

제약/바이오

Overweight
(Maintain)

2016. 4. 20

1Q 실적 Preview 및 투자전략

1분기 제약업종 커버리지 업체들의 실적은 전년 대비 성장세를 나타낼 것으로 전망됩니다. 커버리지 업체 중 한미약품 계약금 및 마일스톤 유입, SK케미칼 업황 개선에 따른 이익 증가 등의 요인으로 외형성장 대비 높은 이익성장이 예상됩니다. 그러나 컨센서스 대비해서는 부진한 실적이 예상됩니다. 이는 한미약품의 기술 수출료 반영 여부 및 시점이 불확실한 데 따른 영향으로 컨센서스와의 괴리가 커진 데 기인합니다. Top Picks으로는 해외 수출 확대 및 신규 R&D 파이프라인 업그레이드가 기대되는 '동아에스티'와 프리미엄 백신 출시로 LS사업부의 턴어라운드가 예상되는 'SK케미칼'을 선정합니다.



제약/바이오/헬스케어

Analyst 김주용 02) 3787-5109

jykim21@kiwoom.com

이지현 02) 3787-4776

geehyun@kiwoom.com

키움증권

Contents



I. 제약/바이오

1Q16 PREVIEW 3

- > 제약업종 커버리지 1Q16 합산 실적 3
- > 규모별 커버리지 1Q16 합산 실적 4

기업분석 9

- > 한미약품 (128940) 10
- > 유한양행(000100) 12
- > 동아에스티(170900) 14
- > 녹십자(006280) 16
- > 종근당(185750) 18
- > SK케미칼(006120) 20
- > 보령제약(003850) 22
- > 휴온스(084110) 24

- 당사는 4월 19일 현재 상기에 언급된 종목들의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동자료를 금융투자분석사는 자료작성일 현재 동자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

1Q 실적 Preview:

양호한 실적 달성 전망

>>> 1Q16 실적 전년대비 성장 예상

- 당사 제약업종 커버리지 1Q16 합산 실적은 매출액 2조 5,779억원(yoy, +12.9%), 영업이익 1,328억원(yoy, +75.9%) 순이익 1,101억원(yoy, 43.4%) 예상
- 대형제약사 커버리지 1Q16 합산 실적은 매출액 2조 4,220억원(yoy, +12.9%), 영업이익 1,125억원(yoy, +87.4%) 순이익 945억원(yoy, +47.8%) 예상
- 중소형제약사 커버리지 1Q16 합산 실적은 매출액 1,559억원(yoy, +13.4%), 영업이익 202억원(yoy, +31.0%) 순이익 156억원(yoy, +21.7%) 예상

>>> Top Picks: 동아에스티, SK케미칼

- 동아에스티: 박카스, 결핵치료제(원료 및 완제) 수출 지속증가, 아셀렉스, 바라클, 슈가논, 테리본 등 신제품 효과로 ETC 사업부 실적 턴어라운드 기대, DA-9801(당뇨병성신경병증) 미국 FDA 미팅 완료, 3상진입 기대감 및 해외 파트너링 기대감 유효
- SK케미칼: 2016년 대상포진 백신 및 폐렴구균백신, 스카이셀플루(독감백신) 4가 백신 출시 예정, 독감백신 안정적인 시장안착 및 프리미엄 백신 출시로 LS사업부 실적 턴어라운드 예상, NBP601(혈우병치료제) 미국 FDA 품목허가 기대감 유효, 패치형 치매치료제 SID710 미국 FDA 판매허가 신청 완료.

I. 제약/바이오 1Q16 Preview

>>> 제약업종 커버리지 1Q16 합산 실적

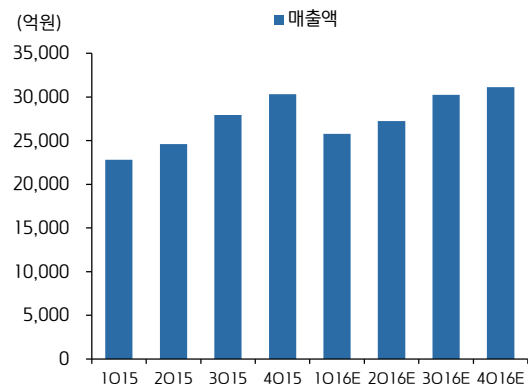
당사 제약업종 커버리지 8개업체의 1Q16 합산 실적은 매출액 2조 5,779억원(yoy, +12.9%), 영업이익 1,328억원(yoy, +75.9%) 순이익 1,101억원(yoy, 41.4%)을 예상한다. 1분기 실적은 컨센서스 대비 부진한 실적을 기록할 것으로 예상되는데, 이는 한미약품의 기술수출료 반영 여부 및 시점이 불확실한 데 따른 영향으로 컨센서스와의 괴리가 커진 데 기인한다. 그러나 전년대비 성장은 이어나갈 것이다. 변경한 추정실적은 기존 전망대비 매출액 4.3% 감소, 영업이익 0.5% 감소, 순이익 1.8% 증가한 수치이다. 커버리지 업체 중 한미약품 계약금 및 마일스톤 유입, SK케미칼 업황 개선에 따른 이익 증가 등의 요인으로 외형성장 대비 높은 이익성장이 예상된다.

1Q16 당사 커버리지 예상실적 및 투자 의견 요약

회사명	유한양행	한미약품	종근당	동아에스티	녹십자	보령제약	휴온스	SK 케미칼
코드명	A000100	A128940	A185750	A170900	A006280	A003850	A084110	A006120
투자 의견	Outperform (하향)	BUY(유지)	Marketperform (유지)	BUY(유지)	Outperform (하향)	BUY(유지)	BUY(유지)	BUY(유지)
목표주가(원)	360,000	980,000	130,000	200,000	200,000	80,000	100,000	100,000
회계기준	(K-IFRS 연결)	(K-IFRS 연결)	(K-IFRS 별도)	(K-IFRS 별도)	(K-IFRS 연결)	(K-IFRS 별도)	(K-IFRS 연결)	(K-IFRS 연결)
매출액	2,687	2,465	1,787	1,423	2,347	982	577	13,512
변경후 영업이익	217	168	131	128	117	88	114	365
(억원) 세전이익	345	190	124	134	115	87	111	325
순이익	259	149	89	103	87	66	90	257
매출액	2,822	2,178	1,787	1,525	2,208	965	582	14,874
변경전 영업이익	184	136	131	137	168	68	109	402
(억원) 세전이익	313	164	124	119	170	77	92	362
순이익	235	131	89	90	129	58	75	275
매출액	2,670	3,988	1,819	1,505	2,388	1,011	594	13,531
컨센서스 영업이익	153	1,033	89	123	142	79	101	362
(억원) 세전이익	379	982	96	99	130	82	104	163
순이익	269	979	73	109	99	60	79	122

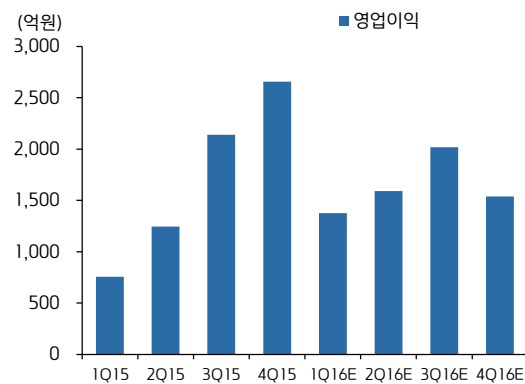
자료: 키움증권

제약업종 커버리지 분기별 매출액 추이 및 전망



자료: 키움증권

제약업종 커버리지 분기별 영업이익 추이 및 전망



자료: 키움증권

1Q16 당사 커버리지 합산 실적

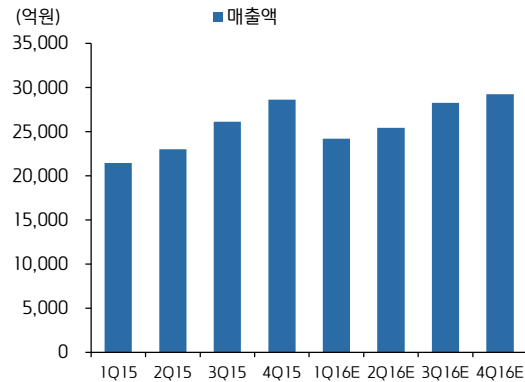
	2015				2016E				증감률	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE	YoY	QoQ
매출액	22,824	24,624	27,941	30,311	25,779	27,235	30,267	31,146	12.9	-14.9
영업이익	755	1,244	2,140	2,656	1,328	1,598	1,994	1,529	75.9	-50.0
세전이익	945	1,094	2,851	2,917	1,432	1,705	2,038	1,413	51.5	-50.9
순이익	768	804	1,619	2,611	1,101	1,302	1,596	1,114	43.4	-57.8
매출액영업이익률	3.3	5.1	7.7	8.8	5.2	5.9	6.6	4.9	-	-
매출액세전이익률	4.1	4.4	10.2	9.6	5.6	6.3	6.7	4.5	-	-

자료: 키움증권

>>> 규모별 커버리지 1Q16 합산 실적

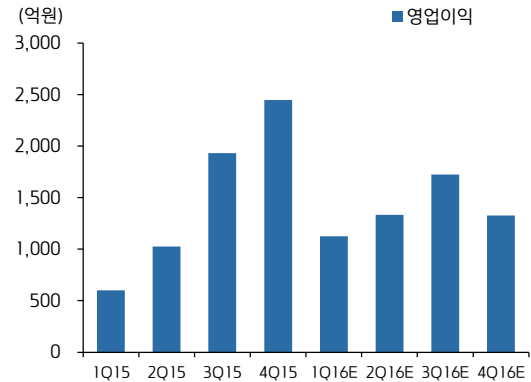
당사 제약업종 커버리지 중 대형제약사들의 1Q16 합산 실적은 매출액 2조 4,220억원(yoy, +12.9%), 영업이익 1,125억원(yoy, +87.4%), 순이익 945억원(yoy, +47.8%)을 예상한다. 이는 기존 추정실적 대비 매출액 4.6% 감소, 영업이익 2.8% 감소, 순이익 0.5% 감소한 수치이다. 중소형제약사의 경우 매출액 1,559억원(yoy, +13.4%), 영업이익 202억원(yoy, +31.0%), 순이익 156억원(yoy, +21.7%)을 예상한다. 기존 추정실적 대비 매출액 0.8% 증가, 영업이익 14.5% 증가, 순이익 6.2% 증가한 수치이다.

커버리지 대형제약사 분기별 매출액 추이 및 전망



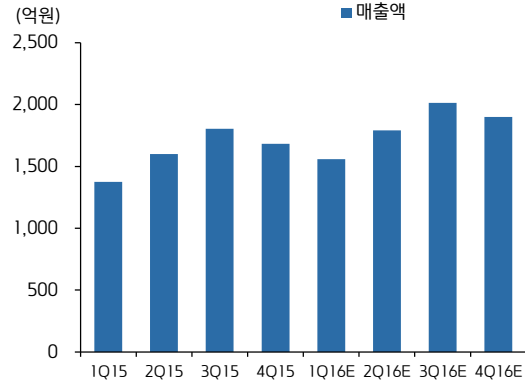
자료: 키움증권

커버리지 대형제약사 분기별 영업이익 추이 및 전망



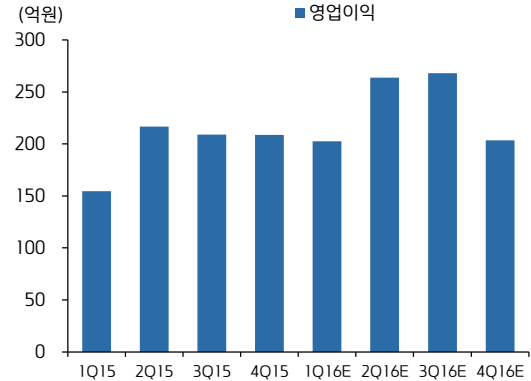
자료: 키움증권

커버리지 중소형제약사 분기별 매출액 추이 및 전망



자료: 키움증권

커버리지 중소형제약사 분기별 영업이익 추이 및 전망



자료: 키움증권

대형제약사 1Q16 실적 예상

		1Q16E	1Q15	YOY (%,%p)	4Q15	QOQ(%,%p)	기존추정	컨센서스
대형제약사 커버리지	매출액	24,220	21,449	12.9	16,140	50.1	25,394	25,901
	영업이익	1,125	601	87.4	2,171	-48.2	1,158	1,903
	OPM (%)	4.6	2.8	1.8	13.4	-8.8	4.6	7.3
	순이익	945	639	47.8	2,055.5	-54.0	949	1,652
	NPM(%)	4	3	0.9	12.7	-8.8	3.7	6.4
유한양행	매출액	2,687	2,421	11.0	3,030	-11.3	2,822	2,670
	영업이익	217	149	45.4	136	59.8	184	153
	OPM (%)	8.1	6.2	1.9	4.5	3.6	6.5	5.7
	순이익	259	246.4	5.2	255.7	1.3	235	269
	NPM(%)	9.6	10.2	-0.5	8.4	1.2	8.3	10.1
한미약품	매출액	2,465	2,147	14.8	5,899	-58.2	2,178	3,988
	영업이익	168	21	693.9	1,715	-90.2	136	1,033
	OPM (%)	6.8	1.0	5.8	29.1	-22.3	6.2	25.9
	순이익	149	162.1	-7.9	1,582.9	-90.6	131	979
	NPM(%)	6.1	7.5	-1.5	26.8	-20.8	6.0	24.5
동아에스티	매출액	1,423	1,395	2.0	1,401	1.6	1,525	1,505
	영업이익	128	128	-0.2	103	24.5	137	123
	OPM (%)	9.0	9.2	-0.2	7.3	1.7	9.0	8.2
	순이익	102.9	87.0	18.3	163.3	-37.0	90.1	108.9
	NPM(%)	7.2	6.2	1.0	11.7	-4.4	5.9	7.2
녹십자	매출액	2,347	2,143	9.5	2,700	-13.1	2,208	2,388
	영업이익	117	127	-7.6	6	1,951.6	168	142
	OPM (%)	5.0	5.9	-0.9	0.2	4.8	7.6	6.0
	순이익	87	132.3	-34.1	-49.4	-276.5	129	99
	NPM(%)	3.7	6.2	-2.5	-1.8	5.5	5.8	4.2
SK 케미칼	매출액	13,512	11,870	13.8	1,555	769.0	14,874	13,531
	영업이익	365	52	595.2	106	245.7	402	362
	OPM (%)	2.7	0.4	2.3	6.8	-4.1	2.7	2.7
	순이익	257	-49.5	-618.9	51.5	398.7	275	122
	NPM(%)	1.9	-0.4	2.3	3.3	-1.4	1.8	0.9
종근당	매출액	1,787	1,473	21.3	1,555	14.9	1,787	1,819
	영업이익	131	123	6.7	106	23.9	131	89
	OPM (%)	7.3	8.3	-1.0	74.2	-66.9	7.3	4.9
	순이익	89	61.1	46.2	51.5	73.4	89	73
	NPM(%)	5.0	4.1	0.9	3.3	1.7	5.0	4.0

