

2019-01-16



# INDUSTRY ANALYSIS

제약/바이오(비중확대)

## 2019년을 기대해야 할 때

- 1) 제약/바이오는 연초에 주목해야하는 섹터
- 2) 2019년은 R&D 결실을 맺는 한해
- 3) 제약/바이오 업체 4Q18 실적 Preview

제약바이오, 이달미, 3773-9952  
연구원, 이소중, 3773-9953

# SK INDUSTRY Analysis



**Analyst**  
**이달미**

talmi@sk.com  
02-3773-9952



**R.A**  
**이소중**

sojoong@sk.com  
02-3773-9953

## 제약/바이오

### 2019 년을 기대해야 할 때

제약/바이오 섹터를 연초에 주목해야 하는 섹터로 판단. 1 월에 열리는 JP 모건 헬스케어 컨퍼런스를 통한 R&D 모멘텀이 올해에도 긍정적 영향 예상, 컨퍼런스 이후에 있을 기술 수출에 주목해야 함. 또한 2019 년은 제약/바이오 업계에 있어 R&D 결실을 맺는 중요한 해임. 이에 따른 성패가 향후 주가의 방향을 결정할 전망. Top Pick 은 대웅 제약, 한미약품, 차선후주 유한양행 선정.

### 제약/바이오는 연초에 주목해야 하는 섹터

제약/바이오 섹터를 연초에 주목해야 하는 섹터로 판단한다. 무엇보다 올해에도 1 월에 열리는 JP 모건 헬스케어 컨퍼런스가 R&D 모멘텀을 부각할 것으로 보인다. 컨퍼런스가 우리가 가장 크게 기대하는 부분은 기술수출 또는 투자유치이다. 2018 년에는 동아에스티와 유한양행이 JP 모건 컨퍼런스에서의 만남을 계기로 기술수출에 성공하였다. 이번 행사에서는 유한양행의 NASH 치료제가 길리어드사로 총 마일스톤 8,800 억원, Upfront fee 170 억원 규모의 계약을 체결하였다. 1 월 JP 모건 컨퍼런스 이후에 있을 기술수출에 주목해야 할 것이다.

### 2019 년은 R&D 결실을 맺는 한해

2019 년은 제약/바이오 업계에 있어 R&D 결실을 맺는 중요한 해라 볼 수 있다. 우선 2019 년 2 월에 대웅제약의 나보타 미국 FDA 허가 승인이 예상되며 4 분기에는 한미약품의 호중구감소증 치료제 톨론티스의 시판허가가 예상된다. 한미약품의 포지오티닙은 혁신치료제 지정에 실패했지만, 2019 년 중 조건부허가 신청에 들어갈 예정이며, SK 바이오팜의 뇌전증 치료제 세노바메이트가 4 분기 중으로 시판승인이 예상된다. 결국 이에 따른 성패가 주가 방향을 결정할 전망이다.

### 제약/바이오 커버리지업체 10 개사의 2018 년 4 분기 실적 Preview

당사 커버리지업체 2018 년 4 분기 합산 실적은 매출액이 전년대비 +2.9% 증가한 2조 2,662 억원, 영업이익이 전년대비 30.2% 감소한 2,250 억원으로 전망된다. 이번 4 분기 실적은 전반적으로 3 분기 대비로는 좋다. 그러나 4Q17 대비로는 R&D 비용 및 인건비 집행, 바이오시밀러의 경쟁심화와 단가인하 영향으로 역성장세를 보일 것으로 판단되며 시장 컨센서스를 하회할 전망이다. 하지만 전술했듯이 현재 실적보다 R&D 결과에 주목해야 한다. Top Pick 으로는 대웅제약, 한미약품, 차선후주는 유한양행을 추천한다.

#### Coverage List

기업	코드번호	투자이견	목표주가(원)
한미약품	128940	매수(유지)	620,000(유지)
동아에스티	170900	매수(유지)	120,000(유지)
유한양행	000100	매수(유지)	300,000(상향)
대웅제약	069620	매수(유지)	260,000(유지)
삼성바이오로직스	207940	매수(유지)	500,000(유지)
셀트리온	068270	매수(유지)	250,000(하향)
셀트리온헬스케어	091990	매수(유지)	86,000(하향)
SK케미칼	285130	매수(유지)	100,000(유지)
휴젤	145020	매수(유지)	430,000(유지)
메디톡스	086900	매수(유지)	740,000(유지)

자료 : SK 증권

# Contents

1. 제약/바이오는 연초에 주목해야 하는 섹터	3
2. 2019 년은 R&D 결실을 맺는 한해	6
3. 제약/바이오 업체 4Q18 실적 Preview	8
Company Analysis	
한미약품 (128940 / BUY / 620,000 원)	12
동아에스티 (170900 / BUY / 120,000 원)	15
유한양행 (000100/ BUY / 300,000 원)	18
대웅제약 (069620/ BUY / 260,000 원)	22
삼성바이오로직스 (207940/ BUY / 500,000 원)	25
셀트리온 (068270/ BUY / 250,000 원)	27
셀트리온헬스케어 (091990/ BUY / 86,000 원)	30
SK 케미칼 (285130/ BUY / 100,000 원)	33
휴젤 (145020 / BUY / 430,000 원)	36
메디톡스 (086900/ BUY / 740,000 원)	39

## Compliance Notice

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

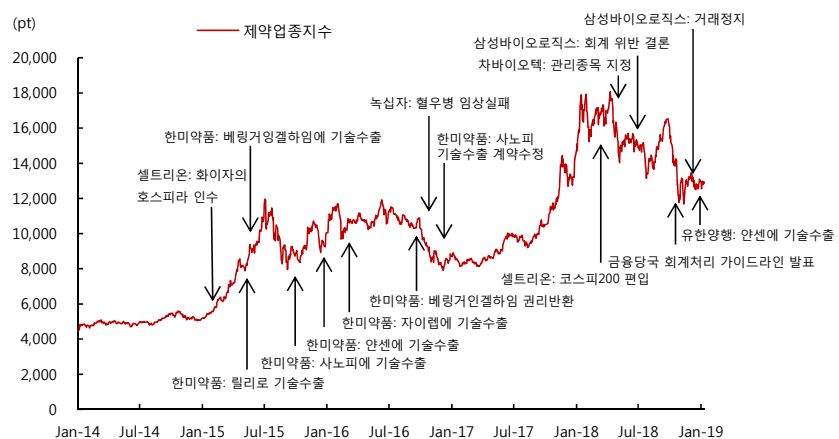
## SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 1 월 16 일 기준)

매수	92.31%	중립	7.69%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 1. 제약/바이오는 연초에 주목해야 하는 섹터

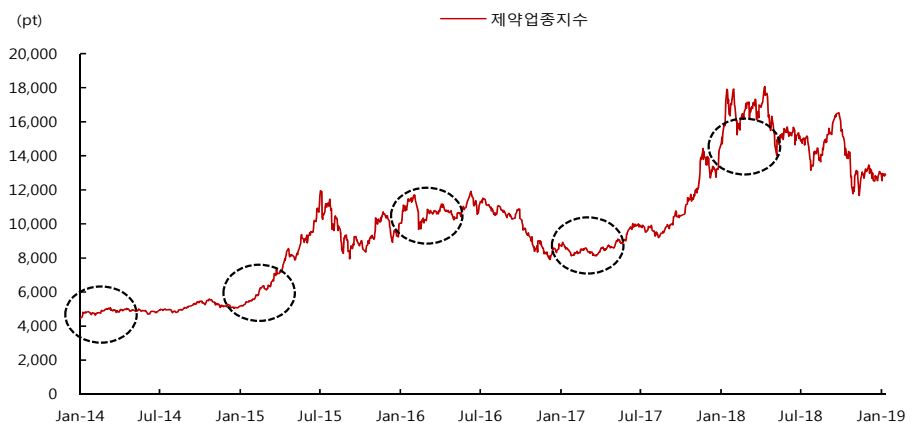
제약/바이오 섹터는 연초에 주목해야하는 섹터다. 1월에 열리는 JP 모건 헬스케어 컨퍼런스를 통해 R&D 모멘텀이 부각되기 때문이다. 과거 1월 한달간의 제약/바이오 업종지수 수익률을 살펴보면 2016년 +13.3%, 2017년 -6.3%, 2018년 +3.5%, 특히 2017년을 제외하고 상승 추세를 보인 것은 JP 모건 컨퍼런스와 관련된 높은 기대감을 반영한다. 1월 11일까지의 지수 상승률은 +0.1%에 불과하다. 4분기 실적 우려 및 경기둔화에 대한 우려감이 전반적인 지수 움직임을 제약하고 있다. 하지만 JP 모건 헬스케어 컨퍼런스가 미래에 발생 가능한 신약 기술수출 가능성에 대한 기대감을 높여주는 계기가 될 수 있어 이 부분에 주목해야 한다.

그림 1. 2014년 이후 제약업종 지수 추이



자료: 데이터가이드, SK 증권

그림 2. 2019년 1월 JP 모건 헬스케어 컨퍼런스 전후 제약/바이오 업종 지수 상승세 예상



자료: 데이터가이드, SK 증권

지난 1월 7일부터 10일까지 미국 샌프란시스코에서 개최된 JP 모건 헬스케어 컨퍼런스는 총 50여개 나라의 1,500여개의 제약/바이오 기업들을 초청해 기관투자자들을 위한 IR 행사를 하는 자리이다. 국내 업체 중에서 메인트랙 발표로 배정된 기업은 삼성바이오로직스와 셀트리온이었다. 삼성바이오로직스는 3년 연속으로 배정받았으며 셀트리온은 이번에 처음으로 메인트랙 배정을 받았다.

이머징마켓 발표에는 한미약품, 메디톡스, 코오롱슈진, 바이로메드, LG 화학 등 5개 기업이 배정받았다. 한미약품은 자체 개발중인 파이프라인 중에서 전임상 단계에 있는 파이프라인과 R&D 진행 상황을, 메디톡스는 해외사업 진출전략을, 코오롱슈진은 인보사 진행 현황 및 기업소개를, 바이로메드는 VM202의 글로벌 임상 1상 진행 상황과 상업화 목표 및 차세대 파이프라인을, LG 화학은 대사질환, 면역항암제 등의 파이프라인을 이번 컨퍼런스에서 소개했다.

1대1 기업미팅에는 ABL바이오, 한독, 강스템바이오, 부광약품, 엔지켐생명과학, 엑세스바이오 등 다수의 국내 제약/바이오 기업들이 참여하여 자신들의 파이프라인을 기관투자자들에게 소개하였다.

컨퍼런스를 통해 우리가 가장 크게 기대하는 부분은 기술수출 또는 투자유치이다. 2015년 한미약품의 쿼텀프로젝트 기술수출도 JP 모건을 통해 파이프라인이 소개된 이후에 계약이 체결되었다. 또한 2018년에는 JP 모건 컨퍼런스 직후 1월말 동아에스티의 DA9801(당뇨병성 신경병증 치료제)가 뉴로보파마슈티컬스로 L/O 되었고, 11월에 대규모 기술수출 계약 체결된 유한양행의 레이저티닙 또한 1월 JP 모건 컨퍼런스를 통해 소개된 신약이다. 유한양행이 길리어드사로 NASH 치료제를 총 마일스톤 8,800억원, Upfront fee 170억원 규모로 계약 체결하였다. 따라서 1월 JP 모건 컨퍼런스 이후에 있을 기술수출에 주목해야 한다.

그림 3. 2018년 주요 기술수출 Table

(단위: 억원)

기업명	일시	물질명	계약대상	마일스톤	계약범위	계약 당시 개발단계
동아에스티	18.01	DA9801 (당뇨병성신경증 치료제)	뉴로보파마슈티컬즈	1,900 (계약금: 21)	글로벌	임상 2상
SK케미칼	18.02	세포배양 백신생산 기술	사노피 파스티르	1700 (계약금: 170)	글로벌 (미국, 유럽, 사노피 독점)	-
ABL바이오	18.07	ABL001 외 4종 (암-파킨슨병 치료제)	트리거테라퓨틱스	6,100 (계약금: 48)	글로벌	전임상
유한양행	18.07	YH14618 (퇴행성 디스크 치료제)	스파인바이오파마	2,400 (계약금: 7)	글로벌	임상 2상
JW중외제약	18.08	JW1601 (아토피 치료제)	레오파마	4,500 (계약금: 192)	글로벌	전임상
애플론	18.11	AC101 (항암항체신약)	헨리우스	450 (계약금: 110)	글로벌	전임상
유한양행	18.11	레이저티닙 (폐암 치료제)	얀센	14,000 (계약금: 560)	글로벌	임상 2상
코오롱생명과학	18.11	인보사 (골관절염 치료제)	먼디파마	6,700 (계약금: 300)	일본	미국 임상 3상 신청 승인
인트론바이오	18.11	SAL200 (슈퍼박테리아 신약)	로이반트사이언스	7,500 (계약금: 110)	글로벌	내년 미국 임상 2상 계획
크리스탈지노믹스	18.11	아셀렉스 (급성 골수성 백혈병 신약)	팜아티스인터내셔널	1,195 (계약금: 1)	러시아	허가 완료

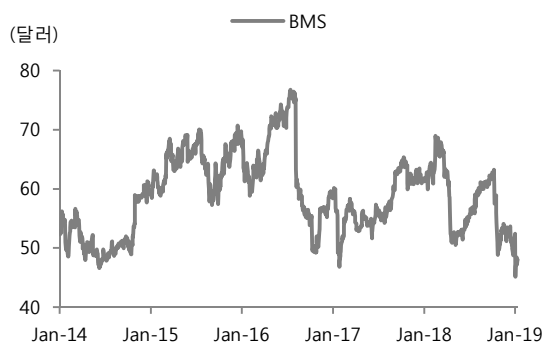
자료: 각 사, SK 증권 정리

이번 37 회 JP 모건 컨퍼런스의 글로벌 최대 이슈는 BMS 와 셀진의 M&A 였다. 1 월 3 일 BMS 가 83 조 5,000 억원에 희귀질환 전문 신약회사 셀진의 인수를 발표하였는데 이는 글로벌 제약업계 역사상 5 위 안의 빅딜이었다. 사실 대형 글로벌 제약사의 경우 블록버스터 의약품 특허만료에 따른 매출감소로 위기를 극복하기 위해 적극적인 M&A 를 추진하고 있다. 이와 관련 2018 년에 큰 화제가 되었던 M&A 는 일본 다케다와 사이어의 M&A 로 달규모는 약 67 조원에 달했다. 사이어 역시 희귀질환 전문 바이오 회사로 전통 제약사인 다케다가 장기적인 성장동력 확보를 위해 M&A 한 것이다.

BMS 는 이번 M&A 를 통해 화이자, 노바티스, 로슈에 이어 매출규모로 전세계에서 4 번째로 큰 회사가 되었다. BMS 는 보유하고 있는 블록버스터 면역항암제 옹디보가 2022 년에 특허만료를 앞두고 있는 상황에서 셀진 인수를 통해 중장기적인 미래 성장동력을 확보했다는 판단이다. 셀진의 레블리미드(혈액암 치료제)는 2022 년에 매출 150 억 달러가 넘을 것으로 추정되고 있고, 2018 년에 인수한 주노 테라퓨틱스를 통해 CAR-T 치료제의 권리까지 행사할 수 있게 된다. 따라서 BMS 는 면역항암제 옹디보에서부터 CAR-T 치료제까지 아우르는 다양한 암치료제 포트폴리오를 보유할 수 있게 되어 향후 긍정적인 시너지 효과가 기대된다.

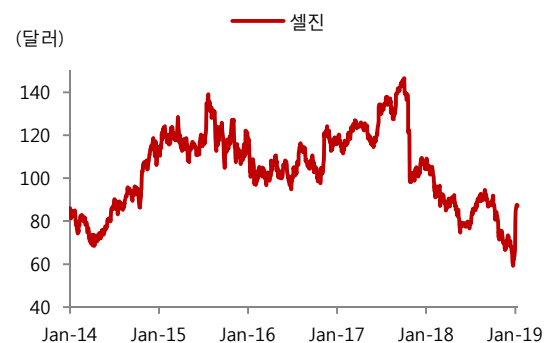
이번 인수가 국내 시장에 주는 가장 큰 시사점은 희귀질환 업체들에 대한 재조명이다. 글로벌 업체들이 비싼 값으로 적극적인 인수를 펼치는 희귀질환 분야에 진출한 국내 업체들에 대한 관심이 필요하다. 국내 업체 중 희귀질환 전문업체로는 이수앱지스, 메지온 등이 있는데 이들의 향후 신약개발 결과가 주목된다.

그림 4. BMS 주가 추이



자료 : 블룸버그, SK 증권

그림 5. 셀진 주가추이



자료 : 블룸버그, SK 증권

## 2. 2019 년은 R&D 결실을 맺는 한해

2019 년은 제약/바이오 업계에 있어 R&D 결실을 맺는 중요한 해라 볼 수 있다. 우선 2019 년 2 월에 대웅제약의 나보타 미국 FDA 허가 승인이 예상되며 4 분기에는 한미약품의 호중구감소증 치료제 톨론티스의 시판허가가 예상된다. 한미약품의 포지오티닙은 혁신치료제 지정에는 실패했지만 2019 년 중 조건부허가 신청에 들어갈 예정이다. 또한 SK 바이오팜의 뇌전증 치료제 세노바메이트는 4 분기 중으로 시판승인이 예상된다.

주요 임상 진행 사항으로는 1) 바이로메드의 VM202 의 미국 임상 3 상 결과가 2019 년 3 분기, 2) 신라젠의 펙사백이 2019 년 1 분기 중 임상 3 상 중간결과가 발표될 예정, 3) 메지온의 유데나필(폰탄수술 치료제)이 2019 년 1 분기 중 임상 3 상 결과 발표 등이 있다. 이러한 글로벌 신약 승인 및 글로벌 임상 결과는 개별종목 뿐만 아니라 제약/바이오 업종지수에도 영향을 미칠 수 있어 2019 년 R&D 결과 발표에 주목해야 할 것으로 판단된다.

그림 6. 2019 년 주요 R&D 및 FDA 허가일정

기업명	물질명	2019년 예상되는 주요 이벤트
대웅제약	나보타	2019년 1분기 미국 FDA 허가 예상
한미약품	톨론티스	2019년 4분기 미국 FDA 허가 예상
	포지오티닙	2019년 중 미국 조건부허가판매 신청 예상
SK바이오팜	세노바메이트	2019년 하반기 미국 FDA 허가 예상
SK케미칼	페렴구균백신	2019년 1분기 중 글로벌 임상 1상 진입 예상
한올바이오파마	안구건조증	2019년 1분기 미국 임상 3상 진입
바이로메드	VM202	2019년 3분기 미국 임상 3상 결과
신라젠	펙사백	2019년 4분기 간암 글로벌 임상 3상 완료(1분기 중간결과)
메지온	유데나필	2019년 1분기 임상 3상 결과

자료 : 각 사, SK 증권 정리

그림 7. 2019 년 주요 R&D 이벤트

학회명	명칭	일시
JP Morgan healthcare conference	JP모건 컨퍼런스	01.07 ~ 01.10
International congress on autoimmunity	자기면역질환 학회	03.14 ~ 03.20
ENDO	세계 내분비 학회	03.23 ~ 03.26
AACR	미국 암 학회	03.29 ~ 04.03
PES	소아내분비 학회	04.27 ~ 04.30
ASCO	미국 임상종양 학회	05.31 ~ 06.04
BIO-USA	미국 바이오협회 컨퍼런스	06.03 ~ 06.06
ADA	미국 당뇨 학회	06.07 ~ 06.11
EULAR	유럽 류마티스 학회	06.12 ~ 06.15
IASLC WCLC	세계 폐암 학회	09.07 ~ 09.10
ECCO cancer summit	유럽 종양기구	09.12 ~ 09.14
EASD	유럽 당뇨 학회	09.16 ~ 09.20
ESPE	유럽 소아내분비 학회	09.19 ~ 09.21
CRI, CIMT, EATI, AACR	공동주관 면역항암 학회	09.25 ~ 09.28
ESMO congress	유럽 종양학회	09.27 ~ 10.01
ACR/ARHP	미국 류마티스 학회	11.08 ~ 11.13
ASH	미국 혈액 학회	12.07 ~ 12.10

