



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



Analyst
이달미
talmi@sksecurities.co.kr
02-3773-9952

제약/바이오

옥석가리기가 더욱 중요해지는 시점

2019년 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 특신 수출은 2019년 하반기부터 큰 폭의 증가세 시현. 신약개발 모멘텀이 부재한 상황에서는 해외수출을 통한 실적개선이 가능한 업체에 주목해야 할 것으로 판단됨. Top Pick은 셀트리온과 셀트리온헬스케어, 차선호주는 한울바이오파마와 씨젠을 추천함.

옥석을 가려야 하는 시기

2019년 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 코오롱티슈진의 관절염 치료제 '인보사' 사태, 에이치엘비의 실망스러운 임상 3상 결과발표, 신라젠의 무용성 평가 발표, 헬릭스미스의 임상 3상 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

2019년 3분기 월별 의약품 수출액은 7월 +1.7%YoY, 8월 -8.3%YoY, 9월 +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 4분기 수출액은 더욱 증가할 전망. 2019년 3분기 보툴리눔 톡신 수출액은 7월 +190.6%YoY, 8월 +81.7%YoY로 높은 성장률 시현 중. 특히 국가별 톡신 수출액을 살펴봤을 때 수출국가에 미국이 추가되었다는 점은 국내 톡신 수출이 한단계 업그레이드 되었다고 판단됨. 최근 나보타는 유럽 허가를 추가로 받았기 때문에 2020년부터 톡신 수출 국가에 유럽이 추가되면서 국내 톡신 업체들이 글로벌 톡신 업체로 거듭날 수 있을 전망.

2019년 3분기 실적 Preview Summary

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

Contents

| | |
|---------------------------------|---|
| 1. 옥석을 가려야 하는 시기 | 3 |
| 2. 2019년 3분기 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 하락 하였다. 대부분의 업체들이 상반기부진 한 실적을 발표하였고 연초에 기대되었던 R&D 모멘텀이 실망스러운 결과를 초래하면 서 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 톡신 업체들의 균주 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 |
| SK바이오파 | 세노바메이트 | 2019년 하반기 미국 FDA 허가 예상 |
| SK케미칼 | 폐렴구균백신 | 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: 각사, SK증권

그림 2. 2014년 이후 제약업종 지수 추이



자료 : 데이터가이드, SK증권

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.

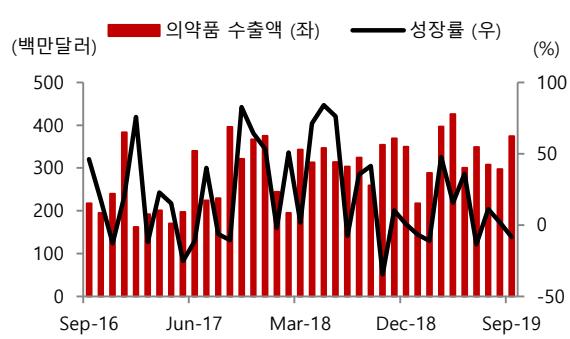
단, 상당수의 리스크가 노출된 현 시점에서는 옥석가리기로 접근할 필요가 있다. 임상이 실패했고 기술수출된 신약이 반환되었다고 국내 제약/바이오 기술력을 모두 폄하할 이유는 없다. 그 중에서도 분명히 기술력이 우수한 업체는 존재하기 때문에 옥석가리기 를 해야 한다. 그리고 그러한 업체는 이미 유력 회사로의 기술수출을 통해 마일스톤 유입과 해외수출을 통한 실적개선이 기대되는 업체로 봐도 무방하다.

(2) 해외수출만이 살길이다

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

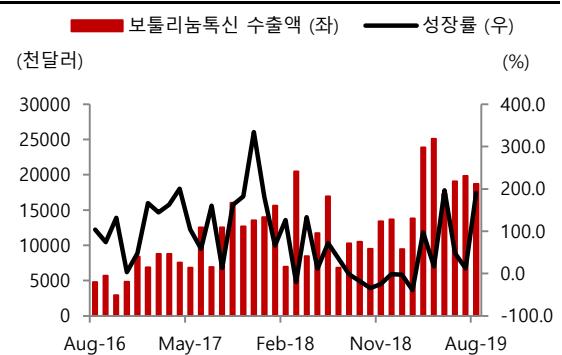
한편 2019년 3분기 보툴리눔 톡신 수출액도 7월 +190.6%YoY, 8월 +81.7%YoY로 높은 성장률을 보이고 있다. 특히 눈여겨봐야 할 부분은 국가별 톡신 수출액을 살펴봤을 때 2018년 말부터 수출국가에 미국이 추가되었다는 점이다. 기존 톡신 수출국가들이 대부분 중국, 홍콩, 태국과 같은 아시아 국가들이었다면 이번 대응제약의 나보타가 미국 FDA 허가를 받으면서 추가적 수출국가로 미국이 포함되었고 비중도 빠르게 늘고 있다. 이러한 점은 국내 톡신 수출이 한단계 업그레이드 됐음을 증명한 것이다. 게다가 최근 나보타는 유럽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

그림 3. 국내 의약품 수출액



자료 : 산업통상자원부, SK 증권

그림 4. 보툴리눔 톡신 수출액

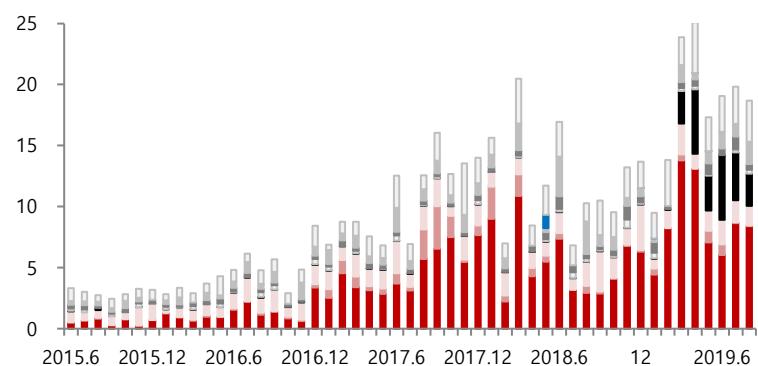


자료 : 산업통상자원부, SK 증권

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

그림 5. 국가별 보툴리눔톡신 수출액

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



자료 : 산업통상자원부, SK증권

2. 2019년 3분기 실적 Preview Summary

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

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

통신업체들은 메디톡스와 대웅제약의 경우 균주 논란으로 관련 소송비용 증가가 예상되어 실적부진이 예상된다. 또한 대웅제약은 라니티딘 이슈로 알비스가 판매중지 되면서 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 2분기대비 부진할 전망이다. 하지만 전년대비로는 여전히 큰 폭의 이익증가세가 예상된다.

전통제약사 중 유한양행은 지난 2018년 3분기와 2019년 2분기 어닝쇼크에서 벗어나 2019년 3분기에는 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 고성장세가 예상되나 코폴리에스터 실적부진으로 이익개선 폭은 전년대비 미미할 전망이다. 씨젠과 한올바이오파마의 경우에는 큰 폭의 영업이익 개선세가 전망되는데 씨젠은 +184.8%YoY, 한올바이오파마는 +55.4%YoY의 영업이익 성장세가 전망된다. 씨젠은 지속적인 신제품 출시 효과, 한올바이오파마는 기술수출된 HL161의 추가 마일스톤 유입이 예상된다.

따라서 당사는 공장 가동률 상승 및 램시마SC 출시를 앞두고 있는 셀트리온과 셀트리온헬스케어를 Top Pick으로 선정하며 차선호주로는 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 | 1709 | 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) | 493 | (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 | (502) | 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 | 7093 | 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 | 2054.4 | 2097.2 | 2465.2 | 40.2 | 7.3 | 32.8 | 62 |
| | YoY | 19.7 | (18.0) | (24.8) | 0.1 | 11.7 | 134 | 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 | 24 |
| | 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 | 29 |
| | YoY | 2.9 | 20.5 | 10.3 | 10.6 | 10.7 | 89 | 89 | 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 | 161 | 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 | | | | |
| 한울바이오파마 (BUY, 목표주가 41,000원) | 매출액 | 239.8 | 232.4 | 245.0 | 298.2 | 277.4 | 9184 | 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 | 64 | 6.6 | 4.6 | 14.6 | 195 | 10.7 | 17.5 | | | | |
| | 영업이익 | 2007.7 | 514.9 | 1702.7 | 1899.0 | 2745.7 | 77895 | 95083 | 15710.7 | | | | |
| | YoY | (47.5) | (77.4) | (352) | (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 |
| 투자의견 | 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 | 1,821 | 8,668 | 878 | 869 |
| | 18 | 10,160 | 5,672 | 15,188 | 9,821 | 7,135 | 5,358 | 2,054 | 1,824 | 9,435 | 13,677 | 1,008 |
| | 19E | 11,004 | 5,956 | 15,146 | 10,923 | 11,267 | 5,921 | 2,097 | 2,117 | 10,274 | 14,075 | 1,169 |
| | 20E | 12,346 | 6,336 | 16,503 | 14,523 | 15,234 | 8,050 | 2,465 | 2,401 | 13,282 | 14,953 | 1,314 |
| 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 | 3.3 | 8.9 |
| | 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 | 17.7 |
| 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@sksecurities.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% |
| 외국인자본률 | 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% |
| 1~7개월 | -35.0% | -27.1% |

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

R&D 모멘텀은 여전히 남아있어

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

2019년 3분기 실적 Preview

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

투자의견 매수 및 목표주가 420,000 원 유지

RAF inhibitor 의 기술수출료 축소로 3분기 실적은 부진하나 사노피와의 계약 수정으로 R&D 비용 축소가 예상되어 2020년에는 영업이익이 성장세를 회복할 것으로 전망됨. 최근의 기술수출 반환 부문은 아쉽지만 사노피로 L/O 된 에페글레나타이드의 임상 3상은 순조롭게 진행되고 있으며 롤론티스의 미국 BLA 허가와 LAPS Triple Agonist의 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 | 2144 | 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 2019년 3분기 실적 Preview

| (억원, %) | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19E | | 증감률 | | 시장건센서스 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 |
| 부경한미 | 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 | 64 | 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 배드차트



자료 : 데이터가이드, SK 증권

그림 5. 한미약품의 PBR 배드차트



자료 : 데이터가이드, SK 증권

| 일시 | 투자의견 | 목표주가 | 목표가격 | | | 고리율 | | |
|------------|------|----------|------|---------|------------|------------|-----|--|
| | | | 대상시점 | 평균주기대비 | | 최고(최저)주기대비 | 고리율 | |
| | | | | 평균주기대비 | 최고(최저)주기대비 | | | |
| 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 | 증립 | 578,905원 | 6개월 | -15.60% | -11.02% | | | |

Compliance Notice

- 작성자(이름)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 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% → 증립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019년 10월 8일 기준)

| | | | | | |
|----|--------|----|-------|----|----|
| 매수 | 91.91% | 증립 | 8.09% | 매도 | 0% |
|----|--------|----|-------|----|----|

재무상태표

| 월 결산(억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | 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 |
| 비유동자산 | 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 |
| 자산총계 | 16,609 | 16,912 | 20,736 | 21,883 | 23,242 |
| 유동부채 | 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 |
| 비유동부채 | 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 |
| 부채총계 | 8,685 | 9,020 | 12,421 | 12,876 | 13,400 |
| 자본주주지분 | 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 |
| 비자본주주지분 | 807 | 860 | 945 | 1,030 | 1,115 |
| 자본총계 | 7,924 | 7,893 | 8,314 | 9,008 | 9,841 |
| 부채와자본총계 | 16,609 | 16,912 | 20,736 | 21,883 | 23,242 |

현금흐름표

| 월 결산(억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | -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 |
| 무형자산상각비 | 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 |
| 투자활동현금흐름 | -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 |
| 재무활동현금흐름 | 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 |
| 현금의 증가(감소) | -831 | 201 | 2,311 | 160 | 814 |
| 기초현금 | 1,304 | 473 | 673 | 2,984 | 3,144 |
| 기밀현금 | 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 |
|-----------------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 9,166 | 10,160 | 11,004 | 12,346 | 13,976 |
| 매출원가 | 3,982 | 4,750 | 5,135 | 5,762 | 6,522 |
| 매출총이익 | 5,184 | 5,409 | 5,869 | 6,585 | 7,454 |
| 매출총이익률 (%) | 56.6 | 53.2 | 53.3 | 53.3 | 53.3 |
| 판매비와관리비 | 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 |
| 순금융비용 | 69 | 152 | 186 | 176 | 170 |
| 외환관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 관계기업투자등 관련손익 | 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 |
| 계속사업이익 | 690 | 342 | 492 | 723 | 864 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 690 | 342 | 492 | 723 | 864 |
| 순이익률 (%) | 7.5 | 3.4 | 4.5 | 5.9 | 6.2 |
| 지배주주 | 604 | 249 | 426 | 657 | 797 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 659 | 245 | 387 | 532 | 571 |
| 비지배주주 | 85 | 93 | 67 | 67 | 67 |
| 총포괄이익 | 644 | 279 | 520 | 751 | 892 |
| 지배주주 | 587 | 192 | 435 | 666 | 807 |
| 비지배주주 | 57 | 87 | 85 | 85 | 85 |
| EBITDA | 1,186 | 1,308 | 1,494 | 1,707 | 1,843 |

주요투자지표

| 월 결산(억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 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 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROE | 88 | 35 | 59 | 86 | 96 |
| ROA | 42 | 20 | 26 | 34 | 38 |
| EBITDA마진 | 12.9 | 12.9 | 13.6 | 13.8 | 13.2 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 103.0 | 129.7 | 137.6 | 147.0 | 159.2 |
| 부채비율 | 109.6 | 114.3 | 149.4 | 143.0 | 136.2 |
| 순자금/자기자본 | 42.4 | 67.5 | 61.0 | 54.5 | 41.6 |
| EBITDA/이자비용(배) | 11.1 | 6.7 | 6.8 | 5.8 | 6.2 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| 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 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| 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@sksecurities.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(와49) | 38.78% |
| 국민연금공단 | 13.29% |
| 외국인자본률 | 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% |
| 1~7개월 | -15.7% | -5.4% |

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

무난한 실적이 예상되는 3 분기

2019년 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 투자의견 매수 및 목표주가 120,000 원 유지.