자료: 키움증권

중소형제약사 1Q16 실적 예상

		1Q16E	1Q15	YOY (%,%p)	4Q15	QOQ(%,%p)	기존추정	컨센서스
중소형 제약사	매출액	1,559	1,375	13.4	1,683	92.7	1,547	1,606
	영업이익	202	155	31.0	209	97.0	177	180
	OPM (%)	13.0	11.2	(8.7)	12.4	0.6	11.4	11.2
	순이익	156	128	21.7	137	113.9	133	139
	NPM(%)	10.0	9.3	(3.0)	8.1	1.9	8.6	8.7
보령제약	매출액	982	869	13.0	1,017	96.6	965	1,011
	영업이익	88	60	48.5	87	101.2	68	79
	OPM (%)	9.0	6.8	(14.2)	8.6	0.4	7.0	7.8
	순이익	66	54	23.2	41	160.7	58	60
	NPM(%)	6.7	6.2	(7.3)	4.0	2.7	6.0	5.9
휴온스	매출액	577	506	14.0	666	86.7	582	594
	영업이익	114	95	20.1	121	94.0	109	101
	OPM (%)	19.8	18.8	(0.8)	18.2	1.5	18.8	17.0
	순이익	90	75	20.5	96	93.8	75	79
	NPM(%)	15.6	14.7	15.6	14.4	1.2	12.8	13.3

자료: 키움증권

유한양행 추정변경 및 컨센서스 대비 증감률(단위: 억원, %)

	1Q16(E)			증감률	
	기존 전망	컨센 서스	추정 변경	컨센서스 대비	기존전망 대비
매출액	2,822	2,670	2,687	-4.8	0.6
영업이익	184	153	217	17.7	41.3
세전이익	313	379	345	10.4	-8.8
순이익	235	269	259	10.4	-3.7

자료: 키움증권, 주: K-IFRS 연결 기준

동아에스티 추정변경 및 컨센서스 대비 변동률(단위: 억원, %)

	1Q16(E)			증감률	
	기존 전망	컨센 서스	추정 변경	컨센서스 대비	기존전망 대비
매출액	1,525	1,505	1,423	-5.5	-6.7
영업이익	137	123	128	3.8	-6.7
세전이익	119	99	134	36.4	13.4
순이익	90	109	103	-5.6	14.1

자료: 키움증권, 주: K-IFRS 별도 기준

SK케미칼 추정변경 및 컨센서스 대비 변동률(단위: 억원, %)

	1Q16(E)			증감률	
	기존 전망	컨센 서스	추정 변경	컨센서스 대비	기존전망 대비
매출액	14,874	13,531	13,512	-0.1	-9.2
영업이익	402	362	365	0.9	-9.2
세전이익	362	163	325	99.1	-10.2
순이익	275	122	257	110.0	-6.6

자료: 키움증권, 주: K-IFRS 연결 기준

보령제약 추정변경 및 컨센서스 대비 변동률(단위: 억원, %)

	1Q16(E)			증감률	
	기존 전망	컨센 서스	추정 변경	컨센서스 대비	기존전망 대비
매출액	965	1,011	982	-2.9	1.8
영업이익	68	79	88	11.5	30.9
세전이익	77	82	87	6.5	14.1
순이익	58	60	66	10.2	14.1

자료: 키움증권, 주: K-IFRS 별도 기준

한미약품 추정변경 및 컨센서스 대비 변동률(단위: 억원, %)

	1Q16(E)			증감률	
	기존 전망	컨센 서스	추정 변경	컨센서스 대비	기존전망 대비
매출액	2,178	3,988	2,465	-38.2	13.2
영업이익	136	1,033	168	-83.8	23.2
세전이익	164	982	190	-80.7	15.7
순이익	131	979	149	-84.7	14.0

자료: 키움증권, 주: K-IFRS 연결 기준

녹십자 추정변경 및 컨센서스 대비 변동률(단위: 억원, %)

	1Q16(E)			증감률	
	기존 전망	컨센 서스	추정 변경	컨센서스 대비	기존전망 대비
매출액	2,208	2,388	2,347	-1.7	6.3
영업이익	168	142	117	-17.6	-30.1
세전이익	170	130	115	-11.4	-32.5
순이익	129	99	87	-12.3	-32.5

자료: 키움증권, 주: K-IFRS 연결 기준

종근당 추정변경 및 컨센서스 대비 변동률(단위: 억원, %)

	1Q16(E)			증감률	
	기존 전망	컨센 서스	추정 변경	컨센서스 대비	기존전망 대비
매출액	1,787	1,819	1,787	-1.8	-
영업이익	131	89	131	46.8	-
세전이익	124	96	124	28.5	-
순이익	89	73	89	22.4	-

자료: 키움증권, 주: K-IFRS 별도 기준

휴온스 추정변경 및 컨센서스 대비 변동률(단위: 억원, %)

	1Q16(E)			증감률	
	기존 전망	컨센 서스	추정 변경	컨센서스 대비	기존전망 대비
매출액	582	594	577	-2.8	-0.9
영업이익	109	101	114	12.9	4.4
세전이익	92	104	111	6.9	20.7
순이익	75	79	90	13.8	20.7

자료: 키움증권, 주: K-IFRS 연결 기준



기업분석

한미약품(128940)	BUY(Maintain)/목표주가 980,000원
유한양행(000100)	Outperform(Downgrade)/목표주가 360,000원
동아에스티(170900)	BUY(Maintain)/목표주가 200,000원
녹십자(006280)	Outperform(Downgrade)/목표주가 200,000원
종근당(185750)	Marketperform(Maintain)/목표주가 130,000원
SK케미칼(006120)	BUY(Maintain)/목표주가 100,000원
보령제약(003850)	BUY(Maintain)/목표주가 80,000원
휴온스(084110)	BUY(Maintain)/목표주가 100,000원

한미약품 (128940)



BUY(Maintain)

주가(4/19) 654,000원

목표주가 980,000원

동사는 시장성 있는 R&D에 대한 집중투자, 지난해 글로벌 빅파마들과의 대규모 기술수출 계약을 통해 R&D 능력 인정을 높게 평가받았습니다. 또한 기존 기술이전 한 파이프라인들은 고성능이고 있는 글로벌 항암제 시장과 당뇨병치료제 시장에서 블록버스터급 신약으로 자리잡을 가능성이 높아 보입니다. 향후 임상 진행별 기술료 유입이 발생하면서 펀더멘털 역시 강화될 것으로 판단됩니다.

Stock Data

KOSPI (4/19)	2,011.36pt	
시가총액	68,246억원	
52주 주가동향	최고가 831,482원	최저가 311,683원
최고/최저가 대비 등락	-21.35%	109.83%
주가수익률	절대	상대
1M	-4.1%	-5.0%
6M	75.1%	76.7%
1Y	115.3%	129.4%

Company Data

발행주식수	10,435천주
일평균 거래량(3M)	85천주
외국인 지분율	11.62%
배당수익률(16.E)	0.27%
BPS (16.E)	67,787원
주요 주주	한미사이언스 41.37%
	신동국 9.68%
	국민연금공단 7.71%

Price Trend



1분기 실적 양호 예상

>>> 1분기 실적전망

2016년 1분기 동사의 연결기준 실적은 매출액과 영업이익 각각 전년대비 14.8% 증가, 693.9% 증가한 2,465억원, 168억원을 기록할 것으로 전망한다. 순이익은 전년대비 7.9% 감소한 149억원을 예상한다. 지난해 11월 사노피와 대규모 라이선스 아웃 계약을 체결한 퀸텀프로젝트(당뇨, 비만)의 Upfrontfee 중 일부가 1분기에 반영될 것으로 예상된다. 동사의 실적은 기술료 유입 시점에 따라 변동성은 커질 것이다.

내수 영업실적은 전년대비 소폭 감소할 것으로 보이나 계약금 인식에 따라 실적 성장세는 이어나갈 것이다. 북경한미의 매출액은 전년대비 약 5% 성장한 3.3억위안(한화 약 586억원)으로 예상한다.

2016년 연간 실적은 기술수출료 감소로 매출액과 영업이익이 전년대비 각각 17.4% 감소, 61.6% 감소한 10,877억원, 814억원을 기록할 것으로 전망된다.

>>> 투자 의견 및 Valuation

당사는 동사에 대해 투자 의견 BUY와 목표주가 980,000원을 유지한다. 기술료 유입에 따라 실적 변동성은 커지겠지만 좋아진 현금흐름으로 기존 R&D 파이프라인의 임상진행 가속화 및 추가적인 신약물질 발굴, 권리획득 등 글로벌 제약사로 도약하고 있기 때문이다. Laps-rHGH(지속형인성성장호르몬), HM95573(항암제) 등의 파이프라인 기술이전 기대감도 여전히 유효하다.

투자지표, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	7,613	13,175	10,876	12,714	14,914
보고영업이익(억원)	345	2,118	813	1,348	1,581
핵심영업이익(억원)	345	2,118	813	1,348	1,536
EBITDA(억원)	598	2,619	1,100	1,642	1,835
세전이익(억원)	365	2,096	697	1,285	1,484
순이익(억원)	433	1,621	536	998	1,141
지배주주지분순이익(억원)	355	1,544	514	958	1,095
EPS(원)	3,432	14,800	4,235	7,868	9,394
증감율(%YoY)	-24.7	331.2	-71.4	85.8	19.4
PER(배)	29.2	49.2	171.9	92.5	77.5
PBR(배)	2.0	11.3	10.7	9.7	8.7
EV/EBITDA(배)	24.2	31.1	69.4	45.0	36.6
보고영업이익률(%)	4.5	16.1	7.5	10.6	10.6
핵심영업이익률(%)	4.5	16.1	7.5	10.6	10.3
ROE(%)	8.2	24.3	7.0	12.2	12.6
순부채비율(%)	29.6	24.8	-35.8	-62.3	-126.6

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	7,613	13,175	10,876	12,714	14,914
매출원가	3,388	3,983	4,583	5,378	6,249
매출총이익	4,225	9,193	6,293	7,336	8,665
판매비및일반관리비	3,881	7,075	5,480	5,988	7,129
영업이익(보고)	345	2,118	813	1,348	1,581
영업이익(핵심)	345	2,118	813	1,348	1,536
영업외손익	20	-22	-116	-63	-52
이자수익	36	10	12	14	17
배당금수익	3	3	4	5	6
외환이익	34	107	38	28	28
이자비용	121	123	137	150	164
외환손실	20	61	6	4	4
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	70	131	81	18	36
금융상품평가및기타금융이익	1	0	0	0	0
기타	17	-90	-109	25	30
법인세차감전이익	365	2,096	697	1,285	1,484
법인세비용	-68	475	161	286	343
유효법인세율 (%)	-18.7%	22.7%	23.1%	22.3%	23.1%
당기순이익	433	1,621	536	998	1,141
지배주주지분손이익(억원)	355	1,544	514	958	1,095
EBITDA	598	2,619	1,100	1,642	1,835
현금순이익(Cash Earnings)	687	2,122	823	1,293	1,440
수정당기순이익	349	1,520	474	984	1,113
증감률(% YoY)					
매출액	4.3	73.1	-17.5	16.9	17.3
영업이익(보고)	-44.3	514.8	-61.6	65.7	17.3
영업이익(핵심)	-44.3	514.8	-61.6	65.7	14.0
EBITDA	-32.7	337.7	-58.0	49.3	11.7
지배주주지분 당기순이익	-19.2	334.9	-66.7	86.2	14.3
EPS	-24.7	331.2	-71.4	85.8	19.4
수정순이익	-30.3	335.7	-68.8	107.8	13.1

