

# 제약

산업분석 | 제약/바이오/의료기기

2013년 04월 10일

Analyst 김현욱 ☎ 02 6915 5662 [khw7992@ibks.com]

## 비중확대(유지)

### TOP PICKS

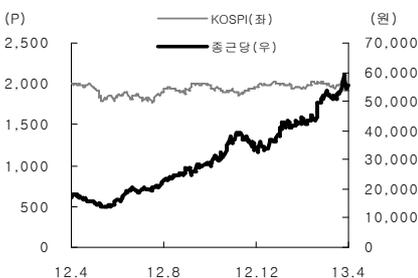
#### 종근당 (001630)

투자의견	매수(유지)
목표주가	65,000원
현재가 (4/9)	55,400원

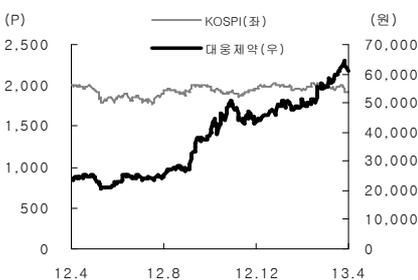
#### 대웅제약 (069620)

투자의견	매수(유지)
목표주가	77,000원
현재가 (4/9)	61,100원

종근당 주가추이



대웅제약 주가추이



## 13.1Q Preview : 대체로 양호한 실적 + 착시현상 주의

### IBKS 제약업종 실적, 대체적으로 양호한 실적 예상

① **Overview** : 지난해 신약가제도(일괄약가인하) 시행 이후 맞이하는 첫 회계연도인 13.1Q 실적은 ①각 업체별 대관전략과 ②품목전략(신제품 출시, 신규품목 도입, 고마진 품목전환), ③유통전략 등에 따라 다소 차이는 있으나, **일부 종목**을 제외하고 대부분의 IBKS 제약종목은 **양호한 실적**이 예상

### ② Check Points :

- 각 업체별 품목 전략 : 전년대비 단순 실적 비교보다 업체별 품목전략 분석, 신제품 출시/신규품목 도입/기존품목 등을 확인 후 13.2Q 실적까지 미리 전망
- 신규 사업 추가 여부 : 기등재 의약품을 대상으로 한 지난해 신약가제도는 향후에도 Risk 잔존. 따라서 13.1Q 실적 개선에 공헌한 신규 사업 추가 여부 점검
- 신약가제도 반영 시점 : 이번 13.1Q 실적은 엄밀히 본다면, 신약가제도 도입 후 반영된 첫 1분기 실적. 따라서 전년대비 분기별 실적 비교는 실적에 대한 왜곡 가능성이 존재해 착시현상을 주의해야 함

### ③ IBKS 제약업종 예상 실적 :

- 종 근 당 : 매출액 1,170억원(+12.3 YoY), 영업이익 153억원(OPM 13.1%)
- 대웅제약 : 매출액 1,705억원(-1.0% YoY), 영업이익 153억원(OPM 9.0%)
- 유한양행 : 매출액 2,040억원(+22.5% YoY), 영업이익 112억원(OPM 5.5%)
- 동국제약 : 매출액 493억원(+31.3% YoY), 영업이익 78억원(OPM 15.9%)
- 유나이티드 : 매출액 345억원(-1.5% YoY), 영업이익 51억원(OPM 14.8%)
- 대원제약 : 매출액 350억원(+17.5% YoY), 영업이익 33억원(OPM 9.5%)
- 휴 온 스 : 매출액 295억원(+4.4% YoY), 영업이익 32억원(OPM 5.0%)

### 단순한 전년대비 실적 비교는 왜곡 발생 有, 착시현상 주의

이번 13.1Q 실적 전망 및 발표에 동리서치가 가장 우려하는 점은 **단순히 지난해 실적과 비교 할 때 발생할 수 있는 왜곡으로 인한 착시현상이 투자판단에 반영될 수 있다**는 것이다. 지난 12.2Q 실적은 ①가수요 효과와 ②도입품목 및 신규 사업 확대로 시장 컨센서스를 크게 상회한 실적을 달성했다는 점에서 주의할 필요가 있다.

### 현 시점에서는 종목별 Valuation 상대평가가 중요

지난해 2분기부터 주가제고가 이어지고 있는 제약업종은 Valuation부담이 가중되고 있는 상황. 따라서 현재 종목별 Valuation 상대평가가 투자판단의 주요 기준으로 활용되고 있다는 점에서 **종근당(001630)과 대웅제약(069620)을 최선호주로 유지**한다.

본 조사분석자료는 당사 리서치센터에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

## Contents

- I . 2013년 1분기 Preview ..... 4
  - 대체로 양호한 실적, 단 단순 전년대비 비교에서 오는 착시현상 주의 ..... 4
- II . 13.1Q 주요 Check Points ..... 6
  - 1. 각 업체별 품목 전략 ..... 6
  - 2. 각 업체별 신규 사업 추가 여부 ..... 7
  - 3. 각 업체별 약가인하 실제 반영 시점 확인 ..... 7
- III. 13.1Q 이후 제약업종에 대한 Valuation 고찰 ..... 8
  - 고령화와 미래 성장산업 기대 속에 적정 Valuation 수준은? ..... 8

1. 종근당 (001630): 약가인하 후 첫 1분기, 양호한 실적 예상	
	/ 매수(유지) / TP 65,000원 ..... 10
2. 대웅제약 (069620): 외형은 컨센서스 수준, 수익은 제고 전망	
	/ 매수(유지) / TP 77,000원 ..... 14
3. 유한양행 (000100): 도입품목 확대효과로 양호한 실적 예상	
	/ 매수(유지) / TP 222,000원 ..... 18
4. 동국제약 (086450): 분기 실적 갱신은 이어질 전망	
	/ 매수(유지) / TP 39,000원 ..... 21
5. 유나이티드제약 (033270): 약가인하 효과 감안, 양호한 실적 예상	
	/ 매수(유지) / TP 17,000원 ..... 24
6. 대원제약 (003220): 약가인하 이전의 모습 기대	
	/ 매수(유지) / TP 15,500원 ..... 27
7. 휴온스 (084110): 양호한 실적 예상 속 하반기 기대	
	/ 매수(유지) / TP 20,000원 ..... 30

## I. 2013년 1분기 Preview

### 대체로 양호한 실적, 단 전년대비 단순 비교에서 오는 착시현상 주의

종목별 차이는 있으나 대체로 양호한 실적 예상

이번 2013년 1분기는 지난 4월 보건복지부의 신약가제도(일괄약가인하) 시행 이후 맞이하는 첫 회계연도인 동시에 지난 1년여 동안 각 업체들의 대응, 즉 외형성장을 위한 신성장 동력확보와 수익성 제고를 위한 내실경영 노력의 결과의 윤곽이 드러나는 것으로 볼 수 있다.

따라서 2013년 1분기는 각 업체별 ①정부기관 및 기타 유관기관, 이해관계자 집단에 대한 대관전략, ②기존 주력품목(기등재 의약품)의 약가인하에 대한 품목전략, 즉 신제품 출시 및 오리지널 의약품 신규도입, 그리고 ③고마진 품목으로의 전환 등에 대한 면밀한 분석이 필요하다.

왜냐하면 지난해 2분기 이후 업체별 일괄약가인하에 대한 품목 및 유통별 전략이 모두 달라 이를 간과한 채 전년 분기대비 단순 비교 시 심각한 왜곡으로 인한 착시현상에 올 바른 투자판단이 저해될 가능성이 크기 때문이다.

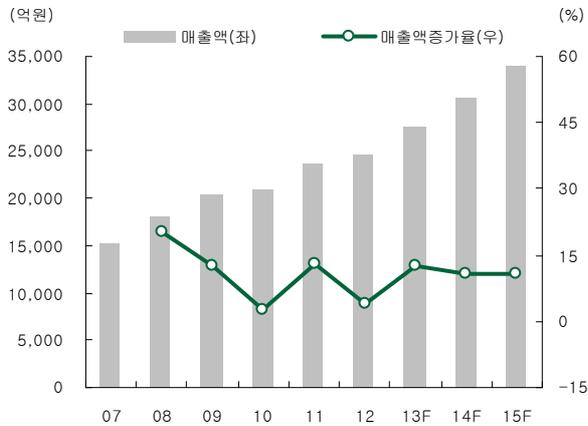
표 1. IBKS 제약업종 13.1Q Preview

(단위: 억원 %)

		종근당	대웅제약	유한양행	동국제약	유니아이드	대원제약	휴온스
		001630	069620	000100	086450	033270	003220	084110
현재가(원 4/9)		55,400	61,100	181,500	32,450	14,150	12,350	17,650
시가총액		7,230	7,079	20,242	2,885	2,191	1,925	1,822
투자이건		매수(유지)	매수(유지)	매수(유지)	매수(유지)	매수(유지)	매수(유지)	매수(유지)
목표주가(원)		65,000	77,000	222,000	39,000	17,000	15,500	20,000
상승여력		17.3	26.0	22.3	20.2	20.1	25.5	13.3
매출액	Consensus	1,190	1,726	2,090	470	352	360	-
	당사추정	1,170	1,705	2,040	493	345	350	295
	YoY	12.3	-1.0	22.5	31.3	-1.5	17.5	4.4
영업 이익	Consensus	152	145	128	79	53	31	-
	당사추정	153	153	112	78	51	33	32
	YoY	49.3	36.5	10.7	29.9	-15.5	62.0	5.0
	% of Sales	13.1	9.0	5.5	15.9	14.8	9.5	11.0
당기 순이익	Consensus	110	121	285	62	50	25	-
	당사추정	115	121	299	65	43	28	24
	YoY	64.2	1.8	10.8	23.7	-29.1	88.1	70.2
	% of Sales	9.8	7.1	14.7	13.1	12.4	7.9	8.1

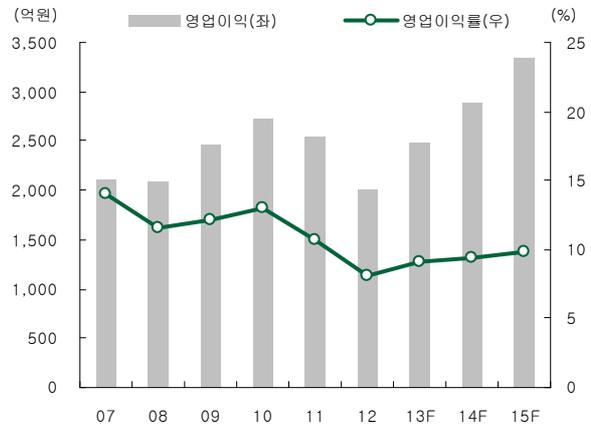
주: K-IFRS별도 기준. 단, 영업이익은 조정영업이익(기타 영업 손익 제외) 기준으로 산정함  
 자료: Fnguide, WiseFn, IBK투자증권

그림 1. IBKS 제약업종 연간 매출액 추이와 전망



주: IBKS 제약업종(종근당, 대웅제약, 유한양행, 동국제약, 유나이티드제약, 대원제약, 휴온스) 2013년 연간 합계 매출액 / K-IFRS 별도 기준  
 자료: IBK투자증권

그림 2. IBKS 제약업종 연간 영업이익 추이와 전망



주: IBKS 제약업종(종근당, 대웅제약, 유한양행, 동국제약, 유나이티드제약, 대원제약, 휴온스) 2013년 연간 합계 영업이익, 단, 영업이익은 조정영업이익(기타 영업 손익 제외) 기준으로 산정함 / K-IFRS 별도 기준  
 자료: IBK투자증권

표 2. IBKS 제약업종 목표의견 및 주요지표 (13.04.09 기준)

(단위: 억원)

		종근당 001630	대웅제약 069620	유한양행 000100	동국제약 086450	유나이티드 033270	대원제약 003220	휴온스 084110
매출액	2012	4,612	6,646	7,628	1,803	1,348	1,340	1,221
	2013F	5,080	6,960	9,017	2,164	1,505	1,590	1,330
	2014F	5,615	7,366	10,041	2,640	1,655	1,829	1,455
영업이익	2012	577	378	304	271	202	133	128
	2013F	600	593	447	319	227	165	150
	2014F	678	639	536	407	257	201	172
순이익	2012	257	346	696	223	168	96	63
	2013F	449	470	801	262	194	135	113
	2014F	510	508	930	334	220	163	136
EPS	2012	1,970	2,982	6,109	2,509	1,085	613	698
	2013F	3,442	4,166	7,032	2,947	1,254	950	1,186
	2014F	3,905	4,497	8,162	3,755	1,419	1,148	1,430
PER	2012	18.8	16.0	28.3	9.2	8.2	14.8	19.1
	2013F	16.1	14.7	25.8	11.5	11.3	13.0	14.9
	2014F	14.2	13.6	22.2	8.6	10.0	10.8	12.3
PBR	2012	1.4	1.6	1.7	1.4	1.0	1.3	1.4
	2013F	1.9	1.8	1.7	1.7	1.5	1.5	1.7
	2014F	1.7	1.6	1.6	1.5	1.3	1.3	1.5
EV/EBITDA	2012	8.0	8.8	39.1	6.1	5.8	6.4	8.1
	2013F	11.6	8.4	32.3	7.3	8.1	8.1	9.7
	2014F	10.2	7.5	28.1	5.9	7.1	6.5	8.3
ROE(%)	2012	7.3	9.3	6.2	16.0	13.6	8.8	7.2
	2013F	11.9	11.6	6.8	16.5	13.6	11.3	11.5
	2014F	12.3	11.4	7.4	18.0	13.6	12.2	12.4

주: K-IFRS별도 기준, 단, 영업이익은 조정영업이익(기타 영업 손익 제외) 기준으로 산정함  
 자료: Fnguide, IBK투자증권

## II. 13.1Q 주요 Check Points

### 1. 각 업체별 품목 전략

#### 지난해 실시된 신약가제도 이후 업체별 대응전략은 모두 달라

신약가제도 이후  
국내 제약업체별 대응전략  
차이를 분석해야

13.1Q에 대한 정확한 실적 분석과 향후 예측을 위해서는 각 업체별 품목전략에 따른 개별 접근이 필요하다. 이를 위해서는 국내 제약업체들의 비즈니스 모델(Business-model)에 대한 이해가 선행되어야 한다. 국내 제약업체들이 현재 영위하고 있는 비즈니스 모델은 크게 세 가지로 나눌 수 있다.

우선 국내 제약사 비즈니스 모델의 90%에 해당하는 **제네릭 비즈니스 모델(Generic business-model, 이하 GBM)**은 신약에 대한 국내 특허 만료 후 제제기술을 통한 카피(Copy) 품목을 제조, 발매를 중심으로 하며, 원가경쟁력과 함께 외형 성장에 유리한 모델로 평가 받는다. 반면 오리지널 의약품 대비 유통채널이 제한적이고, 경쟁이 매우 치열하여 마케팅 비용이 부담된다는 단점도 있다. 하지만 제네릭 의약품은 제제연구와 기술로 인해 탄생한다는 점에서 최근 각광 받고 있는 개량신약(IMD: Incrementally Modified Drug) 개발에 토대가 된다는 점에서 주목할 필요가 있다.

글로벌 제약사로부터 도입한 신약(특히 만료 포함)을 위주로 영위하는 **오리지널 비즈니스 모델(Original business-model, 이하 OBM)**은 전세계적으로 검증 받은 다국적 제약사의 신약을 도입했기 때문에 단기간 시장침투와 외형성장에 유리하다. 다만 최근 국민건강보험 재정 안정화를 위한 정부의 규제 정책인 약가인하가 특허가 만기된 기등재 오리지널 전문의약품의 가격을 기준으로 한다는 점에서 규제 위험(Risk)이 존재한다는 단점이 있다.

마지막으로 **종합 비즈니스 모델(Total business-model, 이하 TBM)**은 제약산업의 5대 사업부문, 즉 전문의약품(ETC), 일반의약품(OTC), 원료의약품(API), 의료기기, 수출부문 중에서 3~4개 이상 부문을 중심으로 영위하고 있는 모델로 사업부문간 상호보완과 향후 성장전략 시너지를 확대할 수 있다는 장점이 있다.

