

July.2016



SK INDUSTRY ANALYSIS

제약산업

제약 지주사에 미래가 있다

하태기 | 3773-8872, tgha@sk.com



Analyst

하태기

tgha@sk.com

02-3773-8872

제약/바이오

2016-07-04

제약 지주사에 미래가 있다

한국 제약사가 신약개발과 해외시장 개척을 진행하면서 글로벌 시장의 문턱에 진입했다. 글로벌 바이오산업도 급격히 성장하고 있다. 이러한 시대를 맞아 제약 지주사는 사업 자회사와 함께 바이오벤처 투자, 인큐베이트, 신약공동개발, M&A 등으로 새로운 기업가치를 창출할 것이다. 순수 지주사에 머물지 않고 적극적이고 주도적으로 관련 사업에 나설 제약 지주사의 미래가 기대된다.

제약 지주사에 미래가 있다

한국 제약사들이 신약개발 노하우, 시스템을 갖추는데 많은 시간이 소요되었지만 이제 상당부분 글로벌 수준에 접근했고 주요 제약사는 글로벌시장의 문턱에 진입한 것으로 판단된다. 이러한 시대에 제약 지주사는 제약그룹내에서 현재 새로운 사업에 대해서 자유롭게 고민할 수 있는 위치에 있다. 제약 지주사가 향후 어떤 모습으로 진화해갈지는 확신할 수 없지만 단순한 순수 지주사에 머물지는 않을 것이다. 특히 한미사이언스가 모범적인 모습을 보여주었듯이 앞으로 신약개발과 제약/바이오 사업에 공격적으로 참여하는 지주사가 많아질 전망이다. 신규 바이오벤처 투자, 인큐베이트, 지분투자 등을 진행할 수 있고 자금이 허락한다면 제약사 M&A 도 추진할 수 있을 것이다. 또한 현재 순수 지주사에 머물고 있는 경우에도 향후에는 적극적이고 주체적으로 제약/바이오 관련 신규사업을 진행할 가능성이 높다. 따라서 제약 지주사는 주가 밸류에이션에서 프리미엄을 받을 전망이며 기업가치 증가에 따라 평균 주가도 상승할 것으로 전망된다.

신약개발, 신규사업, M&A 등으로 기업가치를 창출하고 있는 **한미사이언스**, 해외 혈액제제 사업의 지분을 가지고 주도적으로 기업가치를 높이고 있는 **녹십자홀딩스**, 자회사의 다양한 사업모델로 사업시너지가 가능한 **동아쏘시오홀딩스**와 **종근당홀딩스**, **대웅**에 주목할 필요가 있다.

유망 중소형 제약사

종목명	투자의견/목표주가	내용
한미사이언스	N/R	신약개발로열티수입, 온라인팜 인큐베이트, JM 인수 등으로 가장 적극적으로 기업가치 제고.
녹십자홀딩스	매수 48,000원	해외 자회사 투자를 통해 글로벌 혈액제제사로 도약 진행 자회사와 손자회사를 통한 바이오사업 진행
동아쏘시오홀딩스	매수 280,000원	자회사를 통해 원로부터 완제의약품까지 일관체제 완성 일반의약품, 생활건강, 바이오시밀러 등 전반적 사업영역 커버
종근당홀딩스	매수 130,000원	자회사 종근당을 통한 R&D 강화 경보제약, 종근당 기업가치 제고
대웅	매수 99,000원	자회사 대웅제약을 통한 해외 사업(나보타 등) 강화 100% 자회사 대웅바이오 기업가치 상승 전망

*자료 : SK 증권

Contents

1. 제약산업 현황과 미래	3
2. 제약 지주사의 가치 창출 여력 큰 시기	5
3. 제약 지주사의 바이오 등 투자 증가 전망	9
4. 제약 지주사 투자가치와 프리미엄	11
5. 주요 제약 지주사 현황	13
6. 유망 제약 지주사	47

개별기업분석

- 1) 한미사이언스
- 2) 녹십자홀딩스
- 3) 동아쏘시오홀딩스
- 4) 종근당홀딩스
- 5) 대웅

Compliance Notice

- 작성자(하태기)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 6 월 30 일 기준)

매수	96.13%	중립	3.87%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

1. 제약산업 현황과 미래

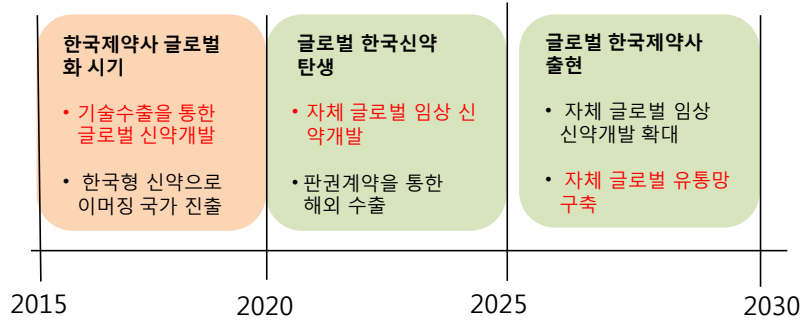
1) 제약산업은 장기간 R&D 투자기간을 거침

한국 제약산업은 25 년 이상의 긴 R&D 투자기간을 거친 이후 최근 그 성과가 조금씩 나타나고 있다. 1987 년 물질특허를 도입한 이후 1990 년부터 한국에서 신약개발 역사가 시작되었다. 한국 최초의 신약은 1999 년 SK 케미칼이 개발한 백금착제 항암제(선플라, 한국신약 1 호)이다. 2003 년에 LG 생명과학이 글로벌 신약 퀴롤론계 항생제 팩티브(미국 FDA 승인)를 개발했으나 상업성 측면에서 성공은 거두지 못했다. 상업적 성공은 그로부터 10 년이 지난 후 가시화되기 시작했다. 동아에스티가 큐비스트에 기술수출한 수퍼항생제 시벡스트로가 2014 년에 미국 FDA 에서 글로벌 신약으로 승인되었는데 향후 상업적 성공 가능성이 높다. 또한 2015 년에 한미약품이 다국적 제약사와 거액의 신약 Pipe line 기술수출계약을 맺는 대단한 성과를 거두기도 했다. 이제 글로벌 임상 1~3 상이 진행 중인 한국형 신약 Pipe line 이 크게 증가하는 추세이다. 향후 이러한 흐름에 가속도가 붙으면서 신약개발이 확대될 것이다. 지금까지는 다국적 제약사에 기술수출한 형태이므로 신약매출에 대한 수익을 배분하는 경우가 대부분이다. 그러나 앞으로는 한국제약사가 직접 자체적으로 3 상까지 개발하는 경우도 나타날 것이다. 한국 제약사의 신약개발 활동은 이제 본격화되고 있다.

2) 한국 주요 제약사 글로벌 시장의 문턱에 진입

한국 제약사들이 신약개발 노하우, 시스템을 갖추는데는 많은 시간이 소요되었다. 하지만 이제는 상당부분 글로벌 수준에 접근한 것으로 평가된다. 특히 몇몇 제약사는 글로벌시장의 문턱에 진입했다. 2015 년 한미약품의 대형 기술수출 이후부터 글로벌 신약개발시장에서 한국 제약사의 신약 Pipe line 이 재조명 받으면서 입지가 강화되고 있다. 향후 한국 제약사가 글로벌 시장으로 진출하는 시나리오를 시기별로 정리해 보았다. 1 단계인 2016 년부터 2020 년까지는 한미약품, 녹십자, SK 바이오팜 등 주요 제약사가 글로벌 제약사로 도약하는 초기단계에 진입할 가능성이 높다. 그 외 상위 제약사도 R&D 역량을 늘리면서 글로벌시장 진출에 집중할 것이다. 2 단계인 2020~2025 년에는 자체적으로 미국 FDA 임상을 진행하고 글로벌 신약 허가를 받아 순수한 의미의 한국 신약이 탄생할 확률이 높다. 이 경우 판매는 자체 유통채널이 없어 글로벌 제약사와 판권계약을 통해서 이루어지는 구조가 될 것이다. 마지막 3 단계인 2025~2030 년에는 한국에서 개발한 글로벌 신약이 한국 제약사 유통망을 통해서 판매될 수 있는 시나리오를 생각해 볼 수 있다. 축적된 자금과 글로벌 마케팅 노하우로 글로벌 유통채널 구축이 가능한 시기로 판단되기 때문이다. 이 시기가 되면 명실공히 글로벌 한국제약사가 탄생하게 되는 것이다.

<그림 1> 한국 제약사 글로벌 제약사로 성장 시나리오

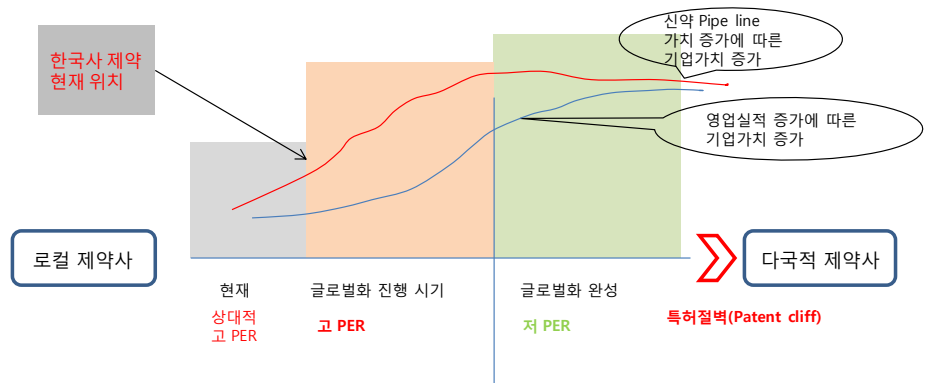


자료 : SK 증권, 한국제약사 글로벌 시장 문턱에 진입하다. 2016. 4

3) 한국 제약사주 고 PER 시대 지속 전망

신약개발과 글로벌 시장진출을 기반으로 현재 주요 한국 제약사 주식은 고 PER 시대를 맞고 있다. 향후에도 신약개발과 글로벌화가 가속화되면서 고 PER 시대가 지속될 것으로 전망한다. 다만 10 여년 이후에 글로벌화가 완성되면서 국내 제약사의 영업실적이 대폭 성장한 후에는 이익증가에 의해 PER 이 한 단계 낮아지게 될 것이다.

<그림 2> 한국제약사 고 PER 시대 지속 전망



자료 : SK 증권

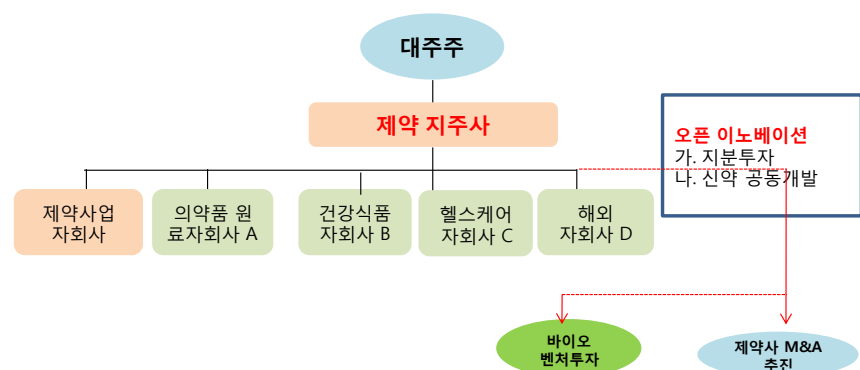
2. 제약 지주사의 가치창출 여력 큰 시기

1) 제약 지주사 역할 기대

앞으로 한국 제약산업의 미래가 밝다. 외부적으로는 글로벌 시대에 진입하고, 내부적으로는 신약개발이 활발해질 것으로 전망된다. 동시에 제약/바이오 산업에 대한 투자가 활발해질 것이다. 제약/바이오 사업에 대한 투자는 벤처캐피탈, 제약사, 대기업 등이 주도할 것이다. 이러한 주체 중에서 제약/바이오 사업에 지식이 많은 제약사와 전문 벤처캐피탈이 유리할 것이다. 특히 제약사는 사내 연구소와 개발팀을 활용, 바이오벤처에서 개발한 Pipe line 을 잘 평가할 수 있고 공동으로 개발할 수 있는 사업시너지가 있다. 이러한 관점에서 보면 제약사나 제약 지주사가 향후 규모가 큰 제약사를 M&A 할 수도 있고, 제약/바이오벤처 설립이나 인큐베이터, 지분투자, M&A 등을 적극적으로 진행할 가능성이 있다. 즉, 벤처캐피탈은 선별할 수 있는 능력은 좋지만 Pipe line 활용 측면까지 고려한다면 제약 지주사나 제약사에게 유리한 점이 있다는 것이다. 바이오벤처 경우는 아니지만 한미사이언스가 JVM 을 인수한 것은 좋은 예인데, 향후 자회사 온라인팜, 북경한미 등과 사업시너지를 창출할 가능성이 높다.

신규 제약/바이오 사업을 전개할 수 있는 능력 있는 인력을 확보했다는 전제가 필요하지만 제약/바이오산업의 글로벌화, 고성장 시대를 맞아 제약 지주사가 부가가치를 창출할 수 있는 기회가 많을 것이다. 당리서치는 이러한 관점에서 향후 10 년간 제약 지주사 주식에 대한 투자가 유망할 것으로 판단한다.

<그림 3> 제약사 그룹 제약/바이오 투자를 통한 가치 창출



자료 : SK 증권

2) 지주사의 정의와 최근 동향

공정거래법상 지주사는 주식의 소유를 통해서 계열사 회사의 사업내용을 지배하는 것을 주된 사업으로 하는 회사이며, 자산총액 1,000 억원 이상이면서 소유하고 있는 자회사의 주가가액의 합계액이 당해 회사 자산총액의 50% 이상인 회사이다. 지주사를 설립하는 이유는 다음과 같이 정리할 수 있다.

첫째, 지주사와 자회사간 사업시너지를 창출할 수 있다.

둘째, 경영권 안정과 상속에서 유리한 점이 있다. 대주주는 지주사 전환으로 기존 사업 회사 지분보다 더 많은 지분을 확보하는 경우가 많다.

셋째, 지주사를 설립하면 일반적으로 지배구조가 단순화되어 투명해진다.

이 때문에 정부는 지주사 전환 촉진을 위한 환경을 조성해 왔다. 국내 그룹사가 지주사로 전환하는 것은 세제우대(배당수익에 대한 익금불산입), 조세특례제한법에 의해 지주사 전환 시 주주의 양도차익 과세 이연 등과 같은 실질적인 혜택이 있기 때문이다. 국내 지주사는 2015년 9월말 기준으로 140 개에 이른다. 최근 제약업계에서 일동제약과 휴온스가 지주사로 전환했거나 추진 중에 있다. 하지만 전체적으로 보면 지주사 전환의 이점에도 불구하고 지주사 전환은 주춤한 상황이다. 독점규제 및 공정거래법에 의한 규제 강화와 상호출자 및 순환출자가 있는 대기업 집단의 지주사 전환 어려움 때문이다.(SK 증권, 지주회사 변화를 선점하라.)

<표 1> 지주회사 행위제한 요약

독점규제 및 공정거래에 관한 법률 제8조의 2(지주회사 등의 행위제한 등)

지주회사 규제

- 자본총액의 2배를 초과하는 부채액을 보유하는 행위 금지
- 상장자회사 20%, 비상장 자회사 40% 보유
- 계열회사가 아닌 국내회사의 5% 초과 소유 금지
- 일반지주회사의 금융자회사 소유 금지

자회사 규제

- 자회사가 손자회사의 주식을 상장사 20%, 비상장사 40% 미만 소유 금지
- 손자회사 아닌 국내 계열사 주식 소유 금지
- 금융업이나 보험업을 영위하는 회사를 손자회사로 지배 금지

손자회사 규제

- 증손회사 발행주식수 총수를 소유하는 경우를 제외하고 국내 계열사 주식 소유 금지

증손회사 규제

- 증손회사의 국내 계열사 주식 소유 금지

자료: 법제처, SK 증권, 지주회사 변화를 선점하라 2016. 4

<표 2> 연도별 한국 지주회사 수 추이

(단위: 개)

구분	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
일반지주회사 수	36	55	70	84	92	103	114	117	130
금융지주회사 수	4	5	9	12	13	12	13	15	10
합계	40	60	79	96	105	115	127	132	140
증가율(%)	29	50	32	22	9	10	10	4	6

자료: e-나라지표

주: 공정거래법상 지주사

3) 주요 제약 지주사의 탄생 현황

제약업계에서는 대응제약이 최초로 2002년 10월에 인적분할을 통해 지주사를 설립했다. 지주사 전환 이후 지주사에 대한 대주주지분율이 대폭 상승하여 경영권이 대폭 강화되었다. 녹십자가 그 뒤를 이어 2004년 9월에 지주사로 전환하며 사명을 녹십자홀딩스로 변경했다. 또한 2007년 중외제약, 2010년 한미약품 등이 지주사로 전환하고 대주주 지분율을 크게 끌어 올렸다. 다만 동아제약은 지주사 밑에 100% OTC 전문 비상장 자회사 동아제약을 둬 따라 지주사의 주가가 높게 형성, 대주주 지분율이 크게 상승하지 못했다. 2013년에는 종근당도 성공적으로 지주사로 전환했다. 그리고 이후 소강상태를 보이던 제약사 지주사 전환이 다시 전개되고 있다. 금년 5월에는 휴온스가 인적분할을 통해 지주사로 전환했고 녹십자와 지분경쟁을 겪었던 일동제약이 현재 지주사 전환을 진행 중에 있다. 한편 주식시장에서는 제약사 지주사 전환 이후 시가총액이 대폭 상승했다. 한미사이언스, 동아쏘시오홀딩스, 녹십자홀딩스 등의 시가총액이 크게 증가한 것이다. 제약업계만 보면 지주사 전환은 시가총액을 늘릴 수 있는 성공적인 이벤트가 되었던 것이다.

<표 3> 주요 제약사 지주사 전환

순번	기업명	지주사 탄생일	지주사 전환 방식 및 내용
1	대웅	2002년 10월 2일	인적분할
2	녹십자홀딩스	2004년 9월 3일	지주사 전환, 사명변경
3	JW홀딩스	2007년 7월 1일	인적분할
4	한미사이언스	2010년 7월 1일	인적분할
5	동아쏘시오홀딩스	2013년 3월 1일	인적분할 및 물적분할
6	종근당홀딩스	2013년 11월 1일	인적분할
7	휴온스글로벌	2016년 5월 1일	인적분할
8	일동홀딩스	2016년 8월 1일(추진 중)	인적분할과 물적분할

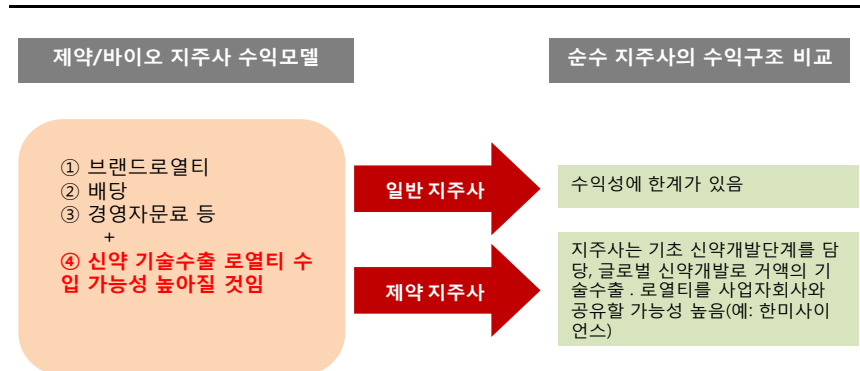
자료: SK 증권

주: 각 사 사업보고서

4) 제약 지주사의 역할과 미래

지주사에는 순수 지주사와 사업 지주사가 있다. 순수 지주사는 자회사 지분만 보유하고 수익모델도 브랜드 로열티수입과 일부 경영자문료, 그리고 배당금이 전부이다. 사업 지주사는 순수 지주사 업무에다 자체 사업도 영위하는 경우이다. 수익모델은 브랜드 로열티수입과 경영자문료, 배당금, 그리고 자체 사업수익으로서 사업부매출 등이 있다. 제약 지주사의 경우는 일부 사업 지주사로 있지만 대부분 순수 지주사가 많다. 제약 지주사가 향후 어떤 모습으로 진화할지 확신할 수 없지만 단순한 순수 지주사에만 머물지는 않을 것으로 보인다. 특히 신약개발과 제약/바이오 사업에 공격적으로 참여하는 지주사가 많아질 전망이다. 지주사 중심의 M&A 추진도 예상할 수 있다. 한미사이언스는 신약 Pipe line 기술수출과 관련해 거액의 수익을 인식했다. 최근 JVM 를 인수하면서 공격적인 M&A 도 성사시키고 있다. 동아쏘시오홀딩스도 임상 이전의 신약개발부문을 담당하고 있어 향후 신약개발 성공 시 수익배당 지분이 있을 것이다. 또한 지주사 대응은 제네릭 의약품사업을 하고 있고, 바이오부문 신약개발에 대한 지분이 있는 것으로 추정된다. 녹십자홀딩스도 혈액제제부문의 특허권을 보유한 상태이고 일시적으로 APT 분양사업도 진행 중에 있다. 제약 지주사는 일반 제조업 지주사와 달리 신약개발 등의 사업을 전개하는 등 기업가치 창출에 유리한 측면이 있다.

