-29.1	25.4	15.5	24.4	25.5
유형자산감가상각비	13.9	13.9	14.9	21.3	22.0
무형자산상각비	2.3	2.2	2.2	2.6	3.1
기타현금수익비용	-3.4	0.0	-1.6	0.5	0.5
영업활동 자산부채변동	-21.4	-7.9	17.4	-12.1	-8.8
매출채권 감소(증가)	-12.7	15.6	6.4	-12.7	-9.6
재고자산 감소(증가)	5.6	-19.6	-2.6	-7.7	-5.8
매입채무 증가(감소)	2.6	8.6	5.0	7.4	5.6
기타자산, 부채변동	-16.9	-12.5	8.6	0.9	0.9
투자활동 현금	-24.5	-56.4	-64.9	-35.6	-37.7
유형자산처분(취득)	-62.9	-54.8	-70.8	-28.7	-30.8
무형자산 감소(증가)	-2.6	-1.6	-2.3	-6.4	-6.4
투자자산 감소(증가)	0.2	0.0	0.0	-0.1	-0.1
기타투자활동	40.8	0.0	8.2	-0.5	-0.5
재무활동 현금	39.5	8.7	5.9	-3.4	-3.4
차입금의 증가(감소)	40.9	19.8	8.4	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-1.6	-6.8	-2.5	-3.4	-3.4
배당금의 지급	1.6	6.8	2.5	3.4	3.4
기타재무활동	0.2	-4.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	-10.0	-8.8	-3.2	0.5	5.3
기초현금	26.3	16.4	7.6	4.4	4.9
기말현금	16.4	7.6	4.4	4.9	10.2

주: IFRS 연결 기준

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	422.7	460.4	519.1	573.6	615.6
매출원가	254.9	271.8	303.5	341.5	370.4
매출총이익	167.8	188.6	215.6	232.1	245.2
판매비 및 관리비	166.8	163.7	178.4	196.6	206.3
영업이익	1.0	25.0	37.2	35.5	38.9
(EBITDA)	17.3	41.1	54.3	59.5	64.0
금융손익	-0.4	0.5	-0.2	-0.1	-0.1
이자비용	0.4	0.1	0.1	0.4	0.4
관계기업등 투자손익	2.3	-3.5	6.9	0.0	0.0
기타영업외손익	73.5	4.6	-0.2	0.1	0.1
세전계속사업이익	76.4	26.6	43.7	35.5	38.9
계속사업법인세비용	19.9	6.3	12.8	8.4	9.2
계속사업이익	56.5	20.3	30.9	27.1	29.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	56.5	20.3	30.9	27.1	29.7
지배주주	56.7	20.3	30.9	27.1	29.7
총포괄이익	56.5	20.3	30.9	27.1	29.7
매출총이익률 (%)	39.7	41.0	41.5	40.5	39.8
영업이익률 (%)	0.2	5.4	7.2	6.2	6.3
EBITDA 마진률 (%)	4.1	8.9	10.5	10.4	10.4
당기순이익률 (%)	13.4	4.4	6.0	4.7	4.8
ROA (%)	14.2	4.8	6.5	5.3	5.4
ROE (%)	25.5	8.0	11.4	9.2	9.2
ROIC (%)	0.3	6.1	7.5	7.0	7.3

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	7.4	20.6	20.0	22.9	20.9
P/B	1.7	1.7	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	27.4	12.6	13.7	12.5	11.5
P/CF	15.5	9.6	14.0	12.7	11.8
배당수익률 (%)	1.7	0.6	0.5	0.5	0.5
성장성 (%)					
매출액	3.3	8.9	12.7	10.5	7.3
영업이익	-95.4	2,346.4	49.2	-4.6	9.5
세전이익	255.9	-65.2	64.5	-18.8	9.5
당기순이익	906.0	-64.0	52.4	-12.3	9.5
EPS	909.1	-62.7	52.2	-12.3	9.5
안정성 (%)					
부채비율	61.2	75.7	74.4	71.6	68.2
유동비율	196.7	173.1	170.7	175.5	181.8
순차입금/자기자본(x)	19.9	30.6	31.9	29.3	25.4
영업이익/금융비용(x)	2.8	258.5	389.8	93.0	101.8
총차입금 (십억원)	66.3	86.1	95.5	95.5	95.5
순차입금 (십억원)	49.7	78.3	90.9	90.4	85.1
주당지표 (원)					
EPS	1,296	483	736	645	707
BPS	5,662	5,794	6,437	6,975	7,571
CFPS	621	1,036	1,051	1,165	1,250
DPS	160	60	80	80	80

하나제약 (293480)

2020. 1. 28

제약/바이오

4Q19 Preview

Analyst 최석원

02. 3779-8446

cseogwon@ebestsec.co.kr

4Q19 매출액 448억원(+9.2%yoy), 영업이익 90억원(+1.9%yoy) 예상

하나제약의 4분기 매출액은 448억원, 영업이익은 90억원을 기록할 것으로 예상되며 이는 전년동기대비 각각 +9.2%yoy, +1.9%yoy 개선된 수치이다. 매출액의 증가폭보다 영업이익의 증가폭이 낮을 것(4Q18 opm 21.6% → 4Q19E opm 20.1%)으로 예상되는 이유는 지난 3분기에 있었던 '라리티딘' 이슈로 관련 제품들에 대한 반품이 발생하면서, 이번 4분기에 폐기 비용(5억원~10억원 수준)이 계상될 것으로 추정되기 때문이다. 다행스러운 점은 당사가 판매한 '라리티딘' 관련 제품들의 이번 4분기에 대부분 반품 및 폐기 처리가 종료되었다는 점이다.

체크포인트

1) 비용 관련

: 보건복지부는 건강보험료 지출 절감 대책 및 국내 제약사 경쟁력 강화의 일환으로 올해 상반기 중으로 '제네릭 의약품 허가/약가제도 개편방안'을 시행할 것이다. 이번 개편방안이 시행되면 그 동안 제네릭 의약품에 대한 생산을 위탁(자체적으로 생동성을 진행하지 않은)하던 제약사의 수익성 하락이 불가피할 것이다. 따라서 당사는 이에 대비하고자 매출액 기여도가 높은 위탁 제품을 자체 생산으로 전환할 계획을 갖고 있으며, 이에 대한 비용이 매년 20억원(향후 3년간) 발생할 것으로 보인다.

2) 하길 신공장 capa 증설분에 대한 활용 계획

: 2019년 연간 매출액이 1,671억원으로 예상되는 상황에서 2022년부터 본격 가동되기 시작할 하길 신공장의 예상 연간 capa는 약 2,000억원 수준이다. 즉, 향후 동사 실적의 방향성은 하길 신공장 capa 증설분에 대한 활용 계획에 달려있다고 해도 무방하다. 지금까지 동사가 준비/계획하고 있는 것은 1) 라미마졸람 국내 판매용에 대한 자체 생산, 2) 레미마졸람 일본 판매용(Mundipharma社)에 대한 2nd vendor로 진입, 그리고 3) 레미마졸람 동남아시아 판매용에 대한 생산으로 요약할 수 있다. 다행히 지난 1/10 공시를 통해 동남아시아 6개국에 대한 판권을 Paion社와 체결하며 일정이 계획대로 진행되고 있다는 점을 확인시켜주고 있다.

