



2018년 7월 10일 | Equity Research



제약/바이오 Overweight

제약바이오 저점매수를 노려라

- | 2분기 소외된 제약바이오 섹터
- | 하반기 주목해야 할 종목들
- | 펀더멘탈만 견고하다면 차트는 메디톡스처럼



Analyst 선민정
02-3771-7785
rssun@hanafn.com

RA 박현욱
02-3771-7606
auseing@hanafn.com

Earnings Preview

Top picks 및 관심종목

한미약품(128940) BUY TP 710,000원 CP(7월9일) 435,000원
녹십자(128940) BUY TP 280,000원 CP(7월9일) 197,000원
유한양행(128940) BUY TP 310,000원 CP(7월9일) 220,500원
종근당(185750) BUY TP 190,000원 CP(7월9일) 101,500원
셀트리온헬스케어(128940) BUY TP 140,000원(상향) CP(7월9일) 102,200원
메디톡스(086900) BUY TP 1,000,000원(상향) CP(7월9일) 853,500원



CONTENTS

Summary	3
1. 2분기 소외된 제약바이오 섹터	7
2. 하반기 주목해야 할 종목들	11
1) 확실한 모멘텀을 보유한 회사	11
2) R&D 펀더멘털이 견고한 회사	14
3) 고성장세가 지속될 수 있는 회사	17
3. 펀더멘탈만 견고하다면 차트는 메디톡스처럼	20
Top Picks 및 관심종목	21
한미약품(128940)	22
녹십자(006280)	27
유한양행(000100)	33
종근당(185750)	39
셀트리온헬스케어(091990)	43
메디톡스(086900)	49

2018년 7월 10일 | Equity Research

제약/바이오

제약바이오 저점매수를 노려라

2분기 소외된 제약바이오 섹터

2018년 2분기 코스피 의약품 지수는 14,673에서 13,143으로 약 10.4% 감소하였다. 특히 4월부터 대북경협주의 부상과 더불어 R&D 자산화이슈, 삼성바이오로직스의 분식회계 이슈 등과 같이 제약바이오 섹터내의 불확실성 증가로 5월 중순에는 코스피의약품 지수가 11,943까지 크게 밀리면서 많은 우려를 불러왔다. 또한 미중 무역분쟁 및 환율 등 대외변수들이 불확실해지고 제약바이오 섹터내의 R&D 센터멘탈이 악화되면서 현재는 거래량이 급감, 소외주처럼 찌그러져 있는 모습이다. 1~2개월 내 빠르게 회복되기를 기대하기보다는, 작년 11월 코스닥 랠리와 같은 급등장 재현을 기대하기보다는 확실한 모멘텀을 보유하고 있거나, 중장기적 고성장이 뚜렷해 보이는 회사, 더불어 회사 자체는 변한 것이 없으나 섹터 조정시 동반하락했거나, 외부 요인 때문에 주가가 많이 하락한 종목들에 대해 중장기적 관점에서 저점 매수를 노려야 할 시점이다.

하반기 주목해야 할 종목들

불안정한 대외변수들이 존재하고 있는 장에서 하반기 주목해야 할 종목으로는 1) 확실한 모멘텀이 있는 회사, 2) 센터멘탈 악화로 크게 조정받은 R&D가 견고한 회사, 3) 당장 2분기 실적 보다는 중장기적 관점에서 고성장세가 지속될 수 있는 회사들을 눈여겨 볼 필요가 있다. 하반기 확실한 모멘텀이 있으면서 변동폭이 적은 회사로는 녹십자와 유한양행을 추천한다. 또한 회사의 펀더멘탈이 변한 것은 없으나 신약개발에 대한 센터멘탈 악화로 크게 조정받은 한미약품과 제넥신은 현재 저점 매수 유효구간으로 중장기적 관점에서 접근할 필요가 있다. 마지막으로 2분기 실적은 다소 기대 이하지만, 각각 바이오시밀러와 보툴리눔 톡신 분야의 선두그룹으로 향후 글로벌 시장에서 고성장세가 지속될 수 있는 회사로 셀트리온헬스케어와 메디톡스에 대해 매수세를 유지할 필요가 있다.

펀더멘탈만 견고하다면 차트는 메디톡스처럼

회사 자체에 문제가 발생해서 주가가 빠진 것이 아니라면, 즉 그 회사의 기업가치가 여전히 견고하다면 지금은 저점매수 구간이다. 작년 10월부터 메디톡스는 외부적으로 대웅제약과의 소송이슈, 앤리간의 이노톡스 반환 우려, 그리고 3분기 일시적인 어닝 쇼크로 인해 주가가 40만원 초반까지 밀리면서 아무도 관심갖지 않는 소외주였다. 그러나 올해 초 4분기 실적에 대한 기대감, 중국시장 진출 및 앤리간의 이노톡스 임상 3상 진입에 대한 기대감들이 본격화되면서 주가는 고공행진 중이다. 즉 기업의 본래 가치가 변하지 않은 채 빠진 주가는 반드시 회복되기 마련이다. 지금 작년 11월 메디톡스와 같은 상황에 놓인 기업들이 많다. 기업의 펀더멘탈만 견고하다면 작년 11월의 메디톡스처럼 그들의 주가는 현재 저점매수의 절호의 기회이다.

Earnings Preview

Overweight

Top picks 및 관심종목

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(7월9일)
한미약품(128940)	BUY	710,000원	435,000원
녹십자(128940)	BUY	280,000원	197,000원
유한양행(128940)	BUY	310,000원	220,500원
종근당(185750)	BUY	190,000원	101,500원
셀트리온헬스케어(128940)	BUY	140,000원(상향)	102,200원
메디톡스(086900)	BUY	1,000,000원(상향)	853,500원

Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	882.7	916.6	972.1	1,003.2	1,044.5
영업이익	십억원	26.8	82.2	67.7	60.5	49.1
세전이익	십억원	8.0	58.8	35.8	29.1	15.8
순이익	십억원	23.3	60.4	37.7	30.1	16.4
EPS	원	2,049	5,308	3,307	2,646	1,437
증감률	%	(84.9)	159.1	(37.7)	(20.0)	(45.7)
PER	배	136.78	110.02	131.54	164.43	302.76
PBR	배	4.77	9.14	6.52	6.32	6.23
EV/EBITDA	배	49.75	58.47	52.60	58.09	68.55
ROE	%	3.50	8.81	5.17	3.98	2.11
BPS	원	58,735	63,891	66,710	68,868	69,817
DPS	원	0	490	490	490	490

주: 한미약품 재무제표임



Analyst 선민정
02-3771-7785
rssun@hanafn.com

RA 박현우
02-3771-7606
auseing@hanafn.com

Summary

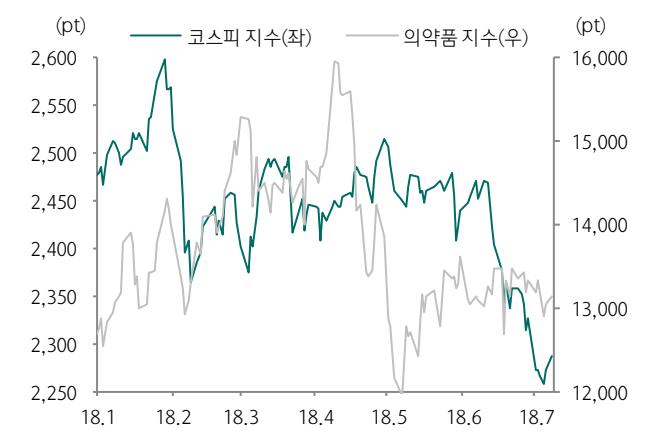
Catalyst

- 하반기 확실한 모멘텀을 보유한 회사들
- 신약개발에 대한 센터멘탈 악화로 크게 조정 받았지만, R&D가 탄탄한 회사들
- 중장기적으로 고성장세가 지속될 수 있는 회사들

2분기 소외된 제약바이오 섹터

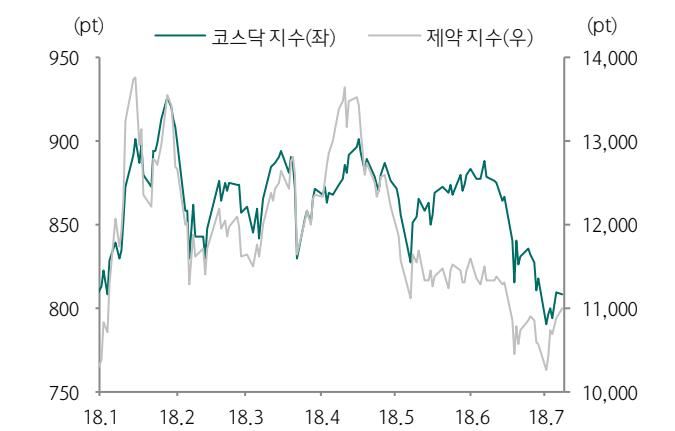
- 2018년 2분기 코스피 의약품 지수는 14,673에서 13,143으로 약 10.4% 감소
- 4월부터 대북경협주의 부상과 더불어 R&D 자신화 이슈, 삼성바이오로직스의 분식회계 이슈 등과 같이 제약바이오 섹터 내의 불확실성 증가
- 미중 무역분쟁 및 환율 등 대외변수들이 불확실해지고 제약바이오 섹터내의 R&D 센터멘탈이 악화되면서 현재는 거래량이 급감, 소외된 상황
- 1~2개월 내 빠르게 회복되기를 기대하거나, 작년 11월 코스닥 랠리와 같은 급등장 재현을 기대하기는 무리
- 중장기적 관점에서 저점매수 유효구간

코스피 지수 vs. 코스피 의약품 지수



자료: 하나금융투자

코스닥 지수 vs. 코스닥 제약 지수

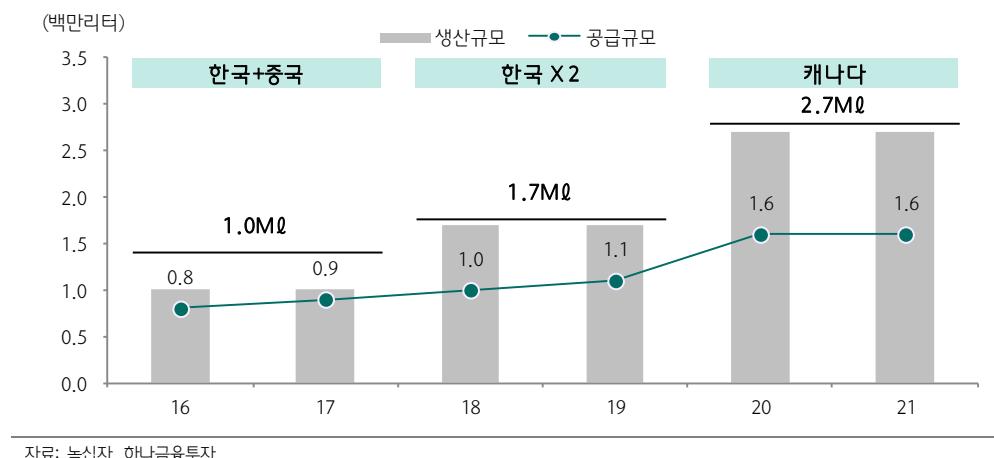


자료: 하나금융투자

하반기 확실한 모멘텀을 보유한 회사 1) 녹십자

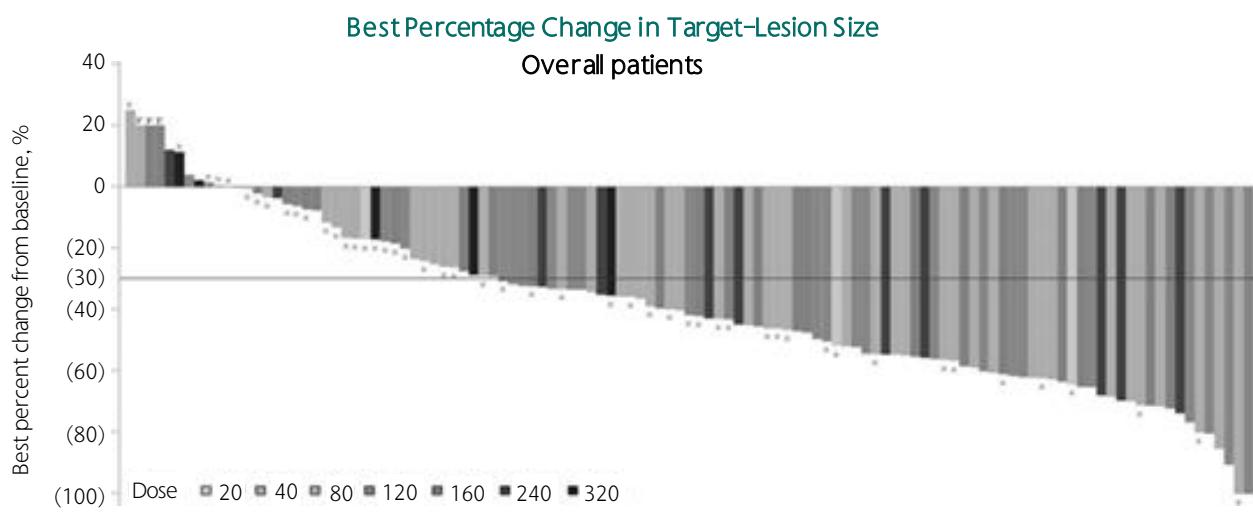
- 녹십자의 2분기 매출액은 연결기준으로 전년대비 약 5.6% 증가한 3,488억원, 영업이익은 전년대비 약 13.7% 감액한 298억원으로 추정
- 남반구 독감백신 입찰물량 감소로 전년대비 영업이익 감액
- 9월 말 녹십자의 IVIG 미 FDA 시판 허가 기대
- IVIG의 미국 시장 진출은 혈액제제 공장의 캐파 증가 및 부산물들을 통한 매출확대를 의미
- 혈액제제 부산물들 중 부가가치가 높은 fibrinogen과 PCC(Prothrombin complex concentrate)의 선진국시장 진출을 위한 임상 준비

녹십자 혈액제제 생산규모 및 혈액 공급규모

하반기 확실한 모멘텀을
보유한 회사 2) 유한양행

- 유한양행의 2분기 매출액은 연결기준으로 전년대비 약 5.9% 증가한 3,758억원, 영업이익은 전년대비 약 11.2% 증가된 230억원 규모로 추정
- 비소세포폐암치료제 YH25448의 임상 1/2상 결과는 매우 고무적
- 다양한 투여량이 적용된 임상 1/2상의 결과만을 놓고 보면 타그리소의 반응률 51% vs. YH25448의 반응률 64%로 타그리소 대비 결코 열위하지 않음
- 부작용 측면에 있어서도 타그리소보다 훨씬 뛰어난 결과 도출
- 하반기 임상 2상 투여가 완료되면 결과에 따라 글로벌사로의 기술이전이 기대되는 부분

YH25448 임상 1/2상 ORR



자료: 유한양행, 하나금융투자

R&D 펀더멘탈이 견고한 회사**1) 한미약품**

- 한미약품의 2분기 매출액은 연결기준 전년대비 약 7% 가량 증가한 2,385억원, 영업이익은 약 29% 감액한 153억원으로 추정
- 한미약품의 R&D 모멘텀은 국내 신약개발 회사 중 가장 독보적
- 단기적으로 스펙트럼사의 롤론티스와 포지오티닙 결과 발표 주목
- 중장기적으로 얀센이 진행하고 있는 LAPS-GLP1/GCG 내년 상반기 임상 2상 종료
- 현재 한미약품의 주가는 저점매수 구간에 확실하게 진입

한미약품 R&D 모멘텀

물질명	기술이전 사	적용증	현재 임상진행 상황	2H18	1H19
에페글레나타이드	사노피	당뇨치료제	글로벌 임상 3상 진행		
HM95573	제넨텍	항암제	국내에서 임상 1상 3개 진행 중 2개는 단독 임상, 1개는 코델릭과의 병용투여		글로벌 임상 2상 개시 기대
롤론티스	스펙트럼	호중구 감소증	2개의 임상 3상이 진행 중 모두 뉴라스타 대비 비열등하다는 1차 평가지표 만족	4분기 BLA 제출 기대	
포지오티닙	스펙트럼	항암제	MD Anderson 스폰의 연구자 임상 2상 진행 중 스펙트럼사가 스폰하는 상업용 임상 2상 진행 중	10월 세계폐암학회에서 임상 2상 중간결과 발표	혁신치료제 지정 기대
LAPS-GLP1/GCG	얀센	당뇨/비만	글로벌 임상 2상 진행		글로벌 임상 2상 완료 /3상진입 가능
LAPS-Tri agonist	-	당뇨/비만	국내 임상 1상 진행		국내 임상 1상 완료 /라이센싱 아웃 기대감
LAPS-Insulin	-	당뇨치료제	국내 임상 1상 종료 가능		
LAPS-GCG analog	-	선천성 고인슐린증		국내 임상 1상 개시	
LAPS-GLP2 analog	-	단장증후군		국내 임상 1상 개시	
LAPS-Combo	-	당뇨치료제		국내 임상 1상 개시	
HM43239 (FLT3 저해제)	-	항암제		국내 임상 1상 개시	

자료: 하나금융투자

R&D 펀더멘탈이 견고한 회사**2) 제넥신**

- 면역관문억제제와의 병용투여에 대한 기대감 감소, 그리고 제넥신의 Global peer 회사라고 볼 수 있는 자속형 IL-2 개발사 Nektar사의 주가 급락으로 제넥신 주가 크게 조정
- 넥타의 주가하락은 임상 데이터 해석의 오해에서 비롯된 것으로 하반기 학회에서 임상 2상 결과 발표 시 주가 반등 기대
- 제넥신 역시 넥타의 주가급락으로 조정받았기 때문에 넥타사의 주가반등과 함께 상승
- 하이루킨 단독으로 교모세포종암 환자 대상의 임상 1/2상 진행
- 올해 하반기 로슈사의 면역관문억제제인 티센트릭과의 병용투여 임상 진입 예정
- 또 다른 면역관문억제제인 머크사의 키트루다와의 병용투여 임상도 기대
- 현재 주가는 저점매수 유효

넥타사의 NKTR-214와 옵디보의 병용투여 임상결과

	흑색종				신장암			
	임상 1/2상		임상 2상		임상 1/2상		임상 2상	
	SITC	ASCO	Stage 1	Stage 2	SITC	ASCO	Stage 1	Stage 2
ORR	64% (n=7/11)	64% (n=7/11)	85% (n=11/13)	50% (n=14/28)	46% (n=6/13)	71% (n=10/14)	64% (n=7/11)	46% (n=12/26)
DCR	91% (n=9/11)	91% (n=9/11)	-	71% (n=20/28)	85% (n=11/13)	79% (n=11/14)	-	77% (n=20/26)

자료: 하나금융투자

고성장세가 지속될 수 있는
회사 1) 셀트리온헬스케어

- 2018년도 연간 매출액은 전년대비 약 62% 증가한 1조 4,910억원을 달성할 수 있을 것으로 예상
- 이러한 고성장세는 2019년과 2020년까지 지속될 수 있을 것으로 기대
- 2020년까지 꾸준한 신제품 출시효과와 각국에서의 점유율 확대가 가능하기 때문
- 목표주가 14만원으로 상향, 투자의견 BUY 유지

셀트리온헬스케어 제품별 일정

제품명	현황	2H18	1H19	2H19
램시마	미국: 3분기 화이자의 미국향 물량 발생 유럽: 올해 1분기 기준 점유율 60% 유럽에서의 성장률은 정체될 것으로 예상	화이자의 미국향 인플렉트라 추가 주문이 있을 것으로 기대 직판체제로 전환된 일본시장 점유율 확대 기대	미국에서의 점유율 확대 기대	
트룩시마	유럽에서 올해 1분기 기준으로 점유율 30%	올해 하반기까지 유럽에서의 점유율 50% 달성 기대	미국 시판허가 및 런칭 기대 미국향 초도 물량 매출 발생	
허쥬마	유럽에서 영국, 독일, 포르투갈 런칭 2분기 유럽향 초도 물량 매출 발생		미국 시판허가 기대	미국시장에서 출시 가능 미국향 초도 물량 매출 발생
램시마 SC	임상 3상 완료	유럽 EMA에 신청서 제출		유럽 시판허가 기대 미국 FDA에 신청서 제출

자료: 하나금융투자

고성장세가 지속될 수 있는
회사 2) 메디톡스

- 메디톡스의 2018년도 연간 매출액은 전년대비 약 31% 증가한 2,376억원을 달성할 수 있을 것으로 예상
- 내년에는 중국에서의 시판, 그리고 앤리간의 이노톡스 임상 3상 진입에 대한 기대감으로 현재 주가는 고공행진 중
- 작년 앤리간의 중국 성장률이 69%에 이를 정도로 중국시장은 고정상 중
- 중국 보툴리눔 톡신 시장의 middle급 제품으로 확실한 포지셔닝이 가능
- 목표주가 100만원으로 상향, 투자의견 BUY 유지

Top picks

- 한미약품(128940, BUY, TP 710,000원)
- 녹십자(006280, BUY, TP 280,000원)
- 유한양행(000100, BUY, TP 310,000원)
- 셀트리온헬스케어(091990, BUY, TP 140,000원(상향))
- 메디톡스 (086900, BUY, TP 1,000,000원(상향))

1. 2분기 소외된 제약바이오 섹터

2분기 제약바이오 섹터는 철저히 소외당하고 있음

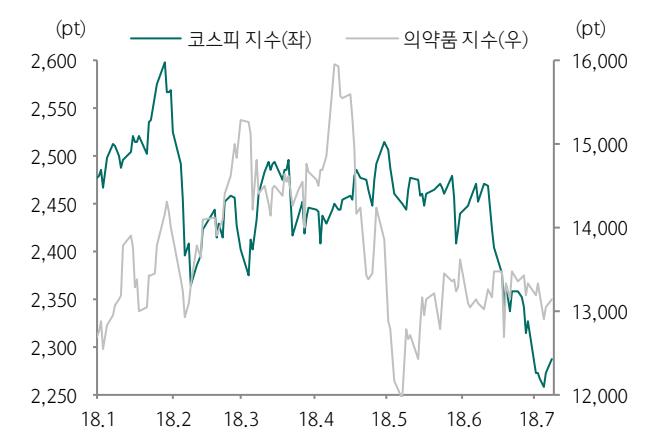
2018년 2분기 코스피 의약품 지수는 14,673에서 13,143으로 약 10.4% 감소하였다. 특히 4월부터 대북경협주의 부상과 더불어 R&D 자산화이슈, 삼성바이오로직스의 분식회계 이슈 등과 같이 제약바이오 섹터내의 불확실성 증가로 5월 중순에는 코스피의약품 지수가 11,943까지 크게 밀리면서 많은 우려를 불러왔다. 그러나 불확실성이 어느정도 진정되면서 5월 중순 이후 반등을 시작, 회복의 시그널을 보이고 있다.

다만 미중 무역분쟁 및 환율 등 대외변수들이 불확실해지고 동 섹터내의 R&D 센터멘탈이 악화되면서 현재는 거래량이 급감, 소외주처럼 찌그러져 있는 모습이다. 실적발표 기간인 7 월이 도래하고 R&D 부분에 있어서도 크게 기대할 수 있는 이벤트 등이 부재한 상황에서 단 기간 내에 제약바이오 섹터의 센터멘탈 회복을 기대하기는 어렵다. 일부에서는 2016년 9월 한미약품의 올무티닙 반환 이후 나타난 것처럼 대세하락의 길로 접어들 것이라는 우려를 표하기도 하지만, 대북경협주와 같은 갑작스런 대안이 나타나지 않는 한, 미래 성장동력이라 불리우는 제약바이오 섹터가 장기간 침체기에 접어들 것으로 단정하기에는 다소 무리가 있다.

섹터 조정으로 동반하락했으나 회사의 펀더멘탈이 견고한 회사 저점 매수 기회

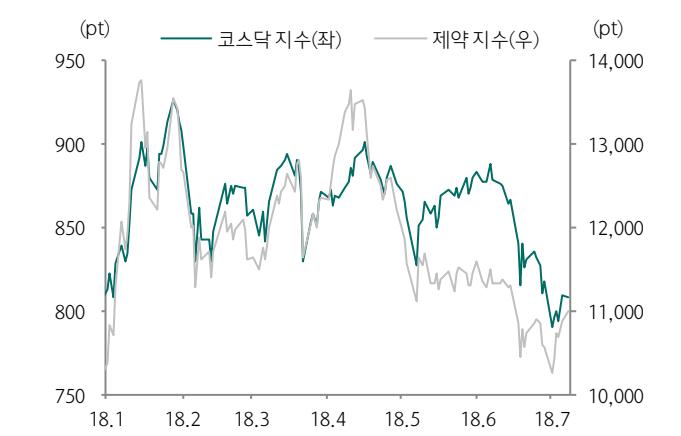
1~2개월 내 금방 회복되기를 기대하기보다는, 더불어 작년 11월 코스닥 랠리와 같은 급등장 재현을 기대하기보다는 확실한 모멘텀을 보유하고 있거나, 중장기적 고성장이 뚜렷해 보이는 회사, 더불어 회사 자체는 변한 것이 없으나 섹터 조정으로 동반하락했거나, 외부 요인 때문에 주가가 많이 하락한 종목들에 대해 중장기적 관점에서 저점 매수를 노려야할 시점이다.

