

# 제약산업

## 급등락 이후 종목별 차별화 대응 전략

일본제약업종 사례분석을 통한 2017년 제약업종 투자전략 제시. 영업이익+연구개발비용 증가 업체에 주목. 파이프라인 기대감까지 고려 시 업종 Top-pick 종근당

### 일본 제약업종 랠리 후 디레이팅 국면에서 종목 차별화 현상

2015년 상반기 저금리 기조 속 헬스케어 섹터의 리레이팅은 미국뿐만 아니라 유럽과 일본에서도 나타난 공통 현상. 현재 일본 제약업종 12개월 선행 PER 평균 역시 2015년 1월 랠리 전 multiple 수준으로 회귀한 상태. 급등락 이후 종목별 차별화 양상. 예자이, 미즈비시 다나베, 시오노기가 25~50배. 다케다, 아스텔라스, 다이치 산료는 15~22배 수준. 미국 제약업종(화이자, GSK 등) 대비 일본 제약업종이 회사규모 및 매출 구조 측면에서 국내 제약사 비교 대상으로 적절하다고 판단

### 옥석 가리기 기준 2가지 제시

업종 multiple이 유지된 상태에서 종목별 차별화시 2가지 기준을 통해 접근 권고. 첫째, 2017년 기준 영업이익+연구개발비용 합산 수치가 증가하는가? 대응제약, 종근당, 유한양행, 녹십자는 증가, 한미약품, 동아에스티는 감소 전망. 둘째, 매력적인 신약 파이프라인 포트폴리오를 갖췄는가? 파이프라인 기대감 관점에서 한미약품, 동아에스티, 종근당 비교 우위 판단

### 최선호주 종근당, 차선호주 대응제약 제시

영업이익+연구개발비용 합산 수치 및 R&D 역량 두 가지 측면 모두 고려 시 제약업종 내 최선호주 종근당 추천. 2016년 실적 바닥 확인 후 턴어라운드 기대되는 대응제약 차선호주 제시. 유한양행은 2017년에도 이익성장 지속되며, 영업가치만 고려 시 PER 13~14배 수준으로 밸류에이션 매력 부각

### 제약업종 투자 의견/투자 지표

	코드	투자 의견	목표주가 (12M)	현재가	PER		PBR		ROE		순차입금	
					2016E	2017F	2016E	2017F	2016E	2017F	2016E	2017F
종근당	185750.KS	Buy(신규)	140,000	100,000	22.0	17.9	2.8	2.3	13.4	14.0	125.0	82.2
대응제약	069620.KS	Buy(유지)	90,000	70,200	27.7	20.3	1.5	1.5	5.7	7.6	104.4	90.3
유한양행	000100.KS	Buy(신규)	270,000	200,000	22.8	19.9	1.7	1.6	7.7	8.3	-484.1	-532.6
동아에스티	170900.KS	Buy(신규)	120,000	97,900	36.8	44.0	1.6	1.4	4.3	3.3	72.2	62.4
한미약품	128940.KS	Hold(신규)	290,000	287,500	47.2	194.6	4.4	4.2	9.7	2.1	126.5	92.9
녹십자	006280.KS	Hold(신규)	150,000	154,500	36.6	28.6	1.8	1.7	5.1	6.2	31.4	-11.2

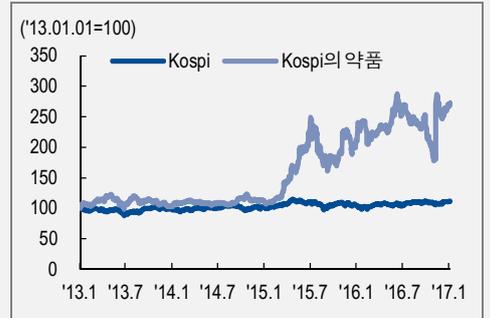
주: 1월 9일 종가 기준; 자료: NH투자증권 리서치센터 전망

## Positive (신규)

### Top Picks

종근당	Buy (신규)	140,000원 (신규)
대응제약	Buy (유지)	90,000원 (유지)
	PER(배)	PBR(배)
KOSPI	9.9	1.1
Sector	22.2	1.8

### Sector Index



업종 시가총액 35,230십억원 (Market 비중 2.7%)  
주: KRX업종 분류 기준



Analyst 구완성  
02)768-7977, william.ku@nhqv.com

RA 김재익  
02)768-7350, jaeikik@nhqv.com

(단위: 원, 배, %, 십억원)

# CONTENTS

I. Summary .....	3
II. 글로벌 유동성 환경은 헬스케어 섹터 주가의 중요한 요소.....	5
1. 2015년 상반기 글로벌 헬스케어 섹터 공통적인 multiple 상승	
III. 일본 제약사 사례분석.....	6
1. 2015년 상반기 급등락 이후 디레이팅된 multiple 유지	
2. 에자이와 미츠비시 다나베는 무엇이 다른가?	
IV. 헬스케어는 여전히 성장 산업.....	13
1. 펀더멘털은 좋아지고 있다	
2. 2017년도 R&D 모멘텀은 풍부	
V. 상위 제약사 옥석 가리기.....	21
1. 영업이익+R&D비용 관점에서 국내 상위제약사 접근	
2. 신약 파이프라인 포트폴리오까지 고려 시 최선호주 종근당	
<b>[기업분석]</b>	
종근당(Buy, TP 140,000원).....	25
대웅제약(Buy, TP 90,000원).....	36
유한양행(Buy, TP 270,000원).....	42
동아에스티(Buy, TP 120,000원).....	47
한미약품(Hold, TP 290,000원).....	57
녹십자(Hold, TP 150,000원).....	64

## I. Summary

### 2015년 글로벌 헬스케어 섹터 multiple 상승

2011년 하반기 미국 금리가 3%대에서 1%대로 인하되면서, 미국 헬스케어 섹터의 리레이팅 현상이 나타났다. 1) 신약개발에 대한 기대감 2) 길리어드, 암젠과 같은 신생 빅파마의 탄생 3) 실적으로 밸류에이션이 정당화되는 구간을 거쳐 2015년 여름 나스닥 바이오테크 지수는 사상 최대치를 경신하였다.

### 일본 제약업종 밸리 전 multiple 수준 회귀

2015년 상반기 저금리 기조 속 헬스케어 섹터의 리레이팅은 미국뿐만 아니라 유럽과 일본에서도 나타났으며, 국내 또한 한미약품의 대규모 기술수출 이후 주도주로 부각되었다. 현재 일본 제약업종 12개월 선행 PER 평균값 역시 2015년 1월 밸리 전 multiple 수준으로 회귀한 상태이다. 그러나 급등락 이후 종목별 차별화 양상이 나타나고 있다.

에자이, 미즈비시 다나베, 시오노기가 25~50배로 고 PER를 받고 있으며, 다케다, 아스텔라스, 다이치 산쿄는 15~22배 수준이다.

### 투자판단 2가지 기준 제시

일본 제약사 사례분석을 통해서 내린 결론은 급등락 이후 multiple 상승이 제한적인 상황에서 2가지 요소를 점검해야 한다는 것이다. 첫째, 2017년 기준 영업이익+연구개발비용 합산 수치가 증가하는가를 확인해야 한다. 대웅제약, 종근당, 유한양행, 녹십자는 증가하나, 한미약품, 동아에스티는 감소할 것으로 전망된다. 둘째, 매력적인 신약 파이프라인 포트폴리오를 갖췄는가를 확인해야 한다. 파이프라인 기대감 관점에서 이미 기술수출 함으로써 R&D 역량을 보여준 한미약품과 동아에스티. 그리고 다수의 항암제 신약 파이프라인을 보유하고 있는 종근당이 비교 우위에 있다고 판단한다.

### 영업이익+R&D 수치 비교를 통한 접근법

실적 안정성과 미래 성장성 모두를 포함한 지표인 영업이익+R&D를 적극 활용하여 국내 제약업체 중 투자 매력도 상위 업체를 가려내고자 하였다.

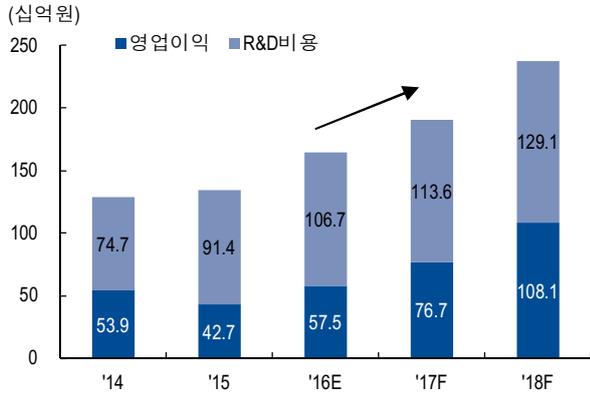
2017년 기준으로 영업이익+R&D 수치가 증가할 것으로 전망되는 업체는 대웅제약, 종근당, 유한양행, 녹십자이다. 반대로 한미약품, 동아에스티의 경우 2016년 대비 감소한다. 이 지표만 봤을 때, 대웅제약, 종근당의 투자매력도가 높으며, 한미약품, 동아에스티의 투자매력도는 낮다.

### 파이프라인 포트폴리오 감안시 최선호주 종근당

단순 영업이익+R&D 수치 비교에서 그치는 것이 아니라, 신약 파이프라인까지 고려해서 선별해야만 비교우위를 발견할 수 있다. 최근 기술수출의 대세는 항암제 파이프라인이며, 상위제약사 중 항암제 파이프라인을 보유한 업체는 한미약품, 동아에스티, 종근당이 있다. 파이프라인 기대감이 있는 종목은 한미약품, 동아에스티, 종근당이며, 상대적으로 유한양행, 녹십자, 대웅제약의 R&D 기대감이 낮다.

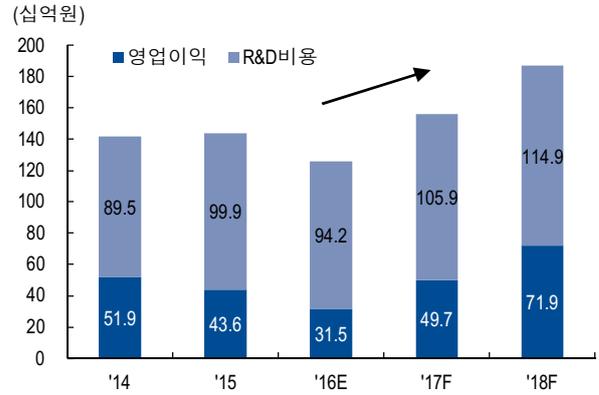
결론적으로 영업이익+R&D 수치와 파이프라인 포트폴리오 모두를 고려했을 때 제약업종 내 최선호주는 종근당이며, 차선호주는 대웅제약으로 제시한다.

종근당 영업이익+R&D 비용 전망



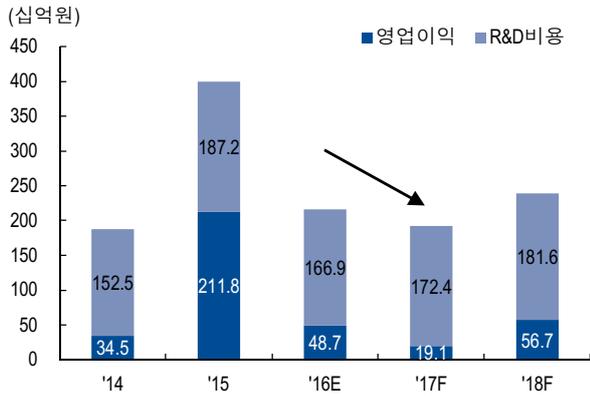
자료: 전자공시시스템, NH투자증권 리서치센터 전망

대웅제약 영업이익+R&D 비용 전망



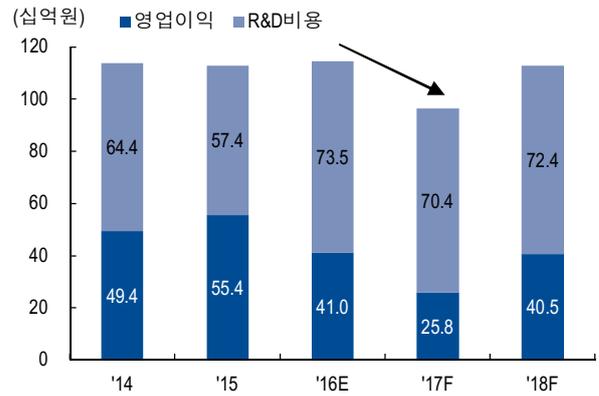
자료: 전자공시시스템, NH투자증권 리서치센터 전망

한미약품 영업이익+R&D 비용 전망



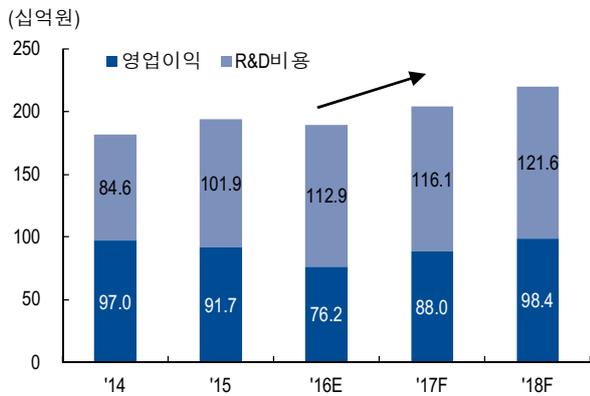
자료: 전자공시시스템, NH투자증권 리서치센터 전망

동아에스티 영업이익+R&D 비용 전망



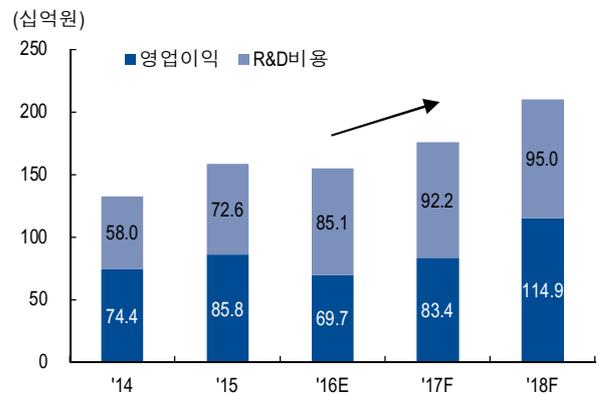
자료: 전자공시시스템, NH투자증권 리서치센터 전망

녹십자 영업이익+R&D 비용 전망



자료: 전자공시시스템, NH투자증권 리서치센터 전망

유한양행 영업이익+R&D 비용 전망



자료: 전자공시시스템, NH투자증권 리서치센터 전망

## II. 글로벌 유동성 환경은 헬스케어 섹터 주가의 중요한 요소

### 1. 2015년 상반기 글로벌 헬스케어 섹터 공통적인 multiple 상승

2011년 하반기 미국 금리가 3%대에서 1%대로 인하되면서, 미국 헬스케어 섹터의 리레이팅 현상이 나타났다. 우호적인 유동성 환경과 더불어 1) 신약개발에 대한 기대감 2) 길리어드, 암젠과 같은 신생 빅파마의 탄생 3) 실적으로 밸류에이션이 정당화되면서 2015년 여름 나스닥 바이오테크 지수는 사상 최대치를 경신하였다. 저금리 기조 속 헬스케어 섹터의 리레이팅은 미국뿐만 아니라 유럽과 일본에서도 나타났으며, 국내 또한 한미약품의 대규모 기술수출 이후 주도주로 부각되었다. 저금리로 인한 풍부해진 유동성은 고 PER 주에 대한 저항심리를 약화시켰다. 그러나 미국 금리 인상 우려 및 미국 대선후보의 약가인하 발언 등 정책리스크 부각으로 2016년초 헬스케어 섹터는 디레이팅 국면으로 접어들었다. 국내 제약업종 또한 최근 주가조정으로 우려가 상당부분 반영되었으며, 실적과 R&D 모멘텀을 보유한 종목의 차별적 상승여력이 존재한다고 판단되며 매수를 권고한다.

미국 금리와 나스닥 바이오테크 지수(NBI) 추이



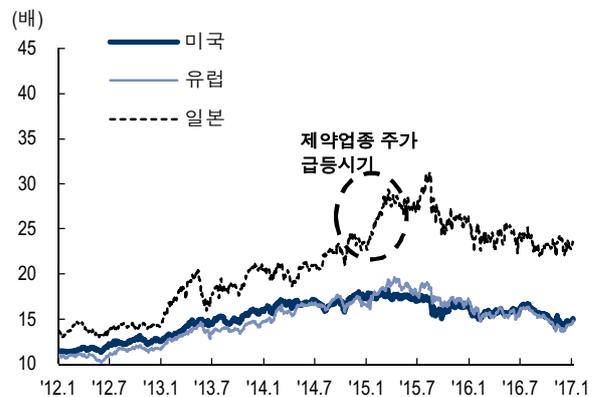
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

국내 제약업종 12M FWD PER



자료: Quantwise, NH투자증권 리서치센터

미국, 유럽, 일본 제약업종 12M FWD PER



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

### III. 일본 제약사 사례분석

#### 1. 2015년 상반기 급등락 이후 디레이팅된 multiple 유지

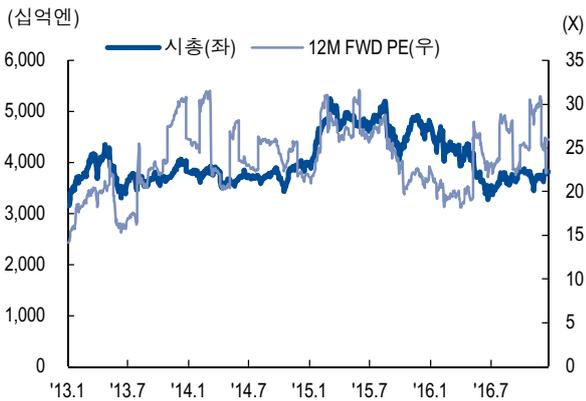
##### 일본 제약업종 밸리 전 multiple 수준 회귀

현재 일본 제약업종 12개월 선행 PER 평균값 역시 2015년 1월 밸리 전 multiple 수준으로 회귀한 상태이다. 그러나 급등락 이후 종목별 차별화 양상이 나타나고 있다.

다케다, 아스텔라스, 예자이, 시오노기, 미츠비시 다나베, 다이치 산쿄 등 주요 제약사의 최근 주가 흐름을 보면, multiple의 추가 상승 없이 주가 퍼포먼스가 다르게 나타나는 것을 알 수 있다. 최근 3개월 주가 수익률은 시오노기 +16.8%, 미츠비시 다나베 +14.9%, 예자이 +9.7%, 다케다 +5.7%, 아스텔라스 +0.2%, 다이치 산쿄 0.0%이다. multiple 또한 예자이, 미츠비시 다나베, 시오노기가 25~50배로 고 PER를 받고 있으며, 다케다, 아스텔라스, 다이치 산쿄는 15~22배 수준이다.

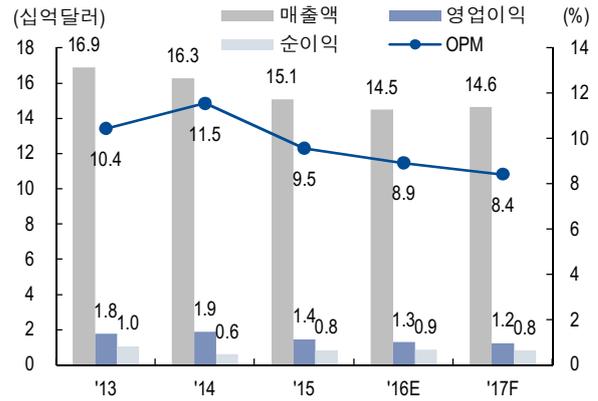
예자이, 미츠비시 다나베의 높은 multiple이 가능한 이유와 차별적인 주가 움직임의 원인을 분석하고 국내 상위제약사 종목 선별에 적용하고자 한다.

다케다 시가총액 및 P/E 추이



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

다케다 실적 추이



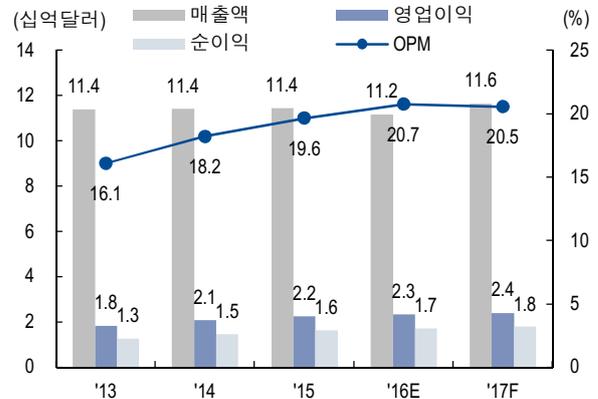
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

아스텔라스 시가총액 및 P/E 추이



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

아스텔라스 실적 추이



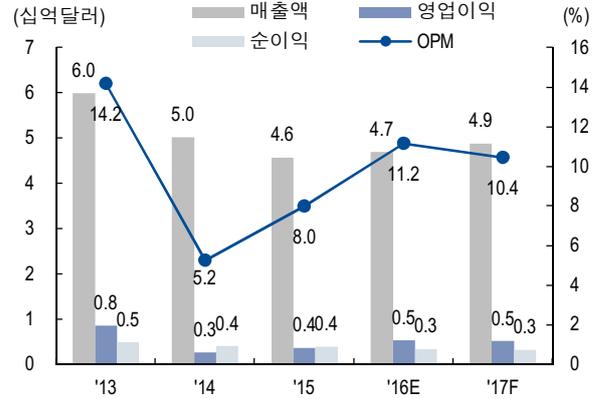
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

에자이 시가총액 및 P/E 추이



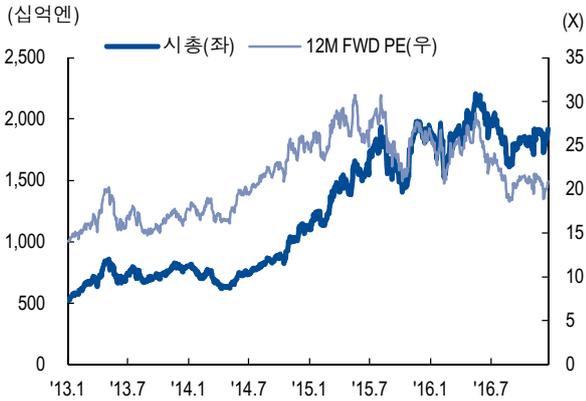
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

에자이 실적 추이



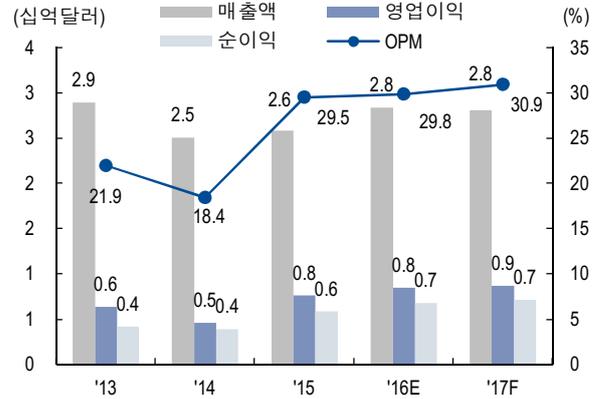
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

시오노기 시가총액 및 P/E 추이



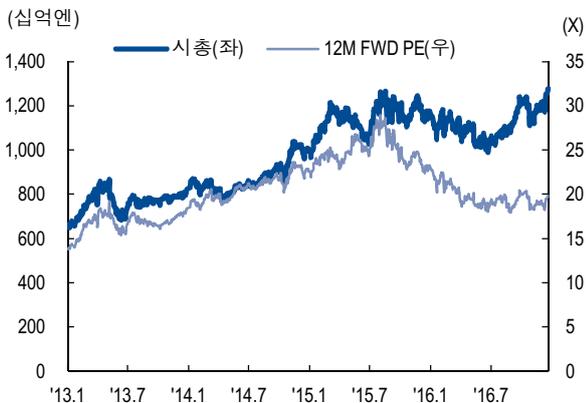
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

시오노기 실적 추이



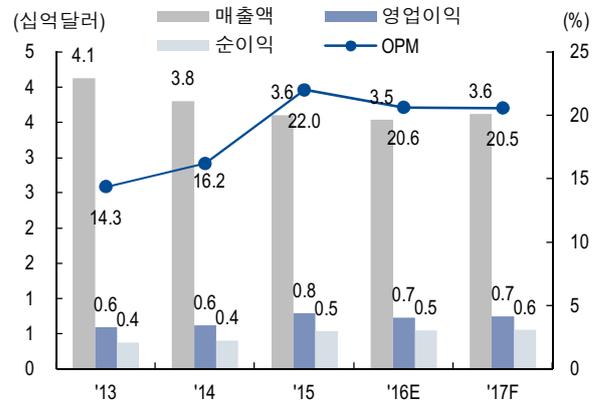
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

미츠비시 다나베 시가총액 및 P/E 추이



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

미츠비시 다나베 실적 추이



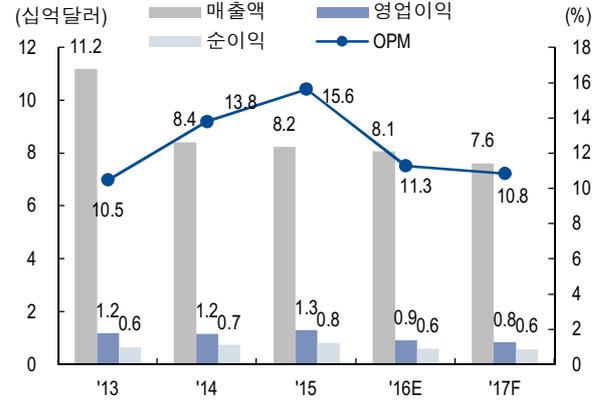
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

다이치 산료 시가총액 및 P/E 추이



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

다이치 산료 실적 추이



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

## 2. 예자이와 미츠비시 다나베는 무엇이 다른가?

25배 이상 높은 multiple 받을 수 있는 제약사는 예자이(50배), 미츠비시 다나베(30배), 시오노기(25배)로 파악되었다. 그 원인을 분석하기 위해 영업이익(OP) 성장률과 영업이익+연구개발비용(영업이익+R&D) 성장률을 비교해 보았다. 세 업체 모두 OP 성장률과 영업이익+R&D 성장률이 플러스 값이 나왔다. 다케다의 경우 OP는 플러스 성장하나, 영업이익+R&D는 마이너스 성장한다. 연구개발비용을 줄이면서 영업이익을 늘리는 경우 수익성은 나아질지 모르나 적어도 제약/바이오 섹터에서는 높은 밸류에이션을 받을 수 없다.

### 예자이

예자이는 2015년 상반기 120배 넘게 고평가를 받았으나, 섹터 투자심리가 악화되자 가장 큰 폭으로 주가가 하락했다. 그러나 여전히 50배 넘는 multiple을 받고 있다. 도입품목인 류마티스 치료제 휴미라(Humira)의 매출 성장이 호조세를 보이고 있으며, 자체 개발한 항암신약 렌비마(Lenvima, 성분명: lenvatinib)가 2015년 발매 후 2020년까지 연평균 66%로 고성장하며 약 1조원에 가까운 매출을 거둘 것으로 전망되기 때문이다. **다수의 신약 파이프라인을 보유 중이며, 주로 항암제와 치매 분야의 신약을 개발**하고 있다. 이익 가시성 높은 후기 개발단계의 파이프라인이 예자이의 강점이다.

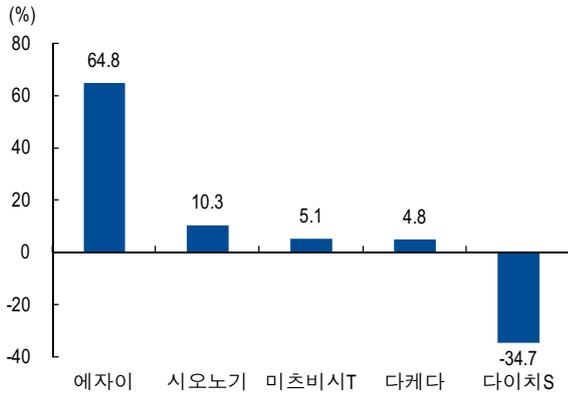
### 미츠비시 다나베

미츠비시 다나베는 최근 EPS 증가율이 45%로 고성장하고 있으며, 따라서 multiple이 유지된 상태에서도 주가 상승이 가능했다. 실적 성장의 원인은 노바티스에 기술수출한 다발성경화증 치료제 질렌야(Gilenya, 성분명: fingolimod)의 매출 증가로 인한 로열티 수입의 증가 때문이다. 기술료 수익은 2016년 연간 약 3,000억원에 이른다. 최근 파이프라인 확충을 위해 투자도 활발히 하고 있으며, 대표적으로 코오롱생명과학과 퇴행성관절염 치료제 ‘인보사’의 일본 권리에 대한 5,000억 규모 계약을 체결했다.

### 2가지 체크포인트

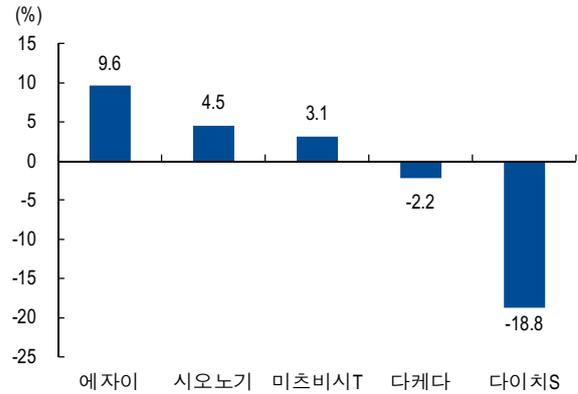
일본 제약사 사례분석을 통해서 내린 결론은 급등락 이후 multiple 상승이 제한적인 상황에서 2가지 요소를 점검해야 한다는 것이다. **첫째, 2017년 기준 영업이익+연구개발비용 합산 수치가 증가하는가**를 확인해야 한다. 대웅제약, 종근당, 유한양행, 녹십자는 증가하나, 한미약품, 동아에스티는 감소할 것으로 전망된다. **둘째, 매력적인 신약 파이프라인 포트폴리오를 갖췄는가**를 확인해야 한다. 파이프라인 기대감 관점에서 이미 기술수출 함으로써 R&D 역량을 보여준 한미약품과 동아에스티. 그리고 다수의 항암제 신약 파이프라인을 보유하고 있는 종근당이 비교 우위에 있다고 판단한다. **제약/바이오 섹터에서 밸류에이션 프리미엄 요소가 있는 업체는 신약 개발 업체**이다. 수익성을 위해 연구개발비용을 줄이면 multiple이 낮아질 수밖에 없다.