<그림 4> 제약 지주사와 타 순수 지주사와 수익모델 비교



자료 : SK 증권

<표 4> 제약 지주사 사업형태별 분류

구분	기업	사업내용
관리형	동아쏘시오홀딩스, 종근당홀딩스	브랜드관리, 경영지원 등
사업 주도형	한미사이언스, 녹십자홀딩스	브랜드관리, 경영지원, M&A, 신규사업 개발
사업 지주사	대웅, JW홀딩스	브랜드관리, 경영지원, 제약사업 병행

자료 : SK 증권

주: SK 증권 주관적 분류, 단 동아쏘시오홀딩스는 신약개발에 참여한다는 적극적인 사업 형태 참고

3. 제약 지주사의 바이오 등 투자증가 전망

1) 제약 지주사의 오픈 이노베이션, M&A

제약사의 지분투자가 증가하고 있다. 특히 한미약품은 오픈이노베이션을 주창한 이래 바이오투자를 늘리고 있다. 물론 지분투자는 지주사가 할 수 있고 사업자회사가 할 수도 있다. 사업 성격이나 시너지 창출 유무 등으로 투자주체가 달라질 수 있는 것이다. 예를 들어 한미약품의 최근 사례를 보면 지주사 한미사이언스가 JVM 을 인수, 자회사로 편입하여 대형 M&A 를 성사시켰다. JVM 인수는 한미사이언스 자회사 온라인팜, 북경한미 등으로 연결되어 미래 사업시너지 창출도 가능해 보인다. 반면에 신약개발과 관련된 지분투자는 사업자회사 한미약품이 주체가 되고 있다. 한미약품은 2015 년 1 월에 Allegro 에 2 천만달러를 투자하여 지분을 확보하고 루미네이트를 공동개발하고 있으며 같은 해 8 월에 바이오벤처 기업 Repugen 과 인공항체 플랫폼 기술인 리피바디를 개발하여 유망 신약후보물질 개발하고 있다. 한미약품은 향후에도 바이오벤처 지분 투자를 지속할 것으로 추정된다. 한편 녹십자홀딩스는 2015 년 5 월에 미국 바이오 벤처회사인 유벤타스 세라퓨틱스사에 포스코 계열 투자기관인 포스코기술투자과 공동으로 750 만달러를 투자했다. 유벤타스는 체내 줄기세포 유도 유전자를 이용한 심혈관 질환 유전자 치료제(JVS-100)가 현재 임상 2 상 시험 중이다.

대웅제약은 한올바이오파마를 M&A 했다. 2015 년에 한올바이오의 지분을 취득하면서 30.1%(특수관계인 포함시 37.6%)를 확보하며 실질적인 대주주로 자리잡을 것이다. 한올바이오파마는 대웅제약이 M&A 한 이후 현재 신약개발 이슈로 주가가 급등하여 시가총액이 1 조원대로 커졌다. 대웅제약은 R&D 를 보강하고 한올바이오파마는 취약한 마케팅을 보강하게 된 성공적인 M&A 로 평가되고 있다. 이 경우에는 지주사가 아니라 사업자회사 대웅제약이 주체가 되었는데 사업시너지 측면에서 이러한 방식을 선택한 것으로 평가된다.

<표 5> 주요 제약 지주사 그룹 지분보유 및 투자 현황

제약사명	투자기업	지분율	사업내용	개발 프로젝트	내용	개발단계	투자시기
한미사이언스	JVM	30.1%	약국 약품 자동포장				
한미약품	Allegro	13.3%	안과전문 바이오벤처	루미네이트	당뇨병성 황반부종	한국 임상 2상	2015년 1월 취득
	Repugen		바이오벤처	리피바디	인공항체 플랫폼	항암제 등 공동개발	2015년 8월
	크리스탈지노믹스	5.2%	신약개발				2008년 5월
녹십자홀딩스	유벤티스	750만 달러	바이오벤처	JVS-100	심혈관 유전자치료제	임상 2상	2015년 3월 취득
녹십자	제넥신	0.5%	바이오벤처	GX-E2	빈혈치료제	공동개발	
	녹십자셀	25.0%	면역세포 치료제				2012년 8월 취득
	녹십자메디스	51.0%	의료기기제조 판매		의료기기		2015년 1월 취득
	녹십자랩셀	49.2%	면역세포치료제				2011년 6월 설립
	메디진바이오	50.0%	혈장연구				2010년 3월 취득
	녹십자지놈	54.7%	유전체 분석기업				2013년 8월 설립
동아에스티	에스티팜	19.9%	API 업체	삼천리제약 M&A	항바이러스 치료제 원료		
	디엠비	51.0%	바이오시밀러 CMO	일본 00과 공동	바이오시밀러		2015년 4월 물적분할
	엠아이텍	98.9%	의료기 제조				2013년 4월
대웅제약	힐리언스	68.3%	생활습관병 예방 및 연구				

자료: 각 제약사 사업보고서, SK 증권

주: 언론사 보도 참조 SK 증권 한국제약사 글로벌 시장 문턱에 진입하다. 2015.4

4. 제약 지주사 투자가치와 프리미엄

1) 제약 지주사의 지분가치 상승 전망

한국 중화학 제조업의 경쟁력이 약화되면서 투자매력이 줄어들고 있다. 이러한 상황에서 투자주체의 자금동원력은 확대되었지만 대규모로 좋은 투자대상을 찾기가 쉽지 않다. 따라서 상대적으로 성장성 높은 제약바이오에 대한 투자매력이 높아지고 있다. 삼성그룹, SK 그룹 등 대기업의 제약/바이오 투자가 확대되고 있으며 KT&G, CJ 그룹 등도 제약계열사 투자에 관심이 높다. 이러한 관점에서 제약 지주사는 매력 있는 투자대상이다. 특히 대기업 입장에서 제약 지주사에 대한 안정적인 경영권 확보가 중요할 수 있다. 과거와 같이 경영권 피승계자에게 작은 유망 벤처기업을 만들어 주고 일감을 몰아주어 지분가치를 높여서 경영권을 승계하던 구도가 불가능한 상황이기 때문이다. 2세로 경영권이 승계되려면 2 세대 지분 분산, 상속세 부담 등으로 경영권 유지가 취약해 질 수 있다. 따라서 장기적으로 보면 제약 지주사 지분에 경영권 프리미엄이 높게 형성될 가능성이 있다.

이미 이러한 현상이 나타나고 있다. 일반 제조업 지주사는 대부분 순자산 대비 할인된 상태에서 주가가 형성되는 경향이 강하다. 그러나 제약 지주사는 프리미엄을 받는 경우가 대부분이다. 이는 제약/바이오산업의 성장성과 부가가치 창출 가능성에 기반한 경영권 프리미엄으로 평가할 수 있다.

<그림 5> 주요 제약 지주사 주가 추이 (단위: 원)



자료: SK 증권

<그림 6> 주요 제약 지주사 주가 추이 (단위: 원)



자료: SK 증권

2) 제약 지주사 기업가치 평가

제약 지주사의 기업가치는 4 가지로 나누어서 평가해 볼 수 있다. 이중 직접적인 것은 사업가치와 자회사 보유지분 가치, 그리고 신약 Pipe line 에 대한 지분가치다. 또한 마지막으로 다소 막연하지만 미래 성장 잠재력에 대한 프리미엄 요인이 있을 수 있다.

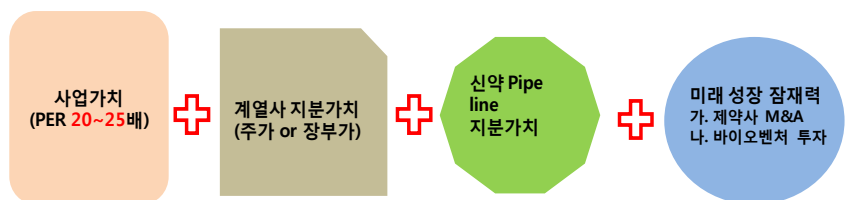
첫째, 사업가치이다. 제약 지주사가 브랜드로열티, 신약관련 로열티 수입, 경영자문료, 배당금, 사업매출 등으로 창출하는 기업가치이다. 사업의 성격에 따라 다양한 평가 방식이 있겠지만 제약사업의 경우에는 대부분 PER 방식으로 평가할 수 있다. 일반적인 R&D 기반의 의약품 영업매출의 경우 순이익에 PER 20 배 이상을 부여할 수 있을 것이다.

둘째, 계열사 지분가치 평가이다. 계열사 지분가치는 상장회사의 경우 주가로 평가하면 된다. 그러나 비상장의 경우 사업의 내용이 투명하게 공시된 계열사는 사업성격에 맞게 평가할 수 있을 것이다. 또한 소규모 지분에 대해서는 장부가로 평가하는 것도 한 방법이다.

셋째, 신약 Pipe line 에 대한 지분가치이다. 예를 들어 한미사이언스 주가에는 신약 기술수출에 대한 수수료수입 배분가치가 포함되어 있다고 판단된다. 향후 지주사가 R&D 기능을 보유하고 R&D 비용을 부담했을 경우 해당 신약 Pipe line 에 대한 지분이 있고 그만큼 기업가치평가에 반영되어야 할 것이다. 지금은 일부 제약 지주사에 해당되는 이슈지만 시간이 지날수록 이러한 경우가 증가할 것이다.

넷째, 미래 성장 잠재력에 대한 가치이다. 향후 지주사는 성장성 있는 바이오벤처 투자나 가치 있는 제약관련사업에 대한 M&A 등을 진행할 수 있다. 이 부분은 평가가 어렵고 주관적인 잣대가 많이 개입될 수 있다. 그러나 어떤 형식이든 이런 부문에서 경쟁력과 잠재력이 큰 제약 지주사의 경우에는 프리미엄 형태라도 평가해서 기업가치에 반영해야 한다.

<그림 7> 제약 지주사 기업가치 평가 구성 요소



자료 : SK 증권

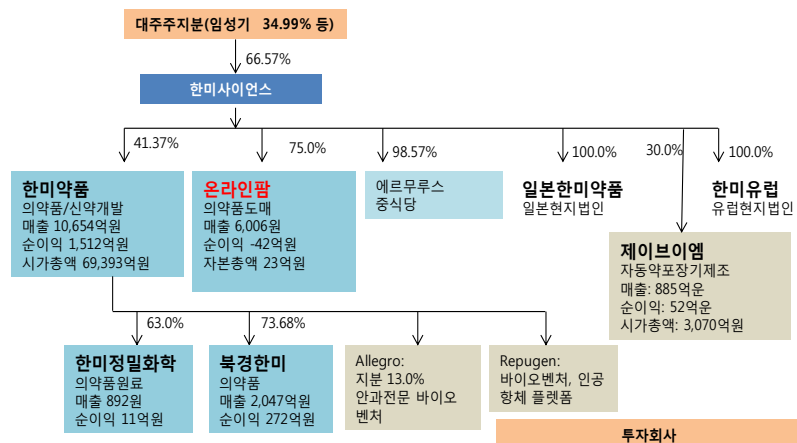
5. 주요 제약 지주사 현황

1) 한미사이언스

한미사이언스 그룹의 지배구조

지주사 한미사이언스는 2010년 7월에 한미약품(구)에서 인적분할을 통해 존속법인 지주사로 전환되었다. 지주사 밑에 한미약품(지분 41.37%), 온라인팜(지분 75.0%, 의약품 도매), 해외 법인으로서 일본한미약품과 한미유럽, 그리고 중식당 에르무루스가 있다. 투자기업으로는 약국 약포장기기 전문업체 JVM(30.1%)이 있다. 사업 자회사 한미약품은 원료전문기업 한미정밀화학, 중국소재 제약업체 북경한미약품을 자회사로 두고 있다. 또한 소규모 지분 투자한 기업으로는 Allegro, Repugen 이 있다. 한미사이언스의 2016년 1분기 수익은 연결기준 기술수출 수익 5.1%, 특허권 및 상표권 수익 1.2%, 임대료 및 수수료 수익 2.6%, 제품매출 0.4%, 상품매출 81.8%, 지분법투자이익 9.0%로 구성되어 있다.

<그림 8> 한미사이언스 그룹 지배구조



자료 : SK 증권

주 : 영업실적은 2015년, 한미약품은 2016년 추정치, 그외는 2015년 실적

한미사이언스 지주사의 역할

첫째, 투자역할이다. 그룹차원에서 제약 관련 사업에 대한 M&A와 투자업무를 담당하고 있다. 한미사이언스의 최근 활동을 보면 금년 4월에는 중국 연태 경제개발구 토지 약 60,000 평을 직접 매입하여 중국사업의 의지를 보여주고 있다. 또한 6월에는 크리

스탈 지분을 매각하는 대신에 JVM 지분 30%를 매입했다. 또한 한미사이언스는 자회사 온라인팜과 사업시너지를 모색할 수도 있고, 미국, 중국 등 제이브이엠(JVM)의 해외사업에서 사업시너지를 창출할 수 있을 것이다.

둘째, 새로운 사업을 인큐베이트한다는 점이다. 한미사이언스는 자회사 온라인팜을 설립하여 2015 년 매출액 6,006 억원으로 성장시켰다. 아직 수익성이 낮지만 미래 성장 잠재력을 구축한 것으로 평가할 수 있다.

셋째, 신약을 개발하는 역할을 하고 있다. 지주사 전환 전에 개발했던 신약후보물질에 대한 특허권을 가지고 있어 2015 년에 성사시켰던 대규모 기술수출에 대한 로열티 수입에서 약 30% 내외가 지주사 수익으로 인식되고 있다. 향후에도 사업자회사 한미약품과 함께 신약개발 활동을 지속할 것이다.

한미약품

한미사이언스 그룹은 앞으로도 신약개발에 집중할 것으로 전망된다. 물론 신약개발은 한미약품이 중심이 되어 진행할 것이다. 한미약품은 5 개의 연구기반 Network 를 보유하고 있다. 한미사이언스 그룹의 R&D 체제는 동탄소재 한미약품연구센터가 중심이며, 여기에서 합성, 바이오신약을 연구하고 있다. 또한 북경한미연구센터가 있는데 합성, 바이오신약 연구를 담당하고 있다. 팔탄소재 한미약품 제제연구소는 제제와 DDS 연구를 맡고 있다. 시화소재 한미정밀화학연구소는 API 개발과 생산을 담당하고 있다. 서울 본사에서는 임상, licensing 과 Regulatory 를 담당하면서 신약개발을 진행 중이다.

<그림 9> 한미약품 R&D Network



자료: 한미약품

한미약품은 거액의 R&D 비용을 투자하여 2015 년에 6 건의 대규모 신약 Pipe line 기술수출을 성사시켰다. 2015 년 한미약품이 기술 수출한 규모는 6 건 합계로 6 억 560 만 달러의 계약금과 64 억 2 천 6 백만달러의 마일스톤, 그리고 두자리 숫자의 런닝로열티이다.

<표 6> 한미약품 신약 Pipe line 기술수출 내용

Pipe line	적응증	파트너사	계약내용	비고	계약시기
Poziotinib	다중표적 항암신약	스펙트럼사	내용 비공개	한국 중국 제외 전세계 판권부여	2015.3
HM71224	면역질환 치료제 (BTK 저해제)	릴리	6억 9천만달러, 두자리 런닝로열티 (계약금 5천만달러 포함)	한국 중국 제외 전세계 판권부여	2015.3
HM61713	내성 표적 항암제	베링거인겔 하임	7억 3천만달러, 두자리 런닝로열티 (계약금 5천만달러 포함)	한국 중국 제외 전세계 판권부여	2015.7
Efpeglenatide	당뇨신약	사노피	39억유로, 두자리 런닝로열티 (계약금 4억유로 포함)	전세계 시장 독점권 부여 한국 중국시장은 공동 상업화	2015.11
LAPS-Insulin115					
LAPS-Insulin Combo					
HM12525A	당뇨-비만치료제	얀센	9억 5백만달러, 두자리 런닝로열티 (계약금 1억 5백만달러 포함)	한국 중국 제외 전세계 판권부여	2015.11
HM61713	내성표적 폐암신약	ZAI	9천 2백만달러, 두자리 런닝로열티 (계약금 7백만달러 포함)	중국시장 판권부여	2015.11

자료: 한미약품, SK 증권

대규모 기술수출 이후에도 금년 1 월에는 호중구 감소증 치료제 Eflapegrastim 의 다국가(미국, 캐나다, 한국) 3 상 개시, 3 월에 Poziotinib 의 유방암 환자대상 미국 임상 2 상 개시 등의 뉴스가 있었다. 특히 4 월에 1,440 억원을 투입해 평택에 대규모 바이오플랜트 증설 계획을 발표했다. 준공 예정일은 2017 년 6 월이다. 한미약품이 이처럼 대규모 바이오플랜트 증설을 진행하는 것은 사노피와 대규모 수출계약을 맺은 퀴텔프로젝트 등의 글로벌 임상 및 허가에 필요한 바이오의약품을 공급하기 위해서이다. 한편 6 월에는 베링거인겔하임이 올부티닙(내성표적 폐암치료제)에 대한 글로벌 3 상계획을 발표한 바 있다. 또한 6 월 10 일부터 14 일 사이에 미국에서 열린 미국당뇨학회(ADA)에서 지속형 당뇨비만신약의 주요 연구결과를 발표하기도 했다. 이와 같이 한미약품은 기술수출 이후의 후속과정을 정상적으로 진행하고 있는 것으로 판단된다.

한편 2015 년 한미약품의 연결기준 매출액은 1 조 3, 175 억원이다. 이 중에서 의약품(내수) 8,042 억원, 의약품(수출) 5,864 억원, 기타 164 억원, 내부거래 차감 895 억원이다.

의약품 수출 중에서 기술수출 금액은 5,864 억원이다.

<그림 10> 한미약품 바이오플랜트 2 공장 조감도



자료 한미약품

<표 7> 기술수출 이후 후속 추진 내용

시기	적응증	Pipi line	추진 내용
2016년 1월	호중구감소치료제	Eflapegrastim	미국 캐나다 한국 임상 3상 개시
3월	유방암	Pozotinib	유방암 미국 임상 2상 개시
4월	평택 바이오플랜트 증설 계획		1,440억 투입
6월	내성표적 폐암치료제	울부티닙	베링거인겔하임 글로벌 임상3상
6월	지속형당뇨신약		미국당뇨학회에서 임상결과 발표

자료 SK 증권 정리

<표 8> 한미약품 R&D Pipe line

Pre-clinical (7)	Phase 1 (8)	Phase 2 (6)	Phase 3 (6)
HM14220* (LAPS Insulin Combo/ Diabetes & Obesity) 1	HM12470 (LAPS Insulin 115/ Diabetes) 1	Efpeglenatide (LAPS Exd4 / Diabetes & Obesity) 1	Eflapegrastim (LAPS GCSF / Neutropenia) 2
Diabetes Program	HM12525A (LAPS GLP1GCG / Obesity & Diabetes) 3	Elpegsomatropin (HM10560A) (LAPS hGH / GHd) 3	HCP1207 (Pulmonary Hypertension)
Obesity Program	HM71224 (BTK Inhibitor / Rheumatoid Arthritis) 4	HM61713** (EGFR mutant selective / Lung cancer) 5	HCP1105 (Complex dyslipidemia)
AML Program	HM85573 (RAF Inhibitor / Solid cancer)	Pozotinib (pan-Her inhibitor / Breast cancer) 6	HCP1305 (Hypertension & Hypercholesterolemia)
Cancer Immunotherapy program	Oratecan™ (oral anticancer drug / Solid cancer) 7	Oraxol™*** (oral anticancer drug / Breast cancer) 7	HCP1401 (Hypertension)
Cancer /Fibrosis program	KX2-391 (architubulin inhibitor / Solid cancer) 7	Luminate® (Integrin inhibitor/ DMB) 8	HCP1303 (BPH & Erectile dysfunction)
Auto-immune program I	HCP1405 (Osteoporosis)		
Auto-immune program II	HCP1202 (COPD)		
			NDA Submitted (1)
			HCP1302 (Hypertension & Erectile dysfunction)
			Approved (1)
			HIP1402 : Hanmi tams 0.4mg (BPH)

자료 한미약품

북경한미의 성장 잠재력

북경한미는 1996 년 북경에 설립되었고 한미약품이 73.7%, 중국 화룬그룹이 나머지 지분을 보유한 어린이의약품 전문 제약사로서 현재 직원은 1,458 명, 2015 년 매출액은 172 백만 달러이다. 북경한미는 최근 R&D 부문을 강화했다. 160 명의 연구인력을 확보하고, 연간 120~130 억원의 R&D 비용을 투입 중이다. 차세대 이중항체 항암제 개발에 집중하고 있다. 북경한미는 최근까지 10% 대 중반 성장을 지속해 왔으나 중국정부의 규제정책 영향으로 2016 년에는 동사의 성장률이 다소 둔화될 가능성이 있다. 하지만 R&D 기반을 구축한 북경한미는 중국 제약산업 구조조정이 마무리 되면 유리한 환

경에서 다시 고성장의 시기를 맞이할 것으로 기대된다. 참고로 한미사이언스가 금년 4 월에는 중국 연태 경제개발구 토지 약 60,000 평을 직접 매입하여 중국사업의 의지를 보여주고 있다. 한미사이언스 그룹은 이 부지에 차세대 의약품공장(글로벌 의약품 생산 기지)을 설립할 것으로 추정된다. 이 경우 북경한미와 사업시너지를 창출할 수 있을 것이다.

<그림 11> 중국 북경한미



자료: 한미약품 IR 자료

온라인팜

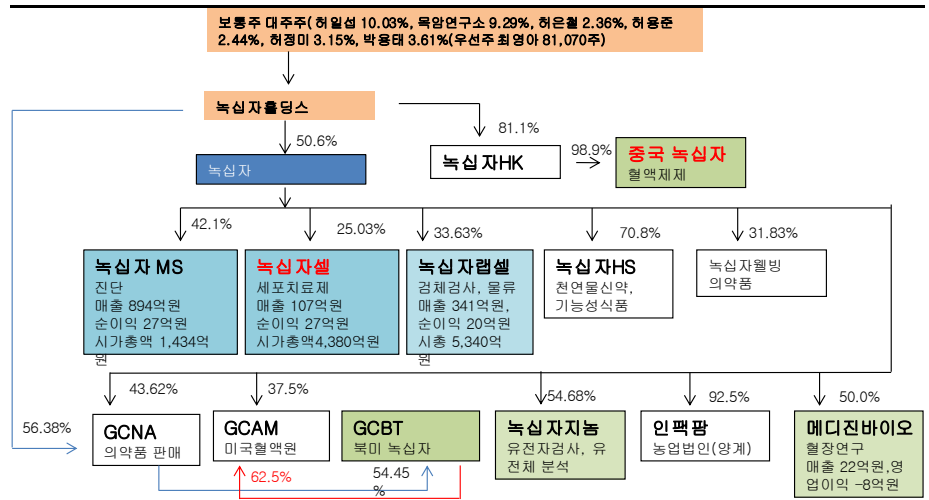
온라인팜은 온라인 제약유통업을 영위하고 있으며 한미사이언스가 75%, 한미아이티가 25% 지분을 보유 중이다. 2015 년 기준으로 매출액은 6,006 억원(전년대비 +18.3%)이며 매출구성은 상품매출 98.2%, 나머지가 수수료수익이다. 상품매출 중 0.08%는 중국에서 발생했다. 2015 년 영업이익은 50 억원 적자이고 순이익이 43 억원 적자이다. 제약도매유통은 제조처인 제약회사와 사용처인 각급 요양기관 사이에서 약품을 중개해줌으로써 획득하는 수수료가 수익원의 대부분을 차지하고 있다. 도매업체들은 영업이익률이 1~2%선에 머무는 박리다매식 영업을 하고 있다. 온라인팜은 HMPMall 과 같은 온라인매체와 300 여명의 약국영업 Infra 를 바탕으로 전국 약국에 약품을 공급하고 있으며 의약부외품 및 건강기능식품, 음료 및 기능성화장품까지 공급량을 확대하고 있다(한미사이언스 사업보고서). 2016 년 1 분기 매출액은 1,562 억원이며 이 중에서 OTC 매출 5.9%, ETC 매출 82.8%, JVM 매출 6.7%, 기타 4.6% 이다. 미국이나 일본 등의 선진국 제약시장에서 제약회사가 R&D 및 생산에 집중하고 약품유통은 도매업체들이 전담하고 있는 추세여서 한국에서도 시장이 더욱 확대될 가능성이 높다.

