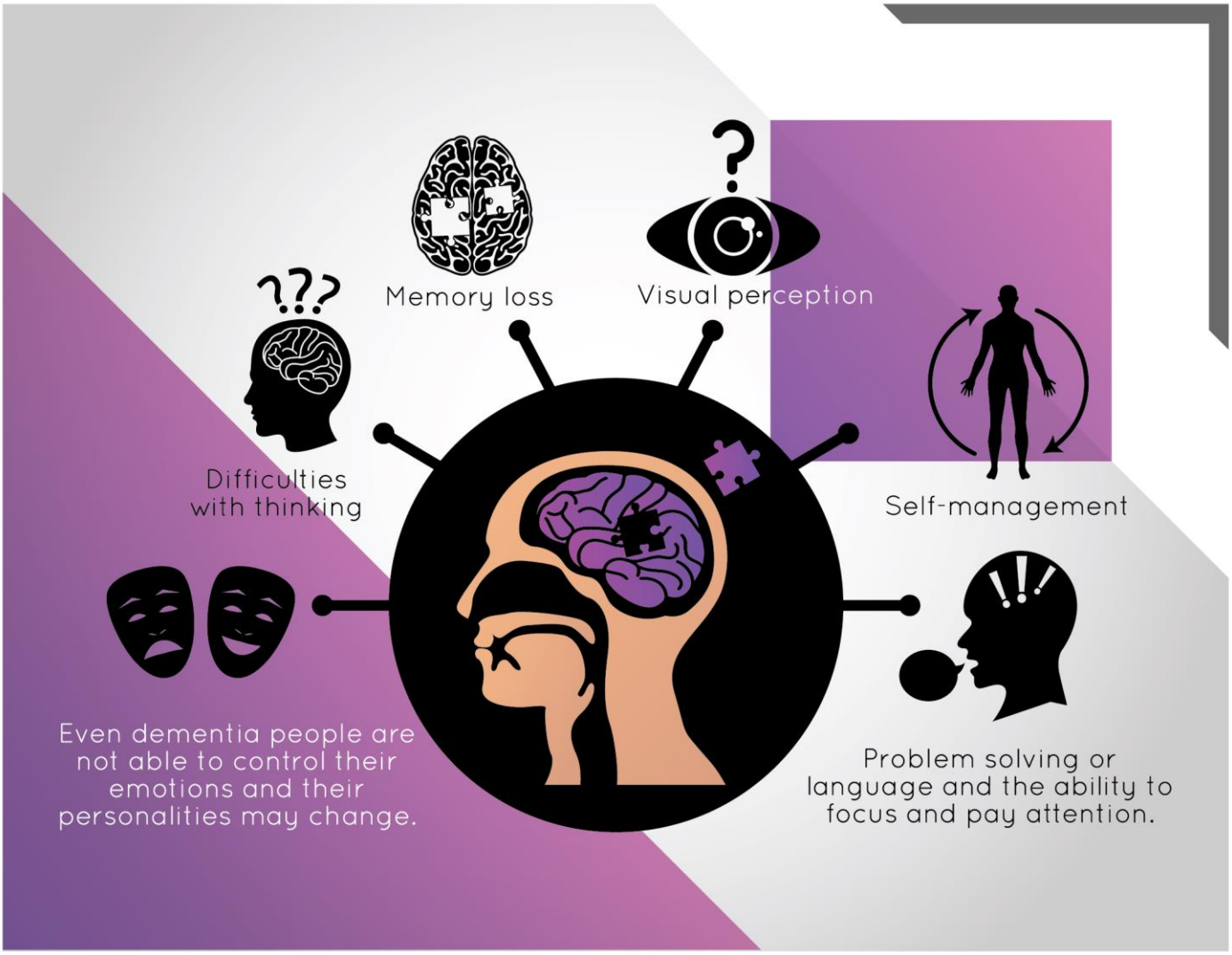
2019-12-04



INDUSTRY ANALYSIS

제약·바이오

치매는 극복이 가능할까?

1) 업종지수는 2020년 상반기까지 상승세 전망
2) 2020년 Keyword는 고령화
3) 어려운 길을 걷고 있는 알츠하이머 치료제 개발현황

제약·바이오, 이달미, 3773-9952

SK INDUSTRY Analysis

SK securities

2019-12-03

제약/바이오

치매는 극복이 가능할까?

제약/바이오 회사들이 3 분기 호실적을 기록하면서 업종지수 상승 중. 이러한 추세는 2020 년 상반기까지 이어질 전망. 2019 년 상반기 부진한 실적에 따른 낮은 base 영향, 공장 가동률 상승, ETC 부문의 실적개선세로 2020 년 상반기 호실적 예상. 2020 년 Keyword 는 '고령화'. 고령화로 치매환자가 늘면서 관련 치료제 개발이 시급. 알츠하이머 치료제는 실패율 99%로 쉽지 않은 도전. 하지만 바이오젠의 아두카누맙의 미국 FDA 승인 여부에 시장의 관심사가 큼. 수혜주는 삼성바이오로직스이며 2020 년 실적개선이 긍정적인 유한양행을 탑픽으로 추천.

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

업종지수는 2020 년 상반기까지 상승세 전망

제약/바이오 회사들이 3 분기에 대부분 호실적을 기록하면서 업종지수가 점진적으로 오르고 있다. 이러한 추세는 2020 년 1 월 JP 모건 헬스케어 컨퍼런스 모멘텀을 계기로 이어질 전망이다. 또한 2019 년 상반기 부진한 실적에 따른 낮은 base 영향, 공장 가동률 상승, ETC 부문의 실적개선세로 2020 년 상반기에는 호실적이 예상되어 업종지수 상승세도 이어질 전망이다. 2020 년에 주목해야 할 주요 이벤트는 바이오젠의 알츠하이머 치료제 '아두카누맙'의 미국 FDA 승인 신청이다. 미국 FDA 승인 신청 시점에 바이오젠으로부터 삼성바이오로직스로의 CMO 수주를 기대해 볼만 하다. 더불어 2020 년 실적개선이 전망되는 유한양행을 탑픽으로 추천한다.

2020 년 Keyword 는 고령화

평균 수명이 연장되면서 치매로 인한 사회적 비용이 증가하고 있다. 치매의 주된 원인은 알츠하이머인데 시판 중인 알츠하이머 치료제는 도네페질 성분명의 아리셉트(에자이), 엑셀론(노바티스), 라자딘(얀센)이 있다. 하지만 이들은 신경전달 물질인 아세틸콜린의 분해를 억제하여 알츠하이머 증상을 늦출 뿐 발병 원인의 치료제는 아니다. 알츠하이머는 아밀로이드 베타와 타우 단백질의 축적으로 발병되는데, 이들을 타겟하는 치료제가 개발 중이나 실패율은 99%이다.

어려운 길을 걷고 있는 알츠하이머 치료제 개발현황

2019 년 2 월 기준 알츠하이머병 환자를 대상으로 임상개발을 진행하고 있는 신약 파이프라인은 총 156 건, 그 중에서 임상 3 상 단계는 42 건, 임상 2 상 단계는 83 건, 임상 1 상 단계는 31 건이다. 임상 3 상은 바이오젠, 로슈, 일라이릴리 등 글로벌 빅파마가 주도하고 있으나 바피네주맙(화이자)은 2012 년, 솔라네주맙(일라이릴리)는 2016 년, 감마가드(박스터)는 2013 년, 크레네주맙(로슈)는 2019 년 2 월에 모두 임상 3 상을 중단하였다. 아두카누맙(바이오젠)도 2019 년 3 월 무용성 평가에서 임상 3 상 중단을 발표하였다가 최근 더 넓은 범위와 고용량 투여의 환자에서는 인지개선이 이루어져 이 데이터를 바탕으로 2020 년에 미국 FDA 신청에 들어가겠다고 발표하였다. 아두카누맙의 FDA 승인 여부는 지켜봐야 할 것으로 판단되나 결과가 긍정적일 경우 관계사인 삼성바이오로직스의 CMO 수주에 대한 기대감이 더욱 높아질 것으로 예상된다.

Analyst **이달미** talmi@sks.co.kr / 02-3773-9952

Contents

1. 업종지수는 2020 년 상반기까지 상승세 전망 3

2. 2020 년에 주목해야 할 Keyword 는 고령화 7

Company Analysis

삼성바이오로직스 (207940 / BUY / 470,000 원 상향)

유한양행 (000100 / BUY / 300,000 원 유지)

1. 업종지수는 2020 년 상반기까지 상승세 전망

2019 년 제약업종지수는 연초대비 22.9% 하락하였다. 대부분의 업체들이 상반기부진한 실적을 발표하였고 연초에 기대되었던 R&D 모멘텀이 실망스러운 결과를 나타냈기 때문이다. 대웅제약의 나보타 미국 FDA 허가획득과 유한양행의 조단위 라이선스 아웃이 업종지수 상승을 이끌었으나 뒤이은 코오롱티슈진의 관절염 치료제 '인보사' 사태, 에이치엘비의 실망스러운 리보세라닙 임상 3 상 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 2018 년부터 시작된 삼성바이오로직스의 분식회계 이후 증거 인멸에 대한 검찰수사가 이어지면서 관련된 업체들의 주가도 부진한 모습을 보였다.

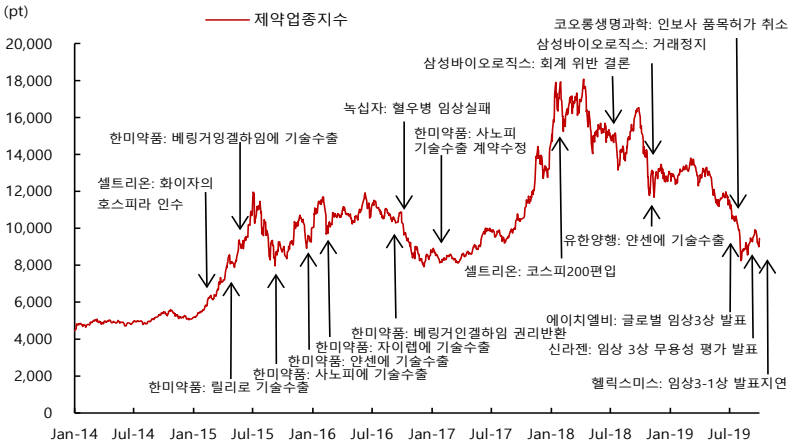
그림 1. 2019 년 주요 R&D 및 FDA 허가

기업명	물질명	2019년 예상되는 주요 이벤트
대웅제약	나보타	2019년 1분기 미국 FDA 허가 완료
한미약품	롤론티스	2019년 4분기 미국 FDA 허가 재신청 예상
	포지오티닙	2019년 하반기 중 조건부허가신청 예상
SK바이오팜	세노바메이트	2019년 하반기 미국 FDA 허가 완료
SK케미칼	폐렴구균백신	2019년 1분기 중 글로벌 임상 1상 진입
한올바이오파마	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

자료: 각 사, SK 증권

Analyst **이달미** talmi@sks.co.kr / 02-3773-9952

그림 2. 2014 년 이후 제약업종 지수 추이



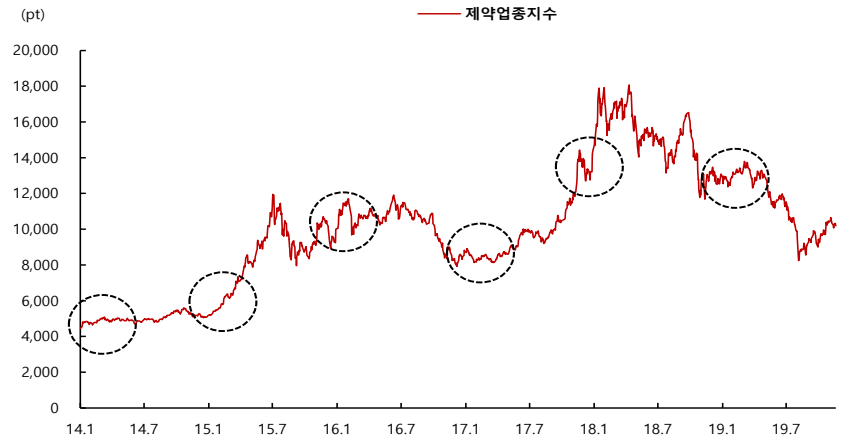
자료 : 데이터가이드, SK 증권

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

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

제약/바이오 회사들의 3 분기 실적이 대부분 호실적을 기록하면서 업종지수는 상반기의 부진을 딛고 점진적인 상승세를 시현 중이다. 이러한 추세는 2020 년 1 월 JP 모건 헬스케어 컨퍼런스 모멘텀을 계기로 지속될 전망이다. 또한 2019 년 상반기 부진한 실적에 따른 낮은 base 영향, 공장 가동률 상승, ETC 부문의 실적개선세로 2020 년 상반기에는 호실적 시현이 예상되면서 업종지수 상승세가 이어질 전망이다.

