



Portfolio에 약이되는 Analyst **김미현**입니다.

(02)3770-3547

miriam.kim@tongyang.co.kr

동양증권

제약 3분기 Preview & 원외처방

2nd-tier의 선전 예상

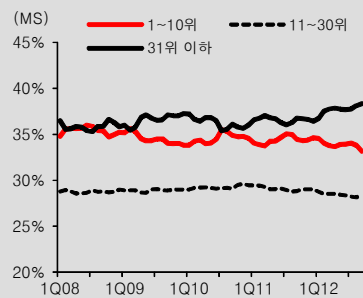


Why This Report

회사도 다소 어수선하고 리퀘와 미팅 등으로 나름 바쁘게 지내다 보니.. 그동안 리서치했던 자료를 모아서 내게 되었습니다. 그러다보니 늦게까지 남아 몸이 다소 괴롭네요. 섹터 투자 의견을 하향하긴 하였으나, 향후 제약/바이오 섹터에 긍정적인 변화는 더욱 많으리라 예상합니다^^

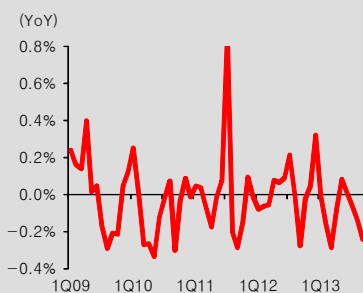
종목	투자의견	목표주가 (원)
유한양행	BUY (M)	240,000 (M)
녹십자	BUY (M)	135,000 (M)
한미약품	BUY (M)	200,000 (M)
종근당	BUY (M)	81,000 (U)
씨젠	BUY (M)	70,000 (M)
메디톡스	BUY (M)	230,000 (U)
코오롱생명과학	BUY (M)	95,000 (M)

제약사 그룹별 원외처방액 성장률(YoY)



자료: UBIST

Top 5 국내 제약사 원외처방액 MS(YoY)



자료: UBIST

Investment Point

I. 3Q13 제약사 Earnings Preview : 2nd-tier의 선전 예상

▶ 3분기 주요 제약 5개사의 총 매출 및 영업이익은 전년대비 각각 6.8%, 15.0% 증가, 전분기 대비 각각 5.9%, 35.6% 증가할 것으로 보인다. 대부분의 주요 제약사가 높은 한 자리수 이상의 매출 성장률을 달성할 것으로 보이는데, Top-tier 제약사보다 2nd-tier 제약사(종근당, 대웅제약)가 성장을 및 절대규모 측면에서 우수한 실적을 달성할 것으로 보인다.

▶ 실적 발표일은 2~3 Page 참조

II. 3Q13 바이오기업 Earnings Preview : 4분기 원료의약품 업체 실적회복 기대

▶ 3분기 주요 바이오 기업 5개사의 총 매출 및 영업이익은 전년대비 각각 7.1%, 25.9% 증가, 전분기 대비 각각 2.2%, 5.8% 증가하여 Consensus 추정치를 소폭 하회할 것으로 예상된다. 원료의약품 업체(코오롱생명과학, 에스텍파마, 화일약품)의 경우, 3분기 제약사의 실적 부진 등으로 부정적인 영향을 받았으나, 4분기 이후에는 다시금 실적이 회복될 것으로 기대된다.

III. 9월 원외처방 : 금액기준 -3.4% YoY, 처방량 기준 +3.9% YoY

▶ 9월 원외처방 조제액은 7,265억원(-3.4% YoY, -0.7% MoM), 영업일수를 고려한 일별 원외처방 조제액은 404억원(+7.3% YoY, +15.9% MoM)을 기록하였다. 2012년 4월 1일 기등재 의약품 약가인하(전문의약품 총 13,814품목 중 47.1%에 해당하는 6,506품목의 약가가 평균 21% 인하) 이후 아직 성장률이 회복되지 못하는 모습이다.

종목 레포트

- ▶ 유한양행: 3분기 API 수출 일시 부진
- ▶ 종근당: 3분기 프리뷰 및 분할 분석
- ▶ 메디톡스: 3분기 및 Allergan 제휴 추정
- ▶ 코오롱생명과학: 매출 부진하나 API 수익성 놀라워

섹터 투자의견 Neutral로 하향 / 종근당 및 API Maker 추천

- 실적을 바탕으로 한 2nd-tier 제약사의 Valuation Re-rating 전망
- 4분기 원료의약품 업체의 실적 정상화 기대

I. 3Q13 제약사 Earnings Preview : 2nd-tier 의 선전 예상

3분기 주요 제약 5개사의 총 매출 및 영업이익은 전년대비 각각 6.8%, 15.0% 증가, 전분기 대비 각각 5.9%, 35.6% 증가할 것으로 보인다. 대부분의 주요 제약사가 높은 한 자리수 이상의 매출 성장률을 달성할 것으로 보이는데, Top-tier 제약사보다 2nd-tier 제약사(종근당, 대웅제약)가 성장률 및 절대규모 측면에서 우수한 실적을 달성할 것으로 보인다.

주요 제약사 3분기 실적 전망									(단위: 억원)
기업 (실적발표일)		3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13F	YoY	QoQ	3Q13F(Consensus)
유한양행 (10월말)	Sales	2,009	1,940	2,156	2,362	2,250	12.0%	-4.7%	2,382
	OP	31	79	121	125	113	264.5%	-9.6%	151
	OPM%	1.5%	4.1%	5.6%	5.3%	5.0%			6.3%
	RP	172	344	359	181	158	-8.1%	-12.7%	238
	NP	120	280	286	133	111	-7.5%	-16.5%	177
녹십자 (연결기준) (10/21 이후)	Sales	2,409	1,941	1,790	2,064	2,602	8.0%	26.1%	2,564
	OP	441	-59	118	171	441	0.0%	157.9%	461
	OPM%	18.3%	-3.0%	6.6%	8.3%	16.9%			18.0%
	RP	433	-78	253	213	446	3.0%	109.4%	475
	NP	326	-62	191	158	338	3.7%	113.9%	349
한미약품 (10/31 예정)	Sales	1,351	1,387	1,307	1,417	1,448	7.2%	2.2%	1,419
	OP	103	145	78	76	81	-21.4%	6.6%	96
	OPM%	7.6%	10.5%	6.0%	5.4%	5.6%			6.8%
	RP	48	87	60	58	47	-2.1%	-19.0%	76
	NP	42	84	61	58	40	-4.8%	-31.0%	75
동아에스티 (10/28)	Sales			1,469	1,462	1,500	NA	2.6%	1,556
	OP			145	102	140	NA	37.3%	156
	OPM%			9.9%	7.0%	9.3%			10.0%
	RP				94	132			146
	NP				42	100			77
종근당 (10월말)	Sales	1,176	1,200	1,179	1,341	1,270	8.0%	-5.3%	1,321
	OP	175	143	151	174	178	1.7%	2.3%	189
	OPM%	14.9%	11.9%	12.8%	13.0%	14.0%			14.3%
	RP	168	132	139	171	180	7.1%	5.3%	186
	NP	-23	97	100	121	130	흑전	7.4%	136
대웅제약 (10월말)	Sales	1,755	1,436	1,626	1,587	1,720	-2.0%	8.4%	1,685
	OP	148	113	169	216	220	48.6%	1.9%	204
	OPM%	8.4%	7.9%	10.4%	13.6%	12.8%			12.1%
	RP	133	121	169	225	225	69.2%	0.0%	218
	NP	99	117	123	171	170	71.7%	-0.6%	168
Total (동아 제외)	Sales	8,700	7,904	8,058	8,771	9,290	6.8%	5.9%	9,371
	OP	898	421	637	762	1,033	15.0%	35.6%	1,101
	OPM%	10.3%	5.3%	7.9%	8.7%	11.1%			11.7%
	NP	564	516	761	641	789	39.9%	23.1%	905

자료: FnGuide, 동양증권 리서치센터

주요 제약사 3분기 실적 Preview

기업명	코멘트
유한양행	도입신약(License-in Product) 매출 3분기에도 전년대비 25% 이상 고성장 예상. 다만 API 수출 일시적으로 전년대비 역성장하여 3분기 실적은 Consensus 하회 추정. 4분기 매출 2,400억원(+34% YoY) 이상, 2014년(별도 기준) 매출 1조 800억원, 영업이익 760억(OPM 7%) 이상의 실적 가이드를 유지하고 있어 향후 성장에 대한 기대 유효.
녹십자	올해 국내 독감백신 시장의 안정화로, 3분기 양호한 실적 예상. 4분기 실적도 견조할 듯. 독감백신 매출은 480~500억원(천만 도즈)으로 전년과 유사하며, 일양약품의 백신공장이 가동을 시작 하였으나 올해 30~50만 도즈 판매에 그쳤음. 그러나 내년에는 200~300만 도즈로 증가할 듯. IVIG 미국임상은 11월 완료되며, 미국 허가는 2014년말 이후 기대. IVIG 관련 국내 또는 해외에 1,200~1,500억원 규모의 Capex 예정.
한미약품	3분기 매출은 양호한 편이나, 수익성 회복은 아직 본격화하지 않은 듯. 북경한미 3분기 매출은 전년대비 25% 이상 성장, 영업이익률 15% 달성한 것으로 추정. 에소메졸 미국 출시는 11월, 올해 매출 100억 이상 기대.
동아에스티	매출이 서서히 회복되고, 수익성도 본격적으로 개선되고 있는 듯. 다만 리베이트 소송과 관련된 의사 사회 Boycott 움직임이 유일한 부담. 4분기 Tedizolid(해외판권 Cubist 보유) 미국 허가 신청시 소정의 Milestone 유입 및 2014년 중반 미국 출시에 대한 기대 유효(순매출의 5~7%에 해당하는 로열티가 동아에스티로 지급됨).
종근당	3분기 영업일수 부족으로 실적은 Consensus 소폭 하회 예상. 내년 다수의 신제품 및 일본항 면역억제제 CMO 수출 증가로 매출 5,700억원 (+10% YoY)기대. 11월 지주사 전환으로 자회사 경보제약 가치가 부각되면서 합산 시가총액 20~33% 증가 예상.
대웅제약	지난 9월 매출 1위 제품 올메텍 특허만료로 인하여 매출은 소폭 감소하였으나, 수익성은 유지 예상. 3분기 이후 Co-Promotion 제품 매출의 일부를 대웅제약 매출로 인식하기 시작하여, 향후 매출 성장률 증가 예상.

자료: 동양증권 리서치센터

II. 3Q13 바이오기업 Earnings Preview : 4분기 원료의약품 업체 실적회복 기대

3분기 주요 바이오 기업 5개사의 총 매출 및 영업이익은 전년대비 각각 7.1%, 25.9% 증가, 전분기 대비 각각 2.2%, 5.8% 증가하여 Consensus 추정치를 소폭 하회할 것으로 예상된다. 원료의약품 업체(코오롱생명과학, 에스텍파마, 화일약품)의 경우, 3분기 제약사의 실적 부진 등으로 부정적인 영향을 받았으나, 4분기 이후에는 다시금 실적이 회복될 것으로 기대된다.

주요 바이오기업 3분기 실적 전망									(단위: 억원)
기업 (실적발표일)		3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13F	YoY	QoQ	3Q13F(Consensus)
씨젠 (11월 첫주)	Sales	125	161	135	142	145	16.0%	2.1%	159
	OP	22	35	24	37	41	86.4%	10.8%	44
	OPM%	17.6%	21.7%	17.8%	26.1%	28.3%			27.7%
	RP	19	42	24	40	38	100.0%	-5.0%	41
	NP	17	21	26	31	33	94.1%	6.5%	37
메디톡스 (11월 중반 공시)	Sales	91	108	88	95	105	15.4%	10.5%	107
	OP	45	31	31	44	49	8.9%	11.4%	50
	OPM%	49.5%	28.7%	35.2%	46.3%	46.7%			46.7%
	RP	47	35	28	39	54	14.9%	38.5%	50
	NP	40	36	25	34	47	17.5%	38.2%	49
코오롱생명과학 (10/15 발표)	Sales	359	336	372	350	342	-4.7%	-2.3%	402
	OP	66	19	58	52	52	-21.2%	0.0%	64
	OPM%	18.4%	5.7%	15.6%	14.9%	15.2%			15.9%
	RP	64	15	107	53	31	-51.6%	-41.5%	61
	NP	54	16	92	46	26	-51.9%	-43.5%	50
에스텍파마 (11월 중반 공시)	Sales	142	196	86	121	135	-4.9%	11.6%	134
	OP	27	59	19	27	30	11.1%	11.1%	28
	OPM%	19.0%	30.1%	22.1%	22.3%	22.2%			20.9%
	RP	22	46	20	28	29	31.8%	3.6%	24
	NP	23	35	16	23	23	0.9%	0.9%	20
화일약품 (10월말 공시 예정)	Sales	253	235	248	270	245	-3.2%	-9.3%	
	OP	24	20	21	21	20	-16.7%	-4.8%	
	OPM%	9.5%	8.5%	8.5%	7.8%	8.2%			
	RP	22	20	22	23	21	-4.5%	-8.7%	
	NP	18	15	17	18	17	-6.7%	-6.7%	
아이센스 (10월말 공시 예정)	Sales	158	214	192	209	210	32.9%	0.5%	215
	OP	14	28	37	47	47	235.7%	0.0%	46
	OPM%	8.9%	13.1%	19.3%	22.5%	22.4%			21.4%
	RP	20	44	39	49	49	145.0%	0.0%	53
	NP	18	34	32	45	44	145.0%	-2.0%	42
Total (화일 제외)	Sales	875	1,015	873	917	937	7.1%	2.2%	1,017
	OP	174	172	169	207	219	25.9%	5.8%	232
	OPM%	19.9%	16.9%	19.4%	22.6%	23.4%			22.8%
	NP	152	142	191	179	173	14.0%	-3.2%	198

자료: FnGuide, 동양증권 리서치센터

주요 바이오기업 3분기 실적 Preview

기업명	코멘트
씨젠	시약 중심으로 매출 양호하게 성장 중. 여름 휴가에도 불구하고 유럽향 수출 전년 대비 150% 증가 추정. 자궁경부암 진단이 신기술 인증(보험처리 가능) 받아 내수매출도 고성장 지속 예상. 4분기경 중국 제약사와 TOCE OEM 계약 예상. 연말 이후 글로벌 분자진단 회사와 제휴 기대 유효.
메디톡스	성수기(2,4분기)가 아님에도 불구하고, 3분기 양호한 실적 예상. Allergan 제후 관련 계약금은 4분기 유입될 듯. 자세한 사항은 발표되지 않고 있는 가운데, 2014년 해외 임상시험 진입에 따라 일부 Milestone 유입 기대.
코오롱생명과학 (실적 발표함)	엔저 영향 지속으로 3분기 실적은 아직 전년대비 소폭 역성장 지속. 물량 성장은 18%(YoY)로 견조. 환차손 9억원, 총주공장 관련 장기차입금 350억원에 대한 이자의 자산화 중단으로 이자비용 4억원 증가, BW(사채) 300억원 조기상환으로 인한 처분손실 7억원 등 일회성 영업외비용 발생. 환영향이 사라지는 4분기부터 실적 회복 기대.
에스텍파마	3분기부터 ASP 5-10% 인하 효과 반영되어, 매출 전년대비 소폭 감소 예상. 그러나 영업이익률은 20% 이상 유지할 듯. 4분기에 전년 수준의 매출 기대되어 실적 정상화 전망. 2014년 매출 성장률 17~18%(YoY) 예상.
화일약품	여름에 구공장 리모델링 위한 Shut-down 기간이 3개월로 예상보다 길어지고(판매위한 재고 부족), 3분기 제약사 주문도 줄어(제약사 보유 재고 증가), 3분기 매출은 전년대비 소폭 감소. 내년 8월경 위장약 API 일본향 수출 개시 기대.
아이센스	2분기와 유사한 수준의 실적 예상. 4분기 매출은 3분기보다 10% 이상 증가, 영업이익률은 21% 전후에서 유지될 듯.