Buy (maintain)

목표주가 28,500 원

현재주가 22,650 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (1/23)		2,246.13pt
시가총액		3,669 억원
발행주식수		16,200 천주
52 주 최고가 / 최저가	28,800 / 21,300 원	
90 일 일평균거래대금		9.61 억원
외국인 지분율		0.5%
배당수익률(19.12E)		1.9%
BPS(19.12E)		14,110 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월	-1.4%
	6개월	-13.6%
	12개월	-7.0%
주주구성	조동훈(외 10인)	58.7%
	우리사주(외 1인)	5.0%
	자사주(외 1인)	1.6%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	139.3	31.9	31.0	24.3	n/a	n/a	35.5	n/a	0.4	n/a	35.6
2018	152.8	33.6	32.3	26.2	1,627	n/a	37.1	13.8	7.1	1.8	18.3
2019E	167.2	33.6	34.2	27.7	1,722	5.8	37.2	13.2	5.7	1.6	12.8
2020E	180.5	35.3	36.0	29.2	1,813	5.3	39.0	12.5	5.6	1.5	12.2
2021E	195.2	36.5	37.2	30.1	1,872	3.2	40.1	12.1	5.3	1.3	11.5

자료: 하나제약, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

4Q19 Preview

이번 4Q19 실적에서 매출액의 증가폭보다 영업이익의 증가폭이 낮을 것(4Q18 opm 21.6% → 4Q19E opm 20.1%)으로 예상되는 이유는 지난 3분기에 있었던 '라니티딘' 이슈로 관련 제품들에 대한 반품이 발생하면서, 이번 4분기에 폐기 비용(5억원~10억원 수준)이 계상될 것으로 추정되기 때문이다. 다행스러운 점은 당사가 판매한 '라니티딘' 관련 제품들의 이번 4분기에 대부분 반품 및 폐기 처리가 종료되었다는 점이다.

표30 분기별 실적 추이

(억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E
순환기			109	113	117	123	123	125
소화기			46	54	50	51	53	55
진통제			30	35	32	33	32	37
마약/마취			81	90	87	87	95	107
펜타닐주			23	23	26	25	26	27
세보프란흡입액			17	17	19	18	19	19
아네폴주사			15	22	14	15	20	29
레미바주			8	9	10	10	10	12
기타			18	19	19	20	20	21
레미마졸람			0	0	0	0	0	0
기타			105	112	107	111	108	118
상품			5	6	5	5	5	6
전사 매출액	359	385	375	410	398	411	415	448
(YoY)								
순환기							12.1%	10.0%
소화기							15.8%	2.0%
진통제							8.1%	5.0%
마약/마취							17.2%	19.6%
펜타닐주							15.0%	15.0%
세보프란흡입액							10.9%	11.0%
아네폴주사							30.0%	35.0%
레미바주							24.9%	26.0%
기타							12.0%	12.0%
레미마졸람							0.0%	0.0%
기타							3.0%	5.0%
상품							3.1%	3.0%
전사 매출액			-2.9%	20.0%	11.0%	6.8%	10.7%	9.2%
전사 영업이익	73	84	90	88	78	75	92	90
YoY			-5.0%	9.4%	6.8%	-10.5%	2.1%	1.9%
opm	20.4%	21.9%	23.9%	21.6%	19.7%	18.4%	22.0%	20.1%

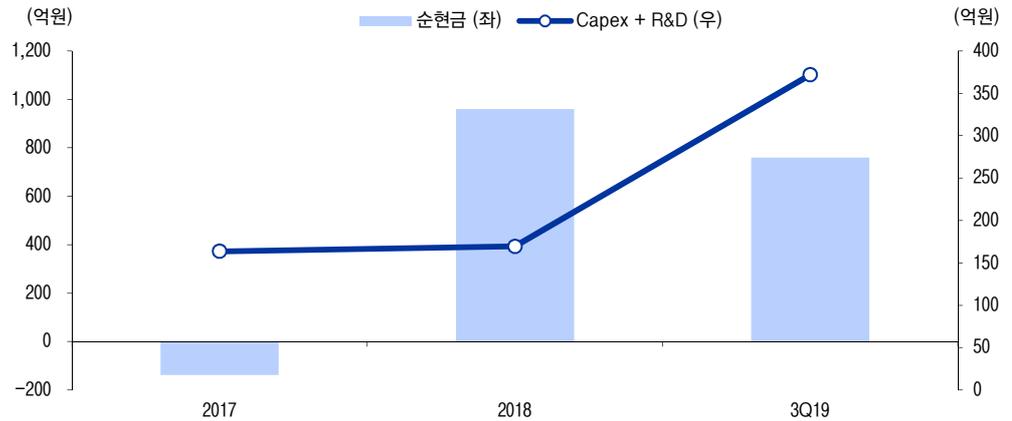
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표31 연간 실적 추이

(억원)	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
순환기	270	334	392	437	488	531	542
소화기	146	169	183	194	209	220	235
진통제	131	144	142	133	134	138	142
마약/마취	269	288	309	334	377	428	519
펜타닐주		83	93	96	103	113	125
세보프란흡입액		74	71	70	75	79	81
아네플주사		60	61	66	78	93	98
레미바주		15	21	32	42	54	67
기타		56	62	70	80	89	118
레미마졸람							30
기타	257	296	351	412	444	466	489
상품	16	15	18	20	20	22	24
전사 매출액	1,089	1,245	1,393	1,528	1,671	1,805	1,951
(YoY)							
순환기		23.8%	17.3%	11.4%	11.7%	8.9%	2.0%
소화기		15.9%	8.0%	6.0%	8.0%	5.0%	7.0%
진통제		9.6%	-1.4%	-6.4%	1.2%	3.0%	3.0%
마약/마취		7.0%	7.4%	8.0%	12.9%	13.7%	21.2%
펜타닐주			12.6%	3.0%	7.3%	10.0%	10.0%
세보프란흡입액			-3.4%	-2.3%	7.5%	5.0%	3.0%
아네플주사			1.5%	7.8%	18.0%	20.0%	5.0%
레미바주			35.6%	55.2%	28.3%	30.0%	25.0%
기타			12.3%	11.8%	13.8%	12.0%	32.5%
레미마졸람							
기타		15.0%	18.6%	17.5%	7.7%	5.0%	5.0%
상품		-8.6%	16.9%	13.2%	1.3%	10.0%	10.0%
전사 매출액		14.3%	11.9%	9.7%	9.4%	8.0%	8.1%
전사 영업이익	154	237	319	336	335	353	365
YoY	135.3%	53.3%	34.9%	5.1%	-0.1%	5.4%	3.2%
opm	14.2%	19.0%	22.9%	22.0%	20.1%	19.6%	18.7%

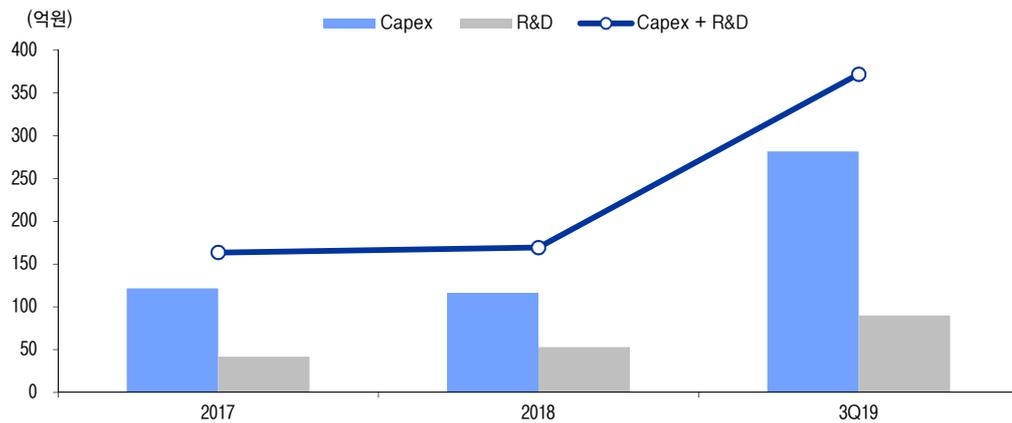
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림62 하나제약의 순현금 추이 vs 'Capex + R&D' 추이