그림 3. 2020 년 1 월 JP 모건 헬스케어 컨퍼런스 전후 제약/바이오 업종 지수 상승세 예상



자료 : 데이터가이드, SK 증권

과거 5 년 동안의 패턴을 보면 연초 JP 모건 헬스케어 컨퍼런스 전후로 제약업종지수는 상승 추세를 보여왔다. 대부분의 제약사들이 컨퍼런스를 통해 글로벌 파트너사를 만나고 이 자리에서 라이선스 아웃에 대한 딜이 시작되기 때문이다. 한 예로, 브릿지바이오의 특발성 폐섬유화 치료제인 BBT-877 이 올해 7 월 베링거인겔하임으로 라이선스 아웃 되었는데 이 역시 1 월 JP 모건 컨퍼런스부터 딜이 논의되기 시작되었다. 따라서 이러한 이벤트는 2020 년 상반기의 제약업종주가지수의 상승에 긍정적인 영향을 미칠 전망이다. 또한 JP 모건 헬스케어 컨퍼런스 이후로도 각 시기별 학회에서 발표되는 임상결과에 따른 주가 변동성이 예상된다.

2020 년에 주목해야 할 주요 이벤트는 바이오젠의 알츠하이머 치료제 '아두카누맙' 미국 FDA 승인 신청 여부이다. 미국 FDA 승인 신청 시점에 바이오젠으로부터 삼성바이오로직스의 CMO 수주를 기대해 볼만 하다. 또한 2018 년과 2019 년 부진한 실적을 기록했던 유한양행이 2020 년부터는 레이저티닙의 순조로운 임상진입에 따른 마일스톤 유입으로 양호한 실적 성장세가 기대된다. 따라서 당사는 2020 년 Top Pick 은 삼성바이오로직스와 유한양행을 추천한다.

Analyst **이달미** talmi@sks.co.kr / 02-3773-9952

그림 4. 2020 년 주요 학회 일정

학회명	명칭	일시
JP Morgan healthcare conference	JP모건 컨퍼런스	01.13 ~ 01.16
ENDO	세계 내분비 학회	03.28 ~ 03.31
PES	소아내분비 학회	04.24 ~ 04.27
AACR	미국 암 학회	04.24 ~ 04.29
International congress on autoimmunity	자기면역질환 학회	05.20 ~ 05.24
ASCO	미국 임상종양 학회	05.29 ~ 06.02
EULAR	유럽 류마티스 학회	06.03 ~ 06.06
BIO-USA	미국 바이오협회 컨퍼런스	06.08 ~ 06.11
ADA	미국 당뇨 학회	06.12 ~ 06.16
IASLC WCLC	세계 폐암 학회	08.09 ~ 08.12
ECCO cancer summit	유럽 종양기구	미정
ESPE	유럽 소아내분비 학회	09.10 ~ 09.12
CRI, CIMT, EATI, AACR	공동주관 면역항암 학회	09.14 ~ 09.17
ESMO congress	유럽 종양학회	09.18 ~ 09.22
EASD	유럽 당뇨 학회	09.21 ~ 09.25
ACR/ARHP	미국 류마티스 학회	11.06 ~ 11.11
ASH	미국 혈액 학회	12.05 ~ 12.08

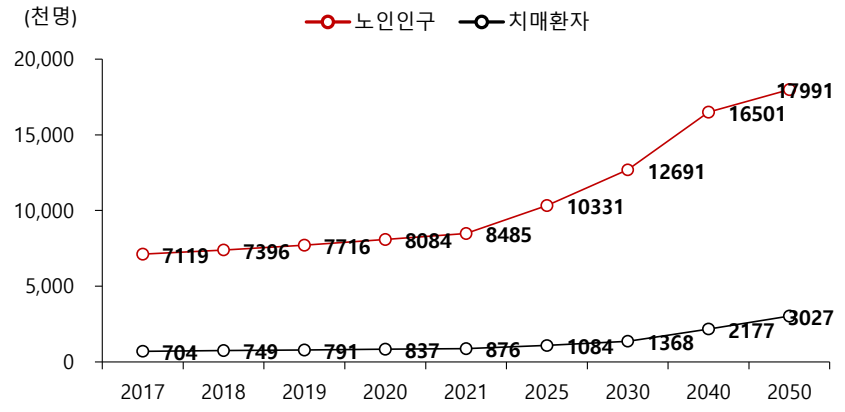
자료: 각 학회, SK 증권

2. 2020 년에 주목해야 할 Keyword 는 고령화

(1) 고령화가 불러 일으킨 재앙

평균 수명이 연장되면서 치매로 인한 사회적 비용이 증가하고 있다. 국내 65 세 이상 노인인구 중 치매환자는 2016 년 기준 66 만명, 2024 년에는 100 만명, 2039 년에는 200 만명, 2025 년에는 300 만명을 넘어설 것으로 추정되는 만큼 고령화는 빠르게 진행되고 있다. 2017 년 기준 국내 전체 인구 중 65 세 인구는 7,066,201 명으로 전체 인구의 13.8%를 차지하고 있으며 이 중에서 치매환자는 70 만명 수준, 평균적인 치매유병률은 10.0%로 굉장히 높은 수치다. 그 만큼 치매는 암 다음으로 극복해야하는 사회적인 질병으로 떠오르고 있다.

그림 5. 노인인구 및 치매인구 증가 추이 전망

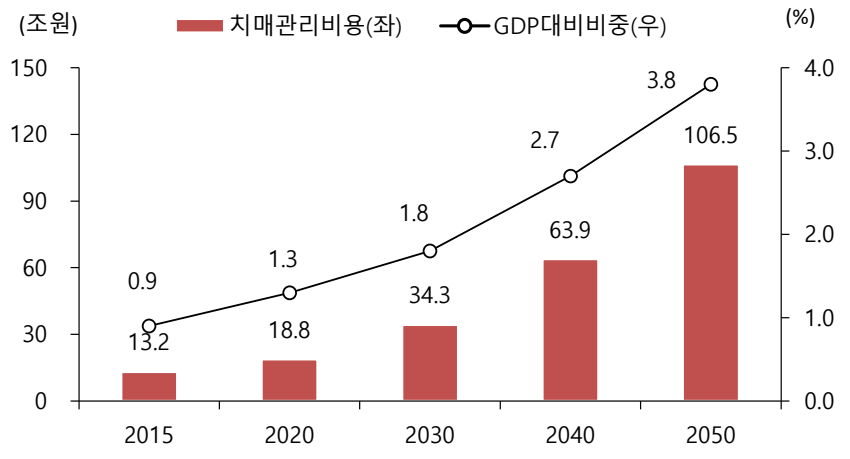


자료 : 통계청, 장래인구추계, 보건복지부, 2016 년 전국 치매역학조사, 2017, SK 증권

치매의 주요 원인 중 하나인 알츠하이머는 2050 년이 되면 미국에서 1,300 만명, 전세계적으로는 1 억명 이상이 될 것으로 예상된다. 전세계적으로 환자수가 증가함에 따라 국내 치매환자의 연간 관리비용은 2015 년 13 조 2 천억원(GDP 의 0.9%) 수준에서 2050 년에는 106 조 5 천억원(GDP 의 3.8%)으로 8 배 이상 증가할 전망이다.

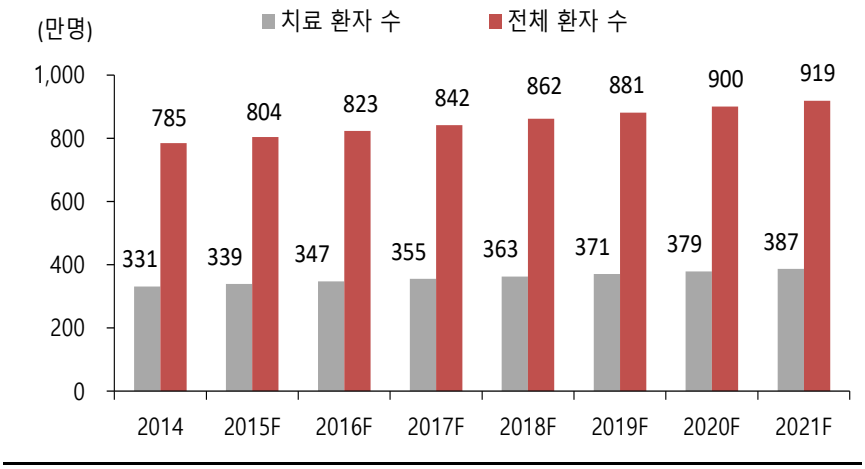
Analyst **이달미** talmi@sks.co.kr / 02-3773-9952

그림 6. 국가치매관리비용 증가추이 전망



자료 : 중앙치매센터, 대한민국 치매현황 2016,2017, SK 증권

그림 7. 알츠하이머병 글로벌 환자 수 추이



자료 : GBI Research 2016, SK 증권

치매의 가장 큰 원인인 알츠하이머는 뇌세포의 퇴화로 인해 기억력과 인지기능이 점진적으로 저하되면서 일상생활의 장애를 초래하는 퇴행성 신경질환이다.

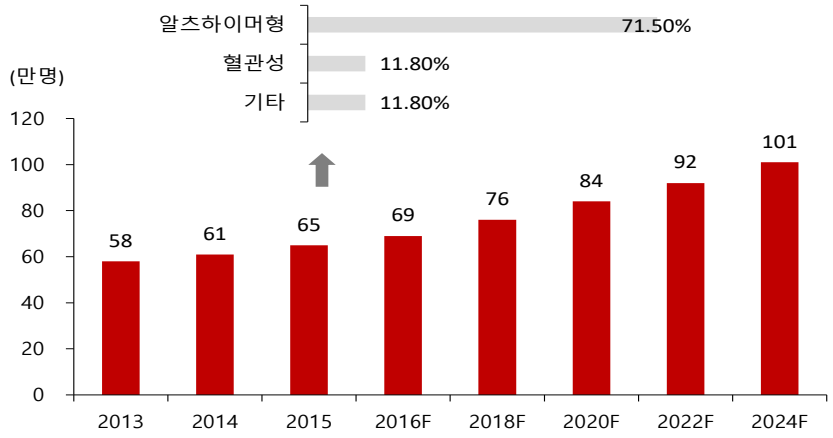
퇴행성 신경질환은 발병 부위와 기전에 따라 진행성 인지기능 장애, 진행성 운동실조, 근력저하 및 근위축 등을 일으킨다. 알츠하이머는 뇌에서 발병하는 퇴행성 뇌질환으로 주로 인지기능 장애를 일으켜 치매의 주요원인이 된다.

그림 8. 퇴행성 신경질환의 분류

주요 증상	주요 질환
진행성 인지기능 장애	알츠하이머병, 전두측두치매, 루이치매, 피질기저퇴행증 등
진행성 운동실조	파킨슨병, 다계통위축병, 헌팅턴병, 진핵성핵상마비
근력저하 및 근위축	루게릭병, 원발성측상경화증, 척수근위축병

자료 : 연구성과실용화진흥원, 한국과학기술평가원, SK 증권

그림 9. 국내 65 세 이상 치매환자 수 추이 및 알츠하이머형 치매 현황



자료 : 중앙치매센턴 2016, SK 증권

알츠하이머 협회에 의하면 65 세 이상 노인의 13%가 이 질병에 걸리며 이 연령대 환자의 사망 원인 중 5 번째를 차지하고 있으며 WHO 는 향후 2050 년에는 전세계 인구 중 1 억 1,400 만명이 알츠하이머 환자일 것으로 예상하고 있다.

알츠하이머는 1907 년 독일의 정신과 의사인 알로이스 알츠하이머(Alois Alzheimer) 박사에 의해 최초로 보고 되었다. 알츠하이머는 천천히 발병하여 점진적으로 진행되며, 초기에는 최근 일에 대한 기억력 장애를 보이다가 차차 언어기능이나 판단력 등 다른 인지기능의 이상을 동반하며 결국 모든 일상 기능을 상실한다. 노인환자가 대부분이나 젊은 사람이 이 병에 걸리는 경우에는 유전적 요인이 높은 것으로 알려져있다.

