

2019-10-08



# INDUSTRY ANALYSIS

제약/바이오(비중확대)

## 옥석가리기가 더욱 중요해지는 시점

- 1) 옥석을 가려야 하는 시기
- 2) 해외 수출만이 살길이다
- 3) 2019년 3분기 실적 Preview Summary

제약바이오, 이달미, 3773-9952

## 제약/바이오

### 옥석가리기가 더욱 중요해지는 시점

2019 년 제약업종지수는 27.8% 연초대비 하락 하였음. 상반기 실적부진과 연초에 기대되었던 R&D 모멘텀이 실망스러운 결과를 초래하면서 업종지수 크게 하락. 대부분의 리스크가 노출된 현시점에서는 옥석가리기가 더욱 중요해짐. 바이오시밀러와 독신 수출은 2019 년 하반기부터 큰 폭의 증 가세 시현. 신약개발 모멘텀이 부재한 상황에서는 해외수출을 통한 실적개선이 가능한 업체에 주목해야 할 것으로 판단됨. Top Pick 은 셀트리온과 셀트리온헬스케어, 차선희주는 한올바이오파마와 씨젠을 추천함.

### 옥석을 가려야 하는 시기

2019 년 제약업종지수는 27.8% 연초대비 하락 하였음. 대부분의 업체들이 상반기 부진한 실적을 발표하였고 연초에 기대되었던 R&D 모멘텀이 실망스러운 결과를 초래하면서 업종지수가 크게 하락. 대웅제약의 나보타 미국 FDA 허가획득과 유한양행의 조단위 기술수출은 업종지수 상승을 이끌었으나 뒤이은 코로네티슈진의 관절염 치료제 ‘인보사’ 사태, 에이치엘비의 실망스러운 임상 3 상 결과발표, 신라젠의 무용성 평가 발표, 헬릭스미스의 임상 3 상 결과 발표 지연 등이 업종지수의 하락을 이끌면서 제약/바이오 산업에 대한 투자심리를 악화시킴. 그러나 대부분의 리스크가 노출된 현 시점에서는 옥석가리기가 더욱 중요하다 판단. 기술수출을 통한 마일스톤 유입이나 해외수출을 통한 실적개선이 기대되는 업체에 대한 투자가 유리할 전망.

### 해외 수출만이 살길이다

2019 년 3 분기 월별 의약품 수출액은 7 월 +1.7%YoY, 8 월 -8.3%YoY, 9 월 +44.4%YoY 시현으로 하반기로 갈수록 수출액 성장률은 더욱 상승세가 전망. 그 이유는 의약품 수출액의 대부분은 바이오시밀러인데 국내 대형 바이오시밀러 업체인 셀트리온과 삼성바이오로직스의 공장 가동률이 점진적인 상승세를 보이고 있어 4 분기 수출액은 더욱 증가할 전망. 2019 년 3 분기 보툴리눔 독신 수출액은 7 월 +190.6%YoY, 8 월 +81.7%YoY 로 높은 성장률 시현 중. 특히 국가별 독신 수출액을 살펴봤을 때 수출국가에 미국이 추가되었다는 점은 국내 독신 수출이 한단계 업그레이드 되었다고 판단됨. 최근 나보타는 유럽 허가를 추가로 받았기 때문에 2020 년부터 독신 수출 국가에 유럽이 추가되면서 국내 독신 업체들이 글로벌 독신 업체로 거듭날 수 있을 전망.

### 2019 년 3 분기 실적 Preview Summary

당사 제약/바이오 커버리지 업체 2019 년 3 분기 합산 실적은 매출액 2 조 3,349 억 원(+14.6%YoY), 영업이익은 2,791 억원(+39.1%YoY)으로 양호한 성장률 시현이 전망. 이는 지난 1 분기 합산 영업이익 1,702 억원(-35.2%YoY), 2 분기 합산 영업이익 1,899 억원(-28.0%YoY)으로 상반기 영업이익이 전년대비 역성장 했던 것 대비 하반기에는 실적개선이 전망됨. 당사는 공장 가동률 상승 및 램시마SC 출시를 앞두고 있는 셀트리온과 셀트리온헬스케어를 Top Pick 으로 선정하며 차선희주로는 실적개선과 R&D 모멘텀을 동시에 보유한 한올바이오파마와 씨젠을 추천함.



Analyst  
이달미

talmi@sk.com  
02-3773-9952

## Contents

---

1. 옥석을 가려야 하는 시기	3
2. 2019 년 3 분기 실적 Preview Summary	7

### Company Analysis

한미약품 (128940 / BUY / 420,000 원 유지)  
동아에스티 (170900 / BUY / 120,000 원 유지)  
유한양행 (000100 / BUY / 300,000 원 유지)  
셀트리온 (068270 / BUY / 250,000 원 유지)  
셀트리온헬스케어 (091990 / BUY / 76,000 원 하향)  
삼성바이오로직스 (207940 / BUY / 400,000 원 유지)  
메디톡스 (086900 / BUY / 520,000 원 하향)  
휴젤 (145020 / BUY / 470,000 원 하향)  
대웅제약 (069620 / BUY / 260,000 원 유지)  
SK 케미칼 (285130 / BUY / 60,000 원 하향)  
씨젠 (096530 / BUY / 38,000 원 유지)  
한올바이오파마 (009420 / BUY / 41,000 원 유지)

## 1. 옥석을 가려야 하는 시기

### (1) 최근 이슈 점검

2019년 제약업종지수는 27.8% 연초대비 하락하였다. 대부분의 업체들이 상반기부진한 실적을 발표하였고 연초에 기대되었던 R&D 모멘텀이 실망스러운 결과를 초래하면서 업종지수는 크게 하락하였다. 대웅제약의 나보타 미국 FDA 허가획득과 유한양행의 조단위 라이선스 아웃은 업종지수 상승을 이끌었으나 뒤이은 코오롱티슈진의 관절염 치료제 ‘인보사’ 사태, 에이치엘비의 실망스러운 리보세라닙 임상 3상 결과발표, 신라젠의 펙사백 무용성 평가 발표, 헬릭스미스의 VM202 임상 3-1a 상 결과 발표 지연 등이 업종지수의 하락을 이끌면서 제약/바이오 산업에 대한 투자심리를 악화시켰다.

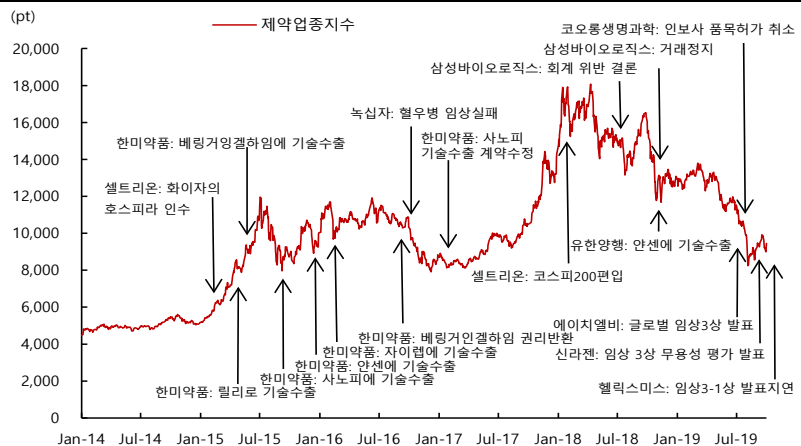
신약개발 업체들의 임상결과 발표 이외에도 독신 업체들의 군주 논란과 2018년부터 시작된 삼성바이오로직스의 분식회계 이후 증거 인멸에 대한 검찰수사가 이어지면서 관련된 업체들의 주가는 부진한 모습을 보였다.

그림 1. 2019년 주요 R&D 및 FDA 허가 일정

기업명	물질명	2019년 예상되는 주요 이벤트
대웅제약	나보타	2019년 1분기 미국 FDA 허가 완료
한미약품	롤론티스	2019년 4분기 미국 FDA 허가 재신청 예상
	포지오티닙	2019년 하반기 중 조건부허가신청 예상
SK바이오팜	세노바메이트	2019년 하반기 미국 FDA 허가 예상
SK케미칼	페럼구균백신	2019년 1분기 중 글로벌 임상 1상 진입
한울바이오파마	안구건조증	2019년 1분기 미국 임상 3상 진입
헬릭스미스	VM202	2019년 3분기 미국 임상 3상 결과 발표
신라젠	펙사백	2019년 3분기 임상3상 무용성평가 결과 발표
메지온	유데나필	2019년 4분기 임상 3상 결과 발표 예정

자료 각 사, SK 증권

그림 2. 2014 년 이후 제약업종 지수 추이



자료: 데이터가이드, SK 증권

결국 상반기 결과들은 신약개발에 대한 불신, 실망감과 더불어 우리에게 신약개발이라는 것이 결코 쉽지 않다는 점을 교훈으로 남겼다. 최초 단계 이후 신약개발의 성공확률은 1/10,000 일 만큼 굉장히 낮다. 그렇기 때문에 상대적으로 우수한 기술력과 자본력을 보유한 업체들이 성공할 확률이 높은 것이다. 신약개발의 성공 가능성을 미리 예측할 수는 없으나 높은 가능성을 엿볼 수 있는 척도가 되는 것이 기술수출이다. 하지만 무조건 기술수출이 되었다는 점보다 어느 회사에 기술수출이 되었는지가 중요한데 대부분 유명 글로벌 회사에 기술수출 된 신약 후보물질의 경우 신뢰성이 높은 기술수출이라 판단할 수 있다. 또한 기술수출 이후의 임상결과를 지켜보는 것도 중요하다. 임상이 제대로 나오지 않거나 다른 경쟁약물의 임상이 더 빨리 진행된다면 그 기술수출이 반환될 리스크가 존재한다.

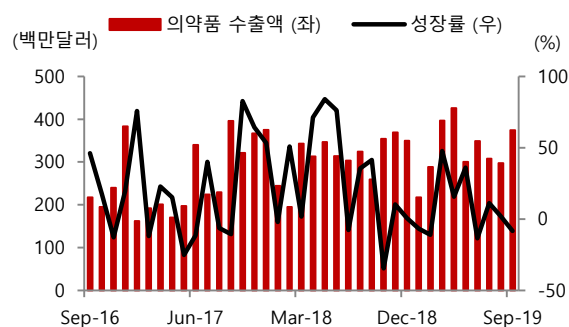
단, 상당수의 리스크가 노출된 현 시점에서는 옥석가리기로 접근할 필요가 있다. 임상이 실패했고 기술수출된 신약이 반환되었다고 국내 제약/바이오 기술력을 모두 폄하할 이유는 없다. 그 중에서도 분명히 기술력이 우수한 업체는 존재하기 때문에 옥석가리기를 해야 한다. 그리고 그러한 업체는 이미 유력 회사로의 기술수출을 통해 마일스톤 수입과 해외수출을 통한 실적개선이 기대되는 업체로 봐도 무방하다.

## (2) 해외수출만이 살길이다

2019 년 3 분기 월별 의약품 수출액은 7 월 +1.7%YoY, 8 월 -8.3%YoY, 9 월 +44.4%YoY 였다. 그리고 하반기로 갈수록 수출액 성장률은 더욱 상승세가 전망된다. 의약품 수출액의 대부분은 바이오시밀러인데 국내 대형 바이오시밀러 업체인 셀트리온과 삼성바이오로직스의 공장 가동률이 점진적인 상승세를 보이고 있어 4 분기 수출액은 더욱 증가할 것이기 때문이다. 또한 셀트리온의 램시마 SC, 삼성바이오에피스의 아바스틴 바이오시밀러 등 신제품들의 유럽 허가 획득이 예상되면서 바이오시밀러 수출금액은 증가세가 지속될 전망이다.

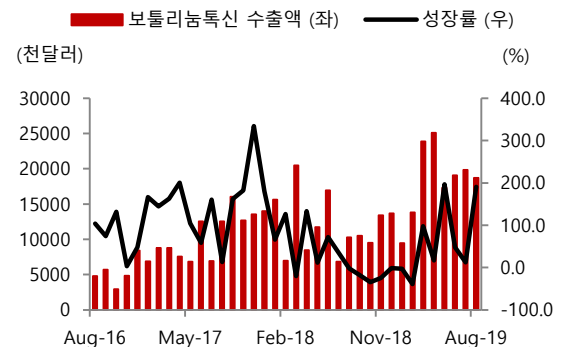
한편 2019 년 3 분기 보툴리눔 독신 수출액도 7 월 +190.6%YoY, 8 월 +81.7%YoY 로 높은 성장률을 보이고 있다. 특히 눈여겨봐야 할 부분은 국가별 독신 수출액을 살펴봤을 때 2018 년 말부터 수출국가에 미국이 추가되었다는 점이다. 기존 독신 수출국가들이 대부분 중국, 홍콩, 태국과 같은 아시아 국가들이었다면 이번 대응제약의 나보타가 미국 FDA 허가를 받으면서 추가적 수출국가로 미국이 포함되었고 비중도 빠르게 늘고 있다. 이러한 점은 국내 독신 수출이 한단계 업그레이드 됐음을 증명한 것이다. 게다가 최근 나보타는 유럽 허가를 추가로 받았기 때문에 2020 년부터 독신 수출 국가에 유럽이 추가되면서 국내 독신 업체들이 글로벌 독신 업체로 거듭날 수 있을 것으로 판단된다. 메디톡스의 경우에도 중국 허가를 획득하게 되면 중국으로 정식 수출이 가능하기 때문에 그 동안 파이공 규제로 막혀있던 중국 수출이 더욱 확대될 전망이다.

그림 3. 국내 의약품 수출액



자료 : 산업통상자원부, SK 증권

그림 4. 보툴리눔독신 수출액

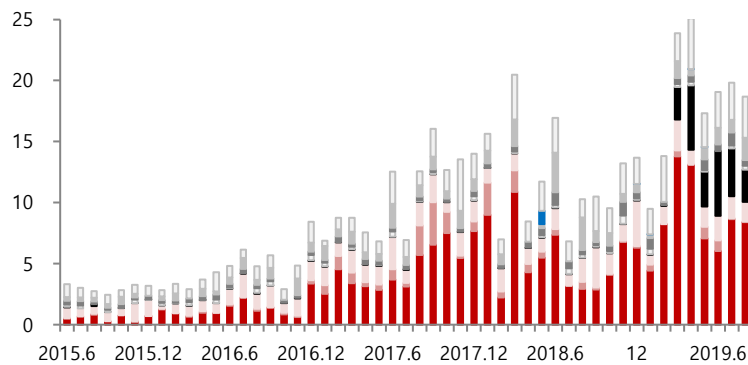


자료 : 산업통상자원부, SK 증권

다만, 국내 업체들간의 치열한 경쟁으로 균주 논란이 격화되며 관련된 소송비용이 늘고 있다는 점은 부담이다. 특히 이는 메디톡스와 대웅제약의 2019 년 3 분기 실적에 좋지 않은 영향을 미칠 전망이다. 그러나 단기적인 영향일 뿐, 국내 특신이 미국, 유럽, 중국 등 시장규모가 큰 다양한 국가에서 판매허가를 받는다면 장기적으로는 이익개선이라는 긍정적인 효과가 주가에 반영될 것으로 판단된다.

그림 5. 국가별 보툴리눔독신 수출액

(백만달러) ■ 중국 ■ 홍콩 ■ 태국 ■ 미국 ■ 이란 ■ 일본 ■ 브라질 ■ 아일랜드 ■ 기타



자료 : 산업통상자원부, SK 증권



## 2. 2019 년 3 분기 실적 Preview Summary

당사 제약/바이오 커버리지 업체 2019 년 3 분기 합산 실적은 매출액 2 조 3,349 억원 (+14.6%YoY), 영업이익은 2,791 억원(+39.1%YoY)으로 양호한 성장률이 전망된다. 지난 1 분기 합산 영업이익 1,702 억원(-35.2%YoY), 2 분기 합산 영업이익 1,899 억원 (-28.0%YoY) 등 상반기 영업이익이 역성장 했던 것 대비 하반기에는 실적개선이 전망된다.

우선 이익규모가 가장 큰 바이오시밀러 업체들의 3 분기 실적이 공장 가동률 상승으로 크게 개선될 전망이다. 셀트리온과 셀트리온헬스케어의 3 분기 영업이익이 큰 폭 늘어날 것으로 예상되며 삼성바이오로직스의 경우 상반기 적자에서 3 분기부터는 흑자전환이 예상된다. 다만, 삼성바이오로직스는 이번 3 분기 검찰조사 관련하여 법무비 증가가 예상되어 이익의 규모는 지켜봐야 할 것이다.

특신업체들은 메디톡스와 대웅제약의 경우 군주 논란으로 관련 소송비용 증가가 예상되어 실적부진이 예상된다. 또한 대웅제약은 라니티딘 이슈로 알비스가 판매중지되면서 관련된 비용집행이 예상된다. 하지만 나보타 미국 수출에 따라 영업이익은 전년대비로 크게 증가할 전망이다. 휴젤은 소송비용은 없으나 큰 폭으로 증가하던 화장품 중국 수출이 온라인 규제로 인해 2 분기대비 부진할 전망이다. 하지만 전년대비로는 여전히 큰 폭의 이익증가세가 예상된다.

전통제약사 중 유한양행은 지난 2018 년 3 분기와 2019 년 2 분기 어닝쇼크에서 벗어나 2019 년 3 분기에는 마일스톤 유입에 따른 큰 폭의 이익성장세가 예상되지만 연결로 인식되는 유한화학의 실적부진이 지속되면서 시장 컨센서스를 하회할 전망이다. 한미약품은 기존 제넨텍으로부터 수취하던 기술수출료 미인식으로 실적부진이 예상되며, 동아에스티는 ETC 성장세로 양호한 이익성장세가 예상된다.

그 밖에 SK 케미칼의 경우 바이오에너지와 백신 부문의 고성장이 예상되나 코폴리에스터 실적부진으로 이익개선 폭은 전년대비 미미할 전망이다. 씨젠과 한올바이오파마의 경우에는 큰 폭의 영업이익 개선세가 전망되는데 씨젠은 +184.8%YoY, 한올바이오파마는 +55.4%YoY 의 영업이익 성장세가 전망된다. 씨젠은 지속적인 신제품 출시 효과, 한올바이오파마는 기술수출된 HL161 의 추가 마일스톤 유입이 예상된다.

따라서 당사는 공장 가동률 상승 및 램시마SC 출시를 앞두고 있는 셀트리온과 셀트리온헬스케어를 Top Pick 으로 선정하며 차선후주로는 실적개선과 R&D 모멘텀을 동시에 보유한 한올바이오파마와 씨젠을 추천한다.



그림 6. 제약/바이오 커버리지 업체 3Q19 실적 Preview Table

업체	구분	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	2018	2019E	2020E	2019E		2020E	
										PER	PBR	PER	PBR
한미약품 (BUY, 목표주가 420,000원)	매출액	2352.6	2937.2	2746.4	2703.9	2595.6	10159.6	11004.0	12346.1	76.4	4.4	49.5	4.1
	YoY	3.4	26.3	11.8	12.1	10.3	10.8	8.3	12.2				
	영업이익	215.0	158.8	259.4	231.1	171.9	835.7	807.5	1033.1				
	YoY	(22.8)	1024.3	(1.2)	15.9	(20.0)	1.7	(3.4)	27.9				
	순이익	134.5	(49.2)	173.1	204.3	79.4	341.6	425.7	656.8				
	YoY	(41.1)	적전	54.0	42.0	(40.9)	(50.5)	24.6	54.3				
동아에스티 (별도) (BUY, 목표주가 120,000원)	매출액	1407.6	1384.9	1426.5	1515.8	1493.7	5672.5	5956.5	6336.3	17.0	1.1	14.5	1.0
	YoY	(2.1)	(4.7)	5.2	(0.5)	6.1	2.2	5.0	6.4				
	영업이익	81.7	6.0	205.0	98.7	103.8	394.2	447.0	541.9				
	YoY	(48.6)	흑전	94.6	(50.9)	27.0	63.8	13.4	21.2				
	순이익	60.6	(176.3)	223.3	85.7	90.1	175.6	408.6	478.4				
	YoY	(45.4)	적지	195.6	(60.3)	48.8	흑전	132.7	17.1				
유한양행 (BUY, 목표주가 300,000원)	매출액	3786.1	4141.7	3449.5	3594.0	3905.0	15188.2	15146.1	16503.1	56.6	1.7	33.0	1.7
	YoY	(0.0)	9.8	1.5	(6.9)	3.1	3.9	(0.3)	9.0				
	영업이익	1.5	77.0	60.9	(54.2)	96.7	501.3	234.8	825.2				
	YoY	(99.3)	(26.5)	(76.3)	(132.6)	6270.9	(43.5)	(53.2)	251.4				
	순이익	109.0	97.3	156.6	56.9	170.9	583.4	507.3	870.2				
	YoY	(58.8)	(54.3)	(26.0)	(65.6)	56.9	(46.8)	(13.0)	71.5				
셀트리온 (BUY, 목표주가 250,000원)	매출액	2311.0	2425.5	2217.0	2349.7	2842.0	9820.7	10922.8	14523.0	66.2	7.9	45.5	6.7
	YoY	(0.4)	(11.6)	(9.5)	(10.8)	23.0	3.5	11.2	33.0				
	영업이익	736.2	440.0	773.6	833.6	1041.3	3386.9	4018.9	5680.6				
	YoY	(47.5)	(71.5)	(32.9)	(21.2)	41.4	(35.1)	18.7	41.3				
	순이익	546.6	373.4	630.2	782.9	816.3	2535.6	3350.6	4879.5				
	YoY	(52.0)	(64.2)	(22.7)	(2.2)	49.3	(36.7)	32.1	45.6				
셀트리온헬스케어 (BUY, 목표주가 76,000원)	매출액	2126.7	1887.0	2205.1	2847.7	2792.8	7134.9	11267.0	15234.5	99.0	4.5	39.1	4.1
	YoY	7.4	(54.6)	71.8	55.0	31.3	(22.5)	57.9	35.2				
	영업이익	200.5	(689.1)	93.7	92.5	258.7	(252.0)	809.0	2078.8				
	YoY	(50.2)	적전	11.1	(39.2)	29.1	적전	흑전	156.9				
	순이익	63.8	(664.8)	58.4	84.8	210.5	113.9	766.6	1942.2				
	YoY	(79.2)	적전	(90.3)	(22.8)	229.8	(92.8)	573.2	153.4				
삼성바이오로직스 (별도) (BUY, 목표주가 400,000원)	매출액	1010.7	1782.7	1253.7	780.8	1742.0	5358.1	5921.5	8050.0	709.3	5.1	130.4	4.9
	YoY	(20.7)	7.2	(4.3)	(37.7)	72.4	(9.5)	10.5	35.9				
	영업이익	104.6	115.0	(233.9)	(154.3)	261.3	556.8	302.0	2012.5				
	YoY	(48.9)	(77.3)	적전	적전	149.7	(15.6)	(45.8)	566.3				
	순이익	(269.8)	3172.8	(384.5)	(134.1)	287.7	2241.1	299.0	1626.0				
	YoY	적지	흑전	적지	적지	흑전	흑전	(86.7)	443.9				

업체	구분	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	2018	2019E	2020E	2019E		2020E	
										PER	PBR	PER	PBR
메디톡스 (BUY, 목표주가 520,000원)	매출액	482.5	434.2	442.5	550.3	539.1	20544	2097.2	2465.2	40.2	7.3	32.8	6.2
	YoY	19.7	(18.0)	(24.8)	0.1	11.7	13.4	2.1	17.5				
	영업이익	191.5	162.8	157.8	112.5	135.6	854.9	594.9	760.5				
	YoY	13.1	(36.6)	(43.3)	(49.4)	(29.2)	(5.2)	(30.4)	27.8				
	순이익	147.2	156.1	135.7	102.8	68.4	698.2	523.1	641.5				
	YoY	11.3	(30.5)	(37.2)	(42.4)	(53.6)	(4.6)	(25.1)	22.6				
휴젤 (BUY, 목표주가 470,000원)	매출액	349.4	588.1	491.2	502.9	505.1	1823.9	2117.5	2400.9	34.6	2.6	30.5	2.4
	YoY	(16.0)	17.4	7.3	17.3	44.6	0.2	16.1	13.4				
	영업이익	51.3	160.4	164.3	159.7	157.3	601.9	663.2	758.0				
	YoY	(78.4)	(36.0)	(26.3)	(4.5)	206.5	(40.9)	10.2	14.3				
	순이익	238.7	145.0	140.6	128.3	124.5	756.6	511.5	579.6				
	YoY	23.9	(29.9)	(34.0)	(19.7)	(47.9)	(7.0)	(32.4)	13.3				
대웅제약 (별도) (BUY, 목표주가 260,000원)	매출액	2320.3	2574.3	2381.3	2634.5	2569.2	9435.2	10274.3	13282.0	52.2	3.1	34.9	2.9
	YoY	2.9	20.5	10.3	10.6	10.7	8.9	8.9	29.3				
	영업이익	80.4	46.9	102.0	171.0	133.6	307.7	535.6	738.7				
	YoY	(44.7)	(26.2)	27.2	70.6	66.2	(31.1)	74.1	37.9				
	순이익	44.8	(156.9)	44.5	123.1	97.6	14.8	337.3	504.3				
	YoY	(57.5)	적전	(11.3)	60.2	117.8	(96.0)	2177.3	49.5				
SK케미칼 (BUY, 목표주가 60,000원)	매출액	3764.7	3235.0	3194.1	3801.9	3811.9	13677.2	14074.8	14952.9	13.9	0.8	12.5	0.7
	YoY	NA	268.3	1.7	7.5	1.3	1457.1	2.9	6.2				
	영업이익	309.6	(24.1)	36.6	304.4	312.7	457.3	750.1	832.6				
	YoY	NA	적지	(45.2)	189.6	1.0	흑전	64.0	11.0				
	순이익	187.1	(284.9)	(70.3)	134.5	164.5	60.3	417.6	466.6				
	YoY	NA	적지	적전	40.0	(12.1)	흑전	592.7	11.7				
씨젠 (BUY, 목표주가 38,000원)	매출액	218.1	299.4	274.9	279.5	275.0	1008.2	1169.4	1314.0	24.6	3.4	23.5	3.0
	YoY	8.7	25.2	12.4	13.6	26.1	16.1	16.0	12.4				
	영업이익	13.9	46.7	58.1	33.9	39.7	90.0	192.5	221.6				
	YoY	(95.4)	흑전	265.2	150.6	184.8	26.6	113.9	15.1				
	순이익	9.1	57.0	51.1	93.6	34.9	98.3	217.9	228.0				
	YoY	(30.4)	흑전	190.6	547.7	282.8	381.3	121.7	4.6				
한올바이오파마 (BUY, 목표주가 41,000원)	매출액	239.8	232.4	245.0	298.2	277.4	918.4	1080.4	1285.4	95.4	10.6	59.8	8.9
	YoY	(2.4)	16.5	10.9	32.3	15.7	9.0	17.6	19.0				
	영업이익	21.3	14.6	25.5	70.1	33.1	54.7	152.6	227.1				
	YoY	(92.9)	흑전	821.1	336.4	55.4	(54.7)	178.7	48.9				
	순이익	25.5	(26.7)	33.0	41.9	36.0	33.0	148.6	237.3				
	YoY	(5.5)	적전	360.0	55.2	41.0	(43.2)	350.3	59.7				
합산	매출액	20369.3	21922.6	20327.3	21859.2	23348.7	82251.4	91031.5	106978.8				
	YoY	22.7	6.4	6.6	4.6	14.6	19.5	10.7	17.5				
	영업이익	2007.7	514.9	1702.7	1899.0	2745.7	7789.5	9508.3	15710.7				
	YoY	(47.5)	(77.4)	(35.2)	(28.0)	36.8	(34.2)	22.1	65.2				
	순이익	1297.1	2642.7	1191.7	1704.6	2180.7	7652.2	7913.8	13110.4				
	YoY	(41.1)	25.2	(37.9)	(4.9)	68.1	(7.3)	3.4	65.7				