주: 순현금 (단기금융자산+현금성)-(단기사채+단기차입금+유동성장기부채)-(사채+장기차입금) / R&D 중 무형자산화된 금액은 제외

그림63 Capex 와 R&D 추이



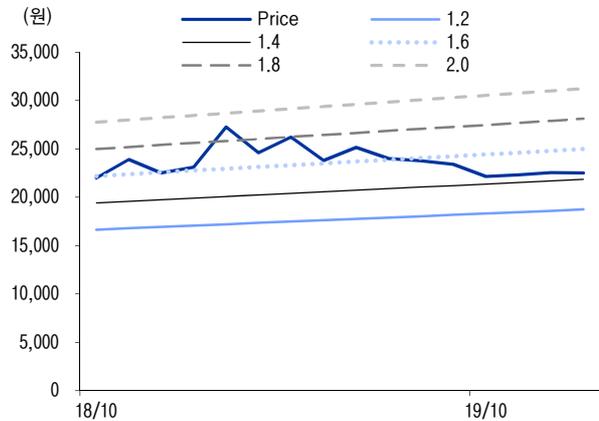
주: 순현금 (단기금융자산+현금성)-(단기사채+단기차입금+유동성장기부채)-(사채+장기차입금) / R&D 중 무형자산화된 금액은 제외

그림64 하나제약 수익성: 영업이익 + R&D



주: R&D 중 무형자산화된 금액은 제외

그림65 하나제약 12m fwd P/B



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

하나제약 (293480)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	79.4	171.6	188.4	186.4	194.4
현금 및 현금성자산	12.9	17.0	65.8	57.4	58.7
매출채권 및 기타채권	43.0	42.9	14.7	16.0	17.3
재고자산	19.3	22.0	14.7	16.0	17.3
기타유동자산	4.2	89.7	93.2	97.0	101.0
비유동자산	62.2	70.8	71.4	97.6	114.9
관계기업투자등	1.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	46.7	46.3	46.3	71.6	88.0
무형자산	3.4	5.3	5.3	5.3	5.3
자산총계	141.6	242.4	259.9	284.0	309.3
유동부채	48.7	29.6	25.2	26.8	28.5
매입채무 및 기타채무	16.9	17.3	14.7	16.0	17.3
단기금융부채	22.8	3.1	3.1	3.1	3.1
기타유동부채	9.0	9.3	7.4	7.7	8.1
비유동부채	11.5	7.4	6.1	6.3	6.4
장기금융부채	6.2	1.6	1.6	1.6	1.6
기타비유동부채	5.3	5.8	4.5	4.7	4.9
부채총계	60.3	37.0	31.3	33.1	34.9
지배주주지분	80.9	205.4	228.6	251.0	274.3
자본금	6.1	8.1	8.1	8.1	8.1
자본잉여금	3.2	105.2	105.2	105.2	105.2
이익잉여금	69.5	92.4	115.6	138.0	161.3
비지배주주지분(연결)	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	81.3	205.4	228.6	251.0	274.3

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	25.4	27.6	61.2	32.0	32.9
당기순이익(손실)	24.3	26.2	27.7	29.2	30.1
비현금수익비용가감	11.6	10.6	0.4	3.8	3.8
유형자산감가상각비	3.5	3.6	3.6	3.6	3.6
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금수익비용	-0.1	-0.1	-3.2	0.2	0.2
영업활동 자산부채변동	-3.7	-0.9	33.2	-1.0	-1.1
매출채권 감소(증가)	-3.5	0.3	28.2	-1.3	-1.4
재고자산 감소(증가)	-1.2	-2.7	7.3	-1.3	-1.4
매입채무 증가(감소)	0.3	0.5	-2.6	1.3	1.4
기타자산, 부채변동	0.8	1.1	0.3	0.3	0.3
투자활동 현금	-12.8	-97.9	-8.0	-33.6	-24.8
유형자산처분(취득)	-1.9	-3.2	-3.6	-29.0	-20.0
무형자산 감소(증가)	-1.2	-2.1	0.0	0.0	0.0
투자자산 감소(증가)	-0.3	-85.0	-3.6	-3.8	-3.9
기타투자활동	-9.4	-7.7	-0.8	-0.8	-0.8
재무활동 현금	-1.0	74.4	-4.5	-6.8	-6.8
차입금의 증가(감소)	-1.9	-24.4	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	0.9	101.1	-4.5	-6.8	-6.8
배당금의 지급	1.0	3.0	4.5	6.8	6.8
기타재무활동	0.0	-2.3	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	11.6	4.0	48.8	-8.3	1.3
기초현금	1.4	12.9	17.0	65.8	57.4
기말현금	12.9	17.0	65.8	57.4	58.7

주: IFRS 연결 기준

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	139.3	152.8	167.2	180.5	195.2
매출원가	45.0	50.9	55.5	60.9	66.6
매출총이익	94.4	101.9	111.6	119.7	128.6
판매비 및 관리비	62.4	68.3	78.1	84.3	92.1
영업이익	31.9	33.6	33.6	35.3	36.5
(EBITDA)	35.5	37.1	37.2	39.0	40.1
금융손익	-0.9	0.0	0.7	0.7	0.7
이자비용	1.0	0.3	0.0	0.0	0.0
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.1	-1.3	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	31.0	32.3	34.2	36.0	37.2
계속사업법인세비용	6.7	6.2	6.5	6.9	7.1
계속사업이익	24.3	26.2	27.7	29.2	30.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	24.3	26.2	27.7	29.2	30.1
지배주주	24.3	26.2	27.7	29.2	30.1
총포괄이익	24.3	26.1	27.7	29.2	30.1
매출총이익률 (%)	67.7	66.7	66.8	66.3	65.9
영업이익률 (%)	22.9	22.0	20.1	19.6	18.7
EBITDA 마진률 (%)	25.4	24.3	22.2	21.6	20.5
당기순이익률 (%)	17.4	17.1	16.6	16.2	15.4
ROA (%)	19.0	13.6	11.0	10.7	10.1
ROE (%)	35.6	18.3	12.8	12.2	11.5
ROIC (%)	28.6	27.6	30.5	32.5	26.7

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	n/a	13.8	13.2	12.5	12.1
P/B	n/a	1.8	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	0.4	7.1	5.7	5.6	5.3
P/CF	n/a	9.9	13.1	11.2	10.8
배당수익률 (%)	n/a	1.2	1.9	1.9	1.9
성장성 (%)					
매출액	11.9	9.7	9.4	8.0	8.1
영업이익	34.9	5.1	0.0	5.3	3.2
세전이익	41.0	4.4	5.8	5.3	3.2
당기순이익	39.4	7.7	5.8	5.3	3.2
EPS	n/a	n/a	5.8	5.3	3.2
안정성 (%)					
부채비율	74.1	18.0	13.7	13.2	12.7
유동비율	163.0	579.1	746.8	695.5	682.7
순차입금/자기자본(x)	15.4	-49.5	-67.4	-59.6	-56.4
영업이익/금융비용(x)	30.6	112.3	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	29.0	4.6	4.6	4.6	4.6
순차입금 (십억원)	12.6	-101.7	-154.1	-149.5	-154.7
주당지표 (원)					
EPS	n/a	1,627	1,722	1,813	1,872
BPS	6,679	12,678	14,110	15,493	16,934
CFPS	n/a	2,272	1,733	2,035	2,093
DPS	n/a	280	420	420	420

대원제약 (003220)

2020. 1. 28

제약/바이오

4Q19 Preview

Analyst 최석원

02. 3779-8446

cseogwon@ebestsec.co.kr

4Q19 Preview: 매출액 +5.4%yoy, 영업이익 +25.0%yoy

대원제약의 4분기 매출액과 영업이익은 각각 846억원, 90억원을 기록할 것으로 예상되며, 이는 전년동기대비 각각 +5.4%, +25.0% 개선된 수치이다. 매출액의 안정적인 성장은 겨울에 독감 관련 계절성을 갖고 있는 코대원포르테, 클래신시럽/정, 플리비투스현탁액 등의 제품 외에도 올해 새로 출시된 개량신약 및 도입 신약이 골고루 외형에 기여하고 있기 때문이다.

Buy (maintain)

목표주가 23,000 원

현재주가 16,450 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

체크포인트

1) 고정비 증가 vs 외형성장

: 2020년에도 5~7개의 신규 제품이 추가로 ETC 부문의 외형에 기여할 것으로 예상되는 가운데, 주목해야 할 점은 2019년 대비 2020년의 고정비 증가폭이 클 것이라는 점이다. 이는 주로 2019년 6월에 준공된 진천공장이 2020년부터 가동에 들어감에 따른 감가상각비 증가에 따른 것이다. 따라서 올해의 수익성은 늘어나는 고정비 외 변동비 부분을 얼마나 잘 관리하는가에 달려 있다고 판단된다.