알츠하이머병의 발병 기전과 원인에 대해서는 아직까진 정확히 알려져 있지 않으나 주로 뇌 속 아밀로이드 단백질의 축적, 콜린성 신경세포의 사멸, 신경세포 수상돌기의 이상, 미토콘드리아의 에너지 대사 이상, 그 외 산화스트레스와 신경염증 반응 등 다양한 이론들이 제기되고 있다.

그 중에서도 가장 널리 받아들여지는 원인은 뇌 속에 존재하는 아밀로이드 베타(Amyloid-beta) 단백질과 타우(Tau) 단백질의 응집 등 이상 현상인데, 이 때문에 아밀

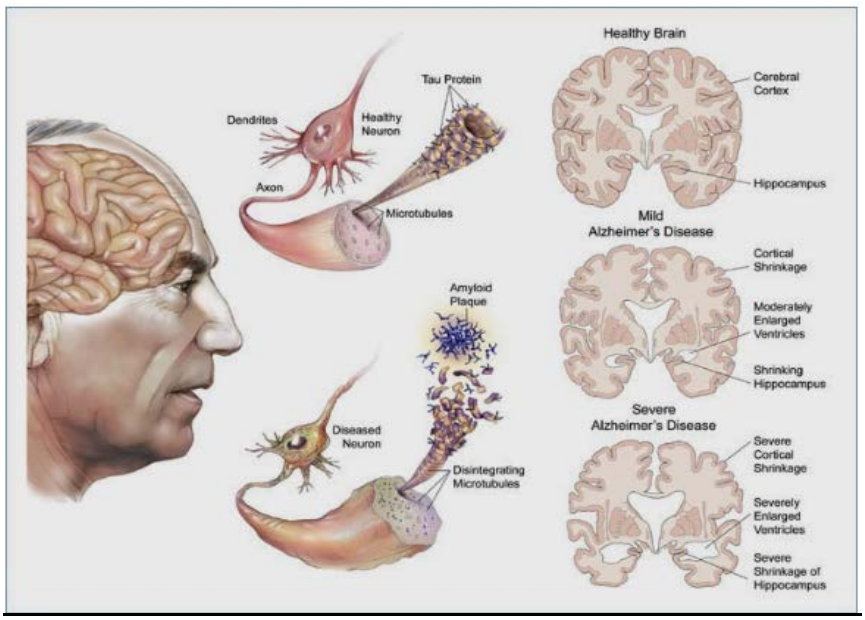
Analyst 이달미 talmi@sks.co.kr / 02-3773-9952

로이드 베타와 타우 단백질이 알츠하이머병 진단을 위한 바이오마커로 이용되고 있다.

하지만 아직까지는 두 단백질을 표적하는 약물개발이 대부분 임상단계에서 실패하여 약물개발이 상용화 되지 않았고, 따라서 이들을 표적했을 때 치료가 가능하다는 임상적 증거가 부족한 상황이다. 또한 약 1,000 억개의 뉴런과 100 조 개 시냅스로 구성된 두뇌 특성 상 다양한 장애요인이 존재해 효과적인 치료제 개발이 어려운 상황이다. 대표적으로는 혈뇌장벽(Blood Brain Barrier)이 일반적인 약물이나 항체가 뇌에 도달하는 것을 방해한다는 점, 죽은 신경세포는 재생이 불가능 하다는 점, 설치류 등 동물 모델에서 퇴행성 뇌질환을 재연하기 어려운 점 등이 개발 장애요인으로 여겨지고 있다.

따라서 현재까지 시판되고 있는 제품은 알츠하이머를 지연시켜줄 뿐이지 실질적으로 원인을 치료하는 의약품(disease-modifying drug)은 아직 상용화되지 못한 상황이다.

그림 10. 알츠하이머 발병 원인



자료 : 언론보도, SK 증권

또한, 알츠하이머에 대한 가장 확실한 진단 방법은 수술을 통해 얻은 뇌조직에 아밀로이드 단백질과 타우 단백질을 염색하는 것이나, 현실적으로 살아있는 환자에게 적용하기는 어렵다. 한편, 뇌 영상진단(MRI)를 통해 뇌혈관 질환 여부, 뇌위축 등을 조사할 수 있지만 이 역시 뇌위축이 상당히 진행된 상태에서만 확인이 가능하기 때문에 조기 진단 목적으로는 사용하기가 힘들다. 그렇기 때문에 조기 진단을 위해 임상증상을 대변하거나 증상이 나타나기 이전에 진단할 수 있는 마커 개발이 시급한 상황이다.

현재로써는 치매 증상이 나타났을 때 정확한 원인을 찾기 위해 다양한 바이오마커가 활용되고 있는 상황이다. 우선, 치매에 의해 대뇌 기능저하를 평가하기 위해 환자와 보호자와의 문진을 통해 1) 인지기능 (MMSE, S-SDQ, K-DSQ 등), 2) 이상행동 (CGA-NPI), 3) 일상생활능력(K-IADL, S-IADL 등)을 평가한 뒤에 Clinical Demantia Rating(CDR) Scale 이나 Global Deterioration Scale(GDS)에 따라 치매 중증도를 평가한다. 이러한 평가 이후 인지기능 저하가 발견되면 일차적으로 신경학적 검사와 갑상선기능검사, 혈액검사, 뇌촬영 등 치료 가능한 의심질환에 대한 검사를 먼저 수행하게 된다. 만약 갑상선기능저하, 비타민 B12 및 엽산 결핍, 뇌수두증 등의 원인에 의한 인지기능 저하라면 치매로 보지 않는다. 하지만 뇌촬영에서 뇌경색이나 허혈성 뇌병변 등이 존재하면 혈관성 치매의 가능성이 높은 것으로 진단이 나올 수 있다.

또한 알츠하이머 여부를 판단하기 위해서 방사성동위원소를 이용하여 아밀로이드 단백질의 축적양과 범위 등을 측정하는 PET 검사를 사용하고 뇌척수액이나 혈액 바이오마커도 이용하기도 한다. 이러한 진단은 뇌척수액에 쌓인 아밀로이드 베타나 타우 단백질의 농도를 측정하여 알츠하이머 여부를 판단하는데, 결국 알츠하이머 치료제 개발의 최종 목표는 아밀로이드 베타 혹은 타우 단백질의 축적을 막는 것이다.

Analyst **이달미** talmi@sks.co.kr / 02-3773-9952

(2) 시판되고 있는 알츠파이머 치료제는 증상만 늦춘다

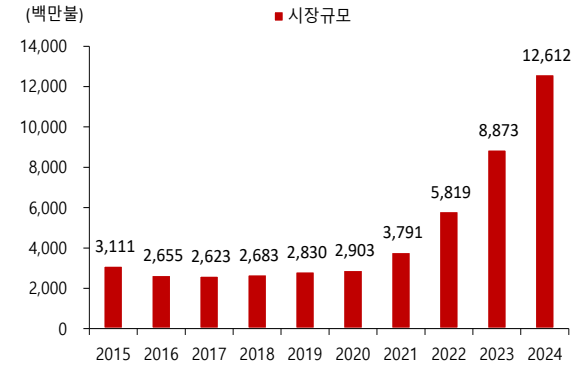
산업자료에 따르면 글로벌 알츠하이머 치료제의 시장규모는 약 31.1 억불(2015 년 기준) 수준으로 2024 년까지 4 배 이상 증가한 126.1 억불의 시장이 추정되고 있다. 알츠하이머 치료제 시장규모는 고령화로 인해 유병률이 증가하고 진단기술이 발달하면서 꾸준히 늘어날 것으로 전망된다. 과거에 비해 알츠하이머도 약물치료와 관리를 통해 진행 속도를 늦출 수 있고 예방이 필요한 질병이라는 인식이 증가하고 있다는 점에서도 시장규모는 꾸준히 늘어날 것으로 전망된다.

알츠하이머 치료제는 99% 이상의 실패율로 2003 년 이후 승인된 신약이 없는 상황이다. 2012 년 화이자에서 7 억 5 천만달러의 개발비를 투자한 신약물질 바피네주맙이 임상에 실패함에 따라 여타 글로벌 제약사들도 중추신경계의 파이프라인을 축소하는 등 알츠하이머 치료제 개발은 실패 위험이 가장 높은 분야로 여겨지고 있다.

현재 알츠하이머 치료제로 사용되고 있는 아세틸콜린 분해효소 억제제와 NMDA(N-methyl-D-aspartate) 수용체 길항제는 일시적인 증상 완화만 가능하고 원인을 치료하는 의약품은 없다. 아세틸콜린 분해효소 억제제 (AChE Inhibitor, 성분명 도네페질, 리바스티그민, 갈란타민)는 신경전달에 관여하는 아세틸콜린 분비와 콜린성 신경세포가 알츠하이머 환자들에게는 감소한다는 사실을 바탕으로 아세틸콜린 분해 효소를 억제하고 아세틸콜린 양을 증가시켜 신경전달을 원활히 해주는 기전이다.

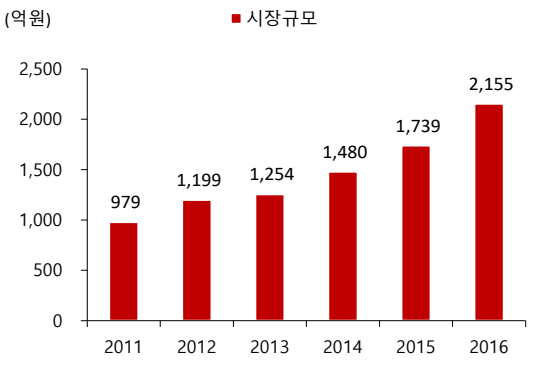
또한, NMDA 수용체 길항제(성분명 메만틴)는 세포의 사멸과 정상세포 간의 신호전달을 조절하는 신경수용체인 NMDA 의 세포 사멸 기능을 줄여 뇌세포의 사멸을 막는 기전이다.

그림 11. 글로벌 알츠하이머 치료제 시장규모



자료 : Datamonitor Healthcare 2016, SK 증권

그림 12. 국내 알츠하이머 치료제 시장규모



자료 : 보건의료데이터개방시스템, SK 증권

그림 13. 알츠하이머병 치료제 분류와 제품

구분	제품명	성분명	판매기업	비용효과
AChE억제제	아리셉트 (Aricept)	도네페질 (donepezil)	에자이	경도-중등도
	엑셀론 (Exelon)	리바스티그민 (rivastigimine)	노바티스	
	라자딘 (Razadyne)	갈란타민 (galanatamine)	얀센	
NMDA수용체 길항제	나멘다 (Namenda)	메만틴 (memantine)	앨런간	중등도 이상
	에빅사 (Ebixa)		룬드백	
	액수라 (Axura)		머츠	
AChE억제제 + NMDA수용체 길항제	남자릭 (Namzaric)	도네펠질 + 메만틴	악타비스	

자료 : 보건산업브리프 Vol 239, SK 증권

현재 시판중인 아세틸콜린 분해효소 억제제로는 아리셉트(에자이), 엑셀론(노바티스), 라자딘(얀센)이 있으며 NMDA 수용체 길항제로는 나멘다(회사명 엘러간), 에빅사(회사명 룬드백), 액수라(회사명 머츠)가 있다. 가장 최근에 미국에서 FDA 승인을 받은 제품은 아세틸콜린 분해효소 억제제와 NMDA 수용체 길항제의 복합제인 남자릭(Namzaric)이 있으며 2014 년에 허가 승인을 받았다. 시중에 가장 널리 쓰이고 있는 알츠하이머 치료제는 아세틸콜린 분해효소 억제제이다.

에자이와 화이자가 공동개발하여 1996 년 FDA 승인을 받은 아리셉트는 처음 개발된 알츠하이머 치료제이다. 출시 이후 2009 년에는 40 억달러 이상의 매출을 기록하며 블록버스터 의약품으로 거듭났으나 특허만료에 따른 제네릭 출시와 엑셀론 등 경쟁제품의 출시로 시장규모가 점진적으로 감소하고 있는 추세다. 그러나 현재 90 여개 국가에서 사용중인 가장 대표적인 알츠하이머 치료제이다.

노바티스가 개발한 엑셀론은 2000 년에 FDA 허가를 획득하였으며 경구 투여와 패치제 두가지 방법으로 복용이 가능하다. 출시 초기에는 캡슐로 개발되었으나 2007 년 1 일 1 회 부착하는 패치제가 개발되어 사용하기가 편리해졌다.

