



SK INDUSTRY ANALYSIS

제약산업

성장 비전이 있는 중소형 제약사가 유망하다

하태기 | 3773-8872, tgha@sk.com



Analyst
하태기
tgha@skcom
02-3773-8872

제약/바이오

성장 비전이 있는 중소형 제약사가 유망하다

중소형 제약사의 영업실적은 연간 10% 내외의 성장을 지속하고 있다. 2017년에도 실거래가의 격년제 실시 등으로 특별한 약가인하 요인이 없다. 제약사에 대한 정부지원 정책도 강화되는 분위기이다. 중소형 제약사 중에는 특화영역에 집중하기도 하지만 ETC, OTC, 화장품 등 사업영역 확대로 성장을 키워내는 제약사도 있다. 안정적으로 영업실적이 성장하면서 성장비전도 있는 중소형 제약사에 주목할 필요가 있다.

영업실적 개선과 장기성장 비전 있는 중소형 제약주에 주목

2017년 중소형 제약사의 영업실적은 10% 내외 성장할 전망이다. 정부 규제하에 있지만 실거래가제도의 격년 실시로 특별한 약가인하 요인도 없다. 연초의 약가재평가 영향도 제한적일 전망이다. 정부정책의 제약산업 지원정책도 강화되는 분위기이다. 특히 최근 중소형 제약사들은 장기적 생존과 환경변화에 대한 리스크를 줄이기 위해 ETC 중심에서 OTC에 진출하거나 화장품에 진출하고 있다. 이러한 변신을 통해서 영업실적이 개선되고 장기 성장 비전을 가진 중소형 제약사의 주가 상승이 가능할 전망이다.

유나이티드제약, 동국제약 등 유망

2017년 유망 중소형 제약사로는 유나이티드제약, 동국제약, 대봉엘에스, 대원제약 등이다. 유나이티드제약은 개량신약 경쟁력이 높다. 동국제약은 OTC와 화장품의 마케팅력이 강하다. 대봉엘에스는 의약품과 화장품원료에서 강점이 있다. 광동제약은 삼다수 재계약 이슈를 극복한다면 주가상승이 가능할 것이다. 삼진제약도 실적호조가 지속되어 안정적인 주가 상승이 가능할 전망이다. 흰인제약은 정신건강증진법 시행에 따른 정신계 의약품 수요증가 기대감이 있다.

유망 중소형 제약사

종목명	투자의견/목표주가	내용
유나이티드제약	매수/27,000원	제네릭의약품과 개량신약에 특화하여 안정된 영업력으로 2017년 영업실적 상대적 고성장 기대
동국제약	매수/85,000원	다양한 사업구조로 안정적인 사업포트폴리오가 장점. 최근 화장품과 OTC 부문의 성장성이 높아지고 있음
삼진제약	매수/37,000원	항혈전제 제네릭의약품에 경쟁력 보유, 제네릭에 특화되어 있으며 원료수출 추진. OTC 매출도 있음. 또한 배당액이 증가 추세
광동제약	매수/15,000원	건강용료 비중이 높음. 백신매출을 시작했고 최근 ETC부문 강화 중. 2016년 6월 비만치료제 출시, 삼다수 재계약 이슈 있음
흰인제약	매수/25,000원	정신과 의약품 고성장 전망. 보톡스 등 피부과 영업 안정화 기대 2017년 정신건강 증진법 시행에 기대
대봉엘에스	매수/19,000원	화장품/의약품 원료 전문생산업체. 연평균 10% 내외의 안정적 성장 지속 전망. 자회사 P&K 피부임상과학 고성장 예상
경동제약	매수/26,000원	제네릭의약품과 개량신약에 특화, 전문의약품 중심에서 OTC 진출 , 고배당 매력 큼
대원제약	N/R	강한 마케팅으로 제네릭 의약품과 개량신약 등 자체 제품에 경쟁력 확보
대한약품	N/R	수액제에 특화하여 공장투자를 확대하고 매출증가로 마진이 개선되며 실적 대폭 개선됨

자료: SK 증권

Contents

1. 정부규제 완화국면 지속	3
2. 정부의 제약산업 지원과 정책 변화들	5
3. 제한된 시장에서 성장모델을 찾는 중소형 제약사	8
4. 안정적인 영업실적 성장 전망	11
5. 중소형 제약사 적정주가 평가	13
6. 유망 중소형 제약사	15
유나이티드제약 / 17	
동국제약 / 21	
삼진제약 / 25	
광동제약 / 29	
환인제약 / 33	
대봉엘에스 / 37	

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 조사분석팀 당사는 본인의 담당 종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제3자에게 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 10월 10일 기준)

매수	95.97%	중립	4.03%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

1. 정부규제 완화국면 지속

(1) 정부 약가규제 강도는 약화 전망

2017년에도 제약사에 대한 정부규제는 자속될 것이다. 특히 사용량 연도 약가제도, 약가제평가 등과 같은 기존의 정부규제가 유지될 전망이다. 그러나 최근 정부의 건강보험 관련 정책을 보면 변화가 감지된다. 2012년 약가 일괄인하 이후 보험료 지출측면에서 규제강도는 다소 약화된 반면, 보험료 징수와 관련된 정책을 강화하고 있는 분위기이다. 특히 보험재정 흑자가 크게 확대됨에 따라 정부의 약가규제가 완화되고 있다. 새로운 제도를 만들어 약가인하를 유도하는 움직임은 줄어들고 오히려 지원성 정책이 나타나고 있는 것이다. 정부는 제약업계 건의를 수용하여 2016년부터 부활된 실거래가제도를 1년 단위에서 2년 단위로 늘려 시행하기로 했다. 즉 보건복지부는 금년 7월에 약가인하 주기를 격년제로 늘리는 내용의 개선안을 지난 7월 행정예고 했다. 따라서 2017년에는 실거래가제도로 인한 약가인하가 없다. 중소형 제약사 입장에서는 실거래가제도로 인한 약가인하 우려가 있었는데 2017년에는 이러한 영향에서 벗어날 수 있게 된 셈이다. 긍정적인 뉴스다.

<표 1>최근 정부규제 내용 정리

실시시기	정부규제	규제 내용
2006.05	정부의 53 약제비 적정화 방안	의약품 보험등재 제도 변경으로 포지티브 리스트 제도 도입
2006.12	사용량 연동 약가인하	보험이 적용된 이후 1년이 지난 시점에서 예상사용량보다 실제 판매량이 30% 이상 증가된 경우 최초 협상된 가격을 조정
2010.11	리베이트 쌍벌제 시행	리베이트 받은 자도 처벌
2012.04	건강보험등재약 일괄 약가인하	평균 14% 약가인하(7,500품목)
2014.01	사용량-약가 연동제 강화	청구금액이 전년대비 10% 이상, 절대금액이 50억원 이상 증가한 제품
2014.07	리베이트 투아웃제 시행	리베이트를 지급하고 판매한 의약품에 대해 리베이트 금액과 지급횟수에 따라 최대 1년간 요양급여를 정지시키는 제도
2016.01	약가제평가	국내 약가를 선진 A7국가 조정평균과 이하로 인하하는 제도, 매년 재평가함
2016.03	실거래가제도	유통 실거래가를 기준평균으로 조사하여 보험약가를 인하시키는 제도
2016.07	실거래가제도 2년 단위 시행	1년 단위에서 2년 단위로 실시 → 약기조사 2년 단위로 기간 확대

자료 SK증권

(2) 건강보험 누적흑자 20 조원 규모

2016년 8월말 기준 건강보험 누적 흑자규모는 20조 1,766 억원이다. 금년에만 흑자가 3조 1,966 억원 발생했다. 그리고 2017년에는 건강보험료를 0.9% 인상하기로 발표했다. 건강보험부담은 기존의 6.07%에서 6.12%로 높아진다. 건강보험 누적흑자 증가로 우선 보험료 인상률이 낮아졌다. 또한 약기인하 정책이 완화될 근거가 될 수 있다. 대규모 보험재정 누적흑자가 유지되는 상황에서 약기규제 목소리가 크게 나오지 않을 것이다.

<표 2> 건강보험재정 현황 (단위 억원)

구분	2009년	2010년	2011년	2012년	2013년	2014년	2015	2016년
수입	311,817	335,606	379,774	418,192	451,733	485,024	524,009	377,387
지출	311,849	348,599	373,766	388,035	415,287	439,155	482,281	345,421
당기수지	-32	-12,994	6,008	30,157	36,446	45,869	41,428	31,966
누적 재정수지	22,586	9,592	15,600	45,757	82,203	128,072	169,800	201,766
인상률(%)	-	4.90	5.90	2.80	1.60	1.70	1.35	0.90
건강보험부담률	5.08	5.33	5.64	5.80	5.89	5.99	6.07	6.12

자료 건강보험공단SK증권

(3) 2017년 약가재평가로 인한 영향은 제한적일 것임

식약처는 매년 시행하는 약가재평가 계획을 발표했다. 2017년 의약품 재평가 대상은 항바이러스제, 항암제, 마약류 등 3,247 품목이다. 이에 따라 이번 재평가 대상 품목에 대해서는 허가 받은 효능/효과 및 용법/용량을 입증할 수 있는 자료 등을 2016.12.31일 까지 제출하여야 한다. 또한 식약처는 2017년 생물학적 동등성 재평가(생동재평가) 대상으로 당뇨병치료제 성분 글리벤클라미드 함유제제 등 139 품목도 함께 공고했다. 생동재평가 대상품목은 오리지널 의약품등과의 동등성 입증을 위한 생물학적 동등성 시험계획서를 2016.12.31일까지 제출해야 하며, 시험결과 동등성을 입증하지 못한 경우 판매중지 및 회수 조치한다. 하지만 이러한 상황에도 불구하고 현재 대부분의 약기가 낮은 수준으로 하락한 상태이기 때문에 2017년 초 약가재평가로 인한 약기인하 폭은 크지 않을 것으로 판단된다.

국내 중소형 제약사는 제네릭 의약품을 많이 보유하고 있는데 2017년에 약가재평가로 인한 약기인하 효과가 크지 않다면 수익성에 미치는 영향도 제한적일 수밖에 없다.

2. 정부의 제약산업 지원과 정책 변화들

(1) 신약개발 지원 및 실거래가 격년 주기 시행

산업경쟁력 강화 측면에서 제약산업에 대한 정부의 정책적 지원 의지가 강하다. 정부는 금년 9 월 8 일 보건복지부 등 관계 부처 협동으로 마련한 '보건산업 종합발전전략'을 확정했다. 의약품, 의료기기, 제약 등 보건산업 전반을 조망한 첫 종합 계획이다. 보건 산업을 집중 육성하여 수출을 2020 년까지 20 조원으로 늘리고 신규 일자리를 18 만개 창출한다는 계획이다. 요약하면 다음 표와 같다. 우선 제약과 의료기기, 'K 뷰티' 열풍 주역인 화장품은 세계시장 선도 제품으로 개발한다. 2018 년부터 암, 심장, 뇌혈관, 희 소질환의 국가 차원 신약 개발 프로젝트를 착수한다. 신약 개발의 국내 수행 임상 3상 세액 공제, 신약 생산 시설 투자 세액 공제도 지원한다. 의약품부문에서는 차세대 의약 품 및 백신 등 전략적 연구개발을 강화하기 위하여 대학, 병원 등 기초연구성과를 제약 기업으로 이전/ 상용화하는 것을 지원하고(2018), 글로벌 항체신약 개발(2017), 백신 개발 투자 확대(2016. 95 억 → 2017.(안) 116 억) 등을 추진한다. 이와같은 제약산업에 대한 정부의 지원정책이 단기적으로 당장 제약사에 영향을 미치는 것은 아니다. 하지만 장기적으로는 신약개발/ 시설투자/ 세제 등에서 플러스로 작용할 가능성이 높다.

<표 3> 보건산업 발전 전략 종합발전전략 기본 방향

구분	내용
목표	보건산업 7대 강국
추진전략	<ul style="list-style-type: none"> 1. 제약, 의료기기화장품 분야 글로벌 선도 제품 확대 2. 정밀, 재생의료 등 첨단의료 전략적 투자 강화 3. 우수한 의료기술을 기반으로 의료 한류 확산 4. 본거산업 혁신생태계 조성 5. 보건산업 발전을 위한 기반 정비

자료 보건복지부

주 국무총리주재 제88 회 국가정책조정회의

앞에서 언급했듯이 정부는 제약업계의 건의를 수용하여 금년부터 부활했던 실거래가제도를 1 년 단위에서 2 년 단위로 시행하기로 했다. 이에 따라 2017 년에는 실거래가제도로 인한 약기인하가 없을 전망이다. 보건복지부가 금년 2 월부터 '약기제도 개선 협의체'를 운영하여 7 월 실거래 약기인하제도 개선사항에 대해 행정 예고한데 따르면 앞으로 주요 내용으로는 약기인하 주기를 1 년에서 2 년으로 늘리고, 혁신형 제약사에 대한 세제 감면 기준은 현행 30%에서 30%와 50% 두 가지로 구분한다.

