

제약/바이오

한박자 쉬고 2분기부터 해외성과 부각

실적 턴어라운드와 해외 진출에 대한 기대감 고조

제약업종 주가는 2012년 약가인하 이후 실적 턴어라운드와 해외 진출에 대한 기대감으로 연초 이후 시장 대비 7% 아웃퍼폼하였다. 2014년 제약 유니버스의 실적은 매출액 성장률 +12.8%, 영업이익 증가율 +23.5%로 양호한 실적을 달성할 전망이다. 이는 기저효과로 인한 내수 수요 회복, 수출 실적 +24% 증가, 그리고 외형성장에 따른 비용부담 완화 때문이다.

1분기 실적은 시장 기대치를 하회할 전망 → 주가 조정 후 종목간 밸류에이션 차별화 예상

하지만 1분기 실적은 시장의 높은 기대치를 다소 하회할 전망이다. 1분기가 계절적 비수기일 뿐 아니라 환자수 감소와 만성질환 치료제 시장이 부진하였고, 일부 비용들이 선집행되었기 때문이다. 반면 신약개발과 해외 진출 모멘텀 부각은 2-3분기에 집중되기 때문에 단기간 주가 조정이 예상된다. 2014년에는 내수 매출과 수출 사이에 성장률 차이가 부각될 것으로 예상되기 때문에 향후 업종 지수 반등시 내수시장 의존도가 높은 종목과 해외 실적 성장성이 큰 종목간의 밸류에이션 차별화가 더욱 확대될 것으로 전망한다.

업종 투자의견 비중확대 유지, 업종 Top pick은 동아에스티

정부 정책 영향과 경기 침체로 국내 제약시장의 성장은 제한적일 것으로 판단한다. 그러나 상위 제약사 매출의 60%가 수출 성장에 의해 견인되고 있고, 2014년에는 외형성장에 따른 수익성 개선이 동반될 전망이므로 제약업종 투자의견은 Overweight을 유지한다. 따라서 어닝시즌을 앞둔 시점에서 제약업종의 주가조정은 2분기 이후 해외실적 모멘텀이 부각되는 회사를 중심으로 매수 기회가 될 것으로 판단한다. 제약업종 Top pick은 2분기 수출실적과 미국 항생제 신약허가가 동시에 기대되는 동아에스티를 추천한다.

2014. 3. 26 산업분석

Analyst 정보라

bora.chung@hanwha.com

RA 송한상

han.song@hanwha.com

Overweight

제약업종 주가 추이와 전망



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

Contents

I. 2014년 산업전망 업데이트	3
1. 2014년 실적 견조하게 성장할 것으로 전망	3
2. 내수 시장 성장은 둔화, 하지만 약가인하 정책 강도도 같이 약화	8
3. 내수 시장에서의 성장을 위해 다국적 제약사와 전략적 제휴 확대	12
4. 수출 전망은 여전히 밝음	14
II. 투자의견 비중확대, 하지만 본격적인 밸류에이션 차별화 시작	18
III. 한화투자증권 제약업종 유니버스	25
동아에스티(170900/Buy/maintain, TP: 165,000원(유지))	26
녹십자(006280/Buy/maintain, TP: 160,000원(유지))	32
유한양행(000100/Buy/maintain, TP: 230,000원(유지))	37
종근당(185750/Hold/downgrade, TP: 88,000원(유지))	41
한미약품(128940/Hold/downgrade, TP: 140,000원(하향))	44
대웅제약(069620/Hold/downgrade, TP: 81,000원(하향))	49
LG생명과학(068870/Sell/downgrade, TP: 32,000원(하향))	55