자료 : 언론보도, SK 증권 정리



그림 8. 주요 제약바이오 기업 R&amp;D 모멘텀

기업명	물질명	적응증	2018.4Q	2019.1Q	2019.2Q	2019.3Q	2019.4Q	임상 상황
한미약품	롤로티스(L/O 스펙트럼)	호중구감소증	BLA 제출				FDA 허가	3상 2개 모두 뉴라스타 대비 비열등성 입증
SK바이오팜	포지오티닙(L/O 스펙트럼)	항암제		FDA 조건부허가신청				MD Anderson 스폰 연구자 2상 스펙트럼 스폰 상업용 2상
종근당	세노바메이트 CKD-11101(L/O 미 제약사 일본 법인)	뇌전증	미국 NDA 신청 연내 국내 허가/일본 허가 신청서 제출				시판 승인	한국 허가신청서 제출
녹십자	MG-SN	선천성면역결핍증		FDA 재신청서 제출		FDA 허가		FDA로부터 CRL 수령/승인 거절
셀트리온	트록시마	리독산 바이오시밀러	FDA 허가완료	미국 런칭 가능				FDA 재신청서 제출
	허쥬마	허셉틴 바이오시밀러	FDA 허가완료					FDA 재신청서 제출
	램시마	레미케이드 바이오시밀러	SC 유럽 신청				유럽 허가	
메디톡스	누로노스(L/O 블루미지)	주름개선		중국 허가				중국 CFDA BLA 제출
대웅제약	나보타	주름개선		FDA 허가	유럽 허가			
메지온 산정바이오 토치스	유데나필 온트루잔트	단심실증 허셉틴 바이오시밀러		FDA 허가			FDA 허가	
한미약품	에페글레타이드(L/O 사노피)	당뇨병	글로벌 임상 3상 1개 추가					글로벌 임상 3상 37개 진행 중 총 5개 예정 국내 1상 3개 진행 2개 단독 1개 코넬리과 병용
	Pan-RAF 저해제(L/O 제넨텍)	항암제		글로벌 2상 진입				
	LAPS- GLP1/GCG(L/O 안센)	당뇨/비만		글로벌 2상 완료		글로벌 3상 진입		글로벌 2상
	포지오티닙(L/O 스펙트럼)	항암제			ASCO 데이터 발표			MD Anderson 스폰 연구자 2상 스펙트럼 스폰 상업용 2상
	LAPS Glucagon Analog FLT3	선천성 고혈당증	1상 진입					
	오락솔	항암제 고형암 비만	1상 진입				3상 결과	
	Triple Agonist	비알코올성 지방간염					1상 완료	
	LAPS Insulin	당뇨병			1상 완료			
유한양행	레이저티닙(L/O 안센)	항암제	2상 투여 완료	2상 종료	2상 결과 (ASCO)			국내 2상
종근당	CKD-506	자가면역질환	ACR/ARHP 1상 결과 2상 진입					유럽 2상
메디톡스	이노투스(L/O 엘라간)	주름개선	3상 개시					미국 3상 준비중
신라젠	펙사백	항암바이러스		무용성 평가 발표 /트래스치 펙사백+올디노 임상 1b상 (ASCO)			3상 완료 / 사노피리제 네로 병용 1b상 결과	글로벌 3상(간암)
바이로메드	VM202	당뇨병성 신경병증				3a상 완료		글로벌 3상 투여 완료(DPN)
에이치엘비	리보세라닙	항암제	글로벌 3상 환자 등록 완료					글로벌 3상(위암)
코오롱티슈신	인보사	무릎 골관절염	미국 3상 개시					
메지온	유데나필	단심실증(또한 주술 치료제)	임상 종료	3상 결과	NDA 신청		FDA 허가	
한울바이오파마	HL036	안구건조증	미국 임상 3상 진입				3상 타라인 데이터	
SK케미칼	페렴구균 백신	페렴구균		글로벌 1상 진입 (연내)				
제넥신	하이루킨	고형암					1b 고형암 단독 임상	

자료 : 각 사, SK증권



### 3. 제약/바이오 업체 4Q18 실적 Preview

제약/바이오 커버리지업체 10 개사의 2018 년 4 분기 합산 실적은 매출액의 경우 전년대비 +2.9% 증가한 2 조 2,662 억원, 영업이익의 경우 전년대비 30.2% 감소한 2,250 억원이 예상 된다. 이번 4 분기 실적은 전반적으로 3 분기보다 좋다. 그러나 2017 년 4 분기 대비로는 역 성장세, 시장 컨센서스 대비해서는 하회할 것이다. 4 분기 실적 특징을 보면 전통 제약사들의 경우 매출성장률은 양호하나 R&D 비용 및 인건비 집행으로 이익이 예상치를 하회할 전망이며, 바이오시밀러사들은 단가인하와 경쟁심화로 매출 및 이익 모두 부진할 것으로 판단된다. 다만 보톡스 업체들은 4 분기 실적이 컨센서스 상회하거나 포함 수준이 예상되는데 보톡스 수출이 3 분기 바닥을 다진 후 4 분기부터 회복을 나타낼 전망이다.

당사 커버리지 업체 중 Top Pick 으로 대웅제약, 한미약품을 선정하고 차선후주로 유한양행을 선정한다. 대웅제약은 2 월 나보타 승인을 앞두고 있어 주가상승이 예상되며 SK 케미칼은 2018 년을 저점으로 2019 년부터 사노피사로부터 유입되는 마일스톤에 따른 이익개선 및 SK 바이오사이언스의 SI 투자유치에 따른 기대가 주가에 긍정적일 전망이다. 한미약품의 경우 안센사로 기술수출된 LAPS GLP/GCG 가 2019 년 임상 2 상 종료 이후 임상 3 상 진입에 따라 마일스톤 유입, 임상 1 상 중인 비만치료제 LAPS Triple Agonist 의 추가 기술수출에 대한 기대감이 주가 상승 모멘텀으로 작용할 수 있다는 판단이다. 마지막으로 유한양행의 경우 2019 년 1 분기 중에 길리어드사로 기술수출한 NASH 치료제의 Upfront fee 170 억원 유입 및 2018 년 11 월에 기술수출한 레이저티닙의 Upfront 약 300 억원의 분할 인식이 예정되어 있어 이는 실적개선 요인으로 작용할 전망, 차선후주로 추천한다.

무엇보다 2018 년은 삼성바이오로직스와 셀트리온의 회계처리가 크게 이슈화 되었던 한해였다. 연초 셀트리온의 무형자산화 이슈가 발단이 되었는데 이를 계기로 금감원은 2018 년 9 월 19 일 제약/바이오 기업의 연구개발비 회계처리 관련 감독지침을 발표하였다.

결론은 신약개발이 투여되는 R&D 비용은 임상 3 상부터, 바이오시밀러 개발비용은 임상 1 상부터 연구개발비의 자산화가 가능해졌다. 또한 재무제표 재작성으로 영업손실이 증가하여 관리종목이 될 가능성이 커진 기업에 대해서는 현행 기술특례상장기업 요건에 준하여 지원하기로 하였으며 기술성 있고 연구개발비 비중이 높은 기업에 대한 상장유지요건 특례를 마련하였다. 이러한 금감원의 발표 이후 제약/바이오 산업의 회계처리에 대한 불확실성은 해소된 것으로 판단된다. 특히 2018 년에 무형자산화를 비용처리 하였던 업체들은 2019 년 낮은 base 영향에 따라 이익 턴어라운드 가능성이 높을 전망으로 이 부분에 주목해야 한다.

한편, 삼성바이오로직스는 작년 11월 14일 증권선물위원회가 분식회계를 했다고 결론이 나면서 매매거래정지가 되었고 거래소의 상장폐지 심사에 들어갔었다. 거래소의 상폐여부 판단이 어려워지자 기업심사위원회 심의로 넘어가게 되었다. 기업심사위원회에서는 삼성바이오로직스를 기업 계속성, 재무 안정성, 경영 투명성, 공익 실현과 투자자 보호 등 종합적으로 고려했을 때 투명성 면에서는 일부 미흡하다 판단하였다. 그러나 다른 부분에 있어서는 상장폐지 사유에 해당되지 않아 상장유지 결정을 내리면서 삼성바이오로직스 주가의 거래는 재개되었다.

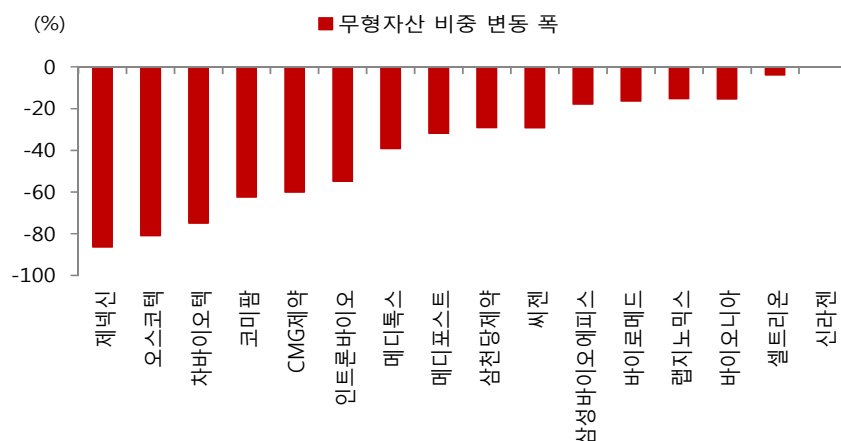
거래소의 상장유지 결정으로 삼성바이오로직스의 회계 불확실성은 어느 정도 해소되었다 판단되지만 향후 검찰조사 결과 등의 이슈가 있어 단기적인 주가 변동성 가능성은 있다. 그러나 회사의 펀더멘털 관점에서 봤을 때 삼성바이오에피스의 바이오시밀러 사업은 순조롭게 이루어지고 있어 장기적인 주가 관점은 긍정적이다.

그림 9. 금감원의 연구개발비 회계처리 가이드라인

유형	자산화 가능 단계	설정근거
신약	임상 3상 개시 승인	- 장기간 다수의 환자를 대상으로 시험약의 안전성·약효에 대한 검증을 거치지 않은 상태(임상 3상 개시 승인 이전)에는 일반적으로 자산가치의 객관적 입증이 어려울 것으로 판단됨 - 미국 제약바이오 업계 통계에 따르면 최근 10년간 임상 3상 개시 승인 이후 정부 최종 승인율이 약 50%
바이오시밀러	임상 1상 개시 승인	- 정부가 오리지널약과의 유사성 검증자료를 확인하지 않은 상태(임상 1상 개시 승인 이전)에서는 일반적으로 자산가치의 객관적 입증이 어려울 것으로 판단됨 - 미국 연구결과, 임상 1상 개시 승인 이후 최종 승인율 약 60%
제네릭	생동성시험* 계획 승인 * 오리지널 약품과 생체이용률이 통계적으로 동등한지 검증	- 정부가 오리지널약과의 화학적 동등성 검증자료를 확인하지 않은 상태에서는 일반적으로 자산가치의 객관적 입증이 어려울 것으로 판단됨
진단 시약	제품 검증 (허가신청, 외부임상신청 등)	- 외부의 객관적인 제품검증이 없는 상태에서는 일반적으로 자산가치의 객관적 입증이 어려울 것으로 판단됨

자료 : 금감원, SK 증권

그림 10. 2017 년과 2018 년 바이오 업체들의 무형자산 비중 변동 폭



자료 : 각 사 사업보고서, SK 증권

그림 11. 제약/바이오 커버리지 업체 4Q18 실적 Preview Table

자료 : SK 증권 추정치

업체	구분	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	2019E	2019E		2020E	
									PER	PBR	PER	PBR
한미약품 (BUY, 목표주가 620,000원)	매출액	2326.4	2456.8	2413.1	2353.0	2570.1	9793.0	10711.6	140.3	7.3	120.3	7.1
	YoY	35.2	5.2	8.3	3.4	10.5	6.8	9.4				
	영업이익	14.1	262.5	199.5	215.0	78.0	755.0	869.2				
	YoY	흑전	(16.3)	(7.4)	(22.8)	452.2	(8.1)	15.1				
	순이익	94.4	112.4	143.8	134.5	45.2	435.9	448.0				
동아에스티 (별도) (BUY, 목표주가 120,000원)	YoY	흑전	(54.4)	19.2	(41.1)	(52.2)	(36.8)	2.8	19.3	1.4	17.9	1.3
	매출액	1452.5	1356.3	1524.0	1408.0	1467.0	5755.0	6090.0				
	YoY	16.8	1.9	14.9	(2.1)	1.0	3.7	5.8				
	영업이익	(5.2)	105.4	200.8	82.3	58.8	446.9	492.7				
	YoY	적지	113.4	433.0	(48.2)	흑전	85.7	10.3				
유한양행 (BUY, 목표주가 300,000원)	순이익	(96.9)	75.5	215.8	60.6	35.0	387.4	483.7	24.1	1.7	21.1	1.6
	YoY	적전	흑전	366.0	(45.4)	흑전	흑전	24.9				
	매출액	3772.6	3398.2	3861.6	3786.1	3931.6	14963.3	17320.9				
	YoY	7.9	(3.2)	8.8	(0.0)	4.2	2.3	15.8				
	영업이익	104.8	256.6	166.1	1.5	95.5	519.7	1281.8				
셀트리온 (BUY, 목표주가 250,000원)	YoY	(62.6)	(27.7)	(19.9)	(99.3)	(8.9)	(41.4)	146.6	60.0	8.9	49.4	7.5
	순이익	212.7	211.6	165.5	109.0	136.8	622.9	1228.4				
	YoY	(59.0)	(28.4)	(48.8)	(58.8)	(35.7)	(43.2)	97.2				
	매출액	2742.7	2449.8	2634.4	2311.0	2503.0	9898.2	11985.0				
	YoY	31.3	24.6	7.0	(0.4)	(8.7)	4.3	21.1				
셀트리온헬스케어 (BUY, 목표주가 86,000원)	영업이익	1541.7	1164.7	1082.2	736.2	851.0	3834.1	5393.3	46.2	5.1	40.3	4.5
	YoY	115.3	30.3	(21.8)	(47.5)	(44.8)	(26.5)	40.7				
	순이익	1044.2	832.4	829.7	546.6	678.2	2887.0	4519.8				
	YoY	107.0	24.1	(28.0)	(52.0)	(35.0)	(28.0)	56.6				
	매출액	4154.2	1283.7	1838.0	2127.0	3915.8	9164.8	11008.3				
삼성바이오로직스 (별도) (BUY, 목표주가 500,000원)	YoY	0.6	83.5	(22.6)	7.4	(5.7)	(0.5)	20.1	299.6	6.0	113.7	5.7
	영업이익	492.8	84.3	152.8	200.8	453.1	891.3	1992.6				
	YoY	(53.6)	(20.8)	(71.4)	(50.2)	(8.1)	(42.0)	123.6				
	순이익	509.8	605.1	109.8	63.8	432.4	1211.1	2247.2				
	YoY	(19.7)	흑전	(85.8)	(79.2)	(15.2)	(23.1)	85.5				
메디톡스 (BUY, 목표주가 740,000원)	매출액	1663.1	1310.4	1254.3	1010.7	1554.0	5129.3	6601.2	37.8	9.8	31.9	7.8
	YoY	57.6	21.7	98.4	(20.7)	(6.6)	10.4	28.7				
	영업이익	505.9	100.0	237.2	104.6	147.6	589.4	1452.3				
	YoY	흑전	193.4	흑전	(48.9)	(70.8)	(10.7)	146.4				
	순이익	(101.0)	(572.2)	(95.8)	(301.4)	4460.9	3491.5	856.9				
휴젤 (BUY, 목표주가 430,000원)	YoY	적지	흑전	적지	적지	흑전	흑전	(75.5)	28.0	1.9	24.1	1.7
	매출액	529.8	588.1	549.7	482.0	565.2	2184.8	2494.3				
	YoY	32.5	45.3	15.8	19.6	6.7	20.5	14.2				
	영업이익	256.6	278.3	226.1	191.4	251.2	947.0	1054.4				
	YoY	16.2	31.4	(14.3)	13.0	(2.1)	5.0	11.3				
대웅제약 (별도) (BUY, 목표주가 260,000원)	순이익	224.7	216.2	182.4	147.2	186.7	732.1	852.7	67.7	3.9	53.5	3.6
	YoY	49.1	27.5	(11.0)	11.3	(16.9)	0.1	16.5				
	매출액	501.1	457.8	429.0	349.0	515.7	1751.7	1863.0				
	YoY	32.6	3.5	(7.1)	(16.0)	2.9	(3.8)	6.4				
	영업이익	250.5	213.1	197.0	51.0	176.5	618.3	665.9				
SK케미칼 (별도) (BUY, 목표주가 100,000원)	YoY	24.1	1.8	(27.9)	(78.5)	(29.6)	(39.3)	7.7	22.5	1.2	14.4	1.1
	순이익	206.8	194.3	159.7	238.7	122.6	734.2	606.0				
	YoY	30.7	(7.2)	(22.0)	23.9	(40.7)	(9.8)	(17.5)				
	매출액	2135.7	2158.5	2382.0	2320.0	2253.6	9114.6	9636.1				
	YoY	0.2	5.2	7.1	2.9	5.5	5.2	5.7				
합산	영업이익	63.6	80.2	100.2	80.1	71.2	331.7	406.2	140.3	7.3	120.3	7.1
	YoY	(56.9)	(17.9)	(28.4)	(44.9)	12.0	(25.7)	22.5				
	순이익	74.8	50.1	76.8	44.8	44.0	215.7	333.8				
	YoY	(56.9)	(0.6)	(43.8)	(57.5)	(41.3)	(41.3)	54.8				
	매출액	2739	3140.1	3537.0	3765.0	3385.8	13827.9	14672.0				
합산	YoY	(132.9)	16.5	18.1	8.1	23.6	97.6	6.1	19.3	1.4	17.9	1.3
	영업이익	(1.0)	66.7	105.1	309.6	66.7	548.1	627.3				
	YoY	적지	(40.5)	(22.9)	2.7	흑전	(0.2)	14.4				
	순이익	5770.3	27.8	64.1	167.1	39.6	298.6	294.6				
	YoY	흑전	(94.0)	흑전	5.2	(99.3)	(16.3)	(1.4)				
합산	매출액	22016.9	18599.7	20423.0	19911.8	22661.7	81582.6	92382.4	24.1	1.7	21.1	1.6
	YoY	164.4	12.6	9.0	1.4	2.9	13.3	13.2				
	영업이익	3223.7	2621.6	2667.0	1972.5	2249.6	9481.4	14235.5				
	YoY	57.6	7.8	(14.2)	(43.9)	(30.2)	(22.8)	50.1				
	순이익	7939.8	1772.0	1852.0	1210.9	6181.4	11016.3	11871.1				
합산	YoY	651.9	7.9	(25.3)	(47.9)	(22.1)	(27.9)	7.8				

그림 12. 국내 제약업체 Valuation Table

(억원, %, 배)	한미약품	동아에스티	유한양행	셀트리온	셀트리온 헬스케어	삼성바이 오로직스	메디톡스	휴젤	대웅제약	SK케미칼
코드번호	128940	170900	000100	068270	091990	207940	086900	145020	069620	285130
투자의견	매수	매수	매수	매수	매수	매수	매수	매수	매수	매수
목표주가(원)	620,000	120,000	300,000	250,000	86,000	500,000	740,000	430,000	260,000	100,000
시가총액 (조원)	5.95	0.87	2.85	26.32	9.71	26.73	3.31	1.58	2.20	0.75
종가(01/15)	447,500	103,500	233,500	207,500	69,100	404,000	584,300	362,200	189,500	65,000
매출액	17	9,166	5,548	14,622	9,491	9,209	4,646	1,812	8,668	878
	18E	9,793	5,755	14,978	9,898	9,164	5,129	2,185	9,114	13,828
	19E	10,712	6,090	17,321	11,985	11,008	6,601	2,494	9,636	14,672
	20E	11,810	6,529	19,157	14,254	12,958	9,605	2,946	10,228	16,315
영업이익	17	822	241	887	5,220	1,537	660	902	1,019	446 (92)
	18E	755	447	520	3,834	890	589	947	618	332 548
	19E	869	493	1,282	5,393	1,993	1,452	1,054	666	406 627
	20E	925	535	1,533	6,557	2,381	2,401	1,246	747	502 809
영업이익률	17	9.0	4.3	6.1	55.0	16.7	14.2	49.7	56.0	5.1 (10.5)
	18E	7.7	7.8	3.5	38.7	9.7	11.5	43.3	35.3	3.6 4.0
	19E	8.1	8.1	7.4	45.0	18.1	22.0	42.3	35.7	4.2 4.3
	20E	7.8	8.2	8.0	46.0	18.4	25.0	42.3	36.1	4.9 5.0
순이익	17	690	(52)	1,096	4,007	1,574	(970)	732	814	367 (99)
	18E	436	387	623	2,887	1,211	3,491	732	734	216 299
	19E	448	484	1,228	4,520	2,247	857	853	606	334 295
	20E	510	522	1,403	5,492	2,577	2,258	1,012	695	422 515
EPS성장률	17	159.1	-	(32.4)	124.0	47.1	-	23.7	47.2	11.4 -
	18E	(40.3)	-	(42.7)	(26.6)	(31.3)	-	0.2	(20.4)	(41.3) -
	19E	3.3	25.0	96.9	54.0	85.4	(75.5)	16.4	(19.2)	54.8 (1.0)
	20E	16.6	7.9	14.2	21.5	14.7	163.6	18.6	16.4	26.6 55.9
PER	17	110.1	-	25.0	68.0	84.9	-	36.4	28.9	51.9 -
	18E	149.3	22.8	42.6	94.9	87.3	73.2	44.5	24.7	101.3 39.9
	19E	140.3	19.3	24.1	60.0	46.2	299.6	37.8	28.0	67.7 22.5
	20E	120.3	17.9	21.1	49.4	40.3	113.7	31.9	24.1	53.5 14.4
PBR	17	9.3	1.4	1.7	11.2	8.7	6.2	13.4	3.5	3.5 -
	18E	7.7	1.4	1.6	10.7	5.8	6.1	12.5	2.2	3.9 2.2
	19E	7.3	1.4	1.7	8.9	5.1	6.0	9.8	1.9	3.9 1.2
	20E	7.1	1.3	1.6	7.5	4.5	5.7	7.8	1.7	3.6 1.1
ROE	17	8.8	(0.9)	7.0	17.8	13.9	(2.4)	42.2	15.4	6.9 -
	18E	5.1	6.4	3.9	11.7	6.8	8.6	31.8	9.3	3.9 5.6
	19E	5.2	7.5	7.3	16.0	11.6	2.0	28.9	6.9	5.8 5.3
	20E	6.0	7.5	7.8	16.4	11.8	5.2	27.2	7.5	7.0 7.8
EV/EBITDA	17	59.7	18.2	17.0	44.6	94.3	196.3	28.8	17.6	29.3 -
	18E	47.9	13.9	20.9	56.2	105.5	192.0	31.2	16.8	33.5 18.6
	19E	36.6	13.6	14.1	41.3	45.0	121.4	25.8	13.1	29.9 18.5
	20E	34.9	12.5	12.9	34.5	37.2	86.4	21.9	11.3	27.5 16.9

자료 : SK 증권

### 한미약품 (매수, TP: 620,000 원)

동사의 2018 년 4 분기 실적은 매출액이 2,570 억원(+10.5%YoY), 영업이익은 78 억원 (+169%YoY, OPM 3.0%)이 예상, 시장 컨센서스를 하회할 전망이다. 4 분기 실적 성장의 주된 원인은 1) 매출상위 주요 품목들의 원외처방이 확대되면서 국내 매출 호조세가 예상되고, 2) 북경한미는 마미아이를 제외한 주요품목 4 개에서 20%~30%대의 성장세가 유지될 전망이다. 4 분기 영업이익은 3 분기보다 증가하는 R&D 비용 집행이 전망되지만 2017 년 4 분기 부진했던 영업이익 영향으로 낮은 base 에 따른 이익 성장세가 예상된다.