<표 4> 실거래가 제도 변경 내용

구분	항목	현행	변경예정	사유
실거래가 조사	약가인하주기	매년	2년	제약업계 요청
세제	혁신형기업 감면	30%	30%, 50%	R&D 높은 기업 우대
	주사제 감면	-	30%	제조공정 고비용

자료 보건복지 SK증권 요약

또한 2017년에 제약사에 대한 세제지원이 자속된다. 첫째, 의약품 품질관리 개선 시설 투자비용 세액 공제 일몰조항이 2016년 12월말에서 2019년 12월까지로 3년 연장되는 방안이 확정됐다. 둘째, 신약은 종전 임상 1, 2상에서 임상 3상까지, 바이오 의약품은 임상 1상 및 2상을 세액공제 대상에 새롭게 추가한다는 방침이다. 이에 따라 향후 연구개발 투자가 보다 활성화될 것이다. 셋째, 신약과 바이오의약이 신산업에 지정되었다. 신산업에 지정되면 R&D 투자액의 최대 30%(중소기업 30%, 중견 대기업 20%)와 시설 투자 금액의 최대 10%(중소기업 10%, 중견 및 대기업 7%)가 세액 공제된다. 2017년부터는 제약사의 R&D 투자가 활성화될 전망이다.

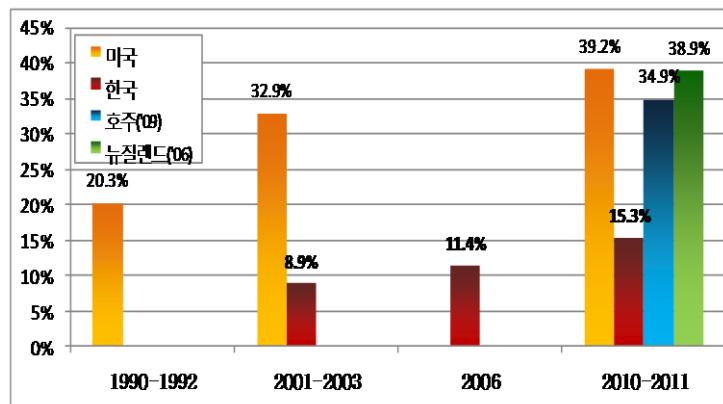
2017년 1월 1일부터 퇴장방지의약품에 대한 정부지원이 강화된다. 즉 퇴장방지의약품에 대해서 복지부장관이 정하는 가격(상한금액의 91%) 미만으로 출하 공급하는 행위가 금지된다. 퇴장방지의약품 지정제도는 채산성이 없는 저가 필수의약품의 시장 퇴출로 인해 환자 치료에 차질이 발생하고 고가의약품으로의 시장 전환에 따라 보험재정 부담이 높아지는 문제를 해소하기 위한 제도이다. 퇴장방지의약품에 대한 정책적 지원 요구를 정부가 수용한 것이다.

(2) 정신건강 증진법 2017년 5월 30일 시행

2017년 5월 30일부터 정신건강증진법이 본격 시행된다. 정신질환자 범위를 축소하고 보험가입 차별을 금지하는 등 국민의 정신건강을 위한 법적 개정이 이뤄진 것이다. 정신건강증진법은 정신과 치료에 대한 인식을 바꾸고 불이익을 받지 않도록 하여 정신과 치료의 문턱을 낮추는데 주요 목적이 있다.

지난 2011년 복지부가 실시한 정신질환 실태 역학조사에 따르면 정신질환에 걸린 사람 중 상담이나 치료 경험이 있는 사람은 15.3%에 불과하다. 따라서 정신건강증진법이 본격 시행되어 정신과를 찾는 환자가 증가한다면 점진적으로 정신과 치료가 확대될 가능성이 높고 정신과 관련 의약품 수요가 크게 증가할 것이다. 2017년에는 정신과 의약품 비중이 높은 제약사가 관심을 받을 수 있을 것이다.

<그래프 1> 정신건강서비스 이용실태



자료: 정신질환 실태 역학 조사, 복건복지부 2011

3. 제한된 시장에서 성장모델을 찾는 중소형 제약사

(1) 중소형 제약사의 사업구조 변화노력 지속

2017년에도 중소형 제약사의 안정적인 성장이 가능할 전망이다. 다만 그 가운데에서도 성장과 생존을 위한 고민과 노력이 지속될 것이다. 중소형 제약사는 일반적으로 제네릭 의약품시장에 특화되어 있다. 그런데 제네릭 의약품시장은 정부의 리베이트 규제 강화, 대형 제약사의 퍼스트 제네릭 시장 마케팅 강화 등으로 경쟁이 치열한 상황이다. 한국제약산업이 전체적으로 5~7%의 저성장 시대에 진입함에 따라 국내 시장에서 성장의 한계가 노출되고 있다. 특히 장기적으로 제네릭 의약품의 약가가 정부정책과 경쟁 요인에 의해 지속적으로 인하될 리스크가 있다. 현재 안정성장을 하고 있다고 해도 정부규제도 지속되고 업체간 경쟁이 심화되는 영업환경에서 장기 성장을 보장할 수 없다. 결국 중소형 제약사는 새로운 성장동력 마련이 필요한 상황이다.

이러한 상황인식을 바탕으로 최근 중소형 제약사들이 새로운 사업영역에 진출하는 케이스가 증가하고 있다. 장기적 생존과 환경변화에 대한 리스크를 줄이기 위해 ETC 중심에서 OTC에 진출하거나, 화장품에 진출하는 제약사도 있다. OTC나 화장품은 건강보험과 관련이 없어 가격결정에서 정부규제로부터 자유로운 장점이 있다. 또한 반대로 OTC 중심에서 ETC를 강화하는 움직임도 보인다. 환인제약은 보톡스 상품마출을 하면서 피부과 매출확대를 진행하고 있다. 동국제약은 OTC와 화장품 등 비처방 매출 비중을 늘리는 중이고, 광동제약은 백신, 비만치료제 등 처방의약품 비중을 확대하고 있다. 대원제약도 ETC 중심에서 콜대원 등 OTC 영업을 진행 중이다. 반면 유나이티드제약은 여전히 개량신약 개발과 영업에 집중하는 모습이다. 단, ETC 사업을 확대하는 데에는 R&D 비용이 증가하고, OTC 매출을 확대하는 데는 판촉비와 광고비가 증가하게 된다. 즉 사업확대 시에는 이익 증가가 정체될 가능성도 감안해야 한다. 사업변화와 관련해 우리는 2017년에 동국제약, 광동제약, 유나이티드제약 등의 매출확대에 관심을 가질 필요가 있다고 판단된다.

<표 5> 주요 중소형 제약사 특화 현황

제약사명	특화 영역과 사업영역 확장
환인제약	정신과 특화 → 피부과 강화
광동제약	기능성 음료 → ETC 사업 확대 추세
동국제약	OTC(인사돌 등) → 화장품에 성공적 진출 헬스케어 강화
유나이티드제약	제네릭 및 개량신약 → 수출시장 개척 추진
경동제약	제네릭 및 개량신약, 원료개발에 강점 → OTC 사업 진출
삼진제약	제네릭 및 개량신약 → 원료 수출 추진
대원제약	순환기계 중심 → OTC 사업 진출
종근당바이오	항생제 등 의약품원료 → 유산균원료
대한약품	수액제 중심

*자료: SK증권

(2) R&D 전략은 중소형 제약사에 따라 다르다

2016년에 상위 제약사들이 R&D 비용 지출을 크게 늘렸다. 중소형 제약사도 R&D 비용 지출을 확대했지만 규모면에서는 크지 않은 수준이었다. 중소형 제약사의 R&D 전략을 보면 개량신약 개발에 집중하는 제약사는 R&D 비용이 여전히 높은 수준을 유지하고 있으며 비처방의약품 비중이 높은 제약사는 R&D 비용이 적다.

중소형 제약사 중에서 R&D 투자 규모가 큰 제약사는 처방의약품 비중이 높은 **유나이티드제약, 삼진제약, 대원제약**이다. 이들 제약사는 매출액대비 R&D 비율이 7~13% 이다. 향후 이 비율이 크게 상승할 것으로 추정한다. 유나이티드제약과 대원제약(2007년 국산신약 12호로 블록버서터 펠루비)은 개량신약 개발에 집중하는 모습이다. 삼진제약은 개량신약 개발 이외에 신약개발(안구건조증치료제)도 진행 중이다.

당연히 단순 제네릭 의약품만으로는 향후 성장의 한계가 있기 때문에 중소형 제약사도 성장을 위한 화로를 찾고 있다. 이는 중소형 제약사들이 신제품을 출시하기 위해서 R&D 비용을 꾸준히 늘릴 것임을 시사한다. 7개 중소형 제약사의 R&D 비용은 2015년에 6.0% 증가했고, 2016년에 10.0% 증가할 것으로 추정된다.

한편 광동제약, 동국제약 등 R&D 비용이 낮은 제약사는 OTC 비중을 늘리는 제약사이다. 이러한 기업은 적정한 R&D 비용을 지출하는 대신에 광고비를 비롯한 판관비 비중이 높은 특성이 있는데, 이중에서는 최근 동국제약이 비처방의약품에서 큰 성과를 나타내고 있어 주목된다.

<표 6> 중소형 제약사 R&D 현황

제약사명	매출액	연구개발비	(단위:억원) 비율
유나이티드제약	1,772	240	13.0%
동국제약	3,110	115	6.8%
경동제약	1,607	55	3.4%
삼진제약	2,416	165	6.8%
광동제약	6,390	70	1.1%
환인제약	1,503	65	4.7%
대원제약	2,489	195	7.8%

자료 SK증권

주. 2016년 실적 기준. 대원제약 매출액은 Fnguide 컨센서스

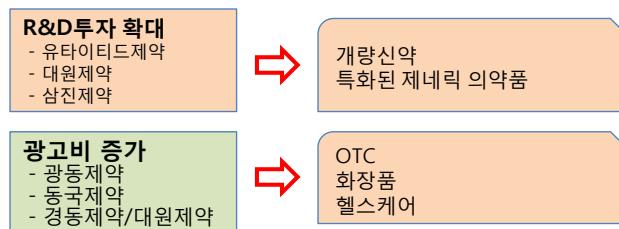
<표 7> 중소형 제약사 R&D 비용 증가 추이					
제약사명	2013	2014	2015	2016E	(단위 억원) 2017E
유나이티제약	170	206	218	230	245
동국제약	98	96	101	110	125
경동제약	42	48	52	55	62
삼진제약	124	139	157	165	180
광동제약	56	59	63	70	80
환인제약	58	60	55	70	80
대원제약	102	159	167	195	205
합계	650	767	813	895	977
증감률		180%	6.0%	101%	92%

자료 SK증권

<표 8> 상위 제약사 R&D 비용 추이					
제약사명	2013	2014	2015	2016E	(단위 억원) 2017E
한미약품	1,156	1,525	1,872	1,900	2,000
녹십자	756	846	1,019	1,150	1,250
동아에스티	538	644	596	720	820
유한양행	563	580	726	820	950
대웅제약	800	895	999	1,100	1,200
종근당	-	747	914	1,100	1,200
합계	3,813	5,237	6,126	6,790	7,420
증감률		-	17.0%	10.8%	9.3%

자료: SK 증권

주: 동아에스티는 동아쏘시오홀딩스에서 지출하는 R&D는 포함되지 않은 수치

<표 9> 중소형 제약사의 R&D 와 성장 전략

자료: SK증권

4. 안정적인 영업실적 성장 지속 전망

(1) 중소형 제약사의 10% 내외 성장 전망은 여전히 유효

2016년 중 상위 제약사는 해외 상품 도입에 의해 매출은 평균 10%대 증가하지만 영업이익은 원가율 악화와 R&D 비용 증가로 5% 내외 감소할 전망이다. 이에 비해 중소형 제약사는 매출과 영업이익이 각각 10% 내외 성장할 것으로 전망된다. 참고로 최근 몇 년간 7개 중소형 제약사의 단순합계 실적 추이를 보면 매우 안정적으로 성장해온 것을 알 수 있다. 약기를 대규모로 인하한 2012년을 제외하면 매출액이 연평균 10% 내외 증가했고 영업이익도 10% 내외 증가했다. 2016년에도 매출액은 11.9%, 영업이익은 12.0% 성장할 것으로 추정된다. 2015년에 사업다각화 관련 비용 증가로 영업이익 증가가 정체되기도 했으나 2016년에는 다시 10% 성장으로 회복할 전망이다.

2017년에도 약가인하 이슈가 없어 매출과 영업이익 성장률이 평균 10%에 근접할 것으로 전망된다. 참고로 상위 제약사의 경우는 상품도입효과 등으로 매출액이 8.2%, 영업이익은 12.4% 증가할 전망이다. 단 상위 제약사 영업이익은 2015년과 2016년 영업이익이 각각 0.6%, 5.5% 감소한 기저효과를 바탕으로 한 것임을 고려해야 한다.