2019년 3 분기 실적 Preview

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

100% R&D 자회사 큐오라클 설립

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

투자의견 매수 및 목표주가 120,000 원 유지

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

영업실적 및 투자지표

| 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 2019년 3분기 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 | 58 | 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 |

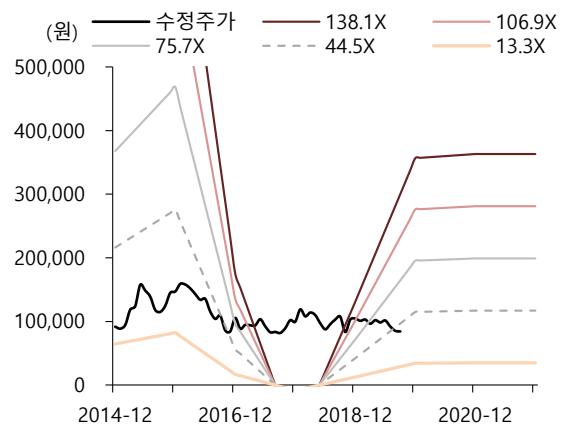
자료 : SK 증권 추정치

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 |
| 오팔몬 | 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 |

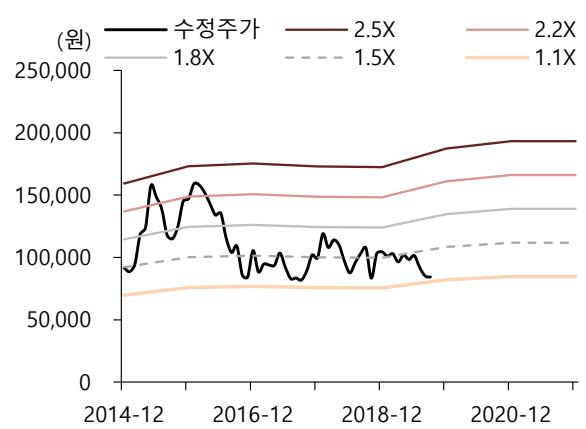
자료 : SK 증권 추정치

그림 4. 동아에스티의 PER 밴드차트

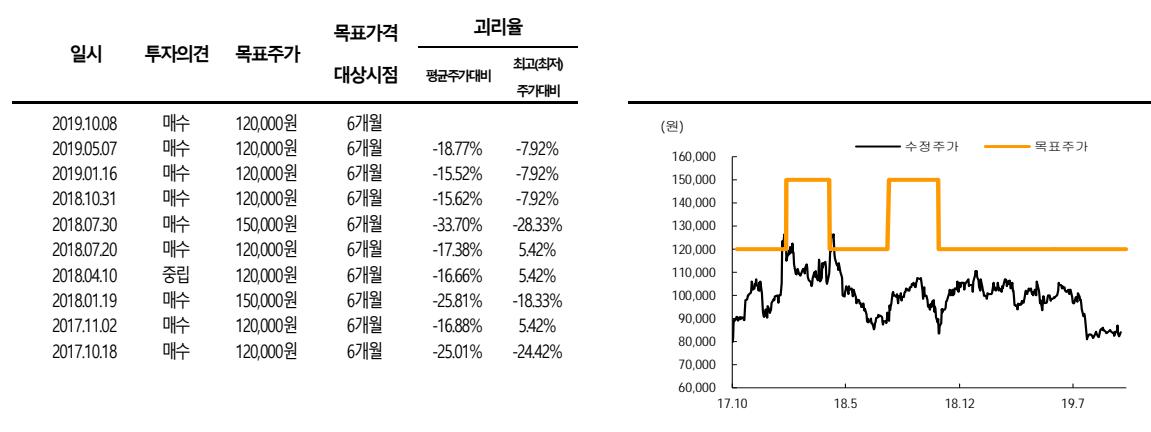


자료 : 데이터가이드, SK 증권

그림 5. 동아에스티의 PBR 밴드차트



자료 : 데이터가이드, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(이달미)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 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 (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 |
|----------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | 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 |
| 비유동자산 | 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 |
| 자산총계 | 8,998 | 9,584 | 10,029 | 10,372 | 10,923 |
| 유동부채 | 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 |
| 비유동부채 | 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 |
| 부채총계 | 3,185 | 3,693 | 3,810 | 3,712 | 3,786 |
| 지배주주지분 | 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 |
| 자본총계 | 5,813 | 5,891 | 6,219 | 6,660 | 7,138 |
| 부채와자본총계 | 8,998 | 9,584 | 10,029 | 10,372 | 10,923 |

현금흐름표

| 월 결산(억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | 644 | 632 | 43 | 585 | 521 |
| 당기순이익(손실) | -52 | 176 | 409 | 478 | 516 |
| 비현금성항목등 | 566 | 543 | 287 | 247 | 224 |
| 유형자산감가상각비 | 207 | 190 | 188 | 175 | 152 |
| 무형자산상각비 | 10 | 10 | 10 | 9 | 9 |
| 기타 | 94 | 278 | 74 | 0 | 0 |
| 운전자본감소(증가) | 153 | -72 | -519 | -15 | -83 |
| 매출채권및기타채권의 감소증가) | 488 | 172 | -52 | 1 | -65 |
| 재고자산감소증가) | 61 | -81 | -152 | -13 | -80 |
| 매입채무 및 기타채무의 증가감소 | -384 | -14 | 104 | -25 | 38 |
| 기타 | -13 | -149 | -419 | 21 | 23 |
| 법인세납부 | -23 | -15 | -133 | -125 | -135 |
| 투자활동현금흐름 | -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 |
| 재무활동현금흐름 | -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 |
| 현금의 증가(감소) | -945 | 270 | 161 | 341 | 418 |
| 기초현금 | 2,853 | 1,908 | 2,178 | 2,339 | 2,680 |
| 기밀현금 | 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 |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 5,548 | 5,672 | 5,956 | 6,336 | 6,759 |
| 매출원가 | 2,751 | 2,741 | 2,886 | 3,070 | 3,275 |
| 매출총이익 | 2,797 | 2,931 | 3,071 | 3,267 | 3,484 |
| 매출총이익률 (%) | 50.4 | 51.7 | 51.6 | 51.6 | 51.6 |
| 판매비와관리비 | 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 |
| 비영업수익 | -323 | -138 | 69 | 62 | 72 |
| 순금융비용 | 64 | 23 | 25 | 32 | 22 |
| 외환관련손익 | -260 | 82 | 44 | 44 | 44 |
| 관계기업투자등 관련손익 | 0 | 0 | 50 | 50 | 50 |
| 세전계속사업이익 | -82 | 256 | 516 | 604 | 650 |
| 세전계속사업이익률 (%) | -1.5 | 45 | 8.7 | 9.5 | 9.6 |
| 계속사업법인세 | -30 | 81 | 107 | 125 | 135 |
| 계속사업이익 | -52 | 176 | 409 | 478 | 516 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | -52 | 176 | 409 | 478 | 516 |
| 순이익률 (%) | -0.9 | 3.1 | 6.9 | 7.6 | 7.6 |
| 지배주주 | -52 | 176 | 409 | 478 | 516 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | -0.94 | 3.1 | 6.86 | 7.55 | 7.63 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | -35 | 102 | 413 | 483 | 520 |
| 지배주주 | -35 | 102 | 413 | 483 | 520 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA | 458 | 594 | 645 | 726 | 740 |

주요투자지표

| 월 결산(억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 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 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROE | -0.9 | 30 | 6.8 | 7.4 | 75 |
| ROA | -0.5 | 19 | 42 | 4.7 | 48 |
| EBITDA/마진 | 8.3 | 10.5 | 10.8 | 11.5 | 10.9 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 187.9 | 158.4 | 231.0 | 252.4 | 273.1 |
| 부채비율 | 54.8 | 62.7 | 61.3 | 55.7 | 53.0 |
| 순자금/자기자본 | -2.2 | -1.4 | 0.0 | -6.7 | -12.5 |
| EBITDA/이자비용(배) | 5.3 | 8.7 | 8.7 | 8.3 | 8.7 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| 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 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| 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@sksecurities.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% |
| 외국인자본률 | 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% |
| 1~2개월 | 6.6% | 19.6% |

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

2020년 실적개선이 긍정적

동사의 2019년 3분기 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 2020년에는 대규모 마일스톤이 유입되면서 큰 폭의 영업이익 성장세가 예상되며 R&D 모멘텀 또한 여전히 긍정적으로 판단되어 투자의견 매수와 목표주가 300,000 원을 유지함.

2019년 3분기 실적 Preview

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

투자의견 매수와 목표주가 300,000 원 유지

동사의 실적은 3분기는 아쉽지만 2020년에는 큰 폭의 성장세를 시현할 전망. 2020년에 대규모의 마일스톤 유입이 예상되면서 영업이익 성장이 +251.4%YoY를 시현할 것으로 예상됨. 레이저티닙은 올해 하반기 중 국내 및 글로벌 단독 임상3상 진입 예정에 있으며 병용은 내년 글로벌 임상 2상 진입에 있어 이에 따른 추가 마일스톤이 예상됨. 2019년에 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 2019년 3분기 실적 Preview

| (억원, %) | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19E | | 증감율 | | 시장컨센서스 차이 |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|-------|-----------|
| | | | | | 당사추정치 | 시장컨센서스 | YoY | QoQ | |
| 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) |

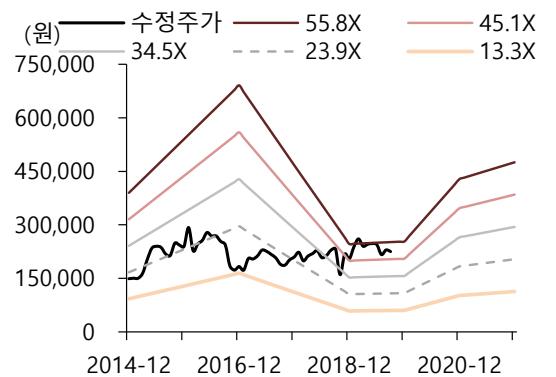
자료 : SK 증권 추정치

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

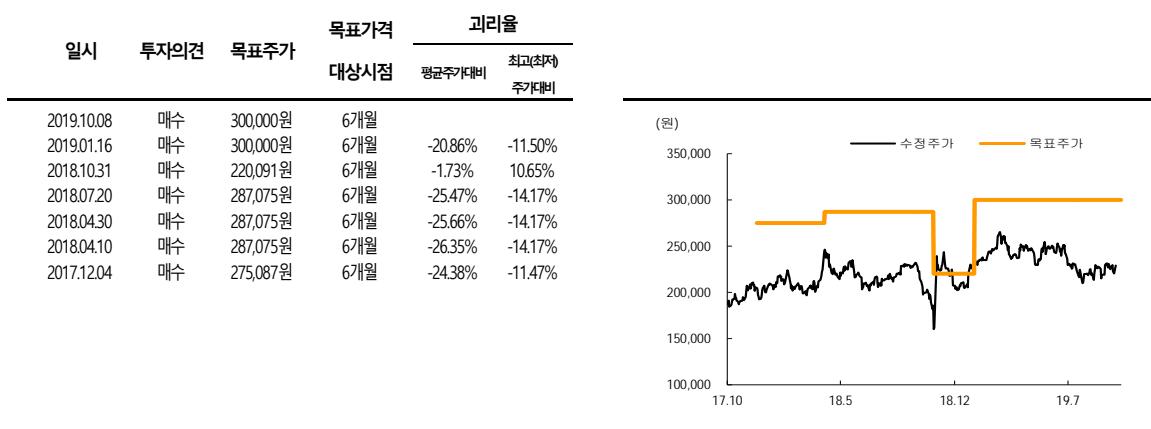


자료 : 데이터가이드, SK 증권

그림 5. 유한양행의 PBR 밴드차트



자료 : 데이터가이드, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(이름)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 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 (2019년 10월 8일 기준)