자료: 동양증권 리서치센터

III. 9월 원외처방 : 금액기준 -3.4% YoY, 처방량 기준 +3.9% YoY

9월 원외처방 조제액은 7,265억원(-3.4% YoY, -0.7% MoM), 영업일수를 고려한 일별 원외처방 조제액은 404억원(+7.3% YoY, +15.9% MoM)을 기록하였다. 2012년 4월 1일 기등재 의약품 약가인하(전문의약품 총 13,814품목 중 47.1%에 해당하는 6,506품목의 약가가 평균 21% 인하) 이후 아직 성장률이 회복되지 못하는 모습이다.

한편 9월 정제 기준 원외처방량은 정제 기준 9.8억정(+3.9% YoY, +5.2% MoM)을 달성하였다.

✓ ■ Market Share 변화: 상위권 제약사 -0.6% VS 중하위권 +0.6%

9월에는 상위 제약사(원외처방 조제액 기준 1~10위)의 Market Share 가 0.6% 감소하고, 중하위권 제약사(11위 이하)의 MS는 0.6% 증가하여 MS의 변동폭이 크게 나타났다:

- 원외처방 1~10위: 원외처방 성장률 -7.0% YoY, MS 33.1%(전월 대비 MS -0.6%)
- 원외처방 11~30위: 원외처방 성장률 -4.3% YoY, MS 28.5%(전월 대비 MS +0.4%)
- 원외처방 31위 이하: 원외처방 성장률 +0.7% YoY, MS 38.3%(전월 대비 MS +0.2%)

Top 10 제약사는 국내 5개사와 외국계 5개사로 구성되어 있는데, 각각 MS를 0.2%, 0.4% 잃었다:

- 국내 Top 5 제약사: 원외처방 성장률 -6.1% YoY, MS 19.2%(전월 대비 MS -0.2%)
- 외국계 Top 5 제약사: 원외처방 성장률 -8.2% YoY, MS 13.9%(전월 대비 MS -0.4%)

기업체별로는 한미약품, 유한양행 및 종근당의 원외처방 성장률이 꾸준히 양호하게 유지되고 있어, 이들 종목에 대한 긍정적인 시각을 유지한다:

- Top 10 제약사 원외처방 성장률 (YoY, 조제액 순위순, 볼드체는 성장률이 양호한 국내사):
대웅제약 -13%, **한미약품 -3%**, MSD -8%, Pfizer -7%, **유한양행 +18%(+18%)**,
동아ST -20%(-18%), **종근당 -4%**, Novartis -15%, Boehringer +25%, AstraZeneca +1%

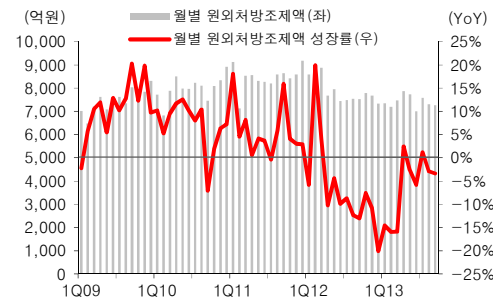
※ 동아제약은 GSK Marketing 제휴 품목 매출(2011년 3분기부터 헵세라, 제픽스 등 3개 전문의약품 매출 동아제약으로 반영)을 고려한 추정치 적용, 괄호안 수치는 GSK 제휴 효과를 반영하지 않은 성장률. 제픽스 특허만료(2012년 9월) 등으로 인해 GSK 제품 매출 역성장 중.

※ 유한양행도 마케팅 제휴 품목 매출(UCB, Boehringer Ingelheim 제품 2010년부터 판매)을 고려한 추정치 적용, 괄호안 수치는 마케팅 제휴 효과를 반영하지 않은 성장률

9월 원외처방 조제액

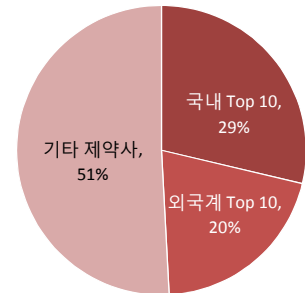
-3.4%(YoY)

월별 원외처방 조제액 및 전년대비 성장률(YoY%)



자료: UBIST, 동양증권 리서치센터

제약사 그룹별 Market Share

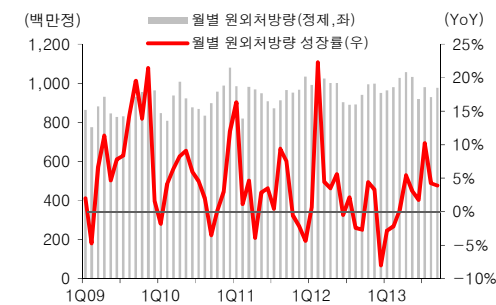


자료: UBIST, 동양증권 리서치센터

9월 원외처방량은 +3.9%(YoY)

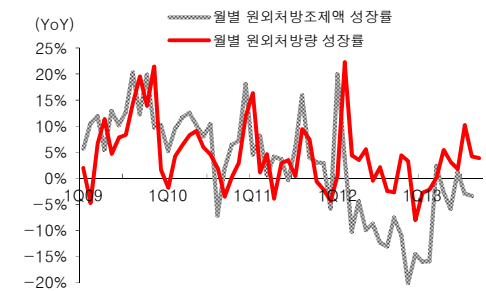
원외처방액 VS 원외처방량

월별 원외처방량(정제 기준)



자료: UBIST, 동양증권 리서치센터

원외처방량 VS 원외처방액 성장률 비교(YoY%)

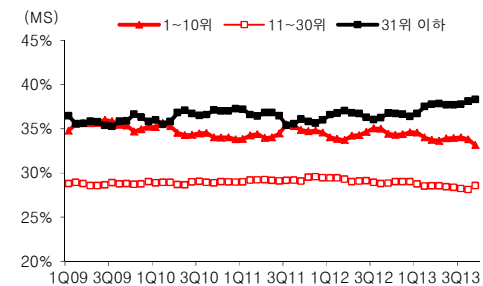


자료: UBIST, 동양증권 리서치센터

9월 Top 10 제약사 MS -0.6%

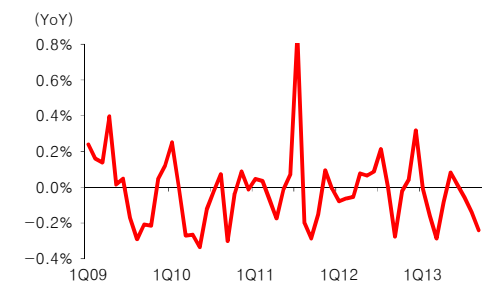
국내 Top 5 제약사 MS -0.2%

제약사 그룹별(원외처방액 기준) Market Share 변화



자료: UBIST, 동양증권 리서치센터

Top 5 국내 제약사 Market Share 변화

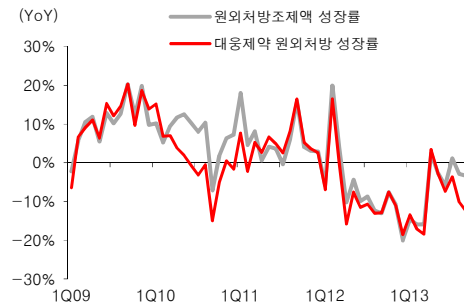


자료: UBIST, 동양증권 리서치센터

Top 5 국내 제약사 9월 원외처방

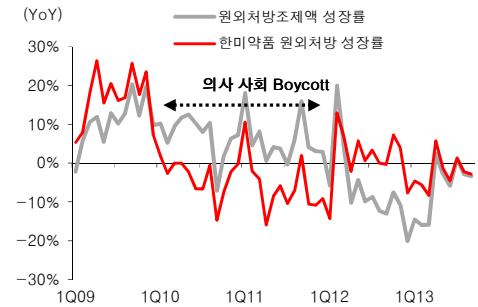
유한, 한미, 종근당 양호

대웅제약 원외처방조제액 성장률



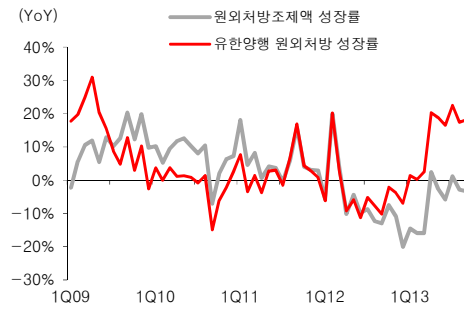
자료: UBIST, 동양증권 리서치센터

한미약품 월별 원외처방조제액 성장률



자료: UBIST, 동양증권 리서치센터

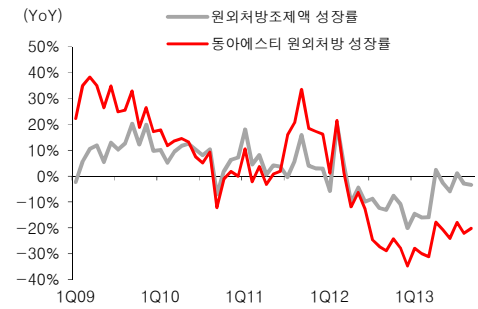
유한양행 월별 원외처방조제액 성장률



주: 마케팅 제휴 반영(UCB, Boehringer Ingelheim 제품 2010년부터)

자료: UBIST, 동양증권 리서치센터

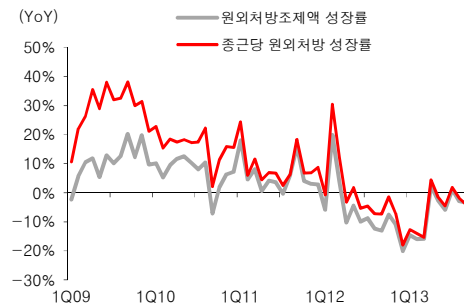
동아에스티 월별 원외처방조제액 성장률



주: GSK 마케팅 제휴 반영(2011년 3분기 이후)

자료: UBIST, 동양증권 리서치센터

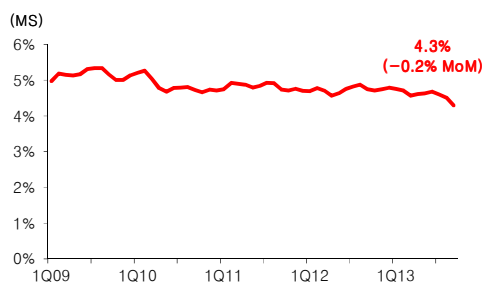
종근당 월별 원외처방조제액 성장률



자료: UBIST, 동양증권 리서치센터

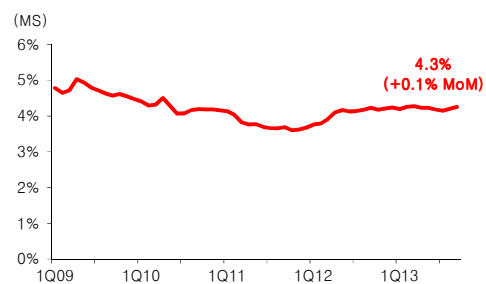
Top 5 국내 제약사 MS 변화

대웅제약 Market Share 변화



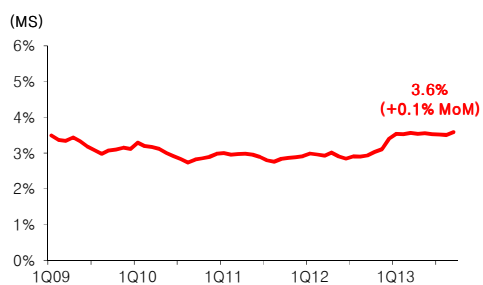
자료: UBIST, 동양증권 리서치센터

한미약품 Market Share 변화



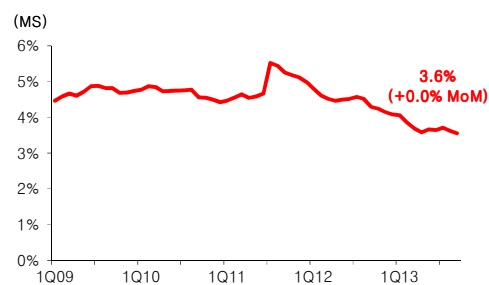
자료: UBIST, 동양증권 리서치센터

유한양행 Market Share 변화



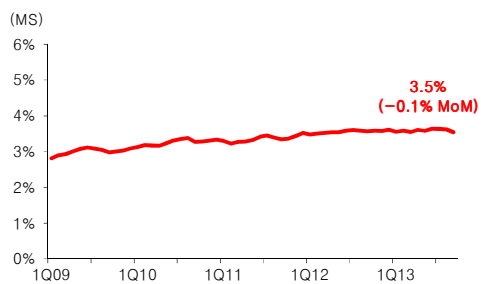
자료: UBIST, 동양증권 리서치센터

동아에스티 Market Share 변화



자료: UBIST, 동양증권 리서치센터

종근당 Market Share 변화



자료: UBIST, 동양증권 리서치센터

원외처방 월별 데이터 (I)