2017년 영업이익 증가율 비교



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

2017년 영업이익+연구개발비용 증가율 비교



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

일본 주요 제약사 영업이익(OP), 연구개발비용(R&D) 추이 및 전망

(단위: 백만달러, %)

		'13	'14	'15	'16	'17	'18	'19
다케다	OP	2,892	2,620	2,166	1,356	1,421	1,392	1,741
	y-y	88.5	-9.4	-17.3	-37.4	4.8	-2.0	25.1
	OP+R&D	6,389	6,085	5,323	4,080	3,992	3,914	4,209
	y-y	316.5	-4.8	-12.5	-23.4	-2.2	-2.0	7.5
시오노기	OP	651	476	755	551	608	636	632
	y-y	-11.7	-26.9	58.6	-27.0	10.3	4.6	-0.6
	OP+R&D	1,183	938	1,166	1,137	1,188	1,223	1,236
	y-y	-15.6	-20.7	24.3	-2.5	4.5	2.9	1.1
미츠비시타나베	OP	729	753	886	642	675	708	676
	y-y	-27.8	3.3	17.7	-27.5	5.1	4.9	-4.5
	OP+R&D	1,450	1,410	1,508	1,262	1,301	1,336	1,307
	y-y	-21.3	-2.8	7.0	-16.3	3.1	2.7	-2.2
다이치산쿄	OP	1,142	703	1,002	438	286	238	221
	y-y	-9.3	-38.4	42.5	-56.3	-34.7	-16.8	-7.1
	OP+R&D	3,100	2,504	2,526	2,386	1,938	1,709	1,604
	y-y	-12.7	-19.2	0.9	-5.5	-18.8	-11.8	-6.1
에자이	OP	728	268	355	301	496	613	959
	y-y	-17.6	-63.2	32.5	-15.2	64.8	23.6	56.4
	OP+R&D	2,065	1,514	1,365	1,179	1,292	1,405	1,754
	y-y	-13.6	-26.7	-9.8	-13.6	9.6	8.7	24.8
아스텔라스	OP	1,565	2,408	2,106	n/a	n/a	n/a	n/a
	y-y	-18.8	53.9	-12.5	n/a	n/a	n/a	n/a
	OP+R&D	3,525	4,359	3,813	n/a	n/a	n/a	n/a
	y-y	-16.2	23.7	-12.5	n/a	n/a	n/a	n/a

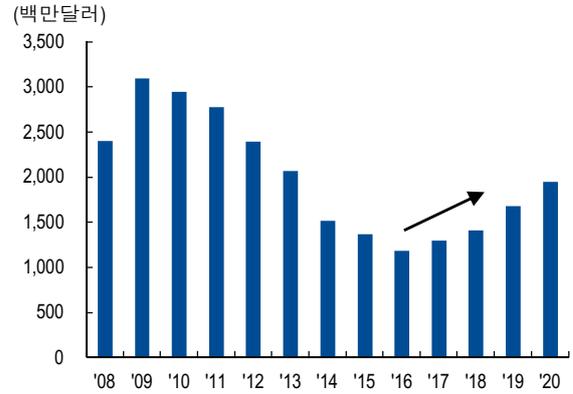
자료: Datamonitor, NH투자증권 리서치센터

에자이 시가총액 및 P/E 추이



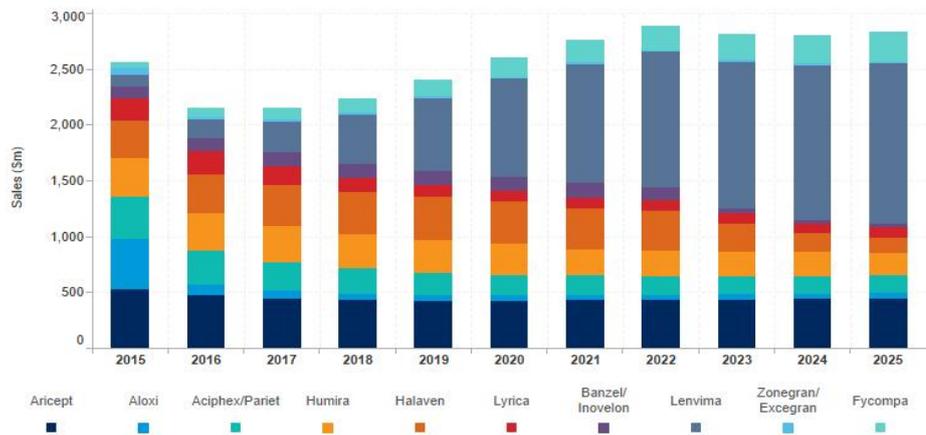
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

에자이 영업이익+R&D 비용 추이 및 전망



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

에자이 주요품목 매출 전망



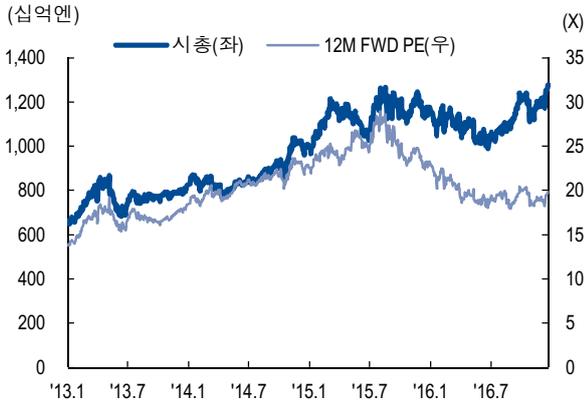
자료: Datamonitor, NH투자증권 리서치센터

에자이 파이프라인 현황

제품명	타겟	계열	적응증	임상단계
E2609	Beta-secretase (BACE)	Central nervous system	Alzheimer's Disease (AD)	임상 3 상
Farletuzumab	Folate Receptor (FOLR1)	Oncology	Ovarian Cancer	임상 3 상
Fragmin	Coagulation Factor X Thrombin	Genitourinary	Renal Disease / Renal Failur	임상 3 상
Fycompa	AMPA-type glutamate receptor	Central nervous system	Lennox-Gastaut Syndrome	임상 3 상
Lemborexant	Hypocretin/orexin receptor	Central nervous system	Insomnia	임상 3 상
Lenvima	Fibroblast Growth Factor Receptor	Oncology	Hepatocellular (Liver) Cancer(HCC)	임상 3 상
Amatuximab	Mesothelin	Oncology	Mesothelioma	임상 2 상
BAN2401	Amyloid Beta/Amyloid Plaques	Central nervous system	Alzheimer's Disease (AD)	임상 2 상
E6201	Mitogen-activated ERK kinase	Oncology	Acute Myelogenous Leukemia	임상 2 상
E7820	Angiogenesis	Oncology	Colorectal Cancer	임상 2 상
E2609	Beta-secretase (BACE)	Central nervous system	Alzheimer's Disease (AD)	임상 3 상

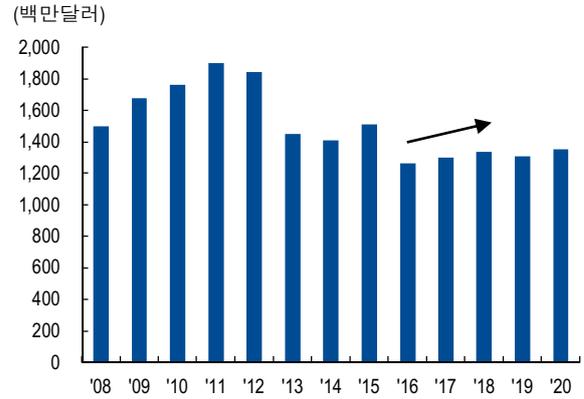
자료: Annual Report, NH투자증권 리서치센터

미츠비시 다나베 시가총액 및 P/E 추이



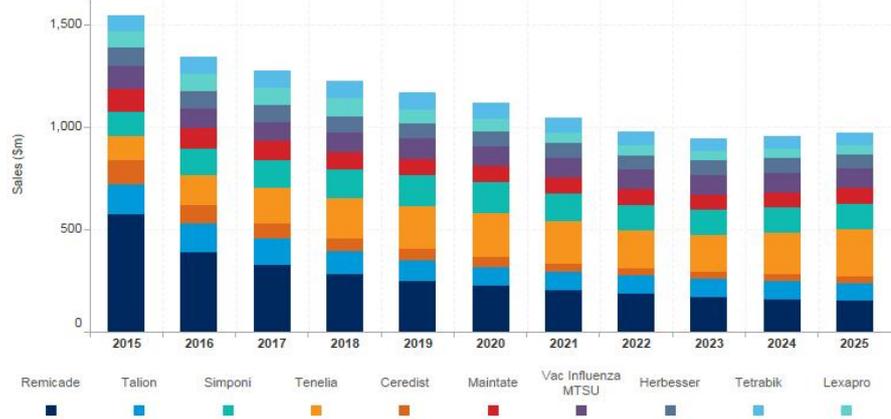
자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

미츠비시 다나베 영업이익+R&D 비용 추이 및 전망



자료: Bloomberg, NH투자증권 리서치센터

미츠비시 다나베 주요품목 매출 전망



자료: Datamonitor, NH투자증권 리서치센터

미츠비시 다나베 파이프라인 현황

제품명	타겟	계열	적응증	임상단계
Radicava	Mitochondria	Central nervous system	Amyotrophic Lateral Sclerosis	NDA/BLA
AMG0001	Hepatocyte growth factor receptor	Cardiovascular	Peripheral Arterial Diseases	임상 3 상
H1N1 VLP Vaccine	Immune system Influenza Virus	Infectious diseases	Seasonal Influenza Vaccines	임상 2 상
MT-3995	Mineralocorticoid Receptor	Endocrine, metabolic /genetic disorders	Diabetic Nephropath	임상 2 상
AMG0001	Hepatocyte growth factor receptor	Cardiovascular	Angina	임상 1 상
MP-124	Poly ADP-Ribose Polymerase (PARP)	Central nervous system	Ischemic Stroke	임상 1 상
Teneligliptin	Dipeptidyl peptidase IV (DPP-IV)	Endocrine, metabolic /genetic disorders	Diabetes Mellitus, Type II	임상 1 상

자료: Annual Report, NH투자증권 리서치센터

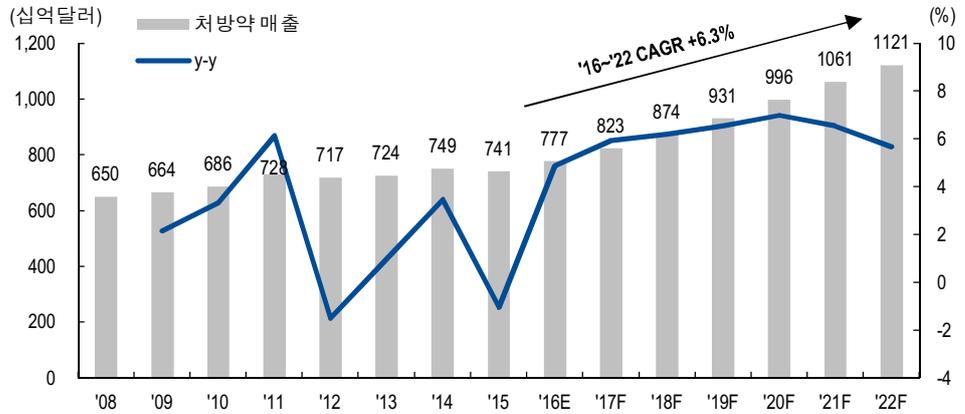
## IV. 헬스케어는 여전히 성장 산업

### 1. 펀더멘털은 좋아지고 있다

#### 특허만료 리스크 완화, FDA 신약 승인 증가

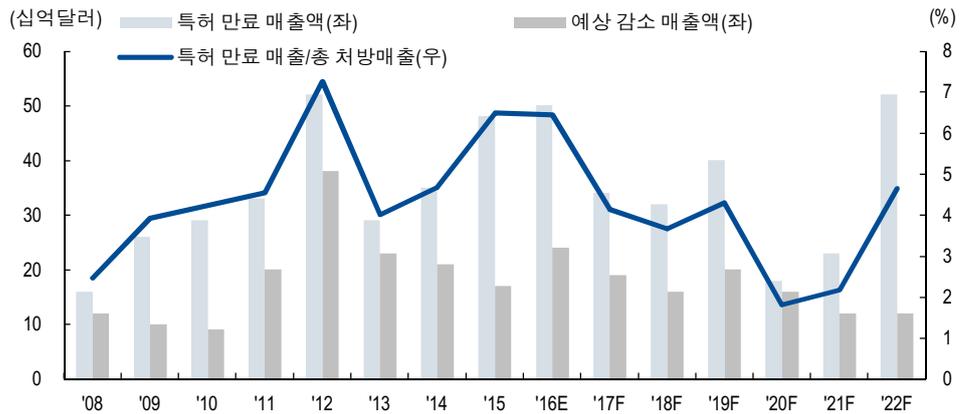
주식 시장에서 한동안 소외받고 있는 분위기와 달리, 전반적인 섹터의 펀더멘털은 견조하게 성장하고 있다. 글로벌 의약품 시장은 연평균 6.3%로 성장할 것으로 전망되며, 2020년까지 특허만료 리스크 완화 국면에 접어들었다. 반면 연구개발 비용 증가는 2~3%에 그쳐 절대금액은 늘어나나, 글로벌 업체의 수익성은 전반적으로 개선될 것으로 예상된다. 다소 정체기였던 FDA 신약 승인 건수는 2014년 이후 증가 추세를 2022년까지 이어갈 것으로 전망된다.

#### 글로벌 처방약 매출 추이



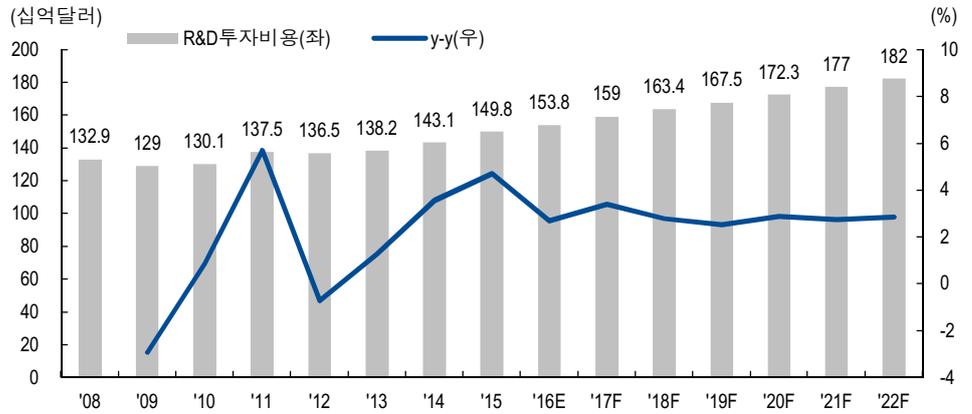
자료: EvaluatePharma 2016, NH투자증권 리서치센터

#### 글로벌 의약품 시장 특허만료 리스크 완화 국면



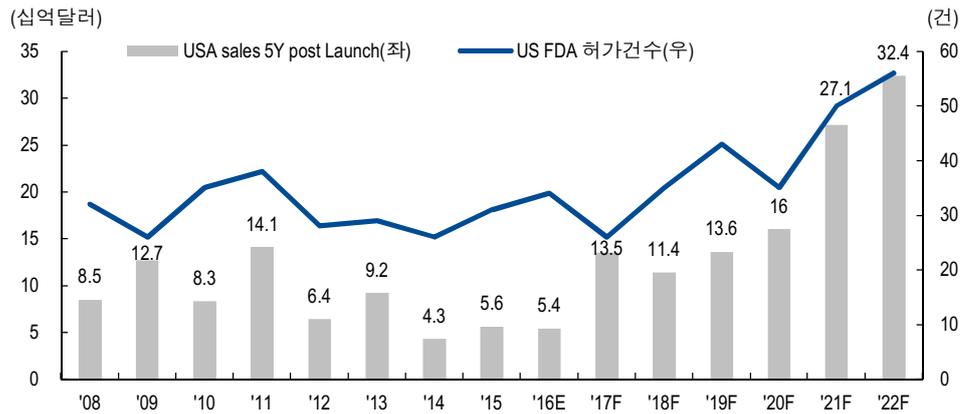
자료: EvaluatePharma 2016, NH투자증권 리서치센터

전체 연구개발 투자 절대금액 지속 증가 추세



자료: EvaluatePharma 2016, NH투자증권 리서치센터

FDA 허가 건수 및 5년 뒤 시판될



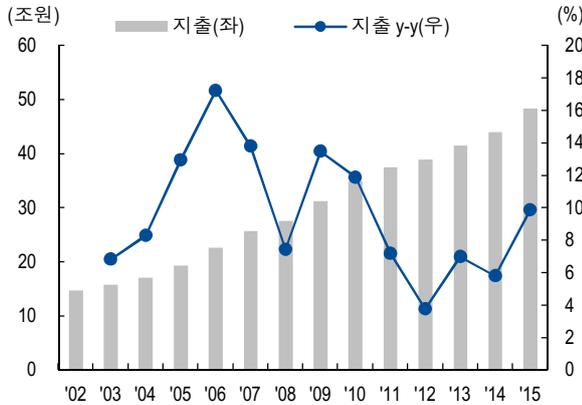
자료: EvaluatePharma 2016, NH투자증권 리서치센터

**국내 헬스케어 섹터  
우호적 시장 환경  
조성**

고령 인구 증가에 따라 국내 건강보험 지출의 증가 추세는 커지고 있다. 2015년 기준 두 자릿수 성장을 나타냈다. 2010년 이후 처음이다. 원외처방약, 의약품 수출액 모두 증가 추세이다. 특히 바이오시밀러 램시마의 유럽 판매가 본격화 됨에 따라 2015년 22.6% 증가했다. 삼성바이오에피스의 베네팔리(엔브렐 시밀러), 플릭사비(레미케이드 시밀러)의 유럽 판매, 셀트리온의 램시마(레미케이드 시밀러)의 미국 판매로 2017년에도 계속 성장할 것으로 예상된다.

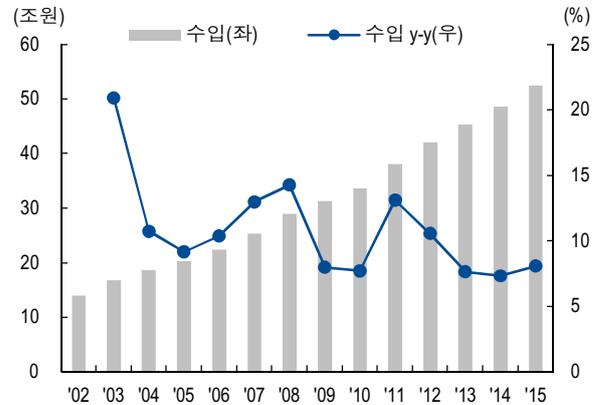
상위제약사 (한미, 유한, 녹십자, 종근당, 대웅, 동아), 중소형제약사 (보령, 부광, 대원, 삼진, 유나이티드, 동국) 모두 2012년 일괄 약가 인하 이후 탑라인 성장을 이어가고 있다. 국내 제약산업의 성장은 계속되고 있다.

**건강보험 지출 현황**



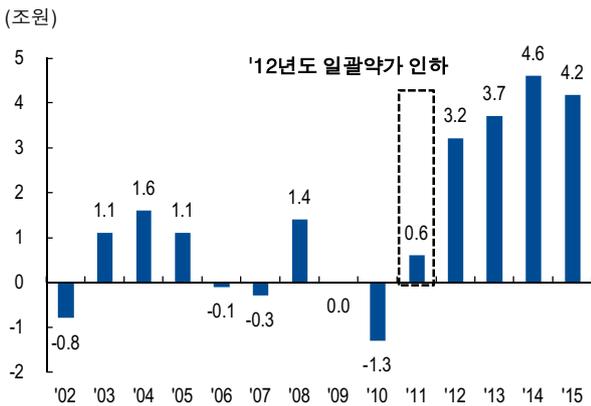
자료: 건강보험공단, NH투자증권 리서치센터

**건강보험 수입 현황**



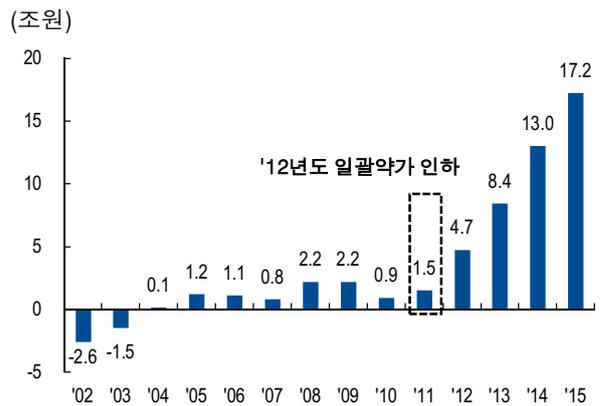
자료: 건강보험공단, NH투자증권 리서치센터

**건강보험 재정 당기수지**



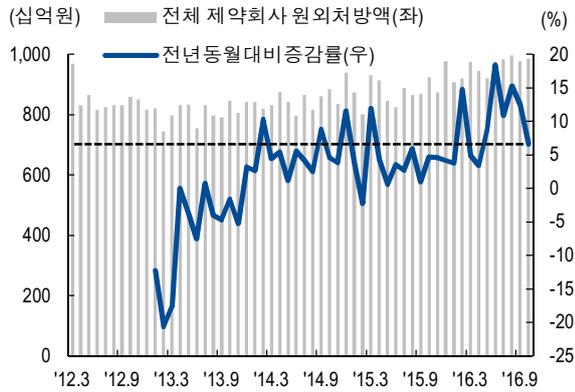
자료: 건강보험공단, NH투자증권 리서치센터

**건강보험 재정 누적수지**



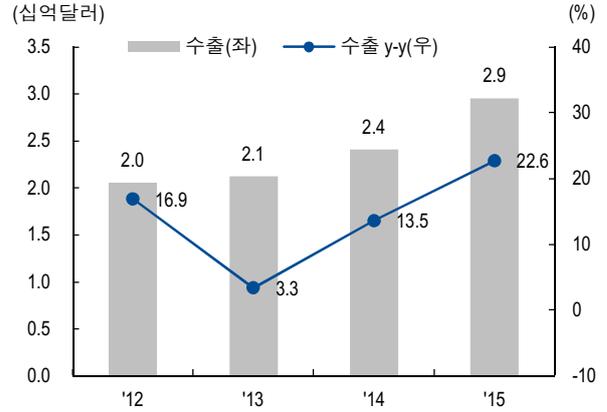
자료: 건강보험공단, NH투자증권 리서치센터

원외처방액 추이



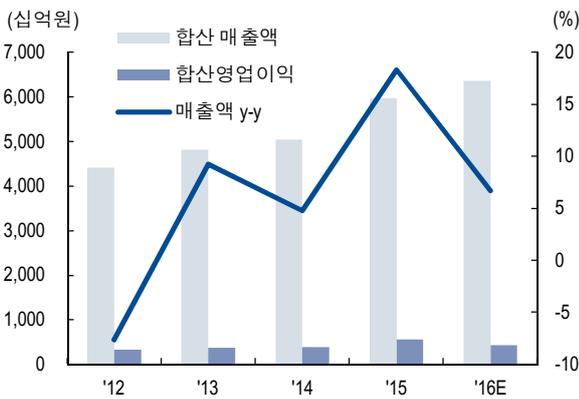
자료: UBIST, NH투자증권 리서치센터

의약품 수출액 추이



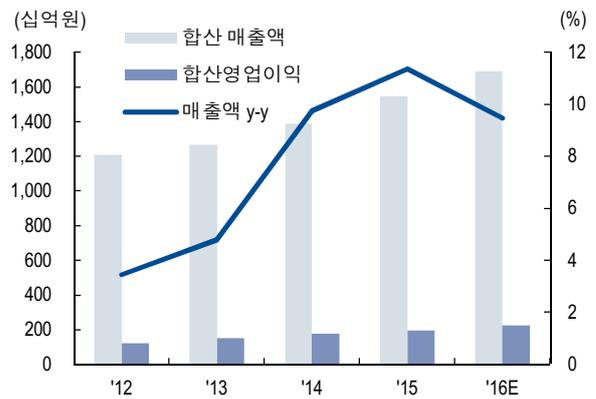
자료: 식품의약품안전처, NH투자증권 리서치센터

상위제약사 합산 매출 추이



자료: Quantwise, NH투자증권 리서치센터

중소형제약사 합산 매출 추이



자료: Quantwise, NH투자증권 리서치센터

## 2. 2017년도 R&D 모멘텀은 풍부

2015년에 이어 2016년도 기술수출 성과는 풍부했다. 크리스탈의 Aptose 대상 3,500억원 규모, 한미약품의 제넨텍(로슈 자회사) 대상 1조원 규모, 코오롱생명과학 미츠비시 다나베 대상 5,000억원 규모, 동아에스티 애브비바이오테크놀로지(애브비 자회사) 대상 6,300억원 규모 등 3,000억 이상의 대규모 딜이 4건이나 성공했다. 2017년에도 다양한 임상결과에 따른 기술수출이 기대된다. 또한 이는 주가에 단기 모멘텀으로 작용할 것이며 특히 신약 파이프라인 중목의 리레이팅이 기대된다.

### 국내 제약/바이오 업체 기술수출 현황

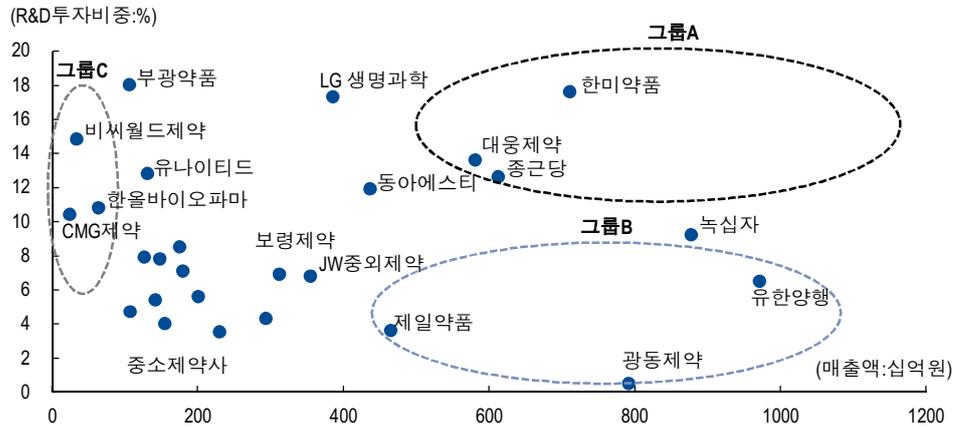
시점	수출사	수입사	코드명/제품명	적용증	계약 규모	비고
2016.12	동아에스티	AbbVie Technology	MerTK저해제	면역항암제	총 6,351억원 (계약금 484억원)	한국 외 전세계 지역 독점
2016.12	레고캠바이오	RMX Pharma	LCB01-0371	슈퍼항생제	총 240억원 (계약금 6억원)	중국지역 한정 기술수출
2016.11	제넥신	MSD	GX-188E	치궁경부암 백신	공동연구개발	GX-188E와 키트루다의 병용요법 공동 연구
2016.11	코오롱생명과학	Mitsubishi Tanabe	Invossa	퇴행성관절염 치료제	총 4,716억원 (계약금 229억원)	일본지역 한정 기술수출
2016.9	한미약품	Genentech	HM95573	분자표적 항암치료제	총 9억 1,000만 달러 (계약금 8,000만 달러)	
2016.7	유한양행	Luoxin	YH25448	비소세포폐암 분자표적치료제	총 1억 2,000만 달러 (계약금 600만 달러)	Luoxin측의 계약 불성실 이행으로 반환
2016.6	크리스탈지노믹스	Aptose Biosciences	CG026806	급성골수성 백혈병	총 3,524억원 (계약금 11.6억원)	일본 및 대만 지역 한정 기술 수출 계약
2016.4	동아에스티	Tobira	DA-1229	비알콜성 간염치료제	총 6,150만 달러	북미, 유럽, 호주 지역 기술 수출 계약
2016.2	안트로젠	이신제약	ALLO-ASC-sheet	당뇨족부궤양 치료제	총 7,500만 달러 (계약금 100만 달러)	일본 및 대만 지역 한 정 기술 수출 계약
2016.2	제넥신	Fosun	GX-E2	빈혈 치료제	총 4,450만 달러 (계약금 200만 달러)	중국지역 한정 기술수출
2015.11	한미약품	ZAI LAB	HM61713	분자표적 항암치료제	총 8,500만 달러 (계약금 700만 달러)	중국지역 한정 기술수출
2015.11	한미약품	Johnson & Johnson	HM12525A	당뇨 및 비만 치료제	총 9.2억 달러 (계약금 1억 500만 달러)	
2015.11	한미약품	Sanofi	퀀텀프로젝트	지속성 당뇨신약	총 39억 유로 (계약금 4억 유로)	Sanofi LAP-115 반환, 한미약품 계약금 1.96억 유로 반환
2015.10	알테오젠	3S BIO	ADC 기술	분자표적 항암치료제	N/A	중국지역 한정 기술수출
2015.10	제넥신	Tasly	GX-H9 등 3종	항체융합 단백질	총 1,150억원 (계약금 230억 원)	
2015.8	레고캠바이오	Fosun	ADC 기술	분자표적 항암치료제	총 208억원	중국지역 한정 기술수출
2015.7	한미약품	Boehringer Ingelheim	HM61713	분자표적 항암치료제	총 7.3억 달러 (계약금 5,000만 달러)	
2015.3	한미약품	Eli Lilly	HM71224	면역 치료제	총 6.9억 달러 (계약금 5,000만 달러)	
2014.1	올리패스	BMS	PNA 플랫폼	유전자 치료제 플랫폼	N/A	

자료: 전자공시시스템, NH투자증권 리서치센터

**규모에 맞는 R&D 투자가 관건**

한미약품, 동아에스티 등 대표적인 연구개발 중심의 제약사에서 기술수출 성과가 나왔다. 그만큼 R&D에 많이 투자하는 업체에 주목해야 하는 것은 당연하다. 그러나 더욱 중요한 것은 규모에 맞는 R&D 투자를 하느냐가 관건이다. 그룹A(종근당, 대웅제약, 한미약품)는 6,000억원 이상의 매출 규모와 12% 이상의 연구개발 투자를 하는 업체이다. 높은 신약개발 역량을 보유한 것으로 판단된다. 그룹B(유한양행, 광동제약, 제일약품)는 5,000억 이상의 매출 규모에도 6% 이하의 연구개발 투자를 하는 신약개발 노력이 미흡한 업체이다. 그룹C(한올바이오파마, 비씨월드제약, CMG제약)는 매출 규모는 1,000억 미만인데, 10%이상을 연구개발에 투자하는 업체이다. 재무구조가 취약해 자칫 위험해 보이나, 상위 제약사와 전략적 제휴 또는 개량신약 등 특정 분야에만 집중도 있게 연구개발하는 전략을 취하고 있는 것으로 판단된다. 파이프라인만 있는 바이오텍은 자본시장에서 자금조달을 통해 임상개발 비용 투자로 이어지는 경우도 최근 많이 생겨났다.