2) 제네릭 약가제도/허가제도 개편 방안

: 중소형제약사들의 수익성에 큰 영향을 끼칠 수 있는 것은 올해 하반기부터 본격 시행될 것으로 예상되는 제네릭 약가제도/허가제도 개편 방안이다. 이는 결국 제네릭 약가 인하 압력으로 이어지는 정책 변화이기 때문에 국내 중소형제약사에 대한 투자 심리 약화로 이어질 가능성이 높다. 하지만 제약사별로 해당 정책이 끼칠 영향이 매우 상이하기 때문에(개량 신약 비중, 생동성 자체 진행 여부 등) 어떤 중소제약사가 중장기적인 정책적 수혜를 볼 수 있을지에 대한 판단이 필요한 시점이다.

Stock Data

KOSPI (1/23)		2,246.13pt
시가총액		3,235 억원
발행주식수		19,663 천주
52 주 최고가 / 최저가	18,250 / 13,450 원	
90 일 일평균거래대금		4.78 억원
외국인 지분율		26.7%
배당수익률(19.12E)		1.7%
BPS(19.12E)		10,387 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-4.6%
	6 개월	-6.4%
	12 개월	-0.3%
주주구성	백승렬외 10 인	38.7%
	FIDELITY	9.8%
	국민연금공단	8.3%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS	증감률	EBITDA	PER	EV/EBITDA	PBR	ROE
				(지배)	(원)	(%)		(배)	(배)	(배)	(%)
2017	265.5	25.3	23.5	10.3	556	-46.9	34.0	35.6	11.4	2.3	6.5
2018	286.7	30.7	31.2	23.3	1,226	120.8	41.1	12.8	7.8	1.7	13.5
2019E	315.1	33.8	34.3	25.4	1,327	8.2	45.9	12.4	7.8	1.6	13.3
2020E	348.6	37.1	36.8	27.4	1,417	6.8	51.0	11.6	7.0	1.4	12.8
2021E	375.9	42.0	41.8	31.2	1,609	13.5	56.8	10.2	6.1	1.3	13.0

자료: 대원제약, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

2020년 실적의 방향성: 고정비 증가 vs 매출액 증가

2020년에도 5~7개의 신규 제품이 추가로 ETC 부문의 외형에 기여할 것으로 예상되는 가운데, 주목해야 할 점은 2019년 대비 2020년의 고정비 증가폭이 클 것이라는 점이다. 이는 주로 2019년 6월에 준공된 진천공장이 2020년부터 가동에 들어감에 따른 감가상각비 증가에 따른 것이다. 따라서 올해의 수익성은 늘어나는 고정비 외 변동비 부분을 얼마나 잘 관리하는가에 달려 있다고 판단된다.

표32 연간 실적 추이

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
연결 매출액	2,407	2,655	2,867	3,151	3,486	3,759
본사 매출액	2,384	2,634	2,836	3,123	3,459	3,731
코대원포르테시럽	160	180	215	234	266	289
펠루비(서방)정	89	146	245	288	328	364
에스원엠프	0	0	118	127	133	141
리피원정	107	110	104	108	87	87
오티렌(F)정	122	104	103	105	111	118
클래신시럽/정	92	88	98	101	112	120
프리비투스현탁액	82	75	94	91	101	109
메게스트롬현탁액	42	43	0	10	10	11
알포콜린	0	0	94	115	124	132
기타	1,690	1,890	1,754	1,944	2,186	2,361
연결 자회사	23	21	31	28	27	28
YoY						
연결	11.3%	10.3%	8.0%	9.9%	10.6%	7.8%
본사	11.9%	10.4%	7.7%	10.1%	10.7%	7.9%
자회사	-28.6%	-7.5%	46.0%	-7.8%	-2.9%	2.5%
연결 영업이익	291	253	307	337	370	420
opm	12.1%	9.5%	10.7%	10.7%	10.6%	11.2%
yoy	26.3%	-13.2%	21.6%	9.8%	9.8%	13.4%
R&D	197	194	241	259	299	376
매출 대비	8.2%	7.3%	8.4%	8.2%	8.6%	10.0%
영업이익+R&D	489	447	548	596	670	796
수익성	20.3%	16.8%	19.1%	18.9%	19.2%	21.2%
EBITDA	366	340	411	453	527	579
margin	15.2%	12.8%	14.4%	14.4%	15.1%	15.4%

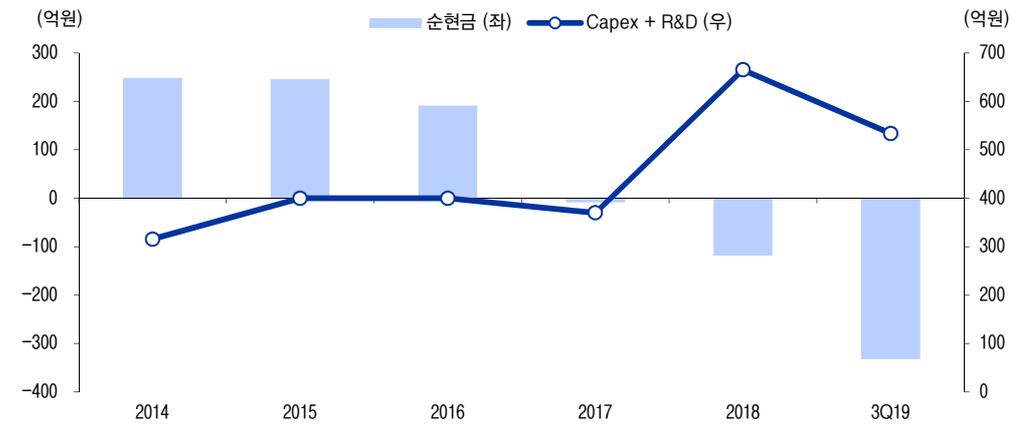
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표33 분기별 실적 추이

(억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E
연결 매출액	712	707	646	802	763	788	755	846
본사 매출액	705	698	638	795	756	781	747	838
코대원포르테시럽	71	48	28	69	55	57	37	85
펠루비(서방)정	59	61	56	70	66	69	68	85
에스원엠프	0	0	0	118	32	29	35	31
리피원정	25	26	27	25	28	27	27	26
오티렌(F)정	26	26	26	26	26	25	28	27
클래신시럽/정	23	25	15	35	22	27	17	37
프리비투스현탁액	27	23	12	32	20	24	14	33
메게스트롤현탁액	10	9	13	0	0	0	0	10
알포콜린	0	0	0	94	30	27	32	26
기타	464	480	462	349	477	497	490	479
연결 자회사	7	8	8	7	7	6	6	8
YoY								
연결	13.2%	9.5%	-0.9%	10.0%	7.2%	11.4%	16.9%	5.4%
본사	13.2%	9.1%	-1.6%	9.9%	7.3%	11.9%	17.2%	5.4%
자회사	12.6%	66.1%	104.0%	23.6%	-1.4%	-24.5%	-23.6%	3.0%
연결 영업이익	88	76	71	72	79	84	84	90
opm	12.4%	10.7%	11.0%	9.0%	10.4%	10.7%	11.1%	10.6%
yoy	84.6%	0.7%	-18.2%	68.8%	-10.3%	11.2%	17.7%	25.0%
R&D	57	71	60	53	76	67	53	63
매출 대비	8.0%	10.0%	9.2%	6.7%	9.9%	8.5%	7.0%	7.5%
영업이익+R&D	145	147	131	125	155	151	137	153
수익성	20.4%	20.8%	20.3%	15.6%	20.3%	19.2%	18.1%	18.1%
EBITDA	111	103	99	99	109	114	113	118
margin	15.6%	14.5%	15.3%	12.4%	14.3%	14.4%	15.0%	13.9%