자료: SK증권

그림 7. 국내 제약업체 Valuation Table

(억원, % 배)	한미약품	동아에스티	유한양행	셀트리온	셀트리온 헬스케어	삼성바이 오로직스	메디톡스	휴젤	대웅제약	SK케미칼	씨젠	한올바이 오파마
코드번호	128940	170900	000100	068270	091990	207940	086900	145020	069620	285130	096530	009420
투자의건	매수	매수	매수	매수	매수	매수	매수	매수	매수	매수	매수	매수
목표주가(원)	420,000	120,000	300,000	250,000	76,000	400,000	520,000	470,000	260,000	60,000	38,000	41,000
시가총액 (조원)	3.40	0.71	2.93	22.91	7.93	21.57	2.21	1.97	1.70	0.52	0.56	1.59
종가(10/07)	292,500	84,100	229,000	178,500	55,100	326,000	379,300	377,00	147,000	44,250	21,200	30,450
매출액	17	9,166	5,548	14,622	9,491	9,209	5,921	1,812	8,668	878	869	842
	18	10,160	5,672	15,188	9,821	7,135	5,358	2,054	1,824	9,435	1,008	918
	19E	11,004	5,956	15,146	10,923	11,267	5,921	2,097	2,117	10,274	1,169	1,080
	20E	12,346	6,336	16,503	14,523	15,234	8,050	2,465	2,401	13,282	1,314	1,285
영업이익	17	822	241	887	5,220	1,537	660	902	1,019	446	(92)	71
	18	836	394	501	3,387	(252)	557	855	602	308	457	90
	19E	808	447	235	4,019	809	302	595	663	536	750	193
	20E	1,033	542	825	5,681	2,079	2,013	761	758	739	833	222
영업이익률	17	9.0	4.3	3.4	42.3	16.7	11.1	49.7	56.0	5.1	(10.5)	8.2
	18	8.2	6.9	1.5	57.8	(3.5)	10.4	41.6	33.0	3.3	8.9	6.0
	19E	7.3	7.5	1.6	36.8	7.2	5.1	28.4	31.3	5.2	5.3	16.5
	20E	8.4	8.6	5.0	39.1	13.6	25.0	30.9	31.6	5.6	5.6	16.9
순이익	17	690	(52)	1,096	4,007	1,574	(970)	732	814	367	(85)	20
	18	342	176	583	2,536	(252)	2,241	698	757	15	60	98
	19E	426	409	507	3,351	767	299	523	512	337	418	218
	20E	657	478	870	4,880	1,942	1,626	642	580	504	467	228
EPS성장률	17	159.1	-	(32.4)	114.5	47.1	-	18.4	47.2	11.4	-	(71.0)
	18	(58.8)	-	(47.3)	(31.7)	(93.5)	-	(0.2)	(17.4)	(96.0)	-	402.4
	19E	71.0	132.7	(11.7)	27.6	570.9	(86.7)	(14.2)	(32.6)	2,177.3	587.5	98.0
	20E	54.3	17.1	71.5	45.6	153.4	443.9	22.9	13.3	49.5	11.7	(8.2)
PER	17	110.1	-	25.0	72.4	86.6	-	39.1	28.9	128.0	-	362.4
	18	216.5	50.2	46.3	108.6	947.1	114.1	48.0	23.8	1,474.5	151.4	45.6
	19E	76.4	17.0	56.6	66.2	99.0	709.3	40.2	34.6	52.2	13.9	24.6
	20E	49.5	14.5	33.0	45.5	39.1	130.4	32.8	30.5	34.9	12.5	23.5
PBR	17	9.3	1.4	1.7	12.0	8.9	6.2	14.3	3.5	3.5	-	7.0
	18	7.7	1.5	1.6	1.3	6.6	6.2	13.3	2.3	4.1	1.3	3.1
	19E	4.4	1.1	1.7	7.9	4.5	5.1	7.3	2.6	3.1	0.8	3.4
	20E	4.1	1.0	1.7	6.7	4.1	4.9	6.2	2.4	2.9	0.7	3.0
ROE	17	8.8	(0.9)	7.0	17.5	13.9	(2.4)	41.3	15.4	6.9	-	1.5
	18	3.5	3.0	3.5	10.8	0.7	5.5	31.5	9.8	0.3	0.9	7.5
	19E	5.9	6.7	3.1	12.5	4.6	0.7	19.3	7.0	6.1	5.8	14.8
	20E	8.6	7.4	5.2	15.9	10.9	3.8	20.4	7.7	8.6	6.1	13.6
EV/EBITDA	17	59.7	18.2	17.0	46.0	94.3	196.3	29.7	17.6	29.3	-	63.6
	18	46.2	14.9	21.6	61.4	-	172.3	33.7	17.7	34.6	12.3	23.5
	19E	26.0	11.3	31.1	39.9	73.2	134.7	26.0	19.7	21.6	7.5	18.4
	20E	22.7	9.4	19.6	30.3	27.5	65.6	21.4	16.6	15.8	6.5	16.5

자료: SK 증권

# Company Analysis

# SK COMPANY Analysis



Analyst  
**이달미**

talmi@sk.co.kr  
02-3773-9952

## Company Data

자본금	290 억원
발행주식수	1,161 만주
자사주	0 만주
액면가	2,500 원
시가총액	33,966 억원
주요주주	
한미사이언스(외3)	41.39%
국민연금공단	9.99%
외국인지분률	15.20%
배당수익률	0.20%

## Stock Data

주가(19/10/07)	292,500 원
KOSPI	2021.73 pt
52주 Beta	0.83
52주 최고가	501,000 원
52주 최저가	267,500 원
60일 평균 거래대금	113 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	4.3%	3.6%
6개월	-34.9%	-28.8%
1개월	-35.0%	-27.1%

## 한미약품 (128940/KS | 매수(유지) | T,P 420,000 원(유지))

### R&D 모멘텀은 여전히 남아있어

동사의 2019 년 3 분기 실적은 매출액 2,596 억원(+10.3%YoY), 영업이익 171 억원(-20.1%YoY)으로 전년대비 영업이익 역성장세가 예상됨. 3 분기 영업이익 역성장세의 원인은 제넨텍으로부터 인식되던 90 억원의 기술수출료가 지난 4 월에 종료되었기 때문임. 그러나 에페글레나타이드, 롤론티스, LAPS Triple Agonist 등의 여러가지 R&D 모멘텀은 여전히 남아있어 투자의견 매수와 목표주가 420,000 원 유지함.

### 2019 년 3 분기 실적 Preview

동사의 2019 년 3 분기 실적은 매출액 2,596 억원(+10.3%YoY), 영업이익 171 억원(-20.1%YoY)으로 전년대비 영업이익 역성장세가 예상됨. 3 분기 매출 성장세는 ETC 부분의 양호한 성장세에 힘입어 두자리수대의 성장세가 예상되지만, 영업이익 역성장세는 불하피해 보이는데, 이는 기존에 제넨텍으로부터 분기별로 90 억원이 인식되던 RAF inhibitor 의 기술수출료가 2019 년 4 월부로 종료되었기 때문임.

### 투자의견 매수 및 목표주가 420,000 원 유지

RAF inhibitor 의 기술수출료 축소로 3 분기 실적은 부진하나 사노피와의 계약 수정으로 R&D 비용 축소가 예상되어 2020 년에는 영업이익이 성장세를 회복할 것으로 전망됨. 최근의 기술수출 반환 부문은 아쉽지만 사노피로 L/O 된 에페글레나타이드의 임상 3 상은 순조롭게 진행되고 있으며 롤론티스의 미국 BLA 허가과 LAPS Triple Agonist 의 추가 라이선스 아웃 등 여러가지 R&D 모멘텀이 남아있어 투자의견 매수와 목표주가 420,000 원을 유지함.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	억원	8,827	9,166	10,160	11,004	12,346	13,976
yoy	%	-33.0	3.8	10.8	8.3	12.2	13.2
영업이익	억원	268	822	836	808	1,033	1,205
yoy	%	-87.4	206.9	1.7	-3.4	27.9	16.7
EBITDA	억원	656	1,186	1,308	1,494	1,707	1,843
세전이익	억원	80	589	504	679	916	1,094
순이익(지배주주)	억원	233	604	249	426	657	797
영업이익률%	%	3.0	9.0	8.2	7.3	8.4	8.6
EBITDA%	%	7.4	12.9	12.9	13.6	13.8	13.2
순이익률	%	3.4	7.5	3.4	4.5	5.9	6.2
EPS(계속사업)	원	2,009	5,204	2,144	3,666	5,656	6,867
PER	배	136.9	110.1	216.5	79.8	51.7	42.6
PBR	배	4.8	9.4	7.7	4.6	4.3	3.9
EV/EBITDA	배	51.9	59.7	46.2	27.0	23.6	21.5
ROE	%	3.5	8.8	3.5	5.9	8.6	9.6
순차입금	억원	20	3,359	5,330	5,071	4,912	4,098
부채비율	%	117.4	109.6	114.3	149.4	143.0	136.2

그림 1. 한미약품의 2019 년 3 분기 실적 Preview

(억원, %)	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E		증감율		시장컨센서스 차이
					당사추정치	시장컨센서스	YoY	QoQ	
매출액	2,353.0	2,937.0	2,746.0	2,703.9	2,595.6	2,563.0	10.3	(4.0)	1.3
영업이익	215.0	158.8	260.0	231.0	171.9	179.0	(20.1)	(25.6)	(4.0)
세전이익	113.6	(15.1)	215.0	310.6	124.4	167.0	9.5	(59.9)	(25.5)
순이익	134.5	(49.2)	173.1	204.3	93.3	113.0	(30.6)	(54.3)	(17.4)
영업이익률	9.1	5.4	9.5	8.5	6.6	7.0			
세전이익률	4.8	-0.5	7.8	11.5	4.8	6.5			
순이익률	5.7	-1.7	6.3	7.6	3.6	4.4			

자료 : SK 증권 추정치

그림 2. 한미약품의 연간 실적전망 변경

(억원, %)	변경후			변경전			변경률		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
매출액	11,004	12,346	13,976	11,396	12,846	14,611	(3.4)	(3.9)	(4.3)
영업이익	808	1,033	1,205	891	1,051	1,232	(9.3)	(1.7)	(2.2)
세전이익	679	916	1,094	764	925	1,112	(11.2)	(1.0)	(1.7)
순이익	492	723	864	556	730	879	(11.5)	(0.9)	(1.7)
EPS	3,666	5,656	6,867	4,397	5,896	7,175	(16.6)	(4.1)	(4.3)
영업이익률	7.3	8.4	8.6	7.8	8.2	8.4	(0.5)	0.2	0.2

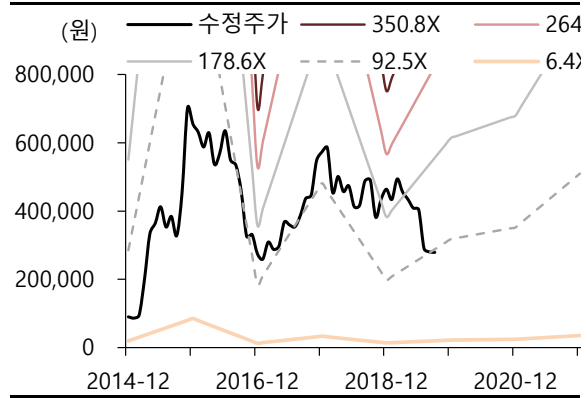
자료 : SK 증권 추정치

그림 3. 한미약품의 분기 및 연간 실적전망 Table

(억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출액	2,456.8	2,413.1	2,353.0	2,937.0	2,746.0	2,703.9	2,595.6	2,958.0	9,165.2	10,159.6	11,003.6	12,346.1
한미약품	1,796.0	1,917.0	1,819.0	2,418.0	2,049.0	2,154.0	2,049.1	2,442.4	7,026.0	7,950.0	8,694.5	9,819.2
북경한미	672.0	514.0	551.0	546.0	703.0	564.0	581.4	602.2	2,142.0	2,283.0	2,450.5	2,872.9
한미정밀화학	201.0	206.0	206.0	240.0	238.0	336.0	226.6	216.0	871.0	853.0	1,016.6	1,344.5
연결조정	(212.2)	(223.9)	(223.0)	(267.0)	(244.0)	(350.1)	(261.5)	(302.5)	(873.8)	(926.1)	(1,158.1)	(1,308.8)
영업이익	262.5	199.5	215.0	158.8	260.0	231.0	171.9	145.2	821.6	835.7	808.1	1,033.1
세전이익	175.6	229.5	113.6	(15.1)	215.0	310.6	124.4	28.7	588.5	503.5	678.7	915.7
순이익	112.4	143.8	134.5	(49.2)	173.1	204.3	93.3	21.5	689.3	341.6	492.2	723.4
YoY 성장률												
매출액	5.2	8.3	3.4	26.3	11.8	12.1	10.3	0.7	3.8	10.9	8.3	12.2
영업이익	(16.4)	(7.4)	(22.7)	447.4	(1.0)	15.8	(20.1)	(8.5)	207.4	1.7	(3.3)	27.8
세전이익	(39.8)	146.8	(46.5)	적지	22.4	35.3	9.5	흑전	635.8	(14.4)	34.8	34.9
순이익	(54.3)	19.2	(41.1)	적전	54.0	42.0	(30.6)	흑전	127.2	(50.4)	44.1	47.0
% 수익률												
영업이익률	10.7	8.3	9.1	5.4	9.5	8.5	6.6	4.9	9.0	8.2	7.3	8.4
세전이익률	7.1	9.5	4.8	(0.5)	7.8	11.5	4.8	1.0	6.4	5.0	6.2	7.4
순이익률	4.6	6.0	5.7	(1.7)	6.3	7.6	3.6	0.7	7.5	3.4	4.5	5.9

자료 : SK 증권 추정치

그림 4. 한미약품의 PER 밴드차트



자료 : 데이터가이드, SK 증권

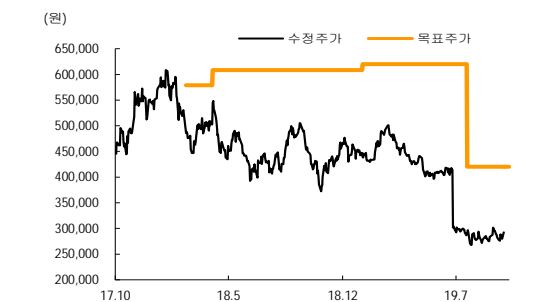
그림 5. 한미약품의 PBR 밴드차트



자료 : 데이터가이드, SK 증권



일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.10.08	매수	420,000원	6개월		
2019.07.31	매수	420,000원	6개월	-32.55%	-28.21%
2019.05.02	매수	620,000원	6개월	-29.82%	-11.53%
2019.02.27	매수	620,000원	6개월	-27.54%	-11.53%
2019.01.30	매수	620,000원	6개월	-27.78%	-11.53%
2019.01.16	매수	620,000원	6개월	-28.00%	-11.53%
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%



### Compliance Notice

- 작성자의달마는 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 10 월 8 일 기준)

매수	91.91%	중립	8.09%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	6,581	5,641	8,526	9,416	10,995
현금및현금성자산	473	673	2,984	3,144	3,958
매출채권및기타채권	2,503	1,835	1,987	2,229	2,524
재고자산	2,321	2,478	2,683	3,011	3,408
<b>비유동자산</b>	10,028	11,271	12,210	12,468	12,247
장기금융자산	544	533	1,072	1,072	1,072
유형자산	7,901	9,003	9,142	9,184	8,683
무형자산	457	607	825	995	1,143
<b>자산총계</b>	16,609	16,912	20,736	21,883	23,242
<b>유동부채</b>	6,392	4,350	6,194	6,407	6,908
단기금융부채	2,786	2,154	2,811	2,611	2,611
매입채무 및 기타채무	2,670	1,489	1,613	1,810	2,049
단기충당부채	201	212	230	258	292
<b>비유동부채</b>	2,293	4,670	6,227	6,469	6,492
장기금융부채	1,977	4,163	5,621	5,921	5,921
장기매입채무 및 기타채무	2	54	54	54	54
장기충당부채	110	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	8,685	9,020	12,421	12,876	13,400
<b>지배주주지분</b>	7,117	7,032	7,370	7,978	8,726
자본금	279	285	290	290	290
자본잉여금	4,155	4,149	4,143	4,143	4,143
기타자본구성요소	-157	-213	-252	-252	-252
자기주식	-157	-213	-252	-252	-252
이익잉여금	2,853	2,878	3,245	3,844	4,583
비지배주주지분	807	860	945	1,030	1,115
<b>자본총계</b>	7,924	7,893	8,314	9,008	9,841
<b>부채외자본총계</b>	16,609	16,912	20,736	21,883	23,242

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동현금흐름</b>	-528	407	1,927	1,279	1,328
당기순이익(손실)	690	342	492	723	864
비현금성항목등	554	1,181	1,162	984	979
유형자산감가상각비	318	412	609	558	501
무형자산감가상각비	46	60	77	116	137
기타	53	395	99	-59	-59
운전자본감소(증가)	-1,663	-979	424	-235	-286
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-163	586	-156	-242	-294
재고자산감소(증가)	0	0	-227	-327	-398
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-33	33	228	197	239
기타	-1,467	-1,599	579	138	167
법인세납부	-110	-137	-152	-192	-230
<b>투자활동현금흐름</b>	-1,497	-1,416	-1,323	-866	-157
금융자산감소(증가)	1,040	624	-376	-100	0
유형자산감소(증가)	-2,420	-1,818	-699	-600	0
무형자산감소(증가)	-150	-285	-285	-285	-285
기타	34	63	38	120	129
<b>재무활동현금흐름</b>	1,245	1,215	1,684	-254	-357
단기금융부채증가(감소)	-7	-768	57	-200	0
장기금융부채증가(감소)	1,449	2,318	2,052	300	0
자본의증가(감소)	-65	-56	-39	0	0
배당금의 지급	0	-90	-57	-58	-58
기타	-133	-189	-330	-295	-299
<b>현금의 증가(감소)</b>	-831	201	2,311	160	814
기초현금	1,304	473	673	2,984	3,144
기말현금	473	673	2,984	3,144	3,958
FCF	-1,454	-1,946	956	369	1,019

자료 : 한미약품, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	9,166	10,160	11,004	12,346	13,976
<b>매출원가</b>	3,982	4,750	5,135	5,762	6,522
<b>매출총이익</b>	5,184	5,409	5,869	6,585	7,454
매출총이익률 (%)	56.6	53.2	53.3	53.3	53.3
<b>판매비와관리비</b>	4,362	4,573	5,061	5,551	6,249
영업이익	822	836	808	1,033	1,205
영업이익률 (%)	9.0	8.2	7.3	8.4	8.6
비영업손익	-233	-332	-129	-117	-112
<b>순금융비용</b>	69	152	186	176	170
외환관련손익	0	0	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	589	504	679	916	1,094
세전계속사업이익률 (%)	6.4	5.0	6.2	7.4	7.8
계속사업법인세	-101	162	186	192	230
<b>계속사업이익</b>	690	342	492	723	864
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	690	342	492	723	864
<b>순이익률 (%)</b>	7.5	3.4	4.5	5.9	6.2
<b>지배주주</b>	604	249	426	657	797
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	6.59	2.45	3.87	5.32	5.71
<b>비지배주주</b>	85	93	67	67	67
<b>총포괄이익</b>	644	279	520	751	892
<b>지배주주</b>	587	192	435	666	807
<b>비지배주주</b>	57	87	85	85	85
<b>EBITDA</b>	1,186	1,308	1,494	1,707	1,843

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	3.8	10.8	8.3	12.2	13.2
영업이익	206.9	1.7	-3.4	27.9	16.7
세전계속사업이익	635.8	-14.4	34.8	34.9	19.4
EBITDA	80.7	10.2	14.2	14.3	8.0
EPS(계속사업)	159.1	-58.8	71.0	54.3	21.4
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	8.8	3.5	5.9	8.6	9.6
ROA	4.2	2.0	2.6	3.4	3.8
EBITDA마진	12.9	12.9	13.6	13.8	13.2
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	103.0	129.7	137.6	147.0	159.2
부채비율	109.6	114.3	149.4	143.0	136.2
순차입금/자기자본	42.4	67.5	61.0	54.5	41.6
EBITDA/이자비용(배)	11.1	6.7	6.8	5.8	6.2
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	5,204	2,144	3,666	5,656	6,867
BPS	61,290	60,560	63,465	68,701	75,147
CFPS	8,344	6,208	9,573	11,459	12,360
주당 현금배당금	500	500	500	500	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	110.1	283.8	136.7	88.6	73.0
PER(최저)	49.2	173.7	73.0	47.3	39.0
PBR(최고)	9.4	10.1	7.9	7.3	6.7
PBR(최저)	4.2	6.2	4.2	3.9	3.6
PCR	68.7	74.8	30.6	25.5	23.7
EV/EBITDA(최고)	59.7	59.0	43.2	37.8	34.6
EV/EBITDA(최저)	28.7	38.1	25.1	21.9	19.9

# SK COMPANY Analysis



Analyst  
이달미

talmi@sk.co.kr  
02-3773-9952

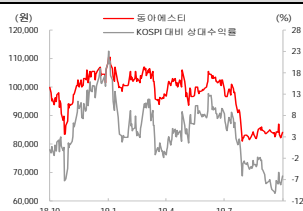
## Company Data

자본금	422 억원
발행주식수	844 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	7,101 억원
주요주주	
강정석(외49)	38.78%
국민연금공단	13.29%
외국인지분율	24.90%
배당수익률	1.20%

## Stock Data

주가(19/10/07)	84,100 원
KOSPI	2021.73 pt
52주 Beta	0.79
52주 최고가	110,500 원
52주 최저가	81,000 원
60일 평균 거래대금	12 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-0.8%	-1.5%
6개월	-13.8%	-5.8%
1개월	-15.7%	-5.4%

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

## 무난한 실적이 예상되는 3 분기

2019 년 3 분기 실적은 매출액 1,494 억원(+6.1%YoY), 영업이익은 104 억원 (+26.2%YoY, OPM 6.9%)으로 시장 컨센서스를 소폭 상회할 전망. ETC 부문의 양호한 성장세 및 박카스 해외수출이 전체 실적 성장세를 견인할 것으로 예상. 하반기 실적 개선세와 더불어 DA-3880, DA-1241, MerTK 등 R&D 모멘텀이 긍정적으로 판단되어 동사에 대한 투자 의견 매수 및 목표주가 120,000 원 유지.

## 2019 년 3 분기 실적 Preview

동사의 2019 년 3 분기 실적은 매출액 1,494 억원(+6.1%YoY), 영업이익은 104 억원 (+26.2%YoY, OPM 6.9%)으로 시장 컨센서스를 상회할 전망이다. 2018 년 4 분기에 반등하기 시작한 ETC 부문은 2019 년 1,2 분기에 각각 2.3%YoY, 6.4%YoY 의 양호한 성장세를 시현, 이러한 흐름은 3 분기까지 이어질 전망. 특히 2 분기 34.5%YoY 의 성장률을 보인 박카스 수출이 3 분기에도 고성장세 시현이 예상된다.

## 100% R&D 자회사 큐오라클 설립

동사는 지난 8 월 R&D 자회사인 큐오라클 설립을 발표. 큐오라클은 당뇨병 치료제인 DA-1241(미국 임상 1b 상)과 비만치료제인 DA-1726(전임상)의 파이프라인을 기술양도 받아 두 가지 파이프라인에 집중 연구할 예정이다.

## 투자 의견 매수 및 목표주가 120,000 원 유지

동사의 DA-3880(빈혈 치료제) 은 최근 일본에서 판매허가를 획득하여 빠르면 2019 년 4 분기 중으로 허가 마일스톤 유입이 예상, 이에 따라 4 분기 실적 개선세가 전망됨. 또한 이번 라니티딘 사태의 대체제인 스티렌을 보유해 반사이익이 예상. 4 분기에도 양호한 ETC 성장세가 전망됨. 미국에서 임상 1 상 중인 당뇨병 치료제 DA-1241 은 2020 년 1 분기 중으로 탑라인 결과가 나올 예정이며 면역항암제인 MerTK 는 2019 년 12 월에 애플과의 전임상 완료, 추가적인 마일스톤이 기대되는 상황. 실적 개선과 R&D 모멘텀이 여전히 유효하다 판단되어 투자 의견 매수와 목표주가 120,000 원을 유지함.

## 영업 실적 및 투자 지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	억원	5,603	5,548	5,672	5,956	6,336	6,759
yoy	%	-1.3	-1.0	2.3	5.0	6.4	6.7
영업이익	억원	152	241	394	447	542	578
yoy	%	-72.1	58.6	63.8	13.4	21.2	6.7
EBITDA	억원	362	458	594	645	726	740
세전이익	억원	153	-82	256	516	604	650
순이익(지배주주)	억원	129	-52	176	409	478	516
영업이익률%	%	2.7	4.3	7.0	7.5	8.6	8.6
EBITDA%	%	6.5	8.3	10.5	10.8	11.5	10.9
순이익률	%	2.3	-0.9	3.1	6.9	7.6	7.6
EPS(계속사업)	원	1,540	-620	2,080	4,839	5,666	6,105
PER	배	68.5	N/A	50.3	17.4	14.8	13.8
PBR	배	1.5	1.5	1.5	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	배	24.8	18.2	14.9	11.2	9.4	8.6
ROE	%	2.3	-0.9	3.0	6.8	7.4	7.5
순차입금	억원	63	-128	-83	-2	-443	-891
부채비율	%	81.0	54.8	62.7	61.3	55.7	53.0

그림 1. 동아에스티의 2019 년 3 분기 실적 Preview

(억원, %)	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E		증감율		추정치 차이
					당사추정치	시장컨센서스	YoY	QoQ	
매출액	1,408.0	1,385.0	1,426.0	1,516.0	1,493.7	1,488.0	6.1	(1.5)	0.4
영업이익	82.3	5.8	204.5	98.9	103.8	90.0	26.2	4.9	15.3
세전이익	68.0	(175.5)	268.6	114.2	120.1	84.0	76.7	5.2	43.0
순이익	60.6	(176.3)	223.3	85.7	90.1	71.0	48.8	5.2	26.9
영업이익률	5.8	0.4	14.3	6.5	6.9	6.0			
세전이익률	4.8	-12.7	18.8	7.5	8.0	5.6			
순이익률	4.3	-12.7	15.7	5.7	6.0	4.8			

자료 : SK 증권 추정치

그림 2. 연간 실적전망 변경

(십억원, %)	변경후			변경전			변경률		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
매출액	5,956	6,336	6,759	6,173	6,691	7,262	(3.5)	(5.3)	(6.9)
영업이익	447	542	646	496	562	610	(9.9)	(3.6)	5.8
세전이익	516	604	718	565	628	687	(8.7)	(3.9)	4.5
순이익	409	478	569	469	521	570	(12.9)	(8.2)	(0.2)
EPS	4,839	5,666	6,739	5,551	6,171	6,751	(12.8)	(8.2)	(0.2)
영업이익률	7.5	8.6	9.6	8.0	8.4	8.4	(0.5)	0.2	1.2