2) 녹십자홀딩스

녹십자그룹의 지배구조

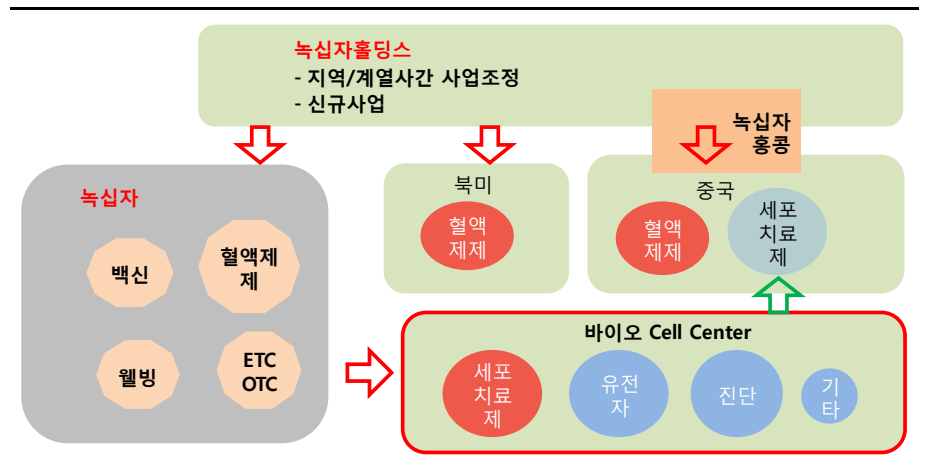
녹십자그룹은 지주사 녹십자홀딩스가 중국 및 북미 혈액제제 해외사업을 주도적으로 진행하는 체제이며, 사업자회사 녹십자 지분 50.6%를 보유 중이다. 다만 녹십자셀, 녹십자랩셀, 녹십자 MS 등 바이오사업은 사업자회사 녹십자의 자회사로 자리잡고 있다. 녹십자그룹은 글로벌 혈액제제기업으로 도약하기 위해 해외투자를 확대하고 있으며, 국내 자회사를 통해 바이오투자도 강화하고 있다.

<그림 12> 녹십자그룹 지배구조



자료: 녹십자홀딩스 2015년 실적

<그림 13> 녹십자그룹 주요 사업영역 구도



*자료: SK 증권

녹십자홀딩스

지주사 녹십자홀딩스는 순수 지주사이며 각 지역/사업간의 조정과 신규사업 추진, 그리고 제약/바이오기업 M&A 등을 담당하고 있는 것으로 보인다. 특히 지주사는 2016년 3월 기준 국내등록특허 13건, 해외 등록특허 33건을 보유하고 있으며, 주로 혈액응고 인자, B형간염 바이러스 중화 항체, AT-III 등 혈장 유래 의약품에 관한 특허들을 보유하고 있다(녹십자홀딩스 사업보고서). 따라서 혈액제제사업의 생산과 판매는 사업자회사 녹십자가 하지만 특허권은 지주사가 가지고 주도권을 행사하고 있는 형태이다. 지분구도는 사업자회사 녹십자 50.6%, 녹십자홍콩 81.1%를 보유하고 있다. 특히 북미사업은 현재 지분구도로 계산해 보면 지주사가 약 30.6%, 녹십자가 23.8% 보유 중이다. 나머지 주주는 국민연금, 퀘벡정부 등인 것으로 추정된다. 참고로 녹십자홀딩스는 용인 도시공사가 시행하는 기흥역세권 도시개발사업 내 동사가 보유한 부지(구, 신갈공장)에 대하여 약 5천억원 규모의 아파트 및 오피스텔 등의 부동산개발사업을 진행 중이다. 2015년 9월 분양을 개시하여 현재 분양이 완료되었으며, 최종적으로 2018년 말까지 약 1,900억원이 회수될 예정이다.

녹십자

녹십자홀딩스는 사업자회사 녹십자지분 50.6%를 보유 중이다. 녹십자는 개별기준 매출비중이 혈액제제 39.2%, 백신 28.9%, ETC 21.3%, OTC 7.8%이다. 최근 국내 혈액제제 및 백신시장은 성숙단계에 진입하여 저성장국면에 있는데 동사는 해외 백신 수출과 해외상품도입 등으로 성장모멘텀을 창출하고 있다. 특히 혈액제제사업은 북미와 중국 등으로 해외 투자를 확대하는 모습이다. 또한 자회사를 통해서 바이오사업이 확대되고 있고 향후 이 부문에서 성장성이 높을 것이다.

<표 9> 녹십자 사업영역별 매출 비중

(단위: 억원)

사업부문	구분	품목	구체적용도	주요상표 등	매출액	비율(%)
제약	제 품	혈액제제류	알부민, 면역, 혈액응고	알부민, 아이비글로블린	2,850	31.2
		OTC류	외염소염진통제, 소화제 등	제놀백초, 디오겔 외	439	4.8
		일반제제류	뇌혈전증 등	유로키나제, 노보린 외	492	5.4
		백신제제	질병예방	독감백신, 수두박스 외	1,544	16.9
		소 계	-	-	5,325	58.3
	의 약 품	일반제제류	고혈압치료 등	Atacand 외	1,455	15.9
		혈액제제류	혈액응고제 등	Advate 외	726	8.0
		백신제제류	질병예방	조스타박스 외	1,094	12.0
		OTC류	프리미엄분유 외	노발락 외	271	3.0
		소 계	-	-	3,547	38.9
기타			공사·용역 등	-	257	2.8
합계			-	-	9,129	100.0

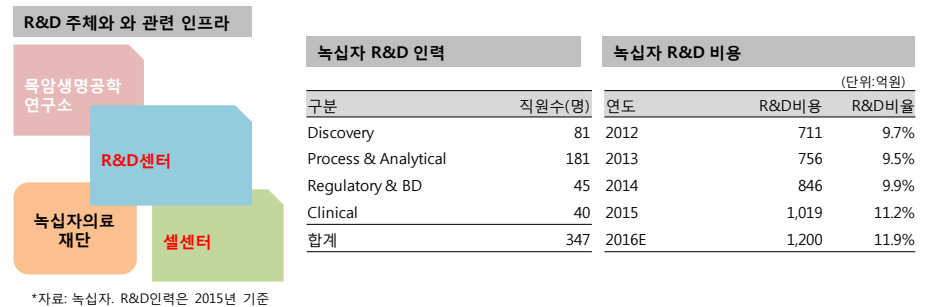
자료: 녹십자 사업보고서, 2015

주: 개별기준

녹십자그룹의 R&D

녹십자의 R&D 부문은 녹십자홀딩스에는 없고 녹십자 밑으로 집중되어 있다. 지주사는 사업자회사를 통해서 연구개발을 진행하는 구조이다. 녹십자그룹의 R&D 인력은 2015 년말 기준 350 명 내외이며, 목암생명공학연구소, R&D 센터가 주력이다. 연간 R&D 비용은 2015 년 1,019 억원이며 2016 년에는 약 1,200 억원 내외로 추정된다. 신약 Pipe line 으로는 면역결핍 치료제 IVIG-sn, 헌터증후군치료제 헌터라제, 항암제 GC-1118, 혈우병치료제 그린진 F, 만성 B 형 간염치료제 헤파빅진이 있다.

<그림 14> 녹십자그룹의 R&D 역량



<표 10> 녹십자 신약 Pipe line

Pipe line	적응증	임상단계	내용
IVIG-sn	면역결핍에 따른 다양한 감염 등	미국, 캐나다 임상 3상 완료 신약허가 신청완료	인간 면역글로블린 G 2016년 FDA허가, 2017년 북미시장 출시 예정
Hunterase	헌터증후군 (MPS II)	2012년 국내 신약승인 미국 임상 2상 진행 중, 일본 1/2상 IND	헌터라제 국내 2014년 122억원 매출, 2015년 300억원 2017년 러시아 출시 예정 2013년 미국 FDA 희귀의약품 지정
GC-1118 (anti-EGFR mAb)	항암제 Cetuximab-refractory Model	한국 임상 1상	직장암 타겟 세루시맙 내성 모델로 개발
Green gene F	3세대 혈우병치료제 (Factor VIII)	중국 임상 3상 IND 신청 미국 임상 3상 진행	한국 Long-acting Factor VIII 차세대 혈우병 치료제
Hepabig-Gene	만성 B형 간염치료제	한국 임상 2상	재조합 B간염 면역글로블린 2013년 미국 FDA 희귀의약품 지정

*자료: SK증권

녹십자차이나

녹십자그룹은 일찍부터 중국혈액사업을 진행 중이다. 지배구조는 녹십자홀딩스가 녹십자홍콩 지분 81.1% 보유하고, 녹십자홍콩이 다시 녹십자차이나 지분 98.9%를 보유하는 구조이다. 녹십자차이나는 유통사 안휘거린커약품 지분 100%를 보유하고 있다. 이미 중국에서는 혈액제제 생산과 유통을 합쳐 2015 년에 약 679 억원의 매출이 발생하고 있다. 단 혈액공급이 원활치 않아 중국 혈액제제 공장 가동률이 낮은 상황이다. 따라서 녹십자는 중국 안휘성(6 개)에 이어 호남성에(1 개) 혈액원을 확보하여 7 개의 혈액원을 확보한 상황이다. 향후에도 1~2 개의 혈액원을 추가적으로 확보할 계획이다. 중국에서 혈액제제 생산과 매출은 GC China 를 통해서 이루어지고 2014 년 매출액은 270 억원, 영업이익 40 억원이며 2015 년 매출액 321 억원, 영업이익 72 억원이다. 안휘거린커약품은 유통기업으로 주로 한국에서 알부민을 도입해와 중국에 판매하는 비중이 높다. 2014 년 매출액은 296 억원이며 영업이익이 22 억원이고, 2015 년 매출액은 358 억원, 영업이익 15 억원이다. 2016 년 1 분기 중국 영업실적은 다소 정체되는 모습이다. 하지만 향후 중국 혈액원 확보가 늘어나면서 매출도 점차 증가할 것이다.

<표 11> 중국법인 영업실적 현황

(단위: 억원)

중국 녹십자					
	2013	2014	2015	2015.1Q	2016.1Q
매출액	179	270	321	150	121
영업이익	27	40	72	20	12
순이익	17	23	45	13	10
안휘거린커약품					
	2013	2014	2015	2015.1Q	2016.1Q
매출액	293	296	358	89	55
영업이익	10	22	15	7	-1
순이익	9	14	14	5	-0.5

자료: SK 증권

북미 혈액제제사업

녹십자그룹은 북미혈액사업을 야심차게 추진 중이다. 지분구조는 녹십자홀딩스와 녹십자가 공동으로 보유하지만 최종적으로는 지주사 지분이 많아질 것으로 추정된다. 2019 년부터 캐나다 혈액공장 가동으로 북미시장에 진출하는 목표이다. 캐나다 퀘벡주로부터 약 240 억원의 지원을 받고 전체 약 1,800 억원(국민연금 700 억원)을 투자하여 2019 년까지 공장을 가동할 계획이다. 혈액원료 공급은 퀘벡주에서 일정부분 공급 받고, 미국에서 2017 년까지 자체 혈액원을 30 곳까지 설립하여 연간 100 만리터를 확보한다는 계획이다. 북미시장에서 향후 주요 생산제품으로 자리잡을 IVIG-sn 에 대한 미국 FDA 임상을 완료하고 2015 년에 신약승인 허가 신청을 완료했는데, 2016 년 4 분기에 미국 FDA 허가를 받을 것으로 기대된다. 녹십자의 글로벌 사업화 계획이 완료되면 현재 기준 글로벌 5 위 수준의 혈액제제사가 된다.

<표 12> 녹십자그룹 사업별 전망

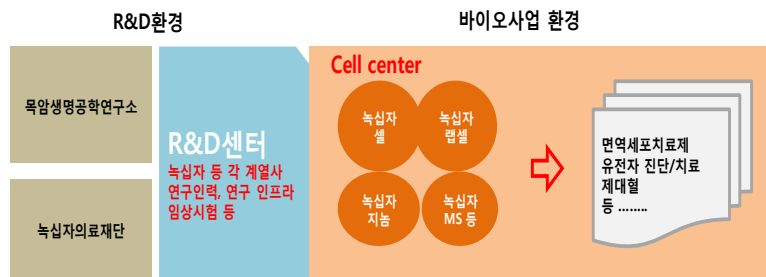
사업구분	사업별 전망과 문제점	대응 전략	미래 성장동력
백신	국내 독감백신시장이 SK케미칼과 일양약품의 진입으로 공급과잉 우려 → 매출 저성장 우려 존재	수두백신과 독감백신에 대해 WHO 산하 PAHO PQ 인증으로 수주 증가 4가 독감백신 개발 등	수출증가로 성장 지속
혈액제제	혈액제제 시장도 국내 매출 성장이 정체 상태	중국, 캐나다 등으로 글로벌 생산시설을 구축하고 해외 매출 증대 추진. 2016년 IVIG FDA 승인 전망	글로벌 제약사로 도약
웰빙	비타민주사, 태반주사의 안정 성장	최근 비타민 제제와 태반주가 높은 성장, 향후 안정적 성장 전망	
ETC	혈액제제와 백신중심의 제약사로서 ETC 비중이 낮은 것이 특징	ETC 비중을 늘리기 위한 다양한 전략이 기대됨	
수출	백신, 혈액제제의 수출비중이 상대적으로 높음	수출은 백신을 중심으로 성장하고 있으며 향후 혈액제제 수출이 증가할 전망	수출
바이오	녹십자 MS, 녹십자셀, 녹십자랩셀 → 바이오사업 추진	진단, 세포치료제 등의 부문에서 향후 그룹차원에서 매출이 성장 전망	미래 성장동력으로 육성 전망

자료: SK 증권, 녹십자그룹 분석과 가치평가 2016.1

자회사를 통한 바이오사업 육성

녹십자가 차세대 성장동력으로 강하게 추진 중인 바이오사업은 사업자회사 녹십자가 지분을 가지고 진행 중이다. 특히 바이오사업은 녹십자 본사부지에 Cell Center를 건립하고 바이오자회사를 입주시켜 사업시너지를 창출한다는 계획이다. 셀센터를 중심으로 향후 녹십자 그룹의 미래 성장동력을 육성할 전망이다

<그림 15> 녹십자 R&D 및 바이오사업



*자료: SK증권 추정

자료: SK 증권, 녹십자그룹 분석과 가치평가 2016.1

<표 13> 녹십자 자회사 현황

(단위: 억원)

기업명	지분	사업내용	매출액	순이익	시가총액
녹십자셀	25.03%	항암면역세포 치료제(이문셀엘씨)	298	30	4,906
녹십자MS	42.10%	진단, 의료기기 등	893	7	1,558
녹십자랩셀	38.63%	검체검사, 면역세포치료제(NK세포)	345	23	5,076
녹십자지놈	54.68%	유전자 분석	25	- 11	비상장

자료: SK 증권

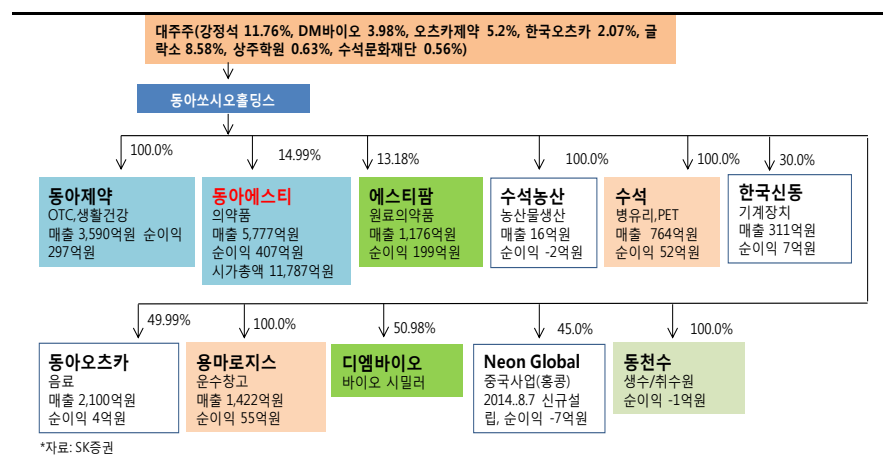
주: 영업실적은 2015년 기준

3) 동아쏘시오홀딩스

동아쏘시오그룹의 지배구조 및 지주사

동아쏘시오 그룹은 전문의약품사업을 하는 동아ST, 일반의약품(OTC)과 생활건강부분을 담당하는 동아제약, 원료의약품(API)에 특화된 에스티팜, 병유리 및 PET 등 의약품 부자재를 공급하는 수석, 의약품물류를 영위하는 용마로지스 등으로 구성되어 있다. 동아쏘시오홀딩스는 현재 순수 지주사이며 각 사업간의 조정과 거액의 R&D 비용을 부담하면서 신약인큐베이터 역할을 하고 있는데 향후에는 신규사업, 제약/바이오기업 M&A 까지 담당할 것으로 전망된다. 이렇게 되면 미래 성장잠재력이 높은 제약/바이오관련 사업간 시너지를 창출하여 자회사 및 지주사의 기업가치를 높일 수 있을 것으로 전망된다.

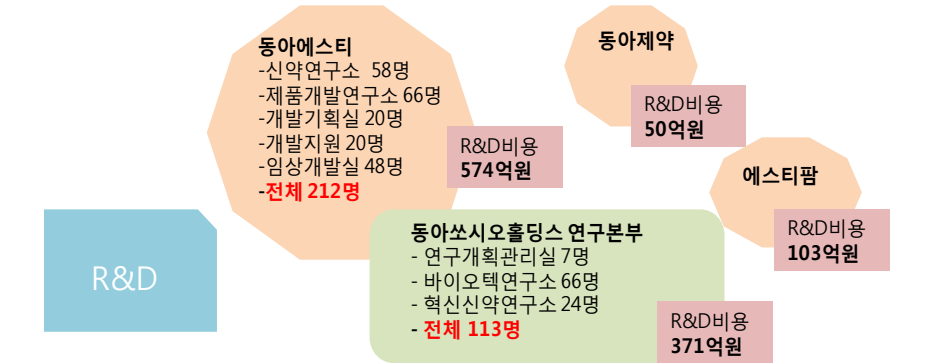
<그림 16> 동아쏘시오그룹 지배 구조



동아쏘시오그룹 R&D 부문

동아쏘시오그룹은 지주사와 동아에스티, 동아제약과 에스티팜 등에 연구조직이 있고 R&D 비용도 지출되고 있다. 따라서 계열사 연구조직간 시너지가 창출되며 향후 신약개발이 활발하게 진행될 것이다. 동아쏘시오홀딩스의 연구 및 지원인력은 113명, 연간 R&D 비용은 2015년 371억원이며 바이오 및 신약후보물질 탐색 등 기초연구 기능을 담당하고 있다. 동아에스티는 연구 및 지원인력 212명을 보유하고 있으며 2015년 R&D 비용은 574억원이다. 주로 임상단계에서 신약 Pipeline의 상업화 기능을 담당하고 있다. 동아제약과 에스티팜에서도 자체 제품개발과 신약연구로 각각 R&D 비용이 연간 50억원, 103억원으로 추정한다. 따라서 그룹 전체로 보면 연간 R&D 비용이 1,098억원, 연구/지원인력은 최소 325명 이상이다.

<그림 17> 동아쏘시오그룹의 R&D 연구/지원인력 비용 현황



*자료: 각사 분기보고서 기준

<표 14> 동아ST 신약 Pipe line

코드명 (브랜드명)	특성	적응증	연구 개발 현황			파트너
			I	II	III	
합성의약품						
DA-7218 (Sivextro)	Oxazolidinone 계열 항생제	피부감염 (ABSSSI) 폐렴 (HABP/VABP)		발매 (US) 발매(EU) 허가(KR)		Merck (MSD) Merck (MSD) Merck & Bayer
DA-1229 (Suganon)	DPP-4 저해제	2형 당뇨병	임상1	허가 (KR) CH IND 승인(IND) IND 준비(BRZ)		Luye Alkem Eurofarma
CVC CVC+DA1229		비알콜성지방간염 (NASH)		글로벌 임상2상		Tobira(us)
DA-6886	5-HT4 효능제	과민성대장증후군 (변비형)	임상1	KR		
천연의약품						
DA-9701 (Motilitone)	현호색/견우자	기능성소화불량증		발매(KR) 임상2 US		
DA-9801	부채마/산약	당뇨병성신경병증		임상2 KR 임상2 US		
DA-9805	목단피, 시호지, 백지	파킨스병		IND 준비 중 US		
바이오의약품						
DMB-3111	Trastuzumab 바이오시밀러	유방암		2상		Meiji Seika
DMB-3113	Dalimumab 바이오시밀러	류마티스관절염			IND준비중(JP)	Meiji Seika
DA-3880	Darbepoetin α 바이오시밀러	빈혈		2상 1상	EU JP	SKK

자료: 동아에스티 IR 자료

동아제약

지주사 동아쏘시오홀딩스의 Cash Cow 는 동아제약이 담당하고 있다. 지분 100% 자회사 동아제약은 안정 성장형 제약사로 박카스, OTC, 생활건강용품을 생산 판매 중이다. 주요제품은 박카스, 판피린 등 다양한 일반의약품과 건강 기능식품(비타민 등), 생활건강제품(치약, 염모제, 모닝케어) 등이다. 2014 년 360 억원, 2015 년 150 억원의 배당금을 지주사에 지급했다. 2015 년 매출액은 전년대비 4.3% 증가한 3,636 억원, 영업이익은 8.8% 증가한 436 억원이다

에스티팜

에스티팜은 금년 6 월 코스닥에 상장되었다. 동아쏘시오홀딩스가 지분 13.18%를 보유하고 있다. 향후 대주주와 지주사간 지분 스왑이 진행될 전망이다. 세계적인 빅파마 및 유망한 바이오벤처회사들과 신약개발의 초기단계부터 함께 공동연구를 추진했다. 이들과 생산공정 개발 및 스케일업 연구에 많은 경험을 쌓고 독점적인 원료 공급권을 확보하는 전략으로 성장해 왔다. 1987 년 뉴클레오시드계 에이즈 치료제인 지도부딘을 개발한 이래 뉴클레오시드계 항바이러스제 분야에 주력했다. 그 결과 지도부딘 및 그 중간체인 싸이미딘을 세계적인 제약기업인 GSK 에 지속적으로 공급했다. 그 외에 BMS 에도 또 다른 에이즈 치료제 중간체를 납품하는 등 세계적인 뉴클레오시드계 원료전문회사로 발전해 왔다. 그리고 최근에는 뉴클레오시드계 C 형 간염 신약원료를 공급하며 급성장 중이다. 에스티팜의 C 형 간염치료제(API)는 2014 년 526 억원, 2015 년 845 억원으로 성장했다. 현재 자체 신약개발과제 항응고, 대장암, 에이즈치료제 등을 개발 중이다. 동아에스티는 2015 년 10 월에 반월공장 원료의약품 사업을 510 억원에 에스티팜으로 양도했다. 이로 인해 에스티팜의 연간 매출액이 약 200 억원 증가하게 되었다. 에스티팜은 원료의약품 생산능력 확충을 위하여 총 335 억원을 투자하여 경기도 안산시에 2015 년 5 월 공장을 완공했다.