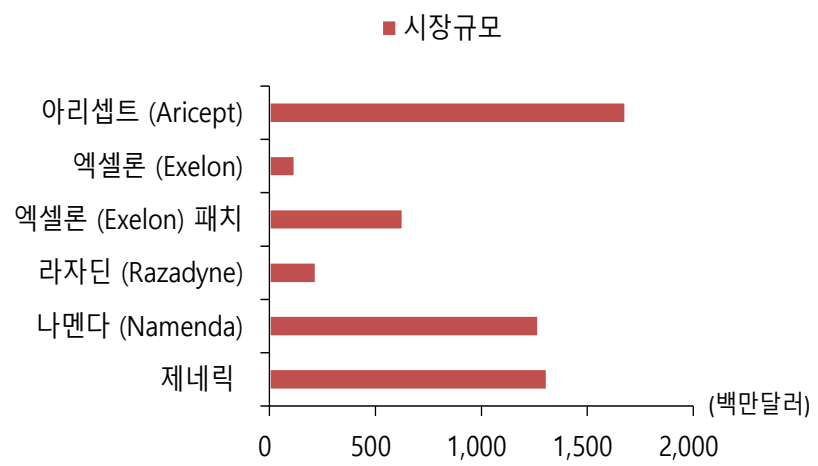
얀센이 개발한 라자딘은 2001 년 FDA 승인을 받았고 경구투여로 경증~중증도 치매환자들에게 주로 처방된다. 하지만 부작용이 심해 처방 환자의 범위가 크지는 않다.

1960 년대에 엘라이 릴리에 의해 개발된 나멘다는 처음엔 당뇨병치료제로 개발되다가 이후 멀츠(Merz)가 알츠하이머 치료에 대한 효능을 입증하면서 2003 년에 FDA 승인을 받았다. 이 의약품은 경구투여로 경증~중증도 환자에 주로 쓰이며 NMDA 수용체를 타겟하는 유일한 의약품이다. 메만틴 성분의 이 의약품은 독일에서 1989 년에 액수라(Axura)로 시판되었고 2000 년에는 룬드백의 에빅사(Ebixa)로 시판되었다.

Analyst **이달미** talmi@sks.co.kr / 02-3773-9952

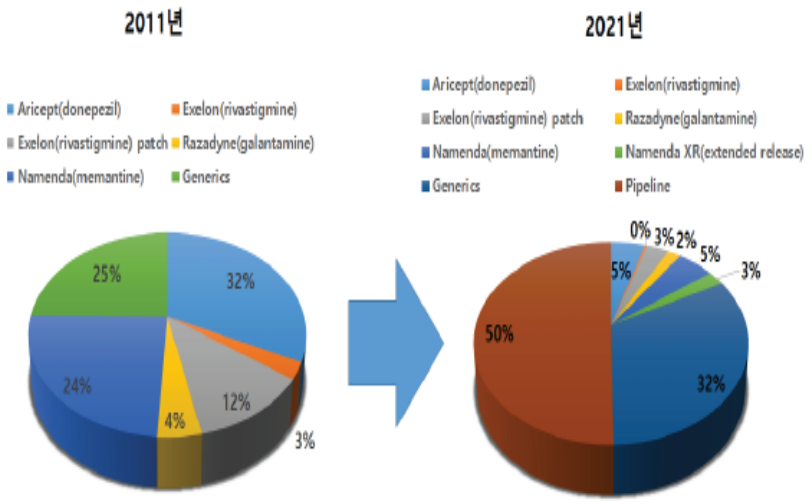
2014 년 FDA 허가를 획득한 남자릭은 아세틸콜린 분해효소 억제제인 도네페질과 NMDA 수용체 길항제인 메만틴의 첫 복합제로 중증도 이상 환자를 대상으로 처방되고 있다. 도네페질과 메만틴 성분이 동시에 복용시 치료 효과가 크다는 연구결과가 나왔고 복합제여서 복용 편리성도 좋다는 장점이 있다. 현재 NMDA 수용체 길항제를 복용하는 환자들의 70%가 아세틸콜린 분해효소 억제제를 동시에 복용하고 있어 남자릭은 향후 성장 가능성이 높을 것으로 여겨지고 있다.

그림 14. 알츠하이머 치료제 제품별 시장규모



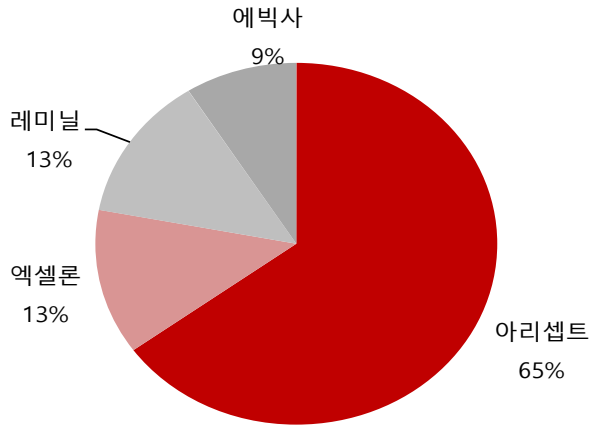
자료 : 퇴행성 신경질환 치료제 시장 동향, SK 증권

그림 15. 알츠하이머 치료제 제품별 시장 비율 변화



자료 : 퇴행성 신경질환 치료제 시장 동향, SK 증권

그림 16. 국내 주요 알츠하이머 제품별 시장 점유율



자료 : KHDI, 2014, SK 증권

Analyst 이달미 talmi@sks.co.kr / 02-3773-9952

(3) 아밀로이드 베타 단백질 축적이란?

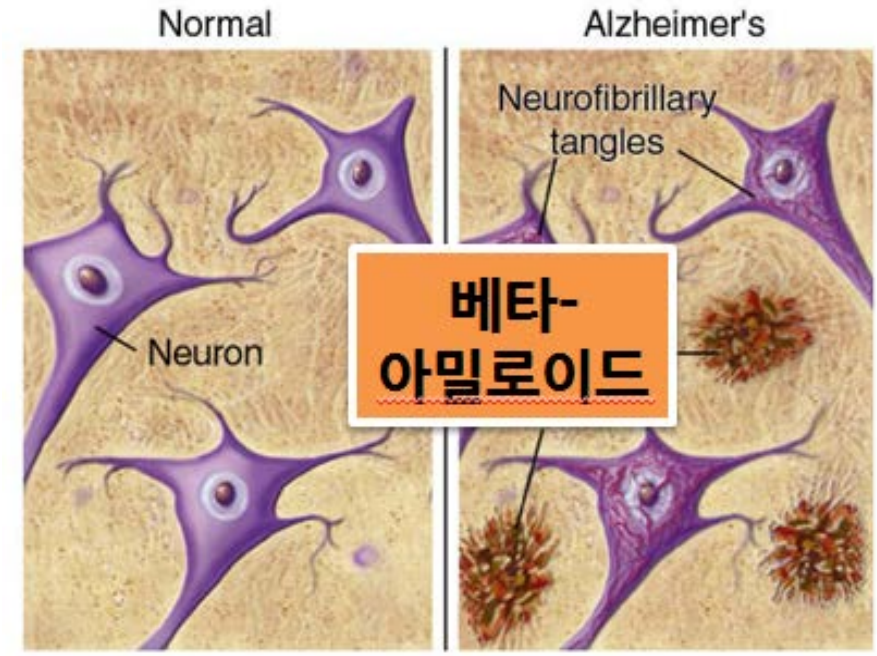
알츠하이머의 발병 기전과 원인에 대해서는 정확하게 알려져 있지 않다. 그렇기 때문에 알츠하이머 치료제는 개발 난이도가 높고 성공확률이 낮다. 하지만 시장성과 잠재력이 높기 때문에 최근에는 다시 많은 글로벌 제약사들이 관심을 가지고 있다. 이때까지 아세틸콜린과 신경전달물질의 농도를 일시적으로 상승시켜 인지 개선효과를 보이는 치료제가 중심이었다면 최근에는 아밀로이드 베타와 타우 단백질을 타겟하는 신약 파이프라인의 비중이 높아지고 있는 상황이다.

앞에서 서술했듯이 알츠하이머에서 가장 대표적으로 나타나는 증상이 아밀로이드 베타의 침착으로 형성된 노인성반점으로 추측되고 있다. 이것이 아직까지 추측인 이유는 알츠하이머병을 알았던 환자의 뇌를 해부했을 때 일부 환자들의 뇌에서는 아밀로이드 베타 단백질의 축적이 발견되지 않았기 때문이다.

아밀로이드 베타(Aβ) 가설에 따르면 아밀로이드의 전구체는 세포막에 존재하는 APP(Amyloid Precursor Protein)라 하는데 신경세포의 세포막에 걸쳐있는 단백질로 원래는 신경세포의 성장과 수선에 관여하여 기능을 다하게 되면 분해되어 없어진다. 이때 정상적으로는 Aβ 단백질을 분해하는 절단효소인 α-secretase 에 의해 분해된다. 그러나 일부 Aβ는 정상적으로 작동해야 하는 α-secretase 가 아닌 세포막 외부에 존재하는 β-secretase 에 의해 잘리게 되는데 이때 아밀로이드 단량체가 서로 응집되어 독성을 띄는 올리고머(Oligomer), 섬유화(fibril), 플라크(plaque)를 형성하면서 축적되기 시작한다.

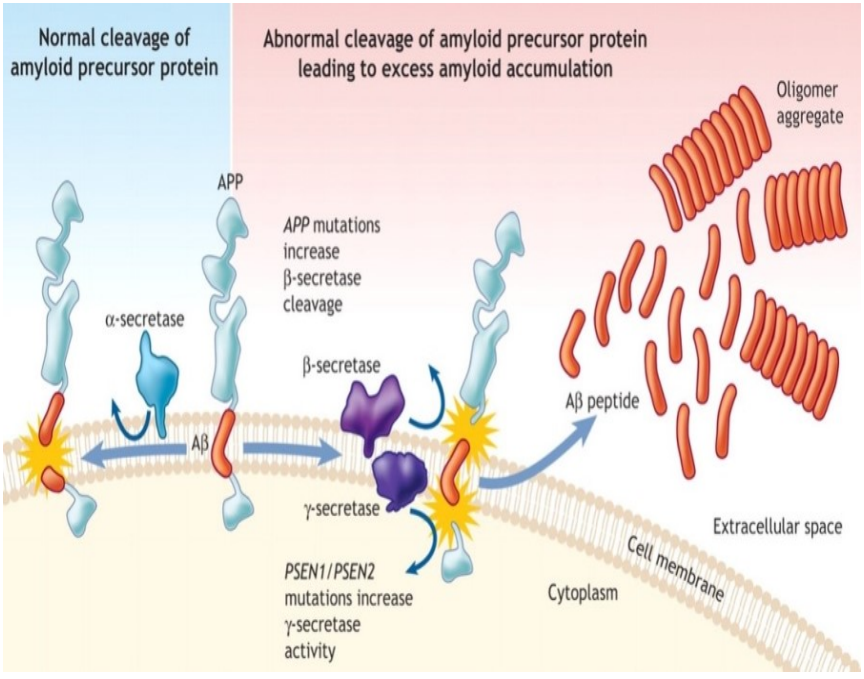
아밀로이드 플라크는 신경세포 사이에 존재해 세포간의 신호전달을 방해하여 정상적인 기능을 저해한다. 또한 독성을 띄어 면역반응을 일으키는데 이때 염증반응으로 신경세포가 손상을 입고 세포사멸이 일어나게 된다. 그리고 아밀로이드는 뇌 세포의 골격 유지에 중요한 역할을 하는 타우 단백질의 인산화를 촉진한다. 그렇게 되면 미세소관(세포의 골격을 유지하는 기관)을 안정화시키는 타우가 떨어져 나오면서 신경전달에 관여하는 신경세포의 축색돌기가 망가지고 결국 신경전달이 비정상화되면서 신경세포가 사멸에 이른다. 따라서 근본적으로 아밀로이드 베타가 알츠하이머병의 주된 원인인 것으로 추측되고 있다.