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	-324	1,042	5,144	3,257	7,740
당기순이익	433	1,621	536	998	1,141
감가상각비	232	268	270	273	275
무형자산상각비	22	233	17	22	24
외환손익	-11	-50	-32	-25	-24
자산처분손익	2	4	-81	-18	-36
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-937	-1,143	4,438	1,986	6,343
기타	-66	108	-4	20	17
투자활동현금흐름	-692	-1,168	-552	-681	-658
투자자산의 처분	101	164	-141	-157	-173
유형자산의 처분	7	17	8	21	18
유형자산의 취득	-692	-1,211	-309	-311	-311
무형자산의 처분	-108	-141	-50	-78	0
기타	0	3	-51	-135	-174
재무활동현금흐름	847	945	217	264	324
단기차입금의 증가	-980	-94	218	250	303
장기차입금의 증가	889	1,043	198	150	128
자본의 증가	943	0	0	0	0
배당금지급	0	0	-205	-209	-209
기타	-5	-4	5	73	102
현금및현금성자산의순증가	-168	859	4,809	2,840	7,405
기초현금및현금성자산	693	525	1,383	6,192	9,032
기말현금및현금성자산	525	1,383	6,192	9,032	16,437
Gross Cash Flow	612	2,184	706	1,271	1,397
Op Free Cash Flow	-1,073	-355	4,991	2,939	7,512

재무상태표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	5,377	11,451	11,681	15,263	23,328
현금및현금성자산	525	1,383	6,192	9,032	16,019
유동금융자산	454	442	685	801	940
매출채권및유동채권	3,068	8,045	3,021	3,346	3,925
재고자산	1,331	1,581	1,783	2,084	2,445
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	4,956	5,775	5,892	6,206	6,493
장기매출채권및기타비유동채권	14	150	124	145	170
투자자산	508	437	405	468	544
유형자산	3,279	4,157	4,196	4,234	4,270
무형자산	879	672	705	761	737
기타비유동자산	277	358	462	597	771
자산총계	10,333	17,226	17,574	21,469	29,821
유동부채	1,824	6,736	6,544	9,427	17,037
매입채무및기타유동채무	1,256	5,414	4,470	5,225	6,129
단기차입금	356	376	594	844	1,147
유동성장기차입금	112	656	656	656	656
기타유동부채	99	290	825	2,702	9,106
비유동부채	2,617	3,042	3,245	3,468	3,698
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	2,254	2,642	2,840	2,990	3,118
기타비유동부채	364	399	405	478	580
부채총계	4,441	9,778	9,789	12,895	20,736
자본금	244	256	261	262	262
주식발행초과금	4,016	4,004	4,004	4,003	4,003
이익잉여금	797	2,281	2,610	3,378	4,281
기타자본	218	208	208	208	208
지배주주지분자본총계	5,275	6,749	7,084	7,851	8,755
비지배주주지분자본총계	618	699	701	723	751
자본총계	5,892	7,448	7,785	8,574	9,506
순차입금	1,743	1,849	-2,787	-5,343	-12,037
총차입금	2,722	3,674	4,090	4,490	4,921

투자지표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	3,432	14,800	4,235	7,868	9,394
BPS	50,547	64,680	67,787	75,030	83,582
주당EBITDA	5,785	25,101	9,059	13,491	15,744
CFPS	6,639	20,334	6,777	10,620	12,353
DPS	0	2,000	2,000	2,000	2,000
주가배수(배)					
PER	29.2	49.2	171.9	92.5	77.5
PBR	2.0	11.3	10.7	9.7	8.7
EV/EBITDA	24.2	31.1	69.4	45.0	36.6
PCFR	15.1	35.8	107.4	68.6	58.9
수익성(%)					
영업이익률(보고)	4.5	16.1	7.5	10.6	10.6
영업이익률(핵심)	4.5	16.1	7.5	10.6	10.3
EBITDA margin	7.9	19.9	10.1	12.9	12.3
순이익률	5.7	12.3	4.9	7.9	7.7
자기자본이익률(ROE)	8.2	24.3	7.0	12.2	12.6
투자자본이익률(ROIC)	6.3	20.3	9.3	29.2	-226.4
안정성(%)					
부채비율	75.4	131.3	125.8	150.4	218.1
순차입금비율	29.6	24.8	-35.8	-62.3	-126.6
이자보상배율(배)	2.8	17.3	6.0	9.0	9.4
활동성(배)					
매출채권회전율	2.8	2.4	2.0	4.0	4.1
재고자산회전율	6.4	9.0	6.5	6.6	6.6
매입채무회전율	6.8	4.0	2.2	2.6	2.6

유한양행 (000100)



Outperform(Downgrade)

주가(4/19) 303,500원

목표주가 360,000원

동사는 도입 대형 품목인 트윈스타(고혈압복합제), 트라젠타(당뇨병치료제), 비리어드(B형간염치료제) 등의 매출이 안정적으로 유지되고 있습니다. 또한 신규도입 품목도 시장진입에 성공함에 따라 외형성장을 이어나갈 것으로 기대됩니다. 다만 R&D 비용증가에 따른 이익성장은 제한적일 것으로 예상됩니다.

Stock Data

KOSPI (4/19)		2,011.36pt
시가총액		34,258억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	335,500원	222,000원
최고/최저가 대비 등락	-9.54%	36.71%
주가수익률	절대	상대
	1M	7.2% 6.2%
	6M	16.3% 17.4%
	1Y	34.9% 43.8%

Company Data

발행주식수	11,389천주
일평균 거래량(3M)	54천주
외국인 지분율	29.13%
배당수익률(16.E)	0.73%
BPS (16.E)	127,670원
주요 주주	유한재단 외 2인
	15.52%

Price Trend



안정적인 실적성장

>>> 1분기 실적전망

2016년 1분기 동사의 연결기준 실적은 매출액과 영업이익 각각 전년대비 11.0% 증가, 45.4% 증가한 2,687억원, 217억원을 기록할 것으로 전망한다. 순이익은 전년대비 5.2% 증가한 259억원을 예상한다. 도입 대형 품목인 트윈스타(고혈압복합제), 트라젠타(당뇨병치료제), 비리어드(B형간염치료제) 등의 매출이 안정적으로 유지되고 있으며 신규도입 품목도 시장진입에 성공한 것으로 파악된다.

지난해 4분기 고객사의 재고이슈로 일시적으로 감소했던 고마진 원료의약품 수출이 일부 정상화되면서 수익성 역시 회복할 수 있을 것으로 예상된다. 동사의 R&D 파이프라인 중 엔솔테크바이오사이언스와 공동개발 중인 퇴행성 척추질환치료제가 임상2상 종료를 앞두고 있어 R&D 모멘텀 역시 유효하다. 2016년 연간 실적은 매출액과 영업이익이 전년대비 각각 7.5% 증가, 5.9% 증가한 12,139억원, 909억원을 기록할 것으로 전망된다.

>>> 투자의견 및 Valuation

당사는 동사에 대해 투자의견을 Outperform으로 하향하고 목표주가를 360,000원으로 유지한다. 대형 도입품목의 매출확대가 지속되고 있는 점, 고부가가치 원료의약품 CMO 비즈니스가 고성장하고 있는 점은 긍정적이거나 R&D 비용증가에 따라 이익성장이 제한적일 것으로 예상되기 때문이다.

투자지표, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	10,175	11,287	12,139	13,122	14,277
보고영업이익(억원)	744	858	909	1,024	1,228
핵심영업이익(억원)	744	858	909	1,024	1,228
EBITDA(억원)	1,009	1,169	1,192	1,313	1,511
세전이익(억원)	1,161	1,683	1,406	1,639	1,890
순이익(억원)	909	1,260	1,106	1,290	1,476
자배주지분순이익(억원)	909	1,260	1,106	1,290	1,476
EPS(원)	7,986	11,068	9,712	11,326	12,961
증감율(%YoY)	5.2	38.6	-12.2	16.6	14.4
PER(배)	21.2	24.6	28.1	24.1	21.0
PBR(배)	1.5	2.3	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA(배)	15.4	23.6	22.5	19.6	16.3
보고영업이익률(%)	7.3	7.6	7.5	7.8	8.6
핵심영업이익률(%)	7.3	7.6	7.5	7.8	8.6
ROE(%)	7.3	9.5	7.9	8.6	9.1
순부채비율(%)	-28.0	-24.1	-27.5	-32.2	-36.6

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	10,175	11,287	12,139	13,122	14,277
매출원가	7,021	7,881	8,480	9,120	9,894
매출총이익	3,154	3,407	3,658	4,002	4,383
판매비및일반관리비	2,410	2,548	2,749	2,979	3,155
영업이익(보고)	744	858	909	1,024	1,228
영업이익(핵심)	744	858	909	1,024	1,228
영업외손익	417	825	497	615	662
이자수익	122	116	125	135	147
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	49	77	11	13	0
이자비용	21	31	37	42	46
외환손실	21	53	44	28	0
관계기업지분법손익	318	756	460	483	507
투자및기타자산처분손익	-1	6	22	98	101
금융상품평가및기타금융이익	-9	-9	0	0	0
기타	-20	-37	-40	-43	-47
법인세차감전이익	1,161	1,683	1,406	1,639	1,890
법인세비용	251	423	300	349	414
유효법인세율 (%)	21.7%	25.1%	21.3%	21.3%	21.9%
당기순이익	909	1,260	1,106	1,290	1,476
지배주주지분손이익(억원)	909	1,260	1,106	1,290	1,476
EBITDA	1,009	1,169	1,192	1,313	1,511
현금순이익(Cash Earnings)	1,175	1,571	1,389	1,579	1,759
수정당기순이익	917	1,262	1,089	1,213	1,397
증감률(% YoY)					
매출액	7.8	10.9	7.5	8.1	8.8
영업이익(보고)	20.3	15.4	5.9	12.6	20.0
영업이익(핵심)	20.3	15.4	5.9	12.6	20.0
EBITDA	25.0	15.8	2.0	10.1	15.1
지배주주지분 당기순이익	5.2	38.6	-12.2	16.6	14.4
EPS	5.2	38.6	-12.2	16.6	14.4
수정순이익	13.6	37.6	-13.7	11.4	15.2

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	944	1,262	1,220	1,311	1,442
당기순이익	909	1,260	1,106	1,290	1,476
감가상각비	256	300	273	279	273
무형자산상각비	9	11	10	10	10
외환손익	-15	-1	33	15	0
자산처분손익	9	29	-22	-98	-101
지분법손익	-458	-565	-460	-483	-507
영업활동자산부채 증감	-544	-368	-147	-170	-200
기타	778	597	427	468	491
투자활동현금흐름	-1,922	-1,178	-620	-462	-547
투자자산의 처분	-1,519	341	-262	-230	-284
유형자산의 처분	5	10	0	0	0
유형자산의 취득	-358	-813	-339	-208	-235
무형자산의 처분	-26	-20	-12	-15	-15
기타	-25	-696	-6	-9	-14
재무활동현금흐름	-164	574	174	219	168
단기차입금의 증가	125	195	134	133	109
장기차입금의 증가	56	619	119	134	68
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-156	-180	-205	-205	-205
기타	-189	-60	127	157	196
현금및현금성자산의순증가	-1,143	661	775	1,068	1,063
기초현금및현금성자산	2,700	1,557	2,218	2,993	4,061
기말현금및현금성자산	1,557	2,218	2,993	4,061	5,124
Gross Cash Flow	1,488	1,631	1,367	1,481	1,642
Op Free Cash Flow	-81	-248	500	702	792

재무상태표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	8,413	9,594	10,925	12,636	14,453
현금및현금성자산	1,557	2,218	2,993	4,061	5,124
유동금융자산	2,720	2,581	2,776	3,001	3,265
매출채권및유동채권	2,413	2,371	2,550	2,756	2,999
재고자산	1,723	2,423	2,606	2,817	3,065
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	7,747	9,209	9,380	9,433	9,559
장기매출채권및기타비유동채권	70	87	94	102	110
투자자산	5,207	5,912	6,001	6,103	6,240
유형자산	2,364	3,078	3,144	3,073	3,035
무형자산	97	118	121	126	131
기타비유동자산	9	14	20	29	43
자산총계	16,160	18,803	20,305	22,068	24,012
유동부채	2,551	3,566	3,920	4,306	4,713
매입채무및기타유동채무	1,919	2,704	2,908	3,143	3,420
단기차입금	361	631	765	898	1,007
유동성장기차입금	100	25	25	25	25
기타유동부채	171	206	222	240	261
비유동부채	850	1,598	1,845	2,138	2,404
장기매입채무및비유동채무	27	20	22	24	26
사채및장기차입금	241	860	979	1,113	1,181
기타비유동부채	582	717	844	1,001	1,198
부채총계	3,401	5,164	5,765	6,444	7,117
자본금	569	569	569	569	569
주식발행초과금	952	952	952	952	952
이익잉여금	11,803	12,736	13,636	14,721	15,991
기타자본	-566	-618	-618	-618	-618
지배주주지분자본총계	12,759	13,639	14,540	15,624	16,895
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	12,759	13,639	14,540	15,624	16,895
순차입금	-3,575	-3,283	-4,000	-5,026	-6,176
총차입금	702	1,516	1,769	2,036	2,213

투자지표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	7,986	11,068	9,712	11,326	12,961
BPS	112,029	119,762	127,670	137,192	148,348
주당EBITDA	8,860	10,264	10,467	11,525	13,267
CFPS	10,314	13,795	12,197	13,864	15,447
DPS	1,750	2,000	2,000	2,000	2,000
주가배수(배)					
PER	21.2	24.6	28.1	24.1	21.0
PBR	1.5	2.3	2.1	2.0	1.8
EV/EBITDA	15.4	23.6	22.5	19.6	16.3
PCFR	16.4	19.8	22.3	19.7	17.6
수익성(%)					
영업이익률(보고)	7.3	7.6	7.5	7.8	8.6
영업이익률(핵심)	7.3	7.6	7.5	7.8	8.6
EBITDA margin	9.9	10.4	9.8	10.0	10.6
순이익률	8.9	11.2	9.1	9.8	10.3
자기자본이익률(ROE)	7.3	9.5	7.9	8.6	9.1
투자자본이익률(ROIC)	13.5	13.3	13.6	14.9	17.3
안정성(%)					
부채비율	26.7	37.9	39.6	41.2	42.1
순차입금비율	-28.0	-24.1	-27.5	-32.2	-36.6
이자보상배율(배)	35.8	27.4	24.9	24.3	26.9
활동성(배)					
매출채권회전율	4.4	4.7	4.9	4.9	5.0
재고자산회전율	6.5	5.4	4.8	4.8	4.9
매입채무회전율	5.4	4.9	4.3	4.3	4.4

동아에스티 (170900)



BUY(Maintain)

주가(4/19) 150,000원

목표주가 200,000원

동사는 신제품 효과로 ETC 사업부의 실적 턴어라운드가 예상됩니다. 또한 해외 사업부는 박카스 수출지역 확대, 항결핵제 중국항 수출로 고성장을 이어나갈 것으로 기대됩니다. R&D 성과도 긍정적입니다. DA-9801의 미국 FDA 2상임상 종료 미팅도 잘 진행되었고, 당뇨신약 슈가논은 적응증을 확대해(비알콜성지방간) 미국 파트너사와 약 700억원 규모의 라이선스 아웃도 진행했습니다.