2019 년에는 롤론티스의 미국 FDA 허가가 예정되어 있고 Triple Agonist 의 경우 추가 L/O 를 추진중에 있으며 안센으로 기술수출된 LAPS GLP/GCG 는 임상 2 상 완료 이후 추가적인 마일스톤을 기대해볼 수 있다. 포지오티닙의 혁신치료제 지정은 실패하였으나 파트너사인 스펙트럼은 2019 년 1 분기 중으로 NDA 신청을 위한 환자모집을 마무리하고 하반기 중으로 중간결과 발표예정, 이 결과로 Fast Track 신청 예정이다.

동사에 대한 투자의견 BUY 와 목표주가 620,000 원을 유지한다.

그림 13. 한미약품의 4 분기 실적 Preview

(억원, %)	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E		증감율		컨센서스
					당사 추정치	시장 컨센서스	YoY	QoQ	차이
매출액	2,326.0	2,456.8	2,413.1	2,353.0	2,570.1	2,526.0	10.5	9.2	1.7
영업이익	29.0	262.5	199.5	215.0	78.0	121.0	168.9	(63.7)	(35.6)
세전이익	(8.5)	175.6	229.5	113.6	38.1	102.0	흑전	(66.4)	(62.6)
순이익	94.4	112.4	143.8	134.5	45.2	104.0	(52.2)	(66.4)	(56.6)
영업이익률	1.2	10.7	8.3	9.1	3.0	4.8			
세전이익률	(0.4)	7.1	9.5	4.8	1.5	4.0			
순이익률	4.1	4.6	6.0	5.7	1.8	4.1			

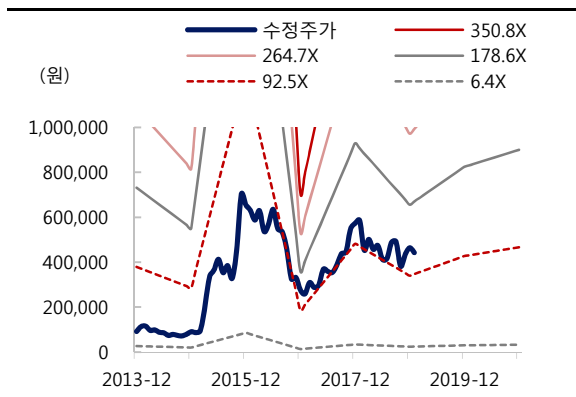
자료 : SK 증권 추정치

그림 14. 한미약품 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 억원 %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	2,335.0	2,228.2	2,276.0	2,326.0	2,456.8	2,413.1	2,353.0	2,570.1	8,827.4	9,165.2	9,793.0	10,711.6
한미약품	1,781.0	1,719.0	1,744.0	1,782.0	1,796.0	1,917.0	1,819.0	2,034.7	6,877.2	7,026.0	7,566.7	8,258.0
북경한미	556.0	495.0	540.0	551.0	672.0	514.0	551.0	579.0	1,927.6	2,142.0	2,316.0	2,593.6
한미정밀화학	219.0	249.0	211.0	192.0	201.0	206.0	206.0	187.5	929.8	871.0	800.5	840.5
연결조정	(221.0)	(234.8)	(219.0)	(199.0)	(212.2)	(223.9)	(223.0)	(231.0)	(907.2)	(873.8)	(890.1)	(980.4)
영업이익	314.0	215.5	278.0	29.0	262.5	199.5	215.0	78.0	267.3	836.5	755.0	869.2
세전이익	291.7	93.0	212.3	(8.5)	175.6	229.5	113.6	38.1	80.0	588.5	556.8	572.1
순이익	246.0	120.6	228.2	94.4	112.4	143.8	134.5	45.2	303.3	689.3	435.9	448.0
YoY 성장률												
매출액	(8.9)	(5.0)	3.6	35.2	5.2	8.3	3.4	10.5	(33.0)	3.8	6.8	9.4
영업이익	39.2	236.9	101.9	흑전	(16.4)	(7.4)	(22.7)	168.9	(87.4)	(9.7)	15.1	6.5
세전이익	(16.3)	(56.6)	2,951.9	적지	(39.8)	146.8	(46.5)	흑전	(96.2)	635.8	(5.4)	2.8
순이익	(40.0)	(43.5)	261.9	흑전	(54.3)	19.2	(41.1)	(52.2)	(81.3)	127.2	(36.8)	2.8
수익률												
영업이익률	13.4	9.7	12.2	1.2	10.7	8.3	9.1	3.0	3.0	9.1	7.7	8.1
세전이익률	12.5	4.2	9.3	(0.4)	7.1	9.5	4.8	1.5	0.9	6.4	5.7	5.3
순이익률	10.5	5.4	10.0	4.1	4.6	6.0	5.7	1.8	3.4	7.5	4.5	4.2

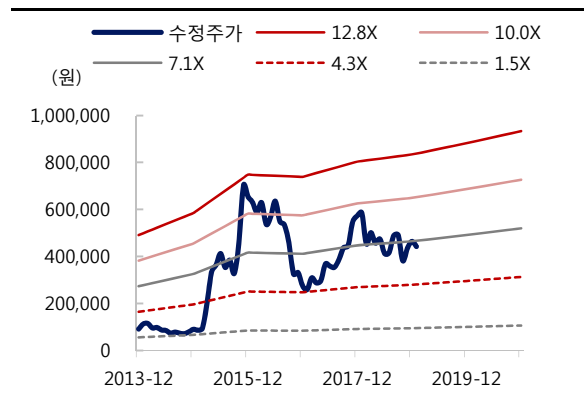
자료 : SK 증권 추정치

그림 15. 한미약품 PER 밴드차트



자료 : 데이터가이드, SK 증권

그림 16. 한미약품 PBR 밴드차트



자료 : 데이터가이드, SK 증권

## 재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	8,407	6,581	7,881	9,244	10,310
현금및현금성자산	1,304	473	1,672	2,466	2,784
매출채권및기타채권	2,716	2,503	2,766	3,025	3,335
재고자산	1,904	2,321	2,564	2,805	3,093
<b>비유동자산</b>	7,562	10,028	11,182	11,430	11,557
장기금융자산	262	544	718	718	718
유형자산	5,989	7,901	8,700	8,784	8,771
무형자산	401	457	552	676	784
<b>자산총계</b>	15,970	16,609	19,064	20,674	21,866
<b>유동부채</b>	5,441	6,392	6,818	7,604	7,914
단기금융부채	1,713	2,786	2,835	2,635	2,435
매입채무 및 기타채무	2,612	2,670	2,950	3,227	3,558
단기충당부채	108	201	222	243	268
<b>비유동부채</b>	3,183	2,293	4,393	5,025	5,653
장기금융부채	1,609	1,977	3,844	4,144	4,444
장기매입채무 및 기타채무	1,233	0	7	7	7
장기충당부채	113	113	125	143	158
<b>부채총계</b>	8,625	8,685	11,212	12,630	13,567
<b>지배주주지분</b>	6,595	7,117	7,041	7,193	7,408
자본금	261	279	285	285	285
자본잉여금	4,173	4,155	4,149	4,149	4,149
기타자본구성요소	-93	-157	-213	-213	-213
자기주식	-93	-157	-213	-213	-213
이익잉여금	2,289	2,853	3,057	3,372	3,749
비지배주주지분	751	807	811	851	891
<b>자본총계</b>	7,345	7,924	7,852	8,044	8,299
<b>부채와자본총계</b>	15,970	16,609	19,064	20,674	21,866

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	4,284	-528	609	1,935	1,337
당기순이익(손실)	303	690	436	448	510
비현금성항목등	720	554	930	1,115	1,123
유형자산감가상각비	357	318	428	615	614
무형자산상각비	31	46	60	78	94
기타	251	53	169	74	74
운전자본감소(증가)	3,379	-1,663	-585	497	-155
매출채권및기타채권의 감소(증가)	5,275	-163	-309	-260	-310
재고자산감소(증가)	-347	-427	-269	-241	-288
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-75	-33	1,016	277	331
기타	-1,474	-1,040	-1,024	720	112
법인세납부	-118	-110	-171	-124	-141
<b>투자활동현금흐름</b>	-3,586	-1,497	-998	-941	-815
금융자산감소(증가)	-1,384	1,040	580	-100	-100
유형자산감소(증가)	-1,996	-2,420	-1,432	-700	-600
무형자산감소(증가)	-234	-150	-202	-202	-202
기타	27	34	56	61	87
<b>재무활동현금흐름</b>	-749	1,245	1,607	-200	-203
단기금융부채증가(감소)	-414	-7	-179	-200	-200
장기금융부채증가(감소)	58	1,449	2,095	300	300
자본의증가(감소)	-71	-65	-56	0	0
배당금의 지급	-204	0	-56	-58	-58
기타	-118	-133	-163	-242	-245
현금의 증가(감소)	-80	-831	1,199	794	319
기초현금	1,383	1,304	473	1,672	2,466
기말현금	1,304	473	1,672	2,466	2,784
FCF	1,641	-1,452	-809	969	475

자료 : 한미약품 SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	8,827	9,166	9,793	10,712	11,810
<b>매출원가</b>	4,219	3,982	4,400	4,813	5,307
<b>매출총이익</b>	4,609	5,184	5,393	5,899	6,504
매출총이익률 (%)	52.2	56.6	55.1	55.1	55.1
<b>판매비와관리비</b>	4,341	4,362	4,638	5,029	5,578
영업이익	268	822	755	869	925
영업이익률 (%)	3.0	9.0	7.7	8.1	7.8
비영업손익	-188	-233	-198	-297	-274
<b>순금융비용</b>	71	69	131	181	158
외환관련손익	166	-110	-42	-42	-42
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	80	589	557	572	651
세전계속사업이익률 (%)	0.9	6.4	5.7	5.3	5.5
계속사업법인세	-223	-101	121	124	141
<b>계속사업이익</b>	303	690	436	448	510
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	303	690	436	448	510
<b>순이익률 (%)</b>	3.4	7.5	4.5	4.2	4.3
지배주주	233	604	361	373	435
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	2.64	6.59	3.68	3.48	3.68
비지배주주	70	85	75	75	75
<b>총포괄이익</b>	173	644	239	251	312
<b>지배주주</b>	121	587	199	211	273
<b>비지배주주</b>	52	57	40	40	40
EBITDA	656	1,186	1,243	1,563	1,632

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-33.0	3.8	6.8	9.4	10.3
영업이익	-87.4	206.9	-8.1	15.1	6.5
세전계속사업이익	-96.2	635.8	-5.4	2.8	13.8
EBITDA	-74.9	80.7	4.8	25.7	4.5
EPS(계속사업)	-84.9	159.1	-40.3	3.3	16.6
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	3.5	8.8	5.1	5.2	6.0
ROA	1.8	4.2	2.4	2.3	2.4
EBITDA마진	7.4	12.9	12.7	14.6	13.8
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	154.5	103.0	115.6	121.6	130.3
부채비율	117.4	109.6	142.8	157.0	163.5
순차입금/자기자본	0.3	42.4	59.1	47.8	42.5
EBITDA/이자비용(배)	6.5	11.1	7.2	6.5	6.7
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	2,009	5,204	3,107	3,211	3,743
BPS	56,790	61,290	60,631	61,947	63,795
CFPS	5,355	8,344	7,308	9,182	9,833
주당 현금배당금	0	500	500	500	500
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	350.8	110.1	195.8	141.3	121.2
PER(최저)	136.4	49.2	119.9	135.7	116.3
PBR(최고)	12.4	9.4	10.0	7.3	7.1
PBR(최저)	4.8	4.2	6.1	7.0	6.8
PCR	51.3	68.7	63.5	48.2	45.0
EV/EBITDA(최고)	127.8	59.7	61.4	36.9	35.1
EV/EBITDA(최저)	51.8	28.7	39.3	35.5	33.8



## 동아에스티 (매수, TP: 120,000 원)

동사의 2018 년 4 분기 실적은 매출액이 1,467 억원(+1.0%YoY), 영업이익은 59 억원(흑자전환)으로 시장 컨센서스를 하회할 전망이다. 4 분기 영업이익의 시장 컨센서스 하회의 주된 원인은 R&D 비용과 인건비 집행 때문으로 판단된다.

2019 년에 기대되는 신약 파이프라인으로는 앵비로 L/O 된 항암제 DA-4501 MerTK 인데 현재 후보물질 도출 단계에 있으며 올해 안으로 전임상에 들어갈 예정이다. 전임상 진입시 앵비로부터 추가적인 마일스톤 유입이 기대된다. 또한 아스트라제네카와의 공동연구를 통해 현재 3 개의 저분자 항암제를 개발 중에 있는데 2019 년 중으로 가시적인 성과가 나올 것으로 예상되어 긍정적이다. 동사에 대한 투자의견 BUY 와 목표주가 120,000 원을 유지한다.

그림 17. 동아에스티의 4 분기 실적 Preview

(억원, %)	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E		증감율		추정치 차이
					당사추정치	시장컨센서스	YoY	QoQ	
매출액	1,452.0	1,356.0	1,524.0	1,408.0	1,467.0	1,463.0	1.0	4.2	0.3
영업이익	(0.5)	105.0	200.8	82.3	58.8	71.0	흑전	(28.5)	(17.1)
세전이익	(129.8)	92.0	271.6	68.0	39.3	47.0	흑전	(42.2)	(16.4)
순이익	(96.9)	76.0	215.8	60.6	35.0	38.0	흑전	(42.2)	(7.9)
영업이익률	(0.0)	7.7	13.2	5.8	4.0	4.9			
세전이익률	(8.9)	6.8	17.8	4.8	2.7	3.2			
순이익률	(6.7)	5.6	14.2	4.3	2.4	2.6			

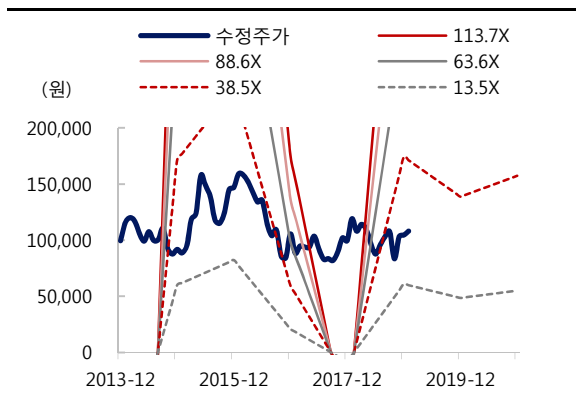
자료 : SK 증권 추정치

그림 18. 동아에스티 연간 및 분기별 실적 추정치

(단위: 억원 %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	1,331.0	1,326.0	1,438.0	1,452.0	1,356.0	1,524.0	1,408.0	1,467.0	5,602.6	5,547.0	5,755.0	6,090.0
ETC	708.0	734.0	813.0	716.0	736.0	723.0	779.0	748.8	3,119.0	2,971.0	2,986.8	3,166.3
스티렌	51.0	50.0	48.0	43.0	48.0	44.0	47.0	43.4	263.0	192.0	182.4	191.6
폴리비톨	52.0	56.0	53.0	52.0	64.0	58.0	52.0	51.0	216.0	213.0	225.0	236.3
리피논	44.0	44.0	48.0	41.0	44.0	40.0	41.0	35.0	188.0	177.0	160.0	136.7
오팔몬	48.0	55.0	63.0	57.0	56.0	56.0	65.0	58.8	222.0	223.0	235.8	243.3
그로트로핀	40.0	42.0	46.0	38.0	49.0	42.0	50.0	41.3	175.0	166.0	182.3	198.2
모티리톤	52.0	52.0	55.0	51.0	54.0	50.0	52.0	48.2	221.0	210.0	204.2	193.1
수출	323.0	305.0	355.0	414.0	330.0	355.0	359.0	395.4	1,470.0	1,397.0	1,439.4	1,527.4
박카스	183.0	156.0	160.0	154.0	174.0	171.0	190.0	182.9	632.0	653.0	717.9	753.8
메디칼	204.0	191.0	173.0	219.0	179.0	178.0	178.0	221.3	749.0	787.0	756.3	767.7
기타	96.0	92.0	97.0	107.0	111.0	267.0	92.0	101.5	266.0	392.0	571.5	628.6
영업이익	49.4	38.0	159.0	-0.5	105.0	200.8	82.3	58.8	151.8	245.9	446.9	492.7
세전이익	-151.4	57.4	142.0	-129.8	92.0	271.6	68.0	39.3	152.7	-81.9	471.1	588.9
순이익	-112.7	46.3	110.9	-96.9	76.0	215.8	60.6	35.0	152.7	-52.3	387.4	483.7
성장률YoY												
매출액	-9.4	-13.2	5.5	16.8	1.9	14.9	-2.1	1.0	0.0	-1.0	3.7	5.8
영업이익	-57.9	-53.6	849.7	적지	112.7	428.4	-48.3	흑전	-72.1	62.0	81.8	10.3
세전이익	적전	흑전	113.8	적전	흑전	373.6	-52.1	흑전	-75.7	적전	흑전	25.0
순이익	적전	흑전	67.1	적전	흑전	366.0	-45.4	흑전	-68.2	적전	흑전	24.9
수익성												
영업이익률	3.7	2.9	11.1	0.0	7.7	13.2	5.8	4.0	2.7	4.4	7.8	8.1
세전이익률	-11.4	4.3	9.9	-8.9	6.8	17.8	4.8	2.7	2.7	-1.5	8.2	9.7
순이익률	-8.5	3.5	7.7	-6.7	5.6	14.2	4.3	2.4	2.7	-0.9	6.7	7.9

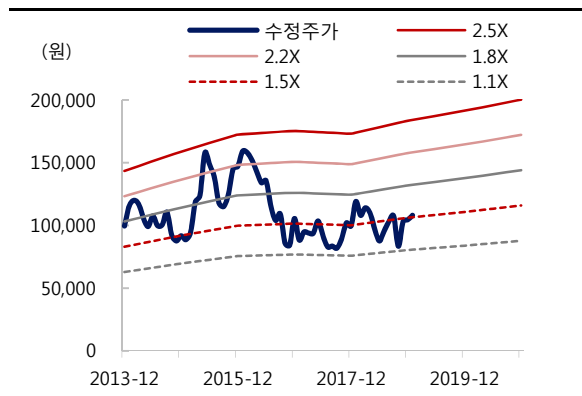
자료 : SK 증권 추정치

그림 19. 동아에스티 PER 밴드차트



자료 : 데이터가이드, SK 증권

그림 20. 동아에스티 PBR 밴드차트



자료 : 데이터가이드, SK 증권

## 재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	5,609	4,124	4,091	4,450	4,858
현금및현금성자산	2,853	1,908	1,789	1,853	2,182
매출채권및기타채권	1,560	1,073	1,084	1,119	1,135
재고자산	1,059	986	995	1,218	1,241
<b>비유동자산</b>	5,056	4,874	5,586	5,584	5,634
장기금융자산	174	244	850	850	850
유형자산	3,662	3,357	3,279	3,148	3,035
무형자산	158	130	116	115	113
<b>자산총계</b>	10,665	8,998	9,677	10,034	10,492
<b>유동부채</b>	3,861	2,195	1,961	1,918	1,903
단기금융부채	2,528	1,204	960	943	923
매입채무 및 기타채무	875	499	504	631	612
단기충당부채	34	37	37	39	42
<b>비유동부채</b>	912	990	1,518	1,454	1,426
장기금융부채	400	599	1,049	999	949
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	32	32	34	37
<b>부채총계</b>	4,774	3,185	3,479	3,373	3,329
<b>지배주주지분</b>	5,891	5,813	6,198	6,661	7,163
자본금	422	422	422	422	422
자본잉여금	2,865	2,865	2,865	2,865	2,865
기타자본구성요소	982	981	981	981	981
자기주식	-6	-7	-7	-7	-7
이익잉여금	998	930	1,365	1,807	2,287
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	5,891	5,813	6,198	6,661	7,163
<b>부채이자본총계</b>	10,665	8,998	9,677	10,034	10,492