(금액: 억원)	'12.9	'12.10	'12.11	'12.12	'13.1	'13.2	'13.3	'13.4	'13.5	'13.6	'13.7	'13.8	'13.9
총원외처방조제액	7,520	7,785	7,669	7,336	7,344	7,190	7,468	7,873	7,733	7,009	7,573	7,314	7,265
YoY%	-13.0%	-7.6%	-10.8%	-20.1%	-14.5%	-15.9%	-15.9%	2.4%	-2.6%	-5.8%	1.1%	-2.9%	-3.4%
MoM%	-0.1%	3.5%	-1.5%	-4.3%	0.1%	-2.1%	3.9%	5.4%	-1.8%	-9.4%	8.0%	-3.4%	-0.7%
대웅제약	357	367	364	351	349	339	341	363	358	328	348	330	312
한미약품	318	325	323	311	308	306	319	333	327	293	314	307	309
MSD	287	291	284	272	266	256	272	281	278	249	268	257	263
Pfizer	283	293	287	272	275	253	267	283	280	259	287	276	262
유한양행*	221	236	239	249	260	254	267	279	275	247	267	257	261
(유한양행)	160	169	168	177	185	183	194	203	197	176	189	181	188
동아에스티*	323	330	318	299	298	277	276	282	283	255	281	265	258
(동아에스티)	284	289	282	267	260	245	243	251	250	227	249	238	234
종근당	268	279	274	265	261	258	265	284	277	255	275	265	257
Novartis	251	249	243	231	232	228	229	241	247	228	244	235	213
Beohringer	149	159	164	166	168	165	175	189	193	179	196	192	186
AstraZeneca	159	169	172	159	168	163	167	179	178	158	175	164	160
(YoY%)	'12.9	'12.10	'12.11	'12.12	'13.1	'13.2	'13.3	'13.4	'13.5	'13.6	'13.7	'13.8	'13.9
총원외처방조제액	-13.0%	-7.6%	-10.8%	-20.1%	-14.5%	-15.9%	-15.9%	2.4%	-2.6%	-5.8%	1.1%	-2.9%	-3.4%
대웅제약	-12.9%	-7.6%	-11.0%	-18.6%	-13.4%	-17.1%	-18.4%	3.4%	-2.7%	-7.3%	-3.6%	-10.1%	-12.6%
한미약품	-0.3%	7.3%	3.9%	-7.7%	-4.6%	-5.6%	-8.3%	5.7%	-1.2%	-4.6%	1.3%	-2.2%	-2.8%
MSD	-9.5%	-6.4%	-9.3%	-18.8%	-9.2%	-12.0%	-11.4%	-1.7%	-7.0%	-11.7%	-4.6%	-9.2%	-8.4%
Pfizer	-18.4%	-13.8%	-17.8%	-25.7%	-18.9%	-25.1%	-22.4%	-4.4%	-5.1%	-9.1%	-4.0%	-6.8%	-7.4%
유한양행*	-10.2%	-2.1%	-3.8%	-6.9%	1.4%	0.2%	2.5%	20.3%	18.8%	16.5%	22.5%	17.4%	18.1%
(유한양행)	-22.0%	-15.5%	-17.6%	-19.2%	-11.9%	-11.2%	-8.5%	12.2%	11.9%	10.0%	18.9%	16.0%	17.5%
동아에스티*	-28.9%	-24.3%	-27.7%	-34.7%	-27.8%	-29.9%	-31.2%	-17.8%	-20.7%	-24.1%	-17.8%	-22.1%	-20.1%
(동아에스티)	-27.6%	-22.9%	-25.8%	-31.9%	-26.3%	-27.7%	-29.8%	-14.6%	-18.6%	-21.5%	-14.7%	-19.0%	-17.6%
종근당	-7.3%	-1.4%	-7.1%	-18.0%	-12.7%	-14.0%	-15.3%	4.4%	-1.4%	-4.5%	1.9%	-1.9%	-4.1%
Novartis	-4.2%	-2.0%	-8.3%	-14.8%	-5.3%	-9.5%	-10.9%	-0.8%	-5.0%	-9.9%	-4.7%	-10.3%	-15.1%
Beohringer	26.3%	33.6%	32.3%	23.0%	30.2%	26.0%	29.6%	43.2%	41.9%	32.6%	35.2%	28.9%	24.8%
AstraZeneca	-2.5%	6.3%	3.6%	-8.6%	3.7%	0.6%	-0.6%	11.2%	3.5%	-3.1%	6.1%	-1.2%	0.6%

주: 동아제약 및 유한양행의 별표로 표시된 데이터는 마케팅 제휴를 반영한 수치

자료: UBIST, 동양증권 리서치센터

원외처방 월별 데이터 (III)

(단위: 억원)

(원외처방 순위)	'12.9	'12.10	'12.11	'12.12	'13.1	'13.2	'13.3	'13.4	'13.5	'13.6	'13.7	'13.8	'13.9
1-10위	2,588	2,671	2,636	2,539	2,538	2,445	2,519	2,648	2,621	2,379	2,577	2,472	2,408
YoY%	-14.1%	-8.6%	-11.9%	-19.9%	-13.2%	-15.5%	-15.8%	0.6%	-3.7%	-7.7%	-1.8%	-6.2%	-7.0%
MS	34.4%	34.3%	34.4%	34.6%	34.6%	34.0%	33.7%	33.6%	33.9%	33.9%	34.0%	33.8%	33.1%
11-30위	2,168	2,258	2,224	2,127	2,111	2,048	2,130	2,245	2,196	1,988	2,137	2,055	2,074
YoY%	-13.7%	-9.1%	-12.5%	-21.3%	-16.5%	-18.6%	-18.0%	0.7%	-4.8%	-8.2%	-1.3%	-5.2%	-4.3%
MS	28.8%	29.0%	29.0%	29.0%	28.7%	28.5%	28.5%	28.5%	28.4%	28.4%	28.2%	28.1%	28.5%
31위 이하	2,764	2,856	2,809	2,670	2,695	2,697	2,819	2,980	2,916	2,642	2,859	2,787	2,783
YoY%	-11.4%	-5.2%	-8.4%	-19.2%	-14.3%	-14.2%	-14.3%	5.4%	0.1%	-2.1%	6.0%	2.1%	0.7%
MS	36.8%	36.7%	36.6%	36.4%	36.7%	37.5%	37.7%	37.9%	37.7%	37.7%	37.8%	38.1%	38.3%
(제약사 매출 합계)	'12.9	'12.10	'12.11	'12.12	'13.1	'13.2	'13.3	'13.4	'13.5	'13.6	'13.7	'13.8	'13.9
국내 Top 5	1,487	1,537	1,518	1,475	1,476	1,434	1,468	1,541	1,520	1,378	1,485	1,424	1,397
YoY%	-13.4%	-7.4%	-10.9%	-18.8%	-12.9%	-14.7%	-15.7%	1.9%	-3.1%	-6.6%	-1.1%	-5.7%	-6.1%
MS	19.8%	19.7%	19.8%	20.1%	20.1%	19.9%	19.7%	19.6%	19.6%	19.7%	19.6%	19.5%	19.2%
외국계 Top 5	1,102	1,134	1,119	1,064	1,062	1,012	1,052	1,108	1,102	1,001	1,093	1,049	1,012
YoY%	-15.0%	-10.2%	-13.2%	-21.4%	-13.6%	-16.7%	-16.0%	-1.0%	-4.5%	-9.2%	-2.8%	-6.8%	-8.2%
MS	14.6%	14.6%	14.6%	14.5%	14.5%	14.1%	14.1%	14.1%	14.2%	14.3%	14.4%	14.3%	13.9%

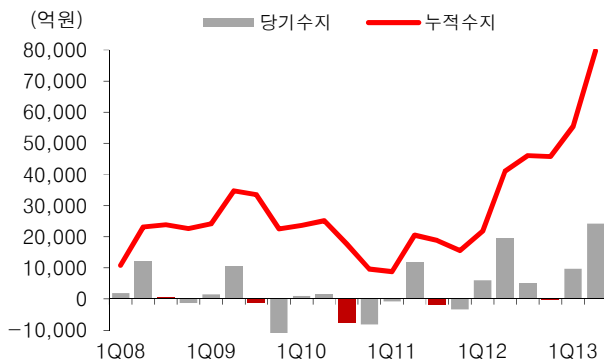
주: 동아제약 및 유한양행의 경우 마케팅 제휴를 반영한 수치를 적용

자료: UBIST, 동양증권 리서치센터

■ 건보재정 2분기 2.4조원 흑자, 총 누적수지 8조원 육박

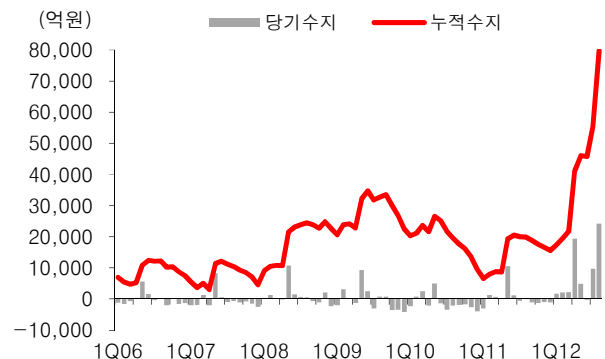
지난 해부터 추진된 정부의 각종 정책(약가인하, 영상수가 인하, 약국 조제로 인하 등)으로 건보 재정은 크게 개선되고 있는데, 지난 2분기 건보 재정은 당기수지 2.4조원 흑자, 당기 누적수지 3.4조원, 총 누적수지 8.0조원의 흑자를 기록하였다. 지난 2분기 총수입은 12.7조원(+8.1% YoY, +18.5 QoQ), 총지출은 10.2조원(+4.8% YoY, +5.4% QoQ)으로 2분기 건보 수지는 2.4조원의 흑자를 기록하였다.

건강보험 수지 지속적으로 개선 중



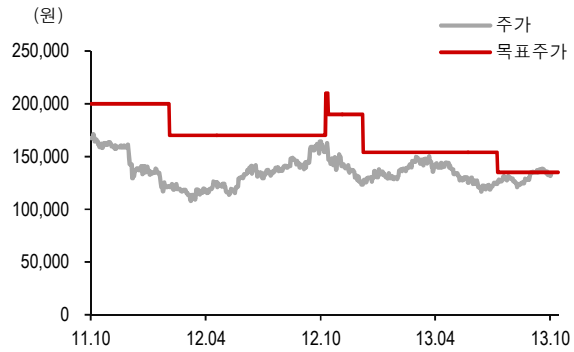
자료: 국민건강보험공단, 동양증권 리서치센터

건강보험 재정 누적흑자 8조원 육박



자료: 국민건강보험공단, 동양증권 리서치센터

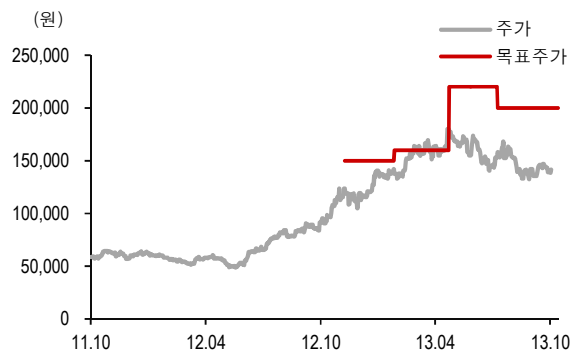
녹십자 (006280) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2013-10-16	BUY	135,000
2013-09-17	BUY	135,000
2013-08-19	BUY	135,000
2013-07-30	BUY	135,000
2013-07-22	BUY	135,000
2013-04-16	BUY	154,000
2013-03-19	BUY	154,000
2013-02-18	BUY	154,000
2013-02-04	BUY	154,000
2013-01-14	BUY	154,000

자료: 동양증권

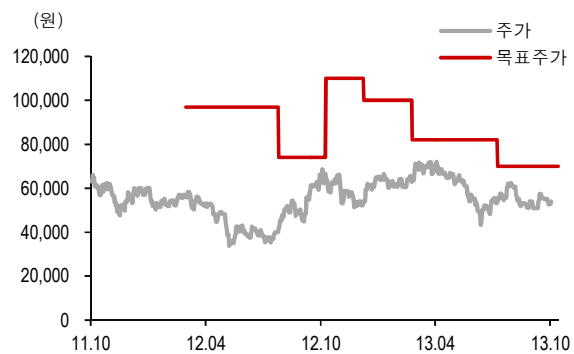
한미약품 (128940) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2013-10-16	BUY	200,000
2013-09-17	BUY	200,000
2013-08-19	BUY	200,000
2013-08-07	BUY	200,000
2013-08-01	BUY	200,000
2013-07-22	BUY	200,000
2013-05-06	BUY	220,000
2013-04-16	BUY	160,000
2013-03-19	BUY	160,000
2013-02-18	BUY	160,000

자료: 동양증권

씨젠 (096530) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2013-10-16	BUY	70,000
2013-09-17	BUY	70,000
2013-08-19	BUY	70,000
2013-08-12	BUY	70,000
2013-07-22	BUY	70,000
2013-04-17	BUY	82,000
2013-04-16	BUY	82,000
2013-03-19	BUY	82,000
2013-03-08	BUY	82,000
2013-02-18	BUY	100,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 김미현)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy : 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~-10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -100이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.



Portfolio에 약이되는 Analyst **김미현**입니다.