Stock Data

KOSPI (4/19)	2,011.36pt	
시가총액	12,499억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	175,000원	105,500원
최고/최저가 대비 등락	-14.29%	42.18%
주가수익률	절대	상대
1M	-2.6%	-3.5%
6M	25.0%	26.2%
1Y	9.5%	16.7%

Company Data

발행주식수	8,333천주
일평균 거래량(3M)	89천주
외국인 지분율	23.66%
배당수익률(16.E)	0.68%
BPS (16.E)	70,881원
주요 주주	강정석 외 33인 27.13%

Price Trend



ETC사업부 턴어라운드

>>> 1분기 실적전망

2016년 1분기 동사의 연결기준 실적은 매출액과 영업이익 각각 전년대비 2.0% 증가, 0.2% 감소한 1,423억원, 128억원을 기록할 것으로 전망한다. 순이익은 전년대비 18.3% 증가한 103억원을 예상한다. 1분기를 시작으로 ETC 전문의약품 사업부가 아셀렉스(진통소염제), 바라클(B형간염치료제), 슈가논(당뇨병치료제), 테리본(골다공증치료제) 등 신제품 효과로 턴어라운드 할 것으로 예상되며 2분기부터는 본격적으로 처방이 확대될 것으로 기대한다. 해외사업부는 박카스 수출지역이 대만으로 확대되었고 항결핵제의 중국지역 수출도 예정되어 있어 고성장을 이어갈 것이다. 2016년 연간 실적은 매출액과 영업이익이 전년대비 각각 6.7% 증가, 10.8% 증가한 6,065억원, 602억원을 기록할 것으로 전망된다.

R&D성과와 관련해서 동사는 지난 4월11일 DA-1229(슈가논)의 적응증 확대(비알콜성지방간)로 미국 토비라사와 약 700억원 규모의 기술이전 계약을 발표했다. DA-9801(당뇨병성신경병증)과 관련한 미 FDA 미팅도 예정되기로 잘 진행되었다. 당뇨병치료제 등 신규 파이프라인이 본임상으로 리스트업 되는 점도 긍정적이다.

>>> 투자의견 및 Valuation

당사는 동사에 대해 투자의견 BUY를 유지하고 목표주가를 200,000원으로 상향한다. 목표주가는 기존 목표가 170,000원에 미국 임상3상 진입을 앞두고 있는 DA-9801의 파이프라인 가치를 함산해 산정했다.

투자지표, IFRS 별도	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	5,681	5,679	6,065	6,655	7,327
보고영업이익(억원)	482	543	602	663	730
핵심영업이익(억원)	482	543	602	663	730
EBITDA(억원)	726	776	786	850	918
세전이익(억원)	442	630	603	664	719
순이익(억원)	343	480	459	505	545
지배주주지분순이익(억원)	374	486	459	505	545
EPS(원)	4,858	6,187	5,517	6,065	6,543
증감율(%YoY)	N/A	27.4	-10.8	9.9	7.9
PER(배)	18.9	23.8	26.6	24.2	22.5
PBR(배)	1.5	2.1	2.1	1.9	1.8
EV/EBITDA(배)	11.8	16.2	15.3	13.3	11.5
보고영업이익률(%)	8.5	9.6	9.9	10.0	10.0
핵심영업이익률(%)	8.5	9.6	9.9	10.0	10.0
ROE(%)	7.4	9.2	8.0	8.3	8.3
순부채비율(%)	30.9	13.4	3.0	-8.3	-18.9

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	5,681	5,679	6,065	6,655	7,327
매출원가	2,640	2,738	2,822	3,107	3,421
매출총이익	3,041	2,941	3,243	3,548	3,906
판매비및일반관리비	2,559	2,398	2,640	2,884	3,176
영업이익(보고)	482	543	602	663	730
영업이익(핵심)	482	543	602	663	730
영업외손익	-40	86	1	1	-11
이자수익	26	19	21	25	27
배당금수익	3	3	5	5	6
외환이익	58	126	61	82	75
이자비용	140	154	129	144	150
외환손실	23	41	13	11	15
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	42	-81	49	45	49
금융상품평가및기타금융이익	-15	124	4	8	5
기타	8	90	3	-9	-8
법인세차감전이익	442	630	603	664	719
법인세비용	99	150	144	159	174
유효법인세율 (%)	22.3%	23.8%	23.9%	23.9%	24.2%
당기순이익	343	480	459	505	545
지배주주지분손이익(억원)	374	486	459	505	545
EBITDA	726	776	786	850	918
현금순이익(Cash Earnings)	587	712	642	692	733
수정당기순이익	322	447	419	465	504
증감률(% YoY)					
매출액	14.6	0.0	6.8	9.7	10.1
영업이익(보고)	22.3	12.8	10.8	10.1	10.1
영업이익(핵심)	22.3	12.8	10.8	10.1	10.1
EBITDA	21.8	6.9	1.3	8.2	7.9
지배주주지분 당기순이익	N/A	39.8	-4.3	10.1	7.9
EPS	N/A	27.4	-10.8	9.9	7.9
수정순이익	N/A	38.8	-6.3	11.1	8.4

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	832	436	843	932	991
당기순이익	343	480	459	505	545
감가상각비	237	222	175	177	177
무형자산상각비	7	11	8	10	11
외환손익	-33	-76	-48	-71	-60
자산처분손익	2	74	-49	-45	-49
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	123	-406	226	271	294
기타	154	133	72	85	73
투자활동현금흐름	-230	308	-344	-197	-182
투자자산의 처분	31	338	-138	-46	-31
유형자산의 처분	3	0	0	0	0
유형자산의 취득	-289	-273	-222	-165	-171
무형자산의 처분	-12	-35	-33	-31	-29
기타	36	278	49	45	49
재무활동현금흐름	1,010	-704	137	154	95
단기차입금의 증가	-1	-790	83	108	95
장기차입금의 증가	1,100	-43	108	103	59
자본의 증가	0	283	0	0	0
배당금지급	-18	-58	-80	-83	-83
기타	-70	-96	26	26	24
현금및현금성자산의순증가	1,658	138	636	889	903
기초현금및현금성자산	1,157	2,816	2,954	3,589	4,478
기말현금및현금성자산	2,816	2,954	3,589	4,478	5,381
Gross Cash Flow	709	842	617	662	697
Op Free Cash Flow	441	-68	613	766	835

재무상태표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 별도	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	4,755	5,191	6,151	7,113	7,900
현금및현금성자산	2,816	2,954	3,584	4,467	5,366
유동금융자산	166	31	158	186	198
매출채권및유동채권	927	1,275	1,555	1,548	1,332
재고자산	846	931	854	912	1,004
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	6,025	5,400	5,492	5,552	5,594
장기매출채권및기타비유동채권	15	12	18	47	51
투자자산	1,327	1,148	1,163	1,185	1,210
유형자산	4,568	4,070	4,117	4,105	4,099
무형자산	115	170	195	216	234
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	10,780	10,590	11,644	12,665	13,494
유동부채	2,222	2,366	2,878	3,324	3,582
매입채무및기타유동채무	835	782	1,213	1,548	1,704
단기차입금	585	495	578	686	781
유동성장기차입금	692	950	950	950	950
기타유동부채	110	139	137	141	148
비유동부채	3,690	2,712	2,853	2,992	3,088
장기매입채무및비유동채무	136	102	109	119	131
사채및장기차입금	3,210	2,281	2,389	2,492	2,551
기타비유동부채	344	329	355	381	405
부채총계	5,911	5,077	5,730	6,317	6,670
자본금	385	402	417	417	417
주식발행초과금	2,253	2,528	2,528	2,528	2,528
이익잉여금	397	967	1,346	1,768	2,230
기타자본	1,833	1,615	1,615	1,615	1,615
지배주주지분자본총계	4,868	5,513	5,906	6,328	6,790
비지배주주지분자본총계	4,868	5,513	5,906	6,328	6,790
자본총계	4,868	5,513	5,906	6,328	6,790
순차입금	1,506	741	175	-526	-1,282
총차입금	4,487	3,726	3,917	4,128	4,282

투자지표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 별도	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	4,858	6,187	5,517	6,065	6,543
BPS	63,209	68,603	70,881	75,946	81,489
주당EBITDA	9,425	9,884	9,447	10,206	11,017
CFPS	7,619	9,069	7,721	8,309	8,793
DPS	750	1,000	1,000	1,000	1,000
주가배수(배)					
PER	18.9	23.8	26.6	24.2	22.5
PBR	1.5	2.1	2.1	1.9	1.8
EV/EBITDA	11.8	16.2	15.3	13.3	11.5
PCFR	12.0	16.2	19.0	17.7	16.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	8.5	9.6	9.9	10.0	10.0
영업이익률(핵심)	8.5	9.6	9.9	10.0	10.0
EBITDA margin	12.8	13.7	13.0	12.8	12.5
순이익률	6.0	8.4	7.6	7.6	7.4
자기자본이익률(ROE)	7.4	9.2	8.0	8.3	8.3
투자자본이익률(ROIC)	6.9	7.6	8.6	9.8	11.4
안정성(%)					
부채비율	121.4	92.1	97.0	99.8	98.2
순차입금비율	30.9	13.4	3.0	-8.3	-18.9
이자보상배율(배)	3.4	3.5	4.7	4.6	4.9
활동성(배)					
매출채권회전율	5.8	5.2	4.3	4.3	5.1
재고자산회전율	6.5	6.4	6.8	7.5	7.7
매입채무회전율	7.0	7.0	6.1	4.8	4.5

녹십자 (006280)



Outperform(Downgrade)

주가(4/19) 177,500원

목표주가 200,000원

동사는 백신 및 혈액제제 등 기존 사업의 성장확대로 외형성장은 이어갈 수 있을 것으로 예상됩니다. 다만 R&D 비용 증가에 따른 이익감소는 불가피할 것으로 보입니다. 중장기적으로 R&D 비용증가는 중장기 성장동력 확보 차원에서 긍정적이거나 높아진 밸류에이션에 대한 부담이 상존할 것으로 판단됩니다.

Stock Data

KOSPI (4/19)	2,011.36pt	
시가총액	20,744억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	270,000원	167,500원
최고/최저가 대비 등락	-34.26%	5.97%
주가수익률	절대	상대
1M	-4.3%	-5.2%
6M	0.9%	1.8%
1Y	-9.9%	-4.0%

Company Data

발행주식수	11,687천주
일평균 거래량(3M)	60천주
외국인 지분율	24.23%
배당수익률(16.E)	1.09%
BPS (16.E)	85,413원
주요 주주	녹십자 홀딩스 외 20인
	52.73%

Price Trend



R&D 비용 증가, 수익성 감소

>>> 1분기 실적전망

2016년 1분기 동사의 연결기준 실적은 매출액과 영업이익 각각 전년대비 9.5% 증가, 7.6% 감소한 2,347억원, 117억원을 기록할 것으로 전망한다. 기초백신 및 도입백신의 매출확대는 지속적이거나 R&D 비용증가에 따른 이익 감소는 불가피한 것으로 보인다.

R&D성과와 관련해서 IVIG(면역글로블린)의 FDA 허가 및 북미시장 본격 진출은 올해 하반기 또는 내년 초까지 기다려야 할 수 밖에 없기 때문에 수출확대에 따른 수익성 개선은 좀 더 기다릴 필요가 있겠다. 그러나 중장기 성장동력 확보를 위한 R&D 투자 확대는 긍정적이다.