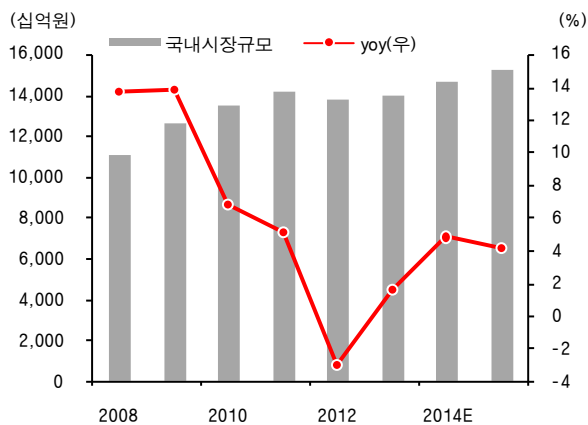
I. 2014년 산업전망 업데이트

1. 2014년 실적 견조하게 성장할 것으로 전망

약가인하 이후 성장을 회복하는 추세

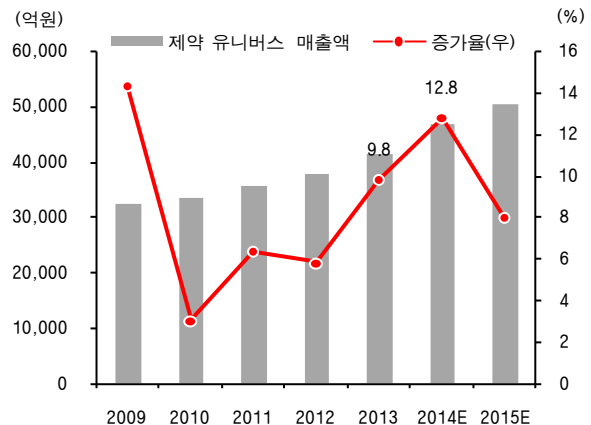
2014년 제약 유니버스(동아, 유한, 한미, 종근당, 녹십자, LG생명과학, 대웅)는 2013년 대비 매출액 성장률 +12.8%, 영업이익 증가율 +23.5%를 기록할 것으로 추정된다. 2011년과 2012년 각각 매출성장률 +6.4%, +5.8%로 정체되어 있었으나 12년 4월 대규모 약가인하 이후 13년 외형성장은 +9.8%를 달성하였고, 올해에는 수출 증가로 인해 +12.8%의 성장을 보일 전망이다. 일괄 약가인하율이 평균 14%에 달하면서 2012년 제약시장은 -7.4% 역성장하였으나 국내 상위사들은 +5.8%의 매출 증가율을 보였었다. 외형 축소를 방어하기 위해 다국적 제약사와의 공동 마케팅을 확대하고, 해외시장으로 눈을 돌려 수출 확대에 주력한 것이 주요한 성장전략이었다고 판단한다. 2014년에도 역시 수출 증가가 외형성장을 이끌 전망이다. 제약 유니버스 기준 수출 비중은 2013년 21.2%에서 2014년 22.7%로 늘어날 것으로 추정되며, 증가율은 +24%에 달할 것으로 예상된다. 다국적 제약사로부터 도입 품목도 신규 계약 체결로 2012년 3,400억원, 2013년 4,565억원에서 2014년 5,500억원으로 매출 기여도가 더 커질 전망이다.

[그림1] 2014년 국내 제약시장 성장률은 +4.8%로 추정



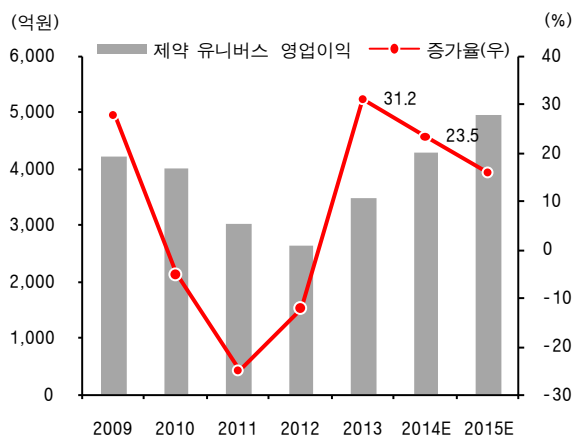
자료: IMS Health, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 제약 유니버스 2014년 매출 성장률 +12.8%



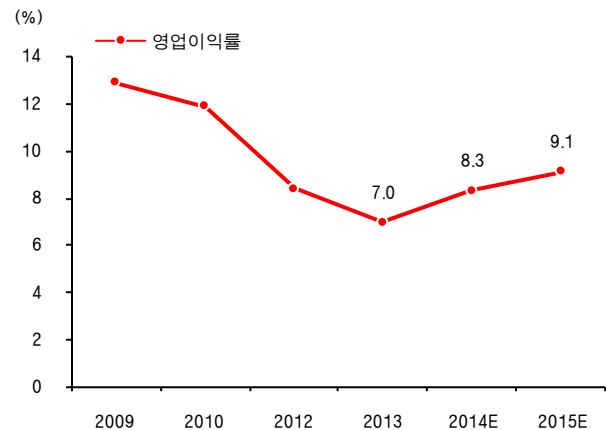
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 수익성 개선으로 영업이익은 +23.5% 증가할 것으로 예상