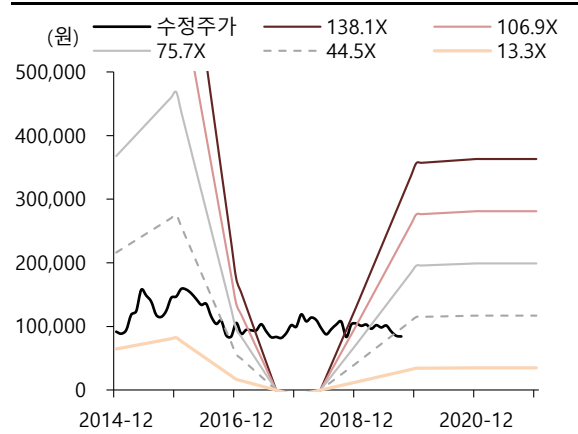
자료 : SK 증권 추정치

그림 3. 동아에스티의 분기 및 연간 실적전망 Table

(억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출액	1,356.0	1,524.0	1,408.0	1,385.0	1,426.0	1,516.0	1,493.7	1,520.5	5,547.0	5,673.0	5,956.2	6,336.3
ETC	735.0	723.0	779.0	749.0	752.0	769.0	851.5	857.1	2,971.0	2,986.0	3,229.6	3,461.0
스티렌	48.0	44.0	47.0	48.0	44.0	44.0	47.0	48.0	192.0	187.0	183.0	192.2
플리비톨	64.0	58.0	52.0	50.0	50.0	58.0	52.0	50.0	213.0	224.0	210.0	220.5
리피논	44.0	40.0	41.0	42.0	40.0	40.0	41.0	42.0	177.0	167.0	163.0	154.9
오파몬	56.0	56.0	65.0	67.0	62.0	59.0	68.5	70.6	223.0	244.0	260.1	273.1
그로트로핀	49.0	42.0	50.0	54.0	58.0	42.0	50.0	54.0	166.0	195.0	204.0	224.4
모티리톤	54.0	50.0	52.0	57.0	66.0	50.0	52.0	57.0	210.0	213.0	225.0	225.0
수출	330.0	355.0	359.0	358.0	321.0	431.0	367.5	366.9	1,397.0	1,402.0	1,486.3	1,583.3
박카스	174.0	171.0	190.0	180.0	211.0	230.0	209.0	198.0	653.0	715.0	848.0	932.8
메디칼	179.0	178.0	178.0	191.0	182.0	214.0	178.2	205.2	787.0	726.0	779.4	818.4
기타	111.0	267.0	92.0	87.0	171.0	101.0	96.6	91.4	392.0	557.0	460.0	473.7
영업이익	105.0	200.8	82.3	5.8	204.5	98.9	103.8	39.5	245.9	393.8	446.8	541.9
세전이익	92.0	271.6	68.0	-175.5	268.6	114.2	120.1	12.6	-81.9	256.3	515.6	603.6
순이익	76.0	215.8	60.6	-176.3	223.3	85.7	90.1	9.5	-52.3	176.1	408.6	478.4
성장률YoY(%)												
매출액	1.9	14.9	-2.1	-4.6	5.2	-0.5	6.1	9.8	-1.0	2.3	5.0	6.4
영업이익	112.7	428.4	-48.3	흑전	94.8	-50.7	26.2	583.3	62.0	60.2	13.4	21.3
세전이익	흑전	373.6	-52.1	적지	191.9	-57.9	76.7	흑전	적전	흑전	101.2	17.1
순이익	흑전	366.0	-45.4	적지	193.9	-60.3	48.8	흑전	적전	흑전	132.1	17.1
수익성(%)												
영업이익률	7.7	13.2	5.8	0.4	14.3	6.5	6.9	2.6	4.4	6.9	7.5	8.6
세전이익률	6.8	17.8	4.8	-12.7	18.8	7.5	8.0	0.8	-1.5	4.5	8.7	9.5
순이익률	1.9	14.9	-2.1	-4.6	5.2	-0.5	6.1	9.8	-1.0	2.3	5.0	6.4

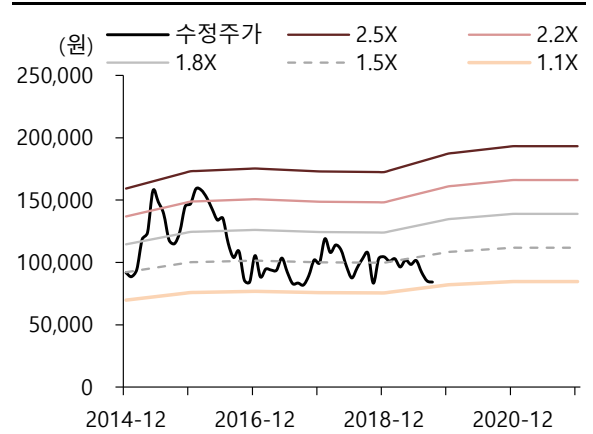
자료 : SK 증권 추정치

그림 4. 동아에스티의 PER 밴드차트



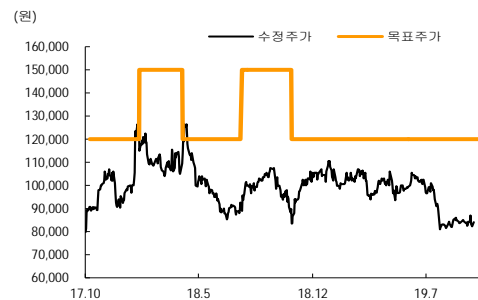
자료 : 데이터가이드, SK 증권

그림 5. 동아에스티의 PBR 밴드차트



자료 : 데이터가이드, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.10.08	매수	120,000원	6개월		
2019.05.07	매수	120,000원	6개월	-18.77%	-7.92%
2019.01.16	매수	120,000원	6개월	-15.52%	-7.92%
2018.10.31	매수	120,000원	6개월	-15.62%	-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	-16.88%	5.42%
2017.10.18	매수	120,000원	6개월	-25.01%	-24.42%



### Compliance Notice

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

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 10 월 8 일 기준)

매수	91.91%	중립	8.09%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	4,124	4,262	4,812	5,205	5,809
현금및현금성자산	1,908	2,178	2,339	2,680	3,098
매출채권및기타채권	1,073	899	975	974	1,039
재고자산	986	1,031	1,191	1,204	1,284
<b>비유동자산</b>	4,874	5,322	5,217	5,167	5,114
장기금융자산	244	821	755	755	755
유형자산	3,357	3,260	3,130	3,016	2,863
무형자산	130	112	111	112	112
<b>자산총계</b>	8,998	9,584	10,029	10,372	10,923
<b>유동부채</b>	2,195	2,690	2,083	2,062	2,127
단기금융부채	1,204	1,402	1,111	1,091	1,091
매입채무 및 기타채무	499	493	601	576	615
단기충당부채	37	70	73	78	83
<b>비유동부채</b>	990	1,003	1,726	1,650	1,659
장기금융부채	599	700	1,378	1,328	1,328
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	32	34	37	39	42
<b>부채총계</b>	3,185	3,693	3,810	3,712	3,786
<b>지배주주지분</b>	5,813	5,891	6,219	6,660	7,138
자본금	422	422	422	422	422
자본잉여금	2,865	2,865	2,865	2,865	2,865
기타자본구성요소	-7	-7	-7	-7	-7
자기주식	-7	-7	-7	-7	-7
이익잉여금	930	1,113	1,436	1,872	2,345
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	5,813	5,891	6,219	6,660	7,138
<b>부채외자본총계</b>	8,998	9,584	10,029	10,372	10,923

현금흐름표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동현금흐름</b>	644	632	43	585	521
당기순이익(손실)	-52	176	409	478	516
비현금성항목등	566	543	287	247	224
유형자산감가상각비	207	190	188	175	152
무형자산감가상각비	10	10	10	9	9
기타	94	278	74	0	0
운전자본감소(증가)	153	-72	-519	-15	-83
매출채권및기타채권의 감소(증가)	488	172	-52	1	-65
재고자산감소(증가)	61	-81	-152	-13	-80
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-384	-14	104	-25	38
기타	-13	-149	-419	21	23
법인세납부	-23	-15	-133	-125	-135
<b>투자활동현금흐름</b>	-151	-572	-18	-44	24
금융자산감소(증가)	-91	-536	-87	-30	-30
유형자산감소(증가)	-82	-72	-60	-60	0
무형자산감소(증가)	-4	-9	-9	-9	-9
기타	26	46	138	55	63
<b>재무활동현금흐름</b>	-1,254	193	128	-200	-127
단기금융부채증가(감소)	-1,341	-200	-317	-20	0
장기금융부채증가(감소)	199	500	637	-50	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-42	-42	-84	-42	-42
기타	-70	-65	-109	-87	-85
<b>현금의 증가(감소)</b>	-945	270	161	341	418
기초현금	2,853	1,908	2,178	2,339	2,680
기말현금	1,908	2,178	2,339	2,680	3,098
FCF	467	737	-71	528	527

자료 : 동아에스티, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	5,548	5,672	5,956	6,336	6,759
<b>매출원가</b>	2,751	2,741	2,886	3,070	3,275
<b>매출총이익</b>	2,797	2,931	3,071	3,267	3,484
매출총이익률 (%)	50.4	51.7	51.6	51.6	51.6
<b>판매비와관리비</b>	2,556	2,537	2,624	2,725	2,906
영업이익	241	394	447	542	578
영업이익률 (%)	4.3	7.0	7.5	8.6	8.6
비영업손익	-323	-138	69	62	72
<b>순금융비용</b>	64	23	25	32	22
외환관련손익	-260	82	44	44	44
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	50	50	50
세전계속사업이익	-82	256	516	604	650
세전계속사업이익률 (%)	-1.5	4.5	8.7	9.5	9.6
계속사업법인세	-30	81	107	125	135
<b>계속사업이익</b>	-52	176	409	478	516
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-52	176	409	478	516
<b>순이익률 (%)</b>	-0.9	3.1	6.9	7.6	7.6
지배주주	-52	176	409	478	516
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	-0.94	3.1	6.86	7.55	7.63
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	-35	102	413	483	520
<b>지배주주</b>	-35	102	413	483	520
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
EBITDA	458	594	645	726	740

주요투자지표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	-1.0	2.3	5.0	6.4	6.7
영업이익	58.6	63.8	13.4	21.2	6.7
세전계속사업이익	적전	흑전	101.2	17.1	7.8
EBITDA	26.3	29.8	8.5	12.5	1.9
EPS(계속사업)	적전	흑전	132.7	17.1	7.8
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	-0.9	3.0	6.8	7.4	7.5
ROA	-0.5	1.9	4.2	4.7	4.8
EBITDA마진	8.3	10.5	10.8	11.5	10.9
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	187.9	158.4	231.0	252.4	273.1
부채비율	54.8	62.7	61.3	55.7	53.0
순차입금/자기자본	-2.2	-1.4	0.0	-6.7	-12.5
EBITDA/이자비용(배)	5.3	8.7	8.7	8.3	8.7
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	-620	2,080	4,839	5,666	6,105
BPS	68,847	69,766	73,657	78,874	84,531
CFPS	1,951	4,448	7,182	7,841	8,017
주당 현금배당금	500	1,000	500	500	500
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	N/A	60.8	22.8	19.5	18.1
PER(최저)	N/A	40.1	16.7	14.3	13.3
PBR(최고)	1.6	1.8	1.5	1.4	1.3
PBR(최저)	1.1	1.2	1.1	1.0	1.0
PCR	51.1	23.5	11.7	10.7	10.5
EV/EBITDA(최고)	19.6	18.1	14.7	12.4	11.6
EV/EBITDA(최저)	13.9	11.9	10.8	9.0	8.2



# SK COMPANY Analysis



Analyst  
이달미

talmi@sk.co.kr  
02-3773-9952

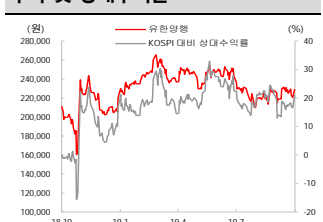
## Company Data

자본금	651 억원
발행주식수	1,301 만주
자사주	110 만주
액면가	5,000 원
시가총액	29,260 억원
주요주주	
유한재단(외2)	15.66%
국민연금공단	10.79%
외국인지분률	22.00%
배당수익률	0.90%

## Stock Data

주가(19/10/07)	229,000 원
KOSPI	2021.73 pt
52주 Beta	0.79
52주 최고가	265,500 원
52주 최저가	160,283 원
60일 평균 거래대금	83 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	0.7%	0.0%
6개월	-3.4%	5.6%
1개월	6.6%	19.6%

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

## 2020 년 실적개선이 긍정적

동사의 2019 년 3 분기 실적은 매출액 3,905 억원(+3.1%YoY), 영업이익은 97 억원(+6,274.4%YoY)으로 유한화학의 실적부진이 지속되면서 연결 영업이익이 시장 컨센서스를 하회할 전망. 하지만 2020 년에는 대규모 마일스톤이 유입되면서 큰 폭의 영업이익 성장세가 예상되며 R&D 모멘텀 또한 여전히 긍정적으로 판단되어 투자 의견 매수와 목표주가 300,000 원을 유지함.

## 2019 년 3 분기 실적 Preview

동사의 2019 년 3 분기 실적은 매출액 3,905 억원(+3.1%YoY), 영업이익은 97 억원(+6,274.4%YoY)으로 영업이익이 시장 컨센서스를 하회할 전망이다. 지난 2 분기에 인식되지 못했던 마일스톤이 이번 3 분기에는 인식되면서 약 90 억원 수준의 플러스 효과가 있음. 하지만 유한화학의 실적부진이 지속되면서 3 분기 영업이익은 시장 기대치를 소폭 하회할 전망.

## 투자의견 매수와 목표주가 300,000 원 유지

동사의 실적은 3 분기는 아쉽지만 2020 년에는 큰 폭의 성장세를 시현할 전망. 2020 년에 대규모의 마일스톤 유입이 예상되면서 영업이익 성장에 +251.4%YoY 를 시현할 것으로 예상됨. 레이저티닙은 올해 하반기 중 국내 및 글로벌 단독 임상 3 상 진입 예정에 있으며 병용은 내년 글로벌 임상 2 상 진입에 있어 이에 따른 추가 마일스톤이 예상됨. 2019 년에 라이선스 아웃된 파이프라인 이외에도 추가적인 L/O 도 기대해볼만 하다고 판단. 실적개선과 R&D 모멘텀이 긍정적으로 판단되어 투자의견 매수와 목표주가 300,000 원을 유지함.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	억원	13,208	14,622	15,188	15,146	16,503	18,592
yoy	%	17.0	10.7	3.9	-0.3	9.0	12.7
영업이익	억원	978	887	501	235	825	967
yoy	%	13.9	-9.3	-43.5	-53.2	251.4	17.2
EBITDA	억원	1,407	1,409	1,091	819	1,303	1,354
세전이익	억원	2,049	1,449	894	776	1,328	1,494
순이익(지배주주)	억원	1,612	1,090	575	507	870	979
영업이익률%	%	7.4	6.1	3.3	1.6	5.0	5.2
EBITDA%	%	10.7	9.6	7.2	5.4	7.9	7.3
순이익률	%	12.2	7.5	3.8	3.4	5.3	5.3
EPS(계속사업)	원	12,391	8,379	4,417	3,899	6,687	7,527
PER	배	14.8	25.0	46.3	58.7	34.3	30.4
PBR	배	1.6	1.7	1.6	1.8	1.7	1.7
EV/EBITDA	배	15.0	17.1	21.6	32.4	20.4	19.4
ROE	%	11.3	7.0	3.6	3.1	5.2	5.6
순차입금	억원	-2,898	-3,675	-3,562	-3,766	-3,733	-4,107
부채비율	%	36.7	30.4	31.6	34.1	36.8	37.8

그림 1. 유한양행의 2019 년 3 분기 실적 Preview

(억원, %)	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E		증감율		시장컨센서스
					당사추정치	시장컨센서스	YoY	QoQ	차이
매출액	3,786.1	4,141.7	3,449.5	3,594.0	3,905.0	3,973.0	3.1	8.7	(1.7)
영업이익	1.5	110.6	60.9	(54.2)	96.7	122.0	6274.4	흑전	(20.7)
세전이익	157.4	133.8	232.8	106.8	247.8	285.0	57.4	131.9	(13.1)
순이익	109.0	97.3	156.6	56.9	168.5	206.0	54.6	196.1	(18.2)
영업이익률	0.0	2.7	1.8	-1.5	2.5	3.1			
세전이익률	4.2	3.2	6.7	3.0	6.3	7.2			
순이익률	2.9	2.3	4.5	1.6	4.3	5.2			

자료 : SK 증권 추정치

그림 2. 유한양행의 연간 실적전망 변경

(억원, %)	변경후			변경전			변경률		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
매출액	15,146	16,503	18,592	14,943	16,123	17,844	1.4	2.4	4.2
영업이익	235	825	967	601	887	1,160	(60.9)	(6.9)	(16.6)
세전이익	776	1,328	1,494	1,039	1,362	1,633	(25.3)	(2.5)	(8.5)
순이익	511	873	983	679	953	1,143	(24.8)	(8.4)	(14.0)
EPS	3,899	6,687	7,527	5,233	7,339	8,798	(25.5)	(8.9)	(14.4)
영업이익률	1.6	5.0	5.2	4.0	5.5	6.5	(2.5)	(0.5)	(1.3)

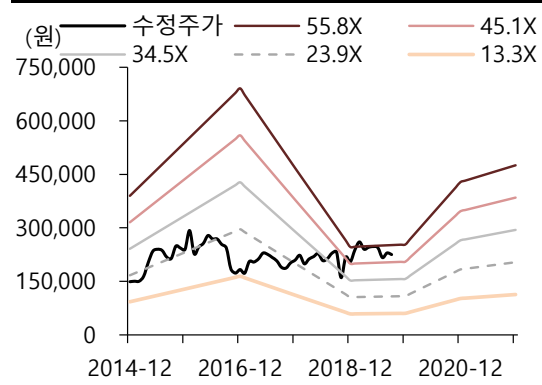
자료 : SK 증권 추정치

그림 3. 유한양행의 분기 및 연간 실적전망 Table

(억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출액	3,398.2	3,861.6	3,786.1	4,141.7	3,449.5	3,594.0	3,905.0	4,197.6	14,622.5	15,187.6	15,146.1	16,503.1
약품사업	2,752.8	2,889.0	2,900.5	3,077.4	2,613.0	2,633.2	2,752.1	2,941.7	10,682.4	11,619.7	10,940.0	11,907.8
생활건강사업	213.1	316.5	291.4	230.4	211.6	348.4	335.1	264.9	1,161.3	1,051.4	1,160.0	1,334.1
해외사업	400.5	620.0	553.3	787.6	482.8	537.5	618.1	541.1	2,656.4	2,361.4	2,179.4	2,547.4
기타	31.5	36.7	38.6	46.3	48.3	56.5	63.6	76.4	120.3	153.0	244.8	391.7
영업이익	256.6	166.1	1.5	110.6	60.9	-54.2	96.7	131.4	887.1	534.9	234.8	825.2
세전이익	323.8	278.9	157.4	133.8	232.8	106.8	247.8	189.0	1,449.2	893.9	776.4	1,328.2
순이익	211.6	165.5	109.0	97.3	156.6	56.9	168.5	128.6	1,096.4	583.4	510.5	873.4
성장률YoY(%)												
매출액	-3.2	8.8	0.0	8.5	1.5	-6.9	3.1	1.3	10.8	3.9	-0.3	9.0
영업이익	-27.7	-19.9	-99.3	5.6	-76.3	-132.6	6,274.4	18.7	-9.3	-39.7	-56.1	251.5
세전이익	-17.3	-35.4	-57.6	-47.4	-28.1	-61.7	57.4	41.3	-29.3	-38.3	-13.1	71.1
순이익	-28.4	-48.8	-58.8	-54.3	-26.0	-65.6	54.6	32.2	-32.0	-46.8	-12.5	71.1
수익률(%)												
영업이익	7.6	4.3	0.0	2.7	1.8	-1.5	2.5	3.1	6.1	3.5	1.6	5.0
세전이익	9.5	7.2	4.2	3.2	6.7	3.0	6.3	4.5	9.9	5.9	5.1	8.0
순이익	6.2	4.3	2.9	2.3	4.5	1.6	4.3	3.1	7.5	3.8	3.4	5.3

자료 : SK 증권 추정치

그림 4. 유한양행의 PER 밴드차트



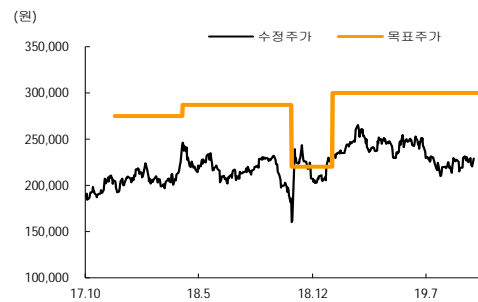
자료 : 데이터가이드, SK 증권

그림 5. 유한양행의 PBR 밴드차트



자료 : 데이터가이드, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.10.08	매수	300,000원	6개월		
2019.01.16	매수	300,000원	6개월	-20.86%	-11.50%
2018.10.31	매수	220,091원	6개월	-1.73%	10.65%
2018.07.20	매수	287,075원	6개월	-25.47%	-14.17%
2018.04.30	매수	287,075원	6개월	-25.66%	-14.17%
2018.04.10	매수	287,075원	6개월	-26.35%	-14.17%
2017.12.04	매수	275,087원	6개월	-24.38%	-11.47%



### Compliance Notice

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

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 10 월 8 일 기준)

매수	91.91%	중립	8.09%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	10,695	11,110	12,080	13,270	14,645
현금및현금성자산	2,566	2,413	3,314	3,802	4,175
매출채권및기타채권	2,933	3,561	3,461	3,936	4,435
재고자산	2,712	2,489	3,181	3,631	4,090
<b>비유동자산</b>	10,252	10,629	10,292	10,328	10,399
장기금융자산	1,454	1,516	1,428	1,428	1,428
유형자산	3,554	3,433	2,939	2,580	2,235
무형자산	257	338	297	268	245
<b>자산총계</b>	20,947	21,738	22,372	23,599	25,044
<b>유동부채</b>	2,763	3,497	3,645	4,038	4,490
단기금융부채	185	484	401	471	471
매입채무 및 기타채무	1,350	1,366	1,601	1,777	2,002
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	2,120	1,724	2,041	2,313	2,373
장기금융부채	1,153	702	960	1,160	1,160
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	166	257	284	309	348
<b>부채총계</b>	4,883	5,221	5,686	6,352	6,863
<b>지배주주지분</b>	16,000	16,417	16,583	17,142	18,072
자본금	595	622	651	651	651
자본잉여금	1,177	1,139	1,089	1,059	1,059
기타자본구성요소	-1,528	-1,651	-1,671	-1,671	-1,671
자기주식	-1,528	-1,651	-1,671	-1,671	-1,671
이익잉여금	14,933	15,354	15,590	16,227	17,207
비지배주주지분	63	101	102	106	109
<b>자본총계</b>	16,063	16,517	16,686	17,247	18,181
<b>부채외자본총계</b>	20,947	21,738	22,372	23,599	25,044

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동현금흐름</b>	727	415	278	219	294
당기순이익(손실)	1,096	583	511	873	983
비현금성항목등	460	800	473	429	371
유형자산감가상각비	500	548	534	430	345
무형자산감가상각비	22	42	50	48	42
기타	65	317	154	-14	-40
운전자본감소(증가)	-454	-591	-308	-628	-548
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-556	-595	108	-475	-498
재고자산감소(증가)	407	234	-696	-450	-460
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-457	-77	451	176	225
기타	151	-153	-171	120	185
법인세납부	-376	-377	-397	-455	-512
<b>투자활동현금흐름</b>	167	-2	814	301	127
금융자산감소(증가)	476	198	591	250	0
유형자산감소(증가)	-566	-435	-57	-70	0
무형자산감소(증가)	-31	-18	-18	-18	-18
기타	289	253	299	139	145
<b>재무활동현금흐름</b>	-736	-573	-208	-33	-47
단기금융부채증가(감소)	-566	-172	-103	70	0
장기금융부채증가(감소)	-100	0	209	200	0
자본의증가(감소)	192	-123	-50	-30	0
배당금의 지급	-207	-219	-227	-233	0
기타	-55	-58	-35	-40	-47
<b>현금의 증가(감소)</b>	118	-153	901	487	374
기초현금	2,449	2,566	2,413	3,314	3,802
기말현금	2,566	2,413	3,314	3,802	4,175
FCF	389	182	316	303	457

자료 : 유한양행, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	14,622	15,188	15,146	16,503	18,592
<b>매출원가</b>	10,376	11,050	10,858	11,387	12,792
<b>매출총이익</b>	4,246	4,138	4,288	5,116	5,801
매출총이익률 (%)	29.0	27.2	28.3	31.0	31.2
<b>판매비와관리비</b>	3,359	3,637	4,053	4,291	4,834
영업이익	887	501	235	825	967
영업이익률 (%)	6.1	3.3	1.6	5.0	5.2
비영업손익	562	393	542	503	528
<b>순금융비용</b>	-47	-96	-94	-99	-98
외환관련손익	-144	-14	-10	-10	-10
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	481	316	444	400	400
세전계속사업이익	1,449	894	776	1,328	1,494
세전계속사업이익률 (%)	9.9	5.9	5.1	8.1	8.0
계속사업법인세	353	311	266	455	512
<b>계속사업이익</b>	1,096	583	511	873	983
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,096	583	511	873	983
<b>순이익률 (%)</b>	7.5	3.8	3.4	5.3	5.3
지배주주	1,090	575	507	870	979
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	7.46	3.78	3.35	5.27	5.27
비지배주주	6	9	3	3	3
<b>총포괄이익</b>	1,057	795	462	824	934
<b>지배주주</b>	1,051	782	458	821	930
<b>비지배주주</b>	6	13	3	3	3
<b>EBITDA</b>	1,409	1,091	819	1,303	1,354

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	10.7	3.9	-0.3	9.0	12.7
영업이익	-9.3	-43.5	-53.2	25.14	17.2
세전계속사업이익	-29.3	-38.3	-13.1	71.1	12.5
EBITDA	0.1	-22.6	-24.9	59.0	3.9
EPS(계속사업)	-32.4	-47.3	-11.7	71.5	12.6
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	7.0	3.6	3.1	5.2	5.6
ROA	5.3	2.7	2.3	3.8	4.0
EBITDA마진	9.6	7.2	5.4	7.9	7.3
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	387.1	317.7	331.4	328.6	326.2
부채비율	30.4	31.6	34.1	36.8	37.8
순차입금/자기자본	-22.9	-21.6	-22.6	-21.7	-22.6
EBITDA/이자비용(배)	30.5	29.7	23.8	32.9	28.5
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	8,379	4,417	3,899	6,687	7,527
BPS	122,949	126,152	127,434	131,723	138,873
CFPS	12,390	8,951	8,389	10,355	10,500
주당 현금배당금	2,000	2,000	2,000	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	28.5	55.8	68.1	39.7	35.3
PER(최저)	20.4	36.3	52.7	30.7	27.3
PBR(최고)	1.9	2.0	2.1	2.0	1.9
PBR(최저)	1.4	1.3	1.6	1.6	1.5
PCR	16.9	22.9	27.3	22.1	21.8
EV/EBITDA(최고)	19.6	26.5	38.1	24.0	22.8
EV/EBITDA(최저)	13.4	16.3	28.7	18.1	17.1

# SK COMPANY Analysis



Analyst  
**이달미**

talmi@sk.co.kr  
02-3773-9952

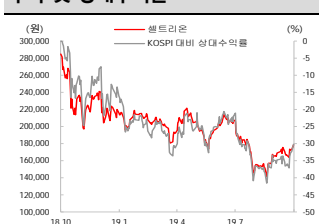
## Company Data

자본금	1,283 억원
발행주식수	12,833 만주
자사주	106 만주
액면가	1,000 원
시가총액	229,080 억원
주요주주	
셀트리온홀딩스(외71)	22.86%
국민연금공단	5.93%
외국인지분율	20.40%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(19/10/07)	178,500 원
KOSPI	2021.73 pt
52주 Beta	1.14
52주 최고가	284,912 원
52주 최저가	141,500 원
60일 평균 거래대금	1,189 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	7.9%	7.2%
6개월	-7.0%	1.6%
1개월	-37.1%	-29.5%

셀트리온 (068270/KS | 매수(유지) | T,P 250,000 원(유지))

## 공장 가동을 상으로 양호한 3 분기 실적 예상

동사의 2019 년 3 분기 실적은 매출액 2,842 억원(+23.0%YoY), 영업이익 1,041 억원(+41.4%YoY)으로 시장 컨센서스와 유사할 전망. 2018 년 하반기에 공장 5 만리터 증설에 따라 중단되었던 1 공장 가동률이 1 분기부터 가동이 시작되면서, 2, 3 분기까지 상승하고 있어 이에 따른 실적 성장세가 전망됨. 2020 년에는 램시마 SC 의 추가 적응증 유럽허가가 예상되어 긍정적, 투자의견 매수 및 목표주가 250,000 원을 유지함.

## 2019 년 3 분기 실적 Preview

동사의 2019 년 3 분기 실적은 매출액 2,842 억원(+23.0%YoY), 영업이익 1,041 억원(+41.4%YoY)으로 시장 컨센서스와 유사할 전망. 2018 년 하반기에 공장 5 만리터 증설에 따라 중단되었던 1 공장 가동률이 1 분기부터 가동이 시작되면서, 2, 3 분기까지 상승하고 있어 이에 따른 실적 성장세가 전망됨. 램시마 SC 의 유럽 허가까지 최종적으로 받게 되면 램시마 SC 매출도 더욱 증가할 것이며 테바향 매출도 증가할 전망.

## 램시마 SC 유럽 CHMP '판매승인' 권고로 내년부터 매출 본격화 예상

지난 20 일 유럽 EMA(유럽의약품청) 산하 CHMP(약물사용자문위원회)로부터 램시마 SC 에 대해 '판매승인권고' 의견을 받음. 통상적으로 CHMP 로부터 판매승인권고를 받게 되면 2 개월 후에는 판매허가 가능성이 매우 높아짐. 따라서 램시마 SC 는 예정대로 11 월 중 판매허가를 획득, 내년부터 본격적인 판매에 돌입할 전망.