그림 1. 코스피 지수 vs. 코스피 의약품 지수



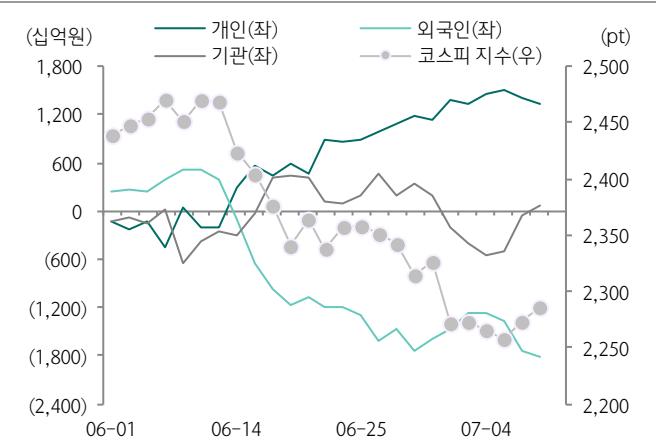
자료: 하나금융투자

그림 2. 코스닥 지수 vs. 코스닥 제약 지수



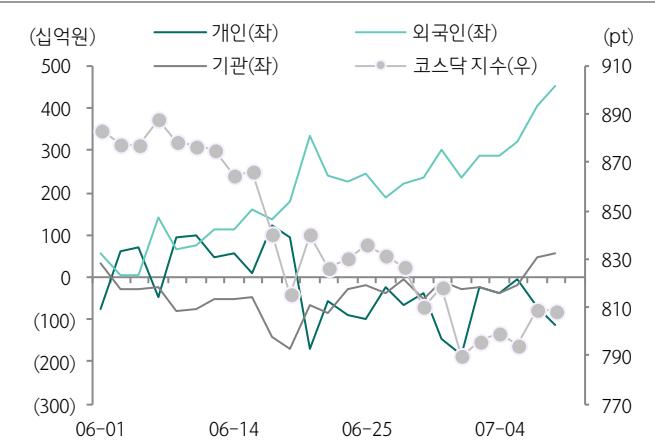
자료: 하나금융투자

그림 3. 누적 코스피 지수 투자자별 순매수 동향



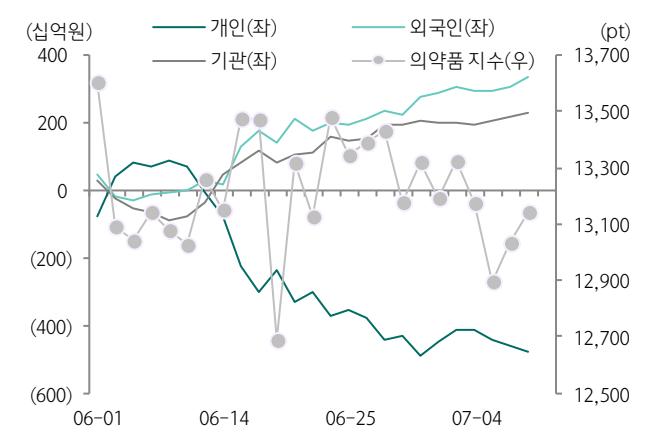
자료: 하나금융투자

그림 4. 누적 코스닥 지수 투자자별 순매수 동향



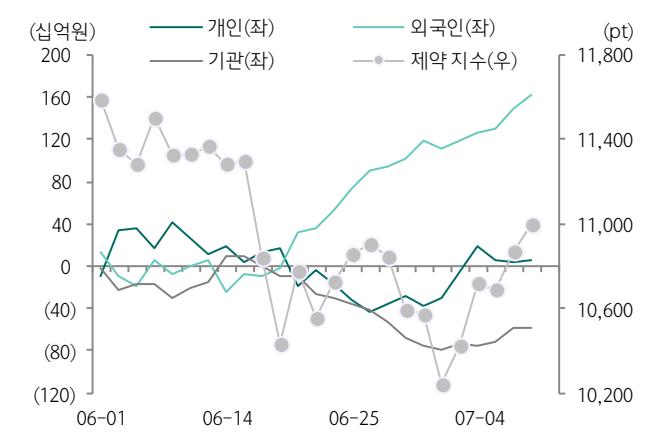
자료: 하나금융투자

그림 5. 누적 코스피 의약품지수 투자자별 순매수 동향



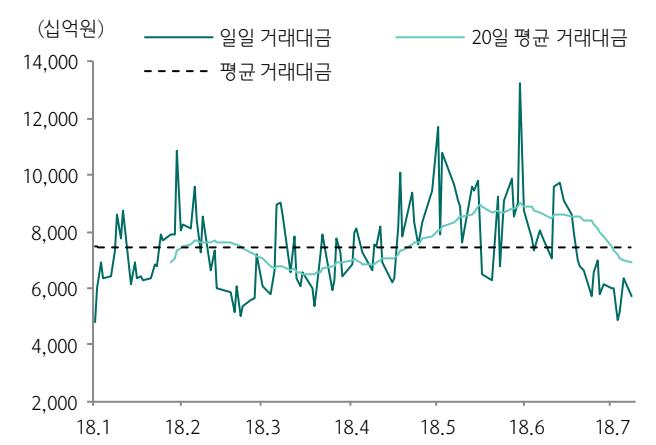
자료: 하나금융투자

그림 6. 누적 코스닥 제약지수 투자자별 순매수 동향



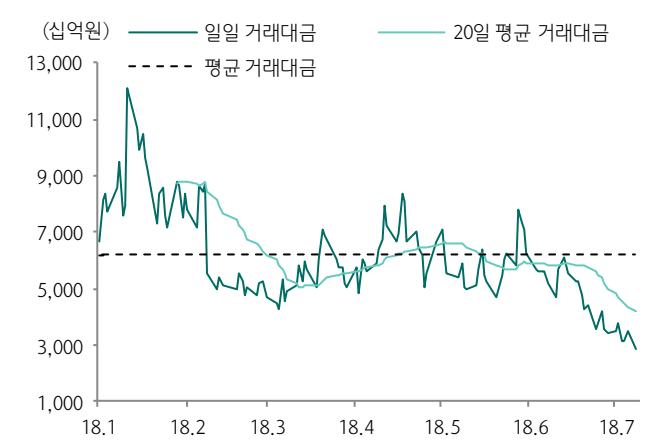
자료: 하나금융투자

그림 7. 코스피 지수 거래대금



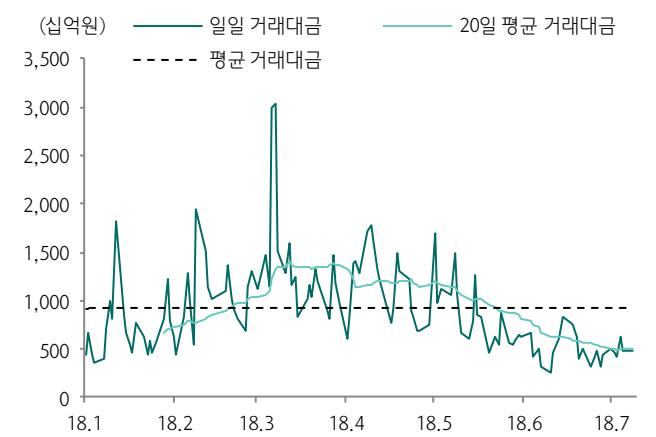
자료: 하나금융투자

그림 8. 코스닥 지수 거래대금



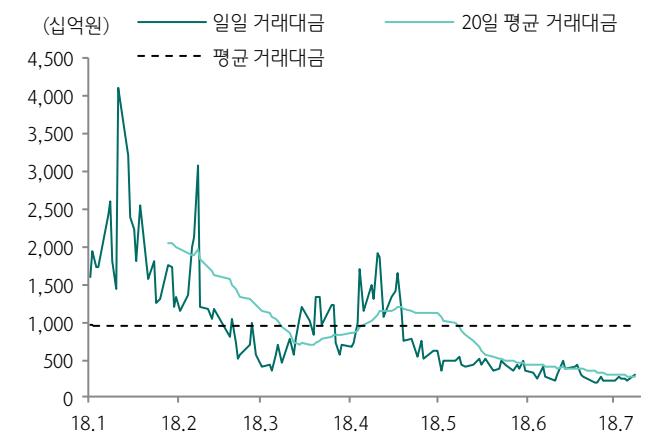
자료: 하나금융투자

그림 9. 코스피 의약품지수 거래대금



자료: 하나금융투자

그림 10. 코스닥 제약지수 거래대금



자료: 하나금융투자

표 1. 제약/바이오 회사들의 주가상승률(1개월, 3개월, 6개월, 12개월)

분류	기업명	시가총액	1개월전대비수익률	3개월전대비수익률	6개월전대비수익률	12개월전대비수익률
상위제약사	유한양행	146	(11)	(22)	4	(3)
	녹십자	223	(25)	(36)	24	116
	한미약품	216	38	20	69	90
	종근당	101	1	(10)	(31)	18
	동아에스티	5,082	(9)	(29)	(27)	218
	대웅제약	80	(14)	(42)	(42)	15
신약개발 회사	바이로메드	155	(26)	(28)	0	17
	크리스탈	382	24	(1)	(21)	
	이수앱지스	655	5	(18)	31	167
	제넥신	365	5	(31)	(27)	16
	인트론바이오	764	(7)	(35)	(18)	57
	레고켐바이오	431	(24)	(36)	(22)	12
	알테오젠	2,353	6	(17)	(29)	
	코아스템	578	(18)	(37)	28	192
	펩트론	799	(18)	(31)	(56)	26
	아이진	78	(17)	(36)	(22)	1
바이오시밀러	강스템바이오텍	467	2	(16)	28	120
	씨트리	795	3	(4)	31	124
	안트로젠	355	(27)	(35)	(23)	92
	큐리언트	2,921	(2)	(4)	34	302
	팬젠	160	(6)	(6)	(11)	9
	바이오리더스	325	(10)	(14)	(11)	3
	지엘팜텍	821	1	(17)	(30)	(38)
	퓨처켐	755	20	(11)	25	1
	신라젠	201	(13)	(35)	84	73
	애니젠	36,302	8	(1)	8	160
코스메슈티컬	유바이오로직스	14,628	7	3	(5)	0
	애클론	27,128	(3)	(21)	5	42
	엔지켐생명과학	4,639	7	13	73	47
	테고사이언스	2,390	15	(9)	(2)	(5)
	메디포스트	820	(9)	(23)	(11)	21
코스메슈티컬	녹십자셀	302	(4)	(30)	(23)	9
	코오롱티슈진	244	(2)	(16)	(27)	48
	오스코텍	395	(2)	(21)	(34)	6
	차바이오텍	146	(11)	(22)	4	(3)
	랩지노믹스	223	(25)	(36)	24	116
	메지온	216	38	20	69	90
	휴온스	101	1	(10)	(31)	18
	테라젠이텍스	5,082	(9)	(29)	(27)	218
	셀트리온제약	80	(14)	(42)	(42)	15
	에이치엘사이언스	155	(26)	(28)	0	17
바이오시밀러	JW신약	382	24	(1)	(21)	
	코오롱생명과학	655	5	(18)	31	167
	에스티팜	365	5	(31)	(27)	16
바이오시밀러	바이오톡스텍	764	(7)	(35)	(18)	57
	셀트리온	431	(24)	(36)	(22)	12
	셀트리온헬스케어	2,353	6	(17)	(29)	
코스메슈티컬	삼성바이오로직스	578	(18)	(37)	28	192
	메디톡스	799	(18)	(31)	(56)	26
	휴젤	78	(17)	(36)	(22)	1
	케어젠	467	2	(16)	28	120
	휴메딕스	795	3	(4)	31	124
코스메슈티컬	한스바이오메드	355	(27)	(35)	(23)	92
	파마리서치프로덕트	2,921	(2)	(4)	34	302

자료: 하나금융투자

2. 하반기 주목해야 할 종목들

1) 확실한 모멘텀을 보유한 회사

(1) 녹십자

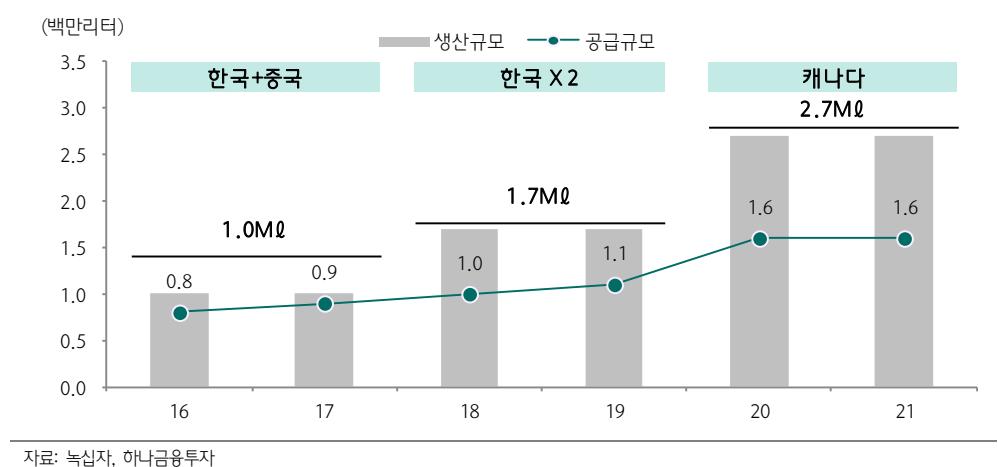
IVIG 미국진출이 의미하는 것은

1) 혈액제제 공장 캐파 증가

녹십자가 미 FDA로부터 IVIG와 관련된 CRL(Complete Response Letter)를 수령(2016년 11월)한지도 거의 2년에 가까운 시간이 흘렀다. 녹십자에 따르면 미 FDA가 보완을 요청한 자료에 대해서는 추가 보완자료를 모두 완료 올해 3월말에 최종 제출하였으며, 통상 검토기간이 6개월인 점을 감안하면 9월말 최종 시판허가를 획득할 수 있을 것으로 기대된다.

녹십자의 IVIG 미 FDA 승인은 단순히 국내 제약사가 해외로 진출한다는 것 외에 실적 관점에서 녹십자의 점프 업을 가능하게 해 줄 것으로 예상된다. 1) 혈액제제 공장 캐파가 당장 2배 가량 증가하며, 2020년 캐나다 100만리터 공장에서 상업용 생산이 가능해지면 3배 가량으로 크게 증가한다. 녹십자가 현재 국내와 남미 위주의 혈액제제 제품을 생산하는 공장이 70만 리터급의 오창A 공장이다. 그런데 미국 승인을 위해 임상시료를 생산한 곳이 오창A 공장이기 때문에 미국향 IVIG는 오창A에서 생산되어야만 한다. 이로 인해 기존 국내와 남미향의 혈액제제를 생산하기 위해서는 추가 생산설비가 필요했으며, 녹십자는 작년 오창A의 쌍둥이 공장이라 할 수 있는 70만 리터급의 오창B공장을 완공하였다. 미 FDA로부터 오창A에서 생산된 IVIG가 승인받게 된다면, 국내와 남미 IVIG 생산을 위해서 오창B 공장이 당장 가동되어야 한다.

그림 11. 녹십자 혈액제제 생산규모 및 혈액 공급규모

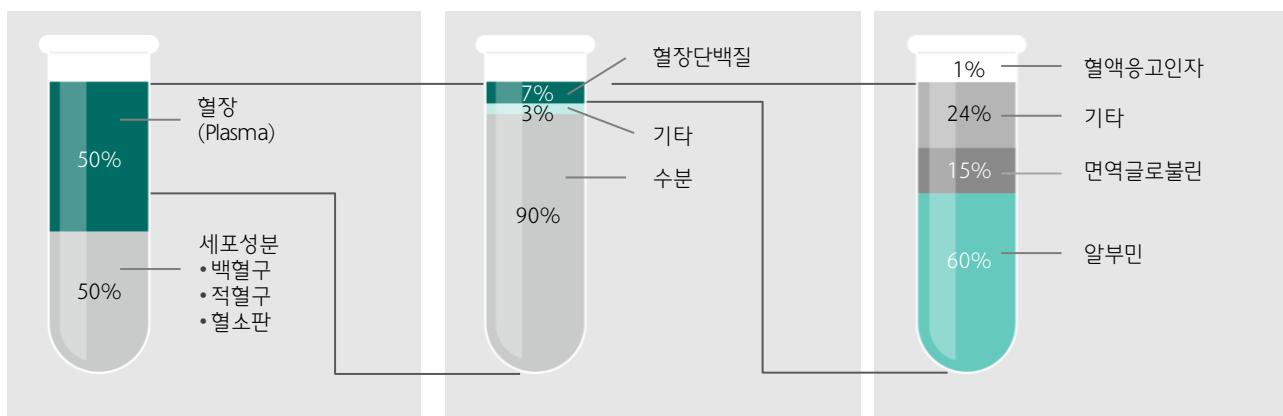


IVIG 미국진출이 의미하는 것은

2) 각종 부산물들을 통한 매출확대

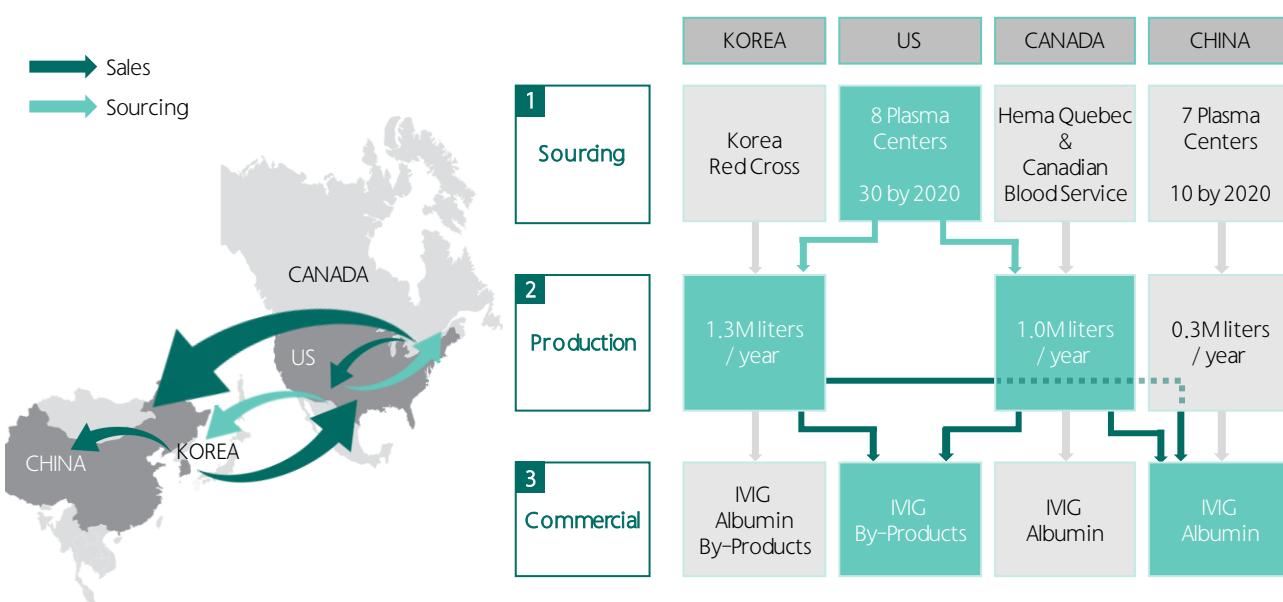
2) IVIG 생산을 위해 혈액을 분획하게 되면 IVIG뿐만 아니라 각종 부산물들이 같이 생산된다. 우리 혈장에는 약 60%가 알부민, 15%가 IVIG로 사용될 수 있는 면역글로불린, 그리고 다수의 혈액응고와 관련된 부산물들이 같이 분획되어 나온다. 따라서 북미시장 공급을 위한 IVIG 생산공장인 오창A와 캐나다 공장에서 IVIG 분획 시 같이 나오는 알부민의 경우, 수요는 높으나, 공급이 부족한 중국시장으로 수출 가능하며, 여기서 생산된 각종 부산물을 북미시장에 공급할 수 있다면 공장 가동에 따른 이익률은 크게 증가할 수 있게 된다. 녹십자는 현재 부산물들 중 부가가치가 높은 fibrinogen과 PCC(Prothrombin Complex Concentrate)의 선진국시장 진출을 위한 임상을 준비하고 있다.

그림 12. 혈액분획 원리 및 제제



자료: 녹십자, 하나금융투자

그림 13. 녹십자 혈액 공급과 제품별 공급 전략



자료: 녹십자, 하나금융투자

표 2. 녹십자가 임상 준비 중인 혈액분획 제제들

Product	Indications	Target	Key Milestone
Factor VIII (+vWF)	Hemophilia A, vWD	EU, LATAM, Russia	IND approval (P1/2)
Fibrinogen	CFD, Acquired Bleeding	US, EU	IND approval (P1/2)
PCC	life-threatening bleeding	US, EU	Process Dev.
SCIG (20%)	PID	US, EU	IND submission (P1/2)

주: CFD(Congenital fibrinogen deficiency), PCC(Prothrombin complex concentrate), PID(Primary immune-deficiency)

자료: 녹십자, 하나금융투자

(2) 유한양행

YH25448의 임상결과 타그리소 대비
열위하지 않음
타그리소 51% vs. YH25448 64%

유한양행은 2017년도 2분기부터 올해 1분기까지 1년 내내 어닝 쇼크에 가까운 실적을 시현하면서 주가는 최저점 상태에 놓여 있다. 올해 1분기 비소세포폐암치료제 YH25448의 AACR 및 ASCO 포스터 발표로 인한 기대감으로 주가가 잠깐 반등하였으나, 기대했었던 ASCO가 오히려 실망으로 변질되면서 주가는 ASCO 기대주라는 말이 무색해졌다.

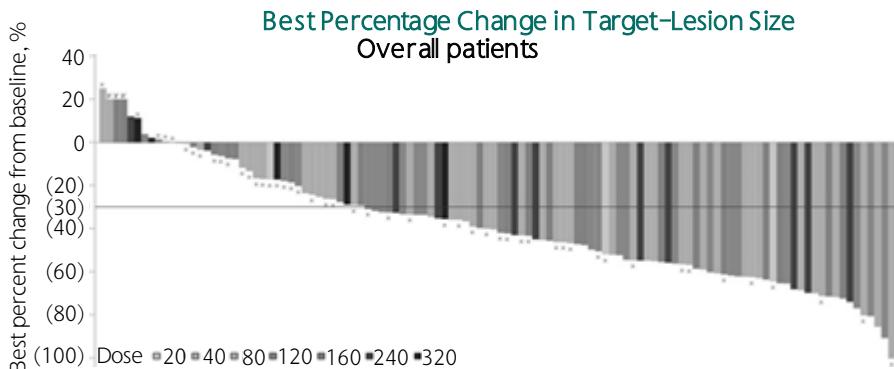
ASCO 포스터 초록 발표 이후 YH25448이 타그리소 대비 ORR(Objective Response Rate)이 비교 열위하다며, 주가는 더 빠진 상황이다. 타그리소 ORR인 71~72% 대비 ASCO 초록에서 발표된 YH25448의 ORR이 64%에 불과, 시장에서는 우려감을 나타내고 있다. 그러나 타그리소의 ORR 71%는 최적의 투여용량으로 투여된 임상 3상의 결과이고, YH25448의 현재 ORR은 20mg~320mg까지 서로 다른 양을 투여받은 환자들의 평균 ORR이다. 기준이 다른 ORR의 비교는 무의미하다고 볼 수 있다. 이번 포스터에서 YH25448의 최적 반응률이 나온 투여량은 240mg으로 여기서의 ORR은 86%(n=7)였다. 참고로 임상 2상 투여량은 240mg으로 결정되었다고 한다. 또한 타그리소의 경우 최적 투여량으로 실시된 임상 3상이 아닌 현재 YH25448처럼 다양한 투여량에서 실시된 임상 1/2상에서의 반응률은 51%에 불과했었다.

타그리소 대비 부작용 감소효과도
매우 뛰어남

특히 부작용 측면에서는 타그리소보다 훨씬 뛰어난 결과를 나타냈다. 타그리소와 YH25448 모두 T790M EGFR 돌연변이를 타겟으로 하지만, 돌연변이가 발생하지 않은 EGFR에도 반응을 보이기 때문에 부작용들이 나타난다. EGFR은 상피세포성장인자수용체(epidermal growth factor receptor)로 주로 피부와 장에 발현되어 있는 경우가 많아 부작용으로 피부 발진과 변비/설사와 같은 장관련 부작용이 주를 이루고 있다. YH25448 투여 시 나타난 부작용으로는 가려움증(12%), 식욕감퇴(11%), 발진(11%), 변비(10%) 등이다. 중증도 이상의 부작용은 전체 환자의 5% 이내에 그쳤다. 반면 타그리소의 경우 임상 1상 당시 설사(47%)와 구역질(22%) 등의 이상반응을 나타냈으며 발진이 일어날 확률도 40%로 비교적 높게 나타났었다.

하반기 임상 2상 투여가 완료되면 결과에 따라 글로벌사로의 기술이전이 기대되는 부분이다.

그림 14. YH25448 임상 1/2상 ORR



자료: 하나금융투자

2) R&D 펀더멘털이 견고한 회사

(1) 한미약품

가장 많은 R&D 파이프라인을 보유하고 있는 회사

단기적으로 스펙트럼사의 롤론티스와 포지오티닙 주목
중장기적으로 얀센이 수행하고 있는 LAPS-GLP1/GCG 내년 상반기 임상 2상 종료

현재 주가는 확실한 저점매수 기회

제약바이오 섹터 조정 시 가장 크게 영향을 받는 회사들이 신약개발 회사들이다. 적정 밸류 에이션을 구하기 힘들뿐더러 경쟁회사의 임상결과에 따라서도 주가가 큰 폭으로 움직이기 때문이다. 한미약품의 경우 이번 제약바이오 섹터 조정기 가장 큰 폭으로 주가가 조정된 회사이다.

표 3에서 볼 수 있듯이 한미약품의 R&D 모멘텀은 국내 신약개발 회사 중 가장 독보적이다. 단기적으로는 스펙트럼사로 기술이전된 롤론티스의 경우 6월 초 마일란의 뉴라스타 바이오 시밀리의 승인으로 다소 기대감이 끼이기는 했으나, 2개의 임상 3상결과가 모두 만족스러운 결과를 도출하면서 4분기 BLA 제출이 예상된다. 또한 이번 ASCO에서도 긍정적인 결과를 발표한 Exon20에 돌연변이가 발생한 비소세포폐암 치료제인 포지오티닙의 경우 올해 10월 개최되는 세계폐암학회에서 임상 2상 중간결과 발표가 기대된다. 중장기적으로는 얀센이 현재 수행하고 있는 LAPS-GLP1/GCG의 임상 2상이 내년 상반기 종료됨에 따라 하반기 임상 3상에 진입하게 된다면 한미약품의 가치는 크게 상승할 것으로 예상된다. 더불어 이번 ADA 학회에서 비알콜성 지방간 전임상 결과를 발표했던 LAPS-Triple agonist의 경우 내년 상반기 임상 1상이 완료, 추가적인 라이센싱 아웃을 기대해 본다.

한미약품은 국내 신약개발 회사 중 가장 많은 R&D 파이프라인을 보유하고 있는 회사로 R&D 관련 이벤트가 발생할 확률이 가장 높은 회사이다. 제약바이오 섹터의 센터멘탈 약화로 40만원 초반까지 밀린 한미약품의 주가는 저점매수 구간에 가장 확실하게 진입했다고 볼 수 있다.

표 3. 한미약품 R&D 모멘텀

물질명	기술이전 사	적용증	현재 임상진행 상황	2H18	1H19
에페글레나타이드	사노피	당뇨치료제	글로벌 임상 3상 진행		
HM95573	제넨텍	항암제	국내에서 임상 1상 3개 진행 중 2개는 단독 임상, 1개는 코델릭과의 병용투여		글로벌 임상 2상 개시 기대
롤론티스	스펙트럼	호증구 감소증	2개의 임상 3상이 진행 중 모두 뉴라스타 대비 비열등하다는 1차 평가지표 만족	4분기 BLA 제출 기대	
포지오티닙	스펙트럼	항암제	MD Anderson 스폰의 연구자 임상 2상 진행 중 스펙트럼사가 스폰하는 상업용 임상 2상 진행 중	10월 세계폐암학회에서 임상 2상 중간결과 발표	혁신치료제 지정 기대
LAPS-GLP1/GCG	얀센	당뇨/비만	글로벌 임상 2상 진행		글로벌 임상 2상 완료 /3상진입 가능
LAPS-Tri agonist	-	당뇨/비만	국내 임상 1상 진행		국내 임상 1상 완료 /라이센싱 아웃 기대감
LAPS-Insulin	-	당뇨치료제	국내 임상 1상 종료 가능		
LAPS-GCG analog	-	선천성 고인슐린증		국내 임상 1상 개시	
LAPS-GLP2 analog	-	단장증후군		국내 임상 1상 개시	
LAPS-Combo	-	당뇨치료제		국내 임상 1상 개시	
HM43239 (FLT3 저해제)	-	항암제		국내 임상 1상 개시	

자료: 하나금융투자

(2) 제넥신

제넥신의 Global Peer 회사인 넥타
ASCO 학회 발표 이후 주가 급락
제넥신 주가 동반 하락

넥타의 옵디보와의 병용투여 결과는
매우 고무적
하반기 넥타의 주가 상승 기대
제넥신 동반 상승 가능

제넥신은 회사 자체적으로 변한 것은 하나도 없지만, 최근 면역관문억제제와의 병용투여 임상들이 실패하면서(키트루다와 인사이트사의 IDO 저해제 병용투여 임상 3상 실패) 면역관문억제제와의 병용투여에 대한 기대감 감소, 그리고 제넥신의 Global Peer 회사라고 볼 수 있는 지속형 IL-2 개발사 Nektar사의 주가 급락 등과 같은 외부 요인에 의해 주가가 하락한 대표적인 신약개발 회사이다.

제넥신의 경우 하반기 넥타사의 임상결과 발표 이후 주가 상승이 가장 확실할 것으로 기대되는 이유는 넥타의 주가하락이 임상 데이터 해석의 오해에서 비롯된 것이기 때문이다. 넥타사의 결과를 보면 아래 표 4와 같이 적정 투여량 결정을 위해 실시된 임상 1/2상 결과(SITC 학회 발표)보다 적정 투여량이 결정된 이후 실시된 임상 2상에서 확실하게 높은 ORR이 나왔다. 아직 임상 초기 단계로 환자들의 반응률이 제대로 나오지 않은 임상 2상 stage 2의 결과가 하반기 학회에서 이번 ASCO 학회보다 높게 나올 것으로 예상된다. 이렇게 되면 충분히 넥타사의 주가 반등을 기대할 수 있다. 제넥신 역시 넥타의 주가급락으로 조정받았기 때문에 넥타사의 주가반등과 함께 상승할 수 있을 것으로 기대된다.

표 4. 넥타사의 NKTR-214와 옵디보와의 병용투여 임상결과

	흑색종				신장암			
	임상 1/2상		임상 2상		임상 1/2상		임상 2상	
	SITC	ASCO	Stage 1	Stage 2	SITC	ASCO	Stage 1	Stage 2
ORR	64% (n=7/11)	64% (n=7/11)	85% (n=11/13)	50% (n=14/28)	46% (n=6/13)	71% (n=10/14)	64% (n=7/11)	46% (n=12/26)
DCR	91% (n=9/11)	91% (n=9/11)	-	71% (n=20/28)	85% (n=11/13)	79% (n=11/14)	-	77% (n=20/26)

자료: 하나금융투자

하이루킨 단독으로 교모세포종암
임상 1/2상 진행
티센트릭과의 병용투여 하반기 진입

제넥신은 올해 3월 교모세포종암 환자를 대상으로 미 FDA로부터 IND를 승인받아 임상 1/2상을 진행 중에 있으며, 5월 고위험성 진행성 피부암 환자를 대상으로 로슈사의 면역관문억제제인 티센트릭과의 병용투여 임상을 실시한다고 발표, 하반기에 임상에 진입할 것으로 기대된다. 더불어 또 다른 면역관문억제제인 머크사의 키트루다와의 병용투여 임상도 기대해 볼 수 있어서 제넥신 자체만으로도 다양한 R&D 모멘텀을 확보하고 있다. 결국 제넥신의 R&D는 변한 것이 없다. 주변이 다소 시끄러웠을 뿐이다. 올해 초 비싸다고 생각해서 쉽게 매수하지 못했다면, 지금이 저점에서 매수할 수 있는 절호의 찬스이다.