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

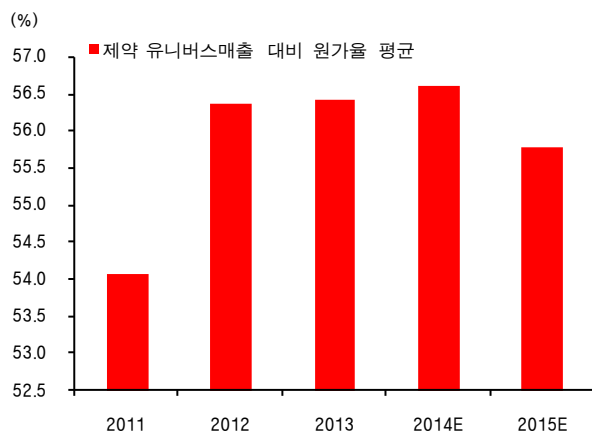
[그림4] 고마진 사업부 비중 확대와 매출 성장에 따른 비용부담 완화로 전반적인 수익성 개선 추세 기대



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

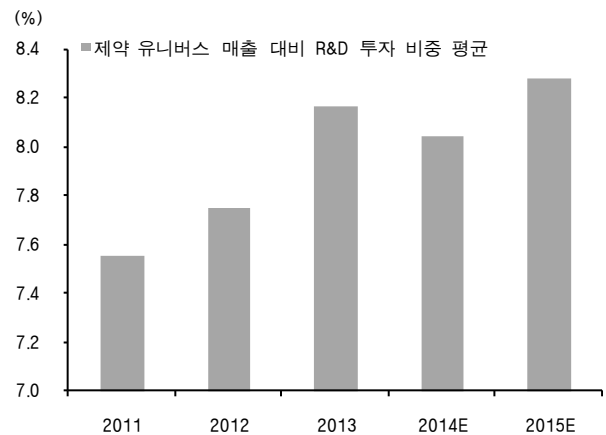
약가인하로 하락했던 영업이익률은 2012년을 저점으로 회복되는 추세이다. 지난해 영업이익 증가율(제약 유니버스 기준) +31.2%에 이어 올해에도 +23.5%로 수익성 개선세를 이어갈 것으로 예상된다. 상위사들의 영업이익은 2009년 이후 3년 연속 감소세를 이어가다가 2013년 턴어라운드를 시작하였다. 2011년에는 약가인하를 앞두고 재고자산 처분 손실이 크게 발생하면서 이익이 감소하였고, 2012년에는 실제 약가인하 효과로 매출감소와 원가율 상승이 동시에 일어나면서 평균 영업이익률은 2009년 12.9%에서 2012년 7.0%까지 하락하였다. 2014년에는 수익성이 좋은 수출 사업부 비중 확대와 매출 증가에 따른 비용 부담 완화로 이익률은 9.1%까지 회복될 전망이다. 내수 시장 보다는 해외시장 진출에 주력하고 있기 때문에 상위 제약사들의 연구개발비 투자는 꾸준히 늘어날 것으로 예상되나, 수출 비중이 확대되면서 원가율이 하락하고, 내수 집중도가 떨어지면서 판매비 부담도 감소할 것으로 전망한다.

[그림5] 상품 비중 증가로 원가율 상승 -> 수출 비중 확대로 하락전망



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] R&D 투자는 꾸준히 늘어나는 중



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 제약 유니버스 2014년 실적 추정

(단위: 억원, %)

	2012년		2013년				2014년				2014년(컨센서스)			
	매출액	영업이익	매출액	yoy	영업이익	yoy	매출액	yoy	영업이익	yoy	매출액	yoy	영업이익	yoy
동아에스티	9,310	885	4,954	-46.8	390	-56.0	6,570	32.6	660	69.4	6,440	30.0	623	59.9
유한양행	7,628	304	9,316	22.1	559	84.0	10,441	12.1	731	30.7	10,446	12.1	743	32.8
중근당	4,612	577	5,087	10.3	629	9.1	5,626	10.6	756	20.2	5,610	10.3	726	15.4
대웅제약	6,646	378	6,749	1.5	720	90.5	7,583	12.4	804	11.6	7,598	12.6	838	16.3
LG생명과학	4,060	152	4,173	2.8	144	-5.7	4,481	7.4	155	7.9	4,490	7.6	193	34.3
녹십자	8,118	744	8,882	9.4	788	6.0	10,166	14.5	969	22.9	9,772	10.0	939	19.2
한미약품	6,740	481	7,302	8.3	619	28.5	8,526	16.8	856	38.4	8,243	12.9	822	32.9