**매출액 및 R&D 투자 비중 비교**



자료: Quantwise, NH투자증권 리서치센터

한국 헬스케어업종 주요 유상증자 사례

시점	기업명	유상증자 규모	유상증자 방식	유상증자 목적
2015.5	한올바이오파마	556억원	3자배정	재무구조 개선 및 임상비용, 운영자금 확보
2015.6	휴메딕스	485억원	주주배정 후 실권주 일반공모	연구개발 자금 및 연구소, 제 2공장 신축
2015.9	SK 케미칼	2,084억원	주주배정 후 실권주 일반공모	백신 R&D 운영자금 1,124억원, 시설투자 1,088억원
2015.12	삼성제약	99억원	3자배정	운영자금 확보
2016.3	JW 중외신약	250억원	3자배정	재무구조 개선, 임상 비용 확보
2016.3	바이로메드	150억원	3자배정	VM202 임상 3상 자금 확보
2016.4	팍트론	380억원	3자배정	시설투자 및 운영자금 확보
2016.5	신풍제약	400억원	3자배정	운영자금 확보
2016.6	종근당홀딩스	557억원	일반공모	지주사 전환 목적
2016.6	제넥신	599억원	3자배정	신약 임상진행 및 운영자금 확보
2016.6	코오롱생명과학	1,300억원	주주배정 후 실권주 일반공모	인보사 양산을 위한 공장 신축 등 시설투자 및 운영자금
2016.6	코아시스템	90억원	3자배정	자회사 кем은 시설투자 자금 확보
2016.6	삼성제약	394억원	주주배정 후 실권주 일반공모	R&D 자금 및 운영자금 확보
2016.7	인트론바이오	231억원	3자배정	R&D 자금확보
2016.7	명문제약	224억원	주주배정 후 실권주 일반공모	화성 향남공장 증설
2016.7	바이로메드	1,827억원	주주배정 후 실권주 일반공모	R&D 자금 및 운영자금 확보
2016.8	HLB 생명과학	177억원	3자배정	기업인수 및 신약파이프라인 확보
2016.8	JW 중외제약	1,119억원	3자배정	재무구조개선 및 R&D 자금 확보
2016.10	CMG 제약	528억원	주주배정 후 실권주 일반공모	시설투자 자금 및 운영자금 확보

자료: 전자공시시스템, NH 투자증권 리서치센터

국산 신약개발 현황

연번	제품명	회사명	주성분	효능 효과	허가일자	개발기간
1	선플라주	SK케미칼	헵타플라틴	항암제(위암)	'99.7.15	'90~'99
2	이지에프 외용액	대웅제약	인간상피세포성장인자	당뇨성족부궤양 치료제	'01.5.30	'92~'01
3	밀리칸주	동화약품공업	질산훈몰-166	항암제(간암)	'01.7.6	'95~'01
4	큐록신정	JW중외제약	발로플록사신	항균제(항생제)	'01.12.17	'95~'01
5	팩티브정	LG생명과학	메탄술폰산제미플록사신	항균제(항생제)	'02.12.27US FDA허가('03.4.4)	'94~'00
6	아피톡신주	구주제약	건조밀봉독	관절염치료제	'03.5.3	'91~'02
7	슈도박신주	CJ제일제당	겜정제슈도모나스백신	농구균예방백신	'03.5.28	'93~'03
8	캠도벨정	종근당	벨로테칸	항암제	'03.10.22	'93~'05
9	레바넥스정	유한양행	레바프라잔	항궤양제	'05.9.15	'93~'03
10	자이데나정	동아제약	유데나필	발기부전	'05.11.29	'92~'07
11	레보비르캡슐	부광약품	클레부딘	B형 간염 치료제	'06.11.13	'98~'05
12	펠루비정	대원제약	펠루비프로펜	골관절염 치료제	'07.4.20	'96~'06
13	엠빅스정	SK케미칼	미로데나필염산염	발기부전	'07.7.18	'01~'07
14	놀텍정	일양약품	일라프라졸	항궤양제	'08.10.28	'98~'07
15	카나브정	보령제약	피마살탄칼륨삼수화물	고혈압 치료제	'10.9.9	'88~'08
16	피라맥스정	신풍제약	피로나리딘인산염, 알테수네이트	말라리아 치료제	'11.8.17	'98~'10
17	제피드정	JW중외제약	아바나필	발기부전	'11.8.17	'00~'11
18	슈펙트캡슐	일양약품	라도티닙염산염	항암제(백혈병)	'12.1.5	'06~'11
19	제미글로정	LG생명과학	제미글립틴타르타르산염	당뇨병 치료제	'12.6.27	'01~'12
20	듀비에정	종근당	로베글리타존황산염	당뇨병 치료제	'13.7.4	'03~'12
21	리아백스주	카엘젬백스	테르토모타이드염산염	항암제(췌장암)	'14.9.15	'00~'13
22	아셀렉스캡슐	크리스탈지노믹스	폴마콕시브	골관절염 치료제	'15.2.5	
23	자보란테정	동화약품	자보플록사신 D-아스파르트산염	퀴놀론계 항생제	'15.3.20	
24	시백스트로정	동아에스티	테디졸리드포스페이트	항균제(항생제)	'15.4.7	
26	시백스트로주	동아에스티	테디졸리드포스페이트	항균제(항생제)	'15.4.7	
26	슈가논정	동아에스티	에보글립틴 타르타르산염	경구용 혈당 강하제	'15.10.2	
27	올리타정	한미약품	올무티닙염산염일수화물	표적 항암치료제	'16.5.13	

자료: 한국신약개발연구조합, NH투자증권 리서치센터

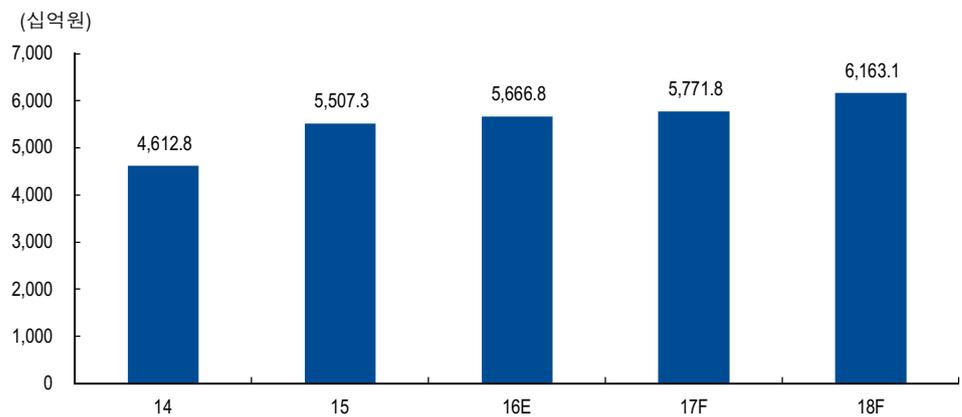
## V. 상위제약사 옥석 가리기

### 1. 영업이익+R&D비용 관점에서 국내 상위제약사 접근

**영업이익+R&D 비용  
종근당, 대웅제약 증가  
한미약품, 동아에스티  
감소**

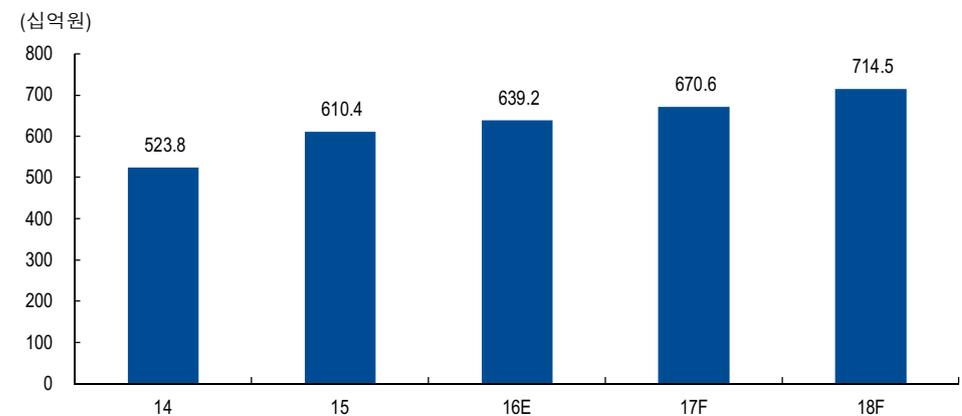
실적 안정성과 미래 성장성 모두를 포함한 지표인 영업이익+R&D를 적극 활용하여 국내 제약업체 중 투자 매력도 상위 업체를 가려내고자 한다. 2017년 기준으로 영업이익+R&D 수치가 증가할 것으로 전망되는 업체는 대웅제약, 종근당, 유한양행, 녹십자이다. 반대로 한미약품, 동아에스티의 경우 2016년 대비 감소한다. 성장하는 업체 중에서도 특히 대웅제약이 2016년 일시적으로 도입품목 관련 상실의 기저효과로 2017년 연간 +23.9% 성장할 것으로 전망되며, 종근당이 +15.9%로 뒤를 이을 것으로 예상된다. 한미약품과 동아에스티는 각각 2017년 -28.8%, -16.0% 감소한다. 이 지표만 봤을 때, 대웅제약, 종근당의 투자매력도가 높으며, 한미약품, 동아에스티의 투자매력도는 낮다.

#### 상위제약사 합산 매출 추이



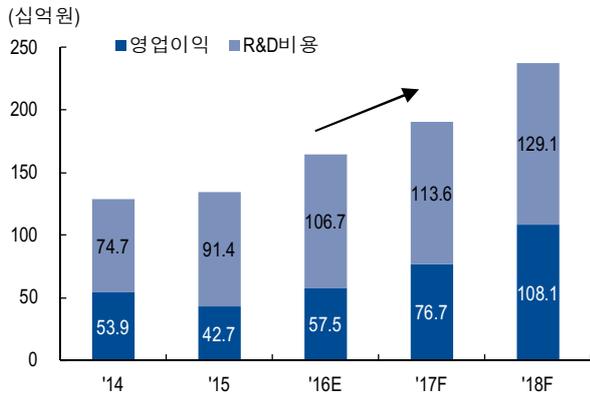
자료: 전자공시시스템, NH투자증권 리서치센터 전망

#### 상위제약사 합산 연구개발 비용 추이



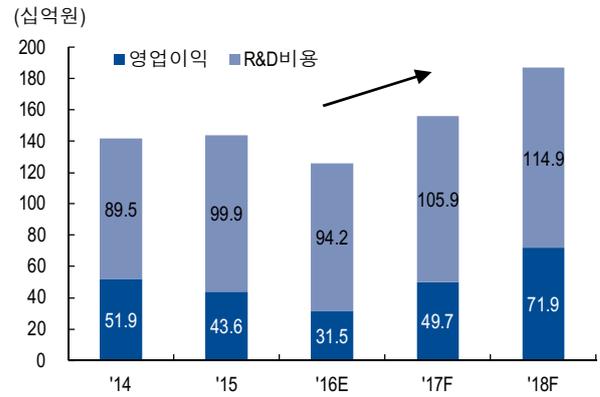
자료: 전자공시시스템, NH투자증권 리서치센터 전망

종근당 영업이익+R&D 비용 전망



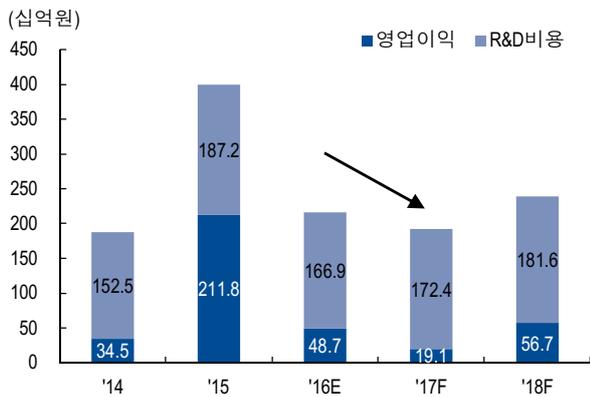
자료: 전자공시시스템, NH투자증권 리서치센터 전망

대웅제약 영업이익+R&D 비용 전망



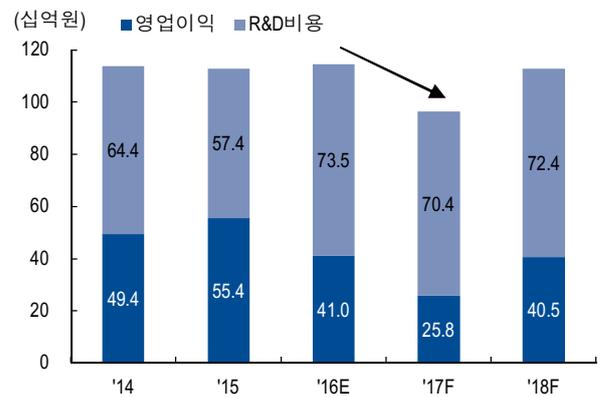
자료: 전자공시시스템, NH투자증권 리서치센터 전망

한미약품 영업이익+R&D 비용 전망



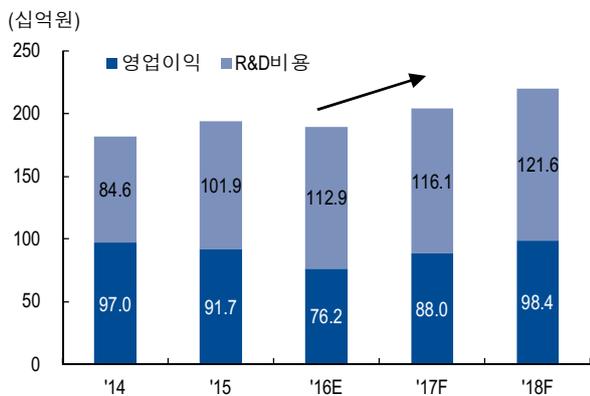
자료: 전자공시시스템, NH투자증권 리서치센터 전망

동아에스티 영업이익+R&D 비용 전망



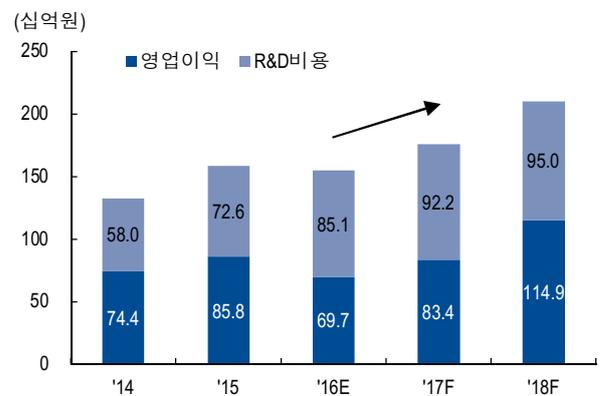
자료: 전자공시시스템, NH투자증권 리서치센터 전망

녹십자 영업이익+R&D 비용 전망



자료: 전자공시시스템, NH투자증권 리서치센터 전망

유한양행 영업이익+R&D 비용 전망



자료: 전자공시시스템, NH투자증권 리서치센터 전망

## 2. 신약 파이프라인 포트폴리오까지 고려시 최선호주 종근당

### 신약 파이프라인 관점 한미약품, 동아에스티, 종근당 비교우위

단순 영업이익+R&D 수치 비교에서 그치는 것이 아니라, 신약 파이프라인까지 고려해서 선별해야만 비교우위를 발견할 수 있다. 최근 기술수출의 대세는 항암제 파이프라인이며, 상위제약사 중 항암제 파이프라인을 보유한 업체는 한미약품, 동아에스티, 종근당이 있다. 유한양행도 폐암 치료 후보물질을 개발중이나 중국 제약사와의 계약 해지로 파이프라인 기대감이 소멸된 상태이다. 파이프라인에서 기술수출 기대감 또는 마일스톤 모멘텀이 있는 종목은 한미약품, 동아에스티, 종근당이며, 상대적으로 유한양행, 녹십자, 대웅제약의 R&D 기대감이 낮다.

상위 제약사 파이프라인 현황-1

기업	파이프라인	적응증	임상단계	비고	
종근당	CKD-506	류머티스관절염	임상 1상	1상 종료, 해외 임상 2상 예정	
	CKD-519	이상지질혈증	임상 1상 완료		
	CKD-516	고혈압	임상 1, 2a상		
	CKD-581	림프종/다발골수증	임상 1상		
대웅제약	Nabota	미간주름	임상3상	미국 파트너(EVOLUS)	
	Novosis	척추 융합 의료기기	임상3상		
	Regenerative Medicine	아토피피부염	임상2상		
		크론병	임상1상		
		류마티스 관절염	임상1상		
		퇴행성 관절염	연구단계		
	HL036	당뇨병 및 류마티스 관절염	연구단계		
DWP14012	안구건조증 치료제	임상 1상			
	위궤양 치료제 /BIC	임상 1상			
녹십자	IVIG SN	1차성 면역결핍질환	허가신청	미국 3상 포기	
	Greenene F	A형 혈우병	임상 3상		
	Hunterase	헌터증후군	임상 2상		
	GC1102	간염재발예방+만성간염치료	임상 2상		
	GC1107	파상풍, 디프테리아	허가신청		
	GC3106A	인플루엔자백신(4가 세포배양)	임상 3상 중		
	GC1109	탄저병	임상 2상		
	GC3111A	파상풍, 디프테리아, 백일해	임상 1상		
	MGAG22	유방암	임상 3상		MGAG22
	GC1113	빈혈	임상 2상		GC1113
GC1118	암	임상 1상	GC1118		
유한양행	YH14755	고지혈증 및 당뇨	임상 3상		
	YH12852	기능성 소화불량증	임상 2상		
	YH22162	고혈압	임상 3상		
	YH1177	중이염	임상 2상		
	YH22189	고혈압 및 고지혈증	임상 1상		
	YHD1119	당뇨병성 말초 신경병증	임상 1상		
	YH23537	치주염 및 관절염	임상 2상		

자료: 전자공시시스템, 각사 IR자료, NH투자증권 리서치센터

**최선호주 종근당,  
차선호주 대웅제약**

결론적으로 영업이익+ R&D 수지와 파이프라인 포트폴리오 모두를 고려했을 때 최선호주는 종근당이며, 차선호주는 대웅제약이다. 종근당은 실적 성장과 파이프라인 기대감 모두를 갖췄으며, 대웅제약은 2016년 실적을 최저점으로 2017년 빠른 정상화가 기대된다. 유한양행은 2017년에도 이익성장 지속되며, 영업가치만 고려 시 PER 13~14배 수준으로 밸류에이션 매력 부각될 것으로 전망한다.

한미약품과 동아에스티는 유망한 파이프라인을 보유하고 있으나, 실적측면에서 실망감이 계속될 가능성이 있다. 한미약품은 추가적인 임상 진행과 마일스톤 유입 없이는 영업적자가 불가피하다. 2017년 마일스톤 유입이 기대되는 파이프라인이 딱히 눈에 띄지 않는 것이 가장 큰 문제이다. 동아에스티는 최근 기술수출로 인한 기술료 유입으로 4분기 실적 호조가 기대되며, 신약 개발 역량이 재조명 되는 구간으로 판단한다.

**상위 제약사 파이프라인 현황-2**

기업	파이프라인	적응증	임상단계	비고
한미약품	efpeglenatide	당뇨, 비만	임상 2상	Sanofi 대상 기술수출 계약 체결
	LAPS Insulin 115	당뇨	임상 1상	Sanofi 대상 기술수출 계약 체결
	LAPS Insulin Combo	당뇨, 비만	후보물질 개발	Sanofi 대상 기술수출 계약 체결
	eflapegrastim	호중구감소	임상 3상	
	efpegsomatropin	성인 성장호르몬 결핍증	임상 2상	
	HM12525A	당뇨, 비만	임상 1상	Janssen 대상 기술수출 계약 체결
	Poziotinib	유방암	임상 2상	Spectrum 및 Luye 대상 기술수출 계약 체결
	Olmutinib	비소세포폐암	임상 2상	Boehringer Ingelheim 및 ZaiLab 대상 기술수출 계약
	Luminate	망막질환	임상 2상	Allergro 대상 기술수입
	Oraxol	위암	임상 2상	Athenex 대상 기술수출 계약 체결
	HM71224	류마티스관절염	임상 1상	Eli Lilly 대상 기술수출 계약 체결
	HM95573	고형암	임상 1상	Genentech 대상 기술수출 계약 체결
	HM95573	고형암	임상 1상	Athenex 대상 기술수입
Oratecan	고형암	임상 1상	Athenex 대상 기술수출 계약 체결	
동아에스티	DA-7218(시백스트로)	폐렴(HABP/VABP)	글로벌 3상	파트너(MSD, Bayer)
	DA-1229(Suganon®)	2형 당뇨병	현지임상 준비/진행	파트너(Luye, Alkem, Eurofarma, Geropharm)
	DA-1229(Suganon®)	NASH	임상 1상(US)	Tobira
	DA-4501	Novel IO target 항암제	후보물질 도출	AbbVie technology 대상 기술수출
	DA-8010	과민성 방광염	임상 1상(EU)	
	DA-1241	2형 당뇨병	임상 1상(US)	
	DA-9801	당뇨병성 신경병증	임상 3상(US)	
	DA-9701	기능성 소화불량증	임상 2상(US)	
	DA-9805	파킨슨병	임상 2상(US)	
	DA-3880	빈혈	임상 3상(JP/EU)	파트너 (SKK)
	DMD-3111	유방암	임상 3상(JP/EU)	파트너 (Meiji Seika)
	DMD-3113	류마티스관절염	임상 1상(JP)	파트너 (Meiji Seika)

자료: 전자공시시스템, 각사 IR자료, NH투자증권 리서치센터

# 종근당 (185750.KS)

## 실적과 파이프라인 모두 갖췄다

Company Report | 2017. 1. 10

대형 도입품목의 영업 레버리지 효과 본격화. 독감 수혜로 4분기 호실적 전망. 고지혈증 치료제 CKD-519 호주 2상 개시 등 다수의 파이프라인 임상개발 순항 중. 상위제약사 중 최선후주 제시

### 대형 도입품목 효과와 독감 수혜 전망

신제품 6종의 3분기 누적 매출액은 1,380억원, 특히 대응제약 재고 감소 효과로 2017년 글리아티린의 성장이 본격화 될 것으로 예상. 글리아티린의 연간 매출액 396억원(+30.0%, y-y)으로 추정. 연 매출액 200억원 수준의 타미플루는 독감의 조기 유행으로 4분기에만 192억원의 매출 기대. 2017년 1분기 220억원의 추가 매출 가능

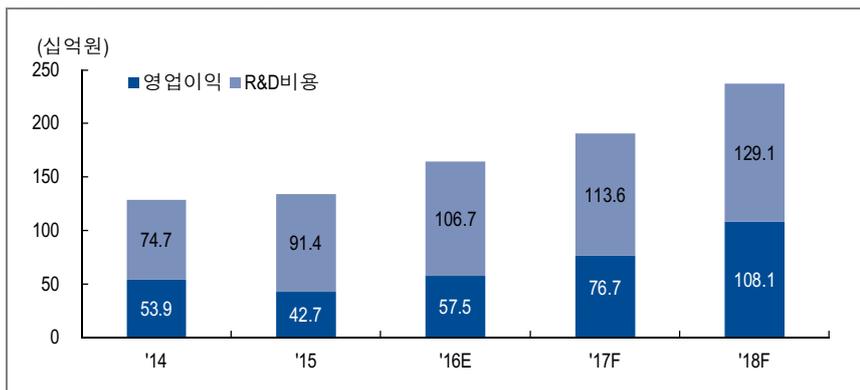
### CKD-519 호주 임상 2상 개시로 글로벌 임상 본격화

고지혈증 치료제 CKD-519(CETP 저해제) 1분기 호주 2상 개시 기대. 2분기 머크社 CETP 저해제 Anacetrapib의 임상 3상 결과 주목. CKD-506(류마티스, HDAC6 저해제)은 2016년 8월 유럽 1상 진행 중. 글로벌 임상 파이프라인 개발로 연구개발 역량 재평가 필요

### 항암제 파이프라인 보유는 프리미엄 요소

4분기 매출액 2,276억원(+46.4% y-y), 영업이익 255억원(+141.5% y-y)으로 성장세를 이어갔을 것으로 추정. 2017년 예상 EBITDA 975억원에 13.6배(유한양행, 동아에스티, 녹십자, 대응제약 평균 EV/EBITDA)를 적용한 영업가치는 1조 3,292억원, CKD-519 신약가치 651억원, 순차입금 822억원을 고려한 총 기업가치는 1조 3,120억원으로 산출. 최근 한미약품, 동아에스티 기술수출 모두 항암제 분야임을 고려할 때 타 제약사 대비 프리미엄 요소가 있다고 판단

### 종근당 영업이익+R&D 전망



자료: 전자공시시스템, NH투자증권 리서치센터 전망

## Buy (신규)

목표주가 140,000원 (신규)

현재가 ('17/1/9) 100,000원

업종	제약
KOSPI / KOSDAQ	2048.78 / 642.15
시가총액(보통주)	940.9십억원
발행주식수(보통주)	9.4백만주
52주 최고가('16/01/22)	168,500원
최저가('16/09/13)	90,500원
평균거래대금(60일)	5,552백만원
배당수익률(2016E)	0.57%
외국인지분율	5.4%

주요주주	
이장한 외 7인	33.6%
국민연금	13.5%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	6.6	-7.1	-8.3
상대수익률 (%p)	7.2	-9.5	-13.3

	2015	2016E	2017F	2018F
매출액	592	840	874	922
증감률	8.9	41.8	4.0	5.5
영업이익	43	67	78	109
영업이익률	7.2	7.9	8.9	11.9
(지배지분)순이익	-7	45	53	76
EPS	-720	4,752	5,598	8,104
증감률	적전	흑전	17.8	44.8
PER	N/A	22.0	17.9	12.3
PBR	2.9	2.8	2.3	2.0
EV/EBITDA	15.5	12.9	10.5	7.4
ROE	-2.1	13.4	14.0	17.5
부채비율	83.2	93.3	84.7	74.9
순차입금	112	125	82	11

단위: 십억원, %, 원, 배  
주: IFRS 별도 기준  
자료: NH투자증권 리서치센터 전망



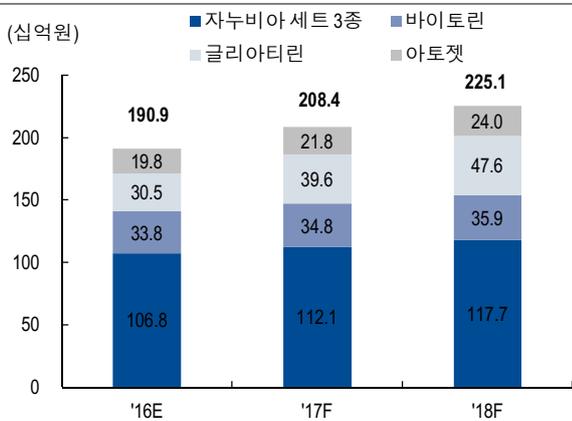
Analyst 구완성  
02)768-7977, william.ku@nhqv.com

RA 김재익  
02)768-7350, jaeikik@nhqv.com

### 1. 대형 도입품목 효과 이제부터다

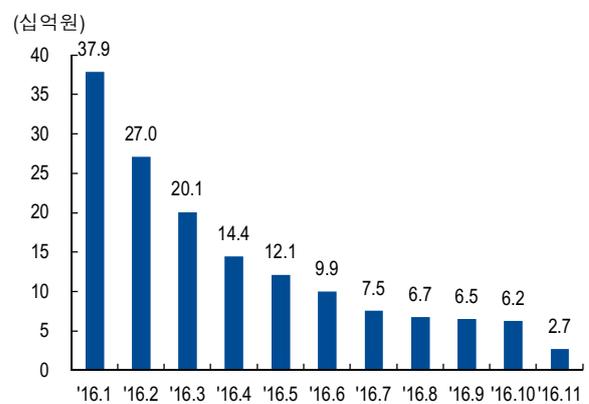
2016년 도입된 신제품 6종(자누비아 세트 3종, 바이토린, 아토젯, 글리아티린)의 효과로 외형 성장이 극대화 되었다. 신제품 6종의 3분기 누적 매출액은 1,380억원이며, 동사는 2016년 연간 매출액 8,399억원(+ 41.8%, y-y)을 시현했을 것으로 추정한다. 대응제약 재고 감소 효과로 2017년 글리아티린의 성장이 본격화 될 것으로 예상하며, 글리아티린 연간 매출액 396억원(+ 30.0%, y-y)으로 추정한다. 3분기 실적은 매출액 2,047억원(+ 36.7%, y-y), 영업이익 222억원(88.7%, y-y)으로 상위 제약사 중 유일하게 어닝 서프라이즈를 시현했다. 상반기 집중 투자되었던 마케팅 비용의 감소로 이익 성장 국면에 올라선 것으로 판단된다. **이렇게 확보된 현금으로 R&D투자를 이어가고 있으며, 수익성과 성장성을 고루 갖추고 있다.**

