

AUG.2017



SK INDUSTRY ANALYSIS

제약/바이오

삶의 질을 높이자! - 항암제편

제약/바이오. 이달미 | 3773-9952, talmi@sk.com

연구원. 이소중 | 3773-9953, sojoong@sk.com

SK INDUSTRY Analysis



Analyst
이달미

talmi@sk.com
02-3773-9952



R.A
이소중

sojoong@sk.com
02-3773-9953

Coverage List

한미약품	매수	(신규)
(128940)	490,000 원	(신규)
동아에스티	매수	(신규)
(170900)	120,000 원	(신규)
유한양행	매수	(신규)
(000100)	300,000 원	(신규)

제약/바이오 (Overweight)

삶의 질을 높이자! - 항암제편

제약업종에 대한 투자의견 **Overweight** 으로 커버리지를 개시한다. 제약업체들의 주가는 시장대비 프리미엄 거래되고 있는데, 이는 신약에 대한 가치와 기술수출에 대한 기대감이 반영되고 있기 때문이다. 따라서 제약업체는 고 PER 에 사고 저 PER 에 파는 주식인 것으로 판단된다. 이러한 관점에서의 제약업계 가장 큰 트렌드는 면역항암제이다. 상위 제약사들의 면역항암제에 대한 개발성과가 향후 주가 흐름을 좌우할 것이다. 당사는 제약업 Top Pick 으로 다양한 R&D 파이프라인을 보유한 한미약품을 선정한다.

제약업종에 대한 투자의견 **Overweight** 으로 커버리지 개시

당사는 제약업종에 대한 투자의견 **Overweight** 을 제시하며 커버리지를 개시한다. 투자의견 **Overweight** 을 제시하는 것은 1) 고령화에 따른 의약품 수요증가로 중장기적인 산업 성장이 가능하며, 2) 국내 상위 제약업체들의 우수한 개발능력으로 인해 R&D 에 대한 기대감이 여전하고, 3) 2016 년 마케팅 비용 및 기술 수출료 반환 등의 이슈로 부진했던 실적이 2017 년 하반기부터는 턴어라운드 할 것으로 전망되기 때문이다. 제약업종 지수는 현재 바닥권이다.

고 PER 에 사서 저 PER 에 팔자

글로벌 제약업체들의 PER 은 시장대비 할인거래, 국내 업체들은 시장대비 할증거래 중에 있다. 국내 제약업체들의 높은 프리미엄은 신약에 대한 가치와 기술수출에 대한 기대감이 주가에 반영되고 있기 때문이다. 제약업체들은 돈을 벌기 시작하는 시점이 다가왔을 때 밸류에이션 프리미엄이 축소되면서 PER 이 낮아진다. 이러한 점을 감안했을 때 제약업체들의 주식은 전형적으로 고 PER 에 사고 저 PER 에 파는 주식이다. 즉 해당시점의 트렌드 기술 보유 기업 주식 매수가 유리하다.

제약업계 최근 트렌드는 면역항암제

면역항암제는 최근 제약, 바이오 업계에서 가장 각광을 받고 있는 분야이다. 2015 년 전세계 항암제 시장규모는 831 억 달러이며 그 중에서 면역항암제 시장규모는 169 억 달러로 20.3%의 비중을 차지하고 있다. 지속되는 면역항암제의 개발과 높은 성장성으로 인해 2022 년 면역항암제 시장규모는 758 억 달러로 증가, 항암제 시장내 비중은 40.0%로 상승할 전망이다. 의료계는 항암제에 있어서 1 세대, 2 세대, 3 세대를 거치며 부작용을 최소화하기 위해 많은 노력을 기울이고 있다. 국내외 많은 제약업체들이 면역항암제 뿐만 아니라 병용요법에 대한 개발을 활발히 진행하고 있는 실정이다.

Top Pick 은 한미약품, 차선희주 동아에스티

당사는 한미약품에 대해 투자의견 **BUY** 와 목표주가 490,000 원을 제시, 동아에스티에 대한 투자의견 **BUY** 와 목표주가 120,000 원, 유한양행에 대한 투자의견 **BUY** 와 목표주가 300,000 원으로 커버리지를 개시한다. 그 중에서 Top Pick 은 다양한 R&D 파이프라인을 보유한 한미약품, 차선희주로는 2017 년 하반기 실적 턴어라운드 가 예상되는 동아에스티로 선정한다.

Contents

1. 투자의견 Overweight 을 제시하며 커버리지 개시	3
2. 고 PER 에 사고 저 PER 에 팔자	6
3. 제약산업은 장기 성장산업	10
(1) 늘어가는 한국사회	10
(2) 전세계적으로 급증하고 있는 암환자수	14
(3) 1 세대 항암제 - 화학항암제	17
(4) 2 세대 항암제 - 표적항암제	23
(5) 3 세대 항암제 - 면역항암제	29
(6) 국내 상위 제약사 항암제 개발 동향	36

Company Analysis

한미약품 (128940 / BUY / 490,000 원)	39
동아에스티 (170900 / BUY / 120,000 원)	46
유한양행 (000100 / BUY / 300,000 원)	52

Compliance Notice

- 작성자(이달미)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 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017 년 7 월 31 일 기준)

매수	92.72%	중립	7.28%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

1. 투자의견 Overweight 을 제시하며 커버리지 개시

당사는 제약업종에 대한 투자의견 Overweight 을 제시하며 커버리지를 개시한다. 투자 의견 Overweight 을 제시하는 것은 1) 고령화에 따른 의약품 수요증가로 중장기적인 산업 성장이 가능하며, 2) 국내 상위 제약업체들의 우수한 개발능력으로 인해 R&D 에 대한 기대감이 여전하고, 3) 2016 년 마케팅 비용 및 기술 수출료 반환 등의 이슈로 부진했던 실적도 2017 년 하반기부터는 턴어라운드 할 것으로 전망되기 때문이다. 제약업종 지수는 현재 바닥권에 있다.

국내 제약업종 지수를 살펴보면 2015 년 한해는 지수는 변동폭이 컸었다. 특히 업종지수는 제약업을 주도하는 셀트리온과 한미약품의 주가변동에 따라 좌우되었다. 실제로 제약업종 지수는 2015 년 2 월 셀트리온의 자회사 호스피라가 화이자로 인수된 것을 시작으로 상승하기 시작하였다. 또한 2015 년 3 월에는 한미약품의 BTK 면역치료제가 엘리 릴리로의 기술수출 소식과 함께 지수가 더욱 상승하였다. 2015 년 11 월에는 한미약품의 퀴텀프로젝트가 사노피로, LAPS GLP/GCG 가 안센으로, 올무티닙이 자이렘으로 차례차례 기술수출 되면서 제약업 지수가 지속적으로 re-rating 되었다. 하지만 2016 년 하반기 베링거인겔하임 권리반환이 시작되면서 사노피의 계약 축소 등의 이벤트들로 인해서 주가가 하락하기 시작했다. 여기에 한미약품의 자체개발 기술인 랩스커버리에 대한 불확실성이 커지자 인해 주가는 계속 부진한 모습을 보였다.

하지만 2017 년 6 월 사노피로 기술수출된 에페글레나타이드의 임상 3 상이 4 분기중 재개될 것이란 소식이 전해지면서 한미약품의 기술력 평가에 대한 의구심이 해소, 주가 반등이 나타났다. 사노피는 지난 8 월 1 일 실적발표에서 에페글레나타이드의 임상 3 상을 4 분기 중 재개할 것으로 공표하였다. 임상이 재개되면 한미약품의 랩스커버리 기술력에 대한 불확실성 해소로 제약업종 지수가 다시 상승할 수 있을 것으로 판단된다. 또한 한미약품, 동아에스티, 유한양행 등 상위 제약사들의 2017 년 하반기 실적 턴어라운드 가 예상되는 점도 주가 상승세를 견인할 전망이다.

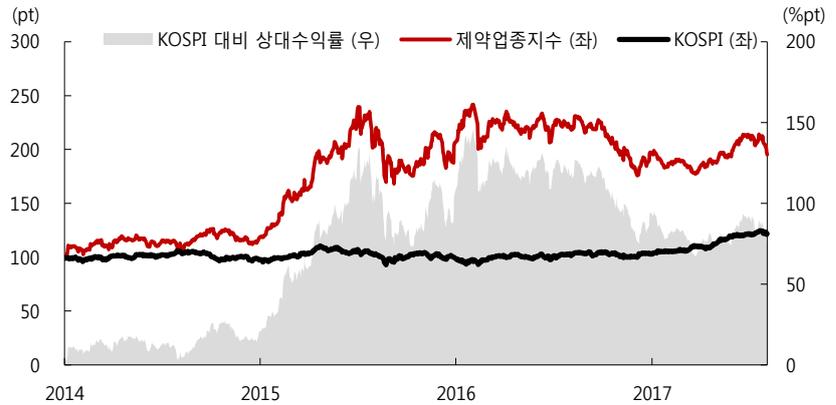
따라서 당사는 한미약품에 대한 투자의견 BUY 와 목표주가 490,000 원, 동아에스티에 대한 투자의견 BUY 와 목표주가 120,000 원, 유한양행에 대한 투자의견 BUY 와 목표주가 300,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 그 중에서 Top Pick 으로 다양한 R&D 파이프라인을 보유한 한미약품, 차선후주로는 2017 년 하반기 실적 턴어라운드 가 예상되는 동아에스티를 선정한다.

2014 년 이후 제약업증지수 추이



자료 : Dataguide, SK 증권

2014 년 이후 제약업증 상대수익률



자료 : Dataguide, SK 증권

사노피의 2017 년 하반기와 2018 년 신약 파이프라인 진행 스케줄

Products	Expected milestones	Timing
Dupixent	Start of Phase 3 trial in Atopic Dermatitis in 6-11 year-olds	Q3 2017
Fluzone QIV HD	Start of Phase 3 trial	Q3 2017
Vaxi Grip QIV IM (6-35 months)	EU regulatory submission	Q3 2017
patisiran	Phase 3 results in Hereditary ATTR amyloidosis	Q3 2017
dupilumab	Phase 3 results in Asthma in Adult/Adolescent patients	Q4 2017
dupilumab	U.S. regulatory submission in Asthma in Adult/Adolescent patients	Q4 2017
Dupixent	Start of Phase 3 trial in Atopic Dermatitis in 6 months to 5 year-olds	Q4 2017
efpeglenatide	Start of Phase 3 trial in type-2 Diabetes	Q4 2017
sotagliflozin	Start of Phase 3 trials in combination therapies in type-2 Diabetes	H2 2017
isatuximab	Start of additional Phase 3 trials in Multiple Myeloma and additional indications	H2 2017
SAR439684 (PD-1)	Phase 2/3 to start in additional solid tumors	H2 2017
Praluent	ODYSSEY OUTCOMES top-line results	Q1 2018
SAR439684 (PD-1)	Phase 2 (registration) results in Cutaneous Squamous Cell Carcinoma	Q1 2018
GZ402668 (anti-CD52 mAb)	Start of Phase 3 in Relapsing Multiple Sclerosis	Q1 2018
dupilumab	Start of Phase 3 trial in Eosinophilic Esophagitis	Q1 2018
dupilumab	EU regulatory submission in Asthma in Adult/Adolescent patients	Q1 2018

자료 : 사노피 2017 년 2 분기 실적발표 자료, SK 증권

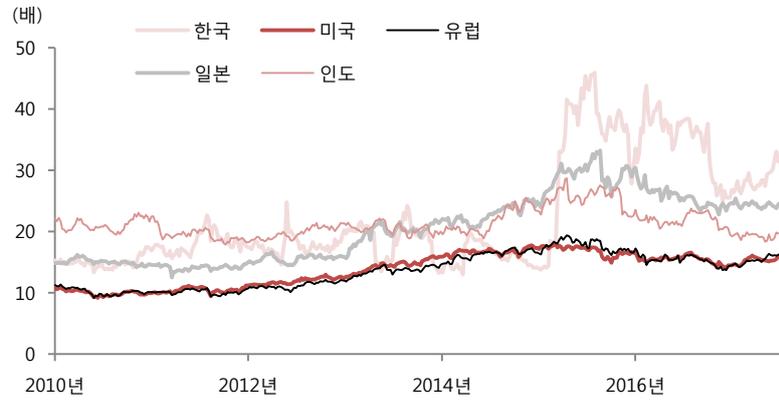
2. 고 PER 에 사고 저 PER 에 팔자

주요 글로벌 제약업체의 2017 년, 2018 년 평균 PER 은 각각 16.7 배, 15.2 배로 이는 각국가별 시장 PER 대비 각각 5.8%, 8.5% 할인된 수준이다. 반면, 국내 상위 제약업체의 2017 년, 2018 년 평균 PER 은 각각 34.1 배, 25.7 배로, 이는 시장 PER 9.7 배, 9.3 배 대비 각각 249.9%, 175.6% 프리미엄 거래되고 있다.

국내 제약업체들이 높은 프리미엄을 받는 것은 신약에 대한 가치와 기술수출에 대한 기대감이 주가에 반영되고 있기 때문이다. 제약업종 2015 년 평균 PER 은 27.5 배로 시장대비 94.2% 프리미엄 거래되었으며 이는 현시점 대비 155.7%p 낮은 수치이다. 이때 국내업체들의 기술수출에 따른 마일스톤이 인식되면서 프리미엄이 축소되었고 주가는 2015 년에 고점을 기록했다. 한편, 글로벌 제약시장을 선도하고 있는 글로벌 업체들의 PER 은 오히려 시장대비 할인 거래되고 있는 상황이다. 이러한 점을 감안했을 때 제약업체는 전형적으로 고PER 에 사고 저PER 에 파는 주식인 것으로 판단된다.

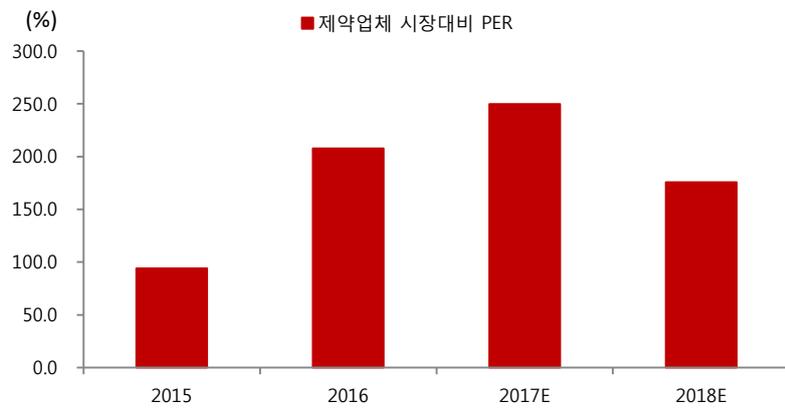
제약업체들은 돈을 벌기 시작하는 시점이 다가왔을때 밸류에이션 프리미엄이 축소되면서 PER 이 낮아진다. 2015 년 일회성 마일스톤 인식에 따라 프리미엄이 축소되었지만 향후 임상 단계를 거치면서 유입되는 마일스톤으로 밸류에이션 프리미엄은 더욱 축소될 것으로 판단된다. 그리고 이 과정에서 주가상승세가 이어질 전망이다.

2010년 이후 주요 국가별 제약업 PER 추이



자료 : Datastream, SK 증권

2017년 상위 제약업체 시장대비 PER은 250% 프리미엄 거래 중



자료 : Bloomberg, SK 증권 추정치

글로벌 제약업체 Valuation Table

(백만 달러, X, %)	Roche	Pfizer	Novartis	BMS	AstraZeneca	Eli Lilly	J&J	Celgene	Merck	AbbVie	평균
Ticker	ROG VX	PFE US	NOVN	BMJ US	AZN LN	LLY US	JNJ US	CELG US	MRK US	ABBV US	
국가	Equity 스위스	Equity 미국	VX Equity 스위스	Equity 미국	Equity 영국	Equity 미국	Equity 미국	Equity 미국	Equity 미국	Equity 미국	
현재주가(8/4)	246.9	33.4	82.3	55.5	4,520.0	81.9	133.4	135.9	63.5	71.0	
시가총액 (십억달러)	214	200	215	91	57	90	358	106	174	113	
매출액	2015 50,050	48,851	49,440	16,560	24,708	19,959	70,074	9,256	39,498	22,859	
	2016 51,356	52,824	48,518	19,427	23,002	21,222	71,890	11,229	39,807	25,638	
	2017E 54,664	52,779	48,372	20,397	21,679	22,472	75,886	13,264	40,181	27,781	
	2018E 56,811	54,107	50,246	20,918	22,220	22,850	80,059	15,474	41,446	30,379	
영업이익	2015 16,702	14,394	10,081	4,827	4,376	3,745	19,300	2,554	13,322	9,257	
	2016 17,205	16,180	9,186	5,103	4,363	3,871	21,473	4,296	10,766	10,240	
	2017E 19,933	19,866	8,353	5,346	6,341	5,572	23,419	7,624	13,749	12,027	
	2018E 21,101	20,636	9,593	5,481	6,524	6,000	25,992	8,888	14,744	14,101	
영업이익률	2015 33.4	29.5	20.4	29.1	17.7	18.8	27.5	27.6	33.7	40.5	
	2016 33.5	30.6	18.9	26.3	19.0	18.2	29.9	38.3	27.0	39.9	
	2017E 36.5	37.6	17.3	26.2	29.2	24.8	30.9	57.5	34.2	43.3	
	2018E 37.1	38.1	19.1	26.2	29.4	26.3	32.5	57.4	35.6	46.4	
순이익	2015 9,214	6,960	17,783	1,565	2,825	2,408	15,409	1,602	4,442	5,144	
	2016 9,724	7,215	6,712	4,457	3,499	2,738	16,540	1,999	3,920	5,953	
	2017E 11,098	10,705	7,299	4,924	2,511	2,721	19,716	4,482	8,219	7,732	
	2018E 12,076	11,733	8,538	4,602	3,048	4,434	21,174	5,747	10,120	9,251	
EPS	2015 10.8	1.1	7.4	0.9	2.2	2.3	5.6	2.0	1.6	3.2	
	2016 11.4	1.2	2.8	2.7	2.8	2.6	6.0	2.6	1.4	3.7	
	2017E 13.2	1.8	3.2	2.7	2.0	2.6	7.2	5.6	2.1	4.8	
	2018E 14.4	2.1	3.7	3.1	2.4	4.2	7.7	7.3	3.3	5.8	
EPS 성장률	2015 (9)	(21.5)	75.8	(22.3)	127.6	1.8	(4.1)	(18.9)	(61.7)	183.8	25.1
	2016 5.4	4.4	(61.9)	184.0	24.2	14.1	8.6	27.2	(10.1)	15.9	21.2
	2017E 15.3	55.3	12.7	2.7	(29.0)	1.3	18.9	117.0	50.5	31.1	27.6
	2018E 9.1	14.4	16.9	14.8	20.2	58.5	7.8	30.2	56.0	20.7	24.9
PER	2015 26.5	20.7	30.0	28.5	30.5	29.5	17.4	53.6	17.6	14.4	26.9
	2016 20.7	17.5	25.8	21.4	19.8	24.3	18.4	29.2	19.5	14.1	21.1
	2017E 15.9	13.0	17.7	18.7	15.8	20.0	18.4	18.3	16.6	12.7	16.7
	2018E 14.9	12.1	16.0	17.6	15.2	18.5	17.0	15.1	15.2	10.8	15.2
PBR	2015 11.2	3.1	2.7	8.0	4.7	6.4	4.0	15.9	3.3	24.2	8.3
	2016 8.3	3.3	2.3	6.0	4.7	5.8	4.4	13.7	4.0	21.5	7.4
	2017E 7.5	3.5	2.7	5.7	5.1	5.9	5.2	9.9	4.8	16.8	6.7
	2018E 6.4	3.3	2.7	5.3	5.2	5.4	4.6	6.9	4.7	10.2	5.5
ROE	2015 43.7	10.2	24.1	10.7	14.8	16.1	21.9	25.8	9.5	180.0	35.7
	2016 42.7	11.6	15.4	29.3	21.0	19.2	23.4	60.9	9.2	138.1	37.1
	2017E 47.2	26.1	17.0	29.2	15.6	25.8	25.9	43.2	22.1	150.9	40.3
	2018E 43.7	28.1	18.1	30.6	57.0	29.9	28.3	39.2	25.9	122.6	42.3
EV/EBITDA	2015 14.4	12.7	15.7	49.5	13.4	22.6	12.4	38.2	12.0	9.8	20.1
	2016 11.9	12.5	13.8	19.0	10.9	16.2	11.9	26.3	16.0	11.5	15.0
	2017E 10.3	10.2	17.5	15.4	13.6	14.8	15.2	14.3	12.2	11.4	13.5
	2018E 10.0	9.7	16.2	14.6	12.7	13.7	14.0	12.2	11.5	9.8	12.4