(02)3770-3547

miriam.kim@tongyang.co.kr

동양증권

유한양행 (000100)

3분기 API 수출 일시 부진



Why This Report

동사는 과거에도 2분기가 최대 실적인 경우가 많았죠. 이번에 시장의 기대가 너무 앞서나가 3분기를 기대하는 것 같습니다. 그래도 4분기 및 내년에 대해 엄청 공격적인 실적 가이드를 주시니, 한번 기다려볼만 할 것 같습니다. 일단 파트너사인 Gilead가 너무 잘나가고 있어, API 수출을 걱정할 필요는 없을 것 같다는 생각입니다^^

투자의견: **BUY (M)**

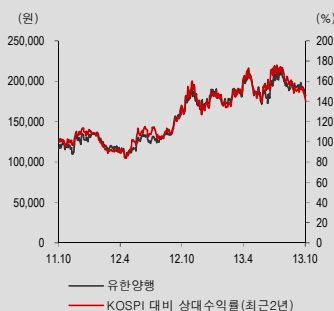
목표주가: **240,000원 (M)**

제약/바이오

주가	182,500원
자본금	569억원
시가총액	20,579억원
주당순자산	117,550원
부채비율	16.99%
총발행주식수	11,388,734주
60일 평균 거래대금	60억원
60일 평균 거래량	30,639주
52주 고	214,000원
52주 저	159,000원
외인지분율	26.67%
주요주주	유한재단 외 4인 15.58%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	(5.9)	(12.9)	11.3
상대	(8.1)	(20.0)	5.0
절대(달러환산)	(4.1)	(8.4)	15.8



자료: Datastream

Investment Point

3분기 API 수출 지연으로 실적부진 예상

▶ K-IFRS 별도 기준 동사의 3분기 매출액은 2,251억원(+12.0% YoY, -4.7% QoQ), 영업이익 113억원(+264.5% YoY, -9.6% QoQ, OPM 5.0%), 순이익 111억원(-7.5% YoY, -16.5% QoQ)으로 Consensus 추정치를 하회할 것으로 예상된다.

▶ 트라젠타(Tradjenta, 당뇨병 치료제, Boehringer Ingelheim, 공동 판촉), 비리어드(Viread, B형 간염 치료제, Gilead, 국내 독점판매) 등 도입신약(License-in Product) 판매로 전문의약품 매출은 3분기에도 전년 대비 25% 이상의 고성장을 지속한 것으로 추정된다. 반면 수익성 높은 API 수출이 전년대비 감소하면서 영업이익은 기대치에 미치지 못할 것으로 보이는데, API 수출은 고객의 주문에 따라 분기별 편차가 크기 때문에 실적부진은 일시적인 것으로 판단된다.

▶ 동사는 오는 4분기 매출을 2,600억원(+34% YoY) 수준으로 예상하고 있으며, 2014년(별도 기준) 매출 1조 800억원, 영업이익 760억(OPM 7%) 이상의 실적 가이드를 유지하고 있어 향후 성장에 대한 기대는 유효하다. 우리는 내년 가이드를 반영하여 실적 추정을 소폭 변경하며, 목표주가 240,000원을 유지한다.

투자의견 BUY, 목표주가 240,000원 유지

- 3분기 전문의약품 매출은 고성장 VS API 수출 부진 예상
- 4분기 및 2014년 실적 고성장 기대 유효

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	6,677	7,628	9,077	9,840	10,401
매출액증가율	2.8	14.3	19.0	8.4	5.7
영업이익	526	304	499	669	718
영업이익률	7.9	4.0	5.5	6.8	6.9
지배주주귀속 순이익	831	696	841	1,003	1,074
지배주주 귀속 EPS	7,425	6,212	7,518	8,963	9,601
증가율	-41.2	-16.3	21.0	19.2	7.1
PER	18.1	22.2	24.3	20.4	19.0
PBR	1.3	1.2	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	18.2	27.0	26.4	20.1	18.1
ROA	6.6	5.3	6.0	6.7	6.7
ROE	7.7	6.2	7.1	7.9	7.8

주: 영업이익=매출총이익-판매비 / 자료: 동양증권

■ 3분기 API 수출 지연으로 실적부진 예상

K-IFRS 별도 기준 동사의 3분기 매출액은 2,251억원(+12.0% YoY, -4.7% QoQ), 영업이익 113억원(+264.5% YoY, -9.6% QoQ, OPM 5.0%), 순이익 111억원(-7.5% YoY, -16.5% QoQ)으로 Consensus 추정치를 하회할 것으로 예상된다. (참고로 동사는 1분기 및 4분기에 자회사로부터 배당금이 유입되어 세전이익이 대폭 증가하는 경향이 있다.)

트라젠타(Tradjenta, 당뇨병 치료제, Boehringer Ingelheim, 공동 판촉), 비리어드(Viread, B 형 간염 치료제, Gilead, 국내 독점판매) 등 도입신약(License-in Product) 판매로 전문의약품 매출은 3분기에도 전년대비 25% 이상의 고성장을 지속한 것으로 추정된다. 반면 수익성 높은 API 수출이 전년대비 감소하면서 영업이익은 기대치에 미치지 못할 것으로 보이는데, API 수출은 고객사의 주문에 따라 분기별 편차가 크기 때문에 실적부진은 일시적인 것으로 판단된다.

동사는 오는 4분기 매출을 2,600억원(+34% YoY) 수준으로 예상하고 있으며, 2014년(별도 기준) 매출 1조 800억원, 영업이익 760억(OPM 7%) 이상의 실적 가이드스를 유지하고 있어 향후 성장에 대한 기대는 유효하다. 우리는 내년 가이드스 등을 반영하여 실적 추정을 소폭 변경하며, 목표주가 240,000원을 유지한다.

유한양행 3분기 경영실적 추정 (K-IFRS 별도)

(단위: 억원)

	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13F	YoY	QoQ	3Q13F (Consensus)
매출액	2,009	1,940	2,156	2,362	2,251	12.0%	-4.7%	2,382
매출원가	1,423	1,318	1,507	1,628				
COGS%	70.8%	67.9%	69.9%	68.9%				
매출총이익	586	622	649	734				
판매비	495	475	456	530				
SG&A%	24.6%	24.5%	21.2%	22.4%				
연구개발비	59	68	72	79				
영업이익	31	79	121	125	113	264.5%	-9.6%	151
OPM%	1.5%	4.1%	5.6%	5.3%	5.0%			6.3%
기타수익	133	77	43	54				
기타비용	32	28	39	27				
금융수익	40	216	234	32				
금융비용	-	-	-	-				
세전이익	172	344	359	181	158			238
법인세비용	52	64	73	48	47			61
유효법인세율%	30.2%	18.6%	20.3%	26.5%	29.7%			25.6%
당기순이익	120	280	286	133	111	-7.5%	-16.5%	177
NPM%	6.0%	14.4%	13.3%	5.6%	4.9%			7.4%
총포괄손익	136	316	354	- 67				

자료: FnGuide, 동양증권 리서치센터

유한양행 제품군별 매출								(단위: 억원)		
	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	YoY	QoQ	2011	2012	YoY
총매출	2,014	2,009	1,941	2,156	2,362	17.3%	9.6%	6,677	7,629	14.3%
일반의약품	271	241	251	233	247	-8.9%	6.0%	937	986	5.2%
전문의약품	1,145	1,108	1,188	1,339	1,472	28.6%	9.9%	3,749	4,371	16.6%
AZK (OEM)	57	55	64	53	53	-7.0%	0.0%	262	226	-13.7%
생활건강	178	207	168	171	190	6.7%	11.1%	719	732	1.8%
해외사업 (API)	332	366	245	328	369	11.1%	12.5%	892	1,196	34.1%
API 수출	267	319	206	289	324	21.3%	12.1%	692	961	38.9%
FTC	44	109	59	7	85	93.2%	1114.3%	141	226	60.3%
PMH	52	44	37	30	42	-19.2%	40.0%	195	193	-1.0%
기타 API	259	261	111	252	197	-23.9%	-21.8%	356	735	106.5%
API/완제 내수	65	47	39	40	45	-30.8%	12.5%	200	235	17.5%
기타	29	32	26	32	32	10.3%	0.0%	118	118	0.0%

자료: 유한양행, 동양증권 리서치센터

유한양행 실적추정 변경							(단위: 억원)		
	신규 추정			기존 추정			YoY %		
	2013F	2014F	2015F	2013F	2014F	2015F	2013F	2014F	2015F
매출	9,077	9,840	10,401	9,077	9,831	10,411	0.0%	0.1%	-0.1%
영업이익	499	669	718	545	668	718	-8.4%	0.1%	0.0%
OPM%	5.5%	6.8%	6.9%	6.0%	6.8%	6.9%			
세전계속사업이익	1,052	1,253	1,342	1,116	1,296	1,396	-5.7%	-3.3%	-3.9%
순이익	841	1,003	1,074	893	1,037	1,116	-5.8%	-3.3%	-3.8%
EPS	7,518	8,963	9,601	7,981	9,268	9,984	-5.8%	-3.3%	-3.8%

자료: 동양증권 리서치센터

유한양행 (000100) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	6,677	7,628	9,077	9,840	10,401
매출원가	4,190	5,255	6,363	6,907	7,322
매출총이익	2,487	2,373	2,714	2,932	3,079
판매비	1,961	2,069	2,215	2,263	2,361
영업이익	526	304	499	669	718
EBITDA	676	452	632	790	828
영업외손익	405	626	553	584	625
외환관련손익	6	-46	-8	-8	-8
이자손익	155	156	182	214	243
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	244	516	378	378	389
법인세비용차감전순이익	931	930	1,052	1,253	1,342
법인세비용	100	235	210	251	268
계속사업순이익	831	696	841	1,003	1,074
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	831	696	841	1,003	1,074
지배지분순이익	831	696	841	1,003	1,074
포괄순이익	829	749	895	1,056	1,127
지배지분포괄이익	829	749	895	1,056	1,127

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	5,466	6,041	7,020	8,063	9,147
현금및현금성자산	1,530	1,821	2,329	3,124	4,026
매출채권 및 기타채권	1,680	1,730	2,024	2,179	2,293
재고자산	816	929	1,105	1,198	1,266
비유동자산	7,145	7,407	7,360	7,324	7,299
유형자산	1,693	1,541	1,490	1,451	1,422
관계기업등 지분관련자산	3,144	3,099	3,099	3,099	3,099
기타투자자산	1,187	1,489	1,489	1,489	1,489
자산총계	12,611	13,449	14,380	15,387	16,446
유동부채	1,230	1,505	1,673	1,756	1,819
매입채무 및 기타채무	1,192	1,338	1,506	1,589	1,652
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	502	415	415	415	415
장기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	1,732	1,920	2,089	2,171	2,234
지배지분	10,879	11,529	12,291	13,216	14,212
자본금	569	569	569	569	569
자본잉여금	1,753	1,762	1,762	1,762	1,762
이익잉여금	9,522	10,085	10,794	11,666	12,608
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	10,879	11,529	12,291	13,216	14,212
순차입금	-2,942	-3,368	-3,876	-4,671	-5,573
총차입금	11	0	0	0	0

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	725	775	512	799	916
당기순이익	831	696	841	1,003	1,074
감가상각비	138	137	121	109	98
외환손익	-14	38	8	8	8
총속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-344	-272	-555	-417	-372
기타현금흐름	113	176	96	96	108
투자활동 현금흐름	200	-385	-764	-764	-764
투자자산	-45	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-98	-153	-70	-70	-70
유형자산 감소	1	1	0	0	0
기타현금흐름	342	-233	-694	-694	-694
재무활동 현금흐름	-729	-100	-132	-131	-131
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-105	-132	-132	-131	-131
기타현금흐름	-624	33	0	0	0
연결범위변동 등 기타	0	0	892	892	881
현금의 증감	196	291	508	795	902
기초 현금	1,334	1,530	1,821	2,329	3,124
기말 현금	1,530	1,821	2,329	3,124	4,026
NOPLAT	526	304	499	669	718
FCF	178	-50	-93	169	243

자료: 동양증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

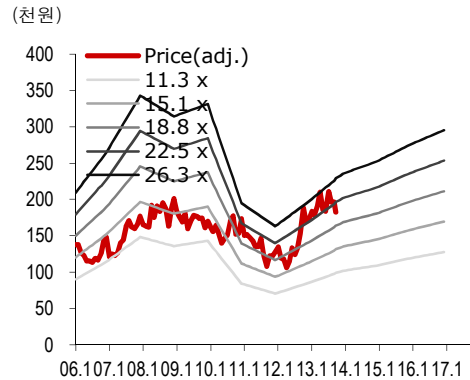
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

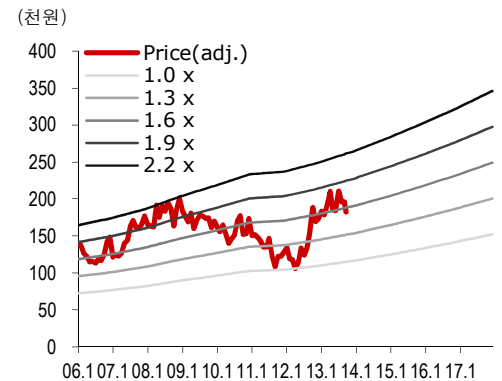
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	7,425	6,212	7,518	8,963	9,601
BPS	105,359	110,854	117,550	125,668	134,411
EBITDAPS	5,932	3,969	5,546	6,935	7,269
SPS	58,624	66,978	79,704	86,399	91,323
DPS	1,250	1,250	1,250	1,250	1,500
PER	18.1	22.2	24.3	20.4	19.0
PBR	1.3	1.2	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA	18.2	27.0	26.4	20.1	18.1
PSR	2.3	2.1	2.3	2.1	2.0

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액 증가율 (%)	2.8	14.3	19.0	8.4	5.7
영업이익 증가율 (%)	-37.4	-42.2	64.2	34.0	7.3
지배순이익 증가율 (%)	-38.1	-16.3	20.9	19.2	7.1
매출총이익률 (%)	37.2	31.1	29.9	29.8	29.6
영업이익률 (%)	7.9	4.0	5.5	6.8	6.9
지배순이익률 (%)	12.4	9.1	9.3	10.2	10.3
EBITDA 마진 (%)	10.1	5.9	7.0	8.0	8.0
ROIC	15.9	7.8	13.7	17.2	17.8
ROA	6.6	5.3	6.0	6.7	6.7
ROE	7.7	6.2	7.1	7.9	7.8
부채비율 (%)	15.9	16.7	17.0	16.4	15.7
순차입금/자기자본 (%)	-27.0	-29.2	-31.5	-35.3	-39.2
영업이익/금융비용 (배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

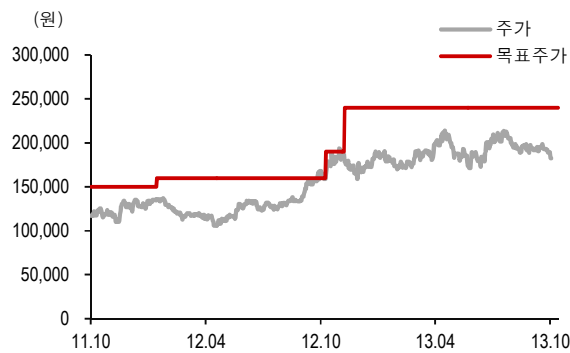
PER Band chart



PBR Band chart



유한양행 (000100) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2013-10-16	BUY	240,000
2013-09-17	BUY	240,000
2013-08-19	BUY	240,000
2013-07-31	BUY	240,000
2013-07-22	BUY	240,000
2013-05-02	BUY	240,000
2013-04-16	BUY	240,000
2013-03-19	BUY	240,000
2013-02-18	BUY	240,000
2013-02-06	BUY	240,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 김미현)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H-High, L-Low)로 구분
- Buy : 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10%이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.