도입 6 품목 매출 추이 및 전망



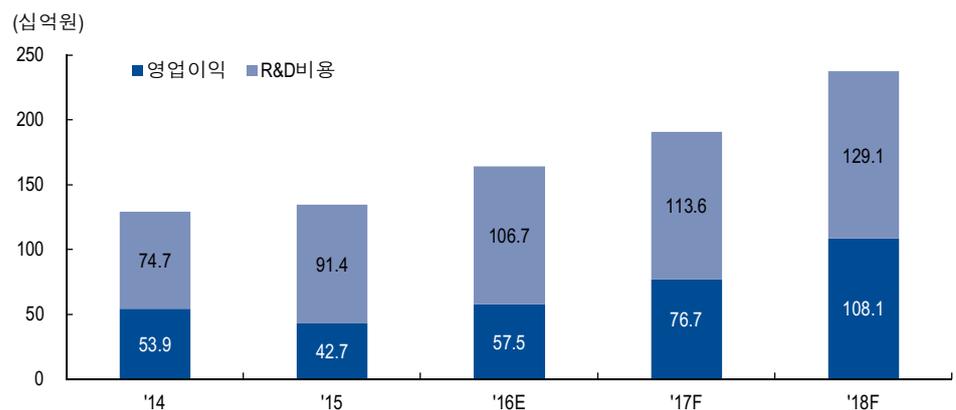
자료: 종근당, NH투자증권 리서치센터 전망

대응제약 글리아티린 재고 감소 추이



자료: UBIST, NH투자증권 리서치센터

### 종근당 영업이익+R&D 전망



자료: 종근당, NH투자증권 리서치센터 전망

종근당 분기별 요약손익계산서

(단위: 십억원)

구 분	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	2016E	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2017F
<b>매출액</b>	<b>201.9</b>	<b>205.7</b>	<b>204.7</b>	<b>227.6</b>	<b>839.9</b>	<b>213.5</b>	<b>218.4</b>	<b>218.6</b>	<b>223.2</b>	<b>873.7</b>
증감률(% y-y)	37.1	46.9	36.7	46.4	41.8	5.7	6.2	6.8	-1.9	4.0
자누비아(자누메트 포함)	21.6	29.1	27.3	28.7	106.8	22.7	30.6	28.7	30.1	112.1
딜라트렌	9.5	10.3	10.5	10.2	40.6	9.8	10.6	10.8	10.5	41.8
리피로우	9.4	10.0	10.2	10.4	40.0	9.7	10.3	10.5	10.7	41.2
바이토린	9.1	9.8	7.2	7.6	33.8	9.4	10.1	7.5	7.8	34.8
타크로벨	8.7	7.6	9.7	7.9	33.9	11.3	9.9	12.6	10.2	44.1
타미플루	22.1	2.5	0.1	19.2	43.9	22.1	2.5	0.1	1.0	25.6
글리아티린	5.4	6.9	8.7	9.5	30.5	7.0	9.0	11.3	12.4	39.6
텔미누보	5.2	6.1	6.1	6.4	23.7	6.2	7.3	7.3	7.7	28.5
이모튼	5.1	5.3	5.7	5.9	22.1	6.1	6.4	6.9	7.1	26.5
사이플	4.5	5.1	5.7	5.5	20.8	4.8	5.5	6.1	5.9	22.3
<b>영업이익</b>	<b>8.3</b>	<b>10.6</b>	<b>22.2</b>	<b>25.5</b>	<b>66.6</b>	<b>10.6</b>	<b>13.0</b>	<b>25.3</b>	<b>28.9</b>	<b>77.9</b>
증감률(% y-y)	-32.6	30.4	88.7	141.5	55.9	28.8	23.1	13.9	13.5	17.1
영업이익률(%)	4.1	5.1	10.9	11.2	7.9	5.0	6.0	11.6	13.0	8.9
<b>세전순이익</b>	<b>7.7</b>	<b>10.2</b>	<b>20.7</b>	<b>23.0</b>	<b>61.7</b>	<b>9.6</b>	<b>11.8</b>	<b>24.1</b>	<b>27.2</b>	<b>72.6</b>
증감률(% y-y)	-13.3	-177.7	72.9	210.0	307.4	24.7	14.9	16.3	18.1	17.8
세전순이익률(%)	3.8	5.0	10.1	10.1	7.3	4.5	5.4	11.0	12.2	8.3
<b>당기순이익</b>	<b>5.6</b>	<b>7.3</b>	<b>14.9</b>	<b>16.9</b>	<b>44.7</b>	<b>7.1</b>	<b>8.3</b>	<b>17.3</b>	<b>20.0</b>	<b>52.7</b>
증감률(% y-y)	-9.0	흑전	77.9	228.9	흑전	27.4	13.7	15.8	18.2	17.8
당기순이익률(%)	2.8	3.6	7.3	7.4	5.3	3.3	3.8	7.9	9.0	6.0

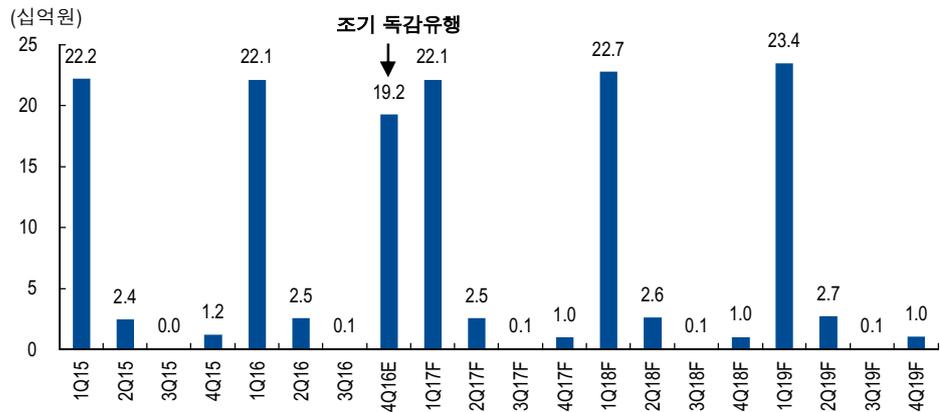
자료: NH 투자증권 리서치센터 전망

## 2. 이른 독감 유행으로 인해 타미플루 판매량 심상치 않다

### 조기 독감 유행의 진짜 수혜주

종근당은 독감 치료제 타미플루의 국내 판권을 보유하고 있다. 타미플루는 주로 1분기에만 매출이 발생하는 품목으로 연 매출액은 200억원 수준이다. 그러나 최근 독감의 조기 유행으로 2016년 4분기에만 192억원의 타미플루 매출이 기대된다. 언론보도에 따르면 최근 동사는 60만명분의 타미플루를 추가로 확보했으며, 공급가 3만 8천원임을 감안하면 약 220억원의 추가 매출이 2017년 1분기에 발생할 것으로 추정한다. 따라서 이번 조기 독감 유행의 진짜 수혜주로 부각될 것으로 전망한다.

### 타미플루 판매량 분기 추이 및 전망



자료: 종근당, NH투자증권 리서치센터 전망

### 3. 이제는 글로벌 임상이다

#### 그 동안 주요 파이프라인이 국내 임상에만 머물던 것이 동사의 약점

고지혈증 치료제 CKD-519(CETP 저해제)는 임상 1상을 마치고, 2017년 1분기 호주 2상 개시할 것으로 기대된다. 혈중 콜레스테롤 수치를 낮춰주는 CETP 저해제는 지금까지 화이자, 로슈, 릴리 등 글로벌 회사들도 임상에서 실패했던 타깃이다. 따라서 2017년 2분기 머크社 CETP 저해제 Anacetrapib의 임상 3상 결과에 주목해야 한다. 이 결과에 따라서 CETP 저해제에 대한 성공 여부를 간접적으로 판단할 수 있을 것이다. 한편 CKD-506(류마티스, HDAC6 저해제)은 2016년 8월 유럽 1상 임상시험 환자에게 투약되기 시작하였다.

그 동안 주요 파이프라인이 국내 임상개발에만 머물던 것이 동사의 약점으로 지적되어 왔으나, 이제는 글로벌 임상 파이프라인 개발로 재평가 받고 있다. 2017년 기술수출이 가장 기대되는 상위제약사로 판단된다.

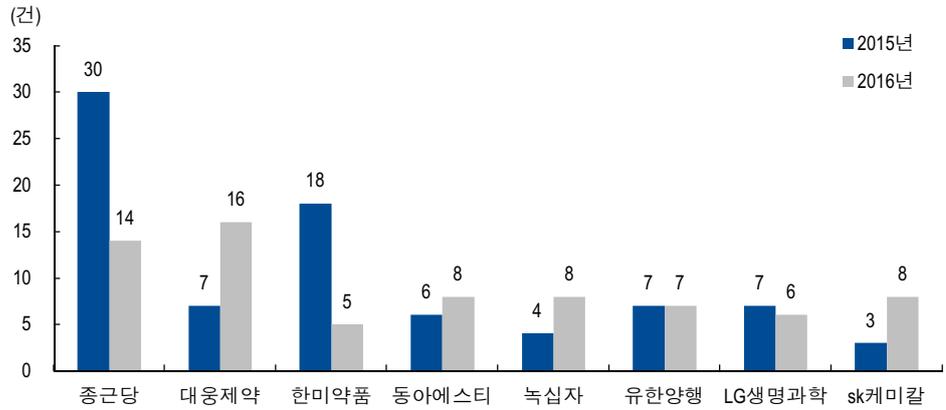
기타 임상 파이프라인도 활발히 개발 중으로 CKD-581(림프종, HDAC 저해제) 국내 2상 IND(임상시험계획) 승인을 완료하고 임상 개시를 준비 중이며, CKD-516(고형암, Tubulin 중합반응 저해제)은 국내 2상을 준비 중이다.

#### 종근당 2017년 key catalysts



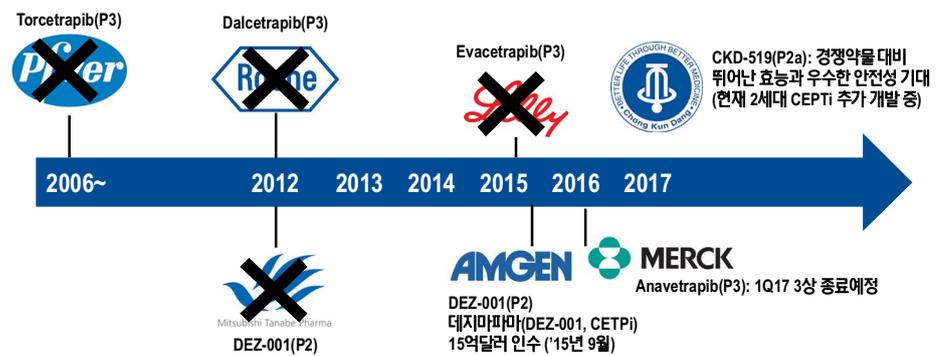
자료: 종근당, NH투자증권 리서치센터

### 국내 식약처 임상시험 승인 현황



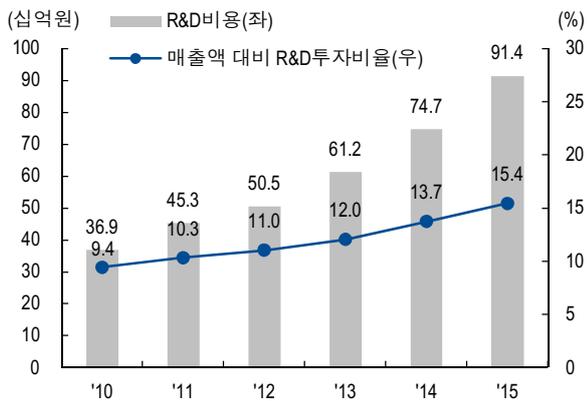
자료: 식약처, NH투자증권 리서치센터

### CETP 저해제 개발 현황



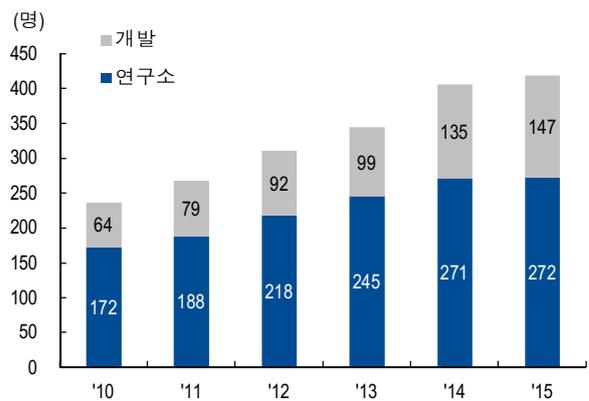
자료: 종근당, NH투자증권 리서치센터

### R&D 비용 현황



자료: 종근당, NH투자증권 리서치센터

### R&D 인력 현황



자료: 종근당, NH투자증권 리서치센터

종근당 R&D 파이프라인

	적응증	탐색	비임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	허가	발매
합성신약	난소암, SCLC	Camtobell						
	제 2형 당뇨	Duvie						
	프레디 윌리	벨로라닙 - 미국						
	HIAO	벨로라닙 - 미국						
	고도비만	벨로라닙 - 호주						
	통증, 소양증	CKD-943						
	고혈압	CKD-516						
	림프종/다발골수증	CKD-581						
	이상지질혈증	CKD-519						
	자가면역	CKD-506						
	헌팅틴	CKD-504						
바이오 의약품	빈혈	CKD-11101						
	호중구감소증	CKD-12201						
	황반변성	CKD-701						
개량신약	이상지질혈증	CKD-337						
	이상지질혈증	CKD-391						
	고혈압	CKD-330						
	비염	CKD-342						
	전립선비대증	CKD-397						
	전립선비대증	CKD-904						
	제 2형 당뇨	CKD-395						
	통증	CKD-905						
	암 (L/C)	CKD-841						
	항바이러스	CKD-390						
천연물 의약품	진해거담	CKD-497						
	이상지질혈증	CKD-492						

자료: 종근당, NH 투자증권 리서치센터

#### 4. 목표주가 14만원, 투자의견 Buy로 커버리지 개시

##### 4분기 역시 성장 지속

4분기 매출액 2,276억원(+ 46.4% y-y), 영업이익 255억원(+ 141.5% y-y)으로 성장세를 이어갔을 것으로 추정한다. 특히 전년 동기 12억원에 불과했던 타미플루의 매출이 192억원으로 추정된다.

##### 다수의 항암제 파이프라인은 프리미엄 요소

2017년 연간 매출액 8,737억원(+ 4.0% y-y), 영업이익 779억원(+ 17.1% y-y)으로 추정한다. 매출액 대비 12%에 해당하는 1,136억원의 연구개발비용 투자가 예상되며, 늘어난 연구개발비용에도 불구하고 도입 제품의 수익성 개선으로 매출 성장률 보다 이익 성장률이 높을 것으로 예상한다.

2017년 예상 EBITDA 975억원에 13.6배(유한양행, 동아에스티, 녹십자, 대웅제약 평균 EV/EBITDA)를 적용한 영업가치는 1조 3,292억원, CKD-519 신약가치 651억원, 순차입금 822억원을 고려한 총 기업가치는 1조 3,120억원으로 산출되었다. R&D 분야에서 항암제 파이프라인 다수 보유하고 있는 것이 강점이며, 최근 한미약품, 동아에스티 기술수출 모두 항암제 분야임을 고려할 때 타 제약사 대비 프리미엄 요소가 있다고 판단한다.

#### 종근당 SOTP(Sum-of-the parts) Valuation

(단위: 십억원, 배)

	2017F EBITDA	EV/EBITDA	비고
1. 영업가치	1,329.2	97.5	13.6 유한양행, 동아에스티, 녹십자, 대웅제약 평균 EV/EBITDA 적용
2. 비영업가치	65.1		
신약가치	65.1		
CKD-519	65.1		발매 성공확률 16% 가정
3. 순차입금	82.2		
4. 기업가치 (1+2-3)	1,312.0		
7. 보통주주식수 (천주)	9,409		
8. 적정주가	139,440		

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

#### 종근당 실적 전망

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2015	2016E	2017F	2018F
매출액	592.5	839.9	873.7	922.0
영업이익	42.7	66.6	77.9	109.4
영업이익률	7.2	7.9	8.9	11.9
EBITDA	65.4	85.8	97.5	128.0
(지배지분)순이익	-6.8	44.7	52.7	76.2
EPS	-720	4,752	5,598	8,104
PER	n/a	22.0	17.9	12.3
PBR	2.9	2.8	2.3	2.0
EV/EBITDA	15.5	12.9	10.5	7.4
ROE	-2.1	13.4	14.0	17.5

주: IFRS 별도 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

CKD-519 신약가치 Valuation

(단위: 백만달러, %, 십억원, 주, 원)

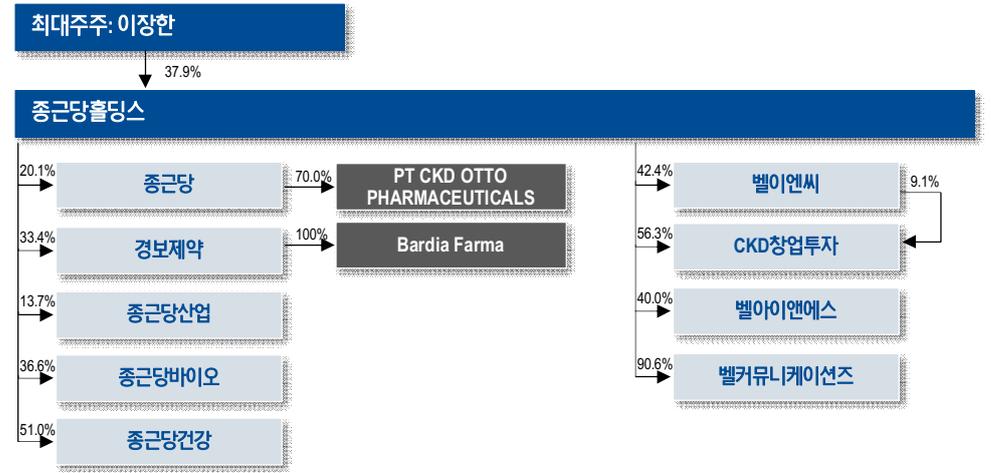
	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
시장규모		23	179	363	591	817	994	1,143	1,257	1,345	1,440	1,540
성장률			678.3	102.8	62.8	38.2	21.7	15.0	10.0	7.0	7.0	7.0
시장점유율								1.0	3.0	5.0	10.0	10.0
예상매출액								11.4	37.7	67.3	144.0	154.0
성장률									230.0	78.3	114.0	7.0
개발일정	2상개시	2상종료	3상개시		3상종료	허가	발매					
EBIT (OPM 50% 가정)								5.7	18.9	33.6	72.0	77.0
FCF (세율 20% 가정)								4.6	15.1	26.9	57.6	61.6
PVIF (WACC 6.6% 가정)												
NPV	263.3											
NPV of Terminal value (-20% 영구성장률)	90.4											
합산수익	353.6											
Risk-adjusted NPV (성공율 16%)	56.6											
<b>원화환산수익 (환율 1,150원/\$)</b>	<b>65.1</b>											
총 주식수	9,409											
<b>주당가치</b>	<b>6,916</b>											

주1: 로열티 10%, WACC 7.0% 가정. 발매까지 성공확률 임상 1상 10%, 임상 2상 16%, 임상 3상 50%, NDA 83% (Nature Biotechnology, 2014)

주2: 시장규모는 Merck의 CETP 저해제 Anacetrapib의 예상매출 참고 (Datamonitor)

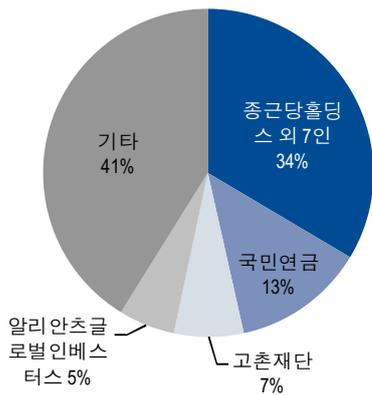
자료: NH투자증권 리서치센터 전망

종근당 지배구조



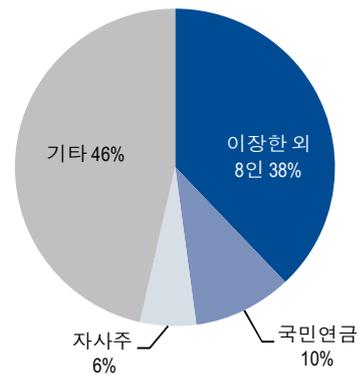
자료: 전자공시시스템, NH투자증권 리서치센터

종근당 주요주주 현황



자료: 전자공시시스템, NH투자증권 리서치센터

종근당홀딩스 주요주주 현황



자료: 전자공시시스템, NH투자증권 리서치센터

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
매출액	592	840	874	922
증감률 (%)	8.9	41.8	4.0	5.5
매출원가	296	491	497	499
매출총이익	296	349	376	423
Gross 마진 (%)	50.0	41.5	43.1	45.8
판매비와 일반관리비	253	282	298	313
영업이익	43	67	78	109
증감률 (%)	-20.8	55.9	17.1	40.4
OP 마진 (%)	7.2	7.9	8.9	11.9
EBITDA	65	86	97	128
영업외손익	-28	-5	-5	-4
금융수익(비용)	-3	-5	-5	-4
기타영업외손익	-24	0	0	0
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	15	62	73	105
법인세비용	22	17	20	29
계속사업이익	-7	45	53	76
당기순이익	-7	45	53	76
증감률 (%)	적전	흑전	17.8	44.8
Net 마진 (%)	-1.1	5.3	6.0	8.3
지배주주지분 순이익	-7	45	53	76
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	-3	0	0	0
총포괄이익	-9	45	53	76

Valuation / Profitability / Stability				
	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
PER(X)	N/A	22.0	17.9	12.3
PBR(X)	2.9	2.8	2.3	2.0
PCR(X)	15.3	11.4	9.7	7.3
PSR(X)	1.5	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA(X)	15.5	12.9	10.5	7.4
EV/EBIT(X)	23.8	16.7	13.1	8.7
EPS(W)	-720	4,752	5,598	8,104
BPS(W)	33,432	37,585	42,583	50,086
SPS(W)	62,971	89,265	92,855	97,989
자기자본이익률(ROE, %)	-2.1	13.4	14.0	17.5
총자산이익률(ROA, %)	-1.2	7.1	7.5	9.8
투자자본이익률 (ROIC, %)	-5.4	10.8	11.5	16.0
배당수익률(%)	0.6	0.6	0.6	0.6
배당성장률(%)	-83.3	12.6	10.7	7.4
총현금배당금(십억원)	6	6	6	6
보통주 주당배당금(W)	600	600	600	600
순부채(현금)/자기자본(%)	35.5	35.3	20.5	2.4
총부채/ 자기자본(%)	83.2	93.3	84.7	74.9
이자발생부채	125	176	179	184
유동비율(%)	190.4	181.6	202.1	232.9
총발행주식수(mn)	9	9	9	9
액면가(W)	2,500	2,500	2,500	2,500
주가(W)	96,100	104,500	100,000	100,000
시가총액(십억원)	904	983	941	941

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
현금및현금성자산	13	51	97	173
매출채권	166	190	197	208
유동자산	288	369	425	514
유형자산	228	247	245	238
투자자산	16	22	23	24
비유동자산	288	309	309	303
자산총계	576	679	734	817
단기성부채	54	105	109	113
매입채무	50	48	50	53
유동부채	151	203	210	221
장기성부채	71	71	71	71
장기충당부채	27	38	40	42
비유동부채	110	127	129	132
부채총계	262	330	339	353
자본금	24	24	24	24
자본잉여금	271	271	271	271
이익잉여금	20	59	106	176
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	315	354	401	471

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
영업활동 현금흐름	7	38	68	91
당기순이익	-7	45	53	76
+ 유/무형자산상각비	23	19	20	19
+ 종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	0	0	0
Gross Cash Flow	59	86	97	128
- 운전자본의증가(감소)	-27	-26	-4	-4
투자활동 현금흐름	-36	-41	-19	-13
+ 유형자산 감소	0	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-32	-36	-16	-10
+ 투자자산의매각(취득)	0	-6	-1	-1
Free Cash Flow	-25	2	52	81
Net Cash Flow	-29	-2	49	78
재무활동현금흐름	-8	46	-2	-1
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	-8	46	-2	-1
현금의증가	-36	43	47	77
기말현금 및 현금성자산	13	56	103	180
기말 순부채(순현금)	112	125	82	11

# 대웅제약 (069620.KS)

## 글로벌사업부 고성장 기반 턴어라운드 전망

Company Report | 2017. 1. 10

4분기 매출액 +13%, 영업이익 +25% y-y 성장 전망. 동남아 국가허가 품목 확대로 성장 본격화. 글로벌 사업부 2016년 연간 매출액 1,006억원 (+51.9%, y-y) 추정. 2017년 상반기 HL-036 임상 1상 완료 기대

### 기저효과 및 동남아向 의약품 수출 호조로 향후 실적전망 긍정적

2016년 4분기 매출액 2,170억원(+12.9% y-y), 영업이익 109억원(+25.2% y-y)으로 호실적 추정. 2015년 4분기 대형 ETC 품목 판권 상실로 기저효과 발생. 다섯 분기만에 분기 영업이익 100억원대 회복 추정. 4분기 사업부별 매출은 ETC<sup>주)</sup> 1,456억원(+6.5% y-y), 글로벌 363억원(+84.2% y-y), OTC(일반의약품) 200억원(+8.0% y-y) 추정

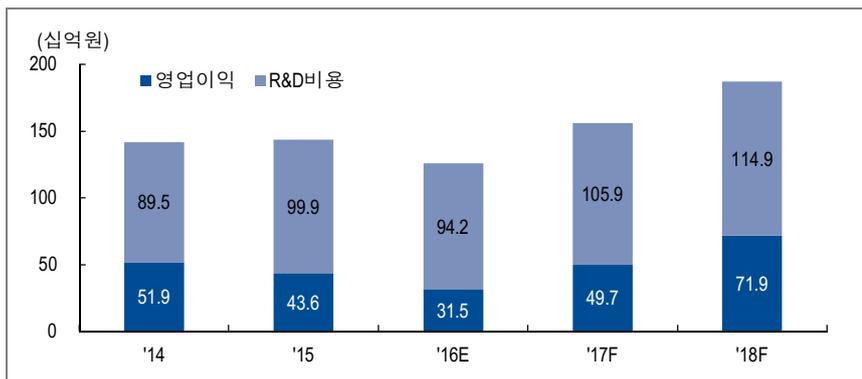
글로벌 사업부 고성장 지속. 2016년 연간 매출액 1,006억원(+51.9% y-y), 2017년 연간 매출액 1,232억원(+22.5% y-y) 추정. 지난 2~3년간 ETC, OTC 품목 동남아시아 허가완료 후 실적 기여 본격화 국면 진입 판단. 2017년 하반기 나보타(보톡스 바이오시밀러) 신공장 가동으로 동남아 수출 성장 기대

### 안구건조증 치료제 임상 1상 완료 R&D모멘텀 기대

2017년 상반기 안구건조증 치료제 HL-036(한올바이오과마와 5:5 권리 배분)의 국내 1상 완료 기대. 2016년 국내 임상시험 IND 승인 건수 16건으로 국내 제약사 중 1위. 매출액 대비 10% 이상의 R&D 투자로 개량신약 개발 활발. 고혈압, 고지혈 복합제 다수 신제품 확보. 3분기 나보타 신공장 FDA(미국 식품의약국) 실사 결과 주목. 투자 의견 Buy, 목표주가 9만원 유지. 제약업종 차선호주 제시

주) ETC (Ethical drug, 전문의약품): 의사의 진단과 처방을 통해 약 복용이 엄격히 관리되어야 하는 의약품

### 대웅제약 영업이익+R&D 전망



자료: 전자공시시스템, NH투자증권 리서치센터 전망

## Buy (유지)

목표주가 90,000원 (유지)

현재가 ('17/1/9) 70,200원

업종	제약
KOSPI / KOSDAQ	2048.78 / 642.15
시가총액(보통주)	813.4십억원
발행주식수(보통주)	11.6백만주
52주 최고가('16/06/07)	114,500원
최저가('16/12/08)	62,700원
평균거래대금(60일)	3,352백만원
배당수익률(2016E)	1.02%
외국인지분율	3.3%

주요주주	비율
대웅 외 7 인	50.2%
국민연금	7.2%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-6.8	-36.8	-18.0
상대수익률 (%p)	-6.5	-39.4	-23.2

	2015	2016E	2017F	2018F
매출액	801	798	883	957
증감률	10.1	-0.3	10.6	8.4
영업이익	55	31	50	72
영업이익률	6.9	3.9	5.6	7.5
(지배지분)순이익	49	29	40	57
EPS	4,249	2,477	3,463	4,927
증감률	54.9	-41.7	39.8	42.3
PER	16.7	27.7	20.3	14.2
PBR	1.7	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA	13.0	17.6	13.6	10.1
ROE	10.5	5.7	7.6	10.0
부채비율	66.3	63.5	61.5	57.9
순차입금	148	104	90	57

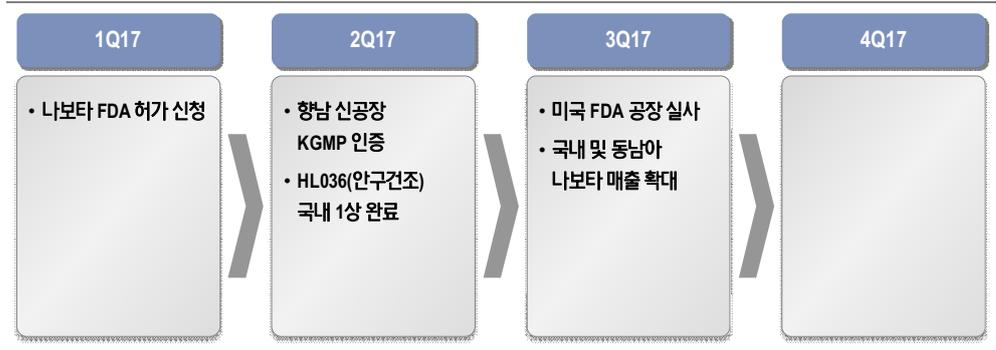
단위: 십억원, %, 원, 배  
주: IFRS 별도 기준  
자료: NH투자증권 리서치센터 전망