<표 10> 중소형 제약사 영업실적 추이 (단위 억원)

회사명	구분	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
유나이티드	매출액	1,348	1,369	1,515	1,620	1,772	1,955
	영업이익	202	152	210	229	260	287
경동제약	매출액	1,247	1,331	1,533	1,519	1,607	1,689
	영업이익	252	300	354	260	268	282
삼진제약	매출액	1,857	1,920	2,013	2,165	2,416	2,605
	영업이익	173	301	316	360	401	435
환인제약	매출액	1,072	1,045	1,207	1,454	1,503	1,651
	영업이익	183	201	240	254	240	264
동국제약	매출액	1,803	2,131	2,260	2,599	3,110	3,346
	영업이익	271	245	266	336	451	485
광동제약	매출액	3,318	4,674	5,210	5,723	6,390	6,795
	영업이익	356	443	505	487	511	537
대원제약	매출액	1,382	1,588	1,820	2,162	2,489	2,863
	영업이익	135	155	178	231	285	351
합계	매출액	12,027	14,058	15,558	17,242	19,287	20,904
	증감률	0.5%	16.9%	10.7%	10.8%	11.9%	8.4%
	영업이익	1,572	1,797	2,069	2,157	2,416	2,641
	증감률	-12.3%	14.3%	15.1%	4.3%	12.0%	9.3%

자료 SK증권

주 대원제약은 Fnguide 컨센서스

<표 11> 주요 상위 제약사 영업실적							
(단위 억원)							
		2012	2013	2014	2015	2016E	
유한양행	매출액	7628	9436	10175	11287	12799	
	(연결) 영업이익	304	618	744	858	909	
녹십자	매출액	8118	1331	1533	1519	1607	
	(연결) 영업이익	744	300	354	260	268	
대웅제약	매출액	6646	6749	7272	8005	7917	
	영업이익	378	720	537	551	305	
동아에스티	매출액	분할 상장		5681	5679	6118	
	영업이익	482		543	532	594	
종근당	매출액	분할 상장		5441	5925	8194	
	영업이익	539		427	481	579	
합계	매출액(우)	22,392	17,516	30,102	32,415	36,635	
	증감률(좌)	7.7%		13.0%		8.2%	
	영업이익	1426	1638	2656	2639	2495	
		-0.6%		-5.5%		12.4%	

자료 SK증권

주: 한미약품은 로열티 수입 유입유무에 따라 변동성이 크기 때문에

(2) 중소형 제약사가 영업이익률 높아

영업이익률은 역시 중소형 제약사 쪽이 높다. 상위 제약사는 R&D 비율이 높기 때문에 판관비 부담이 크다. 그러나 중소형 제약사는 유지관리 정도의 R&D 비용을 자출하기 때문에 판관비 부담이 그만큼 작다. 2016년 중소형 제약사의 영업이익률은 12.5%이지만 상위 제약사는 8.1%에 불과하다. 2017년에도 비슷한 추세가 이어질 전망이다.

<표 12> 중소형 및 상위 제약사 영업이익률 추이							
(단위 억원)							
회사명	구분	2012	2013	2014	2015	2016E	
중소형 제약사	영업이익률	131%	128%	133%	125%	125%	
주요 상위 제약사	영업이익률	93%	64%	94%	88%	81%	
		68%		12.6%		8.2%	

5. 중소형 제약사 적정주가 평가

(1) R&D 전략은 중소형 제약사에 따라 다르다

2016년 전체 제약주는 평균적으로 약세를 보였으며 변동성이 심하게 나타났다. 평균적으로 제약주의 밸류에이션 Multiple이 높아진 상황이라 주가가 호재보다 악재에 민감한 반응을 보인 결과이다. 특히 상위 제약사의 경우는 R&D 부문이 주가에 많이 반영된 상황인데, 이 때문에 한미약품의 1개 Pipe line의 수출계약 반환이 큰 영향을 미치기도 했다.

반면 2017년 추정이익대비 현재 중소형 7개사의 평균 PER은 12.9배로 상대적으로 낮다. 대형 제약사가 R&D 비용을 상대적으로 많이 지출하기 때문에 그만큼 영업이익이 줄어든다. 결과적으로 주가 밸류에이션에서 Multiple이 높아지게 된다. 다만 한미약품 기술수출 반환 이후 신약 Pipe line에 대한 평가가 염격해지는 분위기이므로 앞으로는 적정 PER 수준이 낮아질 것으로 평가된다.

그러나 중소형 제약사는 사업포트폴리오나 특화정도, 신제품(개량신약 등) 개발전략 등의 요인이 신약개발보다 더 큰 변수이다. 중소형 제약사는 R&D 투입 비용이 적어 신약개발 가능성도 낮다. 따라서 중소형 제약사의 주가 밸류에이션 Multiple이 낮을 수밖에 없다. 당리서치는 일반적으로 대형 제약사는 보유한 영업실적과 신약 Pipe line 가치에 따라 PER이 20~35배 수준에서 형성될 수 있다고 본다. 그리고 실제로는 신약 Pipe line을 별도로 떼어서 Sum of parts 방식으로 평가하기 때문에 PER 방식으로 평가하는 것은 의미가 없다.

(2) 중소형 제약사의 적정 Multiple

2016년에 중소형 제약사 주가는 큰 변동성을 보였다. 글로벌 경제의 불확실성 확대, 미국의 금리인상 등으로 주식시장의 변동성이 커졌고, 전체 제약주가도 상위 제약사의 대규모 기술수출, 기술수출 Pipe line의 임상중단 등의 이슈가 겹치면서 주가 변동성이 커졌다. 그런데 중소형 제약사의 주가가 하락한 것은 제약사의 기업가치 변화를 반영했을 가능성이 있다. 주가 밸류에이션은 영업실적에 기반한 PER 방식이 적절할 것이다. 여기에 R&D 정도, 사업특화유무 등에 따라 주가 밸류에이션 Multiple에 가중치를 부여하면 될 것이다. 제약산업의 안정성이 타 업종보다는 좋지만 제네릭 의약품 비중이 절대적인 중소형 제약사의 경우에는 장기 생존에 대한 확신이 필요하다. 즉 단순 제네릭 의약품 비중이 높고 R&D 비중이 낮은 중소형 제약사에 대해서는 밸류에이션 할인이 불가피하다. 당리서치는, 제약주가가 변동성이 확대되면서 적정

Multiple에 대한 논란이 있을 수 있지만, 중소형 제약사의 경우 생존과 성장이 확실해 보이는 특화된 중소형 제약사는 17~20 배의 Multiple 적용도 가능하다고 본다. 제네릭 부문에서라도 강력한 경쟁력이 확보된 중소형 제약사는 14~16 배 내외로 판단한다. 반면 현재 영업실적이 좋지만 미래 생존에 대한 뚜렷한 대안이 부족하다고 판단되는 제네릭 중심 중소형 제약사는 10~13 배로 제시한다.

<표 13>제약사 규모별 밸류에이션 Multiple

구분	세부구분	PER(배)
대형 제약사	신약 Pipe line 강력한 제약사	24~35
	신약 Pipe line 보유 제약사	18~23
중소형 제약사	성장성이 높고 특화된 제약사	17~20
	제네릭 경쟁력 확보 제약사	14~16
	일반 제네릭 제약사	10~13

자료 SK증권

주: SK 증권 주관적 기준

<표 14>중소형 제약사 주가 밸류에이션 Multiple

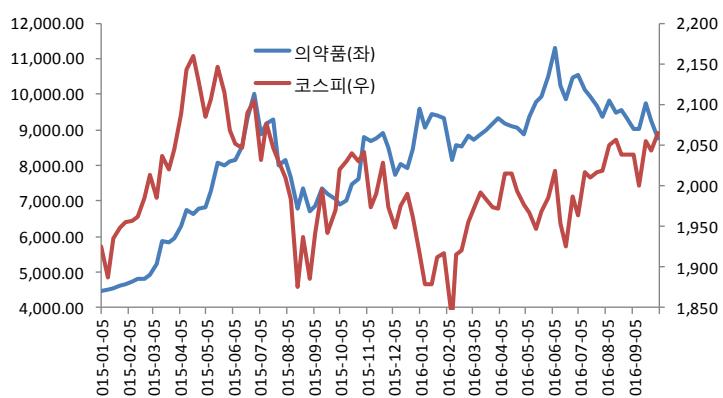
제약사명	PER	비고
유나이티제약	13.0	개량신약개발 기반 보유
동국제약	13.0	화장품 등 헬스케어 경쟁력 강화
경동제약	12.9	합성공장 경쟁력 확보
삼진제약	13.3	신약개발 기반 보유
광동제약	12.8	기능성 음료 개발 기반 보유, 삼다수 재계약 이슈는 변수
환인제약	13.0	정신과 의약품 특화
대원제약	12.2	개량신약 개발 기반 보유

자료 SK증권, Fnguide

주: 2017년 영업실적 기준

<그래프2>의약품지수와 코스피

(단위: P)



자료: SK 증권

6. 유망 중소형 제약사

(1) 2017년 유나이티드제약, 동국제약, 대봉엘에스 등 유망

2017년에 중소형 제약사는 평균 10%의 안정적 성장이 가능할 전망이다. 생존과 성장을 위해 자체 사업모델에 집중하는 제약사도 있고 새로운 성장 모델을 강화하는 제약사도 있을 것이다. 구체적으로는 상품을 도입하여 규모를 키우거나 제네릭 의약품, OTC, 가능성 음료, 화장품 등으로 사업영역을 확대하는 제약사 등이 있다. 이러한 과정에서 영업실적이 개선되고 장기 성장 비전을 가진 중소형 제약사의 주가 상승이 가능할 전망이다.

2017년 유망 중소형 제약사는 **유나이티드제약, 동국제약, 대봉엘에스, 대원제약** 등이다. 유나이티드제약은 개량신약 경쟁력이 높다. 동국제약은 OTC와 화장품 마케팅력이 강하다. 대봉엘에스는 의약품과 화장품원료에서 강점이 있다. 이외에 광동제약은 삼다수 재계약 이슈를 극복할 경우 주가상승이 가능할 것이다. 삼진제약도 실적호조가 지속되어 안정적인 주가 상승이 가능할 전망이다. 환인제약은 정신건강증진법 시행에 따른 기대감으로 주가 상승 가능성 있다.

<표 15> 유망 중소형 제약사

종목명	투자의견/목표주가	내용
유나이티드제약	매수/27,000원	제네릭의약품과 개량신약에 특화하여 안정된 영업력으로 2017년 영업실적 상대적 고성장 기대
동국제약	매수/85,000원	다양한 사업구조로 안정적인 사업포트폴리오가 장점. 최근 화장품과 OTC 부문의 성장성이 높아지고 있음
삼진제약	매수/37,000원	항혈전제 제네릭의약품에 경쟁력 보유, 제네릭에 특화되어 있으며 원료수출 추진. OTC 매출도 있음. 또한 배당액이 증가 추세
광동제약	매수/15,000원	건강음료 비중이 높음. 백신매출을 시작했고 최근 ETC부문 강화 중. 2016년 6월 비만치료제 출시. 삼다수 재계약 이슈 있음
환인제약	매수/25,000원	정신과 의약품 고성장 전망. 보톡스 등 피부과 영업 안정화 기대 2017년 정신건강 증진법 시행에 기대
대봉엘에스	매수/19,000원	화장품/의약품 원료 전문생산업체. 연평균 10% 내외의 안정적 성장 지속 전망. 자회사 P&K 피부임상과학 고성장 예상
경동제약	매수/26,000원	제네릭의약품과 개량신약에 특화, 전문의약품 중심에서 OTC 진출 고배당 매력 큼
대원제약	N/R	강한 마케팅으로 제네릭 의약품과 개량신약 등 자체 제품에 경쟁력 확보
대한약품	N/R	수액제에 특화하여 공장투자를 확대하고 매출증가로 마진이 개선되며 실적 대폭 개선됨

자료 SK증권

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



Analyst
하태기
tgha@sk.com
02-3773-8872

Company Data

자본금	81 억원
발행주식수	1,621 만주
자사주	95 만주
액면가	500 원
시가총액	3,055 억원
주요주주	
강덕영(외20)	41.63%
프랭클린템플턴	7.99%
외국인지분율	11.50%
배당수익률	1.20%

Stock Data

주가(16/10/04)	18,850 원
KOSPI	2054.86 pt
52주 Beta	0.66
52주 최고가	22,500 원
52주 최저가	14,650 원
60일 평균 거래대금	11 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	3.3%	2.5%
6개월	-10.2%	-13.6%
12개월	-11.9%	-15.6%

유나이티드제약 (033270/KS | 매수(유지) | T.P 27,000 원(유지))

경쟁력 있는 개발신약 기반으로 성장 지속

유나이티드제약은 클란자 CR, 실로스탄 CR, 가스티인 CR 등과 같은 경쟁력 있는 개량신약을 개발하여 단기적으로 국내시장에서 성장하고, 장기적으로 파마징시장 진출을 추진하고 있다. 현재 테바, JJK 사 등에 개량신약을 기술수출 했으며, 향후 신규 개량신약의 파마징시장 진출 가능성도 배제할 수 없다. 마진 좋은 개량신약 매출이 증가하면서 향후 수익성이 뚜렷하게 개선될 전망이다.

2017년 개량신약 기반에서 실적호조 뚜렷할 전망

유나이티드제약은 2017년에도 개량신약 개발과 영업에 집중하면서 뚜렷한 실적 개선 성과가 나타날 전망이다. 항혈전제 실로스탄 CR의 매출액이 2016년에 200억원, 2017년에 250억원으로 성장할 것이다. 2016년 7월 출시된 위장운동 개선제 가스티인 매출액도 2016년 30억원, 2017년 100억원에 근접할 전망이다. 특히 2017년에도 1~2품목의 신규 개량신약이 출시될 계획인데, 고마진 개량신약 매출액이 본격 성장하면서 이익성장도 뚜렷해질 것으로 추정된다.

금년 3분기 및 연간 영업실적 호조 전망

금년 3분기에는 2분기의 영업실적 호조가 이어지면서 매출액이 전년동기대비 9.6% 성장한 738억원, 영업이익이 40.7% 증가한 57억원을 기록할 전망이다. 또한 연간으로는 매출액이 9.4% 증가한 1,772억원, 영업이익이 13.6% 증가한 260억원으로 전망된다.