자료 : Bloomberg, SK 증권

국내 제약업체 Valuation Table

(억원%배)		한미약품	동아에스티	유한양행	녹십자	종근당	대웅제약	평균
코드번호		128940	170900	000100	006280	185750	069620	
투자의견		BUY	BUY	BUY	-	-	-	
목표주가(원)		490,000	120,000	300,000	-	-	-	
시가총액		38,458	6,932	26,307	2,080	1,030	1,064	
증가(8/4)		344,500	82,100	225,500	178,000	109,500	91,800	
상승여력		42.2	46.2	33.0	-	-	-	
매출액	2015	13,175.3	5,679.4	11,287.3	10,478.1	5,924.9	8,005.2	
	2016	8,827.2	5,605.4	13,208.0	11,979.0	8,319.9	7,940.1	
	2017E	9,277.6	5,502.9	15,311.9	13,027.2	8,739.6	8,860.0	
	2018E	9,881.8	5,958.7	16,439.4	14,010.2	9,373.3	9,660.0	
영업이익	2015	2,118.0	543.5	858.4	916.8	427.1	550.7	
	2016	267.7	151.8	977.9	784.5	612.5	353.9	
	2017E	910.6	257.9	1,236.4	914.6	699.8	440.0	
	2018E	1,116.3	411.2	1,368.0	1,031.2	757.5	600.0	
영업이익률	2015	16.1	9.6	7.6	8.7	7.2	6.9	
	2016	3.0	2.7	7.4	6.5	7.4	4.5	
	2017E	9.8	4.7	8.1	7.0	8.0	5.0	
	2018E	11.3	6.9	8.3	7.4	8.1	6.2	
순이익	2015	1,544.4	479.5	1,260.5	949.7	(67.7)	492.3	
	2016	233.3	129.2	1,612.5	629.7	409.5	329.7	
	2017E	656.6	151.7	1,458.9	649.7	480.8	330.0	
	2018E	911.2	327.7	1,565.6	756.2	522.8	470.0	
EPS 성장률	2015	331.2	37.2	38.6	13.1	(119.3)	36.1	56.2
	2016	(84.9)	(74.8)	27.9	(33.6)	-	(37.2)	(40.5)
	2017E	181.5	16.7	(9.5)	2.8	18.3	9.0	36.5
	2018E	38.8	116.0	7.3	16.6	7.2	42.4	32.3
PER	2015	49.2	24.1	24.6	22.3	-	17.1	27.5
	2016	136.7	68.5	14.7	28.8	24.0	26.3	49.8
	2017E	58.6	45.7	18.4	31.8	22.6	27.5	34.1
	2018E	42.2	21.2	17.1	27.3	20.8	21.7	25.7
PBR	2015	11.3	2.1	2.3	2.2	2.9	1.5	3.7
	2016	4.8	1.5	1.6	1.8	2.8	1.4	2.3
	2017E	5.5	1.1	1.7	2.0	2.8	2.0	2.5
	2018E	5.0	1.0	1.6	1.9	2.5	1.8	2.3
ROE	2015	25.7	9.2	9.4	10.3	(2.1)	10.5	10.5
	2016	3.5	2.3	11.0	6.5	12.2	6.5	7.0
	2017E	9.7	2.5	9.4	6.2	13.0	7.2	8.0
	2018E	12.4	5.1	9.4	6.8	12.5	7.5	8.8
EV/EBITDA	2015	29.5	16.4	23.8	17.9	15.4	13.9	19.5
	2016	51.9	24.8	15.0	17.9	12.6	19.9	23.7
	2017E	30.9	14.6	13.7	18.4	12.4	18.1	18.0
	2018E	26.2	10.4	12.7	16.4	11.7	14.9	15.6

자료 : Bloomberg, 한미약품(연결), 동아에스티(별도), 유한양행(연결) 수치는 SK 증권 추정치

3. 제약산업은 장기 성장산업

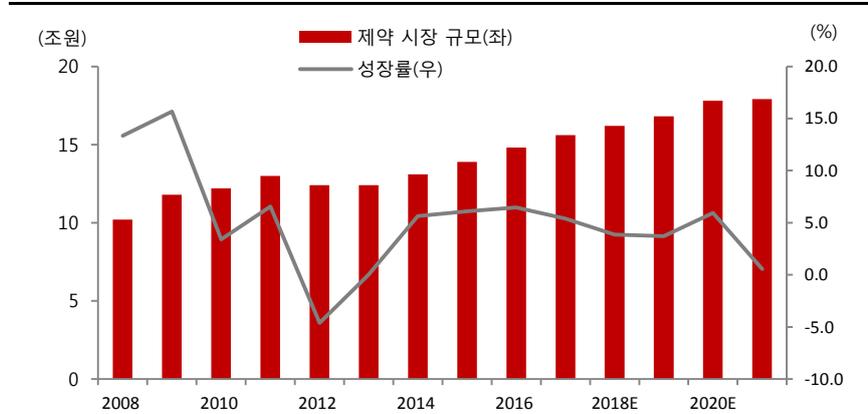
(1) 늘어가는 한국사회

국내 제약산업은 2016 년 기준 14.8 조원의 시장규모를 형성하고 있으며, 2015 년대비 6.1%의 성장률을 시현하였고, 2007 년부터 2016 년까지 연평균 5.7%의 성장률을 시현 하였다. 또한 IMS Health 는 2017 년부터 2021 년까지 연평균 3.5%의 성장률을 시현 할 것으로 전망하였다. 즉, 시장의 성장률 자체는 높지 않지만 제약산업은 고령화에 따 른 의약품 수요증가로 인해 꾸준한 성장세를 이어나갈 전망이다.

국내 제약시장은 2011 년까지 양호한 성장률을 유지하다가 2012 년 일괄약가인하로 인 해 -4.6%YoY 의 역성장세를 기록하였다. 국내 상위 제약사들의 제품이 대부분 제네 립 의약품에 치중해 있었던 만큼 제네립 약가인하가 국내 제약업체들의 실적에 큰 타 격을 준 것이다. 하지만 2012 년 이후 국내 제약업체들은 살아남기 위한 전략으로 도입 신약 위탁판매 및 신약개발에 박차를 가했고, 그 결과 성장률이 다시 회복하여 평균적 으로 5%대를 시현 중인 것이다.

시장 성장률은 낮지만 꾸준한 성장세가 전망되는 가장 큰 원인은 결국 의학 발달로 기 대수명이 높아지면서 나타나는 고령 인구 증가 때문이다. 한국은 전세계적으로 고령화 가 가장 빠르게 진행되고 있는 국가이다. 2015 년 미국 통계청 자료에 따르면 한국은 2015 년 기준 65 세 이상 인구 비중이 전체의 13%에 불과하지만 이 비중이 2050 년에 는 35.9%로 상승할 전망이다. 이는 2050 년에 세계최고 고령 국가인 일본의 40.1% 다 음 2 위를 차지하는 순위다.

국내 제약시장 규모 추이

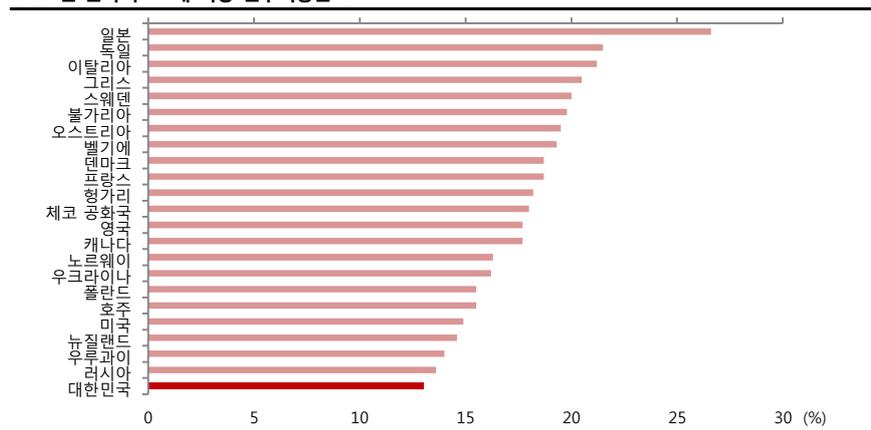


자료 : IMS Health, SK 증권

실제로 국내 노인인구 비중은 빠르게 상승하고 있다. OECD 자료에 따르면 2016년 13.5%에 불과한 국내 65세 이상 노인인구 비중은 2060년에 40.0%까지 상승할 것으로 전망된다. 이는 2017년부터 2060년까지 노인인구의 연평균 성장률이 2.1%에 달함을 의미한다.

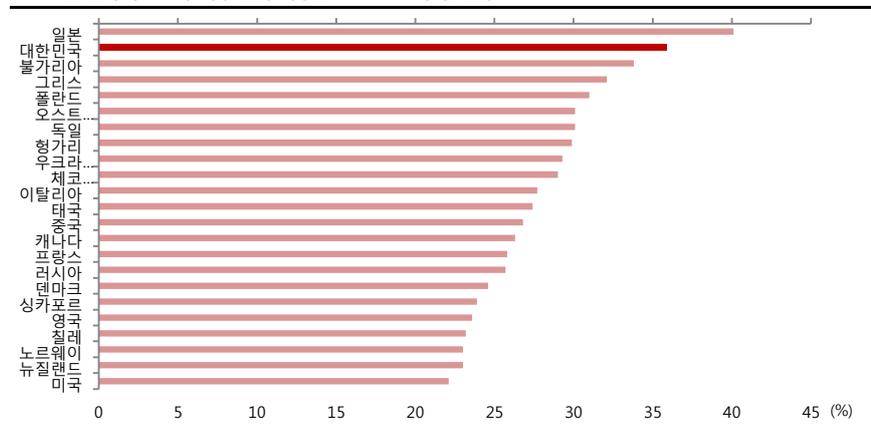
이에 따라 65세 이상 노인의 의료비 지출이 크게 늘어날 전망이다. 국민건강보험공단의 자료에 따르면 2015년 기준 65세 이상 노인 진료비 지출은 21.7조원으로 이는 GDP 대비 1.4%에 불과하다. 그러나 이 수치가 2060년에는 390.8조원으로 증가하면서 GDP 대비 6.6%로 상승할 전망이다. 또한 2015년 전체 진료비 58조원 중에서 65세 이상 노인의 진료비는 36.8%를 차지, 이는 10년 전인 2005년의 24.4%에서 12.4%p 상승한 수치이다. 한국의 빠른 고령화 속도에 따른 의료비 증가는 결국 국내 의약품 수요가 꾸준히 증가할 것임을 의미한다.

2015년 한국의 65세 이상 인구비중은 13%



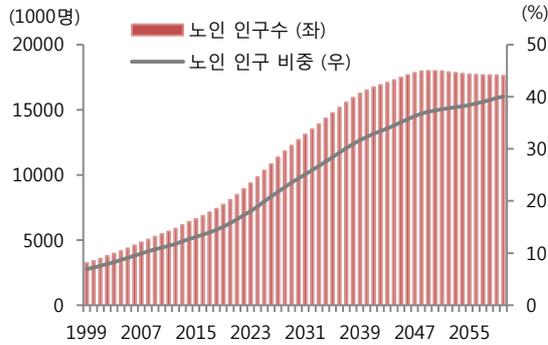
자료 : US Census, SK 증권

2050년 한국의 65세 이상 인구비중은 35.9%로 상승 전망



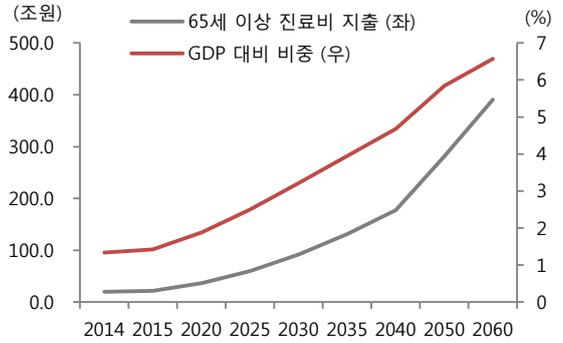
자료 : US Census, SK 증권

국내 노인인구 비중 추이



자료 : OECD, SK 증권

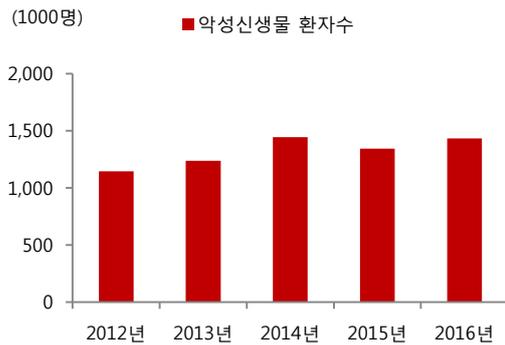
국내 65세 이상 진료비 지출은 2060년 GDP 6.6%



자료 : 국민건강보험공단 건강보험정책연구원 SK 증권

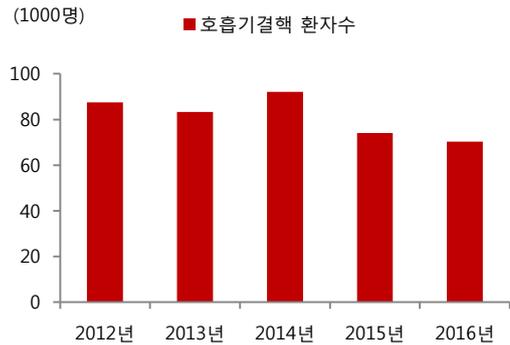
특히 빠른 고령화로 인해 만성질환 환자수가 크게 증가하면서 관련된 의약품 수요가 크게 증가할 것이다. 5 대 만성질환에는 암, 당뇨병, 치매, 심장병, 호흡기질환이 있다. 고령화로 인해 이러한 만성질환 환자수는 지속적으로 증가하고 있다. 2012년 ~ 2016년까지 연평균 환자수 증가율은 각각 암 5.7%, 고혈압 2.3%, 관절염 2.2%, 당뇨병 5.0%, 고지혈증 9.4%, 치매 11.1%, 심근경색 7.2%에 달했다. 이러한 만성질환 환자수의 증가를 감안할 때 국내 제약시장이 2021년까지 연평균 3.1%의 성장세를 나타낼 것이란 전망은 오히려 보수적으로 보인다.

최근 5년 평균 암 환자수 5.7% 증가 추세



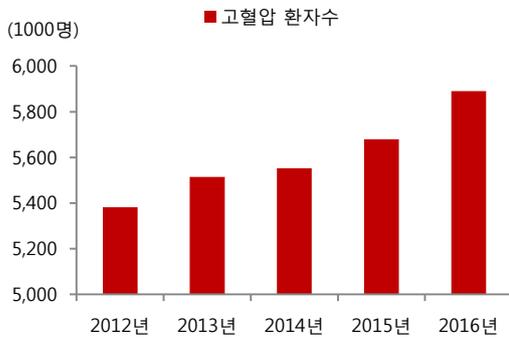
자료 : 보건의료빅데이터개방시스템 SK 증권

최근 5년 평균 호흡기결핵 환자수 5.3% 감소 추세



자료 : 보건의료빅데이터개방시스템 SK 증권

최근 5년 평균 고혈압 환자수 2.3% 증가 추세



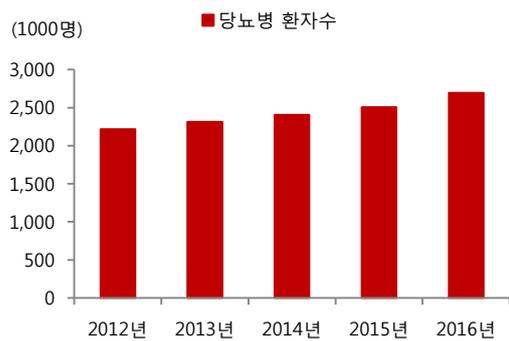
자료 : 보건의료빅데이터개방시스템 SK 증권

최근 5년 평균 관절염 환자수 2.2% 증가 추세



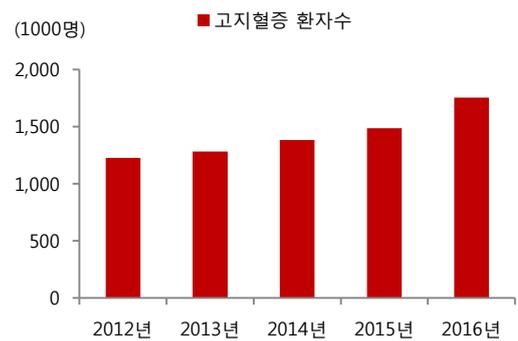
자료 : 보건의료빅데이터개방시스템 SK 증권

최근 5년 평균 당뇨병 환자수 5.0% 증가 추세



자료 : 보건의료빅데이터개방시스템 SK 증권

최근 5년 평균 고지혈증 환자수 9.4% 증가 추세



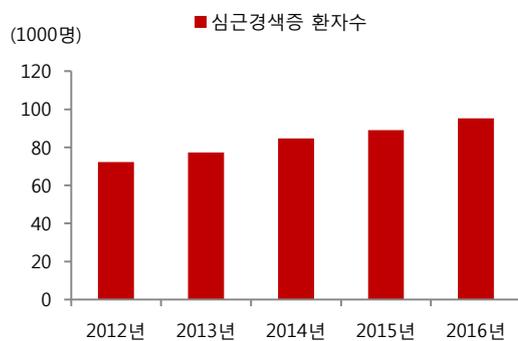
자료 : 보건의료빅데이터개방시스템 SK 증권

최근 5년 평균 치매 환자수 11.1% 증가 추세



자료 : 보건의료빅데이터개방시스템 SK 증권

최근 5년 평균 심근경색 환자수 7.2% 증가 추세



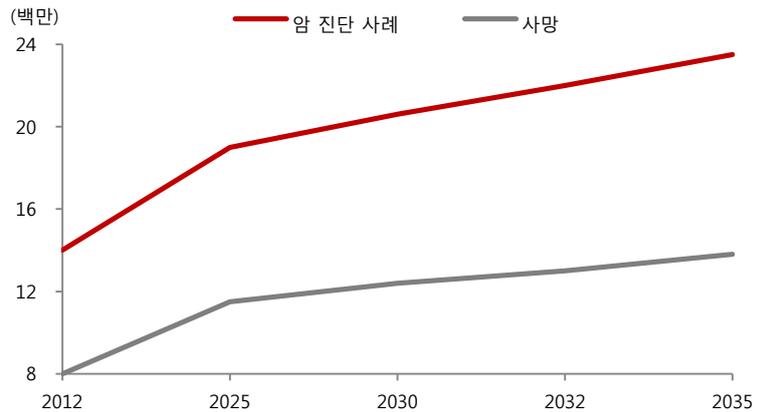
자료 : 보건의료빅데이터개방시스템 SK 증권

(2) 전세계적으로 급증하고 있는 암환자수

한편 고령화 사회가 되어가면서 만성질환에 의한 사망률 역시 높아지고 있는데 우리는 각종 질환 중 이번 보고서에서 사망률 1 위인 암에 대해 집중적으로 살펴보았다.

WHO 는 최근 매년 전세계적으로 1,400 만건의 새로운 암 진단 사례가 발생하고 있으며 20 년 후에는 암 진단 사례가 70% 이상 증가할 것으로 전망했다. 이에 따르면 2035 년 암 진단 사례는 2012 년의 1,400 만 사례에서 2,350 만 사례로 늘어날 것으로 전망된다. 특히 WHO 는 2035 년 암 진단 2,350 만 사례 중 1,380 만명이 결국 암에 의해 사망할 것으로 전망했다. 아직도 암은 인간이 정복하려고 하는 가장 큰 숙제인 것이다.