## 투자의견 매수 및 목표주가 250,000 원 유지

이번에 램시마 SC 의 허가는 류머티스 관절염 적응증으로 획득 예정, 2020 년에는 염증성 장질환으로 추가 적응증 허가 전망됨. 염증성 장질환 임상 1 상은 이미 완료되었고 2019 년 안으로 변경 허가 신청에 들어갈 예정이며 2020 년 상반기 중으로 승인 신청이 예상됨. 미국 진출을 위한 준비도 진행 중인데 FDA 와의 협의를 통해 임상 1,2 상을 단축하였고 임상 3 상 시행만으로 2021 년 임상완료, 2022 년 허가 목표에 있음. 하반기 공장가동을 상승, 램시마 SC 및 허주마 판매 증가로 실적개선이 긍정적으로 판단되어 투자의견 매수와 목표주가 250,000 원을 유지함.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	억원	6,706	9,491	9,821	10,923	14,523	17,582
yoy	%	11.1	41.5	3.5	11.2	33.0	21.1
영업이익	억원	2,497	5,078	3,387	4,019	5,681	7,229
yoy	%	-3.6	103.4	-33.3	18.7	41.4	27.3
EBITDA	억원	3,384	6,058	4,655	5,454	7,071	8,615
세전이익	억원	2,293	4,915	3,177	3,861	5,629	7,241
순이익(지배주주)	억원	1,780	3,825	2,618	3,351	4,880	6,274
영업이익률%	%	37.2	53.5	34.5	36.8	39.1	41.1
EBITDA%	%	50.5	63.8	47.4	49.9	48.7	49.0
순이익률	%	26.9	40.7	25.8	30.6	33.5	35.6
EPS(계속사업)	원	1,398	3,000	2,049	2,613	3,806	4,893
PER	배	74.0	72.4	108.6	68.3	46.9	36.5
PBR	배	6.4	12.0	11.3	8.1	6.9	5.8
EV/EBITDA	배	40.5	46.0	61.4	41.2	31.3	25.1
ROE	%	9.5	17.5	10.8	12.5	15.9	17.3
순차입금	억원	4,030	828	-157	-5,483	-8,680	-13,585
부채비율	%	37.4	36.3	34.5	33.8	33.3	31.5

그림 1. 셀트리온의 2019 년 3 분기 실적 Preview

(억원, %)	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E		증감율		컨센서스 차이
					당사추정치	시장컨센서스	YoY	QoQ	
매출액	2,311.0	2,425.5	2,217.0	2,349.7	2,842.0	2,863.0	23.0	20.9	(0.7)
영업이익	736.2	440.0	773.6	833.6	1,041.3	1,056.0	41.4	24.9	(1.4)
세전이익	714.8	428.0	814.1	857.1	927.6	892.0	29.8	8.2	4.0
순이익	546.6	373.4	630.2	782.9	816.3	755.0	49.3	4.3	8.1
영업이익률	31.9	18.1	34.9	35.5	36.6	36.9			
세전이익률	30.9	17.6	36.7	36.5	32.6	31.2			
순이익률	23.7	15.4	28.4	33.3	28.7	26.4			

자료 : SK 증권 추정치

그림 2. 셀트리온의 연간 실적전망 변경

(억원, %)	변경후			변경전			변경률		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
매출액	10,923	14,523	17,582	10,923	14,523	17,582	(0.0)	0.0	0.0
영업이익	4,019	5,681	7,229	4,019	5,681	7,229	(0.0)	(0.0)	(0.0)
세전이익	3,861	5,629	7,241	3,861	5,629	7,241	0.0	(0.0)	(0.0)
순이익	3,351	4,880	6,274	3,341	4,870	6,264	0.3	0.2	0.2
EPS	2,613	3,806	4,893	2,613	3,806	4,893	0.0	(0.0)	0.0
영업이익률	36.8	39.1	41.1	36.8	39.1	41.1	(0.0)	0.0	0.0

자료 : SK 증권 추정치

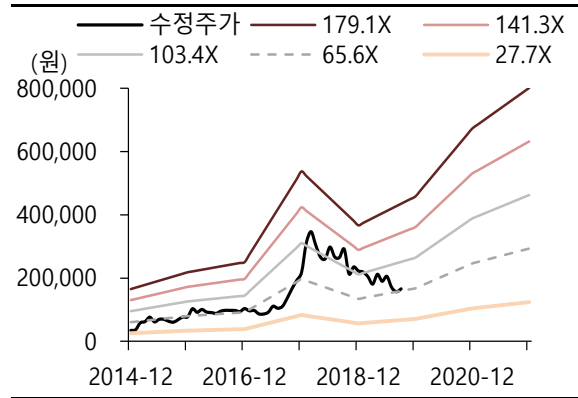
그림 3. 셀트리온의 분기 및 연간 실적전망 Table

(억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	2,449.8	2,634.4	2,311.0	2,425.5	2,217.0	2,349.7	2,842.0	3,514.0	9,820.7	10,922.8	14,523.0	17,582.0
영업이익	1,153.1	1,057.6	736.2	440.0	773.6	833.6	1,041.3	1,370.5	3,386.9	4,018.9	5,680.6	7,228.7
세전이익	1,136.9	897.6	714.8	428.0	814.1	857.1	927.6	1,262.8	3,177.3	3,861.5	5,628.8	7,240.7
순이익	815.2	800.4	546.6	373.4	630.2	782.9	816.3	1,111.2	2,618.4	3,350.6	4,879.5	6,274.1
성장률YoY(%)												
매출액	24.6	7.0	-0.4	-11.6	-9.5	-10.8	23.0	44.9	3.5	11.2	33.0	21.1
영업이익	29.0	-23.5	-44.2	-70.3	-32.9	-21.2	41.4	211.5	-33.3	18.7	41.3	27.3
세전이익	41.7	-36.2	-45.5	-69.3	-28.4	-4.5	29.8	195.0	-35.4	21.5	45.8	28.6
순이익	21.5	-30.5	-48.6	-61.7	-22.7	-2.2	49.3	197.6	-34.3	28.0	45.6	28.6
수익률(%)												
영업이익	47.1	40.1	31.9	18.1	34.9	35.5	36.6	39.0	34.5	36.8	39.1	41.1
세전이익	46.4	34.1	30.9	17.6	36.7	36.5	32.6	35.9	32.4	35.4	38.8	41.2
순이익	33.3	30.4	23.7	15.4	28.4	33.3	28.7	31.6	26.7	30.7	33.6	35.7

자료 : SK 증권 추정치



그림 4. 셀트리온의 PER 밴드차트



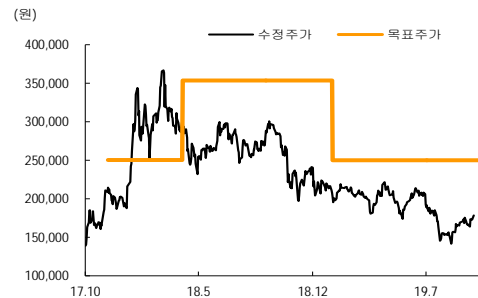
자료 : 데이터가이드, SK 증권

그림 5. 셀트리온의 PBR 밴드차트



자료 : 데이터가이드, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.10.08	매수	250,000원	6개월		
2019.09.25	매수	250,000원	6개월	-23.67%	-11.40%
2019.06.20	매수	250,000원	6개월	-23.28%	-11.40%
2019.01.16	매수	250,000원	6개월	-19.04%	-11.40%
2018.07.20	매수	353,684원	6개월	-27.42%	-15.00%
2018.04.10	매수	353,684원	6개월	-22.77%	-15.28%
2017.11.21	매수	250,461원	6개월	9.07%	46.51%



### Compliance Notice

- 작성자(이달미)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 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 10 월 8 일 기준)

매수	91.91%	중립	8.09%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	16,140	16,645	20,276	26,557	34,166
현금및현금성자산	4,192	4,105	9,193	12,291	17,196
매출채권및기타채권	8,306	9,309	8,033	10,681	12,931
재고자산	1,995	1,631	1,202	1,598	1,934
<b>비유동자산</b>	17,015	18,761	19,004	19,025	19,001
장기금융자산	162	190	195	195	195
유형자산	8,442	8,814	8,445	8,111	7,774
무형자산	8,098	9,223	9,599	9,831	10,039
<b>자산총계</b>	33,155	35,406	39,280	45,581	53,167
<b>유동부채</b>	6,168	6,781	6,481	7,350	8,174
단기금융부채	4,168	4,136	3,539	3,439	3,439
매입채무 및 기타채무	458	674	749	996	1,206
단기충당부채	0	9	10	13	16
<b>비유동부채</b>	2,668	2,298	3,448	4,030	4,549
장기금융부채	2,241	1,031	1,596	1,596	1,596
장기매입채무 및 기타채무	10	10	10	10	10
장기충당부채	10	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	8,836	9,078	9,929	11,381	12,723
<b>지배주주지분</b>	23,089	25,240	28,270	33,129	39,383
자본금	1,227	1,255	1,283	1,283	1,283
자본잉여금	7,576	7,766	8,013	8,013	8,013
기타자본구성요소	-298	-898	-1,450	-1,450	-1,450
자기주식	-509	-1,189	-1,771	-1,771	-1,771
이익잉여금	14,497	17,018	20,344	25,223	31,498
비지배주주지분	1,230	1,088	1,081	1,071	1,061
<b>자본총계</b>	24,319	26,328	29,351	34,200	40,444
<b>부채외자본총계</b>	33,155	35,406	39,280	45,581	53,167

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동현금흐름</b>	4,975	3,821	7,257	4,400	6,014
당기순이익(손실)	3,862	2,536	3,341	4,870	6,264
비현금성항목등	2,193	2,164	2,303	2,201	2,351
유형자산감가상각비	415	411	392	364	337
무형자산감가상각비	565	857	1,044	1,026	1,049
기타	3	218	329	150	150
운전자본감소(증가)	-689	-114	2,163	-1,911	-1,624
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-681	21	310	-2,648	-2,250
재고자산감소(증가)	-528	-3	274	-396	-336
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	-4	-657	247	210
기타	520	-128	2,235	886	753
법인세납부	-391	-764	-549	-759	-977
<b>투자활동현금흐름</b>	-2,451	-1,931	-1,450	-1,077	-985
금융자산감소(증가)	-1,366	164	-196	0	0
유형자산감소(증가)	-210	-791	-30	-30	0
무형자산감소(증가)	-871	-1,257	-1,257	-1,257	-1,257
기타	-4	-48	34	210	272
<b>재무활동현금흐름</b>	-963	-1,981	-719	-226	-124
단기금융부채증가(감소)	-353	-1,236	-92	-100	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	-9	0	0
자본의증가(감소)	-386	-544	-402	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-223	-201	-216	-126	-124
<b>현금의 증가(감소)</b>	1,508	-87	5,088	3,097	4,905
기초현금	2,684	4,192	4,105	9,193	12,291
기말현금	4,192	4,105	9,193	12,291	17,196
FCF	3,818	2,438	5,867	3,106	4,759

자료 : 셀트리온, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	9,491	9,821	10,923	14,523	17,582
<b>매출원가</b>	2,545	4,329	4,295	5,374	6,154
<b>매출총이익</b>	6,946	5,492	6,628	9,149	11,428
매출총이익률 (%)	73.2	55.9	60.7	63.0	65.0
<b>판매비와관리비</b>	1,868	2,105	2,609	3,469	4,200
영업이익	5,078	3,387	4,019	5,681	7,229
영업이익률 (%)	53.5	34.5	36.8	39.1	41.1
비영업손익	-163	-210	-157	-52	12
<b>순금융비용</b>	98	34	22	-84	-148
외환관련손익	-87	13	10	10	10
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	20	-5	4	4	4
세전계속사업이익	4,915	3,177	3,861	5,629	7,241
세전계속사업이익률 (%)	51.8	32.4	35.4	38.8	41.2
계속사업법인세	1,053	642	521	759	977
<b>계속사업이익</b>	3,862	2,536	3,341	4,870	6,264
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	3,862	2,536	3,341	4,870	6,264
<b>순이익률 (%)</b>	40.7	25.8	30.6	33.5	35.6
지배주주	3,825	2,618	3,351	4,880	6,274
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	40.3	26.6	30.6	33.6	35.6
비지배주주	37	-83	-10	-10	-10
<b>총포괄이익</b>	3,884	2,556	3,321	4,850	6,244
<b>지배주주</b>	3,847	2,638	3,331	4,859	6,254
<b>비지배주주</b>	37	-82	-10	-10	-10
EBITDA	6,058	4,655	5,454	7,071	8,615

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	41.5	3.5	11.2	33.0	21.1
영업이익	103.4	-33.3	18.7	41.4	27.3
세전계속사업이익	114.3	-35.4	21.5	45.8	28.6
EBITDA	79.0	-23.2	17.2	29.6	21.8
EPS(계속사업)	114.5	-31.7	27.6	45.6	28.6
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	17.5	10.8	12.5	15.9	17.3
ROA	12.2	7.4	9.0	11.5	12.7
EBITDA마진	63.8	47.4	49.9	48.7	49.0
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	261.7	245.5	312.9	361.3	418.0
부채비율	36.3	34.5	33.8	33.3	31.5
순차입금/자기자본	3.4	-0.6	-18.7	-25.4	-33.6
EBITDA/이자비용(배)	41.8	32.7	43.0	56.0	69.6
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	3,000	2,049	2,613	3,806	4,893
BPS	18,096	19,727	22,028	25,814	30,688
CFPS	3,768	3,041	3,733	4,890	5,974
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	72.4	179.1	84.8	58.2	45.3
PER(최저)	28.3	96.2	54.2	37.2	28.9
PBR(최고)	12.0	18.6	10.1	8.6	7.2
PBR(최저)	4.7	10.0	6.4	5.5	4.6
PCR	57.6	73.2	47.8	36.5	29.9
EV/EBITDA(최고)	46.0	100.6	51.2	39.0	31.5
EV/EBITDA(최저)	0.3	54.2	32.5	24.6	19.6

# SK COMPANY Analysis



Analyst  
**이달미**

talmi@sksec.co.kr  
02-3773-9952

## Company Data

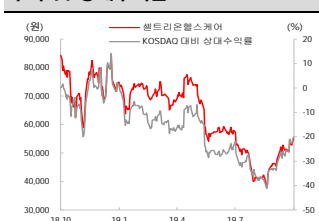
자본금	1,438 억원
발행주식수	14,382 만주
자사주	157 만주
액면가	1,000 원
시가총액	79,299 억원
주요주주	
서정진(와21)	48.85%

외국인지분률	25.70%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(19/10/07)	55,100 원
KOSDAQ	627.21 pt
52주 Beta	1.22
52주 최고가	84,285 원
52주 최저가	37,700 원
60일 평균 거래대금	360 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	18.8%	19.5%
3개월	-18.9%	-2.7%
6개월	-34.9%	-19.7%

셀트리온헬스케어 (091990/KQ | 매수(유지) | T,P 76,000 원(하향))

## 램시마 SC 출시를 앞두고 저가 매수 시점

동사의 2019 년 3 분기 실적은 매출액 2,793 억원(+31.3%YoY), 영업이익 259 억원(+28.9%YoY)이 전망. 3 분기에 예정되었던 미국향 인플렉트라가 4 분기로 이연되면서 약 250 억원의 매출이 미인식될 예정. 그럼에도 불구하고 트룩시마 판매 호조세로 양호한 실적 성장세 시현할 전망이다. 실적 하향조정으로 목표주가도 76,000 원으로 하향조정 하나 램시마 SC 출시를 앞두고 있어 현시점 저가 매수시기인 것으로 판단. 투자 의견 매수를 유지함.

## 2019 년 3 분기 실적 Preview

동사의 2019 년 3 분기 실적은 매출액 2,793 억원(+31.3%YoY), 영업이익 259 억원(+28.9%YoY)으로 시장 컨센서스를 소폭 하회할 전망이다. 3 분기에 예정되었던 미국향 인플렉트라가 4 분기로 이연되면서 약 250 억원의 매출이 미인식될 예정. 그럼에도 불구하고 트룩시마 판매 호조세로 양호한 실적 성장세 시현할 전망이다.

## 투자 의견 매수 유지, 목표주가 76,000 원으로 하향

이번 3 분기 실적전망을 토대로 동사의 목표주가 산정시 적용한 2020 년 영업이익을 12.7% 하향조정하고 이에 따라 EPS 도 26.3% 하향 조정함. 실적 하향조정에 따라 동사의 목표주가도 76,000 원으로 하향 조정. 단, 투자 의견 매수를 유지함. 최근 램시마 SC 의 유럽 CHMP 승인권과 획득에 따라 11 월 중 유럽 허가 획득 가능성이 높아지면 서 램시마 SC 출시를 앞두고 있는 상황. 램시마 SC 는 동사가 직판체제로 운영할 예정, 직접판매에 따른 고마진이 예상됨. 따라서 2020 년 램시마 SC 매출발생이 본격화되면서 실적 개선세는 더욱 빠르게 나타날 것으로 판단되어 현시점은 저가 매수 시기인 것으로 판단됨.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	억원	7,333	9,209	7,135	11,267	15,235	18,441
yoy	%	82.2	25.6	-22.5	57.9	35.2	21.1
영업이익	억원	1,553	1,537	-252	809	2,079	2,841
yoy	%	38.8	-1.1	적전	흑전	157.0	36.7
EBITDA	억원	1,555	1,538	-249	814	2,096	2,856
세전이익	억원	1,388	2,061	244	1,097	2,458	3,236
순이익(지배주주)	억원	972	1,574	114	767	1,942	2,556
영업이익률%	%	21.2	16.7	-3.5	7.2	13.7	15.4
EBITDA%	%	21.2	16.7	-3.5	7.2	13.8	15.5
순이익률	%	13.3	17.1	1.6	6.8	12.8	13.9
EPS(계속사업)	원	836	1,231	80	533	1,351	1,779
PER	배	0.0	86.6	947.1	103.3	40.8	31.0
PBR	배	0.0	8.9	6.6	4.7	4.2	3.8
EV/EBITDA	배	0.0	94.4	-414.2	77.3	29.1	20.5
ROE	%	18.5	14.0	0.7	4.6	10.9	12.8
순차입금	억원	2,593	-6,997	-4,884	-16,396	-18,251	-20,688
부채비율	%	264.5	68.4	80.3	122.1	147.2	156.7

그림 1. 셀트리온헬스케어의 2019 년 3 분기 실적 Preview

(억원, %)	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E		증감율		시장컨센서스
					당사추정치	시장컨센서스	YoY	QoQ	차이
매출액	2,127.0	1,887.0	2,205.0	2,847.7	2,792.8	3,094.0	31.3	(1.9)	(9.7)
영업이익	200.8	(689.1)	94.0	92.6	258.7	298.0	28.9	179.4	(13.2)
세전이익	90.8	(831.5)	86.0	179.9	280.7	306.0	209.1	56.0	(8.3)
순이익	63.8	(664.8)	58.0	84.8	210.5	221.0	229.8	148.3	(4.7)
영업이익률	9.4	적자	4.3	3.3	9.3	9.6			
세전이익률	4.3	적자	3.9	6.3	10.1	9.9			
순이익률	3.0	적자	2.6	3.0	7.5	7.1			

자료 : SK 증권 추정치

그림 2. 셀트리온헬스케어의 연간 실적전망 변경

(억원, %)	변경후			변경전			변경률		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
매출액	11,267	15,234	15,234	11,008	12,958	-	2.4	17.6	-
영업이익	809	2,079	2,079	1,993	2,381	-	(59.4)	(12.7)	-
세전이익	1,097	2,458	2,458	2,996	3,435	-	(63.4)	(28.4)	-
순이익	766	1,942	1,942	2,247	2,577	-	(65.9)	(24.6)	-
EPS	533	1,351	1,779	1,599	1,833	-	(66.6)	(26.3)	-
영업이익률	7.2	13.6	13.6	18.1	18.4	-	(10.9)	(4.8)	-

자료 : SK 증권 추정치

그림 3. 셀트리온헬스케어의 분기 및 연간 실적전망 Table

(억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출액	1,284.0	1,838.0	2,127.0	1,887.0	2,205.0	2,847.7	2,792.8	3,421.4	9,209.2	7,135.0	11,266.9	15,234.5
램시마	1,052.9	330.8	1,127.3	1,627.3	1,323.0	1,480.8	1,240.0	1,627.3	5,065.1	4,138.3	5,671.1	7,939.6
트룩시마	218.3	863.9	234.0	-174.5	683.6	1,053.6	1,169.9	1,300.0	3,960.0	1,141.6	4,207.0	5,048.5
허쥬마	12.8	441.1	765.7	492.7	198.5	313.2	382.9	394.2	184.2	1,712.4	1,288.7	1,546.5
램시마SC	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	100.0	0.0	0.0	100.0	700.0
영업이익	84.3	152.8	200.8	-689.1	94.0	92.6	258.7	364.1	1,536.5	-251.9	809.4	2,078.8
세전이익	825.2	159.7	90.8	-831.5	86.0	179.9	280.7	550.5	2,061.4	244.1	1,097.1	2,458.4
순이익	605.1	109.8	63.8	-664.8	58.0	84.8	210.5	412.9	1,574.4	113.9	766.2	1,942.2
성장률YoY(%)												
매출액	83.6	-22.6	7.4	-54.6	71.7	54.9	31.3	81.3	25.6	-22.5	57.9	35.2
영업이익	-20.8	-71.4	-50.2	적전	11.5	-39.4	28.9	흑전	-1.1	적전	흑전	156.8
세전이익	4,322.5	-84.5	-77.6	적전	-89.6	12.7	209.1	흑전	48.6	-88.2	349.5	124.1
순이익	흑전	-85.8	-79.2	적전	흑전	-22.8	229.8	흑전	62.0	-92.8	572.9	153.5
수익률(%)												
영업이익	6.6	8.3	9.4	적자	4.3	3.3	9.3	10.6	16.7	적자	7.2	13.6
세전이익	64.3	8.7	4.3	적자	3.9	6.3	10.1	16.1	22.4	3.4	9.7	16.1
순이익	47.1	6.0	3.0	적자	2.6	3.0	7.5	12.1	17.1	1.6	6.8	12.7

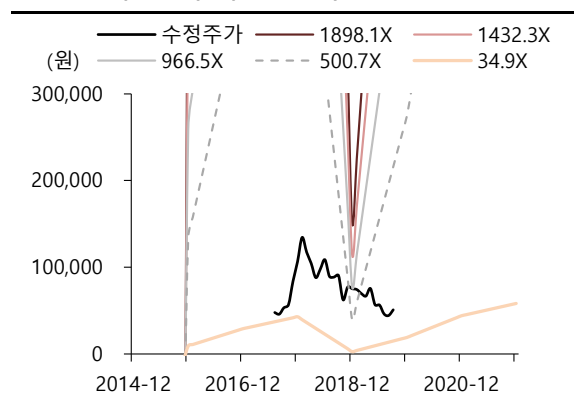
자료 : SK 증권 추정치

그림 4. 셀트리온헬스케어의 Valuation Table

구분	내용	비고
2020년 예상 순이익(억원)	1,942.2	
발행주식수(주)	136,688,120	
2020년 EPS(원)	1,351	
적용PER(배)	56.0	셀트리온 목표 PER에서 20% 할인
주당가치(원)	75,684	
목표주가(원)	76,000	
현재주가(원)	55,100	
상승여력(%)	42.6	

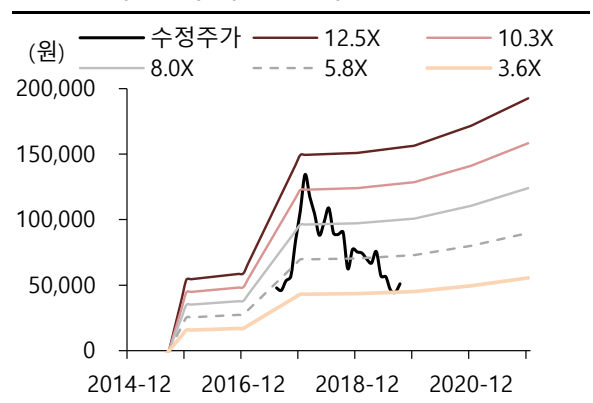
자료 SK 증권 추정치

그림 5. 셀트리온헬스케어의 PER 밴드차트



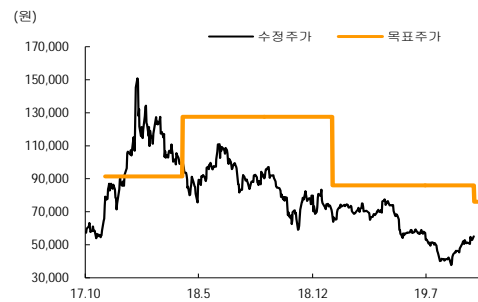
자료 : 데이터가이드, SK 증권

그림 6. 셀트리온헬스케어의 PBR 밴드차트



자료 : 데이터가이드, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.10.08	매수	76,000원	6개월		
2019.01.16	매수	86,000원	6개월	-29.93%	-9.77%
2018.07.20	매수	127,556원	6개월	-32.43%	-12.92%
2018.04.10	매수	127,556원	6개월	-24.81%	-12.92%
2017.11.16	매수	91,445원	6개월	15.60%	65.03%



### 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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 10월 8일 기준)

매수	91.91%	중립	8.09%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----



## 재무상태표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	28,002	27,934	35,226	43,347	50,852
현금및현금성자산	2,514	2,404	13,368	15,224	17,630
매출채권및기타채권	4,155	4,051	4,306	5,822	7,047
재고자산	15,748	16,969	12,957	17,520	21,208
<b>비유동자산</b>	747	1,552	2,342	2,937	3,442
장기금융자산	503	327	244	244	244
유형자산	3	4	33	22	15
무형자산	21	29	36	41	46
<b>자산총계</b>	28,749	29,486	37,568	46,284	54,294
<b>유동부채</b>	9,933	12,791	19,957	26,622	32,013
단기금융부채	751	841	1,086	1,106	1,126
매입채무 및 기타채무	7,204	8,138	12,852	17,377	21,035
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	1,741	340	695	936	1,131
장기금융부채	0	0	8	8	8
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	11,675	13,131	20,652	27,558	33,144
<b>지배주주지분</b>	17,075	16,355	16,916	18,726	21,150
자본금	1,373	1,405	1,438	1,438	1,438
자본잉여금	13,656	13,770	13,889	13,889	13,889
기타자본구성요소	-402	-1,381	-1,577	-1,577	-1,577
자기주식	0	-962	-1,140	-1,140	-1,140
이익잉여금	2,588	2,675	3,413	5,356	7,912
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	17,075	16,355	16,916	18,726	21,150
<b>부채외자본총계</b>	28,749	29,486	37,568	46,284	54,294

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동현금흐름</b>	-1,894	-1,915	11,125	1,739	2,305
당기순이익(손실)	1,574	114	767	1,942	2,556
비현금성항목등	-382	-298	184	154	300
유형자산감가상각비	1	1	2	13	9
무형자산감가상각비	1	2	3	5	6
기타	-1,011	-479	42	-201	-201
운전자본감소(증가)	-2,669	-1,267	10,602	159	128
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-1,431	-133	-195	-1,516	-1,226
재고자산감소(증가)	-1,136	-1,281	4,052	-4,563	-3,688
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	179	-129	5,764	4,526	3,658
기타	-282	276	981	1,712	1,384
법인세납부	-417	-463	-428	-516	-680
<b>투자활동현금흐름</b>	-5,185	2,606	-780	107	92
금융자산감소(증가)	-5,200	2,587	-767	-20	-50
유형자산감소(증가)	-3	-2	-2	-2	-2
무형자산감소(증가)	-11	-10	-10	-10	-10
기타	30	30	-1	139	154
<b>재무활동현금흐름</b>	8,578	-834	741	10	9
단기금융부채증가(감소)	-115	55	857	20	20
장기금융부채증가(감소)	-1,295	0	-8	0	0
자본의증가(감소)	10,063	-886	-95	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-75	-3	-13	-10	-11
<b>현금의 증가(감소)</b>	1,555	-110	10,964	1,856	2,406
기초현금	959	2,514	2,404	13,368	15,224
기말현금	2,514	2,404	13,368	15,224	17,630
FCF	-662	-1,372	11,641	1,806	2,375

자료 : 셀트리온헬스케어 SK증권

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	9,209	7,135	11,267	15,235	18,441
<b>매출원가</b>	6,968	6,446	9,301	11,883	14,200
<b>매출총이익</b>	2,241	689	1,966	3,352	4,242
매출총이익률 (%)	24.3	9.7	17.5	22.0	23.0
<b>판매비와관리비</b>	705	941	1,157	1,273	1,400
영업이익	1,537	-252	809	2,079	2,841
영업이익률 (%)	16.7	-3.5	7.2	13.7	15.4
비영업손익	525	496	288	380	394
<b>순금융비용</b>	173	-46	-38	-129	-144
외환관련손익	-253	-44	50	50	50
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	2,061	244	1,097	2,458	3,236
세전계속사업이익률 (%)	22.4	3.4	9.7	16.1	17.6
계속사업법인세	487	130	331	516	680
<b>계속사업이익</b>	1,574	114	767	1,942	2,556
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	1,574	114	767	1,942	2,556
<b>순이익률 (%)</b>	17.1	1.6	6.8	12.8	13.9
지배주주	1,574	114	767	1,942	2,556
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	17.1	1.6	6.8	12.75	13.86
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	1,470	140	634	1,810	2,424
<b>지배주주</b>	1,470	140	634	1,810	2,424
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
EBITDA	1,538	-249	814	2,096	2,856

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	25.6	-22.5	57.9	35.2	21.1
영업이익	-1.1	적전	흑전	157.0	36.7
세전계속사업이익	48.6	-88.2	349.5	124.0	31.6
EBITDA	-1.1	적전	흑전	157.6	36.2
EPS(계속사업)	47.1	-93.5	570.9	153.4	31.6
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	14.0	0.7	4.6	10.9	12.8
ROA	6.5	0.4	2.3	4.6	5.1
EBITDA마진	16.7	-3.5	7.2	13.8	15.5
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	281.9	218.4	176.5	162.8	158.9
부채비율	68.4	80.3	122.1	147.2	156.7
순차입금/자기자본	-41.0	-29.9	-96.9	-97.5	-97.8
EBITDA/이자비용(배)	6.4	-32.9	102.0	201.9	270.2
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	1,231	80	533	1,351	1,779
BPS	11,952	11,412	11,754	13,012	14,696
CFPS	1,232	82	537	1,364	1,789
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	86.6	1,898.0	145.5	57.4	43.6
PER(최저)	34.9	741.7	70.7	27.9	21.2
PBR(최고)	8.9	13.2	6.6	6.0	5.3
PBR(최저)	3.6	5.2	3.2	2.9	2.6
PCR	86.5	920.9	102.6	40.4	30.8
EV/EBITDA(최고)	94.4	-846.5	116.5	44.3	31.7
EV/EBITDA(최저)	35.1	-319.9	46.5	17.2	11.8

# SK COMPANY Analysis



Analyst

이달미

talmi@sk.com

02-3773-9952

## Company Data

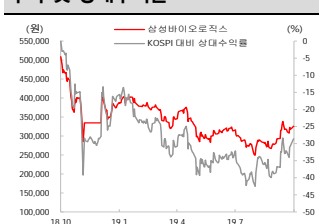
자본금	1,654 억원
발행주식수	6,617 만주
자사주	0 만주
액면가	2,500 원
시가총액	215,698 억원
주요주주	
삼성물산(외4)	75.06%

외국인지분률	8.80%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(19/10/07)	326,000 원
KOSPI	2021.73 pt
52주 Beta	1.05
52주 최고가	509,000 원
52주 최저가	249,500 원
60일 평균 거래대금	415 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	17.5%	16.7%
6개월	-5.2%	3.6%
1개월	-35.8%	-28.0%

삼성바이오로직스 (207940/KS | 매수(유지) | T.P 400,000 원(유지))

## 공장 가동률 상승으로 3 분기 흑자전환 전망

동사의 2019 년 3 분기 실적은 매출액 1,742 억원(+72.4%YoY), 영업이익 261 억원 (+149.7%YoY)으로 시장 컨센서스와 유사할 전망. 상반기에 정기보수 작업으로 부진 했던 공장 가동률이 상승하면서 전체 실적성장세를 견인하고 있음. 회계관련 이슈로 대표이사 구속 등의 뉴스가 주가에는 부정적이나 실적은 회복세를 보이고 있어 긍정적으로 판단, 투자의견 매수와 목표주가 400,000 원을 유지함.