Analyst **구완성**  
02)768-7977, william.ku@nhqv.com

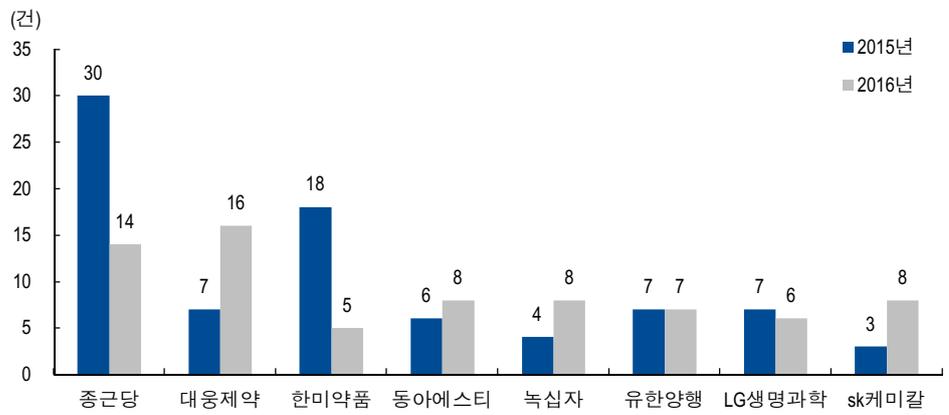
RA **김재익**  
02)768-7350, jaeikik@nhqv.com

대웅제약 2017년 key catalysts



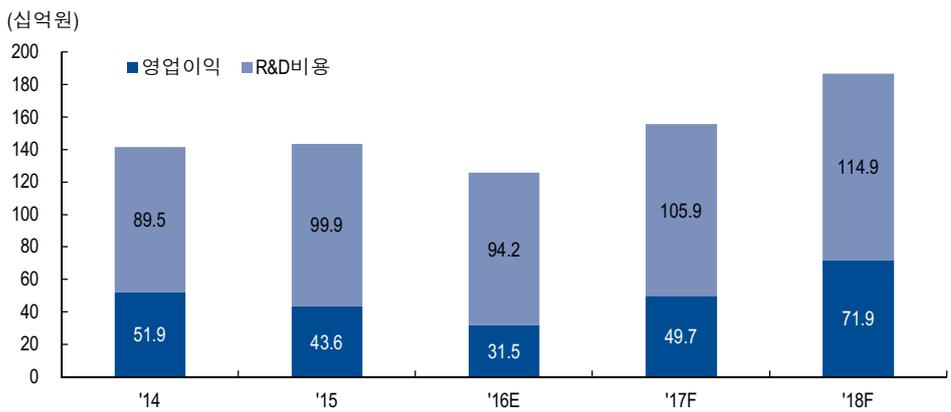
자료: 대웅제약, NH투자증권 리서치센터

국내 식약처 임상시험 승인 현황



자료: 식약처, NH투자증권 리서치센터

대웅제약 영업이익+R&D 전망



자료 대웅제약, NH투자증권 리서치센터 전망

대웅제약 연간 실적 전망

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2015	2016E	2017F	2018F
매출액	- 수정 후	800.5	797.9	882.8	957.4
	- 수정 전	-	788.3	871.3	945.5
	- 변동률	-	12.2	13.2	12.6
영업이익	- 수정 후	55.1	31.5	49.7	71.9
	- 수정 전	-	29.4	47.4	70.0
	- 변동률	-	7.1	4.9	2.7
영업이익률(수정 후)		6.9	3.9	5.6	7.5
EBITDA		74.6	51.3	66.5	86.0
(지배지분)순이익		49.2	28.7	40.1	57.1
EPS	- 수정 후	4,249	2,477	3,463	4,927
	- 수정 전	-	2,236	3,871	5,263
	- 변동률	-	19.5	10.4	8.8
PER		16.7	27.7	20.3	14.2
PBR		1.7	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA		13.0	17.6	13.6	10.1
ROE		10.5	5.7	7.6	10.0

주: IFRS 별도 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

대웅제약 분기별 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016E	2017F
매출액	190.5	192.7	197.7	217.0	212.2	219.8	217.8	233.0	800.5	797.9	882.8
증감률(% y-y)	-0.7	-4.8	-7.6	12.9	11.4	14.1	10.2	7.3	10.1	-0.3	10.6
ETC	138.6	129.5	142.0	145.6	151.1	150.3	153.1	153.7	605.3	555.7	608.3
증감률(% y-y)	-11.3	-14.5	-11.7	6.5	9.0	16.1	7.8	5.6	2.4	-8.2	9.5
수출	19.7	25.0	19.6	36.3	26.7	28.7	26.1	41.7	66.2	100.6	123.2
증감률(% y-y)	169.9	33.7	-4.4	84.2	35.6	14.6	33.3	14.9	153.6	51.9	22.5
OTC	19.4	19.8	19.6	20.0	21.0	21.4	21.2	21.6	70.2	78.8	85.2
증감률(% y-y)	19.0	15.8	7.1	8.0	8.1	8.2	8.2	8.1	21.5	12.2	8.1
수탁외	12.0	12.5	12.5	12.2	13.2	13.8	13.8	13.4	42.5	49.2	54.1
증감률(% y-y)	22.4	20.2	11.6	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	35.4	15.8	10.0
영업이익	5.5	6.2	9.0	10.9	10.6	12.1	13.1	14.0	55.1	31.5	49.7
증감률(% y-y)	-62.7	-62.1	-41.6	25.2	94.0	95.0	45.7	28.8	2.6	-42.8	58.0
영업이익률(%)	2.9	3.2	4.5	5.0	5.0	5.5	6.0	6.0	6.9	3.9	5.6
세전순이익	5.7	6.9	8.4	12.1	11.1	13.3	13.6	15.3	59.3	33.1	53.4
증감률(% y-y)	-65.2	-58.8	-48.9	23.6	95.6	93.5	62.0	12.2	34.4	-44.2	61.4
세전순이익률(%)	3.0	3.6	4.3	5.6	5.2	6.1	6.3	6.6	7.4	4.1	6.0
당기순이익	4.2	5.1	6.3	13.1	8.4	10.0	10.3	11.5	49.2	28.7	40.1
증감률(% y-y)	-66.0	-59.9	-48.1	9.4	97.5	96.8	63.0	12.2	32.8	-41.7	39.8
당기순이익률(%)	2.2	2.6	3.2	6.0	3.9	4.6	4.7	4.9	6.2	3.6	4.5

주: IFRS 별도 기준

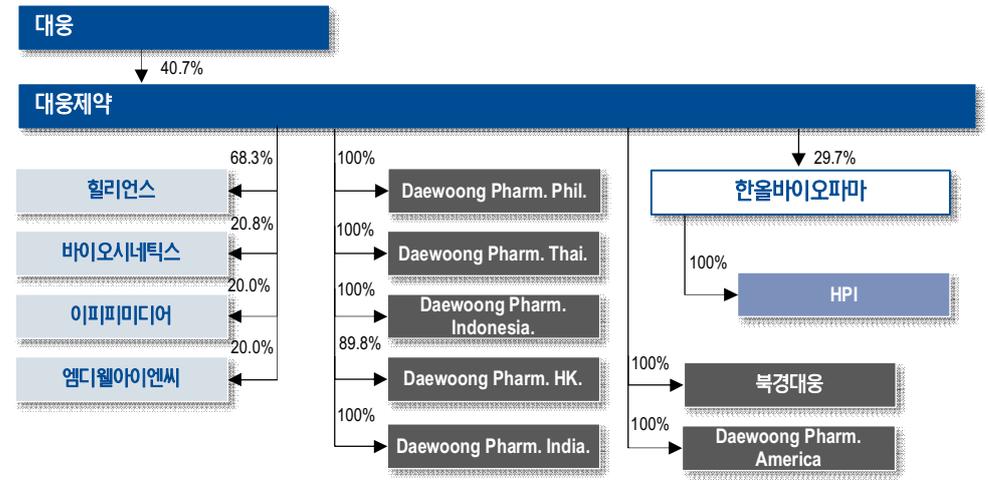
자료: NH투자증권 리서치센터 전망

대웅제약 파이프라인 현황

분류	제품	성분	적증증	
바이오의약품	Nabota	Botulinum Toxin	미간주름	임상3상
	Novosis	BMP-2	척추 융합 의료기기	임상3상
	Regenerative Medicine	Stem cell	아토피피부염	임상2상
			크론병	임상1상
			류마티스 관절염	임상1상
			퇴행성 관절염	연구단계
	Bio-better		1형, 2형 당뇨병	연구단계
Growth factors		탈모치료, 관절염	연구단계	
HL036		안구건조증 치료제 (한올 공동개발)	임상 1상	
합성신약	DWP14012	APA (Reversible)	위궤양 치료제 /BIC	임상 1상
	DWJ208	Ion channel blocker	신경병성통증, 암성통증 / FIC	전임상
	DWJ209	PRS inhibitor	항섬유화제 / FIC	전임상
	DWJ304	SGLT-2 inhibitor	당뇨병 / BIC	전임상
	DWJ212	Dual target inhibitor	자가면역질환 (RA) / FIC	연구단계
	DWJ213	Dual target inhibitor	자가면역질환 (RA) / FIC	연구단계
	DWJ214	Dual target inhibitor	자가면역질환 (RA) / FIC	연구단계
개량신약	Olostar *	-	고혈압 + 고지혈증	임상1상
	FDC Project #001 ~ #006	-	고혈압/고지혈증, 파킨슨병, GERD, 역류성 식도염, 당뇨치료제	임상1상
	Aprepitant	-	암환자 구토억제 (나노)	임상1상
	Donepezil Patch	-	치매치료제 제형차별화 (1주패치제형)	임상1상
	Leuprolide Depot	-	전립선암 치료제 지속형 (1개월,3개월)	임상1상
	Goserelin Depot	-	전립선암 치료제 지속형 (1개월,3개월)	임상1상
	Donopezil Depot	-	치매치료제 지속형 주사제 (1개월)	연구단계
	Aripiprazole Depot	-	정신분열증 지속형제제	연구단계
	Lanreotide Depot	-	말단비대증 1개월 주사제	연구단계

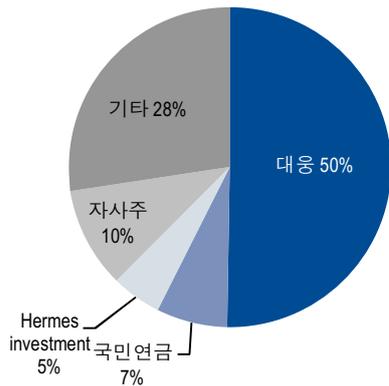
자료: 대웅제약, NH투자증권 리서치센터

대웅제약 지배구조



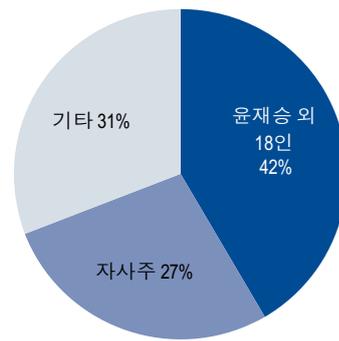
자료: 전자공시시스템, NH투자증권 리서치센터

대웅제약 주요주주 현황



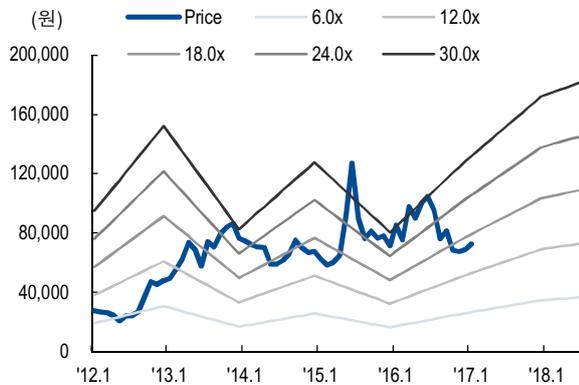
자료: 전자공시시스템, NH투자증권 리서치센터

대웅 주요주주 현황



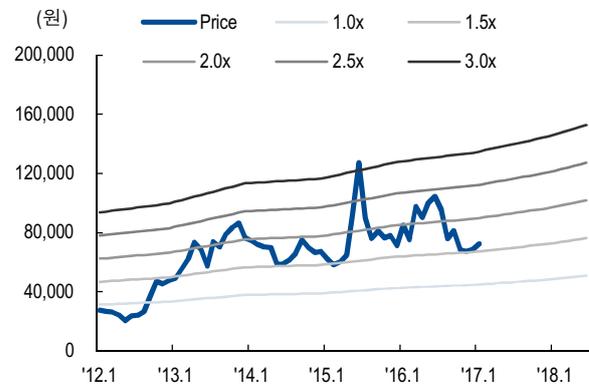
자료: 전자공시시스템, NH투자증권 리서치센터

대웅제약 PER Chart



자료: Wisefn, NH투자증권 리서치센터

대웅제약 PBR Chart



자료: Wisefn, NH투자증권 리서치센터

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
매출액	801	798	883	957
증감률 (%)	10.1	-0.3	10.6	8.4
매출원가	516	464	509	548
매출총이익	284	334	374	409
Gross 마진 (%)	35.5	41.9	42.4	42.8
판매비와 일반관리비	229	303	324	338
영업이익	55	31	50	72
증감률 (%)	2.6	-42.8	58.0	44.4
OP 마진 (%)	6.9	3.9	5.6	7.5
EBITDA	75	51	66	86
영업외손익	4	2	4	4
금융수익(비용)	0	-3	-1	-1
기타영업외손익	4	5	5	5
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	59	33	53.4	76
법인세비용	10	4	13.2	19
계속사업이익	49	29	40.1	57
당기순이익	49	29	40.1	57
증감률 (%)	54.9	-41.7	39.8	42.3
Net 마진 (%)	6.2	3.6	4.5	6.0
지배주주지분 순이익	49	29	40	57
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	2	0	0	0
총포괄이익	51	29	40	57

Valuation / Profitability / Stability				
	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
PER(배)	16.7	27.7	20.3	14.2
PBR(배)	1.7	1.5	1.5	1.4
PCR(배)	8.9	14.5	11.4	8.9
PSR(배)	1.0	1.0	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	13.0	17.6	13.6	10.1
EV/EBIT(배)	17.6	28.6	18.2	12.1
EPS(원)	4,249	2,477	3,463	4,927
BPS(원)	42,523	44,376	47,216	51,519
SPS(원)	69,090	68,867	76,194	82,626
자기자본이익률(ROE, %)	10.5	5.7	7.6	10.0
총자산이익률(ROA, %)	6.6	3.5	4.7	6.3
투하자본이익률 (ROIC, %)	14.4	8.0	12.0	17.2
배당수익률(%)	1.0	1.0	1.0	1.0
배당성장률(%)	14.7	25.2	18.0	12.7
총현금배당금(십억원)	7	7	7	7
보통주 주당배당금(원)	700	700	700	700
순부채(현금)/자기자본(%)	30.0	20.3	16.5	9.6
총부채/ 자기자본(%)	66.3	63.5	61.5	57.9
이자발생부채	234	234	235	235
유동비율(%)	257.3	289.8	299.0	319.7
총발행주식수(백만원)	12	12	12	12
액면가(원)	2,500	2,500	2,500	2,500
주가(원)	71,100	68,700	70,200	70,200
시가총액(십억원)	824	796	813	813

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
현금및현금성자산	34	77	86	114
매출채권	112	111	123	133
유동자산	342	384	426	483
유형자산	184	167	152	140
투자자산	172	171	190	206
비유동자산	478	456	458	460
자산총계	819	840	884	943
단기성부채	45	45	45	46
매입채무	40	40	44	47
유동부채	133	133	142	151
장기성부채	189	189	189	189
장기충당부채	0	0	0	0
비유동부채	194	194	194	195
부채총계	327	326	337	346
자본금	29	29	29	29
자본잉여금	100	100	100	100
이익잉여금	407	428	461	511
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	493	514	547	597

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
영업활동 현금흐름	38	49	40	56
당기순이익	49	29	40	57
+ 유/무형자산상각비	19	20	17	14
+ 종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	0	0	0
Gross Cash Flow	93	55	71	91
- 운전자본의증가(감소)	-50	1	-17	-15
투자활동 현금흐름	-124	2	-24	-21
+ 유형자산 감소	0	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-74	0	0	0
+ 투자자산의매각(취득)	-106	1	-18	-16
Free Cash Flow	-36	49	40	56
Net Cash Flow	-86	51	16	35
재무활동현금흐름	85	-7	-7	-7
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	85	-7	-7	-7
현금의증가	-1	43	9	28
기말현금 및 현금성자산	34	77	86	114
기말 순부채(순현금)	148	104	90	57

# 유한양행 (000100.KS)

## 추가 약재 없이 호실적 지속 전망

Company Report | 2017. 1. 10

길리어드向 API(원료의약품) 수출 호조로 4분기 호실적 추정. 또 다른 신약 API 신규수주 기대. 임상실패, 기술계약 해지로 R&D 모멘텀 부재. 꾸준한 현금흐름 창출능력이 투자포인트

### 길리어드向 API 수출이 실적 성장 견인

2016년 4분기 별도기준 매출액 3,295억원(+9.6% y-y), 영업이익 177억원(+66.4% y-y) 추정. 길리어드向 API 수출 호조로 4분기도 호실적 추정. API 수출 매출 635억원(+75.0% y-y)으로 연간 API 2,437억원(+30.1% y-y) 시현 추정. 2017년 +20.0% 고성장 지속 전망. 길리어드의 약가 인하로 인한 Q증가 수혜로 판단. 추가 신약 API 신규 수주 기대

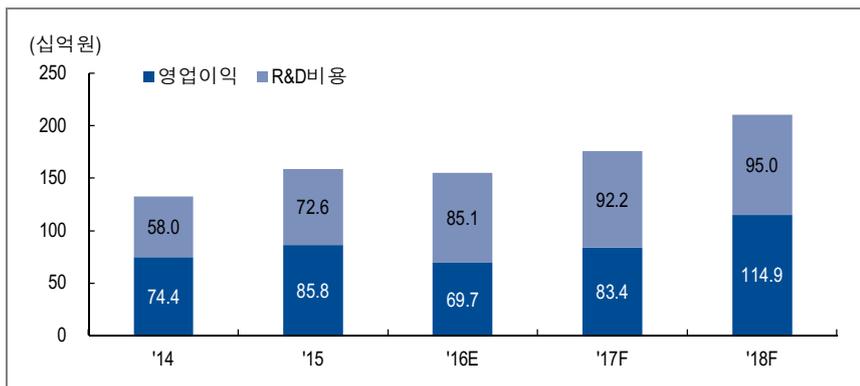
### 기존 대형제품 특허만료에 대한 과도한 우려는 금물

트윈스타(2016년 매출 792억원 추정) 지난 12월 30% 약가 인하 및 제네릭 출시로 ETC 사업부 우려 확대. 그러나 2017년 -120억원 매출감소에 그칠 것으로 판단. 비리어드(2016년 1,372억원) 2017년 11월 특허만료로 아직 시간이 남은 상황. 작년 5월 발매한 당뇨치료제 '자디양' 2017년 200억원 매출 기대. 2017년 상반기 후속 도입제품 기대 및 API 사업부 성장으로 주요 품목의 매출 감소 만회할 것으로 예상

### R&D 모멘텀 부재로 본업가치 PER 13.5배 적용

퇴행성디스크 치료제 임상 실패, 중국 제약사와 기술수출 계약 해지 등으로 2017년 R&D 모멘텀 부재. ETC, OTC, API수출 성장기반 꾸준한 현금흐름 창출능력이 투자포인트. 본업가치 1조 5,662억원, 유한킴벌리 자회사가치 6,571억원, 투자자산가치 871억원, 투자부동산가치 837억원 25% 일괄할인 적용. 합산 시가총액은 3조 1,662억원으로 산출

### 유한양행 영업이익+R&D 전망



자료: 전자공시시스템, NH투자증권 리서치센터

## Buy (신규)

목표주가 270,000원 (신규)

현재가 ('17/1/9) 200,000원

업종	제약
KOSPI / KOSDAQ	2048.78 / 642.15
시가총액(보통주)	2,230.5십억원
발행주식수(보통주)	11.7백만주
52주 최고가('16/02/21)	321,357원
최저가('16/12/07)	179,117원
평균거래대금(60일)	9,822백만원
배당수익률(2016E)	1.00%
외국인지분율	29.0%

주요주주	
유한재단 외 2 인	15.6%
국민연금	8.2%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-20.6	-33.8	-31.3
상대수익률 (%p)	-20.4	-36.6	-35.7

	2015	2016E	2017F	2018F
매출액	1,121	1,294	1,425	1,505
중간총	11.2	15.4	10.1	5.6
영업이익	71	70	77	107
영업이익률	6.3	5.4	5.4	7.1
(지배지분)순이익	107	102	118	143
EPS	9,173	8,735	10,075	12,177
중간총	32.1	-4.8	15.3	20.9
PER	28.5	22.8	19.9	16.4
PBR	2.4	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	29.7	20.6	18.9	13.7
ROE	8.6	7.7	8.3	9.3
부채비율	23.2	25.2	25.9	25.3
순차입금	-463	-484	-533	-628

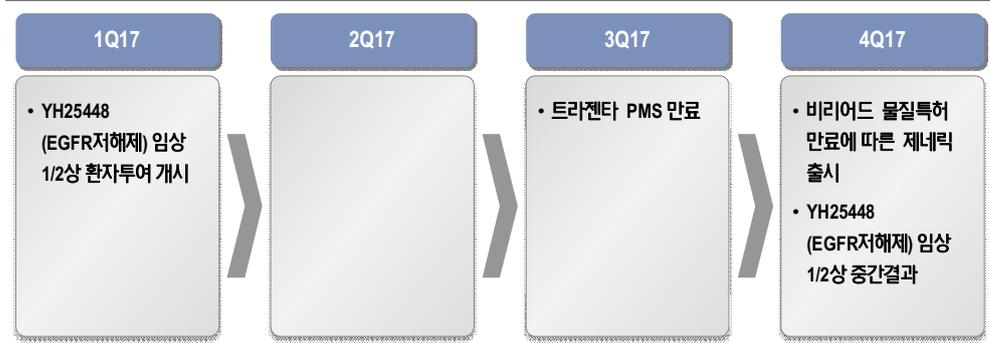
단위: 십억원, %, 원, 배  
주: IFRS 별도 기준  
자료: NH투자증권 리서치센터 전망



Analyst 구완성  
02)768-7977, william.ku@nhqv.com

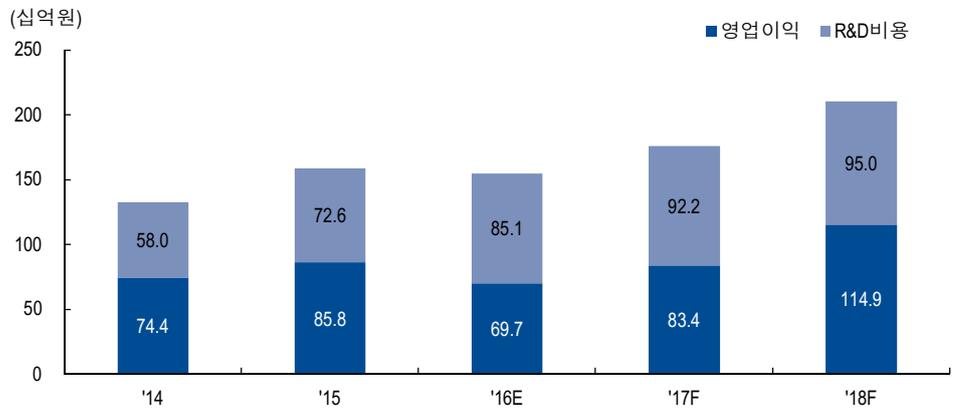
RA 김재익  
02)768-7350, jaeikik@nhqv.com

유한양행 2017년 key catalysts



자료: 유한양행, NH투자증권 리서치센터

유한양행 영업이익+R&D 전망



자료: 전자공시시스템, NH투자증권 리서치센터 전망

유한양행 실적 전망

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2015	2016E	2017F	2018F
매출액	1,120.9	1,293.9	1,425.1	1,505.4
영업이익	70.7	69.7	77.4	107.1
영업이익률	6.3	5.4	5.4	7.1
EBITDA	88.0	86.3	92.0	119.9
당기순이익	107.5	102.4	118.0	142.5
EPS	9,173	8,735	10,075	12,177
PER	28.5	22.8	19.9	16.4
PBR	2.4	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	29.7	20.6	18.9	13.7
ROE	8.6	7.7	8.3	9.3

주: IFRS 별도 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

유한양행 분기별 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016E	2017F
<b>매출액</b>	<b>274.2</b>	<b>330.5</b>	<b>359.7</b>	<b>329.5</b>	<b>294.1</b>	<b>364.8</b>	<b>400.6</b>	<b>365.6</b>	<b>1,120.9</b>	<b>1,293.9</b>	<b>1,425.1</b>
증감률(% y-y)	13.8	22.7	16.0	9.6	7.2	10.4	11.4	10.9	11.2	15.4	10.1
ETC	190.6	208.8	210.2	207.2	206.9	227.4	230.2	227.7	707.1	816.9	892.2
증감률(% y-y)	23.0	26.1	16.3	0.7	8.5	8.9	9.5	9.9	11.1	15.5	9.2
OTC	24.3	26.8	27.5	27.7	26.4	28.7	29.4	29.5	92.6	106.3	114.1
증감률(% y-y)	17.3	14.2	15.8	12.3	8.7	7.0	7.0	6.5	-0.7	14.8	7.3
생활용품	20.6	26.1	28.9	24.8	21.7	27.4	30.3	26.0	89.2	100.3	298.5
증감률(% y-y)	5.9	19.4	18.8	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0	9.1	12.5	5.0
해외사업	29.2	65.3	90.1	65.3	34.7	78.1	107.7	78.0	193.6	249.9	298.5
증감률(% y-y)	-19.7	35.8	26.9	71.2	18.8	19.5	19.6	19.4	23.0	29.1	19.4
<b>영업이익</b>	<b>18.4</b>	<b>17.6</b>	<b>15.9</b>	<b>17.7</b>	<b>12.3</b>	<b>20.6</b>	<b>22.0</b>	<b>22.5</b>	<b>70.7</b>	<b>69.7</b>	<b>77.4</b>
증감률(% y-y)	16.4	-20.3	-28.0	66.4	-33.2	16.9	38.2	27.1	5.3	-1.5	11.1
영업이익률(%)	6.7	5.3	4.4	5.4	4.2	5.6	5.5	6.2	6.3	5.4	5.4
<b>세전순이익</b>	<b>70.2</b>	<b>14.9</b>	<b>6.6</b>	<b>41.8</b>	<b>42.4</b>	<b>26.9</b>	<b>28.9</b>	<b>53.0</b>	<b>145.2</b>	<b>133.4</b>	<b>151.2</b>
증감률(% y-y)	65.9	-37.3	-85.6	24.3	-39.6	80.3	339.6	26.9	37.8	31.1	33.3
세전순이익률(%)	25.6	4.5	1.8	12.7	14.4	7.4	7.2	14.5	13.0	10.3	10.6
<b>당기순이익</b>	<b>55.0</b>	<b>10.2</b>	<b>4.6</b>	<b>32.6</b>	<b>33.1</b>	<b>21.0</b>	<b>22.5</b>	<b>41.4</b>	<b>107.5</b>	<b>102.3</b>	<b>117.9</b>
증감률(% y-y)	62.9	-40.5	-83.6	14.3	-39.8	106.4	388.2	26.9	32.0	-4.8	15.2
당기순이익률(%)	20.0	3.1	1.3	9.9	11.2	5.8	5.6	11.3	9.6	7.9	8.3

주: IFRS 별도 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

유한양행 파이프라인 현황

기업	파이프라인	적응증	임상단계
유한양행	YH14755	고지혈증 및 당뇨	임상 3상
	YH12852	기능성 소화불량증	임상 2상
	YH22162	고혈압	임상 3상
	YH1177	중이염	임상 2상
	YH22189	고혈압 및 고지혈증	임상 1상
	YHD1119	당뇨병성 말초 신경병증	임상 1상
	YH23537	치주염 및 관절염	임상 2상

자료: 전자공시시스템, 각사 IR자료, NH투자증권 리서치센터

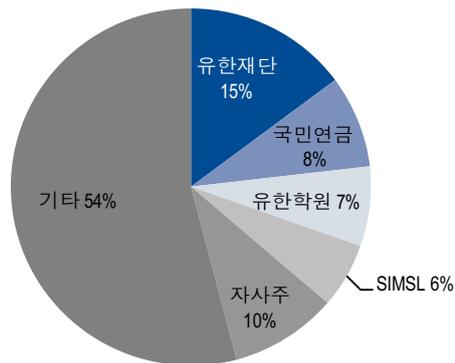
유한양행 SOTP(Sum-of-the parts) Valuation

(단위: 십억원, 배)

	2017F NP	PER	비고
1. 영업가치	1,566.2	116.3	13.5 광동제약, 보령제약, 대원제약, 삼진제약, 유나이티드 PER 12배 10% 할증
2. 비영업가치 (A+B+C)*0.75	827.9		청산가치 감안 25% 일괄 할인 적용
A. 자회사가치	876.1	2017F NP	PER
유한킴벌리	876.1	194.7	15.0 지분율 30% 적용
B. 투자자산가치	116.2	장부가치	PBR
비상장자회사	116.2	116.2	1.0 장부가 적용
C. 투자부동산가치	111.6		장부가 적용
3. 자사주	243.8	주식 수	3개월 평균 주가
	243.8	1,121,001	217,494
4. 순차입금	-528.3		
6. 기업가치 (1+2+3-4)	3,166.2		
7. 보통주주식수 (천주)	11,666		
8. 적정주가	<b>271,410</b>		