표 3. 비즈니스 모델(Business-model)별 국내 제약업체 분류

Business-model	품목전략	장점	단점	주요 업체
Generic	신규 제품 출시	저비용 저위험으로 신속한 시장 침투	과다 경쟁으로 인한 마케팅 비용 부담	한미약품, 유나이티드제약, 종근당, 대원제약, 경동제약
	개량 신약 출시	신약 대비 효율적인 투자비, 약가	초기 시장 진입의 샌드위치 현상	한미약품, 종근당, 유나이티드제약, 안국약품
Original	국내 신약 출시	선도 R&D 업체로서의 프리미엄 확보	막대한 투자비에 대한 Risk	동아제약, 보령제약, 일양약품, LGLS
	해외 신약 도입	품목 & 유통전략 유리	협상력에 따라 Risk 존재	유한양행, 대웅제약, 제일약품, 한독약품, 한인제약
Total	ETC, OTC, API 의료기기, 수출	사업부문 간 상호 보완 및 시너지	초기 거대 투자비 선택과 집중 전략 난해	동아제약, 녹십자, 유한양행, LGLS

자료: IBK투자증권

지난해 시행된 신약가제도(일괄약가인하)는 기등재 급여 전문의약품(ETC)를 대상으로 적용되었다. 이로 인해 가장 높은 약가를 받고 있는 오리지널 의약품을 도입하고 있는 OBM 업체나 상대적으로 높은 약가인 1<sup>st</sup> 제네릭 의약품을 확보하고 있는 상위 GBM업체, 그리고 타 사업부문 실적으로 약가인하에 대한 충격을 상쇄할 수 있는 TBM업체들을 단순히 1분기 실적만으로 전년대비 비교할 시 기저효과가 차이가 발생할 수 있다. **따라서 이번 13.1Q는 각 업체별 비즈니스 모델에 따른 품목전략을 비교, 분석하여 접근할 필요**가 있다.

## 2. 각 업체별 신규 사업 추가 여부

### 기존 주력 사업군 외 신규 사업 추가 확인

국내 제약업체 중  
신성장 동력을 목적으로 한  
신규 사업 추가 확인해야

이번 13.1Q 실적 추정에 있어 중요한 또 다른 점검 요소는 기존 주력 사업군 외 기타 사업군, 즉 원료의약품(API), 의료기기, 수출부문에서의 진출 및 비중확대이다. 2011년 기준 제약협회에 등록된 국내 제약사는 약 960여개 업체이며, 생산, R&D, 영업(수출), 관리 등 제조업을 구성하는 4대 부문을 확보한 업체는 400여 업체이다.

이 중 국내 제약업체는 태생적 한계로 인해 90% 이상 업체가 GBM을 중심으로 영위하고 있다. 일반적으로 GBM 업체가 OBM 분야로 진출하기 위해서는 오리지널 의약품 마케팅에 필요한 영업(유통)인프라와 디테일세일즈(Detail-sales) 등 초기 투자에 필요한 비용과 시간적 부담이 크기 때문에 쉽지 않다. 또한 상위제약사와 달리 절대 매출규모가 적은 GBM 중소제약사의 경우 사실상 OBM 진출이 불가능하다.

이러한 한계 때문에 중소제약업체 중 일부는 지난해 본업인 전문의약품(ETC) 외 의료기기, 원료의약품(API), 수출 분야로 진출하였고 이로인한 신규 매출 비중이 확대된 업체도 있었다는 점에서도 1분기 실적만으로 전년대비 단순 비교 시 왜곡현상이 발생할 수 있다.

표 4. IBK제약업종의 5대 사업포트폴리오 비중

No	사업포트폴리오	주요 사항	IBK 투자증권 유니버셜 비중	
1	전문의약품 (ETC)	급여 품목	건강보험공단의 급여 목록에 등재된 품목	45.5%
	비급여 품목	기초 수액, 주사 등 보험 적용을 받지 않는 품목	16.8%	
2	일반의약품(OTC)	전문의 처방전 없이 일반 약국 등에서 소비자가 구매 가능 품목	11.5%	
3	수출	ETC, OTC 등 수출 의약품 일체	7.4%	
4	원료의약품(API)	의약품 제조의 주원료로 사용	6.1%	
5	기타	의료기기, 건강보조식품, 건강기능성식품 등	2.7%	

주: 상기 자료는 IBK 제약업종의 2011년 기준으로 작성, 실제 수치와는 차이가 발생할 수 있음  
자료: 각 사 IR자료 및 사업보고서, IBK투자증권

## 3. 각 업체별 약가인하 실제 반영 시점 확인

### 신약가제도 시행은 12년 4월, 13.1Q는 약가인하 반영 첫 1분기

일괄약가인하는  
기동제 전문의약품을 대상  
따라서 ETC 비중에 따라  
기저효과 차이 발생

지난 12.2Q는 국내 제약업종의 실적 전망에 있어 가장 예측하기 힘들었던 시기로 평가된다. 그 원인 중 하나가 바로 업체별 가수요(유통재고 정리 이후 신규 출하 분) 효과였다. 이는 12.1Q에 대한 실적 예측에서도 왜곡현상의 원인이 되었다.

국내 제약업체의 경우 업체별 주력품목과의 유사성이 낮아지고, 유통방식과 채널(Distribution channel)간의 차이가 크기 때문에 단일화된 기준으로 실적 추정 모델 적용이 난해하다. 여기에 주요 거래처인 종합병원이나 개인병원(로컬의원)에 직접납품이 아닌 도매상을 통한 간접유통방식을 도입하고 있는 업체의 경우도 있어 사실상 최종 유통재고 분의 확정이 되지 않으면, 추정이 불가능하다.

이러한 이유로 인해 지난해 1Q, 2Q 실적은 사실상 정상적인 영업활동에 의한 실제 매출로써 평가하기에는 신뢰성이 떨어지며, 업체별 대응전략도 달랐기 때문에 전년대비 1분기 실적만으로 단순 비교 시 왜곡현상이 발생할 수 있는 것이다.

### III. 13.1Q 이후 제약업종에 대한 Valuation 고찰

#### 고령화와 미래 성장산업 기대 속에 적정 Valuation 수준은?

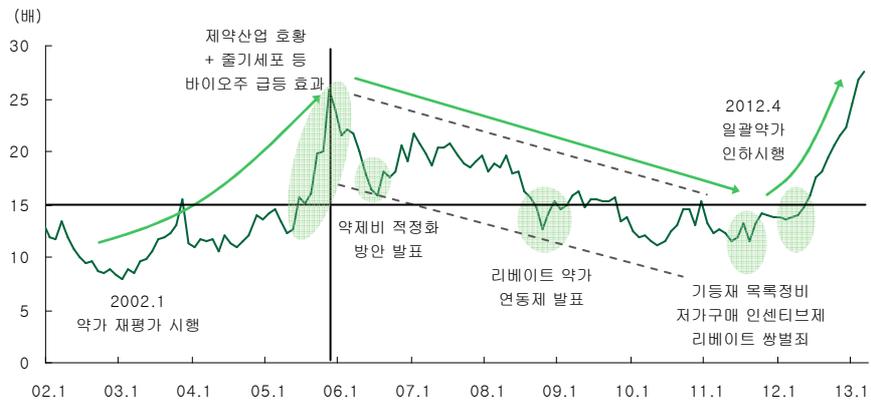
3분기 연속 랠리 중  
제약업종 Re-rating 정당  
막연한 상대비교는 금물

21C 유망업종이자 성장산업으로 각광받는 국내 제약업종은 12.2Q 이후 ①오랜 기간 위험(Risk)으로 작용해 온 정부규제(신약가제도 시행)에 대한 불확실성이 제거되었고, ②급속한 고령화와 이에 따른 건강 및 복지에 대한 국민적 관심 제고, ③대선을 앞둔 여야의 정책 공약 등으로 랠리를 이어가고 있다.

이로 인해 제약업종에 대한 적정 Valuation에 대한 고민은 깊어지고 있지만, 적정 수준에 대한 명확한 기준 마련이 현재로서는 쉽지 않다. 다만 전술한 세 가지 이유와 연간 8~9%의 성장성, GDP증가와 고령화에 따른 의약품 사용량 증가로 국내 제약업종에 대한 리레이팅(Re-rating)이 향후에도 이어질 것으로 전망한다. 다만 상위제약사의 높은 PER을 기준으로 중견 및 중소제약사까지 목표 PER 20배, 15배로 단순하게 적용하는 것은 재고해야 할 것으로 판단한다.

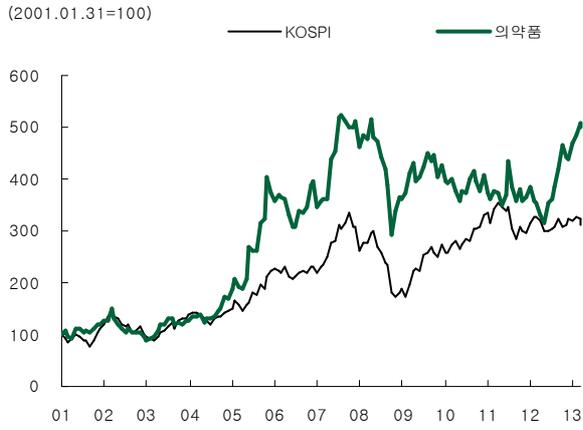
따라서 ①2012년 4월 이후 업체별로 준비해 온 신성장 동력들에 대한 가시화, ②향후 후속 정부정책에 대한 큰 흐름과의 방향성, ③각 비즈니스 모델(Business-model)에서의 진화형, 마지막으로 ④성장성과 수익성을 겸비한 실적 성과를 토대로 종목별 비교, 분석이 필요할 것으로 판단한다.

그림 3. 2002년 이후 정부 정책규제에 따른 IBKS 제약업종 PER



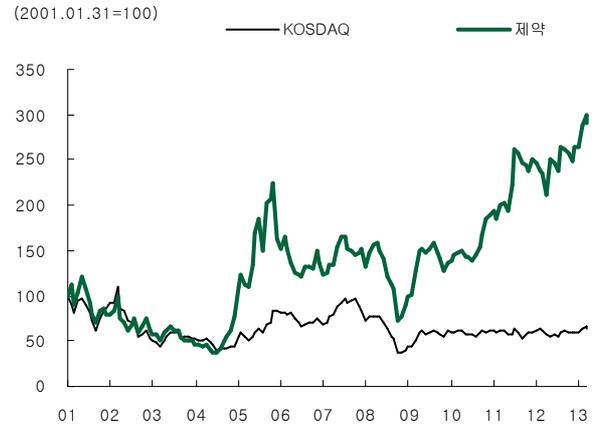
주1: IBKS 제약업종(녹십자, 동아제약, 유한양행, 한미약품, 대웅제약, 종근당, 동국제약, 유니티티드제약, 대원제약, 휴온스)을 평균화 산정  
주2: 일시적인 실적 악화로 인해 격차가 큰 PER 수치는 일부 제거하고 산정함  
자료: Quantiwise, IBK투자증권

그림 4. 2001년 기준 KOSPI 지수 대비 의약품업종 상대수익률



자료: Quantwise, IBK투자증권

그림 5. 2001년 기준 KOSDAQ 지수 대비 제약업종 상대수익률



자료: Quantwise, IBK투자증권

## 매수(유지)

**목표주가** 65,000원  
현재가 (4/9) 55,400원

KOSPI (4/9)	1,920.74pt
시가총액	7,230억원
발행주식수	13,050천주
액면가	2,500원
52주 최고가	59,100원
최저가	13,600원
60일 일평균거래대금	45억원
외국인 지분율	29.5%
배당수익률 (12.12월)	1.9%
주주구성	
이장한 외 10 인	20.16%
고촌재단	7.79%
주가상승률	1M 6M 12M
상대기준	9% 99% 224%
절대기준	14% 105% 237%

상대주가(%)



## 종근당 (001630)

### 13.1Q Preview : 약가인하 후 첫 1분기, 양호한 실적 예상

#### 외형과 수익 모두 컨센서스 부합 전망

종근당의 2013년 1분기 실적은 K-IFRS 별도기준 **매출액 1,170억원 (+12.3% YoY), 조정영업이익 153억원(+49.3% YoY, OPM 13.1%), 당기순이익 115억원(+64.2% YoY, NPM 9.8%)을 달성할 것으로 전망**. 외형은 컨센서스에 부합하나 수익은 상회할 것으로 예상된다.

**외형측면**에서는 기존 상위 품목(리피로우, 딜라트렌, 살로탄, 칸데모어 등)의 견조한 판매실적과 순환기 계통의 계절적 요인으로 안정적인 성장이 예상된다. **수익측면**에서는 올해부터 본격적으로 허가, 발매될 개량신약과 신제품에 대한 마케팅 비용과 R&D 등으로 연간기준 비용지출 확대가 예상된다. 하지만 효율적인 비용 관리를 통해 최대한 지출을 억제할 것으로 예상되며, 이번 분기는 높은 수익성이 예상된다.

#### 투자의견 매수 유지, 목표주가 65,000원으로 상향

동사에 대한 목표가격을 기존 49,000원에서 65,000원으로 상향하며, 투자의견 매수를 유지한다. 목표주가는 12개월 Forward EPS에 최근 3년간 동사의 역사적 PER과 동종업계 PER의 평균을 적용하여 목표 PER 18배로 산정하였다. 목표주가는 4/9 증가대비 17.3% 상승여력이 있다.

동사에 대한 프리미엄은 ①**최근 중견제약사 Valuation에 대한 리레이팅(Re-rating)과 상위제약사와의 상대비교**, 그리고 ②**13.2Q부터 출시 예정인 개량신약(고혈압복합제 CKD-802 등)과 보톡스(보툴렉스) 등 약가인하 이후에도 안정적인 성장과 수익 시현이 가능한 점을 적용**, 반영하였다.

(단위:억원배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	4,422	4,612	5,080	5,615	6,232
영업이익	688	577	616	690	787
세전이익	676	557	591	671	776
당기순이익	491	257	449	510	590
EPS(원)	3,759	1,970	3,442	3,905	4,521
증가율(%)	10.9	-47.6	74.7	13.5	15.8
영업이익률(%)	15.6	12.5	12.1	12.3	12.6
순이익률(%)	11.1	5.6	8.8	9.1	9.5
ROE(%)	16.3	7.3	11.9	12.3	12.8
PER	5.0	18.8	16.1	14.2	12.3
PBR	0.8	1.4	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	4.0	8.0	11.6	10.2	8.7

자료: Company data, IBK투자증권 예상

### Valuation

#### 투자의견 매수유지, 목표주가 65,000원으로 상향

투자의견 매수유지  
 목표주가는 65,000원 상향

종근당에 대한 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가는 기존 49,000원에서 65,000원으로 상향한다. 목표주가는 4/9 종가대비 17.3% 상승여력이 있다.

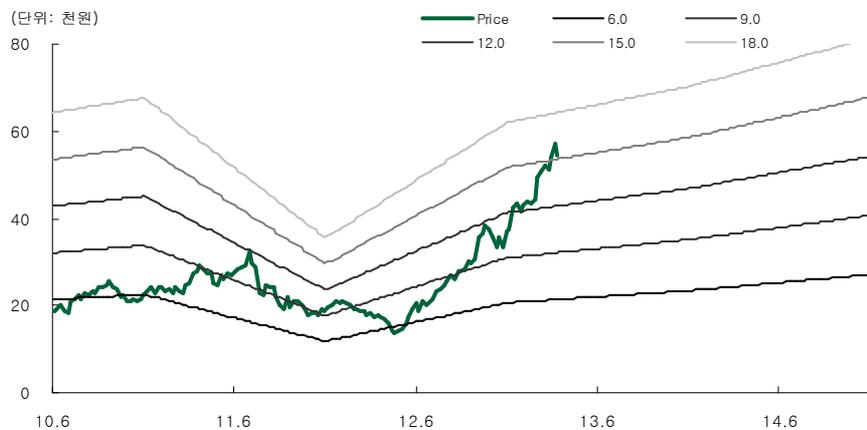
동사에 대한 목표주가는 12개월 Forward EPS에 최근 3년간 동사의 역사적 PER과 동종업계 PER의 평균을 적용하여 목표 PER 18배로 산정하였다. 동사에 대한 22% 프리미엄은 ①최근 중견제약사 Valuation에 대한 리레이팅(Re-rating)과 상위제약사와의 상대비교, 그리고 ②13.2Q부터 출시 예정인 개량신약(고혈압복합제 CKD-802 등)과 보톡스(보툴렉스) 등 약가인하 이후에도 안정적인 성장과 수익 시현이 가능하다는 점을 적용, 반영하였다.