## 2019 년 3 분기 실적 Preview

동사의 2019 년 3 분기 실적은 매출액 1,742 억원(+72.4%YoY), 영업이익 261 억원 (+149.7%YoY)으로 시장 컨센서스와 유사할 전망. 상반기에 정기보수 작업으로 부진 했던 공장 가동률이 상승하면서 전체 실적성장세를 견인하고 있음. 1 공장은 70%, 2 공장은 60%, 3 공장은 20% 이상으로 공장 가동률이 상승 추세에 있음. 3 공장의 경우에는 대표이사 구속영장 청구로 지연되었던 수주가 다시 정상화 되면서 공장 가동률이 빠르게 상승하고 있어 긍정적인 것으로 판단됨. 다만, 4 월말부터 7 월까지 진행되었던 검찰조사에는 관련 법무비 증가가 영업이익에 악영향을 미칠 수 있을 것임.

## 투자의견 매수 및 목표주가 400,000 원 유지

삼성바이오에피스를 통해 판매되는 바이오시밀러는 호실적을 시현 중에 있음. 2018 년 10 월 유럽에 런칭한 휴미라 바이오시밀러는 판매호조세를 보이고 있는데 2018 년 4 분기 200 억원, 2019 년 1 분기 400 억원, 2019 년 2 분기 550 억원의 실적을 시현. 이러한 매출 성장세는 하반기에도 지속될 전망. 회계관련 이슈로 대표이사 구속영장 청구 등의 뉴스가 주가에는 부정적이나 실적은 회복세를 보이고 있어 긍정적으로 판단. 투자의견 매수와 목표주가 400,000 원을 유지함.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	억원	2,946	4,646	5,358	5,921	8,050	11,650
yoy	%	222.8	57.7	15.3	10.5	36.0	44.7
영업이익	억원	-304	660	557	302	2,013	3,146
yoy	%	적지	흑전	-15.6	-45.8	566.3	56.3
EBITDA	억원	297	1,359	1,471	1,548	3,149	4,205
세전이익	억원	-2,309	-1,160	3,030	459	2,168	4,171
순이익(지배주주)	억원	-1,768	-970	2,241	299	1,626	3,546
영업이익률%	%	-10.3	14.2	10.4	5.1	25.0	27.0
EBITDA%	%	10.1	29.3	27.5	26.1	39.1	36.1
순이익률	%	-60.0	-20.9	41.8	5.1	20.2	30.4
EPS(계속사업)	원	-3,115	-1,466	3,387	452	2,458	5,359
PER	배	N/A	N/A	114.1	721.5	132.7	60.8
PBR	배	2.5	6.2	6.2	5.2	5.0	4.6
EV/EBITDA	배	387.3	196.3	172.3	137.0	66.8	49.4
ROE	%	-5.2	-2.4	5.5	0.7	3.8	7.8
순차입금	억원	15,172	21,214	-2,354	-3,721	-5,634	-8,055
부채비율	%	84.5	80.6	43.9	44.4	47.0	49.9

그림 1. 삼성바이오로직스의 2019 년 3 분기 실적 Preview

(억원, %)	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E		증감율		시장컨센서스
					당사추정치	시장컨센서스	YoY	QoQ	차이
매출액	1,010.7	1,782.7	1,253.7	780.8	1,742.0	1,678.0	72.4	123.1	3.8
영업이익	104.6	115.0	(233.9)	(154.3)	261.3	241.0	149.7	흑전	(8.4)
세전이익	(256.8)	3,971.4	(366.5)	(196.3)	359.6	315.0	흑전	흑전	(14.2)
순이익	(269.8)	3,172.8	(384.5)	(134.1)	287.7	227.0	흑전	흑전	(26.7)
영업이익률	10.4	6.5	적자	적자	흑전	흑전			
세전이익률	적자	222.8	적자	적자	흑전	흑전			
순이익률	적자	178.0	적자	적자	흑전	흑전			

자료 : SK 증권 추정치

그림 2. 삼성바이오로직스의 연간 실적전망 변경

(억원, %)	변경후			변경전			변경률		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
매출액	5,921	8,050	11,650	6,075	7,075	8,925	(2.5)	13.8	30.5
영업이익	302	2,013	3,146	413	778	1,785	(26.9)	158.6	76.2
세전이익	459	2,168	4,171	380	748	2,769	20.8	189.8	50.6
순이익	299	1,626	3,546	398	783	2,902	(24.9)	107.7	22.2
EPS	452	2,458	5,359	602	1,184	4,385	(24.9)	107.6	22.2
영업이익률	5.1	25.0	27.0	6.8	11.0	20.0	(1.7)	14.0	7.0

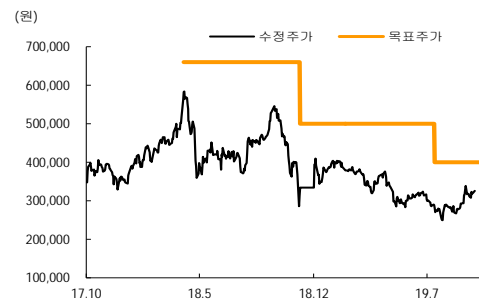
자료 : SK 증권 추정치

그림 3. 삼성바이오로직스의 분기 및 연간 실적전망 Table

(억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출액	1,310.4	1,254.3	1,010.7	1,782.7	1,253.7	780.8	1,742.0	2,145.0	4,646.3	5,358.1	5,921.5	8,050.0
영업이익	100.0	237.2	104.6	115.0	(233.9)	(154.3)	261.3	429.0	659.8	556.8	302.0	2,012.5
세전이익	(504.2)	(180.6)	(256.8)	3,971.4	(366.5)	(196.3)	359.6	662.4	(1,159.9)	3,029.8	459.2	2,168.1
순이익	(466.6)	(195.3)	(269.8)	3,172.8	(384.5)	(134.1)	287.7	529.9	(969.7)	2,241.1	299.0	1,626.0
성장률YoY(%)												
매출액	21.7	98.4	(20.7)	7.2	(4.3)	(37.7)	72.4	20.3	57.7	15.3	10.5	35.9
영업이익	193.4	(379.6)	(48.9)	(77.3)	(3.3)	(1.7)	149.7	273.0	흑전	(15.6)	(45.8)	566.3
세전이익	적지	적지	적지	흑전	적지	0.0	흑전	흑전	적지	흑전	(84.8)	372.2
순이익	적지	적지	적지	적지	적지	0.0	흑전	흑전	적지	흑전	(86.7)	443.9
수익률(%)												
영업이익	7.6	18.9	10.4	6.5	적자	적자	15.0	20.0	14.2	10.4	5.1	25.0
세전이익	적자	적자	적자	222.8	적자	적자	20.6	30.9	적자	56.5	7.8	26.9
순이익	적자	적자	적자	178.0	적자	적자	16.5	24.7	적자	41.8	5.0	20.2

자료 : SK 증권 추정치

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.10.08	매수	400,000원	6개월		
2019.07.24	매수	400,000원	6개월	-27.82%	-15.38%
2019.04.25	매수	500,000원	6개월	-31.06%	-18.00%
2019.02.01	매수	500,000원	6개월	-26.95%	-18.00%
2019.01.16	매수	500,000원	6개월	-26.42%	-18.00%
2018.11.14	매수	500,000원	6개월	-28.12%	-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%



### 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 10 월 8 일 기준)

매수	91.91%	중립	8.09%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	6,210	15,777	17,121	20,929	26,533
현금및현금성자산	3,581	176	3,628	5,471	7,822
매출채권및기타채권	250	1,178	1,302	1,770	2,562
재고자산	2,100	3,024	3,342	4,543	6,574
<b>비유동자산</b>	65,621	44,027	43,304	42,960	43,948
장기금융자산	0	0	7	7	7
유형자산	15,133	17,177	15,558	14,487	13,493
무형자산	190	200	195	192	191
<b>자산총계</b>	71,831	59,804	60,425	63,889	70,481
<b>유동부채</b>	22,874	7,105	7,217	8,524	10,720
단기금융부채	20,722	3,866	3,637	3,657	3,677
매입채무 및 기타채무	1,295	1,206	1,332	1,811	2,621
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	9,192	11,144	11,359	11,895	12,750
장기금융부채	4,072	4,863	4,577	4,587	4,597
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	32,066	18,249	18,576	20,418	23,470
<b>지배주주지분</b>	39,765	41,555	41,849	43,470	47,011
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	13,277	15,097	15,396	17,022	20,568
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	39,765	41,555	41,849	43,470	47,011
<b>부채외자본총계</b>	71,831	59,804	60,425	63,889	70,481

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동현금흐름</b>	1,559	-190	1,651	1,897	2,379
당기순이익(손실)	-970	2,241	299	1,626	3,546
비현금성항목등	2,310	-530	1,434	1,522	659
유형자산감가상각비	642	855	1,179	1,076	1,000
무형자산상각비	57	59	67	60	60
기타	457	272	167	100	100
운전자본감소(증가)	218	-1,890	475	-710	-1,200
매출채권및기타채권의 감소(증가)	478	-945	-134	-468	-792
재고자산감소(증가)	-437	-904	-331	-1,201	-2,032
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	132	-133	440	479	810
기타	45	93	500	481	813
법인세납부	2	-11	-556	-542	-626
<b>투자활동현금흐름</b>	2,756	-6,235	2,508	-6	20
금융자산감소(증가)	9,700	-10,906	2,600	-100	-100
유형자산감소(증가)	-4,941	-2,786	3	-5	-5
무형자산감소(증가)	-107	-58	-58	-58	-58
기타	-1,896	7,515	-37	157	183
<b>재무활동현금흐름</b>	-3,042	3,006	-712	-48	-48
단기금융부채증가(감소)	-1,966	313	-614	20	20
장기금융부채증가(감소)	-906	2,927	-17	10	10
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-170	-234	-82	-78	-78
<b>현금의 증가(감소)</b>	1,278	-3,405	3,452	1,843	2,351
기초현금	2,303	3,581	176	3,628	5,471
기말현금	3,581	176	3,628	5,471	7,822
FCF	-3,637	-2,536	1,101	1,873	2,470

자료 : 삼성바이오로직스, SK증권

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	4,646	5,358	5,921	8,050	11,650
<b>매출원가</b>	3,328	3,906	4,276	5,233	7,340
<b>매출총이익</b>	1,318	1,452	1,646	2,818	4,311
매출총이익률 (%)	28.4	27.1	27.8	35.0	37.0
<b>판매비와관리비</b>	658	895	1,344	805	1,165
영업이익	660	557	302	2,013	3,146
영업이익률 (%)	14.2	10.4	5.1	25.0	27.0
비영업손익	-1,820	2,473	157	156	1,026
<b>순금융비용</b>	-43	62	-63	-79	-105
외환관련손익	17	10	42	42	42
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-1,296	2,599	96	135	980
세전계속사업이익	-1,160	3,030	459	2,168	4,171
세전계속사업이익률 (%)	-25.0	56.6	7.8	26.9	35.8
계속사업법인세	-190	789	160	542	626
<b>계속사업이익</b>	-970	2,241	299	1,626	3,546
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-970	2,241	299	1,626	3,546
<b>순이익률 (%)</b>	-20.9	41.8	5.1	20.2	30.4
지배주주	-970	2,241	299	1,626	3,546
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	-20.87	41.83	5.05	20.2	30.43
비지배주주	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	-1,059	2,211	294	1,621	3,541
지배주주	-1,059	2,211	294	1,621	3,541
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	1,359	1,471	1,548	3,149	4,205

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	57.7	15.3	10.5	36.0	44.7
영업이익	흑전	-15.6	-45.8	566.3	56.3
세전계속사업이익	적지	흑전	-84.9	372.2	92.4
EBITDA	357.2	8.3	5.2	103.4	33.6
EPS(계속사업)	적지	흑전	-86.7	443.9	118.1
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	-2.4	5.5	0.7	3.8	7.8
ROA	-1.3	3.4	0.5	2.6	5.3
EBITDA마진	29.3	27.5	26.1	39.1	36.1
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	27.2	222.0	237.2	245.5	247.5
부채비율	80.6	43.9	44.4	47.0	49.9
순차입금/자기자본	53.4	-5.7	-8.9	-13.0	-17.1
EBITDA/이자비용(배)	23.9	9.3	18.8	40.6	54.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	-1,466	3,387	452	2,458	5,359
BPS	60,099	62,805	63,249	65,700	71,051
CFPS	-409	4,769	2,335	4,175	6,960
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	N/A	172.4	894.1	164.4	75.4
PER(최저)	N/A	84.3	552.2	101.5	46.6
PBR(최고)	6.8	9.3	6.4	6.2	5.7
PBR(최저)	2.5	4.6	3.9	3.8	3.5
PCR	-907.6	81.0	139.6	78.1	46.8
EV/EBITDA(최고)	213.3	261.1	170.4	83.2	61.7
EV/EBITDA(최저)	89.2	126.9	104.3	50.7	37.4

# SK COMPANY Analysis



Analyst  
이달미

talmi@sk.com.kr  
02-3773-9952

## Company Data

자본금	29 억원
발행주식수	582 만주
자사주	39 만주
액면가	500 원
시가총액	22,057 억원
주요주주	
정현호(외)	21.53%
메디톡스 자사주	6.86%
외국인지분률	43.00%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(19/10/07)	379,300 원
KOSDAQ	627.21 pt
52주 Beta	1.02
52주 최고가	629,000 원
52주 최저가	317,500 원
60일 평균 거래대금	148 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	6.7%	7.4%
3개월	-36.8%	-24.3%
6개월	-30.1%	-13.8%

메디톡스 (086900/KQ | 매수(유지) | T.P 520,000 원(하향))

## 3 분기 실적은 시장 컨센서스를 하회할 전망

동사의 2019 년 3 분기 실적은 매출액 539 억원(+11.8%YoY), 영업이익 136 억원(-29.2%YoY)으로 시장 컨센서스를 하회할 전망이다. 3 분기 영업이익의 시장 컨센서스 하회의 가장 큰 원인은 중국향 특신 수출 부진과 소송관련 비용 때문인 것으로 판단됨. 최근의 주가하락에 따른 밸류에이션 하락으로 목표주가를 520,000 원으로 하향. 단 특신의 중국 위생허가를 앞두고 있으며, 2020 년 실적개선이 긍정적으로 판단되어 투자의견 매수를 유지함.

## 2019 년 3 분기 실적 Preview

동사의 2019 년 3 분기 실적은 매출액 539 억원(+11.8%YoY), 영업이익 136 억원(-29.2%YoY)으로 시장 컨센서스를 하회할 전망이다. 3 분기 영업이익이 시장 컨센서스를 하회할 것으로 보는 가장 큰 원인은 중국향 특신 수출 부진과 소송관련 비용 때문인 것으로 판단됨.

## 목표주가 520,000 원으로 하향하나 투자의견 매수 유지

이번 3 분기 실적 전망을 토대로 동사의 목표주가 산정시 적용한 2020 년 연간 영업이익을 39.0% 하향조정하고 이에 따라 EPS 는 38.6% 하향 조정함. 또한 최근 보톡스 업체들의 균주 논란에 의한 밸류에이션 하락으로 적용 multiple 역시 하향 조정하여 목표주가를 520,000 원으로 하향조정. 단 투자의견 매수는 유지함. 특신의 중국 위생허가를 앞두고 있는 점과 2019 년을 저점으로 2020 년에는 실적개선이 긍정적으로 판단되기 때문.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	억원	1,333	1,812	2,054	2,097	2,465	2,959
yoy	%	50.6	36.0	13.4	2.1	17.5	20.0
영업이익	억원	752	870	855	595	760	991
yoy	%	45.5	15.7	-1.7	-30.4	27.7	30.5
EBITDA	억원	799	952	1,015	819	978	1,186
세전이익	억원	750	852	851	635	807	1,047
순이익(지배주주)	억원	592	701	700	523	641	830
영업이익률%	%	56.4	48.0	41.6	28.4	30.8	33.5
EBITDA%	%	60.0	52.6	49.4	39.1	39.7	40.1
순이익률	%	44.5	38.6	34.0	24.8	25.9	28.0
EPS(계속사업)	원	10,186	12,056	12,031	8,996	11,015	14,269
PER	배	34.1	39.1	48.0	42.2	34.4	26.6
PBR	배	13.7	14.3	13.3	7.7	6.5	5.4
EV/EBITDA	배	26.1	29.7	33.7	27.2	22.4	17.8
ROE	%	45.4	41.3	31.5	19.3	20.4	22.2
순차입금	억원	710	802	557	182	-196	-978
부채비율	%	119.4	93.8	53.6	52.2	52.1	47.4



그림 1. 메디톡스의 2019 년 3 분기 실적 Preview

(억원, %)	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E		증감율		시장컨센서스
					당사추정치	시장컨센서스	YoY	QoQ	차이
매출액	482.0	434.0	443.0	550.0	539.1	557.0	11.8	(2.0)	(3.2)
영업이익	191.5	162.8	157.8	112.5	135.6	182.0	(29.2)	20.5	(25.5)
세전이익	186.3	156.9	165.5	112.7	85.4	176.0	(54.1)	(24.2)	(51.5)
순이익	147.2	156.1	135.7	102.8	67.5	149.0	(54.1)	(34.4)	(54.7)
영업이익률	39.7	37.5	35.6	20.5	25.2	32.7			
세전이익률	38.7	36.2	37.4	20.5	15.8	31.6			
순이익률	30.5	36.0	30.6	18.7	12.5	26.8			

자료 : SK 증권 추정치

그림 2. 메디톡스의 연간 실적전망 변경

(억원, %)	변경후			변경전			변경률		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
매출액	2,097	2,465	2,959	2,494	2,946	-	(15.9)	(16.3)	-
영업이익	595	760	991	1,054	1,246	-	(43.6)	(39.0)	-
세전이익	635	807	1,047	1,088	1,292	-	(41.7)	(37.5)	-
순이익	520	638	827	853	1,012	-	(39.0)	(37.0)	-
EPS	8,996	11,015	14,269	15,114	17,933	-	(40.5)	(38.6)	-
영업이익률	28.4	30.8	33.5	42.3	42.3	-	(13.9)	(11.5)	-

자료 : SK 증권 추정치

그림 3. 메디톡스의 분기 및 연간 실적전망 Table

(억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출액	588.0	549.7	482.0	434.0	443.0	550.0	539.1	565.3	1,812.4	2,053.7	2,097.4	2,465.2
토신 내수	106.0	118.0	114.0	133.4	131.0	140.0	171.0	146.7	343.0	471.4	588.7	765.4
필러 내수	41.0	39.0	37.0	40.3	40.0	40.0	37.9	41.3	153.0	157.3	159.2	167.2
토신 수출	132.0	206.0	143.0	248.0	87.0	190.0	152.1	212.0	729.0	916.6	641.1	723.5
필러 수출	134.0	130.0	92.0	109.0	159.0	132.0	136.9	138.6	465.0	548.7	566.4	584.8
기타	32.8	32.7	34.0	22.0	27.0	48.0	41.2	26.6	121.5	90.9	142.8	224.4
영업이익	278.3	226.1	191.5	162.8	157.8	112.5	135.6	189.0	902.0	858.7	594.9	759.5
세전이익	273.1	234.7	186.3	156.9	165.5	112.7	85.4	271.2	852.5	851.0	634.8	807.1
순이익	215.7	178.6	147.2	156.1	135.7	102.8	67.5	214.2	699.9	697.6	520.2	637.6
성장률YoY(%)												
매출액	45.3	15.8	19.6	-18.1	-24.7	0.1	11.8	30.2	36.0	13.3	2.1	17.5
영업이익	31.4	-14.3	13.1	-36.7	-43.3	-50.2	-29.2	16.1	20.0	-4.8	-30.7	27.7
세전이익	28.2	-9.0	13.4	-37.0	-39.4	-52.0	-54.1	72.8	13.7	-0.2	-25.4	27.1
순이익	27.2	-12.9	11.2	-30.5	-37.1	-42.4	-54.1	37.2	18.2	-0.3	-25.4	22.6
수익률(%)												
영업이익	47.3	41.1	39.7	37.5	35.6	20.5	25.2	33.4	49.8	41.8	28.4	30.8
세전이익	46.4	42.7	38.7	36.2	37.4	20.5	15.8	48.0	47.0	41.4	30.3	32.7
순이익	36.7	32.5	30.5	36.0	30.6	18.7	12.5	37.9	38.6	34.0	24.8	25.9

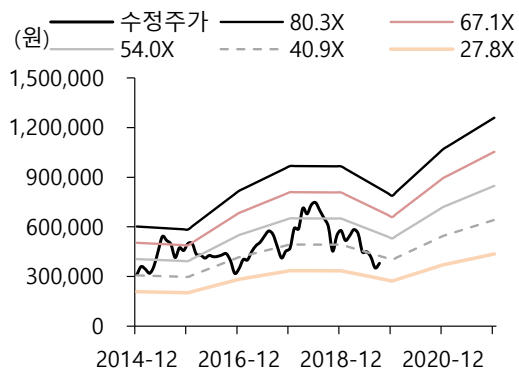
자료 : SK 증권 추정치

그림 4. 메디톡스의 Valuation Table

구분	내용	비고
적용 EPS(원)	11,015	2020년 예상
적용PER(배)	34	메디톡스 과거 3년 평균 multiple에 20% 할인
a. 영업가치(원)	374,504	
b. 신약가치(원)	148,562	이노톡스의 현재가치
기업가치(a+b)(원)	523,066	
목표주가(원)	520,000	
현재주가(원)	379,300	
상승여력(%)	37.1	

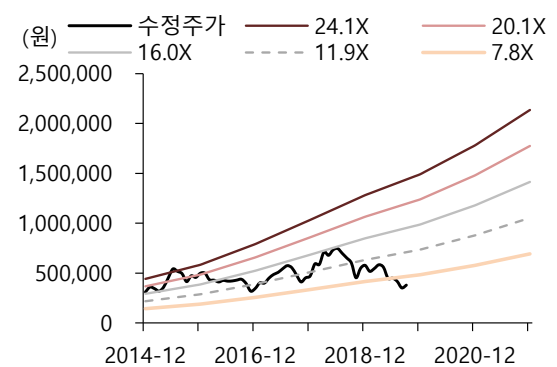
자료 sk 증권 추정치

그림 5. 메디톡스의 PER 밴드차트



자료 : 데이터가이드, SK 증권

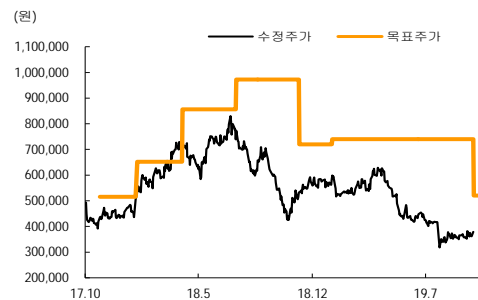
그림 6. 메디톡스의 PBR 밴드차트



자료 : 데이터가이드, SK 증권



일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.10.08	매수	520,000원	6개월		
2019.01.16	매수	740,000원	6개월	-33.71%	-15.00%
2018.11.15	매수	719,877원	6개월	-21.62%	-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%



### Compliance Notice

- 작성자(이달미)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 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 10 월 8 일 기준)

매수	91.91%	중립	8.09%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	1,032	1,164	1,493	2,157	3,158
현금및현금성자산	264	192	654	1,182	2,004
매출채권및기타채권	534	645	476	560	672
재고자산	116	215	220	258	310
<b>비유동자산</b>	2,778	2,786	2,955	3,041	2,932
장기금융자산	52	81	108	108	108
유형자산	1,844	1,817	1,868	1,897	1,732
무형자산	203	210	245	252	258
<b>자산총계</b>	3,809	3,950	4,448	5,198	6,089
<b>유동부채</b>	1,374	1,108	1,223	1,431	1,546
단기금융부채	992	840	950	1,110	1,160
매입채무 및 기타채무	95	81	83	97	116
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	470	270	301	349	412
장기금융부채	169	0	7	7	7
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	1,844	1,378	1,525	1,780	1,958
<b>지배주주지분</b>	1,917	2,526	2,885	3,382	4,098
자본금	28	28	29	29	29
자본잉여금	199	236	206	176	176
기타자본구성요소	-571	-558	-687	-687	-687
자기주식	-575	-564	-679	-679	-679
이익잉여금	2,262	2,836	3,350	3,882	4,603
비지배주주지분	49	47	39	36	33
<b>자본총계</b>	1,965	2,572	2,923	3,418	4,132
<b>부채외자본총계</b>	3,809	3,950	4,448	5,198	6,089