그림 15. 하이루킨 임상계획

HyLeukin-7 (IL-7, hyFc)

Areas	Indication	Regimen	Non-clinical	Phase 1	Phase 2	Phase 3	Site
암	건강성인 대상	Safety, PK, PD		Completed			KR
	고형암	단독투여		On-going 1b			KR
	뇌암(교모세포종)	단독 및 병용투여		On-going 1b			US/KR
	피부암(흑생종 등)	병용투여(CPI)					US
	삼중음성 유방암	병용투여(화학/CPI)					EU/KR
	위식도암	병용투여(화학/방사능)					US
림프구 감소증	급성 방사선 증후군	단독투여		EUA Purpose (Emergency Use Authorization)			US
	특발성 림프구 감소증	단독투여					US

자료: 제넥신, 하나금융투자

3) 고성장세가 지속될 수 있는 회사

(1) 셀트리온헬스케어

2020년까지 셀트리온헬스케어의

고성장세 지속

1) 신제품 출시효과

2) 각국에서의 점유율 확대 가능

셀트리온헬스케어의 2018년도 연간 매출액은 전년대비 약 62% 증가한 1조 4,910억원을 달성할 수 있을 것으로 예상되며, 영업이익은 전년대비 104.1% 증가한 3,136억원을 기록할 것으로 전망된다. 그리고 이러한 고성장세는 2019년과 2020년까지 지속될 수 있을 것으로 기대된다.

이와 같은 기대는 1) 미국 램시마 점유율 확대, 2) 트룩시마 유럽 점유율 확대, 3) 허쥬마 유럽시장 런칭에 따른 신제품 효과, 4) 2019년 상반기 트룩시마와 허쥬마 미국 시판허가와 트룩시마의 미국시장 런칭, 5) 2019년 하반기 램시마 SC 제형 유럽시장 출시, 6) 직판체제로 전환된 일본시장의 점유율 증가 등 2020년까지 꾸준한 신제품 출시효과와 각국에서의 점유율 확대가 가능하기 때문이다.

그림 16. 셀트리온헬스케어 매출액 및 영업이익 전망치

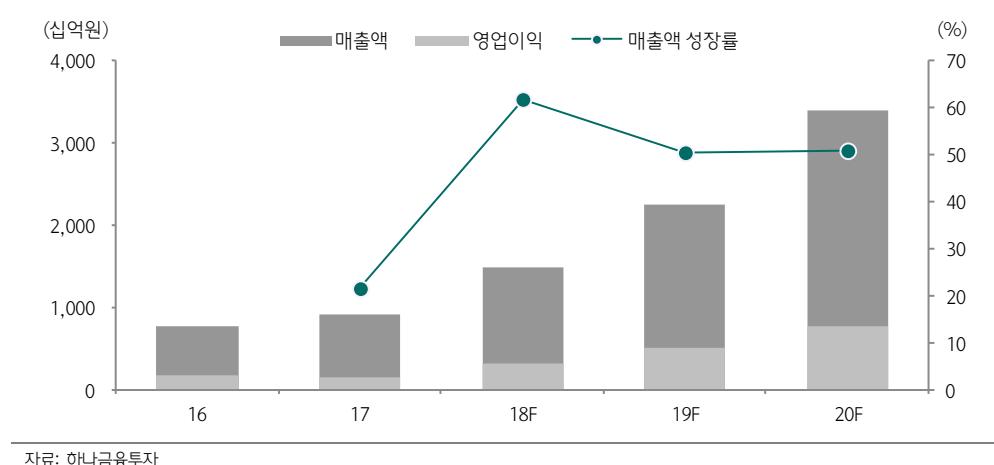


표 5. 셀트리온헬스케어 제품별 일정

제품명	현황	2H18	1H19	2H19
램시마	미국: 3분기 화이자의 미국향 물량 발생 유럽: 올해 1분기 기준 점유율 60% 유럽에서의 성장률은 정체될 것으로 예상	화이자의 미국향 인플렉트라 추가 주문이 있을 것으로 기대 직판체제로 전환된 일본시장 점유율 확대 기대	미국에서의 점유율 확대 기대	
트룩시마	유럽에서 올해 1분기 기준으로 점유율 30%	올해 하반기까지 유럽에서의 점유율 50% 달성을 기대	미국 시판허가 및 런칭 기대 미국향 초도 물량 매출 발생	
허쥬마	유럽에서 영국, 독일, 포르투갈 런칭 2분기 유럽향 초도 물량 매출 발생		미국 시판허가 기대	미국시장에서 출시 가능 미국향 초도 물량 매출 발생
램시마 SC	임상 3상 완료	유럽 EMA에 신청서 제출		유럽 시판허가 기대 미국 FDA에 신청서 제출

자료: 하나금융투자

**미국의 우호적인 바이오시밀러 환경
향후 미국도 유럽처럼**

여기에서 각국의 바이오시밀러 정책도 우호적인 방향으로 변화되고 있다. 미국에서는 작년 기대만큼 램시마의 실적이 좋지 못했는데, 이것은 미 FDA도 우려를 표할만큼 오리지널사인 J&J사의 방어전략이 과도했기 때문으로 보고 있다. GDP대비 16%에 이르는 과도한 의료비 재정지출을 줄이기 위한 방편으로 미국에서 바이오시밀러가 도입된 만큼 향후 미국시장도 유럽시장과 마찬가지로 바이오시밀러의 점유율이 높아질 수 있을 것으로 기대된다. 유럽의 경우 항체의약품의 바이오시밀러로는 램시마가 2013년 최초로 허가받은 이후 복잡한 항체의약품의 바이오시밀러에 대한 신뢰도가 축적되면서 트룩시마의 경우 예상했던 것보다 훨씬 더 빠른 속도로 시장점유율을 확대해 나가고 있다. 여기에 경쟁자였던 산도즈사의 릭사손 마저 생산 차질 이슈로 유럽에서의 점유율이 5%에 불과한 것으로 추정된다. 일본의 경우 원래 제네릭보다는 신약에 우호적인 시장환경이었으나, 고령인구의 확대로 정부차원에서 제네릭 및 바이오시밀러에 우호적인 환경을 조성하면서 올해 직판체제로 전환한 셀트리온헬스케어의 점유율 확대를 기대해 본다.

(2) 메디톡스

올해도 탑라인 30% 성장 가능

메디톡스의 2018년도 연간 매출액은 전년대비 약 31% 증가한 2,376억원을 달성할 수 있을 것으로 예상되며, 영업이익은 전년대비 27% 증가한 1,146억원을 기록할 것으로 전망된다. 즉 올해도 2017년과 마찬가지로 30% 수준의 탑라인 성장이 가능할 것으로 보이며, 2019년 중국시장 출시, 그리고 앤리간의 이노톡스 임상 3상 진입에 대한 기대감으로 현재 주가는 고공행진 중이다.

국내에서는 3공장 완공으로 캐파가 증설되면서 국내 점유율 1위의 위치를 확고히 잡았으며, 분기별 100~110억원 매출이 지속될 수 있을 것으로 보고 있다. 그리고 뷰티제품의 경우 국내시장 1위가 중국 시장에서의 점유율 확대와 직결된다는 점을 고려하면 2019년 상반기 중국시장 출시와 더불어 높은 성장률을 기록할 수 있을 것으로 예상된다.

중국의 보툴리눔 톡신시장은 고성장 중 메디톡스는 middle급으로 확실한 포지셔닝 가능

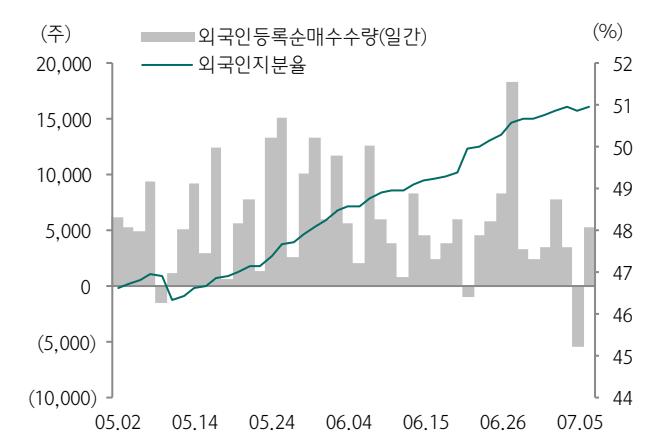
작년 앤리간의 중국 성장률이 69%에 이를 정도로 중국시장은 고정상 중이며, 메디톡스의 제품이 중국에서 3번째로 허가를 받게되면, 중국 보툴리눔 톡신 시장의 middle급 제품으로 확실한 포지셔닝이 가능할 것으로 예상된다. 바로 이와 같은 중국시장에 대한 높은 성장률 때문에 외국인의 매수세가 지속되고 있는 것으로 보인다. 외국인은 2017년 11월 이후 계속 매수중으로 현재 메디톡스의 외국인 지분율은 50.9% 수준으로 제약바이오 섹터내에서 외국계가 최대주주로 있는 휴젤을 제외하면 외국인 지분율이 가장 높다.

그림 17. 메디톡스 주가와 외국인지분율



자료: 하나금융투자

그림 18. 외국인 순매수 현황 및 지분율



자료: 하나금융투자

3. 펀더멘탈만 견고하다면 차트는 메디톡스처럼

작년 11월 메디톡스와 비슷한 상황의 회사 다수 존재 확실한 저점매수 기회 대북경협주의 부상과 제약바이오 섹터 내의 불확실성 증가 및 네이처셀의 주가조작 혐의로 인한 투자심리 악화 등으로 4월 중순부터 제약바이오 섹터는 계속 조정 받고 있다.

그러나 회사 자체에 문제가 발생해서 주가가 빠진 것이 아니라면, 즉 그 회사의 기업가치가 여전히 견고하다면 지금은 저점매수 구간이다. 작년 11월 코스닥 랠리 때 메디톡스의 주가는 전혀 움직이지 않았다. 외부적으로 대웅제약과의 소송이슈, 앤더간의 이노톡스 반환 우려, 그리고 3분기 일시적인 어닝 쇼크로 인해 주가는 40만원 초반으로 아무도 관심 갖지 않는 소외주였다. 그러나 올해 초 4분기 실적에 대한 기대감, 중국시장 진출 및 앤더간의 이노톡스 임상 3상 진입에 대한 기대감들이 본격화되면서 주가는 고공행진 중이다. 즉 기업의 본래 가치가 변하지 않은 채 빠진 주가는 반드시 회복되기 마련이다.

현재 작년 11월 메디톡스와 같은 상황에 놓인 기업들이 많다. 기업의 펀더멘탈만 견고하다면 작년 11월의 메디톡스처럼 그들의 주가는 현재 저점매수의 절호의 기회이다.

그림 19. 메디톡스 주가 차트



자료: 하나금융투자

제약/바이오 Overweight

Top Picks 및 관심종목

한미약품(128940)	22
녹십자(006280)	27
유한양행(000100)	33
종근당(185750)	39
셀트리온헬스케어(091990)	43
메디톡스(086900)	49

2018년 7월 10일

한미약품(128940)

한미약품 R&D 뻔하지 않습니다

2분기 실적은 양호

한미약품의 2분기 매출액은 연결기준 전년대비 약 7% 가량 증가한 2,385억원, 영업이익은 약 29% 감액한 153억원으로 추산된다. 작년 2분기 215억원의 영업이익을 기록했었는데 아테네스사의 IPO 마일스톤 72억원 가량의 기술료가 반영되었고, R&D 비용도 많지 않았기 때문이다. 그러나 올해 2분기에는 1분기와 마찬가지로 마일스톤과 같은 기술료 유입을 기대하기 어렵고 R&D 비용도 크게 증가, 연간으로도 영업이익은 전년대비 약 19% 이상 감액될 것으로 예상된다. 다만 북경한미의 경우 대형 병원 진출로 인해 올해 연간으로 약 15% 성장이 예상된다. 기술료 유입없이도 탑라인 성장이 가능한 것은 스테디셀러 제품인 아모디핀, 아모잘탄, 로수젯과 같이 이익기여도가 큰 개량신약들의 매출이 호조를 보이고 있기 때문이다.

단기적으로는 스펙트럼의 R&D를 중장기적으로는 얀센

스펙트럼사로 기술이전된 롤론티스는 6월 초 마일란의 뉴라스타 바이오시밀러의 승인으로 다소 기대감이 꺾이기는 했으나, 2개의 임상3상에서 모두 만족스러운 결과를 도출하면서 4분기 BLA 제출이 예상된다. 또한 이번 ASCO에서도 긍정적인 결과를 발표한 Exon20에 돌연변이가 발생한 비소세포폐암 치료제인 포지오타닙의 경우 올해 10월 개최되는 세계폐암학회에서 임상 2상 중간결과 발표가 기대된다. 중장기적으로는 얀센이 현재 수행하고 있는 LAPS-GLP1/GCG의 임상2상이 내년 상반기 종료됨에 따라 하반기 임상 3상에 진입하게 된다면 한미약품의 가치는 크게 상승할 것으로 예상된다. 더불어 이번 ADA 학회에서 비알콜성 지방간 전임상 결과를 발표했던 LAPS-Triple agonist의 경우 내년 상반기 임상 1상이 완료, 추가적인 라이센싱 아웃을 기대해 본다.

언제, 어디서, 누가, 어떤 결과를?

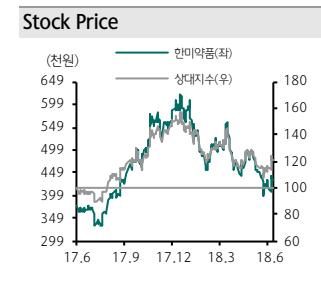
한미약품의 경우 대표적인 신약개발 회사로써 그들의 R&D 품목과 일정에 대해서 많이 노출되어 있다. 따라서 많은 투자자들이 한미약품의 R&D와 일정에 대해 뻔해서 별 기대할 것이 없다고들 한다. 하지만 어느시점에 어떤 회사가 어떤 임상결과를 발표할지는 아무도 모른다. 한미약품은 국내 신약개발 회사 중 가장 많은 R&D 파이프라인을 보유하고 있는 회사로 R&D 관련 이벤트가 발생할 확률이 가장 높은 회사이다. 제약바이오 섹터의 센터멘탈 악화로 40만원 초반까지 밀린 한미약품의 주가는 저점매수 구간에 가장 확실하게 진입했다고 볼 수 있다. 제약바이오 섹터 내 종목 중 최선호주로 추천한다.

Top Picks

BUY

| TP(12M): 710,000원 | CP(7월9일): 435,000원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,285.80		
52주 최고/최저(원)	620,000/332,515	매출액(십억원)	977.1 1,032.4
시가총액(십억원)	4,952.8	영업이익(십억원)	89.5 108.3
시가총액비중(%)	0.41	순이익(십억원)	64.5 84.3
발행주식수(천주)	11,385.7	EPS(원)	5,074 6,530
60일 평균 거래량(천주)	58.0	BPS(원)	66,646 72,300
60일 평균 거래대금(십억원)	27.4		
18년 배당금(예상,원)	490		
18년 배당수익률(예상,%)	0.11		
외국인지분율(%)	12.25		
주요주주 지분율(%)			
한미사이언스 외 3 인	41.39		
국민연금	10.04		
주가상승률 1M 6M 12M	12M		
절대 (3.3) (25.9) 17.6			
상대 3.7 (18.6) 22.5			



Financial Data						
투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	882.7	916.6	972.1	1,003.2	1,044.5
영업이익	십억원	26.8	82.2	67.7	60.5	49.1
세전이익	십억원	8.0	58.8	35.8	29.1	15.8
순이익	십억원	23.3	60.4	37.7	30.1	16.4
EPS	원	2,049	5,308	3,307	2,646	1,437
증감률	%	(84.9)	159.1	(37.7)	(20.0)	(45.7)
PER	배	136.78	110.02	131.54	164.43	302.76
PBR	배	4.77	9.14	6.52	6.32	6.23
EV/EBITDA	배	49.75	58.47	52.60	58.09	68.55
ROE	%	3.50	8.81	5.17	3.98	2.11
BPS	원	58,735	63,891	66,710	68,868	69,817
DPS	원	0	490	490	490	490



Analyst 선민정
02-3771-7785
rssun@hanafn.com

RA 박현옥
02-3771-7606
auseing@hanafn.com

2분기 실적 프리뷰 및 연간 전망

2분기 매출액 2,385억원(YoY, 7%)
영업이익 153억원(YoY, -29%)

한미약품의 2분기 매출액은 연결기준 전년대비 약 7% 가량 증가한 2,385억원, 영업이익은 약 29% 감액한 153억원으로 추산된다. 이는 컨센서스 대비 매출액은 1.0% 높고, 영업이익은 25.7% 낮은 수치이다.

2018년도 연간으로 봤을 때 매출액은 전년대비 6.1% 증가한 9,721억원을 달성할 수 있을 것으로 예상되며 영업이익은 전년대비 19% 감액된 677억원을 기록할 것으로 예상된다.

표 1. 한미약품 2Q18 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	2Q18F	2Q17	YoY	Consen	%Variance
매출액	238.5	222.8	7.0	236.1	1.0
영업이익	15.3	21.6	-28.9	20.6	-25.7
세전이익	10.2	9.3	10.0	15.3	-33.2
당기순이익	12.4	12.1	2.6	14.9	-16.7
OPM %	6.4	9.7		8.7	
NPM %	5.2	5.4		6.3	

자료: 하나금융투자

표 2. 한미약품 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	17	18F	19F
매출액	245.7	238.5	240.7	247.2	259.2	250.0	243.8	250.2	916.5	972.1	1,003.2
YoY	5.2%	7.0%	5.8%	6.3%	5.5%	4.8%	1.3%	1.2%	3.8%	6.1%	3.2%
한미약품	179.6	180.2	178.6	190.4	186.6	188.1	178.6	186.7	702.6	728.7	740.0
YoY	0.8%	4.8%	2.4%	6.8%	3.9%	4.4%	0.0%	-2.0%	2.2%	3.7%	1.5%
영업	167.2	168.1	166.5	178.3	174.5	179.1	175.6	183.7	630.6	680.0	712.9
YoY	6.5%	10.6%	6.9%	7.5%	5.0%	7.0%	8.0%	6.0%	-1.4%	7.8%	4.8%
기술료	9.2	9.1	9.1	9.1	9.1	6.0	0.0	0.0	57.7	36.5	15.1
YoY	-46.8%	-44.2%	-38.9%	-11.1%	-1.1%	-34.1%	-100.0%	-100.0%	109.1%	-36.7%	-58.6%
북경한미	67.2	58.4	62.1	61.7	72.6	61.9	65.2	63.6	214.1	249.4	263.2
YoY	20.9%	18.0%	15.0%	12.0%	8.0%	6.0%	5.0%	3.0%	11.1%	16.5%	5.5%
한미정밀화학	20.1	25.7	21.7	19.8	20.9	26.7	22.6	20.6	87.2	87.3	90.8
YoY	-8.4%	3.0%	3.0%	3.0%	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%	-6.3%	0.1%	4.0%
기타	(21.2)	(25.7)	(21.7)	(24.7)	(20.9)	(26.7)	(22.6)	(20.6)	(87.4)	(93.3)	(90.8)
매출총이익	141.9	136.9	137.9	138.9	149.8	140.5	141.4	140.4	518.4	555.6	572.1
YoY	5.6%	9.1%	2.0%	12.7%	5.6%	2.6%	2.5%	1.1%	12.5%	7.2%	3.0%
GPM	57.7%	57.4%	57.3%	56.2%	57.8%	56.2%	58.0%	56.1%	56.6%	57.2%	57.0%
판매관리비	115.6	121.6	119.8	130.9	128.7	126.2	122.6	134.1	434.8	487.9	511.6
YoY	12.2%	16.9%	11.6%	8.8%	11.4%	3.8%	2.3%	2.4%	0.2%	12.2%	4.9%
경상개발비	41.9	45.3	44.5	48.2	46.6	45.5	44.9	49.5	151.4	179.9	186.6
YoY	14.7%	38.7%	9.5%	16.2%	11.4%	0.4%	0.7%	2.8%	5.9%	18.9%	3.7%
기타 판매관리비	73.7	76.3	75.3	82.7	82.1	80.7	77.7	84.6	283.4	308.0	325.1
YoY	10.8%	6.9%	12.9%	4.9%	11.4%	5.8%	3.2%	2.2%	-2.7%	8.7%	5.5%
영업이익	26.3	15.3	18.1	8.0	21.1	14.3	18.8	6.3	83.7	67.7	60.5
YoY	-16.2%	-28.9%	-34.9%	175.0%	-19.9%	-6.6%	4.0%	-21.3%	212.5%	-19.0%	-10.7%
OPM	10.7%	6.4%	7.5%	3.2%	8.1%	5.7%	7.7%	2.5%	9.1%	7.0%	6.0%
당기순이익	11.2	12.4	15.2	4.2	7.8	10.9	15.4	0.3	70.4	42.9	34.4
YoY	-54.6%	2.6%	-33.5%	-61.6%	-29.9%	-12.2%	1.4%	-93.4%	132.4%	-39.0%	-19.9%
NPM	4.6%	5.2%	6.3%	1.7%	3.0%	4.3%	6.3%	0.1%	7.7%	4.4%	3.4%

자료: 하나금융투자

가장 확실한 R&D 모멘텀을 보유하고 있는 회사

단기적으로 스펙트럼사의 롤론티스와 포지오티닙 주목
중장기적으로 얀센이 수행하고 있는 LAPS-GLP1/GCG 내년 상반기 임상 2상 종료

표 3에서 볼 수 있듯이 한미약품의 R&D 모멘텀은 국내 신약개발 회사 중 가장 독보적이다. 단기적으로는 스펙트럼사로 기술이전된 롤론티스의 경우 6월 초 마일란의 뉴라스타 바이오 시밀러의 승인으로 다소 기대감이 끊이기는 했으나, 2개의 임상 3상 결과가 모두 만족스러운 결과를 도출하면서 4분기 BLA 제출이 예상된다. 또한 이번 ASCO에서도 긍정적인 결과를 발표한 Exon20에 돌연변이가 발생한 비소세포폐암 치료제인 포지오티닙의 경우 올해 10월 개최되는 세계폐암학회에서 임상 2상 중간결과 발표가 기대된다. 중장기적으로는 얀센이 현재 수행하고 있는 LAPS-GLP1/GCG의 임상 2상이 내년 상반기 종료됨에 따라 하반기 임상 3상에 진입하게 된다면 한미약품의 가치는 크게 상승할 것으로 예상된다. 더불어 이번 ADA 학회에서 비알콜성 지방간 전임상 결과를 발표했던 LAPS-Triple agonist의 경우 내년 상반기 임상 1상이 완료, 추가적인 라이센싱 아웃을 기대해 본다.

현재 주가는 확실한 저점매수 기회

한미약품은 국내 신약개발 회사 중 가장 많은 R&D 파이프라인을 보유하고 있는 회사로 R&D 관련 이벤트가 발생할 확률이 가장 높은 회사이다. 제약바이오 섹터의 센티멘탈 약화로 40만원 초반까지 밀린 한미약품의 주가는 저점매수 구간에 가장 확실하게 진입했다고 볼 수 있다.

표 3. 한미약품 R&D 모멘텀

물질명	기술이전 사	적용증	현재 임상진행 상황	2H18	1H19
에페글레나타이드	사노피	당뇨치료제	글로벌 임상 3상 진행		
HM95573	제넨텍	항암제	국내에서 임상 1상 3개 진행 중 2개는 단독 임상, 1개는 코델릭과의 병용투여		글로벌 임상 2상 개시 기대
롤론티스	스펙트럼	호증구 감소증	2개의 임상 3상이 진행 중 모두 뉴라스타 대비 비열등하다는 1차 평가지표 만족	4분기 BLA 제출 기대	
포지오티닙	스펙트럼	항암제	MD Anderson 스폰의 연구자 임상 2상 진행 중 스펙트럼사가 스폰하는 상업용 임상 2상 진행 중	10월 세계폐암학회에서 임상 2상 중간결과 발표	혁신치료제 지정 기대
LAPS-GLP1/GCG	얀센	당뇨/비만	글로벌 임상 2상 진행		글로벌 임상 2상 완료 /3상진입 가능
LAPS-Tri agonist	-	당뇨/비만	국내 임상 1상 진행		국내 임상 1상 완료 /라이센싱 아웃 기대감
LAPS-Insulin	-	당뇨치료제	국내 임상 1상 종료 가능		
LAPS-GCG analog	-	선천성 고인슐린증		국내 임상 1상 개시	
LAPS-GLP2 analog	-	단장증후군		국내 임상 1상 개시	
LAPS-Combo	-	당뇨치료제		국내 임상 1상 개시	
HM43239 (FLT3 저해제)	-	항암제		국내 임상 1상 개시	

자료: 하나금융투자

표 4. 한미약품 R&D 파이프라인

	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상
당뇨/비만 /비알콜성지방간염 (NASH)	HM14420 (LAPS Insulin Combo) 당뇨(사노피)	HM15211 (LAPS Triple Agonist) NASH/비만		Efpeglenatide (LAPS Exd4 Analog) 당뇨
	HM12480 (LAPS Insulin148) 당뇨		HM12525A (LAPS GLP/GCG) 당뇨/비만(JANSEN)	
		HM12460A (LAPS Insulin) 당뇨		
		HM12470 (LAPS Insulin Analog) 당뇨		
항암제	HM43239 (FLT3 Inhibitor) 급성골수성백혈병	HM9557 (Pan-RAF Inhibitor) 고형암(GENENTECH)	Poziotinib (Pan-HER Inhibitor) 고형암(SPECTRUM/LUYE)	Rolontis™ (Efaptegrastim) 호중구감소증(SPECTRUM)
	HM21001 (GMB Stem Cell Therapy) 교모세포종	Oratecan™ (Irinotecan+HM30181A) 고형암(ATHENEX)		Oraxo™ (Paclitaxel+HM30181A) 고형암(ATHENEX)
	BH2950 (PD-1/TAA BsAb) 면역.표적 이종항체 (북경한미/INNOVENT)	KX2-391 (Src/Tubulin Inhibitor) 고형암(ATHENEX)		Olita® (Olmutinib) 비소세포폐암(ZAI LAB)
	BH2941 (PD-1/PD-L1 BsAb) 면역.표적 이종항체(북경한미)			
희귀질환	BH2954 (PD-1 BsAb) 면역.표적 이종항체(북경한미)			
	HM15136 (LAPS GCG Analog) 선천성 고인슐린증			
	HM15450 (LAPS ASB) 뮤코다당체 침착증			
기타	HM15910 (LAPS GLP-2 Analog) 단장증후군			
			Efpegmatropin (LAPS hGH) 성장호르몬 결핍증	
			Luminate® (Integrin Inhibitor) 망막질환(ALLEGRO)	

자료: 한미약품, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	882.7	916.6	972.1	1,003.2	1,044.5
매출원가	421.9	398.2	416.5	431.1	447.0
매출총이익	460.8	518.4	555.6	572.1	597.5
판관비	434.1	436.2	487.9	511.6	548.4
영업이익	26.8	82.2	67.7	60.5	49.1
금융손익	(2.0)	(5.6)	(10.4)	(10.7)	(11.6)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(16.8)	(17.7)	(21.5)	(20.7)	(21.7)
세전이익	8.0	58.8	35.8	29.1	15.8
법인세	(22.3)	(10.1)	(7.2)	(5.2)	(2.9)
계속사업이익	30.3	69.0	43.0	34.4	18.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	30.3	69.0	43.0	34.4	18.7
비지배주주지분 순이익	7.0	8.5	5.3	4.3	2.3
지배주주순이익	23.3	60.4	37.7	30.1	16.4
지배주주지분포괄이익	12.1	58.7	39.2	31.4	17.0
NOPAT	101.4	96.3	81.3	71.4	58.1
EBITDA	65.6	118.6	101.8	92.3	78.8
성장성(%)					
매출액증가율	(33.0)	3.8	6.1	3.2	4.1
NOPAT증가율	(38.1)	(5.0)	(15.6)	(12.2)	(18.6)
EBITDA증가율	(75.0)	80.8	(14.2)	(9.3)	(14.6)
영업이익증가율	(87.3)	206.7	(17.6)	(10.6)	(18.8)
(지배주주)순이익증가율	(84.9)	159.2	(37.6)	(20.2)	(45.5)
EPS증가율	(84.9)	159.1	(37.7)	(20.0)	(45.7)
수익성(%)					
매출총이익률	52.2	56.6	57.2	57.0	57.2
EBITDA이익률	7.4	12.9	10.5	9.2	7.5
영업이익률	3.0	9.0	7.0	6.0	4.7
계속사업이익률	3.4	7.5	4.4	3.4	1.8