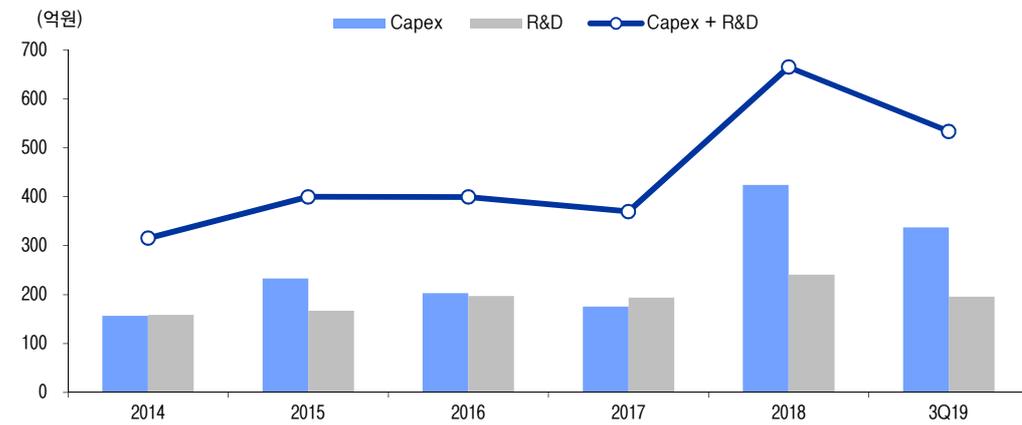
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림66 대원제약의 순현금 추이 vs 'Capex + R&D' 추이



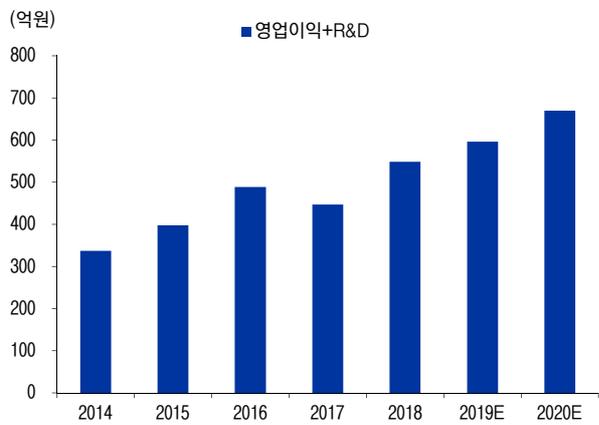
주: 순현금 (단기금융자산+현금성)-(단기사채+단기차입금+유동성장기부채)-(사채+장기차입금) / R&D 중 무형자산화된 금액은 제외

그림67 Capex 와 R&D 추이



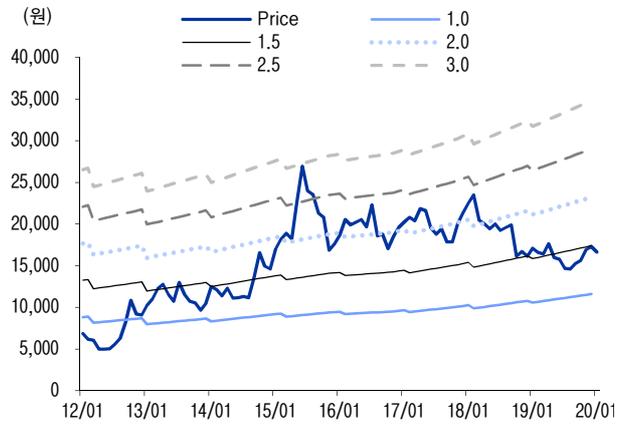
주: 순현금 (단기금융자산+현금성)-(단기사채+단기차입금+유동성장기부채)-(사채+장기차입금) / R&D 중 무형자산화된 금액은 제외

그림68 대원제약 수익성: 영업이익 + R&D



주: R&D 중 무형자산화된 금액은 제외

그림69 대원제약 12m fwd P/B



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

대원제약 (003220)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	95.8	106.7	115.0	128.9	144.8
현금 및 현금성자산	3.7	14.9	10.6	12.9	19.7
매출채권 및 기타채권	48.1	45.0	48.4	54.0	58.3
재고자산	37.2	44.3	50.7	56.5	61.1
기타유동자산	6.8	2.6	5.3	5.5	5.8
비유동자산	131.4	168.7	205.1	217.6	230.9
관계기업투자등	3.0	1.1	5.0	5.3	5.5
유형자산	108.1	134.7	158.4	167.9	178.5
무형자산	13.9	18.9	20.8	22.7	24.4
자산총계	227.2	275.4	320.1	346.5	375.8
유동부채	39.2	57.7	58.5	61.6	64.2
매입채무 및 기타채무	5.3	19.9	21.1	23.5	25.4
단기금융부채	10.0	19.0	21.0	21.0	21.0
기타유동부채	23.8	18.8	16.5	17.1	17.8
비유동부채	19.9	34.5	58.0	59.3	60.6
장기금융부채	0.0	9.0	27.3	27.3	27.3
기타비유동부채	19.9	25.5	30.7	32.0	33.3
부채총계	59.1	92.2	116.5	120.9	124.8
지배주주지분	168.0	183.5	204.2	226.3	251.6
자본금	9.1	9.5	9.8	9.8	9.8
자본잉여금	10.3	9.9	9.6	9.6	9.6
이익잉여금	152.1	167.8	188.6	210.6	236.0
비지배주주지분(연결)	0.1	-0.3	-0.6	-0.6	-0.6
자본총계	168.1	183.2	203.6	225.6	251.0

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	4.3	40.0	28.3	35.0	41.6
당기순이익(손실)	10.3	23.3	25.4	27.4	31.2
비현금수익비용가감	31.7	29.9	24.9	16.0	17.0
유형자산감가상각비	7.3	8.2	9.8	11.3	12.0
무형자산상각비	1.4	2.2	2.3	2.6	2.8
기타현금수익비용	-0.1	-0.1	12.7	2.1	2.1
영업활동 자산부채변동	-21.5	-3.9	-12.1	-8.5	-6.5
매출채권 감소(증가)	-14.0	2.6	-3.0	-5.6	-4.4
재고자산 감소(증가)	1.6	-10.8	-7.9	-5.8	-4.6
매입채무 증가(감소)	-1.7	14.2	1.1	2.4	1.9
기타자산, 부채변동	-7.3	-9.9	-2.3	0.5	0.5
투자활동 현금	-19.8	-41.7	-44.8	-27.3	-29.0
유형자산처분(취득)	-14.6	-40.7	-34.9	-20.9	-22.6
무형자산 감소(증가)	-3.0	-1.8	-4.0	-4.5	-4.5
투자자산 감소(증가)	-2.2	1.3	-0.2	-1.1	-1.1
기타투자활동	-0.1	-0.6	-5.7	-0.8	-0.9
재무활동 현금	5.3	12.9	12.3	-5.4	-5.8
차입금의 증가(감소)	10.0	18.0	18.2	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-4.5	-4.7	-4.9	-5.4	-5.8
배당금의 지급	4.5	4.7	4.9	5.4	5.8
기타재무활동	-0.2	-0.4	-1.0	0.0	0.0
현금의 증가	-10.3	11.2	-4.2	2.2	6.8
기초현금	14.0	3.7	14.9	10.6	12.9
기말현금	3.7	14.9	10.6	12.9	19.7

자료: 대원제약, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	265.5	286.7	315.1	348.6	375.9
매출원가	113.4	121.2	138.0	152.8	163.7
매출총이익	152.0	165.5	177.1	195.8	212.2
판매비 및 관리비	126.7	134.7	143.3	158.7	170.2
영업이익	25.3	30.7	33.8	37.1	42.0
(EBITDA)	34.0	41.1	45.9	51.0	56.8
금융손익	-0.1	0.2	0.1	-0.1	-0.1
이자비용	0.2	0.1	0.3	0.5	0.5
관계기업등 투자손익	0.2	0.2	-0.3	-0.8	-0.8
기타영업외손익	-1.9	0.1	0.7	0.7	0.7
세전계속사업이익	23.5	31.2	34.3	36.8	41.8
계속사업법인세비용	13.3	7.9	8.9	9.3	10.6
계속사업이익	10.3	23.3	25.4	27.4	31.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	10.3	23.3	25.4	27.4	31.2
지배주주	10.7	23.7	25.7	27.4	31.2
총포괄이익	10.3	23.2	25.4	27.4	31.2
매출총이익률 (%)	57.3	57.7	56.2	56.2	56.4
영업이익률 (%)	9.5	10.7	10.7	10.6	11.2
EBITDA 마진률 (%)	12.8	14.4	14.6	14.6	15.1
당기순이익률 (%)	3.9	8.1	8.1	7.9	8.3
ROA (%)	4.9	9.4	8.6	8.2	8.6
ROE (%)	6.5	13.5	13.3	12.8	13.0
ROIC (%)	7.2	12.8	11.7	11.3	11.9