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	258	644	530	309	574
당기순이익(손실)	129	-52	387	484	522
비현금성항목등	295	566	301	209	196
유형자산감가상각비	199	207	193	191	174
무형자산상각비	11	10	10	9	9
기타	178	94	26	-66	-66
운전자본감소(증가)	6	153	-100	-278	-30
매출채권및기타채권의 감소(증가)	412	488	-6	-35	-15
재고자산감소(증가)	-124	61	-42	-223	-22
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-36	-384	4	127	-20
기타	-247	-13	-57	-148	28
법인세납부	-171	-23	-59	-105	-113
<b>투자활동현금흐름</b>	222	-151	-765	-61	-59
금융자산감소(증가)	-27	-91	-618	-30	-30
유형자산감소(증가)	-59	-82	-104	-60	-60
무형자산감소(증가)	0	-4	-7	-7	-7
기타	308	26	-35	37	39
<b>재무활동현금흐름</b>	-647	-1,254	92	-185	-185
단기금융부채증가(감소)	-519	-1,341	-250	-17	-20
장기금융부채증가(감소)	-308	199	450	-50	-50
자본의증가(감소)	345	0	0	0	0
배당금의 지급	-80	-42	-42	-42	-42
기타	-86	-70	-66	-76	-73
현금의 증가(감소)	-101	-945	-118	63	330
기초현금	2,954	2,853	1,908	1,789	1,853
기말현금	2,853	1,908	1,789	1,853	2,182
FCF	260	467	453	259	525

자료 : 동아에스티 SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	5,603	5,548	5,755	6,090	6,529
<b>매출원가</b>	2,838	2,751	2,809	2,972	3,187
<b>매출총이익</b>	2,765	2,797	2,946	3,118	3,342
매출총이익률 (%)	49.4	50.4	51.2	51.2	51.2
<b>판매비와관리비</b>	2,613	2,556	2,499	2,625	2,807
영업이익	152	241	447	493	535
영업이익률 (%)	2.7	4.3	7.8	8.1	8.2
비영업손익	1	-323	24	96	101
<b>순금융비용</b>	98	64	30	39	35
외환관련손익	93	-260	19	19	19
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	143	0	50	50	50
세전계속사업이익	153	-82	471	589	635
세전계속사업이익률 (%)	2.7	-1.5	8.2	9.7	9.7
계속사업법인세	24	-30	84	105	113
<b>계속사업이익</b>	129	-52	387	484	522
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	129	-52	387	484	522
<b>순이익률 (%)</b>	2.3	-0.9	6.7	7.9	8.0
<b>지배주주</b>	129	-52	387	484	522
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	2.31	-0.94	6.72	7.94	7.99
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	113	-35	409	505	544
<b>지배주주</b>	113	-35	409	505	544
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	362	458	650	692	717

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-1.3	-1.0	3.7	5.8	7.2
영업이익	-72.1	58.6	85.7	10.2	8.5
세전계속사업이익	-75.8	적전	흑전	25.0	7.9
EBITDA	-53.3	26.3	42.0	6.6	3.6
EPS(계속사업)	-74.8	적전	흑전	25.0	7.9
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	2.3	-0.9	6.4	7.5	7.6
ROA	1.2	-0.5	4.1	4.9	5.1
EBITDA마진	6.5	8.3	11.3	11.4	11.0
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	145.3	187.9	208.6	232.0	255.2
부채비율	81.0	54.8	56.1	50.6	46.5
순차입금/자기자본	1.1	-2.2	2.2	-0.4	-6.4
EBITDA/이자비용(배)	3.0	5.3	9.6	9.1	9.8
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	1,540	-620	4,583	5,729	6,180
BPS	69,770	68,847	73,402	78,888	84,826
CFPS	4,050	1,951	6,984	8,094	8,344
주당 현금배당금	500	500	500	500	500
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	113.7	N/A	27.6	19.3	17.9
PER(최저)	52.4	N/A	18.2	17.7	16.4
PBR(최고)	2.5	1.6	1.7	1.4	1.3
PBR(최저)	1.2	1.1	1.1	1.3	1.2
PCR	26.1	51.1	15.0	13.3	12.9
EV/EBITDA(최고)	40.1	19.6	16.8	13.6	12.5
EV/EBITDA(최저)	19.0	13.9	11.2	12.5	11.4

## 유한양행 (매수, TP: 300,000 원 상향)

동사의 2018 년 4 분기 실적은 매출액이 3,932 억원(+3.0%YoY), 영업이익은 96 억원(-8.9%YoY, OPM 2.4%)로 시장 컨센서스를 하회할 전망이다. 3 분기 R&D 비용 집행으로 이어진 이익부진이 4 분기에도 이어질 전망이다. 3 분기보다 이익은 개선될 전망이다.

동사는 2018 년에 이어 2019 년 1 월에 추가적인 License Out 이 있었다. 길리어드사로 동사의 NASH(비알콜성지방간염) 치료제 후보물질에 대한 8,800 억원 규모의 L/O 체결이었고 Upfront fee 는 170 억원(non-refundable)이다. 동사의 NASH 치료제는 자체개발 신약으로 현재 후보물질 도출 단계에 있다. 동사는 NASH 치료제 중 합성신약 3 개, 바이오신약 1 개의 파이프라인을 보유하고 있다. 이번에 License Out 된 파이프라인은 합성신약 프로젝트 중 하나로 초기 후보물질 도출 단계에 있는데 올해 안으로 선도물질 도출된 이후에는 추가 마일스톤 유입이 가능하다. 따라서 2018 년 실적은 부진하였으나 2019 년에는 레이저터닝 Upfront 300 억원이 분기당 50 억원씩 인식되고 NASH 치료제 Upfront 170 억원이 1 분기 증으로 인식되면서 큰 폭의 이익개선이 전망된다.

이에 따라 동사의 2019 년도 영업이익을 44.5% 상향하고 EPS 를 29% 상향하면서 동사의 목표주가를 300,000 원으로 상향조정, 투자의견 BUY 를 유지한다.

그림 21. 유한양행의 4 분기 실적 Preview

(억원 %)	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18		증감율		시장 컨센서스 차이
					추정치	시장 컨센서스	YoY	QoQ	
매출액	3,817.0	3,398.2	3,861.6	3,786.1	3,931.6	3,987.0	3.0	3.8	(1.4)
영업이익	104.8	256.6	166.1	1.5	95.5	220.0	(8.9)	6192.7	(56.6)
세전이익	254.2	323.8	278.9	157.4	197.6	408.0	(22.2)	25.5	(51.6)
순이익	212.7	211.6	165.5	109.0	136.8	323.0	(35.7)	25.5	(57.7)
영업이익률	2.7	7.6	4.3	0.0	2.4	5.5			
세전이익률	6.7	9.5	7.2	4.2	5.0	10.2			
순이익률	5.6	6.2	4.3	2.9	3.5	8.1			

자료 : SK 증권 추정치

그림 22. 유한양행 연간 실적전망 변경

(억원, %)	변경후			변경전			변경률		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
매출액	14,963	17,321	19,157	14,943	16,123	17,844	0.1	7.4	7.4
영업이익	520	1,282	1,533	601	887	1,160	(13.5)	44.5	32.1
세전이익	958	1,755	2,004	1,039	1,362	1,633	(7.8)	28.9	22.7
순이익	623	1,228	1,403	679	953	1,143	(8.3)	28.9	22.7
EPS	4,801	9,454	10,793	5,233	7,339	8,798	(8.3)	28.8	22.7
영업이익률	3.5	7.4	8.0	4.0	5.5	6.5	(0.5)	1.9	1.5

자료 : SK 증권 추정치

그림 23. 유한양행 분기 및 연간 실적 전망 Table

(단위: 억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	3,512.0	3,550.6	3,787.3	3,817.0	3,398.2	3,861.6	3,786.1	3,931.6	13,202.5	14,622.5	14,963.3	17,320.9
약품사업	2,486.3	2,501.2	2,778.8	2,872.1	2,667.6	2,802.7	2,820.8	2,982.7	9,437.2	10,582.0	11,273.7	13,343.5
생활건강사업	248.4	329.3	332.9	250.7	248.6	356.3	328.9	268.2	1,021.7	1,161.3	1,202.0	1,262.2
해외사업	749.3	663.2	623.0	620.9	414.2	638.1	567.7	608.2	2,521.6	2,656.4	2,228.2	2,354.6
기타	28.0	31.8	31.6	28.8	31.5	36.7	38.6	35.1	139.7	120.3	141.8	134.7
영업이익	355.2	207.4	219.7	104.8	256.6	166.1	1.5	95.5	977.9	887.1	519.7	1,281.8
세전이익	391.7	431.7	371.6	254.2	323.8	278.9	157.4	197.6	2,048.9	1,449.2	957.7	1,754.9
순이익	295.4	323.6	264.6	212.7	211.6	165.5	109.0	136.8	1,612.5	1,096.4	622.9	1,228.4
성장률YoY												
매출액	27.3	7.4	4.8	9.1	-3.2	8.8	0.0	3.0	16.9	10.8	2.3	15.8
영업이익	78.4	-15.8	-12.9	-62.6	-27.7	-19.9	-99.3	-8.9	13.9	-9.3	-41.4	146.6
세전이익	-40.4	-4.2	23.5	-60.3	-17.3	-35.4	-57.6	-22.2	21.7	-29.3	-33.9	83.2
순이익	-42.4	-5.0	9.9	-59.0	-28.4	-48.8	-58.8	-35.7	27.9	-32.0	-43.2	97.2
수익률												
영업이익	10.1	5.8	5.8	2.7	7.6	4.3	0.0	2.4	7.4	6.1	3.5	7.4
세전이익	11.2	12.2	9.8	6.7	9.5	7.2	4.2	5.0	15.5	9.9	6.4	10.1
순이익	8.4	9.1	7.0	5.6	6.2	4.3	2.9	3.5	12.2	7.5	4.2	7.1

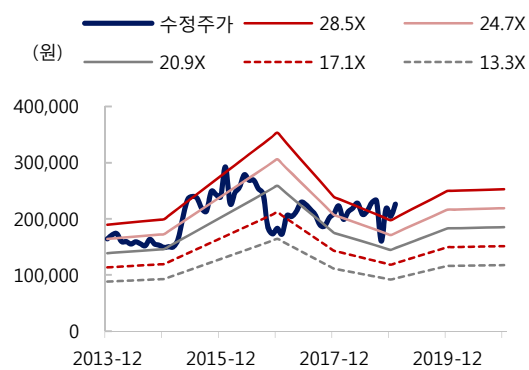
자료 : SK 증권 추정치

그림 24. 유한양행 Valuation Table

구분	내용	비고
12M Forward 예상 순이익(억원)	1,228.4	
발행주식수(주)	11,665,896	
12M Forward EPS(원)	10,530	
적용PER(배)	28.0	
주당가치(원)	294,847	
목표주가(원)	300,000	
현재주가(원)	233,500	2019년 1월 15일 종가 기준
상승여력(%)	28.5	

자료 : SK 증권 추정치

그림 25. 유한양행 PER 밴드차트



자료 : 데이터가이드, SK 증권

그림 26. 유한양행 PBR 밴드차트



자료 : 데이터가이드, SK 증권

## 재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	10,483	10,695	11,417	13,346	15,157
현금및현금성자산	2,449	2,566	3,240	3,733	4,604
매출채권및기타채권	2,486	2,933	3,057	3,926	4,534
재고자산	3,106	2,712	2,826	3,637	4,215
<b>비유동자산</b>	9,976	10,252	10,315	10,352	10,485
장기금융자산	1,467	1,454	1,445	1,445	1,445
유형자산	3,339	3,554	3,339	2,869	2,500
무형자산	159	257	343	313	288
<b>자산총계</b>	20,459	20,947	21,732	23,698	25,642
<b>유동부채</b>	3,244	2,763	2,810	3,420	3,871
단기금융부채	564	185	123	193	263
매입채무 및 기타채무	1,721	1,350	1,407	1,747	1,971
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	2,250	2,120	2,471	2,730	2,953
장기금융부채	1,403	1,153	1,373	1,593	1,793
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	154	166	173	211	233
<b>부채총계</b>	5,494	4,883	5,281	6,150	6,824
<b>지배주주지분</b>	14,966	16,000	16,370	17,469	18,741
자본금	569	595	622	622	622
자본잉여금	1,158	1,177	1,120	1,090	1,060
기타자본구성요소	-1,649	-1,528	-1,651	-1,651	-1,651
자기주식	-1,649	-1,528	-1,651	-1,651	-1,651
이익잉여금	14,112	14,933	15,376	16,373	17,544
비지배주주지분	0	63	81	79	77
<b>자본총계</b>	14,966	16,063	16,451	17,548	18,818
<b>부채와자본총계</b>	20,459	20,947	21,732	23,698	25,642

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	230	727	724	203	615
당기순이익(손실)	1,612	1,096	623	1,228	1,403
비현금성항목등	55	460	706	637	616
유형자산감가상각비	415	500	552	531	439
무형자산감가상각비	14	22	42	53	48
기타	151	65	136	-65	-65
운전자본감소(증가)	-1,088	-454	-318	-1,136	-803
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-214	-556	-66	-869	-608
재고자산감소(증가)	-683	407	-98	-811	-577
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-102	-457	137	340	224
기타	-90	151	-291	205	159
법인세납부	-350	-376	-287	-526	-601
<b>투자활동현금흐름</b>	-206	167	239	303	299
금융자산감소(증가)	285	476	276	250	250
유형자산감소(증가)	-800	-566	-371	-60	-70
무형자산감소(증가)	-37	-31	-23	-23	-23
기타	346	289	357	137	143
<b>재무활동현금흐름</b>	179	-736	-295	-14	-43
단기금융부채증가(감소)	-93	-566	-62	70	70
장기금융부채증가(감소)	543	-100	200	220	200
자본의증가(감소)	-12	192	-153	-30	-30
배당금의 지급	-205	-207	-218	-233	-234
기타	-54	-55	-59	-41	-49
현금의 증가(감소)	230	118	674	492	871
기초현금	2,218	2,449	2,566	3,240	3,733
기말현금	2,449	2,566	3,240	3,733	4,604
FCF	-648	389	404	262	663

자료 : 유한양행 SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	13,208	14,622	14,978	17,321	19,157
<b>매출원가</b>	9,314	10,376	10,855	11,882	13,027
<b>매출총이익</b>	3,894	4,246	4,123	5,439	6,130
매출총이익률 (%)	29.5	29.0	27.5	31.4	32.0
<b>판매비와관리비</b>	2,916	3,359	3,603	4,157	4,598
영업이익	978	887	520	1,282	1,533
영업이익률 (%)	7.4	6.1	3.5	7.4	8.0
비영업손익	1,071	562	438	473	471
<b>순금융비용</b>	-42	-47	-88	-95	-94
외환관련손익	69	-135	-87	-87	-87
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	889	481	353	400	400
세전계속사업이익	2,049	1,449	958	1,755	2,004
세전계속사업이익률 (%)	15.5	9.9	6.4	10.1	10.5
계속사업법인세	436	353	335	526	601
<b>계속사업이익</b>	1,612	1,096	623	1,228	1,403
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,612	1,096	623	1,228	1,403
<b>순이익률 (%)</b>	12.2	7.5	4.2	7.1	7.3
지배주주	1,612	1,090	625	1,230	1,405
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	12.21	7.46	4.17	7.1	7.33
비지배주주	0	6	-2	-2	-2
<b>총포괄이익</b>	1,543	1,057	754	1,360	1,534
<b>지배주주</b>	1,543	1,051	756	1,362	1,536
<b>비지배주주</b>	0	6	-2	-2	-2
EBITDA	1,407	1,409	1,113	1,866	2,019

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	17.0	10.7	24	15.6	10.6
영업이익	13.9	-9.3	-41.4	146.6	19.6
세전계속사업이익	21.7	-29.3	-33.9	83.2	14.2
EBITDA	20.4	0.1	-21.0	67.5	8.2
EPS(계속사업)	27.9	-32.4	-42.7	96.9	14.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	11.3	7.0	3.9	7.3	7.8
ROA	8.2	5.3	2.9	5.4	5.7
EBITDA마진	10.7	9.6	7.4	10.8	10.5
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	323.1	387.1	406.3	390.2	391.6
부채비율	36.7	30.4	32.1	35.1	36.3
순차입금/자기자본	-19.4	-22.9	-24.3	-22.5	-22.9
EBITDA/이자비용(배)	26.4	30.5	30.2	45.2	41.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	12,391	8,379	4,801	9,454	10,793
BPS	115,002	122,949	125,795	134,240	144,015
CFPS	15,689	12,390	9,363	13,941	14,531
주당 현금배당금	2,000	2,000	2,000	2,000	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	23.8	28.5	51.3	24.3	21.3
PER(최저)	13.3	20.4	33.4	21.7	19.0
PBR(최고)	2.6	1.9	2.0	1.7	1.6
PBR(최저)	1.4	1.4	1.3	1.5	1.4
PCR	11.7	16.9	21.8	16.2	15.6
EV/EBITDA(최고)	25.1	19.6	25.8	14.3	13.0
EV/EBITDA(최저)	13.2	13.4	15.8	12.6	11.5



### 대웅제약 (매수, TP: 260,000 원)

동사의 2018 년 4 분기 실적은 매출액이 2,254 억원(+5.5%YoY), 영업이익은 71 억원 (+11.4%YoY, OPM 3.2%)으로 시장 컨센서스를 하회할 전망이다. 4 분기 매출액은 3 분기와 비슷한 수준으로 유지될 전망이나 4 분기 오송공장 감가상각비가 11 월부터 추가 반영되는 부분이 있으며 R&D 비용 집행이 예상되어 시장 컨센서스를 소폭 하회할 전망이다.

2019 년 2 월 나보타 FDA 허가가 예정, 동사의 주가 상승에 긍정적인 모멘텀으로 작용할 전망이다. 나보타 허가 이후 2019 년 동사의 실적은 구조적으로 개선되는 첫해가 될 것으로 판단되는데 파트너사인 에볼루스와 5 년간 3,000 억원의 계약이 체결, 허가 이후 매출발생에 따른 실적개선세가 예상된다. 동사에 대한 투자의견 BUY 와 목표주가 260,000 원, 당사 Top Pick 을 유지한다.

그림 27. 대웅제약의 4 분기 실적 Preview

(억원 %)	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E		증감율		컨센서스
					당사추정치	컨센서스	YoY	QoQ	차이
매출액	2,136.0	2,159.0	2,382.0	2,320.0	2,253.6	2,322.0	5.5	(2.9)	(2.9)
영업이익	63.9	80.2	100.2	80.1	71.2	76.0	11.4	(11.1)	(6.3)
세전이익	18.3	70.9	94.1	62.5	61.4	75.0	234.4	(1.9)	(18.2)
순이익	74.8	50.1	76.8	44.8	44.0	61.0	(41.3)	(1.9)	(28.0)
영업이익률	3.0	3.7	4.2	3.5	3.2	3.3			
세전이익률	0.9	3.3	4.0	2.7	2.7	3.2			
순이익률	3.5	2.3	3.2	1.9	2.0	2.6			

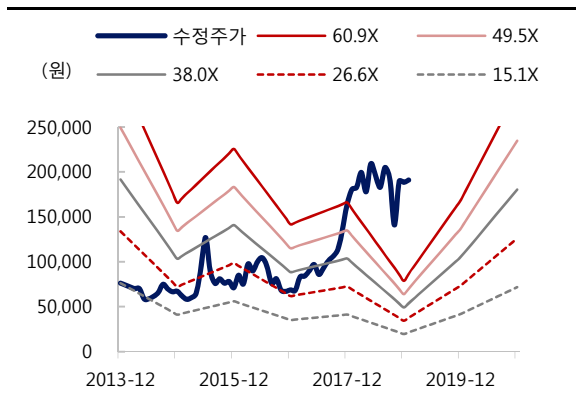
자료 : SK 증권 추정치

그림 28. 대웅제약 분기 및 연간 실적 추정 Table

(단위: 억원 %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	2,053.0	2,225.0	2,254.0	2,136.0	2,159.0	2,382.0	2,320.0	2,253.6	7,939.8	8,668.0	9,114.6	9,636.1
ETC	1,413.0	1,523.0	1,593.0	1,472.0	1,552.0	1,663.0	1,684.0	1,641.4	5,558.0	6,001.0	6,540.4	7,221.4
OTC	197.0	211.0	212.0	212.0	210.0	231.0	231.0	237.0	771.0	832.0	909.0	1,020.5
수출	221.0	293.0	266.0	257.0	191.0	271.0	227.0	277.6	955.0	1,037.0	966.6	1,043.9
기타	154.0	122.0	102.0	120.0	117.0	120.0	83.0	97.6	112.8	498.0	417.6	350.3
영업이익	97.6	139.8	144.9	63.9	80.2	100.2	80.1	71.2	353.9	446.3	331.7	406.2
세전이익	67.5	182.2	141.0	18.3	70.9	94.1	62.5	61.4	352.0	408.9	288.9	371.7
순이익	50.4	136.7	105.3	74.8	50.1	76.8	44.8	44.0	329.7	367.2	215.7	333.8
성장률YoY												
매출액	7.8	15.4	14.0	0.2	5.2	7.1	2.9	5.5	-0.8	9.2	5.2	5.7
영업이익	78.5	125.6	61.5	-56.7	-17.9	-28.4	-44.7	11.4	-35.7	26.1	-25.7	22.5
세전이익	18.7	164.9	67.5	-87.1	5.0	-48.3	-55.6	234.4	-40.6	16.2	-29.4	28.7
순이익	19.1	169.0	67.4	-56.9	-0.6	-43.8	-57.5	-41.3	-33.0	11.4	-41.3	54.8
수익률												
영업이익	4.8	6.3	6.4	3.0	3.7	4.2	3.5	3.2	4.5	5.1	3.6	4.2
세전이익	3.3	8.2	6.3	0.9	3.3	4.0	2.7	2.7	4.4	4.7	3.2	3.9
순이익	2.5	6.1	4.7	3.5	2.3	3.2	1.9	2.0	4.2	4.2	2.4	3.5