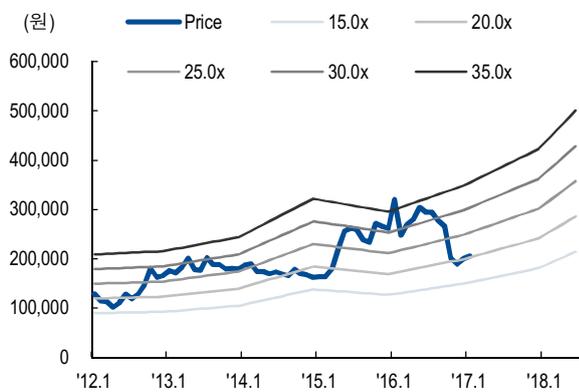
자료: NH투자증권 리서치센터 전망

유한양행 주요주주 현황



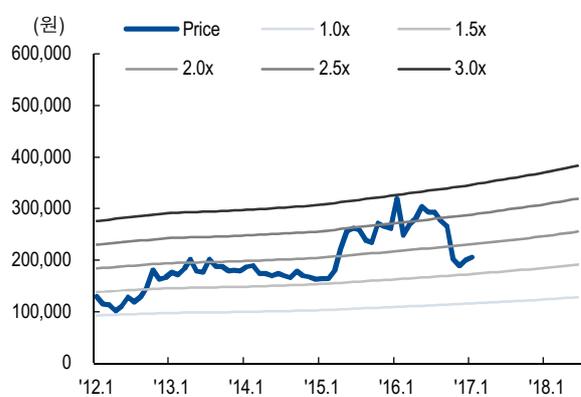
자료: 전자공시시스템, NH투자증권 리서치센터

유한양행 PER Chart



자료: Wisefn, NH투자증권 리서치센터

유한양행 PBR Chart



자료: Wisefn, NH투자증권 리서치센터

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
매출액	1,121	1,294	1,425	1,505
증감률 (%)	11.2	15.4	10.1	5.6
매출원가	801	937	1,039	1,075
매출총이익	320	357	386	430
Gross 마진 (%)	28.5	27.6	27.1	28.6
판매비와 일반관리비	249	287	308	323
영업이익	71	70	77	107
증감률 (%)	5.3	-1.5	11.1	38.3
OP 마진 (%)	6.3	5.4	5.4	7.1
EBITDA	88	86	92	120
영업외손익	75	64	74	76
금융수익(비용)	59	48	58	60
기타영업외손익	16	16	16	16
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	145	133	151	183
법인세비용	38	31	33	40
계속사업이익	107	102	118	143
당기순이익	107	102	118	143
증감률 (%)	32.0	-4.8	15.3	20.8
Net 마진 (%)	9.6	7.9	8.3	9.5
지배주주지분 순이익	107	102	118	143
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	-10	0	0	0
총포괄이익	97	102	118	143

Valuation / Profitability / Stability				
	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
PER(X)	28.5	22.8	19.9	16.4
PBR(X)	2.4	1.7	1.6	1.5
PCR(X)	28.0	25.2	21.8	17.3
PSR(X)	2.7	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA(X)	29.7	20.6	18.9	13.7
EV/EBIT(X)	37.0	25.5	22.4	15.3
EPS(W)	9,173	8,735	10,075	12,177
BPS(W)	108,029	114,905	123,008	133,171
SPS(W)	96,087	110,914	122,160	129,046
자기자본이익률(ROE, %)	8.6	7.7	8.3	9.3
총자산이익률(ROA, %)	7.1	6.2	6.6	7.4
투자자본이익률 (ROIC, %)	18.7	19.9	22.1	30.4
배당수익률(%)	0.8	1.0	1.0	1.0
배당성장률(%)	18.7	19.6	17.9	14.8
총현금배당금(십억원)	21	21	22	22
보통주 주당배당금(W)	2,000	2,000	2,000	2,000
순부채(현금)/자기자본(%)	-36.0	-35.4	-36.4	-39.6
총부채/ 자기자본(%)	23.2	25.2	25.9	25.3
이자발생부채	0	0	0	0
유동비율(%)	336.6	318.4	318.2	338.5
총발행주식수(mn)	12	12	12	12
액면가(W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(W)	261,013	199,500	200,000	200,000
시가총액(십억원)	3,082	2,263	2,268	2,268

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
현금및현금성자산	207	188	207	284
매출채권	210	242	267	282
유동자산	809	883	972	1,092
유형자산	160	145	131	119
투자자산	487	562	619	654
비유동자산	776	829	872	894
자산총계	1,584	1,712	1,844	1,986
단기성부채	0	0	0	0
매입채무	124	143	158	167
유동부채	240	277	305	323
장기성부채	0	0	0	0
장기충당부채	39	45	50	53
비유동부채	58	67	74	78
부채총계	299	345	380	401
자본금	57	57	57	57
자본잉여금	116	116	116	116
이익잉여금	1,195	1,277	1,374	1,495
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	1,286	1,368	1,464	1,585

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
영업활동 현금흐름	135	112	126	152
당기순이익	107	102	118	143
+ 유/무형자산상각비	17	17	15	13
+ 종속, 관계기업관련손익	-20	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	0	0	0
Gross Cash Flow	109	92	107	135
- 운전자본의증가(감소)	0	-7	-7	-3
투자활동 현금흐름	-55	-110	-87	-53
+ 유형자산 감소	1	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-18	0	0	0
+ 투자자산의매각(취득)	-66	-75	-57	-35
Free Cash Flow	117	112	126	152
Net Cash Flow	80	2	39	99
재무활동 현금흐름	-24	-21	-21	-22
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	-24	-21	-21	-22
현금의증가	57	-19	19	77
기말현금 및 현금성자산	207	188	207	284
기말 순부채(순현금)	-463	-484	-533	-628

# 동아에스티 (170900.KS)

## 실적 전망은 부정적이나 R&D 능력 기대

Company Report | 2017. 1. 10

한미약품 이후 최대규모 기술수출 계약. 초기기술료 유입으로 4분기 실적 나쁘지 않으나 주력 ETC 제품 매출 감소 지속. 실적 전망은 부정적. 다수의 글로벌 임상 파이프라인이 밸류에이션 프리미엄 요소

### 일회성 기술료 유입으로 4분기 호실적 전망

4분기 애브비의 초기기술료 460억원 유입으로 매출액 1,820억원(+29.9% y-y), 영업이익 194억원(+88.7% y-y) 시현 추정. 주력품목인 스티렌 추가 약가인하로 ETC 매출감소 및 매출총이익률 하락 불가피. 2017년 상반기까지 영향 미칠 것. 2017년 매출액 6,004억원(-2.8% y-y), 영업이익 258억원(-37.0% y-y) 추정. 턴어라운드 2018년부터 가능할 것으로 전망

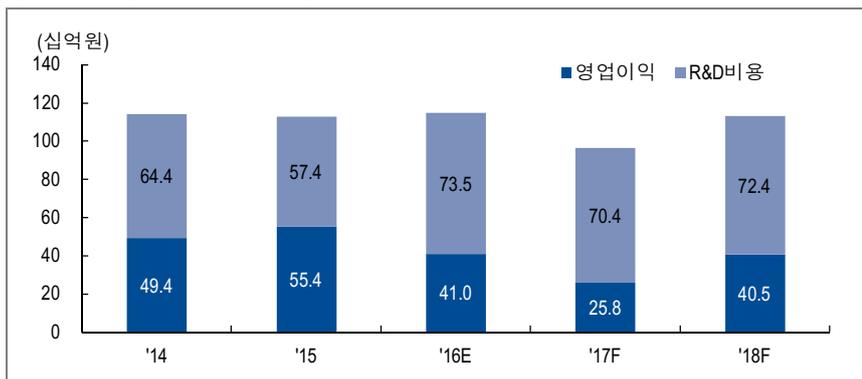
### 2017년 R&D 모멘텀은 풍부

2017년 상반기 NASH 치료제 DA-1229 미국 임상 2상 개시, 과민성방광염 치료제 DA-8010 유럽 1상 환자투약, 당뇨 치료제 DA-1241 미국 1상 개시, 천연물신약 DA-9801 미국 3상 개시, DA-9805 미국 2상 개시 기대. 다수의 글로벌 임상 파이프라인 보유로 밸류에이션 프리미엄 요소 확보

### 파이프라인 가치 고려 시 적정 시가총액 1조 64억원

영업가치 7,061억원(2017년 예상 EBITDA 516억원에 유한양행, 녹십자, 대웅제약, 종근당 평균 EV/EBITDA 13.7배 적용), 신약가치 DA-4501(MerTK 저해제) 1,206억원, DA-1229(NASH 치료제) 1,163억원, DA-9801(당뇨병성신경병증치료제) 1,293억원, 순차입금 659억원을 합산한 적정 시가총액은 1조 64억원으로 산출. 대규모 기술수출을 한 R&D 능력을 감안하여 투자의견 Buy 및 목표주가 12만원으로 커버리지를 개시

### 동아에스티 영업이익+R&D 전망



자료: 전자공시시스템, NH투자증권 리서치센터 전망

## Buy (신규)

목표주가 120,000원 (신규)

현재가 ('17/1/9) 97,900원

업종	제약
KOSPI / KOSDAQ	2048.78 / 642.15
시가총액(보통주)	826.7십억원
발행주식수(보통주)	8.4백만주
52주 최고가('16/01/26)	175,000원
최저가('16/12/07)	80,600원
평균거래대금(60일)	4,447백만원
배당수익률(2016E)	0.95%
외국인지분율	20.5%

주요주주	
강신호 외 32 인	23.6%
국민연금	10.4%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-2.3	-21.8	-31.4
상대수익률 (%p)	-1.8	-23.8	-35.1

	2015	2016E	2017F	2018F
매출액	568	618	600	628
증감률	0.0	8.8	-2.8	4.5
영업이익	54	41	26	40
영업이익률	9.6	6.6	4.3	6.5
(지배지분)순이익	48	24	19	30
EPS	6,109	2,863	2,225	3,539
증감률	34.3	-53.1	-22.3	59.1
PER	24.1	36.8	44.0	27.7
PBR	2.1	1.6	1.4	1.4
EV/EBITDA	16.2	14.5	17.2	13.1
ROE	9.2	4.3	3.3	5.1
부채비율	92.1	92.4	89.8	88.0
순차입금	74	72	62	50

단위: 십억원, %, 원, 배  
주: IFRS 별도 기준  
자료: NH투자증권 리서치센터 전망



Analyst 구완성  
02)768-7977, william.ku@nhqv.com

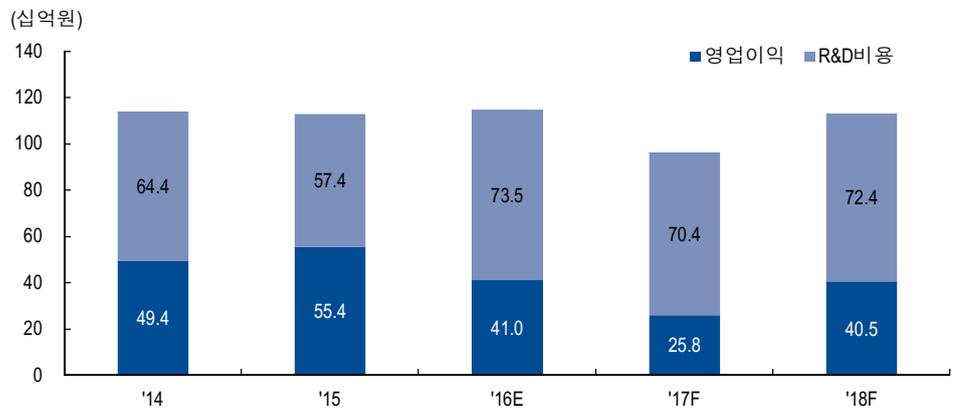
RA 김재익  
02)768-7350, jaeikik@nhqv.com

동아에스티 2017년 key catalysts



자료: 동아에스티, NH투자증권 리서치센터

동아에스티 영업이익+R&D 전망



자료: 전자공시시스템, NH투자증권 리서치센터 전망

동아에스티 실적 전망

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2015	2016E	2017F	2018F
매출액	567.9	617.9	600.4	627.5
영업이익	54.3	41.0	25.8	40.5
영업이익률	9.6	6.6	4.3	6.5
EBITDA	77.6	66.2	51.6	66.8
(지배지분)순이익	48.0	24.0	18.8	29.9
EPS	6,109	2,863	2,225	3,539
PER	24.1	36.8	44.0	27.7
PBR	2.1	1.6	1.4	1.4
EV/EBITDA	16.2	14.5	17.2	13.1
ROE	9.2	4.3	3.3	5.1

주: IFRS 별도 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

동아에스티 분기별 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016E	2017F
매출액	146.9	152.7	136.3	182.0	152.7	157.0	143.7	147.0	567.9	617.9	600.4
증감률(% y-y)	5.3	9.6	-8.5	29.9	4.0	2.8	5.4	-19.2	0.0	8.8	-2.8
ETC	78.3	88.2	79.3	81.5	77.5	89.2	81.1	83.0	330.4	327.2	330.8
증감률(% y-y)	-6.5	12.4	-6.5	-2.3	-1.0	1.1	2.3	1.8	-6.3	-1.0	1.1
수출	44.7	37.9	34.4	33.8	49.9	42.0	38.8	37.8	133.1	150.8	168.5
증감률(% y-y)	42.3	21.1	-13.8	10.8	11.7	10.9	12.7	11.7	18.5	13.3	11.7
Medical	18.8	19.2	17.5	19.7	20.3	20.7	18.8	21.3	66.8	75.2	81.1
증감률(% y-y)	9.9	17.8	12.1	10.7	7.9	7.9	7.7	7.9	1.7	12.5	7.9
기타(기술투자)	5.1	7.5	5.2	47.0	5.0	5.0	5.0	5.0	37.6	64.8	20.0
증감률(% y-y)	-29.1	-43.2	-40.9	459.5	-2.0	-33.3	-3.8	-89.4	0.1	72.4	-69.1
영업이익	11.7	8.2	1.7	19.4	8.0	5.4	7.9	4.6	54.3	41.0	25.8
증감률(% y-y)	-8.5	-47.4	-89.3	88.7	-31.9	-33.8	370.9	-76.5	12.8	-24.6	-37.0
영업이익률(%)	8.0	5.4	1.2	10.7	5.2	3.5	5.5	3.1	9.6	6.6	4.3
세전순이익	6.0	-5.1	6.6	19.1	5.6	4.5	6.0	8.9	63.0	26.6	25.0
증감률(% y-y)	-48.8	-133.1	-57.7	-6.1	-5.7	-188.0	-9.7	-53.1	42.6	-57.8	-5.9
세전순이익률(%)	4.1	-3.3	4.9	10.5	3.7	2.8	4.2	6.1	11.1	4.3	4.2
당기순이익	4.5	-3.8	5.0	18.3	4.2	3.4	4.5	6.7	48.0	24.0	18.8
증감률(% y-y)	-48.6	-131.2	-53.8	12.2	-5.3	-188.6	-9.7	-63.4	39.8	-50.0	-21.6
당기순이익률(%)	3.0	-2.5	3.7	10.1	2.8	2.1	3.1	4.6	8.4	3.9	3.1

주: IFRS 별도 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

파이프라인 현황

기업	파이프라인	적응증	임상단계	비고
동아에스티	DA-7218(시백스트로)	폐렴(HABP/VABP)	글로벌 3상	파트너(MSD, Bayer)
	DA-1229(Suganon®)	2형 당뇨병	현지임상 준비/진행	파트너(Luye, Alkem, Eurofarma, Geropharm)
	DA-1229(Suganon®)	NASH	임상 1상(US)	Tobira
	DA-4501	Novel IO target 항암제	후보물질 도출	AbbVie technology 대상 기술수출
	DA-8010	과민성 방광염	임상 1상(EU)	
	DA-1241	2형 당뇨병	임상 1상(US)	
	DA-9801	당뇨병성 신경병증	임상 3상(US)	
	DA-9701	기능성소화불량증	임상 2상(US)	
	DA-9805	파킨슨병	임상 2상(US)	
	DA-3880	빈혈	임상 3상(JP/EU)	파트너 (SKK)
	DMD-3111	유방암	임상 3상(JP/EU)	파트너 (Meiji Seika)
	DMD-3113	류머티스관절염	임상 1상(JP)	파트너 (Meiji Seika)

자료: 동아에스티, NH투자증권 리서치센터

동아에스티 SOTP(Sum-of-the parts) Valuation

(단위: 십억원, 배)

	2017F EBITDA	EV/EBITDA	비고
1. 영업가치	706.1	51.6	13.7
2. 비영업가치	366.1		
신약가치	366.1		
DA-4501	120.6		
DA-1229(NASH)	116.3		
DA-9801	129.3		
3. 순차입금	65.9		
6. 기업가치 (1+2-3)	1,006.4		
7. 보통주주식수 (천주)	8,444		
8. 적정주가	<b>119,184</b>		

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

DA-4501(MerTK 저해제) Valuation

(단위: 백만달러, %, 십억원, 주, 원)

	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
항암제 시장규모	17,343	19,146	21,349	23,737	25,222	26,994	28,500	29,925	31,421	32,992	34,642	36,374
성장률		10.4	11.5	11.2	6.3	7.0	5.6	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
시장점유율											5.0	10.0
예상매출액											1,732	3,637
성장률												110.0
개발일정	전임상	1상개시	1상종료	2상개시		2상종료	3상개시		3상종료	허가	발매	
마일스톤 (Total 485.0)			35.0			100.0			100.0	50.0	50.0	
로열티 (10% 가정)											173.2	363.7
FCF (세율 10% 가정)	0.0	0.0	31.5	0.0	0.0	90.0	0.0	0.0	90.0	45.0	200.9	327.4
NPV	2,396.9											
NPV of Terminal value (-10% 영구성장률)	1,796.4											
합산수익	4,193.3											
Risk-adjusted NPV (성공률 5%)	209.7											
배분비율 고려 가치(50%)	104.8											
원화환산수익 (환율 1,150원/\$)	120.6											
총 주식수	8,444											
주당가치	<b>14,278</b>											

주1: 로열티 10%, WACC 6.6% 가정. 발매까지 성공확률 임상 1상 10%, 임상 2상 16%, 임상 3상 50%, NDA 83% (Nature Biotechnology, 2014)

주2: 유방암+위암+흑색종+전립선암 시장규모 Datamonitor 추정치 참고

주3: 애브비(Abbvie)로부터 로열티 수취시 세율 10% 가정

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

DA-1229(NASH 치료제) Valuation

(단위: 백만달러, %, 십억원, 주, 원)

	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
NASH 시장규모			0.7	3.8	9.2	17.1	24.0	28.2	32.1	34.8	36.2	36.5
성장률				442.9	142.1	85.9	40.4	17.5	13.8	8.4	4.0	0.8
시장점유율									1.0	2.0	3.0	4.0
예상매출액									321.0	696.0	1,086.0	1,460.0
성장률										116.8	56.0	34.4
개발일정	1상종료	2상개시		2상종료	3상개시		3상종료	허가	발매			
마일스톤 (Total 61.5)	1.5			10.0			20.0	10.0	20.0			
로열티 (10% 가정)									32.1	69.6	108.6	146.0
API 제조매출 (2% 가정)									6.4	13.9	21.7	29.2
EBIT (OPM 30% 가정)									1.9	4.2	6.5	8.8
FCF (세율 20% 가정)	1.2	0.0	0.0	8.0	0.0	0.0	16.0	8.0	43.2	59.0	92.1	123.8
NPV	628.1											
NPV of Terminal value (-10% 영구성장률)	383.0											
합산수익	1,011.1											
Risk-adjusted NPV (성공률 10%)	101.1											
<b>원화환산수익 (환율 1,150원/\$)</b>	<b>116.3</b>											
총 주식수	8,444											
<b>주당가치</b>	<b>13,770</b>											

주1: 로열티 10%, WACC 6.6% 가정. 발매까지 성공확률 임상 1상 10%, 임상 2상 16%, 임상 3상 50%, NDA 83% (Nature Biotechnology, 2014)

주2: NASH 시장규모 Deutsche Bank 추정치

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

DA-9801 Valuation

(단위: 백만달러, %, 십억원, 주, 원)

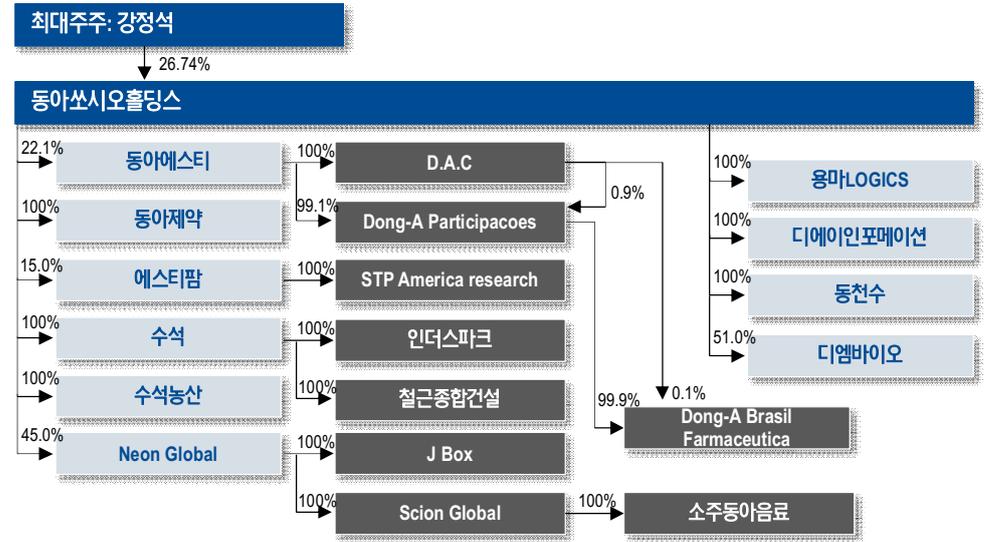
	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
당뇨병성신경병증 시장규모	2,186.1	2,275.7	2,369.0	2,466.2	2,567.3	2,644.3	2,723.6	2,805.3	2,889.5	2,976.2	2,991.1	3,006.0
성장률		4.1	4.1	4.1	4.1	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	0.5	0.5
시장점유율					1.0	2.0	3.0	5.0	7.0	10.0	10.0	10.0
예상매출액					25.7	52.9	81.7	140.3	202.3	297.6	299.1	300.6
성장률						106.0	54.5	71.7	44.2	47.1	0.5	0.5
개발일정	3상개시		3상종료	허가	발매							
EBIT (OPM 30% 가정)					12.8	26.4	40.9	70.1	101.1	148.8	149.6	150.3
FCF (세율 20% 가정)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	56.1	80.9	119.0	119.6	120.2
NPV	568.0											
NPV of Terminal value (-20% 영구성장률)	134.7											
합산수익	702.7											
Risk-adjusted NPV (성공률 16%)	112.4											
<b>원화환산수익 (환율 1,150원/\$)</b>	<b>129.3</b>											
총 주식수	8,444											
<b>주당가치</b>	<b>15,313</b>											

주1: 로열티 10%, WACC 6.6% 가정. 발매까지 성공확률 임상 1상 10%, 임상 2상 16%, 임상 3상 50%, NDA 83% (Nature Biotechnology, 2014)

주2: 시장규모 Nature Reviews(2010) 자료 참고. 주요 7개국 시장 2010년 \$2.4B, 2020년 \$3.6B, 미국 비중 70%로 가정

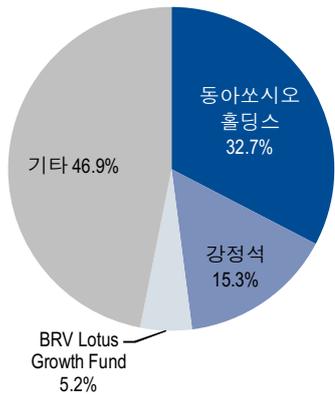
자료: NH투자증권 리서치센터 전망

동아에스티 지배구조



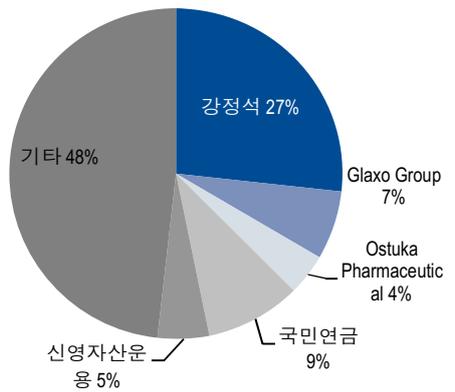
자료: 전자공시시스템, NH투자증권 리서치센터

동아에스티 주요주주 현황



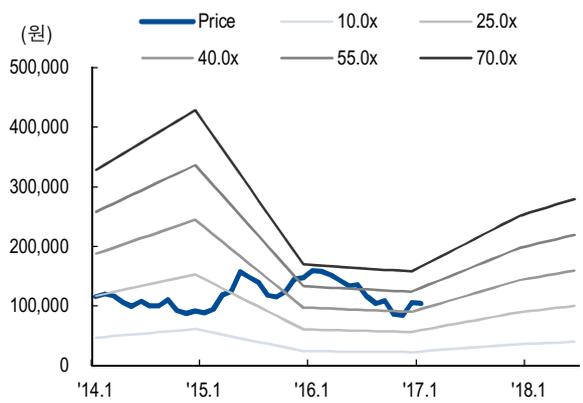
자료: 전자공시시스템, NH투자증권 리서치센터

동아에스티 주요주주 현황



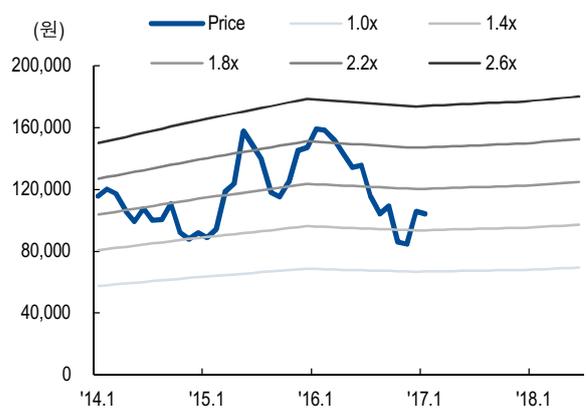
자료: 전자공시시스템, NH투자증권 리서치센터

동아에스티 PER Chart



자료: Wisefn, NH투자증권 리서치센터

동아에스티 PBR Chart



자료: Wisefn, NH투자증권 리서치센터

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
매출액	568	618	600	628
증감률 (%)	0.0	8.8	-2.8	4.5
매출원가	274	292	301	302
매출총이익	294	326	299	325
Gross 마진 (%)	51.8	52.7	49.8	51.9
판매비와 일반관리비	240	285	273	285
영업이익	54	41	26	40
증감률 (%)	12.8	-24.5	-37.2	57.0
OP 마진 (%)	9.6	6.6	4.3	6.5
EBITDA	78	66	52	67
영업외손익	9	-14	-1	-1
금융수익(비용)	12	-21	-6	-6
기타영업외손익	-4	7	5	5
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	63	27	25	40
법인세비용	15	3	6	10
계속사업이익	48	24	19	30
당기순이익	48	24	19	30
증감률 (%)	39.8	-49.9	-21.8	59.1
Net 마진 (%)	8.4	3.9	3.1	4.8
지배주주지분 순이익	48	24	19	30
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	-6	0	0	0
총포괄이익	42	24	19	30

Valuation / Profitability / Stability				
	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
PER(X)	24.1	36.8	44.0	27.7
PBR(X)	2.1	1.6	1.4	1.4
PCR(X)	11.9	13.9	13.2	10.6
PSR(X)	2.0	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA(X)	16.2	14.5	17.2	13.1
EV/EBIT(X)	23.1	23.5	34.5	21.7
EPS(W)	6,109	2,863	2,225	3,539
BPS(W)	68,603	67,133	68,358	70,898
SPS(W)	72,353	73,660	71,101	74,316
자기자본이익률(ROE, %)	9.2	4.3	3.3	5.1
총자산이익률(ROA, %)	4.5	2.2	1.7	2.7
투자자본이익률 (ROIC, %)	7.6	7.5	3.6	5.9
배당수익률(%)	0.7	0.9	1.0	1.0
배당성장률(%)	16.7	35.1	44.9	28.2
총현금배당금(십억원)	8	8	8	8
보통주 주당배당금(W)	1,000	1,000	1,000	1,000
순부채(현금)/자기자본(%)	13.4	12.7	10.8	8.4
총부채/ 자기자본(%)	92.1	92.4	89.8	88.0
이자발생부채	373	377	376	378
유동비율(%)	219.4	218.7	223.2	227.2
총발행주식수(mn)	8	8	8	8
액면가(W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(W)	147,000	105,500	97,900	97,900
시가총액(십억원)	1,181	891	827	827

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
현금및현금성자산	295	301	310	324
매출채권	94	103	100	104
유동자산	519	545	546	571
유형자산	407	413	419	424
투자자산	32	35	34	35
비유동자산	540	546	549	554
자산총계	1,059	1,091	1,095	1,126
단기성부채	144	149	147	150
매입채무	32	35	34	35
유동부채	237	249	245	251
장기성부채	228	228	228	228
장기충당부채	16	17	16	17
비유동부채	271	275	274	276
부채총계	508	524	518	527
자본금	40	40	40	40
자본잉여금	254	254	254	254
이익잉여금	97	112	123	144
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	551	567	577	599

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
영업활동 현금흐름	44	53	59	64
당기순이익	48	24	19	30
+ 유/무형자산상각비	23	25	26	26
+ 종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	-8	0	0	0
Gross Cash Flow	97	64	63	78
- 운전자본의증가(감소)	-41	-8	3	-4
투자활동 현금흐름	31	-29	-27	-29
+ 유형자산 감소	0	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-27	-30	-30	-30
+ 투자자산의매각(취득)	6	-3	1	-2
Free Cash Flow	16	23	29	34
Net Cash Flow	74	24	32	34
재무활동 현금흐름	-70	-18	-24	-20
자기자본 증가	28	0	0	0
부채증감	-99	-18	-24	-20
현금의증가	14	6	8	14
기말현금 및 현금성자산	295	301	310	324
기말 순부채(순현금)	74	72	62	50

# 한미약품 (128940.KS)

## 임상단계 진행이 주가결정 요소

Company Report | 2017. 1. 10

사노피와의 계약 일부 변경으로 4분기 실적 기대치 낮춰야. LAPS-GLP-1 임상 3상 진입, 안센의 임상 1상 재개 여부가 주가 모멘텀. 현재 목표 주가에서 각각 5만원, 1만원 주당가치 반영 가능

### LAPS 플랫폼 기술에 대한 우려의 현실화

사노피의 LAPS-GLP-1 임상 3상 진입 지연, 안센의 옥신토모듈린(비만/당뇨) 임상 환자모집 중단으로 LAPS 플랫폼 기술에 대한 우려 존재. 지난 12월 28일 사노피와의 기술계약 일부 해지로 우려가 현실화됨. 2017년 상반기 LAPS-GLP-1 임상 3상 진입, 안센의 HM12525A 임상 1상 재개 기대