Portfolio에 약이되는 Analyst **김미현**입니다.

(02)3770-3547

miriam.kim@tongyang.co.kr

동양증권

종근당 (001630)

3분기 프리뷰 및 분할 분석

투자의견: BUY (M)
목표주가: 81,000원 (U)

제약/바이오

주가	69,000원
자본금	326억원
시가총액	9,005억원
주당순자산	31,331원
부채비율	51.28%
총발행주식수	13,050,000주
60일 평균 거래대금	79억원
60일 평균 거래량	124,000주
52주 고	71,400원
52주 저	29,600원
외인지분율	19.36%
주요주주	이장한 외 10인 20.16%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	11.3	16.6	121.9
상대	8.7	7.1	109.3
절대(달러환산)	13.4	22.6	131.0



자료: Datastream



Why This Report

전일 동사를 탐방하고 자료를 쓰는데요. 2015년에는 매출 6 천억을 달성하며 Top-tier 제약사와의 차이를 많이 좁힐 수 있을 것으로 기대됩니다. 분할로 인해 개인적으로는 살짝 일이 많아졌지만, 즐거운 마음으로 바라볼 수 있는 기업이라 생각합니다^^

Investment Point

문안한 3분기 실적 예상

▶ K-IFRS 별도 기준 동사의 3분기 매출액은 1,270억원(+8.0% YoY, -5.3 QoQ), 영업이익 178억원(+1.7% YoY, +2.3% QoQ, OPM 14.0%), 순이익 130억원(전년대비 흑전, +7.4% QoQ)으로 예상된다.

▶ 우리는 실적 추정을 아래와 같이 조정하며, 또한 Top-tier 제약사와 동사의 Valuation Gap 이 점차 줄어들 것으로 판단하여 Target PER 을 17배에서 18배로 상향함에 따라 목표주가를 72,000원에서 81,000원으로 상향한다.

지주사 전환 구조

▶ 동사는 오는 11월 2일자 기준으로 인적분할을 추진하여, 기존의 종근당을 종근당(가칭, 신설법인, 사업회사), 종근당홀딩스(가칭, 존속법인, 지주회사)로 분할하여 12월 6일 재상장된다. 재상장 이후 주식 교환(공개매수 방식 현물 출자)으로 지주회사 체제를 갖추게 될 예정이며, 동사는 이를 통해 사업회사에 대한 지배권 강화 및 경영 효율성 제고 효과를 기대하고 있다.

투자의견 BUY, 목표주가 81,000원으로 상향, Top Pick 유지

- Top-tier 제약사와 Valuation Gap 점차 줄어들 전망
- 분할 이후 합산 시가총액 20~33% 상승 여력 보유

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	4,422	4,612	5,101	5,474	5,764
매출액증가율	5.4	4.3	10.6	7.3	5.3
영업이익	688	577	653	744	818
영업이익률	15.6	12.5	12.8	13.6	14.2
지배주주귀속 순이익	491	257	480	552	615
지배주주 귀속 EPS	3,759	1,970	3,677	4,234	4,712
증가율	22.4	-47.6	86.6	15.1	11.3
PER	6.4	11.9	18.8	16.3	14.6
PBR	0.9	0.8	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	4.6	5.0	11.8	10.4	9.3
ROA	8.8	4.4	8.1	8.9	9.2
ROE	15.0	7.3	12.7	13.3	13.3

주: 영업이익=매출총이익-판매비 / 자료: 동양증권

■ 문안한 3분기 실적 예상

K-IFRS 별도 기준 동사의 3분기 매출액은 1,270억원(+8.0% YoY, -5.3 QoQ), 영업이익 178억원(+1.7% YoY, +2.3% QoQ, OPM 14.0%), 순이익 130억원(전년대비 흑전, +7.4% QoQ)으로 예상된다.

우리는 실적 추정을 아래와 같이 조정하며, 또한 Top-tier 제약사와 동사의 Valuation Gap 이 점차 줄어들 것으로 판단하여 Target PER 을 17배에서 18배로 상향함에 따라 목표주가를 72,000원에서 81,000원으로 상향한다.

종근당 3분기 경영실적 추정 (K-IFRS 별도)								(단위: 억원)
	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13F	YoY	QoQ	3Q13F(Consensus)
매출액	1,176	1,200	1,179	1,341	1,270	8.0%	-5.3%	1,321
매출원가	509	550	514	625				
COGS%	43.3%	45.8%	43.6%	46.6%				
매출총이익	667	650	665	716				
판관비	493	507	514	542				
SG&A%	41.9%	42.3%	43.6%	40.4%				
영업이익	175	143	151	174	178	1.7%	2.3%	189
OPM%	14.9%	11.9%	12.8%	13.0%	14.0%			14.3%
기타손익	-7	-11	-12	-3	2	-128.6%	-166.7%	-3
세전계속사업이익	168	132	139	171	180	7.1%	5.3%	186
법인세비용	191	35	39	50	50	-73.8%	0.0%	50
Tax Rate%	113.7%	26.5%	28.1%	29.2%	27.8%			26.9%
당기순이익	-23	97	100	121	130	흑전	7.4%	136
NPM%	-2.0%	8.1%	8.5%	9.0%	10.2%			10.3%

자료: FnGuide, 동양증권 리서치센터

종근당 실적추정 변경										(단위: 억원)
	신규 추정			기존 추정			Change %			
	2013F	2014F	2015F	2013F	2014F	2015F	2013F	2014F	2015F	
매출	5,101	5,474	5,764	5,032	5,374	5,654	1.4%	1.9%	1.9%	
영업이익	653	744	818	679	752	854	-3.8%	-1.1%	-4.2%	
OPM%	12.8%	13.6%	14.2%	13.5%	14.0%	15.1%				
세전계속사업이익	666	767	854	669	746	881	-0.4%	2.8%	-3.1%	
순이익	480	552	615	485	541	639	-1.0%	2.0%	-3.8%	
EPS	3,677	4,234	4,712	3,714	4,143	4,893	-1.0%	2.2%	-3.7%	
연결기준 EPS	2013F 4,521 (경보제약 2013년 추정 순이익 190억원, 총 지분법이익 110억원 반영)									
Target PER	18.0									
Target Price	81,379									
현재 주가	69,000									
Upside	17.9%									

자료: 동양증권 리서치센터

■ 지주사 전환 구조

동사는 오는 11월 2일자 기준으로 인적분할을 추진하여, 기존의 종근당을 종근당(가칭, 신설법인, 사업회사), 종근당홀딩스(가칭, 존속법인, 지주회사)로 분할하여 12월 6일 재상장된다. 재상장 이후 주식 교환(공개매수 방식 현물 출자)으로 지주회사 체제를 갖추게 될 예정이며, 동사는 이를 통해 사업회사에 대한 지배권 강화 및 경영 효율성 제고 효과를 기대하고 있다.

분할 개요

구 분	회 사 명	사업 부문	역 할	분할 비율
분할되는 회사	종근당홀딩스(가칭)	분할대상부문을 제외한 투자사업부문 등	지주회사	0.279
신설 회사	종근당(가칭)	의약품 제조 및 판매업 (제조사업 일체)	사업회사	0.721

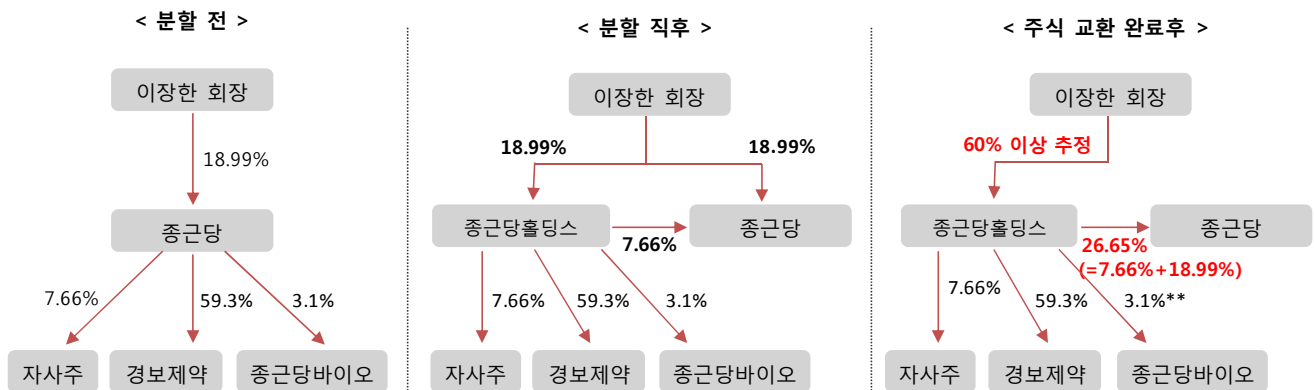
분할 후 요약 재무상태

(단위: 백만원)

	분할전	종근당홀딩스	종근당
자산	604,566	125,320	494,103
부채	250,373	26,381	224,677
자본	354,193	98,939	269,426

자료: 동양증권 리서치센터

종근당 분할 계획



주: 지주사 요건에 따라 종근당바이오의 대주주지분(이장한 등 최대주주 28.5% 보유)을 홀딩스가 가져올 예정임(주심스왑).

자료: 동양증권 리서치센터

종근당 분할 관련 주요 일정

구분	일자
매매거래 정지 기간	2013년 10월 31일 ~ 상장전일
분할 기일	2013년 11월 02일
분할 등기일	2013년 11월 05일
변경상장 및 재상장 (예정일)	2013년 12월 06일

자료: 동양증권 리서치센터

■ 기업분할 후 20~33% 상승여력 보유, Top Pick 유지

분할 이후 종근당 및 종근당홀딩스의 기업가치를 추정해보면 아래와 같으며, 분할 후 합산 시가총액이 현재보다 20~33% 상승할 것으로 기대됨에 따라 동사 Top Pick 추천을 유지한다.

종근당 분할 후 Valuation			(단위: 억원)
	2013F	2014F	YoY%
매출액	5,101	5,474	7%
영업이익	653	744	14%
OPM%	12.8%	13.6%	
세전이익	666	767	15%
RPM%	13.1%	14.0%	
순이익	480	552	15%
NPM%	9.4%	10.1%	
Target PER	18	16	
Target Market Cap.	8,640	8,832	
보통주 주식수	9,409,050	9,409,050	
목표 주가	91,826	93,867	

자료: 동양증권 리서치센터

종근당홀딩스 Valuation						(단위: 억원)
주요 자회사	지분율	장부가	당기순이익(2013F)	시가(지분율 반영)	적정가	비고
종근당	7.66%		480	662	662	'13 PER 18x 적용
경보제약(비상장)	59.30%	236	190	1,690	1,690	'13 PER 15x 적용
종근당바이오(상장)*	3.10%	21		24	24	
기타 계열사 등(18개사)		225			225	
합계					2,601	
순차입금					205	
기업가치(Net Asset Value)					2,396	
적정 시가총액					1,917	지주사 할인 20% 적용
발행주식수					3,640,950	
적정 주가					52,647	

주: 종근당바이오 2012년 순이익은 71 억이나, 1H13 순이익은 12 억으로 실적이 매우 부진함.