<표 15> 동아제약 요약 영업실적 (단위: 억원)

연도	매출액	영업이익	세전이익	순이익	순현금
2013	2,897	373	373	276	108
2014	3,485	401	399	314	87
2015	3,636	436	433	349	144
2016E	3,854	466	461	372	190

자료 SK 증권

<표 16> 에스티팜 요약 영업실적 (단위: 억원)

연도	매출액	영업이익	세전이익	순이익	순차입금
2013	843(423)	109	90	75	320
2014	965(526)	97	95	55	585
2015	1,381(845)	345	356	252	474
2016E	1,850(1,250)	463	475	345	-500

*주: 반월공장 인수 매출증가 효과 감안, ()는 간염치료제 매출

자료 SK 증권

용마로지스

용마로지스는 의약품 유통과 물류를 담당하고 있다. 지분구조는 지주사가 95.50% 보유하고 있다. 주요 영업활동은 전국화물, 택배, 자동차운송 알선주선업, 복합운송 주선업, 운수창고업 및 도/소매업이다. 물류부문은 국내에 전국적으로 33 개의 배송센터와 14 개의 보관물류센터, 6 개의 운송영업소를 보유하고 있다. 2015 년 매출액 1,492 억원이며 매출비중은 배송 66.7%, 운송 18.3%, 국제포워딩 15.1%이다.

수석

수석은 의약품 포장용기관련 병유리 등을 생산하는 B2B 형태의 기업이며, 지주사의 100.0% 자회사이다. 병유리, CAP 제품 및 PET 제품에 대한 제조 및 판매를 주요 사업으로 영위하고 있다. 병유리 및 CAP(병마개) 생산을 하고 있는 안양공장, PET 생산을 위한 음성공장, 가평공장, 감곡공장을 보유하고 있으며, 유리원료인 규사를 생산하는 남포공장을 보유하고 있다. 주요 거래처는 동아제약, 동아오츠카, 풀무원샘물, 제이원, 동원시스템 등이 있다. 동아제약향 매출액은 2013 년 383 억원, 2014 년 457 억원이다. CAP 사업은 알루미늄 원판으로 병, 식품용기 등의 마개를 생산하고, PET 사업은 플라스틱 수지를 가공하여 포장용기를 생산한다. 매출비중은 전체 매출액 764 억원 중에서 병유리 33.7%, CAP 13.5%, PET 27.6%, 기타 25.2%이다.

<표 17> 용마로지스 요약 영업실적 (단위: 억원)

연도	매출액	영업이익	세전이익	순이익	순차입금
2013	1,246	55	61	48	26
2014	1,354	61	64	47	93
2015	1,492	67	68	52	257
2016E	1,644	75	76	59	252

자료: SK 증권

<표 18> 수석 요약 영업실적 (단위: 억원)

연도	매출액	영업이익	세전이익	순이익	순차입금
2013	685	56	55	44	146
2014	735	61	55	50	288
2015	797	49	27	17	465
2016E	795	65	51	50	410

자료: SK 증권

디엠비

디엠비는 바이오시밀러 전문 생산기업이며, 지분구조는 동아쏘시오홀딩스 51%, 일본 메이지세이카 49%이다. 동아쏘시오홀딩스는 자본금 100 억원, 준비금 976 억원의 바이오시밀러 전문기업을 100% 물적분할하여 2015 년 4 월 1 일에 디엠비를 설립했다. 2015 년 3 분기말 기준 유동자산 175 억원, 비유동자산 1,150 억원, 유동부채 225 억원, 비유동부채 379 억원이다. 순자산액은 1,100 억원이며, 동아쏘시오홀딩스의 디엠비 장부가액은 561 억원이다.

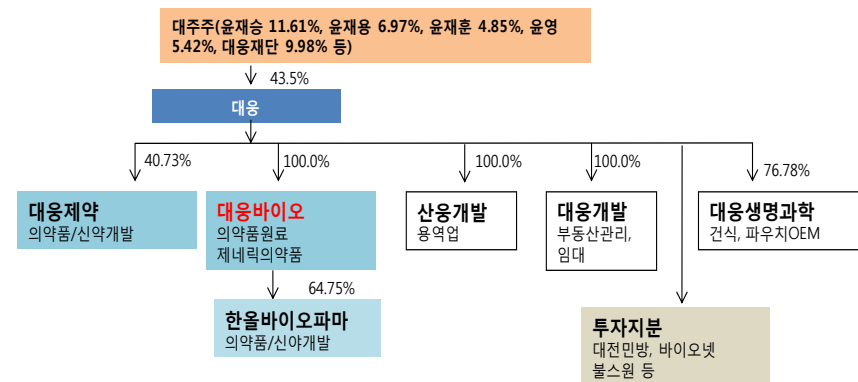
일본 메이지세이카제약은 2011 년 570 억원을 동아쏘시오홀딩스에 바이오시밀러 사업 목적으로 투자했다. 동아쏘시오홀딩스는 2015 년 9 월에 디엠비 주식 90 만주를 557 억 원에 메이지세이카제약으로 양도했다. 이로써 디엠비에 대한 지분구조는 동아쏘시오홀딩스 51%, 메이지세이카제약 49%가 되었다. 이후 인천송도에 2012 년 9 월부터 2013 년까지 공장을 건설하여, 2015 년 6 월에 7,500 리터 규모의 바이오시밀러를 생산하기에 이른 것이다. 현재 공장은 완공된 상태로 시제품 생산을 위한 Validation 이 진행 중이다. 첫번째 상업화될 제품은 유방암치료제 허셉틴 바이오시밀러이며 2018 년 출시를 계획하고 있다. 현재 임상 1 상이 완료된 상태이다. 허셉틴은 글로벌 시장에서 2013 년 약 7 조 원, 일본 시장에서는 약 3,000 억 원이 팔리는 바이오의약품이다. 그외에도 휴미라 바이오시밀러 등의 개발을 추진 중이다. 바이오시밀러 사업은 메이지세이카제약과 개발을 위한 포괄적 업무제휴계약을 맺고 당사자간 각각 한국, 일본에서 판매승인을 진행하고 있다. 또한 세계시장에 공동 진출하는 사업도 추진 중이다.

4) 대웅홀딩스

대웅제약그룹 지배구조

대웅제약그룹에서 대웅은 대웅제약과 대웅바이오, 대웅생명과학 등의 지주사이다. 최근 사업자회사 대웅제약이 한울제약을 인수함에 따라 신약개발부문이 크게 보강되었다는 평가를 받고 있다. 대웅제약을 중심으로 나포타의 수출 잠재력, 신약개발력 제고로 기업가치가 상승하고 있다. 지주사의 100% 자회사 대웅바이오는 2015년 매출액이 국내 1,683 억원이며, 사업내용은 우루소데옥시콜릭에시드(우루사 주원료) 등 원료의약품과 완제의약품, 수탁생산 등이다. 의약품원료의 일본수출 비중이 높다. 계열사 중 산용개발은 용역회사로 2015년 매출액이 80 억원, 순이익이 3 억원이다. 대웅생명과학은 2015년 매출액 137 억원, 순이익 8 억원이다. 대웅개발은 건설사이며 매출과 이익규모는 미미하다. 한편 자회사 중 알피코프는 건강식품과 연질캡셀 제품에 특화된 기업이었으나 대웅이 64.75%를 보유하고 있었으나 2015년말 지분 전량을 매도했다.

<그림 18> 대웅제약그룹 지배 구조



*자료 SK 증권

대웅

동사는 2002년 10월 1일 대웅제약(구)이 인적분할 되면서 지주사로 전환되었다. 주요 수익은 자회사에 대한 용역수익, 임대료수익, 수수료수익, 배당금 등이다. 자회사로는 대웅제약, 대웅바이오, 대웅생명과학, 산용개발, 대웅개발 등이 있다. 의약품사업도 직접하고 있다. 2015년에 알비스 제네릭 알비스D를 내수용으로 37 억원을 매출했다. 대웅의 의약품매출액은 63 억원으로 전년대비 36.1% 증가했다. R&D는 대웅 밑에 바이오연구소가 본소와 분소로 분리되어 2001년 9월부터 설립되어 있으며 2015년에

93억원의 R&D 비용을 지출했다. 연구과제는 1.아데노바이러스 암치료제 (암특이 살상 아데노바이러스 암 치료제), 2. 항체 바이오시밀러, 3. EPO (제품명: 에포시스, 대응 에리스로포이에틴), 4. 유전자재조합 성장호르몬 (제품명: 케어트로핀, 대응 소마트로핀), 5. EGF 신제품 개발 및 적응증 확대, 6. 뼈성장인자 개발 (제품명: 노보시스), 7. 보툴리눔독소 주사제 (제품명: 나보타), 8. 뇌졸중 줄기세포 치료제 (성장인자 병용으로 효능을 증대시킨 뇌졸중 치료제) 등이다. 따라서 지주사 대응이 나보타에 대한 특허권을 보유한 것으로 추정된다. 만약 그렇다면 나보타가 글로벌 시장에서 성공할 경우 지주사 대응의 수익배분 권한도 있을 것이다.

대응제약

대응제약은 대응제약그룹의 핵심사업 자회사이다. 주력제품은 올메텍, 우루사, 알비스 등으로 처방의약품(ETC) 전문제약사이다. 그동안 해외 도입 오리지널 의약품 비중이 높은 영업을 해왔다. 2015년 매출액은 8,005억원, 영업이익이 505억원이다. 최근 주력 제품이 계약만료로 매출에서 제외됨에 따라 매출성장이 둔화되는 모습이다. 하지만 동사는 주름개선제 나보타의 미국 FDA 임상 3상을 완료하고 2017년말경 미국 출시를 목표로 하고 있다. 성장정체를 만회하기 위해 인도네시아 등 이머징마켓에 생산/판매 거점을 확보하면서 중국, 베트남, 인도네시아 등 해외사업을 강화하는 추세이다.

<표 19> 대응제약 주요 제품별 매출비중(2016. 1Q 기준)

(단위:억원)

매출유형	품목	구체적용도	주요상표등	매출액	비율
제품	알비스	위염, 위궤양	알비스정, 알비스D정	163	8.53%
	우루사	피로회복, 간장해독	복합우루사, 우루사	158	8.27%
	올메텍	고혈압치료제(ARB)	올메텍정, 올메텍 PLUS	90	4.71%
	임팩타민	종합비타민	임팩타민파워정	52	2.72%
	가스모틴	기능성소화제	가스모틴정, 가스모틴산	50	2.62%
	기타	-	-	733	38.48%
상품	세비카	고혈압치료제	세비카, 세비카 HCT	163	8.55%
	넥시움	위염, 위궤양	넥시움정, 넥시움주	91	4.79%
	다이하백스	당뇨병	다이하백스정	63	3.28%
	기타	-	-	344	18.05%
합계				1,905	100.00%

*자료: SK 증권

한올바이오파마

대웅제약의 자회사로 한올바이오파마가 있다. 주요제품은 투미포란주, 박트로반 등의 주사나 연고 항생제, 상품으로 노르믹스정 등의 먹는 항생제가 있다. 2015 년 매출액은 800 억원이며 영업이익 42 억원 적자, 순이익 71 억원 적자이다. 2015 년 R&D 비용은 74 억원이며 이중에서 61 억원은 판관비로 처리하고 있다.

표 20> 한올바이오파마 신약 Pipe line

구분	코드	특징	개발단계
바이오신약	HL-161	자가면역항체신약	전임상
	HL-036	항TNF알파 바이오메터 (안구건조증)	임상1상(국내)
	HL-040	고혈압+고지혈증 치료 복합신약	임상3상 완료 및 허가신청(국내) 임상1상(미국)
기능성복합신약	HL-063B	고혈압치료 복합신약	임상3상(국내)
	HL-068	고혈압치료 복합신약	임상3상(국내)
	HL-172	당뇨+고혈압치료 복합신약	임상1상(국내)
	HL-009	비타민B12 성분 아토피 치료신약	임상3상(국내) 임상2a(미국)
기타	토미포란	세파 2세대 항생제	신약허가신청(중국)
	HL-174	폐동맥고혈압 치료제	임상1상(국내)

*자료: SK 증권

대웅바이오

대웅바이오는 지주사 대웅의 100% 자회사로 의약품원료와 제네릭 의약품을 주력 제품으로 성장해 왔다. 대웅바이오는 2015 년 매출액이 국내 1,683 억원, 영업이익 165 억원, 순이익 124 억원이다. 매출중에서 제품매출 1,414 억원, 상품매출 265 억원이며, 지역별로는 국내 매출 1,153 억원(대웅제약 791 억원), 아시아 529 억원이다. 사업내용은 우루소데옥시콜릭에시드(우루사 주원료) 등 원료의약품과 완제의약품, 수탁생산 등이다. 의약품원료의 일본수출 비중이 높다. 의약품 원료 중에서 UDCA 의 수출은 355 억원으로 내수 268 억원보다 많다. 최근 대웅바이오의 위임형 제네릭 매출 증가로 2015 년 매출액이 전년대비 27.7% 성장했다. 영업이익도 94.1% 증가하여 수익성 역시 대폭 개선되었다. 대웅제약의 거대품목인 위염치료제 알비스 특허가 만료되었는데 2015 년에 위임형 고용량 제네릭을 만들어 대웅(알비스 D)과 대웅바이오(라비수)에서 출시, 매출이 고성장한 결과로 해석된다. 2016 년 1 분기 매출은 알비스 D 9 억원(전년동기 5 억원), 가제트 17 억원(전년동기 23 억원)이다. 앞으로도 대웅바이오의 제네릭 의약품사업이 활성화 되며 실적이 기대될 것으로 기대한다.

<표 21> 대웅바이오 매출구조

(단위: 억원)

	품 목	구체적용도	매출액	비율
제품	우루소데스옥시콜린산(UDCA)	간기능개선제 원료	623	37.0%
	세포디짐	항생제의약품 원료	40	2.3%
	메로페넴	항생제의약품 원료	44	2.6%
	기타	기타	707	42.0%
상품	가제트	소화성궤양용제	81	4.8%
	기타		187	11.3%
합계			1,683	100.0%

자료: 대웅

주: 2015 년 기준

<표 22> 대웅제약 영업실적

(단위: 억원)

연도	매출액	영업이익	세전이익	순이익
2013	6,749	720	746	587
2014	7,272	537	549	318
2015	8,005	551	593	492
2016E	8,010	505	535	412

자료: 대웅제약

주: 2015 년

<표 23> 대웅바이오 영업실적

(단위: 억원)

연도	매출액	영업이익	세전이익	순이익
2013	1,489	132	131	104
2014	1,318	85	90	72
2015	1,683	165	157	124
2016E	2,020	194	189	153

자료: 대웅

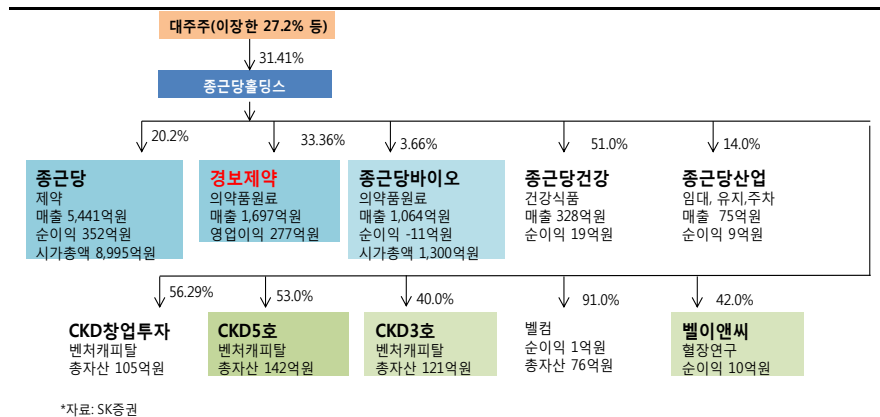
주: 2015 년 기준

5) 종근당홀딩스

종근당그룹 지배구조

종근당그룹은 지주사 종근당홀딩스를 모회사로 하여 병렬로 자회사들이 배치되어 있는 구조이다. 주요 자회사는 사업자회사 종근당이 있고 의약품원료를 담당하는 경보제약과 종근당바이오가 있다. 또한 건강기능식품을 판매하는 종근당건강이 있다. 다만 종근당홀딩스는 대주주가 보유한 종근당바이오 주식을 공개매수 방식으로 매수하여 자회사에 편입하는 절차를 진행 중이다. 교환비율은 1:0.3090826 이다. 종근당홀딩스 신주 발행가격은 98,540 원이고 종근당바이오 공개매수가격은 30,457 원이다.

<그림 19> 종근당그룹 지배구조



지주사 종근당홀딩스

종근당홀딩스는 지주사 종근당홀딩스와 사업자회사 종근당(신설법인)으로 2013년 11월 2일에 인적분할을 통해서 지주회사 체제로 전환되었다. 현재까지 당사는 순수 지주사의 구조를 유지하고 있으며 경보제약에 이어서 이번에 종근당바이오까지 20% 이상의 지분을 확보하면 지주사 체제가 완성되는 모습이 된다. 이제 주요 자회사 중에서 비상장기업은 종근당건강 정도가 남아있다. 종근당홀딩스는 순수 지주사형태이므로 매출은 브랜드 로열티와 경영자문료, 그리고 배당금이 대부분이며, 여기서 창출되는 매출과 이익이 적기 때문에 사업가치가 크지 않은 상황이다. 기타법인은 벤처캐피탈 형태이기 때문에 순자산가치로 평가하게 된다. 현재 종근당홀딩스의 기업가치는 보유자회사 지분가치가 대부분을 차지하며 주요 자회사 기업가치 변화에 영향을 많이 받는 구조이다. 지주사 체제가 완성되면 종근당홀딩스도 기업가치 창출활동을 모색할 가능성을 배제할 수 없을 것이다.

종근당

종근당은 종근당홀딩스의 주력 사업회사이며 제네릭과 개량신약 개발, 그리고 오리지널 의약품 도입을 통해서 꾸준히 성장하고 있다. 2016 년에도 글리아티린(뇌기능개선제), 자누비아와 자누메트(당뇨병치료제), 바이토린 및 아토젯(고지혈증치료제) 등을 도입했다. 2016 년 연간 매출액은 전년대비 27.5% 증가한 7,553 억원으로 추정한다. 이와 같은 종근당의 성장 전략은 향후에도 지속될 것으로 전망한다.

특히 종근당은 최근 R&D 투자를 대폭 강화하고 있다. 2015 년 기준 R&D 현황을 보면 연구인력이 426 명이고, R&D 비용은 914 억원이다. R&D 투자를 확대한 결과, 신약 Pipe line 은 탐색과제가 48 개, 임상과제가 30 개로 증가했다. 구체적으로 보면 합성신약부문에 고도비만증 치료제를 비롯해서 고형암, 림프종 치료제 등 임상 1~3 상에 7 개, CKD-506(류마티스 관절염치료제)와 CKD-504(헌팅턴병 치료제) 등 전임상 2 개가 있다. 또한 바이오신약에서 빈혈치료제 바이오시밀러(임상 3 상), 호중구감소증 치료제 바이오시밀러(임상 1 상), 황반변성 치료제 바이오시밀러(전임상) 등이 있다. R&D 투자 증가에 따라 향후 전임상과 임상진입 Pipe line 이 점차 증가할 것으로 전망한다.