개량신약개발 지속, 국내시장 매출확대, 장기적으로 해외시장 진출 추진

동사는 개량신약을 개발하여 우선 국내시장에서 성장을 지속하는 전략을 가지고 있다. 치열한 제네리ック 약품시장에서 벗어나 독자적인 개량신약을 개발함으로서 매출을 키울 수 있고 수익성도 개선할 수 있는 사업모델이다. 그러나 장기적으로는 역시 해외시장 진출을 목표로 하고 있다. 클란자 CR과 실로스탄 CR에 대해 이스라엘 테바사와 중국 JJK 사에 기술수출한 바가 있고 향후에도 자체 개발 개량신약의 파마징시장 진출 가능성이 높을 것이다. 2017년에 영업실적 개선을 기반으로 주가상승이 가능할 전망이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	1,369	1,552	1,620	1,772	1,955	2,221
yoY	%	15	134	4.4	9.4	103	136
영업이익	억원	152	220	229	260	287	327
yoY	%	-248	445	42	13.6	105	136
EBITDA	억원	214	291	295	337	364	392
세전이익	억원	139	228	248	289	308	350
순이익(자기배주주)	억원	105	185	217	195	234	266
영업이익률%	%	11.1	14.2	14.1	14.7	14.7	14.7
EBITDA%	%	15.6	18.8	18.2	19.0	18.6	17.6
순이익률	%	7.7	11.9	13.4	11.0	12.0	12.0
EPS	원	667	1,148	1,340	1,202	1,443	1,639
PER	배	13.7	11.7	13.0	15.6	13.0	11.4
PBR	배	1.0	1.3	1.6	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	배	6.5	6.8	9.1	8.1	7.1	6.1
ROE	%	7.7	12.2	13.0	10.8	11.8	12.1
순차입금	억원	-50	-190	-146	-321	-458	-662
부채비율	%	369	342	34.0	32.5	30.9	29.8

개량신약 개발 및 출시 계획				(단위 억원)
개량신약	출시연도	기술수출	매출액	
클라자CR	소염진통	2010.5	이스라엘 테바 기술수출, 중국 JJK사 기술수출	60
글라벡신듀오	항현전제	2012.3	2013년 조지아 수출시작	40
실로스탄CR	항현전제	2013.6	중국 JJK사 기술수출	200
칼로민정	기관지염제	2015.1		60
가스티인	위장운동개선	2016.9		40
UISTLOMSE	호흡기용약	2016.4Q	임상 진행 중	
UDTCCAM	항암제	2016.4Q	임상 진행 중	

자료 유나이티드제약

기술수출 현황

클란자CR	2013년 2월 TEVA에 기술수출
	대상국가는 동유럽(러시아, 우크라이나, 카자흐스탄, 우즈케비스탄 벨라루수), 남미(베네수엘라)
	2017년 러시아 우크라이나 베네수엘라 발매 목표
클란자CR	2013년 5월 중국 JJK사에 기술수출
실로스탄CR	대상국가는 중국 필요임상: 클란자 CR은 1상, 실로스탄CR은 1.2상 2018년 발매 목표 현재 임상 허가를 받은 상황

자료 유나이티드제약

개량신약

실로스탄 CR



자료: 유나이티드제약

가스티인 CR



자료: 유나이티드제약

분기별 요약 영업실적

월결산 (억원)	2015				2016E			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE
매출액	408	393	399	419	441	419	438	475
영업이익	64	61	41	64	76	60	57	67
세전이익	78	60	55	56	92	59	65	73
순이익(지배주주)	62	45	43	66	70	20	49	56
YoY (%)								
매출액	95	58	82	-43	80	65	9.6	132
영업이익	39.6	24.0	-24.4	-10.6	18.7	-15	40.7	55
세전이익	192	152	138	132	208	141	148	155
순이익(지배주주)	153	115	109	158	160	4.7	11.3	11.7

자료 SK증권

투자의견 변경	일시	투자의견	목표주가	(원)	수정주가	목표주가
	2016.10.10	매수	27000 원			
	2016.08.18	매수	27000 원			
	2016.05.04	매수	27000 원			
	2016.03.27	매수	27000 원			
	2016.02.18	매수	27000 원			
	2015.12.09	매수	27000 원			
	2015.10.05	매수	30000 원			
	2015.09.21	매수	30000 원			
	2015.08.17	매수	30000 원			
	2015.08.10	매수	30000 원			
	2015.07.10	매수	30000 원			
	2015.04.15	매수	20000 원			
	2015.03.29	매수	20000 원			



Compliance Notice

- 작성자(하태 기)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석팀 당사는 본인의 담당 종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해관계가 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 10월 10일 기준)

매수	95.95%	중립	4.05%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,114	1,121	1,360	1,576	1,895
현금및현금성자산	311	229	324	461	666
매출채권및기타채권	400	433	474	523	594
재고자산	272	256	280	309	351
비유동자산	1,057	1,184	1,132	1,144	1,097
장기금융자산	77	69	27	27	27
유형자산	670	766	751	746	682
무형자산	36	44	44	43	43
자산총계	2,171	2,305	2,492	2,720	2,992
유동부채	284	387	415	443	483
단기금융부채	50	145	151	151	151
매입채무 및 기타채무	73	94	103	113	128
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	268	198	195	199	205
장기금융부채	198	134	126	126	126
장기매입채무 및 기타채무	10	11	11	11	11
장기충당부채	18	16	18	21	24
부채총계	553	585	611	642	687
지배주주지분	1,618	1,720	1,881	2,078	2,305
자본금	81	81	81	81	81
자본잉여금	201	201	201	201	201
기타자본구성요소	-27	-111	-111	-111	-111
자기주식	-27	-111	-111	-111	-111
이익잉여금	1,365	1,551	1,712	1,909	2,136
비자본주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,618	1,720	1,881	2,078	2,305
부채와자본총계	2,171	2,305	2,492	2,720	2,992

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	217	260	191	241	237
당기순이익(손실)	185	217	195	234	266
비현금성항목등	95	83	156	130	126
유형자산감가상각비	70	65	75	75	64
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타	-20	-9	-13	-16	-16
운전자본감소(증가)	-45	26	-80	-49	-71
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-43	-28	-40	-49	-71
재고자산감소(증가)	-12	8	-13	-29	-42
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-6	18	11	11	15
기타	15	29	-38	19	27
법인세납부	-17	-66	-79	-74	-84
투자활동현금흐름	-205	-256	-85	-59	14
금융자산감소(증가)	-110	-56	-33	0	0
유형자산감소(증가)	-79	-170	-61	-70	0
무형자산감소(증가)	-14	-1	-1	-1	-1
기타	-2	-30	9	12	14
재무활동현금흐름	20	-91	-9	-44	-46
단기금융부채증가(감소)	10	35	-1	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	-4	0	0	0
자본의증가(감소)	28	-84	0	0	0
배당금의 지급	-8	-32	-34	-37	-39
기타	-11	-6	-8	-7	-7
현금의 증가(감소)	47	-82	95	137	204
기초현금	264	311	229	324	461
기말현금	311	229	324	461	666
FCF	140	100	150	175	241

자료: 유나이티드제약, SK증권

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	1,552	1,620	1,772	1,955	2,221
매출원가	721	745	805	886	1,006
매출총이익	831	875	967	1,070	1,215
매출총이익률(%)	53.5	54.0	54.6	54.7	54.7
판매비와관리비	611	646	707	782	888
영업이익	220	229	260	287	327
영업이익률(%)	14.2	14.1	14.7	14.7	14.7
비영업수익	8	19	29	20	23
순금수비용	4	-1	-1	-4	-7
외환관련손익	5	8	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	-1	-4	2	0	0
세전계속사업이익	228	248	289	308	350
세전계속사업이익률(%)	14.7	15.3	16.3	15.7	15.7
계속사업법인세	43	31	94	74	84
계속사업이익	185	217	195	234	266
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	185	217	195	234	266
순이익률(%)	11.9	13.4	11.0	12.0	12.0
지배주주	185	217	195	234	266
지배주주구속 순이익률(%)	11.91	13.4	10.99	11.96	11.96
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	184	217	195	234	266
지배주주	184	217	195	234	266
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	291	295	337	364	392

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	13.4	44	94	10.3	13.6
영업이익	44.5	42	13.6	10.5	13.6
세전계속사업이익	64.4	91	16.3	65	13.6
EBITDA	36.3	13	14.0	81	77
EPS(계속사업)	72.1	16.8	-10.3	20.1	13.6
수익성 (%)					
ROE	12.2	13.0	10.8	11.8	12.1
ROA	9.0	9.7	8.1	9.0	9.3
EBITDA/마진	18.8	18.2	19.0	18.6	17.6
안정성 (%)					
유동비율	392.0	289.9	327.3	355.9	392.7
부채비율	34.2	34.0	32.5	30.9	29.8
순자기자본/자기자본	-11.7	-8.5	-17.0	-22.0	-28.7
EBITDA/이자비용(배)	28.7	42.0	45.2	49.1	52.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,148	1,340	1,202	1,443	1,639
BPS	9985	10,612	11,606	12,821	14,222
CFPS	1,592	1,748	1,673	1,914	2,041
주당 현금배당금	200	220	240	250	250
Valuation 지표 (배)					
PER(최고)	13.1	21.0	18.7	15.6	13.7
PER(최저)	7.9	10.2	14.4	12.0	10.6
PBR(최고)	15	27	19	18	16
PBR(최저)	0.9	1.3	1.5	1.4	1.2
PCR	84	100	11.2	98	92
EV/EBITDA(최고)	78	15.0	99	88	77
EV/EBITDA(최저)	43	7.0	7.4	6.5	5.5



Analyst
하태기
tgha@sk.com
02-3773-8872

Company Data

자본금	222 억원
발행주식수	889 만주
자사주	17 만주
액면가	2,500 원
시가총액	5,237 억원
주요주주	
권기범(외7)	46.51%
트러스톤자산운용	8.10%
외국인지분률	20.80%
배당수익률	0.50%

Stock Data

주가(16/10/04)	58,900 원
KOSDAQ	685.88 pt
52주 Beta	1.26
52주 최고가	76,500 원
52주 최저가	40,150 원
60일 평균 거래대금	22 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.7%	-7.9%
6개월	-13.3%	-11.8%
12개월	26.7%	26.8%

동국제약 (086450/KQ | 매수(유지) | T.P 85,000 원(유지))

비처방 의약품부문의 강력한 사업역량에 주목

동국제약의 비처방 사업역량에 주목한다. 2016년 매출액이 19.7% 증가한 3,110 억 원, 영업이익이 34.2% 증가한 451 억원으로 추정된다. 타 중소형 제약사 대비 월등한 실적이다. 화장품과 OTC 등에서의 사업역량을 기반으로 2017년에도 고성장할 것으로 판단된다.

비처방의약품 사업역량 강한 제약사로 평가

동국제약은 처방의약품이 안정적으로 성장하는 가운데, 화장품, OTC 등 비처방 부문의 고성장에도 주목할 필요가 있는 제약사이다. 처방의약품 이외에도 화장품과 OTC 등의 신규사업부문의 사업역량이 강한 것으로 평가되어 2017년에도 높은 실적 성장이 가능할 전망이다.

화장품과 OTC 성장 가능성에 주목

동사는 사업에 대한 정보공개가 제한적으로 이루어지는 제약사여서 자세히 분석하기가 어렵다. 그러나 사업보고서와 분기보고서, 그리고 뉴스 등을 토대로 분석해 보면 화장품이 고성장하고 있고 화장품을 제외해도 금년 상반기에 10% 내외 성장이 이루어지고 있는 것으로 평가된다. 기존 주력 사업인 전문의약품, 마취제, 조영제가 안정적으로 성장하고 있는 것으로 추정된다. 금년 상반기 화장품 매출액이 180~190 억원 내외로 추정되어 매출 성장에 크게 기여하고 있다. 한편 최근 화장품 이외에도 정맥순환개선제 센시아(100 억원대 추정), 수족냉증개선제 센스온, 탈모영양제 판시딜 등에 대한 광고도 강화하고 있어 OTC 부문의 고성장 여부에 주목할 필요가 있다.