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	35.6	12.8	12.4	11.6	10.2
P/B	2.3	1.7	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	11.4	7.8	7.8	7.0	6.1
P/CF	9.2	5.8	6.4	7.4	6.7
배당수익률 (%)	1.3	1.7	1.7	1.8	2.0
성장성 (%)					
매출액	10.3	8.0	9.9	10.6	7.8
영업이익	-13.2	21.6	9.8	9.8	13.4
세전이익	-15.2	32.7	9.9	7.3	13.5
당기순이익	-47.9	126.6	9.0	8.2	13.5
EPS	-46.9	120.8	8.2	6.8	13.5
안정성 (%)					
부채비율	35.1	50.4	57.2	53.6	49.7
유동비율	244.6	185.0	196.5	209.1	225.5
순차입금/자기자본(x)	0.5	6.1	17.6	14.9	10.7
영업이익/금융비용(x)	167.9	343.9	128.3	73.9	83.8
총차입금 (십억원)	10.0	28.0	48.3	48.3	48.3
순차입금 (십억원)	0.8	11.2	35.9	33.6	26.7
주당지표(원)					
EPS	556	1,226	1,327	1,417	1,609
BPS	8,557	9,334	10,387	11,507	12,796
CFPS	2,140	2,704	2,555	2,210	2,447
DPS	260	260	280	300	320

유나이티드제약 (033270)

2020. 1. 28

제약/바이오

Analyst 최석원

02. 3779-8446

cseogwon@ebestsec.co.kr

4Q19 Preview

4Q19 Preview 매출액 +5.0%yoy, 영업이익 -12.6%yoy

4Q19 매출액과 영업이익은 각각 614억원, 100억원을 기록할 것으로 예상하며, 이는 전년동기 대비 각각 +5.0%, -12.6% 수준이다. 매출액의 성장이 이어지고 있는 이유는 그 동안 쌓아온 영업력을 기반으로 매년 출시되는 개량 신약 매출이 더해지고 있기 때문이다. 단, 이번 분기 영업이익은 전년동기대비 하락할 것으로 예상되는데, 이는 매출액 성장 폭보다 비용의 증가폭(특히 광고선전비와 경상개발비 항목)이 더 클 것으로 보이기 때문이다.

2022년부터 외형 성장폭이 커질 것

동사는 개량신약에서의 장점을 기반으로 매년 절대 금액 기준 100억원~200억원 규모의 외형 성장을 보이고 있다. 2022년이 기대되는 이유는 지난 2018년 미국 Arbomed社와의 항암제 수출권 체결에 따라 연 100억원 이상의 관련 매출이 발생할 것으로 추정되기 때문이다.

투자의견 '매수' 유지, 목표주가 '28,000원' → '26,000원' 하향

동사에 대해 실적의 성장성을 반영하여 투자의견 '매수'를 유지한다. 하지만 광고선전비 증가(+59.0%)를 반영하여 실적 추정치를 하향 조정했고, 국내 ETC 부문 영업환경 악화 가능성(제네릭과 만성질환에 대한 약가 인하 압력)을 감안한 Target P/B 멀티플 하향 조정하며 목표주가를 기존 '28,000원'에서 '26,000원'으로 하향했다. 목표 주가의 산정은 '19년~21년 BPS 평균인 17,454원에 동사의 지난 3년간의 P/B multiple 하단값인 1.5배를 적용한 것이다.

Buy (maintain)

목표주가 26,000 원

현재주가 17,900 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (1/23)	2,246.13pt
시가총액	2,905 억원
발행주식수	16,232 천주
52 주 최고가 / 최저가	28,050 / 16,850 원
90 일 일평균거래대금	6.77 억원
외국인 지분율	16.9%
배당수익률(19.12E)	1.9%
BPS(19.12E)	15,760 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -7.0%
	6개월 -33.9%
	12개월 -29.3%
주주구성	강덕영외 15인 37.4%
	유나이티드제약 8.6%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익 (지배)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	197.0	31.7	28.5	27.9	1,882	42.8	39.2	16.2	12.2	2.4	14.7
2018	211.9	37.8	39.9	31.7	2,139	13.7	45.1	10.7	7.5	1.6	14.7
2019E	225.9	33.7	39.8	31.7	2,139	0.0	41.1	8.9	6.2	1.1	13.1
2020E	245.7	37.3	39.4	31.2	2,107	-1.6	46.6	8.3	5.3	1.0	11.6
2021E	263.4	41.6	43.7	34.7	2,339	11.0	51.7	7.5	4.6	0.9	11.7

자료: 유나이티드제약, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

Valuation

동사에 대해 실적의 성장성을 반영하여 투자 의견 '매수'를 유지한다. 하지만 광고선전비 증가(+59.0%)를 반영하여 실적 추정치를 하향 조정했고, 국내 ETC 부문 영업 환경 악화 가능성(제네릭과 만성질환에 대한 약가 인하 압력)을 감안한 Target P/B 멀티플 하향 조정하며 목표주가를 기존 '28,000원'에서 '26,000원'으로 하향했다. 목표주가의 산정은 '19년~21년 BPS 평균인 17,454원에 동사의 지난 3년간의 P/B multiple 하단 값인 1.5배를 적용한 것이다.

표34 Valuation

구분	내용	세부
BPS	17,454	'19년~21년의 평균 BPS
Target	1.5	동사의 지난 3년간의 P/B multiple 하단 적용
Target 주가	26,000	
현재주가	17,900	1/23 기준
과리도	45.2%	이베스트투자증권 투자등급 +15% > 시 투자 의견 'Buy'
투자 의견	Buy	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표35 과거 5년간의 Historical P/B 최고값, 중간값, 최하값, 평균값 추이

P/B	2015	2016	2017	2018	3Q19
High	2.5	2.0	2.4	2.4	1.7
Mid	1.9	1.7	1.6	1.8	1.6
Low	1.5	1.5	1.4	1.6	1.5
Average	1.9	1.8	1.8	1.9	1.6