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,049	5,308	3,307	2,646	1,437
BPS	58,735	63,891	66,710	68,868	69,817
CFPS	8,989	10,926	8,138	7,306	6,033
EBITDAPS	5,765	10,419	8,939	8,107	6,923
SPS	77,529	80,503	85,380	88,114	91,737
DPS	0	490	490	490	490
주가지표(배)					
PER	136.8	110.0	131.5	164.4	302.8
PBR	4.8	9.1	6.5	6.3	6.2
PCFR	31.2	53.5	53.5	59.5	72.1
EV/EBITDA	49.7	58.5	52.6	58.1	68.5
PSR	3.6	7.3	5.1	4.9	4.7
재무비율(%)					
ROE	3.5	8.8	5.2	4.0	2.1
ROA	1.4	3.7	2.2	1.7	0.9
ROIC	11.9	10.6	7.9	6.8	5.3
부채비율	117.4	109.6	112.2	118.0	123.9
순부채비율	0.3	42.4	37.9	37.1	41.0
이자보상배율(배)	2.7	7.7	5.2	4.1	3.0

자료: 하나금융투자

대차대조표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	840.7	658.1	787.5	928.2	1,034.4
금융자산	330.2	140.4	201.4	267.3	278.8
현금성자산	130.4	47.3	102.7	165.4	172.7
매출채권 등	271.6	250.3	265.5	274.0	285.3
재고자산	190.4	232.1	283.2	348.3	430.2
기타유동자산	48.5	35.3	37.4	38.6	40.1
비유동자산	756.2	1,002.8	973.1	943.7	917.2
투자자산	43.3	71.7	76.0	78.5	81.7
금융자산	43.3	71.7	76.0	78.5	81.7
유형자산	598.9	790.1	760.2	732.2	705.9
무형자산	40.1	45.7	41.5	37.7	34.2
기타비유동자산	73.9	95.3	95.4	95.3	95.4
자산총계	1,597.0	1,660.9	1,760.6	1,872.0	1,951.7
유동부채	544.1	639.2	699.6	781.0	846.1
금융부채	171.3	278.6	318.6	388.6	438.6
매입채무 등	274.7	285.6	303.0	312.7	325.5
기타유동부채	98.1	75.0	78.0	79.7	82.0
비유동부채	318.3	229.3	231.3	232.3	233.8
금융부채	160.9	197.7	197.7	197.7	197.7
기타비유동부채	157.4	31.6	33.6	34.6	36.1
부채총계	862.5	868.5	930.8	1,013.3	1,079.9
지배주주지분	659.4	711.7	743.8	768.4	779.2
자본금	26.1	27.9	27.9	27.9	27.9
자본잉여금	417.3	415.5	415.5	415.5	415.5
자본조정	(9.3)	(15.7)	(15.7)	(15.7)	(15.7)
기타포괄이익누계액	(3.5)	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(1.2)
이익잉여금	228.9	285.3	317.4	342.0	352.8
비지배주주지분	75.1	80.7	86.0	90.3	92.6
자본총계	734.5	792.4	829.8	858.7	871.8
순금융부채	2.0	335.9	314.8	318.9	357.5

현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	413.0	(62.9)	43.5	15.4	(18.3)
당기순이익	30.3	69.0	43.0	34.4	18.7
조정	51.2	34.4	46.6	43.3	41.2
감가상각비	38.9	36.5	34.1	31.8	29.7
외환거래손익	1.1	6.8	12.5	11.5	11.5
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	11.2	(8.9)	0.0	(0.0)	0.0
영업활동 자산부채 변동	331.5	(166.3)	(46.1)	(62.3)	(78.2)
투자활동 현금흐름	(355.1)	(152.9)	(202.5)	(167.1)	(118.9)
투자자산감소(증가)	10.8	(28.4)	(4.3)	(2.4)	(3.2)
유형자산감소(증가)	(199.6)	(242.0)	(180.0)	(150.0)	(100.0)
기타	(166.3)	117.5	(18.2)	(14.7)	(15.7)
재무활동 현금흐름	(62.9)	137.7	34.5	64.5	44.5
금융부채증가(감소)	(35.4)	144.0	40.0	70.0	50.0
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(7.1)	(6.3)	0.1	0.1	0.1
배당지급	(20.4)	0.0	(5.6)	(5.6)	(5.6)
현금의 증감	(8.0)	(83.1)	55.4	62.7	7.3
Unlevered CFO	102.3	124.4	92.7	83.2	68.7
Free Cash Flow	212.7	(310.0)	(136.5)	(134.6)	(118.3)

2018년 7월 10일

녹십자(006280)

IVIG 최종 시판허가 관련 확실한 모멘텀 보유

남반구 독감백신 물량 감소로 이익감액

녹십자의 2분기 매출액은 연결기준으로 전년대비 약 5.6% 증가한 3,488억원, 영업이익은 전년대비 약 13.7% 감액한 298억원으로 추정된다. 남반구 향 독감백신이 연간 400억원 이상 차지하고 있었으나, 올해 러시아가 입찰에 참여하면서 녹십자의 독감백신 물량이 감소 이익실현에 부정적인 영향을 미쳤다. 수두백신 물량 증가로 매출액 단에서는 어느정도 상쇄 되었으나, 독감백신 물량감소로 공장의 고정비 비율이 감소되지 못함으로써 이익은 감액된 것으로 추정된다. 더불어 1분기 일부민 수출액이 3억원으로 전년 51억 대비 크게 급감하였는데 이는 중국 일부민 가격이 불안정해지면서 발생한 것으로 2분기에도 지속된 것으로 보고 있다. 다만 하반기 가격이 안정화되면 중국향 일부민 수출은 크게 증가할 것으로 예상된다.

IVIG 승인은 9월말로 예상

2016년 11월 미 FDA로부터 받은 IVIG에 대한 최종 검토의견서에 나온 추가자료 보완에 따라 작년 내내 녹십자는 부족한 자료를 보완하기 위한 작업들을 지속해 왔으며, 미 FDA가 보완을 요청한 자료는 올해 3월 말 최종적으로 제출하였다. 통상 검토기간이 6개 월인 점을 감안하면 9월 말 최종 시판 허가를 획득할 수 있을 것으로 기대된다. 9월말 허가를 받게된다면, 미국 입찰시장에 바로 참여하게 되면서 약 100억원 대의 매출이 가능할 것으로 기대된다. 후발주자이기 때문에 가격하락에 대한 우려가 있으나 미국시장에서 IVIG는 수요보다 공급이 부족한 상황으로 가격하락 폭이 크지는 않을 것으로 예상된다.

올해는 녹십자에게 있어서 과도기

녹십자는 올해 연간으로 매출액은 high single digit 성장이 예상되나, 영업이익은 전년대비 약 6% 감액될 것으로 추정된다. 2017년 1,086억원(YoY, -3%) 정도에 그쳤던 연구개발비가 올해 1,300억 원으로 약 20% 가량 증가할 것으로 보이며, 이미 상반기에 약 600억원 가량이 집행(1분기 250억원, 2분기 350억원 추정)되면서 이익에는 부정적으로 작용하고 있다. 더불어 녹십자의 이익기여도가 가장 컸었던 백신마저 후발주자들의 부상으로 경쟁이 가속화되면서 이익 측면에서는 부정적으로 작용하고 있다. 그러나 녹십자 매출액 중 40% 가량이 혈액제제에서 발생하고 있으며, 최근 몇 년간 공장증설과 IVIG 해외 임상 등으로 인해 혈액제제 부문의 이익기여도가 감소했을 뿐 과거 신갈에 혈액분획공장이 있었던 시절, 혈액제제 부문의 영업이익률은 40% 수준이었다. 공장개파가 2020년경 현재규모의 3배 가량으로 증가되며, 신규공장들의 가동률이 증가한다면 녹십자의 영업이익에서 혈액제제 부문의 기여도가 증가할 수 밖에 없다. 올해는 녹십자의 사업구조가 변환되는 과도기라 볼 수 있다. 여전히 중장기적 관점에서 가장 매력적인 회사라 할 수 있다.

Top Picks

BUY

| TP(12M): 280,000원 | CP(7월9일): 197,000원

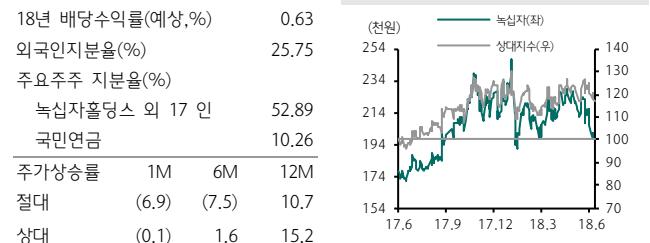
Key Data

	2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,285.80	
52주 최고/최저(원)	247,500/171,000	
시가총액(십억원)	2,302.2	
시가총액비중(%)	0.19	
발행주식수(천주)	11,686.5	
60일 평균 거래량(천주)	35.0	
60일 평균 거래대금(십억원)	7.6	
18년 배당금(예상,원)	1,250	
18년 배당수익률(예상,%)	0.63	
외국인지분율(%)	25.75	
주요주주 지분율(%)		
녹십자홀딩스 외 17 인	52.89	
국민연금	10.26	
주가상승률	1M 6M 12M	
절대	(6.9) (7.5) 10.7	
상대	(0.1) 1.6 15.2	

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	1,352.0	1,444.9
영업이익(십억원)	97.3	108.7
순이익(십억원)	77.3	82.6
EPS(원)	6,114	6,542
BPS(원)	96,275	102,161

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	1,197.9	1,287.9	1,378.5	1,480.8	1,586.5
영업이익	십억원	78.5	90.3	85.2	120.4	104.9
세전이익	십억원	79.5	72.2	91.5	122.7	101.8
순이익	십억원	63.0	53.2	60.2	80.8	67.2
EPS	원	5,388	4,556	5,153	6,913	5,752
증감률	%	(33.7)	(15.4)	13.1	34.2	(16.8)
PER	배	29.14	49.60	38.23	28.50	34.25
PBR	배	1.78	2.45	2.05	1.94	1.85
EV/EBITDA	배	18.67	22.55	19.81	15.35	17.01
ROE	%	6.46	5.24	5.66	7.22	5.70
BPS	원	88,031	92,064	95,996	101,688	106,219
DPS	원	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250



Analyst 선민정

02-3771-7785

rssun@hanafn.com

RA 박현옥

02-3771-7606

auseing@hanafn.com

1분기 실적 프리뷰 및 연간 전망

2분기 매출액 3,488억원(YoY, 5.6%) 영업이익 298억원(YoY, -13.7%) 녹십자의 2분기 매출액은 연결기준으로 전년대비 약 5.6% 증가한 3,488억원, 영업이익은 전년대비 약 13.7% 감액한 298억원으로 추정된다. 이는 컨센서스 대비 매출액은 1.0% 높고, 영업이익은 10.0% 낮은 수치이다.

2018년도 연간으로 봤을 때 매출액은 전년대비 7% 증가한 13,785억원을 달성할 수 있을 것으로 예상되며 영업이익은 전년대비 6% 감액된 852억원을 기록할 것으로 예상된다.

표 1. 녹십자 2Q18 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	2Q18F	2Q17	YoY	Consen	%Variance
매출액	348.8	330.2	5.6	345.5	1.0
영업이익	29.8	34.5	(13.7)	33.1	(10.0)
세전이익	29.2	33.1	(11.6)	29.8	(1.7)
(지배)순이익	17.9	25.2	(29.1)	22.6	(21.0)
OPM %	8.5	10.5		9.6	
NPM %	5.1	7.6		6.6	

자료: 하나금융투자

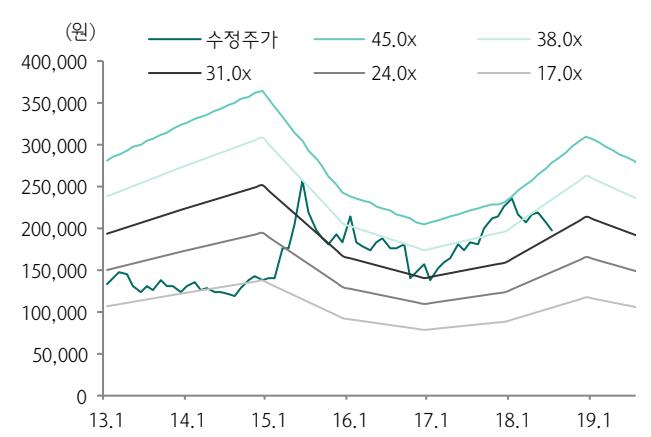
표 2. 녹십자 연간 실적추정(연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	17	18F	19F
매출액	294.1	348.8	378.8	356.8	321.6	377.0	401.5	380.7	1,287.9	1,378.5	1,480.8
YoY(%)	6.8%	5.6%	6.4%	9.3%	10.0%	12.0%	6.0%	6.0%	7.5%	7.0%	7.4%
국내	210.6	228.1	277.8	229.6	224.1	242.6	288.9	241.8	893.1	946.1	997.4
YoY(%)	5.4%	6.5%	5.1%	6.9%	6.4%	6.4%	4.0%	5.3%	5.6%	5.9%	5.4%
열액제제	80.6	85.5	84.6	85.0	84.6	91.5	88.0	91.8	313.6	335.7	355.9
백신제제	39.0	47.8	95.7	49.0	42.9	50.2	98.6	51.4	221.1	231.5	243.1
일반제제	70.1	70.4	74.4	75.8	73.6	75.3	77.4	78.1	275.6	290.7	304.4
OTC류	20.9	24.3	23.1	19.9	23.0	25.5	25.0	20.5	82.8	88.2	93.9
해외	37.2	71.1	49.2	75.4	46.6	79.7	55.6	82.0	213.3	232.8	263.9
YoY(%)	14.1%	0.4%	10.3%	15.4%	25.3%	12.2%	13.1%	8.8%	4.7%	9.1%	13.4%
열액제제	17.9	20.8	30.5	35.5	23.3	25.0	33.5	38.3	103.7	104.7	120.1
백신제제	15.9	45.9	16.1	36.9	18.3	49.6	18.5	40.6	99.3	114.8	126.9
일반제제	3.4	3.6	2.2	1.7	3.7	3.9	2.3	1.7	10.3	10.8	11.7
OTC류	0.0	0.8	0.5	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3	0.0	2.6	5.2
연결자회사	46.3	49.7	51.9	51.8	50.9	54.6	57.1	56.9	181.5	199.6	219.5
YoY(%)	7.7%	10.0%	10.0%	12.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	22.2%	10.0%	10.0%
매출총이익	81.4	102.5	113.7	87.4	96.5	116.9	128.5	110.4	366.8	385.0	452.2
YoY(%)	10.2%	1.8%	0.9%	9.8%	18.6%	14.0%	13.1%	26.3%	4.2%	4.9%	17.5%
GPM(%)	27.7%	29.4%	30.0%	24.5%	30.0%	31.0%	32.0%	29.0%	28.5%	27.9%	29.8%
판매관리비	66.9	72.7	78.2	81.9	74.3	81.4	85.5	90.6	276.6	299.8	331.9
YoY(%)	11.2%	9.8%	10.8%	3.0%	11.1%	11.9%	9.3%	10.6%	1.1%	8.4%	10.7%
판관비율(%)	22.7%	20.9%	20.7%	23.0%	23.1%	21.6%	21.3%	23.8%	21.5%	21.7%	22.0%
경상연구개발비	27.2	30.3	32.2	32.1	28.9	35.1	35.3	36.2	108.6	121.9	135.5
YoY(%)	18.1%	13.4%	14.2%	4.7%	6.4%	15.5%	9.7%	12.6%	-3.2%	12.2%	11.2%
기타판매관리비	39.7	42.4	46.0	49.8	45.3	46.4	50.2	54.4	167.9	177.9	196.3
YoY(%)	6.9%	7.3%	8.5%	1.9%	14.2%	9.4%	9.0%	9.4%	4.1%	6.0%	10.4%
영업이익	14.5	29.8	35.4	5.5	22.2	35.4	43.0	19.8	90.3	85.2	120.4
YoY(%)	5.7%	-13.7%	-15.6%	4617.1%	53.4%	18.9%	21.3%	258.7%	15.1%	-5.6%	41.3%
OPM(%)	4.9%	8.5%	9.3%	1.5%	6.9%	9.4%	10.7%	5.2%	7.0%	6.2%	8.1%
(지배)순이익	15.7	17.9	22.6	4.0	14.0	20.9	27.2	18.7	53.2	60.2	80.8
YoY(%)	241.3%	-29.0%	-16.4%	TB	-11.0%	16.6%	20.4%	366.2%	-15.4%	13.1%	34.2%
NPM(%)	5.3%	5.1%	6.0%	1.1%	4.3%	5.5%	6.8%	4.9%	4.1%	4.4%	5.5%

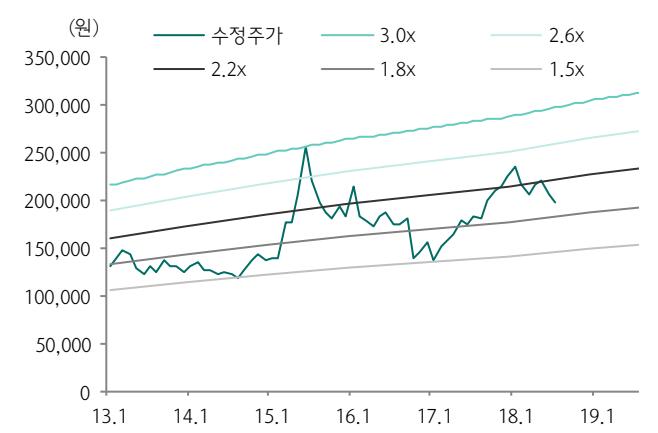
자료: 하나금융투자

그림 1. 녹십자 PER 밴드



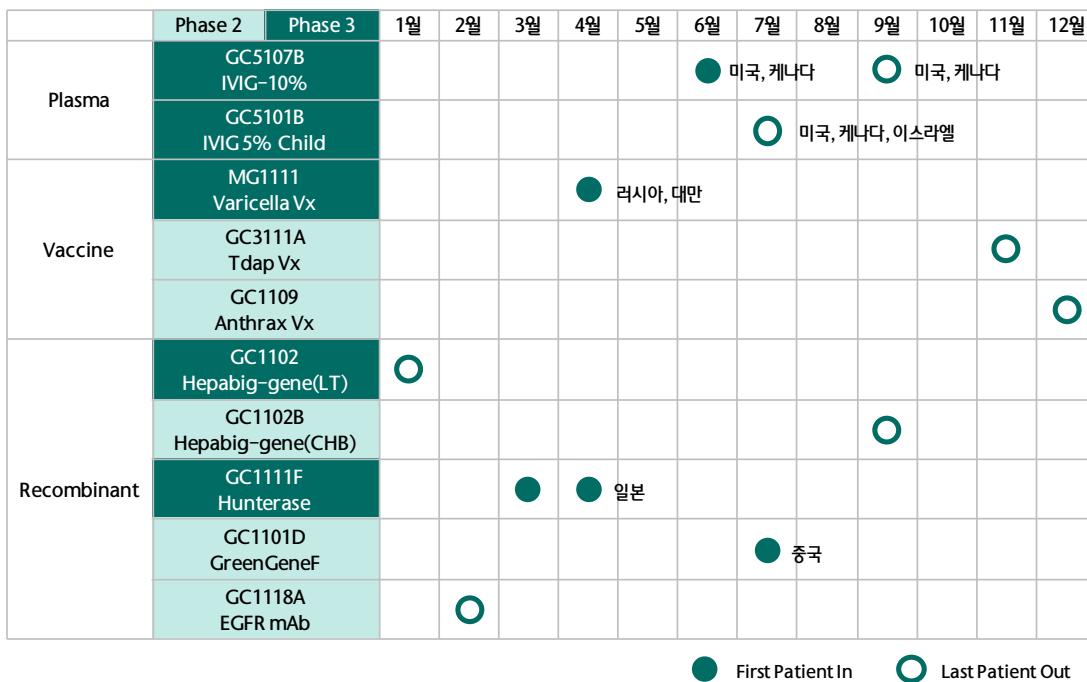
자료: 하나금융투자

그림 2. 녹십자 PBR 밴드



자료: 하나금융투자

그림 3. 녹십자 후기 단계 파이프라인 및 출시 일정



자료: 녹십자, 하나금융투자

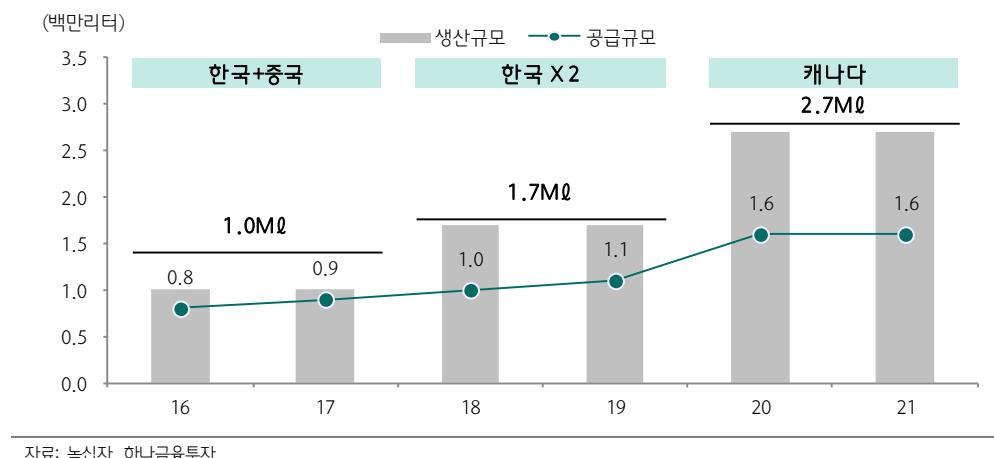
IVIG 미국 진출이 의미하는 것은…

IVIG 미국진출이 의미하는 것은

1) 혈액제제 공장 캐파 증가

녹십자의 IVIG 미 FDA 승인은 단순히 국내 제약사가 해외로 진출한다는 것 외에 실적 관점에서 녹십자의 점프 업을 가능하게 해 줄 것으로 예상된다. 1) 혈액제제 공장 캐파가 당장 2배 가량 증가하며, 2020년 캐나다 100만리터 공장에서 상업용 생산이 가능해지면 3배 가량으로 크게 증가한다. 녹십자가 현재 국내와 남미 위주의 혈액제제 제품을 생산하는 공장이 70만 리터급의 오창A 공장이다. 그런데 미국 승인을 위해 임상시료를 생산한 곳이 오창A 공장이기 때문에 미국형 IVIG는 오창A에서 생산되어야만 한다. 이로 인해 기존 국내와 남미형의 혈액제제를 생산하기 위해서는 추가 생산설비가 필요했으며, 녹십자는 작년 오창A의 쌍동이 공장이라 할 수 있는 70만 리터급의 오창B공장을 완공하였다. 미 FDA로부터 오창A에서 생산된 IVIG가 승인받게 된다면, 국내와 남미 IVIG 생산을 위해서 오창B 공장이 당장 가능되어어야 한다.

그림 4. 녹십자 혈액제제 생산규모 및 혈액 공급규모



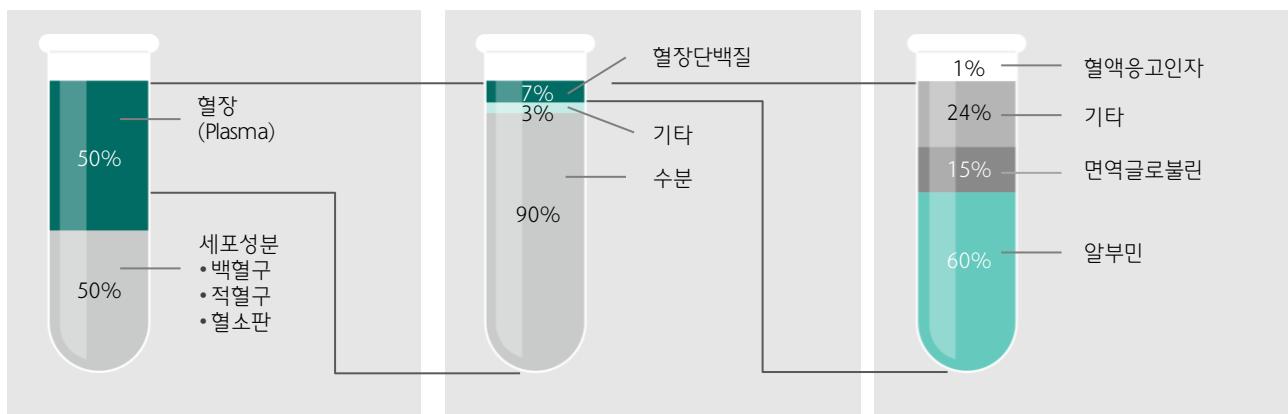
자료: 녹십자, 하나금융투자

IVIG 미국진출이 의미하는 것은

2) 각종 부산물들을 통한 매출확대

2) IVIG 생산을 위해 혈액을 분획하게 되면 IVIG뿐만 아니라 각종 부산물들이 같이 생산된다. 우리 혈장에는 약 60%가 알부민, 15%가 IVIG로 사용될 수 있는 면역글로불린, 그리고 다수의 혈액응고와 관련된 부산물들이 같이 분획되어 나온다. 따라서 북미시장 공급을 위한 IVIG 생산공장인 오창A와 캐나다 공장에서 IVIG 분획 시 같이 나오는 알부민의 경우, 수요는 높으나, 공급이 부족한 중국시장으로 수출 가능하며, 여기서 생산된 각종 부산물을 북미시장에 공급할 수 있다면 공장 가동에 따른 이익률은 크게 증가할 수 있게 된다. 녹십자는 현재 부산물들 중 부가가치가 높은 fibrinogen과 PCC(Prothrombin Complex Concentrate)의 선진국시장 진출을 위한 임상을 준비하고 있다.