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

재무상태표

| 월 결산(억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | 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 |
| 비유동자산 | 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 |
| 자산총계 | 20,947 | 21,738 | 22,372 | 23,599 | 25,044 |
| 유동부채 | 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 |
| 비유동부채 | 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 |
| 부채총계 | 4,883 | 5,221 | 5,686 | 6,352 | 6,863 |
| 지배주주지분 | 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 |
| 자본총계 | 16,063 | 16,517 | 16,686 | 17,247 | 18,181 |
| 부채와자본총계 | 20,947 | 21,738 | 22,372 | 23,599 | 25,044 |

현금흐름표

| 월 결산(억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | 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 |
| 무형자산상각비 | 22 | 42 | 50 | 48 | 42 |
| 기타 | 65 | 317 | 154 | -14 | -40 |
| 운전자본감소(증가) | -454 | -591 | -308 | -628 | -548 |
| 매출채권및기타채권의 감소증가) | -556 | -595 | 108 | -475 | -498 |
| 재고자산감소증가) | 407 | 234 | -696 | -450 | -460 |
| 매입채무 및 기타채무의 증가감소 | -457 | -77 | 451 | 176 | 225 |
| 기타 | 151 | -153 | -171 | 120 | 185 |
| 법인세납부 | -376 | -377 | -397 | -455 | -512 |
| 투자활동현금흐름 | 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 |
| 재무활동현금흐름 | -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 |
| 현금의 증가(감소) | 118 | -153 | 901 | 487 | 374 |
| 기초현금 | 2,449 | 2,566 | 2,413 | 3,314 | 3,802 |
| 기밀현금 | 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 |
|-----------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 14,622 | 15,188 | 15,146 | 16,503 | 18,592 |
| 매출원가 | 10,376 | 11,050 | 10,858 | 11,387 | 12,792 |
| 매출총이익 | 4,246 | 4,138 | 4,288 | 5,116 | 5,801 |
| 매출총이익률 (%) | 29.0 | 27.2 | 28.3 | 31.0 | 31.2 |
| 판매비와관리비 | 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 |
| 순금융비용 | -47 | -96 | -94 | -99 | -98 |
| 외환관련손익 | -144 | -14 | -10 | -10 | -10 |
| 관계기업투자등 관련손익 | 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 |
| 계속사업이익 | 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 |
| 순이익률 (%) | 7.5 | 3.8 | 3.4 | 5.3 | 5.3 |
| 지배주주 | 1,090 | 575 | 507 | 870 | 979 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 7.46 | 3.78 | 3.35 | 5.27 | 5.27 |
| 비지배주주 | 6 | 9 | 3 | 3 | 3 |
| 총포괄이익 | 1,057 | 795 | 462 | 824 | 934 |
| 지배주주 | 1,051 | 782 | 458 | 821 | 930 |
| 비지배주주 | 6 | 13 | 3 | 3 | 3 |
| EBITDA | 1,409 | 1,091 | 819 | 1,303 | 1,354 |

주요투자지표

| 월 결산(억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 | 10.7 | 3.9 | -0.3 | 9.0 | 12.7 |
| 영업이익 | -9.3 | -43.5 | -53.2 | 251.4 | 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 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROE | 7.0 | 3.6 | 3.1 | 5.2 | 5.6 |
| ROA | 5.3 | 2.7 | 2.3 | 3.8 | 4.0 |
| EBITDA/마진 | 9.6 | 7.2 | 5.4 | 7.9 | 7.3 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 387.1 | 317.7 | 331.4 | 328.6 | 326.2 |
| 부채비율 | 30.4 | 31.6 | 34.1 | 36.8 | 37.8 |
| 순자금/자기자본 | -22.9 | -21.6 | -22.6 | -21.7 | -22.6 |
| EBITDA/이자비용(배) | 30.5 | 29.7 | 23.8 | 32.9 | 28.5 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| 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 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| 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 | 265 | 38.1 | 24.0 | 22.8 |
| EV/EBITDA(최저) | 13.4 | 163 | 28.7 | 18.1 | 17.1 |

SK COMPANY Analysis



Analyst

이달미

talmi@skc.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% |
| 외국인자본률 | 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% |
| 1~7개월(외) | -37.1% | -29.5% |

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

공장 가동률 상승으로 양호한 3 분기 실적 예상

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

2019년 3 분기 실적 Preview

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

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

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

투자의견 매수 및 목표주가 250,000 원 유지

이번에 램시마SC의 허가는 류머티스 관절염 적응증으로 획득 예정, 2020년에는 염증성 장질환으로 추가 적응증 허가 전망됨. 염증성 장질환 임상 1상은 이미 완료되었고 2019년 안으로 변경 허가 신청에 들어갈 예정이며 2020년 상반기 중으로 승인 신청이 예상됨. 미국 진출을 위한 준비도 진행 중인데 FDA 와의 협의를 통해 임상 1,2상을 단축하였고 임상 3상 시행만으로 2021년 임상완료, 2022년 허가 목표에 있음. 하반기 공장가동률 상승, 램시마SC 및 허쥬마 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 2019년 3분기 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 |

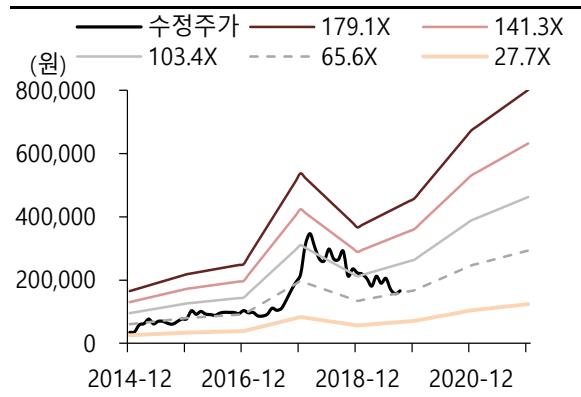
자료 : SK 증권 추정치

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

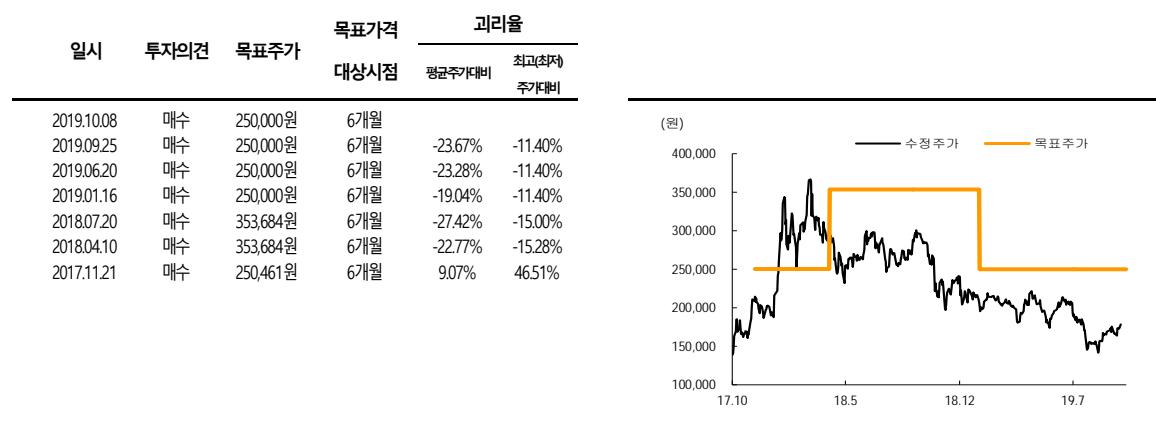


자료 : 데이터가이드, SK 증권

그림 5. 셀트리온의 PBR 밴드차트



자료 : 데이터가이드, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(이달미)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 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 (2019년 10월 8일 기준)

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

재무상태표

| 월 결산(억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | 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 |
| 비유동자산 | 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 |
| 자산총계 | 33,155 | 35,406 | 39,280 | 45,581 | 53,167 |
| 유동부채 | 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 |
| 비유동부채 | 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 |
| 부채총계 | 8,836 | 9,078 | 9,929 | 11,381 | 12,723 |
| 지배주주지분 | 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 |
| 자본총계 | 24,319 | 26,328 | 29,351 | 34,200 | 40,444 |
| 부채와자본총계 | 33,155 | 35,406 | 39,280 | 45,581 | 53,167 |

현금흐름표

| 월 결산(억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 영업활동현금흐름 | 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 |
| 무형자산상각비 | 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 감소증가) | -681 | 21 | 310 | -2,648 | -2,250 |
| 재고자산감소증가) | -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 |
| 투자활동현금흐름 | -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 |
| 재무활동현금흐름 | -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 |
| 현금의 증가(감소) | 1,508 | -87 | 5,088 | 3,097 | 4,905 |
| 기초현금 | 2,684 | 4,192 | 4,105 | 9,193 | 12,291 |
| 기밀현금 | 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 |
|-----------------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 9,491 | 9,821 | 10,923 | 14,523 | 17,582 |
| 매출원가 | 2,545 | 4,329 | 4,295 | 5,374 | 6,154 |
| 매출총이익 | 6,946 | 5,492 | 6,628 | 9,149 | 11,428 |
| 매출총이익률 (%) | 73.2 | 55.9 | 60.7 | 63.0 | 65.0 |
| 판매비와관리비 | 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 |
| 순금융비용 | 98 | 34 | 22 | -84 | -148 |
| 외환관련손익 | -87 | 13 | 10 | 10 | 10 |
| 관계기업투자등 관련손익 | 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 |
| 계속사업이익 | 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 |
| 순이익률 (%) | 40.7 | 25.8 | 30.6 | 33.5 | 35.6 |
| 지배주주 | 3,825 | 2,618 | 3,351 | 4,880 | 6,274 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 40.3 | 26.66 | 30.68 | 33.6 | 35.68 |
| 비지배주주 | 37 | -83 | -10 | -10 | -10 |
| 총포괄이익 | 3,884 | 2,556 | 3,321 | 4,850 | 6,244 |
| 지배주주 | 3,847 | 2,638 | 3,331 | 4,859 | 6,254 |
| 비지배주주 | 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 |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 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 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROE | 17.5 | 108 | 12.5 | 15.9 | 17.3 |
| ROA | 12.2 | 7.4 | 9.0 | 11.5 | 12.7 |
| EBITDA/마진 | 63.8 | 47.4 | 49.9 | 48.7 | 49.0 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 261.7 | 245.5 | 312.9 | 361.3 | 418.0 |
| 부채비율 | 36.3 | 34.5 | 33.8 | 33.3 | 31.5 |
| 순자금/자기자본 | 3.4 | -0.6 | -18.7 | -25.4 | -33.6 |
| EBITDA/이자비용(배) | 41.8 | 32.7 | 43.0 | 56.0 | 69.6 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| 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 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| 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@sksecurities.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(외21) | 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 2019년 3분기 실적은 매출액 2,793 억원(+31.3%YoY), 영업이익 259 억원(+28.9%YoY)이 전망. 3분기에 예정되었던 미국향 인플레트라가 4분기로 이연되면서 약 250 억원의 매출이 미인식될 예정. 그럼에도 불구하고 트룩시마 판매 호조세로 양호한 실적 성장세 시현할 전망임. 실적 하향조정으로 목표주가도 76,000 원으로 하향조정 하나 램시마 SC 출시를 앞두고 있어 현시점 저가 매수시기인 것으로 판단. 투자의견 매수를 유지함.

2019년 3분기 실적 Preview

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

투자의견 매수 유지, 목표주가 76,000 원으로 하향

이번 3분기 실적전망을 토대로 동사의 목표주가 산정시 적용한 2020년 영업이익을 12.7% 하향조정하고 이에 따라 EPS도 26.3% 하향 조정함. 실적 하향조정에 따라 동사의 목표주가도 76,000 원으로 하향 조정. 단, 투자의견 매수를 유지함. 최근 램시마 SC의 유럽 CHMP 승인권고 획득에 따라 11월 중 유럽 허가 획득 가능성이 높아지면서 램시마 SC 출시를 앞두고 있는 상황. 램시마 SC는 동사가 직판체제로 운영할 예정, 직접판매에 따른 고마진이 예상됨. 따라서 2020년 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(자배주주) | 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 2019년 3분기 실적 Preview

| (억원, %) | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19E | | 증감율 | | 시장컨센서스 차이 |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-----------|
| | | | | | 당사추정치 | 시장컨센서스 | YoY | QoQ | |
| 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 |