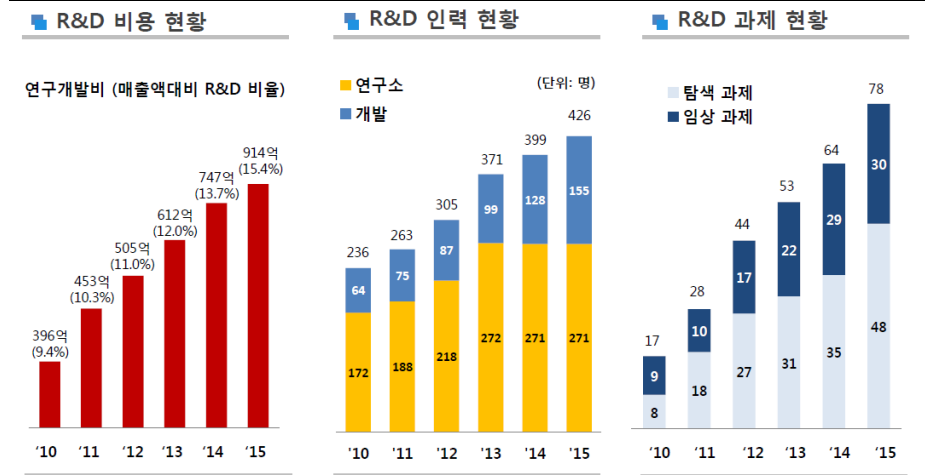
<표 24> 종근당 매출액 및 신제품 출시 추이

(단위: 억원)

구분	2012	2013	2014	2015	2016E
매출액	4,612	5,087	5,441	5,925	7,553
제네릭	모놀레어 코르리그렐 뉴라벨	텔미트렌 애니포지 벨메텍	로수로드 오엠피에스	코그비토 센돔 엔데카벨 두테스몰	실버도시(트루패스) 엘로세타(타세바)
개량신약		텔미누보 유파시딘S	딜라트렌SR		듀비메트(당뇨복합제) 칸데루스(고혈압복합제)
신약 라이선스	타미플루 제니칼외 6개 품목	보툴렉스 스타일에이지 프리페민	듀비에 울트라브이	셀스타시스 외 1품목	글리아티린 자누비아외 2품목 바이토린, 아토젯 등

자료: 종근당 IR 자료

<그림 20> 종근당 R&D 현황



※ 상위 10개 다국적사 평균 R&D 투자 비율 14.5%

*자료 종근당 IR 자료

<표 25> 종근당 신약 Pipe line

합성 신약	Discovery	Pre-Clinical	Phase 1	Phase 2	Phase 3	Launch
벨로리닌(PWS) - 미국	Methionin Aminopeptidase II Inhibitor					
벨로리닌(HIAO) - 미국	Methionin Aminopeptidase II Inhibitor					
벨로리닌(고도 비만) - 호주	Methionin Aminopeptidase II Inhibitor					
CKD-943(통증, 소양증)	Opioid Receptor Kappa Agonist					
CKD-516(고혈압)	Tubulin Polymerization I Inhibitor					
CKD-581(임프증)	Histone Deacetylase Inhibitor					
CKD-519(고지혈)	CETP Inhibitor					
CKD-506(류마티스관절염) - 일본	Histone Deacetylase 6 Inhibitor					
CKD-504(원당탄)	Histone Deacetylase 6 Inhibitor					
바이오						
CKD-11101(변혈)	Darbepoetin Biosimilar					
CKD-12101(호중구감소증)	NEULASTA Biosimilar					
CKD-701(혈변변성)	LUCENTIS Biosimilar					
개량신약						
CKD-337(고지혈)	Atorvastatin + Fenofibrate					
CKD-391(고지혈)	Atorvastatin + Ezetimibe					
CKD-906(고지혈)	Rosuvastatin + Ezetimibe					
CKD-330(고혈압)	Candesartan + Amlodipine					
CKD-342(비만)	Mometasone + Levocabastine					
CKD-397(전립선비대증)	Tamsulosin + Tadalafil					
CKD-904(전립선비대증)	Tamsulosin SR					
CKD-905(통증)	Pregabalin SR					
CKD-395(제 2형 당뇨병)	Robeglitazone + Metformin					
CKD-841(암)	Liquid Crystal 적용 - Leuprolide					
CKD-390(혈바이러스)	Tenofovir Aspartate					
CKD-497(진해거담)	진연물(강출, 오미자)					

*자료 종근당 IR 자료

경보제약

경보제약은 의약품원료에 특화된 제약사로 일반의약품, 항생제, 항암제 원료 비중이 높다. 현재 종근당홀딩스가 지분 33.36%를 보유하고 있다. 1987년 원료의약품 사업으로 시작하여 2002년에는 완제의약품으로 사업영역을 넓히고 상호를 경보제약으로 변경했다. 현재 순환기 약물 및 항생제, 흡입마취제 등 전문의약품 71 품목과 일반의약품 약 100개 품목을 판매하고 있다. 2015년 전체 매출 1,780억원 중에서 원료 비중이 60.1%이고 수출 비중은 43.5%이다.

<표 26> 경보제약 사업별 매출 비중

(단위: 억원)

		2013연도	2014연도	2015연도	내용
원료 의약품	일반 API	540 33.30%	610 36.00%	659 37.00%	고지혈치료제외
	세파계 항생제 API	532 32.80%	429 25.30%	379 21.30%	항생제
	항암제 API	23 1.40%	15 0.90%	32 1.80%	항암제
완제 의약품	써전흡입마취제	14 0.90%	19 1.10%	22 1.30%	흡입마취제
	경보세파클러캡슐	17 1.10%	18 1.10%	17 1.00%	항생제
	경보세파클러건조 시럽	0.5 (-%)	1 (-%)	1 0.10%	항생제
기 타		496 30.60%	605 35.60%	669 37.50%	-
합 계		1,622 100.00%	1,678 100.00%	1,780 100.00%	-

자료: 경보제약 사업보고서

종근당바이오

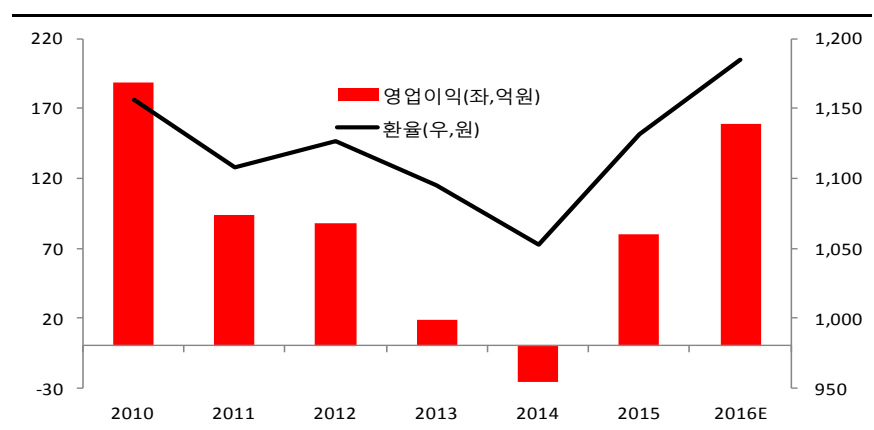
종근당바이오는 2001 년에 종근당에서 분할/신설되었다. 이장한 회장 등 대주주 일가와 계열사 보유지분이 32.67%이다. 그외 종근당홀딩스가 3.1%, 경보제약이 0.63% 보유하고 있다. 현재 종근당홀딩스는 지주사 체제 완성을 위해서 대주주가 보유한 종근당바이오 주식을 공개매수 방식으로 하여 자회사에 편입하는 절차가 진행 중이다. 사업구조를 보면 항생제원료 비중이 절대적으로 높고, 의약품원료를 발효방식으로 생산하고 있다. 2015 년 기준으로 주요 제품의 매출비중을 보면 베타락탐저해제(Potassium Clavulanate) 38.2%, DMCT (테트라사이클린계 항생제원료) 18.0%, 리팜피신(항생제원료, 결핵치료제) 11.5%, Acarbose(제 2 형 당뇨병치료제) 8.7% 이다. 특히 수출비중이 78.1%로 높다. 의약품 원료수출은 주로 유럽, 미국 등 선진국 비중이 높으며 대부분 달러결제이다. 따라서 원/달러 환율에 수익성이 많이 영향을 받게 된다. 지역별 매출은 한국 21.9%, 유럽 33.3%, 아시아 17.7%, 중동 7.7% 등이다. 매출에서 10% 이상의 거래처는 없다.

<표 27> 종근당바이오의 주요 제품별 수출과 내수 매출추이 (단위: 억원)

제품구분	내수	수출	합계
Potassium Clavulanate	57	351	408
DMCT		192	192
Rifampicin	10	113	123
Acarbose	1	92	92
Tacrolimus	49		49
Cyclosporin	29	4	33
기타	88	81	170
합 계	234	833	1,067

자료: 종근당바이오 2015 년 매출 기준

<그래프 21> 평균환율과 종근당바이오 영업이익 추이 (단위: 억원 원)



자료: SK 증권

<표 28> 경보제약 요약 영업실적

(단위: 억원)

연도	매출액	영업이익	세전이익	순이익
2013	1,622	262	231	180
2014	1,698	277	300	86
2015	1,780	256	255	261
2016E	1,917	235	230	182

자료: SK 증권

주: 2016 년은 Fnguide Consensus

<표 29> 종근당 요약 영업실적

(단위: 억원)

연도	매출액	영업이익	세전이익	순이익
2013	863	75	60	44
2014	5,441	539	485	352
2015	5,925	427	151	- 68
2016E	7,553	551	503	357

자료: SK 증권

<표 30> 종근당바이오 요약 영업실적

(단위: 억원)

연도	매출액	영업이익	세전이익	순이익
2013	1,004	19	19	17
2014	1,064	- 26	- 19	- 11
2015	1,067	80	81	67
2016E	1,161	173	166	121

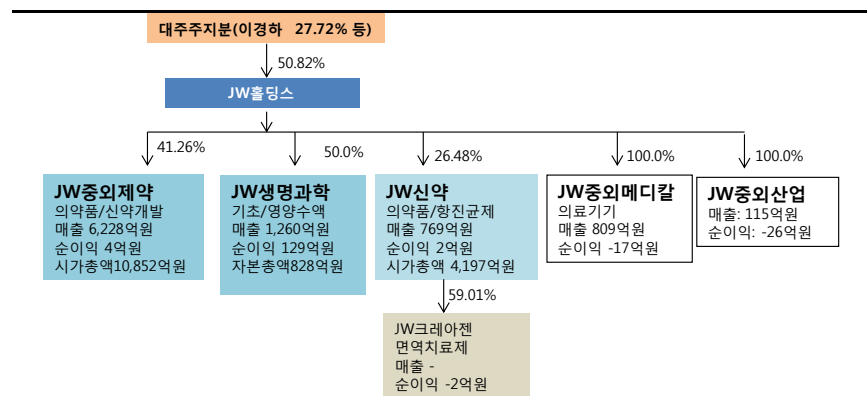
자료: SK 증권

6) JW 중외홀딩스

JW 중외 그룹의 지배구조

JW 중외제약그룹은 지주사 JW 홀딩스사가 JW 중외제약, JW 생명과학, JW 신약, JW 중외메디칼, JW 중외산업 등을 자회사로 두고 있다. JW 신약 자회사로 수시상세포 면역치료제를 개발하는 JW 크레아젠이 있다.

<그림 22> JW 중외제약그룹 지배구조



자료 : SK 증권 영업실적은 2015 년 기준

JW 홀딩스

동사는 지주사업, 의약품 도소매업, 수출입업, 부동산임대, 브랜드 및 지적재산권 라이선스업, 투자경영자문 및 컨설팅업 등을 목적으로 2007년 7월 1일 JW 중외제약으로부터 투자 사업부문과 해외 사업부문 등을 인적분할되어 설립되었으며, 2010년 12월 29일에 사명이 JW 홀딩스로 변경되었다. 동사는 사업지주사이다. 지주사 본업이 있고 수액제, 항생제 등에 대한 수출/입 부문도 있다. 2015년 상품매출액은 530억이며, 이는 전체 매출액의 70.1%이다.

<표 31> JW 홀딩스 매출 내용

(단위: 억원)

구 분	2014	2015
상품매출액	435	530
수수료수익	94	121
임대료수익	26	25
배당금수익	28	29
기타매출액	51	51
합 계	635	756

자료: JW 홀딩스 사업보고서, 주: 2015년 기준

JW 중외제약

동사는 JW 홀딩스의 주력 사업회사이다. 지주사가 자본 41.26%를 보유하고 있다. 연결기준 2015 년 매출액은 4,344 억원, 영업이익 217 억원, 세전이익 23 억원, 순이익 21 억원이다. 금융비용(259 억원) 비중이 높아 영업이익에 비해 세전이익 규모가 특히 작다. 동사의 사업부 중 일반/영양수액 비중이 27.1%로 가장 높다. 그 외 전문치료제 매출이 많다.

<표 32> JW 중외제약 부문별 매출 비중(2015 년)

(단위: 억원%)

구분	품목	적응증	브랜드	매출액	매출비중
상/제품	일반수액	혈액 및 체액대용제	5%포도당	617	14.2
상/제품	영양수액	혈중 단백아미노산 공급	위너프	562	12.9
제품	이미페넴	항생제	프리페넴	289	6.7
제품	리 바 로	고지혈증 치료제	리 바 로	255	5.9
제품	시그마트	협심증 치료제	시그마트	113	2.6
제품	가 나 칸	소화제	가 나 칸	134	2.6
제품	듀 파 락	간성혼수 치료제	듀파락시럽	100	2.3
제품	뉴트로진	호중구감소증 치료제	뉴트로진	80	1.9
기타				2,192	50.9
				4,344	100

자료: JW 중외제약 사업보고서

<표 33> JW 중외제약 주요 품목 매출액 추이

(단위: 억원)

구분	내용	2015	2016.1Q
영양수액계	수액	562	148
기초수액계	수액	617	180
특수수액계	수액	263	88
해모류계	수액	184	29
소계		1,626	446
프리페넴	항생제	289	86
리바로	고지혈증	256	99
시그마트	협심증	113	37
가나칸	기능성소화제	134	19
듀파락	간성혼수	100	24
엘란세	윤곽성형필러	54	14
헤파린	혈액응고제	60	18
뉴트로진	항암제	81	18
악템라	관절염치료제	70	21
페린렉트	철분제	29	39
도네페질	알츠하이머치료제	78	7
기타 계		1,453	364
합계		4,344	1,192

자료: JW 중외제약 IR 자료

JW 중외제약과 관련하여 가장 주목해야 할 이슈는 항암제 신약 Pipe line 이다. 동사의 신약연구센터와 미국 시애틀에 위치한 자회사 JW THERIAC 이 공동으로 개발중인 세계 최초의 표적항암제 CWP232291(CWP291)은 전임상 전문 CRO(전임상시험 수탁 기관)인 캐나다 LAB Research 에서 2010 년 2 월 전임상 시험을 마쳤다. 'CWP291'은 기존의 화학요법제와 차별화된 새로운 메커니즘의 혁신적인 표적항암제로서, 전 임상 시험 결과 1 차 적응증인 급성골수성백혈병 외에도 다발성골수종과 림포마 및 폐암 동물모델 시험에서 우수한 데이터를 도출했다고 한다. 급성골수성백혈병 환자를 대상으로 한미 양국에서 진행한 임상 1 상 시험에 대해 2015 년 5 월 말, 제 51 차 미국임상종양학회 (2015 ASCO)에서 중간결과 데이터를 발표하기도 했다(JW 중외제약 사업보고서 내용). 동사는 2015 년 R&D 비용으로 297 억원을 지출했으며 매출액대비 7.2%이다.

<표 34> 신약연구센터 연구과제

연구과제	연구내용	진행경과	연구기간
Chemogenomics연구	Chemogenomics연구/기반기술 구축	-신규 Target개발 및 후보물질 탐색연구 -첨단기술(HTS)을 이용한 신약후보물질 도출	3.3년
급성골수성백혈병 치료제	급성골수성백혈병 치료제/신약개발사업	-Wnt 신호전달을 통한 혁신항암제 -임상 1상 환자 투여 종료 종료 프로세스 진행 중	5.3년
다발성골수종치료제	CWP291의 새로운 적응증으로 다발성골수종 연구	-Wnt 신호전달을 통한 혁신항암제 -미국 임상 1상 FDA IND 승인 임상 1상 진행 중 (환자 대상 투약 진행 중)	

자료 JW 중외제약 사업보고서

JW 중외생명과학

JW 중외생명과학은 지주사가 지분 50%를 보유하고 있으며, 일반수액(혈액 및 체액대용제)과 영양수액(혈중 단백질아미노산공급)을 생산한다. 2016 년 1 분기 기준으로 일반수액 130 억원(매출비중 39.9%), 영양수액 120 억원(35.6%), 기타 77 억원(23.5%)이다. 2015 년 매출액은 1,259 억원, 영업이익 187 억원, 순이익 129 억원이다. 현재 코스피시장에 IPO 를 추진하고 있는 것으로 보도되었다.

<표 35> JW 생명과학 영업실적 추이

(단위: 억원)

연도	매출액	영업이익	순이익
2013	886	16	-5
2014	1096	128	79
2015	1260	187	129

자료 JW 홀딩스 각년도 사업보고서

JW 신약

JW 신약은 지주사가 지분 26.48%를 보유하고 있다. 동사는 히트라졸, 원플루캡셀 등의 항진균제 및 피디정 등 피부질환치료제를 중심으로 항생제, 정장제 등의 전문의약품 비중이 높다. 피부과/비뇨기과, 소아과/이비인후과, 내과 등 Clinic 중심의 영업활동을 통해 해당시장에서의 안정적인 매출을 유지하고 있다. 향후 비급여 제품 매출확대에 집중할 계획이다. 2015 년 JW 신약의 매출액은 752 억원, 영업이익 82 억원이다.

<표 36> JW 신약 부문별 매출 비중

(단위: 억원%)

사업부문	매출유형	품 목	주요상표등	매출액	
				금액	비율
	제품	스테로이드제제	피디정	35	4.7
	제품	소화기관용제	레바큐어정500T	23	3.0
	제품	감각기관용약	잘코넥스 나잘스프레이	13	1.8
	제품	항생제	리스로마이신정	27	3.6
	제품	모발용제	모나드정	105	14.0
	제품	호르몬제	데소닉정 0.1mg	16	2.1
		기 타		532	70.8
합계			-	752	100.0

자료 JW 신약 사업보고서

주: 개별기준 2015 년

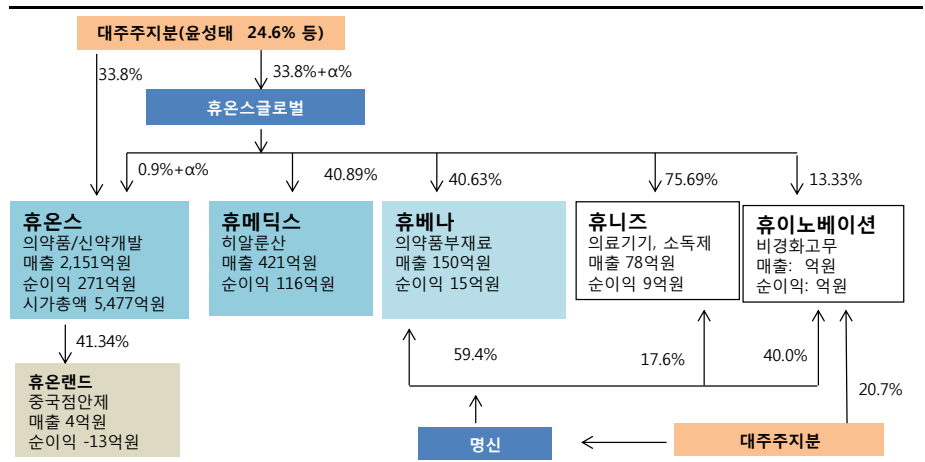
JW 신약은 자회사로 JW 크레아젠 지분 99.4%를 보유하고 있다. JW 크레아젠은 수지상세포를 이용한 신장암치료제(CreaVax-RCC)를 개발하여 2007 년 5 월 식품의약품안전청(KFDA)으로부터 품목허가를 받았다. 또한 뇌종양 치료제인 CreaVax-BC, 임상 1/2a 준비 중), 간암 치료제(CreaVax-HCC)(임상 3 상 시험 예정), 면역조절 수지상세포를 활용하여 관절염 치료제(CreaVax-RA, 임상 2a 상을 진행 중) 등을 개발하고 있다. 2015 년 JW 크레아젠 매출액은 19 억원, 영업이익은 20 억원 적자이다.

7) 휴온스

휴온스 그룹의 지배구조

휴온스는 2015년 11월 24일 지주사 전환을 위한 기업분할을 결의하고 2016년 5월 1일 기준으로 기업분할을 진행했다. 기업분할은 인적분할 형태이며 분할 이후에 대주주가 보유한 휴온스(분할후 사업자회사)지분 33.89%는 향후 휴온스글로벌에 현물출자되어 지주사의 신주와 스왑하는 형태로 지주사가 완성될 것이다. 또한 지분분포로 보면 대주주 지분이 많은 명신이 휴온스글로벌 자회사 지분보유비율이 높아 명신의 지분처분이나 대주주와의 스왑 등에도 주목할 필요가 있다. 최종적으로는 지주사 휴온스글로벌이 사업자회사 휴온스, 휴메딕스, 휴베나, 휴니즈, 휴이노베이션의 지분을 확보하고 지주사의 역할을 맡을 것이다. **휴온스그룹은 지주사 전환 이후에 국내 의약품사업과 중국사업에 집중할 것으로 추정한다.**

<그림 23> 휴온스그룹 지배구조



자료: 휴온스글로벌 증권신고서(분할)

주: 영업실적은 2015년 기준

<표 37> 휴온스 그룹 각사 영업실적

(단위: 억원)

구 분	사업내용	매출액	세전이익	순이익
휴온스	의약품, 리도카인, 살사라진, 하이히알플러스 등	2,151	343	271
휴메딕스	히알루론산 필러 엘라비에, 필러 장비 더마샤인	421	141	116
휴베나	의약품 부재료(바이알, 앰플 등)	150	22	15
휴니즈	의료기기 소독제	78	15	9
합 계	(단순 합계, 내부거래 차감전)	2,800	521	411
연결기준		2,450	516	405

자료: 휴온스 사업보고서

주: 개별기준 2015년

휴온스

동사는 2015 년 별도 기준 사업영역은 전문의약품(42%), 수탁매출(매출비중 11%), 의료기기(12%), 국소마취(6%), 알콘사 코마케팅(3%), 웰빙의약품(26%) 등이다. 최근 3년간 매출액이 평균 38% 성장했고 영업이익이 연간 63% 증가했다. 2015 년 영업이익률은 15.9%이다.

R&D 비용은 2015 년에 134 억원을 지출했는데 매출액대비 6.23%이다. 신약 Pipe line 으로 주름개선제 보툴리눔독소신 비임상시험을 2015 년 4 월에 마치고 임상시험을 추진 중이다. 2018 년 출시를 목표로 하고 있다. 그 외에도 안구건조증 치료제, 나노 복합 점안제 등을 개발 중이다.

자회사를 통한 중국시장 진출도 활발하다. 중국의약품 시장 진출을 위해 북경 통저우지역에 합자기업인 **북경휴온랜드**사를 설립하고 안과용 점안제 및 전문의약품 생산공장을 2014 년 7 월 준공했다. 공동투자자인 노스랜드가 보유하고 있는 안과용 점안제 및 전문의약품에 대한 기술력을 바탕으로 완제의약품을 생산, 판매할 예정이며, 신제품개발도 진행할 예정이다. 또한 보툴리눔독소 제품개발을 시작하였으며, 생산공장에 대한 투자도 동시에 진행되고 있다. 자회사 휴메딕스가 생산해서 판매하고 있는 필리제품과 더불어 뷰티성형 시장에서 사업시너지가 나타날 것으로 기대된다. 2015 년 북경휴온랜드의 매출액은 4 억원, 순이익은 -13 억원이다.