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동현금흐름</b>	566	551	833	774	920
당기순이익(손실)	700	698	520	638	827
비현금성항목등	321	430	375	340	359
유형자산감가상각비	67	134	194	190	166
무형자산감가상각비	16	27	30	28	29
기타	107	99	34	-37	-37
운전자본감소(증가)	-381	-434	78	-35	-47
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-147	-255	120	-84	-112
재고자산감소(증가)	-45	-98	4	-39	-52
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-9	6	-16	14	19
기타	-180	-86	-30	73	98
법인세납부	-75	-143	-141	-170	-220
<b>투자활동현금흐름</b>	-382	-161	-275	-250	-19
금융자산감소(증가)	19	-40	9	-10	-10
유형자산감소(증가)	-380	-77	-230	-220	0
무형자산감소(증가)	-55	-35	-35	-35	-35
기타	34	-8	-18	16	26
<b>재무활동현금흐름</b>	-74	-460	-95	4	-79
단기금융부채증가(감소)	186	-325	45	160	50
장기금융부채증가(감소)	0	0	18	0	0
자본의증가(감소)	-142	2	-145	-30	0
배당금의 지급	-111	-121	-48	-108	-108
기타	-7	-16	-13	-18	-21
<b>현금의 증가(감소)</b>	106	-71	462	528	822
기초현금	158	264	192	654	1,182
기말현금	264	192	654	1,182	2,004
FCF	4	386	639	529	896

자료 : 메디톡스, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	1,812	2,054	2,097	2,465	2,959
<b>매출원가</b>	346	542	642	690	769
<b>매출총이익</b>	1,466	1,512	1,455	1,775	2,189
매출총이익률 (%)	80.9	73.6	69.4	72.0	74.0
<b>판매비와관리비</b>	597	657	861	1,015	1,198
영업이익	870	855	595	760	991
영업이익률 (%)	48.0	41.6	28.4	30.8	33.5
비영업손익	-17	-4	40	48	55
<b>순금융비용</b>	17	16	10	2	-5
외환관련손익	43	5	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-9	17	13	13	13
세전계속사업이익	852	851	635	807	1,047
세전계속사업이익률 (%)	47.0	41.4	30.3	32.7	35.4
계속사업법인세	153	153	115	170	220
<b>계속사업이익</b>	700	698	520	638	827
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	700	698	520	638	827
<b>순이익률 (%)</b>	38.6	34.0	24.8	25.9	28.0
지배주주	701	700	523	641	830
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	38.68	34.05	24.94	25.98	28.04
<b>비지배주주</b>	-1	-2	-3	-3	-3
<b>총포괄이익</b>	690	678	515	633	822
<b>지배주주</b>	691	680	518	636	825
<b>비지배주주</b>	-1	-2	-3	-3	-3
EBITDA	952	1,015	819	978	1,186

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	36.0	13.4	2.1	17.5	20.0
영업이익	15.7	-1.7	-30.4	27.7	30.5
세전계속사업이익	13.7	-0.2	-25.4	27.1	29.7
EBITDA	19.2	6.6	-19.3	19.4	21.3
EPS(계속사업)	18.4	-0.2	-25.2	22.4	29.5
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	41.3	31.5	19.3	20.4	22.2
ROA	19.9	18.0	12.4	13.2	14.7
EBITDA마진	52.6	49.4	39.1	39.7	40.1
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	75.1	105.1	122.1	150.7	204.3
부채비율	93.8	53.6	52.2	52.1	47.4
순차입금/자기자본	40.8	21.7	6.2	-5.7	-23.7
EBITDA/이자비용(배)	46.2	54.3	52.2	54.7	56.8
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	12,056	12,031	8,996	11,015	14,269
BPS	32,958	43,437	49,605	58,157	70,480
CFPS	13,474	14,791	12,853	14,772	17,619
주당 현금배당금	2,200	900	2,000	2,000	0
<b>Valuation 지표 (배)</b>					
PER(최고)	51.6	69.0	69.9	57.1	44.1
PER(최저)	27.8	35.3	35.3	28.8	22.3
PBR(최고)	18.9	19.1	12.7	10.8	8.9
PBR(최저)	10.2	9.8	6.4	5.5	4.5
PCR	35.0	39.1	29.5	25.7	21.5
EV/EBITDA(최고)	38.9	48.2	45.0	37.3	30.1
EV/EBITDA(최저)	0.9	25.0	22.8	18.7	14.8

# SK COMPANY Analysis



Analyst  
이달미

talmi@sk.co.kr  
02-3773-9952

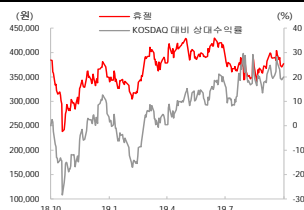
## Company Data

자본금	22 억원
발행주식수	522 만주
자사주	24 만주
액면가	500 원
시가총액	19,694 억원
주요주주	
Leguh Issuer	
Designated Activity Company(외3)	38.38%
외국인지분률	45.80%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(19/10/07)	377,300 원
KOSDAQ	627.21 pt
52주 Beta	1.10
52주 최고가	429,600 원
52주 최저가	238,100 원
60일 평균 거래대금	40 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	1.2%	1.9%
3개월	-0.3%	19.5%
6개월	-0.8%	22.3%

휴젤 (145020/KQ | 매수(유지) | T.P 470,000 원(하향))

## 시장 컨센서스와 유사한 실적이 예상되는 3 분기

동사의 2019 년 3 분기 실적은 매출액 505 억원(+44.7%YoY), 영업이익 157 억원(+208.5%YoY, OPM 31.1%)으로 시장 컨센서스와 유사할 것으로 전망됨. 국내 통신과 필러는 양호한 성장세 시현이 예상되나 통신과 화장품의 중국향 수출이 규제에 따른 영향으로 부진할 전망. 최근 보톡스 업체들의 균주논란으로 인한 주가 및 밸류에이션 하락으로 동사에 적용한 multiple 을 하향하여 목표주가를 470,000 원으로 하향하고 투자 의견 매수는 유지함.

## 2019 년 3 분기 실적 Preview

동사의 2019 년 3 분기 실적은 매출액 505 억원(+44.7%YoY), 영업이익 157 억원(+208.5%YoY, OPM 31.1%)으로 시장 컨센서스와 유사할 것으로 전망. 우선 국내 통신의 경우 2018 년 3 분기 낮았던 base 에 따라 이번 3 분기부터 성장세로 돌아설 것으로 판단, 필러는 올해부터 본격적인 영업에 돌입한 신제품(터채움스타일) 출시 효과로 양호한 성장세가 유지될 전망. 다만 통신 수출의 경우 중국향 수출이 여전히 부진한 상황이며 화장품은 중국내 e-commerce 규제에 따른 영향이 3 분기에도 미칠 것으로 판단됨.

## 투자의견 매수 유지, 목표주가 470,000 원으로 하향조정

이번 3 분기 실적 전망에 따라 동사의 2019 년, 2020 년 영업이익을 각각 13.8%, 14.5% 하향조정하고 이에 따라 EPS 도 각각 14.4%, 17.4% 하향 조정되었음. 최근의 주가하락 및 보톡스 업체들의 균주논란에 따른 밸류에이션 하락으로 동사의 목표주가 산정시 적용했던 multiple 을 하향 조정하여 목표주가도 470,000 원으로 하향조정함. 하지만 동사의 실적은 2018 년 3 분기를 저점으로 점진적인 회복세를 보이고 있으며 2020 년에는 통신의 중국 허가가 예상되고 있어 동사에 대한 투자의견 매수를 유지함.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	억원	1,242	1,821	1,824	2,117	2,401	2,633
yoy	%	90.9	46.6	0.2	16.1	13.4	9.7
영업이익	억원	633	1,019	602	663	758	833
yoy	%	256.3	61.1	-40.9	10.2	14.3	9.9
EBITDA	억원	681	1,087	677	771	892	960
세전이익	억원	643	1,035	995	707	798	877
순이익(지배주주)	억원	433	728	697	512	580	639
영업이익률%	%	50.9	56.0	33.0	31.3	31.6	31.6
EBITDA%	%	54.8	59.7	37.1	36.4	37.2	36.5
순이익률	%	41.0	44.7	41.5	25.0	24.9	25.0
EPS(계속사업)	원	13,177	19,396	16,031	10,805	12,243	13,497
PER	배	24.4	28.9	23.8	34.9	30.8	28.0
PBR	배	4.2	3.5	2.3	2.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	배	14.3	17.6	17.8	19.9	16.8	15.0
ROE	%	18.8	15.4	9.8	7.0	7.7	7.9
순차입금	억원	-1,039	-5,162	-5,190	-4,949	-5,379	-5,989
부채비율	%	7.4	14.4	17.0	21.1	21.4	20.8

그림 1. 휴젤의 2019 년 3 분기 실적 Preview

(억원, %)	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E		증감율		시장컨센서스 차이
					당사추정치	시장컨센서스	YoY	QoQ	
매출액	349.0	588.0	491.2	502.9	505.1	503.0	44.7	0.4	0.4
영업이익	51.0	160.4	164.3	159.7	157.3	160.0	208.5	(1.5)	(1.7)
세전이익	299.9	218.0	187.8	171.2	170.5	188.0	(43.1)	(0.4)	(9.3)
순이익	238.7	145.0	140.6	128.3	127.8	144.0	(46.5)	(0.4)	(11.2)
영업이익률	14.6	27.3	33.5	31.8	31.1	31.8			
세전이익률	85.9	37.1	38.2	34.0	33.8	117.5			
순이익률	68.4	24.7	28.6	25.5	25.3	76.6			

자료 : SK 증권 추정치

그림 2. 휴젤의 연간 실적전망 변경

(억원, %, %pt)	변경후			변경전			변경률		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
매출액	2,117	2,401	2,633	2,138	2,429	2,719	(1.0)	(1.2)	(3.2)
영업이익	663	758	833	769	887	1,002	(13.8)	(14.5)	(16.9)
세전이익	707	798	877	813	940	1,060	(13.1)	(15.1)	(17.3)
순이익	530	598	657	609	705	795	(13.0)	(15.2)	(17.4)
EPS	10,805	12,243	13,497	12,626	14,815	16,886	(14.4)	(17.4)	(20.1)
영업이익률	31.3	31.6	31.6	36.0	36.5	36.9	(4.6)	(4.9)	(5.3)

자료 : SK 증권 추정치

그림 3. 휴젤의 분기 및 연간 실적전망 Table

(억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출액	458.0	429.0	349.0	588.0	491.2	502.9	505.1	618.3	1,821.2	1,824.0	2,117.5	2,400.9
특신	278.0	244.0	157.0	257.0	203.0	231.3	243.4	321.3	1,089.0	936.0	998.9	1,098.8
필러	125.0	120.0	106.0	131.0	138.0	131.8	116.4	143.8	565.0	482.0	530.0	582.7
의료기기	37.0	36.0	36.0	41.0	46.0	47.2	47.2	53.7	139.0	150.0	194.1	213.5
화장품	17.2	27.8	49.9	150.1	92.0	81.0	99.7	90.1	27.5	245.0	362.8	471.6
영업이익	223.1	197.0	51.0	160.4	164.3	159.7	157.3	181.9	1,019.1	602.0	663.2	758.0
세전이익	274.7	202.7	299.9	218.0	187.8	171.2	170.5	177.4	1,035.5	995.2	706.9	797.8
순이익	213.1	159.7	238.7	145.0	140.6	128.3	127.8	132.9	813.5	756.6	529.6	597.7
성장률YoY(%)												
매출액	3.5	-7.1	-16.1	17.3	7.2	17.2	44.7	5.2	46.6	0.2	16.1	13.4
영업이익	-13.7	-27.9	-78.5	-36.0	-26.3	-18.9	208.5	13.4	61.1	-40.9	10.2	14.3
세전이익	7.0	-24.9	22.6	-17.5	-31.6	-15.5	-43.1	-18.6	61.0	-3.9	-29.0	12.9
순이익	1.8	-22.0	23.9	-29.9	-34.0	-19.7	-46.5	-8.3	59.8	-7.0	-30.0	12.9
수익률(%)												
영업이익	48.7	45.9	14.6	27.3	33.5	31.8	31.1	29.4	56.0	33.0	31.3	31.6
세전이익	60.0	47.2	85.9	37.1	38.2	34.0	33.8	28.7	56.9	54.6	33.4	33.2
순이익	46.5	37.2	68.4	24.7	28.6	25.5	25.3	21.5	44.7	41.5	25.0	24.9

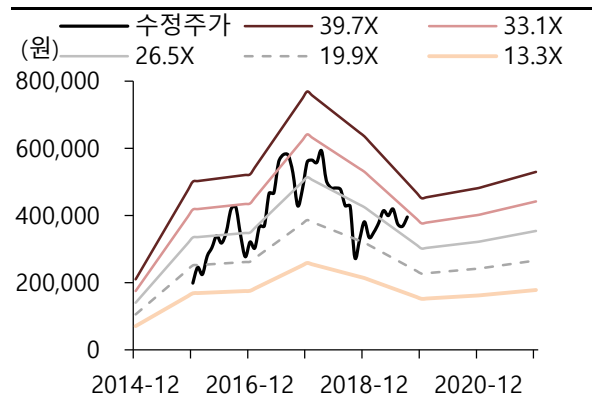
자료 : SK 증권 추정치

그림 4. 휴젤의 Valuation Table

구분	내용	비고
12M Forward 예상 순이익(억원)	597.7	
발행주식수(주)	4,542,499	유상증자 및 전환사채 행사 감안
12M Forward EPS(원)	13,158	
적용PER(배)	36.0	메디톡스 과거 3 평균 PER에 10% 할인
주당가치(원)	473,685	
목표주가(원)	470,000	
현재주가(원)	377,300	
상승여력(%)	24.6	

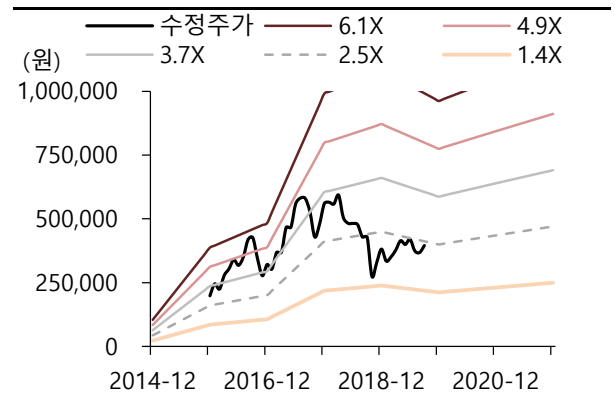
자료 : 데이터가이드, SK 증권

그림 5. 휴젤의 PER 밴드차트



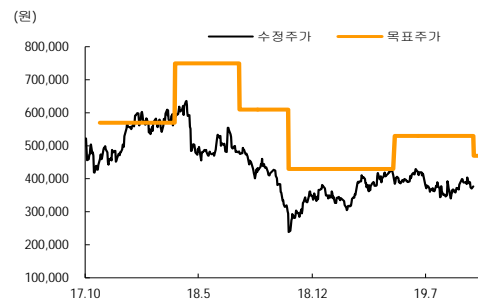
자료 : 데이터가이드, SK 증권

그림 6. 휴젤의 PBR 밴드차트



자료 : 데이터가이드, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.10.08	매수	470,000원	6개월		
2019.05.13	매수	530,000원	6개월	-27.39%	-18.94%
2019.01.16	매수	430,000원	6개월	-17.78%	-0.21%
2018.10.26	매수	430,000원	6개월	-24.10%	-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%



### 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 10 월 8 일 기준)

매수	91.91%	중립	8.09%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	6,794	6,848	7,127	7,816	8,554
현금및현금성자산	313	290	593	1,003	1,553
매출채권및기타채권	628	554	847	1,009	1,106
재고자산	155	219	191	240	263
<b>비유동자산</b>	1,415	2,335	2,421	2,437	2,400
장기금융자산	100	530	420	420	420
유형자산	590	606	649	645	580
무형자산	637	1,125	1,187	1,202	1,216
<b>자산총계</b>	8,209	9,183	9,548	10,253	10,955
<b>유동부채</b>	227	230	304	403	434
단기금융부채	0	0	44	84	84
매입채무 및 기타채무	82	109	120	160	175
단기충당부채	12	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	803	1,104	1,362	1,405	1,453
장기금융부채	796	829	1,031	1,031	1,031
장기매입채무 및 기타채무	1	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	1,030	1,335	1,666	1,808	1,887
<b>지배주주지분</b>	6,957	7,277	7,281	7,814	8,407
자본금	22	22	22	22	22
자본잉여금	5,069	46	46	46	46
기타자본구성요소	76	-383	-844	-844	-844
자기주식	-14	-428	-889	-889	-889
이익잉여금	1,792	7,605	8,117	8,696	9,335
비지배주주지분	222	571	601	631	661
<b>자본총계</b>	7,179	7,848	7,882	8,445	9,068
<b>부채외자본총계</b>	8,209	9,183	9,548	10,253	10,955

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동현금흐름</b>	619	555	484	543	649
당기순이익(손실)	814	757	530	598	657
비현금성항목등	290	58	261	295	303
유형자산감가상각비	56	63	70	74	65
무형자산감가상각비	11	12	38	60	62
기타	25	58	-23	10	10
운전자본감소(증가)	-312	-100	-158	-150	-91
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-316	-26	-296	-161	-97
재고자산감소(증가)	-16	-56	28	-50	-23
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	33	36	-3	40	15
기타	-13	-54	112	21	14
법인세납부	-172	-160	-148	-200	-220
<b>투자활동현금흐름</b>	-5,530	-219	266	-129	-53
금융자산감소(증가)	-5,293	-186	387	-60	-60
유형자산감소(증가)	-63	-91	-63	-70	0
무형자산감소(증가)	-9	-75	-75	-75	-75
기타	-165	133	17	76	82
<b>재무활동현금흐름</b>	4,576	-356	-449	-4	-46
단기금융부채증가(감소)	-3	0	32	40	0
장기금융부채증가(감소)	1,000	0	-3	0	0
자본의증가(감소)	3,579	-356	-462	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	-17	-44	-46
<b>현금의 증가(감소)</b>	-336	-23	303	410	550
기초현금	649	313	290	593	1,003
기말현금	313	290	593	1,003	1,553
FCF	475	508	191	403	585

자료 : 휴젤 SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	1,821	1,824	2,117	2,401	2,633
<b>매출원가</b>	400	510	586	653	716
<b>매출총이익</b>	1,421	1,314	1,532	1,748	1,917
매출총이익률 (%)	78.1	72.0	72.3	72.8	72.8
<b>판매비와관리비</b>	402	712	868	990	1,084
영업이익	1,019	602	663	758	833
영업이익률 (%)	56.0	33.0	31.3	31.6	31.6
비영업손익	16	393	44	40	44
<b>순금융비용</b>	-35	-43	-42	-32	-37
외환관련손익	-3	39	18	18	18
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-15	250	-7	-1	-1
세전계속사업이익	1,035	995	707	798	877
세전계속사업이익률 (%)	56.9	54.6	33.4	33.2	33.3
계속사업법인세	222	239	177	200	220
<b>계속사업이익</b>	814	757	530	598	657
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	814	757	530	598	657
<b>순이익률 (%)</b>	44.7	41.5	25.0	24.9	25.0
지배주주	728	697	512	580	639
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	40	38.23	24.16	24.14	24.27
<b>비지배주주</b>	85	59	18	18	18
<b>총포괄이익</b>	812	728	495	563	623
<b>지배주주</b>	727	677	465	533	592
<b>비지배주주</b>	85	51	30	30	30
EBITDA	1,087	677	771	892	960

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	46.6	0.2	16.1	13.4	9.7
영업이익	61.1	-40.9	10.2	14.3	9.9
세전계속사업이익	61.0	-3.9	-29.0	12.9	9.9
EBITDA	59.7	-37.7	14.0	15.7	7.6
EPS(계속사업)	47.2	-17.4	-32.6	13.3	10.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	15.4	9.8	7.0	7.7	7.9
ROA	14.6	8.7	5.7	6.0	6.2
EBITDA마진	59.7	37.1	36.4	37.2	36.5
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	2,995.3	2,971.6	2,340.7	1,937.7	1,969.8
부채비율	14.4	17.0	21.1	21.4	20.8
순차입금/자기자본	-71.9	-66.1	-62.8	-63.7	-66.1
EBITDA/이자비용(배)	72.8	20.4	22.8	20.3	21.1
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	19,396	16,031	10,805	12,243	13,497
BPS	161,504	166,977	142,219	152,630	164,200
CFPS	21,197	17,753	13,090	15,082	16,182
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	31.9	39.7	39.8	35.1	31.8
PER(최저)	15.5	14.9	28.2	24.9	22.6
PBR(최고)	3.8	3.8	3.0	2.8	2.6
PBR(최저)	1.9	1.4	2.1	2.0	1.9
PCR	26.4	21.5	28.8	25.0	23.3
EV/EBITDA(최고)	18.3	34.1	21.7	18.3	16.4
EV/EBITDA(최저)	-4.5	8.5	11.6	9.6	8.3



# SK COMPANY Analysis



Analyst  
**이달미**

talmi@sk.co.kr  
02-3773-9952

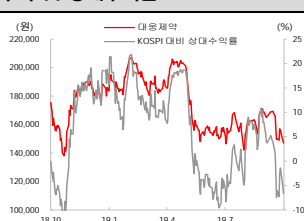
## Company Data

자본금	290 억원
발행주식수	1,159 만주
자사주	127 만주
액면가	2,500 원
시가총액	17,032 억원
주요주주	
(주)대웅(외5)	51.33%
대웅제약 자사주	10.92%
외국인지분률	5.70%
배당수익률	0.40%

## Stock Data

주가(19/10/07)	147,000 원
KOSPI	2021.73 pt
52주 Beta	1.31
52주 최고가	207,000 원
52주 최저가	138,000 원
60일 평균 거래대금	64 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-13.0%	-13.6%
3개월	-21.4%	-14.1%
6개월	-16.2%	-6.1%

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

## 나보타 해외수출이 알비스 관련 실적악화를 방어할 전망

동사의 2019 년 3 분기 실적은 매출액 2,569 억원(+10.7%YoY), 영업이익 134 억원(+66.8%YoY) 시현이 전망, 실적은 양호한 성장세가 예상되나 영업이익은 소송비용 및 알비스 회수관련 비용으로 시장 컨센서스를 하회할 것으로 판단됨. 하지만 나보타가 미국 허가획득에 이어 지난주 유럽 판매허가를 획득하여 수출이 더욱 증가할 전망. 따라서 알비스 관련 실적악화를 상쇄할 것으로 판단, 투자의견 매수 및 목표주가 260,000 원을 유지함.

## 2019 년 3 분기 실적 Preview

동사의 2019 년 3 분기 실적은 매출액 2,569 억원(+10.7%YoY), 영업이익 134 억원(+66.8%YoY) 시현이 전망. 실적은 양호한 성장세가 예상되나 영업이익이 시장 컨센서스를 하회할 것으로 판단됨. 영업이익의 시장 컨센서스 하회의 가장 큰 원인은 1) 군주 논란 소송관련 변호사 비용과 2) 알비스 회수관련 비용처리가 일부 예상되기 때문임.

## 나보타 유럽허가 획득으로 보톡스 수출 더욱 증가할 전망

나보타는 2019 년 초 미국 허가 획득에 이어 지난주에는 유럽 허가까지 획득하면서 글로벌 수출에 대한 기대감을 더욱 높여주고 있음. 알비스 회수 관련하여 3 분기와 4 분기에 관련된 매출하락과 비용증가가 예상되나 나보타 해외 수출 증가세가 알비스 관련 실적악화를 방어할 전망. 또한 알비스 이외에도 라니티딘 대체제인 가스모틴과 파모티딘 등의 제품을 보유하고 있어 매출하락을 상쇄할 전망.

## 투자의견 매수 및 목표주가 260,000 원 유지

나보타의 미국 파트너사인 에볼루스 CEO 에 따르면 후보(나보타 미국명)가 5 월 15 일 출시된 이후 미국 보톡스 M/S 3 위를 기록하였다고 밝힘. 또한 런칭 이후 2 년안에 M/S 2 위로 약 20% 달성을 목표, 3 년 안에는 M/S 30%를 목표로 하고 있는 상황. 이번 런칭때 후보를 시술받은 소비자들을 대상으로 실시한 설문조사에서는 후보의 높은 만족도 및 재시술과 지인들에게 추천할 의향이 있다고 답해 후보의 매출액은 2019 년 400 억원 수준에서 향후 3 년 동안 1,000 억원 돌파도 가능할 전망. 나보타 수출에 대한 기대감이 여전히 긍정적으로 판단되어 투자의견 매수와 목표주가 260,000 원을 유지함.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	억원	7,940	8,668	9,435	10,274	11,567	13,282
yoy	%	-0.8	9.2	8.9	8.9	12.6	14.8
영업이익	억원	354	446	308	536	739	1,099
yoy	%	-35.7	26.1	-31.1	74.1	37.9	48.8
EBITDA	억원	566	764	730	959	1,273	1,571
세전이익	억원	352	409	158	415	621	987
순이익(지배주주)	억원	330	367	15	337	504	801
영업이익률%	%	4.5	5.2	3.3	5.2	6.4	8.3
EBITDA%	%	7.1	8.8	7.7	9.3	11.0	11.8
순이익률	%	4.2	4.2	0.2	3.3	4.4	6.0
EPS(계속사업)	원	2,846	3,170	128	2,911	4,352	6,916
PER	배	24.1	51.9	1,474.5	50.5	33.8	21.3
PBR	배	1.5	3.5	4.1	3.0	2.8	2.5
EV/EBITDA	배	19.2	29.3	34.6	21.0	15.4	12.0
ROE	%	6.5	6.9	0.3	6.1	8.6	12.4
순차입금	억원	2,917	3,349	3,386	3,074	2,545	1,737
부채비율	%	96.1	92.5	99.9	99.1	94.3	88.4



그림 1. 대웅제약의 2019 년 3 분기 실적 Preview

(억원, %)	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E		증감율		시장컨센서스
					당사추정치	시장컨센서스	YoY	QoQ	차이
매출액	2,320.0	2,574.0	2,381.0	2,634.0	2,569.2	2,573.0	10.7	(2.5)	(0.1)
영업이익	80.1	46.5	102.0	170.5	133.6	154.0	66.8	(21.6)	(13.2)
세전이익	62.5	(69.8)	78.0	141.8	83.3	133.0	33.1	(41.3)	(37.4)
순이익	44.8	(156.9)	44.0	123.1	97.6	101.0	117.8	(20.7)	(3.4)
영업이익률	3.5	1.8	4.3	6.5	5.2	6.0			
세전이익률	2.7	-2.7	3.3	5.4	3.2	5.2			
순이익률	1.9	-6.1	1.8	4.7	3.8	3.9			

자료 : SK 증권 추정치

그림 2. 대웅제약의 연간 실적전망 변경

(억원, %)	변경후			변경전			변경률		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
매출액	10,274	11,567	13,282	10,427	11,754	13,504	(1.5)	(1.6)	(1.6)
영업이익	535	739	1,099	613	945	1,419	(12.8)	(21.8)	(22.6)
세전이익	415	621	987	494	828	1,309	(15.9)	(25.0)	(24.6)
순이익	337	504	801	405	680	1,075	(16.8)	(25.8)	(25.4)
EPS	2,911	4,352	6,916	3,497	5,866	9,277	(16.8)	(25.8)	(25.4)
영업이익률	5.2	6.4	8.3	5.9	8.0	10.5	(0.7)	(1.7)	(2.2)