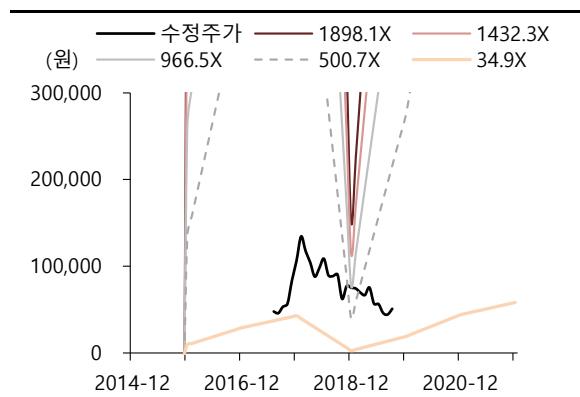
자료 : SK 증권 추정치

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 | |

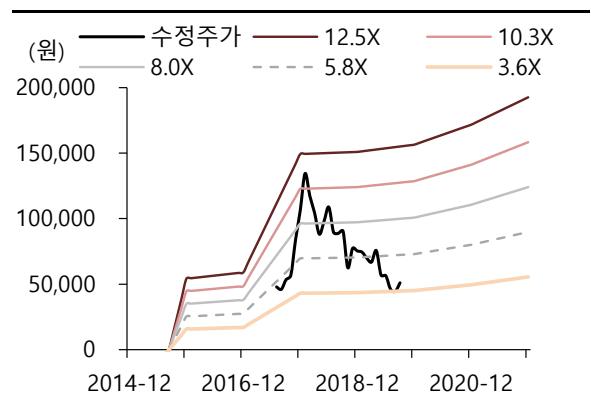
자료 SK 증권 추정치

그림 5. 셀트리온헬스케어의 PER 밴드차트

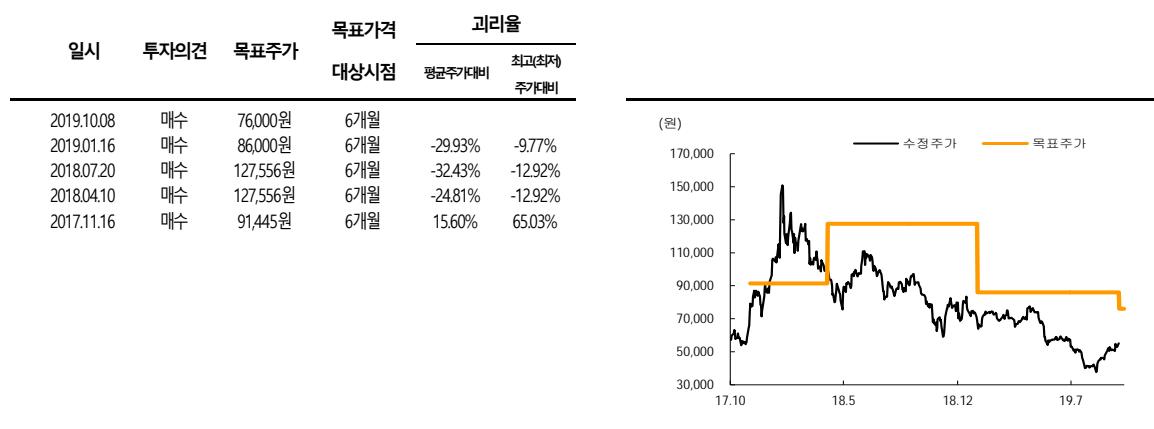


자료 : 데이터가이드, SK 증권

그림 6. 셀트리온헬스케어의 PBR 밴드차트



자료 : 데이터가이드, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(이름)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 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 (2019년 10월 8일 기준)

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

재무상태표

| 월 결산(억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | 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 |
| 비유동자산 | 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 |
| 자산총계 | 28,749 | 29,486 | 37,568 | 46,284 | 54,294 |
| 유동부채 | 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 |
| 비유동부채 | 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 |
| 부채총계 | 11,675 | 13,131 | 20,652 | 27,558 | 33,144 |
| 지배주주지분 | 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 |
| 자본총계 | 17,075 | 16,355 | 16,916 | 18,726 | 21,150 |
| 부채와자본총계 | 28,749 | 29,486 | 37,568 | 46,284 | 54,294 |

현금흐름표

| 월 결산(억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 영업활동현금흐름 | -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 |
| 무형자산상각비 | 1 | 2 | 3 | 5 | 6 |
| 기타 | -1,011 | -479 | 42 | -201 | -201 |
| 운전자본감소(증가) | -2,669 | -1,267 | 10,602 | 159 | 128 |
| 매출채권및여부채권의 감소증가) | -1,431 | -133 | -195 | -1,516 | -1,226 |
| 재고자산감소증가) | -1,136 | -1,281 | 4,052 | -4,563 | -3,688 |
| 매입채무 및 기타채무의 증가감소 | 179 | -129 | 5,764 | 4,526 | 3,658 |
| 기타 | -282 | 276 | 981 | 1,712 | 1,384 |
| 법인세납부 | -417 | -463 | -428 | -516 | -680 |
| 투자활동현금흐름 | -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 |
| 재무활동현금흐름 | 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 |
| 현금의 증가(감소) | 1,555 | -110 | 10,964 | 1,856 | 2,406 |
| 기초현금 | 959 | 2,514 | 2,404 | 13,368 | 15,224 |
| 기밀현금 | 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 |
|-----------------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 9,209 | 7,135 | 11,267 | 15,235 | 18,441 |
| 매출원가 | 6,968 | 6,446 | 9,301 | 11,883 | 14,200 |
| 매출총이익 | 2,241 | 689 | 1,966 | 3,352 | 4,242 |
| 매출총이익률 (%) | 24.3 | 9.7 | 17.5 | 22.0 | 23.0 |
| 판매비와관리비 | 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 |
| 순금융비용 | 173 | -46 | -38 | -129 | -144 |
| 외환관련손익 | -253 | -44 | 50 | 50 | 50 |
| 관계기업투자등 관련손익 | 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 |
| 계속사업이익 | 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 |
| 순이익률 (%) | 17.1 | 1.6 | 6.8 | 12.8 | 13.9 |
| 지배주주 | 1,574 | 114 | 767 | 1,942 | 2,556 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 17.1 | 1.6 | 6.8 | 12.75 | 13.86 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 1,470 | 140 | 634 | 1,810 | 2,424 |
| 지배주주 | 1,470 | 140 | 634 | 1,810 | 2,424 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA | 1,538 | -249 | 814 | 2,096 | 2,856 |

주요투자지표

| 월 결산(억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 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 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROE | 14.0 | 0.7 | 4.6 | 10.9 | 12.8 |
| ROA | 6.5 | 0.4 | 2.3 | 4.6 | 5.1 |
| EBITDA/마진 | 16.7 | -3.5 | 7.2 | 13.8 | 15.5 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 281.9 | 218.4 | 176.5 | 162.8 | 158.9 |
| 부채비율 | 68.4 | 80.3 | 122.1 | 147.2 | 156.7 |
| 순자금/자기자본 | -41.0 | -29.9 | -96.9 | -97.5 | -97.8 |
| EBITDA/이자비용(배) | 6.4 | -32.9 | 102.0 | 201.9 | 270.2 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| 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 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| 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 | 52 | 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@sks.co.kr

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% |
| 외국인자본률 | 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% |
| 1~2개월 | -35.8% | -28.0% |

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

공장 가동률 상승으로 3 분기 흑자전환 전망

동사의 2019년 3 분기 실적은 매출액 1,742 억원(+72.4%YoY), 영업이익 261 억원(+149.7%YoY)으로 시장 컨센서스와 유사할 전망. 상반기에 정기보수 작업으로 부진했던 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.

2019년 3 분기 실적 Preview

동사의 2019년 3 분기 실적은 매출액 1,742 억원(+72.4%YoY), 영업이익 261 억원(+149.7%YoY)으로 시장 컨센서스와 유사할 전망. 상반기에 정기보수 작업으로 부진했던 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. 2018년 10월 유럽에 런칭한 휴미라 바이오시밀러는 판매호조세를 보이고 있는데 2018년 4분기 200억원, 2019년 1분기 400억원, 2019년 2분기 550억원의 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 2019년 3분기 실적 Preview

| (억원, %) | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19E | | 증감률 | | 시장컨센서스 차이 |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|-------|-----------|
| | | | | | 당사추정치 | 시장컨센서스 | YoY | QoQ | |
| 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

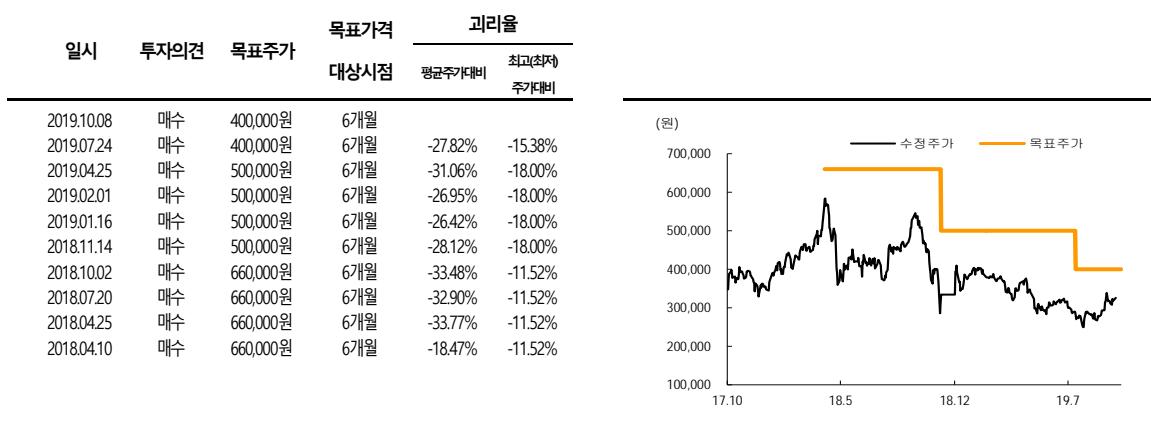
| (억원, %) | 변경후 | | | 변경전 | | | 변경률 | | |
|---------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|
| | 2019E | 2020E | 2021E | 2019E | 2020E | 2021E | 2019E | 2020E | 2021E |
| 매출액 | 5,921 | 8,050 | 11,650 | 6,075 | 7,075 | 8,925 | (2.5) | 13.8 | 30.5 |
| 영업이익 | 302 | 2,013 | 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 | 적자 | 적자 | 적자 | 흑전 | 적자 | 0.0 | 흑전 | 흑전 | 적자 | 흑전 | (84.8) | 372.2 |
| 순이익 | 적자 | 적자 | 적자 | 적자 | 적자 | 0.0 | 흑전 | 흑전 | 적자 | 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



Compliance Notice

- 작성자(이름)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 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 (2019년 10월 8일 기준)

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

재무상태표

| 월 결산(억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | 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 |
| 비유동자산 | 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 |
| 자산총계 | 71,831 | 59,804 | 60,425 | 63,889 | 70,481 |
| 유동부채 | 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 |
| 비유동부채 | 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 |
| 부채총계 | 32,066 | 18,249 | 18,576 | 20,418 | 23,470 |
| 지배주주지분 | 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 |
| 자본총계 | 39,765 | 41,555 | 41,849 | 43,470 | 47,011 |
| 부채와자본총계 | 71,831 | 59,804 | 60,425 | 63,889 | 70,481 |

현금흐름표

| 월 결산(억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------------|--------|---------|-------|--------|--------|
| 영업활동현금흐름 | 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 감소증가) | 478 | -945 | -134 | -468 | -792 |
| 재고자산감소증가) | -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 |
| 투자활동현금흐름 | 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 |
| 재무활동현금흐름 | -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 |
| 현금의 증가(감소) | 1,278 | -3,405 | 3,452 | 1,843 | 2,351 |
| 기초현금 | 2,303 | 3,581 | 176 | 3,628 | 5,471 |
| 기밀현금 | 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 |
|-----------------------|--------|-------|-------|-------|--------|
| 매출액 | 4,646 | 5,358 | 5,921 | 8,050 | 11,650 |
| 매출원가 | 3,328 | 3,906 | 4,276 | 5,233 | 7,340 |
| 매출총이익 | 1,318 | 1,452 | 1,646 | 2,818 | 4,311 |
| 매출총이익률 (%) | 28.4 | 27.1 | 27.8 | 35.0 | 37.0 |
| 판매비와관리비 | 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 |
| 순금융비용 | -43 | 62 | -63 | -79 | -105 |
| 외환관련손익 | 17 | 10 | 42 | 42 | 42 |
| 관계기업투자등 관련손익 | -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 |
| 계속사업이익 | -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 |
| 순이익률 (%) | -20.9 | 41.8 | 5.1 | 20.2 | 30.4 |
| 지배주주 | -970 | 2,241 | 299 | 1,626 | 3,546 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | -20.87 | 41.83 | 5.05 | 20.2 | 30.43 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | -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 |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 | 57.7 | 153 | 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 | 83 | 5.2 | 103.4 | 33.6 |
| EPS(계속사업) | 적지 | 흑전 | -86.7 | 443.9 | 118.1 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROE | -24 | 55 | 0.7 | 38 | 78 |
| ROA | -13 | 34 | 0.5 | 2.6 | 53 |
| EBITDA/마진 | 29.3 | 27.5 | 26.1 | 39.1 | 36.1 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 27.2 | 222.0 | 237.2 | 245.5 | 247.5 |
| 부채비율 | 80.6 | 43.9 | 44.4 | 47.0 | 49.9 |
| 순자금/자기자본 | 53.4 | -5.7 | -8.9 | -13.0 | -17.1 |
| EBITDA/이자비용(배) | 23.9 | 93 | 18.8 | 40.6 | 54.0 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| 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 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| 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 | 93 | 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@sksecurities.co.kr
02-3773-9952

Company Data

| | |
|----------|-----------|
| 자본금 | 29 억원 |
| 발행주식수 | 582 만주 |
| 자사주 | 39 만주 |
| 액면가 | 500 원 |
| 시가총액 | 22,057 억원 |
| 주요주주 | |
| 정현호(으9) | 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% |
| 1년 | -30.1% | -13.8% |

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

3 분기 실적은 시장 컨센서스를 하회할 전망

동사의 2019년 3 분기 실적은 매출액 539 억원(+11.8%YoY), 영업이익 136 억원(-29.2%YoY)으로 시장 컨센서스를 하회할 전망임. 3 분기 영업이익이 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, 2020년 실적개선이 긍정적으로 판단되어 투자의견 매수를 유지함.