표 5. PER Multiple Valuation (단위: 원 %)

항목	기업가치	비교
① 12개월 Forward EPS	3,596	가중평균 적용 (2,294 + 1,302)
2013년	2,294	3,442 X (8 / 12)
2014년	1,302	3,905 X (4 / 12)
② 산출된 목표 PER(배)	18.0	(③ + ④) / 2 X (1 + ⑤)
2010년	6.7	
2011년	5.0	
2012년	18.8	
③ 동사의 과거 3년간 평균 PER	10.2	(6.7 + 5.0 + 18.8) / 3
④ 2013년 제약업종 예상 PER	19.5	KOSPI 기준
⑤ 할인 및 프리미엄(%)	22%	안정적인 실적 시현 + 개량신약 + 도입품목 확대 등
⑥ 목표주가	64,777	① X ②
⑦ 최종 목표주가	65,000	4/9 종가대비 17.3% 상승여력

자료: IBK투자증권

그림 6. PER Forward Band Chart



자료: Valuewise, IBK투자증권

표 6. 동사의 2013년 분기별 실적추정 변경

(단위: 십억원 %)

	변경 전 (2013.02.25)					변경 후 (2013.04.10)				
	1Q(F)	2Q(F)	3Q(F)	4Q(F)	연간	1Q(F)	2Q(F)	3Q(F)	4Q(F)	연간
매출액	116.2	128.4	128.4	129.7	502.8	117.0	130.0	129.0	132.0	508.0
YoY	11.6	7.4	9.2	8.1	9.0	12.3	8.8	9.7	10.0	10.1
영업이익	14.0	17.1	15.8	14.8	61.8	15.3	13.0	16.9	14.8	60.0
순이익	10.3	12.8	11.8	11.1	46.0	11.5	9.7	12.7	11.1	44.9
영업이익률	12.0	13.4	12.3	11.4	12.3	13.1	10.0	13.1	11.2	11.8
순이익률	8.9	9.9	9.2	8.5	9.1	9.8	7.5	9.8	8.4	8.8

주: K-IFRS 별도기준 재무제표, 영업이익은 조정영업이익임  
 자료: IBK투자증권

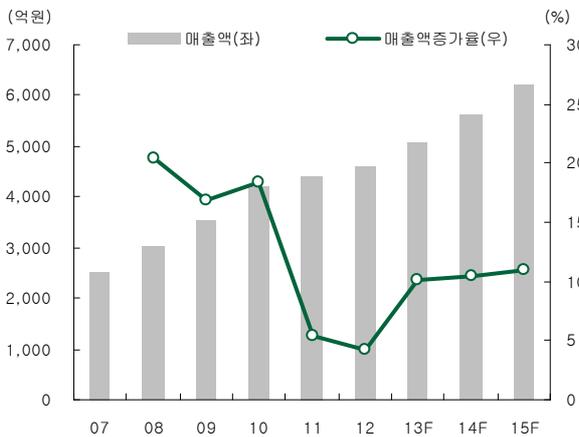
표 7. 동사의 2012년 실적 및 2013년 실적 추정

(단위: 십억원 %)

	2012					2013F				
	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	1Q(F)	2Q(F)	3Q(F)	4Q(F)	연간
매출액	104.2	119.5	117.6	120.0	461.2	117.0	130.0	129.0	132.0	508.0
YoY	1.1	6.0	3.9	5.9	4.3	12.3	8.8	9.7	10.0	10.1
영업이익	10.3	15.7	17.5	14.3	57.7	15.3	13.0	16.9	14.8	60.0
순이익	7.0	11.2	-2.3	9.7	25.7	11.5	9.7	12.7	11.1	44.9
영업이익률	9.9	13.1	14.9	11.9	12.5	13.1	10.0	13.1	11.2	11.8
순이익률	6.7	9.4	적전	8.1	5.6	9.8	7.5	9.8	8.4	8.8

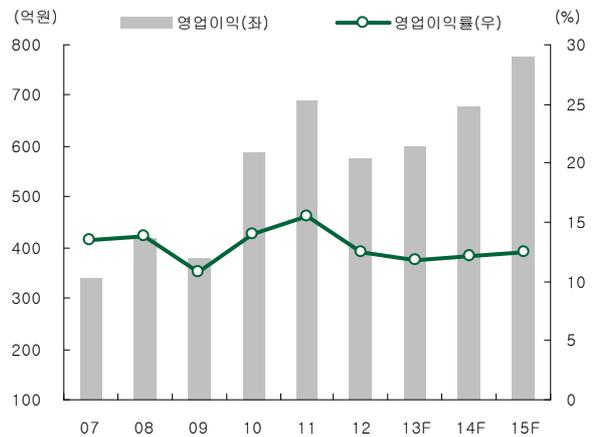
주: K-IFRS 별도기준 재무제표, 영업이익은 조정영업이익임  
 자료: IBK투자증권

그림 7. 동사의 연간 매출액 추이와 전망



자료: 종근당, IBK투자증권

그림 8. 동사의 연간 영업이익 추이와 영업이익률



자료: 종근당, IBK투자증권

손익계산서

(억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	4,422	4,612	5,080	5,615	6,232
매출원가	1,741	2,089	2,289	2,528	2,807
매출총이익	2,681	2,523	2,790	3,086	3,426
매출총이익률 (%)	60.6	54.7	54.9	55.0	55.0
판매비	1,993	1,946	2,190	2,408	2,649
판매비율 (%)	45.1	42.2	43.1	42.9	42.5
조정영업이익	688	577	600	678	777
조정영업이익률 (%)	15.6	12.5	11.8	12.1	12.5
기타영업이익	0	0	16	12	10
이자이익	0	0	0	0	0
외환이익	0	0	0	0	0
기타	0	0	16	12	10
영업이익	688	577	616	690	787
영업이익률 (%)	15.6	12.5	12.1	12.3	12.6
EBITDA	788	711	691	769	870
EBITDA마진율 (%)	17.8	15.4	13.6	13.7	14.0
순금융이익	-47	-42	-45	-43	-39
이자이익	-51	-40	-45	-43	-39
기타	4	-2	0	0	0
기타영업외이익	36	22	20	24	28
외환기타이익	5	-9	0	0	0
기타	31	31	20	24	28
중속공동지배및관계기업관련이익	0	-1	0	0	0
세전이익	676	557	591	671	776
법인세	186	299	142	161	186
계속사업이익	491	257	449	510	590
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	491	257	449	510	590
당기순이익률 (%)	11.1	5.6	8.8	9.1	9.5
자배주주당순이익	491	257	449	510	590
비자배주주당순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-20	-31	0	0	0
총포괄이익	470	226	449	510	590
총포괄이익률 (%)	10.6	4.9	8.8	9.1	9.5

투자지표

(12월 결산)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Valuation					
EPS <sup>1</sup> (원)	3,759	1,970	3,442	3,905	4,521
EPS <sup>2</sup> (원)	3,759	1,970	3,442	3,905	4,521
BFS <sup>1</sup> (원)	24,951	26,010	28,738	31,940	35,754
CPS (원)	7,497	6,588	4,086	4,565	5,160
DPS (원)	700	700	700	700	700
PER <sup>1</sup> (배)	5.0	18.8	16.1	14.2	12.3
PBR <sup>1</sup> (배)	0.8	1.4	1.9	1.7	1.5
PCR(배)	2.5	5.6	13.6	12.1	10.7
EV/EBITDA(배)	4.0	8.0	11.6	10.2	8.7
배당수익률 (%)	3.7	1.9	1.3	1.3	1.3
성장성					
매출액증가율 (%)	5.4	4.3	10.1	10.5	11.0
영업이익증가율 (%)	16.9	-16.1	6.8	12.0	14.1
EBITDA증가율 (%)	16.1	-9.8	-2.7	11.2	13.1
순이익증가율 (%)	10.9	-47.6	74.7	13.5	15.8
EPS <sup>1</sup> 증가율 (%)	10.9	-47.6	74.7	13.5	15.8
수익성					
ROE <sup>1</sup> (%)	16.3	7.3	11.9	12.3	12.8
ROA (%)	9.3	4.4	7.3	7.6	8.0
ROIC (%)	16.1	7.4	12.3	13.2	14.4
안정성					
유동비율 (%)	194.4	205.6	218.2	231.3	245.5
부채비율 (%)	65.8	65.0	62.5	60.0	57.5
차입금/EBITDA(배)	1.6	1.8	1.9	1.7	1.6
이자보상배율(배)	9.4	8.3	9.3	10.2	11.4
활동성					
매출채권회전율(배)	3.3	3.3	3.6	3.6	3.6
재고자산회전율(배)	8.7	8.3	8.1	8.1	8.1
매입채무회전율(배)	14.0	13.5	12.6	12.6	12.6
총자산회전율(배)	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8

주: <sup>1</sup>자배주주기준, <sup>2</sup>지배 및 비지배 기준 자료: Company data, IBK투자증권 예상

재무상태표

(억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
비유동자산	2,758	3,082	3,175	3,275	3,380
유형자산	1,759	2,093	2,151	2,212	2,275
무형자산	186	187	195	203	210
투자자산	565	543	560	580	602
투자부동산	218	212	218	224	230
기타 비유동자산	30	47	52	57	63
유동자산	2,951	2,827	3,235	3,718	4,301
재고자산	505	600	660	730	810
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	1,424	1,348	1,483	1,639	1,819
기타유동자산	425	501	551	609	676
현금및현금성자산	597	378	540	740	996
기타 금융업 자산	0	0	0	0	0
자산총계	5,709	5,910	6,410	6,993	7,681
비유동부채	748	953	982	1,015	1,053
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	466	666	666	666	666
금융리스부채	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	282	287	316	349	388
유동부채	1,518	1,375	1,483	1,607	1,752
단기차입금	330	300	330	365	405
매입채무및기타채무	299	385	423	468	519
유동성장기부채	466	297	297	297	297
기타유동부채	423	393	433	478	531
기타 금융업 부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,266	2,328	2,465	2,622	2,805
자배주주지분	3,443	3,582	3,946	4,371	4,876
자본금	326	326	326	326	326
자본잉여금	391	391	391	391	391
자본조정등	-142	-143	-143	-143	-143
기타포괄이익누계액	4	-1	-1	-1	-1
이익잉여금	2,862	3,008	3,372	3,797	4,302
비자배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,443	3,582	3,946	4,371	4,876

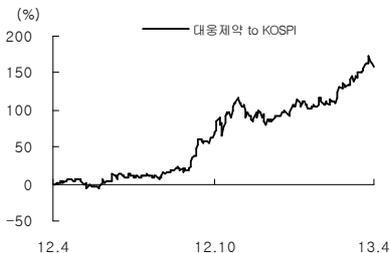
현금흐름표

(억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동으로인한현금흐름	449	500	344	386	442
당기순이익	491	257	449	510	590
현금유출이없는비용 및 수익	488	603	84	86	83
유형자산감가상각비	81	115	63	66	70
무형자산상각비	19	18	12	13	13
외환이익	0	0	0	0	0
유형자산처분순이익(이익)	1	-2	0	0	0
이자비용(수익)	51	40	45	43	39
기타	336	431	-36	-36	-38
영업활동으로인한이자부채변동	-286	-18	-144	-166	-192
매출채권및기타채권의감소	-155	81	-135	-156	-180
재고자산의감소	-73	-157	-60	-69	-80
매입채무및기타채무의증가	-34	87	38	44	51
기타	-24	-29	12	14	17
영업관련이자배당법인세 및 중단현금흐름	-244	-341	-45	-43	-39
투자활동으로인한현금흐름	-456	-633	-218	-237	-254
투자자산의 감소(증가)	-64	-38	-23	-26	-29
유형자산의 감소	7	4	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-224	-446	-120	-128	-132
무형자산의 감소(증가)	-16	-20	-20	-20	-20
기타	-448	-892	-5	-5	-6
투자관련이자배당법인세 및 중단현금흐름	-159	-133	-290	-314	-331
재무활동으로인한현금흐름	-113	-85	36	51	67
장기차입금의증가(감소)	120	30	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-49	0	91	101	112
재무관련이자배당법인세 및 중단현금흐름	-184	-115	-54	-51	-45
현금의 증가	-119	-220	163	200	256
기초현금	716	597	378	540	740
기말현금	597	378	540	740	996

## 매수(유지)

<b>목표주가</b>	<b>77,000원</b>
현재가 (4/9)	61,100원
KOSPI (4/9)	1,920.74pt
시가총액	7,079억원
발행주식수	11,587천주
액면가	2,500원
52주 최고가	64,700원
최저가	20,174원
60일 일평균거래대금	13억원
외국인 지분율	12.6%
배당수익률 (12.12월)	1.7%
주주구성	
운영권 외 14 인	50.37%
국민연금공단	8.39%
주가상승률	1M 6M 12M
상대기준	11% 58% 162%
절대기준	16% 62% 173%

상대주가(%)



## 대웅제약 (069620)

### 13.1Q Preview : 외형은 컨센서스 수준, 수익은 제고 전망

#### 약가인하 후 첫 1분기, 외형 성장은 둔화, 수익성은 향상 예상

대웅제약의 2013년 1분기 실적은 K-IFRS 별도기준 **매출액 1,705억원(-1.0% YoY), 조정영업이익 153억(+36.5% YoY, OPM 9.0%), 당기순이익 121억원(+1.8% YoY, NPM 7.1%)을 달성할 것으로 전망**. 외형은 약가인하로 인해 전년 대비 소폭 하락하나 원가 및 판매비의 효율적 관리로 높은 수익성이 예상된다.

**외형측면**에서는 약가인하 후 첫 1분기를 맞아 주력품목(글리아티린, 알비스, 가스모틴 등)들의 외형감소가 불가피 할 것으로 보인다. 하지만 ①오리지널 처방확대와 ②신규 도입 품목들(세비카(고혈압), 자누비아(당뇨치료), 바이토린(고지혈) 등)과의 성공적인 품목전환이 이어지면서 이를 상쇄할 것으로 판단하며, **수익측면**에서도 도입 단가 인하 및 판매촉진비 감소로 인해 양호한 실적이 예상된다.

#### 투자의견 매수 유지, 목표주가 77,000원으로 상향

동사에 대한 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가는 기존 56,000원에서 77,000원으로 상향한다. 목표주가는 12개월 Forward EPS에 최근 5년간 동사의 역사적 PER에 프리미엄 약 10%를 적용하여 목표 PER 18배로 산정하였다. 목표주가는 4/9 종가 대비 26.0% 상승여력이 있다.

**동사에 대한 프리미엄은 ①최근 중견제약사 Valuation에 대한 리레이팅(Re-rating)과 상위제약사와의 상대비교, 그리고 ②원개발사와의 도입품목 매입단가에 대한 성공적인 협상, ③효율적인 판매비 집행 기능, ④하반기부터 출시 예정인 신제품(보톡스 등)에 대한 기대감을 적용, 반영하였다.**

(단위: 억원배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	7,066	6,646	6,960	7,366	7,844
영업이익	603	378	609	651	708
세전이익	650	428	619	668	735
당기순이익	518	346	470	508	559
EPS(원)	4,468	2,982	4,166	4,497	4,949
증가율(%)	194.7	-33.2	39.7	7.9	10.1
영업이익률(%)	8.5	5.7	8.8	8.8	9.0
순이익률(%)	7.3	5.2	6.8	6.9	7.1
ROE(%)	15.2	9.3	11.6	11.4	11.4
PER	6.5	16.0	14.7	13.6	12.3
PBR	1.0	1.6	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA	3.9	8.8	8.4	7.5	6.5

자료: Company data, IBK투자증권 예상

### Valuation

#### 투자의견 매수유지, 목표주가 77,000원으로 상향

투자의견 매수유지  
 목표주가는 77,000원 상향

대웅제약에 대한 투자의견 매수를 유지하고, 목표주가는 기존 56,000원에서 77,000원으로 상향한다. 목표주가는 4/9 증가대비 26.0% 상승여력이 있다.

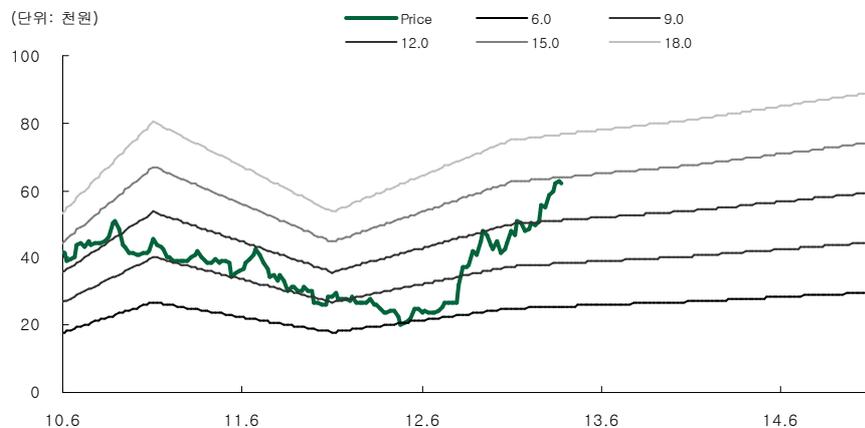
동사에 대한 목표주가는 12개월 Forward EPS에 최근 5년간 동사의 역사적 PER에 프리미엄 약 10%를 적용하여 목표 PER 18배를 기준으로 산정하였다. 동사에 대한 프리미엄은 ①최근 중견제약사 Valuation에 대한 리레이팅(Re-rating)과 상위제약사와의 상대비교, 그리고 ②원개발사와의 도입품목 매입단가에 대한 성공적인 협상, ③효율적인 판관비 집행 가능, ④하반기부터 출시 예정인 신제품(보톡스 등)에 대한 기대감을 적용, 반영하였다.