전세계적으로 암환자는 2035 년까지 지속적으로 증가 추세



자료 : WHO, SK 증권

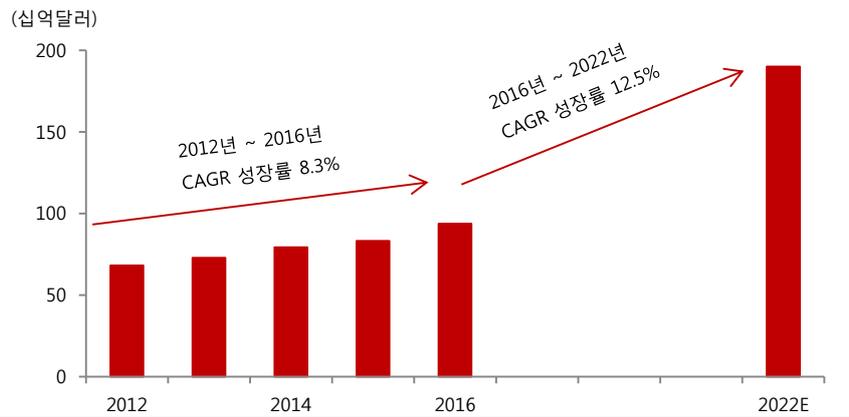
Evaluate Pharma 에 따르면 글로벌 제약시장 규모는 2016 년 기준 7,780 억 달러를 형성하고 있으며 연평균 성장률은 4% 수준이고 2022 년에는 11,210 억달러로 규모가 커질 것으로 전망하고 있다. 그 중에서 2016 년 기준 글로벌 항암제 시장규모는 약 1,000 억 달러 수준으로 전체 시장대비 13.0%를 차지하고 있다. 특히 2012 년부터 2016 년의 연평균 성장률은 8.3%를 기록하며 전체 시장 보다도 높은 성장률을 기록했다. 2016 년부터 2020 년까지는 연평균 12.5%의 성장률로 과거 보다도 더욱 빠르게 성장할 것으로 전망되어 항암제 시장은 그 어떠한 치료제 보다도 미래에 대한 성장성이 밝은 시장이라고 판단된다. 그렇기 때문에 전세계적으로 많은 제약회사와 바이오회사들이 암정복을 위한 치료제를 개발 중에 있다.

2022년까지 글로벌 제약시장은 연평균 4.0%의 성장률 시현 전망



자료 : Evaluate Pharma, SK 증권

글로벌 항암제 시장규모는 2022년까지 연평균 12.5%의 성장률 시현 전망

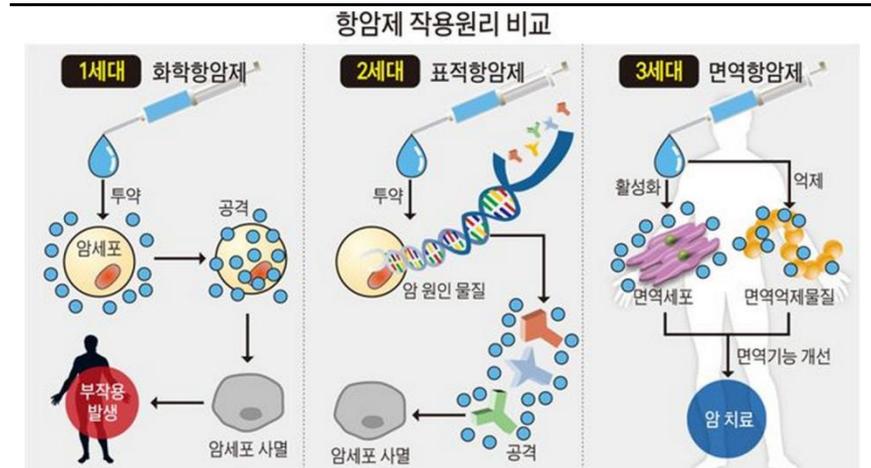


자료 : Evaluate Pharma, SK 증권

항암제는 1 세대부터 3 세대를 거치며 꾸준한 연구개발에 의해 발달된 신약이 속속 개발되고 있다. 1 세대인 화학항암제 개발은 제 1 차 세계대전까지 거슬러 올라간다. 제 1 차 세계대전 때 독일군이 사용한 화학무기에 ‘황산겨자’라는 독가스가 있었다. 이 독가스는 눈, 피부, 호흡기에 수포를 일으키는 발포제인데 사망한 병사를 부검하였더니 백혈구 감소로 인해 골수와 림프절이 망가져 있었다. 이러한 현상을 관찰한 약리학자들이 연구를 하여 항암제를 개발한 것이다.

특히 1942 년 예일대학의 길만 박사는 ‘황산겨자’를 이용하여 ‘질소겨자’라는 최초의 항암제를 개발했는데 이 약은 림프 조직을 억제하는 효능이 있었다. 당시 호지킨병 환자들에게 약을 사용하여 비대해진 림프절이 축소되는 효과를 보았다. 이것이 1 세대 화학항암제의 시초이며 이후 개발을 거쳐 2 세대 표적항암제, 3 세대 면역항암제로 발전하게 된 것이다.

항암제 작용원리 비교



자료 : 언론자료, SK 증권

1 세대 항암제인 화학항암제는 항암화학요법(chemotherapy)이라고도 불리는데 암의 축소, 억제, 제거를 위해 화학물질을 사용하기 때문에 붙여진 이름이다. 하지만 이 화학물질은 암세포 이외에도 정상세포까지 죽이기 때문에 부작용이 크다. 따라서 암세포만 표적하는 표적항암제가 개발되었는데 이것이 2 세대 항암제이다. 하지만 2 세대 표적항암제 역시 여전히 정상세포를 손상시키고 표적이 있는 특정 암에만 적용이 되며 내성이 쉽게 생긴다는 단점이 있다. 이러한 단점을 보완하기 위해 최근에는 우리 몸안의 면역세포를 활성화 시켜 면역억제물질을 차단하고 면역기능을 개선시키면서 암을 치료하는 3 세대 면역항암제가 활발히 개발되고 있다.

(3) 1 세대 항암제 - 화학항암제

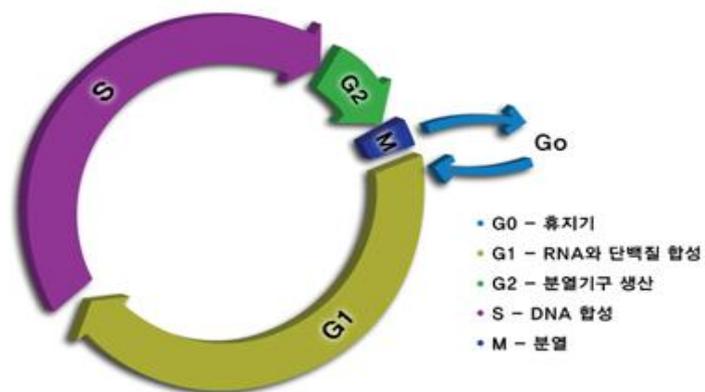
항암 치료제 중 1 세대인 화학항암제(세포독성 항암화학요법)는 빨리 자라는 세포를 죽이는 화학물질(세포독성 항암제)을 사용하여 암세포를 죽이는 요법이다.

암이 상당히 진행되었을 경우 통증, 폐색 등의 여러가지 증상이 발생하는데, 항암 치료는 이러한 암의 크기를 줄이고 증상을 완화하여 삶의 질을 높이는데 도움을 준다. 만약, 암의 완치가 불가능하다면 암의 성장이나 암세포가 번지는 것을 억제하고 생명을 연장시키기 위한 방법으로도 사용된다.

정상세포는 분열 능력이 조절되기 때문에 일정한 세포수와 기능을 유지한다. 하지만 암세포는 분열 능력이 조절되지 않기 때문에 신체의 상태와 상관없이 계속 분열하게 된다.

세포는 분열시 5 단계의 세포주기를 거쳐서 유사분열을 하는데 이를 그림으로 표시한 것이 아래 표다.

세포의 5 단계 분열주기



자료 : 국립암정보센터, SK 증권

그림의 S 상에서는 DNA 복제가 일어나고 M 상에서는 유사분열에 의해 정상세포가 두 개의 딸세포로 분열된다. S, G2, M 에 소요되는 시간은 일정하지만 G1은 세포에 따라 차이가 있어 세포분열에 소요되는 시간은 결국 G1에 의하여 좌우된다. 그리고 G1 상이 과도하게 길어 세포분열이 휴지상태에 있는 경우를 G0 상(휴지기)라고 한다.

항암제는 이러한 세포분열 주기에 따라 어느 특정 주기에 있는 세포에만 작용하는 세포주기 특이약제와 주기에 상관없이 작용하는 세포주기 비특이약제로 나누어진다. 그리고 항암제는 DNA 와 RNA 의 합성과정과 유사분열을 방해하거나 DNA 분자 자체를 공격하는 방식으로 암세포를 죽이게 된다.

하지만 이러한 화학항암요법은 암세포 뿐만 아니라 정상세포 중 분열과 증식이 활발한 부분인 점막, 머리카락, 골수, 생식계의 세포들에게도 영향을 미친다. 이에 따라 골수억제(빈혈, 백혈구 감소증, 혈소판 감소증) 및 탈모, 점막염(구내염, 복통, 설사) 등의 부작용이 발생할 수 있다는 단점이 있다. 물론 이러한 부작용들은 항암화학요법을 중단하면 대체적으로 사라진다. 하지만 치료과정에서 환자들은 큰 고통을 받게 된다.

관련 암세포를 죽이는 방식에 따라 항암제는 크게 알킬화제(Alkylating agents), 항대사항암제(Antimetabolites), 천연물질 항암제, 호르몬제의 4 가지로 분류된다.

우선 알킬화제는 DNA 에 직접 결합하여 DNA 분자 자체를 파괴하고 DNA 의 동일 나선 혹은 이중 나선 구조를 공격하여 암세포의 성장, 분열, 분화를 막는다. 알킬화제의 종류는 아래의 표와 같다.

알킬화 약품의 종류

구성	종류
백금 화합물	시스플라틴(Cisplatin), 카보플라틴(Carboplatin), 옥살리플라틴(Oxaliplatin)
니트로겐 머스타드계 (Nitrogen mustard)	메클로레타민(Mechlorethamine), 사이클로포스파마이드(Cyclophosphamide), 이포스파마이드(Ifosfamide), 멜팔란(Melphalan), 클로람부실(Chlorambucil)
에틸렌이민(Ethylenimine) 및 메틸멜라민(Methylmelamine)계	티오테파(Thiotepa), 알트레타민(Altretamine)
메틸히드라진(Methylhydrazine) 유도체	프로카바진(Procarbazine)
알킬 설포네이트(Alkyl Sulfonate)계	부설판(Busulfan)
니트로소우레아(Nitrosourea)계	카무스틴(Carmustine, BCNU), 로무스틴(Lomustine, CCNU)
트리아진(Triazine)계	다카바진(Dacarbazine, DTIC)

자료 : 국가암정보센터, SK 증권

항대사 항암제(Antimetabolites)는 정상세포의 DNA 에 필요한 대사물질들과 유사한 구조를 가지고 있다. 따라서 DNA 와 RNA 의 구성 성분인 퓨린(Purine)과 피리미딘(Pyrimidine)의 생합성 효소에 정상 대사물질들과 경쟁적으로 결합하여 그 작용을 방해하는 방식으로 항암작용을 한다.

항대사 항암제의 종류

구성	종류
피리미딘(Pyrimidine) 유도체	플루오로우라실(Fluorouracil, 5-FU), 가페시타빈(Capeditabine), 시타라빈(Cytarabine), 겐시타빈(Gemcitabine)
엽산유도체	메소트렉세이트(Methotrexate)
퓨린(Purine) 유도체	메르캅토피린(Mercaptopurine, 6-MP)

자료: 국가암정보센터, SK 증권

천연물질 항암제의 종류

구성	제품	작용기전
빈카알칼로이드 (Vinca Alkaloid)	빈블라스틴(Vinblastine), 빈크리스틴(Vincristine), 비노렐빈(Vinorelvine)	- 세포의 유사분열 중에 염색체 분리에 필요한 미세소관에 결합하여 그 구성성분인 튜불린을 파괴하여 세포분열을 중지시켜 항암작용을 일으킴.
탁센(Taxane)	파클리탁셀(Paclitaxel), 도세탁셀(Docetaxel)	- 탁센은 세포분열 중에 미세소관의 작용을 방해하여 염색체 분리가 일어나지 않도록 하여 항암작용을 나타냄.
에피포도필로톡신 (Epidohyllotoxin)	에토포사이드(Etoposide)	- DNA 토포이소머라제(topoisomerase)는 I형과 II형이 있으며, 이들 효소는 DNA를 잘라서 엉켜있는 DNA를 풀어주고, 다시 이어주면서 일정 부분의 DNA가 복제되거나 재조합 복구 또는 전사가 일어나게 하는 효소임. - 에피포도필로톡신은 토포이소머라제 II 및 DNA와 복합체를 형성하고, DNA를 잘라서 엉킴을 풀어주나 절단된 DNA가 다시 결합하는 것을 방해하며 항암 효과를 냄.
캠토테신 (Camptothecin)	토포테칸(Topotecan), 이리노테칸(Irinotecan)	- 토포이소머라제(topoisomerase) I 및 DNA와 복합체를 형성하고, DNA를 잘라서 엉킴을 풀어주나 절단된 DNA가 다시 결합하는 것을 방해하여 항암 효과를 나타냄.
항생물질(Antitumor Antibiotics)	닥티노마이신(Dactinomycin), 독소루비신(Doxorubicin), 다우노루비신(Daunorubicin), 마이토마이신(Mitomycin), 블레오마이신(Bleomycin)	- 토양진균인 스트렙토마이세스(Streptomyces)중에서 추출되어 항암제에 사용. - 세포주기 비특이성 양물로 DNA의 염기쌍 사이에 끼어들어 DNA나선을 풀어줌. - 이 같은 변형으로 DNA, RNA 합성을 방해함.
효소계 약물	아스파라기나제 (L-Asparaginase)	- 아스파라기나제는 L-Asparagine을 아스파르트산(aspartic acid)과 암모니아(ammonia)로 가수분해시키는 효소임. - L-Asparagine을 스스로 합성할 수 있는 정상세포와 달리 림프구성 백혈병 암세포는 이를 합성하지 못해 외부로부터 이를 공급 받아야함. - 따라서 아스파라기나제는 이를 분해시켜 암세포의 공급을 중단시키는 작용을함.

자료: 국가암정보센터, SK 증권

관련 호르몬치료는 종양세포에 그 종양의 정상조직에서 유래하는 세포성장 조절기전이 존재한다는 점에 근거하는 치료법이다. 호르몬 치료제들은 에스트로겐이나 프로게스테론 같은 호르몬에 의존해서 성장하는 암세포에 연료공급을 차단하는 방식으로 항암작용을 한다고 보면 된다.

호르몬 치료의 종류

구성	제품	작용기전
아로마타제 (aromatase)	마이토테인(Mitotane), 아미노글루테티미드(Aminoglutethimide)	- 아로마타제(aromatase)는 부신에서 생성되는 안드로스테네디온 (androstenedione)이라는 호르몬을 에스트로겐으로 전환시키는 과정을 돕는 효소임. - 난소기능이 왕성하지 않은 나이 많은 여성에서는 이것이 에스트로겐의 주된 공급원임. - 따라서 아로마타제 억제제라 불리는 약품은 아로마타제를 억제하여 혈중 에스트로겐 양을 감소시키면서 에스트로겐 수용체 양성인 폐경 후 여성의 유방암에 사용됨.
부신피질 스테로이드 호르몬	프레드니손(Prednisone), 프레드니솔론(Prednisolone)	- 부신피질 호르몬은 림프구의 유사분열 억제작용과 림프구 용해효과를 가지고 있음. 따라서 소아의 급성 림프구 백혈병 및 악성 림프종에 효과적임. - 정상적으로 여성 또는 남성 호르몬의 영향을 받고 있는 장기에 발생하는 암은 성장 및 기능에 성 호르몬의 조절을 받고 있음 - 이들 호르몬에 대하여 반대작용을 나타내는 호르몬을 사용하면 암 성장을 저지할 수 있음
성호르몬	프로게스틴(Progestin), 에스트로겐(Estrogen), 안드로겐(Androgen)	- 항에스트로젠 제제는 체내 세포들 표면의 에스트로겐 수용체만을 찾아서 선택적으로 결합하는 에스트로겐 유사체이며, 타목시펜이 가장 잘 연구된 선택적 에스트로겐 수용체 조절제임.
항에스트로겐	타목시펜(tamoxifen)	

자료 : 국가암정보센터, SK 증권

의료진은 항암화학요법을 시행하면서 항암화학요법이 치료에 얼마나 효과를 나타내었는지를 일정한 시간 간격에 따라 평가해야 한다. 평가는 신체 검진과 혈액검사, X-선 사진촬영, 핵의학 영상검사 등을 통해 이루어진다. 평가 후 아래와 같이 분류를 하게 되고 향후에 현재의 항암치료를 유지하거나 수정, 변경할지에 대한 여부를 결정한다.

치료효과의 평가

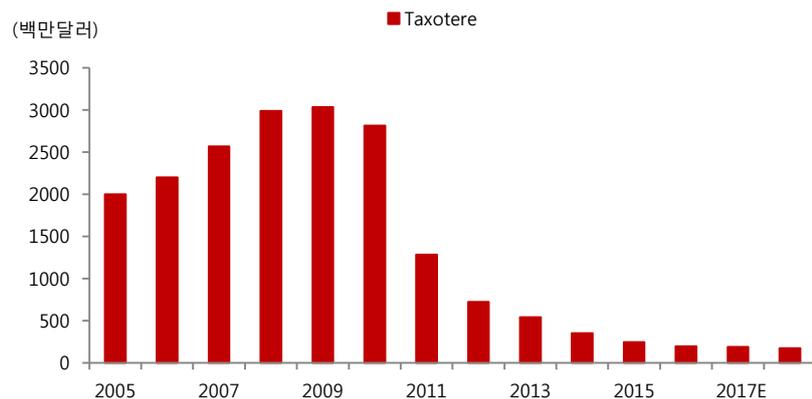
구분	내용
완전관해	신체검진, 혈액검사, 방사선 검사 등으로 평가했을 때, 치료 전 인지되었던 암의 모든 증상과 징후가 완전히 소실되고 이 상태가 최소한 1개월 이상 지속되는 경우
부분관해	신체검진, 혈액검사, 방사선 검사 등으로 평가했을 때, 치료 전 인지되었던 암의 크기가 50% 이상 감소하고, 이 상태가 최소한 1개월 이상 지속되며 새로운 병변의 출현이 없는 경우
안정상태	신체검진, 혈액검사, 방사선 검사 등으로 평가했을 때, 치료 전 인지되었던 암의 크기가 50% 미만으로 감소하거나 25% 미만으로 증가한 것으로 이상태가 최소한 1개월 이상 지속되며 새로운 병변의 출현이 없는 경우
진행성 질환	신체검진, 혈액검사, 방사선 검사 등으로 평가했을 때, 치료 전 인지되었던 암의 크기가 25% 이상 증가하거나 새로운 병변이 출현하는 경우

자료 : 국가암정보센터, SK 증권

대표적인 화학항암제로는 탁센계의 파클리탁셀과 도세탁셀이 있다. 탁센계는 천연물항암제의 한 종류인데 주목나무의 일종인 태평양주목(Taxus brevifolia)의 껍질에서 유방암, 난소암에 효과가 뛰어난 Taxol 이라는 물질을 분리한 것이다. 이 탁셀(파클리탁셀)은 1992 년 난소암 치료제로 FDA 승인을 받았으며 BMS 등 다양한 제약사들이 상업화하여 난소암, 유방암 등의 항암제로 사용되고 있다.