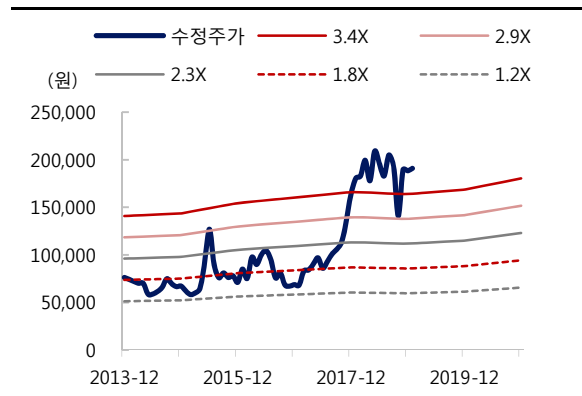
자료 : SK 증권 추정치

그림 29. 대웅제약 PER 밴드차트



자료 : 데이터가이드, SK 증권

그림 30. 대웅제약 PBR 밴드차트



자료 : 데이터가이드, SK 증권

## 재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	4,030	3,680	3,824	4,388	5,017
현금및현금성자산	556	422	387	778	1,198
매출채권및기타채권	1,521	1,536	1,621	1,713	1,819
재고자산	1,406	1,623	1,713	1,811	1,922
<b>비유동자산</b>	6,122	6,855	7,034	6,833	6,667
장기금융자산	87	73	59	59	59
유형자산	2,796	3,073	3,309	3,112	2,944
무형자산	461	766	700	649	601
<b>자산총계</b>	10,152	10,535	10,858	11,221	11,684
<b>유동부채</b>	2,024	2,111	2,379	2,466	2,561
단기금융부채	1,053	933	1,136	1,151	1,166
매입채무 및 기타채무	734	819	864	914	970
단기충당부채	82	151	159	168	178
<b>비유동부채</b>	2,952	2,950	2,868	2,891	2,915
장기금융부채	2,892	2,893	2,808	2,828	2,848
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	17	15	15	16	17
<b>부채총계</b>	4,976	5,062	5,248	5,357	5,476
<b>지배주주지분</b>	5,177	5,473	5,610	5,865	6,208
자본금	290	290	290	290	290
자본잉여금	1,004	1,004	1,004	1,004	1,004
기타자본구성요소	-449	-449	-449	-449	-449
자기주식	-449	-449	-449	-449	-449
이익잉여금	4,326	4,631	4,849	5,121	5,481
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	5,177	5,473	5,610	5,865	6,208
<b>부채외자본총계</b>	10,152	10,535	10,858	11,221	11,684

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	195	715	617	702	737
당기순이익(손실)	330	367	216	334	422
비현금성항목등	260	619	688	527	500
유형자산감가상각비	176	270	360	398	367
무형자산상각비	36	48	65	57	53
기타	-7	162	116	-39	-39
운전자본감소(증가)	-298	-204	-165	-121	-137
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-224	-67	-95	-93	-105
재고자산감소(증가)	-215	-266	-129	-98	-111
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	142	105	47	49	56
기타	-1	24	12	20	23
법인세납부	-97	-68	-121	-38	-48
<b>투자활동현금흐름</b>	-1,425	-572	-615	-194	-201
금융자산감소(증가)	29	414	5	20	10
유형자산감소(증가)	-1,205	-586	-596	-200	-200
무형자산감소(증가)	-187	-266	-6	-6	-6
기타	-62	-134	-19	-8	-5
<b>재무활동현금흐름</b>	1,451	-273	-37	-117	-117
단기금융부채증가(감소)	2	-18	103	15	15
장기금융부채증가(감소)	1,593	-100	15	20	20
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-72	-62	-62	-62	-62
기타	-71	-93	-94	-90	-91
현금의 증가(감소)	220	-134	-35	391	419
기초현금	336	556	422	387	778
기말현금	556	422	387	778	1,198
FCF	-1,204	-125	-41	493	528

자료 : 대웅제약 SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	7,940	8,668	9,114	9,636	10,228
<b>매출원가</b>	4,648	5,086	5,581	5,901	6,263
<b>매출총이익</b>	3,292	3,581	3,533	3,735	3,965
매출총이익률 (%)	41.5	41.3	38.8	38.8	38.8
<b>판매비와관리비</b>	2,939	3,135	3,201	3,329	3,462
영업이익	354	446	332	406	502
영업이익률 (%)	4.5	5.2	3.6	4.2	4.9
비영업손익	-2	-37	-43	-35	-32
<b>순금융비용</b>	31	66	83	86	83
외환관련손익	8	-36	12	12	12
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-11	-9	0	0	0
세전계속사업이익	352	409	289	372	470
세전계속사업이익률 (%)	4.4	4.7	3.2	3.9	4.6
계속사업법인세	22	42	73	38	48
<b>계속사업이익</b>	330	367	216	334	422
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	330	367	216	334	422
<b>순이익률 (%)</b>	4.2	4.2	2.4	3.5	4.1
<b>지배주주</b>	330	367	216	334	422
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	4.15	4.24	2.37	3.46	4.13
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	322	359	198	317	405
<b>지배주주</b>	322	359	198	317	405
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	566	764	756	861	923

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-0.8	9.2	5.2	5.7	6.1
영업이익	-35.7	26.1	-25.6	22.4	23.7
세전계속사업이익	-40.6	16.2	-29.4	28.7	26.6
EBITDA	-24.1	35.0	-1.0	13.8	7.1
EPS(계속사업)	-33.0	11.4	-41.3	54.8	26.6
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	6.5	6.9	3.9	5.8	7.0
ROA	3.6	3.6	2.0	3.0	3.7
EBITDA마진	7.1	8.8	8.3	8.9	9.0
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	199.2	174.3	160.7	178.0	195.9
부채비율	96.1	92.5	93.6	91.3	88.2
순차입금/자기자본	56.4	61.2	62.4	53.9	44.9
EBITDA/이자비용(배)	12.0	9.8	8.7	9.6	10.2
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	2,846	3,170	1,861	2,881	3,646
BPS	44,678	47,239	48,418	50,615	53,577
CFPS	4,678	5,915	5,525	6,807	7,273
주당 현금배당금	600	600	600	600	600
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	40.2	52.4	117.9	67.7	53.5
PER(최저)	22.0	21.2	74.1	62.5	49.4
PBR(최고)	2.6	3.5	4.5	3.9	3.6
PBR(최저)	1.4	1.4	2.9	3.6	3.4
PCR	14.7	27.8	34.1	28.1	26.3
EV/EBITDA(최고)	28.6	29.5	38.3	29.9	27.5
EV/EBITDA(최저)	18.0	14.6	25.8	27.9	25.6

### 삼성바이오로직스 (매수, TP: 500,000 원)

동사의 2018 년 4 분기 실적은 매출액이 1,554 억원(-6.6%YoY), 영업이익은 148 억원(-70.8%YoY, OPM 9.5%)으로 시장 컨센서스가 예상된다. 4 분기 매출액은 1,2 공장 가동률 상승으로 3 분기 대비 성장할 전망이나 전년도 높은 base 에 따라 역성장세 시현이 전망된다. 영업이익은 3 공장 가동에 따른 감가상각비가 반영되면서 전년대비 큰 폭의 감소세 시현이 예상된다. 세전이익은 바이오젠 콜옵션 행사로 약 7,600 억원이 영업외이익으로 인식되면서 큰 폭의 성장세를 시현할 전망이다.

동사는 지난 12 월 기업심사위원회 심의를 통해 상장 유지가 결정되면서 회계 이슈 불확실성이 어느 정도 해소되었지만 검찰조사가 계속 진행 중에 있어 향후 결과에 따라 주가는 큰 변동성을 보일 것으로 예상된다. 그럼에도 불구하고 동사는 JP 모건 컨퍼런스에서 3 공장 수주 물량을 현재 25%에서 올해 연말까지 50%로 확대할 것으로 밝혔고 이에 따른 가동률 상승이 예상된다. 또한 2018 년 10 월에 출시된 휴미라 바이오시밀러가 유럽시장에서 경쟁사인 암젠, 산도즈 대비 판매 우위에 있어 2019 년 삼성바이오에피스의 실적에 대한 기대도 긍정적이다. 동사에 대한 투자 의견 BUY 및 적정주가 500,000 원을 유지한다.

그림 31. 삼성바이오로직스의 4 분기 실적 Preview

(억원 %)	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E		증감율		컨센서스 차이
					당사추정치	컨센서스	YoY	QoQ	
매출액	1,663.1	1,310.4	1,254.3	1,010.7	1,554.0	1,388.0	(6.6)	53.8	12.0
영업이익	505.9	100.0	237.2	104.6	147.6	191.0	(70.8)	41.1	(22.7)
세전이익	(90.8)	(623.5)	(69.3)	(288.4)	5,576.1	6,720.0	흑전	흑전	(17.0)
순이익	(101.0)	(572.2)	(95.8)	(301.4)	4,460.9	4,826.0	흑전	흑전	(7.6)
영업이익률	30.4	7.6	18.9	10.4	9.5	13.8			
세전이익률	(5.5)	-47.6	-5.5	-28.5	358.8	484.1			
순이익률	(6.1)	-43.7	-7.6	-29.8	287.1	347.7			

자료: SK 증권 추정치

그림 32. 삼성바이오로직스 분기 및 연간 실적전망 Table

(단위: 억원 %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	1,076.5	632.2	1,274.5	1,663.1	1,310.4	1,254.3	1,010.7	1,554.0	2,946.2	4,646.3	5,129.3	6,601.2
영업이익	34.1	-84.8	204.7	505.9	100.0	237.2	104.6	147.6	-304.2	659.8	589.4	1,452.3
세전이익	-398.2	-291.0	-379.9	-90.8	-623.5	-69.3	-288.4	5,576.1	-2,309.0	-1,159.9	4,595.0	1008.2
순이익	-330.7	-221.0	-317.0	-101.0	-572.2	-95.8	-301.4	4,460.9	-1,768.2	-969.7	3,491.5	856.9
성장률YoY												
매출액	-1.2	51.7	77.8	7.8	21.7	98.4	-20.7	-6.6	222.8	57.7	10.4	28.7
영업이익	-124.9	165.8	-259.1	-7,274.2	193.4	흑전	-48.9	-70.8	-85.1	흑전	-10.7	146.4
세전이익	적지	적지	적지	적지	0.0	0.0	0.0	흑전	적전	적지	흑전	-78.1
순이익	적지	적지	적지	적지	0.0	0.0	0.0	흑전	적전	적지	흑전	-75.5
수익률												
영업이익	3.2	-13.4	16.1	30.4	7.6	18.9	10.4	9.5	-10.3	14.2	11.5	22.0
세전이익	-37.0	-46.0	-29.8	-5.5	-47.6	-5.5	-28.5	358.8	-78.4	-25.0	89.6	15.3
순이익	-30.7	-35.0	-24.9	-6.1	-43.7	-7.6	-29.8	287.1	-60.0	-20.9	68.1	13.0

자료: SK 증권 추정치

## 재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	14,614	6,210	30,002	32,532	36,325
현금및현금성자산	2,303	3,581	1,466	3,292	5,646
매출채권및기타채권	725	250	233	300	437
재고자산	1,642	2,100	1,962	2,525	3,674
<b>비유동자산</b>	60,716	65,621	46,909	45,791	45,416
장기금융자산	0	0	0	0	0
유형자산	10,910	15,133	16,235	15,465	14,747
무형자산	140	190	206	214	219
<b>자산총계</b>	75,330	71,831	76,911	78,323	81,741
<b>유동부채</b>	24,765	22,874	23,660	24,237	25,414
단기금융부채	22,782	20,722	21,649	21,649	21,649
매입채무 및 기타채무	1,150	1,295	1,210	1,558	2,267
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	9,741	9,192	11,422	11,436	11,454
장기금융부채	4,394	4,072	6,537	6,537	6,537
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	34,506	32,066	35,082	35,673	36,868
<b>지배주주지분</b>	40,824	39,765	41,829	42,650	44,873
자본금	1,654	1,654	1,654	1,654	1,654
자본잉여금	24,873	24,873	24,873	24,873	24,873
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	14,247	13,277	15,377	16,234	18,492
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	40,824	39,765	41,829	42,650	44,873
<b>부채이자본총계</b>	75,330	71,831	76,911	78,323	81,741

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	-391	1,564	769	1,912	2,405
당기순이익(손실)	-1,768	-970	3,491	857	2,258
비현금성항목등	2,112	2,310	-1,933	1,433	932
유형자산감가상각비	558	642	801	770	718
무형자산상각비	44	57	62	68	71
기타	50	457	-5,528	3	3
운전자본감소(증가)	-735	223	343	-227	-386
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-287	478	-41	-67	-137
재고자산감소(증가)	-438	-437	171	-563	-1,149
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	12	132	503	347	709
기타	-22	50	-290	56	191
법인세납부	1	2	-1,132	-151	-399
<b>투자활동현금흐름</b>	-13,720	2,756	-6,074	24	61
금융자산감소(증가)	-9,700	9,700	-3,600	0	0
유형자산감소(증가)	-1,630	-4,941	-2,357	0	0
무형자산감소(증가)	-52	-107	-76	-76	-76
기타	-2,338	-1,896	-41	100	137
<b>재무활동현금흐름</b>	16,069	-3,042	3,191	-111	-111
단기금융부채증가(감소)	-101	-1,966	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	1,571	-906	3,364	0	0
자본의증가(감소)	14,843	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-244	-170	-174	-111	-111
현금의 증가(감소)	1,958	1,278	-2,114	1,825	2,355
기초현금	345	2,303	3,581	1,466	3,292
기말현금	2,303	3,581	1,466	3,292	5,646
FCF	-1,131	-3,637	-879	1,770	2,368

자료: 삼성바이오로직스 SK증권

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	2,946	4,646	5,129	6,601	9,605
<b>매출원가</b>	2,681	3,328	3,566	3,829	5,283
<b>매출총이익</b>	265	1,318	1,563	2,773	4,322
매출총이익률 (%)	9.0	28.4	30.5	42.0	45.0
<b>판매비와관리비</b>	570	658	974	1,320	1,921
영업이익	-304	660	589	1,452	2,401
영업이익률 (%)	-10.3	14.2	11.5	22.0	25.0
<b>비영업손익</b>	-2,005	-1,820	4,006	-444	256
<b>순금융비용</b>	156	-43	27	11	-25
외환관련손익	-28	17	-15	-15	-15
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-1,292	-1,296	-1,548	-415	248
세전계속사업이익	-2,309	-1,160	4,595	1,008	2,657
세전계속사업이익률 (%)	-78.4	-25.0	89.6	15.3	27.7
계속사업법인세	-541	-190	1,104	151	399
<b>계속사업이익</b>	-1,768	-970	3,491	857	2,258
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-1,768	-970	3,491	857	2,258
<b>순이익률 (%)</b>	-60.0	-20.9	68.1	13.0	23.5
<b>지배주주</b>	-1,768	-970	3,491	857	2,258
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	-60.02	-20.87	68.07	12.98	23.51
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	-1,767	-1,059	3,456	822	2,223
<b>지배주주</b>	-1,767	-1,059	3,456	822	2,223
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	297	1,359	1,453	2,290	3,190

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	222.8	57.7	10.4	28.7	45.5
영업이익	적지	흑전	-10.7	146.4	65.3
세전계속사업이익	적전	적지	흑전	-78.1	163.6
EBITDA	흑전	357.2	6.9	57.6	39.3
EPS(계속사업)	적전	적지	흑전	-75.5	163.6
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	-5.2	-2.4	8.6	2.0	5.2
ROA	-2.6	-1.3	4.7	1.1	2.8
EBITDA마진	10.1	29.3	28.3	34.7	33.2
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	59.0	27.2	126.8	134.2	142.9
부채비율	84.5	80.6	83.9	83.6	82.2
순차입금/자기자본	37.2	53.4	55.3	49.9	42.2
EBITDA/이자비용(배)	1.5	23.9	14.8	20.6	28.6
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	-3,115	-1,466	5,277	1,295	3,413
BPS	61,700	60,099	63,219	64,461	67,821
CFPS	-2,055	-409	6,582	2,562	4,606
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	N/A	N/A	110.7	305.4	115.9
PER(최저)	N/A	N/A	54.1	288.8	109.6
PBR(최고)	2.8	6.8	9.2	6.1	5.8
PBR(최저)	2.3	2.5	4.5	5.8	5.5
PCR	-73.5	-907.6	58.7	154.4	85.9
EV/EBITDA(최고)	441.9	213.3	281.9	123.6	88.0
EV/EBITDA(최저)	367.3	89.2	146.0	117.4	83.5

### 셀트리온 (매수, TP: 250,000 원 하향)

동사의 2018 년 4 분기 실적은 매출액이 2,503 억원(-8.7%YoY), 영업이익은 851 억원(-47.6%YoY, OPM 34.0%)로 시장 컨센서스 하회 전망된다. 4분기 실적의 시장 컨센서스 하회 주된 원인은 트룩시마와 램시마의 단가인하로 매출액이 예상보다 부진할 전망이다이며 1 공장 증설로 공장가동 중단에 따른 이익률 하락이 예상된다.

이번 1 공장 증설에 의한 공장 가동 중단은 2019 년 1 분기까지 이어지면서 상반기 실적부진에 영향을 미칠 것으로 판단된다. 그러나 유럽 트룩시마가 램시마보다 빠른 점유율 확대로 3 분기 기준 M/S 35%를 차지하고 있는 반면, 경쟁사인 산도즈는 10%에 머물고 있다. 2018 년 유럽에 런칭한 허쥬마는 시장점유율 6~7%로 경쟁사 대비 앞서고 있어 하반기 실적개선을 견인할 전망이다. 따라서 2019 년 영업이익을 36% 하향하고 이에 따른 EPS 가 34% 하향 조정되면서 동사의 목표주가는 250,000 원으로 하향 조정되었으나 하반기 실적개선을 감안하여 투자 의견 BUY 를 유지한다.

그림 33. 셀트리온의 4 분기 실적 Preview

(억원 %)	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E		증감율		컨센서스
					당사추정치	컨센서스	YoY	QoQ	차이
매출액	2,742.7	2,449.8	2,634.4	2,311.0	2,503.0	2,707.0	(8.7)	8.3	(7.5)
영업이익	1,624.3	1,164.7	1,082.2	736.2	851.0	955.0	(47.6)	15.6	(10.9)
세전이익	1,536.4	1,152.9	927.0	714.8	886.9	892.0	(42.3)	24.1	(0.6)
순이익	1,119.9	832.4	829.7	546.6	678.2	755.0	(39.4)	24.1	(10.2)
영업이익률	59.2	47.5	41.1	31.9	34.0	35.3			
세전이익률	56.0	47.1	35.2	30.9	35.4	33.0			
순이익률	40.8	34.0	31.5	23.7	27.1	27.9			

자료 : SK 증권 추정치

그림 34. 셀트리온 연간 실적전망 변경

(억원 %)	변경후			변경전			변경률		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
매출액	9,898	11,985	14,254	11,478	14,521	19,635	(13.8)	(17.5)	(27.4)
영업이익	3,834	5,393	6,557	6,318	8,422	11,585	(39.3)	(36.0)	(43.4)
세전이익	3,682	5,650	6,864	6,276	8,438	11,715	(41.3)	(33.0)	(41.4)
순이익	2,887	4,520	5,502	4,973	6,686	9,269	(41.9)	(32.4)	(40.6)
EPS	2,345	3,615	4,390	4,043	5,439	7,556	(42.0)	(33.5)	(41.9)
영업이익률	38.7	45.0	46.0	55.0	58.0	59.0	(16.3)	(13.0)	(13.0)

자료 : SK 증권 추정치

그림 35. 셀트리온 분기 및 연간 실적전망 Table

(단위: 억원 %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	1,965.8	2,461.5	2,320.9	2,742.7	2,449.8	2,634.4	2,311.0	2,503.0	6,705.8	9,490.8	9,898.2	11,985.0
영업이익	893.9	1,383.3	1,318.5	1,624.3	1,164.7	1,082.2	736.2	851.0	2,496.9	5,220.0	3,834.1	5,393.3
세전이익	802.1	1,407.2	1,311.7	1,536.4	1,152.9	927.0	714.8	886.9	2,293.4	5,057.5	3,681.7	5,649.7
순이익	670.9	1,152.5	1,063.9	1,119.9	832.4	829.7	546.6	678.2	1,804.5	4,007.3	2,887.0	4,519.8
성장률YoY												
매출액	81.2	33.0	37.9	31.3	24.6	7.0	-0.4	-8.7	11.1	41.5	4.3	21.1
영업이익	231.3	79.4	78.2	126.8	30.3	-21.8	-44.2	-47.6	-3.6	109.1	-26.5	40.7
세전이익	671.6	85.2	74.2	127.1	0.0	0.0	0.0	-42.3	40.6	120.5	-27.2	53.5
순이익	468.5	93.4	81.5	122.0	0.0	0.0	0.0	-39.4	14.0	122.1	-28.0	56.6
수익률												
영업이익	45.5	56.2	56.8	59.2	47.5	41.1	31.9	34.0	37.2	55.0	38.7	45.0
세전이익	40.8	57.2	56.5	56.0	47.1	35.2	30.9	35.4	34.2	53.3	37.2	47.1
순이익	34.1	46.8	45.8	40.8	34.0	31.5	23.7	27.1	26.9	42.2	29.2	37.7