표 8. PER Multiple Valuation (단위 원 %)

항목	기업가치	비교
① 12개월 Forward EPS	4,276	가중평균 적용 (2,777 + 1,499)
2013년	2,777	4,166 X (8 / 12) = 2,777
2014년	1,499	4,497 X (4 / 12 = 1,499)
② 산출된 목표 PER(배)	18.0	③ X ④
2008년	16.7	
2009년	10.8	
2010년	30.0	
2011년	6.3	
2012년	16.0	
③ 동사의 과거 5년간 평균 PER	16.0	(16.7 + 10.8 + 30.0 + 6.3 + 16.0) / 5
④ 할인 및 프리미엄(%)	13%	원개발사와의 성공적 단가 협상 + 판관비 감소 + 보톡스
⑤ 목표주가	76,870	① X ②
⑥ 최종 목표주가	77,000	4/9 증가대비 26.0% 상승여력

자료: IBK투자증권

그림 9. PER Forward Band Chart



자료: Valuewise, IBK투자증권

표 9. 동사의 2013년 분기별 실적추정 변경

(단위: 십억원 %)

	변경 전 (2013. 03. 04)					변경 후 (2013. 04. 10)				
	1Q(F)	2Q(F)	3Q(F)	4Q(F)	연간	1Q(F)	2Q(F)	3Q(F)	4Q(F)	연간
매출액	179.4	185.7	191.8	176.2	733.2	170.5	177.2	178.1	170.1	696.0
YoY	4.2	7.1	9.3	11.7	8.0	-1.0	2.3	1.5	18.5	4.7
영업이익	14.0	13.6	18.8	12.1	58.5	15.3	14.9	14.8	14.3	59.3
순이익	11.7	10.7	14.7	9.7	46.9	12.1	11.8	11.7	11.4	47.0
영업이익률	7.8	7.3	9.8	6.9	8.0	9.0	8.4	8.3	8.4	8.5
순이익률	6.5	5.8	7.7	5.5	6.4	7.1	6.7	6.6	6.7	6.8

주: K-IFRS 별도기준 재무제표, 영업이익은 조정영업이익임  
 자료: IBK투자증권

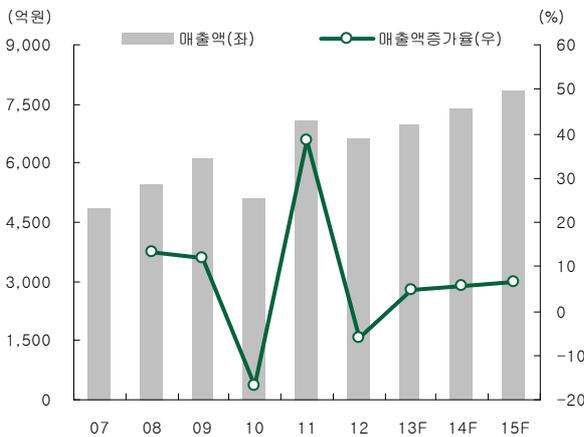
표 10. 동사의 2012년 실적 및 2013년 실적 추정

(단위: 십억원 %)

	2012					2013F				
	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	1Q(F)	2Q(F)	3Q(F)	4Q(F)	연간
매출액	172.3	173.3	175.5	143.3	664.6	170.5	177.2	178.1	170.1	696.0
YoY	-0.4	-2.4	-6.2	-15.1	-5.9	-1.0	2.3	1.5	18.5	4.7
영업이익	11.2	0.3	14.8	11.4	37.8	15.3	14.9	14.8	14.3	59.3
순이익	11.9	0.1	9.9	11.7	34.6	12.1	11.8	11.7	11.4	47.0
영업이익률	6.5	0.2	8.5	8.0	5.7	9.0	8.4	8.3	8.4	8.5
순이익률	6.9	0.6	5.7	8.1	5.2	7.1	6.7	6.6	6.7	6.8

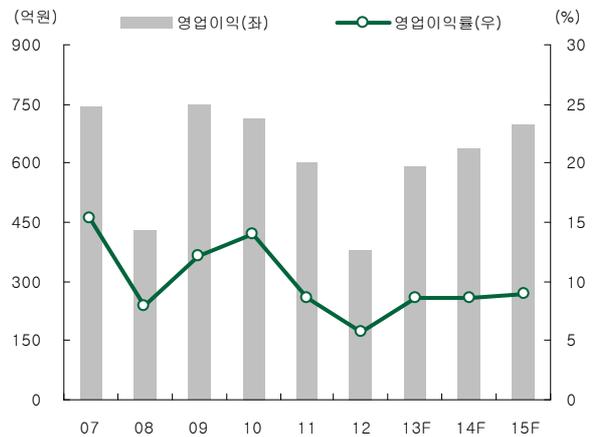
주: K-IFRS 별도기준 재무제표, 영업이익은 조정영업이익임  
 자료: IBK투자증권

그림 10. 동사의 연간 매출액 추이와 전망



자료: 대웅제약, IBK투자증권

그림 11. 동사의 연간 영업이익 추이와 영업이익률



자료: 대웅제약, IBK투자증권

손익계산서

(억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	7066	6,646	6,960	7,366	7,844
매출원가	4,093	3,917	4,028	4,252	4,511
매출총이익	2,973	2,729	2,932	3,114	3,334
매출총이익률 (%)	42.1	41.1	42.1	42.3	42.5
판매비	2,370	2,351	2,339	2,475	2,636
판매비율 (%)	33.5	35.4	33.6	33.6	33.6
조정영업이익	603	378	593	639	698
조정영업이익률 (%)	8.5	5.7	8.5	8.7	8.9
기타영업손익	0	0	16	12	10
이자손익	0	0	0	0	0
외환손익	0	0	0	0	0
기타	0	0	16	12	10
영업이익	603	378	609	651	708
영업이익률 (%)	8.5	5.7	8.8	8.8	9.0
EBITDA	759	553	763	809	870
EBITDA마진율 (%)	10.7	8.3	11.0	11.0	11.1
순금융손익	3	11	10	17	27
이자손익	-9	-1	10	17	27
기타	12	12	0	0	0
기타영업외손익	44	38	0	0	0
외환거래손익	0	0	0	0	0
기타	44	38	0	0	0
중속공동자비및관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전이익	650	428	619	668	735
법인세	132	82	148	160	176
계속사업이익	518	346	470	508	559
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	518	346	470	508	559
당기순이익률 (%)	7.3	5.2	6.8	6.9	7.1
자배주주당기순이익	518	346	470	508	559
비자배주주당기순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-13	-14	0	0	0
총포괄이익	505	332	470	508	559
총포괄이익률 (%)	7.1	5.0	6.8	6.9	7.1

투자지표

(12월 결산)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Valuation					
EPS <sup>1</sup> (원)	4,468	2,982	4,166	4,497	4,949
EPS <sup>2</sup> (원)	4,468	2,982	4,166	4,497	4,949
BPS <sup>1</sup> (원)	28,934	30,633	34,751	38,307	42,346
CPS (원)	7,929	6,106	5,300	5,639	6,055
DPS (원)	800	800	800	800	800
PER <sup>1</sup> (배)	6.5	16.0	14.7	13.6	12.3
PBR <sup>1</sup> (배)	1.0	1.6	1.8	1.6	1.4
PCR(배)	3.7	7.8	11.5	10.8	10.1
EV/EBITDA(배)	3.9	8.8	8.4	7.5	6.5
배당수익률 (%)	2.8	1.7	1.3	1.3	1.3
성장성					
매출액증가율 (%)	38.6	-5.9	4.7	5.8	6.5
영업이익증가율 (%)	-15.3	-37.3	61.1	6.8	8.8
EBITDA증가율 (%)	-6.8	-27.1	38.0	6.0	7.6
순이익증가율 (%)	194.7	-33.2	36.1	7.9	10.1
EPS <sup>1</sup> 증가율 (%)	194.7	-33.2	39.7	7.9	10.1
수익성					
ROE <sup>1</sup> (%)	15.2	9.3	11.6	11.4	11.4
ROA (%)	10.3	7.1	9.3	9.1	9.1
ROIC (%)	20.7	14.9	18.9	19.6	21.2
안정성					
유동비율 (%)	208.6	309.3	312.3	336.7	362.2
부채비율 (%)	37.3	24.1	25.9	24.9	24.1
차입금/EBITDA(배)	0.4	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(배)	19.0	63.2	262.5	251.0	271.4
활동성					
매출채환전율(배)	7.4	8.0	8.4	8.1	8.2
재고자산회전율(배)	8.6	7.8	7.7	7.7	8.1
매입채무회전율(배)	16.5	17.0	17.7	16.8	16.8
총자산회전율(배)	1.4	1.4	1.4	1.3	1.3

주: <sup>1</sup>자배주주기준, <sup>2</sup>지배 및 비지배 기준 자료: Company data, IBK투자증권 예상

재무상태표

(억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
비유동자산	2,509	2,478	2,597	2,695	2,792
유형자산	982	1,052	1,074	1,092	1,108
무형자산	239	296	321	345	367
투자자산	283	224	255	267	281
투자부동산	872	841	870	910	950
기타 비유동자산	133	64	76	81	86
유동자산	2,423	2,293	2,743	3,136	3,592
재고자산	847	855	953	956	981
유가증권	0	1	1	1	1
매출채권	903	767	893	930	973
기타유동자산	122	166	197	208	222
현금및현금성자산	551	504	700	1,040	1,416
기타 금융업 자산	0	0	0	0	0
자산총계	4,932	4,771	5,340	5,831	6,385
비유동부채	179	184	218	231	247
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
금융리스부채	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	179	184	218	231	247
유동부채	1,162	741	879	931	992
단기차입금	0	4	4	4	5
매입채무및기타채무	422	359	425	451	480
유동성장기부채	300	0	0	0	0
기타유동부채	439	379	449	476	507
기타 금융업 부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,341	926	1,097	1,163	1,238
자배주주지분	3,591	3,846	4,243	4,668	5,146
자본금	275	282	290	290	290
자본잉여금	1,019	1,012	1,012	1,012	1,012
자본조정등	-449	-449	-449	-449	-449
기타포괄이익누계액	17	49	49	49	49
이익잉여금	2,729	2,951	3,341	3,766	4,245
비자배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,591	3,846	4,243	4,668	5,146

현금흐름표

(억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동으로인한현금흐름	801	453	466	644	679
당기순이익	518	346	470	508	559
현금유출이없는비용 및 수익	401	362	128	129	125
유형자산감가상각비	144	161	138	142	144
무형자산감각비	12	14	15	16	17
외환손익	0	0	0	0	0
유형자산처분손익(이익)	-1	1	0	0	0
이자비용(수익)	9	1	-10	-17	-27
기타	238	186	-16	-12	-10
영업활동으로인한이자부채변동	94	-168	-142	-9	-31
매출채권및기타채권의감소	98	129	-126	-37	-42
재고자산의감소	-69	-38	-97	-3	-25
매입채무및기타채무의증가	-10	-59	66	26	29
기타	75	-200	15	6	7
영업관련이자배당법인세 및 중단현금흐름	-212	-86	10	17	27
투자활동으로인한현금흐름	-171	-126	-303	-268	-273
투자자산의 감소(증가)	60	174	-60	-52	-54
유형자산의 감소	4	10	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-404	-232	-160	-160	-160
무형자산의 감소(증가)	-41	-77	-40	-40	-40
기타	-808	-463	-12	-5	-5
투자관련이자배당법인세 및 중단현금흐름	211	-1	-351	-332	-334
재무활동으로인한현금흐름	-661	-374	33	-36	-31
장기차입금의증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	-569	-300	0	0	0
자본의 증가	0	0	8	0	0
기타	-35	0	107	44	49
재무관련이자배당법인세 및 중단현금흐름	-57	-74	-82	-80	-80
현금의 증가	-31	-47	196	340	376
기초현금	582	551	504	700	1,040
기말현금	551	504	700	1,040	1,416

## 매수(유지)

<b>목표주가</b>	<b>222,000원</b>
현재가 (4/9)	181,500원
KOSPI (4/9)	1,920.74pt
시가총액	20,463억원
발행주식수	11,389천주
액면가	5,000원
52주 최고가	193,500원
최저가	106,000원
60일 일평균거래대금	57억원
외국인 지분율	25.6%
배당수익률 (12.12월)	0.7%
주주구성	
유한재단 외 4 인	15.58%
국민연금공단	9.89%
주가상승률	1M 6M 12M
상대기준	5% 19% 57%
절대기준	10% 23% 65%

상대주가(%)



## 유한양행 (000100)

### 13.1Q Preview : 도입품목 확대효과로 양호한 실적 예상

#### 상위제약사 중 가장 돋보이는 외형성장 보일 듯..

유한양행의 2013년 1분기 실적은 K-IFRS 별도기준 **매출액 2,040억원 (+22.5% YoY), 조정영업이익 112억(+10.7% YoY, OPM 5.5%), 당기순이익 299억원(+10.8% YoY, NPM 14.7%)을 달성할 것으로 전망**. 외형과 수익 모두 컨센서스와 유사한 실적이 예상된다.

**외형측면**에서는 지난해 실시된 일괄약가인하 우려에도 불구하고, 신규 도입품목 (프라젠타, 프리베나, 미카르디스, 비리어드, 프라다사 등) 확대 외판매호조로 높은 매출신장이 기대된다. 여기에 일반의약품, 생활용품, 원료의약품 (API) 부문에서의 견조한 성장도 외형성장에 기여할 것으로 예상된다. 반면 **수익측면**에서는 도입품목 확대에 따른 원가제고와 신규 도입품목 런칭을 위한 마케팅 및 판매촉진비 증가로 수익성 회복이 당분간 지연될 것으로 전망한다. 하지만 최근 오리지널 처방확대와 신규 도입품목의 판매호조로 인한 규모의 경제가 연중 이어질 것으로 보여, 수익성 제고에 일부 기여할 것으로 판단한다.

#### 투자의견 매수 유지, 목표주가는 222,000원으로 상향

동사에 대한 투자의견 매수를 유지하고 목표주가는 기존 191,000원에서 222,000원으로 상향한다. 목표 PER은 30배를 적용했으며, 목표주가는 4/9 증가대비 22.3% 상승여력이 있다.

동사는 ①타 상위사 대비 낮은 PER과 약 3,000여 억원의 순현금과 ②약 7.5% 규모의 자사주, ③우수한 R&D Pipeline을 확보하고 있는 한올바이오파마와 유전자진단분석 전문업체인 테라젠치텍스 등 다양한 자산가치확보와 ④친주주정책을 표방하고 있다는 점에서 매력적이다.