하반기 및 2017년 영업실적 호조 전망

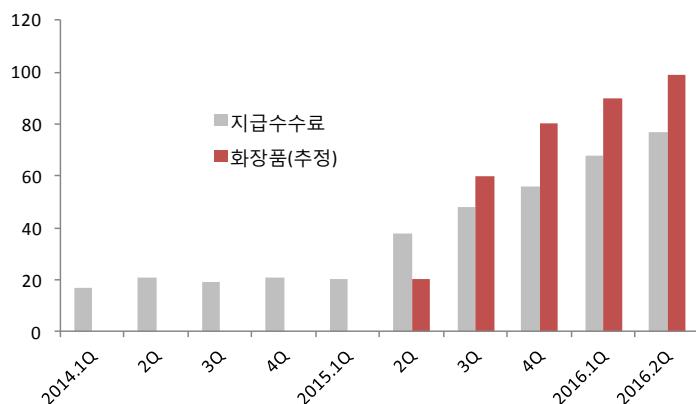
금년 3분기 매출액이 전년동기대비 16.2% 증가한 812 억원, 영업이익이 12.8% 증가한 118 억원으로 추정된다. 2016년 매출액은 19.7% 증가한 3,111 억원, 영업이익은 34.2% 증가한 451 억원으로 전망된다. 2017년에도 외형이 10% 성장할 전망이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	2,131	2,260	2,599	3,111	3,427	3,785
yoY	%	182	61	15.0	19.7	102	105
영업이익	억원	245	266	336	451	497	549
yoY	%	-94	83	266	342	102	105
EBITDA	억원	297	309	393	508	543	588
세전이익	억원	259	284	368	482	522	578
순이익(자기배주주)	억원	168	211	274	360	389	431
영업이익률%	%	11.5	11.8	12.9	14.5	14.5	14.5
EBITDA%	%	13.9	13.7	15.1	16.3	15.9	15.5
순이익률	%	7.9	9.3	10.5	11.6	11.4	11.4
EPS	원	1885	2373	3,084	4,050	4,379	4,852
PER	배	185	145	19.0	141	130	118
PBR	배	19	1.7	2.6	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	배	95	8.7	11.9	8.6	7.4	6.3
ROE	%	108	125	14.6	16.7	15.6	15.0
순차입금	억원	-347	-448	-582	-794	-1,097	-1,420
부채비율	%	345	383	37.0	35.7	33.8	32.2

지급수수료로 추정한 화장품 매출액

(단위: 억원)



자료: SK증권

분기별 요약 영업실적 추이

(억원)	2015				2016E			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE
매출액	547	637	692	724	699	812	803	796
영업이익	59	61	105	111	100	125	118	108
세전이익	71	73	108	116	111	134	127	111
순이익	54	52	81	87	84	100	94	82
YoY (%)								
매출액	42	114	171	265	279	276	162	98
영업이익	-123	-28	35.7	91.8	68.6	104.3	128	-2.6
세전이익	-104	133	26.0	111.6	56.1	81.9	178	-4.4
순이익	-59	168	25.5	93.6	59.4	91.6	164	-4.8

자료 SK증권

주. 연결기준

투자의견 변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.10.10	매수	85000 원
	2016.08.17	매수	85000 원
	2016.05.17	매수	80000 원
	2016.03.27	매수	80000 원
	2016.03.04	매수	73000 원
	2016.02.18	매수	65000 원
	2015.12.18	매수	65000 원
	2015.10.15	매수	50000 원
	2015.04.15	중립	45500 원
	2014.11.05	중립	45500 원

(원)

수정주가 목표주가

Compliance Notice

- 작성자(하태 기)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 담당 종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해관계가 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 10월 10일 기준)

매수	95.95%	중립	4.05%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,732	1,952	2,388	2,847	3,347
현금및현금성자산	264	370	504	806	1,129
매출채권및기타채권	881	948	1,134	1,250	1,380
재고자산	315	325	389	429	474
비유동자산	710	796	782	751	728
장기금융자산	80	123	150	150	150
유형자산	534	569	514	469	431
무형자산	50	53	55	57	59
자산총계	2,442	2,748	3,170	3,598	4,075
유동부채	528	588	665	728	799
단기금융부채	45	70	44	44	44
매입채무 및 기타채무	386	400	478	527	582
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	148	154	170	181	193
장기금융부채	16	15	11	11	11
장기매입채무 및 기타채무	8	10	10	10	10
장기충당부채	59	70	86	94	104
부채총계	676	742	835	908	992
지배주주지분	1,763	1,996	2,325	2,679	3,072
자본금	222	222	222	222	222
자본잉여금	133	133	133	133	133
기타자본구성요소	-30	-31	-31	-31	-31
자기주식	-30	-31	-31	-31	-31
이익잉여금	1,429	1,664	1,997	2,356	2,755
비자본주주지분	3	10	10	10	10
자본총계	1,766	2,006	2,335	2,689	3,083
부채와자본총계	2,442	2,748	3,170	3,598	4,075

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	227	271	264	326	345
당기순이익(순실)	210	272	360	389	431
비현금성항목등	142	180	196	154	157
유형자산감가상각비	42	55	56	45	38
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타	28	35	31	-7	-7
운전자본감소(증가)	-61	-102	-177	-85	-97
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-77	-72	-190	-115	-131
재고자산감소(증가)	3	-19	-81	-40	-45
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	60	14	79	49	55
기타	-46	-25	16	21	24
법인세납부	-63	-78	-116	-132	-146
투자활동현금흐름	-81	-173	-72	9	13
금융자산감소(증가)	36	-94	-76	0	0
유형자산감소(증가)	-135	-91	0	0	0
무형자산감소(증가)	1	-3	-3	-3	-3
기타	17	15	8	12	16
재무활동현금흐름	-13	7	-59	-32	-35
단기금융부채증가(감소)	12	21	-34	0	0
장기금융부채증가(감소)	13	3	0	0	0
자본의증가(감소)	-28	-1	0	0	0
배당금의 지급	-25	-26	-26	-31	-33
기타	15	12	1	-2	-2
현금의 증가(감소)	130	106	133	302	323
기초현금	134	264	370	504	806
기말현금	264	370	504	806	1,129
FCF	114	196	254	329	349

자료: 동국제약 SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	2,260	2,599	3,111	3,427	3,785
매출원가	980	1,116	1,260	1,388	1,533
매출총이익	1,280	1,484	1,851	2,039	2,252
매출총이익률(%)	56.6	57.1	59.5	59.5	59.5
판매비와관리비	1,014	1,147	1,400	1,542	1,703
영업이익	266	336	451	497	549
영업이익률(%)	11.8	12.9	14.5	14.5	14.5
비영업수익	19	32	31	25	29
순금수비용	-8	-6	-7	-10	-15
외환관련손익	-2	8	7	7	7
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	284	368	482	522	578
세전계속사업이익률(%)	12.6	14.2	15.5	15.2	15.3
계속사업법인세	74	96	122	132	146
계속사업이익	210	272	360	389	431
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	210	272	360	389	431
순이익률(%)	93	10.5	11.6	11.4	11.4
지배주주	211	274	360	389	431
지배주주구속 순이익률(%)	933	10.55	11.58	11.36	11.4
비지배주주	-1	-2	0	0	0
총포괄이익	196	259	355	385	427
지배주주	197	261	355	385	427
비지배주주	-1	-2	0	0	0
EBITDA	309	393	508	543	588

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	61	15.0	19.7	10.2	10.5
영업이익	83	26.6	34.2	10.2	10.5
세전계속사업이익	98	29.5	31.1	81	10.8
EBITDA	40	27.0	29.4	7.0	8.3
EPS(계속사업)	25.9	30.0	31.3	8.1	10.8
수익성 (%)					
ROE	12.5	14.6	16.7	15.6	15.0
ROA	9.1	10.5	12.2	11.5	11.2
EBITDA 마진	13.7	15.1	16.3	15.9	15.5
안정성 (%)					
유동비율	328.1	331.7	359.2	391.1	418.7
부채비율	38.3	37.0	35.7	33.8	32.2
순자기자본/자기자본	-25.4	-29.0	-34.0	-40.8	-46.1
EBITDA/이자비용(배)	172.8	173.7	193.6	315.7	341.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,373	3,084	4,050	4,379	4,852
BPS	19,828	22,449	26,145	30,127	34,552
CFPS	2,863	3,720	4,691	4,901	5,295
주당 현금배당금	300	300	350	380	400
Valuation 지표 (배)					
PER(최고)	19.0	23.5	18.9	17.5	15.8
PER(최저)	10.8	11.1	13.3	12.3	11.1
PBR(최고)	23	32	29	25	22
PBR(최저)	13	15	21	18	16
PCR	12.0	15.8	12.2	11.7	10.8
EV/EBITDA(최고)	11.7	15.1	12.0	10.6	9.3
EV/EBITDA(최저)	6.1	6.4	8.0	6.9	5.8

SK COMPANY Analysis



Analyst
하태기
tgha@sk.com
02-3773-8872

Company Data

자본금	139 억원
발행주식수	1,390 만주
자사주	145 만주
액면가	1,000 원
시가총액	4,483 억원
주요주주	
조의환 외	12.85%
최승주 외	9.62%
외국인지분율	26.50%
배당수익률	1.90%

Stock Data

주가(16/10/04)	32,250 원
KOSPI	2054.86 pt
52주 Beta	0.82
52주 최고가	35,300 원
52주 최저가	21,550 원
60일 평균 거래대금	19 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	0.0%	-0.8%
6개월	18.4%	14.0%
12개월	16.6%	11.8%

삼진제약 (005500/KS | 매수(유지) | T.P 39,000 원(유지))

제네릭 의약품 중심 안정적 성장 지속

삼진제약의 사업비중은 ETC(처방의약품) 81%, OTC 17%, 기타(수출 등) 2%이다. ETC는 대부분 제네릭 의약품이 절대적인데 이 부문에서 경쟁력을 확보하고 있다. 기존 ETC 제품의 안정적인 성장과 신규 제품 가세로 연간 7% 내외 성장이 가능할 전망이다. 이익 증가로 현금흐름이 개선되고 있으며 배당도 증가 추세이다. 동사는 주가 밸류에이션 매력이 있고 배당매력도 있다.

연간 5~7% 성장하는 제네릭 의약품 전문 제약사

삼진제약의 사업비중은 ETC(처방의약품) 81%, OTC 17%, 기타 2%(수출 등)이다. 항혈전제 플래리스가 안정적으로 성장하면서 최근 몇 년간 전체 외형은 연간 5~7% 성장 중이다. 다만 2016년에는 ETC의 안정적인 성장과 개보린 약가인상 효과로 매출액이 11.6% 성장하고, 영업이익이 11.5% 증가한 401 억원으로 추정된다.

기존 주력 품목의 안정성장과 신규 제품 고성장 모델 지속

동사는 최근 몇 년간 처방의약품 중심으로 안정적으로 성장 중이다. ETC가 대부분 제네릭 의약품으로 구성되어 있는데 제네릭 의약품 마케팅력이 강한 편이다. 주력 제품인 항혈전제 플래리스가 대형품목으로 성장한 후에도 5% 내외 증가하고 있는 것이 이를 입증한다. 이외에 신규 품목으로 볼 수 있는 치매치료제 뉴토인, 고지혈증치료제 뉴스타틴-A, 크레스토제네릭 뉴스타틴 R 16 억원 등이 성장을 이끌고 있다. 금년 4분기에 는 고혈압복합제 트윈스타 제네릭, 클로피도그렐+아스피린 복합제 등이 출시될 예정이다.

2017년 7% 내외 성장, 고배당 지속 전망

향후에도 제네릭 의약품 중심으로 매출과 영업이익이 7~8% 내외 성장할 전망이다. 2017년 매출액은 7.9% 성장한 2,605 억원 영업이익이 8.5% 증가한 435 억원으로 전망된다. 신약 Pipe line은 연구진조중이 국내 임상 1상 진행 중이다. 제네릭 의약품 원료의 고품질 경쟁력을 기반으로 수출도 추진 중이다. 연간 600 원 이상의 배당도 기대되어 고배당 매력이 있다. 2017년 예상 실적기준 PER 13 배로 밸류에이션 매력도 있다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	1,920	2,013	2,165	2,416	2,605	2,799
yoY	%	3.4	4.8	7.6	11.6	7.9	7.5
영업이익	억원	301	316	360	401	435	468
yoY	%	738	49	139	115	85	75
EBITDA	억원	355	377	425	481	513	536
세전이익	억원	286	302	346	392	430	469
순이익(자기배주주)	억원	79	207	270	304	334	364
영업이익률%	%	15.7	15.7	16.6	16.6	16.7	16.7
EBITDA%	%	18.5	18.7	19.6	19.9	19.7	19.1
순이익률	%	4.1	10.3	12.5	12.6	12.8	13.0
EPS	원	567	1,490	1,946	2,189	2,399	2,616
PER	배	25.5	14.4	12.0	14.6	13.3	12.2
PBR	배	18	24	22	2.6	22	20
EV/EBITDA	배	7.1	8.9	8.4	9.6	8.7	7.8
ROE	%	7.0	17.3	19.7	19.0	18.1	17.2
순차입금	억원	395	268	242	119	-61	-313
부채비율	%	80.5	66.1	49.1	37.7	34.3	31.4

삼진제약 주요 제품 매출 추이						(단위 억원)
제품명	20161Q	20151Q	증감률	20162Q	20152Q	증감률
ETC	463	421	99%	491	458	74%
플래리스	105	99	5.8%	118	113	4.6%
뉴스타탄-A	29	25	128%	30	27	132%
뉴토인	21	18	131%	21	21	22%
뉴라세탐	18	17	5.7%	19	18	5.5%
타이록신	15	13	82%	16	9	671%
뉴스타탄-R	14	7	105.7%	16	13	20.7%
시너젯	13	12	12.6%	15	15	-5.5%
바메딘	13	14	-7.2%	13	15	-16.9%
OTC	102	77	321%	94	67	40.6%
게보린	51	30	691%	37	33	123%
트레스탄	19	23	-15.8%	24	13	848%
수출	10	8	223%	9	6	415%
기타	7	9	-21.0%	5	6	-28%
계	582	515	12.9%	600	537	11.8%

자료 삼진제약

주. 게보린 15% 약가인상

분기별 영업실적 추이

(억원)	2015				2016E			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE
매출액	515	537	558	555	582	600	623	611
영업이익	93	101	102	64	107	108	108	78
세전이익	91	98	95	62	104	107	105	76
순이익	66	72	73	60	81	83	82	59
YoY (%)								
매출액	2.6	6.5	105	106	129	118	11.6	101
영업이익	0.5	18.8	26.0	11.1	148	75	6.4	211
세전이익	3.5	19.5	205	17.6	139	9.6	11.0	221
순이익	2.0	21.1	255	137.2	222	162	12.1	-2.0