그림 17. 아밀로이드 베타는 신경세포 사이에 축적된다



자료 : 언론보도, SK 증권

그림 18. 아밀로이드 플라크의 생성 기전

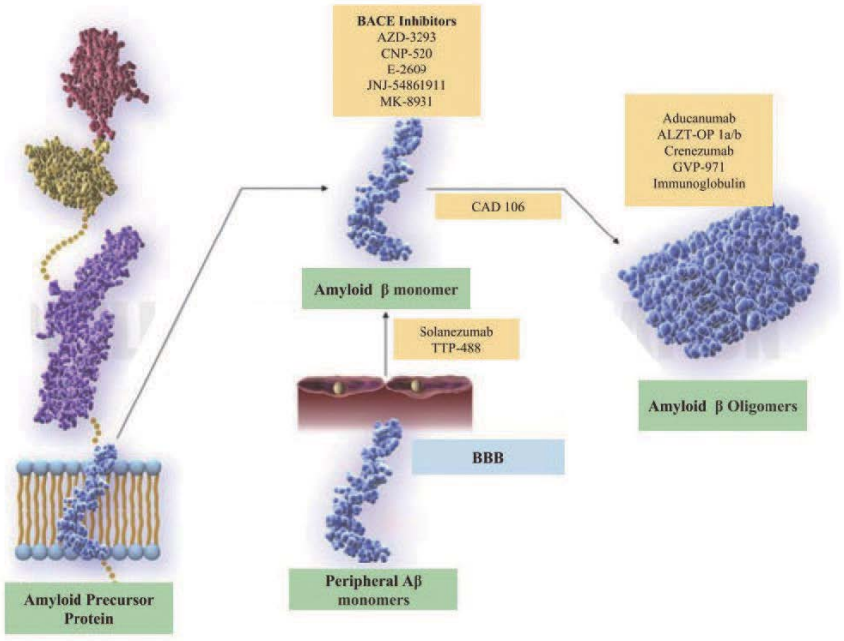


자료 : 언론보도, SK 증권

Analyst 이달미 talmi@sks.co.kr / 02-3773-9952

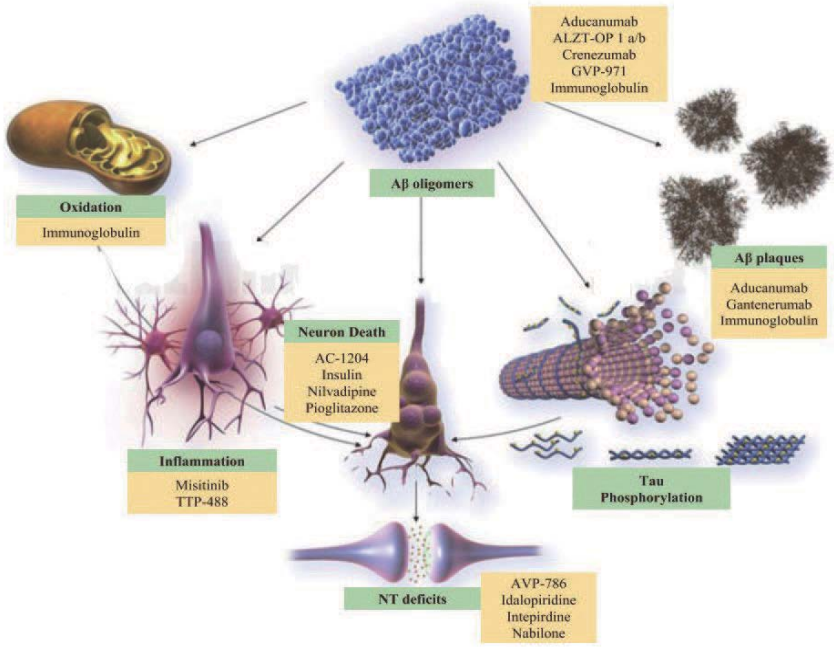
그렇기 때문에 글로벌 제약사들은 2000 년대 초반을 전후하여 아밀로이드 베타를 표적하는 치료제를 개발하기 시작하였다. 실질적으로 뇌 속의 아밀로이드 생성과 응집, 제거에 이르는 각 단계를 표적으로 하는 치료제가 개발 중인데 Aβ의 생성을 막는 분비효소 억제제, 아밀로이드가 뭉치는 것을 막는 응집 억제제, 이미 만들어진 Aβ를 항원-항체 반응을 통해 체내에서 면역학적으로 제거하는 면역 치료제 등이 있다.

그림 19. 아밀로이드 베타를 타겟한 다양한 기전의 치료제



자료 : Alzherimers Dement 2017, SK 증권

그림 20. 아밀로이드 베타 올리고머에 의해 파생되는 다양한 뇌신경의 병변들



자료 : Alzherimers Dement 2017, SK 증권

Analyst **이달미** talmi@sks.co.kr / 02-3773-9952

(4) 어려운 길을 걷고 있는 알츠하이머 치료제 개발현황

미국 임상정보사이트에 따르면 2019 년 2 월 기준 알츠하이머병 환자를 대상으로 임상 개발을 진행하고 있는 신약 파이프라인은 총 156 건, 그 중에서 임상 3 상 단계는 42 건, 임상 2 상 단계는 83 건, 임상 1 상 단계는 31 건이다. 임상 3 상은 바이오젠, 로슈, 일라이릴리 등 글로벌 빅파마가 주도하고 있다. 그러나 최근 임상개발 실패로 알츠하이머병 R&D 를 아예 중단하기도 하는데 화이자는 2018 년 초 자체적으로 중추신경계 분야의 연구개발을 접겠다는 입장을 밝히면서 관련분야에서 300 명의 인원을 감축했다. 하지만 반대의 모습도 눈에 띄는데, 빅파마들이 초기 연구단계의 후보물질을 먼저 확보하려는 움직임이 증가하고 있다.

그림 21. 최근 알츠하이머 치료제 주요 라이선스 딜

시점	Buyer	Seller	딜 타입	Upfront (M$)	최대 (M$)	단계	Modality	질환	타깃(분야)
12/16	릴리	아스트라제네카	파트너십 (MEDI1814)	3,000만	비공개	P1	mAb	AD	Aβ 42
12/17	셀진	Evotec	파트너쉽 + 옵션행사 (iPSC 플랫폼)	4,500만	2억 9,500만	R	SM (CRBN-PROTAC)	AD,PD,ALS	Aβ, Tau,α-Synuclein , SOD-1 등
4/17	바이오젠	BMS	인수 (BMS-986168)	3,000만	7,100만	P2	mAb	AD,PSP	Tau
5/17	머크	Teijin Pharma	인수 (일본제외)	비공개	비공개	PC	mAb	AD	Tau
6/17	룬드벡	ImmunoBrain Checkpoint	인수 (연구, 권리행사)	비공개	비공개	R	mAb	AD	PD-1/L1 pathway 등
9/17	다케다	아스트라제네카	파트너쉽 (MEDI1341)	비공개	4억	P1직전	mAb	PD	α-Synuclein
10/17	애브비	알렉토	인수 (2개 타깃, 옵션행사)	2억5,000만	비공개	D	mAb	immuno-neurology	microglia inflammation
1/18	다케다	디날리	파트너십 (3개 신약)	4,000만	10억	Lead	bsAb protein	AD,NDD	TREM2, BACE1/Tau, LF1
2/18	다케다	Wave Life Sciences	파트너십	1억 1,000만	비공개	D~P2a	antisense	HD,ALS,FTD, SCA3	Mhtt snp1, C9orf72, ATXN3
2/18	애브비	Voyager	인수 (옵션행사)	6,900만	2억1,900만	PC	AAV (mAb)	AD,PSP,FTD	Tau
3/18	셀진	Prothena	인수 (3개 신약, 옵션행사)	1억5,000만	21억 5,000만	PC	mAb	AD,ALS,NDD	Tau, TDP-43 등
3/18	셀진	Vividion	파트너십 (암/염증/NDD)	1억100만	비공개	R	SM (PROTAC)	NDD	Aβ, Tau,α-Synuclein , SOD-1 등
4/18	바이오젠	LonisPharmaceuticals	파트너십 연장 (CNS 질환)	3억7,500만	10억	R	RNA기반 antisense	CNS 질환	Research

자료 : 바이오스펙테이터, SK 증권

개발 중인 알츠하이머 치료제는 크게 아밀로이드 베타 표적 항체 치료제, 타우 단백질의 축적을 저해하는 치료제, BACE(β-secretase)를 저해하여 Aβ 생성을 억제하는 치료제의 3 분야로 나눌 수 있다.

우선 가장 많이 연구되고 있는 아밀로이드 표적 항체로 가장 대표적인 치료제는 바이오젠의 아두카누맙이다. 2016 년 바이오젠은 165 명의 초기 알츠하이머 환자를 대상으로 실시한 임상 1b 상 연구에서 아두카누맙이 Aβ제거 및 인지기능 향상 효과를 확인하였다. 그 결과 미국 FDA 에서 신속심사대상으로 지정되어 임상 3 상을 바로 진행하게 되었다. 이후 실시된 2 건(ENGAGE, EMERGE)의 임상 3 상은 각 임상시험당 1600 명의 알츠하이머 환자를 대상으로 아두카누맙의 효능과 안전성을 평가하기 위해 디자인 되었으며 1 차 목표점은 위약군 대비 아두카누맙의 CDR-SB 점수변화로 측정된 인지기능 장애개선 효과를 평가하는 것이다.

하지만, 2019 년 3 월 무용성 평가(대규모 임상시험 중간에 최종결과를 통계적으로 예측하는 결과)에서 두 임상시험이 최종적으로 실패할 것으로 예측하여 임상 3 상 중단을 선언하였다. 그럼에도 불구하고 무용성 평가 이후 추가자료에서는 더 큰 규모의 데이터를 새로 분석한 결과 아두카누맙의 복용량을 늘렸을 때 초기 알츠하이머 환자들의 인지기능에 개선을 주었다고 발표하면서 이 데이터를 바탕으로 FDA 와 협의하여 내년 상반기 중으로 BLA 신청에 들어갈 것을 발표하였다. 또한 2019 년 12 월 알츠하이머 임상시험 학회에서는 이번 임상 3 상에 대한 자세한 발표가 있을 예정이다. 아두카누맙의 FDA 승인 여부는 지켜봐야 할 것으로 판단되나 결과가 긍정적일 경우 관계사인 삼성바이오로직스의 CMO 수주에 대한 기대감이 더욱 높아질 것으로 예상된다.

그림 22. 아두카누맙 임상 3 상 EMERGE 의 1 차 목표점

Primary endpoint of EMERGE (larger dataset)

	ITT Population		OTC Population	
	% Reduction vs. Placebo[a] p-value		% Reduction vs. Placebo[a] p-value	
	Low dose (N=543)	High dose (N=547)	Low dose (N=329)	High dose (N=340)
CDR-SB	-14% 0.117	-23% 0.010	-16% 0.134	-23% 0.031

[a]: difference in change from baseline vs. placebo at Week 78. Negative percentage means less decline in the treated arm.
N: numbers of randomized and dosed subjects that were included in the analysis. Placebo = 548 (ITT) and 313 (OTC).