그림 5. 혈액분획 원리 및 제제



자료: 녹십자, 하나금융투자

표 3. MG의 rNPV

		18	19	20	21	22	23	24	...	29	30
MG 시장규모(\$B)		22.28	24.53	27.01	29.79	32.62	35.56	38.58		54.60	57.88
yoY(%)		9.9%	10.1%	10.1%	10.3%	9.5%	9.0%	8.5%		6.0%	6.0%
캐나다 공장											
가동률				30%	50%	70%	90%	90%		90%	90%
생산량(최대 생산량 10,600kg)	10,500			3,150	5,250	7,350	9,450	9,450		9,450	9,450
녹십자 제품 가격 할인율				70%	80%	80%	85%	85%		110%	110%
가격	60,200			42,140	48,160	48,160	51,170	51,170		66,220	66,220
매출액(\$M)				133	253	354	484	484		626	626
영업이익률				25%	25%	30%	30%	40%		40%	40%
영업이익				33	63	106	145	193		250	250
환율(십억원)	1,200			39.8	75.9	127.4	174.1	232.1		300.4	300.4
법인세	24.2%			30.2	57.5	96.6	132.0	175.9		227.7	227.7
할인율	10%		1.0	0.91	0.83	0.75	0.68	0.62	0.56	0.35	0.32
현재 가치 환산				24.9	43.2	66.0	81.9	99.3		79.8	72.5
NPV		1,287									
Terminal Value	-5%	459									
임상성공률	90%										
조정된 NPV		1,158									
녹십자 지분가치	33%	382									
오창 A공장											
가동률			15%	50%	70%	90%	90%	90%		90%	90%
생산량(최대 생산량 7,350kg)	7,350		1,103	3,675	5,145	6,615	6,615	6,615		6,615	6,615
녹십자 제품 가격 할인율			60%	70%	70%	80%	80%	85%		110%	110%
가격	60,200		36,120	42,140	42,140	48,160	48,160	51,170	51,170	66,220	66,220
매출액(\$M)			40	155	217	319	319	338	338	438	438
영업이익률			15%	20%	25%	25%	30%	30%	40%	40%	40%
영업이익			6	31	54	80	96	102	135	175	175
환율(십억원)	1,200		7.2	37.2	65.0	95.6	114.7	121.9	162.5	210.3	210.3
법인세	24.2%		5.4	28.2	49.3	72.4	86.9	92.4	123.2	159.4	159.4
할인율	10%		1.0	0.91	0.83	0.75	0.68	0.62	0.56	0.35	0.32
현재 가치 환산			5.4	25.6	40.7	54.4	59.4	57.4	69.5	55.9	50.8
NPV		962									
Terminal Value	-5%	322									
임상성공률	90%										
조정된 NPV		865									
합산 가치		1,248									

자료: 하나금융투자

표 4. 녹십자가 임상 준비 중인 혈액분획 제제들

Product	Indications	Target	Key Milestone
Factor VIII(+vWF)	Hemophilia A, vWD	EU, LATAM, Russia	IND approval (P1/2)
Fibrinogen	CFD, Acquired Bleeding	US, EU	IND approval (P1/2)
PCC	life-threatening bleeding	US, EU	Process Dev.
SCIG (20%)	PID	US, EU	IND submission (P1/2)

주: CFD(Congenital fibrinogen deficiency), PCC(Prothrombin complex concentrate), PID(Primary immune deficiency)

자료: 녹십자. 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	1,197.9	1,287.9	1,378.5	1,480.8	1,586.5
매출원가	845.8	921.1	993.5	1,028.6	1,110.6
매출총이익	352.1	366.8	385.0	452.2	475.9
판관비	273.6	276.5	299.8	331.9	371.1
영업이익	78.5	90.3	85.2	120.4	104.9
금융손익	(0.4)	(6.7)	14.2	3.3	(2.1)
종속/관계기업손익	(2.1)	(2.3)	(2.0)	0.0	0.0
기타영업외손익	3.5	(9.1)	(5.9)	(0.9)	(0.9)
세전이익	79.5	72.2	91.5	122.7	101.8
법인세	14.4	15.4	20.1	27.0	22.2
계속사업이익	65.2	56.7	71.3	95.7	79.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	65.2	56.7	71.3	95.7	79.6
비지배주주지분 순이익	2.2	3.5	11.1	14.9	12.4
지배주주순이익	63.0	53.2	60.2	80.8	67.2
지배주주지분포괄이익	65.1	61.6	67.2	90.1	75.0
NOPAT	64.3	71.0	66.5	93.9	82.0
EBITDA	109.5	127.0	130.1	168.1	150.6
성장성(%)					
매출액증가율	14.3	7.5	7.0	7.4	7.1
NOPAT증가율	(5.6)	10.4	(6.3)	41.2	(12.7)
EBITDA증가율	(8.8)	16.0	2.4	29.2	(10.4)
영업이익증가율	(14.4)	15.0	(5.6)	41.3	(12.9)
(지배주주)순이익증가율	(33.7)	(15.6)	13.2	34.2	(16.8)
EPS증가율	(33.7)	(15.4)	13.1	34.2	(16.8)
수익성(%)					
매출총이익률	29.4	28.5	27.9	30.5	30.0
EBITDA이익률	9.1	9.9	9.4	11.4	9.5
영업이익률	6.6	7.0	6.2	8.1	6.6
계속사업이익률	5.4	4.4	5.2	6.5	5.0

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	5,388	4,556	5,153	6,913	5,752
BPS	88,031	92,064	95,996	101,688	106,219
CFPS	10,662	11,433	10,924	14,352	12,849
EBITDAPS	9,372	10,869	11,131	14,388	12,885
SPS	102,503	110,205	117,956	126,711	135,757
DPS	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250
주가지표(배)					
PER	29.1	49.6	38.2	28.5	34.3
PBR	1.8	2.5	2.1	1.9	1.9
PCFR	14.7	19.8	18.0	13.7	15.3
EV/EBITDA	18.7	22.6	19.8	15.3	17.0
PSR	1.5	2.1	1.7	1.6	1.5
재무비율(%)					
ROE	6.5	5.2	5.7	7.2	5.7
ROA	4.2	3.3	3.4	4.2	3.2
ROIC	6.0	6.1	5.4	7.1	6.0
부채비율	46.4	53.7	59.5	62.2	63.9
순부채비율	13.6	14.0	16.9	14.9	11.9
이자보상배율(배)	14.6	14.3	10.8	12.8	10.0

자료: 하나금융투자

대차대조표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	801.4	926.5	1,018.6	1,149.7	1,283.1
금융자산	117.2	171.9	210.9	282.0	353.4
현금성자산	56.9	171.0	209.9	281.0	352.3
매출채권 등	345.0	368.2	394.1	423.4	453.6
재고자산	320.8	381.3	408.1	438.4	469.7
기타유동자산	18.4	5.1	5.5	5.9	6.4
비유동자산	749.2	777.0	839.7	870.2	862.9
투자자산	93.5	103.1	110.7	118.9	127.4
금융자산	26.1	40.4	43.2	46.4	49.8
유형자산	554.0	552.0	610.9	636.8	624.5
무형자산	73.6	87.9	84.1	80.5	77.0
기타비유동자산	28.1	34.0	34.0	34.0	34.0
자산총계	1,550.6	1,703.6	1,858.3	2,019.8	2,146.0
유동부채	303.3	260.1	287.2	326.6	366.6
금융부채	100.1	14.3	24.9	45.6	66.2
매입채무 등	179.1	217.8	233.1	250.4	268.3
기타유동부채	24.1	28.0	29.2	30.6	32.1
비유동부채	188.3	334.8	406.4	448.2	470.0
금융부채	161.3	312.4	382.4	422.4	442.4
기타비유동부채	27.0	22.4	24.0	25.8	27.6
부채총계	491.6	594.9	693.6	774.7	836.6
지배주주지분	993.1	1,040.2	1,086.1	1,152.7	1,205.6
자본금	58.4	58.4	58.4	58.4	58.4
자본잉여금	324.5	324.4	324.4	324.4	324.4
자본조정	(35.7)	(35.7)	(35.7)	(35.7)	(35.7)
기타포괄이익누계액	8.6	15.7	15.7	15.7	15.7
이익잉여금	637.2	677.5	723.4	789.9	842.9
비지배주주지분	65.9	68.5	78.6	92.4	103.8
자본총계	1,059.0	1,108.7	1,164.7	1,245.1	1,309.4
순금융부채	144.2	154.9	196.5	186.0	155.3

현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	(1.7)	57.9	67.3	95.0	80.6
당기순이익	65.2	56.7	71.3	95.7	79.6
조정	12.9	58.2	30.9	38.8	41.8
감가상각비	31.1	36.7	44.9	47.8	45.7
외환거래손익	(3.4)	7.6	1.0	1.0	1.0
지분법손익	2.1	2.3	0.0	0.0	0.0
기타	(16.9)	11.6	(15.0)	(10.0)	(4.9)
영업활동 자산부채 변동	(79.8)	(57.0)	(34.9)	(39.5)	(40.8)
투자활동 현금흐름	(111.1)	14.8	(89.7)	(70.3)	(35.6)
투자자산감소(증가)	(8.8)	(9.6)	(8.6)	(9.3)	(9.5)
유형자산감소(증가)	(80.6)	(29.0)	(100.0)	(70.0)	(30.0)
기타	(21.7)	53.4	18.9	9.0	3.9
재무활동 현금흐름	110.6	48.2	66.3	46.4	26.4
금융부채증가(감소)	121.8	65.3	80.6	60.7	40.7
자본증가(감소)	13.2	(0.2)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(3.9)	(1.6)	0.0	(0.0)	(0.0)
배당지급	(20.5)	(15.3)	(14.3)	(14.3)	(14.3)
현금의 증감	(0.8)	114.1	38.9	71.0	71.4
Unlevered CFO	124.6	133.6	127.7	167.7	150.2
Free Cash Flow	(82.4)	28.4	(32.7)	25.0	50.6

2018년 7월 10일

유한양행(000100)

2분기부터 본격적인 텐어라운드

2분기부터 실적 개선 기대

유한양행의 2분기 매출액은 연결기준으로 전년대비 약 5.9% 증가한 3,758억원, 영업이익은 전년대비 약 11.2% 증가된 230억원 규모로 추산된다. C형간염치료제인 소발디와 하보니의 약가가 각각 48.3%와 56.3% 인하되면서 유한양행의 실적악화에 대한 우려가 있으나, 소발디의 1분기 매출액이 202억원 정도로 매출액 비중이 미미하며, 도입신약으로 이익기여도가 크지 않다는 점에서 실적악화에 영향을 줄 정도는 아니라고 판단된다. 비교적 최근 도입된 에이즈치료제 젠보아와 당뇨병치료제 자디앙의 성장률이 증가하면서 두 품목 올해 연간으로 400억원 가까운 매출을 기록할 것으로 보여 유한양행의 외형성장은 계속될 것으로 보인다. 여기에 이의 개선효과가 큰 고혈압치료제 개량신약인 로수바미브(로수바스타틴+에제티미브)도 올해 연간 350억원 이상(2017년 매출액 223억원) 가능할 것으로 추정되면서 제품믹스 개선으로 인한 이익증대 효과가 올해부터 본격화될 수 있을 것으로 보인다.

원료의약품 최악의 상황은 벗어났다

이익기여도가 큰 원료의약품의 실적악화가 지속되면서 유한양행은 2017년 2분기부터 올해 1분기까지 계속 YOY 감액된 영업이익을 실현, 현재 주가는 저점상태를 벗어나지 못하고 있다. 길리어드사의 실적악화와 국내에서 소포스부비르 API를 공급하고 있는 에스티팜에 대한 실적악화로 유한양행의 API 수출 부진에 대한 우려는 지속되고 있다. 그러나 보세비의 원료의약품인 벨파타스비르와 복실라프레비르에 대해서는 유한양행이 거의 대부분을 공급하고 있으며, 길리어드의 에이즈치료제 원료의약품에 대한 수요도 꾸준하다는 점에서 올해 작년과 비슷한 수준의 원료의약품 매출은 기록할 수 있을 것으로 보인다. 분기별 API 수출액이 약 600억원 가량만 발생해 준다면 어닝쇼크와 같은 사태는 벌어지지 않을 것으로 예상된다.

YH25448이 타그리소 대비 열위하다고요? NO

ASCO 수혜주라 기대했던 유한양행이 오히려 ASCO 초록 발표 이후 타그리소 대비 ORR(Objective response rate)이 비교 열위하다며, 주가는 더 빠진 상황이다. 타그리소의 ORR인 71~72%대비 ASCO 초록에서 발표된 YH25448의 ORR이 64%에 불과, 시장에서는 우려감을 나타내고 있다. 그러나 타그리소의 ORR 71%는 최적의 투여용량으로 투입된 임상 3상의 결과이고, YH25448의 현재 ORR은 20mg~320mg까지 서로 다른 양을 투여받은 환자들의 평균 ORR이다. 기준이 다른 ORR의 비교는 무의미하다고 볼 수 있다. 참고로 이번 포스터에서 YH25448이 보여준 최적의 반응률이 나온 투여량은 240mg으로 여기서의 ORR은 86%(n=7)였고 임상 2상 투여량은 240mg으로 결정되었다고 한다.

Top Picks

BUY

| TP(12M): 310,000원 | CP(7월9일): 220,500원

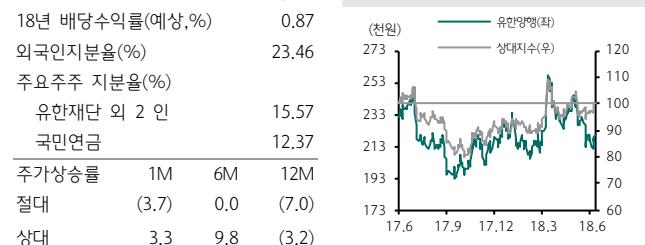
Key Data

	2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,285.80	
52주 최고/최저(원)	257,500/192,607	
시가총액(십억원)	2,692.2	
시가총액비중(%)	0.22	
발행주식수(천주)	12,209.4	
60일 평균 거래량(천주)	51.9	
60일 평균 거래대금(십억원)	12.2	
18년 배당금(예상,원)	1,911	
18년 배당수익률(예상,%)	0.87	
외국인지분율(%)	23.46	
주요주주 지분율(%)		
유한재단 외 2 인	15.57	
국민연금	12.37	
주가상승률	1M 6M 12M	
절대	(3.7) 0.0 (7.0)	
상대	3.3 9.8 (3.2)	

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	1,564.8	1,681.5
영업이익(십억원)	103.3	113.3
순이익(십억원)	124.6	138.0
EPS(원)	9,984	11,030
BPS(원)	149,728	159,718

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	1,320.8	1,462.2	1,548.6	1,720.7	1,935.5
영업이익	십억원	97.8	88.7	96.9	101.6	116.6
세전이익	십억원	204.9	144.9	148.8	170.1	175.1
순이익	십억원	161.2	109.0	111.0	127.7	131.3
EPS	원	12,956	8,761	8,916	10,260	10,548
증감률	%	27.9	(32.4)	1.8	15.1	2.8
PER	배	14.75	25.00	24.73	21.49	20.90
PBR	배	1.43	1.56	1.49	1.41	1.34
EV/EBITDA	배	14.02	15.89	16.60	16.67	15.26
ROE	%	11.27	7.04	6.76	7.35	7.13
BPS	원	133,500	140,836	147,682	155,875	164,677
DPS	원	2,000	2,000	2,200	2,300	2,300



Analyst 선민정

02-3771-7785

rssun@hanafn.com

RA 박현옥

02-3771-7606

auseing@hanafn.com

1분기 실적 프리뷰 및 연간 전망

2분기 매출액 3,758억원(YoY, 5.9%) **영업이익 230억원(YoY, 11.2%)** 유한양행의 2분기 매출액은 연결기준으로 전년대비 약 5.9% 증가한 3,758억원, 영업이익은 전년대비 약 11.2% 증가된 230억원 규모로 추산된다. 이는 컨센서스 대비 매출액은 3.2% 낮고, 영업이익은 7.4% 낮은 수치이다.

2018년도 연간으로 봤을 때 매출액은 전년대비 5.9% 증가한 15,486억원을 달성할 수 있을 것으로 예상되며 영업이익은 전년대비 9.2% 증가한 969억원을 기록할 것으로 예상된다.

표 1. 유한양행 2Q18 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	2Q18F	2Q17	YoY	Consen	%Variance
매출액	375.8	355.1	5.9	388.4	(3.2)
영업이익	23.0	20.7	11.0	24.8	(7.4)
세전이익	35.9	43.1	(16.7)	43.2	(16.9)
(지배)순이익	25.3	32.0	(20.8)	32.9	(23.0)
OPM %	6.1	5.8		6.4	
NPM %	6.7	9.0		8.5	

자료: 하나금융투자

표 2. 유한양행 실적 전망(연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	17	18F	19F
매출액	339.8	375.8	413.5	419.5	390.4	410.0	461.3	458.9	1,462.3	1,548.6	1,720.7
YoY	-3.2%	5.9%	9.2%	11.2%	14.9%	9.1%	11.6%	9.4%	10.7%	5.9%	11.1%
약품사업	270.4	276.7	308.3	317.4	303.6	300.1	342.5	346.9	1,068.2	1,172.9	1,293.0
YoY	8.8%	9.6%	10.1%	10.5%	12.3%	8.4%	11.1%	9.3%	12.2%	9.8%	10.2%
비처방약(OTC)	27.9	33.0	31.2	31.4	31.3	35.6	32.8	32.3	117.2	123.5	132.0
YoY	-1.2%	5.0%	7.0%	11.0%	12.0%	8.0%	5.0%	3.0%	9.6%	5.4%	6.9%
처방약(ETC)	238.8	240.2	274.1	281.9	267.5	259.5	304.2	310.1	941.1	1,035.0	1,141.2
YoY	9.3%	9.8%	10.2%	10.5%	12.0%	8.0%	11.0%	10.0%	12.5%	10.0%	10.3%
유한메디카(매출조정)	3.6	3.5	3.0	4.2	4.8	5.0	5.5	4.5	10.0	14.3	19.8
생활건강사업	24.9	35.5	36.6	30.1	27.3	39.1	40.3	33.1	116.1	127.1	139.8
YoY	0.2%	8.0%	10.0%	20.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	13.6%	9.5%	10.0%
해외사업(원료의약품)	41.4	60.1	65.6	68.5	55.5	66.3	75.5	75.5	265.8	235.5	272.8
YoY	-44.7%	-9.6%	5.2%	10.2%	34.1%	10.3%	15.2%	10.3%	5.2%	-11.4%	15.8%
수출	40.0	58.1	64.3	66.7	54.1	64.0	73.9	73.3	260.7	229.1	265.3
YoY	-46.1%	-10.0%	5.0%	10.0%	35.0%	10.0%	15.0%	10.0%	5.8%	-12.1%	15.8%
내수	1.3	2.0	1.3	1.8	1.5	2.3	1.6	2.1	5.0	6.4	7.6
YoY	90.9%	15.0%	18.0%	20.0%	10.0%	20.0%	25.0%	20.0%	-13.0%	27.8%	18.9%
기타(임대, 수탁 등)	3.1	3.5	3.0	3.5	4.0	4.5	3.0	3.5	12.1	13.1	15.0
매출총이익	101.8	110.1	124.0	121.6	117.1	129.1	133.8	123.9	424.6	457.6	504.0
YoY	-6.8%	0.5%	17.5%	21.6%	15.0%	17.3%	7.8%	1.9%	9.0%	7.8%	10.1%
CPM	30.0%	29.3%	30.0%	29.0%	30.0%	31.5%	29.0%	27.0%	29.0%	29.6%	29.3%
판매관리비	76.2	87.1	96.4	101.1	90.7	95.8	106.2	109.8	335.9	360.8	402.4
YoY	3.2%	-2.0%	15.3%	12.8%	19.0%	10.0%	10.1%	8.6%	15.2%	7.4%	11.5%
판관비율	22.4%	23.2%	23.3%	24.1%	23.2%	23.4%	23.0%	23.9%	23.0%	23.3%	23.4%
경상연구개발비	15.2	18.8	23.2	23.1	19.5	21.3	24.5	25.2	71.4	80.2	90.5
YoY	-7.9%	22.9%	38.2%	0.9%	28.3%	13.4%	5.6%	9.4%	35.6%	12.3%	12.8%
기타판매관리비	60.9	68.3	73.3	78.0	71.1	74.5	81.7	84.5	264.5	280.5	311.9
YoY	6.4%	-7.2%	9.6%	16.9%	16.7%	9.0%	11.6%	8.4%	10.7%	6.1%	11.2%
영업이익	25.7	23.0	27.6	20.6	26.5	33.4	27.6	14.1	88.7	96.9	101.6
YoY	-27.7%	11.2%	25.6%	96.3%	3.2%	44.9%	-0.1%	-31.2%	-9.3%	9.2%	4.8%
OPM	7.6%	6.1%	6.7%	4.9%	6.8%	8.1%	6.0%	3.1%	6.1%	6.3%	5.9%
(지배)순이익	20.7	25.3	34.0	30.9	22.5	38.5	37.2	29.5	109.8	111.0	127.7
YoY	-29.8%	-21.6%	27.7%	45.0%	8.6%	52.0%	9.5%	-4.7%	-31.9%	1.1%	15.1%
NPM	6.1%	6.7%	8.2%	7.4%	5.8%	9.4%	8.1%	6.4%	7.5%	7.2%	7.4%

자료: 하나금융투자

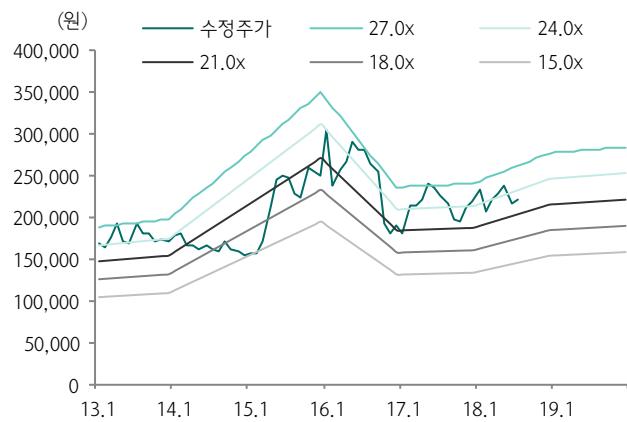
표 3. 유한양행 지분법이익 전망

(단위: 백만원)

	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	17	18F	19F
유한킴벌리	3,723.0	7,803.8	8,648.0	7,886.7	3,797.5	7,959.8	8,821.0	8,044.4	41,454.0	28,061.5	28,622.7
유한크로락스	137.0	205.2	1,271.6	1,016.0	139.7	209.3	1,297.0	1,036.3	2,676.0	2,629.8	2,682.3
한국안센	2,125.0	1,796.3	1,838.4	1,220.7	2,167.5	1,832.2	1,875.2	1,245.1	5,189.0	6,980.4	7,120.0
유칼릭스	9.0	23.8	11.7	52.8	9.0	23.8	11.7	52.8	149.0	97.3	97.3
엠지	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	113.0	0.0	0.0
기타	(1,764.0)	(700.0)	(700.0)	(600.0)	(1,799.3)	(714.0)	(714.0)	(612.0)	(3,118.0)	(3,764.0)	(3,839.3)
합계	4,230.0	9,129.1	11,069.7	9,576.2	4,314.4	9,311.2	11,290.9	9,766.6	46,463.0	34,004.9	34,683.1

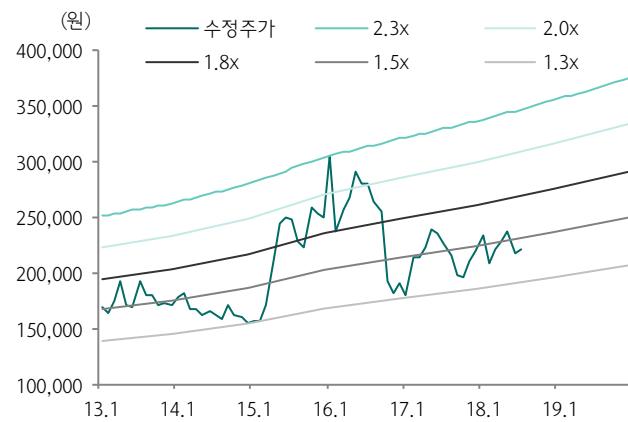
자료: 하나금융투자

그림 1. 유한양행 PER 배ند



자료: 하나금융투자

그림 2. 유한양행 PBR 배ند



자료: 하나금융투자

표 4. 유한양행 R&D 파이프라인

구분	적용종	과제명	단계			
			전임상	임상1상	임상2상	임상3상
개량신약	고혈압 복합	YH22162				
	고지혈/당뇨 복합	YH14755				
	당뇨성 신경병증	YHD1119				
	고지혈/고혈압 복합	YHP1604				
	고지혈/고혈압 복합	YHP1701				
	임플란트주위염	YH26153				
	고지혈/항혈전	YH26136				
신약	변비, 수술 후 장폐색증	YH12852				
	항암제(표적 폐암)	YH25448				
	항암제(면역)	YH24931				
	당뇨, 비알콜성지방간	YH25724				
천연물 신약	치주염/관절염	YH23537				

자료: 유한양행, 하나금융투자

표 5. 바이오벤처 투자현황

투자업체	취득시점	투자대금	지분율(%)	취득	상장여부	수익률(%) (2017/01/01 기준)
엔솔바이오사이언스	2011-03-23	45억원	15.5	파이프라인 확충	비상장	
테라젠이텍스	2012-12-14	200억원	9.2	사업영역 확대	KOSDAQ	99.8
유칼릭스	2013-11-20	27억원	40	사업영역 확대	비상장	
엠지	2014-03-25	102억원	38.5	수액제 사업영역 확대, 세계시장 진출 마련	비상장	
바이오니아	2015-09-22	100억원	8.7	파이프라인 확충	KOSDAQ	42.5
코스온	2015-11-05	150억원	3.9	사업영역 확대	KOSDAQ	1.7
제넥신	2015-12-03	200억원	3	파이프라인 확충	KOSDAQ	132.9
BSL	2015-12-11	20억원	N/A	사업영역 확대	비상장	
이뮨온시아	2016-03-02	120억원	51	해외 조인트벤처(JV)-면역항암제 개발 미국 소렌토사와 합작 투자	비상장	
파멥신	2016-04-08	30억원	2.4	파이프라인 확충	비상장	
Sorrento	2016-04-25	1000만불	2.8	파트너십 강화	나스닥 상장	38.8
Neolimmunetech	2016-07-28	300만불	11	파이프라인 확충	비상장, 미국	
Genesco	2016-08-19	420만불	3.2	파이프라인 확충	비상장, 미국	
씨앤씨	2016-11-28	25억원	35	사업영역 확대	비상장	
바이오포아	2017-03-08	20억원	6.1	사업영역 확대	비상장	
워랜텍	2017-03-29	20억원	35.1	사업영역 확대	비상장	
유한필리아	2017-04-18	70억원	N/A	사업영역 확대	비상장	

자료: 하나금융투자

YH25448의 임상 1/2상 결과는 매우 고무적

YH25448의 임상결과 타그리소 대비
열위하지 않음
타그리소 51% vs. YH25448 64%

유한양행은 2017년도 2분기부터 올해 1분기까지 1년 내내 어닝 쇼크에 가까운 실적을 시현하면서 주가는 최저점 상태에 놓여 있다. 올해 1분기 비소세포폐암치료제 YH25448의 AACR 및 ASCO 포스터 발표로 인한 기대감으로 주가가 잠깐 반등하였으나, 기대했었던 ASCO가 오히려 실망으로 변질되면서 주가는 ASCO 기대주라는 말이 무색해졌다.

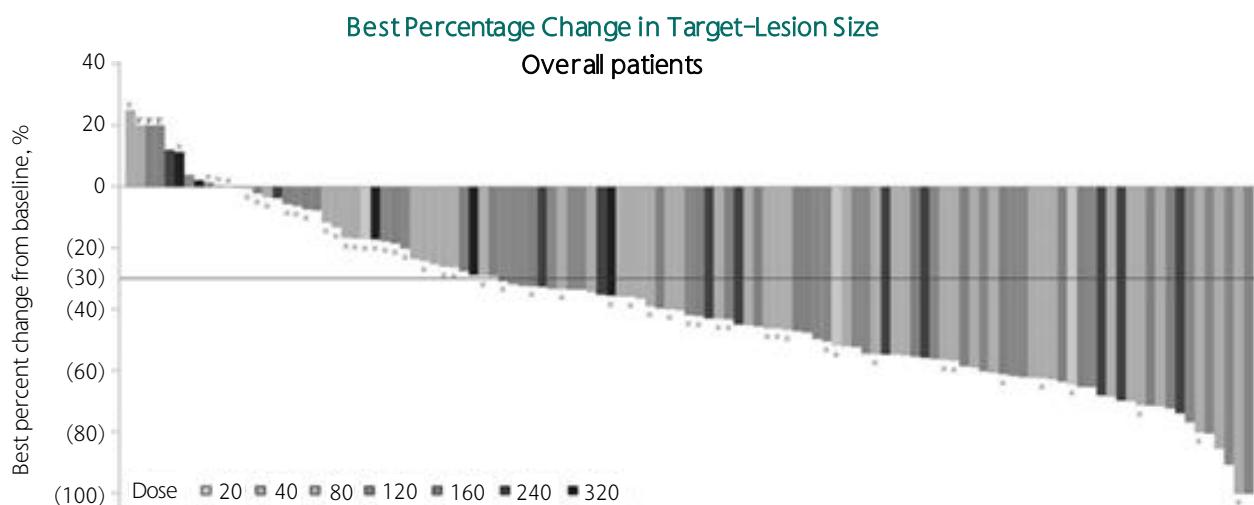
ASCO 포스터 초록 발표 이후 YH25448이 타그리소 대비 ORR(Objective Response Rate)이 비교 열위하다며, 주가는 더 빠진 상황이다. 타그리소 ORR인 71~72% 대비 ASCO 초록에서 발표된 YH25448의 ORR이 64%에 불과, 시장에서는 우려감을 나타내고 있다. 그러나 타그리소의 ORR 71%는 최적의 투여용량으로 투여된 임상 3상의 결과이고, YH25448의 현재 ORR은 20mg~320mg까지 서로 다른 양을 투여받은 환자들의 평균 ORR이다. 기준이 다른 ORR의 비교는 무의미하다고 볼 수 있다. 이번 포스터에서 YH25448의 최적 반응률이 나온 투여량은 240mg으로 여기서의 ORR은 86%(n=7)였다. 참고로 임상 2상 투여량은 240mg으로 결정되었다고 한다. 또한 타그리소의 경우 최적 투여량으로 실시된 임상 3상이 아닌 현재 YH25448처럼 다양한 투여량에서 실시된 임상 1/2상에서의 반응률은 51%에 불과했다.