자료 SK증권

투자의견 변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.10.10	매수	39,000 원
	2016.08.29	매수	39,000 원
	2016.05.10	매수	37,000 원
	2016.02.18	매수	37,000 원
	2016.02.02	매수	37,000 원
	2016.01.13	매수	37,000 원
	2015.10.05	매수	37,000 원
	2015.09.21	매수	37,000 원
	2015.07.31	매수	37,000 원
	2015.07.10	매수	31,000 원
	2015.04.15	매수	28,000 원
	2014.10.10	중립	28,000 원

Compliance Notice

- 작성자(하태 기)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 담당 종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해관계가 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 10월 10일 기준)

매수	95.95%	중립	4.05%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,284	1,372	1,528	1,824	2,195
현금및현금성자산	27	9	13	193	445
매출채권및기타채권	869	885	988	1,065	1,145
재고자산	339	431	480	518	557
비유동자산	809	835	833	826	770
장기금융자산	72	77	82	82	82
유형자산	700	711	692	674	607
무형자산	29	39	51	62	72
자산총계	2,093	2,207	2,361	2,650	2,965
유동부채	638	580	493	518	544
단기금융부채	330	290	170	170	170
매입채무 및 기타채무	223	197	220	237	255
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	194	147	153	158	165
장기금융부채	0	0	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	2	3	3	3	3
장기충당부채	16	16	18	19	21
부채총계	833	727	646	677	709
지배주주지분	1,260	1,481	1,715	1,973	2,256
자본금	139	139	139	139	139
자본잉여금	240	240	240	240	240
기타자본구성요소	-199	-189	-185	-185	-185
자기주식	-219	-218	-218	-218	-218
이익잉여금	1,081	1,291	1,521	1,779	2,062
비자본주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,260	1,481	1,715	1,973	2,256
부채와자본총계	2,093	2,207	2,361	2,650	2,965

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	334	196	279	330	342
당기순이익(손실)	207	270	304	334	364
비현금성항목등	230	223	214	180	172
유형자산감가상각비	60	65	80	78	68
무형자산상각비	1	0	1	1	1
기타	65	75	39	3	3
운전자본감소(증가)	-13	-212	-157	-87	-89
매출채권및기타채권의 감소(증가)	61	-30	-107	-78	-79
재고자산감소(증가)	-55	-91	-50	-38	-39
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	69	-25	23	17	18
기타	-89	-66	-22	11	11
법인세납부	-91	-85	-82	-96	-105
투자활동현금흐름	-125	-99	-73	-70	-3
금융자산감소(증가)	14	-15	-3	0	0
유형자산감소(증가)	-132	-76	-60	-60	0
무형자산감소(증가)	-10	-12	-12	-12	-12
기타	4	4	2	2	8
재무활동현금흐름	-208	-115	-203	-80	-86
단기금융부채증가(감소)	-145	-40	-120	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-50	-62	-75	-75	-81
기타	-13	-13	-8	-5	-5
현금의 증가(감소)	1	-18	4	180	252
기초현금	26	27	9	13	193
기말현금	27	9	13	193	445
FCF	218	135	205	257	330

자료: 삼진제약 SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	2,013	2,165	2,416	2,605	2,799
매출원가	893	967	1,092	1,175	1,263
매출총이익	1,120	1,198	1,324	1,430	1,537
매출총이익률(%)	55.6	55.4	54.8	54.9	54.9
판매비와관리비	804	839	923	995	1,069
영업이익	316	360	401	435	468
영업이익률(%)	15.7	16.6	16.6	16.7	16.7
비영업수익	-14	-14	-9	-5	1
순금수비용	10	7	7	3	-3
외환관련손익	0	1	1	1	1
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	302	346	392	430	469
세전계속사업이익률(%)	15.0	16.0	16.2	16.5	16.7
계속사업법인세	94	76	88	96	105
계속사업이익	207	270	304	334	364
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	207	270	304	334	364
순이익률(%)	10.3	12.5	12.6	12.8	13.0
지배주주	207	270	304	334	364
지배주주기록 순이익률(%)	10.29	12.49	12.6	12.8	12.99
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	170	272	304	334	364
지배주주	170	272	304	334	364
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	377	425	481	513	536

주요투자지표

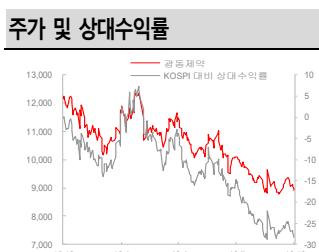
월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	48	7.6	11.6	7.9	7.5
영업이익	49	13.9	11.5	8.5	7.5
세전계속사업이익	54	14.7	13.4	9.6	9.1
EBITDA	63	12.8	13.2	6.7	4.4
EPS(계속사업)	163.0	30.5	12.5	9.6	9.1
수익성 (%)					
ROE	17.3	19.7	19.0	18.1	17.2
ROA	10.0	12.6	13.3	13.3	13.0
EBITDA/마진	18.7	19.6	19.9	19.7	19.1
안정성 (%)					
유동비율	201.1	236.7	309.9	351.9	403.2
부채비율	66.1	49.1	37.7	34.3	31.4
순자기자본/자기자본	21.3	16.4	7.0	-31	-13.9
EBITDA/이자비용(배)	27.9	46.6	56.4	102.7	107.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,490	1,946	2,189	2,399	2,616
BPS	9,068	10,652	12,336	14,197	16,231
CFPS	1,930	2,416	2,765	2,963	3,109
주당 현금배당금	500	600	600	650	700
Valuation 지표 (배)					
PER(최고)	19.0	16.2	16.1	14.7	13.5
PER(최저)	9.4	10.7	10.3	9.4	8.6
PBR(최고)	3.1	3.0	2.9	2.5	2.2
PBR(최저)	1.6	2.0	1.8	1.6	1.4
PCR	11.1	9.6	11.5	10.8	10.3
EV/EBITDA(최고)	11.5	11.1	10.6	9.6	8.7
EV/EBITDA(최저)	6.2	7.6	6.9	6.1	5.4



Analyst
하태기
tgha@sk.com
02-3773-8872

Company Data	
자본금	524 억원
발행주식수	5,242 만주
자사주	1,184 만주
액면가	1,000 원
시가총액	4,744 억원
주요주주	
최성원 외	17.85%
외국인지분율	19.70%
배당수익률	0.90%

Stock Data	
주가(16/10/05)	9,050 원
KOSPI	2053 pt
52주 Beta	0.81
52주 최고가	12,650 원
52주 최저가	8,790 원
60일 평균 거래대금	22 억원



광동제약 (009290/KS | 매수(유지) | T.P 15,000 원(유지))

기존 사업 안정성장에 의약품사업 강화 전망

광동제약은 음료와 OTC 중심으로 안정적인 성장을 지속하고 있다. 다만 2015년부터 ETC 사업을 강화하면서 관련 비용증가로 영업이익 성장이 둔화되었다. 2017년부터는 기존 음료와 OTC가 성장하는 가운데 백신과 항암제, 그리고 신규도입 비만치료제 등의 ETC 부문이 고성장하면서 이익성장이 가능할 전망이다. 다만 삼다수 재계약 이슈가 주요 과제로 남아 있다. 삼다수 이슈를 극복한다면 주가 상승이 가능할 전망이다.

음료, OTC 부문 안정적 성장, 삼다수 유통매출 고성장 중

광동제약은 음료 및 OTC 중심의 제약사이며 삼다수 유통매출도 담당하고 있다. 연간 10% 내외 성장하고 있는데, 그동안 삼다수의 성장 기여도가 커졌다. 2015년부터 백신과 처방의약품 매출확대를 위해 노력하고 있으며 2017년부터는 그 결과를 영업실적에서 확인할 수 있을 전망이다.

의약품사업 강화로 사업영역 확대 중

최근 동사는 의약품사업을 강화하고 있다. 2015년에 GSK로부터 연 400억원대의 백신(소아백신 8개품목)을 도입하여 국내 유통마케팅을 맡았고, 금년 6월에는 미국의 오렉시젠 테라퓨틱스사로부터 비만신약 콘트라브를 들여와 출시했다. 콘트라브는 미국 비만시장에서 점유율 1위로 한국에서도 매출증가를 기대할 수 있다. 최근 전립선암치료제 바카루드가 상반기 40억원 차방을 기록했으며, 혈액암인 디발성골수증 치료제 레블리미드(세엘진사)의 특허회피에 성공하며 내년 10월 이후 제네릭 출시를 앞두고 있다. 따라서 광동제약의 의약품 매출은 꾸준히 증가할 것으로 전망된다. 다만 연간 R&D 비용이 70억원대에 불과하여 의약품 사업 강화를 위한 R&D 투자 확대가 필요한 상황이다.

삼다수 재계약 이슈 극복 시 주가 상승 전망

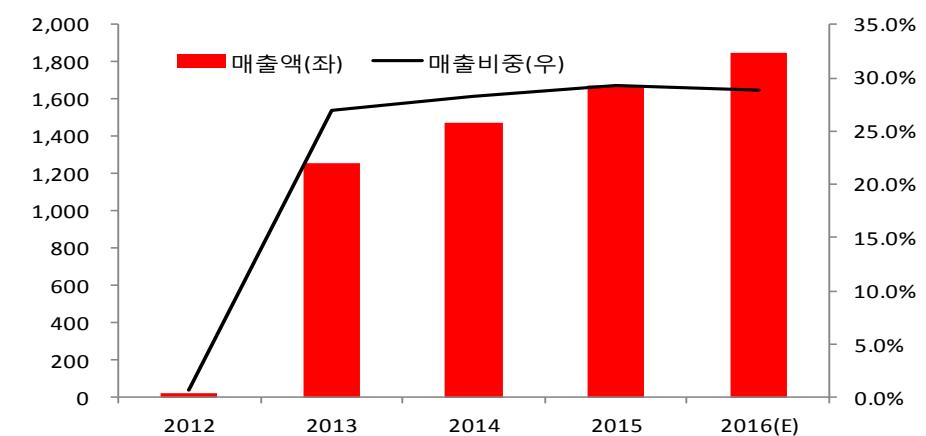
2017년에도 비타 500, 옥수수수염차, 헛개차, 쌍화탕, 청심류 등 음료와 OTC 중심으로 안정적으로 성장하고, 특히 ETC 부문이 성장할 전망이다. 따라서 영업실적 개선이 가능할 전망이다. 다만 연말에 제주도 개발공사와 삼다수 재계약 이슈가 있는데 이를 극복하는 것이 주요한 과제이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	4,674	5,210	5,723	6,390	6,795	7,239
_{yoY}	%	409	115	98	11.7	63	65
영업이익	억원	443	505	487	511	537	572
_{yoY}	%	244	14.0	-3.6	51	50	65
EBITDA	억원	508	573	577	635	667	687
세전이익	억원	390	467	466	489	505	534
순이익(자기배주주)	억원	214	345	334	352	364	385
영업이익률%	%	9.5	9.7	8.5	8.0	7.9	7.9
EBITDA%	%	10.9	11.0	10.1	9.9	9.8	9.5
순이익률	%	4.6	6.6	5.8	5.5	5.4	5.3
EPS	원	409	658	636	672	694	734
PER	배	182	160	175	133	128	122
PBR	배	1.4	1.8	1.7	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	배	7.5	9.5	10.9	8.6	8.5	8.4
ROE	%	7.9	11.7	10.3	9.8	9.3	9.1
순차입금	억원	-117	-85	431	780	995	1,070
부채비율	%	46.4	40.5	49.3	52.5	54.1	53.3

삼다수 매출액 및 매출 비중 추이

(단위: 억원)



자료: SK증권

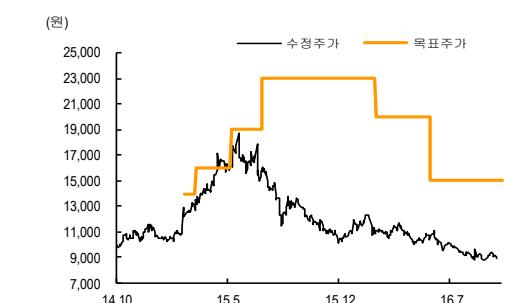
분기별 요약 영업실적 추이

(억원)	2015						2016E	
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE
매출액	1,215	1,493	1,581	1,433	1,361	1,728	1,756	1,545
영업이익	103	144	141	99	108	141	148	114
세전이익	100	144	138	84	107	142	138	102
순이익	75	104	97	57	77	102	99	73
YoY (%)								
매출액	101	81	96	118	120	15.7	111	7.8
영업이익	88	41	-72	-17.6	48	-22	51	16.0
세전이익	90	148	-83	-154	71	-13	01	21.2
순이익	149	13.4	-131	-245	30	-21	2.7	274

자료 SK증권

주 개별기준

투자의견 변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.10.10	매수	15,000 원
	2016.08.26	매수	15,000 원
	2016.06.01	매수	15,000 원
	2016.02.18	매수	20,000 원
	2015.11.18	매수	23,000 원
	2015.10.05	매수	23,000 원
	2015.09.21	매수	23,000 원
	2015.08.17	매수	23,000 원
	2015.07.15	매수	23,000 원
	2015.05.18	매수	19,000 원
	2015.04.15	매수	16,000 원
	2015.03.11	매수	16,000 원
	2015.02.16	매수	14,000 원



Compliance Notice

- 작성자(하태 기)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 담당 종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제3자에게 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 10월 10일 기준)