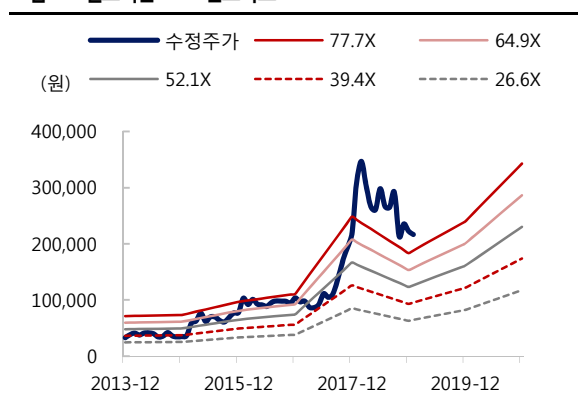
자료 : SK 증권 추정치

그림 36. 셀트리온 Valuation Table

구분	내용	비고
2019년 예상 순이익(억원)	4,529.8	
발행주식수(주)	182,300,000	
2019년 EPS(원)	3,615	
적용PER(배)	68.0	셀트리온 과거 4년 평균 PER 적용
주당가치(원)	245,799	
목표주가(원)	250,000	
현재주가(원)	207,500	2019년 1월 15일 종가 기준
상승여력(%)	20.5	

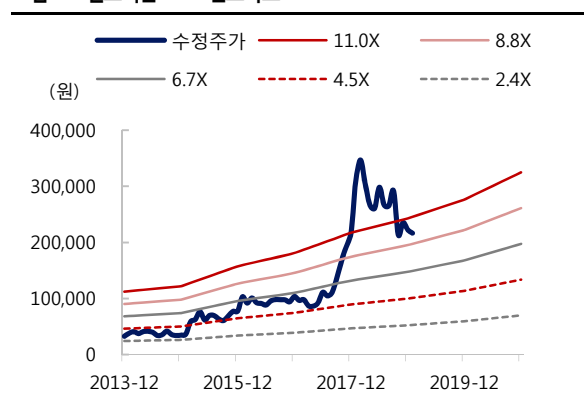
자료 : SK 증권 추정치

그림 37. 셀트리온 PER 밴드차트



자료 : 데이터가이드, SK 증권

그림 38. 셀트리온 PBR 밴드차트



자료 : 데이터가이드, SK 증권



## 재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	12,541	16,151	16,953	21,316	26,703
현금및현금성자산	2,684	4,192	5,356	10,460	14,161
매출채권및기타채권	7,613	8,314	7,587	7,311	8,695
재고자산	1,848	2,006	1,831	1,318	1,568
<b>비유동자산</b>	17,679	18,436	18,221	18,784	19,330
장기금융자산	157	162	278	278	278
유형자산	8,679	8,442	8,477	8,141	7,829
무형자산	8,483	9,519	8,965	9,464	9,920
<b>자산총계</b>	30,219	34,587	35,174	40,100	46,032
<b>유동부채</b>	6,103	6,168	6,140	6,425	6,743
단기금융부채	4,710	4,168	4,315	4,215	4,115
매입채무 및 기타채무	345	458	418	506	602
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	2,127	2,704	1,882	1,913	1,945
장기금융부채	2,080	2,241	1,106	1,106	1,106
장기매입채무 및 기타채무	10	10	10	10	10
장기충당부채	8	10	9	11	13
<b>부채총계</b>	8,230	8,871	8,022	8,338	8,688
<b>지배주주지분</b>	20,536	24,246	26,048	30,668	36,260
자본금	1,166	1,227	1,254	1,254	1,254
자본잉여금	7,476	7,608	7,742	7,742	7,742
기타자본구성요소	143	-298	-378	-378	-378
자기주식	-24	-509	-638	-638	-638
이익잉여금	11,687	15,622	17,259	21,789	27,291
비지배주주지분	1,453	1,470	1,104	1,094	1,084
<b>자본총계</b>	21,990	25,716	27,152	31,762	37,344
<b>부채이자본총계</b>	30,219	34,587	35,174	40,100	46,032

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	2,509	5,166	4,777	6,557	5,103
당기순이익(순실)	1,805	4,007	2,840	4,520	5,492
비현금성항목등	1,892	2,245	2,167	2,040	2,251
유형자산감가상각비	399	390	382	366	342
무형자산상각비	487	645	833	801	843
기타	422	16	86	-260	-260
운전자본감소(증가)	-736	-695	532	1,127	-1,266
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-958	-681	561	277	-1,384
재고자산감소(증가)	55	-534	-207	512	-250
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	159	0	-905	88	96
기타	8	520	1,083	250	272
법인세납부	-452	-391	-763	-1,130	-1,373
<b>투자활동현금흐름</b>	-1,625	-2,643	-2,354	-1,259	-1,209
금융자산감소(증가)	0	-1,366	-571	0	0
유형자산감소(증가)	-141	-210	-418	-30	-30
무형자산감소(증가)	-1,640	-1,063	-1,299	-1,299	-1,299
기타	156	-4	-66	71	120
<b>재무활동현금흐름</b>	287	-963	-1,266	-195	-193
단기금융부채증가(감소)	476	-353	-986	-100	-100
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	43	-386	-15	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-232	-223	-266	-95	-93
현금의 증가(감소)	1,185	1,508	1,164	5,104	3,701
기초현금	1,499	2,684	4,192	5,356	10,460
기말현금	2,684	4,192	5,356	10,460	14,161
FCF	729	3,817	3,268	5,279	3,835

자료 : 셸트리온 SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	6,706	9,491	9,898	11,985	14,254
<b>매출원가</b>	2,740	2,620	4,117	4,315	4,989
<b>매출총이익</b>	3,966	6,871	5,781	7,670	9,265
매출총이익률 (%)	59.1	72.4	58.4	64.0	65.0
<b>판매비와관리비</b>	1,469	1,651	1,947	2,277	2,708
영업이익	2,497	5,220	3,834	5,393	6,557
영업이익률 (%)	37.2	55.0	38.7	45.0	46.0
<b>비영업손익</b>	-204	-163	-152	257	308
<b>순금융비용</b>	108	84	58	24	-27
외환관련손익	5	-87	1	1	1
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	6	20	19	19	19
세전계속사업이익	2,293	5,057	3,682	5,650	6,864
세전계속사업이익률 (%)	34.2	53.3	37.2	47.1	48.2
계속사업법인세	489	1,050	795	1,130	1,373
<b>계속사업이익</b>	1,805	4,007	2,887	4,520	5,492
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,805	4,007	2,887	4,520	5,492
<b>순이익률 (%)</b>	26.9	42.2	29.2	37.7	38.5
<b>지배주주</b>	1,780	3,994	2,939	4,530	5,502
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	26.54	42.08	29.69	37.8	38.6
<b>비지배주주</b>	25	14	-52	-10	-10
<b>총포괄이익</b>	1,785	4,029	2,977	4,610	5,582
<b>지배주주</b>	1,760	4,016	3,029	4,620	5,592
<b>비지배주주</b>	25	14	-52	-10	-10
<b>EBITDA</b>	3,384	6,255	5,048	6,560	7,742

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	11.1	41.5	4.3	21.1	18.9
영업이익	-3.6	109.1	-26.6	40.7	21.6
세전계속사업이익	40.6	120.5	-27.2	53.5	21.5
EBITDA	-0.8	84.9	-19.3	29.9	18.0
EPS(계속사업)	14.7	124.0	-26.6	54.1	21.5
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	9.5	17.8	11.7	16.0	16.4
ROA	6.3	12.4	8.3	12.0	12.8
EBITDA마진	50.5	65.9	51.0	54.7	54.3
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	205.5	261.9	276.1	331.8	396.0
부채비율	37.4	34.5	29.5	26.3	23.3
순차입금/자기자본	18.3	3.2	-6.9	-22.3	-29.2
EBITDA/이자비용(배)	24.0	47.9	45.0	69.2	83.2
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	1,426	3,195	2,345	3,615	4,390
BPS	16,447	19,380	20,762	24,445	28,903
CFPS	2,137	4,023	3,314	4,546	5,336
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	77.6	68.0	156.5	60.9	50.1
PER(최저)	57.4	26.6	84.0	58.2	48.0
PBR(최고)	6.7	11.2	17.7	9.0	7.6
PBR(최저)	5.0	4.4	9.5	8.6	7.3
PCR	48.4	54.0	67.1	47.6	40.6
EV/EBITDA(최고)	42.9	44.6	92.4	42.0	35.1
EV/EBITDA(최저)	32.1	0.4	49.7	40.1	33.5

### 셀트리온헬스케어 (매수, TP: 86,000 원 하향)

동사의 2018 년 4 분기 실적은 매출액이 3,916 억원(-5.7%YoY), 영업이익은 453 억원(-8.1%YoY, OPM 11.6%)로 시장 컨센서스 하회 전망된다. 4분기 실적 시장 컨센서스 하회의 주 요인은 동사의 직판 전환으로 파트너사로 나가는 물량 축소 및 관련된 비용 집행 때문이다. 또한 트룩시마의 가격경쟁에 따른 단가인하의 영향도 실적감소의 주된 원인으로 작용할 전망이다.

동사의 직판체제 전환에 따른 매출축소 및 비용집행은 2019 년 상반기까지 지속되면서 이에 따른 실적부진이 예상된다. 특히 직판 전환에 따른 인력 채용으로 인건비 상승이 상반기까지 지속될 전망이다. 그러나 직판체제 전환 이후 본격적인 실적발생이 예상되는 2019 년 하반기부터는 전환에 따른 이익개선세 예상된다. 따라서 2019 년 영업이익을 54% 하향하고 이에 따른 EPS 는 39% 하향 조정되었고 결과적으로 목표주가는 86,000 원으로 하향하나 투자의견 BUY 는 유지한다.

그림 39. 셀트리온헬스케어의 분기별 실적 전망치

(억원 %)	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18		증감율		컨센서스 차이
					당사추정치	컨센서스	YoY	QoQ	
매출액	4,154.2	1,284.0	1,838.0	2,127.0	3,915.8	4,807.0	(5.7)	84.1	(18.5)
영업이익	492.8	84.3	152.8	200.8	453.1	730.0	(8.1)	125.7	(37.9)
세전이익	606.3	825.2	159.7	90.8	615.3	783.0	1.5	577.5	(21.4)
순이익	509.8	605.1	109.8	63.8	432.4	596.0	(15.2)	577.5	(27.4)
영업이익률	11.9	6.6	8.3	9.4	11.6	15.2			
세전이익률	14.6	64.3	8.7	4.3	15.7	16.3			
순이익률	12.3	47.1	6.0	3.0	11.0	12.4			

자료 : SK 증권 추정치

그림 40. 셀트리온헬스케어 연간 실적전망 변경

(억원 %)	변경후			변경전			변경률		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
매출액	9,165	11,008	12,958	13,746	18,545	24,672	(33.3)	(40.6)	(47.5)
영업이익	891	1,993	2,381	2,751	4,358	6,317	(67.6)	(54.3)	(62.3)
세전이익	1,691	2,996	3,435	2,155	4,866	6,910	(21.5)	(38.4)	(50.3)
순이익	1,211	2,247	2,577	2,399	3,700	5,255	(49.5)	(39.3)	(51.0)
EPS	862	1,599	1,833	1,708	2,635	3,742	(49.5)	(39.3)	(51.0)
영업이익률	9.7	18.1	18.4	20.0	23.5	25.6	(10.3)	(5.4)	(7.2)

자료 : SK 증권 추정치

그림 41. 셀트리온헬스케어의 분기 및 연간 실적전망 Table

(단위: 억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	699.5	2,375.0	1,980.5	4,154.2	1,284.0	1,838.0	2,127.0	3,915.8	7,332.6	9,209.2	9,164.8	11,008.3
램시마	657.5	2,090.0	1,346.7	970.8	1,052.9	330.8	1,127.3	1,456.2	7,291.3	5,065.1	3,967.3	4,799.3
트룩시마	42.0	285.0	633.8	2,999.2	218.3	863.9	234.0	1,859.5	41.3	3,960.0	3,175.6	3,439.1
허쥬마	0.0	0.0	0.0	184.2	12.8	441.1	765.7	600.0	0.0	184.2	1,819.7	2,069.9
램시마SC	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	700.0
영업이익	106.5	534.3	403.0	492.8	84.3	152.8	200.8	453.1	1,553.0	1,536.5	891.3	1,992.6
세전이익	18.7	1,031.8	404.6	606.3	825.2	159.7	90.8	615.3	1,387.5	2,061.4	1,691.0	2,996.2
순이익	-18.0	775.4	307.1	509.8	605.1	109.8	63.8	432.4	971.7	1,574.4	1,211.1	2,247.2
성장률YoY												
매출액	32.5	152.4	14.2	0.6	83.6	-22.6	7.4	-5.7	144.3	25.6	-0.5	20.1
영업이익	1,750.8	634.0	-2.4	-53.6	-20.8	-71.4	-50.2	-8.1	199.8	-1.1	-42.0	123.6
세전이익	흑전	흑전	-19.9	-36.5	4,322.5	-84.5	-77.6	1.5	-133.6	48.6	-18.0	77.2
순이익	적지	흑전	-23.5	-19.7	흑전	-85.8	-79.2	-15.2	-105.6	62.0	-23.1	85.5
수익률												
영업이익	15.2	22.5	20.3	11.9	6.6	8.3	9.4	11.6	21.2	16.7	9.7	18.1
세전이익	2.7	43.4	20.4	14.6	64.3	8.7	4.3	15.7	18.9	22.4	18.5	27.2
순이익	-2.6	32.6	15.5	12.3	47.1	6.0	3.0	11.0	13.3	17.1	13.2	20.4

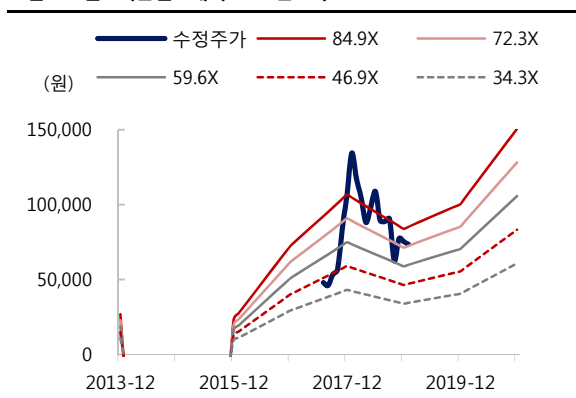
자료 : SK 증권 추정치

그림 42. 셀트리온헬스케어 Valuation Table

구분	내용	비고
2019년 예상 순이익(억원)	2,247.2	
발행주식수(주)	136,688,120	
2019년 EPS(원)	1,599	
적용PER(배)	54.0	셀트리온 목표 PER에서 20% 할인
주당가치(원)	86,352	
목표주가(원)	86,000	
현재주가(원)	69,100	2019년 1월 15일 종가 기준
상승여력(%)	24.5	

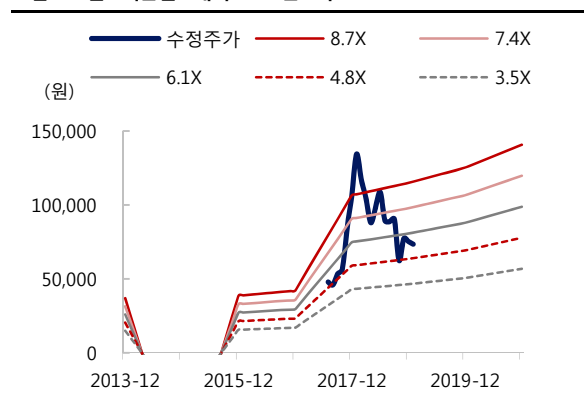
자료 : SK 증권 추정치

그림 43. 셀트리온헬스케어 PER 밴드차트



자료 : 데이터가이드, SK 증권

그림 44. 셀트리온헬스케어 PBR 밴드차트



자료 : 데이터가이드, SK 증권

## 재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	19,492	28,002	30,084	33,783	38,051
현금및현금성자산	959	2,514	10,789	13,309	14,510
매출채권및기타채권	3,642	4,155	3,401	4,195	4,938
재고자산	14,721	15,748	12,371	12,660	14,902
<b>비유동자산</b>	565	747	1,016	1,836	2,656
장기금융자산	231	503	608	608	608
유형자산	1	3	1	1	0
무형자산	10	21	29	32	35
<b>자산총계</b>	20,058	28,749	31,100	35,619	40,707
<b>유동부채</b>	12,600	9,933	9,836	11,575	13,519
단기금융부채	3,224	751	699	599	599
매입채무 및 기타채무	6,831	7,204	7,168	8,611	10,136
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	1,954	1,741	2,960	3,556	4,186
장기금융부채	328	0	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	14,554	11,675	12,797	15,131	17,705
<b>지배주주지분</b>	5,503	17,075	18,303	20,488	23,002
자본금	1,121	1,373	1,405	1,405	1,405
자본잉여금	3,806	13,656	13,769	13,769	13,769
기타자본구성요소	-461	-461	-499	-499	-499
자기주식	0	0	-16	-16	-16
이익잉여금	1,073	2,647	3,831	6,078	8,654
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	5,503	17,075	18,303	20,488	23,002
<b>부채외자본총계</b>	20,058	28,749	31,100	35,619	40,707

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	432	-1,894	5,764	2,494	1,021
당기순이익(손실)	972	1,574	1,211	2,247	2,577
비현금성항목등	646	-382	-236	-245	-186
유형자산감가상각비	1	1	4	2	0
무형자산상각비	0	1	3	8	9
기타	63	-1,011	-981	-1,150	-1,150
운전자본감소(증가)	-956	-2,669	5,300	1,240	-510
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-3,141	-1,431	588	-795	-743
재고자산감소(증가)	-732	-1,136	3,366	-289	-2,242
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	1,175	179	-64	1,443	1,525
기타	1,742	-282	1,409	880	950
법인세납부	-230	-417	-511	-749	-859
<b>투자활동현금흐름</b>	0	-5,185	2,707	205	247
금융자산감소(증가)	0	-5,200	2,569	0	0
유형자산감소(증가)	0	-3	-2	-2	0
무형자산감소(증가)	-1	-11	-11	-11	-11
기타	1	30	152	218	258
<b>재무활동현금흐름</b>	89	8,578	-132	-178	-67
단기금융부채증가(감소)	136	-115	-105	-100	0
장기금융부채증가(감소)	0	-1,295	0	0	0
자본의증가(감소)	82	10,063	60	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-129	-75	-86	-78	-67
<b>현금의 증가(감소)</b>	590	1,555	8,275	2,520	1,201
기초현금	369	959	2,514	10,789	13,309
기말현금	959	2,514	10,789	13,309	14,510
FCF	521	-662	5,877	2,731	1,273

자료 : 셉트리온헬스케어 SK증권

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	7,333	9,209	9,164	11,008	12,958
<b>매출원가</b>	5,378	6,968	7,083	7,706	9,071
<b>매출총이익</b>	1,954	2,241	2,081	3,302	3,887
매출총이익률 (%)	26.7	24.3	22.7	30.0	30.0
<b>판매비와관리비</b>	401	705	1,191	1,310	1,506
영업이익	1,553	1,537	890	1,993	2,381
영업이익률 (%)	21.2	16.7	9.7	18.1	18.4
<b>비영업손익</b>	-166	525	801	1,004	1,054
<b>순금융비용</b>	266	173	-37	-140	-191
외환관련손익	134	-253	-286	-286	-286
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	1,388	2,061	1,691	2,996	3,435
세전계속사업이익률 (%)	18.9	22.4	18.5	27.2	26.5
계속사업법인세	416	487	480	749	859
<b>계속사업이익</b>	972	1,574	1,211	2,247	2,577
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	972	1,574	1,211	2,247	2,577
<b>순이익률 (%)</b>	13.3	17.1	13.2	20.4	19.9
<b>지배주주</b>	972	1,574	1,211	2,247	2,577
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	13.25	17.1	13.22	20.41	19.88
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	975	1,470	1,149	2,185	2,514
<b>지배주주</b>	975	1,470	1,149	2,185	2,514
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
EBITDA	1,555	1,538	898	2,003	2,390

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	82.2	25.6	-0.5	20.1	17.7
영업이익	38.8	-1.1	-42.1	123.8	19.5
세전계속사업이익	1.6	48.6	-18.0	77.2	14.7
EBITDA	38.7	-1.1	-41.7	123.1	19.4
EPS(계속사업)	212.8	47.1	-31.3	85.4	14.7
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	18.5	14.0	6.9	11.6	11.9
ROA	5.4	6.5	4.1	6.7	6.8
EBITDA마진	21.2	16.7	9.8	18.2	18.5
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	154.7	281.9	305.9	291.9	281.5
부채비율	264.5	68.4	69.9	73.9	77.0
순차입금/자기자본	47.1	-41.0	-72.4	-77.5	-74.2
EBITDA/이자비용(배)	4.8	6.4	10.7	25.5	35.6
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	853	1,255	862	1,599	1,833
BPS	4,814	12,189	13,025	14,579	16,368
CFPS	854	1,256	868	1,606	1,840
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	0.0	84.9	175.0	46.8	40.9
PER(최저)	0.0	34.3	68.4	44.8	39.1
PBR(최고)	0.0	8.7	11.6	5.1	4.6
PBR(최저)	0.0	3.5	4.5	4.9	4.4
PCR	0.0	84.8	86.8	45.8	39.9
EV/EBITDA(최고)	0.0	94.4	225.3	45.7	37.8
EV/EBITDA(최저)	0.0	35.1	79.3	43.3	35.8

### SK 케미칼 (매수, TP: 100,000 원)

동사의 2018 년 4 분기 연결실적은 매출액이 3,386 억원(+23.6%YoY), 영업이익은 67 억원(흑전, OPM 2.0%)으로 시장 컨센서스 하회와 예상된다. 동사의 4 분기 실적은 케미컬 부문에서 PET가 전통적인 비수기로 들어가며 이익이 부진할 전망이다. 연결 자회사 이니츠의 3 분기대비 적자확대로 이익은 예상치 대비 하회할 전망이다. 백신부문은 3 분기 상대적으로 부진했던 대상포진백신의 매출회복으로 양호한 매출액이 예상된다.