타그리소 대비 부작용 감소효과도 매우 뛰어남

특히 부작용 측면에서는 타그리소보다 훨씬 뛰어난 결과를 나타냈다. 타그리소와 YH25448 모두 T790M EGFR 돌연변이를 타겟으로 하지만, 돌연변이가 발생하지 않은 EGFR에도 반응을 보이기 때문에 부작용들이 나타난다. EGFR은 상피세포성장인자수용체(epidermal growth factor receptor)로 주로 피부와 장에 발현되어 있는 경우가 많아 부작용으로 피부 발진과 변비/설사와 같은 장관련 부작용이 주를 이루고 있다. YH25448 투여 시 나타난 부작용으로는 가려움증(12%), 식욕감퇴(11%), 발진(11%), 변비(10%) 등이다. 중증도 이상의 부작용은 전체 환자의 5% 이내에 그쳤다. 반면 타그리소의 경우 임상 1상 당시 설사(47%)와 구역질(22%) 등의 이상반응을 나타냈으며 발진이 일어날 확률도 40%로 비교적 높게 나타났었다.

하반기 임상 2상 투여가 완료되면 결과에 따라 글로벌사로의 기술이전이 기대되는 부분이다.

그림 3. YH25448 임상 1/2상 ORR



자료: 유한양행, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	1,320.8	1,462.2	1,548.6	1,720.7	1,935.5
매출원가	931.4	1,037.6	1,091.0	1,216.7	1,354.9
매출총이익	389.4	424.6	457.6	504.0	580.6
판관비	291.6	335.9	360.8	402.4	464.1
영업이익	97.8	88.7	96.9	101.6	116.6
금융순익	9.2	(3.4)	9.8	13.1	12.3
종속/관계기업순익	65.1	46.5	33.8	34.7	40.0
기타영업외순익	32.7	13.2	8.3	20.7	6.2
세전이익	204.9	144.9	148.8	170.1	175.1
법인세	43.6	35.3	37.2	41.7	43.1
계속사업이익	161.2	109.6	111.6	128.4	132.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	161.2	109.6	111.6	128.4	132.0
비지매주주지분 순이익	0.0	0.6	0.6	0.7	0.7
지배주주순이익	161.2	109.0	111.0	127.7	131.3
지배주주지분포괄이익	154.3	105.1	107.0	123.7	131.3
NOPAT	77.0	67.1	72.7	76.7	87.9
EBITDA	140.7	140.9	138.3	135.0	145.6
성장성(%)					
매출액증가율	17.0	10.7	5.9	11.1	12.5
NOPAT증가율	19.8	(12.9)	8.3	5.5	14.6
EBITDA증가율	20.4	0.1	(1.8)	(2.4)	7.9
영업이익증가율	14.0	(9.3)	9.2	4.9	14.8
(지배주주)순이익증가율	27.9	(32.4)	1.8	15.0	2.8
EPS증가율	27.9	(32.4)	1.8	15.1	2.8
수익성(%)					
매출총이익률	29.5	29.0	29.5	29.3	30.0
EBITDA이익률	10.7	9.6	8.9	7.8	7.5
영업이익률	7.4	6.1	6.3	5.9	6.0
계속사업이익률	12.2	7.5	7.2	7.5	6.8

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,048.3	1,069.5	1,182.8	1,274.8	1,376.9
금융자산	486.7	501.6	581.4	606.5	625.1
현금성자산	244.9	256.6	321.9	318.2	300.8
매출채권 등	248.6	293.3	310.6	345.1	388.2
재고자산	310.6	271.2	287.2	319.1	359.0
기타유동자산	2.4	3.4	3.6	4.1	4.6
비유동자산	997.6	1,025.2	1,014.3	1,041.9	1,089.0
투자자산	523.4	518.0	548.6	609.5	685.6
금융자산	146.7	145.4	154.0	171.1	192.4
유형자산	333.9	355.4	315.9	284.4	257.0
무형자산	15.9	25.7	23.8	22.0	20.3
기타비유동자산	124.4	126.1	126.0	126.0	126.1
자산총계	2,045.9	2,094.7	2,197.2	2,316.7	2,465.8
유동부채	324.4	276.3	297.3	312.7	337.4
금융부채	56.4	18.5	25.5	13.2	3.2
매입채무 등	203.9	173.0	183.3	203.6	229.1
기타유동부채	64.1	84.8	88.5	95.9	105.1
비유동부채	225.0	212.0	207.7	209.1	223.3
금융부채	140.3	115.3	105.3	95.3	95.3
기타비유동부채	84.7	96.7	102.4	113.8	128.0
부채총계	549.4	488.3	505.0	521.9	560.8
지배주주지분	1,496.6	1,600.0	1,685.1	1,787.1	1,896.7
자본금	56.9	59.5	59.5	59.5	59.5
자본잉여금	115.8	117.7	117.7	117.7	117.7
자본조정	(164.9)	(152.8)	(152.8)	(152.8)	(152.8)
기타포괄이익누계액	77.6	82.3	78.3	74.3	74.3
이익잉여금	1,411.2	1,493.3	1,582.5	1,688.5	1,798.0
비지매주주지분	0.0	6.3	7.0	7.7	8.4
자본총계	1,496.6	1,606.3	1,692.1	1,794.8	1,905.1
순금융부채	(290.1)	(367.8)	(450.6)	(498.0)	(526.6)

투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	12,956	8,761	8,916	10,260	10,548
BPS	133,500	140,836	147,682	155,875	164,677
CFPS	13,396	12,508	10,024	10,604	10,937
EBITDAPS	11,306	11,322	11,115	10,844	11,697
SPS	106,126	117,492	124,433	138,256	155,520
DPS	2,000	2,000	2,200	2,300	2,300
주가지표(배)					
PER	14.8	25.0	24.7	21.5	20.9
PBR	1.4	1.6	1.5	1.4	1.3
PCFR	14.3	17.5	22.0	20.8	20.2
EV/EBITDA	14.0	15.9	16.6	16.7	15.3
PSR	1.8	1.9	1.8	1.6	1.4
재무비율(%)					
ROE	11.3	7.0	6.8	7.4	7.1
ROA	8.2	5.3	5.2	5.7	5.5
ROIC	12.7	9.6	10.2	10.9	12.2
부채비율	36.7	30.4	29.8	29.1	29.4
순부채비율	(19.4)	(22.9)	(26.6)	(27.7)	(27.6)
이자보상배율(배)	18.3	19.2	22.2	25.0	33.1

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	74.1	126.1	130.1	121.1	118.0
당기순이익	161.2	109.6	111.6	128.4	132.0
조정	21.7	61.9	32.4	20.4	20.5
감가상각비	42.9	52.2	41.5	33.4	29.0
외환거래손익	(3.1)	4.8	(9.0)	(13.0)	(8.5)
지분법손익	(88.9)	(48.1)	0.0	0.0	0.0
기타	70.8	53.0	(0.1)	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(108.8)	(45.4)	(13.9)	(27.7)	(34.5)
투자활동 현금흐름	(77.1)	(42.2)	(125.1)	(170.8)	(198.6)
투자자산감소(증가)	(49.3)	12.9	(31.6)	(61.9)	(76.1)
유형자산감소(증가)	(80.0)	(56.6)	(85.0)	(90.0)	(95.0)
기타	52.2	1.5	(8.5)	(18.9)	(27.5)
재무활동 현금흐름	23.3	(68.2)	(24.7)	(44.0)	(31.7)
금융부채증가(감소)	45.0	(62.8)	(3.0)	(22.3)	(10.0)
자본증가(감소)	0.0	4.5	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(1.2)	10.8	0.0	0.0	0.0
배당지급	(20.5)	(20.7)	(21.7)	(21.7)	(21.7)
현금의 증감	23.0	11.8	65.3	(3.7)	(17.4)
Unlevered CFO	166.7	155.7	124.7	132.0	136.1
Free Cash Flow	(5.9)	69.4	45.1	31.1	23.0

자료: 하나금융투자

2018년 7월 10일

종근당(185750)

R&D 비용 증가로 인한 이익성장을 감소

항상 안정적인 실적 시현

종근당의 2분기 매출액은 전년대비 약 11.1% 증가한 2,344억원, 영업이익은 15.7% 증가한 189억원(OPM, 8.0%) 규모로 추산된다. 1분기 영업이익 192억원 대비 QoQ로는 다소 감소한 수치이고, 이익률 측면에서는 1분기 8.8%에서 8.0%로 0.8%p 감소하였다. 이러한 이익률 감소는 1분기 대비 증가한 R&D 비용에 기인한 것으로 1분기 R&D 비용 230억원(경상연구개발비 155억원)에서 2분기에는 270억원(경상연구개발비 183억원 추정)으로 크게 증가하였기 때문이다. 2017년 989억원에 불과했었던 R&D 비용은 올해 1,100~1,150억원 규모로 크게 증가할 것으로 보여 전년대비 이익증가율은 크지 않을 것으로 예상된다.

외형성장은 지속

종근당은 2016년 1분기 도입신약을 본격적으로 판매한 이후 단 한 번도 이익이 역성장한 적이 없을 정도로 꾸준하게 성장해 온 회사이다. 작년 유한양행으로부터 판권을 가지고 온 프리베나 백신의 경우 연간 약 350억원 정도의 매출이 가능할 것으로 보이며, 작년에 이어 올해도 글리아티린의 성장세가 계속될 것으로 보인다. 하반기 신규 도입되는 품목들로 인해 올해 연간으로 매출액은 high single digit 성장이 가능, 약 9,500억원 이상의 매출액 달성이 예상된다.

R&D, 쓴 만큼 되돌아오는 것

올해 종근당 R&D의 부진은 최근 몇 년간 R&D에 대한 투자소홀에 대한 결과라 볼 수 있다. 2015년 914억원으로 매출액 대비 15.4%를 기록한 이후 2016년 1,022억원(매출액 대비 12.3%), 2017년 989억원(매출액 대비 11.2%)로 R&D에 대한 과감한 투자를 주저하고 있다. 그러나 올해 R&D 투자를 증가시키면서 해외에서 임상 중인 파이프라인들의 임상 진행이 더욱 속도를 낼 수 있을 것으로 보인다. 류마티스 관절염 치료제 CKD-506은 임상 1상 결과가 매우 고무적으로 나와 10월에 있는 류마티스 학회에서 포스터 발표가 예상되며, 3분기 초 임상 2상에 진입할 것으로 기대된다. 현팅턴증후군 치료제인 CKD-504는 독성이슈 완료 이후 미국에서 올해 8~9월 임상 1상 개시가 예상된다. 국내에서는 임상 1상을 올해 6월에 시작하였다. 더불어 EGFR과 c-Met을 동시에 억제하는 이중항체 CKD-702가 현재 미국에서 전임상 중으로 올해 4분기 국내 IND 제출 예정이다. 제약바이오 섹터 조정 시 종근당 주가도 같이 빠지면서 현재 주가는 올해 연초 고점(153,500원) 대비 약 34% 정도 하락해 있는 상황이다. 밸류에이션도 PER 22배 수준으로 종근당의 안정적인 실적과 향후 R&D 모멘텀을 기대한다면, 현재 저점매수 유효구간이라 볼 수 있다.

관심종목

BUY

| TP(12M): 190,000원 | CP(7월9일): 101,500원

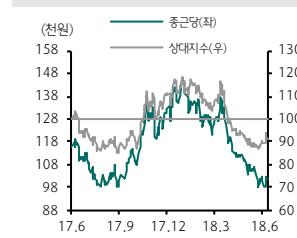
Key Data

	2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,285.80	
52주 최고/최저(원)	146,619/98,100	
시가총액(십억원)	1,002.7	
시가총액비중(%)	0.08	
발행주식수(천주)	9,879.2	
60일 평균 거래량(천주)	39.2	
60일 평균 거래대금(십억원)	4.4	
18년 배당금(예상,원)	857	
18년 배당수익률(예상,%)	0.84	
외국인지분율(%)	13.99	
주요주주 지분율(%)		
이장한 외 5 인	35.12	
국민연금	10.97	
주가상승률	1M 6M 12M	
절대	(4.2) (26.7) (15.0)	
상대	2.7 (19.5) (11.5)	

Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	946.6	1,012.8
영업이익(십억원)	83.6	91.0
순이익(십억원)	52.8	64.7
EPS(원)	5,342	6,553
BPS(원)	44,894	50,596

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	832.0	884.3	958.9	1,038.8	1,126.2
영업이익	십억원	61.2	78.1	85.0	79.9	84.3
세전이익	십억원	56.8	74.5	73.4	80.6	85.8
순이익	십억원	40.9	53.6	44.0	59.7	64.3
EPS	원	4,145	5,429	4,456	6,039	6,513
증감률	%	흑전	31.0	(17.9)	35.5	7.8
PER	배	24.08	24.37	22.78	16.81	15.58
PBR	배	2.78	3.25	2.29	2.05	1.84
EV/EBITDA	배	12.75	13.49	9.49	9.24	8.71
ROE	%	12.24	14.19	10.50	12.89	12.46
BPS	원	35,897	40,685	44,284	49,471	55,132
DPS	원	900	900	900	900	900



Analyst 선민정

02-3771-7785

rssun@hanafn.com

RA 박현욱

02-3771-7606

auseing@hanafn.com

1분기 실적 프리뷰 및 연간 전망

2분기 매출액 2,344억원(YoY, 11.1%) 종근당의 2분기 매출액은 전년대비 약 11.1% 증가한 2,344억원, 영업이익은 15.7% 증가한 189억 원(OPM, 8.0%) 규모로 추산된다. 이는 컨센서스 대비 매출액은 1.9% 높고, 영업이익은 0.4% 높은 수치이다.

2018년도 연간으로 봤을 때 매출액은 전년대비 8.4% 증가한 9,589억원을 달성할 수 있을 것으로 예상되며 영업이익은 전년대비 8.8% 증가한 849억원을 기록할 것으로 예상된다.

표 1. 종근당 2Q18 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	2Q18F	2Q17	YoY	Consen	%Variance
매출액	234.4	211.0	11.1	230.1	1.9
영업이익	18.9	16.3	15.4	18.8	0.4
세전이익	17.2	15.6	10.4	18.5	-6.8
당기순이익	11.3	11.2	1.1	13.5	-15.7
OPM %	8.0	7.7		8.2	
NPM %	4.8	5.3		5.8	

자료: 하나금융투자

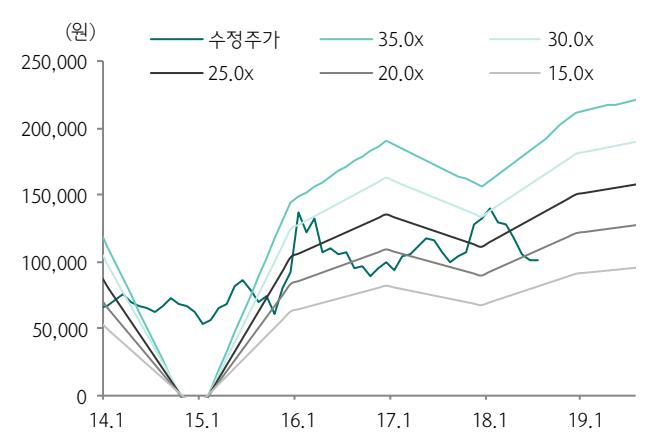
표 2. 종근당 실적전망

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	17	18F	19F
매출액	218.5	234.4	240.2	265.8	238.6	256.6	260.4	283.2	884.3	958.9	1,038.8
YoY	4.2%	11.1%	9.3%	9.0%	9.2%	9.5%	8.4%	6.6%	6.3%	8.4%	8.3%
신규	50.4	60.0	61.0	64.4	54.0	63.4	63.9	66.3	223.9	235.8	247.8
YoY	-0.4%	8.5%	6.8%	5.7%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	19.6%	5.3%	5.1%
자누비아	27.8	32.7	31.0	33.5	30.1	34.3	31.9	34.9	118.8	125.0	131.1
YoY	-0.4%	10.0%	6.0%	5.0%	8.0%	5.0%	3.0%	4.0%	11.9%	5.2%	4.9%
글리아티린	10.6	12.4	14.9	16.8	11.6	13.4	15.6	17.3	49.2	54.7	58.0
YoY	17.6%	12.0%	10.0%	8.0%	10.0%	8.0%	5.0%	3.0%	66.5%	11.2%	6.0%
바이토린	4.2	5.0	5.0	6.7	3.8	4.6	4.7	6.0	25.1	20.8	19.0
YoY	-32.2%	-20.0%	-10.0%	-8.0%	-10.0%	-8.0%	-5.0%	-10.0%	-21.7%	-17.3%	-8.3%
아토젯	7.8	10.0	10.2	7.4	8.6	11.2	11.8	8.1	30.9	35.4	39.7
YoY	4.2%	20.0%	15.0%	20.0%	10.0%	12.0%	15.0%	10.0%	58.3%	14.7%	12.0%
기준	36.2	43.1	43.5	50.8	39.4	46.1	47.1	54.3	163.8	173.6	187.0
YoY	-7.1%	9.1%	10.9%	10.1%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	12.4%	6.0%	7.7%
타미플루	4.9	6.4	6.6	8.1	5.5	7.0	7.1	8.5	24.7	26.0	28.1
YoY	-11.0%	5.0%	15.0%	10.0%	12.0%	10.0%	8.0%	5.0%	21.0%	5.2%	8.3%
리피로우	9.2	9.8	10.9	12.7	9.7	10.1	12.0	13.7	41.6	42.6	45.4
YoY	-9.1%	3.0%	10.0%	5.0%	5.0%	3.0%	10.0%	8.0%	7.4%	2.3%	6.7%
딜라트렌	10.6	11.7	11.1	11.9	11.0	12.5	11.7	12.5	42.8	45.2	47.6
YoY	3.6%	8.0%	5.0%	6.0%	4.0%	7.0%	5.0%	5.0%	7.9%	5.7%	5.3%
텔미누보	5.8	7.1	7.3	8.1	6.4	7.9	8.1	8.7	25.3	28.3	31.1
YoY	-10.1%	18.0%	20.0%	20.0%	10.0%	12.0%	10.0%	8.0%	11.2%	11.8%	9.9%
타크로벨	5.7	8.2	7.6	10.1	6.8	8.6	8.3	10.9	29.4	31.6	34.7
YoY	-14.3%	15.0%	10.0%	15.0%	20.0%	5.0%	10.0%	8.0%	21.6%	7.2%	9.9%
기타	131.9	131.3	135.7	150.5	145.1	147.1	149.3	162.5	496.5	549.5	604.1
YoY	9.8%	13.0%	10.0%	10.0%	10.0%	12.0%	10.0%	8.0%	-0.5%	10.7%	9.9%
매출총이익	85.3	91.7	95.1	106.3	95.4	105.2	109.4	113.3	359.6	378.4	423.3
YoY	1.1%	8.6%	4.5%	6.5%	11.8%	14.8%	15.0%	6.6%	7.4%	5.2%	11.9%
GPM	39.0%	39.1%	39.6%	40.0%	40.0%	41.0%	42.0%	40.0%	40.7%	39.5%	40.7%
판관비	66.1	72.8	71.0	83.6	78.3	84.7	89.4	91.0	281.5	293.5	343.3
YoY	-2.2%	6.9%	5.5%	6.4%	18.4%	16.4%	25.9%	8.8%	2.9%	4.2%	17.0%
경상연구개발비	15.5	18.3	19.2	22.6	19.1	21.0	22.1	23.5	65.0	75.6	85.8
YoY	-2.5%	23.1%	30.6%	15.5%	23.1%	15.1%	15.2%	4.0%	-3.2%	16.2%	13.5%
기타판관비	50.6	54.5	51.8	61.0	59.2	63.7	67.2	67.4	216.5	217.9	257.6
YoY	-2.1%	2.4%	-1.5%	3.4%	17.0%	16.8%	29.9%	10.5%	4.9%	0.6%	18.2%
영업이익	19.2	18.9	24.1	22.7	17.1	20.5	20.0	22.3	78.1	84.9	79.9
YoY	14.7%	15.7%	1.9%	6.6%	-10.8%	8.7%	-17.1%	-1.7%	27.4%	8.8%	-5.9%
OPM	8.8%	8.0%	10.0%	8.5%	7.2%	8.0%	7.7%	7.9%	8.8%	8.9%	7.7%
당기순이익	3.0	11.3	16.5	13.1	11.1	16.3	15.8	16.5	53.6	44.0	59.7
YoY	-73.7%	1.1%	-0.2%	-9.0%	267.8%	43.3%	-4.6%	26.2%	31.0%	-17.9%	35.5%
NPM	1.4%	4.8%	6.9%	4.9%	4.6%	6.3%	6.1%	5.8%	6.1%	4.6%	5.7%

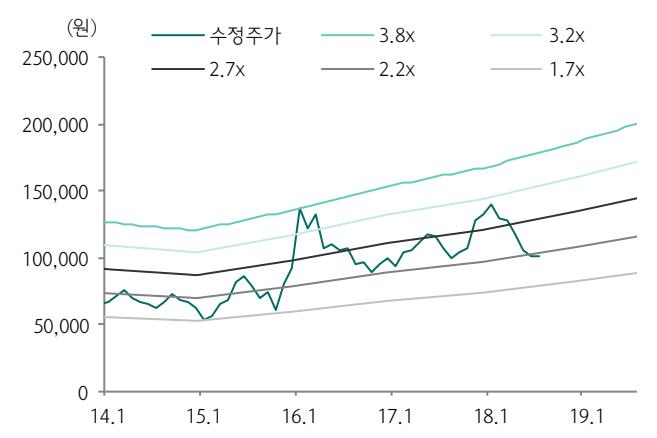
자료: 하나금융투자

그림 1. 종근당 PER 밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. 종근당 PBR 밴드



자료: 하나금융투자

표 3. 종근당 파이프라인

과제명	적용증	기전/성분	단계					비고
			발견	비임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	

합성신약

CKD-943	통증/요독성소양증	Opioid Receptor κ Agonist				국내/미국		
CKD-519	이상지질혈증	CETPi				호주		1Q17 P2 진입
CKD-516	대장암	VDA				국내		4Q16 P1/2a 진입(병용)
CKD-581	다발성경화증	Pan-HDACi			국내			4Q16 P1 진입(병용)
CKD-506	자가면역질환	HDAC6i			EU			4Q17 P1 종료
CKD-504	현팅턴증후군	HDAC6i		미국				4Q17 IND제출
CKD-508	이상지질혈증	2세대 CETPi		미국				

바이오신약/바이오시밀러/개량신약

CKD-702	항암제(폐암)	이중항체 항암 신약		미국				
CKD-11101	빈혈	NESP					국내/일본	19년 국내, 20년 일본 출시
CKD-12101	호증구감소증	2세대 G-CSF		추후결정				
CKD-701	황반변성	Lucentis		이탈리아				
CKD-391	이상지질혈증	Atorvastatin					국내	
		+Ezetimibe						
CKD-495	급만성위염치료	천연물의약품				국내		
CKD-351	녹내장	Latanoprost				국내		DDS Tech applied
		+Dorzolamide						
CKD-841	전립선암	Leuproreotide+Liquistal			국내			
CKD-333	고열압+고지혈	Ator+Cande+Amlo			국내			
CKD-497	진해거담제	천연물의약품		국내				

자료: 종근당, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액		832.0	884.3	958.9	1,038.8	1,126.2
매출원가		497.1	524.7	580.4	615.5	665.6
매출총이익		334.9	359.6	378.5	423.3	460.6
판관비		273.6	281.5	293.5	343.3	376.3
영업이익		61.2	78.1	85.0	79.9	84.3
금융손익		(3.9)	(3.0)	(5.5)	(0.3)	1.0
종속/관계기업손익		(0.3)	(1.0)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익		(0.2)	0.4	(6.2)	1.0	0.5
세전이익		56.8	74.5	73.4	80.6	85.8
법인세		15.8	20.9	29.3	21.0	21.4
계속사업이익		40.9	53.6	44.0	59.7	64.3
증단사업이익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익		40.9	53.6	44.0	59.7	64.3
비지배주주지분 순이익		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익		40.9	53.6	44.0	59.7	64.3
지배주주지분포괄이익		45.3	55.8	44.0	59.7	64.3
NOPAT		44.2	56.2	51.0	59.2	63.2
EBITDA		85.2	100.1	106.3	103.0	102.8
성장률(%)						
매출액증가율		40.4	6.3	8.4	8.3	8.4
NOPAT증가율		흑전	27.1	(9.3)	16.1	6.8
EBITDA증가율		30.3	17.5	6.2	(3.1)	(0.2)
영업이익증가율		43.3	27.6	8.8	(6.0)	5.5
(지배주주)순이익증가율		흑전	31.1	(17.9)	35.7	7.7
EPS증가율		흑전	31.0	(17.9)	35.5	7.8
수익성(%)						
매출총이익률		40.3	40.7	39.5	40.7	40.9
EBITDA이익률		10.2	11.3	11.1	9.9	9.1
영업이익률		7.4	8.8	8.9	7.7	7.5
계속사업이익률		4.9	6.1	4.6	5.7	5.7

자본조달		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산		338.8	365.8	408.9	475.3	528.0
금융자산		21.7	45.4	61.5	99.0	120.0
현금성자산		21.7	45.4	61.5	99.0	120.0
매출채권 등		214.6	213.8	231.8	251.1	272.2
재고자산		98.3	104.3	113.1	122.6	132.9
기타유동자산		4.2	2.3	2.5	2.6	2.9
비유동자산		302.9	299.0	279.6	258.4	242.0
투자자산		18.5	21.4	23.2	25.1	27.2
금융자산		13.4	17.8	19.3	21.0	22.7
유형자산		244.7	237.2	217.5	195.8	178.5
무형자산		14.9	14.3	12.8	11.4	10.1
기타비유동자산		24.8	26.1	26.1	26.1	26.2
자산총계		641.7	664.8	688.5	733.7	770.0
유동부채		211.4	223.2	213.9	210.4	192.9
금융부채		84.6	81.1	61.1	46.1	16.1
매입채무 등		107.1	120.7	130.9	141.8	153.8
기타유동부채		19.7	21.4	21.9	22.5	23.0
비유동부채		76.0	40.0	37.4	35.0	32.8
금융부채		40.0	11.5	6.5	1.5	(3.5)
기타비유동부채		36.0	28.5	30.9	33.5	36.3
부채총계		287.4	263.2	251.3	245.4	225.7
지배주주지분		354.3	401.6	437.1	488.4	544.3
자본금		23.5	23.5	23.5	23.5	23.5
자본잉여금		271.4	271.4	271.4	271.4	271.4
자본조정		(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
기타포괄이익누계액		0.8	1.2	1.2	1.2	1.2
이익잉여금		58.9	105.9	141.4	192.7	248.6
비지배주주지분		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계		354.3	401.6	437.1	488.4	544.3
순금융부채		102.9	47.2	6.1	(51.4)	(107.4)

투자지표		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)						
EPS		4,145	5,429	4,456	6,039	6,513
BPS		35,897	40,685	44,284	49,471	55,132
CFPS		11,213	12,721	10,251	10,427	10,410
EBITDAPS		8,622	10,132	10,758	10,427	10,410
SPS		84,216	89,509	97,066	105,148	113,997
DPS		900	900	900	900	900
주가지표(배)						
PER		24.1	24.4	22.8	16.8	15.6
PBR		2.8	3.3	2.3	2.1	1.8
PCFR		8.9	10.4	9.9	9.7	9.8
EV/EBITDA		12.8	13.5	9.5	9.2	8.7
PSR		1.2	1.5	1.0	1.0	0.9
재무비율(%)						
ROE		12.2	14.2	10.5	12.9	12.5
ROA		6.7	8.2	6.5	8.4	8.6
ROIC		9.7	12.1	11.2	13.2	14.1
부채비율		81.1	65.6	57.5	50.2	41.5
순부채비율		29.0	11.8	1.4	(10.5)	(19.7)
이자보상배율(배)		14.7	21.7	32.0	41.9	84.4

현금흐름표		(단위: 십억원)				
		2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름		57.8	80.2	56.3	66.7	66.1
당기순이익		40.9	53.6	44.0	59.7	64.3
조정		53.1	49.9	26.2	21.9	18.1
감가상각비		23.9	22.0	21.3	23.1	18.6
외환거래손익		(0.2)	0.2	(0.5)	(1.1)	(0.5)
지분법손익		0.3	1.0	0.0	0.0	0.0
기타		29.1	26.7	5.4	(0.1)	0.0
영업활동 자산부채 변동		(36.2)	(23.3)	(13.9)	(14.9)	(16.3)
투자활동 현금흐름		(43.4)	(15.6)	(43.3)	(45.8)	(41.6)
투자자산감소(증가)		(2.6)	(1.9)	(1.8)	(1.9)	(2.1)
유형자산감소(증가)		(37.9)	(11.1)	(40.0)	(45.0)	(40.0)
기타		(2.9)	(2.6)	(1.5)	1.1	0.5
재무활동 현금흐름		(5.6)	(40.9)	(33.5)	(28.4)	(43.4)
금융부채증가(감소)		(0.0)	(32.0)	(25.0)	(20.0)	(35.0)
자본증가(감소)		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동		0.0	(0.4)	0.0	0.0	0.0
배당지급		(5.6)	(8.5)	(8.5)	(8.4)	(8.4)
현금의 증감		8.9	23.7	16.1	37.5	21.1
Unlevered CFO		110.8	125.7	101.3	103.0	102.8
Free Cash Flow		19.9	68.8	16.3	21.7	26.1

자료: 하나금융투자

2018년 7월 10일

셀트리온헬스케어(091990)

연간실적으로 접근해보자

미국향 인플렉트라 매출은 3분기로 이연

셀트리온헬스케어의 2분기 매출액은 전년대비 약 3.7% 증가한 2,463억원, 영업이익은 전년대비 약 8.3% 감액된 490억원 규모로 추산된다. 당 리서치센터가 1분기 추정했던 금액보다 약 1,200억원 가량 감소한 이유는 2분기 기대했었던 미국향 인플렉트라의 매출이 3분기로 이연되었기 때문이다. 화이자로부터 주문서는 받아놓은 상태로 단지 물량이 3분기에 출하되면서 매출이 3분기에 인식되는 것 뿐이다. 2분기 기대했었던 서프한 실적이 아니라고 전혀 실망할 필요는 없다.