>>> 투자의견 및 Valuation

당사는 동사에 대해 투자의견을 Outperform으로 하향하고 목표주가를 기존 230,000원에서 200,000원으로 조정한다. 혈액제제의 미국 진출 및 백신시장 점유율 확대는 긍정적이지만 R&D 비용증가에 따른 이익 감소로 밸류에이션 부담이 커졌기 때문이다. 또한 IVIG(면역글로블린) 미국 허가에 따른 펀더멘탈 업그레이드가 올해 하반기로 예상되어 있어 시간이 필요하다는 판단이다. 다만 업종 특성상 신약개발 및 허가 과정에 상당한 시간이 필요한 점을 감안하면, 북미시장 진출을 위한 준비가 순조롭게 진행되고 있다는 판단이다.

투자지표, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	9,753	10,478	11,466	12,510	13,748
보고영업이익(억원)	970	917	849	926	1,017
핵심영업이익(억원)	970	917	849	926	962
EBITDA(억원)	1,205	1,201	1,100	1,190	1,227
세전이익(억원)	1,167	1,289	827	924	1,065
순이익(억원)	868	957	628	701	807
자배주지분순이익(억원)	839	950	608	679	781
EPS(원)	7,183	8,126	5,202	5,806	6,684
증감율(%)YoY)	15.8	13.1	-36.0	11.6	15.1
PER(배)	19.1	22.5	35.2	31.5	27.4
PBR(배)	1.8	2.2	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA(배)	14.3	18.1	20.3	18.7	18.1
보고영업이익률(%)	9.9	8.7	7.4	7.4	7.4
핵심영업이익률(%)	9.9	8.7	7.4	7.4	7.0
ROE(%)	9.9	10.0	6.2	6.6	7.2
순부채비율(%)	7.4	1.9	1.9	1.5	1.1

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	9,753	10,478	11,466	12,510	13,748
매출원가	6,648	7,088	7,999	8,694	9,582
매출총이익	3,105	3,390	3,467	3,815	4,166
판매비및일반관리비	2,135	2,473	2,618	2,890	3,203
영업이익(보고)	970	917	849	926	1,017
영업이익(핵심)	970	917	849	926	962
영업외손익	197	372	-22	-2	102
이자수익	6	8	10	12	13
배당금수익	3	4	4	5	5
외환이익	67	130	85	68	71
이자비용	46	50	54	71	85
외환손실	63	51	11	18	15
관계기업지분법손익	262	395	0	0	0
투자및기타자산처분손익	17	142	5	13	43
금융상품평가및기타금융이익	-33	-48	-18	-15	-11
기타	-16	-158	-44	5	81
법인세차감전이익	1,167	1,289	827	924	1,065
법인세비용	299	332	199	223	258
유효법인세율 (%)	25.6%	25.8%	24.0%	24.1%	24.2%
당기순이익	868	957	628	701	807
지배주주지분손이익(억원)	839	950	608	679	781
EBITDA	1,205	1,201	1,100	1,190	1,227
현금순이익(Cash Earnings)	1,103	1,241	880	965	1,072
수정당기순이익	880	887	638	702	783
증감률(% YoY)					
매출액	9.8	7.4	9.4	9.1	9.9
영업이익(보고)	23.0	-5.5	-7.4	9.1	9.9
영업이익(핵심)	23.0	-5.5	-7.4	9.1	4.0
EBITDA	23.9	-0.3	-8.4	8.2	3.1
지배주주지분 당기순이익	19.8	13.1	-36.0	11.6	15.1
EPS	15.8	13.1	-36.0	11.6	15.1
수정순이익	49.4	0.8	-28.1	10.1	11.4

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	568	452	453	632	617
당기순이익	868	957	628	701	807
감가상각비	210	254	225	235	229
무형자산상각비	25	30	26	29	36
외환손익	-19	-27	-74	-50	-56
자산처분손익	1	1	-5	-13	-43
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-503	-548	-374	-440	-457
기타	-15	-214	26	170	101
투자활동현금흐름	-1,634	78	-367	-436	-405
투자자산의 처분	-915	1,447	-134	-103	-67
유형자산의 처분	2	2	3	3	4
유형자산의 취득	-585	-1,212	-123	-185	-193
무형자산의 처분	-122	-145	-115	-153	-150
기타	-14	-14	5	5	5
재무활동현금흐름	1,094	-276	194	212	179
단기차입금의 증가	948	-879	251	303	273
장기차입금의 증가	174	660	150	135	125
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-147	-150	-202	-231	-231
기타	120	93	-5	5	12
현금및현금성자산의순증가	44	257	280	408	391
기초현금및현금성자산	276	320	577	858	1,265
기말현금및현금성자산	320	577	858	1,265	1,656
Gross Cash Flow	1,071	1,001	827	1,072	1,074
Op Free Cash Flow	-253	-940	285	189	194

재무상태표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	6,629	7,435	8,787	9,914	11,132
현금및현금성자산	320	577	870	1,251	1,612
유동금융자산	601	556	665	751	825
매출채권및유동채권	2,724	3,054	3,699	4,035	4,435
재고자산	2,984	3,247	3,554	3,877	4,261
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	6,675	6,717	6,628	6,649	6,681
장기매출채권및기타비유동채권	79	82	90	98	108
투자자산	1,955	932	950	969	993
유형자산	4,089	5,004	4,802	4,672	4,556
무형자산	546	602	691	815	929
기타비유동자산	7	96	96	96	96
자산총계	13,304	14,151	15,415	16,563	17,813
유동부채	3,344	3,077	3,905	4,428	5,026
매입채무및기타유동채무	1,803	2,016	2,548	2,719	2,989
단기차입금	1,225	587	838	1,141	1,414
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	317	474	519	567	623
비유동부채	754	1,097	1,250	1,399	1,547
장기매입채무및비유동채무	79	88	97	105	116
사채및장기차입금	380	740	890	1,025	1,150
기타비유동부채	294	269	264	269	281
부채총계	4,097	4,174	5,155	5,827	6,573
자본금	584	584	584	584	584
주식발행초과금	2,918	2,918	2,918	2,918	2,918
이익잉여금	5,134	5,955	6,368	6,825	7,384
기타자본	290	111	111	111	111
지배주주지분자본총계	8,927	9,568	9,982	10,438	10,997
비지배주주지분자본총계	280	409	421	434	450
자본총계	9,206	9,977	10,403	10,872	11,448
순차입금	684	194	193	164	127
총차입금	1,605	1,327	1,728	2,166	2,564

투자지표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	7,183	8,126	5,202	5,806	6,684
BPS	76,384	81,873	85,413	89,320	94,104
주당EBITDA	10,310	10,277	9,414	10,182	10,501
CFPS	9,439	10,620	7,526	8,259	9,172
DPS	1,250	1,750	2,000	2,000	2,000
주가배수(배)					
PER	19.1	22.5	35.2	31.5	27.4
PBR	1.8	2.2	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	14.3	18.1	20.3	18.7	18.1
PCFR	14.5	17.2	24.3	22.2	20.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	9.9	8.7	7.4	7.4	7.4
영업이익률(핵심)	9.9	8.7	7.4	7.4	7.0
EBITDA margin	12.4	11.5	9.6	9.5	8.9
순이익률	8.9	9.1	5.5	5.6	5.9
자기자본이익률(ROE)	9.9	10.0	6.2	6.6	7.2
투자자본이익률(ROIC)	9.4	7.9	6.9	7.2	7.2
안정성(%)					
부채비율	44.5	41.8	49.6	53.6	57.4
순차입금비율	7.4	1.9	1.9	1.5	1.1
이자보상배율(배)	20.9	18.3	15.8	13.0	11.4
활동성(배)					
매출채권회전율	3.6	3.6	3.4	3.2	3.2
재고자산회전율	3.6	3.4	3.4	3.4	3.4
매입채무회전율	5.8	5.5	5.0	4.7	4.8

종근당 (185750)



Marketperform(Maintain)

주가(4/19) 122,500원

목표주가 130,000원

동사는 대형블록버스터급 품목의 도입으로 외형성장은 크게 확대될 것으로 기대됩니다. 다만 도입품목의 마진율은 기존 제품대비 다소 떨어질 것으로 판단되어 이익 기여도는 크지 않을 것으로 사료됩니다. 동사의 외형 및 이익 성장은 긍정적이나 의미있는 R&D 성과는 시간이 필요합니다.

Stock Data

KOSPI (4/19)		2,011.36pt	
시가총액		11,526억원	
52주 주가동향	최고가	최저가	
	168,500원	61,000원	
최고/최저가 대비 등락	-27.30%	100.82%	
주가수익률	절대	상대	
	1M	-9.3%	-10.1%
	6M	91.1%	92.9%
	1Y	68.0%	79.1%

Company Data

발행주식수	9,409천주
일평균 거래량(3M)	189천주
외국인 지분율	6.41%
배당수익률(16.E)	0.62%
BPS (16.E)	37,130원
주요 주주	종근당 홀딩스 외 12인 33.6%

Price Trend



도입품목 효과 긍정적

>>> 1분기 실적전망

2016년 1분기 동사의 연결기준 실적은 매출액과 영업이익 각각 전년대비 26.1% 증가, 34.2% 증가한 1,787억원, 131억원을 기록할 것으로 전망한다.

도입품목 확대에 따른 외형 및 이익 성장은 가능하나, R&D 파이프라인에 대한 가치가 미리 반영되어 있기 때문에 밸류에이션에 대한 고려가 필요한 시점이다. 다만 R&D 비용의 비중이 높은 개량신약 외에 시장성 높은 항암제, 이상지질혈증치료제, 빈혈치료제 등의 임상 진행에 따른 가치가 반영 될 경우 밸류에이션은 정상화 될 수 있다는 판단이다. 중장기적인 관점이 필요하다.

2016년 연간 실적은 매출액과 영업이익 각각 전년대비 26.1% 증가, 34.1% 증가한 7,474억원, 573억원을 기록할 것으로 예상한다.

>>> 투자의견 및 Valuation

당사는 동사에 대해 투자의견 Marketperform과 목표주가 130,000원을 유지한다. 도입품목에 따른 외형성장은 긍정적이나 신규 도입품목 런칭에 따른 마케팅 비용은 지속적으로 늘어날 것으로 보이며, R&D 파이프라인 가치가 급격하게 반영된 점도 다소 부담스러울 것으로 판단된다.

투자지표, IFRS 별도	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	5,441	5,925	7,474	8,211	8,975
보고영업이익(억원)	539	427	573	650	674
핵심영업이익(억원)	539	427	573	650	674
EBITDA(억원)	745	654	755	838	862
세전이익(억원)	485	151	553	630	736
순이익(억원)	352	-68	404	460	542
지배주주지분순이익(억원)	352	-68	404	460	542
EPS(원)	3,736	-720	4,298	4,890	5,764
증감율(%YoY)	695.9	N/A	N/A	13.8	17.9
PER(배)	17.5	-133.5	28.5	25.0	21.3
PBR(배)	1.9	2.9	3.3	3.0	2.6
EV/EBITDA(배)	9.2	15.5	13.0	11.0	9.9
보고영업이익률(%)	9.9	7.2	7.7	7.9	7.5
핵심영업이익률(%)	9.9	7.2	7.7	7.9	7.5
ROE(%)	11.2	-2.1	12.2	12.5	13.1
순부채비율(%)	22.1	35.5	21.7	4.3	-10.7

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	5,441	5,925	7,474	8,211	8,975
매출원가	2,638	2,963	3,738	4,105	4,487
매출총이익	2,803	2,962	3,735	4,107	4,488
판매비및일반관리비	2,264	2,535	3,163	3,456	3,814
영업이익(보고)	539	427	573	650	674
영업이익(핵심)	539	427	573	650	674
영업외손익	-54	-276	-20	-20	62
이자수익	9	6	9	11	12
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	7	16	5	7	8
이자비용	54	44	36	24	25
외환손실	12	14	50	22	15
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	1	0	-15	8	9
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	-7	-241	67	-1	72
법인세차감전이익	485	151	553	630	736
법인세비용	133	219	149	170	194
유효법인세율 (%)	27.5%	144.7%	26.9%	27.0%	26.3%
당기순이익	352	-68	404	460	542
지배주주지분손이익(억원)	352	-68	404	460	542
EBITDA	745	654	755	838	862
현금순이익(Cash Earnings)	557	159	586	648	730
수정당기순이익	351	-68	415	454	536
증감률(% YoY)					
매출액	530.4	8.9	26.1	9.9	9.3
영업이익(보고)	615.4	-20.8	34.1	13.5	3.6
영업이익(핵심)	615.4	-20.8	34.1	13.5	3.6
EBITDA	588.4	-12.2	15.4	11.1	2.8
지배주주지분 당기순이익	695.9	N/A	N/A	13.8	17.9
EPS	695.9	N/A	N/A	13.8	17.9
수정순이익	696.5	N/A	N/A	9.4	17.9