주: 동아에스티 2012년 실적은 동아제약 기준, 한미약품, 녹십자는 연결기준

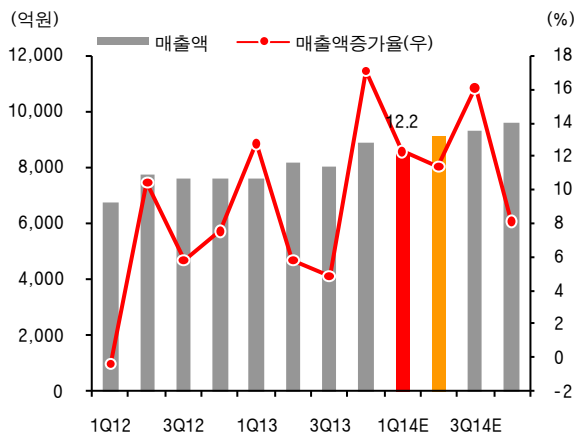
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

1분기 실적보다는 2분기 실적이 더욱 기대된다

제약 유니버스(동아, 유한, 한미, 종근당, 녹십자, LG생명과학, 대웅) 종목들의 2014년 1분기 매출성장률은 +12.2%, 영업이익 증가율은 +15.1%를 기록할 것으로 추정된다. 녹십자가 백신과 플랜트(혈액제제) 수출 실적 증가로 매출 성장률 +21.9%로 가장 높은 성장세를 보일 것으로 전망되며, 품목도입 효과가 지속되는 유한양행이 베이스 부담에도 불구하고 +13.9%의 성장을 기록할 것으로 추정된다. 영업이익률은 평균 8.0%로 지난해 1분기 7.8% 대비 소폭 개선될 것으로 예상된다.

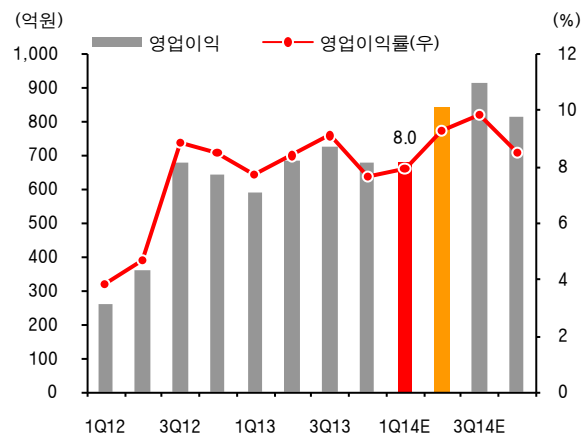
제약 유니버스의 1분기 실적은 시장의 높은 기대치를 소폭 하회할 전망이다. 지난해 하반기부터 마진개선 가능성을 보여주었던 유한양행은 도입품목 성장이 이어지고 있고, 판매비 부담이 감소하고 있어 영업이익 증가를 +27.2%를 기록할 것으로 추정되고, 지난 4분기 비용이슈와 매출 정체로 부진했던 동아에스티는 전분기 대비 매출 성장률은 +4.7%, 영업이익은 +4.9% 증가할 것으로 추정된다. 재고자산 처분과 코프로모션 품목 정산 이슈로 어닝쇼크를 보였던 대웅제약도 원외처방 부진에도 불구하고 회계기준 변경과 도입품목 성장으로 무난한 실적이 예상된다. 4분기 북경한미 성장세를 회복하며 주가 흐름이 좋았던 한미약품은 1분기 북경한미와 수출 모두 시장 기대치를 다소 하회할 것으로 예상되며, 녹십자는 수출 성장으로 매출은 크게 성장하는 것에 반해 R&D 비용 이슈로 1분기 예상보다 이익률이 다소 부진할 전망이다. LG생명과학은 지난해 1분기 보다는 규모가 적겠지만 매출 규모의 한계로 적자를 기록할 것으로 추정된다.

[그림7] 2014년 1분기 제약 유니버스 매출 성장률은 +12.2% 전망



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 영업이익 증가율은 +15.1%, 영업이익률은 8.0% 예상



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 제약 유니버스 1분기 실적 추정

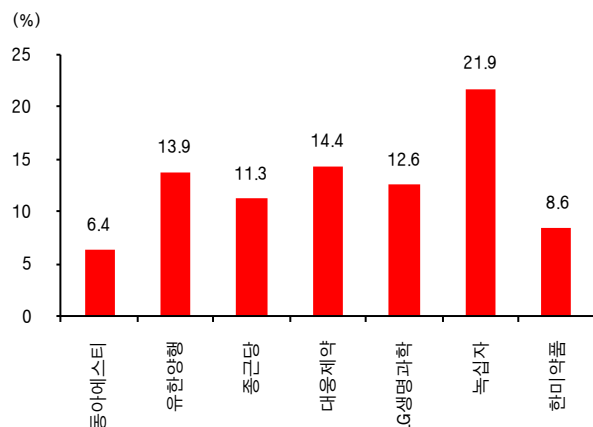
(단위: 억원, %)