유럽에서의 점유율 확대

램시마의 유럽시장 점유율은 작년 말 기준으로 52%이며, 올해 1분기 기준으로 60% 이상 점유하는 것으로 추정된다. 점유율이 빠르게 확대되지 않는 이유는 가격을 적정선에서 더 이상 하락시키지 않고 유지하기 때문인데, 이는 2019년 하반기 출시 예정인 램시마 SC 제형의 가격보존을 위함이다. 램시마 SC 제형은 올해 3분기 유럽 EMA에 신청서를 제출할 예정이다. 트룩시마는 올해 1분기 기준으로 유럽에서 약 30%의 점유율을 확보하고 있는 것으로 추정된다. 경쟁자인 산도즈사의 릭사손이 생산차질의 이슈로 시장을 크게 확대시키지 못하면서(유럽에서 릭사손 점유율 5% 수준으로 추정) 올해 유럽에서 트룩시마의 성장률은 20% 수준으로 고성장세를 지속할 수 있을 것으로 기대된다. 더불어 올해 4월 출시된 허쥬마의 경우 2분기 초도물량 약 375억원 정도가 발생한 것으로 보이며, 영국, 독일, 포르투갈 런칭을 시작으로 8월부터는 스페인, 이탈리아, 프랑스로 런칭국기를 확대할 예정이다.

목표주가 14만원으로 상향, 투자의견 BUY 유지

올해 셀트리온헬스케어의 매출액은 전년대비 약 62%가량 증가한 1조 4,910억원으로 추정한다. 그러나 올해 말 트룩시마와 허쥬마의 미국 시판승인이 가능하게 된다면 트룩시마의 초도물량이 발생 +알파 요인이 발생할 가능성도 매우 높다. 더불어 올해부터 직판체제로 전환된 일본의 경우 본격적인 매출이 발생, 유럽 성장률 둔화를 상쇄시켜줄 것으로 기대된다. 올해 말 내년 초 트룩시마와 허쥬마의 미국시장 런칭, 2019년 하반기 램시마 SC 제형 출시 등 앞으로 신제품 출시가 이어지면서 2020년까지 셀트리온헬스케어의 매출액은 연간 50% 이상 고성장세가 지속될 수 있을 것으로 기대된다. 2020년 순이익 기준 PER 30배를 적용 목표주가를 14만원으로 상향조정, 투자 의견 BUY 유지한다.

Top Picks

BUY
| TP(12M): 140,000원(상향) | CP(7월9일): 102,200원

Key Data

		2018	2019
KOSDAQ 지수 (pt)	808.28		
52주 최고/최저(원)	153,800/43,803	1,437.6	2,073.3
시가총액(십억원)	14,360.8	269.5	405.1
시가총액비중(%)	5.41	264.0	326.3
발행주식수(천주)	140,516.2	EPS(원)	1,880
60일 평균 거래량(천주)	1,004.4	BPS(원)	2,322
60일 평균 거래대금(십억원)	97.7		14,027
18년 배당금(예상,원)	0		16,329
18년 배당수익률(예상,%)	0.00		
외국인지분율(%)	33.28		
주요주주 지분율(%)			
서정진 외 11 인	37.72		
One Equity Partners IV, L.P.	18.07		
주가상승률	1M 6M 12M		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	3.1 (9.2) 0.0		
상대	12.1 (6.7) 0.0		

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	757.7	920.9	1,491.0	2,244.7	3,388.5
영업이익	십억원	178.6	153.7	313.6	504.3	776.0
세전이익	십억원	163.1	206.1	394.4	519.7	801.5
순이익	십억원	122.9	157.4	298.9	393.9	609.1
EPS	원	1,081	1,254	2,129	2,803	4,335
증감률	%	257.9	16.0	69.8	31.7	54.7
PER	배	N/A	86.59	48.01	36.46	23.58
PBR	배	N/A	8.91	7.16	5.98	4.77
EV/EBITDA	배	N/A	92.41	41.73	24.43	14.31
ROE	%	21.40	13.36	16.10	17.88	22.52
BPS	원	5,674	12,189	14,279	17,082	21,417
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 선민정

02-3771-7785

rssun@hanafn.com

RA 박현우

02-3771-7606

auseing@hanafn.com

2분기 실적 프리뷰 및 연간 전망

2분기 매출액 2,463억원(YoY, 3.7%) 영업이익 490억원(YoY, -8.3%) 셀트리온헬스케어의 2분기 매출액은 전년대비 약 3.7% 증가한 2,463억원, 영업이익은 전년 대비 약 8.3% 감액된 490억원 규모로 추산된다. 이는 컨센서스 대비 매출액은 9.0% 낮고, 영업이익은 4.3% 낮은 수치이다.

2018년도 연간으로 봤을 때 매출액은 전년대비 61.9% 증가한 1조 4,910억원을 달성할 수 있을 것으로 예상되며 영업이익은 전년대비 104.1% 증가한 3,136억원을 기록할 것으로 예상된다.

표 1. 셀트리온헬스케어 2Q18 실적 리뷰(IFRS15 적용)

(단위: 십억원, %)

	2Q18F	1Q17	YoY(%)	Consen	%Variance
매출액	246.3	237.5	3.7	270.7	-9.0
영업이익	49.0	53.4	-8.3	51.2	-4.3
세전이익	53.5	103.2	-48.1	47.2	13.3
당기순이익	31.6	77.5	-59.3	35.8	-11.8
OPM %	19.9	22.5		18.9	
NPM %	12.8	32.6		13.2	

자료: 하나금융투자

표 2. 셀트리온헬스케어 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	17	18F	19F
매출액	128.4	246.3	625.8	490.6	205.0	604.1	755.5	780.1	920.9	1,491.0	2,244.7
YoY	83.5%	3.7%	216.0%	18.1%	59.7%	145.3%	20.7%	59.0%	21.5%	61.9%	50.5%
램시마	104.6	77.1	340.4	248.6	108.8	304.4	293.7	380.6	506.9	770.7	1,087.5
YoY	59.9%	-63.2%	153.4%	154.4%	4.0%	295.1%	-13.7%	53.1%	-32.2%	52.0%	41.1%
미국	-	-	205.6	137.0	65.1	195.3	162.7	227.8	110.5	342.6	650.9
유럽/기타	104.6	77.1	134.8	111.6	43.7	109.2	131.0	152.8	396.4	428.1	436.6
트룩시마	21.2	128.8	170.1	139.8	49.7	169.2	211.3	216.5	383.2	459.9	646.6
YoY	481.0%	447.7%	190.4%	-53.0%	134.7%	31.4%	24.2%	54.9%	3804.8%	20.0%	40.6%
미국	-	-	-	-	-	45.0	37.5	67.5	-	-	150.0
유럽/기타	21.2	128.8	170.1	139.8	49.7	124.2	173.8	149.0	383.2	459.9	496.6
허쥬마	-	37.5	112.3	99.1	45.0	127.5	177.5	150.0	-	250.0	500.0
YoY	-	-	-	459.1%	-	240.0%	58.1%	51.3%	-	-	100.0%
미국	-	-	-	-	-	15.0	20.0	15.0	-	-	50.0
유럽/기타	-	37.5	112.3	99.1	45.0	112.5	157.5	135.0	17.7	250.0	450.0
매출총이익	25.6	69.0	181.5	127.5	43.0	163.1	211.6	195.0	224.1	403.6	612.7
GPM	19.9%	28.0%	29.0%	26.0%	21.0%	27.0%	28.0%	25.0%	24.3%	27.1%	27.3%
YoY	8.2%	3.3%	210.2%	69.5%	68.3%	136.5%	16.6%	52.9%	1.9%	80.1%	51.8%
판매관리비	17.1	20.0	24.4	28.5	23.0	26.2	27.2	32.0	70.5	89.9	108.4
YoY	32.0%	49.8%	34.1%	9.6%	33.9%	31.5%	11.4%	12.4%	70.5%	27.6%	20.5%
영업이익	8.4	49.0	157.1	99.1	20.1	136.9	184.4	163.0	153.7	313.6	504.3
YoY	-20.8%	-8.3%	289.8%	101.1%	138.3%	179.2%	17.4%	64.5%	-14.0%	104.1%	60.8%
OPM	6.6%	19.9%	25.1%	20.2%	9.8%	22.7%	24.4%	20.9%	16.7%	21.0%	22.5%
당기순이익	60.5	31.6	131.4	75.4	17.4	74.4	162.0	140.0	157.4	298.9	393.9
NPM	47.1%	12.8%	21.0%	15.4%	8.5%	12.3%	21.4%	17.9%	17.1%	20.0%	17.5%
YoY	TB	-59.3%	327.9%	48.0%	-71.2%	135.9%	23.3%	85.6%	28.1%	89.9%	31.8%

자료: 하나금융투자

셀트리온헬스케어 목표주가 상향

목표주가 140,000원 상향, 투자의견 BUY

목표주가 140,000원(상향)

투자의견 BUY

셀트리온헬스케어에 대해 목표주가 140,000원으로 상향, 투자의견 BUY로 유지한다. 목표주가 140,000원은 2020년 예상 순이익 6,100억원 기준으로 PER 30배를 부과하였다. 2020년을 기준으로 삼은 이유는 셀트리온헬스케어의 신제품 출시가 완료되고 이들의 성장이 본격적으로 발생하기 때문으로 2020년까지 셀트리온헬스케어의 매출액 성장률은 50% 수준을 유지할 수 있을 것으로 보인다.

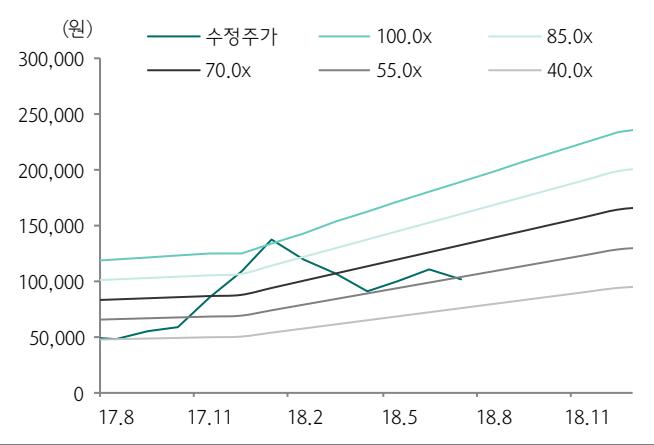
표 3. 셀트리온헬스케어 목표주가 산정

(단위: 십억원)

	비고
영업가치	18,285
2020년 예상 순이익	610
P/E	30
순부채	(1,298)
적정자본가치	19,583
주식 수(1,000주)	140,516
적정주가	139,362

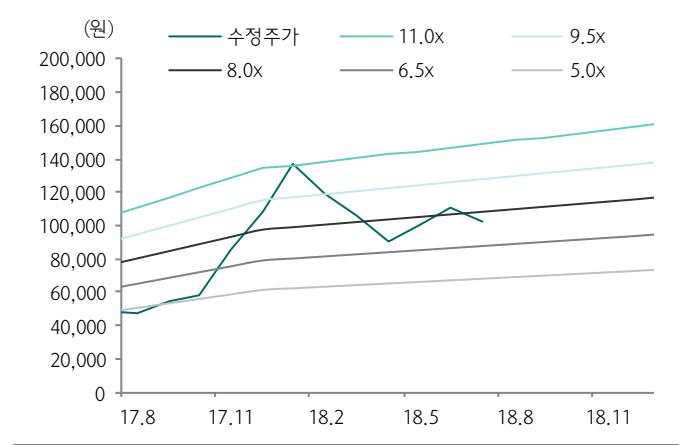
자료: 하나금융투자

그림 1. 셀트리온헬스케어 PER 뱅드



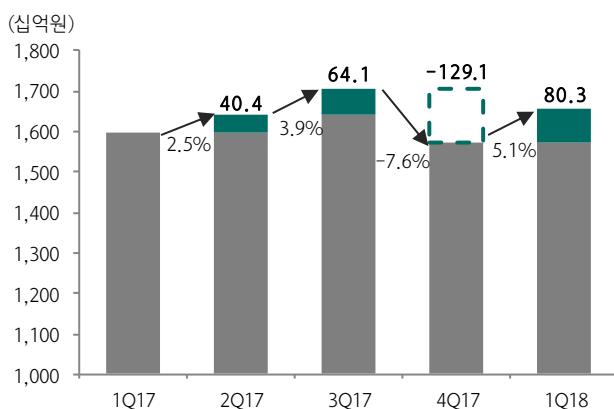
자료: 하나금융투자

그림 2. 셀트리온헬스케어 PBR 뱅드



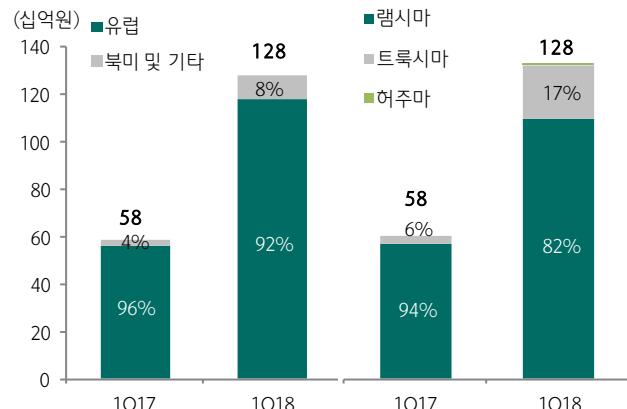
자료: 하나금융투자

그림 3. 셀트리온헬스케어 재고자산 추이



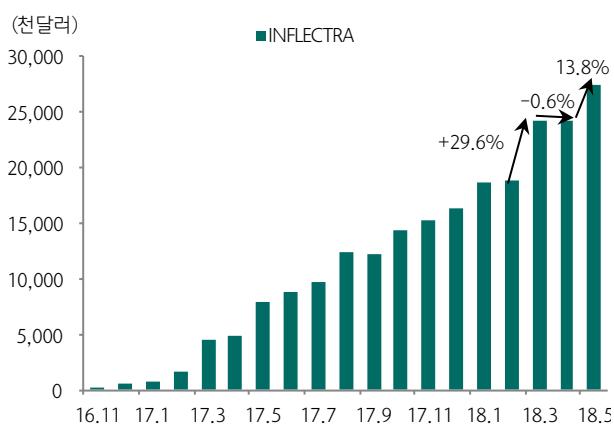
자료: 하나금융투자

그림 4. 지역별, 제품별 매출액



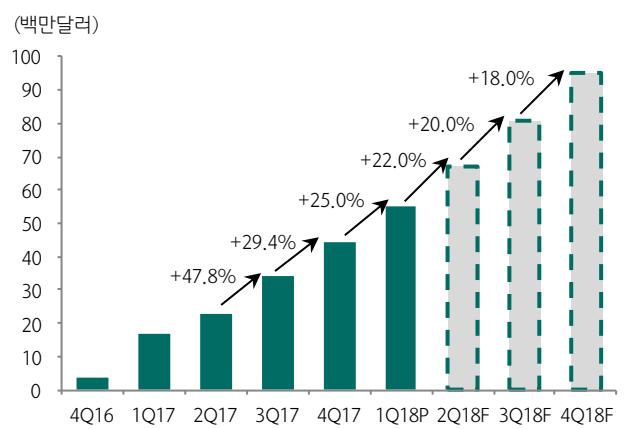
자료: 셀트리온헬스케어, 하나금융투자

그림 5. 미국 인플렉트라 월간 처방액



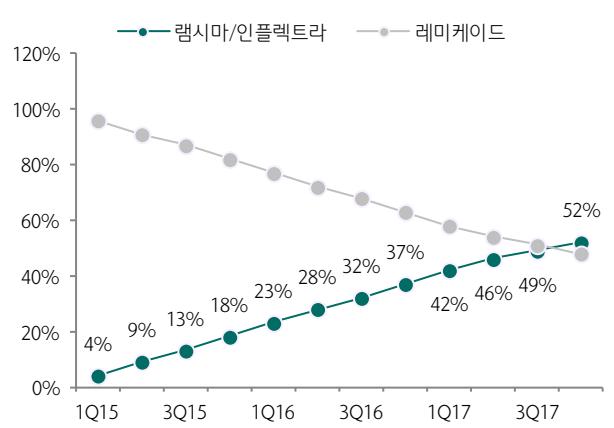
자료: 하나금융투자

그림 6. 화이자의 미국 인플렉트라 분기별 매출액



자료: 하나금융투자

그림 7. 램시마 유럽 시장점유율



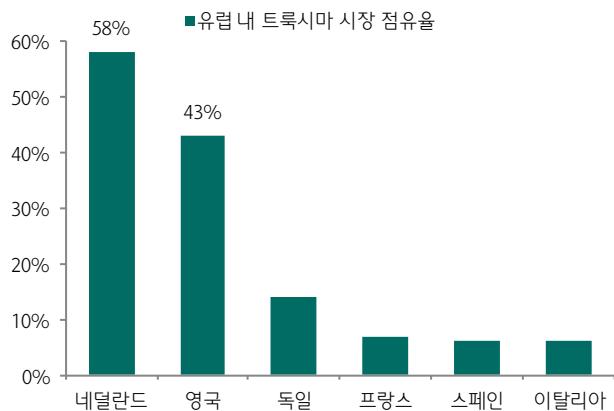
자료: 셀트리온헬스케어, 하나금융투자

그림 8. J&J 레미케이드 미국 분기별 매출액



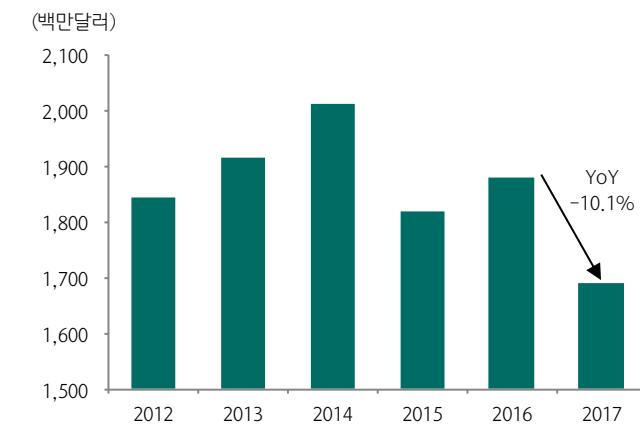
자료: 하나금융투자

그림 9. 트룩시마 유럽 시장점유율



자료: 셀트리온헬스케어, 하나금융투자

그림 10. 로슈의 리툭산 유럽 분기별 매출액



자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	757.7	920.9	1,491.0	2,244.7	3,388.5
매출원가	537.8	696.8	1,087.5	1,632.0	2,490.5
매출총이익	219.9	224.1	403.5	612.7	898.0
판관비	41.3	70.5	89.9	108.4	122.0
영업이익	178.6	153.7	313.6	504.3	776.0
금융손익	(21.7)	67.5	74.5	11.4	20.8
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	6.2	(15.0)	6.3	3.9	4.8
세전이익	163.1	206.1	394.4	519.7	801.5
법인세	40.2	48.7	95.4	125.8	192.4
계속사업이익	122.9	157.4	298.9	393.9	609.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	122.9	157.4	298.9	393.9	609.1
비지배주주지분 순이익	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지배주주순이익	122.9	157.4	298.9	393.9	609.1
지배주주지분포괄이익	122.7	147.0	298.9	393.9	609.1
NOPAT	134.5	117.4	237.7	382.3	589.7
EBITDA	178.8	153.8	313.8	504.5	776.1
성장성(%)					
매출액증가율	88.3	21.5	61.9	50.5	51.0
NOPAT증가율	695.9	(12.7)	102.5	60.8	54.3
EBITDA증가율	59.5	(14.0)	104.0	60.8	53.8
영업이익증가율	59.6	(13.9)	104.0	60.8	53.9
(지배주주)순이익증가율	496.6	28.1	89.9	31.8	54.6
EPS증가율	257.9	16.0	69.8	31.7	54.7
수익성(%)					
매출총이익률	29.0	24.3	27.1	27.3	26.5
EBITDA이익률	23.6	16.7	21.0	22.5	22.9
영업이익률	23.6	16.7	21.0	22.5	22.9
계속사업이익률	16.2	17.1	20.0	17.5	18.0

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,081	1,254	2,129	2,803	4,335
BPS	5,674	12,189	14,279	17,082	21,417
CFPS	1,638	950	2,719	3,590	5,523
EBITDAPS	1,573	1,225	2,234	3,590	5,523
SPS	6,667	7,336	10,618	15,975	24,114
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	N/A	86.6	48.0	36.5	23.6
PBR	N/A	8.9	7.2	6.0	4.8
PCFR	N/A	114.3	37.6	28.5	18.5
EV/EBITDA	N/A	92.4	41.7	24.4	14.3
PSR	N/A	14.8	9.6	6.4	4.2
재무비율(%)					
ROE	21.4	13.4	16.1	17.9	22.5
ROA	6.9	6.5	8.9	8.7	9.8
ROIC	14.0	10.6	22.7	46.9	130.9
부채비율	206.4	68.4	93.4	116.4	139.2
순부채비율	40.0	(41.0)	(63.2)	(84.9)	(108.2)
이자보상배율(배)	5.5	6.4	28.0	29.8	32.0

자료: 하나금융투자

대차대조표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	1,949.2	2,800.2	3,774.4	5,047.6	6,991.0
금융자산	95.9	774.8	1,391.8	2,214.2	3,512.1
현금성자산	95.9	251.4	544.2	938.2	1,586.0
매출채권 등	364.2	419.1	678.6	1,021.6	1,542.1
재고자산	1,472.1	1,574.8	1,653.5	1,736.2	1,823.0
기타유동자산	17.0	31.5	50.5	75.6	113.8
비유동자산	38.3	74.7	105.7	146.7	209.0
투자자산	23.1	50.3	81.4	122.6	185.0
금융자산	23.1	50.3	81.4	122.6	185.0
유형자산	0.1	0.3	0.2	0.2	0.2
무형자산	1.0	2.1	2.0	1.9	1.8
기타비유동자산	14.1	22.0	22.1	22.0	22.0
자산총계	1,987.4	2,874.9	3,880.1	5,194.3	7,200.0
유동부채	1,143.4	993.3	1,591.7	2,369.5	3,549.9
금융부채	322.4	75.1	124.6	176.9	256.2
매입채무 등	754.8	739.8	1,197.8	1,803.3	2,722.1
기타유동부채	66.2	178.4	269.3	389.3	571.6
비유동부채	195.4	174.1	281.9	424.4	640.7
금융부채	32.8	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	162.6	174.1	281.9	424.4	640.7
부채총계	1,338.8	1,167.5	1,873.6	2,794.0	4,190.6
지배주주지분	648.7	1,707.5	2,006.4	2,400.3	3,009.4
자본금	112.1	137.3	140.1	140.1	140.1
자본잉여금	380.6	1,365.6	1,365.6	1,365.6	1,365.6
자본조정	(46.1)	(46.1)	(46.1)	(46.1)	(46.1)
기타포괄이익누계액	(3.6)	(14.1)	(14.1)	(14.1)	(14.1)
이익잉여금	205.6	264.7	560.9	954.8	1,563.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	648.7	1,707.5	2,006.4	2,400.3	3,009.4
순금융부채	259.3	(699.7)	(1,267.1)	(2,037.3)	(3,256.0)

현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	30.4	(194.3)	591.5	807.3	1,276.1
당기순이익	122.9	157.4	298.9	393.9	609.1
조정	27.5	(84.8)	(6.8)	(3.9)	(4.9)
감가상각비	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1
외환거래손익	(10.0)	(3.3)	(7.0)	(4.0)	(5.0)
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	37.3	(81.7)	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(120.0)	(266.9)	299.4	417.3	671.9
투자활동 현금흐름	(0.2)	(521.0)	(348.2)	(465.6)	(707.6)
투자자산감소(증가)	(4.2)	(27.2)	(31.1)	(41.2)	(62.5)
유형자산감소(증가)	(0.0)	(0.3)	0.0	0.0	0.0
기타	4.0	(493.5)	(317.1)	(424.4)	(645.1)
재무활동 현금흐름	21.8	865.3	52.3	52.2	79.3
금융부채증가(감소)	87.1	(280.1)	49.5	52.2	79.3
자본증가(감소)	(833.6)	1,010.2	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	768.3	135.2	2.8	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	59.0	155.5	292.9	394.0	647.8
Unlevered CFO	186.2	119.2	381.8	504.5	776.1
Free Cash Flow	30.4	(194.6)	591.5	807.3	1,276.1

2018년 7월 10일

메디톡스(086900)

메디톡스의 성장스토리는 계속됩니다

2분기 실적 양호

메디톡스의 2분기 매출액은 전년대비 약 21% 증가한 573억원으로 1분기 588억원 대비 QoQ로는 약 2% 정도 감소할 것으로 예상된다. 4월과 5월 관세청의 톡신 수출데이터가 3월 대비 부진한 것으로 나타났는데, 이로인해 톡신의 수출액이 1분기 대비 다소 감소한 것으로 추정된다. 톡신 내수는 3공장 캐파 증설 이후 여전히 국내시장에서 꾸준한 점유율을 유지 분기별 100~110억원 사이의 매출액을 기록할 것으로 보인다. 영업이익은 전년대비 약 3% 증가된 272억원(OPM, 47.5%) 규모로 추산된다. 2017년 4분기 39억원에 이어 올해 1분기에도 31억 원의 광고선전비가 집행되었는데, 앞으로도 광고선전비는 꾸준히 발생할 것으로 예상된다. 이것은 중국시장 진출을 앞두고 뷰티 분야에서 한국시장에서의 1등이 중국시장 점유율과 직결되므로 회사가 취한 전략이라 볼 수 있다.

중국과 미국시장 진출 성공스토리

5월 관세청 톡신수출 데이터에 아일랜드 목적지로 약 109만달러의 수출금액이 나왔는데, 앤리간의 본사가 아일랜드에 있는 점을 고려하면 이노톡스의 임상 3상 진입이 이제 가시화되었다고 볼 수 있다. 앤리간의 경우 후발주자인 레방스사의 long type 보툴리눔 톡신에 대응하기 위해서는 그에 상응하는 혁신적인 보툴리눔 톡신 제제 개발이 필요하기 때문이다. 중국은 2019년 상반기 최종 시판허가를 취득할 것으로 예상됨에 따라 (올해 2월 9일 중국 CFDA에 BLA 제출) 중국 보툴리눔 톡신 시장 성장의 최대 수혜주가 될 것으로 기대된다.

목표주가 100만원으로 상향, 투자의견 BUY 유지

작년 앤리간의 중국 성장률이 69%에 이를 정도로 중국시장은 고정상 중이며, 메디톡스의 제품이 중국에서 3번째로 허가를 받게되면, 중국 보툴리눔 톡신 시장의 middle급 제품으로 확실한 포지셔닝이 가능할 것으로 예상됨에 따라 중국 뉴로녹스의 가치를 기준 7,400억원에서 9,700억원으로 상향조정하다. 더불어 영업가치에 대한 밸류에이션을 상향조정 12개월 Forward PER 35배 부과, 목표주가 100만원으로 상향, 투자 의견 BUY 유지한다. 그러나 이것이 끝이 아니다. 향후 분말제형인 메디톡신(수출명 뉴로녹스)의 유럽진출까지 가시화된다면 목표주가가 상향될 여지는 아직도 남아있다.