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	646	73	523	662	735
당기순이익	352	-68	404	460	542
감가상각비	182	201	157	155	148
무형자산상각비	23	26	25	33	40
외환손익	4	-4	45	15	7
자산처분손익	1	0	15	-8	-9
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-60	-267	-78	22	14
기타	144	184	-45	-15	-7
투자활동현금흐름	-258	-359	-221	-129	-141
투자자산의 처분	-46	14	-60	-3	-18
유형자산의 처분	1	1	3	2	3
유형자산의 취득	-187	-322	-58	-53	-53
무형자산의 처분	-26	-31	-88	-81	-79
기타	0	0	-15	8	9
재무활동현금흐름	-28	-75	90	114	81
단기차입금의 증가	0	0	19	22	21
장기차입금의 증가	0	0	23	33	18
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-28	-75	-56	-56	-56
기타	0	0	104	116	98
현금및현금성자산의순증가	356	-359	392	647	674
기초현금및현금성자산	132	488	129	521	1,168
기말현금및현금성자산	488	129	521	1,168	1,842
Gross Cash Flow	706	340	601	640	721
Op Free Cash Flow	324	-585	377	551	566

재무상태표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 별도	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	2,984	2,884	3,622	4,361	5,148
현금및현금성자산	488	129	521	1,168	1,842
유동금융자산	26	0	7	8	9
매출채권및유동채권	1,718	1,855	2,135	2,219	2,426
재고자산	752	900	958	966	871
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	2,753	2,879	2,901	2,862	2,829
장기매출채권및기타비유동채권	28	40	45	57	63
투자자산	412	400	452	455	473
유형자산	2,152	2,280	2,181	2,079	1,984
무형자산	161	158	222	270	309
기타비유동자산	1	1	1	1	1
자산총계	5,738	5,763	6,523	7,223	7,977
유동부채	1,613	1,514	1,774	1,910	2,049
매입채무및기타유동채무	703	847	1,068	1,174	1,283
단기차입금	286	286	305	327	348
유동성장기차입금	520	254	254	254	254
기타유동부채	104	128	147	155	165
비유동부채	810	1,103	1,255	1,416	1,545
장기매입채무및비유동채무	100	97	122	134	147
사채및장기차입금	440	706	729	762	780
기타비유동부채	270	300	404	520	618
부채총계	2,423	2,617	3,029	3,326	3,594
자본금	235	235	235	235	235
주식발행초과금	2,714	2,714	2,714	2,714	2,714
이익잉여금	346	195	543	947	1,433
기타자본	20	1	1	1	1
지배주주지분자본총계	3,314	3,146	3,494	3,897	4,383
비지배주주지분자본총계	3,314	3,146	3,494	3,897	4,383
자본총계	3,314	3,146	3,494	3,897	4,383
순차입금	732	1,117	759	167	-469
총차입금	1,246	1,246	1,288	1,343	1,382

투자지표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 별도	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	3,736	-720	4,298	4,890	5,764
BPS	35,226	33,432	37,130	41,420	46,584
주당EBITDA	7,916	6,949	8,022	8,909	9,160
CFPS	5,920	1,690	6,231	6,887	7,760
DPS	800	600	600	600	600
주가배수(배)					
PER	17.5	-133.5	28.5	25.0	21.3
PBR	1.9	2.9	3.3	3.0	2.6
EV/EBITDA	9.2	15.5	13.0	11.0	9.9
PCFR	11.0	56.9	19.7	17.8	15.8
수익성(%)					
영업이익률(보고)	9.9	7.2	7.7	7.9	7.5
영업이익률(핵심)	9.9	7.2	7.7	7.9	7.5
EBITDA margin	13.7	11.0	10.1	10.2	9.6
순이익률	6.5	-1.1	5.4	5.6	6.0
자기자본이익률(ROE)	11.2	-2.1	12.2	12.5	13.1
투자자본이익률(ROIC)	9.9	-4.7	10.0	11.4	12.1
안정성(%)					
부채비율	73.1	83.2	86.7	85.3	82.0
순차입금비율	22.1	35.5	21.7	4.3	-10.7
이자보상배율(배)	10.0	9.8	15.9	26.9	27.1
활동성(배)					
매출채권회전율	3.2	3.3	3.7	3.8	3.9
재고자산회전율	7.4	7.2	8.0	8.5	9.8
매입채무회전율	8.2	7.6	7.8	7.3	7.3

SK케미칼 (006120)



Buy(Maintain)

주가(4/19) 78,000원

목표주가 100,000원

동사는 화학사업부의 비중이 높아 제약/바이오 관련 사업부의 기여도가 생각만큼 높지 않지만 세포배양백신 및 프리미엄백신을 통해 중장기적인 컨덤 점프가 가능하다고 판단됩니다. 단기실적의 영향으로 주가에 불임이 있을 수 있으나 중장기 사업계획 및 LS사업부 파이프라인의 가치 등을 감안해 볼 때 현재 주가 수준은 저평가 된 것으로 판단됩니다.

Stock Data

KOSPI (4/19)	2,011.36pt	
시가총액	19,920억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	87,868원	60,008원
최고/최저가 대비 등락	-11.23%	29.98%
주가수익률	절대	상대
1M	-6.9%	-7.8%
6M	11.3%	12.3%
1Y	8.2%	15.3%

Company Data

발행주식수	27,120천주
일평균 거래량(3M)	172천주
외국인 지분율	9.74%
배당수익률(16.E)	0.41%
BPS (16.E)	57,836원
주요 주주	최창원 외 13인
	20.72%

Price Trend



LS(생명과학)부분 턴어라운드

>>> 1분기 실적전망

2016년 1분기 동사의 연결기준 실적은 매출액과 영업이익 각각 전년대비 12.2% 증가, 54.4% 증가한 13,512억원, 365억원을 기록할 것으로 전망한다.

GC사업부의 경우 유가하락 및 원자재 가격 하락, 바이오디젤 스프레드 개선에 따른 마진을 개선이 예상되며, LS사업부의 경우 독감백신 자체품목 대체 등으로 외형 및 이익 개선이 가능할 것으로 전망된다.

LS사업부는 독감 4가백신 판매확대, 폐렴구균백신, 대상포진백신의 출시가 하반기 내 가능할 것으로 보이는 만큼 실적 턴어라운드가 예상된다.

2016년 연간 실적은 매출액과 영업이익 각각 전년대비 12.2% 증가, 54.5% 증가한 59,140억원, 1,765억원을 기록할 것으로 예상한다.

>>> 투자의견 및 Valuation

당사는 동사에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 100,000원을 유지한다. 지금 당장에 실적 개선은 미미해 보이지만 혈우병치료제 미국 FDA 허가 등의 R&D 모멘텀이 유효하고 프리미엄 백신의 순차적인 출시로 이익 개선이 가능하다. 또한 차량경량화에 필요한 PPS(슈퍼플라스틱)가 상반기 내 본격 양산되면서 외형 및 이익 성장에 크게 기여할 것으로 판단된다.

투자지표, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	72,836	52,692	59,140	66,177	74,648
보고영업이익(억원)	1,496	1,143	1,765	2,118	2,389
핵심영업이익(억원)	1,496	1,143	1,765	2,118	2,389
EBITDA(억원)	2,347	2,173	3,135	3,489	3,718
세전이익(억원)	343	1,164	1,577	1,846	2,037
순이익(억원)	140	944	1,260	1,458	1,607
지배주주지분순이익(억원)	-251	556	752	876	964
EPS(원)	-1,041	2,289	2,774	3,231	3,555
증감율(%YoY)	N/A	N/A	21.2	16.5	10.0
PER(배)	-59.9	31.7	26.2	22.5	20.4
PBR(배)	1.2	1.3	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	6.3	26.2	17.1	14.4	12.6
보고영업이익률(%)	2.1	2.2	3.0	3.2	3.2
핵심영업이익률(%)	2.1	2.2	3.0	3.2	3.2
ROE(%)	0.7	4.1	4.8	5.3	5.5
순부채비율(%)	112.4	98.3	83.5	68.4	53.5

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	72,836	52,692	59,140	66,177	74,648
매출원가	66,244	46,581	53,308	59,758	67,183
매출총이익	6,593	6,111	5,831	6,419	7,465
판매비및일반관리비	5,097	4,968	4,066	4,302	5,076
영업이익(보고)	1,496	1,143	1,765	2,118	2,389
영업이익(핵심)	1,496	1,143	1,765	2,118	2,389
영업외손익	-1,153	21	-188	-272	-352
이자수익	208	104	110	128	145
배당금수익	32	35	37	43	49
외환이익	770	590	738	551	358
이자비용	613	728	1,197	1,043	1,097
외환손실	1,195	993	191	181	193
관계기업지분법손익	-1,251	529	-70	-32	15
투자및기타자산처분손익	597	70	107	58	66
금융상품평가및기타금융이익	185	165	-2	23	25
기타	-416	249	280	180	280
법인세차감전이익	343	1,164	1,577	1,846	2,037
법인세비용	203	220	317	388	430
유효법인세율 (%)	59.2%	18.9%	20.1%	21.0%	21.1%
당기순이익	140	944	1,260	1,458	1,607
지배주주지분손이익(억원)	-251	556	752	876	964
EBITDA	2,347	2,173	3,135	3,489	3,718
현금순이익(Cash Earnings)	991	1,974	2,630	2,830	2,937
수정당기순이익	-179	753	1,176	1,394	1,535
증감률(% YoY)					
매출액	-11.8	-27.7	12.2	11.9	12.8
영업이익(보고)	-22.9	-23.6	54.5	20.0	12.8
영업이익(핵심)	-22.9	-23.6	54.5	20.0	12.8
EBITDA	-14.2	-7.4	44.2	11.3	6.6
지배주주지분 당기순이익	N/A	N/A	35.4	16.5	10.0
EPS	N/A	N/A	21.2	16.5	10.0
수정순이익	N/A	N/A	56.2	18.5	10.1

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	1,864	-654	3,187	3,642	3,971
당기순이익	140	944	1,260	1,458	1,607
감가상각비	789	972	1,289	1,274	1,234
무형자산상각비	62	59	81	97	96
외환손익	0	0	-547	-370	-165
자산처분손익	131	5	-107	-58	-66
지분법손익	721	-67	70	32	-15
영업활동자산부채 증감	300	-1,993	616	861	1,159
기타	-280	-574	525	348	122
투자활동현금흐름	-8,976	-6,594	-483	-1,087	-1,045
투자자산의 처분	-2,488	310	-219	-707	-641
유형자산의 처분	111	27	35	53	44
유형자산의 취득	-6,595	-6,671	-278	-353	-353
무형자산의 처분	-64	-147	-35	-51	-79
기타	60	-113	49	24	28
재무활동현금흐름	5,259	9,560	2,005	1,975	2,154
단기차입금의 증가	-2,228	4,153	1,350	2,110	2,300
장기차입금의 증가	6,749	8,801	455	-367	-439
자본의 증가	0	1,979	0	0	0
배당금지급	-144	-135	-73	-73	-73
기타	882	3,067	273	305	366
현금및현금성자산의순증가	-1,820	2,363	4,709	4,530	5,079
기초현금및현금성자산	5,062	3,242	5,605	10,315	14,844
기말현금및현금성자산	3,242	5,605	10,315	14,844	19,923
Gross Cash Flow	1,563	1,339	2,571	2,782	2,812
Op Free Cash Flow	-4,898	-6,853	3,083	3,501	3,941

재무상태표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	20,456	23,741	27,271	32,866	45,966
현금및현금성자산	3,242	5,605	10,315	14,844	19,923
유동금융자산	1,769	1,376	1,301	1,654	1,866
매출채권및유동채권	8,957	7,917	7,301	8,170	9,216
재고자산	6,472	8,821	8,330	8,170	14,930
기타유동비금융자산	16	22	25	28	31
비유동자산	35,092	42,209	41,550	41,063	40,816
장기매출채권및기타비유동채권	374	772	866	970	1,094
투자자산	7,050	7,933	8,241	8,620	9,146
유형자산	24,089	29,977	28,966	28,044	27,163
무형자산	3,540	3,522	3,476	3,430	3,413
기타비유동자산	38	5	1	0	0
자산총계	55,548	65,950	68,821	73,930	86,782
유동부채	15,276	13,877	15,167	18,457	29,258
매입채무및기타유동채무	5,262	4,837	4,194	4,628	5,220
단기차입금	6,758	5,929	7,279	9,389	11,689
유동성장기차입금	2,849	2,452	2,802	2,322	1,752
기타유동부채	407	659	892	2,118	10,597
비유동부채	20,211	26,215	26,609	27,043	27,559
장기매입채무및비유동채무	163	124	139	155	175
사채및장기차입금	17,945	24,025	24,130	24,243	24,374
기타비유동부채	2,103	2,067	2,340	2,645	3,010
부채총계	35,487	40,092	41,776	45,500	56,818
자본금	1,183	1,356	1,356	1,356	1,356
주식발행초과금	1,303	3,109	3,109	3,109	3,109
이익잉여금	10,343	10,994	11,704	12,538	13,460
기타자본	-551	-483	-483	-483	-483
지배주주지분자본총계	12,778	14,975	15,685	16,519	17,441
비지배주주지분자본총계	7,783	10,882	11,359	11,911	12,523
자본총계	20,061	25,858	27,045	28,430	29,964
순차입금	22,540	25,425	22,595	19,455	16,026
총차입금	27,552	32,406	34,211	35,954	37,815

투자지표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	-1,041	2,289	2,774	3,231	3,555
BPS	50,932	55,218	57,836	60,911	64,310
주당EBITDA	9,738	8,954	11,559	12,866	13,711
CFPS	4,112	8,135	9,697	10,434	10,828
DPS	300	300	300	300	300
주가배수(배)					
PER	-59.9	31.7	26.2	22.5	20.4
PBR	1.2	1.3	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	6.3	26.2	17.1	14.4	12.6
PCFR	15.2	8.9	7.5	7.0	6.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	2.1	2.2	3.0	3.2	3.2
영업이익률(핵심)	2.1	2.2	3.0	3.2	3.2
EBITDA margin	3.2	4.1	5.3	5.3	5.0
순이익률	0.2	1.8	2.1	2.2	2.2
자기자본이익률(ROE)	0.7	4.1	4.8	5.3	5.5
투자자본이익률(ROIC)	1.9	2.3	3.2	4.0	4.7
안정성(%)					
부채비율	176.9	155.0	154.5	160.0	189.6
순차입금비율	112.4	98.3	83.5	68.4	53.5
이자보상배율(배)	2.4	1.6	1.5	2.0	2.2
활동성(배)					
매출채권회전율	7.3	6.2	7.8	8.6	8.6
재고자산회전율	11.9	6.9	6.9	8.0	6.5
매입채무회전율	11.2	10.4	13.1	15.0	15.2

보령제약 (003850)



Buy(Maintain)

주가(4/19) 58,000원

목표주가 80,000원

동사는 자체개발한 고혈압치료제 카나브의 효과 국내 고혈압치료제에서의 점유율을 지속적으로 높여가고 있습니다. 또한 복합제 개발을 통해 시장 점유율이 더욱 더 확대되고 있는 상황이며 멕시코를 비롯해 중남미 시장에서도 의미있는 실적 성장을 기록하고 있습니다. 국내 신약의 해외에서의 성과가 기대되는 부분입니다.