자료 : 언론보도, Biogen, SK 증권

Analyst **이달미** talmi@sks.co.kr / 02-3773-9952

그림 23. 아두카누맙의 임상 3 상 ENGAGE 의 1 차와 2 차 목표점

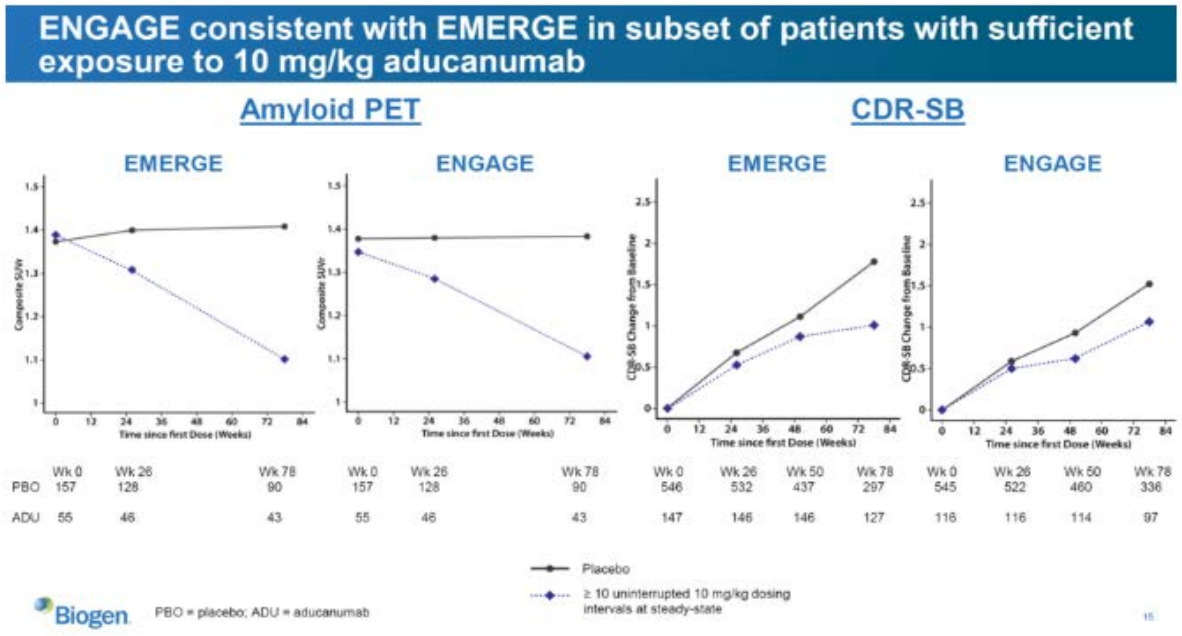
Primary and secondary endpoints from ENGAGE (larger dataset)

	ITT Population		OTC Population	
	% Reduction vs. Placebo[a] p-value		% Reduction vs. Placebo[a] p-value	
	Low dose (N=547)	High dose (N=555)	Low dose (N=370)	High dose (N=345)
CDR-SB	-12% 0.236	2% 0.825	-8% 0.489	6% 0.627
MMSE	-6% 0.488	3% 0.796	-3% 0.741	13% 0.237
ADAS-Cog13	-11% 0.248	-12% 0.245	-1% 0.950	-2% 0.874
ADCS-ADL-MCI	-18% 0.135	-18% 0.152	-12% 0.434	-12% 0.405

[a]: difference in change from baseline vs. placebo at Week 78. Negative percentage means less decline in the treated arm.
N: numbers of all randomized and dosed subjects that were included in the analysis. Placebo = 545 (ITT) and 369 (OTC).

자료 : 언론보도, Biogen, SK 증권

그림 24. 아두카누맙의 임상 3 상 고용량 투여 환자에서의 효능



자료 : 언론보도, Biogen, SK 증권

반면, 아두카누맙 이외의 치료제는 개발이 쉽지 않았는데 바피네주맙(Bapineuzumab, 화이자)은 2012 년, 솔라네주맙(Solanezumab, 일라이릴리)는 2016 년, 감마가드(Gammagard, 박스터)는 2013 년에 모두 임상 3 상을 중단하였다. 아두카누맙의 무용성 평가 발표 한달 전인 2019 년 2 월에는 크레네주맙(로슈) 또한 임상 3 상 중단을 발표하여 아밀로이드 가설에 기반한 치료 접근에 대한 회의가 증가하고 있는 상황이다. 이에 따라 아밀로이드 이외에 타우 기반 치료제와 같은 다른 목표를 찾아야 한다는 지적도 나오고 있는 상황이나 여전히 아밀로이드 베타를 타겟하는 치료제 비중은 높은 편이다.

타우 단백질을 타겟으로 하는 치료제는 아직까지 개발 초기단계에 있다. 타우 단백질 축적을 저해하는 파이프라인으로는 TauRX(싱가폴)가 개발 중인 LMTX 가 있는데 아두카누맙과 함께 성공이 유력한 파이프라인으로 평가받았었으나 2018 년 임상 3 상을 중단하였다. 그 밖의 파이프라인은 대부분 임상 1,2 상의 초기단계여서 결과를 좀더 지켜봐야 하는 상황이다.

그림 25. 타우 항체 개발 현황

회사	이름	에피토프	비고
로슈	RG7345	Tau-pS422	임상1상 후 중단
바이오젠	BIIB092	Tau 9-18 (N-term)	임상2상 중
C2N-애브비	ABBV-8E12 (C2N-8E12)	Tau 25-30 (N-term)	임상2상 중
AC이뮨-제넨텍	RO7105705	Tau-Ps409	임상2상 중
일라이릴리	LY3303560	Tau 7-9, 312-322	임상2상 중
얀센	JNJ-63733657	Tau middle site	임상1상 중
바이오젠-뉴리문	BIIB076	mid site, conformational epitope	임상1상 중
UCB 바이오파마	UCB0107	Tau 235-246	임상1상 중
에자이	E2814	MTBR(R2,R4)	임상1상 준비

자료 : 바이오스펙테이터, SK 증권

Analyst **이달미** talmi@sks.co.kr / 02-3773-9952

BACE 를 저해하여 Aβ생성을 막는 기전의 치료제는 머크의 베루베세스테트가 가장 먼저 개발되었으나 효과가 미미하여 2017 년에 임상 3 상이 중단되었다. 그 밖에 바이오젠의 BACE 억제제 E2609 가 임상 3 상 중에 있고 암젠의 CNP520, GSK 의 GSK933776 등이 임상 시험 중에 있다.

잇단 임상 중단에도 불구하고 수많은 알츠하이머 치료제들이 연구되고 있으며 그 중에서도 아밀로이드 표적항체에 대한 비중이 더욱 높아질 것으로 전망되고 있는 만큼 많은 치료제들이 아밀로이드 표적항체에 집중되어 있는 상황이다. 그렇기 때문에 가장 먼저 신약 승인이 예상되는 아두카누맙의 승인여부에 더욱 주목해야 할 것으로 판단되며 승인을 받게 되면 국내 업체 중 가장 큰 수혜주는 삼성바오로직스인 것으로 전망된다.

그림 26. 국내 치매관련 치료제 개발 현황

회사명	제품명	임상단계	분류/성분명	기능
동아에스티	DA-9803	전임상	천연물 신약	퇴행성 신경질환
일동제약	ID-1201	임상3상	천연물 신약	Aβ 생성 억제
젬백스	GV1001	국내 및 미국 임상 2상	펩타이드	Aβ, Tau 축적 억제
차바이오텍	CB-AC-02	임상2b상 예정	줄기세포치료제	Aβ 축적 억제
메디포스트	뉴로스템	임상 1/2a 상	줄기세포치료제	Aβ 분해
네이처셀	아스트로스템	임상 2b상 예정	줄기세포치료제	Aβ 제거
SK케미칼	SID-710	미국 FDA 허가 완료	리바스티그민	엑셀론 패치 제네릭
아이큐어	도네페질 패치	임상3상	도네페질	패치제 개발 중

자료 : 각사, SK 증권

Company Analysis

SK COMPANY Analysis

SK securities

삼성바이오로직스 (207940/KS | 매수(유지) | T.P 470,000 원(상향))

서서히 해소되는 불확실성

2019 년 실적은 2 공장 정기 유지보수 비용, 3 공장 감가상각비 집행으로 상반기에 적자를 시현. 2019 년 하반기의 턴어라운드가 2020 년까지 이어질 전망. 2020 년에는 2 공장과 3 공장 가동률이 상승하며 전체 외형성장세를 견인할 전망. 회계분식 이슈는 점진적으로 불확실성 해소단계에 있다고 판단. 목표주가는 470,000 원으로 상향하고 투자의견 매수를 유지함.

상저하고의 2019 년

동사의 2019 년 별도기준 실적은 매출액이 전년대비 12.5% 증가한 6,028 억원, 영업이익은 전년대비 46.4% 감소한 298 억원 시현이 예상된다. 2019 년 상반기 영업이익이 적자였는데 1) 2 공장의 정기 유지보수비용과 2) 3 공장 가동 본격화에 따라 감가상각비 증가로 2019 년 연간 영업이익도 감소세 시현이 예상된다. 3 공장 매출은 3 분기부터 인식되기 시작했기 때문에 상반기에는 매출이 없는 상황에서 감가상각비가 집행되었다. 하지만 2019 년 하반기부터 시작된 실적 턴어라운드는 2020 년까지 이어질 전망이다.

2020 년에는 실적개선과 불확실성 해소가 동시에 이루어질 전망

2020 년에는 별도기준 실적은 매출액이 전년대비 49.3% 증가한 9,000 억원, 영업이익은 전년대비 684.5% 증가한 2,340 억원 시현이 전망된다. 2020 년에는 부진했던 2 공장 가동률(2019 년 65%)이 상승하면서 전체 매출성장세를 견인할 전망이다. 3 분기부터 매출인식이 시작된 3 공장 가동률도 2019 년보다 상승하면서 이익개선세가 예상된다. 회계분식 이슈 관련하여 최근 임직원 8 명에 대한 결심공판이 진행되면서 형이 확정, 불확실성은 점진적으로 해소되고 있다는 판단이다.

목표주가 470,000 원으로 상향하며 투자의견 매수 유지

2020 년 2,3 공장 가동률을 상향 조정하면서 2020 년, 2021 년 영업이익을 각각 16.2%, 15.2% 상향 조정, 이에 따라 EPS 는 각각 15.0%, 11.5% 상향 되었다. 목표주가 산정 시 적용 연도를 기존 2024 년에서 2025 년으로 변경하면서 470,000 원으로 상향하고 투자의견 매수를 유지한다. 동사는 아두카누맙 수주와 관계 없이 3 공장의 수주가 60%(현재 수주는 40% 언더)를 채우면 4 공장 계획을 발표할 예정이다. 아두카누맙의 FDA 승인은 동사의 주가 상승 모멘텀으로 작용할 전망이다.

영업실적 및 투자지표

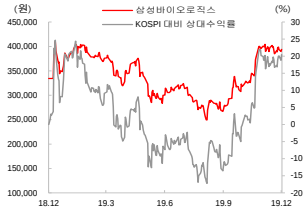
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	억원	2,946	4,646	5,358	6,028	9,000	12,500
yoy	%	222.8	57.7	15.3	12.5	49.3	38.9
영업이익	억원	-304	660	557	298	2,340	3,625
yoy	%	적지	흑전	-15.6	-46.4	684.5	54.9
EBITDA	억원	297	1,359	1,471	1,543	3,485	4,693
세전이익	억원	-2,309	-1,160	3,030	455	2,494	4,649
순이익(지배주주)	억원	-1,768	-970	2,241	497	1,871	3,952
영업이익률%	%	-10.3	14.2	10.4	5.0	26.0	29.0
EBITDA%	%	10.1	29.3	27.5	25.6	38.7	37.5
순이익률	%	-60.0	-20.9	41.8	8.2	20.8	31.6
EPS(계속사업)	원	-3,115	-1,466	3,387	751	2,827	5,973
PER	배	N/A	N/A	114.1	519.4	137.9	65.3
PBR	배	2.5	6.2	6.2	6.1	5.9	5.4
EV/EBITDA	배	387.3	196.3	172.3	164.8	72.4	53.2
ROE	%	-5.2	-2.4	5.5	1.2	4.4	8.6
순차입금	억원	15,172	21,214	-2,354	-3,928	-5,816	-8,689
부채비율	%	84.5	80.6	43.9	41.9	45.9	48.2

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	260,690 억원
주요주주	
삼성물산(외4)	75.07%
외국인지분률	9.70%
배당수익률	0.00%

Stock Data	
주가(19/12/03)	394,000 원
KOSPI	2084.07 pt
52주 Beta	0.94
52주 최고가	410,000 원
52주 최저가	249,500 원
60일 평균 거래대금	415 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-0.5%	%
6개월	31.1%	%
12개월	17.8%	%

그림 1. 삼성바이오로직스의 Valuation Table

구분 (십억원, 배, 원)	2025E	비고
A. 삼성바이오로직스 목표가치	83,164.8	
삼성바이오로직스 가치	4,158.2	2024년 지분법이익 제외한 당기순이익의 현재가치 (할인율 7%)
적용 PER	20.0	론자의 과거 5년 평균 multiple
B. 삼성바이오에피스 목표가치	224,435.9	
삼성바이오에피스 가치	5,610.9	2024년 삼성바이오에피스 당기순이익에 지분율 50% 고려
적용 PER	40.0	셀트리온의 과거 5년 평균 multiple
C. 적정가치(A+B)	307,600.7	
D. 주식수	66,165,000	
주당가치 (C/D)	464,899	
목표주가	470,000	
현주가	394,000	
상승여력	19.3	

