

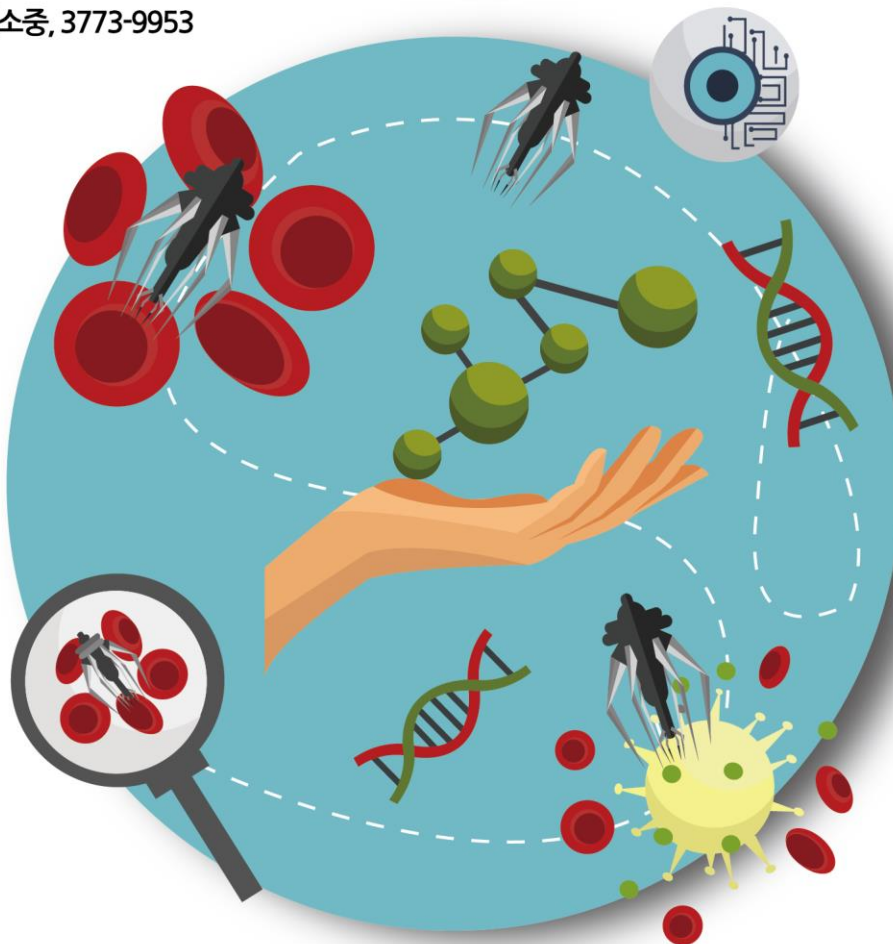
20180410

# SK INDUSTRY ANALYSIS

## 제약바이오 옥석을 가려야 할 때!

제약바이오, 이달미, 3773-9952

R.A. 이소중, 3773-9953



# SK INDUSTRY Analysis



**Analyst**  
**이달미**  
talmi@sk.com  
02-3773-9952



**R.A**  
**이소중**  
sojoong@sk.com  
02-3773-9953

## 제약/바이오 (Overweight)

### 옥석을 가려야 할 때!

제약/바이오 섹터의 최근 산업 이슈를 점검하고 커버리지 업체의 2018 년 1 분기 실적을 사전 점검. 코스닥 벤처펀드 런칭에 따라 제약/바이오 업체들의 주가 상승세가 예상됨. 그러나 최근 이슈화 되었던 무형자산화 문제와 관련해 업체별 옥석가리기가 진행될 필요. 한편 2018 년 1 분기 실적은 제약/바이오업체들의 계절적 비수기로 높아진 시장 눈높이를 하회할 전망이다 3 월 의약품 수출 성장률은 회복세를 보이고 있어 1 분기 실적을 저점으로 점진적인 회복세가 예상됨.

### 코스닥 벤처펀드 런칭에 따라 제약/바이오 업체 주가 상승세 예상

코스닥 벤처펀드 출시로 제약/바이오 섹터에 해당되는 96 개 업체에 대해 관심이 높아지고 있다. 종목수로 봤을 때 전체 펀드의 17%를 차지하며 시가총액 비중으로는 40%에 달해 펀드 런칭이 순조롭게 진행될 경우 제약/바이오 업체들의 주가에 긍정적인 영향을 미칠 전망이다.

### 무형자산화 이슈

그런데 최근 기업들의 회계처리가 보수적인 방향으로 흘러가며 제약/바이오 섹터에서도 무형자산화 처리 문제가 이슈화되고 있다. 특히 R&D 비용이 가장 큰 부담이다. 하지만 무형자산화 비중이 높다고 하여 무조건 그 회사의 기업가치를 나쁘게 볼 순 없다. 그보다는 신약의 성공가능성이 중요하다. 따라서 성공가능성을 기준으로 업체별 옥석을 가려야 한다. 우리는 바이오시밀러나 보톡스 중 성공 가능성이 높은 업체, 이미 신약 개발에 성공한 경험이 있는 업체를 주목한다.

### 3 월 의약품 수출 성장률 회복세

2018 년 1 월, 2 월 의약품 수출 성장률이 각각 -18.7%YoY, -33.0%YoY 로 역성장하다가 3 월에 들어서야 +71.4%YoY 를 기록하며 회복하고 있다. 의약품 수출액은 1 분기를 저점으로 2 분기부터는 점차 회복될 전망이다. 의약품 수출은 대부분이 바이오시밀러인데 주로 텐더 마켓으로 진행되며 입찰이 하반기에 이루어진다. 보툴리눔 독신 역시 겨울에 소비되는 경우가 많아 상반기 실적이 하반기 대비 상대적으로 낮다. 이러한 현상은 전반적으로 국내 제약/바이오 업체들의 1 분기 실적에 영향을 미칠 전망이다 2 분기부터는 회복세가 예상된다.

### 커버리지 업체 2018 년 1 분기 실적 Preview

당사 커버리지 업체 2018 년 1 분기 합산 실적은 매출액이 1 조 8,549 억원 (+12.3%YoY), 영업이익은 2,956 억원(+21.5%YoY)를 시현할 전망이다. 1 분기가 계절적인 비수기임에도 불구하고 2017 년 4 분기를 제외하고는 2017 년 실적이 시장 컨센서스를 상회하다보니 전반적으로 추정치에 대한 눈높이가 높아진 상황이다. 높아진 눈높이는 2018 년 1 분기까지 이어졌고 이에 따라 이번 1 분기 실적은 시장 컨센서스를 하회할 것으로 판단된다. Top Pick 은 실적 가시성이 높은 메디톡스, 휴젤, 대웅제약을 선정한다.

# Contents

1. 제약/바이오 최근 이슈 점검	3
2. 커버리지 업체 1Q18 실적 Preview	7

Company Analysis	10
------------------	----

메디톡스 (086900 / BUY / 880,000 원)

휴젤 (145020 / BUY / 750,000 원)

대웅제약 (069620 / BUY / 260,000 원)

삼성바이오로직스 (207940 / BUY / 660,000 원)

셀트리온헬스케어 (091990 / BUY / 130,000 원)

셀트리온 (068270 / BUY / 360,000 원)

한미약품 (128940 / BUY / 620,000 원)

동아에스티 (170900 / HOLD / 120,000 원)

유한양행 (000100 / BUY / 300,000 원)

SK 케미칼 (285130 / BUY / 140,000 원)

## Compliance Notice

- 작성자(이달미)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 4월 9일 기준)

매수	89.44%	중립	10.56%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

## 1. 제약/바이오 최근 이슈 점검

### (1) 코스닥 벤처펀드 런칭에 따른 제약/바이오 주가 상승세 예상

벤처기업 육성 특별조치법에 따라 기술성과 성장성이 높아 정부에서 지원할 필요가 있다고 인정한 기업에 투자하는 코스닥 벤처펀드가 출범했다. 4월 5일에 하나UBS, 브레인, 삼성액티브 등 6개 자산운용사에서 런칭했고 이어서 4월 9일에는 KTB 자산, 11일에는 미래에셋자산에서 순차적으로 펀드를 런칭할 예정이다. 코스닥 벤처펀드 런칭은 제약/바이오 업체들의 주가에 긍정적인 전망인데 투자 가능한 업체의 상당수가 제약/바이오 업체들이기 때문이다.

코스닥벤처펀드에서 투자 가능한 업체는 총 576개 종목인데 이 중에서 96개의 업체가 제약/바이오 섹터에 해당된다. 종목수로 봤을 때 전체 펀드의 17%이며 시가총액 비중으로는 40%를 차지한다. 따라서 펀드 런칭이 순조롭게 진행될 경우 제약/바이오 업체들의 주가에는 긍정적인 영향을 미칠 전망이다.

그림 1 코스닥벤처펀드 출시현황

구분	공모		사모					합계
	주식형	주식혼합형	주식형	주식혼합형	채권혼합형	혼합자산형	추후확정	
추가개방	1	6	2	14	-	7	1	31
추가폐쇄	-	-	-	1	-	1	-	2
단위개방	1	1	-	4	-	2	-	8
단위폐쇄	-	-	1	10	3	6	-	20
추후확정	-	1	-	-	-	-	2	3
합계	2	8	3	29	3	16	3	64

자료 : 금융투자협회, SK 증권

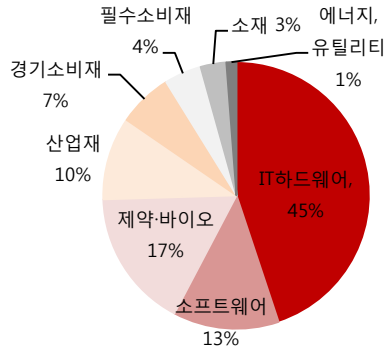
그림 2 코스닥 벤처펀드 개요

운용규제	벤처기업 신주에 15%, 벤처기업 또는 벤처 해제 후 7년 내 코스닥 중견, 중소기업 신주와 구주에 35% 이상 투자
투자대상	상장 벤처 기업 및 안랩, 메디톡스, 컴투스, 휴젤 등 중견, 중소기업 450여개
운용혜택	코스닥 투자 비중 50% 이상일 경우 코스닥 공모주 물량의 30% 우선 배정
소득공제	1인당 연간 투자금액의 10%(3000만원까지) 소득공제 - 단 3년 동안 가입 유지

자료 : 언론보도, SK 증권

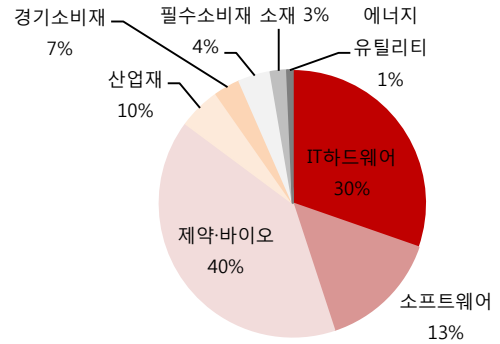


그림 3. 종목 비중으로 제약/바이오는 17%를 차지



자료 : 한국거래소 SK 증권

그림 4. 시가총액 비중으로 제약/바이오 40%를 차지



자료 : 한국거래소 SK 증권

그림 5. 코스닥벤처펀드 시가총액 상위 20 위 업체는 건강관리가 대부분을 차지

코드	기업명	섹터	시가총액(십억원)
A215600	신라젠	건강관리	7,297
A086900	메디톡스	건강관리	4,141
A084990	바이로메드	건강관리	3,589
A263750	필어비스	소프트웨어	2,735
A145020	휴젤	건강관리	2,584
A078340	컴투스	소프트웨어	2,402
A041960	코미팜	건강관리	2,153
A095700	제넥신	건강관리	2,146
A151910	나노스	IT하드웨어	1,384
A098460	고영	IT하드웨어	1,366
A192080	더블유게임즈	소프트웨어	1,242
A042000	카페24	소프트웨어	1,129
A115450	지트리비앤티	기계	1,121
A078160	메디포스트	건강관리	1,118
A108230	툽텍	디스플레이	1,095
A003380	제일홀딩스	필수소비재	1,029
A085660	차바이오텍	건강관리	1,018
A049950	미래컴퍼니	디스플레이	984
A214370	케어젠	건강관리	979
A096530	씨젠	건강관리	914

자료 : 한국거래소 SK 증권

## (2) 무형자산화 이슈

최근 기업 회계처리 기준이 보수적인 방향으로 흘러가고 있다. 이와 관련 제약/바이오 섹터에서 가장 크게 이슈화 되었던 부분은 무형자산화 처리다. 제약/바이오 섹터에서는 R&D 투자가 장기적으로 이뤄지기 때문에 이 부분이 부담이 될 수 밖에 없다. 사실 세 부적인 처리는 업체별로 담당 회계법인과 협의하에 진행되기 때문에 동일한 기준으로 이뤄졌다고 보기 어렵다.

하지만 아래 표에서 업체별 R&D 대비 무형자산화 비중을 살펴보면 상위 업체들의 비중은 매우 낮은 반면, 자금 조달이 어려운 바이오 업체들의 경우에는 무형자산화 비중이 높은 것을 알 수 있다. 이렇게 보면 회계 이슈로 바이오업체의 부담이 더 큰 것으로 판단할 수 있다. 그럼에도 불구하고 무형자산화 비중이 높다고 그 회사의 기업가치에 문제가 있다고 볼 순 없다. 결국 문제는 신약의 성공가능성이기 때문이다.

따라서 바이오시밀러나 보톡스처럼 일반 신약대비 성공가능성이 높은 분야의 업체, 또한 신약개발에 이미 성공하여 출시된 제품이 있는 업체는 무형자산화 비중이 높다고 해도 크게 우려할 필요가 없다. 반면 그렇지 못한 기업들에 대한 투자는 주의해야 한다.

그림 6. 제약/바이오 업체들의 무형자산화 현황

(단위: 억원, %)		2017년		R&D 대비 무형자산 비중	2016년		R&D 대비 무형자산 비중
순위	회사명	R&D비용	무형자산		R&D비용	무형자산	
1	GC녹십자	1,166	198	17.0	1,170	151	12.9
2	한미약품	1,486	61	4.1	1,383	63	4.6
3	JW중외제약	349	8	2.3	316	10	3.1
4	대웅제약	1,143	-	0.0	1,096	-	0.0
5	유한양행	1,037	-	0.0	865	-	0.0
6	종근당	989	-	0.0	1,022	-	0.0
7	동아에스티	812	-	0.0	726	-	0.0
8	광동제약	62	-	0.0	50	-	0.0
합계/평균		7,043	267	3.8	6,627	224	3.4
1	코미팜	26	25	96.7	26	24	92.2
2	코오롱티슈진	280	261	93.2	134	102	76.6
3	바이로메드	311	273	87.6	160	126	78.5
4	셀트리온	2,270	1,688	74.4	2,647	1,986	75.0
5	씨젠	129	94	73.4	73	38	52.7
6	차바이오텍	75	53	71.1	64	63	98.0
7	메디포스트	72	39	53.6	109	59	54.4
8	메디톡스	261	102	39.1	186	104	55.6
9	삼성바이오에피스	2,216	786	35.5	1,537	585	38.1
10	휴젤	73	12	16.2	42	10	24.7
11	한울바이오파마	103	5	4.7	100	10	10.4
12	코오롱생명과학	143	6	4.2	126	15	12.2
13	제넥신	349	-	-	201	-	-
합계/평균		6,307	3,344	53.0	5,405	3,123	57.8

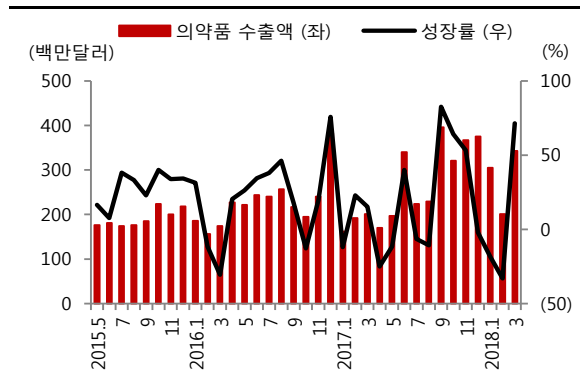
자료 : 데일리팜, SK 증권 정리

### (3) 3월 의약품 수출 성장률 회복세

2018년 1월, 2월 의약품 수출 성장률은 각각 -18.7%YoY, -33.0%YoY로 역성장세를 지속하다 3월에는 +71.4%YoY를 기록하면서 회복하였다. 이 중 보툴리눔 독신 수출액은 1, 2월에 +126.7%YoY, -20.4%YoY의 성장률을 시현하였다. 독신의 3월 데이터는 발표되지 않았지만 의약품 수출 성장률이 1, 2월 역성장에서 3월에 회복세로 전환된 점은 고무적이다. 제약/바이오 업체들의 수출은 1 분기를 저점으로 2 분기부터는 점진적으로 회복될 것으로 판단된다.

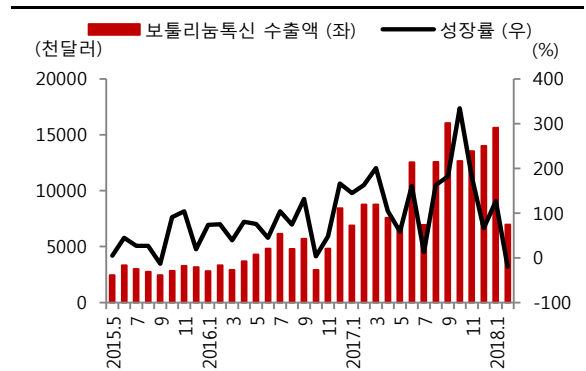
1 분기 의약품 수출이 부진했던 것은 수출의 대부분을 차지하는 바이오시밀러 수출이 텐더 마켓으로 진행되어 수주가 하반기에 몰려있기 때문이다. 보툴리눔 독신 역시 겨울에 소비되는 경우가 많아 상반기 실적이 하반기 대비 상대적으로 부진하다. 이러한 현상은 전반적으로 국내 제약/바이오 업체들의 1 분기 실적에 영향을 미친 것으로 판단된다.

그림 7. 국내 의약품 수출액 성장률 추이



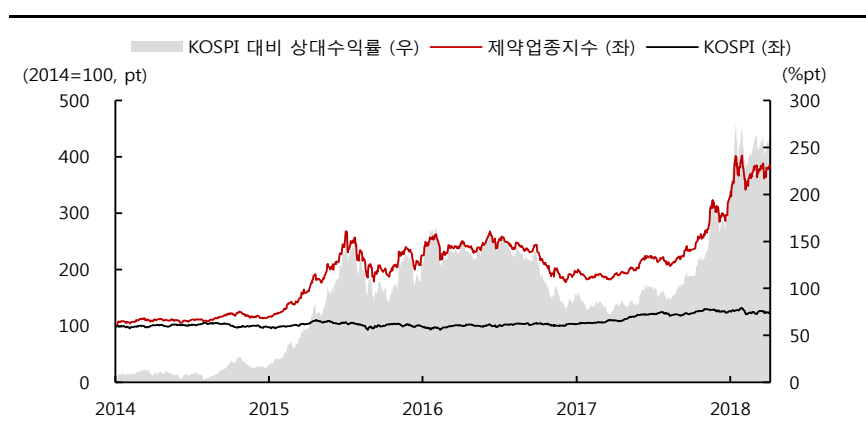
자료 : 산업통상자원부, SK 증권

그림 8. 국내 보툴리눔 독신 수출액 성장률 추이



자료 : 산업통상자원부, SK 증권

그림 9. 제약업종 지수



자료 : Fnguide, SK 증권

## 2. 커버리지 업체 1Q18 실적 Preview

### (1) 커버리지 10개 업체 1Q18 실적 Preview

당사 커버리지 업체 2018 년 1 분기 합산 실적은 매출액이 1 조 8,549 억원 (+12.3%YoY), 영업이익은 2,956 억원(+21.5%YoY)를 시현할 전망이다. 전통적으로 1분기는 제약/바이오 산업의 계절적인 비수기에 해당된다. 그럼에도 불구하고 2017 년에 업체들의 실적이 시장 컨센서스를 상회하다보니 2018 년 추정치에 대한 눈높이가 높아진 상황이다. 이러한 상태가 2018 년 1 분기까지 이어졌으며 이번 1 분기 실적은 시장 컨센서스를 하회할 것으로 판단된다.

당사 Top Picks 는 보톡스 업체인 메디톡스, 휴젤, 대웅제약이다. 메디톡스는 2017 년 3 분기에 가동이 시작된 독신 신공장 효과로 국내 독신 매출이 회복세를 보이고 있으며 브라질, 태국, 중국향 해외수출이 증가하고 있어 이번 1 분기 실적이 시장 컨센서스를 상회할 것으로 예상되는 유일한 업체이다. 휴젤은 밸류에이션 매력도가 높고 대웅제약은 나보타에 대한 기대감이 높아 긍정적이다.

이번 1Q18 실적 Preview 를 통해 커버리지 업체 10 개 종목에 대한 목표주가를 모두 상향 조정한다. 다만 동아에스티의 경우 낮은 매출성장률과 약한 R&D 모멘텀을 감안하여 투자의견과 목표주가를 각각 HOLD 와 120,000 원으로 하향 조정한다. 한미약품에 대해서는 안센으로 기술수출된 LAPS-GLP/GCG 의 임상 2 상 진입에 따라 그 동안 연이어 2 건의 임상 중단에 따른 불확실성이 해소된 것으로 판단되어 투자의견과 목표주가를 모두 BUY 및 620,000 원으로 상향 조정한다.

바이오시밀러 업체 3 사 모두 목표주가를 상향 조정한다. 특히 삼성바이오로직스는 2017 년 8 월에 허가를 받은 임랄디(휴미라 바이오시밀러)가 지난주에 오리지네이터인 애브비와의 특허소송에서 승소하면서 2018 년 10 월에 유럽 런칭에 나설 계획이다. 또한 2017 년말에 완공된 3 공장은 2018 년 4 분기에는 밸리데이션을 완료하고 2019 년부터 가동이 시작될 예정이나 이미 지난 2 월에 수주계약이 발표가 되면서 공장 가동에 대한 의구심이 해소되어가고 있는 단계이다. 삼성바이오로직스에 대한 투자의견 BUY 를 유지하고 목표주가를 660,000 원으로 상향 조정한다.

