

광동제약(009290/KS)

비만치료제 출시로 처방의약품부문 강화 전망

매수(유지)

T.P 15,000 원(하향)

Analyst

하태기

tgha@sk.com

02-3773-8872

광동제약은 6월부터 비만치료제 콘트라브를 국내시장에 출시한다. 콘트라브는 미국 비만치료제 부문에서 1위임으로 동사의 처방의약품사업이 강화될 것이다. 현재 영업실적은 안정적으로 성장 중이지만 삼다수 재계약 이슈로 인해 미래 영업실적에 대한 불확실성이 높아진 상황이다. 이를 반영하여 목표주가를 15,000 원으로 하향 조정한다.

영업실적은 안정 성장 중

광동제약의 매출과 이익은 안정적으로 성장하고 있지만 현재 두 가지 당면한 이슈가 있다. 금년 말에 삼다수 계약만료를 앞두고 미래실적에 대한 불확실성이 존재하고 있다. 반면에 미국에서 도입한 비만치료제 콘트라브를 6월부터 출시함에 따라 처방의약품부문 강화에 대한 기대감도 있다. 여기서 두 가지 이슈에 대해 살펴보았다.

삼다수 재계약 이슈와 비만치료제 콘트라브 출시

첫째 삼다수 재계약 이슈이다. 광동제약은 과거 제주도개발공사와 4년(2012년 말부터 2016년 말까지)간 삼다수 소매 매출 계약과 함께 양사간에 맺은 정량적, 정성적 목표를 달성할 경우 1년을 연장하는 계약도 맺었다. 그동안 삼다수 매출실적이 좋았기 때문에 정량적 목표달성을 가능성은 높아 보인다. 그러나 정성적 목표는 외부에서 알 수 없는 내용이다. 2015년 기준 광동제약의 삼다수 매출액은 1,676 억원이며 매출(개별기준)비중이 29.3%이다. 따라서 재계약이 안될 경우 영업실적에 미치는 영향이 크다. 이를 반영하여 최근 주가도 하향 조정권에서 벗어나지 못하고 있는 것으로 판단된다.

둘째, 6월부터 출시되는 비만치료제에 대한 기대감이 크다. 작년에 미국 오렉시젠 테라퓨틱스사와 비만치료제 신약 콘트라브에 대해 국내 독점판권계약을 체결했다. 콘트라브는 3가지(큐시미아, 벨비, 콘트라브) 비만치료제 중에서 지난해 북미 시장 점유율 1위를 기록 중이다. 국내 비만치료제시장은 약 800억 원 내외로 추정된다. 미국에서의 매출경쟁력으로 보아 콘트라브는 빠른 시간 내에 국내 비만시장을 잠식할 수 있을 것이다. 금년 하반기에 처방시장에서 안착되면 2017년에는 동사의 영업실적에 의미 있게 기여할 수 있는 품목으로 성장할 전망이다.

목표주가 15,000 원으로 하향 조정

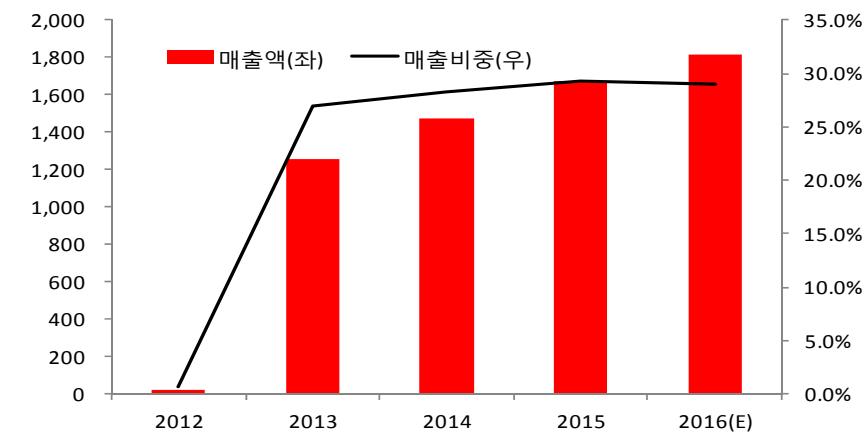
광동제약의 삼다수 재계약 불확실성을 반영하여 목표주가는 15,000 원으로 하향 조정한다. 구체적인 주가 벨류에이션 내용은 다음페이지 표와 같다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	4,674	5,210	5,723	6,244	6,618	7,042
yoy	%	40.9	11.5	9.8	91	6.0	6.4
영업이익	억원	443	505	487	512	563	599
yoy	%	24.4	14.0	-3.6	52	9.9	6.4
EBITDA	억원	508	573	577	636	695	715
세전이익	억원	390	467	466	489	531	561
순이익(지배주주)	억원	214	345	334	353	383	405
영업이익률%	%	9.5	9.7	8.5	8.2	8.5	8.5
EBITDA%	%	10.9	11.0	10.1	10.2	10.5	10.2
순이익률	%	4.6	6.6	5.8	5.7	5.8	5.8
EPS	원	409	658	636	673	731	773
PER	배	18.2	16.0	17.5	15.9	14.6	13.8
PBR	배	1.4	1.8	1.7	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	배	7.5	9.5	10.9	10.1	9.5	9.3
ROE	%	7.9	11.7	10.3	9.8	9.7	9.4
순차입금	억원	-117	-85	431	797	983	1,031
부채비율	%	464	40.5	49.3	51.3	52.3	51.0