	2013년 1분기		2013년 4분기				2014년 1분기				2014년 1분기(컨센서스)			
	매출액	영업이익	매출액	yoy	영업이익	yoy	매출액	yoy	영업이익	yoy	매출액	yoy	영업이익	yoy
동아에스티	1,476	34	1,500	-0.1	108	-74.8	1,571	6.4	113	233.2	1,543	4.5	131	285.3
유한양행	2,156	121	2,582	33.1	199	151.9	2,455	13.9	154	27.2	2,479	15.0	165	36.4
종근당	1,179	151	1,303	8.5	121	-15.6	1,312	11.3	169	11.6	1,338	13.5	171	13.2
대웅제약	1,626	169	1,818	26.7	87	0.1	1,860	14.4	191	12.9	1,838	13.0	190	12.4
LG생명과학	933	-31	1,214	-3.4	100	-33.3	1,051	12.6	-7	적지	1,023	9.6	-9	적지
녹십자	1,790	118	2,424	24.9	55	흑전	2,181	21.9	158	33.8	2,102	17.4	166	40.7
한미약품	1,703	180	1,940	11.7	172	-8.1	1,849	8.6	172	-4.1	1,918	12.6	197	9.6

주: 한미약품, 녹십자는 연결기준

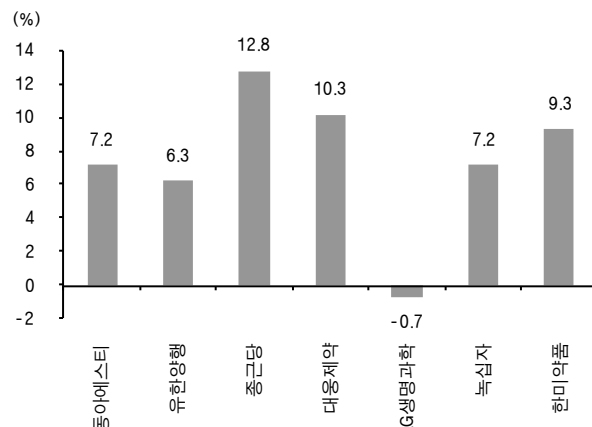
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 회사별 2014년 1분기 매출액 증가율(yoy)



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 회사별 2014년 1분기 영업이익률



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

제약 유니버스의 분기별 실적은 1분기보다는 2분기가 좋을 전망이다. 계절적으로 1분기는 다소 비수기일 뿐 아니라 1,2월 원외처방을 살펴봤을 때 감기약을 제외한 만성질환 치료제 성장률은 예상보다 다소 부진하였기 때문에 고혈압, 고지혈증, 위장관 관련 치료제 매출 비중이 높은 상위사들의 전문약 사업부의 1분기 성장률은 높지 않을 것으로 전망된다. 반면 2분기 실적이 양호할 것으로 예상되는 이유는 4월에 크레스토(연간 800억 이상 매출 규모의 고지혈증 치료제, 아스트라제네카) 특허만료가 예정되어 있기 때문에 대부분 상위제약사가 제네릭이 출시할 예정이며, 동아에스티는 수출 실적 증가, 종근당은 듀비에(당뇨신약) 출시, 한미약품은 에소메졸 수출 등 개별적으로 2분기 외형성장이 기대되는 이벤트가 있기 때문이다.

동아에스티는 올해 1월 WHO로부터 결핵치료제 국제입찰 사업부문 1순위 공급자로 선정되었다. 입찰공급액이 지난해 1,600만달러에서 올해 3,300만달러로 크게 증가할 것으로 예상되며, 2분기부터 본격적인 수출이 시작되기 때문에 내수실적 정체에도 불구하고 2분기 실적은 양호할 것으로 기대된다. 종근당의 2분기 성장동력은 자체 신약 듀비에(당뇨)와 크레스토 제네릭 출시이다. 2월 출시된 듀비에에는 올해 매출 목표가 100억원 이상이며, 리피로우(고지혈, 리피토 제네릭) 이후 크레스토 제네릭을 새로운 블록버스터 제네릭으로 성장시킬 것으로 예상되기 때문에 2분기 외형성장에 따른 큰 폭의 이익증가가 기대된다. 한미약품도 2분기 실적 성장성이 1분기보다 나을 것으로 예상된다. 지난해 1분기 실적이 좋았기 때문에 기저효과도 있지만 에소메졸(넥시움 제네릭)이 작년 말 미국 런칭 이후 상승 탄력을 받을 시기이며, 내수 실적 또한 계절적으로 2분기가 더 좋기 때문이다. 따라서 상위사들의 1분기 실적이 양호한 증가율을 보임에도 불구하고 어닝 모멘텀은 2분기 실적 시즌에 더욱 강할 것으로 예상된다.