그림 9. 제약/바이오 커버리지 업체 1Q18 실적 Preview Table

업체	구분	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2017	2018E	2019E	2018E		2019E	
										PER	PBR	PER	PBR
한미약품 (BUY, 목표주가 620,000원)	매출액	2,335.5	2,228.2	2,275.8	2,326.4	2,476.1	9,165.9	9,639.4	10,228.8	1091	7.7	1030	7.2
	YoY	(8.9)	(5.0)	3.6	35.2	6.0	3.8	5.2	6.1				
	영업이익	313.7	215.5	278.4	141	253.7	821.6	867.9	929.8				
	YoY	39.0	236.9	102.2	흑전	(19.1)	206.9	5.6	7.1				
	순이익	246.5	120.6	228.2	94.4	226.0	689.7	540.5	572.4				
동아에스티 (별도) (HOLD, 목표주가 120,000원)	매출액	1,330.5	1,326.4	1,438.3	1,452.5	1,404.8	5,547.7	5,856.1	6,202.8	332	1.5	30.4	1.4
	YoY	(9.4)	(13.2)	5.5	16.8	5.6	(1.0)	5.6	5.9				
	영업이익	49.4	37.7	158.9	(5.2)	82.6	240.7	335.5	365.9				
	YoY	(57.9)	(54.0)	849.0	적지	67.4	58.6	39.4	9.1				
	순이익	(112.7)	46.3	110.9	(96.9)	58.4	(52.3)	269.4	294.7				
유한양행 (BUY, 목표주가 300,000원)	매출액	3,512.0	3,550.6	3,787.3	3,772.6	3,640.2	14,622.5	16,166.4	17,915.9	230	1.7	21.1	1.6
	YoY	27.0	6.7	4.7	7.9	3.7	10.7	10.6	10.8				
	영업이익	355.2	207.4	219.7	104.8	279.7	887.1	1,075.6	1,212.2				
	YoY	78.4	(15.8)	(12.9)	(6.2)	(21.2)	(9.3)	21.2	12.7				
	순이익	295.4	323.6	264.6	212.7	295.8	1,096.4	1,269.5	1,381.5				
셀트리온 (BUY, 목표주가 360,000원)	매출액	1,965.8	2,461.5	2,320.9	2,742.7	2,415.0	9,490.8	11,478.0	14,521.0	722	12.3	53.7	10.0
	YoY	81.2	33.0	37.9	31.3	22.9	41.5	20.9	26.5				
	영업이익	893.9	1,383.3	1,401.1	1,541.7	1,207.5	5,220.0	6,317.9	8,422.2				
	YoY	231.3	79.4	89.3	115.3	35.1	109.1	21.0	33.3				
	순이익	670.9	1,152.5	1,139.7	1,044.2	880.7	4,007.3	4,959.0	6,672.2				
셀트리온헬스케어 (BUY, 목표주가 130,000원)	매출액	699.5	2,375.0	1,980.5	4,154.2	948.0	9,209.2	14,376.6	19,183.7	601	7.2	40.8	6.1
	YoY	32.5	152.4	14.2	0.6	35.5	25.6	56.1	33.4				
	영업이익	106.5	534.3	403.0	492.8	85.2	1,536.5	2,799.5	4,161.9				
	YoY	1,750.8	634.0	(2.4)	(53.6)	(20.0)	(1.1)	82.2	48.7				
	순이익	(18.0)	775.4	307.1	509.8	411.2	1,574.4	2,307.8	3,397.1				
삼성바이오로직스 (별도) (BUY, 목표주가 660,000원)	매출액	1,076.5	632.2	1,274.5	1,663.1	1,361.0	4,646.3	5,450.0	8,206.9	7625	8.6	242.5	8.3
	YoY	21.3	33.0	141.5	57.6	26.4	57.7	17.3	50.6				
	영업이익	341	(84.8)	204.7	505.9	204.2	659.8	1,140.7	1,969.7				
	YoY	흑전	적지	흑전	흑전	499.1	(316.9)	72.9	72.7				
	순이익	(330.7)	(221.0)	(317.0)	(101.0)	114.3	(969.7)	450.3	1,415.8				
메디톡스 (BUY, 목표주가 880,000원)	매출액	404.8	474.7	403.1	529.8	545.8	1,812.4	2,252.5	2,907.3	436	14.1	32.0	10.1
	YoY	40.7	50.6	22.1	32.5	34.8	36.0	24.3	29.1				
	영업이익	211.8	263.8	169.4	256.6	285.4	901.6	1,187.7	1,589.0				
	YoY	28.9	40.1	(5.0)	16.2	34.7	19.9	31.7	33.8				
	순이익	169.6	205.1	132.3	224.7	219.9	731.7	942.5	1,281.7				
휴젤 (BUY, 목표주가 750,000원)	매출액	442.5	461.6	415.7	501.1	490.8	1,820.9	2,214.6	2,729.8	285	3.3	22.4	2.9
	YoY	95.3	49.2	26.7	32.6	10.9	46.6	21.6	23.3				
	영업이익	258.4	273.2	237.2	250.5	288.3	1,019.2	1,248.7	1,559.8				
	YoY	194.0	67.0	32.3	24.1	11.6	61.1	22.5	24.9				
	순이익	209.4	204.7	192.7	206.8	212.6	813.5	921.4	1,173.4				
대웅제약 (별도) (BUY, 목표주가 260,000원)	매출액	2,052.6	2,224.9	2,254.4	2,135.7	2,200.4	8,667.6	9,329.4	10,164.0	505	4.2	41.6	3.9
	YoY	7.8	15.4	14.0	0.2	7.2	9.2	7.6	8.9				
	영업이익	97.6	139.8	145.3	63.6	106.1	446.3	580.3	695.9				
	YoY	78.5	125.6	62.0	(56.9)	8.7	26.1	30.0	19.9				
	순이익	50.4	136.7	105.3	74.8	78.7	367.2	498.2	604.2				
SK케미칼 (별도) (BUY, 목표주가 140,000원)	매출액	2,696.2	2,994.3	3,484.4	2,739.0	3,066.8	11,914.0	13,582.5	15,290.0	243	1.7	19.6	1.6
	YoY	9.8	2.6	13.4	(9.3)	13.7	3.9	14.0	12.6				
	영업이익	112.0	136.4	301.6	(1.0)	163.4	549.1	753.5	928.4				
	YoY	37.5	26.2	17.6	적전	45.8	16.0	37.2	23.2				
	순이익	461.7	(264.2)	158.8	(128.0)	121.7	228.3	545.4	675.6				
합산	매출액	16,515.9	18,729.3	19,635.0	22,016.9	18,548.9	76,897.1	90,345.7	107,350.1	1207	6.2	60.7	5.3
	YoY	16.5	17.5	16.7	12.0	12.3	15.5	17.5	18.8				
	영업이익	2,432.6	3,106.6	3,519.1	3,223.7	2,956.1	12,282.0	16,307.2	21,834.6				
	YoY	127.4	80.0	64.8	33.0	21.5	67.0	32.8	33.9				
	순이익	1,642.3	2,479.8	2,322.8	2,041.5	2,619.3	8,486.4	12,704.1	17,468.6				

자료 : SK증권

그림 10. 제약/바이오 커버리지 업체 Valuation Table

(억원, %, 배)		한미약품	동아에스티	유한양행	셀트리온	셀트리온 헬스케어	삼성바이 오로직스	메디톡스	휴젤	대웅제약	SK케미칼
코드번호		128940	170900	000100	068270	091990	207940	086900	145020	069620	285130
투자의견		매수	중립	매수	매수	매수	매수	매수	매수	매수	매수
목표주가(원)		620,000	120,000	300,000	360,000	130,000	660,000	880,000	750,000	260,000	140,000
시가총액(조원)		5.9	0.9	2.9	35.8	13.9	34.3	4.1	2.6	2.5	1.2
증가(04/09)		512,000	109,500	254,500	306,000	102,700	562,000	730,000	610,000	218,000	105,000
상승여력		21.1	9.6	17.9	17.6	26.6	17.4	20.5	23.0	19.3	33.3
매출액	2016	8,827	5,603	13,208	6,706	7,333	2,946	1,333	1,242	7,940	11,466
	2017	9,166	5,548	14,622	9,491	9,209	4,646	1,812	1,821	8,668	11,914
	2018E	9,639	5,856	16,166	11,478	14,377	5,450	2,253	2,215	9,329	13,583
	2019E	10,229	6,203	17,916	14,521	19,184	8,207	2,907	2,730	10,164	15,290
영업이익	2016	268	152	978	2,497	1,553	(304)	752	633	354	473
	2017	822	241	887	5,220	1,537	660	902	1,019	446	549
	2018E	868	335	1,076	6,318	2,799	1,141	1,188	1,249	580	754
	2019E	930	366	1,212	8,422	4,162	1,970	1,589	1,560	696	928
영업이익률	2016	3.0	2.7	7.4	37.2	21.2	(10.3)	56.4	50.9	4.5	4.1
	2017	9.0	4.3	6.1	55.0	16.7	14.2	49.7	56.0	5.1	4.6
	2018E	9.0	5.7	6.7	55.0	19.5	20.9	52.7	56.4	6.2	5.5
	2019E	9.1	5.9	6.8	58.0	21.7	24.0	54.7	57.1	6.8	6.1
순이익	2016	303	129	1,612	1,780	972	(1,768)	592	509	330	117
	2017	690	(52)	1,096	3,994	1,574	(970)	732	814	367	357
	2018E	540	269	1,269	4,959	2,308	450	942	921	498	545
	2019E	572	295	1,381	6,672	3,397	1,416	1,282	1,173	604	676
EPS성장률	2016	(84.9)	(74.8)	27.9	14.7	212.8	-	40.0	4.4	(33.0)	-
	2017	159.1	-	(32.4)	124.0	47.1	-	23.7	47.2	11.4	-
	2018E	(10.6)	-	16.4	24.1	31.1	-	28.6	9.2	35.7	-
	2019E	5.9	9.4	8.8	34.5	47.2	214.4	36.0	27.3	21.3	23.9
PER	2016	136.8	68.5	14.8	72.4	-	-	34.1	24.4	24.1	-
	2017	110.0	-	25.0	67.9	84.8	-	37.4	28.9	51.9	-
	2018E	109.1	33.2	23.0	72.2	60.1	762.5	43.6	28.5	50.5	24.3
	2019E	103.0	30.4	21.1	53.7	40.8	242.5	32.0	22.4	41.6	19.6
PBR	2016	4.8	1.5	1.6	6.3	-	2.4	13.7	4.2	1.5	-
	2017	9.3	1.4	1.7	11.2	8.7	6.2	13.7	3.5	3.5	-
	2018E	7.7	1.5	1.7	12.3	7.2	8.6	14.1	3.3	4.2	1.7
	2019E	7.2	1.4	1.6	10.0	6.1	8.3	10.1	2.9	3.9	1.6
ROE	2016	3.5	2.3	11.3	9.5	18.5	(5.2)	45.4	18.8	6.5	-
	2017	8.8	(0.9)	7.0	17.8	13.9	(2.4)	42.2	15.4	6.9	-
	2018E	7.3	4.5	7.6	18.5	12.7	1.1	38.4	12.4	8.7	7.3
	2019E	7.3	4.7	7.8	20.5	16.2	3.5	36.8	13.9	9.7	8.4
EV/EBITDA	2016	51.9	24.8	15.0	40.5	1.7	387.3	26.1	14.3	19.2	-
	2017	59.7	18.2	17.0	44.6	94.3	196.3	28.8	17.6	29.3	218.6
	2018E	48.3	16.7	16.0	49.3	46.0	174.6	31.7	15.7	27.7	23.8
	2019E	41.7	16.0	15.2	37.3	29.8	126.2	23.1	12.0	24.2	19.2

자료 : SK 증권 추정치

# Company Analysis



# SK COMPANY Analysis



Analyst

이달미

talmi@sk.com

02-3773-9952

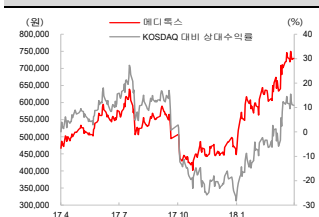
## Company Data

자본금	28 억원
발행주식수	566 만주
자사주	38 만주
액면가	500 원
시가총액	41,293 억원
주요주주	
정현호(외9)	21.43%
메디톡스 자사주	6.66%
외국인지분률	46.60%
배당수익률	0.20%

## Stock Data

주가(18/04/09)	730,000 원
KOSDAQ	874.44 pt
52주 Beta	0.77
52주 최고가	750,000 원
52주 최저가	402,000 원
60일 평균 거래대금	282 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	10.9%	9.8%
6개월	47.6%	10.2%
12개월	55.2%	12.4%

메디톡스 (086900/KQ | 매수(유지) | T.P 880,000 원(상향))

## 신공장 가동으로 국내 특신 성장을 상승세 전망

메디톡스의 2018 년 1 분기 매출액은 546 억원(+34.8%YoY), 영업이익은 285 억원(+34.7%YoY, OPM 52.3%)을 기록할 전망. 실적성장의 원인은 1) 국내 특신 매출 증가세, 2) 해외수출 증가세로 작년 3 분기부터 가동 시작된 특신 신공장 가동을 상승에 따른 고성장세임. 투자의견 BUY 를 유지하고 목표주가를 880,000 원으로 상향 조정함. 해외 모멘텀에 따른 주가 상승이 긍정적.

## 2018 년 1 분기 실적 Preview

동사의 2018 년 1 분기 매출액은 546 억원(+34.8%YoY), 영업이익은 285 억원(+34.7%YoY, OPM 52.3%)을 기록, 시장 컨센서스를 상회할 전망. 1) 국내 특신 매출 증가세로 증가율이 작년 4 분기를 상회할 전망이고, 2) 브라질, 태국, 중국향 해외수출이 증가하면서 작년 3 분기부터 가동이 시작된 특신 신공장 가동률이 상승하면서 고성장세가 예상됨. 단, 1Q18 영업이익률은 광고판촉비 증가로 전년도 1 분기와 동일한 52.3%를 기록할 전망.

## 더욱 풍부해지는 해외 모멘텀

동사는 2018 년 2 월에 중국 특신 허가를 신청했고, 2019 년 2 분기중으로 허가 가능할 전망이다. 또한, 필리는 1 년후인 2020 년 중 허가 예상. 대만은 특신 허가를 진행중에 있는데 2018 년 5 월에 허가신청 들어갈 예정이며, 2019 년 허가를 전망하고 있음. 엘러간으로 기술수출된 이노톡스는 임상 3 상을 위한 샘플이 조만간 제공될 예정이며 2018 년 3 분기 중으로 IND 신청에 들어갈 것. 필리는 미국과 유럽으로 현재 L/O 를 진행 중에 있어 해외 모멘텀이 더욱더 풍부해지고 있는 것으로 판단.

## 목표주가 880,000 원으로 상향조정, 투자의견 BUY 유지

동사에 대한 투자의견 BUY 를 유지하고 목표주가는 880,000 원으로 상향조정함. 2018 년 1 분기 실적회복과 순조롭게 진행되고 있는 해외진출이 긍정적으로 판단. 국내 영업 가치에 과거 3 년 평균 PER 40 배를 적용하여 목표주가를 880,000 원으로 상향 조정함.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	885	1,333	1,812	2,253	2,907	3,817
yoy	%	16.6	50.6	36.0	24.3	29.1	31.3
영업이익	억원	517	752	902	1,188	1,589	2,134
yoy	%	3.4	45.5	19.9	31.7	33.8	34.3
EBITDA	억원	555	799	984	1,295	1,733	2,291
세전이익	억원	520	750	884	1,138	1,548	2,114
순이익(지배주주)	억원	423	592	733	942	1,282	1,750
영업이익률%	%	58.4	56.4	49.8	52.7	54.7	55.9
EBITDA%	%	62.7	60.0	54.3	57.5	59.6	60.0
순이익률	%	47.8	44.5	40.4	41.8	44.1	45.8
EPS	원	7,477	10,471	12,955	16,662	22,659	30,941
PER	배	68.6	34.1	37.4	43.8	32.2	23.6
PBR	배	25.6	13.7	13.7	14.2	10.2	7.3
EV/EBITDA	배	51.4	26.1	28.8	31.9	23.3	16.9
ROE	%	43.4	45.4	42.2	38.4	36.8	36.1
순차입금	억원	-524	710	802	-33	-1,079	-2,583
부채비율	%	79.4	119.4	90.1	73.0	64.6	55.9

그림 1. 메디톡스의 2018년 1분기 실적 Preview

(억원 %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E		증감율		컨센서스 차이
					당사추정치	컨센서스	YoY	QoQ	
매출액	404.8	474.7	403.0	530.0	545.8	523.0	34.8	3.0	4.4
영업이익	211.8	263.8	169.4	257.0	285.4	267.0	34.7	11.1	6.9
세전이익	213.0	258.0	164.3	248.9	265.8	259.0	24.8	6.8	2.6
순이익	169.6	205.1	132.3	224.7	219.9	206.0	29.7	(2.1)	6.8
영업이익률	52.3	55.6	42.0	48.5	52.3	51.1			
세전이익률	52.6	54.3	40.8	47.0	48.7	49.5			
순이익률	41.9	43.2	32.8	42.4	40.3	39.4			

자료 : SK 증권 추정치

그림 2. 연간 실적전망 변경

(십억원 %)	변경후			변경전			변경률		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
매출액	2,253	2,907	3,817	2,222	2,736	-	1.4	6.3	-
영업이익	1,188	1,589	2,134	1,167	1,475	-	1.8	7.7	-
세전이익	1,138	1,548	2,114	1,151	1,461	-	(1.2)	5.9	-
순이익	941	1,281	1,749	921	1,169	-	2.2	9.5	-
EPS	16,662	22,659	30,941	16,296	20,679	-	2.2	9.6	-
영업이익률	52.7	54.7	55.9	52.5	53.9	-	0.4	1.4	-

자료 : SK 증권 추정치

그림 3. 메디톡스 분기 및 연간 실적전망 Table

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	404.8	474.7	403.0	530.0	545.8	563.3	512.4	631.0	1,332.6	1,812.4	2,252.5	2,907.3
특신 내수	62.0	65.0	100.0	116.0	120.9	94.7	125.3	146.5	246.9	343.0	487.4	692.7
필러 내수	43.0	41.0	34.0	35.0	45.2	43.1	37.4	38.5	140.4	153.0	164.1	172.3
특신 수출	132.0	206.0	143.0	248.0	205.9	256.1	209.5	298.4	373.8	729.0	970.0	1,362.6
필러 수출	134.0	130.0	92.0	109.0	140.7	136.5	105.8	125.4	462.4	465.0	508.4	555.7
기타	32.8	32.7	34.0	22.0	33.1	33.0	34.3	22.2	109.1	121.5	122.7	123.9
영업이익	211.8	263.8	169.4	257.0	285.4	317.8	250.0	334.5	751.7	902.0	1,187.7	1,589.0
세전이익	213.0	258.0	164.3	248.9	265.8	319.3	250.5	302.0	750.0	884.2	1,137.6	1,547.6
순이익	169.6	205.1	132.3	224.7	219.9	264.2	207.3	249.9	592.3	731.7	941.3	1,280.6
성장률YoY(%)												
매출액	40.7	50.6	22.1	32.6	34.8	18.7	27.1	19.1	16.6	36.0	24.3	29.1
영업이익	28.9	40.1	-5.0	16.4	34.7	20.5	47.6	30.1	3.4	20.0	31.7	33.8
세전이익	26.9	31.0	-8.6	21.1	24.8	23.8	52.4	21.3	-3.5	17.9	28.7	36.0
순이익	24.5	28.7	-9.4	49.1	29.7	28.8	56.6	11.2	-3.1	23.5	28.7	36.0
수익률(%)												
영업이익	52.3	55.6	42.0	48.5	52.3	56.4	48.8	53.0	56.4	49.8	52.7	54.7
세전이익	52.6	54.3	40.8	47.0	48.7	56.7	48.9	47.9	56.3	48.8	50.5	53.2
순이익	41.9	43.2	32.8	42.4	40.3	46.9	40.5	39.6	44.4	40.4	41.8	44.0

자료 : SK 증권 추정치

그림 4. 메디톡스의 Valuation Table

구분	내용	비고
12M Forward EPS(원)	18,151	
적용PER(배)	40	메디톡스 과거 3년 평균 PER
a. 영업가치(원)	726,041	
b. 신약가치(원)	148,562	이노톡스의 현재가치
기업가치(a+b)(원)	874,603	
목표주가(원)	880,000	
현재주가(원)	730,000	
상승여력(%)	20.5	

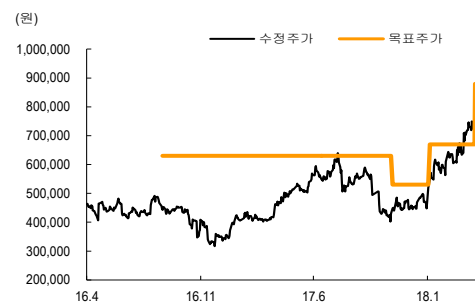
자료 : SK 증권 추정치

그림 5. 메디톡스의 중장기 R&amp;D 파이프라인

항목	프로젝트	적응증	Indication	신약개발 비임상	임상 단계			신약허가국가
					임상 1상	임상 2상	임상 3상	
바이오헬스	Neuronox	뇌졸중 후 상지경직	Upperlimb Spasticity					한국
		소아 뇌성마비	Cerebral Palsy					한국
		첨촉기형						
		양성 본태성 눈꺼풀 경련	Benign Essential Eyelid Spasms					한국
		미간 주름	Glabellar Line					한국
		미간 주름	Glabellar Line					중국, 대만
		본태성 눈꺼풀 경련	Biopharospasm					중국, 대만
		경부근 긴장이상	Cervical Dystonia					한국
		양성교근비대증	Benign Masseteric Hypertrophy					한국
		특발성 과민성방광	Overactive Bladder					한국
		외안각 주름	Lateral Angle of Eye Wrinkles					한국
		편두통	Migrane					한국
	INNOTOX	미간 주름	Glabellar Line					한국
		치료/미용 적응증	Therapeutic/Aesthetic Indications				Allergan License-Out	미국/유럽
	Coretox	미간 주름	Glabellar Line					한국
		뇌졸중 후 상지경직	Upperlimb Spasticity					한국
	MT912	황반 변성	Macular Degeneration					-
	MT914	당뇨병성 망막증	Diabetic Retinopathy					-
	MT925	제1형 당뇨	Type 1 Diabetes					-
	MT927	면역 질환	Immune Disorder					-
	MT932	면역 질환	Immune Disorder					-
	MT933	흑색종	Melanoma					-
	MT971	염증성 장질환	Inflammatory Bowel Disease					-
	MT981	각종 고형암	Various Solid Cancers					-
화학의약품	MT921	지방 분해 주사제	Lipolysis					-
	MT941	골관절염	Osteoarthritis					-
건강기능식품	MT961	체지방 감소	Lipolysis					-
	MT963	숙취 해소	Hangover Cure					-
의료기기	Neuramis Series	안면부 주름	Deep Facial Wrinkle					한국
	Neuramis Volume Lidocaine	안면중양부 볼륨	Increasing of Mid-face Volume					한국/중국
	Neuramis Deep Lidocaine	코입술 주름	Nasolabial Folds					중국
	Potenfill	음경확대	Temporary Penile Enhancement					한국
	MT942	유착방지제	Post Surgical Adhesion Prevention					한국
	MT943	안면부 주름	Deep Facial Wrinkle					한국

자료: 메디톡스, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
2018.04.10	매수	880,000원	6개월		
2018.01.15	매수	670,000원	6개월	-4.88%	11.94%
2017.11.06	매수	530,000원	6개월	-12.73%	-2.08%
2016.09.29	매수	630,000원	6개월	-26.27%	1.51%
2016.08.31	매수	630,000원	6개월	-29.68%	-27.86%



### Compliance Notice

- 작성자(이달미)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 4월 10일 기준)

매수	89.51%	중립	10.49%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	686	1,032	2,142	3,589	5,580
현금및현금성자산	158	264	1,244	2,440	4,103
매출채권및기타채권	301	534	643	835	1,097
재고자산	69	116	138	178	234
<b>비유동자산</b>	2,554	2,860	2,975	3,150	3,302
장기금융자산	25	52	52	52	52
유형자산	1,506	1,844	1,967	2,081	2,177
무형자산	193	284	350	409	464
<b>자산총계</b>	3,240	3,891	5,118	6,739	8,882
<b>유동부채</b>	766	1,374	1,587	1,879	2,222
단기금융부채	398	992	1,132	1,292	1,452
매입채무 및 기타채무	68	95	113	145	191
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	998	470	572	766	962
장기금융부채	618	169	169	169	169
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	5	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	1,764	1,844	2,159	2,645	3,185
<b>지배주주지분</b>	1,477	1,998	2,911	4,047	5,652
자본금	28	28	28	28	28
자본잉여금	139	199	179	149	119
기타자본구성요소	-421	-571	-571	-571	-571
자기주식	-430	-575	-575	-575	-575
이익잉여금	1,728	2,344	3,286	4,462	6,107
비지배주주지분	0	49	48	46	45
<b>자본총계</b>	1,477	2,047	2,959	4,094	5,697
<b>부채외자본총계</b>	3,240	3,891	5,118	6,739	8,882

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	541	597	1,101	1,498	1,924
당기순이익(손실)	592	732	941	1,281	1,749
비현금성항목등	232	321	354	452	542
유형자산감가상각비	30	67	87	116	125
무형자산감각비	17	15	21	28	32
기타	-11	107	33	33	33
운전자본감소(증가)	-163	-381	-8	32	-2
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-104	-147	-110	-192	-261
재고자산감소(증가)	-12	-45	-22	-40	-56
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	9	-9	18	33	46
기타	-57	-180	106	232	269
법인세납부	-120	-75	-187	-267	-365
<b>투자활동현금흐름</b>	-1,143	-413	-218	-300	-256
금융자산감소(증가)	356	29	5	-10	0
유형자산감소(증가)	-1,365	-380	-210	-230	-220
무형자산감소(증가)	-82	-87	-87	-87	-87
기타	-52	24	74	27	51
<b>재무활동현금흐름</b>	492	-74	97	-1	-5
단기금융부채증가(감소)	140	236	140	160	160
장기금융부채증가(감소)	603	-50	0	0	0
자본의증가(감소)	-158	-142	-20	-30	-30
배당금의 지급	-96	-111	0	-106	-106
기타	3	-7	-23	-26	-29
<b>현금의 증가(감소)</b>	-114	106	980	1,196	1,663
기초현금	272	158	264	1,244	2,440
기말현금	158	264	1,244	2,440	4,103
FCF	-814	4	781	1,174	1,613