(단위:억원배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	6,677	7,628	9,017	10,041	11,095
영업이익	526	304	447	536	612
세전이익	931	930	1,001	1,162	1,298
당기순이익	831	696	801	930	1,038
EPS(원)	7,297	6,109	7,032	8,162	9,117
증가율(%)	-35.1	-16.3	15.1	16.1	11.7
영업이익률(%)	7.9	4.0	5.0	5.3	5.5
순이익률(%)	12.4	9.1	8.9	9.3	9.4
ROE(%)	7.7	6.2	6.8	7.4	7.7
PER	17.5	28.3	25.8	22.2	19.9
PBR	1.3	1.7	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	19.1	39.1	32.3	28.1	25.1

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 11. 동사의 2013년 분기별 실적추정 변경

(단위: 십억원 %)

	변경 전 (2013.02.05)					변경 후 (2013.04.10)				
	1Q(F)	2Q(F)	3Q(F)	4Q(F)	연간	1Q(F)	2Q(F)	3Q(F)	4Q(F)	연간
매출액	196.2	215.6	212.5	210.2	834.5	204.0	236.6	235.1	226.0	901.7
YoY	17.8	7.1	5.8	8.4	9.4	22.5	17.5	17.0	16.5	18.2
영업이익	6.3	11.0	7.1	6.7	31.1	11.2	12.5	10.3	10.6	44.7
순이익	26.3	11.5	8.6	28.0	74.4	29.9	12.4	10.7	27.0	80.1
영업이익률	3.2	5.1	3.3	3.2	3.7	5.5	5.3	4.4	4.7	5.0
순이익률	13.4	5.3	4.0	13.3	8.9	14.7	5.3	4.6	12.0	8.9

주: K-IFRS 별도기준 재무제표, 영업이익은 조정영업이익임  
 자료: IBK투자증권

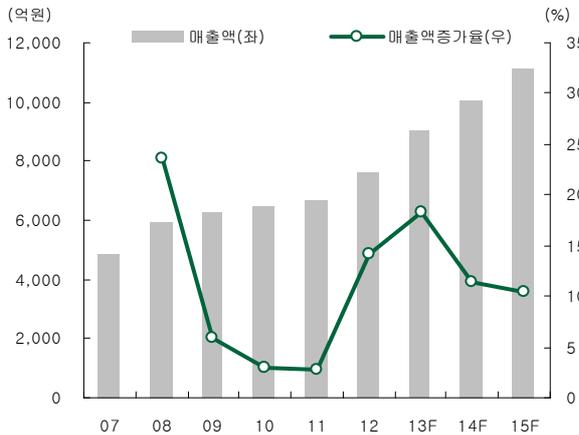
표 12. 동사의 2011년 실적 및 2012년 실적 추정

(단위: 십억원 %)

	2012					2013F				
	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	1Q(F)	2Q(F)	3Q(F)	4Q(F)	연간
매출액	166.5	201.4	200.9	194.0	762.8	204.0	236.6	235.1	226.0	901.7
YoY	1.4	17.8	22.0	15.5	14.3	22.5	17.5	17.0	16.5	18.2
영업이익	10.1	9.3	3.1	7.9	30.4	11.2	12.5	10.3	10.6	44.7
순이익	27.0	2.6	12.0	28.0	69.6	29.9	12.4	10.7	27.0	80.1
영업이익률	6.1	4.6	1.6	4.1	4.0	5.5	5.3	4.4	4.7	5.0
순이익률	16.2	1.3	6.0	14.5	9.1	14.7	5.3	4.6	12.0	8.9

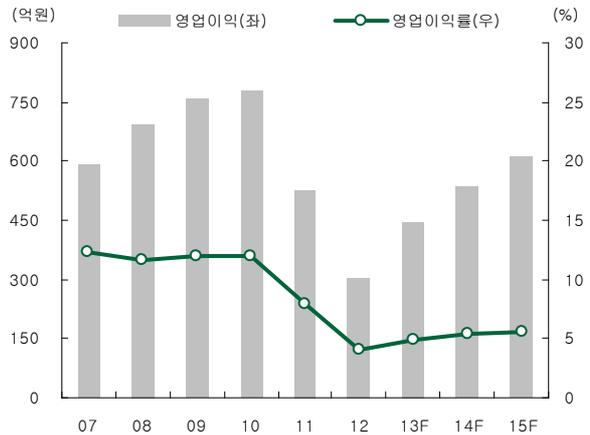
주: K-IFRS 별도기준 재무제표, 영업이익은 조정영업이익임  
 자료: IBK투자증권

그림 12. 동사의 연간 매출액 추이와 전망



자료: 유한양행, IBK투자증권

그림 13. 동사의 연간 영업이익 추이와 영업이익률



자료: 유한양행, IBK투자증권

손익계산서 (억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	6,677	7,628	9,017	10,041	11,095
매출원가	4,190	5,255	6,178	6,867	7,588
매출총이익	2,487	2,373	2,839	3,174	3,507
매출총이익률 (%)	37.2	31.1	31.5	31.6	31.6
판매비	1,961	2,069	2,391	2,638	2,896
판매비율 (%)	29.4	27.1	26.5	26.3	26.1
조정영업이익	526	304	447	536	612
조정영업이익률 (%)	7.9	4.0	5.0	5.3	5.5
기타영업손익	0	0	0	0	0
이자손익	0	0	0	0	0
외환손익	0	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
영업이익	526	304	447	536	612
영업이익률 (%)	7.9	4.0	5.0	5.3	5.5
EBITDA	676	452	574	651	715
EBITDA마진율 (%)	10.1	5.9	6.4	6.5	6.4
순금융손익	439	540	574	626	686
이자손익	155	156	144	156	186
기타	284	384	430	470	500
기타영업외손익	-34	86	-20	0	0
외환거래손익	7	-46	0	0	0
기타	-41	132	-20	0	0
중속공동자배및관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전이익	931	930	1,001	1,162	1,298
법인세	100	235	200	232	260
계속사업이익	831	696	801	930	1,038
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	831	696	801	930	1,038
당기순이익률 (%)	12.4	9.1	8.9	9.3	9.4
자배주주당기순이익	831	696	801	930	1,038
비자배주주당기순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-2	53	0	0	0
총포괄이익	829	749	801	930	1,038
총포괄이익률 (%)	12.4	9.8	8.9	9.3	9.4

투자지표 (12월 결산)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Valuation					
EPS <sup>1</sup> (원)	7297	6,109	7,032	8,162	9,117
EPS <sup>2</sup> (원)	7297	6,109	7,032	8,162	9,117
BPS <sup>1</sup> (원)	94,716	100,491	106,442	113,532	121,569
CPS (원)	6,551	5,246	3,284	3,675	3,998
DPS (원)	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250
PER <sup>1</sup> (배)	17.5	28.3	25.8	22.2	19.9
PBR <sup>1</sup> (배)	1.3	1.7	1.7	1.6	1.5
PCR(배)	19.5	33.0	55.3	49.4	45.4
EV/EBITDA(배)	19.1	39.1	32.3	28.1	25.1
배당수익률 (%)	1.0	0.7	0.7	0.7	0.7
성장성					
매출액증가율 (%)	2.8	14.3	18.2	11.4	10.5
영업이익증가율 (%)	-32.6	-42.2	47.1	19.9	14.0
EBITDA증가율 (%)	-30.1	-33.1	27.0	13.4	9.8
순이익증가율 (%)	-35.1	-16.3	15.1	16.1	11.7
EPS <sup>1</sup> 증가율 (%)	-35.1	-16.3	15.1	16.1	11.7
수익성					
ROE <sup>1</sup> (%)	7.7	6.2	6.8	7.4	7.7
ROA (%)	6.6	5.3	5.8	6.2	6.5
ROIC (%)	24.4	23.7	29.0	33.8	37.1
안정성					
유동비율 (%)	444.5	401.5	383.7	386.6	392.2
부채비율 (%)	15.9	16.7	17.9	18.4	18.8
차입금/EBITDA(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
활동성					
매출채환전율(배)	4.6	4.9	5.6	5.7	5.6
재고자산회전율(배)	8.2	8.7	9.0	8.8	8.8
매입채무회전율(배)	9.8	10.2	10.4	10.2	10.2
총자산회전율(배)	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7

주: <sup>1</sup>자배주주기준, <sup>2</sup>지배 및 비지배 기준 자료: Company data, IBK투자증권 예상

재무상태표 (억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
비유동자산	7,145	7,407	7,658	7,862	8,089
유형자산	1,693	1,541	1,423	1,317	1,220
무형자산	92	84	75	67	60
투자자산	4,331	4,588	4,833	5,024	5,226
투자부동산	970	1,137	1,260	1,380	1,500
기타 비유동자산	58	57	67	74	82
유동자산	5,466	6,041	6,726	7,522	8,432
재고자산	816	929	1,082	1,201	1,327
유가증권	928	988	1,152	1,278	1,412
매출채권	1,570	1,549	1,672	1,881	2,086
기타유동자산	623	754	879	975	1,078
현금및현금성자산	1,530	1,821	1,941	2,186	2,529
기타 금융업 자산	0	0	0	0	0
자산총계	12,611	13,449	14,384	15,384	16,521
비유동부채	502	415	434	441	465
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
금융리스부채	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	502	415	434	441	465
유동부채	1,230	1,505	1,753	1,946	2,150
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무및기타채무	693	800	932	1,034	1,143
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	537	705	821	912	1,007
기타 금융업 부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,732	1,920	2,186	2,387	2,615
자배주주지분	10,879	11,529	12,198	12,997	13,905
자본금	569	569	569	569	569
자본잉여금	1,753	1,762	1,762	1,762	1,762
자본조정등	-1,120	-1,096	-1,096	-1,096	-1,096
기타포괄이익누계액	155	209	209	209	209
이익잉여금	9,522	10,085	10,754	11,553	12,461
비자배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	10,879	11,529	12,198	12,997	13,905

현금흐름표 (억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동으로인한현금흐름	725	775	393	364	436
당기순이익	831	696	801	930	1,038
현금유출이없는비용 및 수익	-85	-98	-427	-511	-583
유형자산감가상각비	138	137	118	107	96
무형자산상각비	12	11	9	8	7
외환손익	0	0	0	0	0
유형자산처분손익(이익)	-1	-1	0	0	0
이자비용(수익)	-155	-156	-144	-156	-186
기타	-80	-90	-410	-470	-500
영업활동으로인한이자부채변동	-344	-272	-125	-210	-205
매출채권및기타채권의감소	-194	-13	-124	-209	-205
재고자산의감소	-14	-113	-153	-119	-126
매입채무및기타채무의증가	30	107	132	102	109
기타	-166	-253	20	16	17
영업관련이자배당법인세 및 중금현금흐름	322	450	144	156	186
투자활동으로인한현금흐름	200	-385	-665	-541	-567
투자자산의 감소(증가)	-45	0	-369	-311	-322
유형자산의 감소	1	1	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-98	-153	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-38	-7	0	0	0
기타	-898	-985	-9	-7	-8
투자관련이자배당법인세 및 중금현금흐름	1,084	453	-288	-223	-237
재무활동으로인한현금흐름	-729	-100	392	422	473
장기차입금의증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-624	33	522	552	603
재무관련이자배당법인세 및 중금현금흐름	-105	-132	-130	-130	-130
현금의 증가	196	291	120	245	343
기초현금	1,334	1,530	1,821	1,941	2,186
기말현금	1,530	1,821	1,941	2,186	2,529

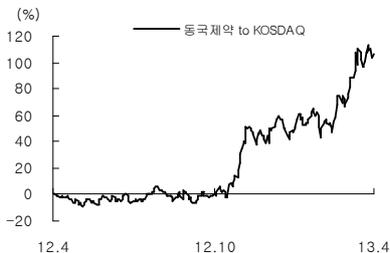
## 매수(유지)

# 동국제약 (086450)

**목표주가** 39,000원  
현재가 (4/9) 32,450원

KOSDAQ (4/9)	528.15pt
시가총액	2,885억원
발행주식수	8,892천주
액면가	2,500원
52주 최고가	34,450원
최저가	13,350원
60일 일평균거래대금	11억원
외국인 지분율	9.1%
배당수익률 (12.12월)	1.7%
주주구성	
권기범 외 9 인	47.48%
트러스트자산운용 외 1 인	9.42%
주가상승률	1M 6M 12M
상대기준	20% 103% 112%
절대기준	19% 99% 95%

상대주가(%)



## 13.1Q Preview : 분기 실적 갱신은 이어질 전망

### 안정적인 사업구성과 신규 사업 추가로 호실적 이어갈 듯...

동국제약의 2013년 1분기 실적은 K-IFRS 별도기준 **매출액 493억원 (+31.3% YoY), 조정영업이익 78억(+29.9% YoY, OPM 15.9%), 당기순이익 65억원(+23.7% YoY, NPM 13.1%)을 달성할 것으로 전망**. 외형과 수익 모두 분기 사상 최대 실적을 이어갈 것으로 전망한다.

**외형측면**에서는 기존 삼각편대인 OTC(잇몸 및 상처치료제 등), ETC(항암제, 조영제, 관절염치료제 등), 수출(API, 항생제 등)부문에서의 고른 성장이 예상되며, 지난해 하반기부터 신규 사업부문으로 신설한 Healthcare(건강기능성 식품 등)사업부의 실적이 더해져 전년대비 약 30% 이상 증가된 실적이 기대된다. **수익측면**에서도 외형성장에 따른 규모의 경제 효과로 양호한 수준으로 예상된다. 다만 동사의 판매관리비 중 가장 높은 비중을 차지하는 광고선전비의 집행 규모와 시기에 따라 분기별 영향을 받을 것으로 보인다.

### 투자의견 매수, 목표주가 39,000원 유지

동사에 대한 투자의견 매수와 기존 목표주가 39,000원을 유지한다. 목표주가는 4/9 종가대비 20.2% 상승여력이 있다.

동사는 **①정부의 각종 규제에도 불구하고 높은 성장성과 수익성을 시현하고 있다는 점, ②건강기능성식품 등 헬스케어(Healthcare) 사업이 올해부터 본격적으로 실적 가시화가 된다는 점, ③타 중견제약사 대비 매력적인 Valuation, ④향후 지속적으로 이어질 각종 규제에 대해 비교적 자유롭다는 점, ⑤높은 배당성향(시가배당을 약 2%)과 원료의약품(API)에 대한 해외 수출 확대 등에 주목할 필요가 있다.**

(단위:억원배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	1,603	1,803	2,164	2,640	3,274
영업이익	238	271	335	427	538
세전이익	266	292	345	439	553
당기순이익	202	223	262	334	420
EPS(원)	2,274	2,509	2,947	3,755	4,724
증가율(%)	20.0	10.4	17.4	27.4	25.8
영업이익률(%)	14.9	15.0	15.5	16.2	16.4
순이익률(%)	12.6	12.4	12.1	12.6	12.8
ROE(%)	16.6	16.0	16.5	18.0	19.1
PER	6.2	9.2	11.0	8.6	6.9
PBR	1.0	1.4	1.7	1.5	1.2
EV/EBITDA	4.2	6.1	7.3	5.9	4.7

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 13. 동사의 2013년 분기별 실적추정 변경

(단위: 십억원 %)

	변경 전 (2013. 03. 14)					변경 후 (2013. 04. 10)				
	1Q(F)	2Q(F)	3Q(F)	4Q(F)	연간	1Q(F)	2Q(F)	3Q(F)	4Q(F)	연간
매출액	470	525	592	577	2,164	493	541	553	576	2,164
YoY	25.1	21.5	16.9	18.0	20.0	31.3	25.3	9.2	17.9	20.0
영업이익	79	50	102	107	338	78	47	91	103	319
순이익	62	40	79	76	257	65	40	74	83	262
영업이익률	16.8	9.5	17.2	18.6	15.6	15.9	8.6	16.4	17.9	14.7
순이익률	13.1	7.5	13.4	13.2	11.9	13.1	7.4	13.4	14.5	12.1

주: K-IFRS 별도기준 재무제표, 영업이익은 조정영업이익임  
 자료: IBK투자증권

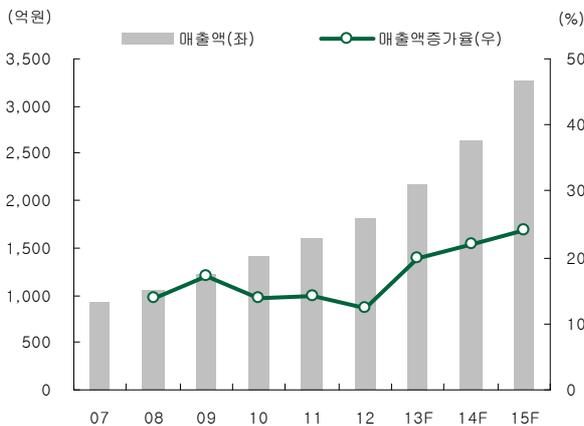
표 14. 동사의 2012년 실적 및 2013년 실적 추정

(단위: 십억원 %)

	2012					2013F				
	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	1Q	2Q(F)	3Q(F)	4Q(F)	연간
매출액	409	456	537	505	1,907	493	541	553	576	2,164
YoY	4.1	6.8	17.1	20.6	12.4	31.3	25.3	9.2	17.9	20.0
영업이익	60	39	87	84	271	78	47	91	103	319
순이익	52	31	73	67	223	65	40	74	83	262
영업이익률	16.4	9.1	17.1	17.3	15.0	15.9	8.6	16.4	17.9	14.7
순이익률	13.9	7.2	14.4	13.7	14.2	13.1	7.4	13.4	14.5	12.1