매수	95.95%	중립	4.05%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	2,290	2,319	2,363	2,459	2,611
현금및현금성자산	379	201	60	31	47
매출채권및기타채권	843	967	1,080	1,148	1,224
재고자산	697	737	823	875	932
비유동자산	2,030	2,797	3,345	3,814	4,153
장기금융자산	136	187	201	201	201
유형자산	1,435	1,592	1,674	1,697	1,585
무형자산	1	5	7	8	9
자산총계	4,319	5,116	5,709	6,273	6,763
유동부채	1,073	1,118	1,421	1,465	1,513
단기금융부채	551	500	732	732	732
매입채무 및 기타채무	382	452	505	537	572
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	172	572	543	738	837
장기금융부채	100	490	447	633	724
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	41	49	53	57	61
부채총계	1,246	1,690	1,964	2,202	2,350
지배주주지분	3,074	3,426	3,744	4,070	4,413
자본금	524	524	524	524	524
자본잉여금	472	498	498	498	498
기타자본구성요소	-475	-459	-459	-459	-459
자기주식	-475	-459	-459	-459	-459
이익잉여금	2,502	2,799	3,118	3,445	3,789
비자본주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,074	3,426	3,744	4,070	4,413
부채와자본총계	4,319	5,116	5,709	6,273	6,763

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	326	251	352	425	425
당기순이익(순실)	345	334	352	364	385
비현금성항목등	342	378	328	304	302
유형자산감가상각비	68	90	123	128	111
무형자산상각비	0	0	1	3	3
기타	145	140	41	0	0
운전자본감소(증가)	-233	-315	-161	-101	-112
매출채권및기타채권의 감소증가	-27	-164	-110	-68	-75
재고자산감소증가	-40	-59	-97	-52	-57
매입채무 및 기타채무의 증가감소	-165	66	55	32	35
기타	-2	-159	-8	-13	-15
법인세납부	-128	-146	-167	-141	-150
투자활동현금흐름	-186	-726	-620	-567	-418
금융자산감소(증가)	-5	-30	5	0	0
유형자산감소(증가)	-165	-243	-202	-150	0
무형자산감소(증가)	0	-4	-4	-4	-4
기타	-16	-449	-418	-413	-414
재무활동현금흐름	-95	297	125	114	8
단기금융부채증가(감소)	0	-70	-9	0	0
장기금융부채증가(감소)	80	410	197	186	91
자본의증가(감소)	-120	14	0	0	0
배당금의 지급	-29	-32	-32	-37	-41
기타	-26	-25	-31	-36	-42
현금의 증가(감소)	44	-179	-141	-29	16
기초현금	335	379	201	60	31
기말현금	379	201	60	31	47
FCF	133	-34	129	262	410

자료: 광동제약 SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	5,210	5,723	6,390	6,795	7,239
매출원가	3,284	3,580	4,026	4,281	4,560
매출총이익	1,926	2,143	2,364	2,514	2,678
매출총이익률(%)	37.0	37.4	37.0	37.0	37.0
판매비와관리비	1,422	1,656	1,853	1,977	2,106
영업이익	505	487	511	537	572
영업이익률(%)	9.7	8.5	8.0	7.9	7.9
비영업수익	-38	-21	-22	-32	-38
순금수비용	7	15	22	30	36
외환관련손익	0	-1	-1	-1	-1
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	467	466	489	505	534
세전계속사업이익률(%)	9.0	8.1	7.7	7.4	7.4
계속사업법인세	122	132	137	141	150
계속사업이익	345	334	352	364	385
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	345	334	352	364	385
순이익률(%)	66	58	55	54	53
지배주주	345	334	352	364	385
지배주주기록 순이익률(%)	662	583	551	535	531
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	343	343	351	362	383
지배주주	343	343	351	362	383
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	573	577	635	667	687

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	11.5	9.8	11.7	6.3	6.5
영업이익	14.0	-3.6	5.1	5.0	6.5
세전계속사업이익	19.5	-0.2	5.0	3.3	5.7
EBITDA	12.8	0.6	10.1	5.1	2.9
EPS(계속사업)	60.9	-33	55	33	5.7
수익성 (%)					
ROE	11.7	10.3	9.8	9.3	9.1
ROA	8.1	7.1	6.5	6.1	5.9
EBITDA/마진	11.0	10.1	9.9	9.8	9.5
안정성 (%)					
유동비율	213.3	207.4	166.3	167.8	172.6
부채비율	40.5	49.3	52.5	54.1	53.3
순자기자본/자기자본	-28	12.6	20.8	24.5	24.3
EBITDA/이자비용(배)	26.3	23.0	21.0	18.5	16.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	658	636	672	694	734
BPS	5,864	6,536	7,143	7,765	8,419
CFPS	789	809	908	943	952
주당 현금배당금	80	80	90	100	100
Valuation 지표 (배)					
PER(최고)	17.6	29.4	18.4	17.8	16.8
PER(최저)	11.2	16.0	13.1	12.7	12.0
PBR(최고)	20	29	17	16	15
PBR(최저)	13	16	12	11	10
PCR	13.3	13.8	9.8	9.5	9.4
EV/EBITDA(최고)	10.5	17.7	11.4	11.2	11.0
EV/EBITDA(최저)	6.6	10.0	8.5	8.4	8.3

SK COMPANY Analysis



Analyst

하태기

tgha@sk.com

02-3773-8872

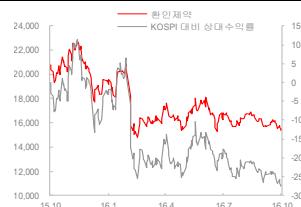
Company Data

자본금	97 억원
발행주식수	1,860 만주
자사주	333 만주
액면가	500 원
시가총액	2,902 억원
주요주주	
이광식(외3)	22.28%
환인제약 자사주	14.69%
외국인지분율	16.80%
배당수익률	1.60%

Stock Data

주가(16/10/05)	15,600 원
KOSPI	2053 pt
52주 Beta	0.78
52주 최고가	22,750 원
52주 최저가	14,800 원
60일 평균 거래대금	17 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.6%	-4.3%
6개월	-9.0%	-13.0%
12개월	-26.2%	-28.9%

환인제약 (016580/KS | 매수(유지) | T.P 25,000 원(유지))

2017년 5월 정신건강증진법 본격 시행은 호재

환인제약은 정신과 약품에 특화된 중소형 제약사이다. 금년에는 3월부터 실거래가제도에 따른 주력 제품 약가인하 효과로 이익이 감소했다. 그러나 2017년부터는 영업실적이 다시 개선될 것으로 전망된다. 특히 정신건강 증진법 시행으로 영업환경이 차츰 개선될 가능성이 있다. 주가는 크게 하락한 만큼 2017년 중에는 점진적으로 회복될 전망이다.

정신과 특화 했지만 최근 성장성 저하

환인제약은 정신과에 특화한 제네릭 의약품 비중이 높은 중소형 제약사이다. 정신과 의약품 성장성은 타 약효군보다 높지만 그동안 신규 제품 개발과 출시가 더딘 결과 매출 성장이 높지 않았다. 2014년 말부터 보톡스(상품)이 도입되어 성장성이 보강되기도 했으나 2016년에는 그 효과가 감소했고 주력 품목 약가인하로 저성장에 머물고 있다.

금년 1분기 실적이 저점, 2분기부터 소폭 회복 전망

실거래가제도에 의한 약가인하로 금년 1분기부터 매출성장이 정체되었고, 이익도 감소했다. 다양한 바용절감 효과로 2분기부터 영업이익이 전년동기대비로는 감소했지만 전분기대비로는 조금씩 회복되는 모습이다. 이러한 추세가 금년 말까지는 이어지고, 2017년 1분기부터는 본격 회복세로 돌아설 가능성이 있다. 2017년에는 실거래가제도에 의한 약가인하 요인이 없고 정신과 약품 수요는 증가할 것이기 때문이다.

2017년 5월 정신건강증진법 시행

정부는 정신건강 증진법을 제정하여 2017년 5월말에 본격 시행하기로 했다. 제도가 시행되면 우울증 등 경증 정신과 환자의 경우 과거와는 달리 치료와 처방을 받고 일반 코드로 기록되기 때문에 정신과 기록이 남아 불이익을 당할 우려가 크게 감소하게 된다. 따라서 장기적으로 정신과 약품 수요 증가로 영업환경이 조금씩 개선될 가능성이 있다. 2017년에는 점진적인 실적 회복에 따라 동사의 주가도 회복될 전망이다.

영업실적 및 투자지표

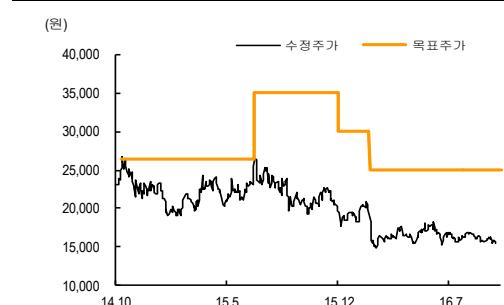
구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	1,045	1,207	1,454	1,503	1,651	1,816
yoY	%	-2.6	15.5	20.5	3.4	9.9	10.0
영업이익	억원	201	240	254	240	264	291
yoY	%	102	191	59	-5.4	99	100
EBITDA	억원	219	259	273	260	282	307
세전이익	억원	214	242	266	259	285	313
순이익(자기배주주)	억원	146	188	205	200	220	241
영업이익률%	%	19.3	19.9	17.5	16.0	16.0	16.0
EBITDA%	%	20.9	21.5	18.8	17.3	17.1	16.9
순이익률	%	14.0	15.6	14.1	13.3	13.3	13.3
EPS	원	784	1,011	1,103	1,074	1,181	1,298
PER	배	13.4	22.8	17.7	14.3	13.0	11.9
PBR	배	11	23	18	13	12	11
EV/EBITDA	배	5.5	13.6	10.8	8.0	7.1	6.1
ROE	%	8.7	10.4	10.4	9.3	9.5	9.6
순차입금	억원	-748	-749	-683	-786	-857	-991
부채비율	%	115	156	138	131	132	133

분기별 요약 영업실적

(억원)	2015					2016E		
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE
매출액	350	365	372	368	350	372	390	391
영업이익	37	72	82	64	57	63	65	56
세전이익	41	85	84	56	62	67	70	61
순이익	32	65	64	43	48	52	54	47
YoY (%)								
매출액	228	234	238	12.7	01	19	5.0	6.4
영업이익	-351	175	254	115	55.6	-13.0	-20.2	-12.7
세전이익	-283	31.4	41.1	-7.0	49.0	-21.1	-17.2	9.2
순이익	-28.0	29.5	40.6	-8.2	47.4	-20.7	-16.5	7.8

자료 SK증권

투자의견 변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.10.10	매수	25000 원
	2016.07.01	매수	25000 원
	2016.02.11	매수	25000 원
	2015.12.11	매수	30000 원
	2015.10.26	매수	35000 원
	2015.10.05	매수	35000 원
	2015.09.21	매수	35000 원
	2015.07.27	매수	35000 원
	2015.07.06	매수	35000 원
	2015.07.02	매수	35000 원
	2015.04.15	매수	26500 원
	2015.01.05	매수	26500 원
	2014.10.21	매수	26500 원



Compliance Notice

- 작성자(하태 기)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 담당 종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해관계가 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 10월 10일 기준)

매수	95.95%	중립	4.05%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,571	1,564	1,696	1,857	2,091
현금및현금성자산	370	486	689	760	895
매출채권및기타채권	626	670	693	761	837
재고자산	190	205	212	233	256
비유동자산	607	787	826	866	858
장기금융자산	61	232	235	235	235
유형자산	520	524	555	590	576
무형자산	18	22	26	30	33
자산총계	2,178	2,351	2,523	2,723	2,949
유동부채	245	237	245	270	296
단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	168	160	166	182	200
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	48	47	48	48	49
장기금융부채	0	0	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	6	6	7	8	8
부채총계	293	285	293	318	345
지배주주지분	1,885	2,066	2,230	2,406	2,603
자본금	97	97	97	97	97
자본잉여금	211	211	211	211	211
기타자본구성요소	-97	-97	-97	-97	-97
자기주식	-97	-97	-97	-97	-97
이익잉여금	1,671	1,838	1,999	2,173	2,369
비자본주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,885	2,066	2,230	2,406	2,603
부채와자본총계	2,178	2,351	2,523	2,723	2,949

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	109	138	140	151	162
당기순이익(손실)	188	205	200	220	241
비현금성항목등	64	68	61	62	66
유형자산감가상각비	17	18	18	16	14
무형자산상각비	2	1	2	2	2
기타	16	8	2	1	1
운전자본감소(증가)	-96	-66	-61	-66	-73
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-153	-46	-21	-68	-76
재고자산감소(증가)	-32	-15	-11	-21	-23
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	86	-8	6	16	18
기타	3	3	-36	7	8
법인세납부	-47	-69	-60	-65	-72
투자활동현금흐름	-151	15	63	-34	18
금융자산감소(증가)	-74	22	99	0	0
유형자산감소(증가)	-119	-22	-50	-50	0
무형자산감소(증가)	17	-6	-6	-6	-6
기타	25	21	19	22	24
재무활동현금흐름	-38	-38	0	-46	-46
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-38	-38	-38	-46	-46
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	-80	116	203	71	134
기초현금	450	370	486	689	760
기말현금	370	486	689	760	895
FCF	70	122	127	100	162