자료 : 메디톡스, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	1,333	1,812	2,253	2,907	3,817
<b>매출원가</b>	241	346	429	554	728
<b>매출총이익</b>	1,092	1,466	1,823	2,353	3,089
매출총이익률 (%)	81.9	80.9	80.9	80.9	80.9
<b>판매비와관리비</b>	340	565	635	764	955
영업이익	752	902	1,188	1,589	2,134
영업이익률 (%)	56.4	49.8	52.7	54.7	55.9
비영업손익	-2	-17	-50	-41	-20
<b>순금융비용</b>	7	17	8	-1	-22
외환관련손익	-9	43	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-8	-9	-9	-9	-9
세전계속사업이익	750	884	1,138	1,548	2,114
세전계속사업이익률 (%)	56.3	48.8	50.5	53.2	55.4
계속사업법인세	158	153	196	267	365
<b>계속사업이익</b>	592	732	941	1,281	1,749
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	592	732	941	1,281	1,749
<b>순이익률 (%)</b>	44.5	40.4	41.8	44.1	45.8
지배주주	592	733	942	1,282	1,750
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	44.45	40.43	41.84	44.09	45.85
<b>비지배주주</b>	0	-1	-1	-1	-1
<b>총포괄이익</b>	592	722	932	1,271	1,739
<b>지배주주</b>	592	723	933	1,272	1,740
<b>비지배주주</b>	0	-1	-1	-1	-1
EBITDA	799	984	1,295	1,733	2,291

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	50.6	36.0	24.3	29.1	31.3
영업이익	45.5	19.9	31.7	33.8	34.3
세전계속사업이익	44.3	17.9	28.7	36.0	36.6
EBITDA	44.0	23.1	31.7	33.8	32.2
EPS(계속사업)	40.1	23.7	28.6	36.0	36.6
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	45.4	42.2	38.4	36.8	36.1
ROA	22.5	20.5	20.9	21.6	22.4
EBITDA마진	60.0	54.3	57.5	59.6	60.0
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	89.6	75.1	135.0	191.0	251.1
부채비율	119.4	90.1	73.0	64.6	55.9
순차입금/자기자본	48.1	39.2	-1.1	-26.4	-45.3
EBITDA/이자비용(배)	87.0	47.7	56.2	67.1	79.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	10,471	12,955	16,662	22,659	30,941
BPS	26,108	35,329	51,463	71,551	99,921
CFPS	11,311	14,407	18,564	25,199	33,709
주당 현금배당금	2,000	2,200	2,000	2,000	2,000
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	53.2	49.4	45.0	33.1	24.2
PER(최저)	30.2	26.6	26.9	19.8	14.5
PBR(최고)	21.3	18.1	14.6	10.5	7.5
PBR(최저)	12.1	9.8	8.7	6.3	4.5
PCR	31.5	33.7	39.3	29.0	21.7
EV/EBITDA(최고)	40.3	37.7	32.8	23.9	17.4
EV/EBITDA(최저)	23.3	0.9	19.6	14.0	10.0

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**이달미**

talmi@sk.com  
02-3773-9952

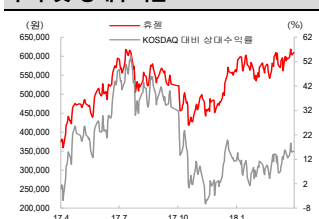
## Company Data

자본금	22 억원
발행주식수	436 만주
자사주	2 만주
액면가	500 원
시가총액	26,585 억원
주요주주	
Leguh Issuer	44.33%
Designated Activity Company(외4)	
외국인지분률	54.90%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(18/04/09)	610,000 원
KOSDAQ	874.44 pt
52주 Beta	0.86
52주 최고가	618,800 원
52주 최저가	359,200 원
60일 평균 거래대금	153 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	2.0%	1.0%
6개월	15.8%	-13.6%
12개월	59.1%	15.2%

휴젤 (145020/KQ | 매수(유지) | T.P 750,000 원(유지))

## 주가와 실적은 저점을 통과 중

실적부진 우려와 미국 임상 지연 등 악재가 모두 주가에 반영되었다고 판단. 2018 년 새로 선임된 대표 체제하에서 1) 해외수출 증가, 2) 2018 년 상반기 중국 특신 임상 3 상 종료, 3) 2018 년 중 중국 필러 허가 신청이 주가 상승 모멘텀으로 작용할 전망. 2018 년 1 분기 실적은 매출액 491 억원(+10.9%YoY), 영업이익 288 억원(+11.6%YoY)으로 전년도 높은 base 부담을 반영할 것이나, 1 분기 실적을 저점으로 하반기 회복세 예상. 투자 의견 BUY 및 목표주가 750,000 원 유지.

## 악재는 주가에 이미 반영

동사의 주가는 2017 년 4 분기 실적발표 이후 연초 고점대비 13% 하락. 이 과정에서 실적부진과 미국 임상 지연 등 악재가 모두 주가에 반영된 것으로 판단. 2018 년 새로 선임된 손지훈 대표 체제하에서 영업에 집중할 계획. 1) 브라질 수출시작, 러시아 수출 2 년차로 수출확대, 일본 유통망 증가로 2018 년 본격적인 해외수출 증가세가 예상, 2) 중국 특신 임상 3 상 2018 년 상반기 종료, 3) 2018 년 중 중국 필러 허가에 따른 모멘텀으로 주가 상승세 예상.

## 2018 년 1 분기 실적 Preview

동사의 2018 년 1 분기 실적은 매출액 491 억원(+10.9%YoY), 영업이익 288 억원 (+11.6%YoY)이 예상됨. 1) 가격경쟁이 심했던 국내 필러 시장에서 경쟁이 완화되고 있어 성장세 회복 예상, 2) 적응증 추가(바디필러)에 따른 처방건수 증가, 3) 해외수출 회복세를 전망. 하지만 2018 년 상반기에는 2017 년 상반기 높았던 성장세에 따른 base 가 부담 요인으로 작용할 것. 1 분기 실적을 저점으로 하반기 회복세 예상.

## 투자 의견 BUY 및 목표주가 750,000 원 유지

동사에 대한 투자 의견 BUY 및 목표주가 750,000 원 유지. 동사의 목표주가는 12 개월 Forward 순이익, 메디톡스 과거 3 년 평균 PER 을 30% 할인한 34 배를 적용하여 산정. 2018 년, 2019 년 예상 PER 은 각각 28 배, 22 배 수준으로 Peer 업체 대비 밸류에이션 매력도가 높은 것으로 판단.

## 영업 실적 및 투자 지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	651	1,242	1,821	2,215	2,730	3,410
yoy	%	61.3	90.9	46.6	21.6	23.3	24.9
영업이익	억원	178	633	1,019	1,249	1,560	1,982
yoy	%	14.7	256.3	61.1	22.5	24.9	27.1
EBITDA	억원	193	681	1,087	1,316	1,635	2,057
세전이익	억원	393	643	1,035	1,281	1,602	2,043
순이익(지배주주)	억원	339	433	728	921	1,173	1,520
영업이익률%	%	27.3	50.9	56.0	56.4	57.1	58.1
EBITDA%	%	29.7	54.8	59.7	59.4	59.9	60.3
순이익률	%	55.1	41.0	44.7	45.5	46.1	47.1
EPS	원	12,625	13,177	19,396	21,182	26,974	34,941
PER	배	15.7	24.4	28.9	28.8	22.6	17.5
PBR	배	3.1	4.2	3.5	3.4	2.9	2.5
EV/EBITDA	배	30.2	14.3	17.6	15.9	12.2	9.1
ROE	%	27.1	18.8	15.4	12.4	13.9	15.5
순차입금	억원	-763	-1,039	-5,162	-6,029	-7,081	-8,381
부채비율	%	8.5	7.4	14.4	14.3	14.0	13.9



그림 1. 휴젤의 2018 년 1 분기 실적 Preview

(억원 %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E		증감율		컨센서스 차이
					당사추정치	컨센서스	YoY	QoQ	
매출액	442.5	461.6	416.0	501.0	490.8	507.0	10.9	(2.0)	(3.2)
영업이익	258.4	273.2	237.0	250.5	288.3	282.0	11.6	15.1	2.2
세전이익	256.7	269.8	244.6	264.4	303.6	-	18.3	14.8	-
순이익	209.4	204.7	192.7	206.8	238.5	-	13.9	15.4	-
영업이익률	58.4	59.2	57.0	50.0	58.7	55.6			
세전이익률	58.0	58.5	58.8	52.8	61.9	-			
순이익률	47.3	44.4	46.3	41.3	48.6	-			

자료 : SK 증권 추정치

그림 2. 연간 실적전망 변경

(십억원 %)	변경후			변경전			변경률		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
매출액	2,215	2,730	3,410	2,227	2,675	-	(0.6)	2.0	-
영업이익	1,249	1,560	1,982	1,233	1,454	-	1.3	7.3	-
세전이익	1,281	1,602	2,043	1,221	1,448	-	4.9	10.6	-
순이익	1,007	1,259	1,605	952	1,130	-	5.7	11.4	-
EPS	21,182	26,974	34,941	23,092	27,817	-	(8.3)	(3.0)	-
영업이익률	56.4	57.1	58.1	55.4	54.4	-	1.8	5.0	-

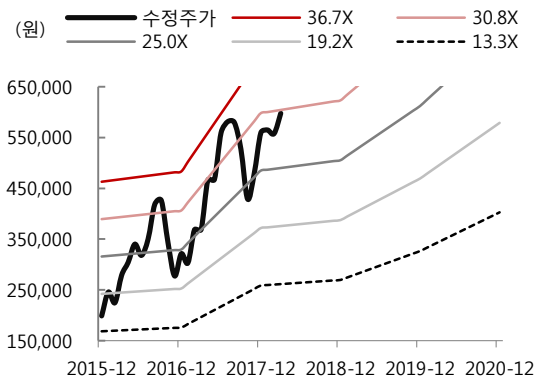
자료 : SK 증권 추정치

그림 3. 분기별 실적 전망치

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	442.5	461.6	416.0	501.0	490.8	533.8	546.6	643.3	1,241.9	1,821.1	2,214.6	2,729.8
특신	253.0	288.0	275.0	273.0	280.8	345.6	385.0	395.9	640.0	1,089.0	1,407.3	1,801.3
필러	155.0	132.0	103.0	175.0	170.9	139.0	118.8	184.0	473.0	565.0	612.7	704.6
의료기기	32.0	36.0	35.0	36.0	35.2	41.4	40.3	41.4	122.0	139.0	158.3	180.2
기타	3.0	6.0	2.0	17.0	3.9	7.8	2.6	22.1	7.0	28.0	36.4	43.7
영업이익	258.4	273.2	237.0	250.5	288.3	316.6	317.7	326.1	632.6	1,019.1	1,248.7	1,559.8
세전이익	256.7	269.8	244.6	264.4	303.6	327.5	332.5	317.8	643.3	1,035.5	1,281.4	1,602.1
순이익	209.4	204.7	192.7	206.8	238.5	257.3	261.2	249.7	509.0	813.5	1,006.7	1,258.6
성장률YoY(%)												
매출액	95.3	49.2	26.8	32.5	10.9	15.7	31.4	28.4	61.3	46.6	21.6	23.3
영업이익	194.0	67.0	32.2	24.1	11.6	15.9	34.1	30.2	14.7	61.1	22.5	24.9
세전이익	193.4	56.7	38.2	28.0	18.3	21.4	35.9	20.2	151.7	61.0	23.7	25.0
순이익	209.3	46.2	34.7	30.7	13.9	25.7	35.6	20.8	172.7	59.8	23.7	25.0
수익률(%)												
영업이익	58.4	59.2	57.0	50.0	58.7	59.3	58.1	50.7	50.9	56.0	56.4	57.1
세전이익	58.0	58.5	58.8	52.8	61.9	61.4	60.8	49.4	51.8	56.9	57.9	58.7
순이익	47.3	44.4	46.3	41.3	48.6	48.2	47.8	38.8	41.0	44.7	45.5	46.1

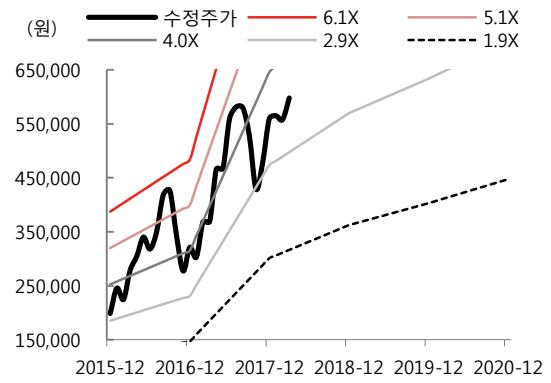
자료 : SK 증권 추정치

그림 4. 휴젤 PER 밴드차트



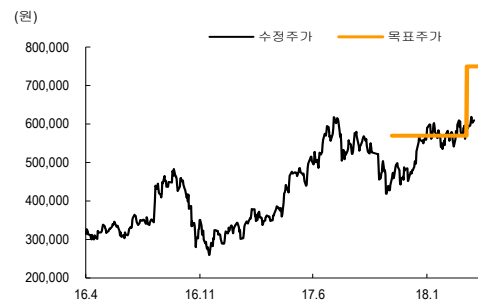
자료 : 휴젤 SK 증권

그림 5. 휴젤 PBR 밴드차트



자료 : 휴젤 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
2018.04.10	매수	750,000원	6개월		
2018.03.27	매수	750,000원	6개월	-19.76%	-17.49%
2017.11.06	매수	570,000원	6개월	-5.65%	7.00%



### Compliance Notice

- 작성자(이달미)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 4월 10일 기준)

매수	89.51%	중립	10.49%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	1,513	6,794	7,967	9,353	11,150
현금및현금성자산	649	313	1,135	2,157	3,437
매출채권및기타채권	320	628	850	1,093	1,433
재고자산	135	155	200	246	341
<b>비유동자산</b>	1,430	1,415	1,384	1,407	1,427
장기금융자산	50	100	100	100	100
유형자산	588	590	594	599	604
무형자산	639	637	635	633	631
<b>자산총계</b>	2,943	8,209	9,351	10,761	12,577
<b>유동부채</b>	199	227	316	421	587
단기금융부채	3	0	25	55	95
매입채무 및 기타채무	49	82	105	137	205
단기충당부채	10	12	15	19	24
<b>비유동부채</b>	5	803	850	897	944
장기금융부채	0	796	796	796	796
장기매입채무 및 기타채무	1	1	1	1	1
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	204	1,030	1,166	1,318	1,531
<b>지배주주지분</b>	2,528	6,957	7,878	9,050	10,569
자본금	16	22	22	22	22
자본잉여금	1,448	5,069	5,069	5,069	5,069
기타자본구성요소	1	76	76	76	76
자기주식	-67	-14	-14	-14	-14
이익잉여금	1,065	1,792	2,713	3,886	5,406
비지배주주지분	211	222	307	393	478
<b>자본총계</b>	2,739	7,179	8,185	9,442	11,047
<b>부채외자본총계</b>	2,943	8,209	9,351	10,761	12,577

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	442	619	859	1,040	1,271
당기순이익(손실)	509	814	1,007	1,259	1,605
비현금성항목등	203	290	309	376	452
유형자산감가상각비	39	56	56	64	65
무형자산감가상각비	9	11	11	11	10
기타	23	25	32	40	40
운전자본감소(증가)	-235	-312	-222	-252	-349
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-119	-316	-222	-243	-340
재고자산감소(증가)	-49	-16	-44	-46	-95
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-70	33	23	32	68
기타	3	-13	21	5	19
법인세납부	-35	-172	-236	-343	-438
<b>투자활동현금흐름</b>	-530	-5,530	-40	-25	-7
금융자산감소(증가)	-369	-5,293	-70	-60	-60
유형자산감소(증가)	-155	-63	-60	-70	-70
무형자산감소(증가)	-5	-9	-9	-9	-9
기타	-1	-165	99	114	132
<b>재무활동현금흐름</b>	31	4,576	3	8	17
단기금융부채증가(감소)	-11	-3	25	30	40
장기금융부채증가(감소)	0	1,000	0	0	0
자본의증가(감소)	-60	3,579	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	102	0	-22	-22	-23
<b>현금의 증가(감소)</b>	-56	-336	822	1,022	1,280
기초현금	705	649	313	1,135	2,157
기말현금	649	313	1,135	2,157	3,437
FCF	236	475	749	966	1,201

자료 : 휴젤 SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	1,242	1,821	2,215	2,730	3,410
<b>매출원가</b>	298	400	487	601	750
<b>매출총이익</b>	944	1,421	1,727	2,129	2,659
매출총이익률 (%)	76.0	78.1	78.0	78.0	78.0
<b>판매비와관리비</b>	311	402	478	569	678
영업이익	633	1,019	1,249	1,560	1,982
영업이익률 (%)	50.9	56.0	56.4	57.1	58.1
비영업손익	11	16	33	42	61
<b>순금융비용</b>	-12	-35	-77	-91	-108
외환관련손익	3	-3	-2	-2	-2
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-11	-15	-10	-7	-5
세전계속사업이익	643	1,035	1,281	1,602	2,043
세전계속사업이익률 (%)	51.8	56.9	57.9	58.7	59.9
계속사업법인세	134	222	275	343	438
<b>계속사업이익</b>	509	814	1,007	1,259	1,605
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	509	814	1,007	1,259	1,605
<b>순이익률 (%)</b>	41.0	44.7	45.5	46.1	47.1
지배주주	433	728	921	1,173	1,520
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	34.84	40	41.61	42.99	44.58
비지배주주	76	85	85	85	85
<b>총포괄이익</b>	509	812	1,006	1,258	1,604
지배주주	433	727	920	1,172	1,519
비지배주주	76	85	85	85	85
EBITDA	681	1,087	1,316	1,635	2,057

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	90.9	46.6	21.6	23.3	24.9
영업이익	256.3	61.1	22.5	24.9	27.1
세전계속사업이익	63.7	61.0	23.8	25.0	27.5
EBITDA	252.6	59.7	21.1	24.3	25.8
EPS(계속사업)	4.4	47.2	9.2	27.3	29.5
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	18.8	15.4	12.4	13.9	15.5
ROA	19.3	14.6	11.5	12.5	13.8
EBITDA마진	54.8	59.7	59.4	59.9	60.3
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	760.1	2,995.3	2,519.4	2,220.6	1,901.1
부채비율	7.4	14.4	14.3	14.0	13.9
순차입금/자기자본	-37.9	-71.9	-73.7	-75.0	-75.9
EBITDA/이자비용(배)	0.0	72.8	60.4	72.7	88.3
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	13,177	19,396	21,182	26,974	34,941
BPS	76,978	161,504	180,751	207,652	242,505
CFPS	14,641	21,197	22,723	28,696	36,673
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	36.7	31.9	29.2	22.9	17.7
PER(최저)	14.4	15.5	25.3	19.8	15.3
PBR(최고)	6.3	3.8	3.4	3.0	2.6
PBR(최저)	2.5	1.9	3.0	2.6	2.2
PCR	21.9	26.4	26.9	21.3	16.6
EV/EBITDA(최고)	22.1	18.3	16.2	12.4	9.3
EV/EBITDA(최저)	8.0	-4.5	13.2	10.0	7.4

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**이달미**

talmi@sk.com  
02-3773-9952

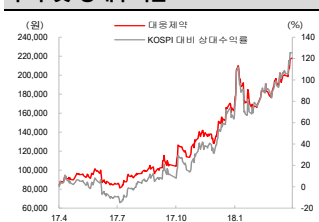
## Company Data

자본금	290 억원
발행주식수	1,159 만주
자사주	126 만주
액면가	2,500 원
시가총액	25,259 억원
주요주주	
(주)대웅(외5)	50.80%
대웅제약 자사주	10.19%
외국인지분률	5.60%
배당수익률	0.30%

## Stock Data

주가(18/04/09)	218,000 원
KOSPI	2444.08 pt
52주 Beta	0.87
52주 최고가	218,000 원
52주 최저가	81,200 원
60일 평균 거래대금	230 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	18.8%	19.5%
6개월	105.7%	101.5%
12개월	149.1%	119.3%

대웅제약 (069620/KS | 매수(유지) | T.P 260,000 원(상향))

## 2018년부터 나보타 신공장 본격 가동

2018 년 1 분기 실적은 매출액 2,200 억원(+7.2%YoY), 영업이익 106 억원(+8.7%YoY, OPM 4.8%) 시현이 예상되며 시장 컨센서스를 소폭 하회할 전망이다. 신규 도입제품의 본격적인 매출창출은 2 분기부터 예상, 1 분기 실적을 저점으로 2 분기부터 개선될 전망. 2018 년중으로 미국 FDA 승인이 예상되는 나보타는 연간 300 억원 매출 시현을 목표하고 있음. 투자 의견 BUY 를 유지하고 목표주가는 260,000 원으로 상향 조정함.

## 2018 년 1 분기 실적 Preview

동사의 2018 년 1 분기 실적은 매출액 2,200 억원(+7.2%YoY), 영업이익 106 억원(+8.7%YoY, OPM 4.8%) 시현 예상. 시장 컨센서스를 소폭 하회할 전망이다. 포시가, 삼페넷, 아셀렉스 등 2018 년부터 신규로 들어오는 코프로모션 제품이 성장세를 견인할 전망이다. 하지만 신규 도입제품의 본격적인 매출창출 기여는 2 분기부터 예상되어 1 분기 실적을 저점으로 2 분기부터 실적 개선세가 예상된다.

## 2018 년중 나보타 FDA 승인 예상

2017 년 나보타 연간 매출액은 101 억원을 기록하였으나 2018 년에는 300 억원(국내 200 억원, 해외 100 억원)이 목표임. 향남에 위치한 나보타 신공장이 2017 년 9 월에 KGMP 인증을 받았고 12 월말부터 본격적인 가동이 시작되면서 국내 나보타 공급이 원활히 이루어지고 있음. 또한 2018 년중으로 예상되는 미국 FDA 승인으로 2019 년부터는 본격적인 나보타 매출 창출이 기대됨.