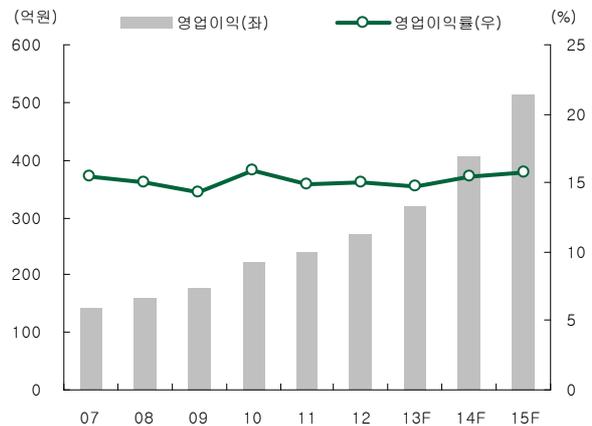
주: K-IFRS 별도기준 재무제표, 영업이익은 조정영업이익임  
 자료: IBK투자증권

그림 14. 동사의 연간 매출액 추이와 전망



자료: 동국제약, IBK투자증권

그림 15. 동사의 연간 영업이익 추이와 영업이익률



자료: 동국제약, IBK투자증권

손익계산서

(억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	1,603	1,803	2,164	2,640	3,274
매출원가	691	740	908	1,095	1,352
매출총이익	913	1,063	1,256	1,545	1,922
매출총이익률 (%)	56.9	59.0	58.0	58.5	58.7
판매비	675	793	937	1,138	1,408
판매비율 (%)	42.1	44.0	43.3	43.1	43.0
조정영업이익	238	271	319	407	514
조정영업이익률 (%)	14.9	15.0	14.7	15.4	15.7
기타영업이익	0	0	16	20	24
이자이익	0	0	0	0	0
외환이익	0	0	0	0	0
기타	0	0	16	20	24
영업이익	238	271	335	427	538
영업이익률 (%)	14.9	15.0	15.5	16.2	16.4
EBITDA	286	325	389	486	597
EBITDA마진율 (%)	17.8	18.0	18.0	18.4	18.2
순금융이익	11	4	10	12	15
이자이익	9	10	10	12	15
기타	2	-5	0	0	0
기타영업외이익	17	17	0	0	0
외환거래이익	0	0	0	0	0
기타	17	17	0	0	0
중속공동자비및관계기업관련이익	0	0	0	0	0
세전이익	266	292	345	439	553
법인세	64	69	83	105	133
계속사업이익	202	223	262	334	420
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	202	223	262	334	420
당기순이익률 (%)	12.6	12.4	12.1	12.6	12.8
자배주주당순이익	202	223	262	334	420
비자배주주당순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-23	15	0	0	0
총포괄이익	179	238	262	334	420
총포괄이익률 (%)	11.2	13.2	12.1	12.6	12.8

투자지표

(12월 결산)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Valuation					
EPS <sup>1</sup> (원)	2,274	2,509	2,947	3,755	4,724
EPS <sup>2</sup> (원)	2,274	2,509	2,947	3,755	4,724
BFS <sup>1</sup> (원)	14,344	16,171	18,665	21,967	26,243
CPS (원)	3,868	4,027	3,261	4,052	4,953
DPS (원)	380	380	380	380	380
PER <sup>1</sup> (배)	6.2	9.2	11.0	8.6	6.9
PBR <sup>1</sup> (배)	1.0	1.4	1.7	1.5	1.2
PCR(배)	3.6	5.7	10.0	8.0	6.6
EV/EBITDA(배)	4.2	6.1	7.3	5.9	4.7
배당수익률 (%)	2.7	1.7	1.2	1.2	1.2
성장성					
매출액증가율 (%)	14.2	12.4	20.0	22.0	24.0
영업이익증가율 (%)	6.9	13.6	23.8	27.6	25.9
EBITDA증가율 (%)	7.5	13.6	19.7	25.0	22.9
순이익증가율 (%)	20.0	10.4	17.4	27.4	25.8
EPS <sup>1</sup> 증가율 (%)	20.0	10.4	17.4	27.4	25.8
수익성					
ROE <sup>1</sup> (%)	16.6	16.0	16.5	18.0	19.1
ROA (%)	12.2	12.0	12.8	14.0	14.9
ROIC (%)	21.1	19.8	20.0	21.8	23.7
안정성					
유동비율 (%)	319.9	383.4	413.1	436.7	462.6
부채비율 (%)	38.2	30.1	28.3	28.2	28.1
차입금/EBITDA(배)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(배)	119.2	286.3	1,050.7	1,687.6	1,725.4
활동성					
매출채환전율(배)	2.6	2.5	2.6	2.7	2.7
재고자산회전율(배)	7.6	7.5	7.4	7.6	7.8
매입채무회전율(배)	16.2	16.6	19.1	21.0	22.4
총자산회전율(배)	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2

주: <sup>1</sup>차배주주기준, <sup>2</sup>차배 및 비차배 기준 자료: Company data, IBK투자증권 예상

재무상태표

(억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
비유동자산	558	572	643	700	740
유형자산	442	440	487	510	513
무형자산	35	40	46	53	59
투자자산	36	50	59	75	93
투자부동산	11	10	12	14	16
기타 비유동자산	34	32	38	48	59
유동자산	1,253	1,350	1,546	1,872	2,325
재고자산	210	270	318	378	458
유가증권	18	5	6	8	10
매출채권	698	763	899	1,077	1,310
기타유동자산	237	230	272	343	425
현금및현금성자산	90	81	51	66	122
기타 금융업 자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,812	1,921	2,189	2,572	3,065
비유동부채	109	92	109	137	170
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
금융리스부채	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	109	92	109	137	170
유동부채	392	352	374	429	503
단기차입금	54	19	22	28	35
매입채무및기타채무	106	111	116	135	157
유동성장기부채	5	0	0	0	0
기타유동부채	227	223	236	266	311
기타 금융업 부채	0	0	0	0	0
부채총계	501	444	483	566	672
자배주주지분	1,310	1,477	1,706	2,006	2,393
자본금	222	222	222	222	222
자본잉여금	162	124	124	124	124
자본조정등	-17	-5	-5	-5	-5
기타포괄이익누계액	7	7	7	7	7
이익잉여금	936	1,129	1,357	1,657	2,044
비자배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,310	1,477	1,706	2,006	2,393

현금흐름표

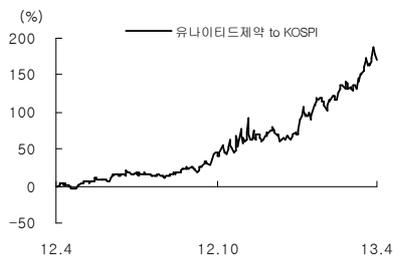
(억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동으로인한현금흐름	171	142	133	177	190
당기순이익	202	223	262	334	420
현금유출이없는비용 및 수익	142	135	28	26	20
유형자산감가상각비	47	53	53	57	57
무형자산상각비	1	1	1	2	2
외환이익	0	0	0	0	0
유형자산처분순이익(이익)	0	0	0	0	0
이자비용(수익)	-9	-9	-10	-12	-15
기타	103	90	-16	-20	-24
영업활동으로인한자산부채변동	-104	-149	-167	-196	-265
매출채권및기타채권의감소	-136	-64	-137	-177	-233
재고자산의감소	-7	-65	-48	-60	-80
매입채무및기타채무의증가	14	-2	5	19	22
기타	24	-19	13	22	26
영업관련이자배당법인세 및 중년현금흐름	-69	-67	10	12	15
투자활동으로인한현금흐름	-156	-83	-166	-186	-181
투자자산의 감소(증가)	7	-2	-11	-18	-20
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-111	-52	-100	-80	-60
무형자산의 감소(증가)	1	-6	-8	-8	-8
기타	-262	-152	-6	-10	-11
투자관련이자배당법인세 및 중년현금흐름	-13	26	-241	-231	-202
재무활동으로인한현금흐름	-5	-65	2	25	48
장기차입금의증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	14	9	32	53	74
재무관련이자배당법인세 및 중년현금흐름	-19	-74	-30	-28	-27
현금의 증가	10	-8	-30	16	56
기초현금	80	90	81	51	66
기말현금	90	81	51	66	122

## 매수(유지)

목표주가 **17,000원**  
현재가 (4/9) 14,150원

KOSPI (4/9)	1,920.74pt
시가총액	2,191억원
발행주식수	15,485천주
액면가	500원
52주 최고가	15,050원
최저가	5,060원
60일 일평균거래대금	36억원
외국인 지분율	8.3%
배당수익률 (12.12월)	1.4%
주주구성	
강덕영 외 10 인	40.46%
주가상승률	1M 6M 12M
상대기준	17% 99% 177%
절대기준	23% 106% 192%

상대주가(%)



# 유나이티드제약 (033270)

## 13.1Q Preview : 약가인하 효과 감안, 양호한 실적 예상

### 약가인하 첫 반영된 1분기 선방, 2분기 이후 개량신약 매출 기대

유나이티드제약의 2013년 1분기 실적은 K-IFRS 별도기준 **매출액 345억원 (-1.5% YoY), 조정영업이익의 51억(-15.5% YoY, OPM 14.8%), 당기순이익의 43억원(-29.1% YoY, NPM 12.4%)을 달성할 것으로 전망**. 전년대비 단순 비교로는 역성장이나, 약가인하로 인한 동사 인하율이 약 17%임을 감안하면, 외형과 수익 모두 양호한 실적을 달성할 것으로 전망한다.

**외형측면**에서는 지난해부터 높은 약가와 고마진 품목(순환기, 개량신약 등)으로의 성공적인 전환으로 꾸준한 실적 시현이 기대된다. 특히 동사의 1호 개량신약인 클란자CR(소염진통제)의 꾸준한 성장과 수출부문에서의 판매 호조가 외형을 이끌 것으로 예상된다. **수익측면**에서도 고마진 품목과 개량신약 비중 확대에 따른 시너지로 영업이익률 15% 수준을 견지할 것으로 보인다.

### 투자의견 매수, 목표주가 17,000원 유지

동사에 대한 투자의견 매수와 기존 목표주가 17,000원을 유지한다. 목표주가는 4/9 종가대비 20.1% 상승여력이 있다.

동사는 ①정부의 각종 규제에도 불구하고 원가 및 R&D 경쟁력을 바탕으로 고마진 품목 비중 확대를 통해 성장성과 수익성을 시현하고 있다는 점, ②우수한 R&D Pipeline(개량신약 3개, 2015년까지 7품목 추가)의 확보, ③타 중견제약사 대비 매력적인 Valuation, ④향후 정부의 개량신약에 대한 지원 강화 및 확대 정책에서의 수혜 가능성, ⑤해외법인(베트남)과 수출 인프라 44개국을 확보한 사실상 유일한 중소제약사란 점에서 기업가치에 대한 재평가에 주목할 필요가 있다.

(단위:억원배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	1,454	1,348	1,505	1,655	1,820
영업이익	285	202	232	261	294
세전이익	231	209	243	275	310
당기순이익	207	168	194	220	248
EPS(원)	1,364	1,085	1,254	1,419	1,603
증가율(%)	21.7	-20.5	15.6	13.2	12.9
영업이익률(%)	19.6	15.0	15.4	15.8	16.2
순이익률(%)	14.2	12.5	12.9	13.3	13.6
ROE(%)	20.1	13.6	13.6	13.6	13.6
PER	4.1	8.2	11.3	10.0	8.8
PBR	0.8	1.0	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	3.0	5.8	8.1	7.1	6.2

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 15. 동사의 2013년 분기별 실적추정 변경

(단위: 십억원 %)

	변경 전 (2013. 03. 26)					변경 후 (2013. 04. 10)				
	1Q(F)	2Q(F)	3Q(F)	4Q(F)	연간	1Q(F)	2Q(F)	3Q(F)	4Q(F)	연간
매출액	345	382	373	405	1,505	345	382	373	405	1,505
YoY	-1.5	8.5	13.0	28.3	11.6	-1.5	8.5	13.0	28.3	11.6
영업이익	51	60	57	59	227	51	60	57	59	227
순이익	43	50	48	53	194	43	50	48	53	194
영업이익률	14.8	15.7	15.3	14.5	15.1	14.8	15.7	15.3	14.5	15.1
순이익률	12.4	13.1	12.9	13.2	12.9	12.4	13.1	12.9	13.2	12.9

주: K-IFRS 별도기준 재무제표, 영업이익은 조정영업이익임

자료: IBK투자증권

표 16. 동사의 2012년 실적 및 2013년 실적 추정

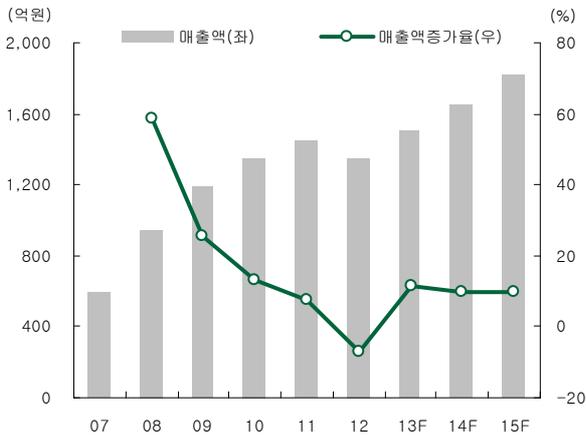
(단위: 십억원 %)

	2012					2013F				
	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	1Q(F)	2Q(F)	3Q(F)	4Q(F)	연간
매출액	350	532	330	316	1,348	345	382	373	405	1,505
YoY	0.3	-4.9	-7.8	-16.3	-7.3	-1.5	8.5	13.0	28.3	11.6
영업이익	60	56	43	43	202	51	60	57	59	227
순이익	60	37	35	35	168	43	50	48	53	194
영업이익률	17.2	15.9	13.0	13.6	15.0	14.8	15.7	15.3	14.5	15.1
순이익률	17.2	10.6	10.7	11.1	12.5	12.4	13.1	12.9	13.2	12.9

주: K-IFRS 별도기준 재무제표, 영업이익은 조정영업이익임

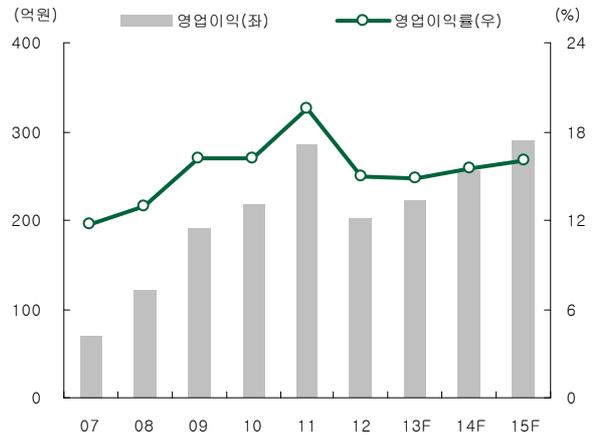
자료: IBK투자증권

그림 16. 동사의 연간 매출액 추이와 전망



자료: 유나이티드제약, IBK투자증권

그림 17. 동사의 연간 영업이익 추이와 영업이익률



자료: 유나이티드제약, IBK투자증권

손익계산서

(억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	1,454	1,348	1,505	1,655	1,820
매출원가	560	594	660	720	786
매출총이익	894	754	845	936	1,034
매출총이익률 (%)	61.5	55.9	56.1	56.5	56.8
판매비	609	551	618	678	743
판매비율 (%)	41.9	40.9	41.1	41.0	40.8
조정영업이익	285	202	227	257	291
조정영업이익률 (%)	19.6	15.0	15.1	15.6	16.0
기타영업손익	0	0	5	4	3
이자손익	0	0	0	0	0
외환손익	0	0	0	0	0
기타	0	0	5	4	3
영업이익	285	202	232	261	294
영업이익률 (%)	19.6	15.0	15.4	15.8	16.2
EBITDA	328	247	276	308	344
EBITDA마진율 (%)	22.5	18.3	18.3	18.6	18.9
순금융손익	-9	-3	11	13	16
이자손익	-9	0	11	13	16
기타	0	-3	0	0	0
기타영업외손익	-45	10	0	0	0
외환거래손익	0	0	0	0	0
기타	-45	10	0	0	0
중속공동지배및관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전이익	231	209	243	275	310
법인세	24	41	49	55	62
계속사업이익	207	168	194	220	248
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	207	168	194	220	248
당기순이익률 (%)	14.2	12.5	12.9	13.3	13.6
자배주주당순이익	207	168	194	220	248
비자배주주당순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
총포괄이익	207	168	194	220	248
총포괄이익률 (%)	14.2	12.4	12.9	13.3	13.6