도세탁셀 역시 파클리탁셀과 같은 탁센계 천연물 항암제인데 유방암 치료에 주로 쓰이지만, 적응증이 비소세포 폐암, 직장암 등 파클리탁셀보다 더 다양하고, 다른 항암제와의 병용요법도 확대되고 있어 연간 2.5 조원의 시장규모를 형성하고 있다. 현재 글로벌 제약사인 사노피에서 탁소티어(Taxotere)라는 제품명으로 독점판매하고 있다. 1999년에 비소세포암으로 처음 FDA 승인을 받았으며, 2004년에 추가로 유방암과 전립선암으로 FDA 승인을 받았다. 탁소티어는 2010년에 물질특허, 2012년에 완제특허가 만료되어 도세탁셀 제네릭 출시가 본격화 되고 있는 상황이다. 사노피의 탁소티어 실적추이를 살펴보면 물질특허 직전인 2009년에 매출 고점을 달성하고, 2010년부터 서서히 감소하다 2012년부터 급격히 실적이 줄어드는 모습을 볼 수 있는데, 이는 특허만료 후 제네릭 생산에 따른 매출 감소인 것으로 판단된다.

사노피의 탁센계 유방암 치료제 탁소티어(성분명 도세탁셀)의 실적추이



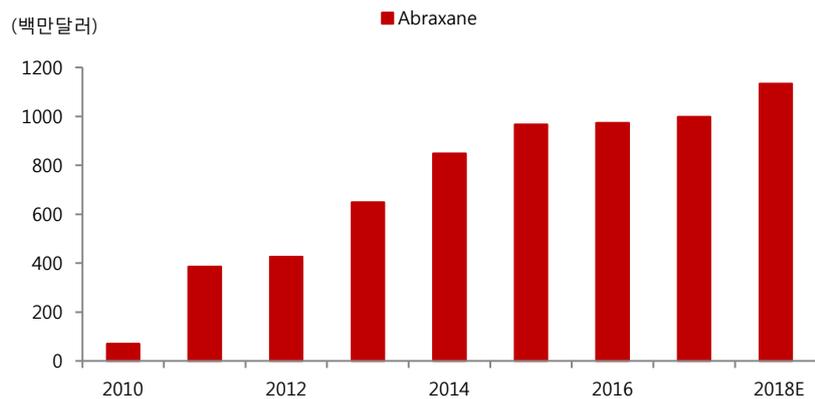
자료 : Bloomberg, SK 증권

한편 셀젠의 아브락산(성분명 알부민 결합 파클리탁셀)은 세포독성항암제로 사용되어 온 기존의 파클리탁셀에 셀젠만의 종양 타겟 시스템을 기반으로 한 냅 기술(nab technology)를 접목시켜, 알부민과 결합한 '탁솔'의 개량형 신약이다. 이 제품은 2005년 FDA 승인을 받았으며 기존 파클리탁셀 단독 투여시보다 정상세포에 적은 영향을 주고 암세포에는 집중적으로 작용해 많은 치료 성분이 암세포에 도달할 수 있게 해준다. 따라서 기존 파클리탁셀은 유방암과 폐암 등의 치료에만 국한 되어있었지만 아브락산은 적응증을 확대하여 투여가 가능하다.

예를들어 전이성 췌장암 표준 치료제, 비소세포폐암에서는 1차 치료제, 유방암 2차 치료제로써 실험한 결과, 반응률과 생존기간에 있어 아브락산을 투여했을 때가 훨씬 예후가 좋았다. 또한 투여 시간에 있어서도 기존 파클리탁셀이 3시간 이상이었던 반면, 아브락산은 30분으로 짧아 투여편의성 측면의 장점도 있다.

아브락산은 2005년에 유방암으로 처음 FDA에서 승인되었으며 2012년 비소세포폐암, 2013년에는 전이성 췌장암으로 승인되었다. 그러면서 2013년을 기점으로 실적이 크게 증가하기 시작하였는데 2016년에는 9.7억달러를 기록하였으며, 2017년에는 10억달러, 2018년에는 11억달러 매출 시현이 전망된다.

셀젠의 아브락산 실적추이



자료 : Bloomberg, SK 증권

(4) 2 세대 항암제 - 표적항암제

기존의 항암화학요법의 경우 암세포 이외에 정상세포까지 공격하기 때문에 부작용을 초래하였다. 그러나 최근 암의 분자생물학적 특성이 알려지면서 특정 암세포만 공격하는 항암제 개발이 이루어지고 있다. 이것을 표적항암제라 한다. 표적 암 치료는 암의 성장과 발암에 관여하는 특별한 분자의 활동을 막으면서 항암 작용을 일으키는 치료법이다. 분자와 세포변화에 초점이 맞추어져 있기 때문에 정상 세포의 손상을 상대적으로 최소화 하면서 선택적으로 암세포만 공격해 부작용을 최소화 할 수 있는 장점이 있다.

표적항암제는 암세포가 특징적으로 가지고 있는 분자를 표적하여 항암 효과를 나타낼 수 있게 한다. 분자적 표적이 되는 것은 암세포의 신호전달경로, 혈관신생, 세포간질, 세포주기조절인자, 세포사멸 등이다. 이 중에서 현재 중요한 표적 치료제로 사용되고 있는 ‘신호전달경로 억제제’와 ‘신생혈관생성 억제제’에 대해서 살펴보자.

신호전달경로 억제제: 암세포의 성장에는 세포표면에 존재하는 성장인자 수용체가 중요한 역할을 한다. 성장인자가 암세포 표면의 수용체에 결합하면 수용체가 활성화되면서 세포 내부의 신호전달체계로 활성화 시켜 종양이 성장하고 전이를 일으키게 된다. 따라서 신호전달경로 억제제는 성장인자가 수용체에 결합하는 것을 방해하거나 수용체의 활성화를 차단함으로써 암세포의 성장과 진행을 억제한다.

신호전달경로를 활성화 시키는 중요한 매개 효소들로는 티로신 키나제(tyrosine kinase), 프로테인 키나제 C(protein kinase C), 파네실 트랜스퍼라제(farnesyl transferase) 등이 있으며, 지금까지는 티로신 키나제의 합성을 억제하는 의약품들이 가장 많이 개발되어 사용되고 있다.

인간 상피세포 성장 인자 수용체 (EGFR, Human Epidermal Growth Factor Receptor)에는 총 4 가지(HER1, HER2, HER3, HER4)가 있다. 여기에 ‘리간드’라는 물질이 결합 되면, 티로신 키나제의 활성 과정을 거쳐 세포 내로 세포성장신호가 전달되고 이에 따라 암세포가 생존, 증식, 전이를 일으키게 된다. 따라서 단일클론 항체(monoclonal antibody)와 저분자 화합물(small molecule)을 이용하여 티로신 키나제의 활성을 억제하면 항암효과를 나타낼 수 있다. 대표적인 제품으로는 글리벡(노바티스), 허셉틴(로슈), 얼비투스(머크), 이레사(아스트라제네카), 타세바(로슈) 등이 있는데 단일클론 항체와 저분자 화합물로 크게 나뉘며 제품별 분류는 다음과 같다.

표적항암제의 단일클론 항체 분류

약품명 (상품명)	회사명	표적	적응증	부작용
알렘투주맙 Alemtuzumab (맵캄파스 Mabcampath*)	Sanofi Genzyme	CD52	만성림프구성백 병	골수기능억제, 기회 감염, 주입관련 부작용, 메스꺼움 및 구토, 발진, 저혈압
베바시주맙 Bevacizumab (아바스틴 Avastin *)	Roche (Genentech)	VEGF	대장암 비소세포폐암 유방암	고혈압, 단백뇨, 위장관 천공, 상처치유 지연, 출혈, 혈전색전증
세특시맙 Cetuximab (얼비톡 Erbitux *)	Merck	EGFR	대장암 두경부암	여드름성 발진, 변비, 설사, 저마그네슘혈증, 메스꺼움 및 구토, 주입관련 부작용
이브리투모맙 Ibritumomab tiuxetan (제바린 Zevalin *)	Biogen IDEC	CD20	비호지킨림프종	주입관련부작용, 자연성 골수기능억제
리툭시맙 Rituximab (맵테라 Mabthera *)	Rituxan	CD20	비호지킨림프종 류마티스성관절염	주입관련부작용, 림프구감소증, 무기력증
토시투모맙 Tositumomab (백사 Bexxar *)	GlaxoSmithKline	CD20	비호지킨림프종	자연성 골수기능억제, 주입관련부작용, 메스꺼움 및 구토, 복통, 설사, 갑상선 기능 저하증
트라스투주맙 Trastuzumab (허셉틴 Herceptin *)	Roche (Genentech)	Her2/ neu	유방암	주입관련부작용 (오한 및 발열), 설사, 메스꺼움, 심독성

*주입관련부작용 (infusion-related symptom): 주사시 발열 및 오한, 두드러기, 가려움증, 기관지 경련, 호흡곤란, 저혈압, 홍조 (얼굴 붉어짐) 등의 증상이 나타나는 것을 말함

자료 : 국가암정보센터, SK 증권

표적항암제의 저분자 화합물 분류

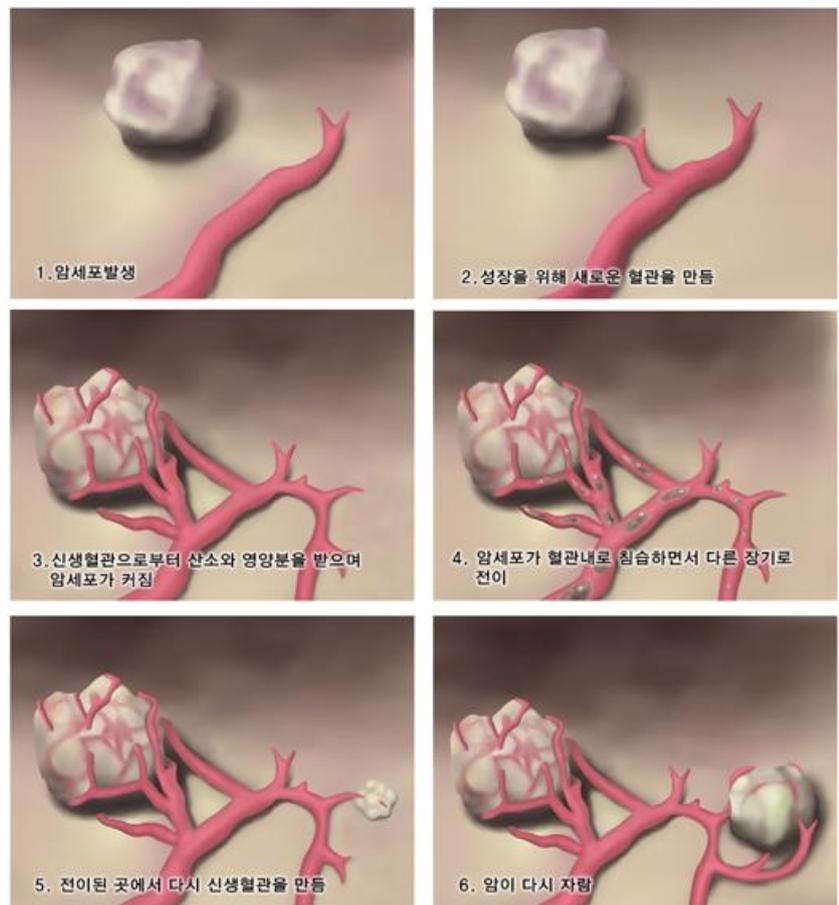
약품명 (상품명)	회사명	표적	적응증	부작용
보르테조미브 Bortezomib (벨케이드 Velcade)	Millennium Pharmaceutical	26S proteasome	다발성골수증 만립세포림프종	말초신경병증, 골수기능억제, 변비, 설사, 메스꺼움 및 구토, 피로감
다사티닙 Dasatinib (스프라이셀 Sprycel)	Bristol-Myers Squibb	BCR-ABL, c-KIT, PDGFR, SRC family	만성골수성백혈병 급성림프구성백혈병	피부발진, 체액저류, 설사 및 변비, 메스꺼움 및 구토, 두통, 발열성 호중구감소증, 출혈, 관절통 및 근육통, 피로감, 무기력증
엘로티닙 Erlotinib (타세바 Tarceva)	Roche (Genentech)	EGFR	비스세포페암 췌장암	여드름성 발진, 피부건조, 설사, 간독성, 간질성 폐질환
에베로리무스 Everolimus (아피니토 Afinitor)	Novartis	mTOR	신세포암	발진, 피부건조, 설사, 메스꺼움 및 구토, 점막염증 및 입안 염증, 말초부종, 폐렴, 감염, 피로, 무력증
게피티닙 Gefitinib (이레사 Iressa)	AstraZeneca	EGFR	비스세포페암	여드름성 발진, 피부건조, 설사, 간독성, 간질성 폐질환
이메티닙 Imatinib (글리벡 Glivec)	Novartis	BCR-ABL, c-KIT, PDGFR	급성림프구성백혈병 만성골수성백혈병 위장관기저종양	발진, 체중증가, 부종, 홍맥삼출, 심독성, 메스꺼움 및 구토, 설사, 관절통, 근육통, 골수기능억제, 간독성
라파티닙 Lapatinib (타이커브 Tykerb)	GlaxoSmithKline	Her2/neu, EGFR	유방암	여드름성 발진, 설사, 메스꺼움 및 구토, 간독성, 심독성 (LVEF 감소, QT 연장)
닐로티닙 Nilotinib (타시그나 Tasigna)	Novartis	BCR-ABL, c-KIT, PDGFR	만성골수성백혈병 급성림프구성백혈병	말초 부종, 두통, 피로, 발열, 발진, 가려움증, 고혈당, 메스꺼움 및 구토, 설사 및 변비, 리파아제 상승, 골수기능억제, 관절통, 근육통
소라페닙 Sorafenib (넥사바 Nexavar)	Bayer and Onyx Pharmaceuticals	BRAF, EGFR, PDGFR, VEGFR,	신세포암 간세포암	고혈압, 탈모, 출혈, 발진, 손발증후군, 저인산혈증, 설사, 메스꺼움 및 구토, 리파아제 및 아밀리아제상승, 골수기능억제
수니티닙 Sunitinib (수텡 Sutent)	Pfizer	VEGFR, PDGFR, c-KIT, FLT3	신세포암 위장관기저종양	고혈압, 메스꺼움 및 구토, 피부색 황색화, 발진, 피부건조, 손발증후군, 갑상선기능저하증, 심독성(LVEF 감소), 부신기능 비정상화, 설사, 골수기능억제, 입안염증, 간수치상승, 리파아제 상승, 크레아티닌 상승, 요산 수치 상승

자료 : 국가암정보센터, SK 증권

신생혈관생성 억제제: 종양은 크기가 작은 경우(1~2mm² 이하) 혈관이 없어도 종양의 생존이 유지되지만 그 이상으로 성장하기 위해서는 산소와 영양분을 공급받아야 하며, 이 때 신생혈관의 생성이 필수적이다. 즉 신생혈관의 형성은 종양의 성장과 전이에 있어서 필수적인 요소이다. 그러므로 종양의 성장과 전이를 억제하기 위해 신생혈관의 형성을 억제해야 한다.

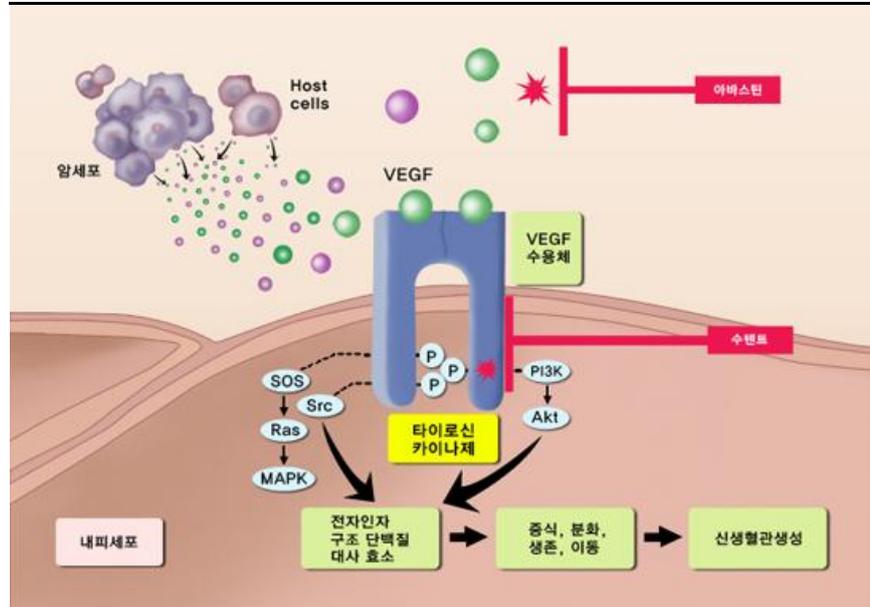
혈관내피세포 성장인자(VEGF, Vascular Endothelial Growth Factor): 암세포는 성장을 위해 혈관 내피세포 성장인자(VEGF)를 분비하는데, 이것이 혈관 내피세포 표면에 있는 VEGF 수용체에 결합하면 티로신 키나제가 활성화되면서 신생혈관이 만들어진다. 그리고 만들어진 신생혈관은 종양에 산소와 영양분을 공급하게 된다. 또한 종양세포는 만들어진 신생혈관을 통해 다른 곳으로 전이를 한 다음 또다시 신생혈관을 형성하면서 성장한다. 그러므로 VEGF 경로를 차단해서 신생혈관 생성을 억제하는 표적치료제들이 개발되었다.

암세포의 신생혈관생성 기전



자료 : 국가암정보센터, SK 증권

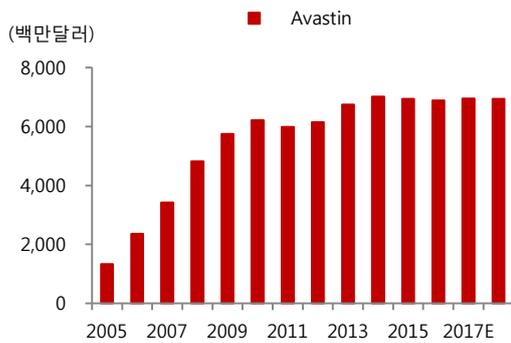
표적항암제의 혈관내피에서 작용기전



자료 : 국가암정보센터, SK 증권

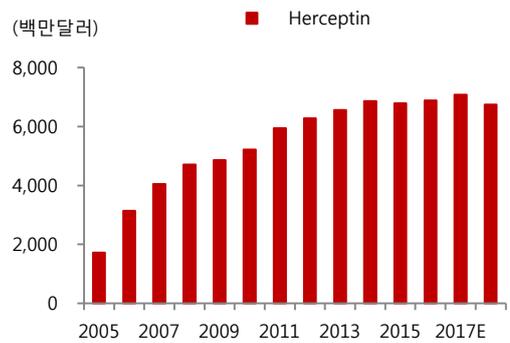
데이터모니터의 자료에 따르면 글로벌 표적항암제 시장규모는 2015년 19억 달러 수준으로 2022년에는 30억 달러 수준까지 커질 전망이다. 대표적인 표적항암제는 로슈의 난소암 치료제인 아바스틴이 있다. 아바스틴은 암세포에 산소와 영양분을 공급하는 신생혈관의 생성을 차단해 종양의 성장과 전이를 막는다. 주요 적응증으로는 전이성 대장암, 전이성 유방암, 비소세포폐암, 진행성 또는 전이성 신세포암, 난소암, 자궁경부암 등이 있다. 미국에서는 부작용으로 인해 유방암에 대한 허가는 취소되었다. 한편 아바스틴의 2016년 매출액은 69억 달러를 기록, 최근 3년동안 매출액의 변동성은 크지 않는 상황이다.