## 투자 의견 BUY 유지, 목표주가 260,000 원으로 상향

동사에 대한 투자 의견 BUY 를 유지하고 목표주가는 250,000 원으로 상향 조정함. 동사의 나보타에 대해 미국 FDA 승인 임박에 따라 매출 추정치를 상향하여 기존 2,755 억원에서 4,948 억원으로 조정함. 또한 영업가치에는 과거 3 년 평균 PER 37 배를 적용함에 따라 목표주가를 260,000 원으로 상향하고 투자 의견 BUY 를 유지함.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	8,005	7,940	8,668	9,329	10,164	11,112
yoy	%	10.1	-0.8	9.2	7.6	9.0	9.3
영업이익	억원	551	354	446	580	696	842
yoy	%	2.6	-35.7	26.1	30.0	19.9	21.0
EBITDA	억원	746	566	764	1,025	1,168	1,300
세전이익	억원	593	352	409	555	673	824
순이익(지배주주)	억원	492	330	367	498	604	740
영업이익률%	%	6.9	4.5	5.2	6.2	6.9	7.6
EBITDA%	%	9.3	7.1	8.8	11.0	11.5	11.7
순이익률	%	6.2	4.2	4.2	5.3	5.9	6.7
EPS	원	4,249	2,846	3,170	4,300	5,215	6,385
PER	배	16.7	24.1	51.9	50.7	41.8	34.1
PBR	배	1.7	1.5	3.5	4.2	3.9	3.5
EV/EBITDA	배	13.0	19.2	29.3	27.8	24.3	21.6
ROE	%	10.5	6.5	6.9	8.7	9.7	10.8
순차입금	억원	1,476	2,917	3,349	3,255	3,077	2,803
부채비율	%	66.3	96.1	92.5	87.1	82.3	77.0

그림 1. 대웅제약의 2018 년 1 분기 실적 Preview

(억원 %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E		증감율		컨센서스
					당사추정치	컨센서스	YoY	QoQ	차이
매출액	2,053.0	2,225.0	2,254.0	2,136.0	2,200.4	2,192.0	7.2	3.0	0.4
영업이익	97.6	139.8	144.9	63.9	106.1	113.0	8.7	66.1	(6.1)
세전이익	67.5	182.2	141.0	18.3	87.6	98.0	29.8	377.4	(10.6)
순이익	50.4	136.7	105.3	74.8	78.7	72.0	56.1	5.1	9.2
영업이익률	4.8	6.3	6.4	3.0	4.8	5.2			
세전이익률	3.3	8.2	6.3	0.9	4.0	4.5			
순이익률	2.5	6.1	4.7	3.5	3.6	3.3			

자료 : SK 증권 추정치

그림 2. 연간 실적전망 변경

(십억원 %)	변경후			변경전			변경률		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
매출액	9,329	10,164	11,112	10,023	11,322	-	(6.9)	(10.2)	-
영업이익	580	696	842	656	810	-	(11.5)	(14.1)	-
세전이익	555	673	824	650	804	-	(14.6)	(16.3)	-
순이익	498	604	740	487	602	-	2.3	0.4	-
EPS	4,300	5,215	6,385	4,200	5,194	-	2.4	0.4	-
영업이익률	6.2	6.8	7.6	6.5	7.2	-	(5.0)	(4.3)	-

자료 : SK 증권 추정치

그림 3. 대웅제약의 분기 및 연간 실적전망 Table

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	2,053.0	2,225.0	2,254.0	2,136.0	2,200.4	2,388.0	2,420.2	2,320.8	7,939.8	8,668.0	9,329.4	10,164.0
ETC	648.0	663.0	678.0	668.0	661.5	677.4	693.9	682.9	2,568.1	2,657.0	2,715.7	2,781.4
OTC	197.0	211.0	212.0	212.0	218.8	234.1	235.5	240.0	771.0	832.0	928.3	1,050.5
수출	221.0	293.0	266.0	257.0	243.1	322.3	292.6	308.4	955.0	1,037.0	1,166.4	1,399.7
수탁	69.0	73.5	70.2	72.6	70.5	75.1	71.8	74.2	279.0	285.2	291.6	298.1
기타	850.0	908.5	946.8	851.4	935.0	999.4	1,041.5	936.6	3,103.7	3,556.8	3,912.5	4,303.7
영업이익	97.6	139.8	144.9	63.9	106.1	160.6	191.4	122.2	353.9	446.3	580.3	695.9
세전이익	67.5	182.2	141.0	18.3	87.6	182.2	179.3	105.8	352.0	408.9	554.8	672.9
순이익	50.4	136.7	105.3	74.8	78.7	163.6	161.0	95.0	329.7	367.2	498.2	604.2
성장률YoY(%)												
매출액	7.8	15.4	14.0	0.2	7.2	7.3	7.4	8.7	-0.8	9.2	7.6	8.9
영업이익	78.5	125.6	61.5	-56.7	8.7	14.8	32.1	91.2	-35.7	26.1	30.0	19.9
세전이익	18.7	164.9	67.5	-87.1	29.8	0.0	27.2	476.6	-40.6	16.2	35.7	21.3
순이익	19.1	169.0	67.4	-56.9	56.1	19.7	52.9	27.0	-33.0	11.4	35.7	21.3
수익률(%)												
영업이익	4.8	6.3	6.4	3.0	4.8	6.7	7.9	5.3	4.5	5.1	6.2	6.8
세전이익	3.3	8.2	6.3	0.9	4.0	7.6	7.4	4.6	4.4	4.7	5.9	6.6
순이익	2.5	6.1	4.7	3.5	3.6	6.9	6.7	4.1	4.2	4.2	5.3	5.9

자료 : SK 증권 추정치

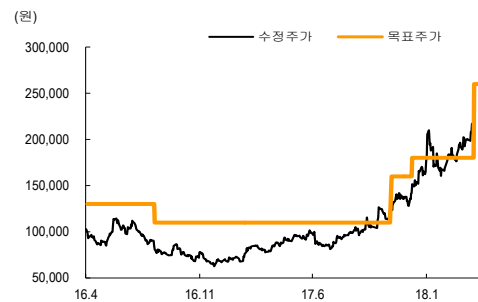
그림 4. 대웅제약 Valuation Table

구분	내용	비고
12M Forward EPS(원)	4,471	
적용PER(배)	37	대웅제약 target multiple
a. 영업가치(원)	165,413	
b. 신약가치(원)	42,685	나보타의 현재가치
c. 자회사가치(원)	45,462	한울바이오파마 가치
기업가치(a+b+c)(원)	253,561	
목표주가(원)	260,000	
현재주가(원)	218,000	
상승여력(%)	19.3	

자료 : SK 증권 추정치



일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
2018.04.10	매수	260,000원	6개월		
2017.12.15	매수	180,000원	6개월	0.79%	21.11%
2017.11.06	매수	160,000원	6개월	-15.40%	-11.25%
2016.09.07	매수	110,000원	6개월	-21.82%	15.00%
2016.08.18	매수	110,000원	6개월	-28.73%	-26.55%
2016.04.14	매수	130,000원	6개월	-24.77%	-11.92%



### Compliance Notice

- 작성자(이달미)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 4월 10일 기준)

매수	89.51%	중립	10.49%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	4,030	3,680	4,077	4,601	5,263
현금및현금성자산	556	422	562	795	1,114
매출채권및기타채권	1,521	1,536	1,669	1,818	1,988
재고자산	1,406	1,623	1,764	1,922	2,101
<b>비유동자산</b>	6,122	6,855	7,080	7,244	7,423
장기금융자산	87	73	73	73	73
유형자산	2,796	3,073	2,897	2,718	2,567
무형자산	461	766	964	1,137	1,296
<b>자산총계</b>	10,152	10,535	11,157	11,845	12,686
<b>유동부채</b>	2,024	2,111	2,223	2,353	2,498
단기금융부채	1,053	933	943	958	973
매입채무 및 기타채무	734	819	890	969	1,060
단기충당부채	82	151	164	178	195
<b>비유동부채</b>	2,952	2,950	2,970	2,996	3,022
장기금융부채	2,892	2,893	2,908	2,928	2,948
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	17	15	16	17	19
<b>부채총계</b>	4,976	5,062	5,194	5,349	5,520
<b>지배주주지분</b>	5,177	5,473	5,963	6,497	7,166
자본금	290	290	290	290	290
자본잉여금	1,004	1,004	1,004	1,004	1,004
기타자본구성요소	-449	-449	-449	-449	-449
자기주식	-449	-449	-449	-449	-449
이익잉여금	4,326	4,631	5,130	5,672	6,350
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	5,177	5,473	5,963	6,497	7,166
<b>부채외자본총계</b>	10,152	10,535	11,157	11,845	12,686

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	195	715	748	904	995
당기순이익(손실)	330	367	498	604	740
비현금성항목등	260	619	526	564	561
유형자산감가상각비	176	270	376	379	351
무형자산상각비	36	48	69	92	108
기타	-7	162	-52	-52	-52
운전자본감소(증가)	-298	-204	-174	-195	-221
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-224	-67	-133	-149	-170
재고자산감소(증가)	-215	-266	-141	-158	-179
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	142	105	71	80	90
기타	-1	24	29	33	37
법인세납부	-97	-68	-103	-69	-84
<b>투자활동현금흐름</b>	-1,425	-572	-557	-567	-572
금융자산감소(증가)	29	414	20	20	10
유형자산감소(증가)	-1,205	-586	-200	-200	-200
무형자산감소(증가)	-187	-266	-266	-266	-266
기타	-62	-134	-111	-121	-116
<b>재무활동현금흐름</b>	1,451	-273	-52	-104	-105
단기금융부채증가(감소)	2	-18	10	15	15
장기금융부채증가(감소)	1,593	-100	15	20	20
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-72	-62	0	-62	-62
기타	-71	-93	-77	-77	-78
<b>현금의 증가(감소)</b>	220	-134	140	233	319
기초현금	336	556	422	562	795
기말현금	556	422	562	795	1,114
FCF	-1,204	-125	326	436	527

자료 : 대응제약, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	7,940	8,668	9,329	10,164	11,112
<b>매출원가</b>	4,648	5,086	5,475	5,965	6,521
<b>매출총이익</b>	3,292	3,581	3,855	4,199	4,591
매출총이익률 (%)	41.5	41.3	41.3	41.3	41.3
<b>판매비와관리비</b>	2,939	3,135	3,274	3,503	3,749
영업이익	354	446	580	696	842
영업이익률 (%)	4.5	5.2	6.2	6.9	7.6
비영업손익	-2	-37	-25	-23	-18
<b>순금융비용</b>	31	66	65	62	58
외환관련손익	8	-36	-13	-13	-13
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-11	-9	0	0	0
세전계속사업이익	352	409	555	673	824
세전계속사업이익률 (%)	4.4	4.7	6.0	6.6	7.4
계속사업법인세	22	42	57	69	84
<b>계속사업이익</b>	330	367	498	604	740
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	330	367	498	604	740
<b>순이익률 (%)</b>	4.2	4.2	5.3	5.9	6.7
지배주주	330	367	498	604	740
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	4.15	4.24	5.34	5.94	6.66
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	322	359	490	596	731
<b>지배주주</b>	322	359	490	596	731
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
EBITDA	566	764	1,025	1,168	1,300

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-0.8	9.2	7.6	9.0	9.3
영업이익	-35.7	26.1	30.0	19.9	21.0
세전계속사업이익	-40.6	16.2	35.7	21.3	22.4
EBITDA	-24.1	35.0	34.0	14.0	11.3
EPS(계속사업)	-33.0	11.4	35.7	21.3	22.4
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	6.5	6.9	8.7	9.7	10.8
ROA	3.6	3.6	4.6	5.3	6.0
EBITDA마진	7.1	8.8	11.0	11.5	11.7
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	199.2	174.3	183.4	195.6	210.7
부채비율	96.1	92.5	87.1	82.3	77.0
순차입금/자기자본	56.4	61.2	54.6	47.4	39.1
EBITDA/이자비용(배)	12.0	9.8	13.4	15.2	16.7
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	2,846	3,170	4,300	5,215	6,385
BPS	44,678	47,239	51,466	56,072	61,849
CFPS	4,678	5,915	8,135	9,289	10,339
주당 현금배당금	600	600	600	600	600
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	40.2	52.4	50.7	41.8	34.1
PER(최저)	22.0	21.2	37.3	30.8	25.1
PBR(최고)	2.6	3.5	4.2	3.9	3.5
PBR(최저)	1.4	1.4	3.1	2.9	2.6
PCR	14.7	27.8	26.8	23.5	21.1
EV/EBITDA(최고)	28.6	29.5	27.8	24.3	21.6
EV/EBITDA(최저)	18.0	14.6	21.3	18.6	16.5

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**이달미**  
talmi@sk.com  
02-3773-9952

## Company Data

자본금	1,654 억원
발행주식수	6,617 만주
자사주	0 만주
액면가	2,500 원
시가총액	371,847 억원
주요주주	
삼성물산(외4)	75.10%
외국인지분률	10.50%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(18/04/09)	562,000 원
KOSPI	2444.08 pt
52주 Beta	1.18
52주 최고가	562,000 원
52주 최저가	173,500 원
60일 평균 거래대금	1,100 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	23.5%	24.3%
6개월	66.5%	63.1%
12개월	215.7%	178.0%

삼성바이오로직스 (207940/KS | 매수(유지) | T.P 660,000 원(상향))

## 보릿고개를 지나가는 중

2018 년 1 분기 실적은 매출액 1,361 억원(+26.4%YoY), 영업이익 204 억원(+499.1%YoY, OPM 15.0%) 시현 전망. 2018 년은 여러가지로 쉬어가는 한해가 될 것으로 보임. 우선 1 공장 생산제품이 2 공장으로 스위칭 되고, 3 공장은 내년 가동을 위해 올해 4 분기까지 밸리데이션 배치가 이루어질 예정. 하지만 2018 년 공장가동이 쉬어간다고 해서 사업이 안되는 것은 아님. 투자 의견 BUY 유지, 목표주가를 660,000 원으로 상향.

## 2018 년 1 분기 실적 Preview

동사의 2018 년 1 분기 실적은 매출액 1,361 억원(+26.4%YoY), 영업이익 204 억원(+499.1%YoY, OPM 15.0%) 시현 전망. 2018 년부터 동사의 2 공장 가동률이 (2017 년 40%에서 2018 년 60%) 상승함에 따라 1 공장에서는 생산하던 제품이 2 공장으로 스위칭될 예정. 따라서 1 공장에서는 다품종 소량생산 제품 위주로 가동이 돌아갈 예정이라 공장가동 초기에 가동률이 빠르게 올라오지 못할 수 있음. 또한 2018 년부터 매출 인식 기준의 변화로 인해 2 분기 실적이 저점이 될 전망. 하반기에 회복될 전망.

## 2018 년은 쉬어가는 한해

2018 년은 여러가지로 쉬어가는 한해가 될 것으로 보임. 1 공장 생산제품이 2 공장으로 스위칭 되고, 3 공장은 내년 가동을 위해 올해 4 분기까지 밸리데이션 배치가 이루어질 예정. 따라서 3 공장은 올해 매출발생 없이 비용만 투입되는 한해가 될 것.

## 투자 의견 BUY 유지, 목표주가 660,000 원으로 상향

하지만 2018 년 공장가동이 쉬어간다고 해서 사업이 안되는 것은 아님. 1 공장에서는 생산하던 제품이 2 공장으로 교체되면서 비어있는 1 공장에 대한 추가 수도 이미 받은 상태고, 작년 8 월에 허가를 받은 임팔디(휴미라 바이오시밀러)가 지난주에 오리지네이 터인 애브비와의 특허소송에서 승소하면서 올해 10 월에 유럽 런칭에 나설 계획. 이에 따라 2018 년 중 4 개의 바이오시밀러가 시판될 예정. 또한 작년말에 완공된 3 공장에 대한 수주계약이 지난 2 월에 발표되면서 공장 가동에 대한 의심도 해소된 상황. 투자 의견 BUY 를 유지하고 목표주가를 660,000 원으로 상향조정함.

## 영업 실적 및 투자 지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	913	2,946	4,646	5,450	8,207	11,210
yoy	%	-13.2	222.8	57.7	17.3	50.6	36.6
영업이익	억원	-2,036	-304	660	1,141	1,970	3,027
yoy	%	적지	적지	흑전	72.9	72.7	53.7
EBITDA	억원	-1,620	297	1,359	2,080	2,862	3,867
세전이익	억원	24,881	-2,309	-1,160	539	1,694	2,984
순이익(지배주주)	억원	19,049	-1,768	-970	450	1,416	2,495
영업이익률%	%	-223.1	-10.3	14.2	20.9	24.0	27.0
EBITDA%	%	-177.5	10.1	29.3	38.2	34.9	34.5
순이익률	%	2,087.0	-60.0	-20.9	8.3	17.3	22.3
EPS	원	38,520	-3,115	-1,466	681	2,140	3,770
PER	배	0.0	N/A	N/A	825.7	262.6	149.1
PBR	배	0.0	2.5	6.2	9.3	9.0	8.5
EV/EBITDA	배	0.0	387.3	196.3	188.3	136.2	100.0
ROE	%	113.0	-5.2	-2.4	1.1	3.5	5.9
순차입금	억원	24,778	15,172	21,214	19,692	17,752	14,919
부채비율	%	114.8	84.5	80.6	81.2	82.6	82.0

그림 1. 삼성바이오로직스의 2018 년 1 분기 실적 Preview

(억원 %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E		증감율		컨센서스 차이
					당사추정치	컨센서스	YoY	QoQ	
매출액	1,076.5	632.2	1,274.5	1,663.1	1,361.0	1,480.0	26.4	(18.2)	(8.0)
영업이익	34.1	(84.8)	204.7	505.9	204.2	281.0	499.1	(59.6)	(27.3)
세전이익	(398.2)	(291.0)	(379.9)	(90.8)	136.7	168.0	(134.3)	(250.5)	(18.6)
순이익	(330.7)	(221.0)	(317.0)	(101.0)	114.3	40.0	(134.6)	(213.1)	185.7
영업이익률	3.2	-13.4	16.1	30.4	15.0	19.0			
세전이익률	(37.0)	-46.0	-29.8	-5.5	10.0	11.4			
순이익률	(30.7)	-35.0	-24.9	-6.1	8.4	2.7			

자료 : SK 증권 추정치

그림 2. 연간 실적전망 변경

(십억원 %)	변경후			변경전			변경률		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
매출액	5,450	8,207	11,210	5,800	9,254	-	(6.0)	(11.3)	-
영업이익	1,141	1,970	3,027	696	2,314	-	63.9	(14.9)	-
세전이익	539	1,694	2,984	498	2,218	-	8.2	(23.6)	-
순이익	450	1,416	2,495	396	1,765	-	13.7	(19.8)	-
EPS	681	2,140	3,770	598	2,667	-	13.8	(19.8)	-
영업이익률	20.9	24.0	27.0	12.0	25.0	-	74.4	(4.0)	-

자료 : SK 증권 추정치

그림 3. 삼성바이오로직스의 분기 및 연간 실적전망 Table

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	1,076.5	632.2	1,274.5	1,663.1	1,361.0	652.0	1,432.0	2,005.0	2,946.2	4,646.3	5,450.0	8,206.9
영업이익	34.1	-84.8	204.7	505.9	204.2	58.7	256.6	621.3	-304.2	659.8	1,140.7	1,969.7
세전이익	-398.2	-291.0	-379.9	-90.8	136.7	-56.8	51.6	407.1	-2,309.0	-1,159.9	538.7	1,693.6
순이익	-330.7	-221.0	-317.0	-101.0	114.3	-47.5	43.2	340.4	-1,768.2	-969.7	450.3	1,415.8
성장률YoY(%)												
매출액	-1.2	51.7	77.8	7.8	26.4	3.1	12.4	20.6	222.8	57.7	17.3	50.6
영업이익	-124.9	165.8	-259.1	-7,274.2	499.1	-169.2	25.4	22.8	-85.1	흑전	72.9	72.7
세전이익	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	흑전	흑전	적전	적지	흑전	214.4
순이익	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	흑전	흑전	적전	적지	흑전	214.4
수익률(%)												
영업이익	3.2	-13.4	16.1	30.4	15.0	9.0	17.9	31.0	-10.3	14.2	20.9	24.0
세전이익	-37.0	-46.0	-29.8	-5.5	10.0	-8.7	3.6	20.3	-78.4	-25.0	9.9	20.6
순이익	-30.7	-35.0	-24.9	-6.1	8.4	-7.3	3.0	17.0	-60.0	-20.9	8.3	17.3

자료 : SK 증권 추정치

그림 4. 삼성바이오로직스의 연간 실적전망 Table

구분	2017	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
매출액	4,646.3	5,453.8	8,206.9	11,210.4	13,963.5	16,716.6	18,818.2
영업이익	659.8	1,140.7	1,969.7	3,026.8	4,468.3	7,355.3	10,350.0
당기순이익	(969.7)	450.3	1,415.8	2,494.5	4,074.5	7,381.2	10,392.2
성장률 (YoY%)							
매출액	57.7	17.3	50.6	36.6	24.6	19.7	12.6
영업이익	흑전	72.9	72.7	53.7	47.6	64.6	40.7
당기순이익	적지	흑전	214.4	76.2	63.3	81.2	40.8
수익률(%)							
영업이익	14.2	20.9	24.0	27.0	32.0	44.0	55.0
당기순이익	적지	8.3	17.3	22.3	29.2	44.2	55.2
공장 가동률							
1 공장	80%	50%	60%	80%	90%	100%	100%
2 공장	40%	60%	70%	80%	90%	100%	100%
3 공장			20%	40%	60%	80%	90%
4 공장							10%

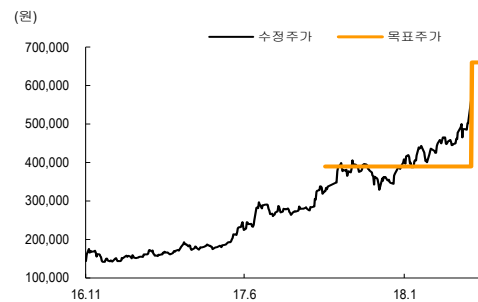
자료 : SK 증권 추정치

그림 5. 삼성바이오로직스 목표주가 Valuation Table

구분	2023E	비고
A. 삼성바이오로직스 목표가치	179,504.9	
삼성바이오로직스 가치	5,983.5	2023년 지분법이익 제외한 당기순이익의 현재가치 (할인율 7%)
적용 PER	30.0	론자의 multiple
B. 삼성바이오에피스 목표가치	254,167.7	
삼성바이오에피스 가치	3,910.3	2023년 삼성바이오에피스 당기순이익에 지분율 50% 고려
적용 PER	65.0	셀트리온의 target multiple
C. 적정가치(A+B)	433,672.0	
D. 주식수	66,165,000	
주당가치 (C/D)	655,440	
목표주가	660,000	
현주가	562,000	
상승여력	17.4	

자료 : SK 증권 추정치

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
2018.04.10	매수	660,000원	6개월		
2017.09.26	매수	390,000원	6개월	4.21%	44.10%



### Compliance Notice

- 작성자(이달미)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 4월 10일 기준)

매수	89.51%	중립	10.49%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

### 재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	14,614	6,210	8,272	11,815	16,395
현금및현금성자산	2,303	3,581	5,102	7,043	9,875
매출채권및기타채권	725	250	301	454	619
재고자산	1,642	2,100	2,532	3,812	5,207
<b>비유동자산</b>	60,716	65,621	64,433	63,863	63,441
장기금융자산	0	0	0	0	0
유형자산	10,910	15,133	14,272	13,473	12,731
무형자산	140	190	218	233	242
<b>자산총계</b>	75,330	71,831	72,705	75,679	79,836
<b>유동부채</b>	24,765	22,874	23,317	24,629	26,059
단기금융부채	22,782	20,722	20,722	20,722	20,722
매입채무 및 기타채무	1,150	1,295	1,562	2,352	3,212
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	9,741	9,192	9,263	9,598	9,920
장기금융부채	4,394	4,072	4,072	4,072	4,072
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	34,506	32,066	32,579	34,227	35,979
<b>지배주주지분</b>	40,824	39,765	40,125	41,452	43,857
자본금	1,654	1,654	1,654	1,654	1,654
자본잉여금	24,873	24,873	24,873	24,873	24,873
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	14,247	13,277	13,728	15,144	17,638
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	40,824	39,765	40,125	41,452	43,857
<b>부채외자본총계</b>	75,330	71,831	72,705	75,679	79,836

### 현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	-391	1,564	1,624	2,016	2,876
당기순이익(손실)	-1,768	-970	450	1,416	2,495
비현금성항목등	2,112	2,310	1,630	1,446	1,372
유형자산감가상각비	558	642	861	799	742
무형자산상각비	44	57	78	93	98
기타	50	457	192	192	192
운전자본감소(증가)	-735	223	-154	-568	-501
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-287	478	-51	-152	-166
재고자산감소(증가)	-438	-437	-432	-1,281	-1,395
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	12	132	266	790	861
기타	-22	50	62	75	199
법인세납부	1	2	-302	-278	-489
<b>투자활동현금흐름</b>	-13,720	2,756	-46	-20	13
금융자산감소(증가)	-9,700	9,700	0	0	0
유형자산감소(증가)	-1,630	-4,941	0	0	0
무형자산감소(증가)	-52	-107	-107	-107	-107
기타	-2,338	-1,896	61	87	120
<b>재무활동현금흐름</b>	16,069	-3,042	-56	-56	-56
단기금융부채증가(감소)	-101	-1,966	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	1,571	-906	0	0	0
자본의증가(감소)	14,843	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-244	-170	-56	-56	-56
<b>현금의 증가(감소)</b>	1,958	1,278	1,522	1,940	2,833
기초현금	345	2,303	3,581	5,102	7,043
기말현금	2,303	3,581	5,102	7,043	9,875
FCF	-1,131	-3,637	1,649	1,864	2,762