<표 38> 휴온스 부문별 매출 비중

(단위: 억원)

부문	구분	제형별	제품명	매출액	매출비중			
의약품	전문의약품	이상 지질	고혈압	당뇨병	치매	관절염	897	42%
	웰빙	비만(휴터민, 알론, 살사라진), 면역(메리트C)					561	26%
	점안제(알콘사)	카이닉스/클레이션					116(추정)	3%
	국소마취	리도카인/아티카인					125	6%
	의료기기	더말필러, 더마샤인					259	12%
	수탁매출	의약품 생산대행					235	11%
	합계					2,193	100.0%	

자료: 휴온스 사업보고서, IR 자료 참고하여 SK 증권 작성

주: 2015 년 매출 기준

휴메딕스

동사는 지주사가 지분 40.89%를 보유하고 있으며 히알루론산 기반의 의료기기 및 관절염치료제에 특화된 제약사이다. 2015 년 기준 관절염치료제 비중이 35.2%, 더말필러 26.6%, 전문의약품 12.9%, 점안제 9.1% 등이다. 참고로 동사의 주력 제품인 더말필러는 히알루론산을 가교반응시켜 일정한 점탄성을 가진 겔(Gel)을 제조하여 주사기에 충전한 제품으로 팔자주름 등의 주름개선 등에 사용된다.

<표 39> 휴메딕스 부문별 매출 비중

(단위: 억원)

구 분		2014		2015		2016.1Q	
		매출액	비중	매출액	비중	매출액	비중
제품	관절염 치료제	104	35.5	148	35.2	28	26
	더말 필러	75	25.6	112	26.6	32	30.1
	전문의약품	57	19.4	54	12.9	18	17.2
	안과용제	32	11	38	9.1	12	11.3
	화장품	8	2.8	7	1.6	1	0.9
	원료의약품	3	0.9	13	3.1	6	5.8
	기타	3	0	131	0.3	-	-
	상 품	12	4.1	35	8.3	8	7.6
기 타	2	0.7	12	2.9	1	1.1	
합 계		292	100	421	100	107	100

자료: 휴메딕스 분기보고서

주: 더말필러는 겔형태의 주사기에 충전된 히알루론산

<그림 24> 휴온스그룹 2020 비전



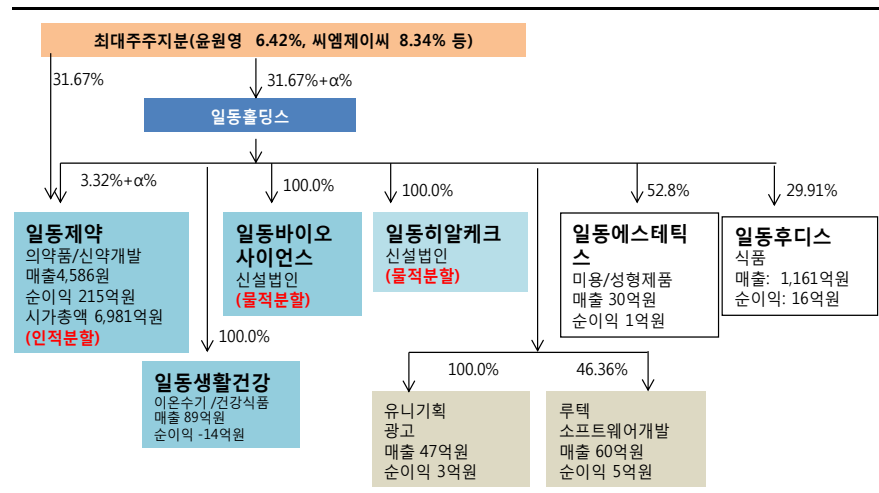
자료: 휴온스 IR 자료

8) 일동제약 지주사 전환

일동제약 그룹의 지주사 전환 후 지배구조

일동제약은 전문의약품(ETC: 후루마린, 큐란, 벨빅 등), 일반의약품(OTC: 아로나민, 비오비타, 지큐랩 등), 원료의약품(히알루론산, 프로바이오틱, 발사르탄), 헬스케어 (음료, 화장품, 생활용품)사업부로 성장해 왔다. 2016년 8월 1일(분할기일)에 기업분할을 통해 지주사로 전환하게 되며, 8월 31일 변경상장 및 재상장이 이루어진다. 지주사 전환 그림을 보면 먼저 인적분할 방식으로 일동홀딩스와 일동제약(신설)을 분할한다. 분할비율은 각각 0.288: 0.712 이다. 그리고 일동홀딩스는 일동바이오사이언스와 일동히알테크(신설) 2개 기업을 100% 자회사로 다시 물적분할 하게 된다.

<그림 25> 일동제약그룹 지배구조(분할 후 기준)



자료: 일동제약 증권신고서(분할)

주: 영업실적은 2015년 기준

<표 40> 일동제약 부문별 매출비중

(단위: 억원 %)

사업부문	매출유형	적응증	주요상표등	매출액	매출 비중
의약품	제 품	활성비타민	아로나민류	621	13.54
		항생제	후루마린	284	6.19
		위궤양치료제	큐란	279	6.08
		뇌순환개선제	사미온	116	2.53
		활성유산균제	비오비타	41	0.89
		항생제	후로목스	33	0.72
		당뇨병치료제	파스틱	12	0.27
	상 품	비만치료제	벨빅	130	2.84
기타		-	-	3,070	66.94
합계		-	-	4,586	100

자료: 일동제약 사업보고서

주: 2015년 기준

주요 자회사 현황

일동제약의 주요 자회사를 보면 일동생활건강, 루텍, 일동에스테틱스, 유니기획 등이 있다.

일동생활건강은 2006 년 12 월 28 일에 설립되어, 이온수기 도소매 및 건강식품판매업을 하고 있다. 일동제약의 100% 자회사이다. 2015 년 매출액 89 억원 중에서 이온온수기(HU-8000, HU-7000) 렌탈 매출비중이 10.54%이다.

루텍은 2011 년 1 월 25 일에 설립되어 주력 사업은 소프트웨어 개발 및 공급 이다. 일동제약이 지분 46.4%를 소유하고 있다. 2015 년 매출액 60 억원 중에서 매출비중은 RFID 태그 23.88%, 바코드/인프라 20.46%, 의료기기 21.82%이다.

일동에스테틱스는 2014 년 3 월 6 일 설립되었다. 미용, 성형 분야 제품 판매업 등의 사업을 하고 있다. 일동제약과 루텍이 각각 지분 52.8%, 12.4%를 소유하고 있다. 2015 년 매출액 30 억원 중에서 매출비중은 젤틱(비만의료기기) 92.75%, 고압산소치료가 5.92%이다.

유니기획은 1992 년 11 월 17 일에 설립된 100% 자회사로 광고기업이다. 2015 년 매출액 47 억원 중에서 매출비중은 광고대행 12.36%, 광고제작 34% 등이다.

한편 이번에 지주사로 전환하면서 물적분할을 통해서 2 개 기업이 100% 자회사로 신설되게 된다.

일동바이오사이언스(신설)는 바이오 및 건강기능식품사업이 주력이 된다.

일동히알테크(신설)는 히알루론산 및 필러사업을 주력으로 하게 될 것이다.

일동후디스는 일동홀딩스가 지분 29.91% 보유하고 있지만 또 다른 대주주 일가의 지분이 더 높다. 2015 년 매출액은 1,161 억원, 영업이익 25 억원, 순이익 16 억원이다. 주력제품은 분유이며, 이유식, 기능식품, 음료 등이다.

<표 41> 일동제약 주요 자회사 영업실적

(단위: 억원)

회사명	자산	자본	매출액	당기순이익
유니기획	121	32	47	3
일동생활건강	100	14	89	- 13
루텍	40	26	60	5
일동에스테틱스	17	17	30	1
*일동후디스	810	425	1,161	16

자료: 일동제약 사업보고서

주: 2015 년 기준 *일동후디스는 1 대 주주는 아님

6. 유망 제약 지주사

제약 지주사에 미래가 있다.

한국 제약산업의 상대적 고성장 기반하에 향후 제약 지주사는 제약그룹내에서 신규 바이오벤처 투자, 인큐베이트, 지분투자 등을 진행할 수 있다. 자금이 허락한다면 제약사 M&A도 추진할 수 있을 것이다. 현재 순수 지주사에 머물고 있다고 해도 향후에는 적극적이고 주체적으로 제약/바이오 관련 신규사업을 진행할 가능성이 높다. 따라서 **제약 지주사는 주가 밸류에이션에서 프리미엄을 받을 전망이다**이며 **기업가치 증가에 따라 평균 주가도 상승할 것으로 전망된다**. **한미사이언스**는 신약 Pipe line을 통해 로열티 수입을 창출하고, 온라인팜을 성장시켰으며 JVM M&A를 통해서 기업가치를 높이고 있다. **녹십자홀딩스**도 해외 혈액제제 사업 추진을 통해 주도적으로 기업가치를 높이고 있다. **동아쏘시오홀딩스**와 **종근당홀딩스**도 지주사체제가 완성되면 기업가치 창출을 위한 움직임을 배제할 수 없을 것이다. **대웅**은 자회사 대웅바이오와 함께 제네릭 의약품 사업으로 기업가치를 높이고 있다.

<표 12> 유망 중소형 제약사

종목명	투자의견/목표주가	내용
한미사이언스	N/R	신약개발로열티수입, 온라인팜 인큐베이트, JVM 인수 등으로 가장 적극적으로 기업가치 제고.
녹십자홀딩스	매수 48,000원	해외 자회사 투자를 통해 글로벌 혈액제제사로 도약 진행 자회사와 손자회사를 통한 바이오사업 진행
동아쏘시오홀딩스	매수 280,000원	자회사를 통해 원료부터 완제의약품까지 일관체제 완성 일반의약품, 생활건강, 바이오시밀러 등 전반적 사업영역 커버
종근당홀딩스	매수 130,000원	자회사 종근당을 통한 R&D 강화 경보제약, 종근당 기업가치 제고
대웅	매수 99,000원	자회사 대웅제약을 통한 해외 사업(나보타 등) 강화 100% 자회사 대웅바이오 기업가치 상승 전망
JW홀딩스	N/R	자회사 JW중외제약을 통한 항암제 개발 중 JW생명과학 IPO 추진(보도). 그룹 재무구조 개선 중
휴온스글로벌	N/R	의약품, 필러 등 헬스케어 사업역량이 뛰어남 중국사업 강화 기대
일동홀딩스	N/R	지주사 전환을 통한 경영권 강화 추진

자료: SK 증권

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



Analyst
하태기
tggha@sk.com
02-3773-8872

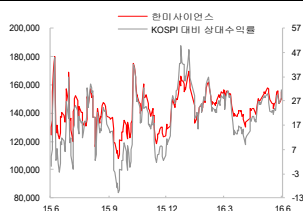
Company Data

자본금	291 억원
발행주식수	5,829 만주
자사주	194 만주
액면가	500 원
시가총액	90,641 억원
주요주주	
임성기(외23)	66.57%
신동국	12.09%
외국인지분률	4.10%
배당수익률	0.30%

Stock Data

주가(16/06/30)	155,500 원
KOSPI	1956.36 pt
52주 Beta	1.37
52주 최고가	180,095 원
52주 최저가	108,254 원
60일 평균 거래대금	282 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.9%	-9.4%
6개월	20.3%	19.2%
12개월	45.0%	39.3%

한미사이언스 (008930/KS | Not Rated)

제약 지주사의 입지를 활용하여 최대의 기업가치 창출

한미사이언스는 제약 지주사로서의 역할을 극대화하며 최대의 기업가치를 창출하고 있는 것으로 평가된다. 한미약품과 신약기술 수출의 성과를 올렸고, 온라인팜을 크게 성장시켰다. 또한 최근에는 JVM 을 인수하여 성공적인 M&A 로 평가받고 있다. 향후에도 신약 개발, 중국사업, 신규사업개발, M&A 등으로 추가적인 기업가치 창출이 가능할 전망이다. 동사에 대한 밸류에이션 어려움으로 투자 의견은 Not Rated 를 제시한다

제약 지주사 역할 극대화로 고성장 지속

한미사이언스는 신약개발, M&A, 해외진출 등으로 지주사 역할을 극대화하고 있다. 현재 한국 제약/바이오산업은 국내에서 안정적으로 성장하는 가운데 해외에서 성장모멘텀을 찾고 있는 시대로 진입했다. 동사의 추가적인 가치 창출이 기대된다.

다양한 사업기회 창출 중

동사가 특허권을 가지고 있는 신약 Pipe line 으로 사업자회사 한미약품과 함께 대규모 기술수출 계약을 맺었고, 그 결과 지주사에 유입된 2015 년 기술수출 수수료가 1,583 억원에 달했다. 또한 온라인팜을 설립하여 2015 년 매출을 6 천억원대로 성장시켰다. 금년 6 월에는 JVM 을 인수하여 그룹전체의 사업시너지를 모색할 전망이다. 향후 한미 사이언스는 그룹차원에서 신약개발을 지속하고, 온라인팜과 JVM 과의 사업시너지를 창출할 것이다. 또한 신규 사업개발이나 추가적인 M&A 도 가능할 것이다. 특히 중국 연태지역의 6 만평규모 의약품 공장부지를 활용한 글로벌 생산기지 전략도 기대된다.

투자 의견은 Not Rated 제시

지주사 한미사이언스의 기업가치는 자체 사업가치 + 자회사지분가치+신약 Pipe line 지분가치로 나누어진다. 동사의 사업역량으로 볼 때 자체 사업에 높은 프리미엄을 부여해야 할 것이다. 신약 Pipe line 가치는 한미약품 기술수출가치(약 11 조원, 당리서치 평가)의 30%로 추정하지만 정확히 알기 어려운 구조이다. 자회사 지분가치와 지분투자가치는 3 조 4,795 억원으로 추정된다. **전체적으로 밸류에이션의 어려움으로 투자 의견은 Not Rated 로 제시한다.**

영업실적 및 투자지표(개별 기준)

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	225	227	1,735	791	860	982
yoy	%	25.4	0.8	663.3	-54.4	8.8	14.1
영업이익	억원	69	66	1,520	551	599	684
yoy	%	65.8	-4.7	2,194.3	-63.8	8.8	14.1
EBITDA	억원	77	74	1,532	571	620	703
세전이익	억원	59	74	1,685	428	462	556
순이익(지배주주)	억원	51	63	1,135	316	341	410
영업이익률%	%	30.8	29.1	87.6	69.7	69.7	69.7
EBITDA%	%	34.1	32.4	88.3	72.2	72.1	71.6
순이익률	%	22.7	27.9	65.4	39.9	39.6	41.8
EPS	원	88	109	1,947	541	585	704
PER	배	135.4	139.8	66.3	287.3	265.8	221.0
PBR	배	1.7	2.2	14.9	17.6	16.7	15.7
EV/EBITDA	배	91.4	127.3	48.9	157.3	144.1	126.5
ROE	%	1.3	1.6	25.2	6.2	6.5	7.3
순차입금	억원	106	513	-359	-936	-1,325	-1,757
부채비율	%	10.4	23.4	23.2	22.3	23.1	23.8

한미사이언스 기업가치 평가

(단위: 억원)

사업가치			금액	
2016년 매출액 추정치			791	
배당금 후 매출액			706*	
순이익 가정치(배당금 제외)			248*	
PER(배)			30	
사업가치합계(A)			7,426	
계열사 지분가치	시가총액	지분율		
한미약품 가치(B)	71,898	41.37%	29,744	
계열사지분가치합계(C)			5,051	
온라인팜	5,405	75.0%	4,054	
일본한미		100.0%	12	자본총액
한미유럽		100.0%	51	자본총액
JVM	시가총액	30.0%	934	
신약pipeline 지분가치			30%	
한미사이언스그룹 기술수출 가치			109,851	
기술수출 가치 30% 지분 반영			32,955	
합계(A+B+C+D)			75,176	
순현금			1,903	
기업가치합계			77,079	
잠재 기업가치 +α			10,065	
시가총액			87,144	
현재 주가			157,757	

자료: SK 증권

주: *배당금은 자회사지분가치와 중복되기 때문에 차감

온라인팜 기업가치 평가

(단위: 억원)

항목		온라인팜
매출액		6,006
순이익	순이익률 3% 가정	180
PER(배)		30
기업가치		5,405
지분율 반영	100.0%	5,405
최종기업가치		5,405

자료: SK 증권

주: 사업초기이기 때문에 현시점에서는 유통업 영업이익률 2.5% 반영하고 제약업 특성 감안하여 순이익률 3% 가정

투자의견변경

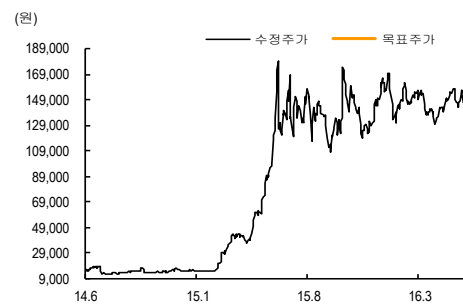
일시

투자의견

목표주가

2016.06.30

Not Rated



Compliance Notice

- 작성자(하태기)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 6 월 30 일 기준)

매수	96.13%	중립	3.87%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	326	2,004	2,078	2,490	2,962
현금및현금성자산	109	407	1,823	2,212	2,644
매출채권및기타채권	80	1,245	256	278	318
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	4,591	4,206	4,206	4,202	4,198
장기금융자산	583	100	117	117	117
유형자산	186	200	227	215	207
무형자산	26	41	52	55	58
자산총계	4,917	6,210	6,284	6,692	7,159
유동부채	822	1,056	984	996	1,016
단기금융부채	700	400	849	849	849
매입채무 및 기타채무	5	8	2	2	2
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	111	113	162	262	360
장기금융부채	0	0	38	38	38
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	932	1,169	1,146	1,257	1,376
지배주주지분	3,985	5,041	5,138	5,434	5,783
자본금	273	286	291	291	291
자본잉여금	2,313	2,300	2,358	2,358	2,358
기타자본구성요소	-186	-186	-204	-204	-204
자기주식	-186	-186	-204	-204	-204
이익잉여금	1,492	2,623	2,662	2,946	3,283
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,985	5,041	5,138	5,434	5,783
부채외자본총계	4,917	6,210	6,284	6,692	7,159

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	21	317	1,123	486	537
당기순이익(손실)	63	1,135	316	341	410
비현금성항목등	12	357	167	279	293
유형자산감가상각비	4	8	12	11	9
무형자산감가상각비	3	4	7	9	10
기타	-26	-214	106	110	110
운전자본감소(증가)	-53	-1,033	902	-12	-19
매출채권및기타채권의 감소(증가)	0	-1,165	1,074	-23	-39
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	13	-38	0	0
기타	-52	119	-134	10	20
법인세납부	-2	-142	-261	-121	-146
투자활동현금흐름	-485	300	343	31	41
금융자산감소(증가)	-30	338	342	0	0
유형자산감소(증가)	-2	-46	-7	0	0
무형자산감소(증가)	0	-5	-12	-12	-12
기타	-453	13	20	44	53
재무활동현금흐름	526	-323	-48	-128	-145
단기금융부채증가(감소)	550	-300	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	-18	0	0
배당금의 지급	0	0	-276	-56	-73
기타	-24	-23	-31	-72	-72
현금의 증가(감소)	64	299	1,415	389	433
기초현금	44	109	407	1,823	2,212
기말현금	109	407	1,823	2,212	2,644
FCF	24	375	892	438	491

자료 : 한미사이언스, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	227	1,735	791	860	982
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	227	1,735	791	860	982
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	161	215	240	261	298
영업이익	66	1,520	551	599	684
영업이익률 (%)	29.1	87.6	69.7	69.7	69.7
비영업손익	8	165	-123	-137	-128
순금융비용	27	18	14	28	19
외환관련손익	2	6	1	1	1
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	74	1,685	428	462	556
세전계속사업이익률 (%)	32.5	97.1	54.1	53.8	56.7
계속사업법인세	10	550	112	121	146
계속사업이익	63	1,135	316	341	410
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	63	1,135	316	341	410
순이익률 (%)	27.9	65.4	39.9	39.6	41.8
지배주주	63	1,135	316	341	410
지배주주귀속 순이익률(%)	27.89	65.42	39.91	39.63	41.79
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	-15	1,056	327	353	422
지배주주	-15	1,056	327	353	422
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	74	1,532	571	620	703

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	0.8	663.3	-54.4	8.8	14.1
영업이익	-4.7	2,194.3	-63.8	8.8	14.1
세전계속사업이익	24.2	2,182.1	-74.6	8.1	20.3
EBITDA	-4.2	1,982.4	-62.8	8.7	13.3
EPS(계속사업)	24.0	1,690.5	-72.2	8.1	20.3
수익성 (%)					
ROE	1.6	25.2	6.2	6.5	7.3
ROA	1.4	20.4	5.1	5.3	5.9
EBITDA마진	32.4	88.3	72.2	72.1	71.6
안정성 (%)					
유동비율	39.7	189.7	211.3	250.1	291.4
부채비율	23.4	23.2	22.3	23.1	23.8
순차입금/자기자본	12.9	-7.1	-18.2	-24.4	-30.4
EBITDA/이자비용(배)	2.6	56.9	17.6	8.6	9.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	109	1,947	541	585	704
BPS	6,837	8,648	8,814	9,323	9,922
CFPS	121	1,968	575	620	736
주당 현금배당금	0	500	100	130	150
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	170.5	92.5	314.1	290.6	241.6
PER(최저)	104.0	7.4	240.2	222.2	184.7
PBR(최고)	2.7	20.8	19.3	18.2	17.1
PBR(최저)	1.7	1.7	14.8	13.9	13.1
PCR	125.3	65.5	270.5	250.7	211.3
EV/EBITDA(최고)	153.7	68.1	172.1	157.7	138.5
EV/EBITDA(최저)	96.6	5.3	131.2	120.1	105.4

SK COMPANY Analysis



Analyst
하태기
tggha@sk.com
02-3773-8872

Company Data

자본금	266 억원
발행주식수	4,787 만주
자사주	269 만주
액면가	500 원
시가총액	17,871 억원
주요주주	
허일섭(외28)	42.93%
국민연금공단	5.03%
외국인지분률	4.30%
배당수익률	0.80%

Stock Data

주가(16/06/30)	38,000 원
KOSPI	1956.36 pt
52주 Beta	1.42
52주 최고가	57,800 원
52주 최저가	34,000 원
60일 평균 거래대금	42 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.9%	-9.4%
6개월	20.3%	19.2%
12개월	45.0%	39.3%

녹십자홀딩스 (005250/KS | 매수(유지) | T.P 48,000 원(유지))

자회사를 통한 해외사업과 손자사를 통한 바이오사업의 성장잠재력 크다.