자료: sk 증권 추정치

그림 2. 삼성바이오로직스의 연간 실적전망 변경

(억원, %)	변경후			변경전			변경률		
	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
매출액	6,028	9,000	12,500	5,921	8,050	11,650	1.8	11.8	7.3
영업이익	298	2,340	3,625	302	2,013	3,146	(1.2)	16.2	15.2
세전이익	455	2,494	4,649	459	2,168	4,171	(0.8)	15.1	11.5
순이익	497	1,871	3,952	299	1,626	3,546	66.1	15.1	11.4
EPS	751	2,827	5,973	452	2,458	5,359	66.1	15.0	11.5
영업이익률	4.9	26.0	29.0	6.8	25.0	27.0	(1.9)	1.0	2.0

자료: sk 증권 추정치

그림 3. 삼성바이오로직스 분기 및 연간 실적전망 Table

(억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출액	1,310.4	1,254.3	1,010.7	1,782.7	1,253.7	780.8	1,848.2	2,145.0	4,646.3	5,358.1	6,027.6	9,000.0
영업이익	100.0	237.2	104.6	115.0	-233.9	-154.3	236.1	450.5	659.8	556.8	298.3	2,340.0
세전이익	-504.2	-180.6	-256.8	3,971.4	-366.5	-196.3	442.7	575.5	-1,159.9	3,029.8	455.4	2,494.4
순이익	-466.6	-195.3	-269.8	3,172.8	-384.5	-134.1	441.4	574.0	-969.7	2,241.1	496.8	1,870.8
성장률YoY (%)												
매출액	21.7	98.4	-20.7	7.2	-4.3	-37.7	82.9	20.3	57.7	15.3	12.5	49.3
영업이익	193.4	-379.6	-48.9	-77.3	적전	적전	125.6	291.7	흑전	-15.6	-46.4	684.5
세전이익	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	흑전	-85.5	적지	흑전	-85.0	447.7
순이익	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	-81.9	적지	흑전	-77.8	276.6
수익률(%)												
영업이익	7.6	18.9	10.4	6.5	적자	적자	12.8	21.0	14.2	10.4	4.9	26.0
세전이익	적자	적자	적자	222.8	적자	적자	24.0	26.8	적자	56.5	7.6	27.7
순이익	적자	적자	적자	178.0	적자	적자	23.9	26.8	적자	41.8	8.2	20.8

자료: sk 증권 추정치

Analyst **이달미** talmi@sks.co.kr / 02-3773-9952

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2019.12.04	매수	470,000원	6개월		
2019.10.08	매수	400,000원	6개월	-17.74%	1.13%
2019.07.24	매수	400,000원	6개월	-27.82%	-15.38%
2019.04.25	매수	500,000원	6개월	-31.06%	-18.00%
2019.02.01	매수	500,000원	6개월	-26.95%	-18.00%
2019.01.16	매수	500,000원	6개월	-26.42%	-18.00%
2018.11.14	매수	500,000원	6개월	-28.12%	-18.00%
2018.10.02	매수	660,000원	6개월	-33.48%	-11.52%
2018.07.20	매수	660,000원	6개월	-32.90%	-11.52%
2018.04.25	매수	660,000원	6개월	-33.77%	-11.52%
2018.04.10	매수	660,000원	6개월	-18.47%	-11.52%

Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 12 월 4 일 기준)

매수	84.83%	중립	15.17%	매도	0%

재무상태표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	6,210	15,777	16,361	20,883	26,852
현금및현금성자산	3,581	176	4,574	6,393	9,195
매출채권및기타채권	250	1,178	1,326	1,979	2,749
재고자산	2,100	3,024	3,401	5,079	7,054
비유동자산	65,621	44,027	43,299	43,167	44,102
장기금융자산	0	0	23	23	23
유형자산	15,133	17,177	15,539	14,459	13,455
무형자산	190	200	191	190	189
자산총계	71,831	59,804	59,660	64,051	70,954
유동부채	22,874	7,105	8,321	10,138	12,274
단기금융부채	20,722	3,866	4,676	4,696	4,716
매입채무 및 기타채무	1,295	1,206	1,356	2,025	2,813
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	9,192	11,144	9,292	9,998	10,817
장기금융부채	4,072	4,863	2,476	2,486	2,496
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	32,066	18,249	17,613	20,136	23,091
지배주주지분	39,765	41,555	42,048	43,915	47,863
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	15,594	17,465	21,417
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	39,765	41,555	42,048	43,915	47,863
부채와자본총계	71,831	59,804	59,660	64,051	70,954

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	4,646	5,358	6,028	9,000	12,500
매출원가	3,328	3,906	4,678	5,760	7,750
매출총이익	1,318	1,452	1,350	3,240	4,750
매출총이익률 (%)	28.4	27.1	22.4	36.0	38.0
판매비와관리비	658	895	1,052	900	1,125
영업이익	660	557	298	2,340	3,625
영업이익률 (%)	14.2	10.4	5.0	26.0	29.0
비영업손익	-1,820	2,473	157	154	1,024
순금융비용	-43	62	-63	-78	-103
외환관련손익	17	10	42	42	42
관계기업투자등 관련손익	-1,296	2,599	96	135	980
세전계속사업이익	-1,160	3,030	455	2,494	4,649
세전계속사업이익률 (%)	-25.0	56.6	7.6	27.7	37.2
계속사업법인세	-190	789	-41	624	697
계속사업이익	-970	2,241	497	1,871	3,952
중단사업이익	0	0	0	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	-970	2,241	497	1,871	3,952
순이익률 (%)	-20.9	41.8	8.2	20.8	31.6
지배주주	-970	2,241	497	1,871	3,952
지배주주귀속 순이익률(%)	-20.87	41.83	8.24	20.79	31.62
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	-1,059	2,211	493	1,867	3,948
지배주주	-1,059	2,211	493	1,867	3,948
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	1,359	1,471	1,543	3,485	4,693

현금흐름표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	1,559	-190	1,881	1,873	2,832
당기순이익(손실)	-970	2,241	497	1,871	3,952
비현금성항목등	2,310	-530	1,281	1,614	741
유형자산감가상각비	642	855	1,179	1,085	1,009
무형자산상각비	57	59	66	59	59
기타	457	272	206	100	100
운전자본감소(증가)	218	-1,890	475	-988	-1,163
매출채권및기타채권의 감소(증가)	478	-945	-150	-654	-770
재고자산감소(증가)	-437	-904	-399	-1,677	-1,975
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	132	-133	490	669	788
기타	45	93	534	674	794
법인세납부	2	-11	-372	-624	-697
투자활동현금흐름	2,756	-6,235	4,312	-17	8
금융자산감소(증가)	9,700	-10,906	4,400	-100	-100
유형자산감소(증가)	-4,941	-2,786	3	-5	-5
무형자산감소(증가)	-107	-58	-58	-58	-58
기타	-1,896	7,515	-33	146	171
재무활동현금흐름	-3,042	3,006	-1,799	-38	-38
단기금융부채증가(감소)	-1,966	313	-1,690	20	20
장기금융부채증가(감소)	-906	2,927	-25	10	10
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-170	-234	-84	-68	-68
현금의 증가(감소)	1,278	-3,405	4,398	1,819	2,802
기초현금	2,303	3,581	176	4,574	6,393
기말현금	3,581	176	4,574	6,393	9,195
FCF	-3,637	-2,536	1,204	1,849	2,923

주요투자지표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	57.7	15.3	12.5	49.3	38.9
영업이익	흑전	-15.6	-46.4	684.5	54.9
세전계속사업이익	적지	흑전	-85.0	447.7	86.4
EBITDA	357.2	8.3	4.9	125.8	34.7
EPS(계속사업)	적지	흑전	-77.8	276.6	111.3
수익성 (%)					
ROE	-2.4	5.5	1.2	4.4	8.6
ROA	-1.3	3.4	0.8	3.0	5.9
EBITDA마진	29.3	27.5	25.6	38.7	37.5
안정성 (%)					
유동비율	27.2	222.0	196.6	206.0	218.8
부채비율	80.6	43.9	41.9	45.9	48.2
순차입금/자기자본	53.4	-5.7	-9.3	-13.2	-18.2
EBITDA/이자비용(배)	23.9	9.3	18.7	51.6	69.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-1,466	3,387	751	2,827	5,973
BPS	60,099	62,805	63,550	66,371	72,338
CFPS	-409	4,769	2,632	4,557	7,586
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	172.4	538.7	143.1	67.7
PER(최저)	N/A	84.3	332.3	88.2	41.8
PBR(최고)	6.8	9.3	6.4	6.1	5.6
PBR(최저)	2.5	4.6	3.9	3.8	3.5
PCR	-907.6	81.0	148.2	85.6	51.4
EV/EBITDA(최고)	213.3	261.1	171.0	75.2	55.2
EV/EBITDA(최저)	89.2	126.9	104.5	45.7	33.4

자료 : 삼성바이오로직스, SK증권

SK COMPANY Analysis

SK securities

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

큰 폭의 이익개선이 기대되는 2020 년!

동사의 2019 년 연결기준 실적은 매출액이 전년대비 0.9% 감소한 1 조 5,052 억원, 영업이익은 전년대비 69.3% 감소한 154 억원으로 부진할 전망. 하지만 2020 년 연결기준 실적은 매출액이 전년대비 11.1% 증가한 1 조 6,717 억원, 영업이익은 전년대비 442.3% 증가한 835 억원으로 ETC 부문 턴어라운드와 임상 진전에 따른 마일스톤 유입이 실적 성장세를 견인할 전망. 레이저티닙이 2020 년 이중항체 병용 임상 2 상 진입에 따른 마일스톤 유입이 예상, 투자의견 매수와 목표주가 300,000 원 유지함.

부진했던 2019 년

동사의 2019 년 연결기준 실적은 매출액이 전년대비 0.9% 감소한 1 조 5,052 억원, 영업이익은 전년대비 69.3% 감소한 154 억원으로 부진할 것으로 전망된다. 2019 년 실적 부진의 원인은 특허만료된 제품과 2018 년 12 월 약가인하된 비리어드의 매출부진으로 ETC 부문에서 -6.0%의 역성장세를 시현, 레이저티닙 임상 비용 증가에 따른 R&D 비용 증가 때문이다. 부진했던 2019 년 실적을 저점으로 2020 년에는 개선세가 전망된다.

이익개선이 예상되는 2020 년

2020 년 연결기준 실적은 매출액이 전년대비 11.1% 증가한 1 조 6,717 억원, 영업이익은 전년대비 442.3% 증가한 835 억원이 예상된다. 우선 2019 년 역성장세를 시현한 전문의약품 부문이 2020 년에는 영업력 강화에 따라 +9.2% 성장세로 턴어라운드할 전망이며, 임상 진전에 따라 2020 년에 유입되는 마일스톤이 연간 900 억원이 예상되어 실적 개선세를 견인할 전망이다.

투자의견 매수와 목표주가 300,000 원 유지

얀센으로 기술수출된 레이저티닙은 얀센이 보유한 이중항체 병용투여 임상 2 상이 2020 년 상반기에 개시, 국내는 임상 3 상 개시 예정, 병용투여 임상 2 상에 따른 마일스톤 유입이 예상되어 긍정적이다. 베링거인겔하임에 기술수출된 비알콜성지방간염(NASH) 치료제 'YH25724'는 비임상 독성실험 진행 중으로 2020 년에 임상 1 상 진입이 예상되며 길리어드에 기술수출된 비알콜성지방간염 치료제는 2020 년에 후보물질 도출이 예상된다. 2020 년에 임상진행에 따른 마일스톤 유입으로 실적개선이 긍정적으로 판단되어 투자의견 매수, 목표주가 300,000 만원 유지하며 Top Pick 으로 선정한다.