자료 : 삼성바이오로직스, SK증권

### 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	2,946	4,646	5,450	8,207	11,210
<b>매출원가</b>	2,681	3,328	3,581	4,760	6,166
<b>매출총이익</b>	265	1,318	1,869	3,447	5,045
매출총이익률 (%)	9.0	28.4	34.3	42.0	45.0
<b>판매비와관리비</b>	570	658	728	1,477	2,018
영업이익	-304	660	1,141	1,970	3,027
영업이익률 (%)	-10.3	14.2	20.9	24.0	27.0
비영업손익	-2,005	-1,820	-602	-276	-43
<b>순금융비용</b>	156	-43	-5	-31	-64
외환관련손익	-28	17	-15	-15	-15
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-1,292	-1,296	-400	-100	100
세전계속사업이익	-2,309	-1,160	539	1,694	2,984
세전계속사업이익률 (%)	-78.4	-25.0	9.9	20.6	26.6
계속사업법인세	-541	-190	88	278	489
<b>계속사업이익</b>	-1,768	-970	450	1,416	2,495
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-1,768	-970	450	1,416	2,495
<b>순이익률 (%)</b>	-60.0	-20.9	8.3	17.3	22.3
지배주주	-1,768	-970	450	1,416	2,495
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	-60.02	-20.87	8.26	17.25	22.25
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	-1,767	-1,059	361	1,326	2,405
<b>지배주주</b>	-1,767	-1,059	361	1,326	2,405
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
EBITDA	297	1,359	2,080	2,862	3,867

### 주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	222.8	57.7	17.3	50.6	36.6
영업이익	적지	흑전	72.9	72.7	53.7
세전계속사업이익	적전	적지	흑전	214.4	76.2
EBITDA	흑전	357.2	53.1	37.6	35.1
EPS(계속사업)	적전	적지	흑전	214.4	76.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	-5.2	-2.4	1.1	3.5	5.9
ROA	-2.6	-1.3	0.6	1.9	3.2
EBITDA마진	10.1	29.3	38.2	34.9	34.5
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	59.0	27.2	35.5	48.0	62.9
부채비율	84.5	80.6	81.2	82.6	82.0
순차입금/자기자본	37.2	53.4	49.1	42.8	34.0
EBITDA/이자비용(배)	1.5	23.9	36.9	50.8	68.6
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	-3,115	-1,466	681	2,140	3,770
BPS	61,700	60,099	60,644	62,649	66,284
CFPS	-2,055	-409	2,100	3,488	5,039
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	N/A	N/A	825.7	262.6	149.1
PER(최저)	N/A	N/A	562.7	179.0	101.6
PBR(최고)	2.8	6.8	9.3	9.0	8.5
PBR(최저)	2.3	2.5	6.3	6.1	5.8
PCR	-73.5	-907.6	267.6	161.1	111.5
EV/EBITDA(최고)	441.9	213.3	188.3	136.2	100.0
EV/EBITDA(최저)	367.3	89.2	131.3	94.8	69.4



# SK COMPANY Analysis



Analyst

이달미

talmi@sk.com

02-3773-9952

## Company Data

자본금	1,373 억원
발행주식수	13,752 만주
자사주	0 만주
액면가	1,000 원
시가총액	141,238 억원
주요주주	
서정진(외18)	67.09%

외국인지분률	32.50%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(18/04/09)	102,700 원
KOSDAQ	874.44 pt
52주 Beta	2.04
52주 최고가	153,800 원
52주 최저가	43,802 원
60일 평균 거래대금	2,860 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.9%	-2.9%
6개월	88.6%	40.8%
12개월	%	%

셀트리온헬스케어 (091990/KQ | 매수(유지) | T.P 130,000 원(상향))

## 1 분기는 계절적인 비수기

2018 년 1 분기 실적은 매출액 948 억원(+35.5%YoY), 영업이익 85 억원(-20.0%YoY)으로 영업이익이 시장 컨센서스를 하회할 전망이다. 2017 년 하반기에 유럽허가 승인을 받은 허쥬마는 2018 년 4 월부터 EU5 런칭이 시작될 예정, 2018 년 연간 매출액의 20%를 차지하면서 동사의 연간 실적 성장세를 견인할 전망이다. 동사에 대한 투자 의견 BUY 를 유지하고 목표주가를 130,000 원으로 상향함.

## 2018 년 1 분기 실적 Preview

동사의 2018 년 1 분기 실적은 매출액 948 억원(+35.5%YoY), 영업이익 85 억원(-20.0%YoY)으로 영업이익이 시장 컨센서스를 하회할 전망이다. 1) 1 분기가 계절적으로 가장 비수기에 해당되고, 2) 2018 년부터 낮아지는 ASP, 3) 본격적인 직판체제 돌입에 따른 해외법인의 현지채용 증가로 영업이익 역성장세가 전망됨.

## 4 월부터 유럽 런칭 예정인 허쥬마

2017 년 하반기에 유럽허가 승인을 받은 허쥬마는 2018 년 4 월부터 EU5 런칭이 시작될 예정으로 2018 년 연간 매출액의 20%를 차지하면서 동사의 연간 실적 성장세를 견인할 전망이다. 허쥬마는 램시마보다 투여용량이 많기 때문에 이익기여도가 큼. 하지만 2018 년은 초기 런칭에 따른 마케팅비 집행이 예상됨. 한편 인플렉트라는 2018 년 미국 M/S 가 20%까지 올라올 전망이다.

## 투자의견 BUY 유지, 목표주가 130,000 원으로 상향 조정

동사에 대한 투자의견 BUY 를 유지하고 목표주가를 130,000 원으로 상향함. 동사의 목표주가는 2019 년 EPS 에 셀트리온 목표 multiple 65 배에서 20% 할인한 52 배를 적용하여 산정됨. 바이오시밀러 산업의 성장세와 2018 년 허쥬마, 2019 년 램시마SC 등 지속적인 신제품 출시에 따른 중장기적인 성장세가 긍정적으로 판단됨.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	4,024	7,333	9,209	14,377	19,184	25,296
yoy	%	144.3	82.2	25.6	56.1	33.4	31.9
영업이익	억원	1,119	1,553	1,537	2,799	4,162	6,045
yoy	%	199.8	38.8	-1.1	82.2	48.7	45.2
EBITDA	억원	1,121	1,555	1,538	2,809	4,171	6,053
세전이익	억원	1,366	1,388	2,061	3,022	4,448	6,414
순이익(지배주주)	억원	206	972	1,574	2,308	3,397	4,899
영업이익률%	%	27.8	21.2	16.7	19.5	21.7	23.9
EBITDA%	%	27.9	21.2	16.7	19.5	21.7	23.9
순이익률	%	5.1	13.3	17.1	16.1	17.7	19.4
EPS	원	278	870	1,280	1,678	2,470	3,563
PER	배	0.0	0.0	84.9	61.2	41.6	28.8
PBR	배	0.0	0.0	8.7	7.3	6.3	5.2
EV/EBITDA	배	0.0	0.0	94.4	46.9	30.5	20.5
ROE	%	전기잠식	18.5	14.0	12.7	16.2	19.6
순차입금	억원	2,312	2,593	-6,997	-12,252	-16,980	-20,187
부채비율	%	215.3	264.5	68.4	104.5	117.3	126.6

그림 1. 셀트리온헬스케어의 2018 년 1 분기 실적 Preview

(억원 %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E		증감율		컨센서스 차이
					당사추정치	컨센서스	YoY	QoQ	
매출액	699.5	2,375.0	1,980.5	4,154.2	948.0	1,239.0	35.5	(77.2)	(23.5)
영업이익	106.5	534.3	403.0	492.8	85.2	174.0	(20.0)	(82.7)	(51.1)
세전이익	18.7	1,031.8	404.6	606.3	538.4	203.0	2785.7	(11.2)	165.2
순이익	(18.0)	775.4	307.1	509.8	411.2	154.0	흑전	(19.3)	167.0
영업이익률	15.2	22.5	20.3	11.9	9.0	14.0			
세전이익률	2.7	43.4	20.4	14.6	56.8	16.4			
순이익률	(2.6)	32.6	15.5	12.3	43.4	12.4			

자료 : SK 증권 추정치

그림 2. 셀트리온헬스케어의 연간 실적전망 변경

(십억원 %)	변경후			변경전			변경률		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
매출액	14,377	19,184	25,296	14,975	21,523	-	(4.0)	(10.9)	-
영업이익	2,799	4,162	6,045	4,079	5,915	-	(31.4)	(29.6)	-
세전이익	3,022	4,448	6,414	4,234	6,237	-	(28.6)	(28.7)	-
순이익	4,362	6,339	4,899	3,147	4,636	-	38.6	36.7	-
EPS	1,678	2,470	3,563	2,558	3,769	-	(34.4)	(34.5)	-
영업이익률	19.5	21.7	23.9	27.2	27.5	-	(28.4)	(21.1)	-

자료 : SK 증권 추정치

그림 3. 셀트리온헬스케어의 분기 및 연간 실적전망 Table

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	699.5	2,375.0	1,980.5	4,154.2	948.0	2,995.4	3,986.6	6,446.6	7,332.6	9,209.2	14,376.6	19,183.7
램시마	657.5	2,090.0	1,346.7	970.8	854.8	2,299.0	2,289.5	1,747.5	7,291.3	5,065.1	7,190.7	8,919.0
트룩시마	42.0	285.0	633.8	2,999.2	43.2	296.4	697.1	3,299.2	41.3	3,960.0	4,335.9	5,619.7
허쥬마	0.0	0.0	0.0	184.2	50.0	400.0	1,000.0	1,400.0	0.0	184.2	2,850.0	3,945.0
램시마SC	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	700.0
영업이익	106.5	534.3	403.0	492.8	85.2	722.1	825.9	1,166.4	1,553.0	1,536.5	2,799.5	4,161.9
세전이익	18.7	1,031.8	404.6	606.3	538.4	690.4	319.8	1,473.1	1,387.5	2,061.4	3,021.7	4,447.8
순이익	-18.0	775.4	307.1	509.8	411.2	527.3	244.3	1,125.1	971.7	1,574.4	4,361.7	6,338.6
성장률YoY(%)												
매출액	32.5	152.4	14.2	0.6	35.5	26.1	101.3	55.2	144.3	25.6	56.1	33.4
영업이익	1,750.8	634.0	-2.4	-53.6	-20.0	35.1	104.9	136.7	199.8	-1.1	82.2	48.7
세전이익	흑전	흑전	-19.9	-36.5	2,785.7	-33.1	-21.0	143.0	-133.6	48.6	46.6	47.2
순이익	적지	흑전	-23.5	-19.7	흑전	-32.0	-20.5	120.7	-105.6	62.0	177.0	45.3
수익률(%)												
영업이익	15.2	22.5	20.3	11.9	9.0	24.1	20.7	18.1	21.2	16.7	19.5	21.7
세전이익	2.7	43.4	20.4	14.6	56.8	23.0	8.0	22.9	18.9	22.4	21.0	23.2
순이익	-2.6	32.6	15.5	12.3	43.4	17.6	6.1	17.5	13.3	17.1	30.3	33.0

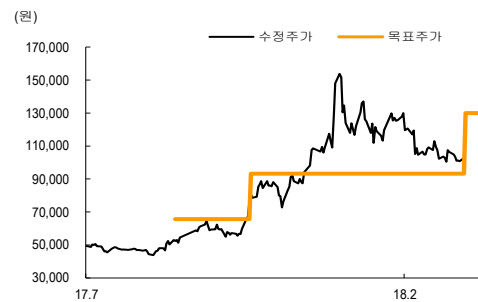
자료 : SK 증권 추정치

그림 4. 셀트리온헬스케어의 목표주가 Valuation Table

구분	내용	비고
2019년 EPS(원)	2,470	
적용PER(배)	52.0	셀트리온 목표 PER 65배에서 20% 할인
주당가치(원)	128,459	
목표주가(원)	130,000	
현재주가(원)	102,700	
상승여력(%)	26.6	

자료 : SK 증권 추정치

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
2018.04.10	매수	130,000원	6개월		
2017.11.16	매수	93,197원	6개월	15.60%	65.03%
2017.09.26	매수	65,728원	6개월	-9.93%	14.78%



## Compliance Notice

- 작성자(이달미)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 4월 10일 기준)

매수	89.51%	중립	10.49%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	19,492	28,002	38,514	48,001	60,824
현금및현금성자산	959	2,514	7,961	12,589	15,795
매출채권및기타채권	3,642	4,155	5,335	7,311	9,640
재고자산	14,721	15,748	19,408	22,061	29,091
<b>비유동자산</b>	565	747	915	1,042	1,180
장기금융자산	231	503	503	503	503
유형자산	1	3	1	1	0
무형자산	10	21	27	31	34
<b>자산총계</b>	20,058	28,749	39,429	49,044	62,004
<b>유동부채</b>	12,600	9,933	14,986	19,679	25,774
단기금융부채	3,224	751	651	551	551
매입채무 및 기타채무	6,831	7,204	11,245	15,006	19,787
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	1,954	1,741	5,165	6,794	8,865
장기금융부채	328	0	292	292	292
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	14,554	11,675	20,151	26,473	34,639
<b>지배주주지분</b>	5,503	17,075	19,278	22,571	27,366
자본금	1,121	1,373	1,373	1,373	1,373
자본잉여금	3,806	13,656	13,656	13,656	13,656
기타자본구성요소	-461	-461	-461	-461	-461
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	1,073	2,647	4,955	8,352	13,251
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	5,503	17,075	19,278	22,571	27,366
<b>부채외자본총계</b>	20,058	28,749	39,429	49,044	62,004

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	432	-1,894	5,231	4,640	3,034
당기순이익(손실)	972	1,574	2,308	3,397	4,899
비현금성항목등	646	-382	501	774	1,154
유형자산감가상각비	1	1	4	2	1
무형자산상각비	0	1	5	7	8
기타	63	-1,011	-471	-471	-471
운전자본감소(증가)	-956	-2,669	3,136	1,520	-1,505
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-3,141	-1,431	-1,180	-1,976	-2,329
재고자산감소(증가)	-732	-1,136	-3,660	-2,653	-7,029
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1,175	179	4,042	3,760	4,781
기타	1,742	-282	3,935	2,388	3,073
법인세납부	-230	-417	-714	-1,051	-1,515
<b>투자활동현금흐름</b>	0	-5,185	108	193	268
금융자산감소(증가)	0	-5,200	0	0	0
유형자산감소(증가)	0	-3	-2	-2	0
무형자산감소(증가)	-1	-11	-11	-11	-11
기타	1	30	121	207	279
<b>재무활동현금흐름</b>	89	8,578	108	-206	-95
단기금융부채증가(감소)	136	-115	-100	-100	0
장기금융부채증가(감소)	0	-1,295	292	0	0
자본의증가(감소)	82	10,063	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-129	-75	-84	-106	-95
<b>현금의 증가(감소)</b>	590	1,555	5,447	4,628	3,207
기초현금	369	959	2,514	7,961	12,589
기말현금	959	2,514	7,961	12,589	15,795
FCF	521	-662	5,270	4,694	3,110

자료 : 셀트리온헬스케어, SK증권

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	7,333	9,209	14,377	19,184	25,296
<b>매출원가</b>	5,378	6,968	9,593	12,661	16,443
<b>매출총이익</b>	1,954	2,241	4,783	6,522	8,854
매출총이익률 (%)	26.7	24.3	33.3	34.0	35.0
<b>판매비와관리비</b>	401	705	1,984	2,361	2,809
영업이익	1,553	1,537	2,799	4,162	6,045
영업이익률 (%)	21.2	16.7	19.5	21.7	23.9
비영업손익	-166	525	222	286	370
<b>순금융비용</b>	266	173	-37	-101	-185
외환관련손익	134	-253	-286	-286	-286
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	1,388	2,061	3,022	4,448	6,414
세전계속사업이익률 (%)	18.9	22.4	21.0	23.2	25.4
계속사업법인세	416	487	714	1,051	1,515
<b>계속사업이익</b>	972	1,574	2,308	3,397	4,899
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	972	1,574	2,308	3,397	4,899
<b>순이익률 (%)</b>	13.3	17.1	16.1	17.7	19.4
지배주주	972	1,574	2,308	3,397	4,899
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	13.25	17.1	16.05	17.71	19.37
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	975	1,470	2,204	3,293	4,795
지배주주	975	1,470	2,204	3,293	4,795
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	1,555	1,538	2,809	4,171	6,053

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	82.2	25.6	56.1	33.4	31.9
영업이익	38.8	-1.1	82.2	48.7	45.2
세전계속사업이익	1.6	48.6	46.6	47.2	44.2
EBITDA	38.7	-1.1	82.6	48.5	45.1
EPS(계속사업)	212.8	47.1	31.1	47.2	44.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	18.5	14.0	12.7	16.2	19.6
ROA	5.4	6.5	6.8	7.7	8.8
EBITDA마진	21.2	16.7	19.5	21.7	23.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	154.7	281.9	257.0	243.9	236.0
부채비율	264.5	68.4	104.5	117.3	126.6
순차입금/자기자본	47.1	-41.0	-63.6	-75.2	-73.8
EBITDA/이자비용(배)	4.8	6.4	33.4	39.4	64.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	870	1,280	1,678	2,470	3,563
BPS	4,910	12,433	14,018	16,412	19,899
CFPS	872	1,281	1,685	2,477	3,569
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	0.0	84.9	91.6	62.3	43.2
PER(최저)	0.0	34.2	59.9	40.7	28.2
PBR(최고)	0.0	8.7	11.0	9.4	7.7
PBR(최저)	0.0	3.5	7.2	6.1	5.1
PCR	0.0	84.8	61.0	41.5	28.8
EV/EBITDA(최고)	0.0	94.4	72.3	47.6	32.3
EV/EBITDA(최저)	0.0	35.1	45.8	29.7	20.0

# SK COMPANY Analysis



Analyst

이달미

talmi@sk.com

02-3773-9952

## Company Data

자본금	1,227 억원
발행주식수	12,267 만주
자사주	50 만주
액면가	1,000 원
시가총액	375,359 억원
주요주주	
셀트리온홀딩스(외62)	35.35%

외국인지분률	22.50%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(18/04/09)	306,000 원
KOSPI	2444.08 pt
52주 Beta	1.46
52주 최고가	373,500 원
52주 최저가	86,873 원
60일 평균 거래대금	6,845 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-6.1%	-5.5%
6개월	119.8%	115.3%
12개월	246.4%	204.9%

셀트리온 (068270/KS | 매수(유지) | T.P 360,000 원(상향))

수급은 안정화되고 있다

2018 년 1 분기 실적은 매출액 2,415 억원(+22.9%YoY), 영업이익 1,208 억원(+35.1%YoY, OPM 50.0%) 전망. 1 분기 램시마 실적은 악화 되었으나 4 월 허썬마 런칭에 따라 허썬마 매출증가세가 예상되며 트룩시마도 여전히 매출 성장세를 견인할 전망. 동시에 대한 투자의견 BUY 를 유지하고 목표주가를 360,000 원으로 상향 조정함. 특히 KOSPI 200 지수 편입 이후 수급적인 안정세를 보이고 있다고 판단됨.

## 2018 년 1 분기 실적 Preview

동사의 2018 년 1 분기 실적은 매출액이 2,415 억원(+22.9%YoY), 영업이익은 1,208 억원(+35.1%YoY, OPM 50.0%)이 전망, 시장 컨센서스에 부합될 전망이다. 1 분기 램시마 실적은 악화 되었으나 4 월 허썬마 런칭에 따라 허썬마 매출증가세가 예상되며 트룩시마도 여전히 매출 성장세를 견인할 전망이다.

## 2018 년 실적전망

2018 년 연간실적은 매출액 1 조 1,478 억원(+20.9%YoY), 영업이익 6,318 억원(+21.0%YoY, OPM 55.0%) 시현이 전망됨. 트룩시마는 2018 년 중 유럽 전지역으로 확대되면서 매출증가세를 견인할 것으로 예상됨. 허썬마의 미국 런칭은 허썬틴의 미국 특허 만료가 2019 년 6 월이기 때문에 런칭 시기는 큰 변동이 없을 예정. 동사가 생산하는 제품은 고부가가치의 제품이기 때문에 영업이익률 50%대 중반은 유지할 것으로 판단됨.

## 투자의견 BUY 유지, 목표주가 360,000 원으로 상향 조정

동사에 대한 투자의견 BUY 를 유지하고 목표주가를 360,000 원으로 상향 조정함. 동사의 목표주가는 2019 년 EPS 에 과거 4 년 평균 high PER 65 배를 적용하여 산정되었음. 특히 동사 주가는 KOSPI 200 지수 편입 이후 수급적인 안정세를 보이고 있음. 미국의 바이오시밀러 산업에 대한 정책완화로 전반적인 산업 고성장세는 당분간 지속될 전망이며 이에 따라 동사의 실적도 상당 기간 고성장세가 유지될 전망이다.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	6,034	6,706	9,491	11,478	14,521	19,635
yoy	%	28.1	11.1	41.5	20.9	26.5	35.2
영업이익	억원	2,590	2,497	5,220	6,318	8,422	11,585
yoy	%	28.5	-3.6	109.1	21.0	33.3	37.6
EBITDA	억원	3,411	3,384	6,255	7,389	9,508	12,672
세전이익	억원	1,631	2,293	5,057	6,276	8,438	11,715
순이익(지배주주)	억원	1,541	1,780	3,994	4,959	6,672	9,269
영업이익률%	%	42.9	37.2	55.0	55.0	58.0	59.0
EBITDA%	%	56.5	50.5	65.9	64.4	65.5	64.5
순이익률	%	26.2	26.9	42.2	43.3	46.0	47.3
EPS	원	1,269	1,455	3,258	4,043	5,439	7,556
PER	배	62.2	72.4	67.9	75.7	56.3	40.5
PBR	배	5.7	6.3	11.2	12.8	10.5	8.3
EV/EBITDA	배	30.9	40.5	44.6	51.6	39.2	28.9
ROE	%	10.5	9.5	17.8	18.6	20.5	22.9
순차입금	억원	6,440	4,030	828	-2,757	-12,023	-18,537
부채비율	%	51.9	37.4	34.5	31.0	27.1	24.0

그림 1. 셀트리온의 2018년 1분기 실적 Preview

(억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E		증감율		컨센서스 차이
					당사추정치	컨센서스	YoY	QoQ	
매출액	1,965.8	2,461.5	2,320.9	2,742.7	2,415.0	2,356.0	22.9	(11.9)	2.5
영업이익	893.9	1,383.3	1,401.1	1,541.7	1,207.5	1,206.0	35.1	(21.7)	0.1
세전이익	802.1	1,407.2	1,397.9	1,450.2	1,103.0	1,235.0	37.5	(23.9)	(10.7)
순이익	670.9	1,152.5	1,139.7	1,044.2	873.9	913.0	30.3	(16.3)	(4.3)
영업이익률	45.5	56.2	60.4	56.2	50.0	51.2			
세전이익률	40.8	57.2	60.2	52.9	45.7	52.4			
순이익률	34.1	46.8	49.1	38.1	36.2	38.8			

자료 : SK 증권 추정치

그림 2. 연간 실적전망 변경

(십억원, %)	변경후			변경전			변경률		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
매출액	11,478	14,521	19,635	12,714	16,241	-	(9.7)	(10.6)	-
영업이익	6,318	8,422	11,585	7,501	9,745	-	(15.8)	(13.6)	-
세전이익	6,276	8,438	11,715	7,445	9,786	-	(15.7)	(13.8)	-
순이익	4,973	6,686	9,269	6,105	8,024	-	(18.5)	(16.7)	-
EPS	4,043	5,439	7,556	4,956	6,522	-	(18.4)	(16.6)	-
영업이익률	55.0	58.0	59.0	59.0	60.0	-	(6.7)	(3.3)	-