투자지표

(12월 결산)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Valuation					
EPS <sup>1</sup> (원)	1,364	1,085	1,254	1,419	1,603
EPS <sup>2</sup> (원)	1,364	1,085	1,254	1,419	1,603
BPS <sup>1</sup> (원)	7,196	8,507	9,604	10,871	12,323
CPS (원)	2,181	1,708	1,436	1,607	1,802
DPS (원)	110	120	120	120	120
PER <sup>1</sup> (배)	4.1	8.2	11.3	10.0	8.8
PBR <sup>1</sup> (배)	0.8	1.0	1.5	1.3	1.1
PCR(배)	2.6	5.2	9.9	8.8	7.9
EV/EBITDA(배)	3.0	5.8	8.1	7.1	6.2
배당수익률 (%)	1.9	1.4	0.8	0.8	0.8
성장성					
매출액증가율 (%)	7.8	-7.3	11.6	10.0	10.0
영업이익증가율 (%)	31.2	-29.1	14.5	12.7	12.6
EBITDA증가율 (%)	25.8	-24.7	11.7	11.5	11.8
순이익증가율 (%)	23.0	-19.0	15.6	13.2	12.9
EPS <sup>1</sup> 증가율 (%)	21.7	-20.5	15.6	13.2	12.9
수익성					
ROE <sup>1</sup> (%)	20.1	13.6	13.6	13.6	13.6
ROA (%)	13.5	9.4	9.7	9.8	10.0
ROIC (%)	21.2	16.4	17.5	18.1	18.7
안정성					
유동비율 (%)	229.2	268.8	262.8	282.7	298.6
부채비율 (%)	50.2	40.2	40.7	36.9	33.9
차입금/EBITDA(배)	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8
이자보상배율(배)	19.8	22.2	132.9	139.4	152.2
활동성					
매출채환전율(배)	3.7	3.5	3.8	3.6	3.6
재고자산회전율(배)	7.4	5.2	4.7	4.5	4.3
매입채무회전율(배)	32.5	26.3	25.0	23.6	23.9
총자산회전율(배)	1.0	0.8	0.8	0.7	0.7

주: <sup>1</sup>차배주기준, <sup>2</sup>차배 및 비차배 기준 자료: Company data, IBK투자증권 예상

재무상태표

(억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
비유동자산	818	949	1,010	1,065	1,131
유형자산	534	595	613	645	682
무형자산	17	23	29	34	39
투자자산	100	154	178	187	199
투자부동산	144	154	160	168	176
기타 비유동자산	23	23	30	32	35
유동자산	881	929	1,123	1,285	1,475
재고자산	225	298	344	392	455
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	412	350	449	483	531
기타유동자산	65	113	126	136	149
현금및현금성자산	179	168	203	275	340
기타 금융업 자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,699	1,879	2,133	2,350	2,606
비유동부채	184	193	190	179	165
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	91	107	107	107	107
금융리스부채	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	92	86	83	72	58
유동부채	384	346	427	454	494
단기차입금	157	67	86	93	102
매입채무및기타채무	50	53	68	73	80
유동성장기부채	25	58	58	58	58
기타유동부채	153	168	215	231	254
기타 금융업 부채	0	0	0	0	0
부채총계	568	538	617	633	659
자배주주지분	1,131	1,340	1,516	1,717	1,947
자본금	77	77	77	77	77
자본잉여금	157	166	166	166	166
자본조정등	-42	7	7	7	7
기타포괄이익누계액	1	0	0	0	0
이익잉여금	938	1,089	1,265	1,466	1,696
비자배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,131	1,340	1,516	1,717	1,947

현금흐름표

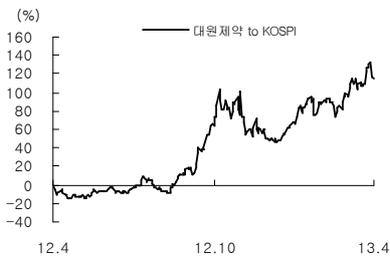
(억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동으로인한현금흐름	281	226	101	181	183
당기순이익	207	168	194	220	248
현금유출이없는비용 및 수익	124	97	28	29	31
유형자산감가상각비	40	43	42	44	47
무형자산상각비	2	2	2	3	3
외환손익	0	0	0	0	0
유형자산처분손익(이익)	1	6	0	0	0
이자비용(수익)	9	0	-11	-13	-16
기타	72	46	-5	-4	-3
영업활동으로인한자산부채변동	-25	-6	-132	-81	-112
매출채권및기타채권의감소	25	62	-99	-33	-64
재고자산의감소	-61	-76	-46	-47	-48
매입채무및기타채무의증가	4	3	15	5	7
기타	7	5	-2	-6	-8
영업관련이자배당법인세 및 중금현금흐름	-25	-32	11	13	16
투자활동으로인한현금흐름	-180	-240	-115	-110	-127
투자자산의 감소(증가)	-27	-34	-30	-16	-20
유형자산의 감소	21	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-145	-110	-60	-75	-84
무형자산의 감소(증가)	-2	-7	-8	-8	-8
기타	-287	-220	-7	-2	-3
투자관련이자배당법인세 및 중금현금흐름	-30	-89	-130	-158	-180
재무활동으로인한현금흐름	4	3	49	1	-83
장기차입금의증가(감소)	50	73	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
기타	-1	60	49	13	-73
재무관련이자배당법인세 및 중금현금흐름	-45	-130	0	-12	-9
현금의 증가	105	-11	35	72	-27
기초현금	74	179	168	203	275
기말현금	179	168	203	275	248

## 매수(유지)

목표주가 **15,500원**  
현재가 (4/9) 12,350원

KOSPI (4/9)	1,920.74pt
시가총액	1,925억원
발행주식수	15,589천주
액면가	500원
52주 최고가	13,450원
최저가	4,102원
60일 일평균거래대금	22억원
외국인 지분율	13.4%
배당수익률 (12.12월)	0.6%
주주구성	
백승호 외 12 인	42.20%
FID Low Priced Stock Fund	10.00%
주가상승률	1M 6M 12M
상대기준	5% 41% 131%
절대기준	10% 45% 140%

상대주가(%)



## 대원제약 (003220)

### 13.1Q Preview : 약가인하 이전의 모습 기대

#### 보다 다양해진 사업부문으로 실적 가시화 보일 듯...

대원제약의 2013년 1분기 실적은 K-IFRS 별도기준 **매출액 350억원 (+17.5% YoY), 조정영업이익 33억(+62.0% YoY, OPM 9.5%), 당기순이익 28억원(+88.1% YoY, NPM 7.9%)을 달성할 것으로 전망**. 외형과 수익 모두 전년대비 양호한 실적 시현이 예상된다.

**외형측면**에서는 지난해 실시된 일괄약가인하를 지난해 출시된 신제품(디오르탄, 코디오르탄 外 7품목)의 판매호조와 수출 및 수탁부문의 견조한 성장으로 전년대비 큰 폭의 매출성장을 시현할 것으로 전망한다. **수익측면**에서도 고마진 제품군인 만성질환 등 고령화 품목(순환기, 내분비, 소염진통 등)의 비중확대와 외형성장에 따른 규모의 경제효과, 판매관리비의 효율적 집행 등으로 양호한 실적이 예상된다.

#### 투자의견 매수 유지, 목표주가는 15,500원으로 상향

동사에 대한 투자의견 매수를 유지하고 목표주가는 기존 13,000원에서 15,500원으로 상향한다. 목표 PER은 15배를 적용했으며, 목표주가는 4/9 종가대비 25.5% 상승여력이 있다.

대원제약에 대한 목표 PER로 15배를 산정한 이유는 ①**타 중소제약사 대비 의약품사업 외 최근 업계에서 주목 받고 있는 의로기기사업으로의 성공적인 진출과 성과와** ②**중소제약사로는 드물게 수출 비중이 전체매출액의 15%가 넘는다는 점,** ③**우수한 R&D Pipeline(국내 12호 신약 보유)을 바탕으로 개량신약과 천연물신약에 대한 성과가 기대된다는 점**을 반영하였기 때문이다.

(단위:억원배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	1,379	1,340	1,590	1,829	2,085
영업이익	138	133	171	207	246
세전이익	130	123	177	214	256
당기순이익	97	96	135	163	194
EPS(원)	623	613	950	1,148	1,371
증가율(%)	-20.4	-1.6	55.0	20.8	19.4
영업이익률(%)	10.0	9.9	10.8	11.3	11.8
순이익률(%)	7.0	7.1	8.5	8.9	9.3
ROE(%)	9.7	8.8	11.3	12.2	12.9
PER	8.0	14.8	13.0	10.8	9.0
PBR	0.8	1.3	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	3.1	6.4	8.1	6.5	5.1

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 17. 동사의 2013년 분기별 실적추정 변경

(단위: 십억원 %)

	변경 전 (2013. 01. 15)					변경 후 (2013. 04. 10)				
	1Q(F)	2Q(F)	3Q(F)	4Q(F)	연간	1Q(F)	2Q(F)	3Q(F)	4Q(F)	연간
매출액	360	420	400	430	1,610	350	415	400	425	1,590
YoY	20.9	20.3	24.4	15.6	20.1	17.5	19.0	24.4	14.3	18.7
영업이익	31	46	46	47	170	33	37	46	49	165
순이익	25	37	37	40	139	28	31	37	39	135
영업이익률	8.5	11.0	11.5	11.0	10.6	9.5	9.0	11.5	11.5	10.4
순이익률	6.9	8.8	9.2	9.4	8.6	7.9	7.5	9.2	9.2	8.5

주: K-IFRS 별도기준 재무제표, 영업이익은 조정영업이익임

자료: IBK투자증권

표 18. 동사의 2012년 실적 및 2013년 실적 추정

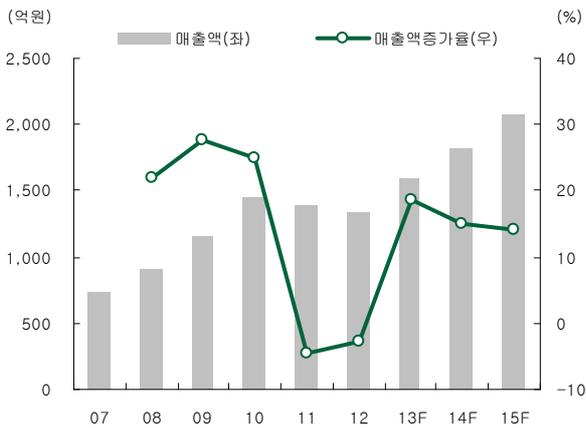
(단위: 십억원 %)

	2012					2013F				
	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	1Q(F)	2Q(F)	3Q(F)	4Q(F)	연간
매출액	298	349	322	372	1,340	350	415	400	425	1,590
YoY	-10.1	-2.6	-0.7	1.6	-2.8	17.5	19.0	24.4	14.3	18.7
영업이익	21	33	30	49	133	33	37	46	49	165
순이익	15	23	23	34	96	28	31	37	39	135
영업이익률	6.9	9.5	9.4	13.3	9.9	9.5	9.0	11.5	11.5	10.4
순이익률	5.0	6.7	7.1	9.3	7.1	7.9	7.5	9.2	9.2	8.5

주: K-IFRS 별도기준 재무제표, 영업이익은 조정영업이익임

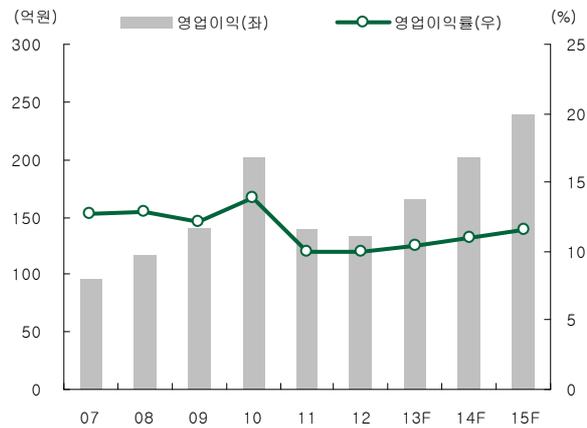
자료: IBK투자증권

그림 18. 동사의 연간 매출액 추이와 전망



자료: 대원제약, IBK투자증권

그림 19. 동사의 연간 영업이익 추이와 영업이익률



자료: 대원제약, IBK투자증권

손익계산서					
(억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	1,379	1,340	1,590	1,829	2,085
매출원가	608	640	759	867	984
매출총이익	771	700	831	961	1,101
매출총이익률 (%)	55.9	52.3	52.3	52.6	52.8
판매비	633	567	666	761	861
판매비율 (%)	45.9	42.3	41.9	41.6	41.3
조정영업이익	138	133	165	201	240
조정영업이익률 (%)	10.0	9.9	10.4	11.0	11.5
기타영업손익	0	0	6	6	6
이자손익	0	0	0	0	0
외환손익	0	0	0	0	0
기타	0	0	6	6	6
영업이익	138	133	171	207	246
영업이익률 (%)	10.0	9.9	10.8	11.3	11.8
EBITDA	172	169	204	239	278
EBITDA마진율 (%)	12.5	12.6	12.8	13.1	13.3
순금융손익	0	-3	6	8	10
이자손익	1	5	6	8	10
기타	-1	-8	0	0	0
기타영업외손익	-8	-7	0	0	0
외환거래손익	1	-1	0	0	0
기타	-9	-6	0	0	0
종속공동지배및관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전이익	130	123	177	214	256
법인세	33	28	43	51	61
계속사업이익	97	96	135	163	194
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	97	96	135	163	194
당기순이익률 (%)	7.0	7.1	8.5	8.9	9.3
자배주주당기순이익	97	96	135	163	194
비자배주주당기순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-4	-3	0	0	0
총포괄이익	93	92	135	163	194
총포괄이익률 (%)	6.8	6.9	8.5	8.9	9.3

투자지표					
(12월 결산)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Valuation					
EPS <sup>1</sup> (원)	623	613	950	1,148	1,371
EPS <sup>2</sup> (원)	623	613	950	1,148	1,371
BPS <sup>1</sup> (원)	6,085	6,755	8,268	9,250	10,455
CPS (원)	1,361	1,373	1,092	1,278	1,485
DPS (원)	50	50	50	50	50
PER <sup>1</sup> (배)	8.0	14.8	13.0	10.8	9.0
PBR <sup>1</sup> (배)	0.8	1.3	1.5	1.3	1.2
PCR(배)	3.7	6.6	11.3	9.7	8.3
EV/EBITDA(배)	3.1	6.4	8.1	6.5	5.1
배당수익률 (%)	1.1	0.6	0.4	0.4	0.4
성장성					
매출액증가율 (%)	-4.7	-2.8	18.7	15.0	14.0
영업이익증가율 (%)	-31.1	-3.5	28.7	20.4	19.0
EBITDA증가율 (%)	-29.1	-1.8	20.2	17.3	16.5
순이익증가율 (%)	-18.1	-1.6	41.1	20.8	19.4
EPS <sup>1</sup> 증가율 (%)	-20.4	-1.6	55.0	20.8	19.4
수익성					
ROE <sup>1</sup> (%)	9.7	8.8	11.3	12.2	12.9
ROA (%)	7.2	6.7	8.7	9.3	9.9
ROIC (%)	10.6	10.0	13.9	15.7	17.5
안정성					
유동비율 (%)	269.6	321.7	342.5	359.9	382.3
부채비율 (%)	34.3	29.7	29.9	30.5	30.4
차입금/EBITDA(배)	0.3	0.2	0.2	0.2	0.2
이자보상배율(배)	48.9	59.2	209.2	263.5	275.4
활동성					
매출채권회전율(배)	4.2	4.4	5.1	5.2	5.3
재고자산회전율(배)	9.9	8.3	8.4	8.6	8.7
매입채무회전율(배)	43.8	26.3	25.8	25.9	25.7
총자산회전율(배)	1.0	0.9	1.0	1.0	1.1