영업실적 및 투자지표

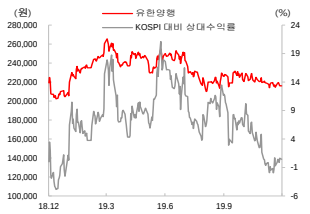
구분	단위	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	억원	13,208	14,622	15,188	15,052	16,717	18,937
yoy	%	17.0	10.7	3.9	-0.9	11.1	13.3
영업이익	억원	978	887	501	154	836	985
yoy	%	13.9	-9.3	-43.5	-69.3	442.4	17.8
EBITDA	억원	1,407	1,409	1,091	735	1,310	1,369
세전이익	억원	2,049	1,449	894	686	1,359	1,504
순이익(지배주주)	억원	1,612	1,090	575	466	909	1,004
영업이익률%	%	7.4	6.1	3.3	1.0	5.0	5.2
EBITDA%	%	10.7	9.6	7.2	4.9	7.8	7.2
순이익률	%	12.2	7.5	3.8	3.0	5.4	5.2
EPS(계속사업)	원	12,391	8,379	4,619	3,581	6,982	7,715
PER	배	14.8	25.0	44.3	60.3	30.9	28.0
PBR	배	1.6	1.7	1.6	1.7	1.7	1.6
EV/EBITDA	배	15.0	17.1	21.6	34.1	19.2	18.2
ROE	%	11.3	7.0	3.6	2.8	5.4	5.8
순차입금	억원	-2,898	-3,675	-3,562	-3,550	-3,429	-3,773
부채비율	%	36.7	30.4	31.6	33.8	37.0	38.4

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

Company Data	
자본금	651 억원
발행주식수	0
자사주	0
액면가	5,000 원
시가총액	27,535 억원
주요주주	
유한재단(외3)	23.32%
국민연금공단	12.16%
외국인지분률	21.00%
배당수익률	0.90%

Stock Data	
주가(19/12/03)	215,500 원
KOSPI	2084.07 pt
52주 Beta	0.76
52주 최고가	265,500 원
52주 최저가	202,388 원
60일 평균 거래대금	77 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.8%	%
	-13.8%	%
	-1.7%	%

그림 1. 유한양행 분기 및 연간 실적 전망 Table

(억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	2017	2018	2019E	2020E
매출액	3,398.2	3,861.6	3,786.1	4,141.7	3,449.5	3,594.0	3,822.6	4,186.0	14,622.5	15,187.6	15,052.1	16,716.8
약품사업	2,752.8	2,889.0	2,900.5	3,077.4	2,613.0	2,633.2	2,835.1	2,845.1	10,682.4	11,619.7	10,926.4	11,935.5
생활건강사업	213.1	316.5	291.4	230.4	211.6	348.4	330.2	261.1	1,161.3	1,051.4	1,151.3	1,324.0
해외사업	400.5	620.0	553.3	787.6	482.8	537.5	443.5	541.1	2,656.4	2,361.4	2,004.9	2,547.4
기타	31.5	36.7	38.6	46.3	48.3	56.5	126.8	152.3	120.3	153.0	383.9	614.2
영업이익	256.6	166.1	1.5	110.6	60.9	-54.2	33.5	113.9	887.1	534.9	154.1	835.8
세전이익	323.8	278.9	157.4	133.8	232.8	106.8	183.0	163.7	1,449.2	893.9	686.3	1,359.2
순이익	211.6	165.5	109.0	97.3	156.6	56.9	125.6	112.3	1,096.4	583.4	451.4	894.0
성장률YoY(%)												
매출액	-3.2	8.8	0.0	8.5	1.5	-6.9	1.0	1.1	10.8	3.9	-0.9	11.1
영업이익	-27.7	-19.9	-99.3	5.6	-76.3	-132.6	2,107.3	3.0	-9.3	-39.7	-71.2	442.3
세전이익	-17.3	-35.4	-57.6	-47.4	-28.1	-61.7	16.2	22.3	-29.3	-38.3	-23.2	98.1
순이익	-28.4	-48.8	-58.8	-54.3	-26.0	-65.6	15.3	15.5	-32.0	-46.8	-22.6	98.1
수익률(%)												
영업이익	7.6	4.3	0.0	2.7	1.8	-1.5	0.9	2.7	6.1	3.5	1.0	5.0
세전이익	9.5	7.2	4.2	3.2	6.7	3.0	4.8	3.9	9.9	5.9	4.6	8.1
순이익	6.2	4.3	2.9	2.3	4.5	1.6	3.3	2.7	7.5	3.8	3.0	5.3

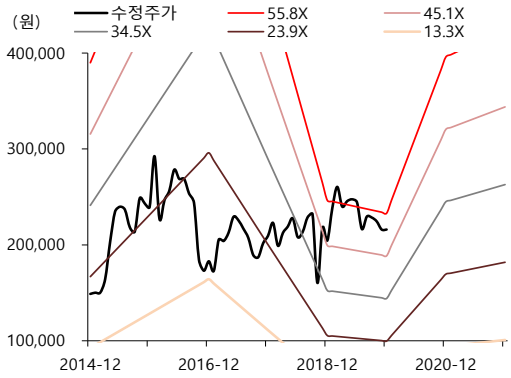
자료: SK 증권 추정치

그림 2. 유한양행의 주요 신약 파이프라인

자료 : 유한양행, SK 증권

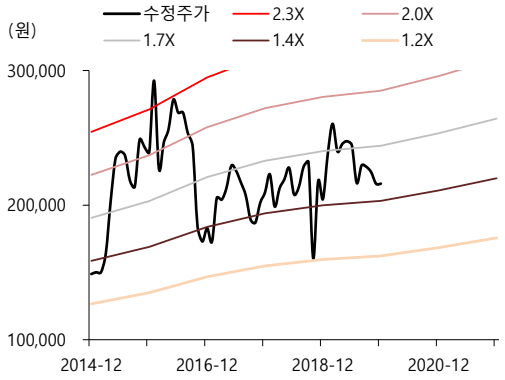
Analyst 이달미 talmi@sks.co.kr / 02-3773-9952

그림 3. 유한양행의 PER 밴드차트



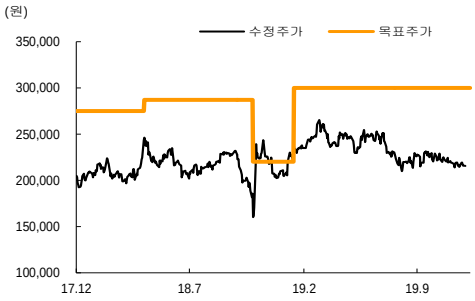
자료 : 데이터가이드, SK 증권

그림 4. 유한양행의 PBR 밴드차트



자료 : 데이터가이드, SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2019.12.04	매수	300,000원	6개월		
2019.10.08	매수	300,000원	6개월	-21.91%	-11.50%
2019.01.16	매수	300,000원	6개월	-20.86%	-11.50%
2018.10.31	매수	220,091원	6개월	-1.73%	10.65%
2018.07.20	매수	287,075원	6개월	-25.47%	-14.17%
2018.04.30	매수	287,075원	6개월	-25.66%	-14.17%
2018.04.10	매수	287,075원	6개월	-26.35%	-14.17%
2017.12.04	매수	275,087원	6개월	-24.38%	-11.47%



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2019 년 12 월 4 일 기준)

매수	84.83%	중립	15.17%	매도	0%

Analyst **이달미** talmi@sks.co.kr / 02-3773-9952

재무상태표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	10,695	11,110	11,756	13,004	14,412
현금및현금성자산	2,566	2,413	3,518	3,918	4,262
매출채권및기타채권	2,933	3,561	3,440	3,987	4,517
재고자산	2,712	2,489	3,161	3,678	4,166
비유동자산	10,252	10,629	10,404	10,449	10,525
장기금융자산	1,454	1,516	1,511	1,511	1,511
유형자산	3,554	3,433	2,960	2,605	2,263
무형자산	257	338	303	273	248
자산총계	20,947	21,738	22,160	23,454	24,937
유동부채	2,763	3,497	3,564	4,024	4,504
단기금융부채	185	484	340	410	410
매입채무 및 기타채무	1,350	1,366	1,591	1,800	2,040
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	2,120	1,724	2,029	2,313	2,408
장기금융부채	1,153	702	957	1,157	1,157
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	166	257	283	314	356
부채총계	4,883	5,221	5,592	6,337	6,912
지배주주지분	16,000	16,417	16,446	17,010	17,932
자본금	595	622	651	651	651
자본잉여금	1,177	1,139	1,089	1,059	1,059
기타자본구성요소	-1,528	-1,651	-1,735	-1,735	-1,735
자기주식	-1,528	-1,651	-1,735	-1,735	-1,735
이익잉여금	14,933	15,354	15,550	16,225	17,229
비지배주주지분	63	101	122	107	93
자본총계	16,063	16,517	16,568	17,117	18,025
부채와자본총계	20,947	21,738	22,160	23,454	24,937

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	14,622	15,188	15,052	16,717	18,937
매출원가	10,376	11,050	10,849	11,535	13,029
매출총이익	4,246	4,138	4,203	5,182	5,908
매출총이익률 (%)	29.0	27.2	27.9	31.0	31.2
판매비와관리비	3,359	3,637	4,049	4,346	4,924
영업이익	887	501	154	836	985
영업이익률 (%)	6.1	3.3	1.0	5.0	5.2
비영업손익	562	393	532	523	520
순금융비용	-47	-96	-94	-94	-90
외환관련손익	-144	-14	-10	-10	-10
관계기업투자등 관련손익	481	316	452	400	400
세전계속사업이익	1,449	894	686	1,359	1,504
세전계속사업이익률 (%)	9.9	5.9	4.6	8.1	7.9
계속사업법인세	353	311	235	465	515
계속사업이익	1,096	583	451	894	989
중단사업이익	0	0	0	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	1,096	583	451	894	989
순이익률 (%)	7.5	3.8	3.0	5.4	5.2
지배주주	1,090	575	466	909	1,004
지배주주귀속 순이익률(%)	7.46	3.78	3.1	5.43	5.3
비지배주주	6	9	-15	-15	-15
총포괄이익	1,057	795	370	812	908
지배주주	1,051	782	384	827	922
비지배주주	6	13	-15	-15	-15
EBITDA	1,409	1,091	735	1,310	1,369

현금흐름표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	727	415	191	138	272
당기순이익(손실)	1,096	583	451	894	989
비현금성항목등	460	800	500	416	380
유형자산감가상각비	500	548	534	426	341
무형자산상각비	22	42	47	49	43
기타	65	317	225	-40	-40
운전자본감소(증가)	-454	-591	-383	-707	-582
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-556	-595	151	-548	-530
재고자산감소(증가)	407	234	-678	-517	-488
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-457	-77	416	209	239
기타	151	-153	-272	148	197
법인세납부	-376	-377	-376	-465	-515
투자활동현금흐름	167	-2	1,179	293	117
금융자산감소(증가)	476	198	1,069	250	0
유형자산감소(증가)	-566	-435	-57	-70	0
무형자산감소(증가)	-31	-18	-18	-18	-18
기타	289	253	186	131	135
재무활동현금흐름	-736	-573	-301	-31	-46
단기금융부채증가(감소)	-566	-172	-164	70	0
장기금융부채증가(감소)	-100	0	204	200	0
자본의증가(감소)	192	-123	-114	-30	0
배당금의 지급	-207	-219	-227	-233	0
기타	-55	-58	1	-38	-46
현금의 증가(감소)	118	-153	1,105	400	344
기초현금	2,449	2,566	2,413	3,518	3,918
기말현금	2,566	2,413	3,518	3,918	4,262
FCF	389	182	282	228	432

자료 : 유한양행, SK증권 추정

주요투자지표

월 결산(억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
성장성 (%)					
매출액	10.7	3.9	-0.9	11.1	13.3
영업이익	-9.3	-43.5	-69.3	442.4	17.8
세전계속사업이익	-29.3	-38.3	-23.2	98.1	10.7
EBITDA	0.1	-22.6	-32.6	78.2	4.5
EPS(계속사업)	-32.4	-44.9	-22.5	95.0	10.5
수익성 (%)					
ROE	7.0	3.6	2.8	5.4	5.8
ROA	5.3	2.7	2.1	3.9	4.1
EBITDA마진	9.6	7.2	4.9	7.8	7.2
안정성 (%)					
유동비율	387.1	317.7	329.9	323.2	320.0
부채비율	30.4	31.6	33.8	37.0	38.4
순차입금/자기자본	-22.9	-21.6	-21.4	-20.0	-20.9
EBITDA/이자비용(배)	30.5	29.7	21.3	34.7	30.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	8,379	4,619	3,581	6,982	7,715
BPS	122,949	131,907	126,375	130,709	137,798
CFPS	12,390	9,359	8,046	10,626	10,669
주당 현금배당금	2,000	2,000	2,000	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	28.5	53.4	74.2	38.0	34.4
PER(최저)	20.4	34.7	57.4	29.4	26.6
PBR(최고)	1.9	1.9	2.1	2.0	1.9
PBR(최저)	1.4	1.2	1.6	1.6	1.5
PCR	16.9	21.9	26.9	20.3	20.3
EV/EBITDA(최고)	19.6	26.5	42.8	24.1	22.8
EV/EBITDA(최저)	13.4	16.3	32.3	18.2	17.2

memo