2019년 3 분기 실적 Preview

동사의 2019년 3 분기 실적은 매출액 539 억원(+11.8%YoY), 영업이익 136 억원(-29.2%YoY)으로 시장 컨센서스를 하회할 전망임. 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 2020년 연간 영업이익을 39.0% 하향조정하고 이에 따라 EPS는 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 2019년을 저점으로 2020년에는 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 2019년 3분기 실적 Preview

| (억원, %) | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19E | | 증감율 | | 시장컨센서스 차이 |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|-----------|
| | | | | | 당사추정치 | 시장컨센서스 | YoY | QoQ | |
| 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 |
| 특신 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 |
| 필리 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 |
| 특신 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 |
| 필리 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 |

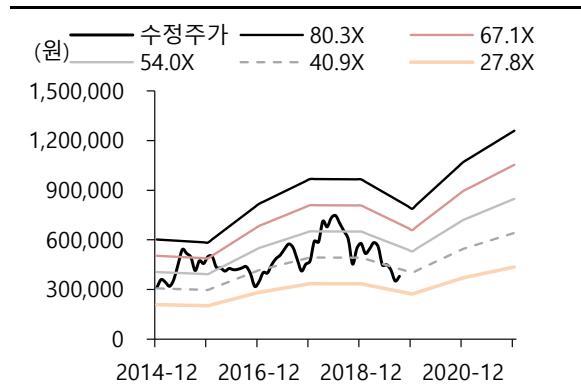
자료 : SK 증권 추정치

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 | |

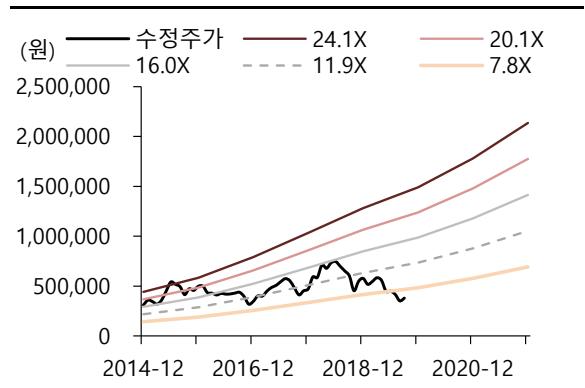
자료 sk 증권 추정치

그림 5. 메디톡스의 PER 밴드차트

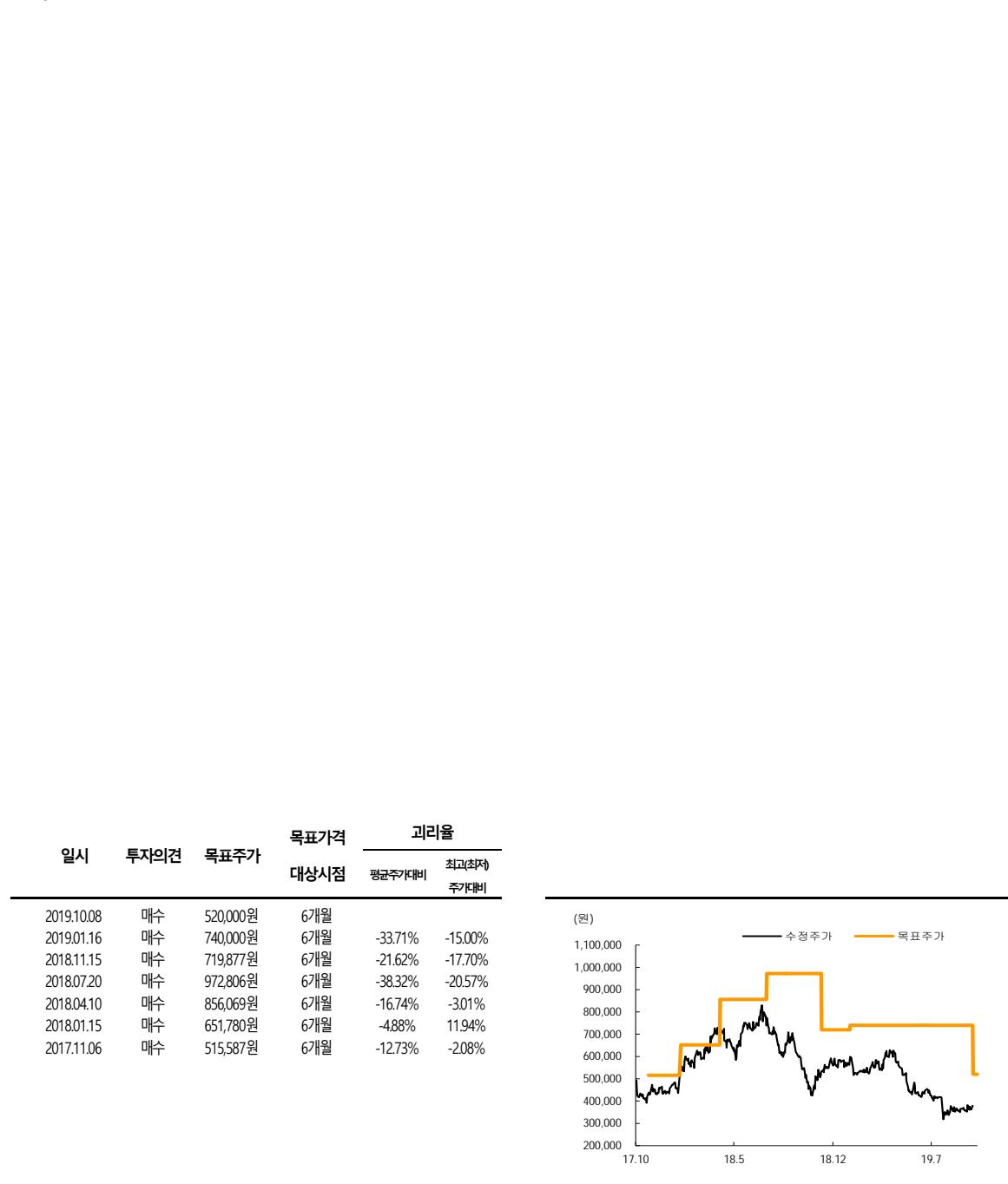


자료 : 데이터가이드, SK 증권

그림 6. 메디톡스의 PBR 밴드차트



자료 : 데이터가이드, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(이달미)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 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 (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 |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 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 |
| 비유동자산 | 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 |
| 자산총계 | 3,809 | 3,950 | 4,448 | 5,198 | 6,089 |
| 유동부채 | 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 |
| 비유동부채 | 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 |
| 부채총계 | 1,844 | 1,378 | 1,525 | 1,780 | 1,958 |
| 자본주주지분 | 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 |
| 비자본주주지분 | 49 | 47 | 39 | 36 | 33 |
| 자본총계 | 1,965 | 2,572 | 2,923 | 3,418 | 4,132 |
| 부채와자본총계 | 3,809 | 3,950 | 4,448 | 5,198 | 6,089 |

현금흐름표

| 월 결산(억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | 566 | 551 | 833 | 774 | 920 |
| 당기순이익(손실) | 700 | 698 | 520 | 638 | 827 |
| 비현금성항목등 | 321 | 430 | 375 | 340 | 359 |
| 유형자산감가상각비 | 67 | 134 | 194 | 190 | 166 |
| 무형자산상각비 | 16 | 27 | 30 | 28 | 29 |
| 기타 | 107 | 99 | 34 | -37 | -37 |
| 운전자본감소(증가) | -381 | -434 | 78 | -35 | -47 |
| 매출채권및기타채권의 감소증가) | -147 | -255 | 120 | -84 | -112 |
| 재고자산감소증가) | -45 | -98 | 4 | -39 | -52 |
| 매입채무 및 기타채무의 증가감소 | -9 | 6 | -16 | 14 | 19 |
| 기타 | -180 | -86 | -30 | 73 | 98 |
| 법인세납부 | -75 | -143 | -141 | -170 | -220 |
| 투자활동현금흐름 | -382 | -161 | -275 | -250 | -19 |
| 금융자산증가(증가) | 19 | -40 | 9 | -10 | -10 |
| 유형자산증가(증가) | -380 | -77 | -230 | -220 | 0 |
| 무형자산증가(증가) | -55 | -35 | -35 | -35 | -35 |
| 기타 | 34 | -8 | -18 | 16 | 26 |
| 재무활동현금흐름 | -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 |
| 현금의 증가(감소) | 106 | -71 | 462 | 528 | 822 |
| 기초현금 | 158 | 264 | 192 | 654 | 1,182 |
| 기밀현금 | 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 |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 1,812 | 2,054 | 2,097 | 2,465 | 2,959 |
| 매출원가 | 346 | 542 | 642 | 690 | 769 |
| 매출총이익 | 1,466 | 1,512 | 1,455 | 1,775 | 2,189 |
| 매출총이익률 (%) | 80.9 | 73.6 | 69.4 | 72.0 | 74.0 |
| 판매비와관리비 | 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 |
| 순금융비용 | 17 | 16 | 10 | 2 | -5 |
| 외환관련손익 | 43 | 5 | 0 | 0 | 0 |
| 관계기업투자등 관련손익 | -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 |
| 계속사업이익 | 700 | 698 | 520 | 638 | 827 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 700 | 698 | 520 | 638 | 827 |
| 순이익률 (%) | 38.6 | 34.0 | 24.8 | 25.9 | 28.0 |
| 지배주주 | 701 | 700 | 523 | 641 | 830 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 38.68 | 34.05 | 24.94 | 25.98 | 28.04 |
| 비지배주주 | -1 | -2 | -3 | -3 | -3 |
| 총포괄이익 | 690 | 678 | 515 | 633 | 822 |
| 지배주주 | 691 | 680 | 518 | 636 | 825 |
| 비지배주주 | -1 | -2 | -3 | -3 | -3 |
| EBITDA | 952 | 1,015 | 819 | 978 | 1,186 |

주요투자지표

| 월 결산(억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 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 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROE | 41.3 | 31.5 | 19.3 | 20.4 | 22.2 |
| ROA | 19.9 | 18.0 | 12.4 | 13.2 | 14.7 |
| EBITDA/마진 | 52.6 | 49.4 | 39.1 | 39.7 | 40.1 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 75.1 | 105.1 | 122.1 | 150.7 | 204.3 |
| 부채비율 | 93.8 | 53.6 | 52.2 | 52.1 | 47.4 |
| 순자금/자기자본 | 40.8 | 21.7 | 6.2 | -5.7 | -23.7 |
| EBITDA/이자비용(배) | 46.2 | 54.3 | 52.2 | 54.7 | 56.8 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| 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 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| 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@skc.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% |
| 1년 | -0.8% | 22.3% |

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

시장 컨센서스와 유사한 실적이 예상되는 3 분기

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

2019년 3분기 실적 Preview

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

투자의견 매수 유지, 목표주가 470,000 원으로 하향조정

이번 3분기 실적 전망에 따라 동사의 2019년, 2020년 영업이익을 각각 13.8%, 14.5% 하향조정하고 이에 따라 EPS도 각각 14.4%, 17.4% 하향 조정되었음. 최근의 주가하락 및 보톡스 업체들의 균주논란에 따른 벤류에이션 하락으로 동사의 목표주가 산정시 적용했던 multiple을 하향 조정하여 목표주가도 470,000 원으로 하향조정함. 하지만 동사의 실적은 2018년 3분기를 저점으로 점진적인 회복세를 보이고 있으며 2020년에는 톡신의 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(자배주주) | 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 2019년 3분기 실적 Preview

| (억원, %) | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19E | | 증감률 | | 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 |