[표3] 제약유니버스 Valuation Table

(단위: 억원, 배, %)

구분		동아에스티	녹십자	유한양행	종근당	한미약품	대웅제약	LG생명과학
매출액	2013	4,954	8,882	9,316	5,087	7,302	6,749	4,173
	2014E	6,570	10,166	10,441	5,626	8,526	7,583	4,476
	2015E	7,345	10,636	11,242	6,087	9,410	8,116	5,066
매출액 증가율	2013	-46.8	9.4	22.1	10.3	8.3	1.5	2.8
	2014E	32.6	14.5	12.1	10.6	16.8	12.4	7.3
	2015E	11.8	4.6	7.7	8.2	10.4	7.0	13.2
영업이익	2013	390	788	559	629	619	720	144
	2014E	650	969	731	757	856	804	162
	2015E	831	1,102	852	825	947	932	327
영업이익 증가율	2013	-56.0	6.0	84.0	9.1	28.5	90.5	-5.7
	2014E	66.8	22.9	30.7	20.2	38.4	11.6	12.7
	2015E	27.9	13.8	16.5	9.1	10.7	15.9	102
순이익	2013	-653	701	718	399	434	583	33
	2014E	494	781	1,029	555	538	630	83
	2015E	637	886	1,176	597	607	727	225
P/E	2013	-13.2	20.6	28.8	18.1	23.7	14.7	189.3
	2014E	17.7	18.5	20.1	13.0	20.2	13.5	75.2
	2015E	13.7	16.3	17.6	12.1	16.0	11.8	27.8
P/B	2013	2.0	1.8	1.9	1.9	2.4	1.9	2.5
	2014E	1.8	1.6	1.7	1.7	2.1	1.7	2.4
	2015E	1.6	1.5	1.6	1.5	1.8	1.5	2.2
EV/EBITDA	2013	17.9	14.7	26.5	9.8	15.0	8.9	20.8
	2014E	11.8	12.0	20.2	8.5	11.7	7.7	18.8
	2015E	9.5	10.5	17.1	7.7	9.8	6.5	13.7
목표주가		165,000원	160,000원	230,000원	88,000원	140,000원	81,000원	32,000원
투자 의견		Buy	Buy	Buy	Hold	Hold	Hold	Sell