로슈의 아바스틴 실적추이



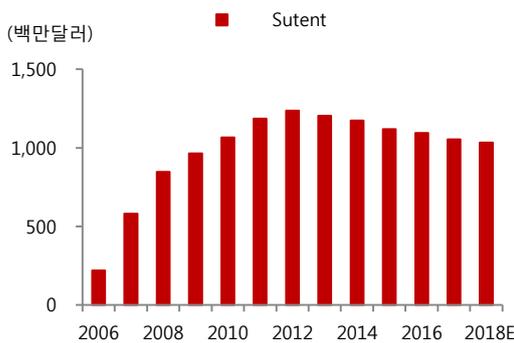
자료 : Bloomberg, SK 증권

로슈의 허셉틴 실적추이



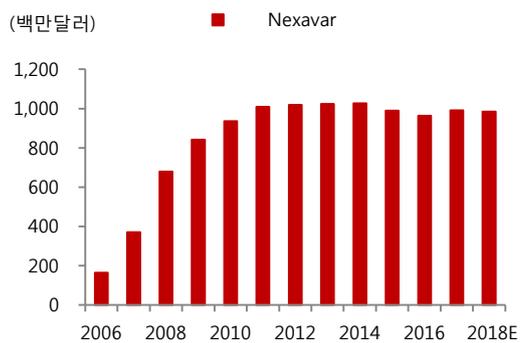
자료 : Bloomberg, SK 증권

화이자의 수텐 실적추이



자료 : Bloomberg, SK 증권

바이엘의 넥사바 실적추이



자료 : Bloomberg, SK 증권

(5) 3 세대 항암제 - 면역항암제

1 세대 화학항암제, 2 세대 표적항암제에 이어서 3 세대 면역항암제가 최근 제약시장의 트렌드로 떠오르고 있다. 화학항암제는 부작용이 심하고 표적항암제는 표적 대상이 제한적이고 내성이 생기면 치료효과가 급격히 떨어진다. 이러한 단점을 보완하기 위해 면역항암제가 개발 중이다.

면역항암제는 인체의 면역체계를 활성화 시켜 암세포와 싸우게 하는 암 치료법이다. 환자의 몸 속 면역체계를 활용하기 때문에 부작용이 거의 없다. 적용 가능한 환자도 많다. 예를 들면 간암 환자의 경우 면역세포가 인체의 다른 세포는 공격하지 않고 간 안에 존재하는 암만을 선택적으로 공격해 제거할 수 있다. 주로 면역 체크포인트 단백질 (PD-1, PD-L1, CTLA-4)을 찾아 암세포의 면역회피 기능을 마비시켜, T 세포(면역세포)가 암세포를 파괴하는 것을 도와주는 방식이다.

최근 암치료는 표적항암제에서 면역항암제로 이른바 ‘패러다임 시프트’가 이루어지고 있다. 그리고 면역항암제는 인체의 면역시스템 이용 방법에 따라 능동적/수동적 면역치료로 구분할 수 있다.

수동적 면역치료: 체외에서 다량으로 만들어진 면역반응 성분 (면역세포, 항체, 사이토카인 등)을 암환자에게 주입하여 암세포를 공격하는 치료방법이다.

능동적 면역치료: 개인의 항체와 면역세포를 능동적으로 활성화 또는 생산시키게끔 하여 암세포를 공격하는 치료방법이다.

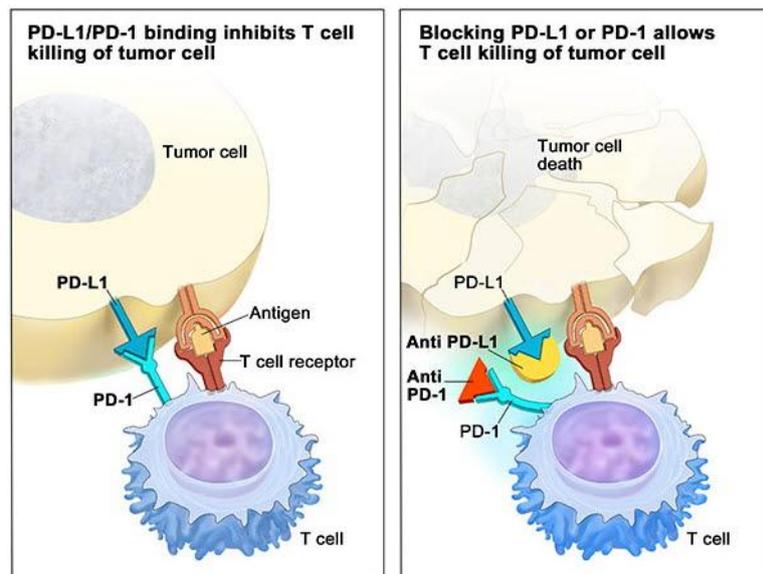
면역치료제의 유형

구분	면역치료 유형	주요 치료 기전	예시
수동적 면역치료	Immune checkpoint inhibitor	T-cell의 suppression에 관여하는 immune checkpoint protein의 활성화를 차단하여 T-cell을 활성화시켜 암세포를 공격하도록 함	CTLA-4, PD, PD-L1 inhibitors
	Immune cell therapy	자가세포이식 (ACT) 방법으로 체내의 T-cell을 꺼내어 강화 및 변형시켜 주입한 뒤 암세포에 대한 세포성 면역을 강화	TILs therapy, CAR T-cell therapy
	Therapeutic antibodies	항체-약물결합체가 암세포에 결합하면 약물이 유리되어 암세포를 공격 항체가 암세포에 결합하여 암세포의 자가세포사멸을 유도	ADCs (Antibody-Drug Conjugates) -
능동적 면역치료	Cancer treatment vaccine	암세포 또는 암세포에 의해 생성된 물질 (substances)로부터 만들고, 이를 인체에 주입하여 인체의 자연방어시스템이 작동하도록 함.	-
	Immune system modulators	인체의 면역조절제 (immune-modulating agents)가 특정 백혈구를 활성화 시키는 등 인체면역반응을 활성화시켜 암세포에 대한 면역반응을 증가시킴	사이토카인 (cytokine), 성장인자 (growth factor)가 dendritic cell, NK cell 등을 활성화

자료 : 국가암정보센터, SK 증권

현재 암 면역치료제로서 가장 활발하게 연구가 진행되고 있는 분야는 면역 체크포인트 억제제로 PD-1/PD-L1 이 활발히 진행되고 있다. 암세포 표면에는 PD-L1 이라는 단백질이 있는데, 이 PD-L1 은 T 세포의 표면에 있는 PD-1 과 결합하게 되면 T 세포가 암세포를 정상세포로 인식하고 공격하지 못한다. 따라서 면역항암제는 T 세포의 PD-1 수용체에 달라붙어 암세포의 회피기능을 억제한다.

면역항암제에서 면역관문억제제의 작용 기전

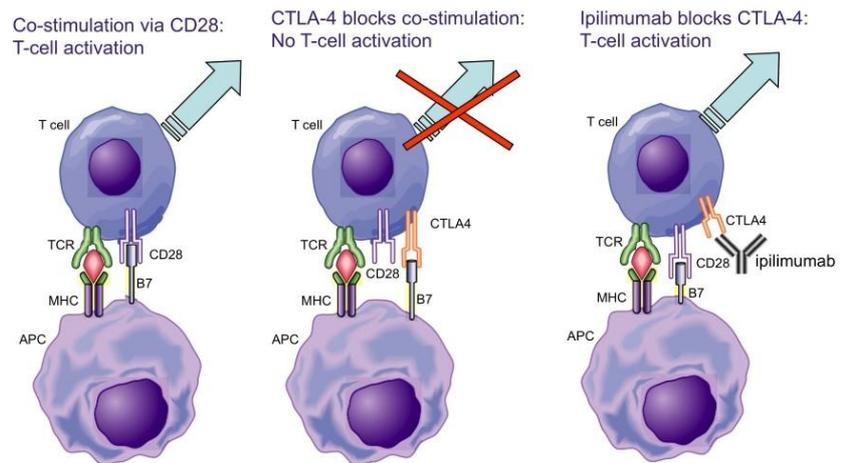


자료 : 언론 보도, SK 증권

또 다른 면역체크포인트 제제는 CTLA-4 억제제이다. 몸 속에 암세포가 생기면 면역 체계는 암세포 표면에 있는 특이한 단백질인 항원(APC, antigen-presenting cell)을 인식하는데, 이때 항원세포의 B7 분자가 T 세포의 CD28 수용체와 결합하게 되면 T 세포가 활성화 된다. 그러면 T 세포는 암세포를 공격하게 되는데 암세포가 항원세포의 B7 분자를 T 세포의 CTLA-4와 결합하게 하여 T 세포를 억제시켜 암세포를 공격하지 못하게 한다. 이때 이필리무맙(ipilimumab, 제품명 여보이)을 투여하게 되면 Anti-CTLA-1 항체로 CTLA-4에 결합하면서 항원의 B7이 CTLA-4에 결합하지 않고 정상적으로 CD28에 결합하게 하면서 T 세포를 활성화 시켜 암세포를 공격하게 한다.

면역체크포인트 CTLA-4 억제제의 작용 기전

Ipilimumab Blocks Negative Signaling From CTLA-4



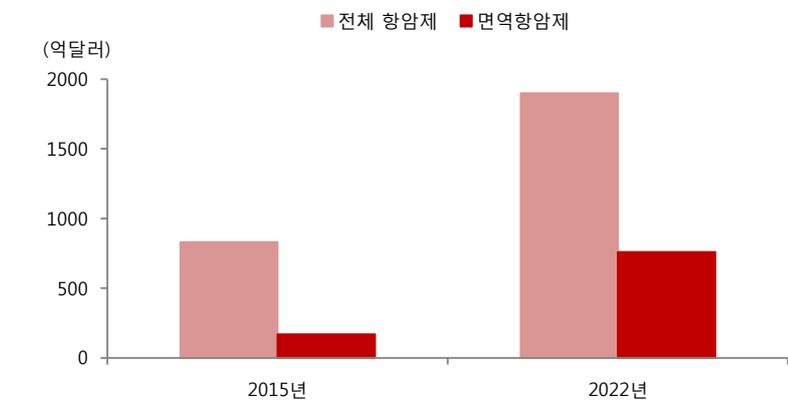
Adapted from Lebbé et al. ESMO 2008

APC, antigen-presenting cell; CTLA-4, cytotoxic T-lymphocyte antigen-4; MHC, major histocompatibility complex; TCR, T-cell receptor.

자료 : 언론보도, SK 증권

면역항암제는 최근 제약, 바이오 업계에서 가장 각광을 받고 있는 분야이다. GBI 리서치 자료에 따르면 2015년 전세계 항암제 시장규모는 831억 달러이며 그 중에서 면역항암제 시장규모는 169억 달러로 20.3%의 비중을 차지하고 있다. 하지만 지속되는 면역항암제의 개발과 높은 성장성으로 인해 2022년 면역항암제 시장규모는 758억 달러로 증가, 전체 항암제 시장에서의 비중도 40.0%로 상승할 전망이다.

면역항암제 시장규모는 2022년 전체 시장에서 40.0%의 비중까지 상승할 전망



자료 : 동아에스티, SK 증권

미국 FDA 에 승인된 면역항암제로는 2010 년 첫 승인된 프로벤지가 있고, 그 다음 2011 년 승인된 CTLA-4 억제제인 BMS 사의 ‘여보이’가 있다. 현재 면역항암제에서 가장 많이 쓰이고 있는 항암제는 키트루다(머크), 옵디보(BMS) 그리고 여보이이다. 그 중에서도 PD-1 억제제인 키트루다와 옵디보가 가장 큰 성장을 할 것으로 전망된다.

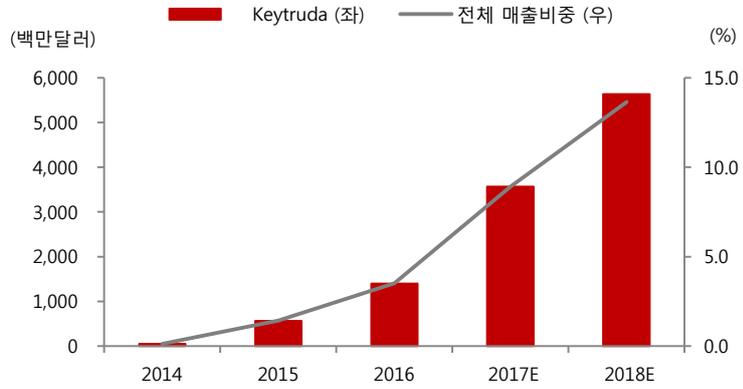
키트루다의 적응증은 흑색종으로 2014 년에 FDA 승인을 받았다. 첫째 매출액은 5,500 만달러에 그쳤으나 2015 년 5 억 6,600 만 달러, 2016 년에는 14 억 200 만 달러로 매출액이 매년 큰 폭의 성장세를 이어가고 있다. 블룸버그 전망치에 따르면 2018 년에는 56 억 3,500 만 달러를 달성할 전망인데, 이는 머크 전체 매출액의 13.6%를 차지하는 수준이다. 머크의 2016 년 매출액은 398 억 달러인데, 이 중에서 블록버스터 제품인 당뇨병치료제 자누비아/자누메트(FDA 승인연도 2007 년)의 전체 매출비중이 15.3%다. 이를 감안했을 때 키트루다는 시판 이후 4 년만에 블록버스터급으로 성장 가능할 것으로 전망된다.

미국 FDA 승인 면역치료제

연도	제품 분류	세부분류	성분명	제품명 (회사명)	적응증
2010	암치료 백신	수지상세포	sipuleucel-T	프로벤지 (Dendreon Corporation)	전립선암
2011	체크포인트 억제제	CTLA-4 억제제	ipilimumab	여보이 (BMS)	흑색종
2014	체크포인트 억제제	PD-1 억제제	pembrolizumab	키트루다 (MSD)	흑색종
2014	Bispecific T-Cell Engager	CD3/CD19	blinatumomab	블린사이트 (Amgen)	급성림프구성백혈병
2014	체크포인트 억제제	PD-1 억제제	nivolumab	옵디보 (BMS)	흑색종
2015	체크포인트 억제제	PD-1 억제제	nivolumab	옵디보 (BMS)	폐암 신장암
2015	항암 바이러스	항암 바이러스	T-Vec	임리직 (Amgen)	흑색종

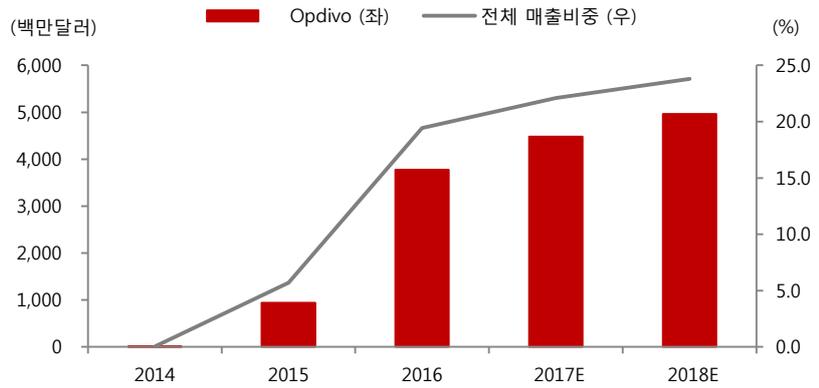
자료 : 국가암정보센터, SK 증권

머크의 키트루다 매출비중은 2018년까지 상승 추세



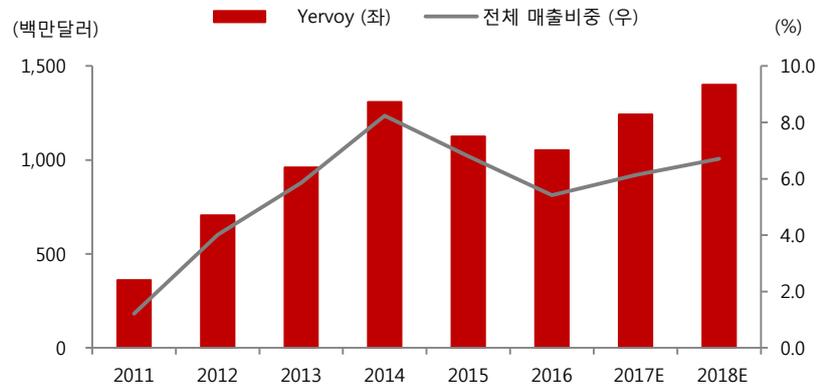
자료 : Bloomberg, SK 증권

BMS 전체 실적성장에 크게 기여하고 있는 오피디보 매출성장세



자료 : Bloomberg, SK 증권

2016년 하락했던 여보이 매출액은 2017년부터 상승 추세가 예상



자료 : Bloomberg, SK 증권

그에 비해 BMS의 옹디보는 이미 블록버스터이다. 옹디보는 2014년 흑색종으로 FDA 승인 이후 2015년에는 폐암과 신장암으로 추가 승인이 나면서 2016년 매출액 37억 7,400만 달러를 기록, BMS 품목별 매출액 중 가장 높은 매출액을 시현하였다. 이는 2016년 BMS의 전체 매출액 194억 달러 중 19.4%를 차지하는 비중이다. 2016년 BMS의 연간 EPS 성장률은 +184.0%YoY를 달성했는데, 그 이유는 결국 옹디보 매출의 고성장에 있다. 블룸버그 전망치에 따르면 2018년에는 매출액 49억 6,400만 달러를 달성할 것으로 예상되는데, 이렇게 되면 옹디보 매출은 전체 매출액의 23.8%가 된다.

면역항암제는 확률적으로 10명 중에서 2명에만 효과가 있기 때문에 제약사들은 최근 병용투여 개발을 많이 진행 중에 있다. 이러한 병용투여는 국내 업체들에서도 많이 개발하고 있는데, 신라젠은 BMS의 여보이와 병용투여를 임상시험 중에 있으며 제넥신은 머크의 키트루다와의 병용투여를 임상시험 중에 있어 그 성과가 주목된다.

(6) 국내 상위 제약사 항암제 개발 동향

국내 상위 제약사들도 다양한 신약개발 파이프라인을 보유하고 있지만 앞으로는 가장 시장규모가 큰 항암제와 당뇨병 치료제 개발에 집중할 전망이다. 특히 국내 제약사들의 경우 표적항암제 개발에 많이 집중되어 있다. 그 중에서도 R&D 파이프라인을 가장 많이 보유하고 있는 한미약품의 개발 그리고 기술수출이 활발히 진행되고 있다.

한미약품의 신약 파이프라인 중에서 주요 항암 치료제로는 Pan-RAF 저해제가 있다. 이는 기존 RAF 저해제의 경우 흑색종 암에만 허가를 받았으나 한미약품의 파이프라인은 적응증이 고형암으로 다양한 암종에 사용이 가능하다는 장점이 있다. 현재 임상 1상 중에 있으며 2016년 9월에 제넨텍으로 기술수출 되었다.

그 이외에도 항암제는 아니지만 자가면역 치료제인 BTK 면역치료제의 경우 현재까지 자가면역으로 허가를 받은 제품이 없는 상태이지만 연구에서는 긍정적인 효과가 입증되고 있는 상황이다. 따라서 이 제품이 출시되었을 경우 자가면역치료제로는 글로벌하게 최초로 허가받은 신약이 될 것이다. 이 제품의 또 다른 장점은 기존의 치료제들은 대부분이 주사제인 반면, 한미약품의 제품은 경구투여가 가능하여 복용의 편리성이 있다는 점이다. 현재 엘리릴리사로 기술수출 되었으며 글로벌 임상 2상 결과에 따라 다른 자가면역으로 확대할 예정이다.

이 외에도 Pan-HER 억제제인 포지오티닙을 미국 스펙트럼사와 같이 미국 임상 2상 중에 있으며, 폐암치료제인 올리타의 경우 자이랩과 함께 미국 임상 3상을 진행 중에 있다. 한편 2016년 9월 미국 제넨텍사에 기술수출한 고형암 치료제 Pan-RAF 저해제의 경우는 국내 임상 1상을 진행 중에 있다.

한미약품의 항암제들은 대부분 합성신약이라 바이오 기술이 접목되진 않았지만 LAPSCOVERY 와 PENTAMBODY 의 보유 기술은 글로벌 회사에는 없는 기술력이다. 현재 북경한미에서는 PENTAMBODY 플랫폼을 활용한 항암제를 개발중에 있으며 사노피로 기술이전된 퀴텀 프로젝트(당뇨 치료제)는 LAPSCOVERY 플랫폼을 사용한 신약이다. 그러므로 한미약품은 타 경쟁사 대비 우수한 기술력 보유에 따른 다양한 신약 파이프라인 성과에 대한 긍정적인 기대가 가능하다고 판단된다.