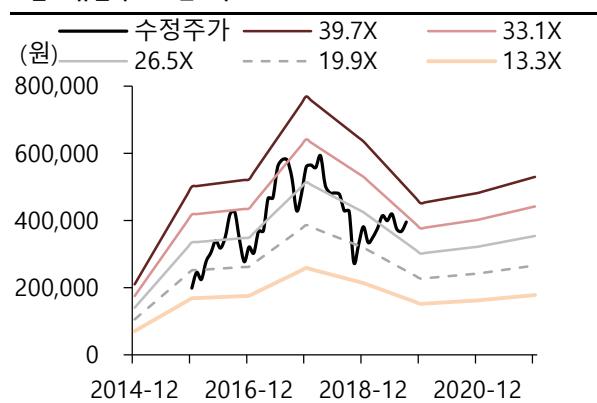
자료 : SK 증권 추정치

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 | |

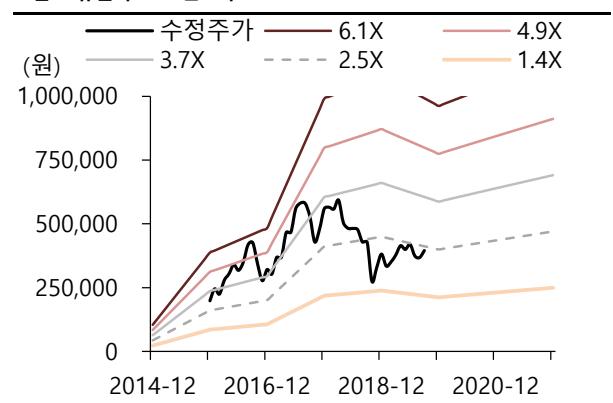
자료 : 데이터가이드, SK 증권

그림 5. 휴젤의 PER 밴드차트

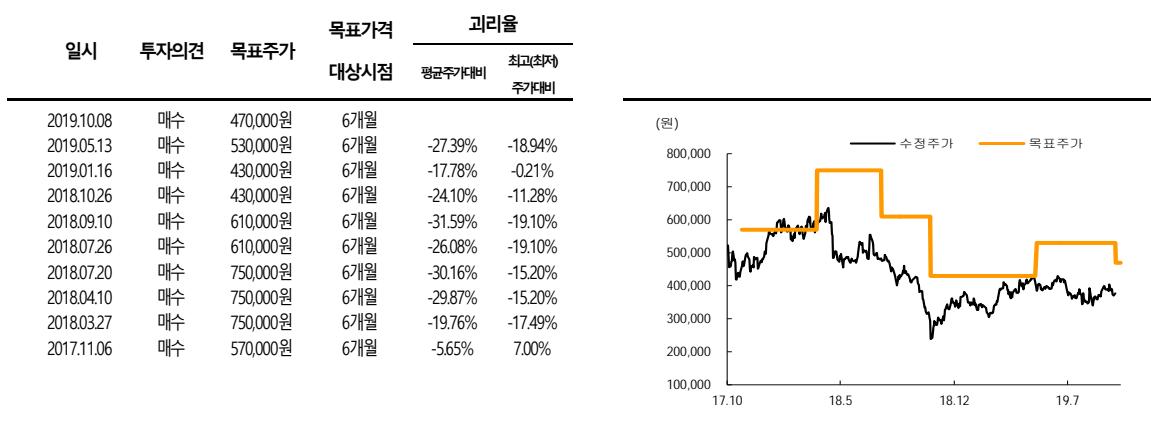


자료 : 데이터가이드, SK 증권

그림 6. 휴젤의 PBR 밴드차트



자료 : 데이터가이드, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(이름)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 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 (2019년 10월 8일 기준)

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

재무상태표

| 월 결산(억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 유동자산 | 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 |
| 비유동자산 | 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 |
| 자산총계 | 8,209 | 9,183 | 9,548 | 10,253 | 10,955 |
| 유동부채 | 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 |
| 비유동부채 | 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 |
| 부채총계 | 1,030 | 1,335 | 1,666 | 1,808 | 1,887 |
| 지배주주지분 | 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 |
| 자본총계 | 7,179 | 7,848 | 7,882 | 8,445 | 9,068 |
| 부채와자본총계 | 8,209 | 9,183 | 9,548 | 10,253 | 10,955 |

현금흐름표

| 월 결산(억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------------|--------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | 619 | 555 | 484 | 543 | 649 |
| 당기순이익(손실) | 814 | 757 | 530 | 598 | 657 |
| 비현금성항목등 | 290 | 58 | 261 | 295 | 303 |
| 유형자산감가상각비 | 56 | 63 | 70 | 74 | 65 |
| 무형자산상각비 | 11 | 12 | 38 | 60 | 62 |
| 기타 | 25 | 58 | -23 | 10 | 10 |
| 운전자본감소(증가) | -312 | -100 | -158 | -150 | -91 |
| 매출채권및기타채권의 감소증가) | -316 | -26 | -296 | -161 | -97 |
| 재고자산감소증가) | -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 |
| 투자활동현금흐름 | -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 |
| 재무활동현금흐름 | 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 |
| 현금의 증가(감소) | -336 | -23 | 303 | 410 | 550 |
| 기초현금 | 649 | 313 | 290 | 593 | 1,003 |
| 기밀현금 | 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 |
|-----------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 1,821 | 1,824 | 2,117 | 2,401 | 2,633 |
| 매출원가 | 400 | 510 | 586 | 653 | 716 |
| 매출총이익 | 1,421 | 1,314 | 1,532 | 1,748 | 1,917 |
| 매출총이익률 (%) | 78.1 | 72.0 | 72.3 | 72.8 | 72.8 |
| 판매비와관리비 | 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 |
| 순금융비용 | -35 | -43 | -42 | -32 | -37 |
| 외환관련손익 | -3 | 39 | 18 | 18 | 18 |
| 관계기업투자등 관련손익 | -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 |
| 계속사업이익 | 814 | 757 | 530 | 598 | 657 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 814 | 757 | 530 | 598 | 657 |
| 순이익률 (%) | 44.7 | 41.5 | 25.0 | 24.9 | 25.0 |
| 지배주주 | 728 | 697 | 512 | 580 | 639 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 40 | 38.23 | 24.16 | 24.14 | 24.27 |
| 비지배주주 | 85 | 59 | 18 | 18 | 18 |
| 총포괄이익 | 812 | 728 | 495 | 563 | 623 |
| 지배주주 | 727 | 677 | 465 | 533 | 592 |
| 비지배주주 | 85 | 51 | 30 | 30 | 30 |
| EBITDA | 1,087 | 677 | 771 | 892 | 960 |

주요투자지표

| 월 결산(억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 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 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROE | 154 | 98 | 7.0 | 7.7 | 7.9 |
| ROA | 14.6 | 8.7 | 5.7 | 6.0 | 6.2 |
| EBITDA/마진 | 59.7 | 37.1 | 36.4 | 37.2 | 36.5 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 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 |
| 순자금/자기자본 | -71.9 | -66.1 | -62.8 | -63.7 | -66.1 |
| EBITDA/이자비용(배) | 72.8 | 20.4 | 22.8 | 20.3 | 21.1 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| 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 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| 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@skc.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)대웅제약(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% |
| 1년 | -16.2% | -6.1% |

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

나보타 해외수출이 알비스 관련 실적악화를 방어할 전망

동사의 2019년 3분기 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.

2019년 3분기 실적 Preview

동사의 2019년 3분기 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) 글주 논란 소송관련 변호사 비용과 2) 알비스 회수관련 비용처리가 일부 예상되기 때문임.

나보타 유럽허가 획득으로 보톡스 수출 더욱 증가할 전망

나보타는 2019년 초 미국 허가 획득에 이어 지난주에는 유럽 허가까지 획득하면서 글로벌 수출에 대한 기대감을 더욱 높여주고 있음. 알비스 회수 관련하여 3분기와 4분기에 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 CEO에 따르면 주보(나보타 미국명)가 5월 15일 출시된 이후 미국 보톡스 M/S 3 위를 기록하였다고 밝힘. 또한 런칭 이후 2년안에 M/S 2위로 약 20% 달성을 목표, 3년 안에는 M/S 30%를 목표로 하고 있는 상황. 이번 런칭때 주보를 시술받은 소비자들을 대상으로 실시한 설문조사에서는 주보의 높은 만족도 및 재시술과 지인들에게 추천할 의향이 있다고 답해 주보의 매출액은 2019년 400억 원 수준에서 향후 3년 동안 1,000억 원 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 2019년 3분기 실적 Preview

| (억원, %) | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19E | | 증감율 | | 시장컨센서스 차이 |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|-------|--------|-----------|
| | | | | | 당사추정치 | 시장컨센서스 | YoY | QoQ | |
| 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) |

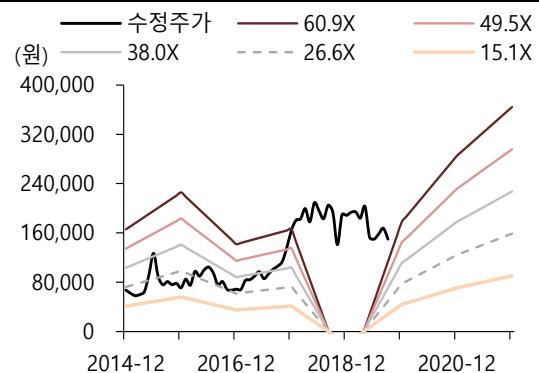
자료 : SK 증권 추정치

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 |

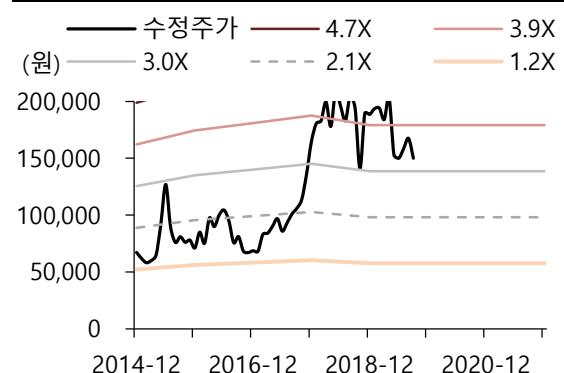
자료 : SK 증권 추정치

그림 4. 대웅제약의 PER 밴드차트

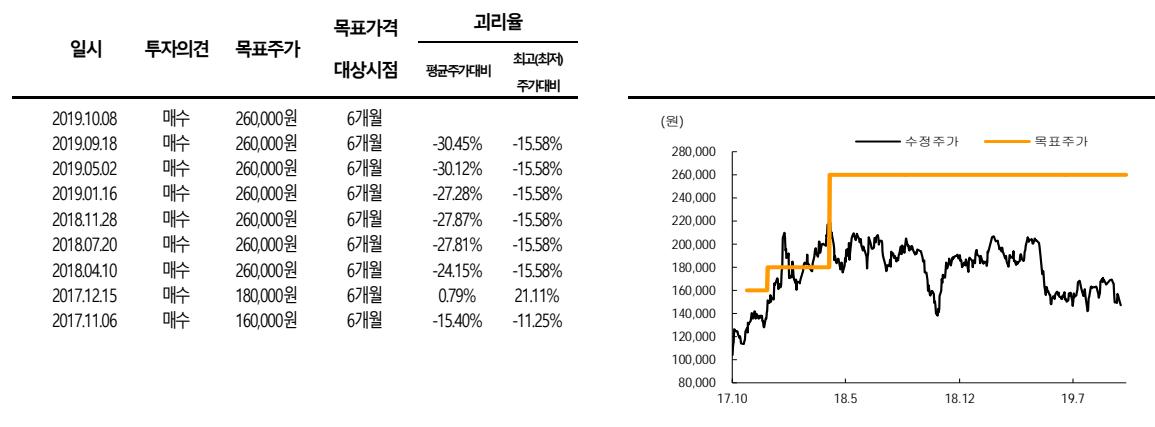


자료 : 데이터가이드, SK 증권

그림 5. 대웅제약의 PBR 밴드차트



자료 : 데이터가이드, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(이달미)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 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 (2019년 10월 8일 기준)

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

재무상태표

| 월 결산(억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | 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 |
| 비유동자산 | 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 |
| 자산총계 | 10,535 | 10,763 | 11,282 | 11,880 | 12,916 |
| 유동부채 | 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 |
| 비유동부채 | 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 |
| 부채총계 | 5,062 | 5,379 | 5,616 | 5,767 | 6,058 |
| 지배주주지분 | 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 |
| 자본총계 | 5,473 | 5,384 | 5,666 | 6,113 | 6,857 |
| 부채와자본총계 | 10,535 | 10,763 | 11,282 | 11,880 | 12,916 |

현금흐름표

| 월 결산(억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | 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 |
| 무형자산상각비 | 48 | 66 | 67 | 55 | 49 |
| 기타 | 162 | 232 | 88 | 40 | 40 |
| 운전자본감소(증가) | -204 | -222 | -196 | -364 | -369 |
| 매출채권및기타채권의 감소증가) | -67 | -248 | -162 | -243 | -323 |
| 재고자산감소증가) | -266 | 5 | -166 | -189 | -251 |
| 매입채무 및 기타채무의 증가감소 | 105 | -3 | 63 | -14 | 96 |
| 기타 | 24 | 24 | 70 | 82 | 109 |
| 법인세납부 | -68 | -65 | -92 | -117 | -185 |
| 투자활동현금흐름 | -572 | -537 | -317 | -100 | -34 |
| 금융자산증가(증가) | 414 | -9 | -116 | 10 | 20 |
| 유형자산증가(증가) | -586 | -474 | -200 | -150 | -100 |
| 무형자산증가(증가) | -266 | 6 | 6 | 6 | 6 |
| 기타 | -134 | -60 | -8 | 33 | 40 |
| 재무활동현금흐름 | -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 |
| 현금의 증가(감소) | -134 | -74 | 313 | 574 | 863 |
| 기초현금 | 556 | 422 | 348 | 661 | 1,235 |
| 기밀현금 | 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 |
|-----------------------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 8,668 | 9,435 | 10,274 | 11,567 | 13,282 |
| 매출원가 | 5,086 | 5,858 | 6,009 | 6,651 | 7,504 |
| 매출총이익 | 3,581 | 3,577 | 4,265 | 4,916 | 5,778 |
| 매출총이익률 (%) | 41.3 | 37.9 | 41.5 | 42.5 | 43.5 |
| 판매비와관리비 | 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 |
| 비영업수익 | -37 | -150 | -120 | -118 | -112 |
| 순금융비용 | 66 | 84 | 82 | 77 | 77 |
| 외환관련손익 | -36 | 11 | 4 | 4 | 4 |
| 관계기업투자등 관련손익 | -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 |
| 계속사업이익 | 367 | 15 | 337 | 504 | 801 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 367 | 15 | 337 | 504 | 801 |
| 순이익률 (%) | 4.2 | 0.2 | 3.3 | 4.4 | 6.0 |
| 지배주주 | 367 | 15 | 337 | 504 | 801 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 4.24 | 0.16 | 3.28 | 4.36 | 6.03 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 359 | 12 | 342 | 509 | 806 |
| 지배주주 | 359 | 12 | 342 | 509 | 806 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA | 764 | 730 | 959 | 1,273 | 1,571 |

주요투자지표

| 월 결산(억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------------|--------|---------|---------|--------|--------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 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 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROE | 69 | 0.3 | 6.1 | 8.6 | 12.4 |
| ROA | 3.6 | 0.1 | 3.1 | 4.4 | 6.5 |
| EBITDA/마진 | 88 | 7.7 | 9.3 | 11.0 | 11.8 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 174.3 | 112.5 | 176.7 | 210.0 | 245.1 |
| 부채비율 | 92.5 | 99.9 | 99.1 | 94.3 | 88.4 |
| 순자금/자기자본 | 61.2 | 62.9 | 54.3 | 41.6 | 25.3 |
| EBITDA/이자비용(배) | 9.8 | 8.2 | 10.8 | 14.0 | 17.1 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| 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 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| 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@skc.co.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% |
| 외국인자본률 | 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% |
| 1~7개월 | -44.7% | -38.0% |

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

3 분기 실적은 전년도와 비슷할 전망

동사의 2019년 3분기 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.