자료: 동양증권 리서치센터

시가총액 변화				(단위: 억원)
	분할 전	분할 후		
	종근당	종근당 + 홀딩스	Upside	
종근당 '14 PER 16x 적용시	8,940	10,749	20%	
종근당 '14 PER 18x 적용시	8,940	11,853	33%	

자료: 동양증권 리서치센터

종근당 (001630) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	4,422	4,612	5,101	5,474	5,764
매출원가	1,741	2,089	2,316	2,458	2,571
매출총이익	2,681	2,523	2,785	3,016	3,193
판매비	1,993	1,946	2,132	2,272	2,375
영업이익	688	577	653	744	818
EBITDA	788	711	780	861	928
영업외손익	-11	-20	13	23	36
외환관련손익	9	-11	-7	-7	-7
이자손익	-51	-40	-23	-13	-1
관계기업관련손익	0	-1	-1	-1	-1
기타	31	31	44	44	44
법인세비용차감전순이익	676	557	666	767	854
법인세비용	186	299	187	215	239
계속사업순이익	491	257	480	552	615
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	491	257	480	552	615
지배지분순이익	491	257	480	552	615
포괄순이익	470	226	449	522	584
지배지분포괄이익	470	226	449	522	584

주: 영업이익 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	2,951	2,827	2,976	3,391	3,855
현금및현금성자산	597	378	320	577	919
매출채권 및 기타채권	1,630	1,447	1,568	1,677	1,762
재고자산	505	600	664	712	750
비유동자산	2,758	3,082	2,992	3,041	3,097
유형자산	1,759	2,093	2,005	2,056	2,114
관계기업등 지분관련자산	377	373	370	367	364
기타투자자산	188	170	170	170	170
자산총계	5,709	5,910	5,969	6,432	6,952
유동부채	1,518	1,375	1,386	1,382	1,373
매입채무 및 기타채무	611	700	742	768	789
단기차입금	330	300	270	240	210
유동성장기부채	466	297	297	297	297
비유동부채	748	953	637	667	697
장기차입금	466	666	350	380	410
사채	0	0	0	0	0
부채총계	2,266	2,328	2,023	2,049	2,070
지배지분	3,443	3,582	3,945	4,383	4,882
자본금	326	326	326	326	326
자본잉여금	391	391	391	391	391
이익잉여금	2,862	3,008	3,403	3,871	4,401
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,443	3,582	3,945	4,383	4,882
순차입금	458	493	205	-52	-394
총차입금	1,262	1,262	916	916	916

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	449	500	479	575	660
당기순이익	491	257	480	552	615
감가상각비	81	115	109	99	92
외환손익	-1	4	7	7	7
총속, 관계기업관련손익	0	0	1	1	1
자산부채의 증감	-286	-18	-278	-244	-215
기타현금흐름	165	142	160	160	160
투자활동 현금흐름	-456	-633	-71	-200	-200
투자자산	-23	-3	3	3	3
유형자산 증가 (CAPEX)	-224	-446	-195	-195	-195
유형자산 감소	7	4	174	45	45
기타현금흐름	-216	-188	-53	-53	-53
재무활동 현금흐름	-113	-85	-431	-84	-84
단기차입금	0	-30	-30	-30	-30
사채 및 장기차입금	-2	30	-316	30	30
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-62	-85	-85	-84	-84
기타현금흐름	-49	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	1	1	-36	-33	-33
현금의 증감	-119	-217	-60	257	342
기초 현금	716	597	380	320	577
기말 현금	597	380	320	577	919
NOPLAT	688	577	653	744	818
FCF	89	-64	124	213	289

자료: 동양증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

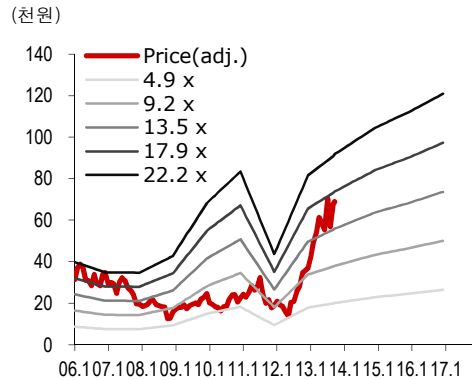
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

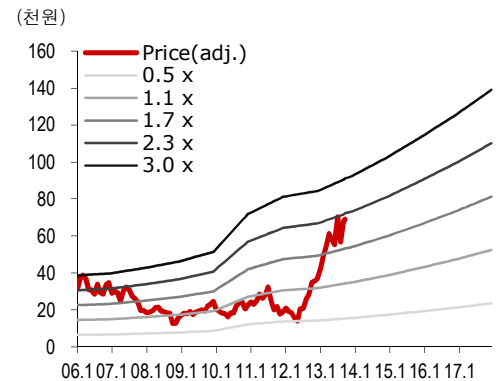
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	3,759	1,970	3,677	4,234	4,712
BPS	27,465	28,545	31,331	34,682	38,512
EBITDAPS	6,037	5,445	5,974	6,596	7,109
SPS	33,885	35,345	39,091	41,945	44,168
DPS	700	700	700	700	800
PER	6.4	11.9	18.8	16.3	14.6
PBR	0.9	0.8	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	4.6	5.0	11.8	10.4	9.3
PSR	0.7	0.7	1.8	1.6	1.6

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액 증가율 (%)	5.4	4.3	10.6	7.3	5.3
영업이익 증가율 (%)	12.3	-16.1	13.2	14.0	9.9
지배순이익 증가율 (%)	22.4	-47.6	86.6	15.2	11.3
매출총이익률 (%)	60.6	54.7	54.6	55.1	55.4
영업이익률 (%)	15.6	12.5	12.8	13.6	14.2
지배순이익률 (%)	11.1	5.6	9.4	10.1	10.7
EBITDA 마진 (%)	17.8	15.4	15.3	15.7	16.1
ROIC	15.4	7.7	13.1	14.4	15.1
ROA	8.8	4.4	8.1	8.9	9.2
ROE	15.0	7.3	12.7	13.3	13.3
부채비율 (%)	65.8	65.0	51.3	46.8	42.4
순차입금/자기자본 (%)	13.3	13.8	5.2	-1.2	-8.1
영업이익/금융비용 (배)	9.4	8.3	13.0	14.8	16.3

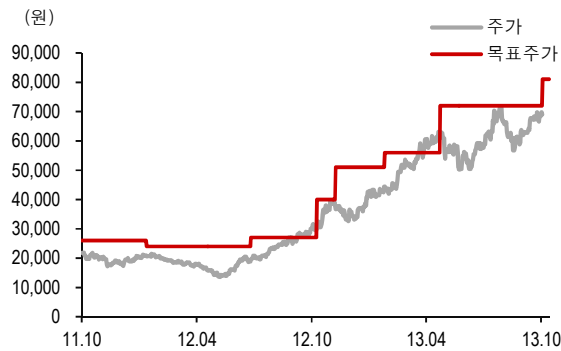
PER Band chart



PBR Band chart



종근당 (001630) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2013-10-16	BUY	81,000
2013-09-17	BUY	72,000
2013-08-19	BUY	72,000
2013-07-31	BUY	72,000
2013-07-22	BUY	72,000
2013-05-06	BUY	72,000
2013-04-16	BUY	56,000
2013-03-19	BUY	56,000
2013-02-18	BUY	56,000
2013-02-07	BUY	56,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김미현)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H-High, L-Low)로 구분
- Buy: 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10%이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.



Portfolio에 약이되는 Analyst **김미현**입니다.

(02)3770-3547

miriam.kim@tongyang.co.kr

동양증권

메디톡스 (086900)

3분기 및 Allergan 제휴 추정

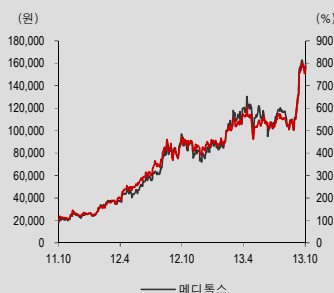
투자의견: BUY (M)
목표주가: 230,000원 (U)

제약/바이오

주가	160,200원
자본금	28억원
시가총액	9,062억원
주당순자산	24,227원
부채비율	7.54%
총발행주식수	5,656,535주
60일 평균 거래대금	123억원
60일 평균 거래량	91,792주
52주 고	163,000원
52주 저	72,000원
외인지분율	13.84%
주요주주	정현호 외 6인 21.74%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	43.2	52.9	70.4
상대	42.6	52.4	69.2
절대(달러환산)	45.9	60.8	77.4



자료: Datastream



Why This Report

동사 해외제휴가 발표났을 때, 해외출장 중이라 참 아쉬웠습니다. 예상처럼 주가는 하루 이틀만에 대부분 올랐는데요. 내년이 제휴로 인한 현금유입은 가장 달하겠지만, 동사는 이전과는 완전히 다른 기업이 될 것으로 보여 향후에도 기대가 됩니다. Allergan 제휴에 대해서는 거의 발표된 바가 없으나, 나름의 예상을 하여 실적추정에 반영해 봅니다^^

Investment Point

비수기인 3분기에도 우수한 실적 예상

▶ K-IFRS 별도 기준 동사의 3분기 매출액은 105억원(+15.4% YoY, +10.5% QoQ), 영업이익 49억원(+8.9% YoY, +11.4% QoQ, OPM 46.7%), 순이익 47억원(+17.5% YoY, +38.2% QoQ)으로 비수기임에도 불구하고 견조한 실적이 예상된다.

Allergan 제휴 반영하여 실적 및 목표주가 상향

▶ 주지하다시피 동사는 지난 9월 26일 미국 Allergan사와 대규모 기술이전 계약을 체결하였는데, 외부로 공개된 사항은 2 페이지의 표와 같다. 본 계약과 관련하여 외부에 공개된 사항은 매우 제한적이며, 우리는 과거 사례 및 현재 Botulinum Toxin 시장 현황 등을 고려하여 향후 차세대 메디톡신의 매출 및 동사에 유입될 Milestone Payment 등의 규모를 다음과 같이 추정하였다.

▶ Allergan 계약을 반영하여 동사 실적 추정을 변경하며, 투자의견은 매수(BUY) 유지하고 목표주가는 120,000만원에서 230,000원으로 상향한다(Page 4).

투자의견 BUY, 목표주가 230,000으로 상향

- 미국 Allergan과 명실공히 국내 최대규모의 기술이전 계약 체결
- Allergan 계약 관련 공개된 사항은 제한적이나, 향후 실적의 급격한 성장 예상

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	217	363	1,129	752	1,073
매출액증가율	2.9	67.1	211.4	-33.4	42.7
영업이익	86	170	914	470	758
영업이익률	39.6	46.8	81.0	62.5	70.6
지배주주귀속 순이익	74	154	793	421	681
지배주주 귀속 EPS	1,303	2,729	14,024	7,443	12,039
증가율	-30.5	109.4	413.9	-46.9	61.7
PER	17.6	21.2	11.4	21.5	13.3
PBR	2.8	5.4	6.6	5.2	3.8
EV/EBITDA	11.5	16.4	9.0	15.6	9.3
ROA	14.8	25.0	74.7	26.3	32.6
ROE	18.9	32.1	84.8	28.0	34.1

주: 영업이익=매출총이익-판매비 / 자료: 동양증권

■ 비수기인 3분기에도 우수한 실적 예상

K-IFRS 별도 기준 동사의 3분기 매출액은 105억원(+15.4% YoY, +10.5% QoQ), 영업이익 49억원(+8.9% YoY, +11.4% QoQ, OPM 46.7%), 순이익 47억원(+17.5% YoY, +38.2% QoQ)으로 비수기임에도 불구하고 견조한 실적이 예상된다.

메디톡스 3분기 실적 추정 (K-IFRS 별도)								(단위: 억원)
	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13F	YoY	QoQ	3Q13F(Consens)
매출액	91	108	88	95	105	15.4%	10.5%	107
매출원가	9	9	9	13				
COGS%	9.9%	8.3%	10.2%	13.7%				
매출총이익	83	99	79	82				
판매비	38	68	48	38				
SG&A%	41.8%	63.0%	54.5%	40.0%				
영업이익	45	31	31	44	49	8.9%	11.4%	50
OPM%	49.5%	28.7%	35.2%	46.3%	46.7%			46.7%
비영업손익	5	7	-3	-5	5	0.0%	흑전	0
세전이익	50	39	28	39	54	8.0%	38.5%	50
법인세비용	10	3	3	5	7	-30.0%	40.0%	1
Tax Rate%	20%	8%	11%	13%	13%			2%
당기순이익	40	36	25	34	47	17.5%	38.2%	49
NPM%	44.0%	33.3%	28.4%	35.8%	44.8%			45.8%

자료: 동양증권 리서치센터

메디톡스-Allergan 기술이전 계약 공개 내용

항목	내용
계약의 종류	기술 도입/이전 계약
계약 상대방	Allergan [Allergan, Inc., a Delaware corporation, and its subsidiaries, Allergan Pharmaceuticals Ireland, a company incorporated in Ireland, and Allergan Pharmaceuticals Holdings (Ireland), an unlimited company incorporated in Ireland. Collectively referred to as "Allergan".]
도입/이전 대상	차세대 메디톡신(가칭 메디톡신 아쿠아, 현재 메디톡스가 개발 중인 개선된 신경독소 후보제품)
도입/이전 방법	라이선스 이전, 허가승인을 위한 데이터 이전
계약의 주요 내용	메디톡스가 제품을 생산하고, 생산된 제품을 Allergan 이 전세계 시장에 독점 공급 미국 Allergan, Inc.은 국내와 일본을 제외한 전세계 시장에서 독점 개발 및 판매 국내시장 판권은 메디톡스 보유, 일본시장은 공동 판매
계약 시작일 / 종료일	2013년 9월 25일 / 없음
총 계약금액	USD 362mn (3,898억원)
Upfront Payment	USD 65mn (700억원)
미국 BLA 승인 등 허가 달성시 Milestone Payment	최대 USD 116.5mn (최대 1,254억원)
판매 실적에 따른 Milestone Payment	최대 USD 180.5mn (최대 1,944억원)
기준 통화	USD (2013/9/26 매매기준 환율 1,076.80원/USD 적용)
기타	향후 매출 발생에 따른 판매 로열티는 별도

자료: 동양증권 리서치센터

■ Allergan 제휴 반영하여 실적 및 목표주가 상향

주지하다시피 당사는 지난 9월 26일 미국 Allergan사와 대규모 기술이전 계약을 체결하였는데, 외부로 공개된 사항은 2 페이지의 표와 같다. 본 계약과 관련하여 외부에 공개된 사항은 매우 제한적이며, 우리는 과거 사례 및 현재 Botulinum Toxin 시장 현황 등을 고려하여 향후 차세대 메디톡신의 매출 및 동사에 유입될 Milestone Payment 등의 규모를 아래와 같이 추정하였다.

메디톡스-Allergan 기술이전 계약 관련 매출 추정					(단위: 억원)
	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F
Milestone Payment	700	248	495	511	
Allergan Sales				1,077	2,154
Sales Milestone				54	108
Supply to Allergan				269	538
Royalty				75	151
Total Sales related to Allergan Alliance	700	248	495	910	797

주: 원달러 환율 1,076.8 원 적용

자료: 동양증권 리서치센터

Allergan 계약을 반영하여 당사 실적 추정을 아래와 같이 변경하며, 투자 의견은 매수(BUY) 유지하고 목표주가는 120,000만원에서 230,000원으로 상향한다(Page 4).