한미약품의 바이오신약 플랫폼 기술 LAPSCOVERY



자료 : 한미약품, SK 증권

한미약품의 이중항체 플랫폼 기술 PENTAMBODY



자료 : 한미약품, SK 증권

동아에스티는 면역항암제인 MerTK 저해제를 글로벌 제약사 애브비와 공동으로 개발 중에 있다. 아직까지는 전임상 중으로, 전임상까지는 동아에스티와 애브비가 공동 개발 하고 국내 판권을 제외한 이후 임상 개발, 허가 및 판매는 애브비사가 진행할 예정이다. MerTK 저해제는 MerTK 활성을 저해함으로써 암세포 자가사멸 시, 면역 회피 차단 및 항암 면역 활성화를 촉진시키는 역할을 한다. 면역체크포인트 억제제와 다른 항암제 와 병용시에 그 효과를 더 극대화 시킬 수 있는 장점이 있으며, 새로운 기전의 first-in-class 면역항암제라 성공할 경우 매우 긍정적이다.

유한양행의 경우는 표적항암제 비소세포폐암 'YH25448' 임상 1 상을 진행하고 있다. YH25448 은 3 세대 상피세포성장인자수용체(EGFR) 티로신 키나제 억제제이다. 이 치료제의 목표는 뇌전이 유무, EGFR 변이 양성 비소세포폐암 환자의 1 차 치료제 및 EGFR, T790M 변이 양성 비소세포폐암 환자의 2 차 치료제에 대한 적응증을 가져가는 것이다. YH25448 의 경우 임상 1 상 종료 이후에는 기술수출이 가능할 전망, 2018 년에는 유한양행의 기술수출에 대한 모멘텀도 기대해 볼만 하다.

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



Analyst

이달미

talmi@sk.com
02-3773-9952

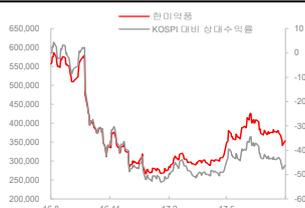
Company Data

자본금	279 억원
발행주식수	1,116 만주
자사주	0 만주
액면가	2,500 원
시가총액	39,463 억원
주요주주	
한미사이언스(외3)	41.38%
신동국(외1)	9.12%
외국인지분률	9.00%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(17/08/07)	353,500 원
KOSPI	2398.75 pt
52주 Beta	1.55
52주 최고가	586,324 원
52주 최저가	266,044 원
60일 평균 거래대금	446 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.2%	-7.0%
6개월	24.4%	7.6%
12개월	-34.9%	-45.3%

한미약품 (128940/KS | 매수(신규편입) | T,P 490,000 원(신규편입))

R&D 최강자!

한미약품에 대해 투자의견 BUY 와 목표주가 490,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주는 SOTP 방식으로 산정했는데 신약가치에 대한 부분과 영업가치에 대한 부분을 합산하였다. 투자포인트는 1) 다양한 신약 파이프라인 보유력, 2) 에페글레나타이드 임상 3 상 재개에 따른 신약가치 기대감, 3) 고수익 신제품 출시에 따른 이익개선세 등이다. 2017 년 연간실적은 매출액이 전년대비 4.8% 증가한 9,254 억원, 영업이익은 전년대비 232.0% 증가한 887 억원을 시현할 전망이다.

투자의견 BUY 와 목표주가 490,000 원으로 커버리지 개시

한미약품에 대해 투자의견 BUY 와 목표주가 490,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 한미약품의 목표주가 490,000 원은 영업가치와 신약가치를 각각 계산하여 SOTP 방식으로 산정하였다. 국내 영업가치에는 상위제약사 과거 3 년 평균 (2016 년 제외) PER 25 배를 적용했고, 북경한미약품에도 25 배를 적용하였으며 신약가치는 기술 수출된 주요 신약 파이프라인을 현재가치로 산정, 이를 합산하여 목표주가 490,000 원을 구했다.

투자포인트

한미약품의 투자포인트는 크게 3 가지로 나눌 수 있다. 1) 자체개발 기술인 랩스커버리를 적용하여 개발 중인 항암치료제, 당뇨치료제 등 타사대비 다양한 신약 파이프라인 보유, 2) 사노피로 기술 수출된 당뇨치료제 에페글레나타이드의 2017 년 4 분기 중 임상 3 상 재개로 신약가치에 대한 기대감 유효, 3) 개량신약, 복합제 등 고수익 신제품 출시에 따라 product mix 변화로 인한 이익개선세이다.

2017 년 실적전망

한미약품의 2017 년 연간 실적은 매출액이 전년대비 4.8% 증가한 9,254 억원, 영업이익이 전년대비 232.0% 증가한 887 억원을 기록할 전망이다. 2017 년 높은 영업이익 증가율은 2016 년 사노피의 기술수출 반환금 지급에 따른 기저효과 때문이다. 2017 년 연간으로 총 6 개의 신제품을 출시할 예정인데, 이 중에서 하반기에 베시금, 라본디, 몬테리즘의 신제품이 출시될 예정이어서 하반기 실적 성장 driver 역할을 할 전망이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	7,613	13,175	8,827	9,254	9,829	10,621
yoy	%	4.3	73.1	-33.0	4.8	6.2	8.1
영업이익	억원	345	2,118	268	887	1,064	1,381
yoy	%	-44.3	514.8	-87.4	231.4	19.9	29.9
EBITDA	억원	598	2,619	656	1,357	1,586	2,054
세전이익	억원	365	2,096	80	817	1,071	1,430
순이익(지배주주)	억원	355	1,544	233	637	865	1,188
영업이익률%	%	4.5	16.1	3.0	9.6	10.8	13.0
EBITDA%	%	7.9	19.9	7.4	14.7	16.1	19.3
순이익률	%	5.7	12.3	3.4	7.9	9.8	12.1
EPS	원	3,208	13,835	2,089	5,703	7,751	10,645
PER	배	29.2	49.2	136.7	62.0	45.6	33.2
PBR	배	2.0	11.3	4.8	5.7	5.2	4.6
EV/EBITDA	배	21.8	30.1	51.9	32.2	27.7	21.2
ROE	%	7.6	25.7	3.5	9.4	11.8	14.5
순차입금	억원	1,743	1,851	20	2,054	2,316	1,774
부채비율	%	75.4	131.3	117.4	120.0	114.1	104.7

한미약품의 목표주가 산정 Table

	적정 가치(십억원)	비고
한미약품 국내	1,666.9	12M Forward 영업이익에 25배 적용
북경한미약품	652.2	12M Forward 영업이익에 지분율 고려 후 25배 적용
한미정밀화학	444	12M Forward 영업이익에 지분율 고려 후 12배 적용
신약 가치	2,715.7	
퀀텀프로젝트	1,792.1	사노피 계약
LAPS-GLP-1/GCG	337.1	안센 계약
BTK 면역치료제	309.6	엘리릴리 계약
RAF 저해제	276.8	제넨텍 계약
목표 시가총액	5,079.1	
주식수	10,435.1	천주
목표주가	486,734	원

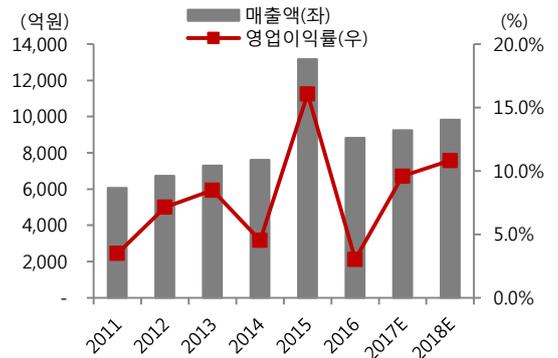
자료 : 한미약품 SK 증권 추정치

한미약품 연결실적 매출구조



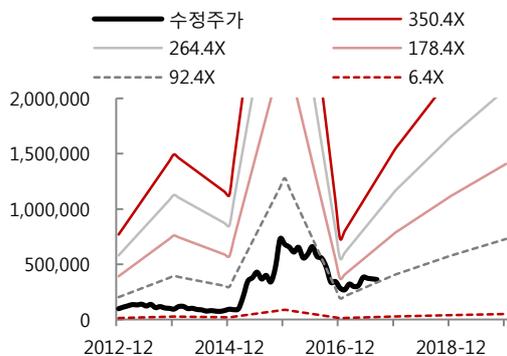
자료 : 한미약품 SK 증권

한미약품 연도별 실적추이



자료 : 한미약품 SK 증권

한미약품 PER 밴드차트



자료 : Fnguide, SK 증권

한미약품 PBR 밴드차트



자료 : Fnguide, SK 증권

한미약품 신약 파이프라인

구분	제품명	적응증	임상단계	기술수출/도입	작용기전 및 특징
바이오신약	LAPS Insulin Combo	HM14220	2형당뇨	전임상	사노피 - 사노피에 따르면 임상 1상 2017년 4분기중으로 준비 - 주 1회 투여 - LAPS-Insulin 유도체와 에페글레나타이드 복합제
	LAPS Triple Agonist	HM15211	비만	전임상	- 지속형 GLP/GCG/GIP 유도체 바이오신약 - 주 1회 투여
	LAPS IDS	HM15410	류코다당체 침착증	전임상	- 지속형 효소 대체 치료제 - 월 1회 투여
	LAPS GLP-2 Analog	HM15910	단장증후군	전임상	- 지속형 GLP-2 유도체 - 주 1회 투여
	LAPS GLP/GCG	HM12525A	당뇨/비만	임상 1상 예정	안센 - 지속형 신규 GLP-1, 글루카곤 이중 작용 유도체 바이오신약 - 주 1회 투여
	LAPS Insulin	HM12470	당뇨	임상1상	- 지속형 신규 인슐린 유도체 바이오신약 - 주 1회 투여
	LAPS Exd4 Analog	에페글레나타이드	당뇨/비만	임상 3상 예정	사노피 - 지속형 신규 엑센딘-4 유도체 바이오신약 - 주 1회에서 최대 월 1회 투여 - 글로벌 후기 임상 2상 완료
이중항체 바이오신약	LAPS GCSF Analog	Rolontis (에플라페그라스탐)	호중구감소증	임상3상	스펙트럼 - 지속형 신규 G-CSF 유도체 바이오 신약 - 3주 1회 투여
	PD-1/HER-2	BH2950	유방암/위암	전임상	- PD-1/Her-2 저해제, 면역+ 표적항암 이중항체 - 북경한미에서 진행
	PD-1/EGFR	BH2922	비소세포폐암/대장암	전임상	- PD-1/EGFR 저해제, 면역+ 표적항암 이중항체 - 북경한미에서 진행
	PD-1/PD-L1	BH2941	항암제	전임상	- PD-1/PD-L1 저해제 - 북경한미에서 진행
	Pan-RAF저해제	HM95573	고형암	임상1상	제넨텍 - 경구용 RAF 신호전달 억제제 - 국내 임상 1상 진행 중
	Oratecan	이리노테칸+HM30181A	대장암 등 고형암	임상1상	아테넥스 - 경구용 이리노테칸, 기존 약제 대비 효력증가 및 독성감소 기대 - 미국 1상 진행 중
	Src/Tubulin	KX2-391	고형암	임상1상	아테넥스 - 경구용 Src 신호전달 및 tubulin 중합체생성억제제 - 미국 아테넥스사로부터 도입 품목
	Pan-HER억제제	포지오티닙	유방암, 폐암 등 고형암	임상2상	스펙트럼/루에 - 암세포성장인자 수용체(ERBB)에 효과적으로 작용하는 pan-HER 신호전달 억제제 - 미국 임상 2상 진행 중, 중국 임상 1상 IND 제출완료
	BTK 면역치료제	HM71224	류마티스관절염 (자가면역질환)	임상2상	엘리릴리 - B-세포 과다활성억제를 통한 자가면역질환치료 경구용 약물 - 글로벌 2상 진행 중
	Luminate	Integrin 저해제	망막질환	임상2상	알레그로 - 한국 내 이상혈관의 신생 및 증식을 억제, 인테그린 저해제 - 미국 알레그로사로부터 도입품목 - 한국, 중국 판권만 들여옴
	Oraxol	파크리탁셀+HM30181A	유방암/위암	임상3상	스펙트럼 - 경구용 파클리탁셀+Pgp억제제 - 주 3회 복용 - 미국 및 뉴질랜드 임상 1상 및 남미 임상 3상 진행 중
	올리타(Olita)	올무티닙	폐암	임상3상	자이렙 - 폐암을 일으키는 EGFR 변이세포에 선택적으로 작용하는 경구용 항암제 - 국내 신속심사 허가 (제품명:올리타정) - 국내 및 글로벌 임상 2상 진행 중 - 글로벌 임상 3상 진행 준비중(국내 IND 승인 득함) - 중국 임상1상 IND 검토중

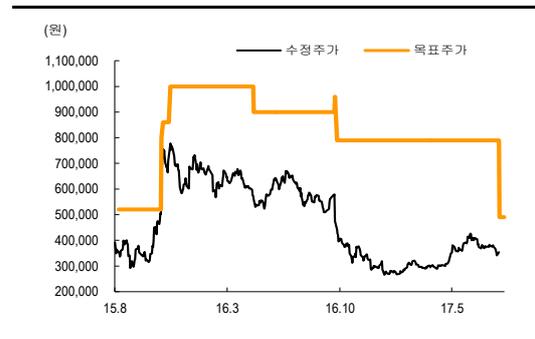
자료: 한미약품 SK 증권 정리

한미약품 분기 및 연간 실적전망 Table

(단위: 억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2014	2015	2016	2017E	2018E
매출액	2,563.7	2,345.4	2,197.2	1,721.0	2,335.0	2,228.2	2,239.3	2,451.1	7,612.6	13,175.3	8,827.4	9,253.6	9,829.3
한미약품	1,954.5	1,914.0	1,771.7	1,237.0	1,781.0	1,719.0	1,780.9	1,959.6	5,820.2	11,132.4	6,877.2	7,240.5	7,664.4
북경한미	599.6	423.0	426.0	479.0	556.0	495.0	478.7	520.9	1,727.8	2,047.0	1,927.6	2,050.6	2,236.2
한미정밀화학	218.8	256.0	218.0	237.0	219.0	249.0	222.4	241.7	906.8	891.0	929.8	932.1	978.7
연결조정	(209.1)	(247.6)	(218.5)	(232.0)	(221.0)	(234.8)	(242.6)	(271.1)	(842.3)	(895.0)	(907.2)	(969.5)	(1,050.0)
영업이익	225.7	64.0	137.7	(160.0)	314.0	215.5	185.4	172.7	344.5	2,118.0	267.3	887.5	1,063.8
세전이익	348.7	214.0	7.0	(489.7)	291.7	93.2	274.4	157.3	364.6	2,095.8	80.0	816.6	1,070.8
순이익	409.8	213.5	63.1	(383.0)	246.0	121.2	233.3	133.7	433.0	1,622.7	303.3	734.1	963.2
YoY 성장률													
매출액	19.4	(4.1)	(18.1)	(70.8)	(8.9)	(5.0)	1.9	42.4	0.0	73.1	(33.0)	4.8	6.2
영업이익	968.9	161.3	(61.5)	(109.3)	39.2	236.9	34.6	흑전	(44.3)	514.8	(87.4)	232.0	19.9
세전이익	139.5	1,016.3	(97.9)	(130.7)	(16.3)	(56.4)	3,844.9	흑전	0.0	0.0	(96.2)	921.1	31.1
순이익	152.8	69.7	(125.2)	(124.2)	(40.0)	(43.2)	269.9	흑전	(14.3)	274.8	(81.3)	142.0	31.2
% 수익률													
영업이익률	8.8	2.7	6.3	(9.3)	13.4	9.7	8.3	7.0	4.5	16.1	3.0	9.6	10.8
세전이익률	13.6	9.1	0.3	(28.5)	12.5	4.2	12.3	6.4	4.8	15.9	0.9	8.8	10.9
순이익률	16.0	9.1	2.9	(22.3)	10.5	5.4	10.4	5.5	5.7	12.3	3.4	7.9	9.8

자료: 한미약품 SK 증권 추정치

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.08.08	매수 애널리스트 변경	490,000원
	2016.10.04	매수	790,000원
	2016.09.30	매수	960,000원
	2016.04.29	매수	900,000원
	2016.03.27	매수	1,000,000원
	2015.11.23	매수	1,000,000원
	2015.11.09	매수	860,000원
	2015.11.06	매수	800,000원
	2015.10.28	매수	520,000원
	2015.10.05	매수	520,000원
	2015.08.17	매수	520,000원



Compliance Notice

- 작성자(이달미)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 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 8월 8일 기준)

매수	92.16%	중립	7.84%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	11,451	8,407	8,231	8,610	9,710
현금및현금성자산	1,383	1,304	1,187	925	1,466
매출채권및기타채권	7,846	2,716	3,143	3,339	3,608
재고자산	1,581	1,904	2,712	2,880	3,112
비유동자산	5,775	7,562	8,912	9,657	9,933
장기금융자산	423	262	440	440	440
유형자산	4,157	5,989	6,648	6,961	7,037
무형자산	672	401	569	734	885
자산총계	17,226	15,970	17,143	18,267	19,643
유동부채	6,736	5,441	4,790	4,815	4,725
단기금융부채	1,032	1,713	1,162	962	762
매입채무 및 기타채무	2,246	2,612	2,059	2,187	2,363
단기충당부채	226	108	98	104	113
비유동부채	3,042	3,183	4,561	4,919	5,322
장기금융부채	2,644	1,609	2,925	3,225	3,525
장기매입채무 및 기타채무	0	1,233	1,233	1,233	1,233
장기충당부채	113	113	161	171	195
부채총계	9,778	8,625	9,350	9,734	10,047
지배주주지분	6,749	6,595	6,985	7,668	8,675
자본금	256	261	279	279	279
자본잉여금	4,178	4,173	4,155	4,155	4,155
기타자본구성요소	-22	-93	-157	-157	-157
자기주식	-22	-93	-157	-157	-157
이익잉여금	2,281	2,289	2,926	3,791	4,979
비지배주주지분	699	751	808	865	922
자본총계	7,448	7,345	7,792	8,533	9,596
부채와자본총계	17,226	15,970	17,143	18,267	19,643

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	1,167	4,284	-726	827	1,536
당기순이익(손실)	1,621	303	735	963	1,286
비현금성항목등	1,205	720	655	623	768
유형자산감가상각비	268	357	445	487	624
무형자산감가상각비	233	31	25	35	48
기타	154	474	199	78	32
운전자본감소(증가)	-1,157	3,379	-1,797	-381	-374
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-4,920	5,275	-712	-195	-269
재고자산감소(증가)	-262	-347	-837	-169	-232
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	32	-75	240	128	176
기타	3,993	-1,474	-488	-145	-49
법인세납부	-502	-118	-320	-379	-144
투자활동현금흐름	-1,154	-3,586	-294	-1,075	-978
금융자산감소(증가)	164	-1,384	1,211	-100	-100
유형자산감소(증가)	-1,194	-1,996	-1,330	-800	-700
무형자산감소(증가)	-141	-234	-199	-199	-199
기타	17	27	25	25	21
재무활동현금흐름	806	-749	979	-14	-16
단기금융부채증가(감소)	-94	-414	-675	-200	-200
장기금융부채증가(감소)	1,043	58	600	300	300
자본의증가(감소)	-4	-71	-65	0	0
배당금의 지급	0	-204	0	0	0
기타	-139	-118	1,119	-114	-116
현금의 증가(감소)	859	-80	-117	-262	541
기초현금	525	1,383	1,304	1,187	925
기말현금	1,383	1,304	1,187	925	1,466
FCF	-186	1,641	-1,452	154	642