2019년 3분기 실적 Preview

동사의 2019년 3분기 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 2018년 연간 139 억원의 이익규모가 2019년 상반기에만 164 억원을 달성, 3분기에도 호실적세가 이어질 전망. 백신부문은 3분기가 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 억적자를 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 목표주기를 하향 조정. 그러나 바이오에너지와 백신 부문의 성장성은 여전히 긍정적으로 판단, 특히 백신 부문은 2020년 PAHO의 수두백신 입찰이 있어 이에 대한 기대감이 있으며 스카이팩이 2020년 임상 2상 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 2019년 3분기 실적 Preview

| (억원, %) | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19E | | 증감율 | | 시장컨센서스 차이 |
|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|--------|------|-----------|
| | | | | | 당사추정치 | 시장컨센서스 | YoY | QoQ | |
| 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 |
| 이니즈 | 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 |
| 이니즈 | (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 | - | 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. 2017년 자료는 분할 이전 기준 실적임. 유화 실적은 2018년 5월부터 적용.

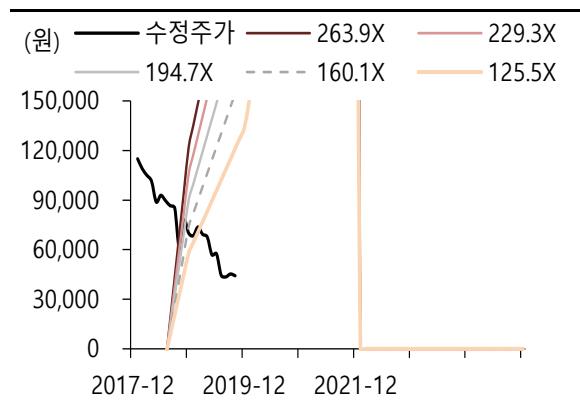
자료 : SK 증권 추정치

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 | | |
| 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 | |

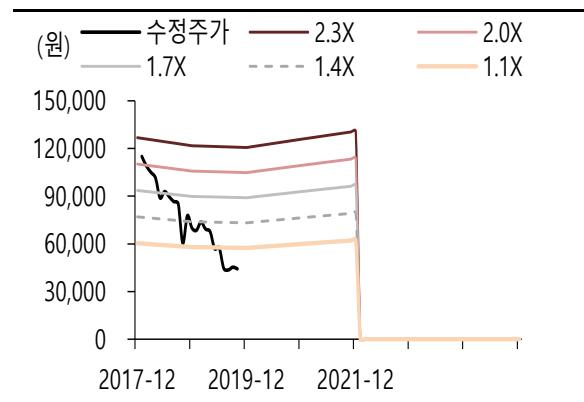
자료 SK 증권 추정치

그림 4. SK 케미칼의 PER 밴드차트

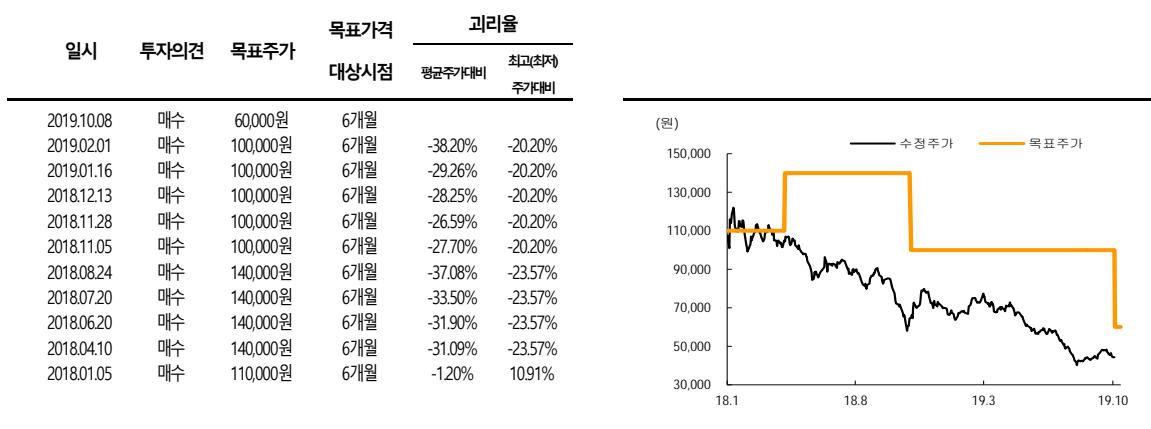


자료 : 데이터가이드, SK 증권

그림 5. SK 케미칼의 PBR 밴드차트



자료 : 데이터가이드, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(이름)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 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 (2019년 10월 8일 기준)

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

재무상태표

| 월 결산(억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 유동자산 | 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 |
| 비유동자산 | 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 |
| 자산총계 | 19,124 | 19,508 | 21,054 | 21,514 | 22,148 |
| 유동부채 | 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 |
| 비유동부채 | 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 |
| 부채총계 | 11,811 | 12,252 | 13,693 | 13,960 | 14,332 |
| 자본주주지분 | 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 |
| 비자본주주지분 | 348 | 337 | -131 | -348 | -564 |
| 자본총계 | 7,314 | 7,256 | 7,361 | 7,553 | 7,816 |
| 부채와자본총계 | 19,124 | 19,508 | 21,054 | 21,514 | 22,148 |

현금흐름표

| 월 결산(억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | -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 |
| 투자활동현금흐름 | -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 |
| 재무활동현금흐름 | 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 |
| 현금의 증가(감소) | -109 | -1,099 | 2,232 | 1,344 | 723 |
| 기초현금 | 1,661 | 1,552 | 453 | 2,685 | 4,029 |
| 기밀현금 | 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 |
|-----------------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액 | 878 | 13,677 | 14,075 | 14,953 | 16,548 |
| 매출원가 | 751 | 10,953 | 10,778 | 11,260 | 12,378 |
| 매출총이익 | 127 | 2,724 | 3,297 | 3,693 | 4,170 |
| 매출총이익률 (%) | 14.5 | 19.9 | 23.4 | 24.7 | 25.2 |
| 판매비와관리비 | 219 | 2,267 | 2,547 | 2,861 | 3,214 |
| 영업이익 | -92 | 457 | 750 | 833 | 956 |
| 영업이익률 (%) | -10.5 | 33 | 5.3 | 5.6 | 5.8 |
| 비영업손익 | -34 | -406 | -357 | -344 | -331 |
| 순금융비용 | 22 | 310 | 323 | 317 | 305 |
| 외환관련손익 | 4 | -15 | -18 | -18 | -18 |
| 관계기업투자등 관련손익 | -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 |
| 계속사업이익 | -99 | -164 | 203 | 252 | 322 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | -99 | -164 | 203 | 252 | 322 |
| 순이익률 (%) | -11.3 | -1.2 | 1.4 | 1.7 | 2.0 |
| 지배주주 | -85 | 60 | 418 | 467 | 537 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | -9.72 | 0.44 | 2.97 | 3.12 | 3.25 |
| 비지배주주 | -13 | -224 | -215 | -215 | -215 |
| 총포괄이익 | -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 |
|------------------------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 | 0.0 | 1,457.1 | 29 | 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 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROE | -1.2 | 0.9 | 5.8 | 6.1 | 6.6 |
| ROA | -0.5 | -0.9 | 1.0 | 1.2 | 1.5 |
| EBITDA/마진 | -2.0 | 9.8 | 12.0 | 11.5 | 10.6 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 100.3 | 120.7 | 132.3 | 153.7 | 166.1 |
| 부채비율 | 161.5 | 168.9 | 186.0 | 184.8 | 183.4 |
| 순자금/자기자본 | 99.1 | 101.5 | 94.8 | 74.1 | 61.9 |
| EBITDA/이자비용(배) | -0.8 | 4.2 | 4.9 | 4.9 | 5.0 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| 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 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| 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 | 23 | 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@skc.co.kr
02-3773-9952

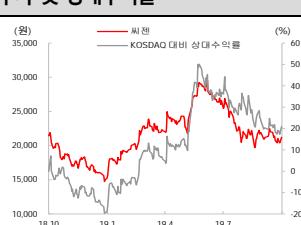
Company Data

| | |
|----------|----------|
| 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% |
| 외국인자본율 | 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% |
| 1~3개월 | -1.6% | 21.4% |

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

신제품 출시효과로 호실적이 전망되는 3 분기

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

2019년 3분기 실적 Preview

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

투자의견 매수 및 목표주가 38,000 원을 유지

동사는 써모피셔와의 공동 파트너링을 통해 미국 FDA 허가를 추진했었음. 하지만 장비관련 문제로 FDA 허가 추진이 다소 지연되고 있는 상황. 현재 써모피셔와의 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 2019년 3분기 실적 Preview

| (억원, %) | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19E | | 증감율 | | 시장컨센서스 차이 |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|-------|--------|-----------|
| | | | | | 당사추정치 | 시장컨센서스 | YoY | QoQ | |
| 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) |

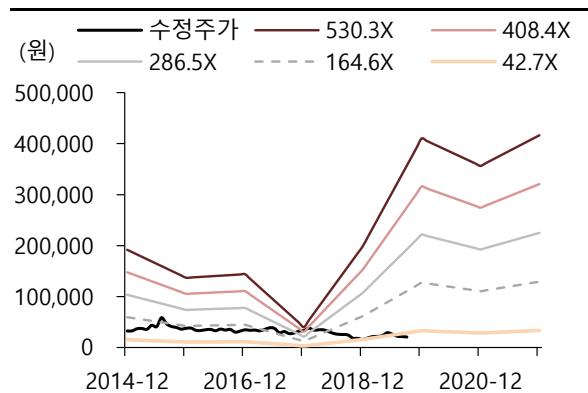
자료 : SK 증권 추정치

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 | 88 | 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 |

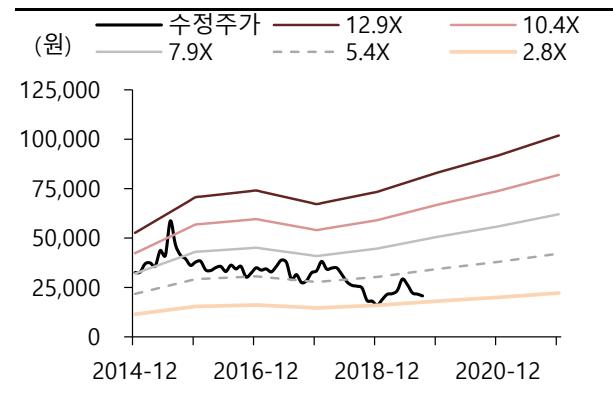
자료 : SK 증권 추정치

그림 4. 씨젠의 PER 밴드차트

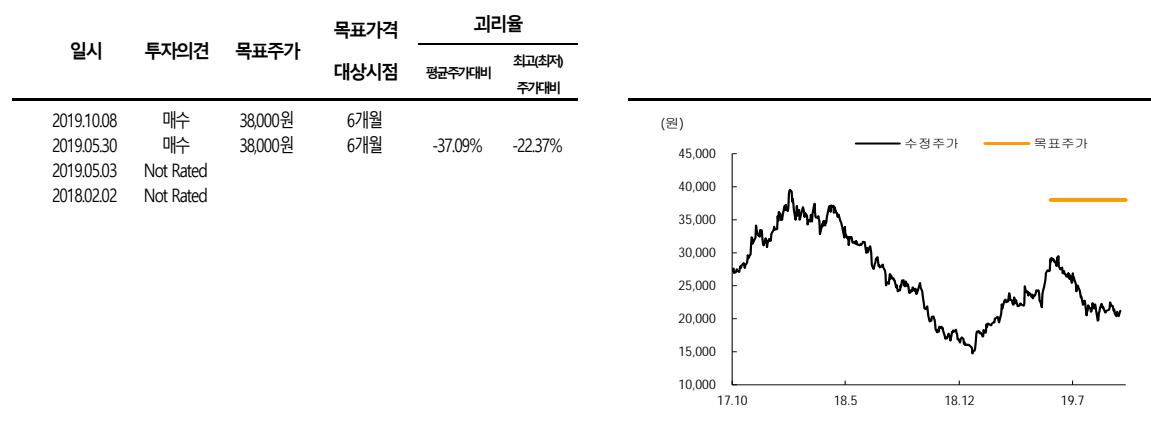


자료 : 데이터가이드, SK 증권

그림 5. 씨젠의 PBR 밴드차트



자료 : 데이터가이드, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(이달미)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 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 (2019년 10월 8일 기준)