주: 3월 25일 종가 기준

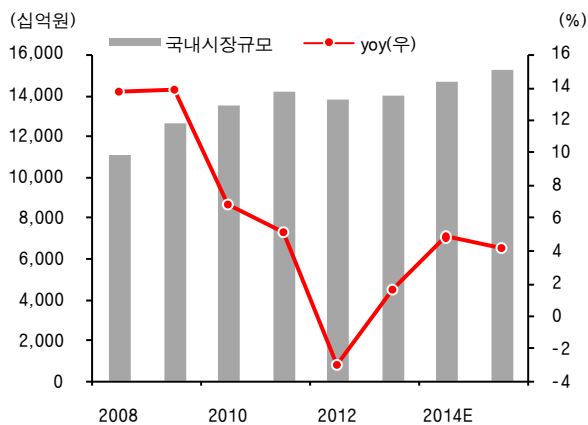
자료: 한화투자증권 리서치센터 추정

2. 내수 시장 성장은 둔화, 하지만 약가인하 정책 강도도 같이 약화

일괄약가인하와 리베이트 규제로 내수 시장 성장을 둔화

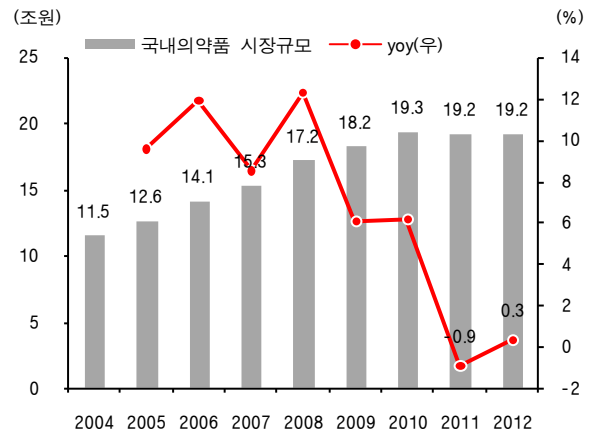
2013년 국내 제약시장은 14조원으로 전년 대비 +1.6% 성장에 그쳤던 것으로 추정되고, 2014년에는 14조 6천억원으로 +4.8% 성장률을 보일 것으로 전망되고 있다(IMS Health Data 참조). 2012년 4월 일괄약가인하(평균 14%)로 인해 2012년 시장 성장률은 -3.0%를 기록했으며, 글로벌 제약시장 규모 순위도 11년 13위에서 12년 14위로 하락하였다. 기저효과로 2013년 시장 성장을 회복할 것이라는 기대와 달리 경기침체로 인한 내원환자 감소, 리베이트 규제 강화로 인한 처방량 감소, 지속적인 약가인하 효과 때문에 시장 성장률은 크게 둔화된 상황이다. 향후에도 정부의 다각적인 약가 제어 정책으로 과거와 같은 높은 성장률을 기대하기는 어려울 것으로 판단된다. 노인인구 증가와 만성질환 환자의 증가로 의약품 수요는 견고하게 유지되겠지만 과잉 처방되던 의약품 사용량이 줄어들고, 사용량 연동 약가인하 제도 시행 등 가격인하 정책이 지속되면서 4-5% 성장률이 유지될 것으로 전망한다.

[그림11] 향후 국내 제약시장 성장률은 향후 4-5% 수준 유지될 것



자료: IMS Health, 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 국내 의약품 시장은 약가인하와 리베이트 규제 여파로 3년째 정체 중



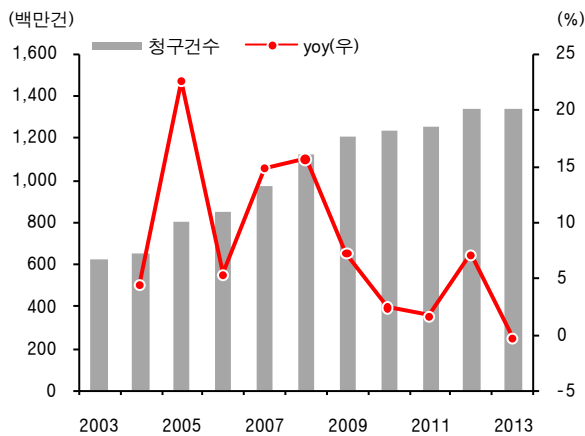
주: 국내 의약품 시장규모 = 생산 + 수입 - 수출
자료: 보건복지부, 한화투자증권 리서치센터

내원 환자수 감소 추세, 의약품 사용량도 정체 중인 것으로 추정

국내 제약시장 성장 둔화는 실제 건강보험 진료 실적으로 나타나고 있다. 전반적인 환자수를 파악할 수 있는 전체 요양급여 청구건수는 2012년 13억 4천만건(2011년 대비 +7.2%)에서 2013년 13억 3천6백만건으로 -0.3% 감소하였고, 전체 요양급여비(2013년 50조 7,400억원)도 2003년에서 2010년까지 연평균 +11.4% 증가율을 보이다가 2011년 이후 +5.5%, 2012년 +4.7%, 2013년 +5.2%(50조 7,400억원)로 증가율이 둔화되었다. 전체 청구건수는 2013년 처음으로 역성장을 보였으며, 전체 요양급여비 성장도 의료수가와 조제수가 등 행위수가 인상을 감안할 때 실질적인 증가율은 2-3% 내외일 것으로 추정된다.

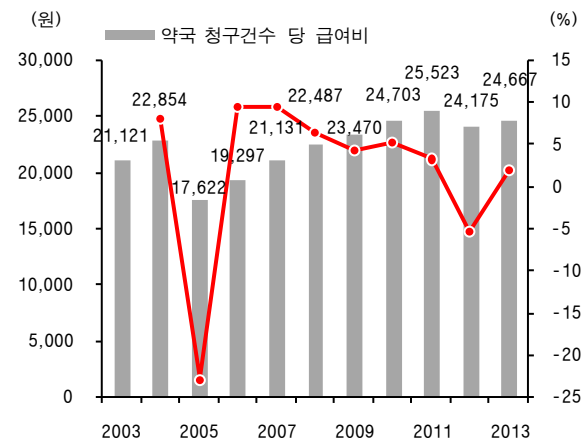
전체 의약품 사용 추세를 확인할 수 있는 약국 급여비(약국에서 건강보험공단으로 청구하는 비용, 2013년 11조 8,600억원)도 2012년 -2.1% 감소에 이어 기저효과에도 불구하고 2013년 +0.4% 증가에 그쳤다. 의료기관 급여비(병원에서 청구하는 비용, 2013년 38조 8,700억원)가 +7% 내외의 증가율을 보이는 반면 약국 급여비는 2012년 11조 8,200억원(2011년 대비 -2.1%), 2013년 11조 8,600억원(+0.4% yoy)로 정체된 상황이다. 청구건당 약국 급여비(1건 처방전당 청구되는 조제비용과 약값)는 2012년 24,175원(2011년 대비 -5.3%), 2013년 24,667원(+2.0% yoy)로 약가인하로 인한 역성장 이후 소폭 증가하기는 하였지만 2011년 이후 계속 회복되지 못하고 있다.