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

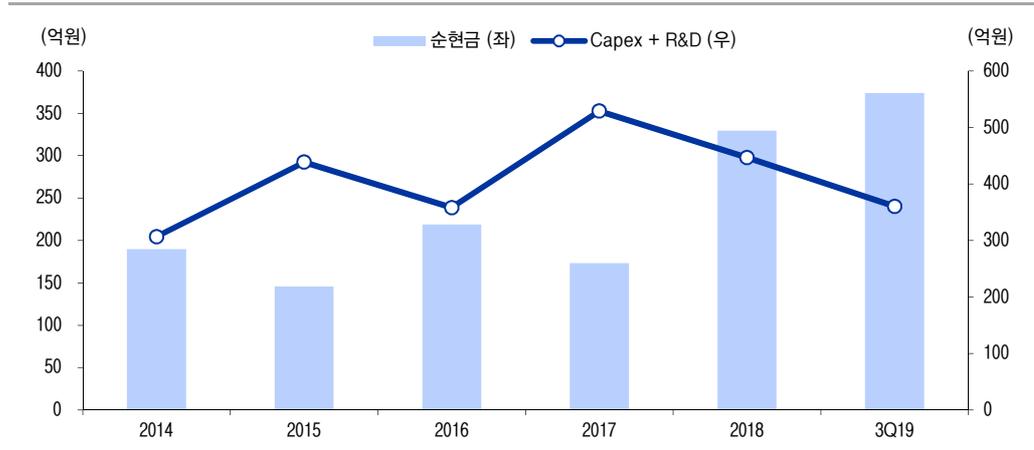
4Q19 Preview

표36 분기별 실적 추이

(억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E
매출액	508	517	509	585	553	545	547	614
실로스탄	77	80	80	87	85	88	94	91
가스티인	37	39	41	49	47	45	48	51
클란자	19	21	21	21	19	20	20	21
뉴부틴	16	16	16	16	15	15	16	16
옵니헥솔주	13	15	19	15	17	14	15	16
내수								
오그멕스	14	14	9	16	13	14	9	16
글리세틸	10	11	11	13	13	15	16	17
로바스타	10	10	10	11	11	11	11	11
유나스크	10	10	9	9	10	0	0	10
유나잘탄	0	0	29	10	11	0	0	11
기타	242	242	230	273	251	406	78	287
수출								
항암제 등	50	51	53	65	61	57	59	67
YoY								
매출액	7.8%	4.1%	-1.0%	19.9%	8.9%	5.4%	7.4%	5.0%
수출	-1.0%	-3.1%	-5.7%	4.5%	23.6%	10.6%	11.3%	3.0%
영업이익	95	82	86	115	83	71	82	100
opm	18.6%	15.9%	16.9%	19.6%	15.1%	13.0%	15.0%	16.3%
yoy	43.2%	16.2%	-26.6%	81.3%	-11.9%	-14.2%	-4.3%	-12.6%
R&D	65	73	63	68	70	73	61	80
매출 대비	12.7%	14.1%	12.4%	11.6%	12.7%	13.3%	11.1%	13.0%
영업이익+R&D	159	155	149	183	154	143	143	180
수익성	31.3%	30.0%	29.2%	31.2%	27.8%	26.3%	26.1%	29.3%
EBITDA	114	101	104	132	101	88	100	118
margin	22.4%	19.5%	20.4%	22.6%	18.2%	16.2%	18.3%	19.2%

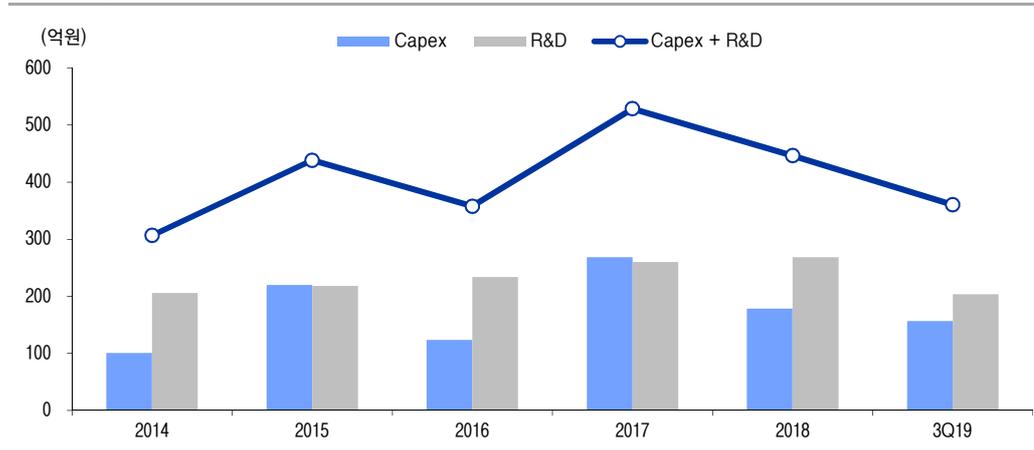
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림70 유나이티드제약의 순현금 추이 vs 'Capex + R&D' 추이



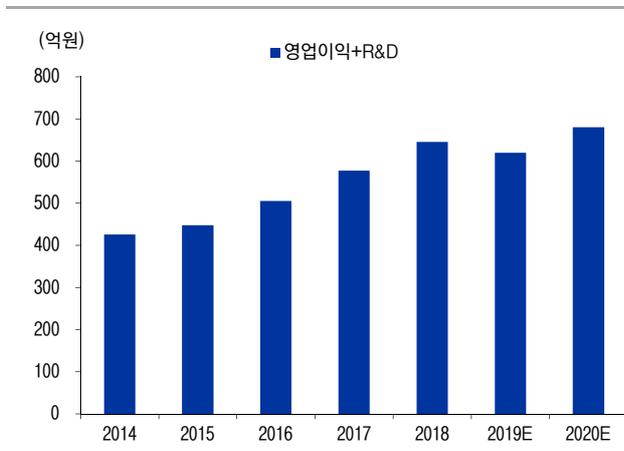
주: 순현금 (단기금융자산+현금성)-(단기사채+단기차입금+유동성장기부채)-(사채+장기차입금) / R&D 중 무형자산화된 금액은 제외

그림71 Capex 와 R&D 추이



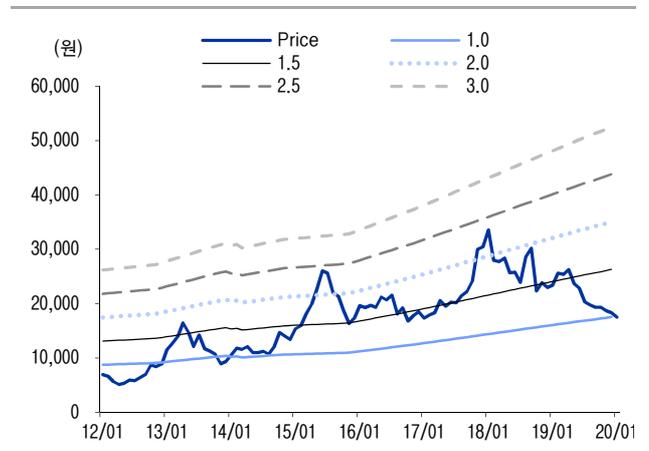
주: 순현금 (단기금융자산+현금성)-(단기사채+단기차입금+유동성장기부채)-(사채+장기차입금) / R&D 중 무형자산화된 금액은 제외

그림72 유나이티드제약 수익성: 영업이익 + R&D



주: R&D 중 무형자산화된 금액은 제외

그림73 유나이티드제약 12m fwd P/B



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

유나이티드제약 (033270)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	127.8	152.5	159.7	175.5	194.1
현금 및 현금성자산	10.0	24.3	19.2	26.6	36.1
매출채권 및 기타채권	50.6	50.9	50.7	54.2	58.0
재고자산	33.8	39.5	45.8	48.9	52.4
기타유동자산	33.3	37.8	43.9	45.7	47.6
비유동자산	138.0	149.5	168.0	180.5	193.7
관계기업투자등	9.7	10.9	11.6	12.0	12.5
유형자산	95.8	106.5	119.4	130.3	141.8
무형자산	6.5	5.5	5.5	5.4	5.2
자산총계	265.8	302.0	327.7	356.0	387.8
유동부채	50.2	60.1	54.3	56.1	58.0
매입채무 및 기타채무	11.0	11.9	15.5	16.6	17.7
단기금융부채	18.2	22.0	21.0	21.0	21.0
기타유동부채	20.9	26.2	17.7	18.5	19.2
비유동부채	14.0	13.4	17.6	17.7	17.8
장기금융부채	7.0	6.7	12.6	12.6	12.6
기타비유동부채	7.0	6.7	5.0	5.1	5.2
부채총계	64.1	73.5	71.9	73.8	75.8
지배주주지분	201.7	228.5	255.8	282.2	311.9
자본금	8.1	8.1	8.1	8.1	8.1
자본잉여금	20.1	20.1	20.7	20.7	20.7
이익잉여금	195.4	222.1	248.9	275.3	305.0
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	201.7	228.5	255.8	282.2	311.9