2019년에는 사노피와 공동개발 중인 폐렴구균 백신이 글로벌 임상 1 상에 진입할 예정에 있어 관련된 마일스톤 유입이 예상되며 2018 년 2 월에 License Out 되었던 세포배양백신 기술의 검증이 끝나면서 관련하여 추가 마일스톤이 유입될 예정에 있다. 따라서 2019 년은 실적 개선 및 SI 투자자 유치가 가시화되면서 주가 상승세를 견인할 것으로 판단되어 투자의견 BUY와 목표주가 100,000 원을 유지한다.

그림 45. SK 케미칼의 4 분기 실적 Preview

(억원 %)	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E		증감율		컨센서스 차이
					당사추정치	시장컨센서스	YoY	QoQ	
매출액	2,739.0	3,140.1	3,537.0	3,765.0	3,385.8	3,283.0	23.6	(10.1)	3.1
영업이익	(1.0)	66.7	105.1	309.6	66.7	81.0	흑전	(78.5)	(17.7)
세전이익	(181.0)	10.7	4.7	230.8	52.3	61.0	흑전	(77.4)	(14.3)
순이익	(128.0)	27.8	64.1	167.1	39.6	46.0	흑전	(76.3)	(13.9)
영업이익률	(0.0)	2.1	3.0	8.2	2.0	2.5			
세전이익률	(6.6)	0.3	0.1	6.1	1.5	1.9			
순이익률	(4.7)	0.9	1.8	4.4	1.2	1.4			

자료 : SK 증권 추정치

그림 46. SK 케미칼 분기 및 연간 실적전망 Table

(단위 : 억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	2,696.2	2,994.3	3,484.4	2,739.0	3,140.1	3,537.0	3,765.0	3,385.8	11,466.3	6,998.0	13,827.9	14,672.0
수지	858.0	1,042.2	1,019.7	928.0	1,057.0	1,101.0	1,078.0	1,113.6	3,404.9	3,848.0	4,349.6	4,784.6
바이오에너지	663.2	781.0	872.2	506.0	583.0	840.0	867.0	581.9	2,888.9	2,822.4	2,871.9	2,958.1
기타	508.0	505.0	535.0	483.0	507.0	455.0	475.0	428.8	0.0	2,031.0	1,865.8	1,921.8
유화	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	123.0	216.0	220.0	0.0	0.0	598.0	837.4
Pharma	438.2	512.5	548.7	517.2	487.0	534.0	506.0	560.0	3,318.6	2,016.5	2,087.0	2,295.7
백신	228.9	153.0	508.4	305.1	259.0	258.0	478.7	381.4	-	1,195.4	1,377.2	1,652.6
이니츠	-	-	-	-	47.5	55.9	33.0	50.0	-	-	186.4	233.0
영업이익	112.0	136.4	301.6	(1.0)	66.7	105.1	309.6	66.7	473.2	549.1	548.1	627.3
수지/유화	65.3	144.3	134.8	38.0	99.0	95.0	93.0	41.8	321.6	382.4	328.8	312.4
바이오에너지	5.1	33.6	35.2	(4.0)	8.0	43.0	84.0	30.0	214.6	69.9	165.0	165.0
기타	70.0	(7.0)	12.0	(4.0)	17.0	18.0	7.0	10.0	0.0	71.0	52.0	49.4
신규사업	(18.7)	(17.9)	(18.7)	(20.0)	(26.1)	(23.3)	(24.0)	(25.6)	(91.5)	(75.3)	(99.0)	(99.0)
Pharma	(9.6)	(16.8)	138.6	(7.0)	39.0	30.0	72.0	50.0	-	105.2	191.0	210.1
백신	-	-	-	-	-	-	114.0	30.5	-	-	144.5	244.1
이니츠	-	-	-	-	(109.7)	(102.7)	(54.8)	(100.0)	-	-	(367.2)	(330.5)
세전이익	470.2	98.1	213.1	(181.0)	10.7	4.7	230.8	52.3	99.4	782.4	298.4	388.6
순이익	461.7	(264.2)	158.8	(128.0)	27.8	64.1	167.1	39.6	116.9	357.0	298.6	294.6
수익률												
영업이익	4.2	4.6	8.7	(0.0)	2.1	3.0	8.2	2.0	4.1	7.8	4.0	4.3
세전이익	17.4	3.3	6.1	(6.6)	0.3	0.1	6.1	1.5	0.9	11.2	2.2	2.6
순이익	17.1	(8.8)	4.6	(4.7)	0.9	1.8	4.4	1.2	1.0	5.1	2.2	2.0

주: 2017 년 자료는 분할 이전 기준 실적임 유화 실적은 2018 년 5 월부터 적용

자료: SK 케미칼, SK 증권 추정치

## 재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>		6,626	19,226	21,100	23,471
현금및현금성자산		1,552	0	120	149
매출채권및기타채권		1,942	7,484	8,169	9,084
재고자산		2,903	11,189	12,213	13,580
<b>비유동자산</b>		12,498	13,047	12,911	12,486
장기금융자산		5	5	5	5
유형자산		10,980	10,996	10,389	9,824
무형자산		474	496	488	481
<b>자산총계</b>		19,124	32,273	34,011	35,957
<b>유동부채</b>		6,609	12,727	13,126	13,827
단기금융부채		4,060	2,903	2,403	1,903
매입채무 및 기타채무		2,077	8,007	8,740	9,718
단기충당부채		6	24	27	30
<b>비유동부채</b>		5,202	11,936	12,995	13,739
장기금융부채		4,841	11,594	12,572	13,297
장기매입채무 및 기타채무		188	0	0	0
장기충당부채		36	139	152	172
<b>부채총계</b>		11,811	24,663	26,121	27,566
<b>지배주주지분</b>		6,966	7,187	7,566	8,165
자본금		652	652	652	652
자본잉여금		6,674	6,613	6,613	6,613
기타자본구성요소		-255	-356	-356	-356
자기주식		0	-13	-13	-13
이익잉여금		-87	312	706	1,321
비지배주주지분		348	423	324	226
<b>자본총계</b>		7,314	7,610	7,890	8,391
<b>부채와자본총계</b>		19,124	32,273	34,011	35,957

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>		-86	-6,071	-40	90
당기순이익(손실)		-99	299	295	515
비현금성항목등		111	1,002	970	888
유형자산감가상각비		70	631	607	565
무형자산상각비		4	29	30	29
기타		18	85	-120	-120
운전자본감소(증가)		-96	-7,055	-811	-1,149
매출채권및기타채권의 감소(증가)		42	-4,856	-685	-915
재고자산감소(증가)		-68	-8,282	-1,024	-1,367
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)		9	5,142	733	978
기타		-79	941	165	154
법인세납부		-1	-317	-493	-164
<b>투자활동현금흐름</b>		-86	-652	122	169
금융자산감소(증가)		0	-68	0	0
유형자산감소(증가)		-85	-611	0	0
무형자산감소(증가)		-3	-22	-22	-22
기타		2	49	144	191
<b>재무활동현금흐름</b>		61	5,171	38	-230
단기금융부채증가(감소)		-366	-2,132	-500	-500
장기금융부채증가(감소)		450	7,489	978	725
자본의증가(감소)		0	-13	0	0
배당금의 지급		0	0	0	0
기타		-23	-172	-440	-455
현금의 증가(감소)		-109	-1,552	120	29
기초현금		1,661	1,552	0	120
기말현금		1,552	0	120	149
FCF		-2,520	-6,515	231	36

자료 : SK케미칼 SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>		878	13,828	14,672	16,315
<b>매출원가</b>		751	11,235	13,079	14,387
<b>매출총이익</b>		127	2,593	1,593	1,927
매출총이익률 (%)		145	188	109	118
<b>판매비와관리비</b>		219	2,045	965	1,118
영업이익		-92	548	627	809
영업이익률 (%)		-10.5	40	4.3	5.0
비영업손익		-34	-250	-239	-129
<b>순금융비용</b>		22	266	373	263
외환관련손익		4	1	1	1
<b>관계기업투자등 관련손익</b>		-1	13	13	13
세전계속사업이익		-126	298	389	680
세전계속사업이익률 (%)		-14.3	2.2	2.7	4.2
계속사업법인세		-27	0	94	164
<b>계속사업이익</b>		-99	299	295	515
중단사업이익		0	0	0	0
*법인세효과		0	0	0	0
당기순이익		-99	299	295	515
<b>순이익률 (%)</b>		-11.3	2.2	2.0	3.2
지배주주		-85	398	394	615
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>		-9.72	2.88	2.69	3.77
비지배주주		-13	-100	-100	-100
<b>총포괄이익</b>		-100	284	280	500
지배주주		-88	383	379	599
비지배주주		-13	-99	-99	-99
EBITDA		-18	1,208	1,265	1,403

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액		0.0	1,474.3	6.1	11.2
영업이익		0.0	흑전	14.5	29.0
세전계속사업이익		0.0	흑전	30.2	74.9
EBITDA		0.0	흑전	4.7	10.9
EPS(계속사업)		0.0	흑전	-1.0	55.9
<b>수익성 (%)</b>					
ROE		-1.2	5.6	5.3	7.8
ROA		-0.5	1.2	0.9	1.5
EBITDA마진		-2.0	8.7	8.6	8.6
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율		100.3	151.1	160.8	169.8
부채비율		161.5	324.1	331.1	328.5
순차입금/자기자본		99.1	189.6	187.4	178.6
EBITDA/이자비용(배)		-0.8	4.2	2.9	3.1
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)		-729	3,055	3,024	4,715
BPS		53,425	55,121	58,026	62,622
CFPS		-97	8,117	7,912	9,271
주당 현금배당금		0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)		N/A	39.9	23.1	14.8
PER(최저)		N/A	19.0	21.9	14.0
PBR(최고)		0.0	2.2	1.2	1.1
PBR(최저)		0.0	1.1	1.1	1.1
PCR		0.0	8.6	8.5	7.3
EV/EBITDA(최고)		0.0	24.7	18.8	17.0
EV/EBITDA(최저)		0.0	18.3	18.5	16.7



### 휴젤 (매수, TP: 430,000 원)

동사의 2018 년 4 분기 실적은 매출액이 516 억원(+2.9%YoY), 영업이익은 177 억원(-29.6%YoY, OPM 34.2%)로 시장 컨센서스를 상회할 전망이다. 동사의 4분기 매출액은 화장품 ‘웰라주’의 면세점 매출호조로 예상치 120 억원을 상회할 전망이며 국내 필러가 M/S 10%까지 확대되며 매출 성장세를 견인할 전망이다. 그러나 화장품 부문에서의 매출확대에 따른 수수료 증가로 이익은 전년대비 역성장세가 예상되지만 3 분기 어닝쇼크 이후 낮아진 컨센서스 대비해서는 상회가 예상된다.

동사의 특신은 중국 파이공 규제의 영향으로 아시아 수출은 여전히 부진하나 대만허가 획득에 따른 2019 년 실적개선 기대감과 2019 년 말 중국 허가 획득에 따른 모멘텀이 주가에 긍정적으로 작용할 전망이다. 투자 의견 BUY 와 목표주가 430,000 원을 유지한다.

그림 47. 휴젤의 4 분기 실적 Preview

(억원 %)	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18		증감율		추정치 차이
					당사 추정치	시장 컨센서스	YoY	QoQ	
매출액	501.0	458.0	429.0	349.0	515.7	448.0	2.9	47.8	15.1
영업이익	250.5	223.1	197.0	51.0	176.5	128.0	(29.6)	246.0	37.9
세전이익	264.4	274.7	202.7	299.9	154.0	124.0	(41.7)	(48.6)	24.2
순이익	206.8	213.1	159.7	238.7	122.6	109.0	(40.7)	(48.6)	12.5
영업이익률	50.0	48.7	45.9	14.6	34.2	28.6			
세전이익률	52.8	60.0	47.2	85.9	29.9	96.9			
순이익률	41.3	46.5	37.2	68.4	23.8	87.9			

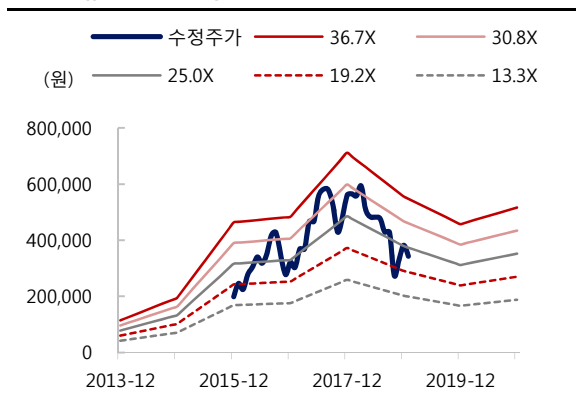
자료 : SK 증권 추정치

그림 48. 휴젤의 분기 및 연간 실적전망 Table

(단위 : 억원, %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	442.5	461.6	416.0	501.0	458.0	429.0	349.0	515.7	1,241.9	1,821.1	1,751.7	1,863.0
특신	253.0	288.0	275.0	273.0	278.0	244.0	157.0	177.5	640.0	1,089.0	856.5	752.1
필러	155.0	132.0	103.0	175.0	125.0	120.0	106.0	131.3	473.0	565.0	482.3	506.4
의료기기	32.0	36.0	35.0	36.0	37.0	36.0	36.0	37.0	122.0	139.0	146.0	153.4
기타	3.0	6.0	2.0	17.0	17.0	28.0	85.8	170.0	7.0	28.0	300.8	451.2
영업이익	258.4	273.2	237.0	250.5	223.1	197.0	51.0	176.5	632.6	1,019.1	618.3	665.9
세전이익	256.7	269.8	244.6	264.4	274.7	202.7	299.9	154.0	643.3	1,035.5	931.2	768.7
순이익	209.4	204.7	192.7	206.8	213.1	159.7	238.7	122.6	509.0	813.5	734.2	606.0
성장률YoY												
매출액	95.3	49.2	26.8	32.5	3.5	-7.1	-16.1	2.9	61.3	46.6	-3.8	6.4
영업이익	194.0	67.0	32.2	24.1	-13.7	-27.9	-78.5	-29.6	14.7	61.1	-39.3	7.7
세전이익	193.4	56.7	38.2	28.0	7.0	-24.9	22.6	-41.7	151.7	61.0	-10.1	-17.5
순이익	209.3	46.2	34.7	30.7	1.8	-22.0	23.9	-40.7	172.7	59.8	-9.8	-17.5
수익률												
영업이익	58.4	59.2	57.0	50.0	48.7	45.9	14.6	34.2	50.9	56.0	35.3	35.7
세전이익	58.0	58.5	58.8	52.8	60.0	47.2	85.9	29.9	51.8	56.9	53.2	41.3
순이익	47.3	44.4	46.3	41.3	46.5	37.2	68.4	23.8	41.0	44.7	41.9	32.5

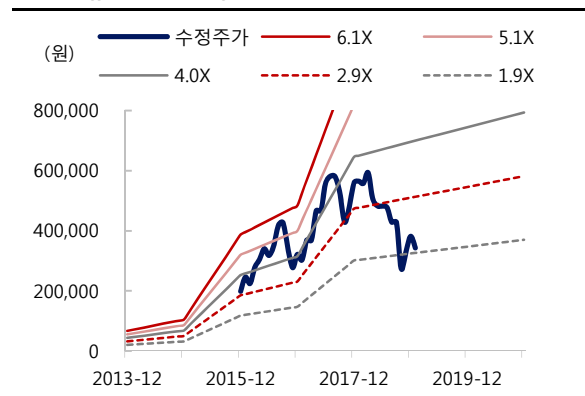
자료 : SK 증권 추정치

그림 49. 휴젤 PER 밴드차트



자료 : 데이터가이드, SK 증권

그림 50. 휴젤 PBR 밴드차트



자료 : 데이터가이드, SK 증권

## 재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	1,513	6,794	7,028	7,589	8,272
현금및현금성자산	649	313	153	577	1,026
매출채권및기타채권	320	628	681	746	870
재고자산	135	155	160	168	207
<b>비유동자산</b>	1,430	1,415	1,912	2,002	2,131
장기금융자산	50	100	582	582	582
유형자산	588	590	639	633	628
무형자산	639	637	644	649	653
<b>자산총계</b>	2,943	8,209	8,940	9,591	10,403
<b>유동부채</b>	199	227	142	184	259
단기금융부채	3	0	25	55	95
매입채무 및 기타채무	49	82	84	94	125
단기충당부채	10	12	12	13	14
<b>비유동부채</b>	5	803	956	922	926
장기금융부채	0	796	821	821	821
장기매입채무 및 기타채무	1	1	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	204	1,030	1,098	1,106	1,185
<b>지배주주지분</b>	2,528	6,957	7,551	8,132	8,803
자본금	16	22	22	22	22
자본잉여금	1,448	5,069	5,125	5,125	5,125
기타자본구성요소	1	76	-101	-101	-101
자기주식	-67	-14	-185	-185	-185
이익잉여금	1,065	1,792	2,462	3,005	3,638
비지배주주지분	211	222	290	352	415
<b>자본총계</b>	2,739	7,179	7,841	8,485	9,218
<b>부채외자본총계</b>	2,943	8,209	8,940	9,591	10,403

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	442	619	368	490	499
당기순이익(손실)	509	814	734	606	695
비현금성항목등	203	290	83	149	141
유형자산감가상각비	39	56	63	76	75
무형자산감가상각비	9	11	12	13	14
기타	23	25	94	-60	-80
운전자본감소(증가)	-235	-312	-329	-103	-151
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-119	-316	-143	-64	-124
재고자산감소(증가)	-49	-16	-5	-8	-39
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-70	33	1	10	31
기타	3	-13	-183	-40	-19
법인세납부	-35	-172	-120	-163	-187
<b>투자활동현금흐름</b>	-530	-5,530	-430	-61	-54
금융자산감소(증가)	-369	-5,293	-428	-60	-60
유형자산감소(증가)	-155	-63	-125	-70	-70
무형자산감소(증가)	-5	-9	-18	-18	-18
기타	-1	-165	141	88	95
<b>재무활동현금흐름</b>	31	4,576	-97	-5	3
단기금융부채증가(감소)	-11	-3	25	30	40
장기금융부채증가(감소)	0	1,000	0	0	0
자본의증가(감소)	-60	3,579	-113	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	102	0	-8	-35	-37
현금의 증가(감소)	-56	-336	-159	424	449
기초현금	705	649	313	153	577
기말현금	649	313	153	577	1,026
FCF	236	475	155	419	435

자료 : 휴젤 SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	1,242	1,821	1,752	1,863	2,069
<b>매출원가</b>	298	400	455	485	538
<b>매출총이익</b>	944	1,421	1,297	1,378	1,531
매출총이익률 (%)	76.0	78.1	74.0	74.0	74.0
<b>판매비와관리비</b>	311	402	679	712	784
영업이익	633	1,019	618	666	747
영업이익률 (%)	50.9	56.0	35.3	35.7	36.1
비영업손익	11	16	313	103	134
<b>순금융비용</b>	-12	-35	-52	-52	-58
외환관련손익	3	-3	-2	-2	-2
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-11	-15	249	-7	-1
세전계속사업이익	643	1,035	931	769	882
세전계속사업이익률 (%)	51.8	56.9	53.2	41.3	42.6
계속사업법인세	134	222	197	163	187
<b>계속사업이익</b>	509	814	734	606	695
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	509	814	734	606	695
<b>순이익률 (%)</b>	41.0	44.7	41.9	32.5	33.6
지배주주	433	728	671	543	632
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	34.84	40	38.33	29.16	30.57
비지배주주	76	85	63	63	63
<b>총포괄이익</b>	509	814	772	644	733
지배주주	433	727	709	581	670
비지배주주	76	85	63	63	63
EBITDA	681	1,087	693	755	836

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	90.9	46.6	-3.8	6.4	11.1
영업이익	256.3	61.1	-39.4	7.7	12.2
세전계속사업이익	63.7	61.0	-10.1	-17.5	14.7
EBITDA	252.6	59.7	-36.2	9.0	10.8
EPS(계속사업)	4.4	47.2	-20.4	-19.2	16.4
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	18.8	15.4	9.3	6.9	7.5
ROA	19.3	14.6	8.6	6.5	7.0
EBITDA마진	54.8	59.7	39.6	40.5	40.4
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	760.1	2,995.3	4,938.9	4,124.2	3,194.1
부채비율	7.4	14.4	14.0	13.0	12.9
순차입금/자기자본	-37.9	-71.9	-66.9	-67.2	-66.9
EBITDA/이자비용(배)	0.0	72.8	20.9	21.4	22.9
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	13,177	19,396	15,433	12,464	14,511
BPS	76,978	161,504	173,269	186,599	201,976
CFPS	14,641	21,197	17,156	14,511	16,556
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	36.7	31.9	41.2	29.8	25.6
PER(최저)	14.4	15.5	15.4	27.3	23.4
PBR(최고)	6.3	3.8	3.7	2.0	1.8
PBR(최저)	2.5	1.9	1.4	1.8	1.7
PCR	21.9	26.4	22.2	23.6	20.7
EV/EBITDA(최고)	22.1	18.3	32.8	14.3	12.5
EV/EBITDA(최저)	8.0	-4.5	7.8	12.6	10.9

## 메디톡스 (매수, TP: 740,000 원)

동사의 2018 년 4 분기 실적은 매출액이 565 억원(+6.6%YoY), 영업이익은 251 억원(-2.3%YoY, OPM 44.4%)으로 시장 컨센서스와 유사할 전망이다. 우선 특신 해외수출이 3 분기 대비 4 분기에는 성장률이 회복되면서 전체 매출 성장률을 견인할 전망이다. 영업이익은 낮은 외형 성장률에 따른 원가율 상승 및 각종 비용 집행으로 4Q17 대비 역성장세가 전망된다.