자료 : SK 증권 추정치

그림 3. 셀트리온 분기 및 연간 실적전망 Table

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	1,965.8	2,461.5	2,320.9	2,742.7	2,415.0	2,985.0	2,754.0	3,324.0	6,705.8	9,490.8	11,478.0	14,521.0
영업이익	893.9	1,383.3	1,401.1	1,541.7	1,207.5	1,701.5	1,597.3	1,811.6	2,496.9	5,220.0	6,317.9	8,422.2
세전이익	802.1	1,407.2	1,397.9	1,450.2	1,103.0	1,730.1	1,598.9	1,844.0	2,293.4	5,057.5	6,275.9	8,438.0
순이익	670.9	1,152.5	1,139.7	1,044.2	873.9	1,370.8	1,266.9	1,461.1	1,804.5	4,007.3	4,972.7	6,685.8
성장률YoY(%)												
매출액	81.2	33.0	37.9	31.3	22.9	21.3	18.7	21.2	11.1	41.5	20.9	26.5
영업이익	231.3	79.4	89.3	115.3	35.1	23.0	14.0	17.5	-3.6	109.1	21.0	33.3
세전이익	671.6	85.2	85.6	114.4	37.5	22.9	14.4	27.2	40.6	120.5	24.1	34.5
순이익	468.5	93.4	94.4	107.0	30.3	18.9	11.2	39.9	14.0	122.1	24.1	34.5
수익률(%)												
영업이익	45.5	56.2	60.4	56.2	50.0	57.0	58.0	54.5	37.2	55.0	55.0	58.0
세전이익	40.8	57.2	60.2	52.9	45.7	58.0	58.1	55.5	34.2	53.3	54.7	58.1
순이익	34.1	46.8	49.1	38.1	36.2	45.9	46.0	44.0	26.9	42.2	43.3	46.0

자료 : SK 증권 추정치

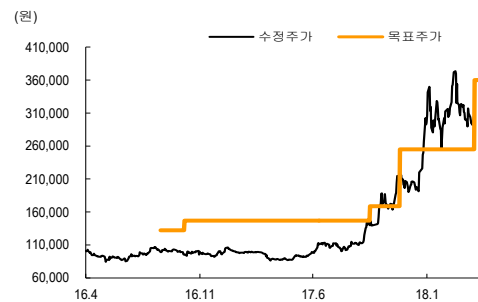
그림 4. 셀트리온 Valuation Table

구분	내용	비고
2019년 EPS(원)	5,439	
적용PER(배)	65.0	셀트리온 과거 4년 평균 high PER 적용
주당가치(원)	353,553	
목표주가(원)	360,000	
현재주가(원)	306,000	
상승여력(%)	17.6	

자료 : SK 증권 추정치



일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
2018.04.10	매수	360,000원	6개월		
2017.11.21	매수	254,933원	6개월	9.07%	46.51%
2017.09.26	매수	168,648원	6개월	21.3%	27.33%
2016.11.28	매수	147,077원	6개월	-31.49%	-20.7%
2016.10.13	매수	147,077원	6개월	-33.45%	-31.26%
2016.08.29	매수	132,369원	6개월	-23.82%	-21.15%



### Compliance Notice

- 작성자(이달미)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 4월 10일 기준)

매수	89.51%	중립	10.49%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	12,541	16,151	21,877	29,071	39,302
현금및현금성자산	2,684	4,192	7,677	16,843	23,257
매출채권및기타채권	7,613	8,314	10,076	8,858	11,977
재고자산	1,848	2,006	2,431	1,597	2,160
<b>비유동자산</b>	17,679	18,436	18,362	18,504	18,652
장기금융자산	157	162	162	162	162
유형자산	8,679	8,442	8,107	7,792	7,499
무형자산	8,483	9,519	9,876	10,197	10,495
<b>자산총계</b>	30,219	34,587	40,239	47,575	57,954
<b>유동부채</b>	6,103	6,168	6,492	7,034	8,014
단기금융부채	4,710	4,168	4,068	3,968	3,868
매입채무 및 기타채무	345	458	555	703	950
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	2,127	2,704	3,036	3,122	3,217
장기금융부채	2,080	2,241	2,241	2,241	2,241
장기매입채무 및 기타채무	10	10	9	9	9
장기충당부채	8	10	12	17	23
<b>부채총계</b>	8,230	8,871	9,528	10,156	11,231
<b>지배주주지분</b>	20,536	24,246	29,227	35,921	45,212
자본금	1,166	1,227	1,227	1,227	1,227
자본잉여금	7,476	7,608	7,608	7,608	7,608
기타자본구성요소	143	-298	-298	-298	-298
자기주식	-24	-509	-509	-509	-509
이익잉여금	11,687	15,622	20,581	27,253	36,522
비지배주주지분	1,453	1,470	1,484	1,497	1,511
<b>자본총계</b>	21,990	25,716	30,711	37,418	46,723
<b>부채외자본총계</b>	30,219	34,587	40,239	47,575	57,954

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	2,509	5,166	4,740	10,375	7,508
당기순이익(손실)	1,805	4,007	4,973	6,686	9,283
비현금성항목등	1,892	2,245	2,416	2,822	3,390
유형자산감가상각비	399	390	365	345	323
무형자산감각비	487	645	706	741	765
기타	422	16	7	-6	-6
운전자본감소(증가)	-736	-695	-1,815	2,619	-2,732
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-958	-681	-1,762	1,218	-3,120
재고자산감소(증가)	55	-534	-425	834	-563
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	159	0	97	147	247
기타	8	520	276	420	703
법인세납부	-452	-391	-834	-1,752	-2,433
<b>투자활동현금흐름</b>	-1,625	-2,643	-1,024	-981	-868
금융자산감소(증가)	0	-1,366	0	0	0
유형자산감소(증가)	-141	-210	-30	-30	-30
무형자산감소(증가)	-1,640	-1,063	-1,063	-1,063	-1,063
기타	156	-4	69	112	225
<b>재무활동현금흐름</b>	287	-963	-230	-228	-226
단기금융부채증가(감소)	476	-353	-100	-100	-100
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	43	-386	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-232	-223	-130	-128	-126
<b>현금의 증가(감소)</b>	1,185	1,508	3,485	9,166	6,414
기초현금	1,499	2,684	4,192	7,677	16,843
기말현금	2,684	4,192	7,677	16,843	23,257
FCF	729	3,817	3,169	9,286	6,442

자료 : 셀트리온, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	6,706	9,491	11,478	14,521	19,635
<b>매출원가</b>	2,740	2,620	2,996	3,485	4,516
<b>매출총이익</b>	3,966	6,871	8,482	11,036	15,119
매출총이익률 (%)	59.1	72.4	73.9	76.0	77.0
<b>판매비와관리비</b>	1,469	1,651	2,164	2,614	3,534
영업이익	2,497	5,220	6,318	8,422	11,585
영업이익률 (%)	37.2	55.0	55.0	58.0	59.0
비영업손익	-204	-163	-42	16	131
<b>순금융비용</b>	108	84	61	16	-99
외환관련손익	5	-87	1	1	1
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	6	20	25	25	25
세전계속사업이익	2,293	5,057	6,276	8,438	11,715
세전계속사업이익률 (%)	34.2	53.3	54.7	58.1	59.7
계속사업법인세	489	1,050	1,303	1,752	2,433
<b>계속사업이익</b>	1,805	4,007	4,973	6,686	9,283
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,805	4,007	4,973	6,686	9,283
<b>순이익률 (%)</b>	26.9	42.2	43.3	46.0	47.3
지배주주	1,780	3,994	4,959	6,672	9,269
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	26.54	42.08	43.2	45.95	47.21
<b>비지배주주</b>	25	14	14	14	14
<b>총포괄이익</b>	1,785	4,029	4,995	6,708	9,305
지배주주	1,760	4,016	4,981	6,694	9,291
비지배주주	25	14	14	14	14
EBITDA	3,384	6,255	7,389	9,508	12,672

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	11.1	41.5	20.9	26.5	35.2
영업이익	-3.6	109.1	21.0	33.3	37.6
세전계속사업이익	40.6	120.5	24.1	34.5	38.8
EBITDA	-0.8	84.9	18.1	28.7	33.3
EPS(계속사업)	14.7	124.0	24.1	34.6	38.9
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	9.5	17.8	18.6	20.5	22.9
ROA	6.3	12.4	13.3	15.2	17.6
EBITDA마진	50.5	65.9	64.4	65.5	64.5
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	205.5	261.9	337.0	413.3	490.4
부채비율	37.4	34.5	31.0	27.1	24.0
순차입금/자기자본	18.3	3.2	-9.0	-32.1	-39.7
EBITDA/이자비용(배)	24.0	47.9	56.8	74.2	100.5
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	1,455	3,258	4,043	5,439	7,556
BPS	16,774	19,766	23,826	29,284	36,858
CFPS	2,179	4,103	4,916	6,325	8,443
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	77.5	67.9	92.4	68.7	49.4
PER(최저)	57.3	26.5	55.9	41.5	29.9
PBR(최고)	6.7	11.2	15.7	12.8	10.1
PBR(최저)	5.0	4.4	9.5	7.7	6.1
PCR	48.3	53.9	62.3	48.4	36.2
EV/EBITDA(최고)	42.9	44.6	63.1	48.0	35.5
EV/EBITDA(최저)	32.1	0.4	38.1	28.6	21.0

# SK COMPANY Analysis



**Analyst**  
**이달미**  
talmi@sk.com  
02-3773-9952

## Company Data

자본금	279 억원
발행주식수	1,139 만주
자사주	0 만주
액면가	2,500 원
시가총액	58,295 억원
주요주주	
한미사이언스(외3)	41.38%
국민연금공단	9.21%
외국인지분률	13.40%
배당수익률	0.10%

## Stock Data

주가(18/04/09)	512,000 원
KOSPI	2444.08 pt
52주 Beta	1.12
52주 최고가	620,000 원
52주 최저가	282,981 원
60일 평균 거래대금	414 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	6.9%	7.6%
6개월	14.9%	12.5%
12개월	76.4%	55.3%

한미약품 (128940/KS | 매수(상향) | T.P 620,000 원(상향))

## 순조롭게 진행되는 임상 현황

2018 년 1 분기 실적은 매출액 2,476 억원(+6.0%YoY), 영업이익 254 억원(-19.2%YoY, OPM 10.2%)으로 시장 컨센서스를 소폭 하회할 전망. 최근 안센으로 기술수출된 당뇨 치료제 LAPS-GLP/GCG 가 임상 1 상 환자투여를 완료하고 3 월말부터 임상 2 상에 대한 환자투여가 시작되었다는 소식. 이에 따라 연이은 2 건의 임상중단에 따른 불확실성이 어느 정도 해소되었다고 판단됨. 동사에 대한 투자 의견을 BUY 로 상향 조정하고 목표주가를 620,000 원으로 상향 조정함.

## 2018 년 1 분기 실적 Preview

동사의 2018 년 1 분기 실적은 매출액 2,476 억원(+6.0%YoY), 영업이익 254 억원(-19.2%YoY, OPM 10.2%)으로 시장 컨센서스를 소폭 하회할 전망. 1) 국내사업에서 두 자리수의 성장세가 예상되며, 2) 2017 년에 출시한 신제품 중에서 아모잘탄 플러스의 고성장세가 지속되고 있고, 3) 작년 하반기부터 시작된 북경한미의 고성장세도 유지되고 있음. 하지만 R&D 비용 증가에 따라 영업이익은 역성장세가 예상된다.

## 순조롭게 진행되는 임상 현황

최근 안센으로 기술수출된 당뇨 치료제 LAPS-GLP/GCG 가 임상 1 상 환자투여를 완료하고 3 월말부터 임상 2 상에 대한 환자투여가 시작되었다는 소식임. 이에 따라 연이은 2 건의 임상중단에 따른 불확실성이 어느 정도 해소된 것으로 판단됨. 2018 년 상반기 안에 2 개의 추가적인 임상 진행 소식이 있을 것으로 보인다는 점도 긍정적인.

## 투자의견 BUY 및 목표주가 620,000 원으로 상향 조정

동사에 대한 투자의견을 BUY 로 상향조정하고 목표주가를 620,000 원으로 상향 조정함. 동사는 이번 4 월에 열린 암학회에 참석하여 총 4 개 파이프라인에 대한 임상결과를 발표할 예정임. 그동안 연이은 2 건의 임상중단은 충분히 주가에 반영된 것으로 판단, 향후 임상 진행에 대한 긍정적인 모멘텀이 주가 상승요인으로 작용할 것으로 판단됨.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	13,175	8,827	9,166	9,639	10,229	10,979
yoy	%	73.1	-33.0	3.8	5.2	6.1	7.3
영업이익	억원	2,118	268	822	868	930	1,021
yoy	%	514.8	-87.4	206.9	5.6	7.1	9.8
EBITDA	억원	2,619	656	1,186	1,315	1,500	1,610
세전이익	억원	2,096	80	589	659	692	815
순이익(지배주주)	억원	1,544	233	604	540	572	689
영업이익률%	%	16.1	3.0	9.0	9.0	9.1	9.3
EBITDA%	%	19.9	7.4	12.9	13.6	14.7	14.7
순이익률	%	12.3	3.4	7.5	6.5	6.4	7.1
EPS	원	13,565	2,049	5,308	4,747	5,027	6,054
PER	배	49.2	136.8	110.0	107.9	101.9	84.6
PBR	배	11.3	4.8	9.3	7.6	7.2	6.7
EV/EBITDA	배	30.1	51.9	59.7	47.8	41.3	38.1
ROE	%	25.7	3.5	8.8	7.3	7.3	8.2
순차입금	억원	1,851	20	3,359	3,491	2,457	1,851
부채비율	%	131.3	117.4	109.6	117.1	122.7	120.8

그림 1. 한미약품의 2018 년 1 분기 실적 Preview

(억원 %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E		증감율		컨센서스 차이
					당사추정치	컨센서스	YoY	QoQ	
매출액	2,335.0	2,228.2	2,276.0	2,326.0	2,476.1	2,455.0	6.0	6.5	0.9
영업이익	314.0	215.5	278.0	29.0	253.7	265.0	(19.2)	774.9	(4.3)
세전이익	291.7	93.0	212.3	(8.5)	298.1	235.0	2.2	흑전	26.8
순이익	246.0	120.6	228.2	94.4	283.2	211.0	15.1	199.9	34.2
영업이익률	13.4	9.7	12.2	1.2	10.2	10.8			
세전이익률	12.5	4.2	9.3	-0.4	12.0	9.6			
순이익률	10.5	5.4	10.0	4.1	11.4	8.6			

자료 : SK 증권 추정치

그림 2. 연간 실적전망 변경

(십억원 %)	변경후			변경전			변경률		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
매출액	9,639	10,229	10,979	9,747	10,529	-	(1.1)	(2.9)	-
영업이익	868	930	1,021	870	1,054	-	(0.2)	(11.8)	-
세전이익	659	692	692	562	730	-	17.2	(5.2)	-
순이익	626	658	658	646	840	-	(3.1)	(21.7)	-
EPS	4,747	5,027	6,054	4,903	6,606	-	(3.2)	(23.9)	-
영업이익률	9.0	9.1	9.3	8.9	10.0	-	1.2	(9.1)	-

자료 : SK 증권 추정치

그림 3. 한미약품 분기 및 연간 실적 추이

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	2,335.0	2,228.2	2,276.0	2,326.0	2,476.1	2,305.7	2,488.8	2,368.8	8,827.4	9,165.2	9,639.4	10,228.8
한미약품	1,781.0	1,719.0	1,744.0	1,782.0	1,858.8	1,723.8	1,928.7	1,797.9	6,877.2	7,026.0	7,309.2	7,607.2
북경한미	556.0	495.0	540.0	551.0	625.8	543.4	572.6	590.1	1,927.6	2,142.0	2,331.8	2,628.9
한미정밀화학	219.0	249.0	211.0	192.0	227.8	259.0	219.4	199.7	929.8	871.0	905.8	951.1
연결조정	(221.0)	(234.8)	(219.0)	(199.0)	(236.2)	(220.4)	(231.9)	(218.9)	(907.2)	(873.8)	(907.5)	(958.5)
영업이익	314.0	215.5	278.0	29.0	253.7	183.0	296.6	134.5	267.3	836.5	867.9	929.8
세전이익	291.7	93.0	212.3	(8.5)	298.1	58.2	213.2	89.3	80.0	588.5	658.8	692.4
순이익	246.0	120.6	228.2	94.4	283.2	55.3	202.6	84.8	303.3	689.3	625.9	657.7
YoY 성장률												
매출액	(8.9)	(5.0)	3.6	35.2	6.0	3.5	9.4	1.8	(33.0)	3.8	5.2	6.1
영업이익	39.2	236.9	101.9	흑전	(19.2)	(15.0)	6.7	363.6	(87.4)	3.8	7.1	9.8
세전이익	(16.3)	(56.6)	2,951.9	흑전	2.2	(37.4)	0.4	(1,149.1)	(96.2)	635.8	11.9	5.1
순이익	(40.0)	(43.5)	261.9	흑전	15.1	(54.2)	(11.2)	(10.2)	(81.3)	127.2	(9.2)	5.1
% 수익률												
영업이익률	13.4	9.7	12.2	1.2	10.2	7.9	11.9	5.7	3.0	9.1	9.0	9.1
세전이익률	12.5	4.2	9.3	(0.4)	12.0	2.5	8.6	3.8	0.9	6.4	6.8	6.8
순이익률	10.5	5.4	10.0	4.1	11.4	2.4	8.1	3.6	3.4	7.5	6.5	6.4

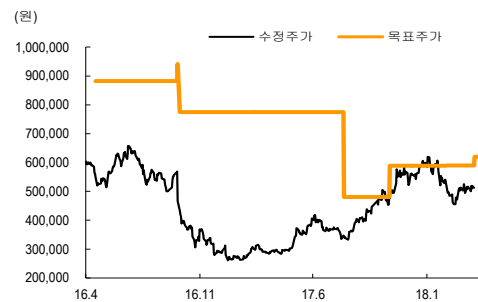
자료 : SK 증권 추정치

그림 4. 한미약품 Valuation Table

	적정 가치(십억원)	비고
한미약품 국내	1,348.8	2018년 영업이익에 target multiple 30배 적용
북경한미약품	716.5	2018년 영업이익에 target multiple 25배 적용
한미정밀화학	22.2	2018년 영업이익에 target multiple 12배 적용
신약 가치	4,443.4	
에페글레나타이드	2,061.0	사노피 계약
LAPS-GLP-1/GCG	674.2	안센 계약
Rolontis	821.6	스펙트럼 계약
RAF 저해제	276.8	제넨텍 계약
포지오티닙	609.7	스펙트럼 계약
목표 시가총액	6,530.9	
주식수	10,435.1	천주
목표주가	625.857	원

자료 : SK 증권 추정치

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
2018.04.10	매수	620,000원	6개월		
2018.02.19	중립	590,000원	6개월	-15.60%	-11.02%
2017.11.02	매수	588,522원	6개월	-4.78%	5.35%
2017.08.08	매수	480,626원	6개월	-13.23%	5.10%
2016.10.04	매수	774,887원	6개월	-57.67%	-44.25%
2016.09.30	매수	941,635원	6개월	-50.52%	-50.52%
2016.04.29	매수	882,783원	6개월	-35.11%	-25.50%



### Compliance Notice

- 작성자(이달미)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 4월 10일 기준)

매수	89.51%	중립	10.49%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	8,407	6,581	7,728	9,149	10,271
현금및현금성자산	1,304	473	1,311	2,345	2,950
매출채권및기타채권	2,716	2,503	2,549	2,705	2,903
재고자산	1,904	2,321	2,364	2,508	2,692
<b>비유동자산</b>	7,562	10,028	10,738	11,028	11,209
장기금융자산	262	544	544	544	544
유형자산	5,989	7,901	8,305	8,502	8,590
무형자산	401	457	555	639	713
<b>자산총계</b>	15,970	16,609	18,466	20,177	21,480
<b>유동부채</b>	5,441	6,392	6,257	6,920	7,053
단기금융부채	1,713	2,786	2,586	2,386	2,186
매입채무 및 기타채무	2,612	2,670	2,719	2,885	3,097
단기충당부채	108	201	205	217	233
<b>비유동부채</b>	3,183	2,293	3,704	4,198	4,696
장기금융부채	1,609	1,977	3,247	3,547	3,847
장기매입채무 및 기타채무	1,233	0	0	0	0
장기충당부채	113	113	115	120	129
<b>부채총계</b>	8,625	8,685	9,962	11,119	11,749
<b>지배주주지분</b>	6,595	7,117	7,640	8,138	8,753
자본금	261	279	279	279	279
자본잉여금	4,173	4,155	4,155	4,155	4,155
기타자본구성요소	-93	-157	-157	-157	-157
자기주식	-93	-157	-157	-157	-157
이익잉여금	2,289	2,853	3,393	3,909	4,541
비지배주주지분	751	807	864	920	977
<b>자본총계</b>	7,345	7,924	8,504	9,059	9,730
<b>부채와자본총계</b>	15,970	16,609	18,466	20,177	21,480

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	4,284	-528	909	2,036	1,475
당기순이익(손실)	303	690	626	658	775
비현금성항목등	720	554	689	842	835
유형자산감가상각비	357	318	395	503	513
무형자산감가상각비	31	46	52	67	76
기타	251	53	75	101	101
운전자본감소(증가)	3,379	-1,663	-149	570	-94
매출채권및기타채권의 감소(증가)	5,275	-163	-46	-156	-198
재고자산감소(증가)	-347	-427	-42	-145	-184
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-75	-33	49	166	212
기타	-1,474	-1,040	-110	705	77
법인세납부	-118	-110	-256	-35	-41
<b>투자활동현금흐름</b>	-3,586	-1,497	-1,006	-879	-744
금융자산감소(증가)	-1,384	1,040	-100	-100	-100
유형자산감소(증가)	-1,996	-2,420	-800	-700	-600
무형자산감소(증가)	-234	-150	-150	-150	-150
기타	27	34	44	71	106
<b>재무활동현금흐름</b>	-749	1,245	935	-123	-126
단기금융부채증가(감소)	-414	-7	-200	-200	-200
장기금융부채증가(감소)	58	1,449	1,270	300	300
자본의증가(감소)	-71	-65	0	0	0
배당금의 지급	-204	0	0	-57	-57
기타	-118	-133	-135	-166	-169
<b>현금의 증가(감소)</b>	-80	-831	838	1,034	605
기초현금	1,383	1,304	473	1,311	2,345
기말현금	1,304	473	1,311	2,345	2,950
FCF	1,641	-1,452	175	1,174	715

자료 : 한미약품, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	8,827	9,166	9,639	10,229	10,979
<b>매출원가</b>	4,219	3,982	4,182	4,437	4,763
<b>매출총이익</b>	4,609	5,184	5,458	5,791	6,216
매출총이익률 (%)	52.2	56.6	56.6	56.6	56.6
<b>판매비와관리비</b>	4,341	4,362	4,590	4,862	5,195
영업이익	268	822	868	930	1,021
영업이익률 (%)	3.0	9.0	9.0	9.1	9.3
비영업손익	-188	-233	-209	-237	-206
<b>순금융비용</b>	71	69	93	95	63
외환관련손익	166	-110	-42	-42	-42
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	80	589	659	692	815
세전계속사업이익률 (%)	0.9	6.4	6.8	6.8	7.4
계속사업법인세	-223	-101	33	35	41
<b>계속사업이익</b>	303	690	626	658	775
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	303	690	626	658	775
<b>순이익률 (%)</b>	3.4	7.5	6.5	6.4	7.1
<b>지배주주</b>	233	604	540	572	689
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	2.64	6.59	5.61	5.6	6.28
<b>비지배주주</b>	70	85	85	85	85
<b>총포괄이익</b>	173	644	580	612	729
<b>지배주주</b>	121	587	523	555	672
<b>비지배주주</b>	52	57	57	57	57
EBITDA	656	1,186	1,315	1,500	1,610

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-33.0	3.8	5.2	6.1	7.3
영업이익	-87.4	206.9	5.6	7.1	9.8
세전계속사업이익	-96.2	635.8	12.0	5.1	17.8
EBITDA	-74.9	80.7	10.8	14.1	7.3
EPS(계속사업)	-84.9	159.1	-10.6	5.9	20.4
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	3.5	8.8	7.3	7.3	8.2
ROA	1.8	4.2	3.6	3.4	3.7
EBITDA마진	7.4	12.9	13.6	14.7	14.7
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	154.5	103.0	123.5	132.2	145.6
부채비율	117.4	109.6	117.1	122.7	120.8
순차입금/자기자본	0.3	42.4	41.1	27.1	19.0
EBITDA/이자비용(배)	6.5	11.1	9.7	9.1	9.6
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	2,049	5,308	4,747	5,027	6,054
BPS	57,920	62,509	67,104	71,478	76,880
CFPS	5,462	8,510	8,673	10,033	11,223
주당 현금배당금	0	500	500	500	500
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	350.6	110.0	130.6	123.3	102.4
PER(최저)	136.3	49.2	96.0	90.6	75.2
PBR(최고)	12.4	9.3	9.2	8.7	8.1
PBR(최저)	4.8	4.2	6.8	6.4	5.9
PCR	51.3	68.6	59.0	51.0	45.6
EV/EBITDA(최고)	127.8	59.7	57.2	49.5	45.7
EV/EBITDA(최저)	51.8	28.7	42.9	37.0	34.1



# SK COMPANY Analysis



Analyst

이달미

talmi@sk.com

02-3773-9952

## Company Data

자본금	422 억원
발행주식수	844 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	9,246 억원
주요주주	
강정석(외24)	38.14%
국민연금공단	11.82%
외국인지분률	27.10%
배당수익률	0.50%

## Stock Data

주가(18/04/09)	109,500 원
KOSPI	2444.08 pt
52주 Beta	0.72
52주 최고가	126,500 원
52주 최저가	76,000 원
60일 평균 거래대금	86 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	1.9%	2.5%
6개월	33.7%	31.0%
12개월	14.7%	0.9%

동아에스티 (170900/KS | 중립(하향) | T.P 120,000 원(하향))

## 낮은 매출성장세가 전망되는 2018 년

2018 년 1 분기 실적은 매출액 1,405 억원(+5.5%YoY), 영업이익 83 억원 (+67.4%YoY, OPM 5.9%)으로 시장 컨센서스를 하회할 전망이다. 2017 년에 출시한 신 제품 위주의 성장세는 긍정적이나 턴어라운드를 예상했던 스티렌이 경쟁심화에 따라 상대적으로 더딘 매출 성장세를 보이고 있음. 2018 년 연간으로도 낮은 매출 성장세를 보 일 전망. 동사에 대한 투자 의견을 HOLD 로 내리고 목표주가도 120,000 원으로 하향함.