Stock Data

KOSPI (4/19)		2,011.36pt
시가총액		4,889억원
52주 주가동향	최고가	최저가
	74,907원	43,894원
최고/최저가 대비 등락	-22.57%	32.14%
주가수익률	절대	상대
	1M	7.2% 6.2%
	6M	4.6% 5.6%
	1Y	29.3% 37.8%

Company Data

발행주식수	8,430천 주
일평균 거래량(3M)	47천 주
외국인 지분율	7.82%
배당수익률(16.E)	0.35%
BPS (16.E)	26,114원
주요 주주	보령 외 4인 49.16%

Price Trend



새로쓰는 해외비즈니스 신화

>>> 1분기 실적전망

2016년 1분기 동사의 연결기준 실적은 매출액과 영업이익 각각 전년대비 13.0% 증가, 48.5% 증가한 982억원, 88억원을 기록할 것으로 전망한다.

동사가 자체개발한 고혈압신약 카나브로 국내에서 매출이 급속도로 증가하고 있고, 이머징마켓(멕시코) 중심으로 현지 제약사와의 판권계약 등을 통해 지속적으로 수출이 증가하고 있기 때문이다. 동사의 실적이 카나브에 대한 의존도가 높긴 하지만 카나브를 바탕으로 한 복합제 개발에도 총력을 다하고 있어 웰메이드 신약에 대한 글로벌 니즈가 높은 상황이다. 국내 원외처방 기준으로 연간 약 400억원 이상의 매출을 기록할 것으로 보이는 만큼 외형 및 이익성장이 가능하다고 판단된다.

>>> 투자의견 및 Valuation

당사는 동사에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 80,000원을 유지한다. 카나브와 관련 해외수출 성장세가 지속되고 있으며 복합제 개발을 통해 이머징 마켓을 공략하고 있는 전략이 유효할 것으로 판단된다. 현재는 카나브를 통해 이머징 마켓 중심의 시장확대가 되고 있는 상황이지만 선진국 시장으로의 채널확대도 기대해 볼만 하다. 겔포스(위궤양치료제)의 중국시장 매출확대와 미국 수출도 동사 실적 성장에 크게 기여할 것으로 판단된다.

투자지표, IFRS 별도	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	3,595	4,014	4,459	5,007	5,698
보고영업이익(억원)	244	276	356	391	427
핵심영업이익(억원)	244	276	356	391	427
EBITDA(억원)	356	403	470	511	547
세전이익(억원)	286	278	337	406	462
순이익(억원)	216	203	248	301	341
지배주주지분순이익(억원)	216	203	248	301	341
EPS(원)	2,561	2,408	2,940	3,572	4,051
증감율(%YoY)	52.8	-6.0	22.1	21.5	13.4
PER(배)	15.0	23.4	19.2	15.8	13.9
PBR(배)	1.8	2.4	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA(배)	10.0	12.7	10.8	9.7	8.8
보고영업이익률(%)	6.8	6.9	8.0	7.8	7.5
핵심영업이익률(%)	6.8	6.9	8.0	7.8	7.5
ROE(%)	12.8	10.9	11.9	12.8	12.9
순부채비율(%)	17.4	17.9	13.7	7.1	3.1

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	3,595	4,014	4,459	5,007	5,698
매출원가	1,993	2,324	2,498	2,809	3,219
매출총이익	1,602	1,690	1,960	2,198	2,479
판매비및일반관리비	1,357	1,414	1,604	1,808	2,051
영업이익(보고)	244	276	356	391	427
영업이익(핵심)	244	276	356	391	427
영업외손익	42	3	-19	16	35
이자수익	0	0	1	2	2
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	8	17	15	13	16
이자비용	11	12	12	15	9
외환손실	6	8	8	9	9
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산지분손익	0	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	51	5	-16	25	35
법인세차감전이익	286	278	337	406	462
법인세비용	70	75	89	105	121
유효법인세율 (%)	24.5%	27.0%	26.5%	25.9%	26.1%
당기순이익	216	203	248	301	341
지배주주지분손이익(억원)	216	203	248	301	341
EBITDA	356	403	470	511	547
현금순이익(Cash Earnings)	327	331	361	422	461
수정당기순이익	216	203	248	301	341
증감률(% YoY)					
매출액	9.8	11.6	11.1	12.3	13.8
영업이익(보고)	27.7	12.8	29.4	9.6	9.4
영업이익(핵심)	27.7	12.8	29.4	9.6	9.4
EBITDA	19.8	13.4	16.5	8.8	7.1
지배주주지분 당기순이익	52.8	-6.0	22.1	21.5	13.4
EPS	52.8	-6.0	22.1	21.5	13.4
수정순이익	53.1	-5.8	21.9	21.5	13.4

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	93	171	237	256	271
당기순이익	216	203	248	301	341
감가상각비	95	108	97	106	104
무형자산상각비	16	20	16	14	16
외환손익	-2	-3	-7	-4	-7
자산처분손익	0	1	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-296	-202	-134	-165	-191
기타	64	45	17	4	7
투자활동현금흐름	-167	-205	-183	-132	-183
투자자산의 처분	1	-2	-1	-1	-1
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
유형자산의 취득	-159	-162	-159	-105	-153
무형자산의 처분	-8	-41	-23	-26	-28
기타	0	0	0	0	0
재무활동현금흐름	31	191	36	54	63
단기차입금의 증가	20	186	28	33	38
장기차입금의 증가	33	17	15	20	22
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-11	-15	-16	-16	-20
기타	-11	3	9	17	24
현금및현금성자산의순증가	-41	159	90	178	151
기초현금및현금성자산	103	62	221	311	489
기말현금및현금성자산	62	221	311	489	640
Gross Cash Flow	390	373	371	422	461
Op Free Cash Flow	-168	-77	59	114	64

재무상태표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 별도	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,671	2,020	2,310	2,733	3,177
현금및현금성자산	62	221	311	489	640
유동금융자산	0	2	2	3	3
매출채권및유동채권	1,105	1,312	1,458	1,637	1,863
재고자산	503	485	538	605	670
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,153	1,289	1,363	1,381	1,451
장기매출채권및기타비유동채권	45	45	51	57	65
투자자산	259	257	258	259	259
유형자산	681	800	862	861	910
무형자산	167	185	192	203	216
기타비유동자산	1	1	1	1	2
자산총계	2,824	3,309	3,673	4,115	4,628
유동부채	878	1,194	1,292	1,412	1,559
매입채무및기타유동채무	430	522	580	651	741
단기차입금	337	536	564	597	635
유동성장기차입금	8	25	25	25	25
기타유동부채	102	111	123	139	158
비유동부채	172	156	180	217	262
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	25	12	27	47	69
기타비유동부채	148	143	152	169	193
부채총계	1,051	1,350	1,472	1,628	1,821
자본금	192	201	211	211	211
주식발행초과금	11	2	2	2	2
이익잉여금	1,599	1,782	2,014	2,299	2,620
기타자본	-28	-25	-25	-25	-25
지배주주지분자본총계	1,774	1,959	2,201	2,486	2,807
비지배주주지분자본총계	1,774	1,959	2,201	2,486	2,807
자본총계	1,774	1,959	2,201	2,486	2,807
순차입금	308	350	303	177	86
총차입금	370	573	616	669	729

투자지표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 별도	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	2,561	2,408	2,940	3,572	4,051
BPS	21,039	23,243	26,114	29,492	33,300
주당EBITDA	4,218	4,784	5,573	6,062	6,491
CFPS	3,881	3,924	4,284	5,001	5,473
DPS	200	200	200	250	250
주가배수(배)					
PER	15.0	23.4	19.2	15.8	13.9
PBR	1.8	2.4	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	10.0	12.7	10.8	9.7	8.8
PCFR	9.9	14.4	13.2	11.3	10.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	6.8	6.9	8.0	7.8	7.5
영업이익률(핵심)	6.8	6.9	8.0	7.8	7.5
EBITDA margin	9.9	10.0	10.5	10.2	9.6
순이익률	6.0	5.1	5.6	6.0	6.0
자기자본이익률(ROE)	12.8	10.9	11.9	12.8	12.9
투자자본이익률(ROIC)	10.0	9.7	11.4	11.6	11.7
안정성(%)					
부채비율	59.2	68.9	66.9	65.5	64.9
순차입금비율	17.4	17.9	13.7	7.1	3.1
이자보상배율(배)	21.3	23.4	30.4	25.4	45.1
활동성(배)					
매출채권회전율	3.4	3.3	3.2	3.2	3.3
재고자산회전율	7.6	8.1	8.7	8.8	8.9
매입채무회전율	7.8	8.4	8.1	8.1	8.2

휴온스 (084110)



Buy(Maintain)

주가(4/19) 75,700원

목표주가 100,000원

동사는 현재 전통적인 방식의 인적분할을 통해 지주사 전환을 앞두고 있습니다. 다양화된 사업 포트폴리오와 자회사의 수직 계열화로 안정적인 수익성도 확보된 상황입니다. 지주사전환이 우려가 될 수 도 있으나 중국 점안제 시장을 공략한 휴온랜드 공장이 본격화 되면서 기존 성장에 대한 우려는 해소될 것으로 기대됩니다.

Stock Data

KOSDAQ (4/19)	701.68pt	
시가총액	8,627억원	
52주 주가동향	최고가	최저가
	120,900원	65,000원
최고/최저가 대비 등락	-37.39%	16.46%
주가수익률	절대	상대
1M	-0.3%	-1.2%
6M	-14.3%	-16.4%
1Y	7.1%	7.9%

Company Data

발행주식수	11,396천주	
일평균 거래량(3M)	71천주	
외국인 지분율	9.15%	
배당수익률(16.E)	0.60%	
BPS (16.E)	18,098원	
주요 주주	진양근	18.06%
	김영세	1.27%

Price Trend



실적성장이 바탕이다

>>> 1분기 실적전망

2016년 1분기 동사의 연결기준 실적은 매출액과 영업이익 각각 전년대비 14.0% 증가, 20.1% 증가한 577억원, 114억원을 기록할 것으로 전망한다.

ETC 사업부의 안정적인 성장과 필러, 점안제 등 의료기기의 견조한 판매확대가 외형성장을 견인할 것으로 전망된다. 중국 피부, 미용시장의 성장과 더불어 동사의 필러 및 필러주입기 등의 매출이 꾸준히 확대되고 있어 사상 최대실적을 이어갈 수 있을 것으로 예상된다. 수익성 측면에서도 웰빙의약품(면역강화제, 비타민 주사제 등)의 판매확대로 수익성이 유지되고 있는 점도 동사 펀더멘털에 긍정적이다.

>>> 투자의견 및 Valuation

당사는 동사에 대해 투자의견을 BUY로 유지하고 목표 주가는 120,000에서 100,000원으로 하향한다. 목표주가 변경은 업종 평균 PER이 조정된 데 기인한다. 동사는 전통적인 방식의 인적분할 형태로 지주사 전환을 앞두고 있어 지주회사 중심의 사업 집중도가 높아 질 것으로 전망된다. 다만 휴베나, 휴니즈, 휴메딕스의 자회사 가치가 홀딩스로 귀속되면서 사업회사에 대한 매력도는 다소 떨어질 수가 있다. 하지만 사업회사는 휴온랜드를 통해 중국 시장진입을 앞두고 있다. 따라서 중국 시장을 염두에 둔 휴온랜드의 성장성을 감안하면 사업회사의 성장을 둔화에 대한 우려는 해소될 것으로 기대된다.