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	27.7	36.9	18.8	34.0	37.7
당기순이익(손실)	27.9	31.7	31.7	31.2	34.7
비현금수익비용가감	9.5	12.0	3.0	7.6	8.4
유형자산감가상각비	7.3	7.2	7.3	9.1	9.9
무형자산상각비	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
기타현금수익비용	2.3	-1.5	-4.4	-1.7	-1.7
영업활동 자산부채변동	-7.0	-1.5	-5.1	-4.8	-5.5
매출채권 감소(증가)	-6.8	-0.7	-3.9	-3.4	-3.8
재고자산 감소(증가)	-6.3	-5.2	-7.5	-3.1	-3.5
매입채무 증가(감소)	0.8	0.3	4.8	1.1	1.2
기타자산, 부채변동	5.3	4.0	1.5	0.7	0.7
투자활동 현금	-35.5	-21.8	-25.9	-21.7	-23.3
유형자산처분(취득)	-25.7	-17.2	-20.8	-20.0	-21.4
무형자산 감소(증가)	-1.1	0.4	-0.1	0.0	0.0
투자자산 감소(증가)	-7.6	-4.1	-4.7	-0.4	-0.5
기타투자활동	-1.1	-0.9	-0.2	-1.3	-1.3
재무활동 현금	0.1	-0.5	-0.8	-4.9	-4.9
차입금의 증가(감소)	4.0	3.4	3.7	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-3.7	-4.4	-4.9	-4.9	-4.9
배당금의 지급	3.7	4.4	4.9	4.9	4.9
기타재무활동	-0.1	0.5	0.4	0.0	0.0
현금의 증가	-8.4	14.3	-5.1	7.4	9.5
기초현금	18.4	10.0	24.3	19.2	26.6
기말현금	10.0	24.3	19.2	26.6	36.1

자료: 유나이티드제약, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	197.0	211.9	225.9	245.7	263.4
매출원가	85.2	86.5	95.3	102.9	111.4
매출총이익	111.9	125.5	130.7	142.7	152.0
판매비 및 관리비	80.1	87.7	97.0	105.4	110.4
영업이익	31.7	37.8	33.7	37.3	41.6
(EBITDA)	39.2	45.1	41.1	46.6	51.7
금융손익	-3.6	2.3	4.7	0.4	0.5
이자비용	0.4	0.6	0.7	0.7	0.7
관계기업등 투자손익	0.8	1.5	1.6	1.7	1.7
기타영업외손익	-0.4	-1.6	-0.2	-0.1	-0.1
세전계속사업이익	28.5	39.9	39.8	39.4	43.7
계속사업법인세비용	0.7	8.3	8.2	8.2	9.1
계속사업이익	27.9	31.7	31.7	31.2	34.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	27.9	31.7	31.7	31.2	34.7
지배주주	27.9	31.7	31.7	31.2	34.7
총포괄이익	27.8	31.7	31.7	31.2	34.7
매출총이익률 (%)	56.8	59.2	57.8	58.1	57.7
영업이익률 (%)	16.1	17.8	14.9	15.2	15.8
EBITDA 마진률 (%)	19.9	21.3	18.2	19.0	19.6
당기순이익률 (%)	14.1	14.9	14.0	12.7	13.2
ROA (%)	11.1	11.2	10.1	9.1	9.3
ROE (%)	14.7	14.7	13.1	11.6	11.7
ROIC (%)	19.3	16.7	13.4	13.2	13.6

주요 투자지표

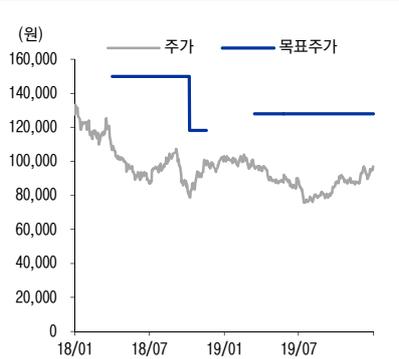
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	16.2	10.7	8.9	8.3	7.5
P/B	2.4	1.6	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	12.2	7.5	6.2	5.3	4.6
P/CF	13.2	8.5	8.2	7.3	6.6
배당수익률 (%)	1.0	1.4	1.9	1.9	1.9
성장성 (%)					
매출액	11.4	7.6	6.6	8.7	7.2
영업이익	17.0	19.0	-10.8	10.9	11.5
세전이익	3.9	40.0	-0.2	-1.1	11.0
당기순이익	42.8	13.7	0.1	-1.4	11.0
EPS	42.8	13.7	0.0	-1.6	11.0
안정성 (%)					
부채비율	31.8	32.2	28.1	26.2	24.3
유동비율	254.8	253.8	294.2	313.0	334.7
순차입금/자기자본(x)	-8.6	-14.4	-10.9	-13.1	-15.5
영업이익/금융비용(x)	71.9	62.4	46.4	50.4	56.2
총차입금 (십억원)	25.2	28.6	33.7	33.7	33.7
순차입금 (십억원)	-17.3	-32.9	-27.9	-37.1	-48.3
주당지표(원)					
EPS	1,882	2,139	2,139	2,107	2,339
BPS	12,444	14,097	15,760	17,383	19,218
CFPS	2,306	2,692	2,701	2,395	2,657
DPS	300	330	330	330	330

오스코텍 목표주가 추이	투자이견 변동내역											
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
	2020.1.28	NR	NR									

셀트리온 목표주가 추이	투자이견 변동내역											
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
	2018.04.02	Buy	450,000	-32.0		-39.9						
	2018.11.23	Buy	330,000	-25.6		-36.2						
	2019.07.15	변경	최석원									
	2019.07.15	Buy	250,000									

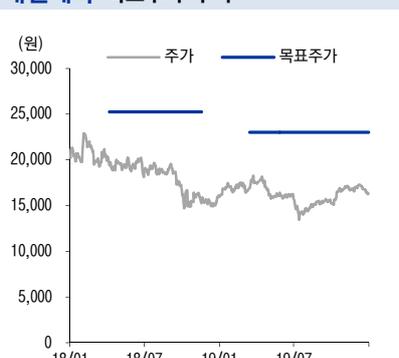
한미약품 목표주가 추이	투자이견 변동내역											
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
	2018.01.30	Buy	660,000	-8.0		-16.1						
	2018.02.19	Hold	630,000	-11.3		-20.9						
	2018.05.03	Buy	630,000	-18.3		-28.0						
	2018.10.30	Buy	510,000	0.1		-9.9						
	2019.04.08	변경	최석원									
	2019.04.08	Buy	570,000	-22.2		-28.9						
	2019.07.15	Buy	400,000	-15.7		-24.9						
	2020.01.28	Buy	340,000									

유한양행 목표주가 추이	투자이견 변동내역											
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
	2018.02.21	Buy	275,000	-6.1		-17.1						
	2019.02.22	Buy	275,000	-3.5		-9.7						
	2019.04.08	변경	최석원									
	2019.04.08	Buy	330,000									

종근당 목표주가 추이	투자이건 변동내역												
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
 <p>(원) 주가, 목표주가</p>	2018.04.25	Buy	165,000	-27.3		-36.1							
	2018.10.31	Buy	130,000	-12.1		-17.8							
	2019.04.08	변경	최석원										
	2019.04.08	Buy	128,000										

보령제약 목표주가 추이	투자이건 변동내역												
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
 <p>(원) 주가, 목표주가</p>	2018.07.13	Buy	13,000	6.5		-16.0							
	2019.07.14	Buy	13,000	24.6		-0.4							
	2019.12.09	변경	최석원										
	2019.12.09	Buy	19,000										

하나제약 목표주가 추이	투자이건 변동내역												
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
 <p>(원) 주가, 목표주가</p>	2019.12.30	변경	최석원										
	2019.12.30	Buy	28,500										

대원제약 목표주가 추이	투자이건 변동내역												
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
 <p>(원) 주가, 목표주가</p>	2018.04.30	Buy	26,000	-19.8		-30.2							
	2019.04.08	변경	최석원										
	2019.04.08	Buy	23,000										

유나이티드제약 목표주가 추이	투자의견 변동내역											
	일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
	2019.04.08	변경	최석원									
	2019.04.08	Buy	31,000	-9.5		-29.1						
	2019.11.12	Buy	28,000	-28.6		-34.7						
	2020.01.28	Buy	26,000									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다 (작성자: 최석원).
 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천기업은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천기업은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천기업에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	95.0% 5.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2019. 1. 1 ~ 2019.12.31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)