## 2018 년 1 분기 실적 Preview

동사의 2018 년 1 분기 실적은 매출액 1,405 억원(+5.5%YoY), 영업이익 83 억원 (+67.4%YoY, OPM 5.9%)으로 시장 컨센서스를 하회할 전망이다. 2017 년에 출시했던 신제품 주불리아, 콘트라비, 이달비, 비리어드 등의 성장세에 힘입어 전체 실적 성장세 가 예상됨. 또한 1Q18 영업이익은 전년도 1 분기 스티렌 약가인하 및 R&D 비용에 따 른 역기저 효과로 높은 성장세가 예상됨.

## 2018 년 매출액은 낮은 성장세 전망

2018 년 1 월에 미국 뉴로보 파마슈티컬로 라이선스 아웃된 천연물 신약 DA-9801 과 DA-9803 의 계약금은 1 분기 또는 2 분기 중으로 들어올 예정. 하지만 2017 년에 출시 한 신제품 위주의 성장세에도 불구하고 턴어라운드를 예상했던 스티렌이 경쟁심화에 따라 상대적으로 더딘 매출 성장세를 보이고 있어, 2018 년 연간 전체적으로도 매출은 낮은 성장세를 보일 전망.

## 투자의견 HOLD 하향, 목표주가 120,000 원으로 하향 조정

동사에 대한 목표주가를 120,000 원으로 하향 조정, 현주가대비 상승여력 13.0%로 투 자의견 HOLD 로 하향함. 2018 년 낮은 매출성장세와 경쟁사 대비 상대적으로 약한 R&D 모멘텀 하에서 주가 상승이 본격화되긴 힘들 전망. 하지만 4 월과 6 월에 열리는 암학회에서 새로운 기술수출이 이루어진다면 주가가 상승할 여지는 남아 있는 것으로 판단됨.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	5,679	5,603	5,548	5,856	6,203	6,591
yoy	%	0.0	-1.3	-1.0	5.6	5.9	6.3
영업이익	억원	543	152	241	335	366	389
yoy	%	12.8	-72.1	58.6	39.4	9.1	6.3
EBITDA	억원	776	362	458	528	550	558
세전이익	억원	630	153	-82	359	393	418
순이익(지배주주)	억원	480	129	-52	269	295	314
영업이익률%	%	9.6	2.7	4.3	5.7	5.9	5.9
EBITDA%	%	13.7	6.5	8.3	9.0	8.9	8.5
순이익률	%	8.4	2.3	-0.9	4.6	4.8	4.8
EPS	원	6,109	1,540	-620	3,190	3,490	3,714
PER	배	24.1	68.5	N/A	34.3	31.4	29.5
PBR	배	2.1	1.5	1.5	1.5	1.5	1.4
EV/EBITDA	배	16.4	24.8	18.2	17.3	16.5	15.7
ROE	%	9.2	2.3	-0.9	4.5	4.7	4.8
순차입금	억원	743	63	-128	-218	-286	-577
부채비율	%	92.1	81.0	54.8	51.9	48.4	45.6



그림 1. 동아에스티의 2018 년 1 분기 실적 Preview

(억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E		증감율		컨센서스 차이
					당사추정치	컨센서스	YoY	QoQ	
매출액	1,331.0	1,326.0	1,438.0	1,456.0	1,404.8	1,431.0	5.5	(3.5)	(1.8)
영업이익	49.4	38.0	159.0	1.1	82.6	91.0	67.4	7413.6	(9.2)
세전이익	(151.4)	57.4	142.0	(129.8)	77.8	71.0	흑전	흑전	9.6
순이익	(112.7)	46.3	110.9	(96.9)	58.4	56.0	흑전	흑전	4.3
영업이익률	3.7	2.9	11.1	0.1	5.9	6.4			
세전이익률	(11.4)	4.3	9.9	-8.9	5.5	5.0			
순이익률	(8.5)	3.5	7.7	-6.7	4.2	3.9			

자료 : SK 증권 추정치

그림 2. 연간 실적전망 변경

(십억원, %)	변경후			변경전			변경률		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
매출액	5,856	6,203	6,591	5,959	6,553	-	(1.7)	(5.3)	-
영업이익	335	366	389	411	459	-	(18.4)	(20.3)	-
세전이익	359	393	418	328	373	-	9.5	5.3	-
순이익	269	295	314	328	373	-	(17.9)	(21.0)	-
EPS	3,190	3,490	3,714	3,880	4,422	-	(17.8)	(21.1)	-
영업이익률	5.7	5.9	5.9	6.9	7.0	-	(16.9)	(15.8)	-

자료 : SK 증권 추정치

그림 3. 동아에스티의 분기 및 연간 실적전망 Table

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	1,331.0	1,326.0	1,438.0	1,456.0	1,404.8	1,395.2	1,516.0	1,540.1	5,602.6	5,551.0	5,856.1	6,202.8
ETC	708.0	734.0	813.0	716.0	720.0	746.0	842.0	743.6	3,119.0	2,971.0	3,051.6	3,140.6
스티렌	51.0	50.0	48.0	43.0	51.0	50.0	48.5	43.4	263.0	192.0	192.9	202.6
플리비톨	52.0	56.0	53.0	52.0	53.0	57.1	53.5	52.5	216.0	213.0	216.2	227.0
리피논	44.0	44.0	48.0	41.0	44.4	44.4	48.5	41.4	188.0	177.0	178.8	180.6
오파몬	48.0	55.0	63.0	57.0	40.8	46.8	63.6	57.6	222.0	223.0	208.8	210.8
그로트로핀	40.0	42.0	46.0	38.0	37.1	38.9	46.5	38.4	175.0	166.0	160.8	162.4
모티리톤	52.0	52.0	55.0	51.0	49.4	49.4	52.3	48.5	221.0	210.0	199.5	189.6
수출	323.0	305.0	355.0	414.0	352.2	335.0	372.8	434.7	1,470.0	1,397.0	1,494.6	1,600.3
박카스	183.0	156.0	160.0	154.0	192.2	163.8	168.0	161.7	632.0	653.0	685.7	719.9
메디칼	204.0	191.0	173.0	219.0	215.9	202.3	183.4	231.7	749.0	787.0	833.3	882.3
기타	96.0	92.0	97.0	107.0	116.7	111.9	117.9	130.1	266.0	392.0	476.6	579.5
영업이익	49.4	38.0	159.0	1.1	82.6	71.5	167.7	13.6	151.8	247.5	335.5	365.9
세전이익	-151.4	57.4	142.0	-129.8	77.8	63.9	151.0	66.5	152.7	-81.9	359.2	392.9
순이익	-112.7	46.3	110.9	-96.9	58.4	47.9	113.2	49.9	152.7	-52.3	269.4	294.7
성장률YoY(%)												
매출액	-9.4	-13.2	5.5	17.1	5.5	5.2	5.4	5.8	0.0	-0.9	5.5	5.9
영업이익	-57.9	-53.6	849.7	흑전	67.4	88.2	5.5	1,135.6	-72.1	63.1	35.6	9.1
세전이익	-353.6	흑전	113.8	-267.9	흑전	11.4	6.3	흑전	-75.7	-153.6	-538.7	9.4
순이익	-288.9	흑전	67.1	-225.3	흑전	3.5	2.1	흑전	-68.2	-134.3	-614.6	9.4
수익성(%)												
영업이익률	3.7	2.9	11.1	0.1	5.9	5.1	11.1	0.9	2.7	4.5	5.7	5.9
세전이익률	-11.4	4.3	9.9	-8.9	5.5	4.6	10.0	4.3	2.7	-1.5	6.1	6.3
순이익률	-8.5	3.5	7.7	-6.7	4.2	3.4	7.5	3.2	2.7	-0.9	4.6	4.8

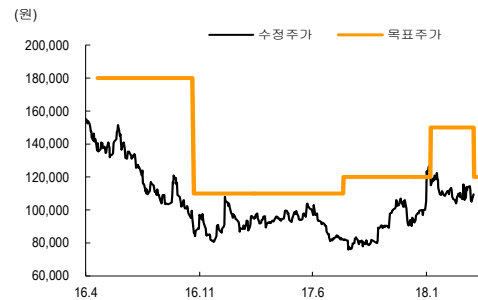
자료 : SK 증권 추정치

그림 4. 동아에스티 목표주가 Valuation Table

구분	내용	비고
12M Forward 예상 순이익(억원)	294.7	
발행주식수(주)	8,443,868	
12M Forward EPS(원)	3,490	
적용PER(배)	35.0	동아에스티 target multiple
주당가치(원)	122,152	
목표주가(원)	120,000	
현재주가(원)	109,500	
상승여력(%)	9.6	

자료 : SK 증권 추정치

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
2018.04.10	중립	120,000원	6개월		
2018.01.19	매수	150,000원	6개월	-25.81%	-18.33%
2017.11.02	매수	120,000원	6개월	-23.24%	5.42%
2017.10.18	매수	120,000원	6개월	-31.00%	-24.42%
2017.08.08	매수	120,000원	6개월	-32.49%	-24.50%
2016.10.31	매수	110,000원	6개월	-16.10%	-1.82%
2016.07.08	매수	180,000원	6개월	-32.60%	-15.83%
2016.05.03	매수	180,000원	6개월	-23.24%	-15.83%



### Compliance Notice

- 작성자(이달미)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 4월 10일 기준)

매수	89.51%	중립	10.49%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	5,609	4,124	4,247	4,459	4,707
현금및현금성자산	2,853	1,908	1,868	1,839	2,031
매출채권및기타채권	1,560	1,073	1,138	1,145	1,150
재고자산	1,059	986	1,045	1,241	1,252
<b>비유동자산</b>	5,056	4,874	5,020	4,998	4,985
장기금융자산	174	244	244	244	244
유형자산	3,662	3,357	3,234	3,119	3,017
무형자산	158	130	125	121	117
<b>자산총계</b>	10,665	8,998	9,266	9,456	9,692
<b>유동부채</b>	3,861	2,195	2,205	2,142	2,119
단기금융부채	2,528	1,204	1,154	1,137	1,117
매입채무 및 기타채무	875	499	529	654	629
단기충당부채	34	37	39	41	44
<b>비유동부채</b>	912	990	961	944	914
장기금융부채	400	599	549	499	449
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	32	34	37	40
<b>부채총계</b>	4,774	3,185	3,166	3,086	3,033
<b>지배주주지분</b>	5,891	5,813	6,100	6,370	6,659
자본금	422	422	422	422	422
자본잉여금	2,865	2,865	2,865	2,865	2,865
기타자본구성요소	982	981	981	981	981
자기주식	-6	-7	-7	-7	-7
이익잉여금	998	930	1,199	1,451	1,723
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	5,891	5,813	6,100	6,370	6,659
<b>부채외자본총계</b>	10,665	8,998	9,266	9,456	9,692

현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	258	644	381	215	436
당기순이익(손실)	129	-52	269	295	314
비현금성항목등	295	566	258	255	245
유형자산감가상각비	199	207	183	175	161
무형자산감가상각비	11	10	9	9	8
기타	178	94	-20	-20	-20
운전자본감소(증가)	6	153	-14	-236	-17
매출채권및기타채권의 감소(증가)	412	488	-65	-7	-6
재고자산감소(증가)	-124	61	-59	-196	-12
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-36	-384	30	125	-25
기타	-247	-13	80	-158	25
법인세납부	-171	-23	-133	-98	-105
<b>투자활동현금흐름</b>	222	-151	-258	-76	-76
금융자산감소(증가)	-27	-91	-30	-30	-30
유형자산감소(증가)	-59	-82	-60	-60	-60
무형자산감소(증가)	0	-4	-4	-4	-4
기타	308	26	-164	18	18
<b>재무활동현금흐름</b>	-647	-1,254	-162	-168	-169
단기금융부채증가(감소)	-519	-1,341	-50	-17	-20
장기금융부채증가(감소)	-308	199	-50	-50	-50
자본의증가(감소)	345	0	0	0	0
배당금의 지급	-80	-42	0	-42	-42
기타	-86	-70	-62	-59	-56
<b>현금의 증가(감소)</b>	-101	-945	-40	-29	191
기초현금	2,954	2,853	1,908	1,868	1,839
기말현금	2,853	1,908	1,868	1,839	2,031
FCF	260	467	317	158	379

자료 : 동아에스티, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	5,603	5,548	5,856	6,203	6,591
<b>매출원가</b>	2,838	2,751	2,751	2,890	3,071
<b>매출총이익</b>	2,765	2,797	3,106	3,312	3,520
매출총이익률 (%)	49.4	50.4	53.0	53.4	53.4
<b>판매비와관리비</b>	2,613	2,556	2,770	2,946	3,131
영업이익	152	241	335	366	389
영업이익률 (%)	2.7	4.3	5.7	5.9	5.9
비영업손익	1	-323	24	27	29
<b>순금융비용</b>	98	64	44	41	38
외환관련손익	93	-260	-2	-2	-2
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	143	0	50	50	50
세전계속사업이익	153	-82	359	393	418
세전계속사업이익률 (%)	2.7	-1.5	6.1	6.3	6.3
계속사업법인세	24	-30	90	98	105
<b>계속사업이익</b>	129	-52	269	295	314
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	129	-52	269	295	314
<b>순이익률 (%)</b>	2.3	-0.9	4.6	4.8	4.8
지배주주	129	-52	269	295	314
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	2.31	-0.94	4.6	4.75	4.76
비지배주주	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	113	-35	287	312	331
지배주주	113	-35	287	312	331
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	362	458	528	550	558

주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-1.3	-1.0	5.6	5.9	6.3
영업이익	-72.1	58.6	39.4	9.1	6.3
세전계속사업이익	-75.8	적전	흑전	9.4	6.4
EBITDA	-53.3	26.3	15.3	4.2	1.5
EPS(계속사업)	-74.8	적전	흑전	9.4	6.4
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	2.3	-0.9	4.5	4.7	4.8
ROA	1.2	-0.5	3.0	3.2	3.3
EBITDA마진	6.5	8.3	9.0	8.9	8.5
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	145.3	187.9	192.6	208.2	222.1
부채비율	81.0	54.8	51.9	48.4	45.6
순차입금/자기자본	1.1	-2.2	-3.6	-4.5	-8.7
EBITDA/이자비용(배)	3.0	5.3	8.5	9.4	9.9
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	1,540	-620	3,190	3,490	3,714
BPS	69,770	68,847	72,245	75,443	78,866
CFPS	4,050	1,951	5,467	5,670	5,722
주당 현금배당금	500	500	500	500	500
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	113.7	N/A	39.7	36.3	34.1
PER(최저)	52.4	N/A	30.3	27.7	26.1
PBR(최고)	2.5	1.6	1.8	1.7	1.6
PBR(최저)	1.2	1.1	1.3	1.3	1.2
PCR	26.1	51.1	20.0	19.3	19.1
EV/EBITDA(최고)	40.1	19.6	20.0	19.1	18.3
EV/EBITDA(최저)	19.0	13.9	15.3	14.5	13.8

# SK COMPANY Analysis



Analyst

이달미

talmi@sk.com

02-3773-9952

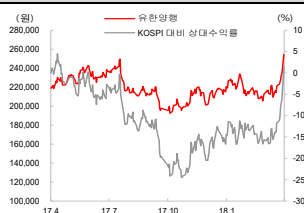
## Company Data

자본금	595 억원
발행주식수	1,245 만주
자사주	108 만주
액면가	5,000 원
시가총액	31,073 억원
주요주주	
유한재단(외2)	15.57%
국민연금공단	12.41%
외국인지분률	23.80%
배당수익률	0.80%

## Stock Data

주가(18/04/09)	254,500 원
KOSPI	2444.08 pt
52주 Beta	0.81
52주 최고가	254,500 원
52주 최저가	192,607 원
60일 평균 거래대금	122 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	19.5%	20.2%
6개월	28.6%	26.0%
12개월	16.2%	2.3%

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

## 2018 년 1 분기 실적이 저점

동사의 2018 년 1 분기 실적은 매출액 3,640 억원(+3.7%YoY), 영업이익 280 억원(-21.2%YoY, OPM 7.7%)을 시현할 전망. 오스코텍으로부터 L/I 한 표적 폐암치료제인 YH25448 이 대조약 대비 좋은 효능을 보이고 있어 긍정적임. 현재 임상 1 상이 종료되었고 4 월부터 임상 2 상에 들어갈 예정임. 동사에 대한 투자 의견 BUY 와 목표주가 300,000 원을 유지.

## 2018 년 1 분기 실적 Preview

동사의 2018 년 1 분기 실적은 매출액 3,640 억원(+3.7%YoY), 영업이익 280 억원(-21.2%YoY, OPM 7.7%)을 시현할 전망. 1Q17 높았던 base 에 따라 1Q18 성장률은 다소 낮아지겠지만 ETC 부문에서 개량신약과 제네릭 성장에 따른 이익개선은 가능할 전망. 2018 년 실적은 1 분기를 저점으로 하반기 신제품 출시에 따라 점차 개선될 것으로 판단됨.

## R&D 모멘텀에 대한 기대는 여전

오스코텍으로부터 L/I 한 표적 폐암치료제인 YH25448 이 대조약 대비 좋은 효능을 보이고 있어 긍정적임. 현재 임상 1 상이 종료되었고 4 월부터 임상 2 상에 들어갈 예정임. 폐암은 환자모집이 빠르기 때문에 2018 년 안으로 임상 2 상 종료 가능할 전망. 우수한 효능으로 L/O 에 대한 기대감도 높은 상황임.

## 투자 의견 BUY 와 목표주가 300,000 원 유지

동사에 대한 투자 의견 BUY 와 목표주가 300,000 원을 유지. 현시점 동사의 주가는 2018 년 PER 23 배, 2019 년 PER 21 배에 거래 중, 경쟁사 대비 낮은 밸류에이션이 매력적이라고 판단.

## 영업 실적 및 투자 지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	11,287	13,208	14,622	16,166	17,916	20,050
yoy	%	10.9	17.0	10.7	10.6	10.8	11.9
영업이익	억원	858	978	887	1,076	1,212	1,377
yoy	%	15.4	13.9	-9.3	21.3	12.7	13.6
EBITDA	억원	1,169	1,407	1,409	1,584	1,657	1,762
세전이익	억원	1,683	2,049	1,449	1,686	1,834	2,002
순이익(지배주주)	억원	1,260	1,612	1,090	1,269	1,381	1,508
영업이익률%	%	7.6	7.4	6.1	6.7	6.8	6.9
EBITDA%	%	10.4	10.7	9.6	9.8	9.3	8.8
순이익률	%	11.2	12.2	7.5	7.9	7.7	7.6
EPS	원	10,128	12,956	8,761	10,200	11,100	12,120
PER	배	24.7	14.8	25.0	25.0	22.9	21.0
PBR	배	2.3	1.6	1.7	1.8	1.7	1.6
EV/EBITDA	배	23.8	15.0	17.1	17.6	16.7	15.6
ROE	%	9.6	11.3	7.0	7.7	7.8	8.0
순차입금	억원	-3,283	-2,898	-3,675	-4,334	-4,609	-4,731
부채비율	%	37.9	36.7	30.4	33.8	35.7	37.3

그림 1. 유한양행의 2018 년 1 분기 실적 Preview

(억원 %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E		증감율		컨센서스 차이
					당사추정치	컨센서스	YoY	QoQ	
매출액	3,512.0	3,550.6	3,787.3	3,855.7	3,640.2	3,796.0	3.7	(5.6)	(4.1)
영업이익	355.2	207.4	219.7	104.8	279.7	290.0	(21.2)	166.9	(3.5)
세전이익	391.7	431.7	371.6	254.2	391.1	455.0	(0.2)	53.9	(14.1)
순이익	295.4	323.6	264.6	212.7	295.8	345.0	0.1	39.1	(14.2)
영업이익률	10.1	5.8	5.8	2.7	7.7	7.6			
세전이익률	11.2	12.2	9.8	6.6	10.7	12.0			
순이익률	8.4	9.1	7.0	5.5	8.1	9.1			

자료 : SK 증권 추정치

그림 2. 연간 실적전망 변경

(억원 %)	변경후			변경전			변경률		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
매출액	16,166	17,916	20,050	16,003	17,367	-	1.0	3.2	-
영업이익	1,076	1,212	1,377	1,176	1,275	-	(8.5)	(4.9)	-
세전이익	1,686	1,834	2,002	1,902	2,011	-	(11.4)	(8.8)	-
순이익	1,276	1,387	1,514	1,382	1,461	-	(7.7)	(5.0)	-
EPS	10,200	11,100	12,120	11,614	12,278	-	(12.2)	(9.6)	-
영업이익률	6.7	6.8	6.9	7.3	7.3	-	(9.5)	(7.8)	-