동사의 뉴로독스는 2019 년 상반기 중으로 중국 허가가 예정, 하반기부터는 중국향 매출이 반영되면서 전체 매출성장세를 견인할 전망이다. 뉴로독스는 유럽 기술수출을 추진 중에 있고 엘러간으로 기술수출된 이노독스는 4 건의 임상 3 상 시험이 2019 년 1 월 초부터 진행되고 있어 해외 사업은 순조롭게 진행 중인 것으로 판단, 동사에 대한 투자 의견 BUY 와 목표 주가 740,000 원을 유지한다.

그림 51. 메디톡스의 4 분기 실적 Preview

(억원 %)	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E		증감율		컨센서스 차이
					당사추정치	컨센서스	YoY	QoQ	
매출액	530.0	588.0	549.7	482.0	565.2	565.0	6.6	17.3	0.0
영업이익	257.0	278.3	226.1	191.4	251.2	261.0	(2.3)	31.3	(3.8)
세전이익	248.9	273.1	238.6	186.3	236.3	253.0	(5.1)	26.8	(6.6)
순이익	224.7	215.7	182.4	147.2	186.7	206.0	(16.9)	26.8	(9.4)
영업이익률	48.5	47.3	41.1	39.7	44.4	46.2			
세전이익률	47.0	46.4	43.4	38.7	41.8	44.8			
순이익률	42.4	36.7	33.2	30.5	33.0	36.5			

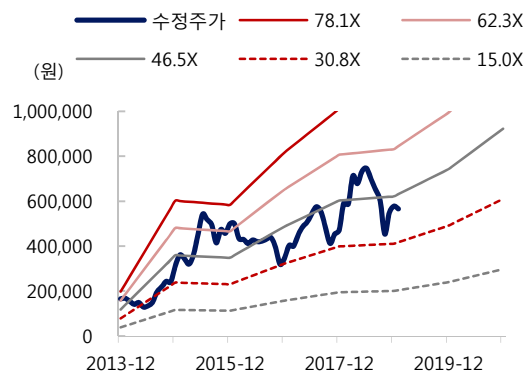
자료 : SK 증권 추정치

그림 52. 메디톡스 분기별 실적 전망치

(단위: 억원 %)	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2016	2017	2018E	2019E
매출액	404.8	474.7	403.0	530.0	588.0	549.7	482.0	565.2	1,332.6	1,812.4	2,184.8	2,494.3
특신 내수	62.0	65.0	100.0	116.0	106.0	119.0	114.0	133.4	246.9	343.0	472.4	543.3
필러 내수	43.0	41.0	34.0	35.0	41.0	39.0	37.0	40.3	140.4	153.0	157.3	165.1
특신 수출	132.0	206.0	143.0	248.0	280.0	232.0	169.0	235.6	373.8	729.0	916.6	1,071.9
필러 수출	134.0	130.0	92.0	109.0	132.0	135.0	140.0	141.7	462.4	465.0	548.7	647.5
기타	32.8	32.7	34.0	22.0	29.0	24.7	22.0	14.2	109.1	121.5	89.9	66.5
영업이익	211.8	263.8	169.4	257.0	278.3	226.1	191.4	251.2	751.7	902.0	947.0	1,054.4
세전이익	213.0	258.0	164.3	248.9	273.1	238.6	186.3	236.3	750.0	884.2	934.3	1,088.2
순이익	169.6	205.1	132.3	224.7	215.7	182.4	147.2	186.7	592.3	731.7	732.1	852.7
성장률YoY												
매출액	40.7	50.6	22.1	32.6	45.3	15.8	19.6	6.6	16.6	36.0	20.6	14.2
영업이익	28.9	40.1	-5.0	16.4	31.4	-14.3	13.0	-2.3	3.4	20.0	5.0	11.3
세전이익	26.9	31.0	-8.6	21.1	28.2	-7.5	13.4	-5.1	-3.5	17.9	5.7	16.5
순이익	24.5	28.7	-9.4	49.1	27.2	-11.0	11.3	-16.9	-3.1	23.5	0.1	16.5
수익률												
영업이익	52.3	55.6	42.0	48.5	47.3	41.1	39.7	44.4	56.4	49.8	43.3	42.3
세전이익	52.6	54.3	40.8	47.0	46.4	43.4	38.7	41.8	56.3	48.8	42.8	43.6
순이익	41.9	43.2	32.8	42.4	36.7	33.2	30.5	33.0	44.4	40.4	33.5	34.2

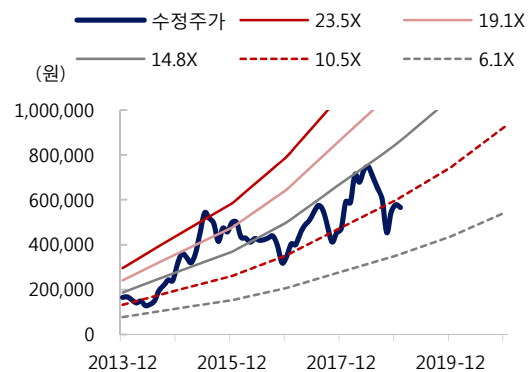
자료 : SK 증권 추정치

그림 53. 메디톡스 PER 밴드차트



자료 : 데이터가이드, SK 증권

그림 54. 메디톡스 PBR 밴드차트



자료 : 데이터가이드, SK 증권

## 재무상태표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	686	1,032	1,255	2,102	3,204
현금및현금성자산	158	264	465	1,154	2,098
매출채권및기타채권	301	534	576	703	831
재고자산	69	116	124	141	167
<b>비유동자산</b>	2,554	2,860	3,086	3,160	3,238
장기금융자산	25	52	90	90	90
유형자산	1,506	1,844	1,967	1,984	1,990
무형자산	193	284	321	357	391
<b>자산총계</b>	3,240	3,891	4,341	5,261	6,442
<b>유동부채</b>	766	1,374	1,327	1,545	1,789
단기금융부채	398	992	920	1,080	1,240
매입채무 및 기타채무	68	95	101	115	136
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	998	470	342	380	445
장기금융부채	618	169	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	5	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	1,764	1,844	1,669	1,925	2,234
<b>자배주주지분</b>	1,477	1,998	2,625	3,292	4,166
자본금	28	28	28	28	28
자본잉여금	139	199	207	177	147
기타자본구성요소	-421	-571	-561	-561	-561
자기주식	-430	-575	-567	-567	-567
이익잉여금	1,728	2,344	2,956	3,658	4,566
비지배주주지분	0	49	46	44	42
<b>자본총계</b>	1,477	2,047	2,672	3,336	4,208
<b>부채와자본총계</b>	3,240	3,891	4,341	5,261	6,442

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동현금흐름</b>	541	597	919	1,009	1,185
당기순이익(손실)	592	732	732	853	1,012
비현금성항목등	232	321	432	431	466
유형자산감가상각비	30	67	131	213	214
무형자산감가상각비	17	15	14	17	19
기타	-11	107	85	-28	-28
운전자본감소(증가)	-163	-381	-92	-40	-14
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-104	-147	-167	-127	-127
재고자산감소(증가)	-12	-45	-7	-18	-26
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	9	-9	8	14	21
기타	-57	-180	75	91	119
법인세납부	-120	-75	-154	-236	-280
<b>투자활동현금흐름</b>	-1,143	-413	-322	-282	-248
금융자산감소(증가)	356	29	-9	-10	0
유형자산감소(증가)	-1,365	-380	-253	-230	-220
무형자산감소(증가)	-82	-87	-53	-53	-53
기타	-52	24	-6	11	25
<b>재무활동현금흐름</b>	492	-74	-400	-38	7
단기금융부채증가(감소)	140	236	-245	160	160
장기금융부채증가(감소)	603	-50	0	0	0
자본의증가(감소)	-158	-142	-18	-30	-30
배당금의 지급	-96	-111	-164	-153	-106
기타	3	-7	-16	-14	-17
<b>현금의 증가(감소)</b>	-114	106	202	689	944
기초현금	272	158	264	465	1,154
기말현금	158	264	465	1,154	2,098
FCF	-814	4	573	733	922

자료 : 메디톡스, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

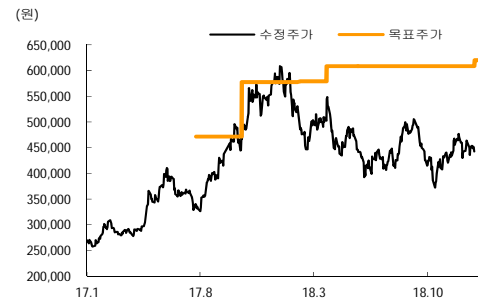
월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	1,333	1,812	2,185	2,494	2,946
<b>매출원가</b>	241	346	540	617	728
<b>매출총이익</b>	1,092	1,466	1,645	1,878	2,218
매출총이익률 (%)	81.9	80.9	75.3	75.3	75.3
<b>판매비와관리비</b>	340	565	698	823	972
영업이익	752	902	947	1,054	1,246
영업이익률 (%)	56.4	49.8	43.3	42.3	42.3
비영업손익	-2	-17	-13	34	45
<b>순금융비용</b>	7	17	14	4	-8
외환관련손익	-9	43	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-8	-9	10	10	10
세전계속사업이익	750	884	934	1,088	1,292
세전계속사업이익률 (%)	56.3	48.8	42.8	43.6	43.8
계속사업법인세	158	153	202	236	280
<b>계속사업이익</b>	592	732	732	853	1,012
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	592	732	732	853	1,012
<b>순이익률 (%)</b>	44.5	40.4	33.5	34.2	34.4
지배주주	592	733	734	855	1,014
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	44.45	40.43	33.6	34.28	34.43
비지배주주	0	-1	-2	-2	-2
<b>총포괄이익</b>	592	722	728	848	1,008
지배주주	592	723	730	850	1,010
비지배주주	0	-1	-2	-2	-2
EBITDA	799	984	1,092	1,284	1,479

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	50.6	36.0	20.6	14.1	18.1
영업이익	45.5	19.9	5.1	11.3	18.2
세전계속사업이익	44.3	17.9	5.7	16.5	18.7
EBITDA	44.0	23.1	11.1	17.5	15.2
EPS(계속사업)	40.1	23.7	0.2	16.4	18.7
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	45.4	42.2	31.8	28.9	27.2
ROA	22.5	20.5	17.8	17.8	17.3
EBITDA마진	60.0	54.3	50.0	51.5	50.2
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	89.6	75.1	94.6	136.1	179.1
부채비율	119.4	90.1	62.5	57.7	53.1
순차입금/자기자본	48.1	39.2	14.6	-4.5	-22.2
EBITDA/이자비용(배)	87.0	47.7	59.8	88.7	87.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	10,471	12,955	12,982	15,114	17,933
BPS	26,108	35,329	46,409	58,203	73,657
CFPS	11,311	14,407	15,551	19,171	22,037
주당 현금배당금	2,000	2,200	2,900	2,000	2,000
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	51.7	48.0	64.0	38.6	32.5
PER(최저)	29.4	25.9	32.8	36.5	30.8
PBR(최고)	20.8	17.6	17.9	10.0	7.9
PBR(최저)	11.8	9.5	9.2	9.5	7.5
PCR	30.7	32.7	37.2	29.5	25.7
EV/EBITDA(최고)	40.3	37.7	44.6	26.3	22.3
EV/EBITDA(최저)	23.3	0.9	23.1	24.9	21.1

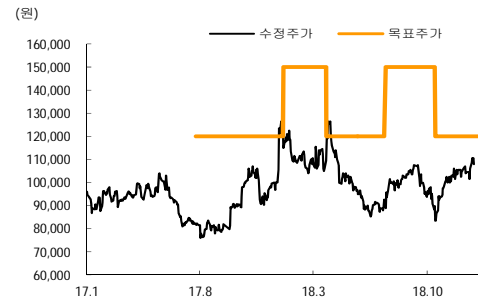
일시	투자이건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.01.16	매수	620,000원	6개월		
2018.11.28	매수	608,341원	6개월	-26.54%	-9.84%
2018.10.17	매수	608,341원	6개월	-26.73%	-9.84%
2018.08.01	매수	608,341원	6개월	-25.55%	-9.84%
2018.07.20	매수	608,341원	6개월	-26.08%	-9.84%
2018.05.03	매수	608,341원	6개월	-25.48%	-9.84%
2018.04.10	매수	608,341원	6개월	-19.64%	-9.84%
2018.02.19	중립	578,905원	6개월	-15.60%	-11.02%
2017.11.02	매수	577,454원	6개월	-4.78%	5.35%
2017.08.08	매수	471,588원	6개월	-13.23%	5.10%

## 한미약품 주가 및 목표주가 추이



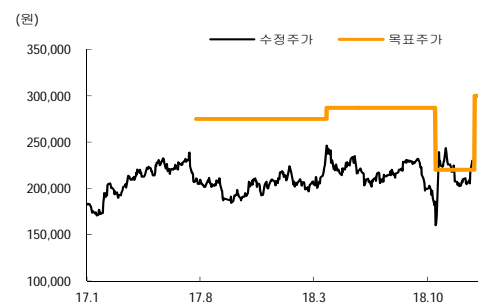
일시	투자이건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.01.16	매수	120,000원	6개월		
2018.10.31	매수	120,000원	6개월	-15.74%	-7.92%
2018.07.30	매수	150,000원	6개월	-33.70%	-28.33%
2018.07.20	매수	120,000원	6개월	-17.38%	5.42%
2018.04.10	중립	120,000원	6개월	-16.66%	5.42%
2018.01.19	매수	150,000원	6개월	-25.81%	-18.33%
2017.11.02	매수	120,000원	6개월	-23.24%	5.42%
2017.10.18	매수	120,000원	6개월	-31.00%	-24.42%
2017.08.08	매수	120,000원	6개월	-32.49%	-24.50%

## 동아에스티 주가 및 목표주가 추이



일시	투자이건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.01.16	매수	300,000원	6개월		
2018.10.31	매수	220,091원	6개월	-1.95%	10.65%
2018.07.20	매수	287,075원	6개월	-26.72%	-14.17%
2018.04.30	매수	287,075원	6개월	-27.21%	-14.17%
2018.04.10	매수	287,075원	6개월	-28.07%	-14.17%
2017.12.04	매수	275,087원	6개월	-25.74%	-11.47%
2017.08.08	매수	275,087원	6개월	-27.24%	-23.17%

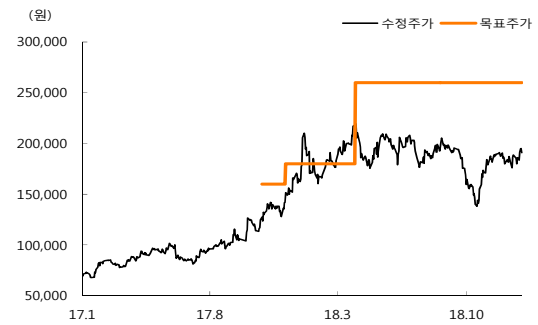
## 유한양행 주가 및 목표주가 추이





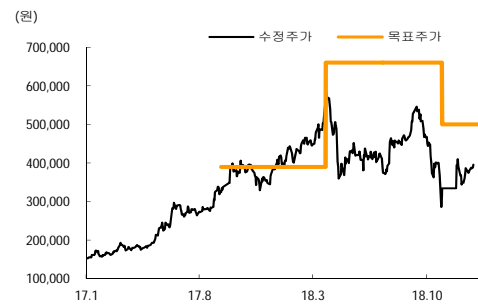
일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.01.16	매수	260,000원	6개월		
2018.11.28	매수	260,000원	6개월	-27.88%	-15.58%
2018.07.20	매수	260,000원	6개월	-27.81%	-15.58%
2018.04.10	매수	260,000원	6개월	-24.15%	-15.58%
2017.12.15	매수	180,000원	6개월	0.79%	21.11%
2017.11.06	매수	160,000원	6개월	-15.40%	-11.25%

대웅제약 주가 및 목표주가 추이



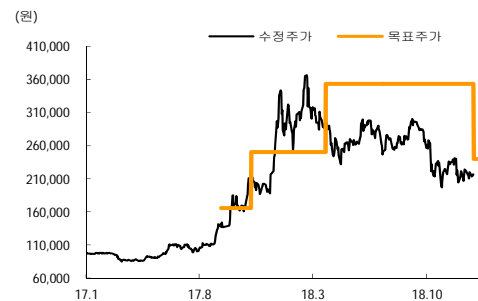
일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.01.16	매수	500,000원	6개월		
2018.11.14	매수	500,000원	6개월	-28.56%	-18.00%
2018.10.02	매수	660,000원	6개월	-33.48%	-11.52%
2018.07.20	매수	660,000원	6개월	-32.90%	-11.52%
2018.04.25	매수	660,000원	6개월	-33.77%	-11.52%
2018.04.10	매수	660,000원	6개월	-18.47%	-11.52%
2017.09.26	매수	390,000원	6개월	4.21%	44.10%

삼성바이오로직스 주가 및 목표주가 추이



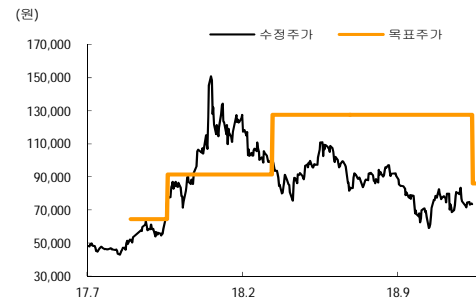
일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.01.16	매수	250,000원	6개월		
2018.07.20	매수	353,684원	6개월	-27.27%	-15.00%
2018.04.10	매수	353,684원	6개월	-22.77%	-15.28%
2017.11.21	매수	250,461원	6개월	9.07%	46.51%
2017.09.26	매수	165,689원	6개월	2.13%	27.33%

셀트리온 주가 및 목표주가 추이



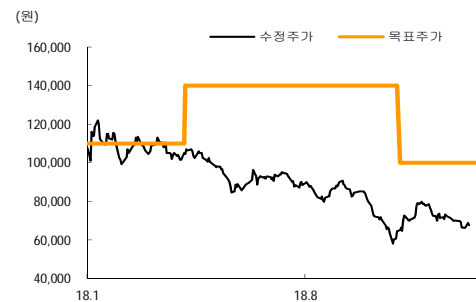
일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.01.16	매수	86,000원	6개월		
2018.07.20	매수	127,556원	6개월	-32.29%	-12.92%
2018.04.10	매수	127,556원	6개월	-24.81%	-12.92%
2017.11.16	매수	91,445원	6개월	15.60%	65.03%
2017.09.26	매수	64,492원	6개월	-9.93%	14.78%

셀트리온헬스케어 주가 및 목표주가 추이



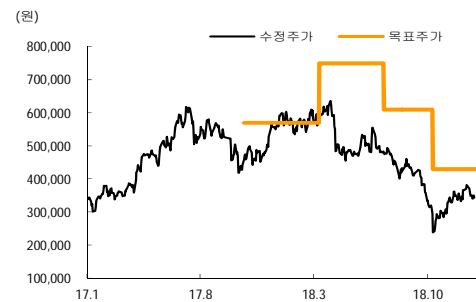
일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.01.16	매수	100,000원	6개월		
2018.12.13	매수	100,000원	6개월	-28.00%	-20.20%
2018.11.28	매수	100,000원	6개월	-26.59%	-20.20%
2018.11.05	매수	100,000원	6개월	-27.70%	-20.20%
2018.08.24	매수	140,000원	6개월	-37.08%	-23.57%
2018.07.20	매수	140,000원	6개월	-33.50%	-23.57%
2018.06.20	매수	140,000원	6개월	-31.90%	-23.57%
2018.04.10	매수	140,000원	6개월	-31.09%	-23.57%
2018.01.05	매수	110,000원	6개월	-1.20%	10.91%

SK 케미칼 주가 및 목표주가 추이



일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.01.16	매수	430,000원	6개월		
2018.10.26	매수	430,000원	6개월	-24.34%	-11.28%
2018.09.10	매수	610,000원	6개월	-31.59%	-19.10%
2018.07.26	매수	610,000원	6개월	-26.08%	-19.10%
2018.07.20	매수	750,000원	6개월	-30.16%	-15.20%
2018.04.10	매수	750,000원	6개월	-29.87%	-15.20%
2018.03.27	매수	750,000원	6개월	-19.76%	-17.49%
2017.11.06	매수	570,000원	6개월	-5.65%	7.00%

휴젤 주가 및 목표주가 추이



일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.01.16	매수	740,000원	6개월		
2018.11.15	매수	719,877원	6개월	-21.68%	-17.70%
2018.07.20	매수	972,806원	6개월	-38.32%	-20.57%
2018.04.10	매수	856,069원	6개월	-16.74%	-3.01%
2018.01.15	매수	651,780원	6개월	-4.88%	11.94%
2017.11.06	매수	515,587원	6개월	-12.73%	-2.08%

메디톡스 주가 및 목표주가 추이