자료: 환인제약 SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	1,207	1,454	1,503	1,651	1,816
매출원가	549	728	782	859	944
매출총이익	659	726	721	793	872
매출총이익률(%)	54.6	49.9	48.0	48.0	48.0
판매비와관리비	418	472	481	528	581
영업이익	240	254	240	264	291
영업이익률(%)	19.9	17.5	16.0	16.0	16.0
비영업수익	2	12	19	21	23
순금수비용	-24	-20	-19	-22	-24
외환관련손익	0	0	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	242	266	259	285	313
세전계속사업이익률(%)	20.0	18.3	17.2	17.3	17.3
계속사업법인세	54	61	59	65	72
계속사업이익	188	205	200	220	241
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	188	205	200	220	241
순이익률(%)	15.6	14.1	13.3	13.3	13.3
지배주주	188	205	200	220	241
지배주주구속 순이익률(%)	15.58	14.11	13.29	13.3	13.3
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	191	219	202	222	244
지배주주	191	219	202	222	244
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	259	273	260	282	307

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	15.5	20.5	34	99	10.0
영업이익	19.1	59	-54	99	10.0
세전계속사업이익	12.9	10.0	-26	10.0	99
EBITDA	18.4	55	-50	86	88
EPS(계속사업)	29.0	91	-26	10.0	99
수익성 (%)					
ROE	10.4	10.4	93	95	9.6
ROA	9.2	9.1	82	84	8.5
EBITDA 마진	21.5	18.8	17.3	17.1	16.9
안정성 (%)					
유동비율	641.2	659.0	691.4	689.0	705.6
부채비율	15.6	13.8	13.1	13.2	13.3
순자기자본/자기자본	-39.7	-33.1	-35.2	-35.6	-38.1
EBITDA/이자비용(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,011	1,103	1,074	1,181	1,298
BPS	10,136	11,107	11,987	12,933	13,996
CFPS	1,113	1,206	1,177	1,278	1,387
주당 현금배당금	250	250	300	300	300
Valuation 지표 (배)					
PER(최고)	26.4	24.0	19.5	17.7	16.1
PER(최저)	10.6	16.1	13.8	12.5	11.4
PBR(최고)	26	24	17	16	15
PBR(최저)	11	16	12	11	11
PCR	20.7	16.2	13.1	12.1	11.1
EV/EBITDA(최고)	16.3	15.5	11.9	10.7	9.4
EV/EBITDA(최저)	4.8	9.6	7.6	6.7	5.7

SK COMPANY Analysis



Analyst
하태기
tgha@sk.com
02-3773-8872

Company Data

자본금	55 억원
발행주식수	1,109 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	1,608 억원
주요주주	
박종호(외8)	50.93%
국민연금공단	7.20%
외국인지분률	3.30%
배당수익률	0.30%

Stock Data

주가(16/10/05)	14,500 원
KOSDAQ	685.44 pt
52주 Beta	1.10
52주 최고가	15,900 원
52주 최저가	8,780 원
60일 평균 거래대금	18 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-2.4%	-3.2%
6개월	18.4%	20.1%
12개월	38.8%	39.9%

대봉엘에스 (078140/KQ | 매수(유지) | T.P 19,000 원(유지))

다양한 고객과 제품 포트폴리오로 안정적 성장 지속

대봉엘에스는 대부분 원료 중심의 B2B 사업을 하고 있다. 매출비중은 화장품원료 60%, 의약품원료 30%, 어사료 10%이다. 화장품과 의약품산업의 고성장과 함께 동사의 원료 매출도 안정적으로 성장 중이다. 연결 매출액이 금년 24.8%, 2017년 10.6% 성장할 전망이다. 자회사 P&K 피부과학도 수요 증가로 안정적 성장이 가능할 전망이다. 하반기와 2017년에도 영업실적 호조가 지속될 것이다.

연결기준 상반기 매출액 23.4%, 영업이익 43.6% 증가

대봉엘에스는 사업부문별로 매출을 정확하게 공시하지 않지만, 매출비중은 화장품원료 60%, 의약품원료 30%, 어사료(수산물 양식용) 10% 내외로 추정된다. 화장품과 의약품 관련 원료 수요가 증가하면서 금년 상반기에 각각 10%대 성장하고, 어사료도 높은 성장을 한 것으로 추정된다

천연소재와 의약품원료 기반의 영업실적 호조 지속 전망

자체 사업과 자회사 영업실적이 모두 좋은 상황이다. 최근 화장품 및 의약품원료가 안정적으로 성장했고 어사료부문 외형 성장률도 높다. 자체 사업에서 의약품원료는 고혈 암치료제와 호흡기에서 강점이 있다. 특히 화장품에서는 천연소재개발에 역량을 집중하고 있으며 이 부문에서 매출 성장률이 높다. 자회사 P&K 피부과학(지분 83.3%)은 시설확장과 수요증가로 금년 상반기 매출액이 42.8% 증가한 30 억원을 기록했다. 하반기와 2017년에도 실적호조가 이어질 전망이다.

하반기 실적 호조 전망, 목표주가 소폭 상향 조정

다양한 고객과 제품 포트폴리오를 기반으로 향후에도 실적호조 추세가 이어질 전망이다. 제주도를 기반으로 하는 천연소재 화장품 등이 고성장하고 의약품원료의 안정적인 성장이 가능할 예상이다. 자회사 실적 성장도 하반기에 지속될 것이다. 2016년 매출액은 24.8% 성장한 732 억원, 영업이익이 35.2% 증가한 116 억원으로 추정된다. 2017년에도 매출과 영업이익이 10%대 성장할 전망이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	438	522	586	732	809	892
yoY	%	-14	191	125	248	106	103
영업이익	억원	61	64	86	116	129	141
yoY	%	719	41	344	352	120	89
EBITDA	억원	69	73	95	125	137	148
세전이익	억원	64	69	92	120	133	146
순이익(자기배주주)	억원	50	54	72	93	104	114
영업이익률%	%	14.0	122	14.6	158	16.0	15.8
EBITDA%	%	15.7	139	16.1	171	17.0	16.5
순이익률	%	12.0	109	12.8	132	13.3	13.2
EPS	원	450	491	645	838	937	1,029
PER	배	92	181	155	165	148	135
PBR	배	11	20	20	24	21	18
EV/EBITDA	배	5.6	125	103	11.0	9.4	8.3
ROE	%	12.0	118	138	156	151	145
순차입금	억원	-82	-88	-145	-184	-258	-338
부채비율	%	153	148	162	164	153	144

분기별 영업실적 추이

(억원)	2015				2016E			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE
매출액	139	157	135	155	174	191	182	185
영업이익	16	26	20	24	25	34	29	27
세전이익	15	28	20	29	25	37	30	27
순이익	12	21	16	23	19	29	23	22
YoY (%)								
매출액	3.4	128	12.6	21.6	25.1	21.9	34.1	19.2
영업이익	9.1	35.0	58.3	37.6	59.0	34.0	45.7	11.9
세전이익	-10.8	33.3	39.5	73.0	72.9	34.0	46.4	-6.7
순이익	-13.7	16.9	36.5	110.7	71.2	33.9	47.4	-9.5

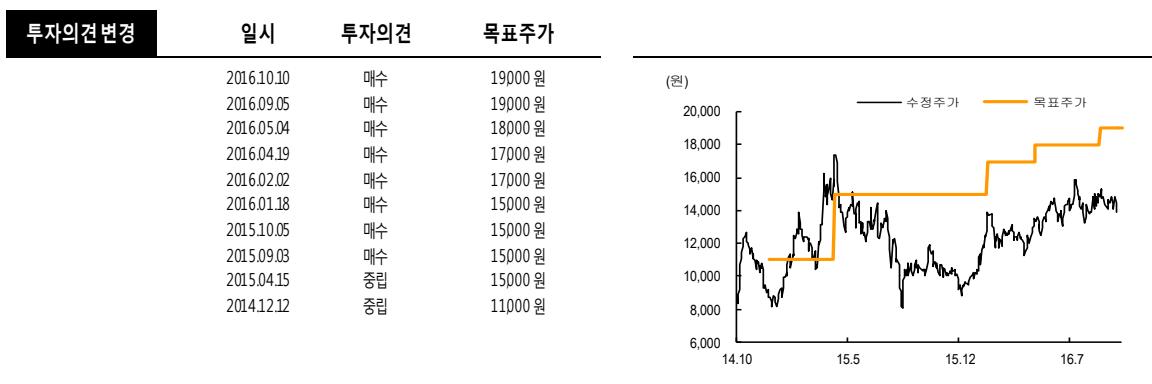
자료 SK증권

주: 연결기준

P&K 피부임상연구센터 영업실적 추정치

	2012	2013	2014	2015	(단위 억원) 2016E
매출액	17	37	36	46	61
순이익	7	19	15	23	28

자료 대봉엘에스, SK 증권 추정치



Compliance Notice

- 작성자(하태 기)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 담당 종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해관계가 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 10월 10일 기준)

매수	95.95%	중립	4.05%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	381	450	563	676	799
현금및현금성자산	23	48	114	188	268
매출채권및기타채권	191	192	239	265	292
재고자산	93	101	126	140	154
비유동자산	185	205	199	196	194
장기금융자산	1	18	13	13	13
유형자산	121	120	116	108	103
무형자산	5	5	4	4	3
자산총계	566	655	762	872	992
유동부채	54	67	83	92	101
단기금융부채	2	3	3	3	3
매입채무 및 기타채무	39	40	49	55	60
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	19	24	24	24	24
장기금융부채	1	5	5	5	5
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	73	91	107	116	125
지배주주지분	486	552	638	735	843
자본금	55	55	55	55	55
자본잉여금	61	61	60	60	60
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	369	435	523	620	727
비자본주주지분	8	11	16	20	24
자본총계	494	563	655	756	867
부채와자본총계	566	655	762	872	992

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	24	86	42	79	84
당기순이익(순실)	57	75	97	108	118
비현금성항목등	15	24	29	30	29
유형자산감가상각비	8	8	8	7	6
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타	1	1	0	-1	-1
운전자본감소(증가)	-35	-3	-61	-33	-36
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-30	-1	-47	-25	-27
재고자산감소(증가)	-7	-8	-25	-13	-14
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	8	0	7	5	6
기타	-6	6	5	0	0
법인세납부	-13	-9	-23	-26	-28
투자활동현금흐름	-26	-60	30	2	3
금융자산감소(증가)	-13	-53	32	0	0
유형자산감소(증가)	-6	-7	0	0	0
무형자산감소(증가)	0	0	0	0	0
기타	-7	1	-2	3	4
재무활동현금흐름	-5	-2	-6	-7	-7
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	1	4	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-6	-6	-6	-7	-7
기타	0	0	0	0	0
현금의 증가(감소)	-7	25	66	74	80
기초현금	30	23	48	114	188
기말현금	23	48	114	188	268
FCF	11	74	40	79	85

자료: 대봉엘에스 SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	522	586	732	809	892
매출원가	398	435	532	584	644
매출총이익	123	151	200	225	248
매출총이익률(%)	23.6	25.8	27.3	27.8	27.8
판매비와관리비	60	66	84	95	107
영업이익	64	86	116	129	141
영업이익률(%)	12.2	14.6	15.8	16.0	15.8
비영업수익	5	7	4	4	5
순금수비용	-1	-1	-2	-2	-3
외환관련손익	0	1	1	1	1
관계기업투자등 관련손익	6	2	1	0	0
세전계속사업이익	69	92	120	133	146
세전계속사업이익률(%)	13.2	15.7	16.4	16.5	16.4
계속사업법인세	12	17	23	26	28
계속사업이익	57	75	97	108	118
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	57	75	97	108	118
순이익률(%)	10.9	12.8	13.2	13.3	13.2
지배주주	54	72	93	104	114
지배주주기록 순이익률(%)	10.44	12.19	12.69	12.84	12.78
비지배주주	2	4	4	4	4
총포괄이익	57	75	97	108	118
지배주주	54	72	93	104	114
비지배주주	2	4	4	4	4
EBITDA	73	95	125	137	148

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	19.1	12.5	24.8	10.6	10.3
영업이익	41	34.4	35.2	12.0	8.9
세전계속사업이익	7.1	34.0	29.9	11.4	9.4
EBITDA	54	30.3	32.1	10.1	7.3
EPS(계속사업)	9.0	31.3	29.9	11.9	9.8
수익성 (%)					
ROE	11.8	13.8	15.6	15.1	14.5
ROA	10.5	12.3	13.7	13.2	12.7
EBITDA 마진	13.9	16.1	17.1	17.0	16.5
안정성 (%)					
유동비율	707.8	669.9	676.9	737.7	792.1
부채비율	14.8	16.2	16.4	15.3	14.4
순자기자본/자기자본	-17.8	-25.7	-28.1	-34.1	-39.0
EBITDA/이자비용(배)	537.4	344.0	329.9	368.7	395.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	491	645	838	937	1,029
BPS	4,383	4,978	5,757	6,634	7,603
CFPS	572	726	921	1,010	1,088
주당 현금배당금	50	50	60	60	60
Valuation 지표 (배)					
PER(최고)	25.9	27.0	19.0	17.0	15.5
PER(최저)	8.2	12.5	11.8	10.5	9.6
PBR(최고)	29	35	28	24	21
PBR(최저)	0.9	1.6	1.7	1.5	1.3
PCR	15.6	13.7	15.0	13.7	12.7
EV/EBITDA(최고)	18.3	19.0	12.8	11.1	9.8
EV/EBITDA(최저)	5.1	8.0	7.4	6.2	5.3

memo