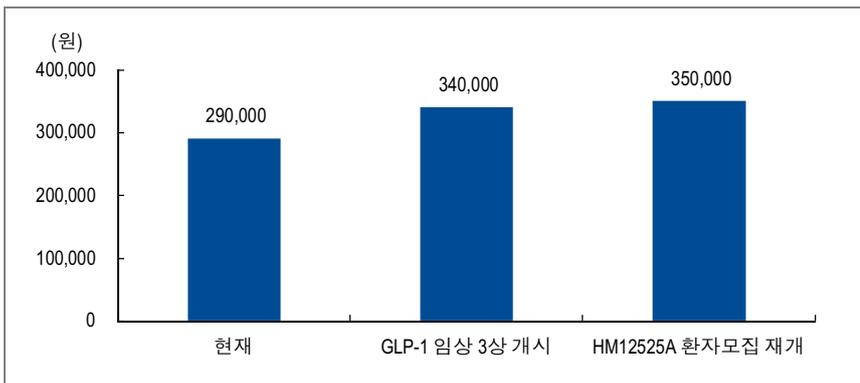
### 마일스톤 추가 수취 없이 별도기준 영업적자 지속 전망

4분기 연결기준 매출액 2,254억원(-61.8% y-y), 영업이익 60억원(-96.5% y-y) 전망. 전년동기 사노피 마일스톤 2,500억원 수취로 역기저효과. 매출최소 630억원 반영. 2016년 연간 매출액 9,361억원(-29.0% y-y), 영업이익 487억원(-77.0% y-y) 추정. 향후 마일스톤 추가 수취 없이 별도 기준 2017년 255억원 영업적자 전망

### 임상 진행에 따라 단계적 목표주가 상향 전망

영업가치 1조 1,200억원, 자회사가치 1,831억원, HM71224 4,295억원, HM95573 6,332억원, HM12525A 1,284억원, LAPS-GLP-1 4,932억원, LAPS-인슐린 콤보 1,319억원을 합산한 기업가치는 3조 158억원으로 산출. 개발이 지연중인 HM12525A, LAPS-GLP-1, LAPS-인슐린 콤보에 대해선 50% 추가할인 적용. 임상 진행에 따른 할인요인 제거 시 단계적 목표 주가 상향 전망

### R&D 모멘텀에 따른 목표주가 변경 예상



자료: NH투자증권 리서치센터 전망

## Hold (신규)

목표주가	290,000원 (신규)		
현재가 ('17/1/9)	287,500원		
업종	제약		
KOSPI / KOSDAQ	2048.78 / 642.15		
시가총액(보통주)	3,000.1십억원		
발행주식수(보통주)	10.4백만주		
52주 최고가('12/09/29)	783,000원		
최저가('12/11/24)	284,500원		
평균거래대금(60일)	52,234백만원		
배당수익률(2016E)	0.65%		
외국인지분율	9.0%		
주요주주			
한미사이언스 외 2인	41.4%		
신동국 외 1인	9.1%		
주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-32.0	-58.3	-63.3
상대수익률 (%)	-31.9	-60.1	-65.6

	2015	2016E	2017F	2018F
매출액	1,318	936	783	883
증감률	73.1	-29.0	-16.4	12.8
영업이익	212	49	19	57
영업이익률	16.1	5.2	2.4	6.4
(지배지분)순이익	154	68	15	42
EPS	14,800	6,476	1,477	4,115
증감률	330.1	-56.2	-77.2	178.5
PER	49.2	47.2	194.6	69.9
PBR	11.3	4.4	4.2	4.1
EV/EBITDA	29.4	30.1	39.1	27.9
ROE	25.7	9.7	2.1	5.9
부채비율	131.3	100.2	91.8	94.5
순차입금	183	126	93	71

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망



Analyst 구완성

02)768-7977, william.ku@nhqv.com

RA 김재익

02)768-7350, jaeikik@nhqv.com

**GLP-1 임상 3상 진입,  
안센 임상 재개가  
관건**

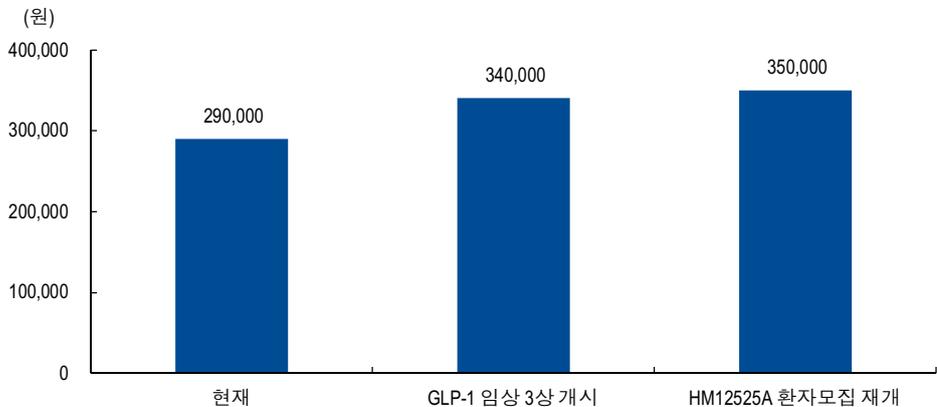
**1. Valuation**

사노피의 LAPS-GLP-1 임상 3상 진입 지연, 안센의 옥신토모듈린(비만/당뇨) 임상 환자모집 중단으로 LAPS 플랫폼 기술 자체에 대한 우려가 있었다. 지난 12월 28일 사노피와의 계약 일부 해지로 이 우려는 현실화 됐다. 인슐린+GLP-1 콤보 또한 초기 개발의 책임이 동사에게 귀속된 만큼 사노피의 개발 가능성을 보수적으로 볼 시점이다.

동사의 기업가치는 영업가치와 신약가치의 SOTP 방식으로 산출된다. 개발이 지연 중인 HM12525A, LAPS-GLP-1, LAPS-인슐린 콤보의 가치에 대해선 50% 추가 할인을 적용하였다. 영업가치 1조 1,200억원(2017년 예상 EBITDA 811억원에 유한양행, 동아에스티, 녹십자, 대웅제약, 종근당, LG생명과학 EV/EBITDA 평균 13.8배 적용), 자회사가치 1,831억원, HM71224 4,295억원, HM95573 6,332억원, HM12525A 1,284억원(50% 할인), LAPS-GLP-1 4,932억원(50% 할인), LAPS-인슐린 콤보 1,319억원(50% 할인)을 합산한 시가총액은 3조 158억원으로 산출되었다.

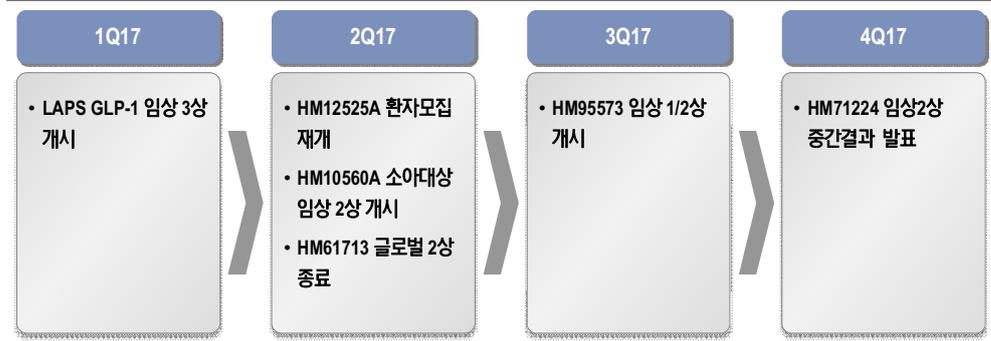
2017년 상반기 LAPS-GLP-1 임상 3상 진입이 현실화되면 4,932억원 기업가치 상승이 가능할 것으로 판단되며, 안센의 임상이 재개될 경우 1,284억원의 기업가치가 증가될 것으로 평가한다. 동사의 주가 흐름은 단기 실적 보다는 R&D 모멘텀에 따라 결정될 것으로 전망한다.

**R&D 모멘텀에 따른 목표주가 변경 예상**



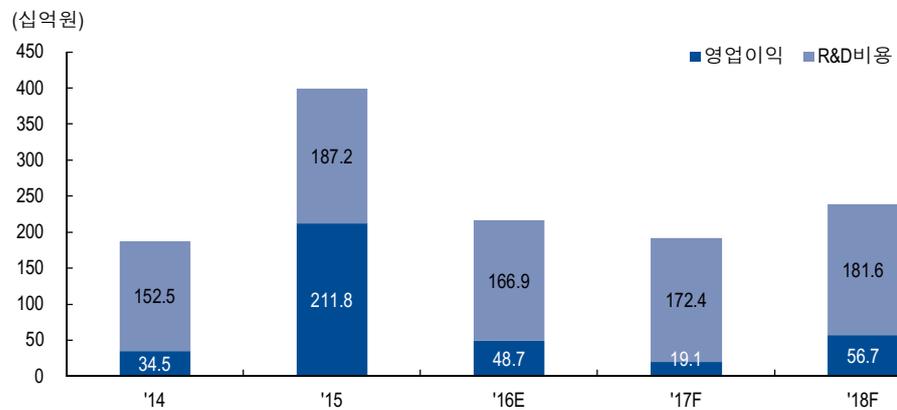
자료: NH투자증권 리서치센터 전망

한미약품 2017년 key catalysts



자료: 한미약품, NH투자증권 리서치센터

한미약품 영업이익+R&D 전망



자료: 한미약품, NH투자증권 리서치센터 전망

한미약품 실적 전망

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2015	2016E	2017F	2018F
매출액	1,317.5	936.1	782.8	882.7
영업이익	211.8	48.7	19.1	56.7
영업이익률	16.1	5.2	2.4	6.4
EBITDA	261.9	112.7	81.1	113.2
(지배지분)순이익	154.4	67.6	15.2	42.3
EPS	14,800	6,476	1,477	4,115
PER	49.2	47.2	194.6	69.9
PBR	11.3	4.4	4.2	4.1
EV/EBITDA	29.4	30.1	39.1	27.9
ROE	25.7	9.7	2.1	5.9

주: IFRS 연결 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

한미약품 분기별 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016E	2017F
<b>매출액</b>	<b>256.4</b>	<b>234.5</b>	<b>219.7</b>	<b>225.4</b>	<b>192.0</b>	<b>197.3</b>	<b>182.9</b>	<b>210.6</b>	<b>1,317.5</b>	<b>936.1</b>	<b>782.8</b>
증감률(% y-y)	19.4	-4.1	-18.1	-61.8	-25.1	-15.9	-16.8	-6.6	73.1	-29.0	-16.4
<b>한미약품</b>	<b>195.4</b>	<b>191.4</b>	<b>177.2</b>	<b>181.8</b>	<b>146.6</b>	<b>146.3</b>	<b>136.1</b>	<b>164.7</b>	<b>1,113.2</b>	<b>745.9</b>	<b>593.7</b>
증감률(% y-y)	23.9	-4.0	-16.7	-66.5	-25.0	-23.6	-23.2	-9.4	91.3	-33.0	-20.4
한미정밀화학 (63%)	21.9	25.6	21.8	20.2	23.4	27.4	22.9	21.2	89.1	89.5	94.9
증감률(% y-y)	-2.9	-7.7	9.3	7.0	7.0	7.0	5.0	5.0	-1.7	0.4	6.1
북경한미 (74%)	60.0	42.3	42.6	43.4	42.0	43.6	43.9	44.7	206.8	188.3	174.1
증감률(% y-y)	8.4	-9.4	-23.1	-12.0	-30.0	3.0	3.0	3.0	19.6	-8.9	-7.5
내부매출차감	-21.0	-24.8	-21.9	-20.0	-20.0	-20.0	-20.0	-20.0	-91.6	-87.6	-80.0
증감률(% y-y)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	8.7	-4.3	-8.7
<b>영업이익</b>	<b>22.6</b>	<b>6.4</b>	<b>13.8</b>	<b>6.0</b>	<b>1.3</b>	<b>9.3</b>	<b>0.4</b>	<b>8.2</b>	<b>211.8</b>	<b>48.7</b>	<b>19.1</b>
증감률(% y-y)	968.7	161.3	-61.5	-96.5	-94.4	45.6	-97.4	36.5	514.8	-77.0	-60.7
영업이익률(%)	8.8	2.7	6.3	2.7	0.7	4.7	0.2	3.9	16.1	5.2	2.4
<b>세전순이익</b>	<b>34.9</b>	<b>21.4</b>	<b>0.7</b>	<b>6.5</b>	<b>1.8</b>	<b>9.8</b>	<b>0.9</b>	<b>8.7</b>	<b>209.6</b>	<b>63.5</b>	<b>21.1</b>
증감률(% y-y)	139.5	1,016.3	-97.9	-95.9	-94.9	-54.2	22.6	33.7	474.8	-69.7	-66.7
세전순이익률(%)	13.6	9.1	0.3	2.9	0.9	5.0	0.5	4.1	15.9	6.8	2.7
<b>당기순이익</b>	<b>41.0</b>	<b>21.4</b>	<b>6.3</b>	<b>5.2</b>	<b>1.4</b>	<b>7.8</b>	<b>0.7</b>	<b>7.0</b>	<b>162.1</b>	<b>73.8</b>	<b>16.9</b>
증감률(% y-y)	152.8	69.7	-125.2	-96.7	-96.6	-63.2	-89.2	33.7	274.3	-54.4	-77.1
당기순이익률(%)	16.0	9.1	2.9	2.3	0.7	4.0	0.4	3.3	12.3	7.9	2.2
<b>지배지분순이익</b>	<b>38.1</b>	<b>20.1</b>	<b>4.8</b>	<b>4.7</b>	<b>1.3</b>	<b>7.1</b>	<b>0.6</b>	<b>6.3</b>	<b>154.4</b>	<b>67.6</b>	<b>15.2</b>
증감률(% y-y)	200.7	78.4	-117.9	-97.0	-96.7	-64.8	-87.2	33.7	175.3	177.4	587.6
지배지분순이익률(%)	14.9	8.6	2.2	2.1	0.7	3.6	0.3	3.0	1.8	7.8	2.2

주: IFRS 연결 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

한미약품 파이프라인 현황

기업	파이프라인	적응증	임상단계	비고
한미약품	efpeglenatide	당뇨, 비만	임상 2상	Sanofi 대상 기술수출 계약 체결
	LAPS Insulin 115	당뇨	임상 1상	Sanofi 대상 기술수출 계약 체결
	LAPS Insulin Combo	당뇨, 비만	후보물질 개발	Sanofi 대상 기술수출 계약 체결
	eflapegrastim	호중구감소	임상 3상	-
	efpegsomatropin	성인 성장호르몬 결핍증	임상 2상	-
	HM12525A	당뇨, 비만	임상 1상	Janssen 대상 기술수출 계약 체결
	Pozotinib	유방암	임상 2상	Spectrum 및 Luye 대상 기술수출 계약 체결
	Olmutinib	비소세포폐암	임상 2상	Boehringer Ingelheim 및 ZaiLab 대상 기술수출 계약
	Luminate	망막질환	임상 2상	Allergro 대상 기술수입
	Oraxol	위암	임상 2상	Athenex 대상 기술수출 계약 체결
	HM71224	류마티스관절염	임상 1상	Eli Lilly 대상 기술수출 계약 체결
	HM95573	고형암	임상 1상	Genentech 대상 기술수출 계약 체결
	HM95573	고형암	임상 1상	Athenex 대상 기술수입
	Oratecan	고형암	임상 1상	Athenex 대상 기술수출 계약 체결

자료: 한미약품, NH투자증권 리서치센터

한미약품 SOTP(Sum-of-the parts) Valuation

(단위: 십억원, 배)

	2017F EBITDA	EV/EBITDA	비고
1. 영업가치	1,120.0	81.1	13.8 상위제약사 <sup>주1)</sup> 평균 EV/EBITDA 적용
2. 비영업가치 (A+B)	1,999.3		
A. 자회사 가치	183.1	2017F NP	PER
한미정밀화학 (지분율 63%)	5.5	0.9	10
북경한미 (지분율 74%)	177.6	12.0	20
B. 신약가치	1,816.2		
HM71224	429.5		
HM95573	633.2		
HM12525A	128.4		임상 환자모집 중단에 따른 불확실성으로 50% 추가할인
LAPS-GLP-1	493.2		임상 지연에 따른 불확실성으로 50% 추가할인
LAPS-인슐린 콤보	131.9		계약조건 변경에 따른 불확실성으로 50% 추가할인
3. 순차입금	103.5		
6. 기업가치 (1+2-3)	3,015.8		
7. 보통주주식수 (천주)	10,435		
8. 적정주가	<b>289,002</b>		

주1: 유한양행, 동아에스티, 녹십자, 대웅제약, 종근당, LG생명과학

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

**HM71224(BTK 저해제) 신약가치 Valuation**

(단위: 백만달러, %, 십억원, 주, 원)

	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
류마티스 시장규모	17,272	17,761	18,191	18,215	18,166	18,054	17,884	17,685	17,461	17,286	17,113	16,942
성장률			2.4	0.1	-0.3	-0.6	-0.9	-1.1	-1.3	-1.0	-1.0	-1.0
시장점유율							5.0	10.0	20.0	30.0	30.0	30.0
예상매출액							894.2	1,768.5	3,492.2	5,185.9	5,134.0	5,082.7
성장률								97.8	97.5	48.5	-1.0	-1.0
개발일정	2상 중	2상종료	3상개시		3상종료	허가	발매					
마일스톤 (Total 640.0)		100.0			200.0	50.0	50.0		40.0		100.0	
로열티 (10% 가정)							89.4	176.8	349.2	518.6	513.4	508.3
FCF (세율 10% 가정)	0.0	90.0	0.0	0.0	180.0	45.0	125.5	159.2	350.3	466.7	552.1	457.4
NPV	2503.1											
NPV of Terminal value (-10% 영구성장률)	831.4											
합산수익	3,334.4											
Risk-adjusted NPV (성공률 16%)	533.5											
배분비율 고려 가치(70%)	373.5											
<b>원화환산수익 (환율 1,150원/\$)</b>	<b>429.5</b>											
총 주식수	10,435											
<b>주당가치</b>	<b>41,157</b>											

주1: 로열티 10%, WACC 6.6% 가정. 발매까지 성공확률 임상 1상 10%, 임상 2상 16%, 임상 3상 50%, NDA 83% (Nature Biotechnology, 2014)

주2: 시장규모 Datamonitor 추정치 참고

주3: 일라이릴리(Eli Lilly)로부터 로열티 수취 시 세율 10% 가정

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

**HM95573(RAF 저해제) 신약가치 Valuation**

(단위: 백만달러, %, 십억원, 주, 원)

	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
RAF저해제 시장규모	2,274.4	2,363.6	2,472.3	2,423.4	2,562.7	2,819.0	3,100.9	4,031.1	5,240.5	6,812.6	8,856.4	11,513
성장률		3.9	4.6	-2.0	5.7	10.0	10.0	30.0	30.0	30.0	30.0	30.0
시장점유율							10.0	20.0	30.0	40.0	40.0	40.0
예상매출액							310.1	806.2	1,572.1	2,725.0	3,542.6	4,605.3
성장률								160.0	95.0	73.3	30.0	30.0
개발일정	1/2상개시	1/2상종료	2상개시		2상종료	허가	조기발매	3상종료				
마일스톤 (Total 830.0)		100.0			200.0	50.0	100.0	200.0		80.0		100.0
로열티 (10% 가정)										272.5	354.3	460.5
FCF (세율 7% 가정)	0.0	93.0	0.0	0.0	186.0	46.5	93.0	186.0	0.0	327.8	329.5	521.3
NPV	2954.5											
NPV of Terminal value (-10% 영구성장률)	1961.8											
합산수익	4,916.3											
Risk-adjusted NPV (성공률 16%)	786.6											
배분비율 고려 가치(70%)	550.6											
<b>원화환산수익 (환율 1,150원/\$)</b>	<b>633.2</b>											
총 주식수	10,435											
<b>주당가치</b>	<b>60,682</b>											

주1: 로열티 10%, WACC 6.6% 가정. 발매까지 성공확률 임상 1상 10%, 임상 2상 16%, 임상 3상 50%, NDA 83% (Nature Biotechnology, 2014)

주2: 시장규모 RAF 저해제(vemurafenib, dabrafenib, encorafenib, sorafenib)매출 추정치 참고

주3: 로슈(Roche)로부터 로열티 수취 시 세율 7% 가정

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

**LAPS-GLP-1(에페글레타이드) 신약가치 Valuation**

(단위: 백만달러, %, 십억원, 주, 원)

	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
당뇨 GLP-1 계열 시장규모	7,555	8,834	9,987	10,988	12,765	14,680	16,882	18,570	20,427	22,470	24,043	25,726
성장률		16.9	13.1	10.0	16.2	15.0	15.0	10.0	10.0	10.0	7.0	7.0
시장점유율					1.0	2.0	2.0	5.0	10.0	10.0	10.0	10.0
예상매출액					127.7	293.6	337.6	928.5	2,042.7	2,247.0	2,404.3	2,572.6
성장률								175.0	120.0	10.0	7.0	7.0
개발일정	3상개시		3상종료	허가	발매							
마일스톤 (Total 1500.0)			200.0	100.0	100.0		100.0	200.0		300.0		500.0
로열티 (10% 가정)					12.8	29.4	33.8	92.9	204.3	224.7	240.4	257.3
FCF (세율 7% 가정)	0.0	0.0	186.0	93.0	104.9	27.3	124.4	272.4	190.0	488.0	223.6	704.2
NPV	2100.2											
NPV of Terminal value (-20% 영구성장률)	350.3											
합산수익	2,450.5											
Risk-adjusted NPV (성공율 50%)	1,225.2											
배분비율 고려 가치(70%)	857.7											
<b>원화환산수익 (환율 1,150원/\$)</b>	<b>986.3</b>											
총 주식수	10,435											
<b>주당가치</b>	<b>94,519</b>											

주1: 로열티 10%, WACC 6.6% 가정. 발매까지 성공확률 임상 1상 10%, 임상 2상 16%, 임상 3상 50%, NDA 83% (Nature Biotechnology, 2014)

주2: 시장규모 GLP-1 계열 약물(liraglutide, dulaglutide, exenatide, lixisenatide, albiglutide, semaglutide(50%만 반영) 매출 추정치 참고

주3: 사노피(Sanofi)로부터 로열티 수취 시 세율 7% 가정

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

**HM12525A(GLP/GCG dual agonist) 신약가치 Valuation**

(단위: 백만달러, %, 십억원, 주, 원)

	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
비만/당뇨 시장규모	1,775	2,196	2,698	3,277	4,478	5,821	7,567	9,080	10,442	11,487	12,635	13,899
성장률		23.8	22.9	21.4	36.6	30.0	30.0	20.0	15.0	10.0	10.0	10.0
시장점유율										10.0	20.0	30.0
예상매출액										1,148.7	2,527.1	4,169.7
성장률											120.0	65.0
개발일정	1상 중	1상종료	2상개시		2상종료	3상개시		3상종료	허가	발매		
마일스톤 (Total 810.0)		100.0			110.0			200.0	50.0	50.0		100.0
로열티 (10% 가정)					0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	114.9	252.7	417.0
FCF (세율 10% 가정)	0.0	90.0	0.0	0.0	99.0	0.0	0.0	180.0	45.0	148.4	227.4	465.3
NPV	2027.9											
NPV of Terminal value (-10% 영구성장률)	1163.2											
합산수익	3,191.1											
Risk-adjusted NPV (성공율 10%)	319.1											
배분비율 고려 가치(70%)	223.4											
<b>원화환산수익 (환율 1,150원/\$)</b>	<b>256.9</b>											
총 주식수	10,435											
<b>주당가치</b>	<b>24,617</b>											

주1: 로열티 10%, WACC 6.6% 가정. 발매까지 성공확률 임상 1상 10%, 임상 2상 16%, 임상 3상 50%, NDA 83% (Nature Biotechnology, 2014)

주2: 시장규모 비만/당뇨 치료제 semaglutide 매출 추정치 참고(50%만 반영)

주3: 안센(Janssen)으로부터 로열티 수취 시 세율 10% 가정

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

LAPS-인슐린 콤보 신약가치 Valuation

(단위: 백만달러, %, 십억원, 주, 원)

	2017F	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F	2028F
당뇨 시장규모	468	1,153	1,985	2,974	3,866	5,025	6,533	7,839	9,407	10,348	11,383	12,521
성장률		146.5	72.1	49.8	30.0	30.0	30.0	20.0	20.0	10.0	10.0	10.0
시장점유율										10.0	20.0	30.0
예상매출액										1,034.8	2,276.5	3,756.3
성장률											120.0	65.0
개발일정	1상개시	1상종료	2상개시		2상종료	3상개시		3상종료	허가	발매		
마일스톤 (Total 1,340.0)		100.0			200.0			300.0	100.0	100.0		200.0
로열티 (10% 가정)					0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	103.5	227.7	375.6
FCF (세율 7% 가정)	0.0	93.0	0.0	0.0	186.0	0.0	0.0	279.0	93.0	189.2	211.7	535.3
NPV	2194.8											
NPV of Terminal value (-10% 영구성장률)	1082.8											
합산수익	3,277.6											
Risk-adjusted NPV (성공율 10%)	327.8											
배분비율 고려 가치(70%)	229.4											
<b>원화환산수익 (환율 1,150원/\$)</b>	<b>263.8</b>											
총 주식수	10,435											
<b>주당가치</b>	<b>25,285</b>											

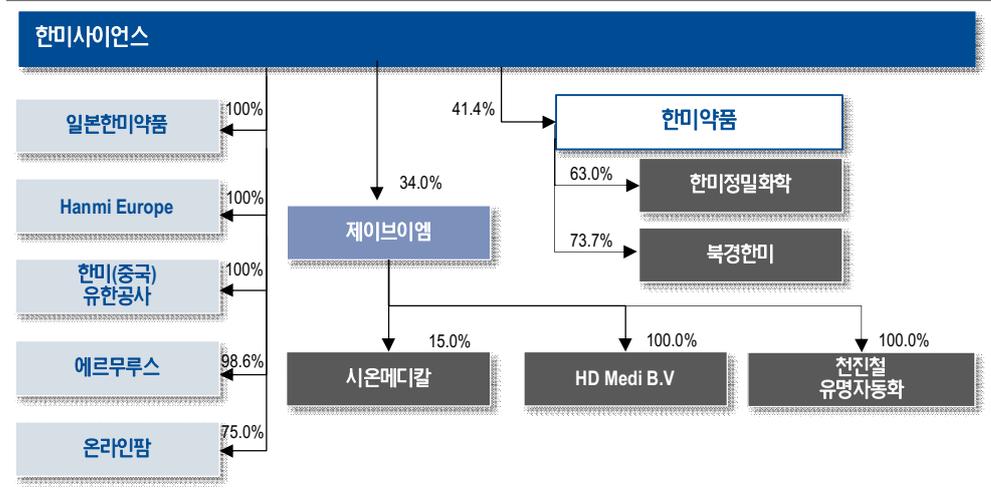
주1: 로열티 10%, WACC 6.6% 가정. 발매까지 성공확률 임상 1상 10%, 임상 2상 16%, 임상 3상 50%, NDA 83% (Nature Biotechnology, 2014)

주2: 시장규모 인슐린 콤보 daily제형인 lixilan, xultophy 매출 추정치 참고

주3: 사노피(Sanofi)로부터 로열티 수취시 세율 7% 가정

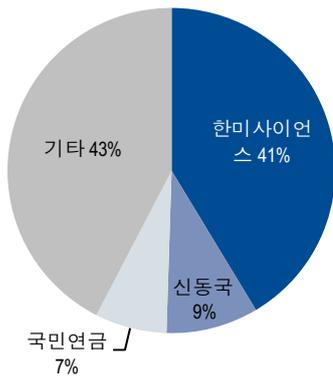
자료: NH투자증권 리서치센터 전망

한미약품 지배구조



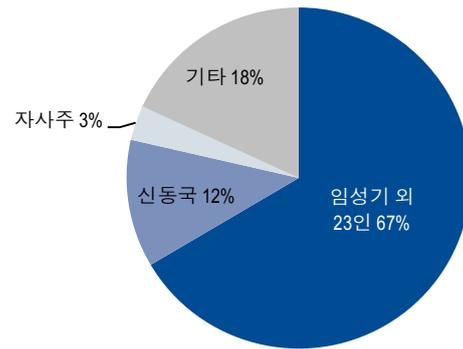
자료: 전자공시시스템, NH투자증권 리서치센터

한미약품 주요주주 현황



자료: 전자공시시스템, NH투자증권 리서치센터

한미사이언스 주요주주 현황



자료: 전자공시시스템, NH투자증권 리서치센터

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
매출액	1,318	936	783	883
증감률 (%)	73.1	-29.0	-16.4	12.8
매출원가	398	417	344	388
매출총이익	919	519	438	494
Gross 마진 (%)	69.8	55.5	56.0	56.0
판매비와 일반관리비	707	471	419	438
영업이익	212	49	19	57
증감률 (%)	514.8	-77.0	-60.7	196.2
OP 마진 (%)	16.1	5.2	2.4	6.4
EBITDA	262	113	81	113
영업외손익	-2	15	2	2
금융수익(비용)	-11	-3	-4	-4
기타영업외손익	9	18	6	6
종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
세전계속사업이익	210	64	21	59
법인세비용	48	-10	4	12
계속사업이익	162	74	17	47
당기순이익	162	74	17	47
증감률 (%)	274.3	-54.5	-77.2	178.5
Net 마진 (%)	12.3	7.9	2.1	5.3
지배주주지분 순이익	154	68	15	42
비지배주주지분 순이익	8	6	1	4
기타포괄이익	-6	0	0	0
총포괄이익	156	74	17	47

Valuation / Profitability / Stability				
	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
PER(X)	49.2	47.2	194.6	69.9
PBR(X)	11.3	4.4	4.2	4.1
PCR(X)	27.0	22.8	31.5	23.6
PSR(X)	5.8	3.4	3.8	3.4
EV/EBITDA(X)	29.4	30.1	39.1	27.9
EV/EBIT(X)	36.4	69.6	165.7	55.6
EPS(W)	14,800	6,476	1,477	4,115
BPS(W)	64,680	69,162	68,645	70,766
SPS(W)	126,260	89,703	75,012	84,585
자기자본이익률(ROE, %)	25.7	9.7	2.1	5.9
총자산이익률(ROA, %)	11.8	4.4	1.1	3.0
투하자본이익률 (ROIC, %)	20.8	4.4	1.9	5.9
배당수익률(%)	0.3	0.7	0.7	0.7
배당성장(%)	13.2	30.8	135.0	48.5
총현금배당금(십억원)	20	21	21	21
보통주 주당배당금(W)	2,000	2,000	2,000	2,000
순부채(현금)/자기자본(%)	24.6	15.9	11.7	8.7
총부채/ 자기자본(%)	131.3	100.2	91.8	94.5
이자발생부채	368	367	367	367
유동비율(%)	170.0	182.0	191.5	194.0
총발행주식수(mn)	10	10	10	10
액면가(W)	2,500	2,500	2,500	2,500
주가(W)	728,000	305,500	287,500	287,500
시가총액(십억원)	7,448	3,188	3,000	3,000