자료 : 한미약품 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	13,175	8,827	9,254	9,829	10,621
매출원가	3,983	4,219	4,488	4,748	5,130
매출총이익	9,193	4,609	4,766	5,082	5,491
매출총이익률 (%)	69.8	52.2	51.5	51.7	51.7
판매비와관리비	7,075	4,341	3,879	4,018	4,110
영업이익	2,118	268	887	1,064	1,381
영업이익률 (%)	16.1	3.0	9.6	10.8	13.0
비영업손익	-22	-188	-71	7	49
순금융비용	113	71	87	91	96
외환관련손익	46	166	177	177	177
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	2,096	80	817	1,071	1,430
세전계속사업이익률 (%)	15.9	0.9	8.8	10.9	13.5
계속사업법인세	475	-223	82	108	144
계속사업이익	1,621	303	735	963	1,286
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,621	303	735	963	1,286
순이익률 (%)	12.3	3.4	7.9	9.8	12.1
지배주주	1,544	233	637	865	1,188
지배주주귀속 순이익률(%)	11.72	2.64	6.88	8.8	11.19
비지배주주	76	70	98	98	98
총포괄이익	1,560	173	512	740	1,063
지배주주	1,479	121	455	683	1,006
비지배주주	81	52	57	57	57
EBITDA	2,619	656	1,357	1,586	2,054

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	73.1	-33.0	4.8	6.2	8.1
영업이익	514.8	-87.4	231.4	19.9	29.9
세전계속사업이익	474.8	-96.2	921.1	31.1	33.5
EBITDA	337.7	-74.9	106.8	16.8	29.5
EPS(계속사업)	331.2	-84.9	173.0	35.9	37.3
수익성 (%)					
ROE	25.7	3.5	9.4	11.8	14.5
ROA	11.8	1.8	4.4	5.4	6.8
EBITDA마진	19.9	7.4	14.7	16.1	19.3
안정성 (%)					
유동비율	170.0	154.5	171.9	178.8	205.5
부채비율	131.3	117.4	120.0	114.1	104.7
순차입금/자기자본	24.9	0.3	26.4	27.1	18.5
EBITDA/이자비용(배)	21.4	6.5	12.0	14.0	17.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	13,835	2,089	5,703	7,751	10,645
BPS	60,460	59,073	62,569	68,690	77,706
CPFS	18,325	5,571	9,915	12,429	16,670
주당 현금배당금	2,000	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	56.2	350.4	74.8	55.0	40.1
PER(최저)	6.4	136.3	46.7	34.3	25.0
PBR(최고)	12.9	12.4	6.8	6.2	5.5
PBR(최저)	1.5	4.8	4.3	3.9	3.4
PCR	37.2	51.3	35.7	28.4	21.2
EV/EBITDA(최고)	34.2	127.8	38.2	32.9	25.1
EV/EBITDA(최저)	4.8	51.8	25.0	21.6	16.4

SK COMPANY Analysis



Analyst
이달미
talmi@sk.com
02-3773-9952

Company Data

자본금	422 억원
발행주식수	844 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	6,949 억원
주요주주	
강정석(외27)	37.96%
국민연금공단	10.93%
외국인지분률	21.80%
배당수익률	0.60%

Stock Data

주가(17/08/07)	82,300 원
KOSPI	2398.75 pt
52주 Beta	0.84
52주 최고가	121,000 원
52주 최저가	80,600 원
60일 평균 거래대금	36 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-5.2%	-5.9%
6개월	-12.1%	-23.9%
12개월	-24.8%	-36.8%

동아에스티 (170900/KS | 매수(신규편입) | T.P 120,000 원(신규편입))

더 이상의 악화는 없다!

동아에스티에 대해 투자 의견 BUY 와 목표주가 120,000 원으로 커버리지를 개시한다. 동아에스티의 목표주가는 12개월 Forward EPS 에 당사 제약업종 Target PER 25 배를 20% 할증한 30 배를 적용하였다. 동사의 투자포인트는 1) 다수의 자체개발 신약을 보유하고 있는 등 높은 신약개발 능력, 2) 주요 제품인 스티렌 매출액이 2017년 하반기부터 턴어라운드할 것이라는 전망, 3) 2018년 실적 본격화가 예상된다는 점 등이다. 2017년 연간 실적은 매출액이 전년대비 1.8% 감소한 5,503 억원, 영업이익은 전년대비 69.9% 감소한 258 억원으로 전망된다.

투자 의견 BUY 와 목표주가 120,000 원으로 커버리지 개시

동아에스티에 대해 투자 의견 BUY 와 목표주가 120,000 원으로 커버리지를 개시한다. 동아에스티에 대한 목표주가 120,000 원은 12개월 Forward EPS 에 제약업종 Target PER 25 배에 자체개발 신약 보유 및 신약 파이프라인에 대한 가치를 감안하며 20% 할증한 30 배를 적용해 구했다. 동아에스티는 2016년 실적부진이 2017년 상반기까지 이어지면서 이에 따른 주가도 역사적 최저점에 있는 것으로 판단된다. 하지만 2017년 하반기 턴어라운드를 감안하면 현시점 저점 매수 구간인 것으로 판단된다.

투자포인트

동아에스티에 대한 투자포인트는 다음과 같다. 1) 높은 신약 개발능력, 2) 스티렌 약가인하로 인한 매출하락세가 2017년 2분기를 저점으로 3분기부터 하락폭이 둔화될 것으로 전망된다는 점, 3) 2017년 실적을 저점으로 2018년부터는 실적 턴어라운드가 예상된다는 점이다.

2017년 외형 성장세는 하락할 전망이나 2018년 턴어라운드 예상

동아에스티의 2017년 매출액은 전년대비 1.8% 감소한 5,503 억원, 영업이익은 전년대비 69.9% 증가한 258 억원을 기록할 전망이다. 동아에스티의 실적은 스티렌 특허만료로 인해 약가인하가 시행되면서 매출 하락이 지속되지만 2017년 하반기부터는 복용 편의성을 개선한 개량신약인 '스티렌 2X' 출시로 인해 하락폭이 줄어들 전망이며, 주글리아(무좀치료제), 비리어드 개량신약 도입 등 신제품 출시에 따른 외형 성장세가 가능할 전망이다. 2017년 신제품 출시는 2018년도에 본격적인 매출성장 driver 역할을 할 것으로 전망되고, 2018년 실적 턴어라운드도 예상되어 긍정적이다.

영업실적 및 투자지표

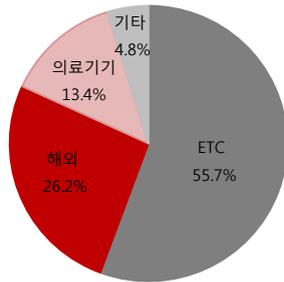
구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	5,681	5,679	5,603	5,503	5,959	6,553
yoy	%	14.6	0.0	-1.3	-1.8	8.3	10.0
영업이익	억원	482	543	152	258	411	459
yoy	%	22.3	12.8	-72.1	69.9	59.5	11.6
EBITDA	억원	726	776	362	462	607	640
세전이익	억원	442	630	153	191	411	469
순이익(지배주주)	억원	343	480	129	152	328	373
영업이익률%	%	8.5	9.6	2.7	4.7	6.9	7.0
EBITDA%	%	12.8	13.7	6.5	8.4	10.2	9.8
순이익률	%	6.0	8.4	2.3	2.8	5.5	5.7
EPS	원	4,452	6,109	1,540	1,797	3,880	4,422
PER	배	20.6	24.1	68.5	45.8	21.2	18.6
PBR	배	1.5	2.1	1.5	1.1	1.0	1.0
EV/EBITDA	배	12.0	16.4	24.8	14.6	10.4	9.3
ROE	%	7.4	9.2	2.3	2.5	5.1	5.4
순차입금	억원	1,511	743	63	-81	-492	-898
부채비율	%	121.4	92.1	81.0	69.3	60.3	52.7

동아에스티 Valuation Table

구분	내용	비고
12M Forward 예상 순이익(억원)	327.7	
발행주식수(주)	8,443,868	
12M Forward EPS(원)	3,880	
적용PER(배)	30.0	제약업종 Target PER 25배에 20% 할증
주당가치(원)	116,410	
목표주가(원)	120,000	
현재주가(원)	82,300	
상승여력(%)	45.8	

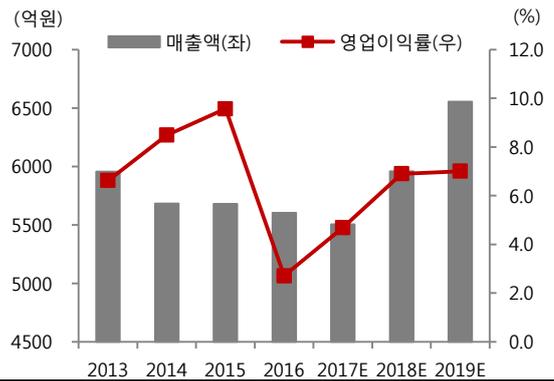
자료 : 동아에스티, SK 증권 추정치

동아에스티 매출 구조



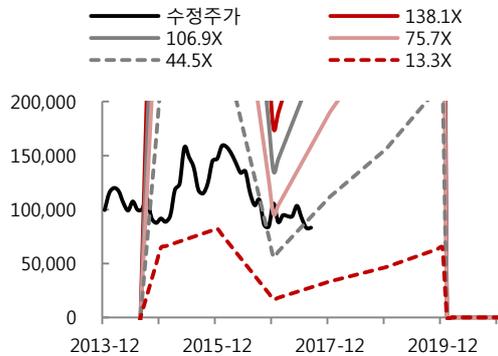
자료 : 동아에스티, SK 증권

동아에스티 실적 추이



자료 : 동아에스티, SK 증권 추정치

동아에스티 PER 밴드차트



자료 : Fnguide, SK 증권

동아에스티 PBR 밴드차트



자료 : Fnguide, SK 증권

동아에스티 신약 파이프라인

코드명	특성	적응증	연구개발단계			현황	임상국가	파트너
			전임상	임상1상	임상2상			
DA-7218 (Sivextro)	Oxazolidinone 계열 항생제	폐렴(HABP/VABP)	→	→	→	글로벌 임상 3상 중	미국, 유럽	MSD, Bayer
DA-1229 (Suganon)	DPP4 저해제	2형 당뇨병	→	→	→	현지 임상 준비/진행 중	중국, 인도 러시아, 라틴아메리카	Luye, Alkem, Eurofarma, Geropharm
	CVC+DA-1220	NASH	→	→	→	1상 중	미국	Tobira/Allergan
DA-8010	M3 antagonist	과민성 방광염	→	→	→	1상 중	유럽	
DA-1241	GPR119 agonist	2형 당뇨병	→	→	→	1상 중	미국	
DA-4501	Novel IO target	항암제				후보물질 도출 중		AbbVie
DA-9801	부채마/산약	당뇨병성 신경병증	→	→	→	3상 준비 중	미국	
DA-9701 (Motilitone)	현호색/견우자	기능성소화불량증	→	→	→	2상 중	미국	
DA-9805	목단피/시호/백지	파킨슨병	→	→	→	2상 IND 승인	미국	
DA-3880	Darbepoetin α BS	빈혈	→	→	→	3상 중	일본	SKK(JP)
			→	→	→	3상 준비 중	글로벌	
DMB-3111	Trastuzumab BS	유방암	→	→	→	3상 준비 중	일본	Meiji Seika
			→	→	→	3상 준비 중	유럽, 라틴아메리카, CIS, 러시아	Gedeon
DMB-3115	Ustekinumab BS	건선				전임상 준비 중		Meiji Seika

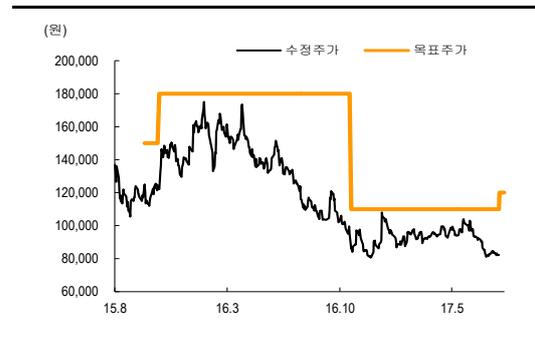
자료 : 동아에스티, SK 증권

동아에스티 분기 및 연간전망 실적 Table

(단위: 억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2014	2015	2016	2017E	2018E
매출액	1,468.7	1,527.4	1,363.5	1,243.0	1,331.0	1,326.0	1,460.3	1,386.0	5,680.9	5,679.4	5,602.6	5,503.4	5,958.7
ETC	783.0	882.0	793.0	661.0	708.0	734.0	841.4	727.8	3,527.0	3,304.0	3,119.0	3,011.2	3,230.7
스티렌	79.0	86.0	60.0	38.0	51.0	50.0	66.0	45.6	506.0	362.0	263.0	212.6	233.9
플리비틀	57.0	66.0	48.0	45.0	52.0	56.0	52.8	51.8	264.0	255.0	216.0	212.6	223.2
리피논	52.0	56.0	43.0	37.0	44.0	44.0	43.0	42.6	266.0	231.0	188.0	173.6	182.2
오팔몬	50.0	63.0	60.0	49.0	48.0	55.0	57.0	53.9	226.0	217.0	222.0	213.9	224.6
그로트로핀	45.0	48.0	41.0	41.0	40.0	42.0	43.1	43.1	210.0	185.0	175.0	168.1	176.5
모티리톤	57.0	60.0	55.0	49.0	52.0	52.0	55.6	49.5	218.0	223.0	221.0	209.0	197.7
수출	447.0	379.0	344.0	300.0	323.0	305.0	376.0	356.4	1,123.0	1,331.0	1,470.0	1,360.3	1,606.6
박카스	208.0	142.0	147.0	135.0	183.0	156.0	169.1	155.3	373.0	517.0	632.0	663.3	782.7
메디칼	188.0	192.0	175.0	194.0	204.0	191.0	189.4	211.3	656.0	668.0	749.0	795.6	839.2
기타	51.0	75.0	52.0	88.0	52.5	77.3	53.6	90.6	375.0	376.0	266.0	274.0	282.2
영업이익	117.3	81.8	16.7	-64.2	49.4	38.0	81.8	88.7	482.0	543.5	151.8	257.9	411.2
세전이익	59.7	-50.7	66.4	77.3	-151.4	75.5	70.9	195.6	441.6	629.5	152.7	190.5	411.4
순이익	59.7	-50.7	66.4	77.3	-112.7	51.3	56.7	156.4	342.9	479.5	152.7	151.7	327.7
성장률YoY(%)													
매출액	5.3	9.6	-8.6	-11.3	-9.4	-13.2	7.1	11.5	-4.6	0.0	-1.4	-1.8	8.3
영업이익	-8.5	-47.4	-89.3	-162.4	-57.9	-53.6	388.5	흑전	22.3	12.8	-72.1	69.9	59.5
세전이익	4.1	-3.3	4.9	6.2	-353.6	흑전	6.8	152.9	154.8	42.6	-75.7	24.8	116.0
순이익	-31.4	-141.8	-38.5	-52.6	-288.9	흑전	-14.6	102.3	-152.5	39.8	-68.2	-0.6	116.0
수익성(%)													
영업이익률	8.0	5.4	1.2	-5.2	3.7	2.9	5.6	6.4	8.5	9.6	2.7	4.7	6.9
세전이익률	4.1	-3.3	4.9	6.2	-11.4	5.7	4.9	14.1	7.8	11.1	2.7	3.5	6.9
순이익률	4.1	-3.3	4.9	6.2	-8.5	3.9	3.9	11.3	6.0	8.4	2.7	2.8	5.5

자료: 동아에스티, SK 증권 추정치

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.08.08	매수 애널리스트 변경	120,000원
	2016.10.31	매수	110,000원
	2016.07.08	매수	180,000원
	2016.05.03	매수	180,000원
	2016.03.31	매수	180,000원
	2016.03.27	매수	180,000원
	2016.02.05	매수	180,000원
	2015.11.17	매수	180,000원
	2015.11.02	매수	180,000원
	2015.10.15	매수	150,000원
	2015.10.05	매수	150,000원



Compliance Notice

- 작성자(이달미)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 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 8월 8일 기준)

매수	92.16%	중립	7.84%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	5,191	5,609	5,429	5,819	6,273
현금및현금성자산	2,954	2,853	2,756	2,914	3,068
매출채권및기타채권	1,254	1,560	1,497	1,621	1,783
재고자산	931	1,059	1,109	1,201	1,320
비유동자산	5,400	5,056	5,041	4,839	4,656
장기금융자산	169	174	170	170	170
유형자산	4,070	3,662	3,473	3,347	3,235
무형자산	170	158	157	156	155
자산총계	10,590	10,665	10,470	10,658	10,929
유동부채	2,366	3,861	3,595	3,336	3,120
단기금융부채	1,445	2,528	2,336	2,156	1,986
매입채무 및 기타채무	553	875	843	793	773
단기충당부채	38	34	28	30	33
비유동부채	2,712	912	691	672	650
장기금융부채	2,283	400	350	290	220
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	5,077	4,774	4,286	4,008	3,770
지배주주지분	5,513	5,891	6,184	6,650	7,158
자본금	402	422	422	422	422
자본잉여금	2,540	2,865	3,075	3,282	3,485
기타자본구성요소	-6	-6	-7	-7	-7
자기주식	-6	-6	-7	-7	-7
이익잉여금	967	998	1,107	1,392	1,723
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	5,513	5,891	6,184	6,650	7,158
부채외자본총계	10,590	10,665	10,470	10,658	10,929

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	436	3	120	245	235
당기순이익(손실)	480	129	152	328	373
비현금성항목등	488	295	340	280	267
유형자산감가상각비	222	199	194	186	172
무형자산감가상각비	11	11	10	10	10
기타	51	178	41	44	44
운전자본감소(증가)	-406	-249	-261	-279	-310
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-101	157	-14	-124	-162
재고자산감소(증가)	-134	-124	-55	-92	-120
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	32	-36	-36	-50	-19
기타	-204	-247	-156	-13	-9
법인세납부	-126	-171	-111	-84	-95
투자활동현금흐름	308	477	94	85	87
금융자산감소(증가)	193	-27	-11	-12	-12
유형자산감소(증가)	-273	-59	-20	-60	-60
무형자산감소(증가)	-35	0	-9	-9	-9
기타	423	563	135	166	167
재무활동현금흐름	-704	-647	-138	-172	-167
단기금융부채증가(감소)	-790	-519	-201	-180	-170
장기금융부채증가(감소)	-43	-308	-50	-60	-70
자본의증가(감소)	283	345	210	207	203
배당금의 지급	-58	-80	-42	-42	-42
기타	-96	-86	-97	-97	-88
현금의 증가(감소)	138	-101	-97	158	154
기초현금	2,816	2,954	2,853	2,756	2,914
기말현금	2,954	2,853	2,756	2,914	3,068
FCF	-147	260	404	176	168

자료 : 동아에스티, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	5,679	5,603	5,503	5,959	6,553
매출원가	2,738	2,838	2,796	2,920	3,211
매출총이익	2,941	2,765	2,707	3,039	3,342
매출총이익률 (%)	51.8	49.4	49.2	51.0	51.0
판매비와관리비	2,398	2,613	2,449	2,628	2,883
영업이익	543	152	258	411	459
영업이익률 (%)	9.6	2.7	4.7	6.9	7.0
비영업손익	86	1	-67	0	10
순금융비용	135	98	85	77	67
외환관련손익	85	93	51	71	71
관계기업투자등 관련손익	0	143	10	50	50
세전계속사업이익	630	153	191	411	469
세전계속사업이익률 (%)	11.1	2.7	3.5	6.9	7.2
계속사업법인세	150	24	39	84	95
계속사업이익	480	129	152	328	373
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	480	129	152	328	373
순이익률 (%)	8.4	2.3	2.8	5.5	5.7
지배주주	480	129	152	328	373
지배주주귀속 순이익률(%)	8.44	2.31	2.76	5.5	5.7
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	420	113	126	302	347
지배주주	420	113	126	302	347
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	776	362	462	607	640

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	0.0	-1.3	-1.8	8.3	10.0
영업이익	12.8	-72.1	69.9	59.5	11.6
세전계속사업이익	42.6	-75.8	24.8	116.0	14.0
EBITDA	6.9	-53.3	27.4	31.6	5.4
EPS(계속사업)	37.2	-74.8	16.7	116.0	14.0
수익성 (%)					
ROE	9.2	2.3	2.5	5.1	5.4
ROA	4.5	1.2	1.4	3.1	3.5
EBITDA마진	13.7	6.5	8.4	10.2	9.8
안정성 (%)					
유동비율	219.4	145.3	151.0	174.4	201.0
부채비율	92.1	81.0	69.3	60.3	52.7
순차입금/자기자본	13.5	1.1	-1.3	-7.4	-12.6
EBITDA/이자비용(배)	5.1	3.0	4.4	6.3	7.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	6,109	1,540	1,797	3,880	4,422
BPS	68,603	69,770	73,234	78,758	84,775
CFPS	9,069	4,050	4,211	6,205	6,574
주당 현금배당금	1,000	500	500	500	500
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	28.2	113.7	58.2	26.9	23.6
PER(최저)	13.5	52.4	45.1	20.9	18.3
PBR(최고)	2.5	2.5	1.4	1.3	1.2
PBR(최저)	1.2	1.2	1.1	1.0	1.0
PCR	16.2	26.1	19.5	13.3	12.5
EV/EBITDA(최고)	18.7	40.1	18.7	13.5	12.2
EV/EBITDA(최저)	9.3	19.0	14.4	10.3	9.1

SK COMPANY Analysis



Analyst
이달미
talmi@sk.com
02-3773-9952

Company Data	
자본금	595 억원
발행주식수	1,190 만주
자사주	113 만주
액면가	5,000 원
시가총액	26,307 억원
주요주주	
유한재단(외2)	15.52%
국민연금공단	12.20%
외국인지분률	26.90%
배당수익률	0.90%

Stock Data	
주가(17/08/07)	225,500 원
KOSPI	2395.45 pt
52주 Beta	1.09
52주 최고가	301,721 원
52주 최저가	179,117 원
60일 평균 거래대금	114 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.2%	-6.8%
6개월	21.2%	4.9%
12개월	-22.6%	-35.3%

유한양행 (000100/KS | 매수(신규편입) | T.P 300,000 원(신규편입))

2017년 하반기 실적을 기대하자

유한양행에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 300,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 동사의 목표주가는 12개월 Forward EPS에 당사 제약업종 Target PER 25 배를 10% 할인한 23 배를 적용하여 산정되었다. 투자포인트로는 1) 글로벌 파트너사의 신규 도입 품목 증가에 따른 2017년 하반기 실적개선세, 2) 고마진 사업인 API 사업의 높은 매출기여도와 높은 이익률, 3) 밸류에이션 매력도인 것으로 판단된다. 2017년 연간실적은 매출액이 전년대비 16.0% 증가한 1 조 5,311 억원, 영업이익은 전년대비 26.4% 증가한 1,236 억원을 기록할 전망이다.