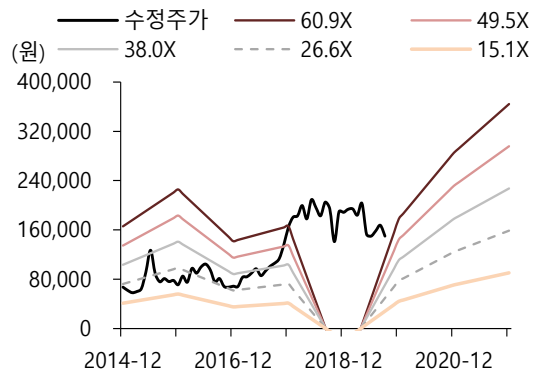
자료 : SK 증권 추정치

그림 3. 대웅제약의 분기 및 연간 실적전망 Table

(억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출액	2,159.0	2,382.0	2,320.0	2,574.0	2,381.0	2,634.0	2,569.2	2,689.3	8,668.0	9,435.0	10,273.5	11,567.4
ETC	1,552.0	1,663.0	1,684.0	1,842.0	1,789.0	1,800.0	1,931.3	1,959.1	6,001.0	6,741.0	7,479.4	8,555.6
OTC	210.0	231.0	231.0	251.0	252.0	284.0	287.0	308.5	832.0	923.0	1,131.5	1,416.7
수출	191.0	271.0	227.0	278.0	134.0	300.0	251.3	307.7	1,037.0	967.0	993.0	1,099.3
기타	117.0	120.0	83.0	95.0	96.0	144.0	99.6	114.0	498.0	415.0	453.6	495.8
영업이익	80.2	100.2	80.1	46.5	102.0	170.5	133.6	129.1	446.3	307.0	535.2	738.7
세전이익	70.9	94.1	62.5	-69.8	78.0	141.8	83.3	83.3	408.9	157.7	415.3	620.8
순이익	50.1	76.8	44.8	-156.9	44.0	123.1	97.6	72.2	367.2	14.8	337.3	504.3
성장률YoY(%)												
매출액	5.2	7.1	2.9	20.5	10.3	10.6	10.7	4.5	-81.4	8.8	8.9	12.6
영업이익	-17.9	-28.4	-44.7	-27.2	27.2	70.2	66.8	177.4	-3,574.1	-31.2	74.3	38.0
세전이익	5.0	-48.3	-55.6	-480.4	10.1	50.7	33.1	흑전	-4,062.0	-61.4	163.3	49.5
순이익	-0.6	-43.8	-57.5	-309.7	-12.2	60.2	117.8	흑전	-3,302.4	-96.0	2,177.9	49.5
수익률(%)												
영업이익	3.7	4.2	3.5	1.8	4.3	6.5	5.2	4.8	5.1	3.3	5.2	6.4
세전이익	3.3	4.0	2.7	-2.7	3.3	5.4	3.2	3.1	4.7	1.7	4.0	5.4
순이익	2.3	3.2	1.9	-6.1	1.8	4.7	3.8	2.7	4.2	0.2	3.3	4.4

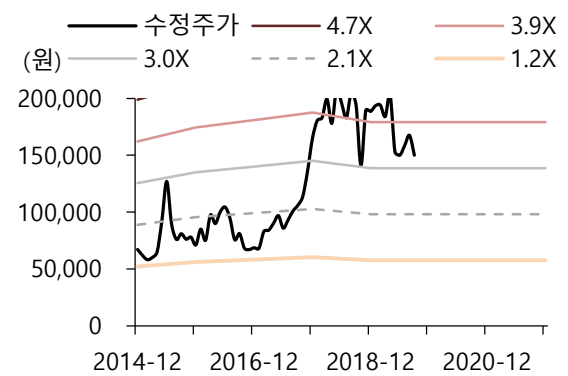
자료 : SK 증권 추정치

그림 4. 대웅제약의 PER 밴드차트



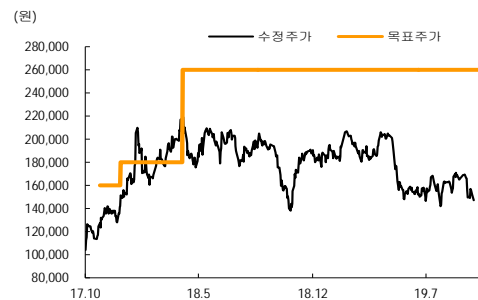
자료 : 데이터가이드, SK 증권

그림 5. 대웅제약의 PBR 밴드차트



자료 : 데이터가이드, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.10.08	매수	260,000원	6개월		
2019.09.18	매수	260,000원	6개월	-30.45%	-15.58%
2019.05.02	매수	260,000원	6개월	-30.12%	-15.58%
2019.01.16	매수	260,000원	6개월	-27.28%	-15.58%
2018.11.28	매수	260,000원	6개월	-27.87%	-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%



### Compliance Notice

- 작성자(이달미)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 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 10 월 8 일 기준)

매수	91.91%	중립	8.09%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	3,680	3,829	4,526	5,532	6,962
현금및현금성자산	422	348	661	1,235	2,098
매출채권및기타채권	1,536	1,775	1,933	2,176	2,499
재고자산	1,623	1,547	1,685	1,874	2,125
<b>비유동자산</b>	6,855	6,934	6,757	6,348	5,953
장기금융자산	73	55	96	96	96
유형자산	3,073	3,147	2,998	2,668	2,346
무형자산	766	715	652	591	536
<b>자산총계</b>	10,535	10,763	11,282	11,880	12,916
<b>유동부채</b>	2,111	3,404	2,561	2,634	2,840
단기금융부채	933	2,024	1,058	1,073	1,088
매입채무 및 기타채무	819	852	928	914	1,009
단기충당부채	151	95	104	117	134
<b>비유동부채</b>	2,950	1,976	3,056	3,133	3,218
장기금융부채	2,893	1,795	2,844	2,864	2,884
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	15	12	14	16	18
<b>부채총계</b>	5,062	5,379	5,616	5,767	6,058
<b>지배주주지분</b>	5,473	5,384	5,666	6,113	6,857
자본금	290	290	290	290	290
자본잉여금	1,004	1,004	1,004	1,004	1,004
기타자본구성요소	-449	-448	-446	-446	-446
자기주식	-449	-449	-449	-449	-449
이익잉여금	4,631	4,607	4,883	5,325	6,064
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	5,473	5,384	5,666	6,113	6,857
<b>부채외자본총계</b>	10,535	10,763	11,282	11,880	12,916

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동현금흐름</b>	715	627	762	793	1,016
당기순이익(손실)	367	15	337	504	801
비현금성항목등	619	899	712	769	769
유형자산감가상각비	270	356	357	480	422
무형자산감가상각비	48	66	67	55	49
기타	162	232	88	40	40
운전자본감소(증가)	-204	-222	-196	-364	-369
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-67	-248	-162	-243	-323
재고자산감소(증가)	-266	5	-166	-189	-251
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	105	-3	63	-14	96
기타	24	24	70	82	109
법인세납부	-68	-65	-92	-117	-185
<b>투자활동현금흐름</b>	-572	-537	-317	-100	-34
금융자산감소(증가)	414	-9	-116	10	20
유형자산감소(증가)	-586	-474	-200	-150	-100
무형자산감소(증가)	-266	6	6	6	6
기타	-134	-60	-8	33	40
<b>재무활동현금흐름</b>	-273	-166	-134	-118	-119
단기금융부채증가(감소)	-18	-8	28	15	15
장기금융부채증가(감소)	-100	0	16	20	20
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-62	-62	-62	-62	-62
기타	-93	-96	-116	-91	-92
<b>현금의 증가(감소)</b>	-134	-74	313	574	863
기초현금	556	422	348	661	1,235
기말현금	422	348	661	1,235	2,098
FCF	-125	111	505	627	901

자료 : 대웅제약, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	8,668	9,435	10,274	11,567	13,282
<b>매출원가</b>	5,086	5,858	6,009	6,651	7,504
<b>매출총이익</b>	3,581	3,577	4,265	4,916	5,778
매출총이익률 (%)	41.3	37.9	41.5	42.5	43.5
<b>판매비와관리비</b>	3,135	3,269	3,730	4,177	4,679
영업이익	446	308	536	739	1,099
영업이익률 (%)	5.2	3.3	5.2	6.4	8.3
비영업손익	-37	-150	-120	-118	-112
<b>순금융비용</b>	66	84	84	82	77
외환관련손익	-36	11	4	4	4
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-9	-24	0	0	0
세전계속사업이익	409	158	415	621	987
세전계속사업이익률 (%)	4.7	1.7	4.0	5.4	7.4
계속사업법인세	42	143	78	117	185
<b>계속사업이익</b>	367	15	337	504	801
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	367	15	337	504	801
<b>순이익률 (%)</b>	4.2	0.2	3.3	4.4	6.0
지배주주	367	15	337	504	801
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	4.24	0.16	3.28	4.36	6.03
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	359	12	342	509	806
<b>지배주주</b>	359	12	342	509	806
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
EBITDA	764	730	959	1,273	1,571

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	9.2	8.9	8.9	12.6	14.8
영업이익	26.1	-31.1	74.1	37.9	48.8
세전계속사업이익	16.2	-61.4	163.3	49.5	58.9
EBITDA	35.0	-4.5	31.4	32.7	23.3
EPS(계속사업)	11.4	-96.0	2,177.3	49.5	58.9
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	6.9	0.3	6.1	8.6	12.4
ROA	3.6	0.1	3.1	4.4	6.5
EBITDA마진	8.8	7.7	9.3	11.0	11.8
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	174.3	112.5	176.7	210.0	245.1
부채비율	92.5	99.9	99.1	94.3	88.4
순차입금/자기자본	61.2	62.9	54.3	41.6	25.3
EBITDA/이자비용(배)	9.8	8.2	10.8	14.0	17.1
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	3,170	128	2,911	4,352	6,916
BPS	47,239	46,465	48,901	52,760	59,183
CFPS	5,915	3,773	6,569	8,967	10,986
주당 현금배당금	600	600	600	600	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	52.4	1,717.0	71.1	47.6	29.9
PER(최저)	21.2	1,079.5	48.8	32.6	20.5
PBR(최고)	3.5	4.7	4.2	3.9	3.5
PBR(최저)	1.4	3.0	2.9	2.7	2.4
PCR	27.8	50.0	22.4	16.4	13.4
EV/EBITDA(최고)	29.5	39.5	28.2	20.8	16.4
EV/EBITDA(최저)	14.6	26.5	20.4	14.9	11.6

# SK COMPANY Analysis



Analyst  
**이달미**

talmi@sk.com.kr  
02-3773-9952

## Company Data

자본금	660 억원
발행주식수	1,320 만주
자사주	1 만주
액면가	5,000 원
시가총액	5,196 억원

## 주요주주

SK디스커버리(외11)	35.87%
국민연금공단	9.99%
외국인지분률	10.40%
배당수익률	0.90%

## Stock Data

주가(19/10/07)	44,250 원
KOSPI	2021.73 pt
52주 Beta	0.95
52주 최고가	79,800 원
52주 최저가	40,200 원
60일 평균 거래대금	17 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	0.1%	-0.5%
6개월	-36.6%	-30.7%
1개월	-44.7%	-38.0%

SK 케미칼 (285130/KS | 매수(유지) | T,P 60,000 원(하향))

## 3 분기 실적은 전년도와 비슷할 전망

동사의 2019 년 3 분기 실적은 매출액 3,812 억원(+1.2%YoY), 영업이익 313 억원 (+1.0%YoY)로 전년도와 유사한 실적 시현이 예상됨. 바이오에너지와 백신 부문에서는 호실적세가 예상되나 코폴리에스터와 이니츠에서 실적부진이 전체적인 실적 성장세를 낮추는 요인으로 작용할 전망. 동사에 대한 목표주가를 60,000 원으로 하향 조정하나 백신 부문에 대한 평가는 여전히 긍정적, 투자의견 매수를 유지함.

## 2019 년 3 분기 실적 Preview

동사의 2019 년 3 분기 실적은 매출액 3,812 억원(+1.2%YoY), 영업이익 313 억원 (+1.0%YoY)로 전년도와 유사한 실적 시현이 예상됨. 바이오에너지와 백신 부문에서는 호실적세가 예상되나 코폴리에스터와 이니츠에서 실적부진이 전체적인 실적 성장세를 낮추는 요인으로 작용할 전망. 바이오에너지는 국내 및 글로벌 수요 증가로 2018 년 연간 139 억원의 이익규모가 2019 년 상반기에만 164 억원을 달성, 3 분기에도 호실적세가 이어질 전망. 백신부문은 3 분기가 계절적인 독감백신 성수기에 도래하며 대상포진 백신도 꾸준히 판매호조세를 시현 중에 있음. 반면, 코폴리에스터는 미중무역 분쟁으로 중국향 매출이 축소될 전망이며, 이니츠는 매출은 증가하나 여전히 분기별 100 억 적자를 크게 벗어나지 못 할 것으로 판단됨.

## 투자의견 매수 유지, 목표주가 60,000 원 하향

동사에 대해 투자의견 매수를 유지하나 목표주가는 60,000 원으로 하향 조정함. 동사의 목표주가 산정시 신약가치 부문에 기존 혈우병 치료제에 대한 가치가 포함되었으나 최근 혈우병 치료제에 대한 로열티 인식이 예상보다 미미한 수준으로 이에 대한 가치를 제거하며 목표주가를 하향 조정. 그러나 바이오에너지와 백신 부문의 성장성은 여전히 긍정적으로 판단, 특히 백신 부문은 2020 년 PAHO 의 수두백신 입찰이 있어 이에 대한 기대감이 있으며 스카이팩이 2020 년 임상 2 상 진입 예정에 있어 긍정적, 투자의견 매수를 유지함.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	억원	0	878	13,677	14,075	14,953	16,548
yoy	%		0.0	1,457.1	2.9	6.2	10.7
영업이익	억원	0	-92	457	750	833	956
yoy	%		0.0	흑전	64.0	11.0	14.9
EBITDA	억원	0	-18	1,342	1,693	1,717	1,755
세전이익	억원	0	-126	52	394	489	625
순이익(지배주주)	억원	0	-85	60	418	467	537
영업이익률%	%		-10.5	3.3	5.3	5.6	5.8
EBITDA%	%		-2.0	9.8	12.0	11.5	10.6
순이익률	%		-11.3	-1.2	1.4	1.7	2.0
EPS(계속사업)	원		-729	462	3,179	3,552	4,088
PER	배		N/A	151.4	13.9	12.5	10.8
PBR	배		0.0	1.3	0.8	0.7	0.7
EV/EBITDA	배		0.0	12.3	7.5	6.5	5.8
ROE	%		-1.2	0.9	5.8	6.1	6.6
순차입금	억원	0	7,246	7,367	6,981	5,596	4,834
부채비율	%		161.5	168.9	186.0	184.8	183.4

그림 1. SK 케미칼의 2019 년 3 분기 실적 Preview

(억원, %)	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E		증감율		시장컨센서스
					당사추정치	시장컨센서스	YoY	QoQ	차이
매출액	3,765.0	3,235.0	3,194.1	3,802.0	3,811.9	3,877.0	1.2	0.3	(1.7)
영업이익	309.6	(24.0)	37.0	304.0	312.7	271.0	1.0	2.9	15.4
세전이익	230.8	(199.1)	(78.9)	183.4	214.1	-	(7.2)	16.8	-
순이익	167.1	(432.1)	(116.1)	123.8	144.6	-	(13.5)	16.8	-
영업이익률	8.2	적자	1.2	8.0	8.2	7.0			
세전이익률	6.1	적자	적자	4.8	5.6	-			
순이익률	4.4	적자	적자	3.3	3.8	-			

자료 : SK 증권 추정치

그림 2. SK 케미칼의 분기 및 연간 실적전망 Table

(억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	3,140.1	3,537.0	3,765.0	3,235.0	3,194.1	3,802.0	3,811.9	3,266.9	13,677.1	14,074.9	14,952.9	16,547.7
수지/유화	1,057.0	1,224.0	1,293.0	1,225.0	1,242.0	1,209.0	1,215.4	1,151.5	4,799.0	4,817.9	4,817.9	5,058.8
바이오에너지	583.0	840.0	867.0	499.0	670.0	855.0	910.4	524.0	2,789.0	2,959.3	3,255.2	3,580.8
이니츠	47.5	55.9	33.0	50.0	53.0	67.0	62.6	95.0	186.4	277.6	305.4	381.7
Pharma	487.0	534.0	506.0	561.0	522.0	612.0	607.2	673.2	2,088.0	2,414.4	2,655.8	3,054.2
백신	259.0	258.0	478.7	403.0	267.0	512.0	622.3	523.9	1,398.7	1,925.2	2,117.7	2,541.3
연결조정	(190.7)	19.0	112.9	73.0	2.0	374.0	214.5	138.7	14.1	729.2	802.1	882.3
영업이익	66.7	105.1	309.6	(24.0)	37.0	304.0	312.7	96.5	457.4	750.2	832.6	956.3
수지/유화	99.0	95.0	93.0	37.0	109.0	79.0	83.7	55.5	324.0	327.2	343.6	360.7
바이오에너지	8.0	43.0	84.0	4.0	67.0	97.0	100.8	84.0	139.0	348.8	418.6	502.3
이니츠	(109.7)	(102.7)	(54.8)	(105.0)	(118.0)	(86.0)	(82.2)	(115.5)	(372.2)	(401.7)	(361.5)	(325.4)
Pharma	39.0	30.0	72.0	32.0	77.0	98.0	90.0	57.6	173.0	322.6	371.0	426.6
백신	0.0	0.0	114.0	38.0	(79.0)	167.0	124.5	52.4	152.0	264.8	357.3	428.8
연결조정	(5.4)	28.8	18.8	18.0	(4.0)	15.0	19.7	18.9	60.2	49.6	52.1	54.7
세전이익	10.7	4.7	230.8	(199.1)	(78.9)	183.4	214.1	75.0	47.1	393.6	488.7	625.1
순이익	27.8	64.1	167.1	(432.1)	(116.1)	123.8	144.6	50.6	(173.1)	202.9	252.0	322.3
성장률YoY(%)												
매출액	-	-	-	-	1.7	7.5	1.2	1.0	-	2.9	6.2	10.7
영업이익	-	-	-	-	(44.5)	189.2	1.0	흑전	-	64.0	11.0	14.9
세전이익	-	-	-	-	적전	3,822.2	(7.2)	흑전	-	736.4	24.2	27.9
순이익	-	-	-	-	적전	93.1	(13.5)	흑전	-	흑전	24.2	27.9
수익률(%)												
영업이익	2.1	3.0	8.2	적자	1.2	8.0	8.2	3.0	3.3	5.3	5.6	5.8
세전이익	0.3	0.1	6.1	적자	적자	4.8	5.6	2.3	0.3	2.8	3.3	3.8
순이익	0.9	1.8	4.4	적자	적자	3.3	3.8	1.5	적전	1.4	1.7	1.9

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

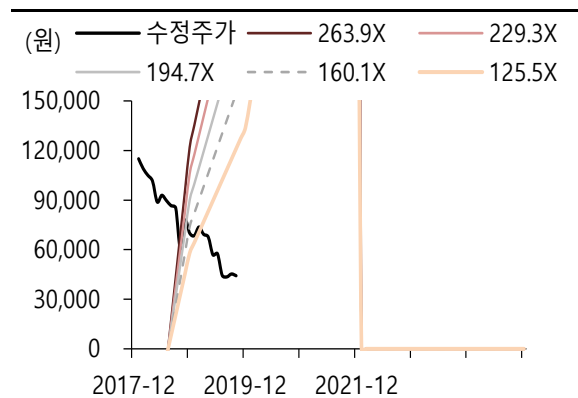
자료 : SK 증권 추정치

그림 3. SK 케미칼의 Valuation Table

구분	내용	비고
영업가치(억원)	Green Chemical Biz	1,786.4
	2020년 EBITDA	357.3
	EV/EBITDA(배)	5 화학업종 과거 3년 평균 multiple
	Life Science Biz	5,209.9
	2020년 EBITDA	521.0
	EV/EBITDA(배)	10 제약업종 과거 3년 평균 multiple
	Total 영업가치	6,996.3
신약가치(억원)	국내백신	5,804.2
	Total	5,804.2
	파이프라인가치	5,804.2
합산가치(억원)		12,800.5
순차입금(억원)		5,942.0
최종가치(억원)		6,858.5
주식수 (주)		11,579,852
주당가치(원)		59,228
목표주가(원)		60,000

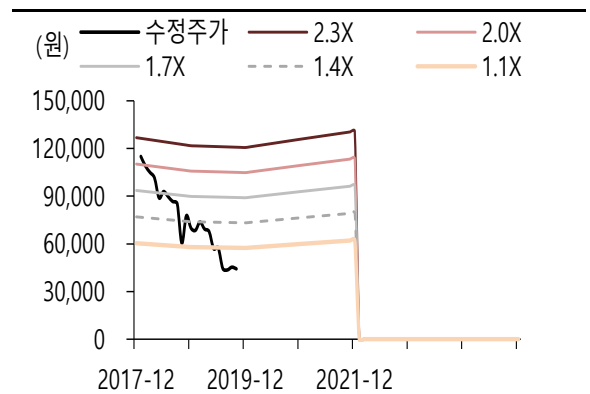
자료: SK 증권 추정치

그림 4. SK 케미칼의 PER 밴드차트



자료: 데이터가이드, SK 증권

그림 5. SK 케미칼의 PBR 밴드차트



자료: 데이터가이드, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.10.08	매수	60,000원	6개월		
2019.02.01	매수	100,000원	6개월	-38.20%	-20.20%
2019.01.16	매수	100,000원	6개월	-29.26%	-20.20%
2018.12.13	매수	100,000원	6개월	-28.25%	-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%



### Compliance Notice

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

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 10 월 8 일 기준)

매수	91.91%	중립	8.09%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----



## 재무상태표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	6,626	7,172	8,977	10,710	12,096
현금및현금성자산	1,552	453	2,685	4,029	4,752
매출채권및기타채권	1,942	1,958	1,977	2,100	2,324
재고자산	2,903	3,290	3,322	3,529	3,906
<b>비유동자산</b>	12,498	12,336	12,076	10,804	10,052
장기금융자산	5	115	113	113	113
유형자산	10,980	11,033	11,192	10,359	9,609
무형자산	474	383	393	373	356
<b>자산총계</b>	19,124	19,508	21,054	21,514	22,148
<b>유동부채</b>	6,609	5,943	6,788	6,967	7,284
단기금융부채	4,060	3,259	4,078	4,088	4,098
매입채무 및 기타채무	2,077	1,991	2,011	2,136	2,364
단기충당부채	6	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	5,202	6,309	6,905	6,994	7,048
장기금융부채	4,841	5,915	6,464	6,464	6,464
장기매입채무 및 기타채무	188	241	241	241	241
장기충당부채	36	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	11,811	12,252	13,693	13,960	14,332
<b>지배주주지분</b>	6,966	6,918	7,492	7,901	8,380
자본금	652	652	660	660	660
자본잉여금	6,674	6,682	2,643	2,643	2,643
기타자본구성요소	-255	-354	-104	-104	-104
자기주식	-255	-13	-13	-13	-13
이익잉여금	-87	-30	4,335	4,755	5,245
비지배주주지분	348	337	-131	-348	-564
<b>자본총계</b>	7,314	7,256	7,361	7,553	7,816
<b>부채외자본총계</b>	19,124	19,508	21,054	21,514	22,148

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동현금흐름</b>	-85	974	2,044	1,394	1,145
당기순이익(손실)	-99	-164	203	252	322
비현금성항목등	111	1,695	1,508	1,465	1,432
유형자산감가상각비	70	845	901	843	760
무형자산상각비	4	40	42	41	38
기타	44	303	43	24	24
운전자본감소(증가)	-96	-519	494	-170	-307
매출채권및기타채권의 감소(증가)	42	726	-33	-123	-224
재고자산감소(증가)	-68	-382	-22	-207	-376
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	9	-680	-11	125	228
기타	-79	-184	560	35	66
법인세납부	-1	-37	-161	-153	-303
<b>투자활동현금흐름</b>	-86	-1,429	-229	339	-35
금융자산감소(증가)	0	-644	500	-50	-50
유형자산감소(증가)	-85	-818	-739	-10	-10
무형자산감소(증가)	-3	-23	-21	-21	-21
기타	2	57	32	419	46
<b>재무활동현금흐름</b>	61	173	529	-388	-388
단기금융부채증가(감소)	-366	-2,221	-545	10	10
장기금융부채증가(감소)	450	2,496	1,493	0	0
자본의증가(감소)	0	-13	112	0	0
배당금의 지급	0	0	-53	-47	-47
기타	-23	-89	-478	-351	-351
<b>현금의 증가(감소)</b>	-109	-1,099	2,232	1,344	723
기초현금	1,661	1,552	453	2,685	4,029
기말현금	1,552	453	2,685	4,029	4,752
FCF	-2,523	-1,685	727	1,114	954

자료 : SK케미칼, SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	878	13,677	14,075	14,953	16,548
<b>매출원가</b>	751	10,953	10,778	11,260	12,378
<b>매출총이익</b>	127	2,724	3,297	3,693	4,170
매출총이익률 (%)	14.5	19.9	23.4	24.7	25.2
<b>판매비와관리비</b>	219	2,267	2,547	2,861	3,214
영업이익	-92	457	750	833	956
영업이익률 (%)	-10.5	3.3	5.3	5.6	5.8
<b>비영업손익</b>	-34	-406	-357	-344	-331
<b>순금융비용</b>	22	310	323	317	305
외환관련손익	4	-15	-18	-18	-18
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	-1	17	15	15	15
세전계속사업이익	-126	52	394	489	625
세전계속사업이익률 (%)	-14.3	0.4	2.8	3.3	3.8
계속사업법인세	-27	216	191	237	303
<b>계속사업이익</b>	-99	-164	203	252	322
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-99	-164	203	252	322
<b>순이익률 (%)</b>	-11.3	-1.2	1.4	1.7	2.0
지배주주	-85	60	418	467	537
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	-9.72	0.44	2.97	3.12	3.25
비지배주주	-13	-224	-215	-215	-215
<b>총포괄이익</b>	-100	-183	190	239	310
지배주주	-88	44	407	456	526
비지배주주	-13	-226	-216	-216	-216
EBITDA	-18	1,342	1,693	1,717	1,755

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	0.0	1,457.1	2.9	6.2	10.7
영업이익	0.0	흑전	64.0	11.0	14.9
세전계속사업이익	0.0	흑전	662.5	24.2	27.9
EBITDA	0.0	흑전	26.1	1.4	2.2
EPS(계속사업)	0.0	흑전	587.6	11.8	15.1
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	-1.2	0.9	5.8	6.1	6.6
ROA	-0.5	-0.9	1.0	1.2	1.5
EBITDA마진	-2.0	9.8	12.0	11.5	10.6
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	100.3	120.7	132.3	153.7	166.1
부채비율	161.5	168.9	186.0	184.8	183.4
순차입금/자기자본	99.1	101.5	94.8	74.1	61.9
EBITDA/이자비용(배)	-0.8	4.2	4.9	4.9	5.0
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	-729	462	3,179	3,552	4,088
BPS	53,425	53,061	56,757	59,855	63,486
CFPS	-97	7,250	10,357	10,284	10,164
주당 현금배당금	0	400	400	400	400
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	N/A	263.9	24.3	21.8	18.9
PER(최저)	N/A	125.5	12.7	11.3	9.8
PBR(최고)	0.0	2.3	1.4	1.3	1.2
PBR(최저)	0.0	1.1	0.7	0.7	0.6
PCR	0.0	9.7	4.3	4.3	4.4
EV/EBITDA(최고)	0.0	17.0	9.8	8.7	8.0
EV/EBITDA(최저)	0.0	11.3	7.2	6.2	5.5

# SK COMPANY Analysis



Analyst  
이달미

talmi@sk.co.kr  
02-3773-9952

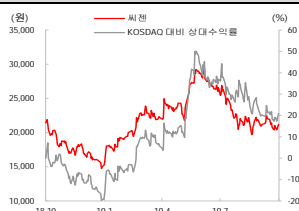
## Company Data

자본금	131 억원
발행주식수	2,623 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	5,562 억원
주요주주	
천종윤(외24)	32.76%
KB자산운용	5.09%
외국인지분률	19.40%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(19/10/07)	21,200 원
KOSDAQ	627.21 pt
52주 Beta	0.94
52주 최고가	29,500 원
52주 최저가	14,750 원
60일 평균 거래대금	23 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.9%	-1.2%
6개월	-4.3%	14.7%
1개월	-1.6%	21.4%

씨젠 (096530/KQ | 매수(유지) | T.P 38,000 원(유지))

## 신제품 출시효과로 호실적이 전망되는 3 분기

동사의 2019 년 3 분기 실적은 매출액 275 억원(+26.1%YoY), 영업이익 40 억원(+184.8%YoY)으로 전년대비 큰 폭의 성장세가 예상, 시장 컨센서스를 상회할 전망이다. 3 분기 호실적의 주된 원인은 1) 신제품 출시효과, 2) 싸이트수 오픈 때문임. 씨모피셔와 공동 파트너링을 통한 미국 FDA 허가 추진은 다소 지연되고 있으나 문제해결 이후 바로 재추진 예정. 동사에 대한 투자 의견 매수와 목표주가 38,000 원을 유지함.