메디톡스 실적추정 변경									(단위: 억원)
	신규 추정			기존 추정			YoY %		
	2012F	2013F	2014F	2012F	2013F	2014F	2012F	2013F	2014F
매출	1,129	752	1,073	479	560	628	135.7%	34.3%	70.9%
영업이익	914	470	758	242	297	325	277.7%	58.2%	133.2%
OPM%	81%	63%	71%	51%	53%	52%			
세전계속사업이익	933	495	801	257	321	366	263.0%	54.2%	118.9%
순이익	793	421	681	219	273	311	262.1%	54.2%	119.0%
EPS	14,024	7,443	12,039	3,865	4,820	5,498	262.8%	54.4%	119.0%

자료: 동양증권 리서치센터

메디톡스 DCF Valuation							
(Won in billion)	2013F	2014F	2015F	2016F	2017F	Continuing	
NOPLAT	77.7	40.0	64.4	99.4	89.9		
Depreciation & Amortization	2.0	4.8	4.7	4.6	4.7		
Free Cash	79.7	44.8	69.1	104.0	94.6		
Working Capital Increase	0.8	1.0	0.7	9.5	9.4		
Capex	25.0	6.0	1.0	1.0	1.0		
Total investment	25.8	7.0	1.7	10.5	10.4		
Free Cash Flow	53.9	37.8	67.4	93.5	84.2		88.4
PVIF(Present Value Interest Factor)	1.00	0.90	0.82	0.74	0.67	0.60	0.60
PV of FCF	53.9	34.2	55.1	69.1	56.3		
Terminal Value							1,577.5
* Share Price Calculation		* WACC Calculation					
FCF growth (normalized,%)	5.0	Beta			1.2		
Terminal growth (%)	5.0	Rf			2.9		
WACC	10.6	Risk Premium			6.0		
PV of FCF	269	Dividend Yield (%)			0.6		
PV of continuing value	953	Re			10.7		
Sum	1,222						
Net Debt	-67	We			1.0		
Equity value	1,288	Wd			0.0		
# of Shares ('000)	5,657	Re			10.7		
Share Price (calculated)	228,215	Rd			4.0		
Stock Price	160,200	WACC			10.6		
Total Return	42.5%						

자료: 동양종합금융증권 리서치센터

메디톡스 (086900) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	217	363	1,129	752	1,073
매출원가	27	34	58	93	99
매출총이익	190	329	1,072	660	974
판매비	104	158	158	190	217
영업이익	86	170	914	470	758
EBITDA	101	188	934	518	805
영업외손익	-7	11	20	25	44
외환관련손익	0	2	-2	-2	-2
이자손익	7	11	24	29	47
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-14	-2	-2	-2	-2
법인세비용차감전순이익	79	181	933	495	801
법인세비용	5	27	140	74	120
계속사업순이익	74	154	793	421	681
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	74	154	793	421	681
지배지분순이익	74	154	793	421	681
포괄순이익	74	154	793	421	681
지배지분포괄이익	74	154	793	421	681

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	284	385	837	1,162	1,775
현금및현금성자산	12	9	439	740	1,333
매출채권 및 기타채권	62	113	128	150	168
재고자산	9	9	10	12	14
비유동자산	245	320	580	622	615
유형자산	148	206	441	459	428
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	1	1	1	1	1
자산총계	529	705	1,417	1,784	2,390
유동부채	97	109	55	55	55
매입채무 및 기타채무	12	28	28	28	28
단기차입금	80	54	0	0	0
유동성장기부채	0	4	4	4	4
비유동부채	21	45	45	45	24
장기차입금	0	21	21	21	0
사채	0	0	0	0	0
부채총계	118	153	99	99	78
지배지분	411	552	1,318	1,685	2,312
자본금	28	28	28	28	28
자본잉여금	139	139	139	139	139
이익잉여금	299	436	1,202	1,569	2,196
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	411	552	1,318	1,685	2,312
순차입금	-129	-183	-667	-969	-1,582
총차입금	80	78	24	24	3

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	53	148	810	463	726
당기순이익	74	154	793	421	681
감가상각비	13	14	15	42	41
외환손익	0	-4	2	2	2
총속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-45	-42	-8	-10	-7
기타현금흐름	11	25	8	9	9
투자활동 현금흐름	-107	-151	-271	-81	-31
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-11	-71	-250	-60	-10
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-96	-80	-21	-21	-21
재무활동 현금흐름	9	-1	-70	-42	-63
단기차입금	30	-23	-54	0	0
사채 및 장기차입금	0	26	0	0	-21
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-16	-16	-27	-54	-54
기타현금흐름	-5	13	12	12	12
연결범위변동 등 기타	0	0	-38	-38	-38
현금의 증감	-46	-4	431	301	593
기초 현금	58	12	8	439	740
기말 현금	12	8	439	740	1,333
NOPLAT	86	170	914	470	758
FCF	40	50	539	377	674

자료: 동양증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

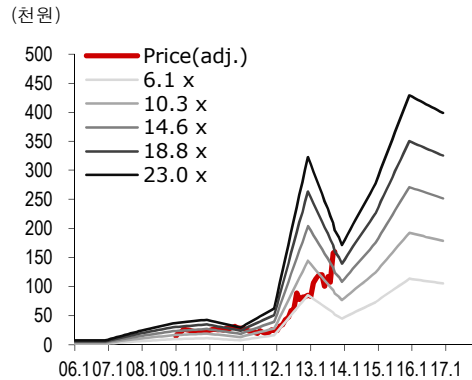
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

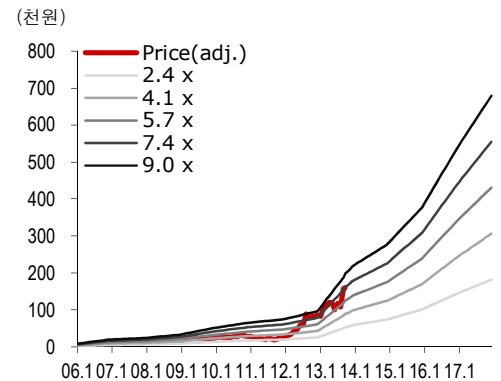
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	1,303	2,729	14,024	7,443	12,039
BPS	8,233	10,684	24,227	30,713	41,796
EBITDAPS	1,794	3,323	16,504	9,158	14,225
SPS	3,837	6,411	19,963	13,295	18,972
DPS	300	500	1,000	1,000	1,000
PER	17.6	21.2	11.4	21.5	13.3
PBR	2.8	5.4	6.6	5.2	3.8
EV/EBITDA	11.5	16.4	9.0	15.6	9.3
PSR	6.0	9.0	8.0	12.0	8.4

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액 증가율 (%)	2.9	67.1	211.4	-33.4	42.7
영업이익 증가율 (%)	-21.0	98.3	436.3	-48.5	61.2
지배순이익 증가율 (%)	-30.5	109.4	413.9	-46.9	61.8
매출총이익률 (%)	87.5	90.6	94.9	87.7	90.8
영업이익률 (%)	39.6	47.0	80.9	62.5	70.6
지배순이익률 (%)	34.0	42.6	70.2	56.0	63.5
EBITDA 마진 (%)	46.8	51.8	82.7	68.9	75.0
ROIC	30.7	45.2	154.0	58.9	89.8
ROA	14.8	25.0	74.7	26.3	32.6
ROE	18.9	32.1	84.8	28.0	34.1
부채비율 (%)	28.7	27.8	7.5	5.9	3.4
순차입금/자기자본 (%)	-31.5	-33.1	-50.6	-57.5	-68.5
영업이익/금융비용 (배)	35.3	98.2	1,705.3	877.4	10,928.4

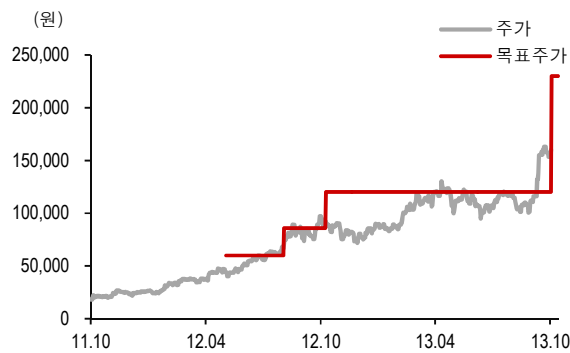
PER Band chart



PBR Band chart



메디톡스 (086900) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2013-10-16	BUY	230,000
2013-09-17	BUY	120,000
2013-08-19	BUY	120,000
2013-07-22	BUY	120,000
2013-04-16	BUY	120,000
2013-03-19	BUY	120,000
2013-02-19	BUY	120,000
2013-02-18	BUY	120,000
2013-01-14	BUY	120,000
2012-12-18	BUY	120,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김미현)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H-High, L-Low)로 구분
- Buy: 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~-10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10%이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.



Portfolio에 약이되는 Analyst **김미현**입니다.

(02)3770-3547

miriam.kim@tongyang.co.kr

동양증권

코오롱생명과학 (102940)

매출 부진하나 API 수익성 놀라워

투자의견: **BUY (M)**

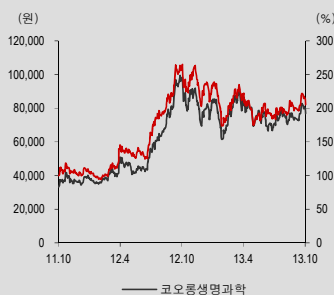
목표주가: **95,000원 (M)**

제약/바이오

주가	76,800원
자본금	26억원
시가총액	4,020억원
주당순자산	23,742원
부채비율	70.96%
총발행주식수	5,234,070주
60일 평균 거래대금	26억원
60일 평균 거래량	34,125주
52주 고	98,400원
52주 저	61,500원
외인지분율	4.03%
주요주주	코오롱 외 13인 37.76%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	3.2	8.0	(22.0)
상대	2.8	7.7	(22.5)
절대(달러환산)	5.2	13.6	(18.8)



자료: Datastream



Why This Report

전일 갑자기 실적발표를 하여 깜짝 놀랐습니다. 동사는 항상 갑자기 오후 4-5시에 실적을 발표하여 가끔 곤혹스러울 때가 있습니다. 실적의 내용이 겉보기처럼 나쁘지는 않을 듯 합니다. 특히 API 사업부 영업이익률이 36.5%를 기록하여 경이로울 정도입니다. 이제 4 분기에 엔저효과가 사라지면 어떨지 궁금해지네요~.

Investment Point

3분기 매출은 아직 부진하나, API 수익성 급증

- ▶ 동사의 3분기 매출은 342억원(-4.7% YoY, -2.3% QoQ), 영업이익 52억원(-21.2% YoY, +0.0% QoQ, OPM 15.2%), 순이익 26억원(-51.9% YoY, -43.5% QoQ)으로 Consensus 추정치를 하회했다.
- ▶ 엔화 약세가 지속되어(100엔당 평균 원화 환율: 1Q13 1,176원, 2Q13 1,137원, 3Q13 1,124원) 의약사업부 매출이 전년대비 4.5% 감소하였다. 동사 의약사업부(원료의약품, API, Active Pharmaceutical Ingredients) 매출 중 수출 비중은 95%이고 이중 85%는 일본으로 수출된다. 동사는 일본향 수출 대금을 엔화로 결제하고 있어, 엔화 약세는 동사 API 매출 감소를 의미한다. 환경소재 사업부의 경우, 저마진 항공제 매출의 증가로 수익성이 다소 훼손되었으나, 4분기 이후 P&G 향 항공제 상업공급 시작 및 로레알향 공급 증가가 기대된다.
- ▶ 영업외비용이 크게 증가하였는데, 주요 변화는 다음과 같다. 환차손(9억원)이 발생하였고, 충주공장 건설을 위한 장기차입금 350억원에 대한 이자비용이 그동안 자산화되다가 공장이 가동되면서 이자비용(4억원)으로 추가되었고, BW(300억 규모) 조기상환으로 처분손실(7억원)이 발생하였다.

투자의견 BUY, 목표주가 95,000원 유지

- 일본향 API 물량 전년대비 +18% 증가, 고수익 제품 수출로 OPM 36.5% 기록
- 환차손 등 일회성 영업외 비용 발생

Forecasts and valuations (K-IFRS 개별)

(단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	1,172	1,413	1,476	1,656	1,819
매출액증가율	15.0	20.5	4.5	12.2	9.8
영업이익	126	223	218	263	304
영업이익률	10.8	15.8	14.8	15.9	16.7
지배주주귀속 순이익	112	189	217	225	261
지배주주 귀속 EPS	2,650	3,978	4,165	4,307	4,981
증가율	19.3	50.1	4.7	3.4	15.6
PER	12.5	14.8	18.4	17.8	15.4
PBR	1.9	2.8	3.2	2.8	2.5
EV/EBITDA	9.7	12.4	16.1	11.2	8.4
ROA	9.0	11.1	10.7	10.1	10.6
ROE	17.0	21.0	18.8	16.9	17.1

주: 영업이익=매출총이익-판매비 / 자료: 동양증권

■ 3분기 매출은 아직 부진하나, API 수익성 급증

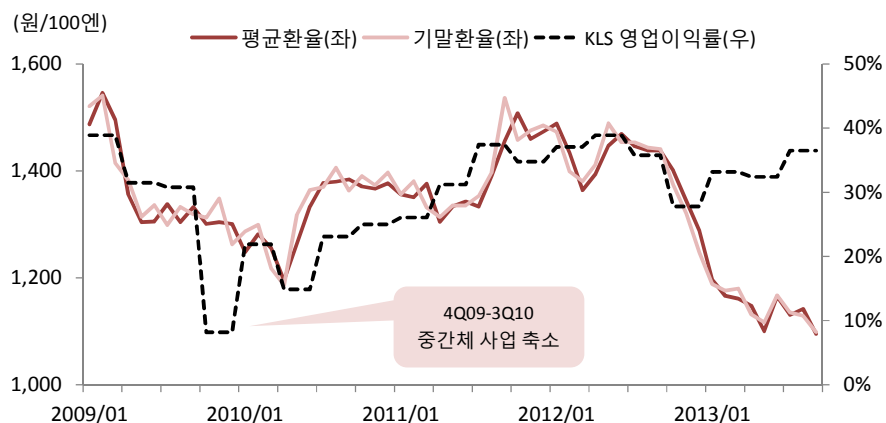
동사의 3분기 매출은 342억원(-4.7% YoY, -2.3% QoQ), 영업이익 52억원(-21.2% YoY, +0.0% QoQ, OPM 15.2%), 순이익 26억원(-51.9% YoY, -43.5% QoQ)으로 Consensus 추정치를 하회했다. 3분기 실적 부진의 원인은 다음과 같다:

- 1) 엔화 약세가 지속되어(100엔당 평균 원화 환율: 1Q13 1,176원, 2Q13 1,137원, 3Q13 1,124원) 의약사업부 매출이 전년대비 4.5% 감소하였다. 동사 의약사업부(원료의약품, API, Active Pharmaceutical Ingredients) 매출 중 수출 비중은 95%이고 이중 85%는 일본으로 수출된다. 동사는 일본향 수출 대금을 엔화로 결제하고 있어, 엔화 약세는 동사 API 매출 감소를 의미한다. 그러나 3분기 일본향 API 수출 물량은 전년대비 18% 증가하였으며(1Q13 +41% YoY, 2Q13 +23% YoY, 3Q13 +18% YoY), 고마진 API 수출로 영업이익률은 36.5%를 기록하였다.
- 2) 환경소재 사업부의 경우, 저마진 항균제 매출의 증가로 수익성이 다소 훼손되었으나, 4분기 이후 P&G 향 항균제 상업공급 시작 및 로레알향 공급 증가가 기대된다. 참고로 동사의 유니레버향 항균제 매출은 연 120억원 규모이다.
- 3) 영업외비용이 급증하였는데 세부 사항은 다음과 같다. 환차손(9억원)이 발생하였고, 충주공장 건설을 위한 장기차입금 350억원에 대한 이자비용이 그동안 자산화되다가 공장이 가동되면서 이자비용(4억원)으로 추가되었고, BW(300억 규모) 조기상환으로 처분손실(7억원)이 발생하였다.