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
현금및현금성자산	138	208	247	265
매출채권	778	553	462	521
유동자산	1,145	923	845	939
유형자산	416	522	545	528
투자자산	54	38	32	36
비유동자산	577	674	678	656
자산총계	1,723	1,597	1,523	1,595
단기성부채	103	103	103	103
매입채무	56	39	32	37
유동부채	674	507	441	484
장기성부채	264	264	264	264
장기충당부채	37	26	22	25
비유동부채	304	292	288	291
부채총계	978	800	729	775
자본금	26	26	26	26
자본잉여금	418	418	418	418
이익잉여금	228	275	270	292
비지배주주지분	70	76	77	81
자본총계	745	798	794	820

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
영업활동 현금흐름	102	238	120	77
당기순이익	162	74	17	47
+ 유/무형자산상각비	50	64	62	56
+ 종속, 관계기업관련손익	0	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	-5	0	0	0
Gross Cash Flow	281	140	95	127
- 운전자본의증가(감소)	-117	100	41	-27
투자활동 현금흐름	-114	-148	-61	-37
+ 유형자산 감소	2	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-121	-152	-72	-30
+ 투자자산의매각(취득)	-7	16	6	-4
Free Cash Flow	-19	86	48	47
Net Cash Flow	-13	90	59	39
재무활동현금흐름	95	-21	-21	-21
자기자본 증가	0	0	0	0
부채증감	95	-21	-21	-21
현금의증가	86	70	39	18
기말현금 및 현금성자산	138	208	247	265
기말 순부채(순현금)	183	126	93	71

# 녹십자 (006280.KS)

## 단기 투자 매력도 낮음

4분기 기저효과로 호실적 시현 추정. 연구개발비용 증가, 생산 고정비 부담 및 단기간 대형 신제품 부재로 2017년 매출 소폭 성장에 그칠 전망. 본격적인 성장은 2019년부터, 주가엔 2018년 하반기부터 기대감 반영 전망

### 독감백신 매출 2015년 대비 5.2% 증가 수준

4분기 이연된 독감백신 매출 반영으로 매출액 3,042억원(+12.6% y-y), 영업이익 67억원(+1069.6% y-y) 추정. 연간 독감백신 매출은 604억원으로 2015년 대비 5.2% 증가 수준. 공채 신입사원 채용으로 인한 인건비 상승, 연구개발비용 집행 등 4분기에 판관비가 물리는 경향. 2017년 매출액 1조 2,070억원(+2.2% y-y), 영업이익 880억원(+15.6% y-y) 추정

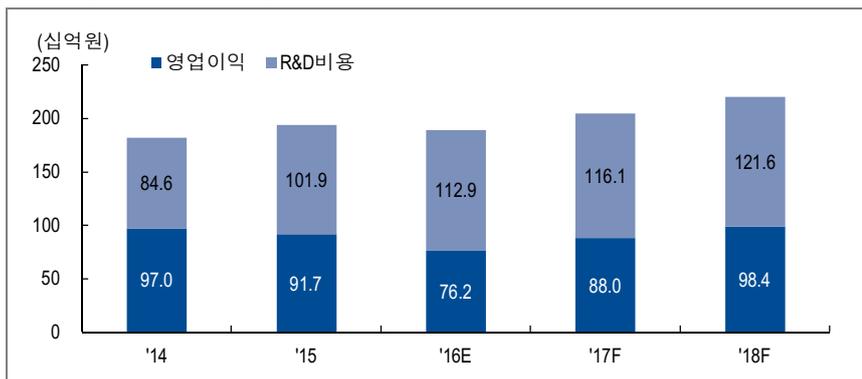
### 본격적인 성장은 캐나다 공장이 가동되는 2019년부터

연구개발비용 증가, 오창공장 생산인력 신규채용(지난 1년간 13.3% 증가)으로 비용 부담 가중. 단기간 대형 신제품 부재로 2017년 매출 소폭 성장에 그칠 전망. 또한 무시할 수 없는 상황. 미국 IVIG-SN 허가를 위한 보완자료 2017년 상반기 제출 및 하반기 미국 허가 기대. 미국 혈액체제의 본격적인 매출 발생은 2019년부터 기대해야 하는 상황

### 투자의견 Hold, 목표주가 15만원으로 커버리지 개선

IVIG-SN 미국 개발의 경우 License-out 계약처럼 일시에 upfront 금액이 인식되는 것이 아니기 때문에 주가에는 내년부터 기대감이 반영될 것으로 전망. 본업가치만 따졌을 때 적정 시가총액은 1조 6,821억원으로 산출(2017년 예상 EBITDA 1,186억원에 유한양행, 동아에스티, 대웅제약, 종근당 평균 EV/EBITDA 14.2배 적용)

### 녹십자 영업이익+R&D 전망



자료: 전자공시시스템, NH투자증권 리서치센터 전망

## Hold (신규)

목표주가	150,000원 (신규)
현재가 ('17/1/9)	154,500원
업종	제약
KOSPI / KOSDAQ	2048.78 / 642.15
시가총액(보통주)	1,805.6십억원
발행주식수(보통주)	11.7백만주
52주 최고가('16/01/08)	249,500원
최저가('16/11/02)	134,000원
평균거래대금(60일)	6,370백만원
배당수익률(2016E)	0.76%
외국인지분율	23.1%
주요주주	
녹십자홀딩스 외 16 인	52.4%
국민연금	8.1%
주가상승률	3개월 6개월 12개월
절대수익률 (%)	-9.1 -16.3 -38.1
상대수익률 (%p)	-8.9 -19.8 -42.0

	2015	2016E	2017F	2018F
매출액	1,048	1,181	1,207	1,268
중감률	7.4	12.7	2.2	5.1
영업이익	92	76	88	98
영업이익률	8.7	6.5	7.3	7.8
(지배지분)순이익	95	50	63	71
EPS	8,126	4,292	5,393	6,099
중감률	13.1	-47.2	25.7	13.1
PER	22.5	36.6	28.6	25.3
PBR	2.2	1.8	1.7	1.7
EV/EBITDA	18.3	18.1	15.5	14.0
ROE	10.3	5.1	6.2	6.7
부채비율	41.8	44.4	44.3	43.9
순차입금	19	31	-11	-78

단위: 십억원, %, 원, 배  
 주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
 자료: NH투자증권 리서치센터 전망



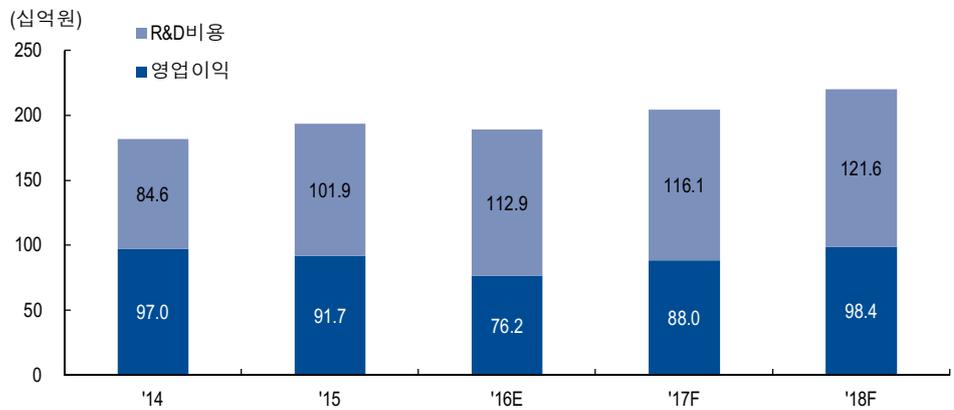
Analyst **구완성**  
 02)768-7977, william.ku@nhqv.com  
**RA 김재익**  
 02)768-7350, jaeikik@nhqv.com

녹십자 2017년 key catalysts



자료: 녹십자, NH투자증권 리서치센터

녹십자 영업이익+R&D 전망



자료: 녹십자, NH투자증권 리서치센터 전망

녹십자 실적 전망

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2015	2016E	2017F	2018F
매출액	1,047.8	1,181.1	1,207.0	1,268.1
영업이익	91.7	76.2	88.0	98.4
영업이익률	8.7	6.5	7.3	7.8
EBITDA	120.1	105.6	118.6	127.0
(지배지분)순이익	95.0	50.2	63.0	71.3
EPS	8,126	4,292	5,393	6,099
PER	22.5	36.6	28.6	25.3
PBR	2.2	1.8	1.7	1.7
EV/EBITDA	18.3	18.1	15.5	14.0
ROE	10.3	5.1	6.2	6.7

주: IFRS 연결 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

녹십자 분기별 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2015	2016E	2017F
<b>매출액</b>	<b>245.8</b>	<b>303.5</b>	<b>327.6</b>	<b>304.2</b>	<b>257.1</b>	<b>299.3</b>	<b>333.6</b>	<b>317.1</b>	<b>1,047.8</b>	<b>1,181.1</b>	<b>1,207.0</b>
증감률(% y-y)	14.7	13.1	11.0	12.6	4.6	-1.4	1.8	4.2	7.4	12.7	2.2
<b>내수</b>	<b>186.9</b>	<b>198.8</b>	<b>244.6</b>	<b>192.4</b>	<b>185.9</b>	<b>190.3</b>	<b>245.1</b>	<b>195.3</b>	<b>703.5</b>	<b>822.7</b>	<b>816.7</b>
증감률(% y-y)	19.2	25.8	16.3	7.9	-0.5	-4.3	0.2	1.5	8.8	16.9	-0.7
혈액제제	75.6	70.6	81.3	71.1	81.3	75.7	87.5	76.4	272.7	298.7	320.9
증감률(% y-y)	8.5	9.0	13.8	6.6	7.5	7.2	7.6	7.4	8.3	9.5	7.5
백신제제	24.7	34.0	73.8	39.7	32.8	73.8	39.1	22.2	165.7	172.2	169.1
증감률(% y-y)	-10.1	26.1	-4.1	15.8	-5.6	-3.5	0.0	-1.4	4.3	3.9	-1.8
ETC	69.4	69.0	70.1	63.1	63.3	65.3	61.3	62.8	196.6	271.7	252.7
증감률(% y-y)	53.9	46.9	60.8	3.7	-9.7	-8.2	-6.9	-2.9	15.5	38.2	-7.0
OTC	17.1	25.2	19.3	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0	68.5	80.1	74.0
증감률(% y-y)	18.3	30.6	6.0	8.9	5.2	-28.6	-6.7	0.0	4.6	17.0	-7.6
<b>수출</b>	<b>21.3</b>	<b>64.9</b>	<b>44.8</b>	<b>73.0</b>	<b>65.2</b>	<b>46.4</b>	<b>79.1</b>	<b>34.8</b>	<b>207.8</b>	<b>204.0</b>	<b>220.5</b>
증감률(% y-y)	-15.9	-15.9	-2.4	23.0	40.1	0.4	3.6	8.4	-2.7	-1.8	8.1
혈액제제	15.8	16.4	25.8	37.0	17.4	25.7	40.2	28.3	91.1	95.0	107.0
증감률(% y-y)	-17.0	-18.6	-8.7	56.2	50.2	6.1	-0.5	8.8	7.9	4.2	12.7
백신제제	4.6	43.5	18.0	35.1	46.8	19.7	37.9	5.5	98.1	101.2	109.5
증감률(% y-y)	61.8	-11.7	20.1	13.5	9.3	7.5	9.7	8.1	51.5	3.2	8.2
ETC	0.8	5.1	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	16.3	7.9	4.0
증감률(% y-y)	-48.3	-29.0	-62.3	-79.2	19.5	-80.4	0.0	0.0	29.9	-51.2	-49.6
<b>영업이익</b>	<b>10.9</b>	<b>24.0</b>	<b>34.6</b>	<b>6.7</b>	<b>17.0</b>	<b>18.7</b>	<b>37.6</b>	<b>14.8</b>	<b>91.7</b>	<b>76.2</b>	<b>88.0</b>
증감률(% y-y)	-14.4	-20.5	-28.2	1,069.6	56.1	-22.3	8.8	121.0	-5.5	-16.9	15.6
영업이익률(%)	4.4	7.9	10.6	2.2	6.6	6.2	11.3	4.7	8.7	6.5	7.3
<b>세전순이익</b>	<b>8.1</b>	<b>20.7</b>	<b>27.4</b>	<b>7.3</b>	<b>12.5</b>	<b>25.7</b>	<b>37.2</b>	<b>4.3</b>	<b>128.9</b>	<b>63.4</b>	<b>79.7</b>
증감률(% y-y)	-0.5	-0.5	-0.6	-5.4	0.5	0.2	0.4	-0.4	10.5	-50.8	25.6
세전순이익률(%)	3.3	6.8	8.4	2.4	4.9	8.6	11.2	1.3	12.3	5.4	6.6
<b>당기순이익</b>	<b>6.4</b>	<b>16.9</b>	<b>22.9</b>	<b>6.3</b>	<b>10.4</b>	<b>20.9</b>	<b>31.7</b>	<b>3.0</b>	<b>95.7</b>	<b>52.5</b>	<b>66.0</b>
증감률(% y-y)	-51.4	-42.7	-60.4	-226.9	61.1	24.0	38.1	-52.0	10.3	-45.1	25.6
당기순이익률(%)	2.6	5.6	7.0	2.1	4.0	7.0	9.5	0.9	9.1	4.4	5.5

주: IFRS 연결 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

파이프라인 현황

기업	파이프라인	적응증	임상단계	비고
녹십자	IVIG SN	1차성 면역결핍질환	허가신청	
	Greenene F	A형 혈우병	임상 3상	미국 3상 포기
	Hunterase	헌터증후군	임상 2상	
	GC1102	간염재발예방+만성간염치료	임상 2상	
	GC1107	파상풍, 디프테리아	허가신청	
	GC3106A	인플루엔자백신(4가 세포배양)	임상 3상 중	
	GC1109	탄저병	임상 2상	
	GC3111A	파상풍, 디프테리아, 백일해	임상 1상	
	MGAG22	유방암	임상 3상	
	GC1113	빈혈	임상 2상	
GC1118	암	임상 1상		

자료: 전자공시시스템, 각사 IR자료, NH투자증권 리서치센터

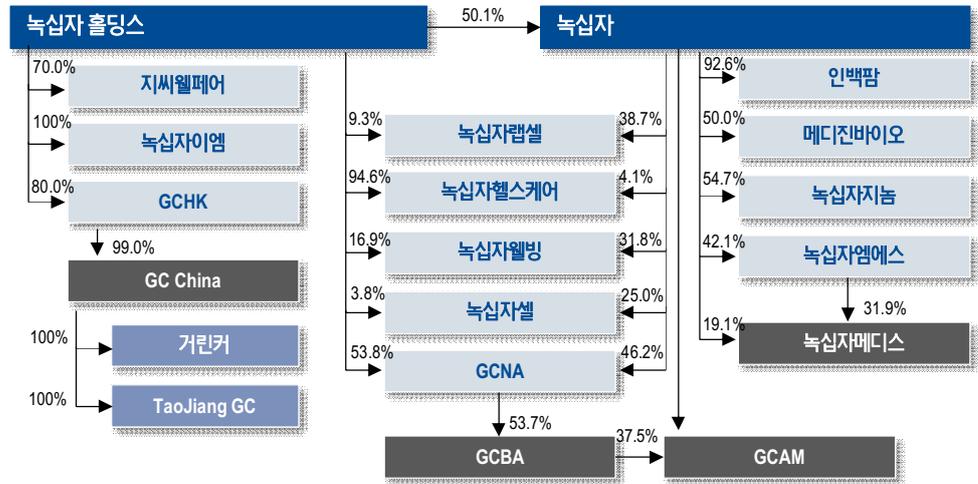
녹십자 SOTP(Sum-of-the parts) Valuation

(단위: 십억원, 배)

	2017F EBITDA	EV/EBITDA	비고
1. 영업가치	1,682.1	118.6	14.2 유한양행, 종근당, 대웅제약, 동아에스티 평균 EV/EBITDA적용
2. 자사주	41.6	주식 수	3개월 평균 주가
	41.6	273,360	152,000
3. 순차입금	-11.2		
6. 기업가치 (1+2-3)	1,734.8		
7. 보통주주식수 (천주)	11,687		
8. 적정주가	<b>148,444</b>		

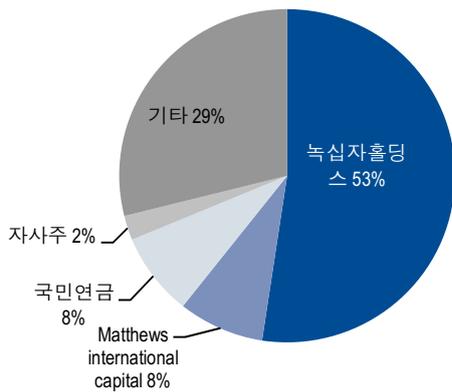
자료: NH투자증권 리서치센터 전망

녹십자 지배구조



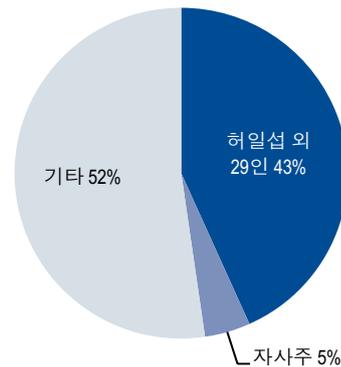
자료: 전자공시시스템, NH투자증권 리서치센터

녹십자 주요주주 현황



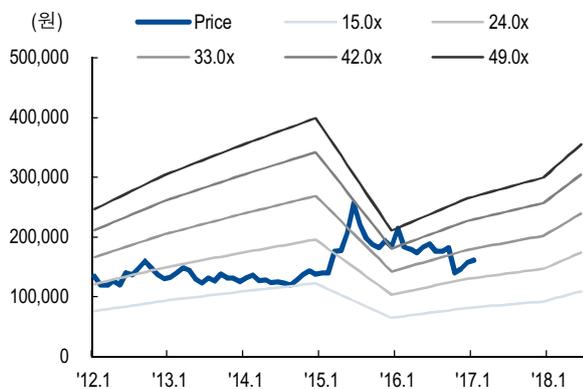
자료: 전자공시시스템, NH투자증권 리서치센터

녹십자홀딩스 주요주주 현황



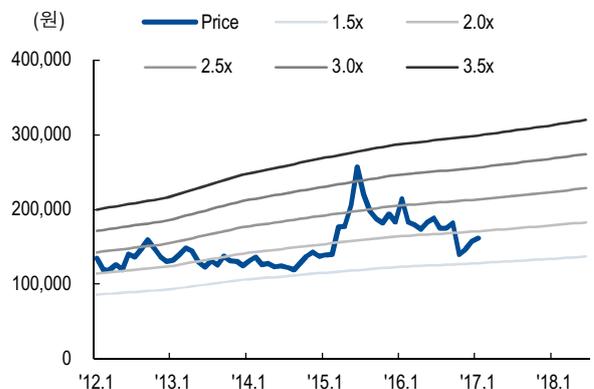
자료: 전자공시시스템, NH투자증권 리서치센터

녹십자 PER Chart



자료: Wisefn, NH투자증권 리서치센터

녹십자 PBR Chart



자료: Wisefn, NH투자증권 리서치센터

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
매출액	1,048	1,181	1,207	1,268
증감률 (%)	7.4	12.7	2.2	5.1
매출원가	709	832	837	875
매출총이익	339	350	370	393
Gross 마진 (%)	32.4	29.6	30.6	31.0
판매비와 일반관리비	247	273	281	295
영업이익	92	76	88	98
증감률 (%)	-5.5	-16.9	15.6	11.7
OP 마진 (%)	8.7	6.5	7.3	7.8
EBITDA	120	106	119	127
영업외손익	37	-13	-8	-8
금융수익(비용)	11	-13	-8	-8
기타영업외손익	-13	0	0	0
중속, 관계기업관련손익	39	0	0	0
세전계속사업이익	129	63	80	90
법인세비용	33	11	14	16
계속사업이익	96	53	66	75
당기순이익	96	53	66	75
증감률 (%)	10.3	-45.1	25.7	13.1
Net 마진 (%)	9.1	4.4	5.5	5.9
지배주주지분 순이익	95	50	63	71
비지배주주지분 순이익	1	2	3	3
기타포괄이익	-12	0	0	0
총포괄이익	84	53	66	75

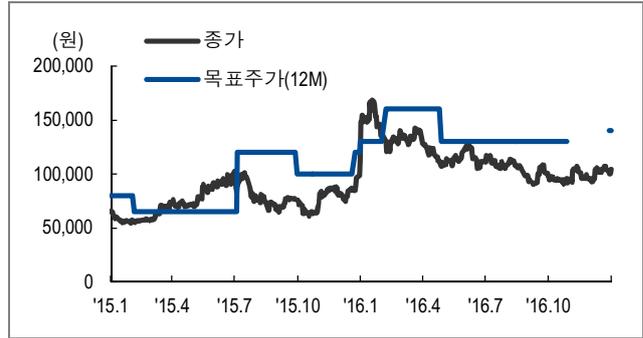
Valuation / Profitability / Stability				
	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
PER(X)	22.5	36.6	28.6	25.3
PBR(X)	2.2	1.8	1.7	1.7
PCR(X)	15.9	19.0	15.8	14.7
PSR(X)	2.0	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA(X)	18.3	18.1	15.5	14.0
EV/EBIT(X)	24.0	25.1	20.9	18.1
EPS(W)	8,126	4,292	5,393	6,099
BPS(W)	81,873	84,993	89,019	93,555
SPS(W)	89,660	101,064	103,281	108,510
자기자본이익률(ROE, %)	10.3	5.1	6.2	6.7
총자산이익률(ROA, %)	7.0	3.6	4.3	4.6
투자자본이익률 (ROIC, %)	6.3	6.7	7.9	8.8
배당수익률(%)	1.0	0.8	0.9	1.0
배당성향(%)	21.3	27.3	25.4	25.6
총현금배당금(십억원)	20	14	16	18
보통주 주당배당금(W)	1,750	1,200	1,400	1,600
순부채(현금)/자기자본(%)	1.9	3.0	-1.0	-6.8
총부채/ 자기자본(%)	41.8	44.4	44.3	43.9
이자발생부채	140	147	149	152
유동비율(%)	241.6	229.0	230.9	246.5
총발행주식수(mn)	12	12	12	12
액면가(W)	5,000	5,000	5,000	5,000
주가(W)	183,000	157,000	154,500	154,500
시가총액(십억원)	2,139	1,835	1,806	1,806

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
현금및현금성자산	58	81	139	216
매출채권	287	299	306	321
유동자산	743	794	848	951
유형자산	500	521	539	510
투자자산	85	95	98	102
비유동자산	672	702	720	693
자산총계	1,415	1,497	1,568	1,645
단기성부채	59	66	68	71
매입채무	131	148	151	159
유동부채	308	347	367	386
장기성부채	81	81	81	81
장기충당부채	18	20	21	22
비유동부채	110	114	114	116
부채총계	417	460	482	502
자본금	58	58	58	58
자본잉여금	311	311	311	311
이익잉여금	595	632	679	732
비지배주주지분	41	43	46	50
자본총계	998	1,037	1,087	1,143

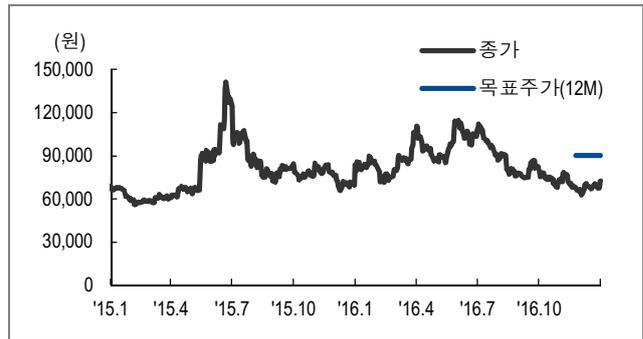
CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
영업활동 현금흐름	45	68	104	85
당기순이익	96	53	66	75
+ 유/무형자산상각비	28	29	31	29
+ 중속, 관계기업관련손익	-39	0	0	0
+ 외화환산손실(이익)	-3	0	0	0
Gross Cash Flow	134	97	114	123
- 운전자본의증가(감소)	-55	-14	8	-18
투자활동 현금흐름	8	-32	-34	5
+ 유형자산 감소	0	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-121	-46	-46	3
+ 투자자산의매각(취득)	90	-11	-2	-5
Free Cash Flow	-76	22	58	88
Net Cash Flow	53	36	70	90
재무활동현금흐름	-28	-13	-12	-13
자기자본 증가	-5	0	0	0
부채증감	-22	-13	-12	-13
현금의증가	26	23	58	77
기말현금 및 현금성자산	58	81	139	216
기말 순부채(순현금)	19	31	-11	-78

투자이건 및 목표주가 변경내역

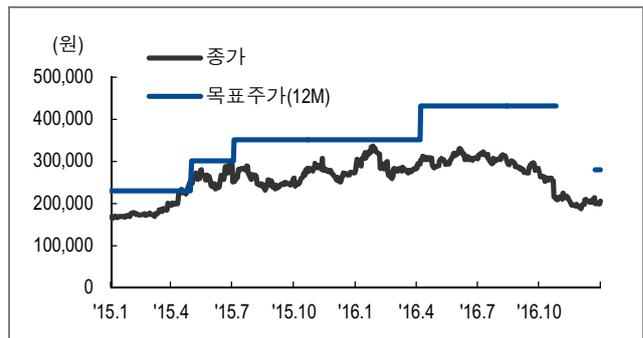
종목명	코드	제시일자	투자이건	목표가
종근당	185750.KS	2017.01.10	Buy	140,000원(12개월) (담당자 변경)
		2016.05.02	Hold	130,000원(12개월)
		2016.04.04	Hold	160,000원(12개월)
		2016.02.11	Buy	160,000원(12개월)
		2016.01.05	Buy	130,000원(12개월)
		2015.12.28	Buy	120,000원(12개월)
		2015.10.05	Buy	100,000원(12개월)
		2015.07.09	Buy	120,000원(12개월)
		2015.02.09	Hold	65,000원(12개월)



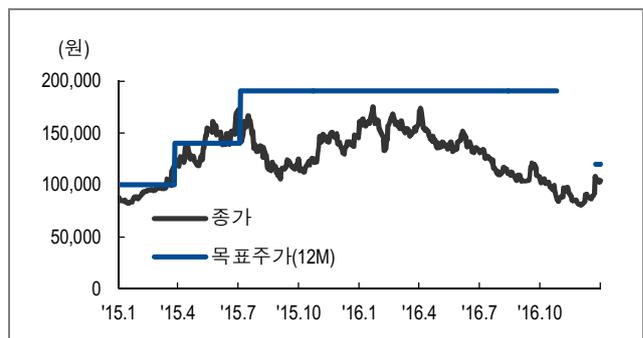
종목명	코드	제시일자	투자이건	목표가
대웅제약	069620.KS	2016.11.29	Buy	90,000원(12개월)



종목명	코드	제시일자	투자이건	목표가
유한양행	000100.KS	2017.01.10	Buy	280,000원(12개월) (담당자 변경)
		2015.04.09	Buy	430,000원(12개월)
		2015.07.09	Buy	350,000원(12개월)
		2015.05.06	Buy	300,000원(12개월)
		2014.07.01	Buy	230,000원(12개월)
		2014.02.07	Buy	270,000원(12개월)

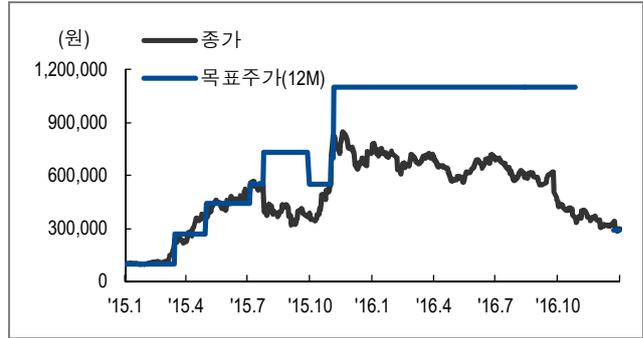


종목명	코드	제시일자	투자이건	목표가
동아에스티	170900.KQ	2017.01.10	Buy	120,000원(12개월) (담당자 변경)
		2015.07.09	Buy	190,000원(12개월)
		2015.04.01	Buy	140,000원(12개월)

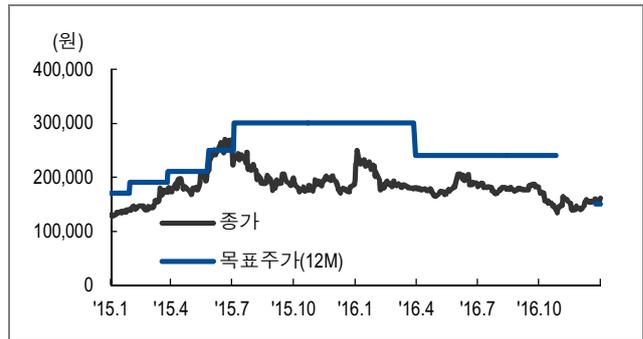


투자이건 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자이건	목표가
한미약품	128940.KS	2017.01.10	Hold	290,000원(12개월) (담당자 변경)
		2015.11.10	Buy	1,100,000원(12개월)
		2015.11.06	Buy	700,000원(12개월)
		2015.10.05	Buy	550,000원(12개월)
		2015.07.29	Buy	730,000원(12개월)
		2015.07.09	Buy	550,000원(12개월)
		2015.05.06	Buy	440,000원(12개월)
		2015.03.20	Buy	270,000원(12개월)
		2015.01.06	Hold	100,000원(12개월)



종목명	코드	제시일자	투자이건	목표가
녹십자	006280.KQ	2017.01.10	Hold	150,000원(12개월) (담당자 변경)
		2016.04.04	Buy	240,000원(12개월)
		2015.07.09	Buy	300,000원(12개월)
		2015.06.01	Buy	250,000원(12개월)
		2015.04.01	Buy	210,000원(12개월)
		2015.02.03	Buy	190,000원(12개월)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
  - Buy : 15% 초과
  - Hold : -15% ~ 15%
  - Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자이건 분포는 다음과 같습니다. (2017년 1월 6일 기준)

- 투자이건 분포

Buy	Hold	Sell
76.9%	23.1%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자이건은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자이건 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '증권당, 대웅제약, 유한양행, 한미약품, 동아에스티, 녹십자'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhqv.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.