녹십자홀딩스는 글로벌 혈액제제 사업에 기반한 미래 성장 잠재력이 크고, 손자회사를 통한 바이오사업 전망도 좋아 주가 밸류에이션에서 높은 프리미엄을 받을 수 있는 지주사이다. 중국과 북미사업의 주도권을 가지고 있어 성장비전이 있다. 혈액제제에 대한 지적재산권이 지주사에 있어, 향후 이와 관련한 수수료 수입도 예상해 볼 수 있다. 장기적인 관점에서 투자 매력이 큰 지주사로 평가된다

지주사는 해외사업에서 기업가치 창출에 주력

녹십자홀딩스의 기업가치는 지주사의 순수사업가치와 자회사 지분가치 등으로 구분할 수 있다. 그리고 일시적인 분양사업 수익이 반영되어야 한다. 우선 순수 지주사 사업가치를 보면 임대료, 배당, 기타영업수익, 그리고 분양수입으로 이루어진다. 2015년 연간 매출액은 478 억원이며, 부문별 매출액은 임대료 93 억원, 배당금 79 억원, 기타영업수익 263 억원, 분양매출 43 억원이다. 여기서 기타 영업수익은 혈액제제로열티수입, 경영지원수입 등으로 추정된다.

가정에 기반해서 기업가치 평가

해외 혈액제제 사업은 추정이 다소 복잡하다. 녹십자홀딩스를 통한 중국사업은 녹십자차이나와 안휘커린커약품 영업실적을 합하여 추정하는 것이 합리적이다. 북미혈액제제 사업도 미래사업이기 때문에 가정에 기반해서 매출 2,500 억원, 순이익률 13%로 추정했다. 다만 녹십자 글로벌 사업가치를 높게 평가하여 프리미엄 20%를 부여했다. 다음으로 자회사 및 투자회사 지분가치는 시장가치와 장부가치 등으로 평가할 수 있다. 마지막으로 아파트 분양사업가치는 일시적인 사업이므로 보수적 관점에서 투자부동산 재고자산가치를 순차입금에 반영하는 방식으로 기업가치를 평가했다.

투자의견은 매수, 목표주가 48,000 원 유지

동사에 대한 기업가치는 사업가치 1,652 억원, 녹십자 지분가치 11,098 억원, 계열사 및 투자지분가치 7,010 억원으로 평가했다. 여기에 순차입금에 부동산재고자산을 반영한 전체 기업가치는 2 조 2,269 억원으로 평가되었다. 적정주가는 49,049 원이지만 자회사 주가 변동성을 반영하여 기존의 목표주가 48,000 원을 유지한다.

영업실적 및 투자지표(개별기준)

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	345	368	478	747	764	798
yoy	%	11.8	6.7	30.0	56.3	2.2	4.5
영업이익	억원	168	182	191	263	275	287
yoy	%	0.4	8.2	4.8	37.8	4.7	4.5
EBITDA	억원	181	196	205	276	285	294
세전이익	억원	202	246	220	215	175	175
순이익(지배주주)	억원	162	196	178	178	145	145
영업이익률%	%	48.8	49.4	39.9	35.1	36.0	36.0
EBITDA%	%	52.5	53.4	42.9	36.9	37.3	36.9
순이익률	%	47.0	53.4	37.3	23.8	19.0	18.2
EPS	원	327	396	359	359	293	292
PER	배	38.1	52.7	116.8	105.9	129.7	130.0
PBR	배	1.1	1.9	3.7	3.4	3.5	3.6
EV/EBITDA	배	40.6	56.0	108.5	76.2	75.6	74.9
ROE	%	2.9	3.5	3.2	3.2	2.7	2.7
순차입금	억원	1,159	787	1,841	2,494	3,018	3,530
부채비율	%	35.1	28.8	48.8	76.2	85.5	97.5

녹십자홀딩스 주가 밸류에이션

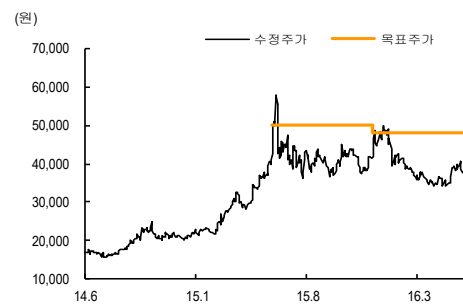
(단위: 억원)

사업가치			금액
2016년 매출액(배당금 제외) 추정치			634
순이익(배당금 제외 추정) 추정치			83
PER(배)			20
사업가치합계(A)			1,552
계열사 지분가치	시가총액	지분율	
녹십자 사업가치(B)	21,971	50.51%	11,098
녹십자그룹 글로벌 바이오사업 프리미엄(C)		20.00%	2,220
녹십자 가치합계(A+B+C)			14,969
계열사지분가치합계(C)			6,272
녹십자 HK(녹십자차이나 포함)		81.10%	2,189
녹십자BT(지분 가정)		26.00%	1,724
녹십자이엠(자기자본)			249
녹십자랩셀(시장가치)	5,340	38.63%	2,063
녹십자헬스(자기자본)			47
기타 투자지분(D)	주		738
한일시멘트	200,000		160 상장주가 가치
고려제강	203,845		75 상장주가 가치
제넥신	43,763		25 상장주가 가치
기타			478 장부가
합계(A+B+C+D)			21,979
순차입금			1,368
투자부동산 재고자산			1,658*
기업가치합계			22,269
발행주식수(주)			49,543,070
자기주식수(주)			4,141,339
유통주식수(주)			45,401,731
적정주가(원)			49,059

자료: SK 증권

주: *기홍역세권 토지 재고자산 1,659 억원 반영

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.06.30	매수	48,000원
	2016.01.06	매수	48,000원
	2015.08.17	매수	50,000원
	2015.06.25	매수	50,000원



Compliance Notice

- 작성자(하태기)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 6 월 30 일 기준)

매수	96.13%	중립	3.87%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,221	1,763	2,624	2,495	2,475
현금및현금성자산	12	23	749	526	417
매출채권및기타채권	88	96	113	115	120
재고자산	1,057	1,627	1,742	1,833	1,915
비유동자산	6,005	6,534	7,075	7,447	7,826
장기금융자산	642	616	627	627	627
유형자산	502	596	677	669	664
무형자산	28	27	26	25	24
자산총계	7,226	8,297	9,699	9,943	10,300
유동부채	892	1,598	1,919	2,025	2,038
단기금융부채	700	1,365	1,644	1,744	1,744
매입채무 및 기타채무	0	175	207	212	221
단기충당부채	4	4	5	5	5
비유동부채	724	1,125	2,274	2,558	3,048
장기금융부채	100	500	1,599	1,800	2,202
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,616	2,723	4,193	4,583	5,086
지배주주지분	5,610	5,574	5,505	5,360	5,214
자본금	266	266	266	266	266
자본잉여금	811	811	811	811	811
기타자본구성요소	-149	-183	-183	-183	-183
자기주식	-149	-183	-183	-183	-183
이익잉여금	4,445	4,481	4,523	4,488	4,453
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,610	5,574	5,505	5,360	5,214
부채외자본총계	7,226	8,297	9,699	9,943	10,300

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	12	-405	4	165	190
당기순이익(손실)	196	178	178	145	145
비현금성항목등	-80	-54	-11	140	149
유형자산감가상각비	12	12	11	8	5
무형자산감가상각비	2	2	2	2	2
기타	-99	-65	-23	-27	-27
운전자본감소(증가)	-80	-340	-103	-90	-74
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-22	4	-16	-3	-5
재고자산감소(증가)	0	-509	-115	-91	-82
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-4	175	31	5	10
기타	-54	-11	-3	-1	4
법인세납부	-25	-190	-60	-30	-30
투자활동현금흐름	512	-442	-447	-381	-382
금융자산감소(증가)	379	27	-20	0	0
유형자산감소(증가)	-71	-81	-90	0	0
무형자산감소(증가)	-13	-1	-1	-1	-1
기타	217	-387	-336	-380	-381
재무활동현금흐름	-516	859	1,169	-6	83
단기금융부채증가(감소)	-164	565	280	100	0
장기금융부채증가(감소)	-200	500	1,099	201	402
자본의증가(감소)	-2	-34	0	0	0
배당금의 지급	-114	-137	-136	-180	-180
기타	-35	-35	-73	-128	-140
현금의 증가(감소)	9	12	726	-223	-109
기초현금	3	12	23	749	526
기말현금	12	23	749	526	417
FCF	-905	-401	52	147	170

자료 : 녹십자홀딩스, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	368	478	747	764	798
매출원가	0	0	13	23	24
매출총이익	368	478	734	741	774
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	98.2	97.0	97.0
판매비와관리비	186	287	471	466	487
영업이익	182	191	263	275	287
영업이익률 (%)	49.4	39.9	35.1	36.0	36.0
비영업손익	64	29	-48	-100	-112
순금융비용	38	39	73	125	138
외환관련손익	0	-1	-1	-1	-1
관계기업투자등 관련손익	0	4	0	0	0
세전계속사업이익	246	220	215	175	175
세전계속사업이익률 (%)	66.8	46.0	28.7	22.9	21.9
계속사업법인세	49	42	37	30	30
계속사업이익	196	178	178	145	145
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	196	178	178	145	145
순이익률 (%)	53.4	37.3	23.8	19.0	18.2
지배주주	196	178	178	145	145
지배주주귀속 순이익률(%)	53.41	37.25	23.8	19	18.16
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	56	135	67	34	34
지배주주	56	135	67	34	34
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	196	205	276	285	294

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	6.7	30.0	56.3	2.2	4.5
영업이익	8.2	4.8	37.8	4.7	4.5
세전계속사업이익	21.9	-10.6	-2.4	-18.4	-0.2
EBITDA	8.4	4.5	34.5	3.4	3.3
EPS(계속사업)	21.3	-9.4	-0.1	-18.4	-0.2
수익성 (%)					
ROE	3.5	3.2	3.2	2.7	2.7
ROA	2.6	2.3	2.0	1.5	1.4
EBITDA마진	53.4	42.9	36.9	37.3	36.9
안정성 (%)					
유동비율	136.8	110.3	136.7	123.2	121.4
부채비율	28.8	48.8	76.2	85.5	97.5
순차입금/자기자본	14.0	33.0	45.3	56.3	67.7
EBITDA/이자비용(배)	5.2	5.3	3.8	2.2	2.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	396	359	359	293	292
BPS	11,324	11,252	11,112	10,819	10,525
CFPS	426	389	386	313	307
주당 현금배당금	300	300	400	400	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	62.7	160.9	138.5	169.7	170.0
PER(최저)	30.8	55.7	94.8	116.1	116.3
PBR(최고)	2.2	5.1	4.5	4.6	4.7
PBR(최저)	1.1	1.8	3.1	3.1	3.2
PCR	49.1	107.9	98.5	121.3	123.9
EV/EBITDA(최고)	65.7	146.2	96.5	95.2	93.9
EV/EBITDA(최저)	35.0	56.7	69.4	69.0	68.6

SK COMPANY Analysis



Analyst

하태기

tgha@sk.com

02-3773-8872

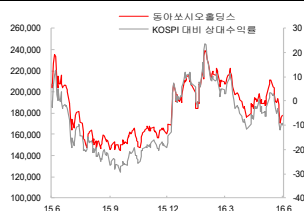
Company Data

자본금	239 억원
발행주식수	504 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	8,619 억원
주요주주	
강정석(외27)	28.78%
국민연금공단	13.33%
외국인지분률	18.00%
배당수익률	0.60%

Stock Data

주가(16/06/30)	178,000 원
KOSPI	1956.36 pt
52주 Beta	1.23
52주 최고가	239,500 원
52주 최저가	145,000 원
60일 평균 거래대금	55 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.9%	-9.4%
6개월	20.3%	19.2%
12개월	45.0%	39.3%

동아쏘시오홀딩스 (000640/KS | 매수(유지) | T.P 280,000 원(유지))

다양한 자회사 사업포트폴리오로 사업시너지 창출 가능

동아쏘시오홀딩스는 계열사를 통한 다양한 사업포트폴리오를 갖추고 향후 많은 사업시너지를 창출할 수 있을 것이다. 또한 거액의 R&D 비용을 부담하고 있어 신약 Pipe line 에 대한 지분도 있다. 앞으로 지주사 체제가 완성되고 대주주 경영권이 강화된 후에는 다양한 기업가치 창출 움직임을 예상할 수 있다. 에스티팜 지분 스왑 이후의 주가 상승이 기대된다.

지주사 해외사업에서 기업가치 창출 주력

동아쏘시오홀딩스는 계열사를 통해서 제약사업뿐만 아니라 원료에서 제품, 그리고 포장사업까지 영위하고 있으며, 이외에도 생활용품, 건강식품, 의료기기, 바이오 등 광범위한 사업포트폴리오를 가지고 있다. 향후 계열사간 사업시너지를 창출할 수 있는 구조이고 지주사 체제가 완성되면 지주사를 중심의 새로운 기업가치 창출이 가능할 것이다.

R&D 비용부담은 미래 신약개발에 대한 지분가치 있어

동아쏘시오홀딩스는 현재 순수 지주사 형태이면서 많은 배당금수입을 기반으로 연간 R&D 비용을 371 억원 부담하고 있다. 따라서 미래에 글로벌 신약이 개발되면 지주사에도 일정부분 수익 배분이 가능할 것이다. 현재 지주사 기업가치는 자회사 지분가치 비중이 높은 구조이다. 자회사 중 기업가치가 큰 기업은 동아에스티, 동아제약, 에스티팜이 있고 용마로지스와 수석도 있다. 이제 에스티팜이 상장됨에 따라 동아에스티와 에스티팜은 시장가치로 평가받게 되었고, 비상장사 동아제약과 수석, 그리고 용마로지스의 지분가치가 주목받게 되었다. 향후 대주주의 에스티팜 지분을 지주사에 현물출자하고 지주사는 신주를 발행하여 지주사 요건을 완성하는 절차가 진행될 것으로 추정된다.

투자의견은 매수, 목표주가 280,000 원 유지

동사에 대한 적정 기업가치는 계열사 지분가치 중심으로 전체 1 조 3,713 억원으로 평가되고 적정주가는 약 289,000 원으로 추정된다. 자회사 주가 변동성을 고려하여 목표주가는 기존의 280,000 원을 유지한다. 에스티팜에 대한 지주사 요건이 충족된 후에는 지주사 동아홀딩스의 주가 상승이 가능할 것이다.

영업실적 및 투자지표(개별기준)

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	735	722	489	538	568	611
yoy	%	-76.4	-1.8	-32.3	10.0	5.6	7.7
영업이익	억원	-237	54	-73	5	11	18
yoy	%	적전	흑전	적전	흑전	107.1	61.5
EBITDA	억원	-157	107	-29	30	33	38
세전이익	억원	-221	97	313	17	21	23
순이익(지배주주)	억원	-112	64	264	77	18	20
영업이익률%	%	-32.2	7.5	-15.0	1.0	2.0	3.0
EBITDA%	%	-21.3	14.8	-5.9	5.6	5.8	6.1
순이익률	%	-15.2	8.8	54.1	14.3	3.1	3.2
EPS	원	-3,708	1,393	5,525	1,551	357	395
PER	배	N/A	87.2	30.7	114.8	499.3	450.9
PBR	배	2.0	1.6	2.0	2.2	2.2	2.2
EV/EBITDA	배	-44.1	62.8	-327.1	341.8	322.3	292.7
ROE	%	-2.1	1.8	6.9	1.9	0.4	0.5
순차입금	억원	491	1,224	1,420	1,638	1,970	2,304
부채비율	%	68.9	64.6	53.4	54.8	60.5	66.0

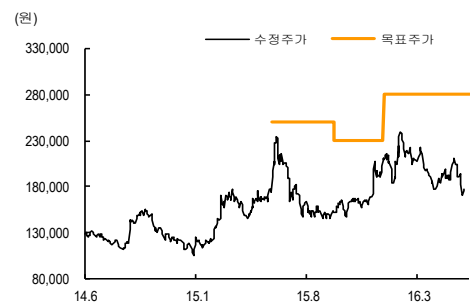
동아쏘시오홀딩스 주가 밸류에이션

(단위: 억원)

동아쏘시오 사업가치				
용역및 브랜드 사용료				316
기타				1
합계				317
순이익률				1%
순이익				3
PER(배)				15
동아쏘시오 자체 사업가치				47
동아제약				
2016년 매출액(E)				3,891
순이익(E)	Forward	100%		375
PER(배)				20
사업가치				7,490
순현금				144
동아제약 기업가치				7,634
동아에스티 시가총액				11,315
지분율				22.39%
동아에스티지분가치				2,533
에스티팜				
시장가치				8,133
지분율				13.18%
에스티팜 지분가치				1,072
디엠비				
바이넥스시가총액				6,492
바이넥스의 30% 평가				1,769
디엠비				902
계열사가치 중간 합계				12,280
용마로지스	100.00%			1,041
수석	100.00%			795
기타계열사지분가치(장부가치)				927
추가계열사 합계				2,763
기업가치 합계				15,043
순차입금				1,330
기업가치합계				13,713
주식수(주)				4,732,617
적정주가(원)				289,748

자료: SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.06.30	매수	280,000원
	2016.05.17	매수	280,000원
	2016.03.17	매수	280,000원
	2016.02.01	매수	280,000원
	2016.01.26	매수	280,000원
	2015.11.17	매수	230,000원
	2015.10.23	매수	230,000원
	2015.06.25	매수	250,000원



Compliance Notice

- 작성자(하태기)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 6 월 30 일 기준)

매수	96.13%	중립	3.87%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,114	658	449	324	183
현금및현금성자산	972	500	282	150	0
매출채권및기타채권	90	90	99	105	113
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	4,928	5,530	5,816	6,100	6,388
장기금융자산	78	364	364	364	364
유형자산	1,498	479	459	441	426
무형자산	36	33	31	29	27
자산총계	6,043	6,188	6,265	6,424	6,571
유동부채	2,317	2,048	2,055	2,259	2,366
단기금융부채	2,226	1,975	1,975	2,175	2,275
매입채무 및 기타채무	60	40	44	46	50
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	53	107	163	163	247
장기금융부채	3	1	1	1	86
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,370	2,155	2,217	2,422	2,613
지배주주지분	3,672	4,033	4,048	4,002	3,959
자본금	224	233	233	233	233
자본잉여금	1,464	1,609	1,609	1,609	1,609
기타자본구성요소	-1,933	-1,933	-1,933	-1,933	-1,933
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	3,844	4,052	4,080	4,048	4,018
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,672	4,033	4,048	4,002	3,959
부채외자본총계	6,043	6,188	6,265	6,424	6,571

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	-330	-242	143	29	32
당기순이익(손실)	64	264	77	18	20
비현금성항목등	-225	-476	-47	15	18
유형자산감가상각비	47	39	20	17	15
무형자산감가상각비	6	5	5	4	4
기타	50	-18	-41	-41	-41
운전자본감소(증가)	-154	-30	7	-1	-3
매출채권및기타채권의 감소(증가)	46	-2	-9	-6	-8
재고자산감소(증가)	0	-4	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-183	2	4	2	4
기타	-16	-26	12	2	2
법인세납부	-15	0	106	-3	-3
투자활동현금흐름	-289	-22	-278	-276	-278
금융자산감소(증가)	-367	204	0	0	0
유형자산감소(증가)	-306	-151	0	0	0
무형자산감소(증가)	2	-2	-2	-2	-2
기타	382	-72	-276	-274	-275
재무활동현금흐름	77	-209	-83	116	97
단기금융부채증가(감소)	200	-50	0	200	100
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	84
자본의증가(감소)	0	148	0	0	0
배당금의 지급	-43	-45	-49	-50	-50
기타	-79	-263	-35	-35	-38
현금의 증가(감소)	-542	-472	-218	-132	-150
기초현금	1,513	972	500	282	150
기말현금	972	500	282	150	0
FCF	-359	-175	87	28	30

자료 : 동아쏘시오홀딩스, SK증권

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	722	489	538	568	611
매출원가	239	195	202	216	226
매출총이익	483	293	336	352	385
매출총이익률 (%)	66.9	60.1	62.5	62.0	63.0
판매비와관리비	428	367	331	341	367
영업이익	54	-73	5	11	18
영업이익률 (%)	7.5	-15.0	1.0	2.0	3.0
비영업손익	43	387	12	9	5
순금융비용	50	54	29	31	36
외환관련손익	10	-6	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	7	403	0	0	0
세전계속사업이익	97	313	17	21	23
세전계속사업이익률 (%)	13.5	64.2	3.2	3.7	3.8
계속사업법인세	33	49	-60	3	3
계속사업이익	64	264	77	18	20
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	64	264	77	18	20
순이익률 (%)	8.8	54.1	14.3	3.1	3.2
지배주주	64	264	77	18	20
지배주주귀속 순이익률(%)	8.82	54.09	14.33	3.12	3.21
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	111	251	64	4	6
지배주주	111	251	64	4	6
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	107	-29	30	33	38

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	-1.8	-32.3	10.0	5.6	7.7
영업이익	흑전	적전	흑전	107.1	61.5
세전계속사업이익	흑전	222.9	-94.6	22.5	10.7
EBITDA	흑전	적전	흑전	9.5	13.6
EPS(계속사업)	흑전	296.6	-71.9	-77.0	10.7
수익성 (%)					
ROE	1.8	6.9	1.9	0.4	0.5
ROA	1.1	4.3	1.2	0.3	0.3
EBITDA마진	14.8	-5.9	5.6	5.8	6.1
안정성 (%)					
유동비율	48.1	32.1	21.9	14.3	7.7
부채비율	64.6	53.4	54.8	60.5	66.0
순차입금/자기자본	33.3	35.2	40.5	49.2	58.2
EBITDA/이자비용(배)	1.4	-0.4	0.9	1.0	1.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,393	5,525	1,551	357	395
BPS	78,320	82,909	81,383	80,469	79,592
CFPS	2,544	6,457	2,049	794	782
주당 현금배당금	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	111.3	42.5	154.5	671.8	606.6
PER(최저)	79.3	19.1	109.0	474.0	428.1
PBR(최고)	2.0	2.8	2.9	3.0	3.0
PBR(최저)	1.4	1.3	2.1	2.1	2.1
PCR	47.8	26.3	86.9	224.2	227.7
EV/EBITDA(최고)	74.8	-422.0	435.1	407.6	367.8
EV/EBITDA(최저)	56.7	-216.2	317.5	300.2	273.2

SK COMPANY Analysis



Analyst
하태기
tgaha@sk.com
02-3773-8872

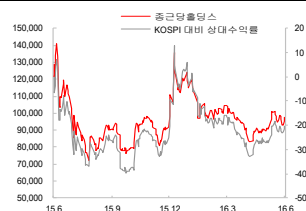
Company Data

자본금	112 억원
발행주식수	448 만주
자사주	28 만주
액면가	2,500 원
시가총액	4,366 억원
주요주주	
이장한(외8)	31.38%
국민연금공단	9.94%
외국인지분률	6.30%
배당수익률	1.20%

Stock Data

주가(16/06/30)	97,500 원
KOSPI	1956.36 pt
52주 Beta	1.61
52주 최고가	141,000 원
52주 최저가	72,000 원
60일 평균 거래대금	14 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.9%	-9.4%
6개월	20.3%	19.2%
12개월	45.0%	39.3%

종근당홀딩스 (001630/KS | 매수(유지) | T.P 130,000 원(유지))

지주사 체제 완성 이후 기업가치 제고 가능할 전망

종근당홀딩스는 순수 지주사 형태이어서 기업가치는 순수 사업가치와 자회사 지분가치로 평가할 수 있다. 이렇게 추정된 기업가치는 현재 6,035 억원이며 적정주가는 약 144,000 원으로 추정된다. 자회사 주가 변동성을 반영하여 목표주가는 기존의 130,000 을 유지한다. 지주사 형태가 완성되면 다양한 사업모델을 통해서 지주사 기업가치 제고가 가능할 것이다.