코오롱생명과학 3분기 경영 실적								(단위: 억원)
	3Q12	4Q12	1Q13	2Q13	3Q13F	YoY	QoQ	3Q13F (Consensus)
매출액	359	336	372	350	342	-4.7%	-2.3%	402
매출원가	241	236	253	232				
COGS%	67.1%	70.2%	68.1%	66.3%				
매출총이익	118	100	119	117				
판관비	52	82	61	65				
SG&A%	14.4%	24.4%	16.4%	18.6%				
영업이익	66	19	58	52	52	-21.2%	0.0%	64
OPM%	18.4%	5.7%	15.5%	14.9%	15.2%			15.9%
비영업손익	-2	-4	49	1	-21	NA	NA	-3
세전계속사업이익	64	15	107	53	31	-51.6%	-41.5%	61
법인세비용	10	-1	15	7	5	-50.0%	-28.6%	11
Tax Rate%	15.6%	-6.7%	14.0%	13.2%	16.1%			18.0%
당기순이익	54	16	92	46	26	-51.9%	-43.5%	50
NPM%	15.0%	4.8%	24.7%	13.1%	7.6%			12.4%
* Total R&D Cost	25	34	26	27	25	0.0%	-7.4%	
* Bio R&D Cost	10	19	11	15	11	10.0%	-26.7%	

자료: FnGuide, 동양증권 리서치센터

코오롱생명과학 의약사업부(API) OPM VS 원엔 환율



자료: 동양증권 리서치센터

코오롱생명과학 사업부별 실적

(단위: 억원)

	1Q12	2Q12	3Q12	4Q12	2012	1Q13	2Q13	3Q13
전체 매출	339	378	359	336	1,413	372	350	342
yoy%	29.1%	27.3%	24.4%	3.9%	20.5%	9.6%	-7.4%	-4.7%
영업이익	66	73	65	19	223	58	52	52
yoy%	372.9%	96.2%	24.0%	-44.9%	61.8%	-13.0%	-28.8%	-20.0%
opm%	19.5%	19.3%	18.1%	5.6%	15.8%	15.5%	14.9%	15.2%
의약사업(API) 매출	174	193	176	178	721	205	176	168
yoy%	85.5%	47.4%	22.1%	15.5%	37.9%	17.4%	-8.8%	-4.5%
1) 제네릭 API	103	103	103	115	424	120	125	107
yoy%	35.4%	39.9%	26.5%	25.9%	31.5%	16.5%	21.4%	3.7%
2) 중간체	22	22	19	6	69	28	13	23
yoy%	21.8%	171.6%	5.6%	-51.6%	21.7%	29.4%	-40.9%	18.4%
3) CMO	50	69	53	57	229	56	39	39
yoy%		40.2%	18.6%	13.5%	58.5%	13.9%	-43.5%	-26.4%
영업이익	65	75	63	50	252	68	57	61
yoy%	163.7%	83.8%	16.9%	-7.8%	45.8%	5.0%	-24.0%	-2.5%
opm%	37.1%	38.9%	35.8%	27.8%	35.0%	33.2%	32.4%	36.5%
환경소재 사업 매출	92	94	94	79	359	96	91	92
yoy%	0.2%	-2.8%	16.0%	-14.3%	-0.7%	3.7%	-3.2%	-2.1%
1) 항균제	76	74	78	61	289	78	80	76
yoy%	7.6%	-0.3%	14.2%	-15.7%	1.3%	3.2%	8.1%	-2.4%
2) 기타	16	20	16	18	70	17	11	10
yoy%	-24.2%	-11.1%	26.0%	-9.1%	-8.1%	6.1%	-45.0%	-39.4%
영업이익	10	9	8	-13	14	-3	5	-4
yoy%	-706.3%	104.5%	-4.8%	222.5%	92%	NA	-44.4%	NA
opm%	10.5%	9.6%	8.5%	-16.4%	3.8%	NA	5.5%	-4.7%
WS 사업 매출	73	92	89	79	332	71	84	88
yoy%	-5.2%	31.8%	40.4%	1.5%	15.6%	-1.7%	-8.2%	-1.5%
영업이익	0	0	4	-1	3	4	5	6
yoy%	-75.0%	-150.0%	471.4%	-63.6%	-214%	NA	NA	50.0%
opm%	0.1%	0.3%	4.5%	-1.5%	1.0%	6.0%	6.0%	6.8%

주: 상기 영업이익은 동사 내부 참고자료로 2012년 K-IFRS 영업이익 기준이 변경되었는데, 이러한 변화가 사업부별 영업이익에는 반영되지 않았음.

자료: 동양증권 리서치센터

■ 실적 추정 변경

동사에 대한 실적 추정을 아래와 같이 다소 하향하지만, 이제 2014년 실적을 기준으로 목표주가를 산출해야하는 시점이 다가오기 때문에 투자의견 매수(BUY), 목표주가 95,000원을 유지한다. 내년 EPS 4,307원에 기존 Target PER 22배(대만 API 기업 평균 PER 적용)를 적용시 목표주가는 95,000원으로 계산된다.

코오롱생명과학 실적추정 변경							(단위: 억원)		
	신규 추정			기존 추정			Change %		
	2013F	2014F	2015F	2013F	2014F	2015F	2012F	2013F	2014F
매출	1,476	1,656	1,819	1,531	1,726	1,902	-3.6%	-4.1%	-4.4%
영업이익	218	263	304	233	281	325	-6.4%	-6.4%	-6.5%
OPM%	14.8%	15.9%	16.7%	15.2%	16.3%	17.1%			
세전계속사업이익	246	259	307	280	282	333	-12.1%	-8.2%	-7.8%
순이익	217	225	261	247	249	294	-12.1%	-9.6%	-11.2%
EPS	4,165	4,307	4,981	4,747	4,766	5,622	-12.3%	-9.6%	-11.4%

자료: 동양증권 리서치센터

코오롱생명과학 (102940) 추정재무제표 (K-IFRS 개별)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	1,172	1,413	1,476	1,656	1,819
매출원가	835	954	1,004	1,118	1,220
매출총이익	337	459	472	538	598
판매비	211	236	254	275	295
영업이익	126	223	218	263	304
EBITDA	159	262	271	378	473
영업외손익	2	-9	27	-4	3
외환관련손익	-1	-9	-17	-8	-8
이자손익	-10	-8	-7	-5	3
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	13	8	51	8	8
법인세비용차감전순이익	127	214	246	259	307
법인세비용	16	25	29	34	46
계속사업순이익	112	189	217	225	261
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	112	189	217	225	261
지배지분순이익	112	189	217	225	261
포괄순이익	108	184	211	220	255
지배지분포괄이익	108	184	211	220	255

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	972	774	923	1,147	1,471
현금및현금성자산	390	161	285	439	699
매출채권 및 기타채권	302	247	255	280	303
재고자산	279	358	374	420	461
비유동자산	523	1,149	1,197	1,183	1,104
유형자산	457	1,040	1,088	1,075	996
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	5	44	44	44	44
자산총계	1,496	1,923	2,120	2,330	2,575
유동부채	337	400	425	454	482
매입채무 및 기타채무	176	208	212	222	231
단기차입금	109	124	144	163	183
유동성장기부채	41	44	44	44	44
비유동부채	425	455	455	455	455
장기차입금	155	253	253	253	253
사채	247	179	179	179	179
부채총계	762	856	880	909	938
지배지분	733	1,067	1,240	1,421	1,637
자본금	21	26	26	26	26
자본잉여금	306	453	453	453	453
이익잉여금	408	590	768	955	1,176
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	733	1,067	1,240	1,421	1,637
순차입금	162	439	334	200	-40
총차입금	552	600	620	639	659

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	117	234	263	284	380
당기순이익	112	189	217	225	261
감가상각비	33	38	51	113	168
외환손익	1	1	17	8	8
총속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-119	-24	-38	-78	-72
기타현금흐름	91	29	15	15	15
투자활동 현금흐름	-250	-653	-103	-103	-93
투자자산	0	-39	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-275	-610	-100	-100	-90
유형자산 감소	31	0	0	0	0
기타현금흐름	-6	-4	-3	-3	-3
재무활동 현금흐름	374	191	-18	-19	-19
단기차입금	-38	20	20	20	20
사채 및 장기차입금	413	101	0	0	0
자본	1	71	0	0	0
현금배당	0	0	-39	-39	-39
기타현금흐름	-1	-1	0	0	0
연결범위변동 등 기타	0	0	-16	-7	-7
현금의 증감	240	-229	124	154	260
기초 현금	149	390	161	285	439
기말 현금	390	161	285	439	699
NOPLAT	126	223	218	263	304
FCF	-251	-398	107	165	265

자료: 동양증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

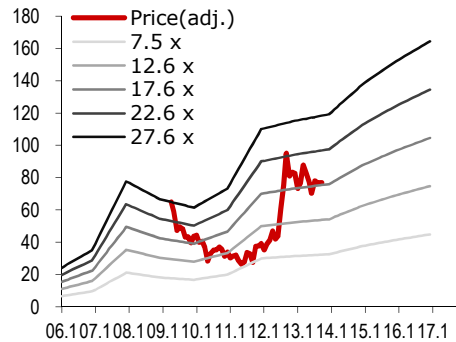
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	2,650	3,978	4,165	4,307	4,981
BPS	17,152	20,773	23,742	27,196	31,325
EBITDAPS	3,784	5,515	5,199	7,213	9,033
SPS	27,802	29,725	28,360	31,643	34,744
DPS	5	750	750	750	750
PER	12.5	14.8	18.4	17.8	15.4
PBR	1.9	2.8	3.2	2.8	2.5
EV/EBITDA	9.7	12.4	16.1	11.2	8.4
PSR	1.2	2.0	2.7	2.4	2.2

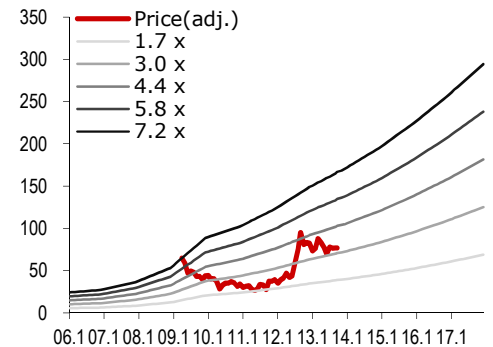
재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액 증가율 (%)	15.0	20.5	4.5	12.2	9.8
영업이익 증가율 (%)	22.3	77.3	-2.1	20.5	15.3
지배순이익 증가율 (%)	23.2	69.2	14.7	4.0	15.6
매출총이익률 (%)	28.7	32.5	32.0	32.5	32.9
영업이익률 (%)	10.7	15.8	14.8	15.9	16.7
지배순이익률 (%)	9.5	13.4	14.7	13.6	14.3
EBITDA 마진 (%)	13.6	18.6	18.3	22.8	26.0
ROIC	14.0	16.6	12.8	14.7	16.4
ROA	9.0	11.1	10.7	10.1	10.6
ROE	17.0	21.0	18.8	16.9	17.1
부채비율 (%)	103.9	80.2	71.0	64.0	57.3
순차입금/자기자본 (%)	22.1	41.1	26.9	14.1	-2.4
영업이익/금융비용 (배)	7.1	13.4	12.7	14.9	16.6

(천 원)

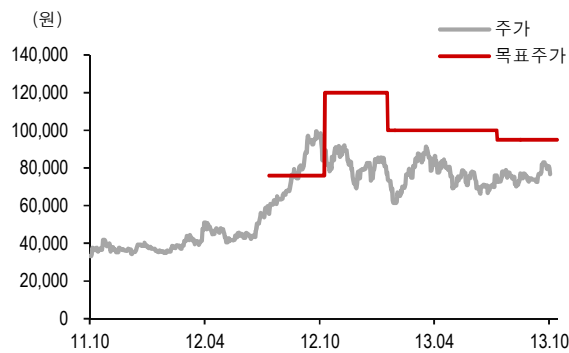


PBR Band chart

(천 원)



코오롱생명과학 (102940) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2013-10-16	BUY	95,000
2013-09-17	BUY	95,000
2013-08-19	BUY	95,000
2013-07-23	BUY	95,000
2013-07-22	BUY	100,000
2013-04-18	BUY	100,000
2013-04-16	BUY	100,000
2013-03-19	BUY	100,000
2013-02-18	BUY	100,000
2013-01-30	BUY	100,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 김미현)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H-High, L-Low)로 구분
- Buy: 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10%이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.