Top Picks

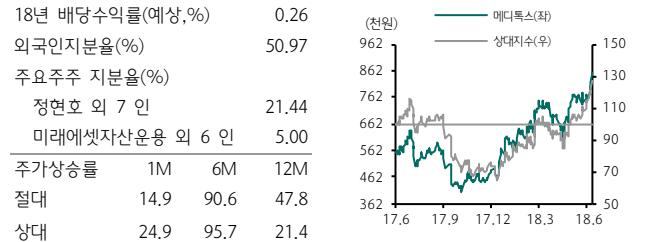
BUY

| TP(12M): 1,000,000원(상향) | CP(7월9일): 853,500원

Key Data

		2018	2019
KOSDAQ 지수 (pt)	808,28		
52주 최고/최저(원)	853,500/402,000		
시가총액(십억원)	4,827.9		
시가총액비중(%)	1.82		
발행주식수(천주)	5,656.5		
60일 평균 거래량(천주)	30.7		
60일 평균 거래대금(십억원)	22.0		
18년 배당금(예상,원)	2,200		
18년 배당수익률(예상,%)	0.26		
외국인지분율(%)	50.97		
주요주주 지분율(%)			
정현호 외 7 인	21.44		
미래에셋자산운용 외 6 인	5.00		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	14.9 90.6 47.8		
상대	24.9 95.7 21.4		

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	133.3	181.2	237.6	272.5	310.5
영업이익	십억원	75.2	90.2	114.6	133.0	153.4
세전이익	십억원	75.0	88.4	115.5	135.4	157.5
순이익	십억원	59.2	73.3	93.7	108.5	124.6
EPS	원	10,471	12,955	16,561	19,184	22,032
증감률	%	40.0	23.7	27.8	15.8	14.8
PER	배	34.06	37.43	51.54	44.49	38.74
PBR	배	10.58	10.66	14.22	11.07	8.79
EV/EBITDA	배	26.13	28.75	39.92	34.08	29.11
ROE	%	45.36	42.17	38.89	32.85	28.63
BPS	원	33,713	45,493	60,001	77,132	97,111
DPS	원	2,000	2,200	2,200	2,200	2,200



Analyst 선민정

02-3771-7785

rssun@hanafn.com

RA 박현우

02-3771-7606

auseing@hanafn.com

2분기 실적 프리뷰 및 연간 전망

2분기 매출액 573억원(YoY, 21%)

영업이익 272억원(YoY, 3%)

메디톡스의 2분기 매출액은 전년대비 약 21% 증가한 573억원, 영업이익은 3% 증가된 272억원(OPM, 47.5%) 규모로 추산된다. 이는 컨센서스 대비 매출액은 0.3% 낮고, 영업이익은 5.6% 낮은 수치이다.

2018년도 연간으로 봤을 때 매출액은 전년대비 31.1% 증가한 2,376억원을 달성할 수 있을 것으로 예상되며 영업이익은 전년대비 27.1% 증가한 1,146억원을 기록할 것으로 예상된다.

표 1. 메디톡스 2Q18 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	2Q18F	2Q17	YoY	Consen	%Variance
매출액	57.3	47.5	20.8	57.5	(0.3)
영업이익	27.2	26.4	3.3	28.9	(5.6)
세전이익	27.5	25.8	6.5	28.5	(3.7)
당기순이익	19.9	20.5	(3.1)	22.7	(12.4)
OPM %	47.5	55.6		50.2	
NPM %	34.7	43.2		39.4	

자료: 하나금융투자

표 2. 메디톡스 연간 실적추정

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	17	18F	19F
매출액	58.8	57.3	56.6	64.8	66.1	67.1	66.6	72.6	181.2	237.6	272.5
YoY	45.3%	20.8%	40.4%	22.3%	12.4%	17.0%	17.7%	12.1%	36.0%	31.1%	14.7%
특신	38.6	36.8	38.7	45.6	45.3	45.9	47.2	52.7	107.2	159.6	191.1
YoY	99.0%	35.7%	59.1%	25.2%	17.3%	24.9%	22.0%	15.6%	72.7%	48.9%	19.7%
수출	28.0	26.4	27.2	32.2	33.6	34.3	34.0	38.7	72.9	113.8	140.5
YoY	112.1%	28.0%	90.0%	30.0%	20.0%	30.0%	25.0%	20.0%	95.0%	56.1%	23.5%
내수	10.6	10.4	11.5	13.3	11.7	11.6	13.2	14.0	34.3	45.8	50.5
YoY	71.0%	60.0%	15.0%	15.0%	10.0%	12.0%	15.0%	5.0%	38.9%	33.6%	10.3%
필러	17.3	17.6	15.0	16.2	17.8	18.2	16.4	17.0	61.7	66.0	69.4
YoY	-1.7%	2.8%	18.7%	12.6%	3.1%	3.5%	10.0%	4.6%	2.4%	7.0%	5.1%
수출	13.2	13.4	11.0	12.5	13.9	13.8	12.1	12.9	46.5	50.2	52.7
YoY	-1.5%	3.0%	20.0%	15.0%	5.0%	3.0%	10.0%	3.0%	0.6%	7.9%	5.1%
내수	4.1	4.2	3.9	3.7	4.0	4.4	4.3	4.0	15.2	15.9	16.7
YoY	-2.4%	2.0%	15.0%	5.0%	-3.0%	5.0%	10.0%	10.0%	8.2%	4.4%	5.3%
기타	2.9	3.0	12.4	11.9	12.0						
매출원가	13.0	12.6	12.5	14.6	14.9	14.6	14.7	16.3	34.6	52.7	60.5
YoY	75.0%	54.4%	62.9%	28.7%	14.1%	16.0%	17.7%	12.1%	43.7%	52.3%	14.9%
매출총이익	45.8	44.7	44.2	50.2	51.2	52.5	52.0	56.3	146.6	184.9	212.0
YoY	38.6%	13.8%	35.2%	20.6%	11.9%	17.3%	17.7%	12.1%	34.3%	26.1%	14.7%
CPM	77.8%	78.0%	78.0%	77.5%	77.5%	78.2%	78.0%	77.5%	80.9%	77.8%	77.8%
판관비	18.0	17.5	18.0	16.9	20.1	20.0	20.1	18.8	56.5	70.3	79.0
YoY	51.5%	35.3%	14.7%	5.4%	11.7%	14.2%	11.5%	11.8%	66.1%	24.5%	12.3%
판관비율	30.5%	30.5%	31.9%	26.0%	30.3%	29.8%	30.2%	25.9%	31.2%	29.6%	29.0%
경상연구개발비	5.0	5.1	5.7	5.2	5.5	5.9	6.4	5.7	15.9	21.0	23.5
YoY(%)	56.4%	20.0%	15.0%	50.0%	10.0%	15.0%	12.0%	10.0%	92.0%	32.4%	11.8%
기타판매관리비	12.9	12.4	12.4	11.6	14.5	14.1	13.8	13.1	40.6	49.3	55.5
YoY(%)	49.7%	42.8%	14.6%	-7.0%	12.4%	13.9%	11.3%	12.6%	57.8%	21.4%	12.6%
영업이익	27.8	27.2	26.1	33.4	31.2	32.5	31.8	37.5	90.2	114.6	133.0
YoY	31.3%	3.2%	54.5%	30.0%	12.0%	19.3%	21.9%	12.3%	19.9%	27.1%	16.1%
OPM	47.3%	47.5%	46.1%	51.5%	47.2%	48.4%	47.8%	51.6%	49.7%	48.2%	48.8%
당기순이익	21.6	19.9	21.9	30.2	22.1	23.8	27.4	35.2	73.3	93.7	108.5
YoY	27.5%	-3.0%	65.2%	34.1%	2.3%	19.8%	24.7%	16.5%	23.7%	27.8%	15.8%
NPM	36.8%	34.7%	38.7%	46.6%	33.5%	35.5%	41.1%	48.5%	40.4%	39.4%	39.8%

자료: 하나금융투자

메디톡스 목표주가 상향

목표주가 1,000,000원 상향, 투자의견 BUY

목표주가 1,000,000원, 투자의견 BUY

메디톡스에 대해 목표주가 1,000,000원으로 상향, 투자의견 BUY로 유지한다. 목표주가 1,000,000원은 SOTP 방식으로 기존 메디톡스의 영업가치와 앤더간으로 기술이전된 이노톡스, 그리고 최근 중국 식품의약품국(CFDA)에 시판허가 신청서를 제출한 뉴로녹스에 대한 파이프라인 가치를 반영하여 산정하였다. 영업가치 밸류에이션은 중국시장 진출기대감으로 향후 고성장세가 회복될 수 있을 것이라는 기대감을 반영 12개월 Forward PER 35배를 부과하였다.

표 3. 메디톡스 목표주가 산정

(단위: 십억원)

		비고
영업가치	3,430.0	
2018년 순이익	98	
P/E	35	
파이프라인 가치	2,004.3	
이노톡스	1,033.6	
중국 뉴로녹스	970.7	
자사주	270.9	3개월 평균 주가
순부채	9.7	
적정자본가치	5,695.5	
주식 수(1,000주)	5,657	
적정주가	1,006,803	

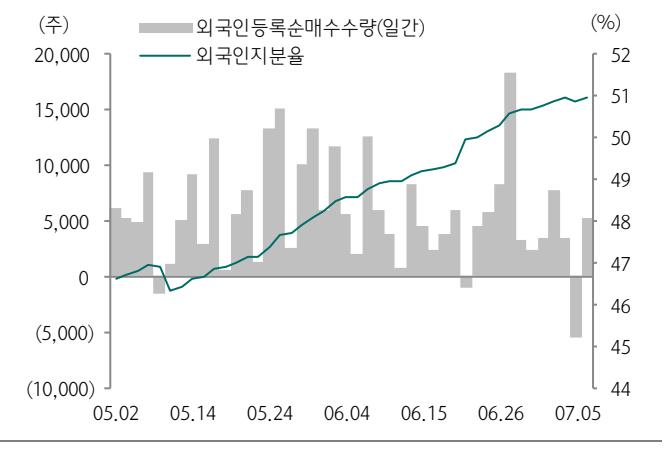
자료: 하나금융투자

그림 1. 메디톡스 주가와 외국인지분율



자료: 하나금융투자

그림 2. 외국인 순매수 현황 및 지분율



자료: 하나금융투자

중국 뉴로녹스의 가치

중국 뉴로녹스의 rNPV

중국 뉴로녹스의 rNPV는 아래와 같은 가정하에 산정되었다.

- 중국에서 정식으로 허가받은 제품은 앤더간사의 보톡스와 란저우사의 BTXA에 이어 세번째로 허가받는 제품으로 2019년 최종 시판허가가 가능할 것으로 전망하였다.
- 중국 시장규모는 정식으로 허가 받은 제품들이 판매될 수 있는 화이트마켓으로만 한정하여 약 1,400억원 규모로 추산하였다.
- 성장률은 약 30~40%의 고성장세가 당분간 유지될 수 있을 것으로 가정하였다.
- 메디톡스의 중국 파트너사는 블루미지(Bloomage)사로 중국 내에서 히아루론산 필러 시장의 약 20%를 점유하고 있는 코스메슈티컬 회사이다. 메디톡스는 2015년 블루미지사와 메디블룸차이나라는 JV를 설립하여 중국 내 뉴로녹스의 판매를 담당할 예정이다. 코스메슈티컬 회사인 블루미지사의 특성을 고려 뉴로녹스의 피크 점유율은 약 25%로 가정하였다.
- 다만 휴젤의 보툴레스와 대응제약의 나보타도 중국에서 임상 3상을 진행하고 있는 만큼 네 번째 제품은 2020년 시판될 수 있을 것으로 예상하였다.
- 메디톡스사가 중국에 공급하는 납품가는 매출액의 70%, 제조수익률은 80%로 추정 중국 수출향의 제조수익은 약 56%로 추정하였다.
- 뉴로녹스가 국내에서는 오랫동안 시판되어 사용되어 온 제품이고, 중국 블루미지라는 파트너를 통한 신청서 제출로 성공확률은 90%로 계산하였다.
- Terminal Value는 지속성장률 1%로 가정하여 산정되었다.

표 4. 중국 뉴로녹스의 rNPV

(단위: 백만달러, 십억원)

	17	18	19	20	21	22	23	24	25	26	27	28	29	30
중국시장	130	169	228	319	447	581	744	930	1,163	1,430	1,759	2,111	2,533	3,040
YoY(%)		30.0%	35%	40%	40%	30%	28%	25%	25%	23%	23%	20%	20%	20%
뉴로녹스 점유율			5%	15%	20%	25%	23%	20%	20%	18%	16%	15%	15%	15%
뉴로녹스의 예상 매출액			8.5	34.2	63.9	111.8	133.7	148.8	186.0	209.3	228.8	263.8	316.6	379.9
이벤트			시판 4번째 허가	제품 허가										
제조수익	56%		4.7	19.2	35.8	62.6	74.9	83.3	104.2	117.2	128.1	147.8	177.3	212.8
원화환산수익(\$1=1,100원)	1.1		5.2	21.1	39.4	68.9	82.4	91.7	114.6	128.9	140.9	162.5	195.0	234.0
세후이익(법인세율 24.2%)	24.2%		3.9	16.0	29.8	52.2	62.4	69.5	86.9	97.7	106.8	123.2	147.8	177.4
할인율	10.0%		1.0	0.91	0.83	0.75	0.68	0.62	0.56	0.51	0.47	0.42	0.39	0.35
현재가치환산(할인율 10% 가정)			3.6	13.2	22.4	35.7	38.8	39.2	44.6	45.6	45.3	47.5	51.8	56.5
NPV		1,078.5												
Terminal Value	1%	634.4												
성공확률	90%	970.7												

자료: 하나금융투자

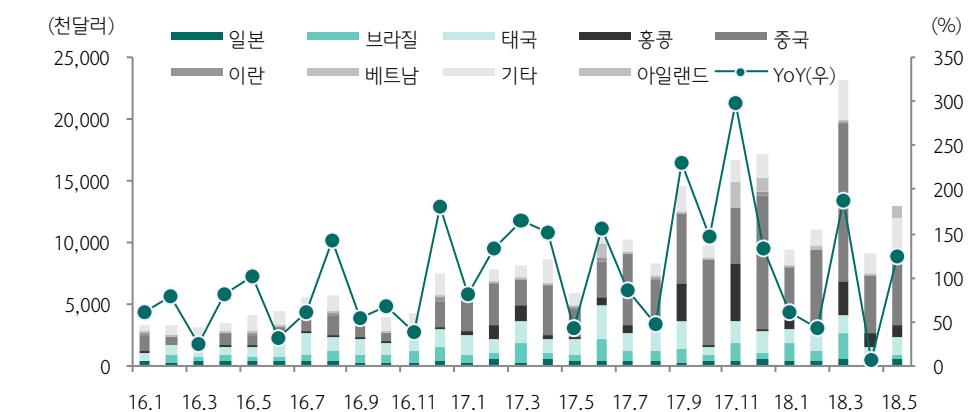
표 5. 보툴리눔 톡신 월간 수출 데이터

(단위: 천달러)

	일본	브라질	태국	홍콩	중국	이란	베트남	아일랜드	기타
17년 1월	240	566	1,639	297	2,446	285	3	-	516
17년 2월	470	568	1,087	1,202	3,502	-	34	-	895
17년 3월	235	1,543	1,872	1,219	2,101	215	3	-	938
17년 4월	427	556	1,094	328	4,255	-	39	-	1,873
17년 5월	319	558	1,304	101	2,383	72	160	-	921
17년 6월	309	1,754	2,733	781	2,848	413	1,061	-	1,447
17년 7월	341	844	1,373	630	5,965	-	147	-	981
17년 8월	288	926	2,046	40	3,723	120	127	-	994
17년 9월	234	1,032	2,340	3,106	5,558	173	109	-	1,992
17년 10월	263	619	766	56	6,886	-	211	-	962
17년 11월	318	1,392	1,783	4,842	4,506	-	2,063	-	1,880
17년 12월	438	616	1,896	50	10,775	324	1,149	-	1,966
18년 1월	355	1,367	1,157	1,341	3,866	-	42	-	1,262
18년 2월	302	832	1,844	596	5,870	-	271	-	1,274
18년 3월	425	2,176	1,477	2,677	12,959	126	118	-	3,183
18년 4월	498	-	1,001	1,043	4,842	-	126	-	1,579
18년 5월	523	313	1,407	970	5,879	194	12	1,090	2,655

자료: 하나금융투자

그림 3. 관세청 보툴리눔 톡신 수출액 추이



자료: 관세청, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	133.3	181.2	237.6	272.5	310.5
매출원가	24.1	34.6	52.7	60.5	71.4
매출총이익	109.2	146.6	184.9	212.0	239.1
판관비	34.0	56.5	70.3	79.0	85.7
영업이익	75.2	90.2	114.6	133.0	153.4
금융순익	0.3	(1.0)	0.7	2.2	3.8
종속/관계기업순익	(0.8)	(0.9)	0.0	0.0	0.0
기타영업외순익	0.3	0.2	0.2	0.2	0.3
세전이익	75.0	88.4	115.5	135.4	157.5
법인세	15.8	15.3	21.9	27.1	33.1
계속사업이익	59.2	73.2	93.5	108.3	124.4
증단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	59.2	73.2	93.5	108.3	124.4
비지배주주지분 순이익	0.0	(0.1)	(0.1)	(0.2)	(0.2)
지배주주순이익	59.2	73.3	93.7	108.5	124.6
지배주주지분포괄이익	59.2	72.3	93.7	108.5	124.6
NOPAT	59.4	74.6	92.8	106.4	121.2
EBITDA	79.9	98.4	121.3	139.4	159.6
성장성(%)					
매출액증가율	50.6	35.9	31.1	14.7	13.9
NOPAT증가율	41.4	25.6	24.4	14.7	13.9
EBITDA증가율	44.0	23.2	23.3	14.9	14.5
영업이익증가율	45.5	19.9	27.1	16.1	15.3
(지배주주)순이익증가율	40.0	23.8	27.8	15.8	14.8
EPS증가율	40.0	23.7	27.8	15.8	14.8
수익성(%)					
매출총이익률	81.9	80.9	77.8	77.8	77.0
EBITDA이익률	59.9	54.3	51.1	51.2	51.4
영업이익률	56.4	49.8	48.2	48.8	49.4
계속사업이익률	44.4	40.4	39.4	39.7	40.1

투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	10,471	12,955	16,561	19,184	22,032
BPS	33,713	45,493	60,001	77,132	97,111
CFPS	14,578	18,605	21,480	24,688	28,269
EBITDAPS	14,129	17,391	21,444	24,652	28,216
SPS	23,558	32,041	41,998	48,172	54,899
DPS	2,000	2,200	2,200	2,200	2,200
주가지표(배)					
PER	34.1	37.4	51.5	44.5	38.7
PBR	10.6	10.7	14.2	11.1	8.8
PCFR	24.5	26.1	39.7	34.6	30.2
EV/EBITDA	26.1	28.7	39.9	34.1	29.1
PSR	15.1	15.1	20.3	17.7	15.5
재무비율(%)					
ROE	45.4	42.2	38.9	32.8	28.6
ROA	22.5	20.6	22.4	21.7	20.2
ROIC	40.2	32.9	34.4	37.5	41.3
부채비율	119.4	90.1	56.2	44.6	36.6
순부채비율	48.1	39.2	3.4	(20.9)	(37.6)
이자보상배율(배)	81.8	43.7	62.6	91.3	105.3

자료: 하나금융투자

대차대조표

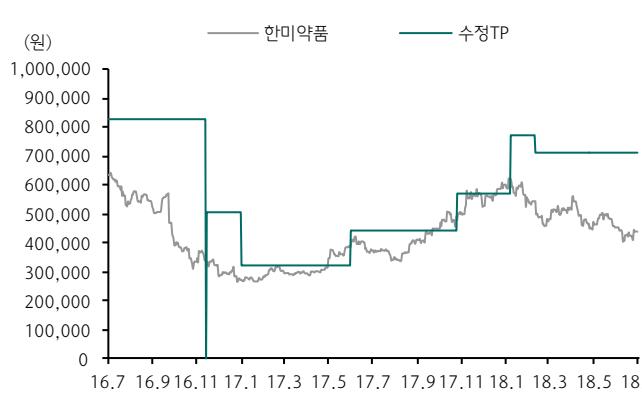
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	68.6	103.2	155.2	257.8	378.6
금융자산	30.5	36.0	67.1	156.8	263.5
현금성자산	15.8	26.4	54.6	142.4	247.1
매출채권 등	30.2	53.4	70.0	80.3	91.5
재고자산	6.9	11.6	15.2	17.5	19.9
기타유동자산	1.0	2.2	2.9	3.2	3.7
비유동자산	255.4	286.0	292.4	296.4	299.2
투자자산	10.7	13.2	16.4	19.8	22.6
금융자산	2.5	5.2	6.8	7.8	8.9
유형자산	150.6	184.4	189.1	191.0	192.4
무형자산	19.3	28.4	27.0	25.6	24.3
기타비유동자산	74.8	60.0	59.9	60.0	59.9
자산총계	324.0	389.1	447.6	554.2	677.8
유동부채	76.6	137.4	104.6	108.7	113.1
금융부채	39.8	99.2	59.9	59.9	59.9
매입채무 등	8.3	11.8	15.5	17.8	20.2
기타유동부채	28.5	26.4	29.2	31.0	33.0
비유동부채	99.8	47.0	56.4	62.2	68.5
금융부채	61.8	16.9	16.9	16.9	16.9
기타비유동부채	38.0	30.1	39.5	45.3	51.6
부채총계	176.4	184.4	161.0	170.9	181.6
지배주주지분	147.7	199.8	281.9	378.8	491.8
자본금	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8
자본잉여금	13.9	19.9	19.9	19.9	19.9
자본조정	(42.1)	(57.1)	(57.1)	(57.1)	(57.1)
기타포괄이익누계액	0.2	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
이익잉여금	172.8	234.4	316.4	413.3	526.3
비지배주주지분	0.0	4.9	4.7	4.6	4.4
자본총계	147.7	204.7	286.6	383.4	496.2
순금융부채	71.0	80.2	9.7	(80.0)	(186.6)

현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	54.1	59.7	94.6	109.5	123.4
당기순이익	59.2	73.2	93.5	108.3	124.4
조정	11.2	24.6	6.1	4.3	2.4
감가상각비	4.7	8.2	6.7	6.5	6.2
외환거래손익	2.3	(4.7)	(2.0)	(2.5)	(3.0)
지분법손익	0.8	0.9	0.0	0.0	0.0
기타	3.4	20.2	1.4	0.3	(0.8)
영업활동 자산부채 변동	(16.3)	(38.1)	(5.0)	(3.1)	(3.4)
투자활동 현금흐름	(114.3)	(41.3)	(13.6)	(8.5)	(5.7)
투자자산감소(증가)	(6.3)	(1.4)	(3.2)	(3.4)	(2.8)
유형자산감소(증가)	(136.5)	(38.0)	(10.0)	(7.0)	(6.2)
기타	28.5	(1.9)	(0.4)	1.9	3.3
재무활동 현금흐름	49.2	(7.4)	(52.7)	(13.1)	(13.1)
금융부채증가(감소)	76.4	14.6	(39.3)	0.0	0.0
자본증가(감소)	0.0	6.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(17.6)	(16.9)	(1.8)	(1.5)	(1.5)
배당지급	(9.6)	(11.1)	(11.6)	(11.6)	(11.6)
현금의 증감	(11.4)	10.6	28.2	87.8	104.7
Unlevered CFO	82.5	105.2	121.5	139.6	159.9
Free Cash Flow	(82.4)	21.6	84.6	102.5	117.2

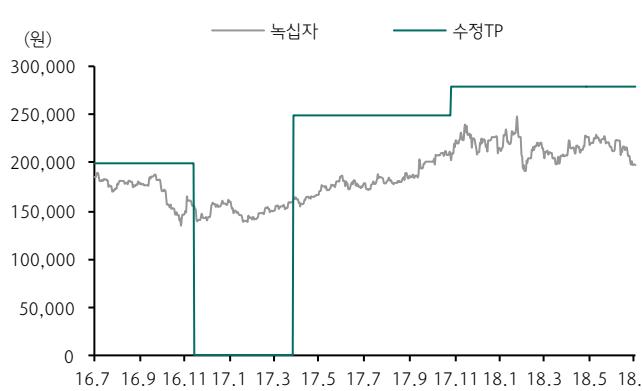
투자의견 변동 내역 및 목표주가 평균

한미약품



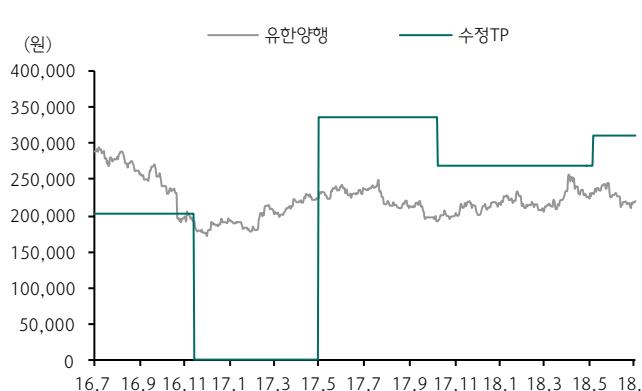
날짜	투자의견	목표주가	평균	
			고리율	최고/최저
18.2.19	BUY	710,000		
18.1.16	BUY	770,000	-26.17%	-21.17%
17.11.3	BUY	568,904	-2.06%	8.98%
17.6.9	BUY	441,391	-9.51%	14.44%
17.1.9	BUY	321,033	-5.35%	19.77%
16.11.22	BUY	504,480	-40.72%	-33.00%
16.11.21	Analyst Change			
16.4.29	BUY	825,513	-36.89%	-20.33%

녹십자



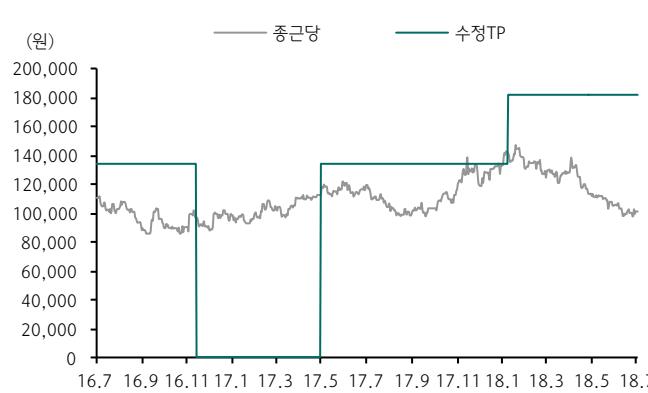
날짜	투자의견	목표주가	평균	
			고리율	최고/최저
17.11.3	BUY	280,000		
17.4.4	BUY	250,000	-27.65%	-15.40%
16.11.21	Analyst Change			

유한양행



날짜	투자의견	목표주가	평균	
			고리율	최고/최저
18.5.14	BUY	310,000		
17.10.16	BUY	268,308	-18.84%	-4.03%
17.5.8	BUY	335,385	-32.97%	-25.57%
16.11.21	Analyst Change			

종근당



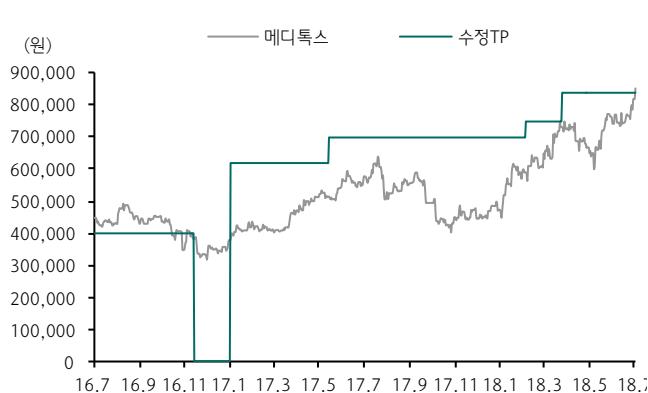
날짜	투자의견	목표주가	피리울	
			평균	최고/최저
18.1.16	BUY	181,483		
17.5.8	BUY	133,724	-14.11%	6.43%
16.11.21		Analyst Change		
16.5.31	BUY	133,724	-24.63%	-8.57%

셀트리온헬스케어



날짜	투자의견	목표주가	피리울	
			평균	최고/최저
17.12.12	BUY	117,722		

메디톡스



날짜	투자의견	목표주가	피리울	
			평균	최고/최저
18.4.2	BUY	840,000		
18.2.12	BUY	750,000	-12.95%	-0.44%
17.5.22	BUY	700,000	-25.36%	-8.64%
17.1.9	BUY	620,000	-28.40%	-13.90%
16.11.21		Analyst Change		

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.4%	5.7%	0.9%	100.0%

* 기준일: 2018년 7월 9일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 07월 10일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2018년 07월 10일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 엮어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자와 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.