주: <sup>1</sup>지배주주기준, <sup>2</sup>지배 및 비지배 기준 자료: Company data, IBK투자증권 예상

재무상태표					
(억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
비유동자산	725	720	754	789	825
유형자산	567	568	581	593	605
무형자산	91	73	88	104	120
투자자산	58	58	61	64	68
투자부동산	0	0	0	0	0
기타 비유동자산	8	21	24	28	31
유동자산	672	741	884	1,058	1,267
재고자산	147	177	200	227	254
유가증권	0	0	0	0	0
매출채권	316	292	327	371	417
기타유동자산	39	34	39	45	52
현금및현금성자산	169	238	318	414	544
기타 금융업 자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,397	1,461	1,639	1,847	2,091
비유동부채	107	104	119	137	157
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
금융리스부채	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	107	104	119	137	157
유동부채	249	230	258	294	331
단기차입금	60	30	34	39	45
매입채무및기타채무	45	58	66	76	86
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	145	143	158	179	200
기타 금융업 부채	0	0	0	0	0
부채총계	357	335	378	431	488
자배주주지분	1,040	1,126	1,261	1,416	1,603
자본금	65	71	78	78	78
자본잉여금	124	124	124	124	124
자본조정등	-6	-6	-6	-6	-6
기타포괄이익누계액	-4	1	1	1	1
이익잉여금	861	936	1,064	1,219	1,407
비자배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,040	1,126	1,261	1,416	1,603

현금흐름표					
(억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동으로인한현금흐름	180	142	121	140	172
당기순이익	97	96	135	163	194
현금유출이없는비용 및 수익	115	118	20	18	16
유형자산감가상각비	27	28	27	28	29
무형자산상각비	7	8	5	4	4
외환손익	0	0	0	0	0
유형자산처분손익(이익)	1	0	0	0	0
이자비용(수익)	-1	-5	-6	-8	-10
기타	80	87	-6	-6	-6
영업활동으로인한자산부채변동	61	-52	-40	-49	-49
매출채권및기타채권의감소	17	19	-36	-44	-46
재고자산의감소	-24	-38	-23	-28	-27
매입채무및기타채무의증가	26	13	8	10	11
기타	41	-46	10	12	13
영업관련이자배당법인세 및 중단현금흐름	-92	-20	6	8	10
투자활동으로인한현금흐름	-145	-35	-70	-72	-73
투자자산의 감소(증가)	-36	-6	-3	-4	-4
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-99	-30	-40	-40	-40
무형자산의 감소(증가)	-11	3	-20	-20	-20
기타	-200	-70	-3	-4	-4
투자관련이자배당법인세 및 중단현금흐름	3	9	-84	-85	-85
재무활동으로인한현금흐름	-17	-39	29	28	30
장기차입금의증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	7	0	0
기타	10	0	26	30	32
재무관련이자배당법인세 및 중단현금흐름	-27	-39	-3	-2	-1
현금의 증가	18	68	80	96	130
기초현금	152	169	238	318	414
기말현금	169	238	318	414	544

## 매수(유지)

**목표주가** 20,000원  
현재가 (4/9) 17,650원

KOSDAQ (4/9)	528.15pt
시가총액	1,822억원
발행주식수	10,324천주
액면가	500원
52주 최고가	18,650원
최저가	9,770원
60일 일평균거래대금	25억원
외국인 지분율	2.1%
배당수익률 (12.12월)	1.1%
주주구성	
운성태 외 20 인	40.45%
이동권	5.68%
주가상승률	1M 6M 12M
상대기준	21% 20% 69%
절대기준	25% 23% 56%

상대주가(%)



## 휴온스 (084110)

### 13.1Q Preview : 양호한 실적 예상 속 하반기 기대

#### 기존 사업부문에서의 고른 성장, 하반기 다양한 모멘텀 기대

휴온스의 2013년 1분기 실적은 K-IFRS 별도기준 **매출액 295억원(+4.4% YoY), 조정영업이익 32억(+5.0% YoY, OPM 11.0%), 당기순이익 24억원(+70.2% YoY, NPM 8.1%)을 달성할 것으로 전망**. 외형과 수익 모두 전년대비 양호한 실적 시현이 예상된다.

**외형측면**에서는 지난해 급여 및 비급여 전문의약품(ETC)의 견조한 성장과 타제약사로부터의 수탁사업 및 의료기기사업 등 전 사업부문의 고른 성장이 외형 성장을 주도할 것으로 예상된다. **수익측면**에서도 충북 제천에 위치한 cGMP급 생산시설에 대한 감가상각비 집행이 사실상 마무리 되었고, 약가 인하 및 환율에 대한 민감도가 낮으며, 판매관리비의 효율적 집행 등으로 양호한 실적이 예상된다.

#### 투자의견 매수, 목표주가 20,000원 유지

동사에 대한 투자의견 매수와 기존 목표주가 20,000원을 유지한다. 목표 PER은 15배를 적용했으며, 목표주가는 4/9 종가대비 13.3% 상승여력이 있다.

휴온스에 대한 목표 PER로 15배를 유지한 이유는 ①**타 중소제약사 대비 의약품사업 외 히알우론산을 활용한 사업(필러, 인공눈물, 화장품 등)의 향후 성장성이 기대된다는 점과** ②**중소제약사로는 드물게 대규모 cGMP급 생산시설과** ③**다양한 R&D Pipeline 확보(천연물신약 등)하고 있다는 점, 마지막으로** ④**의료기기분야 진출 이후 가시적인 성과가 연내 도출될 수 있다는 점**을 반영하였기 때문이다.

(단위:억원배)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	1,066	1,221	1,330	1,455	1,600
영업이익	67	128	158	184	214
세전이익	37	91	148	179	212
당기순이익	30	63	113	136	161
EPS(원)	331	698	1,186	1,430	1,694
증가율(%)	흑전	111.0	70.0	20.5	18.5
영업이익률(%)	6.3	10.5	11.9	12.7	13.4
순이익률(%)	2.8	5.2	8.5	9.3	10.0
ROE(%)	3.7	7.2	11.5	12.4	13.1
PER	24.2	19.1	14.9	12.3	10.4
PBR	0.9	1.4	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	8.0	8.1	9.7	8.3	7.0

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 19. 동사의 2013년 분기별 실적추정 변경

(단위: 십억원, %)

	변경 전 (2012.02.14)					변경 후 (2013.04.10)				
	1Q(F)	2Q(F)	3Q(F)	4Q(F)	연간	1Q(F)	2Q(F)	3Q(F)	4Q(F)	연간
매출액	328	356	387	420	1,491	295	330	345	360	1,330
YoY	16.0	18.4	13.2	12.0	14.7	4.4	9.8	8.7	12.6	9.0
영업이익	42	49	53	54	198	32	41	40	37	150
순이익	32	39	44	49	164	24	30	30	28	113
영업이익률	12.9	13.7	13.6	12.9	13.3	11.0	12.3	11.7	10.2	11.3
순이익률	9.9	11.0	11.3	11.8	11.0	8.1	9.2	8.8	7.7	8.5

주: K-IFRS 별도기준 재무제표, 영업이익은 조정영업이익임  
 자료: IBK투자증권

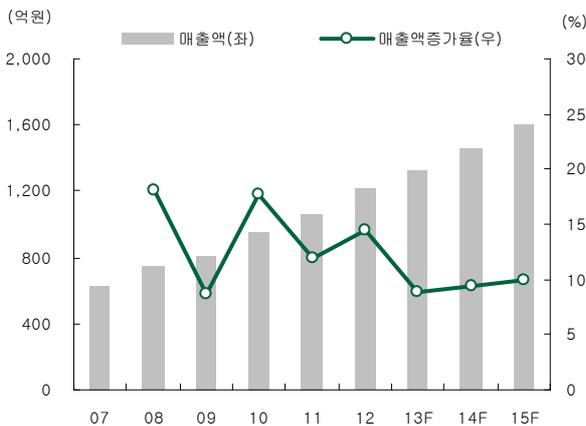
표 20. 동사의 2012년 실적 및 2013년 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	2012					2013F				
	1Q	2Q	3Q	4Q	연간	1Q(F)	2Q(F)	3Q(F)	4Q(F)	연간
매출액	283	301	318	320	1,221	295	330	345	360	1,330
YoY	29.1	12.6	12.4	7.4	14.5	4.4	9.8	8.7	12.6	9.0
영업이익	31	35	33	29	128	32	41	40	37	150
순이익	14	25	11	13	63	24	30	30	28	113
영업이익률	10.9	11.8	10.5	9.0	10.5	11.0	12.3	11.7	10.2	11.3
순이익률	5.0	8.2	3.6	4.2	5.2	8.1	9.2	8.8	7.7	8.5

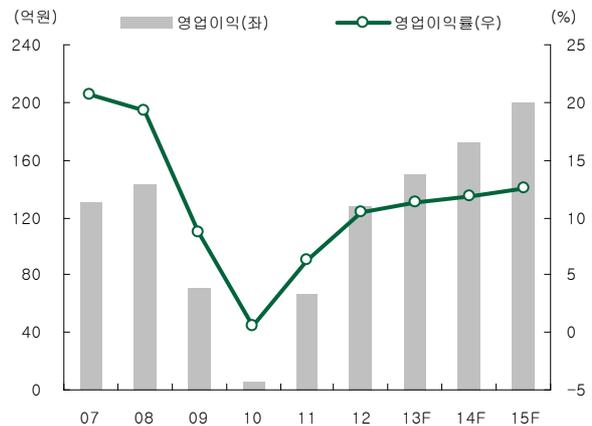
주: K-IFRS 별도기준 재무제표, 영업이익은 조정영업이익임  
 자료: IBK투자증권

그림 20. 동사의 연간 매출액 추이와 전망



자료: 휴온스, IBK투자증권

그림 21. 동사의 연간 영업이익 추이와 영업이익률



자료: 휴온스, IBK투자증권

손익계산서

(억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
매출액	1,066	1,221	1,330	1,455	1,600
매출원가	607	662	717	781	848
매출총이익	459	559	613	674	752
매출총이익률 (%)	43.0	45.8	46.1	46.3	47.0
판매비	392	430	463	502	552
판매비율 (%)	36.8	35.2	34.8	34.5	34.5
조정영업이익	67	128	150	172	200
조정영업이익률 (%)	6.3	10.5	11.3	11.8	12.5
기타영업손익	0	0	8	12	14
이자손익	0	0	0	0	0
외환손익	0	0	0	0	0
기타	0	0	8	12	14
영업이익	67	128	158	184	214
영업이익률 (%)	6.3	10.5	11.9	12.7	13.4
EBITDA	151	193	217	246	279
EBITDA마진율 (%)	14.1	15.8	16.3	16.9	17.4
순금융손익	-30	-20	-10	-6	-2
이자손익	-17	-18	-10	-6	-2
기타	-13	-2	0	0	0
기타영업외손익	0	-18	0	0	0
외환거래손익	0	0	0	0	0
기타	0	-18	0	0	0
중속공동지배및관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전이익	37	91	148	179	212
법인세	7	28	36	43	51
계속사업이익	30	63	113	136	161
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	30	63	113	136	161
당기순이익률 (%)	2.8	5.2	8.5	9.3	10.0
자배주주당기순이익	30	63	113	136	161
비자배주주당기순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1	2	0	0	0
총포괄이익	31	65	113	136	161
총포괄이익률 (%)	2.9	5.3	8.5	9.3	10.0

투자지표

(12월 결산)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
Valuation					
EPS <sup>1</sup> (원)	331	698	1,186	1,430	1,694
EPS <sup>2</sup> (원)	331	698	1,186	1,430	1,694
BPS <sup>1</sup> (원)	8,889	9,481	10,501	11,711	13,201
CPS (원)	1,869	2,367	1,825	2,011	2,258
DPS (원)	100	150	150	150	150
PER <sup>1</sup> (배)	24.2	19.1	14.9	12.3	10.4
PBR <sup>1</sup> (배)	0.9	1.4	1.7	1.5	1.3
PCR(배)	4.3	5.6	9.7	8.8	7.8
EV/EBITDA(배)	8.0	8.1	9.7	8.3	7.0
배당수익률 (%)	1.2	1.1	0.9	0.9	0.9
성장성					
매출액증가율 (%)	12.0	14.5	9.0	9.4	10.0
영업이익증가율 (%)	1,033.4	92.0	23.1	16.5	16.1
EBITDA증가율 (%)	10.3	27.9	12.4	13.3	13.6
순이익증가율 (%)	폭전	113.2	77.4	20.5	18.5
EPS <sup>1</sup> 증가율 (%)	폭전	111.0	70.0	20.5	18.5
수익성					
ROE <sup>1</sup> (%)	3.7	7.2	11.5	12.4	13.1
ROA (%)	2.1	4.1	6.8	7.5	8.1
ROIC (%)	3.0	6.5	11.5	13.4	15.2
안정성					
유동비율 (%)	208.3	204.8	210.7	219.6	230.0
부채비율 (%)	84.7	70.0	67.3	63.6	59.7
차입금/EBITDA(배)	3.6	2.4	2.2	2.0	1.9
이자보상배율(배)	3.2	5.0	6.8	7.6	8.4
활동성					
매출채권회전율(배)	2.9	3.0	3.2	3.4	3.5
재고자산회전율(배)	7.0	7.6	8.0	8.5	9.1
매입채무회전율(배)	15.4	13.7	14.0	13.7	13.8
총자산회전율(배)	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8

주: <sup>1</sup>자배주주기준, <sup>2</sup>비배 및 비자배 기준 자료: Company data, IBK투자증권 예상

재무상태표

(억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
비유동자산	739	726	756	791	831
유형자산	495	501	516	537	563
무형자산	37	31	37	43	49
투자자산	177	174	181	187	194
투자부동산	0	0	0	0	0
기타 비유동자산	30	19	22	24	26
유동자산	807	857	973	1,097	1,247
재고자산	158	162	169	174	176
유가증권	129	83	94	103	113
매출채권	405	397	425	442	472
기타유동자산	62	63	76	85	94
현금및현금성자산	52	152	209	293	392
기타 금융업 자산	0	0	0	0	0
자산총계	1,546	1,582	1,729	1,888	2,078
비유동부채	321	233	234	234	235
사채	120	127	127	127	127
장기차입금	195	103	103	103	103
금융리스부채	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	6	4	4	5	5
유동부채	387	418	462	500	542
단기차입금	157	160	180	197	217
매입채무및기타채무	89	90	101	111	122
유동성장기부채	73	73	73	73	73
기타유동부채	69	96	108	119	131
기타 금융업 부채	0	0	0	0	0
부채총계	709	652	696	734	777
자배주주지분	837	931	1,034	1,154	1,302
자본금	45	47	52	52	52
자본잉여금	312	343	343	343	343
자본조정등	-39	-36	-36	-36	-36
기타포괄이익누계액	13	14	14	14	14
이익잉여금	507	561	660	781	928
비자배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	837	931	1,034	1,154	1,302

현금흐름표

(억원)	2011	2012	2013F	2014F	2015F
영업활동으로인한현금흐름	136	166	139	173	191
당기순이익	30	63	113	136	161
현금유출이없는비용 및 수익	138	152	61	55	53
유형자산감가상각비	82	63	57	59	63
무형자산상각비	1	2	2	2	2
외환손익	0	0	0	0	0
유형자산처분손익(이익)	-6	0	0	0	0
이자비용(수익)	17	18	10	6	2
기타	43	70	-8	-12	-14
영업활동으로인한투자자산부채변동	-14	-32	-24	-12	-21
매출채권및기타채권의감소	-15	6	-28	-18	-30
재고자산의감소	-22	-29	-7	-5	-2
매입채무및기타채무의증가	6	1	11	10	11
기타	17	-10	0	0	0
영업관련이자배당법인세 및 중금리현금흐름	-18	-18	-10	-6	-2
투자활동으로인한현금흐름	-172	-11	-112	-113	-124
투자자산의 감소(증가)	-45	3	-7	-6	-7
유형자산의 감소	33	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-41	-69	-72	-80	-88
무형자산의 감소(증가)	-1	4	-8	-8	-8
기타	-73	-139	-7	-4	-4
투자관련이자배당법인세 및 중금리현금흐름	-127	51	-161	-175	-193
재무활동으로인한현금흐름	74	-57	20	24	31
장기차입금의증가(감소)	20	-17	0	0	0
사채의증가(감소)	150	0	0	0	0
자본의 증가	0	31	4	0	0
기타	0	5	10	21	25
재무관련이자배당법인세 및 중금리현금흐름	-96	-75	5	4	6
현금의 증가	38	98	47	84	98
기초현금	27	65	163	209	293
기말현금	65	163	209	293	392

Compliance Notice

등 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.  
 등 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 등 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계약회사 및 그 임직원등)이 없습니다.  
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.  
 등 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

종목명	담당자	담당자 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								

해당사항없음

투자이건 안내

종목 투자이건 (절대수익률 기준)	업종 투자이건 (상대수익률 기준)	투자 기간
적극매수 40%~ 매수 15%~ 중립 -15% ~ 15% 비중축소 ~ -15%	비중확대 +10%~ 중립 -10% ~ +10% 비중축소 ~ -10%	12개월

◆적극매수 ▲매수 ●중립 ■비중축소 Not Rated 또는 담당자 변경