자료 : SK 증권 추정치

그림 3. 유한양행 분기 및 연간 실적 전망 Table

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	3,512.0	3,550.6	3,787.3	3,855.7	3,640.2	3,852.5	4,143.9	4,529.8	13,202.5	14,622.5	16,166.4	17,915.9
약품사업	2,486.3	2,501.2	2,778.8	2,872.1	2,629.0	2,709.2	2,987.0	3,101.1	9,437.2	10,582.0	11,426.2	12,250.5
생활건강사업	248.4	329.3	332.9	250.7	253.4	362.2	366.1	275.8	1,021.7	1,161.3	1,257.5	1,446.2
해외사업	749.3	663.2	623.0	620.9	665.0	732.9	738.9	977.1	2,521.6	2,656.4	3,113.9	3,770.6
기타	28.0	31.8	31.6	28.8	26.6	30.2	30.0	27.4	139.7	120.3	114.2	108.5
영업이익	355.2	207.4	219.7	104.8	279.7	263.5	290.5	241.8	977.9	887.1	1,075.6	1,212.2
세전이익	391.7	431.7	371.6	254.2	391.1	439.8	414.9	440.3	2,048.9	1,449.2	1,686.0	1,834.0
순이익	295.4	323.6	264.6	212.7	295.8	332.7	313.8	333.1	1,612.5	1,096.4	1,275.5	1,387.5
성장률YoY(%)												
매출액	27.3	7.4	4.8	10.2	3.7	8.5	9.4	17.5	16.9	10.8	10.6	10.8
영업이익	78.4	-15.8	-12.9	-62.6	-21.2	27.1	32.2	130.8	13.9	-9.3	21.2	12.7
세전이익	-40.4	-4.2	23.5	-60.3	-0.2	1.9	11.6	73.2	21.7	-29.3	16.3	8.8
순이익	-42.4	-5.0	9.9	-59.0	0.1	2.8	18.6	56.6	27.9	-32.0	16.3	8.8
수익률(%)												
영업이익	10.1	5.8	5.8	2.7	7.7	6.8	7.0	5.3	7.4	6.1	6.7	6.8
세전이익	11.2	12.2	9.8	6.6	10.7	11.4	10.0	9.7	15.5	9.9	10.4	10.2
순이익	8.4	9.1	7.0	5.5	8.1	8.6	7.6	7.4	12.2	7.5	7.9	7.7

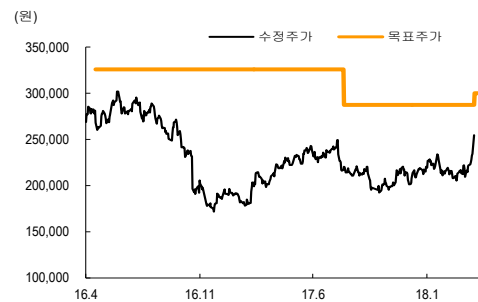
자료 : SK 증권 추정치

그림 4. 유한양행 신약 파이프라인

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

자료 : 유한양행, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
2018.04.10	매수	300,000원	6개월		
2017.12.04	매수	287,473원	6개월	-25.74%	-11.47%
2017.08.08	매수	287,473원	6개월	-27.24%	-23.17%
2016.09.20	매수	325,802원	6개월	-28.25%	-7.31%
2016.04.29	매수	325,802원	6개월	-14.64%	-7.31%



### Compliance Notice

- 작성자(이달미)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 4월 10일 기준)

매수	89.51%	중립	10.49%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----



## 재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	10,483	10,695	12,745	14,368	16,099
현금및현금성자산	2,449	2,566	3,725	4,540	5,182
매출채권및기타채권	2,486	2,933	3,522	4,069	4,754
재고자산	3,106	2,712	3,256	3,762	4,411
<b>비유동자산</b>	9,976	10,252	10,359	10,548	10,793
장기금융자산	1,467	1,454	1,454	1,454	1,454
유형자산	3,339	3,554	3,124	2,767	2,481
무형자산	159	257	260	263	265
<b>자산총계</b>	20,459	20,947	23,103	24,916	26,892
<b>유동부채</b>	3,244	2,763	3,331	3,777	4,301
단기금융부채	564	185	235	305	375
매입채무 및 기타채무	1,721	1,350	1,621	1,838	2,097
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	2,250	2,120	2,503	2,774	3,006
장기금융부채	1,403	1,153	1,353	1,573	1,773
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	154	166	200	248	278
<b>부채총계</b>	5,494	4,883	5,834	6,552	7,307
<b>지배주주지분</b>	14,966	16,000	17,200	18,288	19,504
자본금	569	595	595	595	595
자본잉여금	1,158	1,177	1,147	1,117	1,087
기타자본구성요소	-1,649	-1,528	-1,528	-1,528	-1,528
자기주식	-1,649	-1,528	-1,528	-1,528	-1,528
이익잉여금	14,112	14,933	16,202	17,361	18,647
비지배주주지분	0	63	69	75	81
<b>자본총계</b>	14,966	16,063	17,269	18,364	19,586
<b>부채외자본총계</b>	20,459	20,947	23,103	24,916	26,892

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	230	727	701	543	397
당기순이익(손실)	1,612	1,096	1,276	1,388	1,514
비현금성항목등	55	460	309	270	247
유형자산감가상각비	415	500	481	416	356
무형자산상각비	14	22	28	29	29
기타	151	65	-168	-168	-168
운전자본감소(증가)	-1,088	-454	-475	-667	-878
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-214	-556	-589	-547	-685
재고자산감소(증가)	-683	407	-544	-506	-649
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-102	-457	271	217	259
기타	-90	151	387	169	197
법인세납부	-350	-376	-408	-447	-487
<b>투자활동현금흐름</b>	-206	167	276	280	282
금융자산감소(증가)	285	476	250	250	250
유형자산감소(증가)	-800	-566	-50	-60	-70
무형자산감소(증가)	-37	-31	-31	-31	-31
기타	346	289	107	121	133
<b>재무활동현금흐름</b>	179	-736	182	-8	-37
단기금융부채증가(감소)	-93	-566	50	70	70
장기금융부채증가(감소)	543	-100	200	220	200
자본의증가(감소)	-12	192	-30	-30	-30
배당금의 지급	-205	-207	0	-223	-223
기타	-54	-55	-38	-46	-54
<b>현금의 증가(감소)</b>	230	118	1,159	815	642
기초현금	2,218	2,449	2,566	3,725	4,540
기말현금	2,449	2,566	3,725	4,540	5,182
FCF	-648	389	628	603	448

자료 : 유한양행, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	13,208	14,622	16,166	17,916	20,050
<b>매출원가</b>	9,314	10,376	11,387	12,619	14,122
<b>매출총이익</b>	3,894	4,246	4,780	5,297	5,928
매출총이익률 (%)	29.5	29.0	29.6	29.6	29.6
<b>판매비와관리비</b>	2,916	3,359	3,704	4,085	4,551
영업이익	978	887	1,076	1,212	1,377
영업이익률 (%)	7.4	6.1	6.7	6.8	6.9
비영업손익	1,071	562	610	622	625
<b>순금융비용</b>	-42	-47	-64	-76	-79
외환관련손익	69	-135	-87	-87	-87
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	889	481	465	465	465
세전계속사업이익	2,049	1,449	1,686	1,834	2,002
세전계속사업이익률 (%)	15.5	9.9	10.4	10.2	10.0
계속사업법인세	436	353	410	447	487
<b>계속사업이익</b>	1,612	1,096	1,276	1,388	1,514
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,612	1,096	1,276	1,388	1,514
<b>순이익률 (%)</b>	12.2	7.5	7.9	7.7	7.6
지배주주	1,612	1,090	1,269	1,381	1,508
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	12.21	7.46	7.85	7.71	7.52
<b>비지배주주</b>	0	6	6	6	6
<b>총포괄이익</b>	1,543	1,057	1,236	1,348	1,475
지배주주	1,543	1,051	1,230	1,342	1,469
비지배주주	0	6	6	6	6
EBITDA	1,407	1,409	1,584	1,657	1,762

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	17.0	10.7	10.6	10.8	11.9
영업이익	13.9	-9.3	21.3	12.7	13.6
세전계속사업이익	21.7	-29.3	16.3	8.8	9.1
EBITDA	20.4	0.1	12.5	4.6	6.3
EPS(계속사업)	27.9	-32.4	16.4	8.8	9.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	11.3	7.0	7.7	7.8	8.0
ROA	8.2	5.3	5.8	5.8	5.9
EBITDA마진	10.7	9.6	9.8	9.3	8.8
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	323.1	387.1	382.6	380.4	374.3
부채비율	36.7	30.4	33.8	35.7	37.3
순차입금/자기자본	-19.4	-22.9	-25.1	-25.1	-24.2
EBITDA/이자비용(배)	26.4	30.5	41.3	36.4	32.7
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	12,956	8,761	10,200	11,100	12,120
BPS	120,248	128,558	138,198	146,948	156,717
CFPS	16,405	12,955	14,289	14,676	15,214
주당 현금배당금	2,000	2,000	2,000	2,000	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	23.8	28.5	25.0	22.9	21.0
PER(최저)	13.3	20.3	20.2	18.5	17.0
PBR(최고)	2.6	1.9	1.8	1.7	1.6
PBR(최저)	1.4	1.4	1.5	1.4	1.3
PCR	11.7	16.9	17.8	17.3	16.7
EV/EBITDA(최고)	25.1	19.6	17.6	16.7	15.6
EV/EBITDA(최저)	13.2	13.4	13.8	13.0	12.2

# SK COMPANY Analysis



Analyst

이달미

talmi@sk.com

02-3773-9952

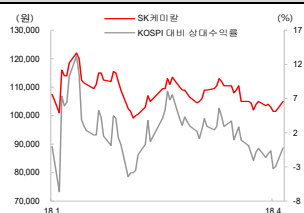
## Company Data

자본금	652 억원
발행주식수	1,304 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	12,159 억원
주요주주	
최창원(외12)	22.78%
국민연금공단	12.03%
외국인지분률	8.70%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(18/04/09)	105,000 원
KOSPI	2444.08 pt
52주 Beta	0.91
52주 최고가	122,000 원
52주 최저가	99,200 원
60일 평균 거래대금	134 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-3.7%	-3.1%
6개월	%	%
12개월	%	%

SK 케미칼 (285130/KS | 매수(유지) | T.P 140,000 원(상향))

## 1 분기는 대상포진 백신과 코폴리에스터 부문의 고성장세 예상

2018 년 1 분기 실적은 매출액 3,067 억원(+13.7%YoY), 영업이익 163 억원(-45.8%YoY, OPM 5.3%)으로 시장 컨센서스를 하회할 전망이다. 대상포진 백신 초기 런칭에 따른 마케팅비 증가로 1 분기 이익은 부진하지만 마케팅 효과에 따라 2018 년 연간으로 대상포진 백신의 시장점유율은 30%까지 상승할 전망. 동사에 대한 투자 의견 BUY 를 유지하고 목표주가는 140,000 원으로 상향 조정함.

## 2018 년 1 분기 실적 Preview

동사의 2018 년 1 분기 실적은 매출액 3,067 억원(+13.7%YoY), 영업이익 163 억원(-45.8%YoY, OPM 5.3%)으로 시장 컨센서스를 하회할 전망이다. 이번 1 분기에는 1) 코폴리에스터 부문에서 30%대의 높은 성장률이 예상되고, 2) Life Science 부문에서 대상포진 백신이 2 월까지 누계로 80 억원의 매출을 실현하면서 양호한 흐름세를 보였으며, 3) 지난 2 월에 L/O 한 백신기술로부터 30 억원 수준의 계약금이 유입되었을 것으로 예상. 하지만 영업이익은 환율 하락으로 코폴리에스터 부문에서의 원가율 상승, 대상포진 백신 초기 런칭에 따른 마케팅비 증가로 역성장세가 전망됨.

## Life Science 부문의 장기적인 성장세 유효

대상포진 백신 초기 런칭에 따른 마케팅비 증가로 1 분기 이익은 부진하지만 마케팅 효과에 따라 2018 년 연간으로 대상포진백신 시장점유율은 30%까지 상승할 전망. 또한 2018 년 하반기에 예상되었던 수두백신 허가가 여름으로 앞당겨지면서 동사의 Life Science 부문의 매출 성장세에 기여할 전망.

## 투자의견 BUY 유지, 목표주가 140,000 원으로 상향

동사에 대한 투자의견 BUY 를 유지하고 목표주가를 140,000 원으로 상향 조정함. 동사는 2018 년 2 월 사노피로 세포배양 백신 관련 1,700 억원 기술수출 계약을 체결하였으며, 백신사업에 집중하기 위해 올해 안으로 백신사업부를 분할할 예정임. 동사의 백신 사업에 대한 중장기 성장세에 대한 긍정적인 견해를 반영하여 목표주가를 140,000 원으로 상향 조정함.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	억원	0	0	817	13,583	15,290	17,144
yoy	%			0.0	1,562.7	12.6	12.1
영업이익	억원	0	0	-24	754	928	1,138
yoy	%			0.0	흑전	23.2	22.5
EBITDA	억원	0	0	27	787	962	1,171
세전이익	억원	0	0	-44	719	891	1,102
순이익(지배주주)	억원	0	0	-30	545	676	835
영업이익률%	%			-2.9	5.6	6.1	6.6
EBITDA%	%			3.3	5.8	6.3	6.8
순이익률	%			-3.7	4.0	4.4	4.9
EPS	원			-255	4,183	5,182	6,405
PER	배			N/A	25.1	20.3	16.4
PBR	배			0.0	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA	배			0.0	24.3	19.6	15.8
ROE	%			-0.4	7.3	8.4	9.5
순차입금	억원	0	0	5,767	6,303	6,063	5,634
부채비율	%			130.6	133.4	127.6	121.0

그림 1. SK 케미칼의 2018 년 1 분기 실적 Preview

(억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E		증감율		컨센서스 차이
					당사추정치	컨센서스	YoY	QoQ	
매출액	2,696.2	2,994.3	3,484.4	2,739.0	3,066.8	3,147.0	13.7	12.0	(2.5)
영업이익	112.0	136.4	301.6	(1.0)	163.4	236.0	45.8	흑전	(30.8)
세전이익	470.2	98.1	213.1	(181.0)	160.6	220.0	(65.8)	(188.7)	(27.0)
순이익	461.7	(264.2)	158.8	(128.0)	121.7	183.0	(73.6)	(195.1)	(33.5)
영업이익률	4.2	4.6	8.7	0.0	5.3	7.5			
세전이익률	17.4	3.3	6.1	-6.6	5.2	7.0			
순이익률	17.1	-8.8	4.6	-4.7	4.0	5.8			

자료 : SK 증권 추정치

그림 2. 연간 실적전망 변경

(십억원, %)	변경후			변경전			변경률		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
매출액	13,583	15,290	17,144	13,668	15,079	-	(0.6)	1.4	-
영업이익	754	928	1,138	812	961	-	(7.2)	(3.4)	-
세전이익	719	891	1,102	478	636	-	50.5	40.1	-
순이익	545	676	835	362	482	-	50.7	40.2	-
EPS	4,183	5,182	6,405	-	-	-	-	-	-
영업이익률	5.5	6.1	6.6	5.9	6.4	-	(6.0)	(5.1)	-

자료 : SK 증권 추정치

그림 3. SK 케미칼 분기 및 연간 실적전망 Table

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	2,696.2	2,994.3	3,484.4	2,739.0	3,066.8	3,472.0	3,891.8	3,151.9	11,466.3	11,914.0	13,582.5	15,290.0
Green Chemicals	2,028.3	2,327.9	2,426.3	1,917.0	2,332.1	2,739.1	2,675.1	2,206.5	8,144.4	8,699.6	9,952.8	11,297.5
수지	858.0	1,042.2	1,019.7	928.0	943.8	1,156.9	1,152.3	1,048.6	3,404.9	3,848.0	4,301.6	4,860.8
바이오에너지	663.2	781.0	872.2	506.0	862.1	1,054.4	968.1	657.8	2,888.9	2,822.4	3,542.4	4,250.9
정밀화학	327.8	346.4	348.6	305.0	344.2	367.1	366.0	320.3	1,187.0	1,327.7	1,397.6	1,467.5
UT/기타	180.2	159.1	186.9	178.0	182.0	160.7	188.7	179.8	666.8	704.2	711.2	718.3
Life Science	667.1	665.5	1,057.1	823.0	733.8	732.1	1,215.7	946.5	3,318.6	3,212.7	3,628.0	3,990.8
영업이익	112.0	136.4	301.6	(1.0)	163.4	178.7	346.0	65.4	473.2	549.1	753.5	928.4
Green Chemicals	121.6	153.2	163.1	6.0	153.8	178.7	179.8	25.4	486.1	443.9	537.6	658.6
수지	65.3	144.3	134.8	38.0	97.9	173.1	155.1	57.0	321.6	382.4	483.1	610.3
바이오에너지	5.1	33.6	35.2	(4.0)	4.6	30.3	31.7	(3.6)	214.6	69.9	62.9	56.6
정밀화학	(1.0)	2.3	(8.6)	(22.0)	(1.0)	2.3	(8.6)	(22.0)	(29.8)	(29.3)	(29.3)	(29.3)
UT/기타	71.0	(9.1)	20.4	14.0	71.0	(9.1)	20.4	14.0	71.3	96.2	96.2	96.2
Life Science	(9.6)	(16.8)	138.6	(7.0)	9.6	0.0	166.3	40.0	(13.0)	105.2	215.9	269.9
세전이익	470.2	98.1	213.1	(181.0)	160.6	180.5	347.8	30.6	99.4	782.4	719.5	891.3
순이익	461.7	(264.2)	158.8	(128.0)	121.7	136.8	263.6	23.2	116.9	357.0	545.4	675.6
성장률YoY(%)												
매출액	9.8	2.6	13.4	(9.3)	13.7	16.0	11.7	15.1	10.3	3.9	14.0	12.6
영업이익	37.5	26.2	17.6	(103.7)	45.8	31.0	14.7	-	155.9	16.0	37.2	23.2
세전이익	238.7	139.9	23.6	흑전	(65.8)	83.9	63.2	(116.9)	(54.1)	687.3	(8.0)	23.9
순이익	240.8	(939.9)	3.4	흑전	(73.6)	(151.8)	66.0	(118.1)	(90.3)	205.5	52.8	23.9
수익률(%)												
영업이익	4.2	4.6	8.7	(0.0)	5.3	5.1	8.9	2.1	4.1	4.6	5.5	6.1
세전이익	17.4	3.3	6.1	(6.6)	5.2	5.2	8.9	1.0	0.9	6.6	5.3	5.8
순이익	17.1	(8.8)	4.6	(4.7)	4.0	3.9	6.8	0.7	1.0	3.0	4.0	4.4

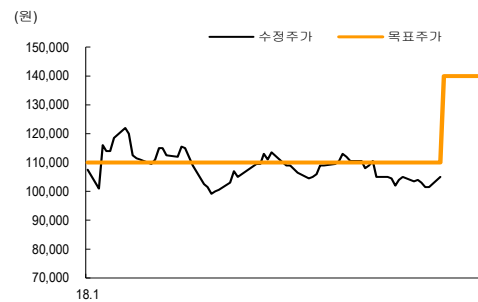
자료 : SK 증권 추정치

그림 4. SK 케미칼 목표주가 Valuation Table

구분	내용	비고
영업가치(억원)	Green Chemical Biz	4,425.8
	2018년 EBITDA	737.6
	EV/EBITDA(배)	6
	Life Science Biz	7,317.6
	2018년 EBITDA	365.9
	EV/EBITDA(배)	20
	Total 영업가치	11,743.4
신약가치(억원)	혈우병치료제	3,592.3
	국내백신	5,804.2
	Total 파이프라인가치	9,396.5
합산가치(억원)		21,139.9
순차입금(억원)		5,219.9
최종가치(억원)		15,919.9
주식수 (주)		11,579,852
주당가치(원)		137,479
목표주가(원)		140,000

자료 : SK 증권 추정치

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고최저 주가대비
2018.04.10	매수	140,000원	6개월		
2018.01.05	매수	110,000원	6개월	-1.20%	10.91%



### Compliance Notice

- 작성자(이달미)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 4월 10일 기준)

매수	89.51%	중립	10.49%	매도	0%
----	--------	----	--------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	0	5,396	6,618	7,618	8,873
현금및현금성자산	0	1,099	563	802	1,232
매출채권및기타채권	0	2,119	2,774	3,122	3,501
재고자산	0	2,124	3,152	3,548	3,978
<b>비유동자산</b>	0	11,206	11,459	11,543	11,576
장기금융자산	0	1,669	1,669	1,669	1,669
유형자산	0	8,007	7,995	7,984	7,982
무형자산	0	469	470	470	471
<b>자산총계</b>	0	16,602	18,077	19,161	20,450
<b>유동부채</b>	0	5,821	6,642	7,039	7,469
단기금융부채	0	3,487	3,487	3,487	3,487
매입채무 및 기타채무	0	1,902	2,522	2,839	3,183
단기충당부채	0	1	3	3	4
<b>비유동부채</b>	0	3,582	3,690	3,702	3,725
장기금융부채	0	3,382	3,382	3,382	3,382
장기매입채무 및 기타채무	0	61	61	61	61
장기충당부채	0	36	139	146	163
<b>부채총계</b>	0	9,402	10,332	10,741	11,194
<b>지배주주지분</b>	0	7,199	7,745	8,420	9,255
자본금	0	652	652	652	652
자본잉여금	0	6,579	6,579	6,579	6,579
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	0	-31	514	1,190	2,025
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	0	7,199	7,745	8,420	9,255
<b>부채외자본총계</b>	0	16,602	18,077	19,161	20,450

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	0	28	-484	294	492
당기순이익(손실)	0	-30	545	676	835
비현금성항목등	0	60	242	287	336
유형자산감가상각비	0	47	31	32	32
무형자산상각비	0	4	2	2	2
기타	0	-7	8	8	8
운전자본감소(증가)	0	-3	-973	-453	-412
매출채권및기타채권의 감소(증가)	0	192	-654	-349	-379
재고자산감소(증가)	0	-28	-1,027	-396	-430
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	-41	620	317	344
기타	0	-126	89	-25	52
법인세납부	0	0	-298	-216	-267
<b>투자활동현금흐름</b>	0	-76	-17	-20	-28
금융자산감소(증가)	0	0	0	0	0
유형자산감소(증가)	0	-71	-20	-20	-30
무형자산감소(증가)	0	-3	-3	-3	-3
기타	0	-3	6	3	5
<b>재무활동현금흐름</b>	0	344	-35	-35	-35
단기금융부채증가(감소)	0	-106	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	450	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	-35	-35	-35
<b>현금의 증가(감소)</b>	0	295	-536	239	429
기초현금	0	803	1,099	563	802
기말현금	0	1,099	563	802	1,232
FCF	0	-2,014	-391	262	451

자료 : SK케미칼, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	0	817	13,583	15,290	17,144
<b>매출원가</b>	0	660	10,032	10,835	11,702
<b>매출총이익</b>	0	157	3,550	4,455	5,443
매출총이익률 (%)		19.2	26.1	29.1	31.8
<b>판매비와관리비</b>	0	181	2,797	3,527	4,305
영업이익	0	-24	754	928	1,138
영업이익률 (%)		-2.9	5.6	6.1	6.6
비영업손익	0	-21	-34	-37	-36
<b>순금융비용</b>	0	17	29	32	30
외환관련손익	0	4	3	3	3
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	0	-44	719	891	1,102
세전계속사업이익률 (%)		-5.4	5.3	5.8	6.4
계속사업법인세	0	-15	174	216	267
<b>계속사업이익</b>	0	-30	545	676	835
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	0	-30	545	676	835
<b>순이익률 (%)</b>		-3.7	4.0	4.4	4.9
지배주주	0	-30	545	676	835
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>		-3.66	4.02	4.42	4.87
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	0	-30	545	676	835
<b>지배주주</b>	0	-30	545	676	835
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
EBITDA	0	27	787	962	1,171

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액		0.0	1,562.7	12.6	12.1
영업이익		0.0	흑전	23.2	22.5
세전계속사업이익		0.0	흑전	23.9	23.6
EBITDA		0.0	2,801.6	22.2	21.7
EPS(계속사업)		0.0	흑전	23.9	23.6
<b>수익성 (%)</b>					
ROE		-0.4	7.3	8.4	9.5
ROA		-0.2	3.2	3.6	4.2
EBITDA마진		3.3	5.8	6.3	6.8
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율		92.7	99.6	108.2	118.8
부채비율		130.6	133.4	127.6	121.0
순차입금/자기자본		80.1	81.4	72.0	60.9
EBITDA/이자비용(배)		1.6	22.5	27.5	33.5
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)		-255	4,183	5,182	6,405
BPS		55,216	59,399	64,580	70,985
CFPS		180	4,442	5,441	6,665
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)		N/A	29.2	23.5	19.1
PER(최저)		N/A	23.7	19.1	15.5
PBR(최고)		0.0	2.1	1.9	1.7
PBR(최저)		0.0	1.7	1.5	1.4
PCR		0.0	23.6	19.3	15.8
EV/EBITDA(최고)		0.0	26.9	21.8	17.5
EV/EBITDA(최저)		0.0	23.5	19.0	15.2

**memo**

---