## 2019 년 3 분기 실적 Preview

동사의 2019 년 3 분기 실적은 매출액 275 억원(+26.1%YoY), 영업이익 40 억원(+184.8%YoY)으로 전년대비 큰 폭의 성장세가 예상, 시장 컨센서스를 상회할 전망이다. 2018 년 하반기에 출시된 총 8 개의 신제품이 2019 년부터 본격적인 매출창출이 시작되면서 1 분기부터 시작된 실적 성장세가 하반기까지 이어지고 있는 상황. 또한 싸이트수 역시 2019 년 500 개 오픈을 목표로 하고 있는데 상반기에 이미 200 개의 싸이트수 오픈. 나머지도 하반기에 오픈할 예정이 있어 싸이트수 오픈에 따른 실적 성장세도 가능할 것으로 판단됨.

## 투자의견 매수 및 목표주가 38,000 원을 유지

동사는 씨모피셔와의 공동 파트너링을 통해 미국 FDA 허가를 추진했었음. 하지만 장비 관련 문제로 FDA 허가 추진이 다소 지연되고 있는 상황. 현재 씨모피셔와의 문제 해결을 위해 조만간 논의를 할 예정이고 문제 해결 이후에는 FDA 진행을 다시 추진할 예정임. 기대했던 미국 FDA 허가 추진이 다소 지연되고 있는 점은 아쉬우나 하반기에 지속되는 호실적세가 긍정적으로 판단되어 투자의견 매수 및 목표주가 38,000 원을 유지함.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	억원	737	869	1,008	1,169	1,314	1,475
yoy	%	13.1	17.9	16.1	16.0	12.4	12.3
영업이익	억원	101	71	90	193	222	253
yoy	%	16.8	-29.5	26.6	113.9	15.1	14.4
EBITDA	억원	166	136	167	270	295	312
세전이익	억원	94	9	96	236	268	283
순이익(지배주주)	억원	71	20	98	218	228	241
영업이익률%	%	13.7	8.2	8.9	16.5	16.9	17.2
EBITDA%	%	22.6	15.6	16.6	23.1	22.5	21.2
순이익률	%	9.7	2.4	9.7	18.6	17.3	16.3
EPS(계속사업)	원	272	92	351	831	869	917
PER	배	128.7	362.4	45.6	25.5	24.4	23.1
PBR	배	6.5	7.0	3.1	3.6	3.1	2.8
EV/EBITDA	배	53.4	63.6	23.5	19.2	17.2	15.9
ROE	%	5.1	1.5	7.5	14.8	13.6	12.7
순차입금	억원	-338	-229	-339	-480	-576	-697
부채비율	%	46.0	31.5	25.7	27.9	26.2	25.3

그림 1. 씨젠의 2019 년 3 분기 실적 Preview

(억원, %)	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E		증감율		시장컨센서스
					당사추정치	시장컨센서스	YoY	QoQ	차이
매출액	218.1	299.4	274.9	279.5	275.0	274.0	26.1	(1.6)	0.4
영업이익	13.9	46.7	58.1	33.9	39.7	34.0	184.8	17.2	16.7
세전이익	13.3	42.7	65.8	73.0	46.4	37.0	248.7	(36.4)	25.5
순이익	9.1	57.0	51.1	93.6	34.8	24.0	282.0	(62.8)	45.1
영업이익률	6.4	15.6	21.1	12.1	14.4	12.4			
세전이익률	6.1	14.3	24.0	26.1	16.9	13.5			
순이익률	4.2	19.0	18.6	33.5	12.7	8.8			

자료 : SK 증권 추정치

그림 2. 씨젠의 연간 실적전망 변경

(억원, %)	변경후			변경전			변경률		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
매출액	1,169	1,314	1,475	1,186	1,314	1,475	(1.4)	0.0	0.0
영업이익	193	222	253	187	214	259	3.0	3.6	(2.1)
세전이익	236	268	283	203	231	277	16.4	16.0	2.1
순이익	218	228	241	158	179	215	37.8	27.3	11.9
EPS	831	869	917	602	683	821	38.0	27.2	11.7
영업이익률	16.5	16.9	17.2	15.7	16.3	17.6	0.8	0.6	(0.4)

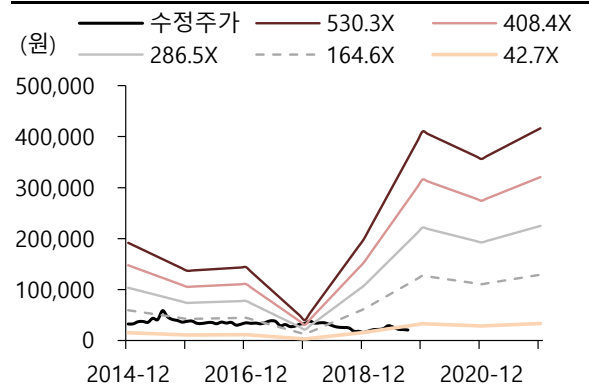
자료 : SK 증권 추정치

그림 3. 씨젠의 분기 및 연간 실적전망 Table

(억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출액	244.6	246.1	218.1	299.4	274.9	279.5	275.0	340.0	868.5	1,008.2	1,169.4	1314.0
영업이익	15.9	13.5	13.9	46.7	58.1	33.9	39.7	60.9	71.1	90.0	192.5	221.6
세전이익	18.7	21.1	13.3	42.7	65.8	73.0	46.4	50.9	8.8	95.8	236.2	268.0
순이익	17.6	14.5	9.1	57.0	51.1	93.6	34.8	38.2	20.4	98.1	217.7	227.8
성장률YoY(%)												
매출액	17.5	11.6	8.7	25.2	12.4	13.6	26.1	13.5	17.9	16.1	16.0	12.4
영업이익	-54.1	-61.7	-9.6	-427.9	265.2	150.6	184.8	30.5	-29.5	26.6	113.9	15.1
세전이익	흑전	15.3	-24.5	흑전	251.6	246.4	248.7	19.2	-90.6	983.5	146.5	13.5
순이익	흑전	-0.5	-30.4	흑전	190.6	547.7	282.0	-33.0	-71.5	380.5	121.9	4.6
수익률(%)												
영업이익	6.5	5.5	6.4	15.6	21.1	12.1	14.4	17.9	8.2	8.9	16.5	16.9
세전이익	7.7	8.6	6.1	14.3	24.0	26.1	16.9	15.0	1.0	9.5	20.2	20.4
순이익	7.2	5.9	4.2	19.0	18.6	33.5	12.7	11.2	2.4	9.7	18.6	17.3

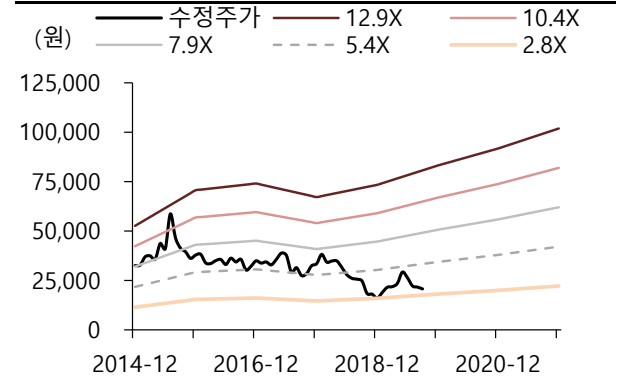
자료 : SK 증권 추정치

그림 4. 씨젠의 PER 밴드차트



자료: 데이터가이드, SK 증권

그림 5. 씨젠의 PBR 밴드차트



자료: 데이터가이드, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.10.08	매수	38,000원	6개월		
2019.05.30	매수	38,000원	6개월	-37.09%	-22.37%
2019.05.03	Not Rated				
2018.02.02	Not Rated				



### Compliance Notice

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

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 10월 8일 기준)

매수	91.91%	중립	8.09%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	1,205	1,245	1,527	1,757	2,020
현금및현금성자산	278	326	475	616	793
매출채권및기타채권	541	558	634	705	777
재고자산	193	226	257	302	354
<b>비유동자산</b>	444	489	478	499	511
장기금융자산	24	29	26	26	26
유형자산	184	186	152	110	86
무형자산	64	60	62	64	65
<b>자산총계</b>	1,648	1,734	2,005	2,256	2,531
<b>유동부채</b>	197	261	323	367	415
단기금융부채	70	84	123	143	163
매입채무 및 기타채무	100	139	157	177	198
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	197	94	114	101	97
장기금융부채	129	18	12	7	2
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	2	3	4	5	6
<b>부채총계</b>	395	355	437	468	512
<b>지배주주지분</b>	1,250	1,376	1,566	1,785	2,018
자본금	131	131	131	131	131
자본잉여금	838	833	813	813	813
기타자본구성요소	-112	-112	-112	-112	-112
자기주식	-112	-112	-112	-112	-112
이익잉여금	400	530	739	967	1,208
비지배주주지분	3	3	2	2	2
<b>자본총계</b>	1,253	1,379	1,568	1,787	2,019
<b>부채외자본총계</b>	1,648	1,734	2,005	2,256	2,531

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동현금흐름</b>	52	158	215	126	153
당기순이익(손실)	20	98	218	228	240
비현금성항목등	126	83	99	67	72
유형자산감가상각비	50	65	71	67	51
무형자산감가상각비	14	12	7	7	7
기타	21	24	9	-28	-10
운전자본감소(증가)	-65	-25	-93	-129	-117
매출채권및기타채권의 감소(증가)	1	23	-49	-71	-72
재고자산감소(증가)	-98	-73	-45	-45	-52
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	26	43	16	19	22
기타	5	-18	-15	-31	-15
법인세납부	-30	1	-9	-40	-42
<b>투자활동현금흐름</b>	114	-5	-68	6	16
금융자산감소(증가)	183	32	-20	30	40
유형자산감소(증가)	-32	-27	-12	-25	-27
무형자산감소(증가)	-15	-10	-8	-8	-8
기타	-22	0	-28	10	11
<b>재무활동현금흐름</b>	-379	-105	-13	9	8
단기금융부채증가(감소)	32	15	15	20	20
장기금융부채증가(감소)	-377	-117	-24	-5	-5
자본의증가(감소)	-30	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-3	-4	-4	-6	-7
<b>현금의 증가(감소)</b>	-220	48	149	141	177
기초현금	498	278	326	475	616
기말현금	278	326	475	616	793
FCF	170	121	123	100	122

자료 : 씨젠 SK증권 추정

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	869	1,008	1,169	1,314	1,475
<b>매출원가</b>	287	346	386	433	487
<b>매출총이익</b>	582	663	784	881	988
매출총이익률 (%)	67.0	65.7	67.0	67.0	67.0
<b>판매비와관리비</b>	511	573	591	659	735
영업이익	71	90	193	222	253
영업이익률 (%)	8.2	8.9	16.5	16.9	17.2
비영업손익	-62	6	44	46	29
<b>순금융비용</b>	9	-1	-2	-3	-4
외환관련손익	-37	6	13	13	13
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	2	2	2	2	2
세전계속사업이익	9	96	236	268	283
세전계속사업이익률 (%)	1.0	9.5	20.2	20.4	19.2
계속사업법인세	-16	4	18	40	42
<b>계속사업이익</b>	25	92	218	228	240
중단사업이익	-4	6	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	20	98	218	228	240
<b>순이익률 (%)</b>	2.4	9.7	18.6	17.3	16.3
지배주주	20	98	218	228	241
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	2.29	9.75	18.63	17.35	16.32
<b>비지배주주</b>	1	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	8	94	209	219	232
<b>지배주주</b>	7	94	209	220	232
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
EBITDA	136	167	270	295	312

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	17.9	16.1	16.0	12.4	12.3
영업이익	-29.5	26.6	113.9	15.1	14.4
세전계속사업이익	-90.6	983.5	146.5	13.5	5.6
EBITDA	-18.4	23.3	61.2	9.3	5.8
EPS(계속사업)	-66.0	279.3	136.9	4.6	5.6
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	1.5	7.5	14.8	13.6	12.7
ROA	1.1	5.8	11.7	10.7	10.1
EBITDA마진	15.6	16.6	23.1	22.5	21.2
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	609.9	478.0	473.1	478.2	486.8
부채비율	31.5	25.7	27.9	26.2	25.3
순차입금/자기자본	-18.3	-24.6	-30.6	-32.2	-34.5
EBITDA/이자비용(배)	8.3	42.1	54.5	45.4	43.2
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	92	351	831	869	917
BPS	4,766	5,245	5,968	6,805	7,690
CFPS	322	670	1,126	1,149	1,140
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	434.9	112.8	35.5	33.9	32.2
PER(최저)	286.7	45.6	17.8	17.0	16.1
PBR(최고)	8.4	7.5	4.9	4.3	3.8
PBR(최저)	5.6	3.1	2.5	2.2	1.9
PCR	103.9	23.9	18.8	18.5	18.6
EV/EBITDA(최고)	76.5	60.4	27.2	24.6	22.9
EV/EBITDA(최저)	-1.2	23.5	12.9	11.5	10.5

# SK COMPANY Analysis



Analyst  
**이달미**

talmi@sk.com.kr  
02-3773-9952

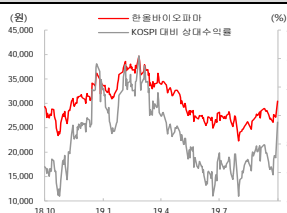
## Company Data

자본금	261 억원
발행주식수	5,224 만주
자사주	106 만주
액면가	500 원
시가총액	15,907 억원
주요주주	
(주)대웅제약(외5)	35.90%
국민연금공단	7.12%
외국인지분률	7.30%
배당수익률	0.00%

## Stock Data

주가(19/10/07)	30,450 원
KOSPI	2021.73 pt
52주 Beta	1.48
52주 최고가	39,650 원
52주 최저가	22,300 원
60일 평균 거래대금	71 억원

## 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	10.5%	9.8%
6개월	-11.1%	-2.8%
1개월	1.7%	14.0%

한올바이오파마 (009420/KS | 매수(유지) | T.P 41,000 원(유지))

## 마일스톤 유입은 3 분기에도 지속될 전망

동사의 2019 년 3 분기 실적은 매출액 277 억원(+15.7%YoY), 영업이익 33 억원(+55.4%YoY) 으로 시장 컨센서스를 소폭 상회할 전망. 3 분기 실적 호조세의 원인은 8 월 중국 하버바이오메드를 통한 100 만불의 추가 마일스톤 유입 때문. 중국 하버바이오메드와 로이반트로의 임상 진입에 따른 추가 마일스톤 유입은 2020 년까지 지속될 것으로 전망되어 긍정적으로 판단, 투자의견 매수와 목표주가 41,000 원을 유지함.

## 2019 년 3 분기 실적 Preview

동사의 2019 년 3 분기 실적은 매출액 277 억원(+15.7%YoY), 영업이익 33 억원(+55.4%YoY) 로 시장 컨센서스를 소폭 상회할 전망. 3 분기 실적 호조세의 원인은 8 월 중국 하버바이오메드를 통한 100 만불의 추가 마일스톤 유입 때문. HL161 에 대해 중국에서 소규모 임상 1 상을 진행, 완료하여 이에 대한 마일스톤 100 만불이 추가 지급 되면서 호실적이 예상됨.

## 투자의견 매수와 목표주가 41,000 원 유지

HL161 의 중국 임상은 2019 년 4 분기 중으로 임상 2 상에 들어갈 예정이고 임상진입에 따른 추가 마일스톤 역시 4 분기 유입될 전망. HL036 에 대한 중국 임상 2 상 결과는 10 월말에 발표될 예정이며 발표 이후 2019 년 말이나 2020 년 초에 임상 3 상에 진입할 예정. HL036 의 중국 임상 3 상 진입시 추가적인 마일스톤 200 만불이 하버바이오메드로부터 예상됨. 로이반트로 기술수출된 HL161 은 2020 년 중순쯤 임상 3 상 진입할 예정이고 임상진입에 따른 추가 마일스톤이 전망됨. 따라서 동사의 실적은 올해에 이어서 내년까지 지속적으로 증가세가 전망되어 긍정적인 것으로 판단, 투자의견 매수와 목표주가 41,000 원을 유지함.

## 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	억원	829	842	918	1,080	1,285	1,544
yoy	%	3.6	1.6	9.0	17.7	19.0	20.2
영업이익	억원	3	35	55	153	227	295
yoy	%	흑전	1,140.4	54.6	178.7	48.9	30.0
EBITDA	억원	25	57	75	179	252	316
세전이익	억원	17	26	40	169	269	343
순이익(지배주주)	억원	20	58	33	149	237	302
영업이익률%	%	0.3	4.2	6.0	14.1	17.7	19.1
EBITDA%	%	3.0	6.8	8.1	16.6	19.6	20.5
순이익률	%	2.4	6.9	3.6	13.8	18.5	19.6
EPS(계속사업)	원	39	111	63	284	454	579
PER	배	338.0	219.3	573.1	107.0	67.0	52.6
PBR	배	6.6	11.5	16.2	11.9	10.0	8.3
EV/EBITDA	배	253.1	207.6	241.8	83.6	58.4	45.6
ROE	%	2.0	5.4	2.9	11.8	16.2	17.2
순차입금	억원	-549	-956	-894	-962	-1,190	-1,481
부채비율	%	19.5	51.7	38.8	37.2	36.1	35.3



그림 1. 한올바이오파마의 2019 년 3 분기 실적 Preview

(억원, %)	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E		증감율		시장컨센서스
					당사추정치	시장컨센서스	YoY	QoQ	차이
매출액	239.8	232.4	245.0	298.2	277.4	265.0	15.7	(7.0)	4.7
영업이익	21.3	14.6	25.5	70.1	33.1	26.0	55.4	(52.7)	27.4
세전이익	25.6	(23.6)	32.9	53.8	42.3	48.0	65.2	(21.4)	(11.9)
순이익	25.5	(26.7)	33.0	41.9	36.0	35.0	41.0	(14.2)	2.7
영업이익률	8.9	6.3	10.4	23.5	11.9	9.8			
세전이익률	10.7	-10.1	13.4	18.0	15.2	18.1			
순이익률	10.6	-11.5	13.5	14.1	13.0	13.2			

자료 : SK 증권 추정치

그림 2. 한올바이오파마의 연간 실적전망 변경

(억원, %, %pt)	변경후			변경전			변경률		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
매출액	1,080	1,285	1,544	1,084	1,293	1,556	(0.3)	(0.6)	(0.7)
영업이익	153	227	295	158	236	307	(3.4)	(3.8)	(3.8)
세전이익	169	269	343	171	253	330	(1.4)	6.5	4.0
순이익	149	237	302	151	222	290	(1.6)	6.9	4.3
EPS	284	454	579	288	425	555	(1.2)	6.9	4.3
영업이익률	14.1	17.7	19.1	14.6	18.2	19.7	(0.5)	(0.5)	(0.6)

자료 : SK 증권 추정치

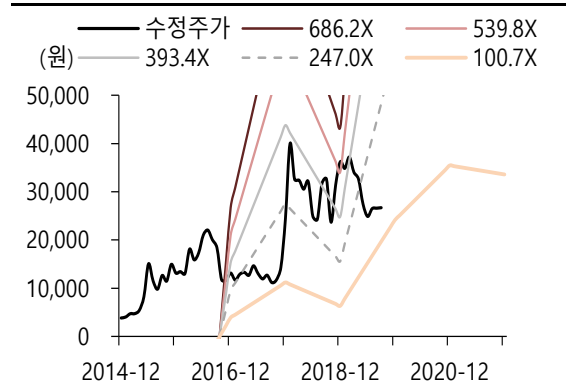
그림 3. 한올바이오파마의 분기 및 연간 실적전망 Table

(억원, %)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출액	220.9	225.4	239.8	232.4	245.0	298.2	277.4	259.9	842.3	918.4	1,080.4	1,285.4
의약품 판매	194.9	192.2	211.2	208.3	210.6	210.6	217.6	236.5	727.2	806.6	887.5	979.1
기술료 수익	17.0	17.0	17.0	10.2	124.2	26.5	58.3	34.0	45.2	61.2	147.4	265.4
기타	9.0	16.2	11.6	13.8	86.3	8.0	22.3	6.9	69.9	50.6	45.5	40.9
영업이익	2.8	16.1	21.3	14.6	25.5	70.1	33.1	23.9	35.4	54.7	152.6	227.1
세전이익	7.2	30.7	25.6	-23.6	32.9	53.8	42.3	39.7	26.3	40.0	168.7	269.3
순이익	7.2	27.0	25.5	-26.7	33.0	41.9	36.0	37.8	58.1	33.0	148.6	237.3
성장률YoY(%)												
매출액	15.6	9.4	-2.4	16.5	10.9	32.3	15.7	11.8	1.6	9.0	17.6	19.0
영업이익	-132.5	526.1	3.5	-29.7	821.3	336.4	55.4	63.5	1,140.4	54.6	178.7	48.9
세전이익	-273.0	534.4	-3.8	2,145.3	358.1	74.9	65.2	-268.7	56.9	52.2	322.1	59.7
순이익	-273.0	443.6	-5.5	-188.0	360.0	55.2	41.0	-241.5	186.9	-43.2	350.3	59.7
수익률(%)												
영업이익	1.3	7.1	8.9	6.3	10.4	23.5	11.9	9.2	4.2	6.0	14.1	17.7
세전이익	3.2	13.6	10.7	-10.1	13.4	18.0	15.2	15.3	3.1	4.4	15.6	21.0
순이익	3.2	12.0	10.6	-11.5	13.5	14.1	13.0	14.5	6.9	3.6	13.8	18.5

자료 : SK 증권 추정치

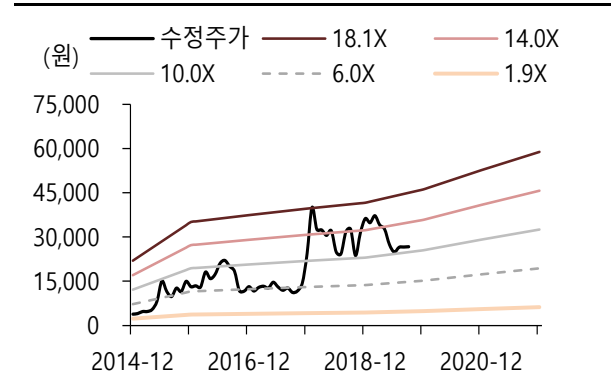


그림 4. 한올바이오파마의 PER 밴드차트



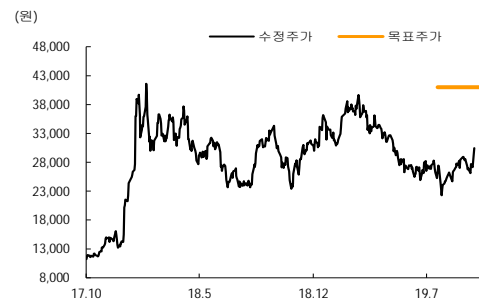
자료 : 데이터가이드, SK 증권

그림 5. 한올바이오파마의 PBR 밴드차트



자료 : 데이터가이드, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.10.08	매수	41,000원	6개월		
2019.07.31	매수	41,000원	6개월	-35.24%	-25.73%
2018.11.28	Not Rated				



### Compliance Notice

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

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 10 월 8 일 기준)

매수	91.91%	중립	8.09%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 재무상태표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	1,384	1,284	1,405	1,715	2,111
현금및현금성자산	419	227	191	419	710
매출채권및기타채권	190	173	194	230	277
재고자산	165	155	174	206	248
<b>비유동자산</b>	303	339	434	459	487
장기금융자산	18	61	120	120	120
유형자산	134	138	125	104	87
무형자산	102	55	63	59	55
<b>자산총계</b>	1,687	1,623	1,839	2,175	2,598
<b>유동부채</b>	528	218	247	294	352
단기금융부채	0	0	4	4	4
매입채무 및 기타채무	134	88	98	117	140
단기충당부채	25	27	31	36	44
<b>비유동부채</b>	47	236	251	283	326
장기금융부채	0	0	2	2	2
장기매입채무 및 기타채무	13	10	10	10	10
장기충당부채	1	1	1	2	2
<b>부채총계</b>	575	454	498	577	678
<b>지배주주지분</b>	1,112	1,169	1,340	1,598	1,920
자본금	261	261	261	261	261
자본잉여금	1,124	1,124	1,124	1,124	1,124
기타자본구성요소	-33	-28	-26	-26	-26
자기주식	-33	-33	-33	-33	-33
이익잉여금	-245	-213	-65	173	475
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	1,112	1,169	1,340	1,598	1,920
<b>부채외자본총계</b>	1,687	1,623	1,839	2,175	2,598

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동현금흐름</b>	410	-49	120	203	261
당기순이익(손실)	58	33	149	237	302
비현금성항목등	24	102	53	15	14
유형자산감가상각비	15	14	22	21	17
무형자산감가상각비	6	6	4	4	4
기타	11	93	34	-9	-9
운전자본감소(증가)	328	-172	-76	-16	-14
매출채권및기타채권의 감소(증가)	35	14	-23	-37	-46
재고자산감소(증가)	4	-14	-23	-33	-42
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	47	-50	-22	19	24
기타	241	-122	-7	35	50
법인세납부	1	-12	-6	-33	-41
<b>투자활동현금흐름</b>	-89	-142	-154	24	30
금융자산감소(증가)	-82	-142	-167	0	0
유형자산감소(증가)	-14	-19	-7	0	0
무형자산감소(증가)	-5	0	0	0	0
기타	11	19	20	24	30
<b>재무활동현금흐름</b>	6	0	-2	0	0
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	-2	0	0
자본의증가(감소)	6	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	324	-192	-35	227	291
기초현금	95	419	227	191	419
기말현금	419	227	191	419	710
FCF	453	-64	149	221	267

자료 : 한올바이오파마, SK증권

## 포괄손익계산서

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	842	918	1,080	1,285	1,544
<b>매출원가</b>	416	428	466	541	650
<b>매출총이익</b>	427	490	614	744	895
매출총이익률 (%)	50.7	53.4	56.8	57.9	57.9
<b>판매비와관리비</b>	391	436	461	517	600
영업이익	35	55	153	227	295
영업이익률 (%)	4.2	6.0	14.1	17.7	19.1
비영업손익	-9	-15	16	42	48
<b>순금융비용</b>	-9	-19	-21	-24	-30
외환관련손익	-2	8	9	9	9
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	26	40	169	269	343
세전계속사업이익률 (%)	3.1	4.4	15.6	21.0	22.2
계속사업법인세	-32	7	20	32	41
<b>계속사업이익</b>	58	33	149	237	302
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	58	33	149	237	302
<b>순이익률 (%)</b>	6.9	3.6	13.8	18.5	19.6
<b>지배주주</b>	58	33	149	237	302
<b>지배주주귀속 순이익률(%)</b>	6.9	3.59	13.76	18.46	19.58
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	63	52	169	258	323
<b>지배주주</b>	63	52	169	258	323
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
EBITDA	57	75	179	252	316

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	1.6	9.0	17.7	19.0	20.2
영업이익	1,140.4	54.6	178.7	48.9	30.0
세전계속사업이익	56.9	52.2	322.1	59.7	27.4
EBITDA	126.3	30.9	139.9	40.8	25.5
EPS(계속사업)	186.0	-43.2	350.3	59.7	27.4
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	5.4	2.9	11.8	16.2	17.2
ROA	4.0	2.0	8.6	11.8	12.7
EBITDA마진	6.8	8.1	16.6	19.6	20.5
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	262.1	588.9	567.9	584.1	599.6
부채비율	51.7	38.8	37.2	36.1	35.3
순차입금/자기자본	-86.0	-76.4	-71.8	-74.5	-77.1
EBITDA/이자비용(배)	0.0	0.0	2,201.0	1,837.7	2,305.9
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	111	63	284	454	579
BPS	2,129	2,238	2,566	3,059	3,676
CFPS	153	101	335	502	619
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	219.3	658.5	139.4	87.3	68.5
PER(최저)	100.7	370.4	78.4	49.1	38.5
PBR(최고)	11.5	18.6	15.5	13.0	10.8
PBR(최저)	5.3	10.5	8.7	7.3	6.1
PCR	159.8	357.5	90.8	60.7	49.2
EV/EBITDA(최고)	207.6	279.6	110.4	77.5	60.8
EV/EBITDA(최저)	86.7	152.2	59.8	41.5	32.2

# memo

---