지금은 순수 제약 지주사 형태

종근당홀딩스는 순수 지주사로서 지금은 자회사가치가 기업가치의 대부분을 차지한다. 향후 지주사 체제가 완성되면 다양한 성장모델이나 사업시너지를 창출하면서 지주사 기업가치 제고 움직임이 있을 것으로 전망된다.

지주사 체제 완성 이후 기업가치 창출 움직임 예상

동사는 순수 지주사 형태이어서 사업가치와 자회사 지분가치로 구분할 수 있다. 첫째 사업가치이다. 브랜드 로열티와 경영자문료, 그리고 배당금이 대부분인데, 영업비용을 차감하고 나면 이익규모가 작다. 동사의 순수 사업가치는 금년 예상 순이익(배당금 차감 후)에 PER 20 배를 부여하여 142 억원으로 평가했다. 둘째 자회사 및 계열사 지분가치이다. 주요 자회사가 상장되어 있어 비교적 평가가 단순하다. 사업자회사 종근당(지분 20.3%), 경보제약(지분 33.36%), 종근당바이오(지분 3.1%)는 시가가치로 평가했다. 그 외 비상장 자회사는 자본총액에서 지분율만큼 반영하여 평가했다. 사업가치와 계열사 지분가치 합계에 신약개발, M&A 등과 같은 성장 잠재력을 반영, 프리미엄 20%를 추가 부여했다. 이렇게 하여 산정된 최종 기업가치는 6,039 억원이며 주식수로 나눈 적정주가는 약 144,000 로 추정된다.

투자의견은 매수, 목표주가 130,000 원 유지

동사에 대한 적정 기업가치는 계열사 지분가치 중심으로 적정주가가 약 144,000 원이지만 자회사 주가 변동성을 감안하여 기존의 130,000 원을 유지한다. 종근당바이오의 지주사 편입 이후에 지주사의 주가 상승이 가능할 것이다.

영업실적 및 투자지표(개별기준)

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	32	112	141	149	175	195
yoy	%	342.3	244.4	26.4	5.4	17.6	11.5
영업이익	억원	9	67	97	96	110	123
yoy	%	흑전	661.1	44.2	-0.8	15.1	11.5
EBITDA	억원	162	68	97	97	111	124
세전이익	억원	-40	73	717	97	118	129
순이익(지배주주)	억원	4,015	62	552	73	88	97
영업이익률%	%	27.1	59.9	68.4	64.4	63.0	63.0
EBITDA%	%	497.4	60.4	68.9	65.2	63.6	63.5
순이익률	%	12,358.1	55.6	390.3	49.1	50.4	49.6
EPS	원	-385	1,710	13,228	1,633	1,972	2,165
PER	배	N/A	35.0	8.4	59.7	49.4	45.0
PBR	배	1.2	1.6	2.0	1.7	1.7	1.6
EV/EBITDA	배	6.7	26.9	42.3	35.0	28.9	24.5
ROE	%	163.9	4.7	28.3	2.9	3.4	3.6
순차입금	억원	-462	-360	-850	-967	-1,152	-1,330
부채비율	%	7.2	0.9	6.5	7.0	8.2	9.0

종근당홀딩스 주가 밸류에이션

(단위: 억원)

	시가총액	지분율	
사업가치(로열티 및 수수료수입)			142
종근당	10,726	20.20%	2,100
경보제약	4,781	33.36%	1,595
종근당바이오	1,535	3.10%	48
종근당산업		13.70%	32
벨이앤씨	자본총계	42.38%	7
벨컴	39	90.63%	35
종근당건강	93	51.00%	47
CKD창투	92	56.29%	52
CKD벤처 3호	97	60.00%	58
CKD벤처 5호	147	60.00%	88
기타			10
계열사 가치			4,073
합계			4,215
신약 등 프리미엄		20%	843
보유현금			981
합계			6,039
발행주식수(주)			4,477,766
자기주식수(주)			284,771
유통주식수(주)			4,192,995
적정주가(원)			144,015

자료: SK 증권

주: 계산된 적정주가가 기존 목표주가와 차이가 적어 목표주가 변화 없이 유지함

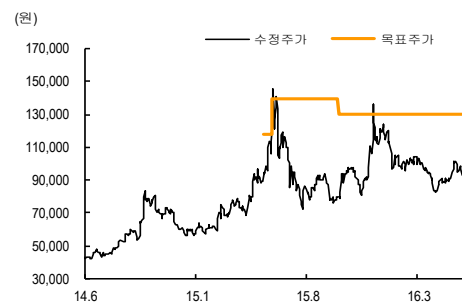
종근당홀딩스 사업가치

(단위: 억원)

종근당홀딩스 사업가치	2016년
브랜드매출액	50
수수료수입	17
배당금	97
합계	164
영업이익	106
배당금부분차감	79
배당차감 후 영업이익	9
세후 순이익	7
PER(배)	20
사업가치	142

자료: SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.06.30	매수	130,000원
	2016.05.11	매수	130,000원
	2015.11.02	매수	130,000원
	2015.06.25	매수	140,000원
	2015.06.09	매수	118,000원



Compliance Notice

- 작성자(하태기)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 6월 30일 기준)

매수	96.13%	중립	3.87%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	367	858	976	1,162	1,340
현금및현금성자산	222	709	827	1,012	1,189
매출채권및기타채권	4	6	6	7	8
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	996	1,861	1,789	1,708	1,637
장기금융자산	97	103	103	103	103
유형자산	0	1	1	0	0
무형자산	25	25	26	27	28
자산총계	1,363	2,719	2,764	2,870	2,977
유동부채	12	165	176	207	231
단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	6	2	2	2	2
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	0	1	5	10	14
장기금융부채	0	0	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	13	166	182	217	245
지배주주지분	1,350	2,553	2,583	2,653	2,732
자본금	91	112	112	112	112
자본잉여금	91	738	738	738	738
기타자본구성요소	-58	-58	-58	-58	-58
자기주식	-58	-58	-58	-58	-58
이익잉여금	1,215	1,743	1,766	1,830	1,902
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,350	2,553	2,583	2,653	2,732
부채외자본총계	1,363	2,719	2,764	2,870	2,977

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	-84	0	84	120	114
당기순이익(손실)	62	552	73	88	97
비현금성항목등	-40	-537	24	23	27
유형자산감가상각비	0	0	1	0	0
무형자산감가상각비	0	1	1	1	1
기타	2	7	11	11	11
운전자본감소(증가)	-9	-5	10	38	22
매출채권및기타채권의 감소(증가)	1	-1	0	-1	-1
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	4	-4	0	0	0
기타	-14	1	10	39	23
법인세납부	-98	-10	-23	-29	-32
투자활동현금흐름	46	512	84	90	88
금융자산감소(증가)	7	-9	0	0	0
유형자산감소(증가)	0	-1	0	0	0
무형자산감소(증가)	0	-2	-2	-2	-2
기타	40	524	86	91	90
재무활동현금흐름	-57	-25	-50	-25	-25
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-57	-23	-50	-25	-25
기타	0	-2	0	0	0
현금의 증가(감소)	-94	487	118	185	177
기초현금	317	222	709	827	1,012
기말현금	222	709	827	1,012	1,189
FCF	-31	223	81	120	113

자료 : 종근당홀딩스, SK증권 추정

손익계산서(개별기준)

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	112	141	149	175	195
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	112	141	149	175	195
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	45	45	53	65	72
영업이익	67	97	96	110	123
영업이익률 (%)	59.9	68.4	64.4	63.0	63.0
비영업손익	6	621	2	7	6
순금융비용	-10	-10	-13	-14	-17
외환관련손익	0	0	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	621	0	0	0
세전계속사업이익	73	717	97	118	129
세전계속사업이익률 (%)	65.2	507.3	65.4	67.2	66.1
계속사업법인세	11	165	24	29	32
계속사업이익	62	552	73	88	97
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	62	552	73	88	97
순이익률 (%)	55.6	390.3	49.1	50.4	49.6
지배주주	62	552	73	88	97
지배주주귀속 순이익률(%)	55.64	390.26	49.07	50.39	49.59
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	89	558	80	95	104
지배주주	89	558	80	95	104
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	68	97	97	111	124

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	244.4	26.4	5.4	17.6	11.5
영업이익	661.1	44.2	-0.8	15.1	11.5
세전계속사업이익	흑전	883.2	-86.4	20.8	9.8
EBITDA	-58.2	44.0	-0.2	14.6	11.3
EPS(계속사업)	-544.2	673.7	-87.7	20.8	9.8
수익성 (%)					
ROE	4.7	28.3	2.9	3.4	3.6
ROA	4.5	27.0	2.7	3.1	3.3
EBITDA마진	60.4	68.9	65.2	63.6	63.5
안정성 (%)					
유동비율	3,013.5	520.0	554.2	561.1	580.3
부채비율	0.9	6.5	7.0	8.2	9.0
순차입금/자기자본	-26.7	-33.3	-37.5	-43.4	-48.7
EBITDA/이자비용(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,710	13,228	1,633	1,972	2,165
BPS	37,087	57,020	57,681	59,254	61,020
CFPS	1,726	13,244	1,662	1,995	2,184
주당 현금배당금	700	1,200	700	700	700
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	48.8	11.0	83.3	69.0	62.8
PER(최저)	24.1	4.2	50.8	42.1	38.4
PBR(최고)	2.3	2.6	2.4	2.3	2.2
PBR(최저)	1.1	1.0	1.4	1.4	1.4
PCR	34.7	8.4	58.7	48.9	44.6
EV/EBITDA(최고)	39.6	58.4	52.7	44.3	38.4
EV/EBITDA(최저)	16.9	12.2	28.3	23.0	19.3

SK COMPANY Analysis



Analyst
하태기
tgaha@sk.com
02-3773-8872

Company Data

자본금	291 억원
발행주식수	1,163 만주
자사주	320 만주
액면가	2,500 원
시가총액	7,384 억원
주요주주	
윤재승(외20)	42.83%
대웅 자사주	27.54%
외국인지분률	2.60%
배당수익률	0.80%

Stock Data

주가(16/06/30)	63,500 원
KOSPI	1956.36 pt
52주 Beta	1.27
52주 최고가	112,000 원
52주 최저가	53,500 원
60일 평균 거래대금	18 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.9%	-9.4%
6개월	20.3%	19.2%
12개월	45.0%	39.3%

대웅 (003090/KS | 매수(유지) | T.P 99,000 원(유지))

자회사 기업가치 제고를 통한 주가 회복 전망

지주사 대웅은 사업자회사 대웅제약의 사업시너지 효과, 100% 자회사 대웅바이오의 고성장에 따라 기업가치가 상승할 전망이다. 대웅제약이 나보타를 비롯한 해외사업을 추진하고 있으며 한울바이오와 사업시너지도 기대된다. 특히 대웅바이오는 제네릭의약품과 의약품원료 사업을 강화하고 있다. 계열분리에 따른 일부 대주주 지분매각이 완료되면 주가상승이 가능할 전망이다.

지주사 해외사업에서 기업가치 창출 주력

지주사 대웅의 기업가치는 순수 지주사 사업과 제네릭의약품 사업, 그리고 자회사지분 가치로 구분된다. 주요 자회사로는 대웅제약과 대웅바이오, 그리고 대웅생명과학이 있다. 참고로 바이오부문에 대한 지적권리는 지주사에 있는 것으로 추정된다.

대웅바이오 고성장 가능성에 주목

최근 지주사 대웅의 100% 자회사 대웅바이오의 실적 개선으로 지주사 대웅의 기업가치가 증가하고 있다. 대웅바이오는 위임형 제네릭 매출 증가로 2015 년 매출액이 전년 대비 27.7% 성장했다. 영업이익도 94.1% 증가하여 수익성 역시 대폭 개선되었다. 대웅제약의 거대 품목인 위임치료제 알비스 특허가 만료되었는데 2015 년에 위임형 고용량 제네릭을 만들어 대웅(알비스 D)과 대웅바이오(라비수)에서 출시, 매출이 고성장한 결과로 해석된다. 앞으로도 대웅제약 그룹차원에서 대웅바이오의 제네릭 의약품사업이 크게 활성화될 것으로 전망된다. 2016 년에 일회성 비용(세금) 발생 가능성도 있지만 대웅바이오의 매출과 영업이익은 크게 증가할 것이다. 사업자회사 대웅제약도 한울바이오 인수로 사업시너지가 예상된다. 해외사업에 회사의 역량을 집중하고 있고 나보타의 해외시장 성공 가능성도 있어 기업가치가 상승할 수 있을 것이다.

투자의견은 매수, 목표주가 99,000 원 유지

동사에 대한 적정 기업가치는 계열사 지분가치 중심으로 적정주가 약 95,000 원으로 평가된다. 자회사 주가 변동성을 감안하여 기존의 목표주가 99,000 원을 유지한다. 주가는 계열분리에 따른 대주주의 지분매각이 완료되면 회복될 수 있을 것이다.

영업실적 및 투자지표(개별기준)

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	436	461	501	505	534	559
yoy	%	-1.5	5.7	8.8	0.6	5.8	4.7
영업이익	억원	107	118	129	135	149	156
yoy	%	-11.1	10.7	9.2	4.5	10.0	4.7
EBITDA	억원	111	124	138	144	157	164
세전이익	억원	119	135	174	87	111	128
순이익(지배주주)	억원	99	114	88	95	121	140
영업이익률%	%	24.5	25.7	25.8	26.8	27.9	27.9
EBITDA%	%	25.4	26.9	27.6	28.6	29.5	29.4
순이익률	%	22.7	24.7	17.6	18.8	22.6	25.0
EPS	원	852	978	760	817	1,038	1,201
PER	배	47.0	46.2	74.5	77.8	61.2	52.9
PBR	배	1.6	1.8	2.2	2.3	2.3	2.2
EV/EBITDA	배	39.7	40.1	42.2	42.9	36.2	31.8
ROE	%	3.4	3.8	2.9	3.1	3.8	4.3
순차입금	억원	-264	-296	-740	-1,203	-1,686	-2,177
부채비율	%	5.7	5.6	8.3	8.1	9.8	11.6

대웅 주가 밸류에이션

(단위: 억원)

사업가치			금액
2016년 Forward 매출액			471 *배당금 제외
순이익 Forward			67
PER(배)			17
사업가치합계(A)			1,137
계열사 지분가치	시가총액	지분율	
대웅제약 가치	12,282	40.73%	5,002
주가 변동성 감안 10% 할인(B)			4,502
계열사지분가치합계(C)			3,124
대웅바이오		100.00%	2,606
대웅개발		100.00%	365 자본총액
대웅생명과학		76.78%	154
기타 투자지분(D)			110
대전민방	10%		34 장부가치
바이오넷	11%		6 장부가치
불스원	4.70%		20 장부가치
기타			50
합계(A+B+C+D)			8,874
순현금			754
기업가치합계			8,120
발행주식수(주)			11,628,396
자기주식수(주)			3,107,473
유통주식수(주)			8,520,923
적정주가(원)			95,291

자료: SK 증권

자회사 주가 밸류에이션

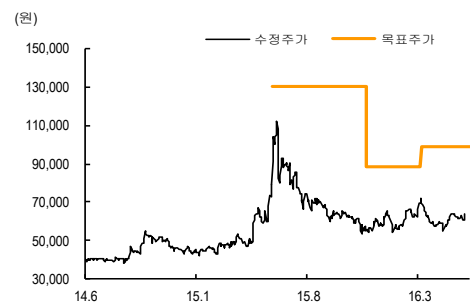
(단위: 억원)

대웅바이오	대웅바이오	대웅생명과학
매출액	2,020	150
순이익	153	10
PER(배)	17	20
기업가치	2,606	200
지분율 반영	100%	77%
최종기업가치	2,606	154

자료: SK 증권

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.06.30	매수	99,000원
2016.04.06	매수	99,000원
2015.12.24	매수	88,000원
2015.06.25	매수	130,000원



Compliance Notice

- 작성자(하태기)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 6 월 30 일 기준)

매수	96.13%	중립	3.87%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	331	815	1,279	1,766	2,262
현금및현금성자산	11	180	603	1,086	1,577
매출채권및기타채권	30	58	59	62	65
재고자산	0	3	3	3	4
비유동자산	2,828	2,478	2,132	1,779	1,435
장기금융자산	75	70	63	63	63
유형자산	13	15	12	9	7
무형자산	41	36	37	39	40
자산총계	3,160	3,293	3,411	3,545	3,697
유동부채	46	129	130	138	144
단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	17	30	30	32	33
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	122	125	127	180	241
장기금융부채	0	0	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	6	6	6
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	169	253	257	318	385
지배주주지분	2,991	3,040	3,154	3,227	3,311
자본금	291	291	291	291	291
자본잉여금	1,656	1,656	1,697	1,697	1,697
기타자본구성요소	-479	-479	-461	-461	-461
자기주식	-479	-479	-461	-461	-461
이익잉여금	1,538	1,587	1,639	1,710	1,790
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	2,991	3,040	3,154	3,227	3,311
부채외자본총계	3,160	3,293	3,411	3,545	3,697

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	58	73	112	171	177
당기순이익(손실)	114	88	95	121	140
비현금성항목등	-3	40	21	37	24
유형자산감가상각비	3	3	3	3	2
무형자산감가상각비	2	6	6	6	6
기타	17	17	69	64	64
운전자본감소(증가)	-35	-32	21	3	2
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-1	-29	-1	-3	-3
재고자산감소(증가)	0	-3	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	7	19	0	2	1
기타	-40	-19	22	5	3
법인세납부	-19	-23	-25	10	12
투자활동현금흐름	-152	139	311	363	373
금융자산감소(증가)	-175	-270	-42	0	0
유형자산감소(증가)	-1	-4	0	0	0
무형자산감소(증가)	-22	-7	-7	-7	-7
기타	46	419	360	370	380
재무활동현금흐름	-43	-43	0	-51	-59
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-43	-43	-43	-51	-59
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	-138	169	423	483	491
기초현금	149	11	180	603	1,086
기말현금	11	180	603	1,086	1,577
FCF	81	109	150	167	172

자료 : 대웅, SK증권 추정

손익계산서(개별기준)

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	461	501	505	534	559
매출원가	24	57	66	70	73
매출총이익	437	444	438	464	485
매출총이익률 (%)	94.8	88.6	86.9	86.9	86.9
판매비와관리비	319	315	303	315	330
영업이익	118	129	135	149	156
영업이익률 (%)	25.7	25.8	26.8	27.9	27.9
비영업손익	17	45	-48	-38	-28
순금융비용	-9	-9	-16	-26	-37
외환관련손익	0	0	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	30	0	0	0
세전계속사업이익	135	174	87	111	128
세전계속사업이익률 (%)	29.4	34.8	17.3	20.7	22.9
계속사업법인세	22	86	-8	-10	-12
계속사업이익	114	88	95	121	140
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	114	88	95	121	140
순이익률 (%)	24.7	17.6	18.8	22.6	25.0
지배주주	114	88	95	121	140
지배주주귀속 순이익률(%)	24.67	17.61	18.82	22.61	24.99
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	104	91	98	124	143
지배주주	104	91	98	124	143
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	124	138	144	157	164

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	5.7	8.8	0.6	5.8	4.7
영업이익	10.7	9.2	4.5	10.0	4.7
세전계속사업이익	13.9	28.7	-50.0	27.1	15.7
EBITDA	11.7	11.8	4.3	9.1	4.1
EPS(계속사업)	14.8	-22.3	7.5	27.1	15.7
수익성 (%)					
ROE	3.8	2.9	3.1	3.8	4.3
ROA	3.6	2.7	2.8	3.5	3.9
EBITDA마진	26.9	27.6	28.6	29.5	29.4
안정성 (%)					
유동비율	715.8	633.2	983.0	1,282.9	1,569.5
부채비율	5.6	8.3	8.1	9.8	11.6
순차입금/자기자본	-9.9	-24.3	-38.1	-52.2	-65.8
EBITDA/이자비용(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	978	760	817	1,038	1,201
BPS	25,722	26,142	27,125	27,755	28,476
CFPS	1,023	838	895	1,113	1,272
주당 현금배당금	500	500	600	700	700
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	56.0	147.5	87.5	68.9	59.6
PER(최저)	38.0	55.4	66.1	52.0	45.0
PBR(최고)	2.1	4.3	2.6	2.6	2.5
PBR(최저)	1.4	1.6	2.0	2.0	1.9
PCR	44.1	67.6	70.9	57.1	49.9
EV/EBITDA(최고)	49.0	88.8	49.3	42.1	37.5
EV/EBITDA(최저)	32.6	30.0	35.2	29.2	25.1

memo