광동제약 삼다수 매출 추이

(단위 : 억원)



자료 : 광동제약

광동제약 주가 별류에이션

(단위: 억원)

2016년 추정 순이익	353
적정 PER(배)	17
사업가치	5,998
계열사 지분가치(장부가치)	629
합계	6,627
순차입금	341
기업가치	6,286
발행주식수(주)	52,420,851
자사주합계(주)	11,840,239
자사주 차감 발행주식수(주)	40,580,612
목표주가(원)	15,491

자료 SK 증권

주: PER 17 배는 삼다수 재계약 이슈의 불확실성을 반영하여 기존 20 배에서 소폭 할인하여 반영한 것임

분기별 요약 영업실적 추이

(억원)	2015				2016E			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE
매출액	1,215	1,493	1,581	1,433	1,361	1,669	1,709	1,504
영업이익	103	144	141	99	108	150	149	104
세전이익	100	144	138	84	107	144	142	96
순이익	75	104	97	57	77	104	103	69
YoY (%)								
매출액	10.1	8.1	9.6	11.8	12.0	11.8	8.1	5.0
영업이익	8.8	4.1	-7.2	-17.6	4.8	4.5	5.8	6.0
세전이익	9.0	14.8	-8.3	-15.4	7.1	-0.2	2.9	14.3
순이익	14.9	13.4	-13.1	-24.5	3.0	-0.6	6.0	20.7

자료 SK 증권

주: 개별기준

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가	(원)
	2016.06.01	매수	15,000원	
	2016.02.18	매수	20,000원	
	2015.11.18	매수	23,000원	
	2015.10.05	매수	23,000원	
	2015.09.21	매수	23,000원	
	2015.08.17	매수	23,000원	
	2015.07.15	매수	23,000원	
	2015.05.18	매수	19,000원	
	2015.04.15	매수	16,000원	
	2015.03.11	매수	16,000원	
	2015.02.16	매수	14,000원	
	2015.02.12	매수	14,000원	
	2014.11.28	매수	13,000원	

Compliance Notice

- 작성자(하태기)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 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 6월 1일 기준)

매수	96.05%	중립	3.95%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	2,290	2,319	2,286	2,401	2,574
현금및현금성자산	379	201	0	0	43
매출채권및기타채권	843	967	1,055	1,119	1,190
재고자산	697	737	804	852	907
비유동자산	2,030	2,797	3,404	3,878	4,227
장기금융자산	136	187	225	225	225
유형자산	1,435	1,592	1,720	1,741	1,628
무형자산	1	5	7	8	9
자산총계	4,319	5,116	5,690	6,279	6,801
유동부채	1,073	1,118	1,205	1,245	1,291
단기금융부채	551	500	531	531	531
매입채무 및 기타채무	382	452	494	523	557
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	172	572	724	910	1,007
장기금융부채	100	490	632	818	909
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	41	49	52	55	59
부채총계	1,246	1,690	1,929	2,155	2,298
지배주주지분	3,074	3,426	3,762	4,124	4,503
자본금	524	524	524	524	524
자본잉여금	472	498	498	498	498
기타자본구성요소	-475	-459	-459	-459	-459
자기주식	-475	-459	-459	-459	-459
이익잉여금	2,502	2,799	3,119	3,466	3,831
비자본주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,074	3,426	3,762	4,124	4,503
부채와자본총계	4,319	5,116	5,690	6,279	6,801