투자의견 BUY 및 목표주가 300,000 원을 제시하며 커버리지 개시

유한양행에 대해 투자의견 BUY와 목표주가 300,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 유한양행의 목표주가는 12개월 Forward EPS에 당사 제약업종 Target PER 25 배를 10% 할인한 23 배를 적용하여 산정되었다. 할인을 적용한 것은 타사대비 신약 파이프라인이 약하다는 점을 감안하였다.

투자포인트

유한양행의 투자포인트는 다음과 같다. 1) 글로벌 파트너사와의 우호적인 관계 유지로 하보니, 소발디 등 신규도입 품목의 증가로 2017년 하반기에 높은 외형 성장성이 예상된다. 2) 3개의 글로벌 회사와 6개 프로젝트를 진행 중인 API 사업부에서 20%가 넘는 고마진 API 신제품 출사에 따라 장기적인 이익이 개선될 것이라는 점, 3) 2018년 PER 17.1 배로 2018년 상위 제약사 평균인 25.7 배 대비 할인 거래중으로 밸류에이션 매력도가 높다는 점 등이다.

2017년 2분기 실적부진 있고 하반기에 대한 기대감 유효

유한양행의 2017년 실적은 매출액이 전년대비 16.0% 증가한 1 조 5,311 억원, 영업이익은 전년대비 26.4% 증가한 1,236 억원을 기록할 전망이다. 2017년 2분기에는 유한화학에서 원료 원가율 상승에 따라 영업이익이 예상치를 하회하였으나 이는 3분기에 다시 정상화될 것으로 예상된다. 3분기부터 길리어드사의 C형 간염 치료제 하보니와 소발디의 도입으로 연결실적 매출 성장률은 2분기대비 상승할 전망이다.

영업실적 및 투자지표

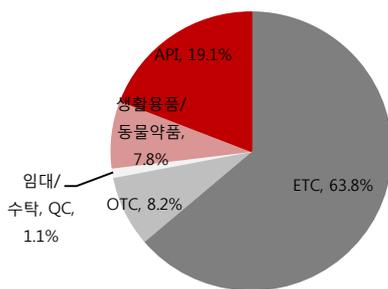
구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	10,175	11,287	13,208	15,312	16,439	17,772
yoy	%	7.8	10.9	17.0	15.9	7.4	8.1
영업이익	억원	744	858	978	1,236	1,368	1,495
yoy	%	20.3	15.4	13.9	26.4	10.6	9.3
EBITDA	억원	1,009	1,169	1,407	1,715	1,797	1,875
세전이익	억원	1,161	1,683	2,049	1,944	2,086	2,226
순이익(지배주주)	억원	909	1,260	1,612	1,459	1,566	1,671
영업이익률%	%	7.3	7.6	7.4	8.1	8.3	8.4
EBITDA%	%	9.9	10.4	10.7	11.2	10.9	10.6
순이익률	%	8.9	11.2	12.2	9.5	9.5	9.4
EPS	원	7,641	10,590	13,548	12,257	13,154	14,038
PER	배	21.3	24.7	14.7	18.4	17.1	16.1
PBR	배	1.5	2.3	1.6	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	배	15.7	23.8	15.0	13.7	12.7	11.8
ROE	%	7.3	9.6	11.3	9.4	9.4	9.3
순차입금	억원	-3,575	-3,283	-2,898	-3,487	-4,208	-4,925
부채비율	%	26.7	37.9	36.7	37.9	38.3	38.8

유한양행 Valuation Table

구분	내용	비고
12M Forward 예상 순이익(억원)	1,565.6	
발행주식수(주)	11,665,896	
12M Forward EPS(원)	13,420	
적용PER(배)	23.0	제약업종 Target PER 25배에 10% 할인
주당가치(원)	308,669	
목표주가(원)	300,000	
현재주가(원)	226,500	
상승여력(%)	32.5	

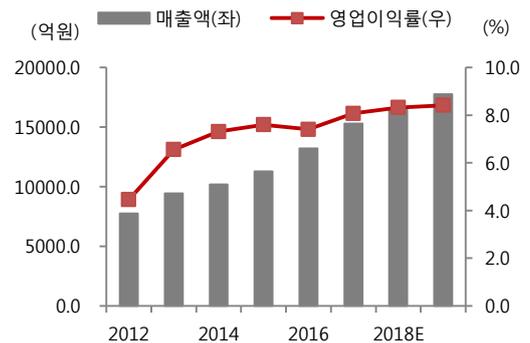
자료 : 유한양행, SK 증권 추정치

유한양행 매출 구조



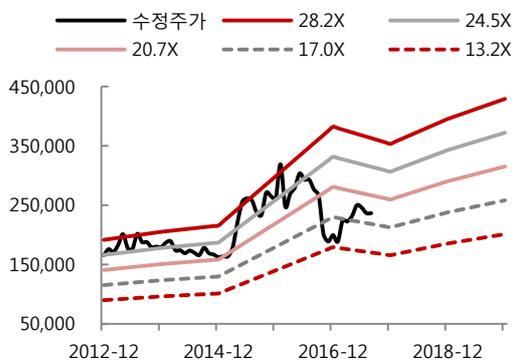
자료 : 유한양행, SK 증권

유한양행 실적 추이



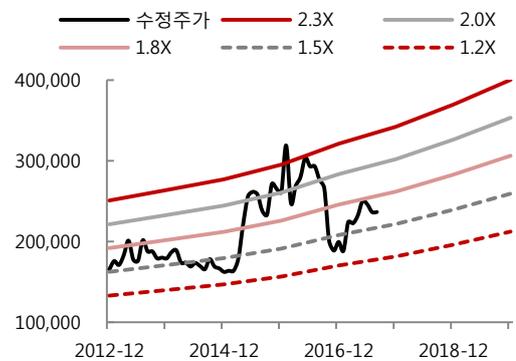
자료 : 유한양행, SK 증권

유한양행 PER 밴드차트



자료 : Fnguide, SK 증권

유한양행 PBR 밴드차트



자료 : Fnguide, SK 증권

유한양행 신약 파이프라인

구분	적응증	과제명	연구개발단계			
			전임상	임상1상	임상2상	임상3상
개량신약	고혈압 복합	YH22162	→			
	고지혈/당뇨 복합	YH14755	→			
	당뇨성 신경병증 (신체형)	YHD1119	→			
	고지혈/고혈압 복합	YHP1604	→			
	고지혈/고혈압 복합	YHP1701	→			
신약	기능성소화불량	YH12852	→			
	항암제(표적 폐암)	YH25448	→			
	항암제(면역)	YH24931	→			
	당뇨,피알콜성지방간	YH25724	→			
천역물 신약	치주염/ 관절염	YH23537	→			

자료 : 유한양행, SK 증권

유한양행 분기 및 연간전망 실적 Table

(단위: 억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2015	2016	2017E	2018E
매출액	2,759.1	3,304.7	3,615.3	3,497.6	3,512.0	3,550.6	4,227.3	4,022.0	11,296.9	13,202.5	15,311.9	16,439.4
약품사업	2,198.6	2,356.1	2,377.0	2,505.5	2,486.3	2,501.2	3,130.2	2,741.6	8,198.8	9,437.2	10,859.3	11,683.3
생활건강사업	206.3	260.6	288.8	266.0	248.4	329.3	364.8	336.1	891.8	1,021.7	1,278.6	1,406.5
해외사업	292.4	653.4	900.6	675.4	749.3	665.4	674.2	891.2	1,936.3	2,521.6	2,980.0	3,113.9
기타	45.2	34.7	30.3	29.5	28.0	31.8	27.7	27.0	182.5	139.7	114.5	108.8
영업이익	199.1	246.2	252.4	280.2	355.2	207.4	327.3	346.6	858.4	977.9	1,236.4	1,368.0
세전이익	657.6	450.5	300.8	640.0	391.7	430.7	488.8	632.7	2,048.9	1,943.9	2,086.2	2,226.3
순이익	512.7	340.8	240.8	518.2	295.4	322.8	366.4	474.2	1,612.5	1,458.9	1,565.6	1,670.8
성장률YoY(%)												
매출액	13.6	21.6	15.9	15.4	27.3	7.4	16.9	15.0	11.0	16.9	16.0	7.4
영업이익	33.4	-4.0	-20.4	106.5	78.4	-15.8	29.7	23.7	15.4	13.9	26.4	10.6
세전이익	107.2	12.1	-55.0	116.6	-40.4	-4.4	62.5	-1.1	45.0	21.7	-5.1	7.3
순이익	108.1	10.1	-46.4	102.7	-42.4	-5.3	52.2	-8.5	38.6	27.9	-9.5	7.3
수익률(%)												
영업이익	7.2	7.5	7.0	8.0	10.1	5.8	7.7	8.6	7.6	7.4	8.1	8.3
세전이익	23.8	13.6	8.3	18.3	11.2	12.1	11.6	15.7	18.1	14.7	13.6	13.5
순이익	18.6	10.3	6.7	14.8	8.4	9.1	8.7	11.8	14.3	11.0	10.2	10.2

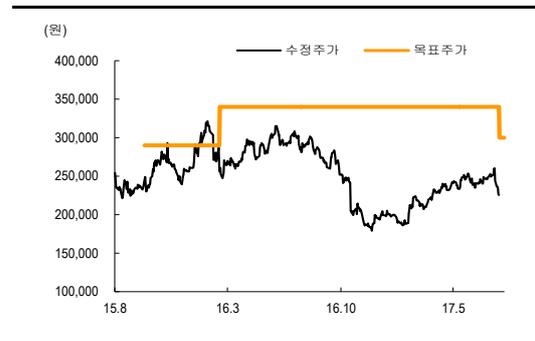
자료 : 유한양행, SK 증권

유한양행 주요 투자 현황

투자회사	최초투자일자	취득금액	투자 목적	상장여부
(주)엔솔바이오사이언스	2011.3.23	45억	파이프라인 확충	비상장
(주)테라젠이텍스	2012.12.14	200억	사업영역 확대	코스닥 상장
(주)유칼릭스	2013.11.20	27억	사업영역 확대	비상장
(주)엠지	2014.3.25	102억	수액제 사업영역 확대, 세계시장 진출 마련	비상장
(주)바이오니아	2015.9.22	100억	파이프라인 확충	코스닥 상장
(주)코스온	2015.11.5	150억		코스닥 상장
(주)제넥신	2015.12.3	200억	파이프라인 확충	코스닥 상장
(주)BSL	2015.12.11	20억	사업영역 확대	비상장
이문온시아	2016.3.2	120억	해외 조인트벤처(JV) - 면역항암제 개발 미국 소렌토사와 합작 투자	비상장
파맵신	2016.4.8	30억	파이프라인 확충	비상장
SORRENTO	2016.4.25	1000만불	파트너십 강화	나스닥 상장
NeoImmuneTech	2016.7.28	300만불	파이프라인 확충	비상장, 미국
GENOSCO	2016.8.19	420만불	파이프라인 확충	비상장, 미국
(주)씨앤씨	2016.11.28	25억	사업협력 강화	비상장
(주)바이오포아	2017.3.8	20억	사업협력 강화	비상장
(주)위랜텍	2017.3.29	20억	사업협력 강화	비상장
(주)유한필리아	2017.4.18	70억	사업영역 확대	비상장

자료 : 유한양행, SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.08.08	매수 애널리스트 변경	300,000원
	2016.09.20	매수	340,000원
	2016.04.29	매수	340,000원
	2016.02.24	매수	340,000원
	2015.10.15	매수	290,000원
	2015.10.05	매수	290,000원



Compliance Notice

- 작성자(이달미)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 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 8월 8일 기준)

매수	92.16%	중립	7.84%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	9,594	10,483	12,161	13,640	15,232
현금및현금성자산	2,218	2,449	3,520	4,770	6,048
매출채권및기타채권	2,354	2,486	2,885	3,097	3,348
재고자산	2,423	3,106	3,572	3,835	4,146
비유동자산	9,209	9,976	10,010	10,292	10,628
장기금융자산	1,179	1,467	1,451	1,451	1,451
유형자산	3,078	3,339	2,971	2,647	2,384
무형자산	118	159	193	221	246
자산총계	18,803	20,459	22,171	23,932	25,860
유동부채	3,566	3,244	3,544	3,689	3,866
단기금융부채	656	564	484	404	314
매입채무 및 기타채무	1,992	1,721	1,956	2,100	2,271
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,598	2,250	2,548	2,938	3,360
장기금융부채	860	1,403	1,703	2,063	2,463
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	113	154	178	200	217
부채총계	5,164	5,494	6,092	6,627	7,225
지배주주지분	13,639	14,966	16,079	17,304	18,635
자본금	569	569	595	595	595
자본잉여금	1,158	1,158	1,101	1,071	1,041
기타자본구성요소	-1,638	-1,649	-1,660	-1,660	-1,660
자기주식	-1,638	-1,649	-1,660	-1,660	-1,660
이익잉여금	12,736	14,112	15,362	16,717	18,177
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	13,639	14,966	16,079	17,304	18,635
부채외자본총계	18,803	20,459	22,171	23,932	25,860

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	714	230	798	1,037	1,031
당기순이익(손실)	1,260	1,612	1,459	1,566	1,671
비현금성항목등	148	55	266	231	204
유형자산감가상각비	300	415	460	405	353
무형자산감가상각비	11	14	19	24	27
기타	256	151	21	-31	-31
운전자본감소(증가)	-373	-1,088	-470	-239	-289
매출채권및기타채권의 감소(증가)	47	-214	-146	-212	-251
재고자산감소(증가)	-727	-683	-458	-263	-311
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	256	-102	174	144	170
기타	51	-90	-41	92	103
법인세납부	-321	-350	-457	-521	-556
투자활동현금흐름	-600	-206	188	233	244
금융자산감소(증가)	342	285	246	250	250
유형자산감소(증가)	-803	-800	-78	-80	-90
무형자산감소(증가)	-20	-37	-52	-52	-52
기타	-120	346	72	116	136
재무활동현금흐름	544	179	127	-20	3
단기금융부채증가(감소)	195	-93	-79	-80	-90
장기금융부채증가(감소)	619	543	300	360	400
자본의증가(감소)	-60	-12	-41	-30	-30
배당금의 지급	-180	-205	-205	-211	-211
기타	-30	-54	-53	-59	-66
현금의 증가(감소)	661	230	1,071	1,251	1,277
기초현금	1,557	2,218	2,449	3,520	4,770
기말현금	2,218	2,449	3,520	4,770	6,048
FCF	297	-648	800	1,396	1,332

자료 : 유한양행, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	11,287	13,208	15,312	16,439	17,772
매출원가	7,881	9,314	10,717	11,478	12,397
매출총이익	3,407	3,894	4,594	4,961	5,376
매출총이익률 (%)	30.2	29.5	30.0	30.2	30.3
판매비와관리비	2,548	2,916	3,358	3,593	3,881
영업이익	858	978	1,236	1,368	1,495
영업이익률 (%)	7.6	7.4	8.1	8.3	8.4
비영업손익	825	1,071	707	718	731
순금융비용	-85	-42	-46	-57	-70
외환관련손익	24	69	38	38	38
관계기업투자등 관련손익	756	889	593	593	593
세전계속사업이익	1,683	2,049	1,944	2,086	2,226
세전계속사업이익률 (%)	14.9	15.5	12.7	12.7	12.5
계속사업법인세	423	436	485	521	556
계속사업이익	1,260	1,612	1,459	1,566	1,671
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,260	1,612	1,459	1,566	1,671
순이익률 (%)	11.2	12.2	9.5	9.5	9.4
지배주주	1,260	1,612	1,459	1,566	1,671
지배주주귀속 순이익률(%)	11.17	12.21	9.53	9.52	9.4
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	1,121	1,543	1,360	1,466	1,572
지배주주	1,121	1,543	1,360	1,466	1,572
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	1,169	1,407	1,715	1,797	1,875

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	10.9	17.0	15.9	7.4	8.1
영업이익	15.4	13.9	26.4	10.6	9.3
세전계속사업이익	45.0	21.7	-5.1	7.3	6.7
EBITDA	15.8	20.4	21.9	4.8	4.4
EPS(계속사업)	38.6	27.9	-9.5	7.3	6.7
수익성 (%)					
ROE	9.6	11.3	9.4	9.4	9.3
ROA	7.2	8.2	6.8	6.8	6.7
EBITDA마진	10.4	10.7	11.2	10.9	10.6
안정성 (%)					
유동비율	269.0	323.1	343.2	369.7	394.0
부채비율	37.9	36.7	37.9	38.3	38.8
순차입금/자기자본	-24.1	-19.4	-21.7	-24.3	-26.4
EBITDA/이자비용(배)	37.3	26.4	32.4	30.5	28.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	10,590	13,548	12,257	13,154	14,038
BPS	114,597	125,739	135,092	145,389	156,569
CFPS	13,200	17,154	16,279	16,757	17,230
주당 현금배당금	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	27.7	23.7	21.3	19.8	18.6
PER(최저)	14.8	13.2	15.2	14.1	13.3
PBR(최고)	2.6	2.6	1.9	1.8	1.7
PBR(최저)	1.4	1.4	1.4	1.3	1.2
PCR	19.8	11.6	13.9	13.5	13.1
EV/EBITDA(최고)	27.0	25.1	16.1	15.0	14.0
EV/EBITDA(최저)	13.3	13.2	11.0	10.1	9.3

memo