투자지표, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액(억원)	1,823	2,450	2,807	3,352	3,882
보고영업이익(억원)	301	513	582	675	774
핵심영업이익(억원)	301	513	582	630	718
EBITDA(억원)	407	589	674	726	816
세전이익(억원)	293	516	581	641	729
순이익(억원)	245	405	469	518	591
지배주주지분순이익(억원)	209	324	417	461	525
EPS(원)	1,924	2,844	3,658	4,045	4,608
증감율(%YoY)	15.4	47.8	28.6	10.6	13.9
PER(배)	28.2	32.2	25.1	22.7	19.9
PBR(배)	4.0	6.2	5.1	4.2	3.5
EV/EBITDA(배)	17.0	21.3	16.0	14.4	12.4
보고영업이익률(%)	16.5	21.0	20.7	20.2	20.0
핵심영업이익률(%)	16.5	21.0	20.7	18.8	18.5
ROE(%)	15.6	18.9	18.1	17.1	16.8
순부채비율(%)	-13.5	-22.0	-34.3	-38.8	-43.4

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	1,823	2,450	2,807	3,352	3,882
매출원가	879	1,099	1,250	1,512	1,758
매출총이익	944	1,352	1,557	1,840	2,123
판매비및일반관리비	643	838	976	1,210	1,405
영업이익(보고)	301	513	582	675	774
영업이익(핵심)	301	513	582	630	718
영업외손익	-8	3	0	11	11
이자수익	6	16	11	14	18
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	1	3	3	2	3
이자비용	16	9	18	22	29
외환손실	0	0	0	0	0
관계기업지분법손익	0	2	37	51	53
투자및기타자산처분손익	-2	9	3	1	-1
금융상품평가및기타금융이익	0	-8	-5	-5	-3
기타	2	-9	-31	-31	-31
법인세차감전이익	293	516	581	641	729
법인세비용	48	111	113	122	139
유효법인세율 (%)	16.3%	21.5%	19.4%	19.1%	19.0%
당기순이익	245	405	469	518	591
지배주주지분손이익(억원)	209	324	417	461	525
EBITDA	407	589	674	726	816
현금순이익(Cash Earnings)	351	481	562	615	688
수정당기순이익	246	404	471	522	594
증감률(% YoY)					
매출액	15.3	34.4	14.6	19.4	15.8
영업이익(보고)	7.7	70.6	13.3	16.1	14.7
영업이익(핵심)	7.7	70.6	13.3	8.3	14.0
EBITDA	10.5	44.9	14.5	7.7	12.3
지배주주지분 당기순이익	20.4	54.7	28.7	10.6	13.9
EPS	15.4	47.8	28.6	10.6	13.9
수정순이익	-4.1	64.1	16.4	10.9	13.8

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	291	509	478	491	593
당기순이익	245	405	469	518	591
감가상각비	103	73	90	91	91
무형자산상각비	3	3	3	5	7
외환손익	0	0	-3	-2	-3
자산처분손익	4	3	-3	-1	1
지분법손익	0	-2	-37	-51	-53
영업활동자산부채 증감	-95	-12	-32	-53	-21
기타	31	39	-9	-16	-19
투자활동현금흐름	-233	-256	-157	-172	-195
투자자산의 처분	-129	-37	-33	-61	-84
유형자산의 처분	1	1	2	1	2
유형자산의 취득	-106	-114	-103	-85	-85
무형자산의 처분	-1	-6	-31	-37	-35
기타	2	-101	10	11	9
재무활동현금흐름	217	69	34	56	106
단기차입금의 증가	-126	-13	83	96	108
장기차입금의 증가	0	0	13	22	65
자본의 증가	41	6	0	0	0
배당금지급	-21	-45	-62	-62	-68
기타	324	121	85	91	103
현금및현금성자산의순증가	276	324	355	375	504
기초현금및현금성자산	194	469	793	1,148	1,523
기말현금및현금성자산	469	793	1,148	1,523	2,027
Gross Cash Flow	386	521	509	544	614
Op Free Cash Flow	156	347	396	431	539

재무상태표

(단위: 원, 백, %)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,572	1,897	2,601	3,192	3,862
현금및현금성자산	469	793	1,148	1,523	2,027
유동금융자산	151	64	239	285	330
매출채권및유동채권	676	754	906	1,016	1,078
재고자산	275	285	309	368	427
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	973	1,244	1,203	1,311	1,446
장기매출채권및기타비유동채권	22	25	42	50	58
투자자산	117	344	236	298	385
유형자산	761	797	810	803	797
무형자산	59	58	87	119	147
기타비유동자산	14	20	28	40	58
자산총계	2,545	3,141	3,804	4,504	5,308
유동부채	591	699	992	1,140	1,387
매입채무및기타유동채무	226	260	446	550	636
단기차입금	243	275	358	454	562
유동성장기차입금	67	28	81	13	48
기타유동부채	55	136	107	124	140
비유동부채	70	49	12	107	142
장기매입채무및비유동채무	12	20	23	28	32
사채및장기차입금	55	27	-13	77	107
기타비유동부채	3	2	2	2	2
부채총계	661	748	1,004	1,247	1,528
자본금	57	57	57	57	57
주식발행초과금	426	433	433	433	433
이익잉여금	898	1,177	1,550	1,965	2,438
기타자본	149	23	23	23	23
지배주주지분자본총계	1,529	1,689	2,062	2,478	2,951
비지배주주지분자본총계	355	704	738	779	828
자본총계	1,884	2,393	2,800	3,257	3,779
순차입금	-255	-528	-961	-1,264	-1,640
총차입금	366	330	426	544	717

투자지표

(단위: 원, 백, %)

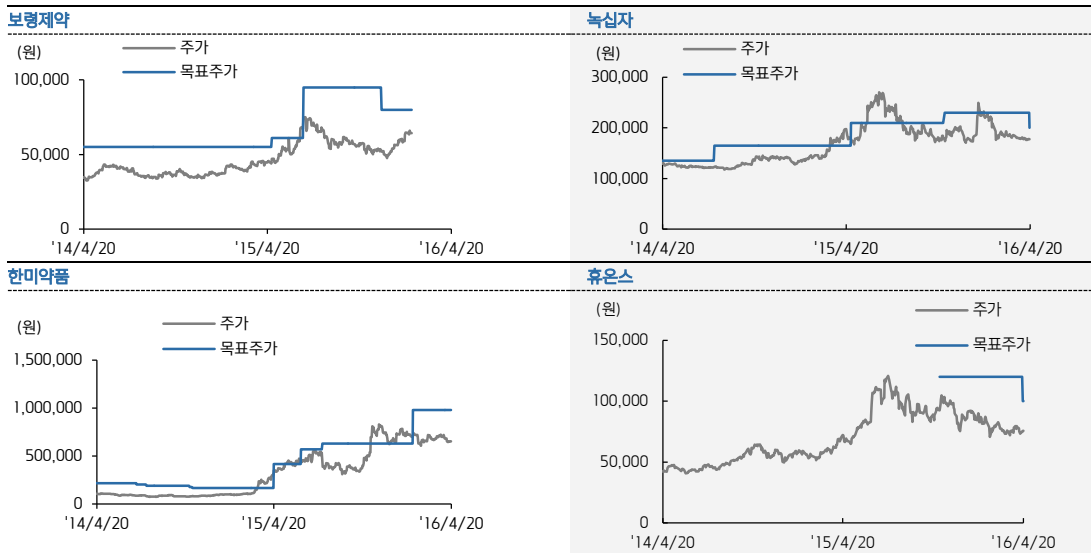
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	1,924	2,844	3,658	4,045	4,608
BPS	13,533	14,824	18,098	21,741	25,897
주당EBITDA	3,737	5,174	5,917	6,373	7,159
CFPS	3,222	4,222	4,928	5,393	6,040
DPS	400	550	550	600	600
주가배수(배)					
PER	28.2	32.2	25.1	22.7	19.9
PBR	4.0	6.2	5.1	4.2	3.5
EV/EBITDA	17.0	21.3	16.0	14.4	12.4
PCFR	16.9	21.7	18.6	17.0	15.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	16.5	21.0	20.7	20.2	20.0
영업이익률(핵심)	16.5	21.0	20.7	18.8	18.5
EBITDA margin	22.3	24.0	24.0	21.7	21.0
순이익률	13.4	16.5	16.7	15.5	15.2
자기자본이익률(ROE)	15.6	18.9	18.1	17.1	16.8
투자자본이익률(ROIC)	17.4	27.2	30.9	32.0	35.1
안정성(%)					
부채비율	35.1	31.3	35.8	38.3	40.4
순차입금비율	-13.5	-22.0	-34.3	-38.8	-43.4
이자보상배율(배)	18.7	55.7	31.8	29.0	25.0
활동성(배)					
매출채권회전율	2.8	3.4	3.4	3.5	3.7
재고자산회전율	7.3	8.8	9.5	9.9	9.8
매입채무회전율	8.1	10.1	8.0	6.7	6.5

투자 의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
보령제약 (003850)	2014/04/30	BUY(Maintain)	55,000원
	2014/07/29	BUY(Maintain)	55,000원
	2014/10/28	BUY(Maintain)	55,000원
	2015/01/27	BUY(Maintain)	55,000원
	2015/04/29	BUY(Maintain)	61,000원
	2015/07/01	BUY(Maintain)	95,000원
	2015/07/29	BUY(Maintain)	95,000원
	담당자변경	Buy(Reinitiate)	80,000원
	2016/04/20	BUY(Maintain)	80,000원
한미약품 (128940)	2014/04/08	BUY(Maintain)	216,000원
	2014/04/29	BUY(Maintain)	216,000원
	2014/06/16	BUY(Maintain)	216,000원
	2014/07/11	BUY(Maintain)	205,000원
	2014/07/31	BUY(Maintain)	189,000원
	2014/10/28	BUY(Maintain)	55,000원
	2014/11/03	BUY(Maintain)	167,000원
	2014/12/16	BUY(Maintain)	167,000원
	2014/12/17	BUY(Maintain)	167,000원
	2015/02/06	BUY(Maintain)	167,000원
	2015/04/20	BUY(Maintain)	416,000원
	2015/06/15	BUY(Maintain)	570,000원
	2015/06/29	BUY(Maintain)	570,000원
	2015/07/06	Outperform(downgrade)	570,000원
	2015/07/29	BUY(Upgrade)	630,000원
	담당자변경	BUY(Maintain)	980,000원
	2016/02/01	BUY(Maintain)	980,000원
	2016/04/20	BUY(Maintain)	980,000원

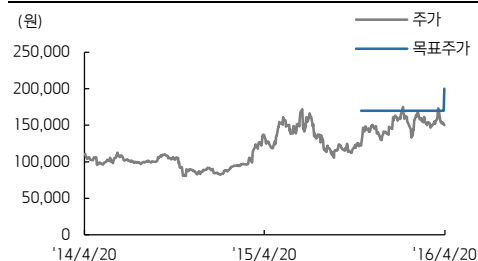
종목명	일자	투자 의견	목표주가
녹십자 (006280)	2013/10/18	Marketperform(Maintain)	135,000원
	2014/08/01	BUY(Upgrade)	165,000원
	2014/11/05	Buy(Maintain)	165,000원
	2015/04/30	Outperform(Downgrade)	210,000원
	담당자변경	BUY(Reinitiate)	230,000원
	2015/11/24	Buy(Maintain)	230,000원
	2016/04/20	Outperform(downgrade)	200,000원
휴온스 (084110)	2015/11/02	BUY(Initiate)	120,000원
	2015/11/24	Buy(Maintain)	120,000원
	2016/04/20	Buy(Maintain)	100,000원
유한양행 (000100)	2014/04/30	Buy(Maintain)	297,000원
	2014/07/30	Buy(Maintain)	297,000원
	2014/10/29	Buy(Maintain)	297,000원
	2015/02/26	Buy(Maintain)	297,000원
	2015/04/30	Buy(Maintain)	297,000원
	담당자변경	BUY(Reinitiate)	360,000원
	2016/04/20	Outperform(downgrade)	360,000원
종근당 (185750)	2016/03/14	Marketperform(Initiate)	130,000원
	2016/04/20	Marketperform(Maintain)	130,000원
동아에스티 (170900)	2015/11/02	BUY(Initiate)	170,000원
	2015/11/24	Buy(Maintain)	170,000원
	2016/04/20	Buy(Maintain)	200,000원
SK케미칼 (006120)	2015/11/02	BUY(Initiate)	100,000원
	2015/11/24	Buy(Maintain)	100,000원
	2016/04/20	Buy(Maintain)	100,000원

목표주가 추이 (2개년)

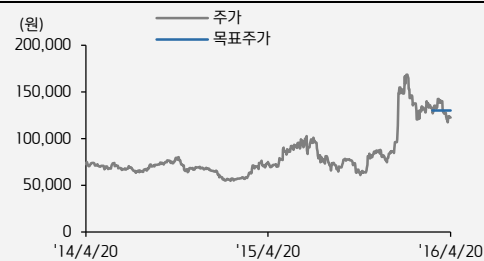


목표주가 추이 (2개년)

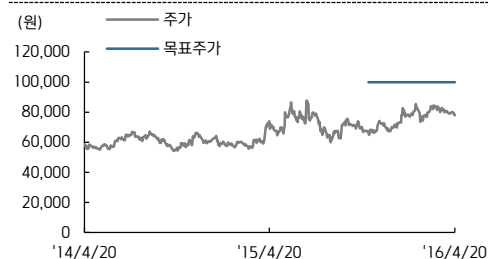
동아에스티



종근당



SK케미칼



유한양행



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)	업종	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상	Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10 ~ +20% 주가 상승 예상	Neutral (중립)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ -10% 주가 변동 예상	Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10 ~ -20% 주가 하락 예상		
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상		

투자등급 비율 통계 (2015/3/1~2016/3/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	94.51%
중립	10	5.49%
매도	0	0.00%