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	326	251	305	454	452
당기순이익(손실)	345	334	353	383	405
비현금성항목등	342	378	311	311	309
유형자산감가상각비	68	90	123	129	113
무형자산상각비	0	0	2	3	3
기타	145	140	24	1	1
운전자본감소(증가)	-233	-315	-203	-94	-107
매출채권기타채권의 감소증가	-27	-164	-94	-63	-72
재고자산감소(증가)	-40	-59	-72	-48	-55
매입채무 및 기타채무의 증가감소	-165	66	-5	30	34
기타	-2	-159	-31	-12	-14
법인세납부	-128	-146	-157	-147	-156
투자활동현금흐름	-186	-726	-648	-568	-418
금융자산감소(증가)	-5	-30	-25	0	0
유형자산감소(증가)	-165	-243	-200	-150	0
무형자산감소(증가)	0	-4	-4	-4	-4
기타	-16	-449	-419	-414	-414
재무활동현금흐름	-95	297	142	114	9
단기금융부채증가(감소)	0	-70	-4	0	0
장기금융부채증가(감소)	80	410	177	186	91
자본의증가(감소)	-120	14	0	0	0
배당금의 지급	-29	-32	-32	-37	-41
기타	-26	-25	-31	-36	-41
현금의 증가(감소)	44	-179	-201	0	43
기초현금	335	379	201	0	0
기말현금	379	201	0	0	43
FCF	133	-34	171	291	438

자료 : 광동제약 SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	5,210	5,723	6,244	6,618	7,042
매출원가	3,284	3,580	3,902	4,103	4,366
매출총이익	1,926	2,143	2,341	2,515	2,676
매출총이익률 (%)	37.0	37.4	37.5	38.0	38.0
판매비와관리비	1,422	1,656	1,829	1,952	2,077
영업이익	505	487	512	563	599
영업이익률 (%)	9.7	8.5	8.2	8.5	8.5
비영업순익	-38	-21	-24	-32	-37
순금융비용	7	15	22	30	36
외환관련손익	0	-1	-1	-1	-1
관계기인투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	467	466	489	531	561
세전계속사업이익률 (%)	9.0	8.1	7.8	8.0	8.0
계속사업법인세	122	132	136	147	156
계속사업이익	345	334	353	383	405
증단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	345	334	353	383	405
순이익률 (%)	6.6	5.8	5.7	5.8	5.8
지배주주	345	334	353	383	405
지배주주구속 순이익률(%)	6.62	5.83	5.65	5.79	5.76
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	343	343	368	399	420
지배주주	343	343	368	399	420
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	573	577	636	695	715

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	11.5	9.8	9.1	6.0	6.4
영업이익	14.0	-3.6	5.2	9.9	6.4
세전계속사업이익	19.5	-0.2	4.9	8.7	5.7
EBITDA	12.8	0.6	10.3	9.2	2.9
EPS(계속사업)	60.9	-33	5.8	8.7	5.7
수익성 (%)					
ROE	11.7	10.3	9.8	9.7	9.4
ROA	8.1	7.1	6.5	6.4	6.2
EBITDA마진	11.0	10.1	10.2	10.5	10.2
안정성 (%)					
유동비율	213.3	207.4	189.7	192.8	199.4
부채비율	40.5	49.3	51.3	52.3	51.0
순자기자본비율	-28	126	212	238	229
EBITDA/이자비용(배)	26.3	23.0	21.0	19.5	17.3
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	658	636	673	731	773
BPS	5,864	6,536	7,176	7,866	8,591
CFPS	789	809	910	984	995
주당 현금배당금	80	80	90	100	100
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	17.6	294	184	16.9	16.0
PER(최저)	11.2	16.0	14.9	13.7	13.0
PBR(최고)	2.0	2.9	1.7	1.6	1.4
PBR(최저)	1.3	1.6	1.4	1.3	1.2
PCR	13.3	13.8	11.8	10.9	10.8
EV/EBITDA(최고)	10.5	17.7	11.4	10.7	10.5
EV/EBITDA(최저)	6.6	10.0	9.5	9.0	8.8