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

재무상태표

| 월 결산(억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 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 |
| 비유동자산 | 444 | 489 | 478 | 499 | 511 |
| 장기금융자산 | 24 | 29 | 26 | 26 | 26 |
| 유형자산 | 184 | 186 | 152 | 110 | 86 |
| 무형자산 | 64 | 60 | 62 | 64 | 65 |
| 자산총계 | 1,648 | 1,734 | 2,005 | 2,256 | 2,531 |
| 유동부채 | 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 |
| 비유동부채 | 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 |
| 부채총계 | 395 | 355 | 437 | 468 | 512 |
| 자본주주지분 | 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 |
| 비자본주주지분 | 3 | 3 | 2 | 2 | 2 |
| 자본총계 | 1,253 | 1,379 | 1,568 | 1,787 | 2,019 |
| 부채와자본총계 | 1,648 | 1,734 | 2,005 | 2,256 | 2,531 |

현금흐름표

| 월 결산(억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | 52 | 158 | 215 | 126 | 153 |
| 당기순이익(순실) | 20 | 98 | 218 | 228 | 240 |
| 비현금성항목등 | 126 | 83 | 99 | 67 | 72 |
| 유형자산감가상각비 | 50 | 65 | 71 | 67 | 51 |
| 무형자산상각비 | 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 |
| 투자활동현금흐름 | 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 |
| 재무활동현금흐름 | -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 자급 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -3 | -4 | -4 | -6 | -7 |
| 현금의 증가(감소) | -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 |
|-----------------------|------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 869 | 1,008 | 1,169 | 1,314 | 1,475 |
| 매출원가 | 287 | 346 | 386 | 433 | 487 |
| 매출총이익 | 582 | 663 | 784 | 881 | 988 |
| 매출총이익률 (%) | 67.0 | 65.7 | 67.0 | 67.0 | 67.0 |
| 판매비와관리비 | 511 | 573 | 591 | 659 | 735 |
| 영업이익 | 71 | 90 | 193 | 222 | 253 |
| 영업이익률 (%) | 8.2 | 8.9 | 16.5 | 16.9 | 17.2 |
| 비영업순익 | -62 | 6 | 44 | 46 | 29 |
| 순금융비용 | 9 | -1 | -2 | -3 | -4 |
| 외환관련손익 | -37 | 6 | 13 | 13 | 13 |
| 관계기업투자등 관련손익 | 2 | 2 | 2 | 2 | 2 |
| 세전계속사업이익 | 9 | 96 | 236 | 268 | 283 |
| 세전계속사업이익률 (%) | 1.0 | 95 | 20.2 | 20.4 | 19.2 |
| 계속사업법인세 | -16 | 4 | 18 | 40 | 42 |
| 계속사업이익 | 25 | 92 | 218 | 228 | 240 |
| 중단사업이익 | -4 | 6 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 20 | 98 | 218 | 228 | 240 |
| 순이익률 (%) | 2.4 | 9.7 | 18.6 | 17.3 | 16.3 |
| 지배주주 | 20 | 98 | 218 | 228 | 241 |
| 지배주주기여 순이익률(%) | 22.9 | 97.5 | 18.63 | 17.35 | 16.32 |
| 비지배주주 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 8 | 94 | 209 | 219 | 232 |
| 지배주주 | 7 | 94 | 209 | 220 | 232 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA | 136 | 167 | 270 | 295 | 312 |

주요투자지표

| 월 결산(억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 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 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| 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 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 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 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| 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 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| 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 | 604 | 27.2 | 24.6 | 22.9 |
| EV/EBITDA(최저) | -1.2 | 235 | 12.9 | 11.5 | 10.5 |

SK COMPANY Analysis



Analyst

이달미

talmi@sksecurities.co.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% |
| 외국인자본률 | 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% | -28% |
| 1~3개월 | 1.7% | 14.0% |

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

마일스톤 유입은 3 분기에도 지속될 전망

동사의 2019년 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 8월 중국 하버바이오메드를 통한 100만불의 추가 마일스톤 유입 때문. 중국 하버바이오메드와 로이반트로의 임상 진입에 따른 추가 마일스톤 유입은 2020년까지 지속될 것으로 전망되어 긍정적으로 판단, 투자의견 매수와 목표주가 41,000 원을 유지함.

2019년 3 분기 실적 Preview

동사의 2019년 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 8월 중국 하버바이오메드를 통한 100만불의 추가 마일스톤 유입 때문. HL161에 대해 중국에서 소규모 임상 1상을 진행, 완료하여 이에 대한 마일스톤 100만불이 추가 지급되면서 호실적이 예상됨.

투자의견 매수와 목표주가 41,000 원 유지

HL161의 중국 임상은 2019년 4 분기 중으로 임상 2상에 들어갈 예정이고 임상진입에 따른 추가 마일스톤 역시 4 분기 유입될 전망. HL036에 대한 중국 임상 2상 결과는 10월말에 발표될 예정이며 발표 이후 2019년 말이나 2020년 초에 임상 3상에 진입할 예정. HL036의 중국 임상 3상 진입시 추가적인 마일스톤 200만불이 하버바이오메드로부터 예상됨. 로이반트로 기술수출된 HL161은 2020년 중순쯤 임상 3상 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 |
| 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% | % | 24 | 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. 한울바이오파마의 2019년 3분기 실적 Preview

| (억원, %) | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19E | | 증감율 | | 시장컨센서스 차이 |
|---------|-------|--------|-------|-------|-------|--------|------|--------|-----------|
| | | | | | 당사추정치 | 시장컨센서스 | YoY | QoQ | |
| 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. 한울바이오파마의 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) |

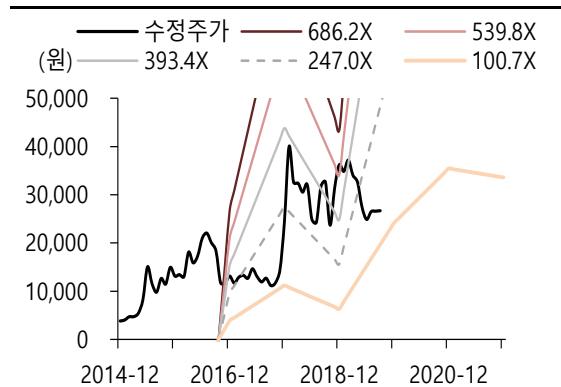
자료 : SK 증권 추정치

그림 3. 한울바이오파마의 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 |

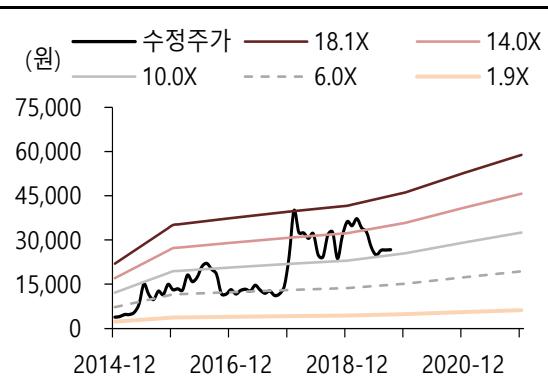
자료 : SK 증권 추정치

그림 4. 한올바이오파마의 PER 밴드차트

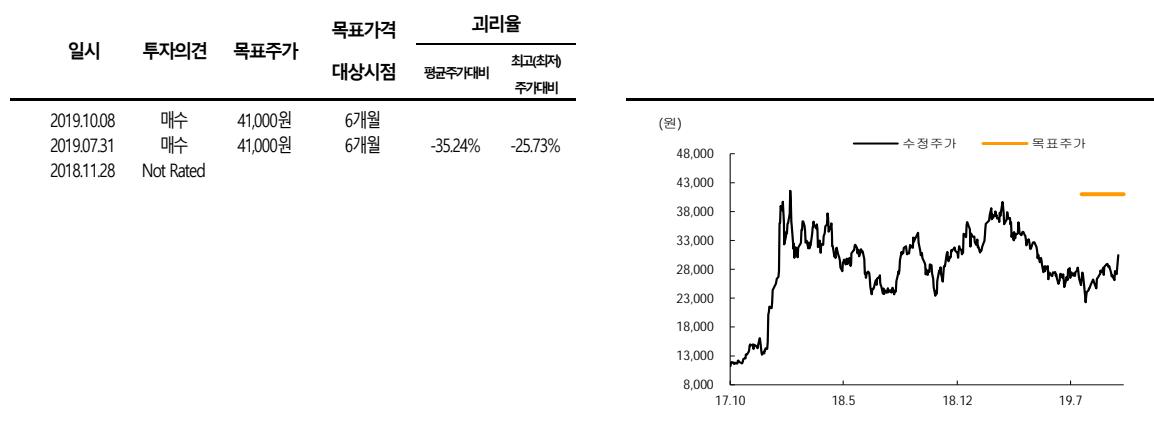


자료 : 데이터가이드, SK 증권

그림 5. 한올바이오파마의 PBR 밴드차트



자료 : 데이터가이드, SK 증권



Compliance Notice

- 작성자(이름)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 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 (2019년 10월 8일 기준)

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

재무상태표

| 월 결산(억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 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 |
| 비유동자산 | 303 | 339 | 434 | 459 | 487 |
| 장기금융자산 | 18 | 61 | 120 | 120 | 120 |
| 유형자산 | 134 | 138 | 125 | 104 | 87 |
| 무형자산 | 102 | 55 | 63 | 59 | 55 |
| 자산총계 | 1,687 | 1,623 | 1,839 | 2,175 | 2,598 |
| 유동부채 | 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 |
| 비유동부채 | 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 |
| 부채총계 | 575 | 454 | 498 | 577 | 678 |
| 자본주주지분 | 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 |
| 비자본주주지분 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 1,112 | 1,169 | 1,340 | 1,598 | 1,920 |
| 부채와자본총계 | 1,687 | 1,623 | 1,839 | 2,175 | 2,598 |

현금흐름표

| 월 결산(억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | 410 | -49 | 120 | 203 | 261 |
| 당기순이익(순실) | 58 | 33 | 149 | 237 | 302 |
| 비현금성항목등 | 24 | 102 | 53 | 15 | 14 |
| 유형자산감가상각비 | 15 | 14 | 22 | 21 | 17 |
| 무형자산상각비 | 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 |
| 투자활동현금흐름 | -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 |
| 재무활동현금흐름 | 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 자급 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 현금의 증가(감소) | 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 |
|----------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 842 | 918 | 1,080 | 1,285 | 1,544 |
| 매출원가 | 416 | 428 | 466 | 541 | 650 |
| 매출총이익 | 427 | 490 | 614 | 744 | 895 |
| 매출총이익률 (%) | 50.7 | 53.4 | 56.8 | 57.9 | 57.9 |
| 판매비와관리비 | 391 | 436 | 461 | 517 | 600 |
| 영업이익 | 35 | 55 | 153 | 227 | 295 |
| 영업이익률 (%) | 4.2 | 6.0 | 14.1 | 17.7 | 19.1 |
| 비영업순익 | -9 | -15 | 16 | 42 | 48 |
| 순금융비용 | -9 | -19 | -21 | -24 | -30 |
| 외환관련손익 | -2 | 8 | 9 | 9 | 9 |
| 관계기업투자등 관련손익 | 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 |
| 계속사업이익 | 58 | 33 | 149 | 237 | 302 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 58 | 33 | 149 | 237 | 302 |
| 순이익률 (%) | 6.9 | 3.6 | 13.8 | 18.5 | 19.6 |
| 자비주주 | 58 | 33 | 149 | 237 | 302 |
| 자비주주속 순이익률(%) | 6.9 | 3.59 | 13.76 | 18.46 | 19.58 |
| 비자비주주 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 63 | 52 | 169 | 258 | 323 |
| 지배주주 | 63 | 52 | 169 | 258 | 323 |
| 비자비주주 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA | 57 | 75 | 179 | 252 | 316 |

주요투자지표

| 월 결산(억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------------|---------|-------|---------|---------|---------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 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 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| 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 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 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 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| 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 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| 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