[그림13] 전체 의료급여 청구건수 추이 → 내원환자수 정체



자료: 보건복지부, 한화투자증권 리서치센터

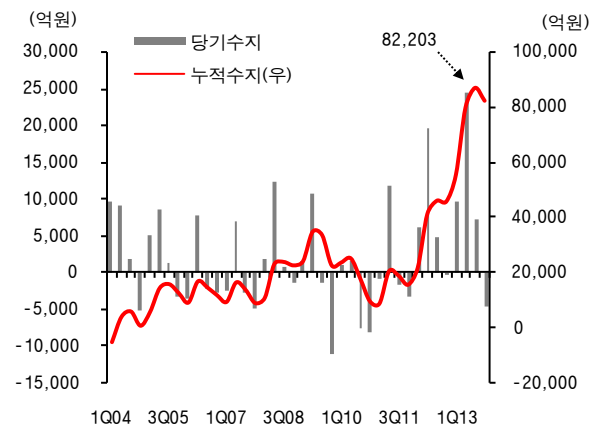
[그림14] 약국 청구건수 당 급여비 감소 → 처방 1건당 평균 약값 감소



자료: 보건복지부, 한화투자증권 리서치센터

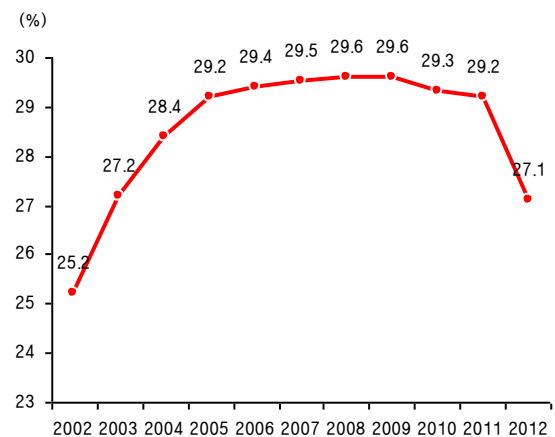
이와 같은 상황을 살펴볼 때 경기침체로 인해 내원 환자수도 늘어나지 않고 있으며, 병원 비용은 소폭 증가하지만 의약품비용은 소폭 감소하고 있는 것으로 파악된다. 또한 환자 1명 당 평균적으로 소요하는 의약품 사용량 혹은 의약품비도 증가하지 못하고 있는 것으로 파악된다. 개별적인 약가인하는 계속되고 있고, 리베이트 규제는 더욱 강해지고 있기 때문에 평균 약값과 1인당 의약품 사용량 정제는 당분간 지속될 전망이다. 하지만 요양급여 청구건수가 감소한 것은 처음으로 경기침체로 인한 환자 감소 추세라고 보여지며, 인구 고령화와 만성질환 환자가 증가하는 추세는 유지되고 있기 때문에 전체적인 환자수나 의료비용 증가율은 올해 소폭 반등할 수 있을 것으로 추정된다.

[그림15] 건강보험 누적수지는 사상 최고치 경신 중



자료: 건강보험관리공단, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 약가인하 효과로 의료비 대비 약품비 비중은 크게 하락



자료: 보건복지부, 한화투자증권 리서치센터

정부 규제로 제약시장은 성장이 멈춘 반면 건강보험 누적수지는 2013년 말 기준 8조 2천억원으로 사상 최대치를 기록하였다. 복지부 조사 자료에 따르면 2012년 4월 1일 일괄 약가인하 이후 1년간 약품비 절감액은 1조 4,500억원에 달하고, 총 진료비 중 약품비가 차지하는 비중도 29.2%에서 27.1%로 급감하였으며, 의약품 사용량은 거의 늘어나지 않고 있어 향후 정부가 목표로 하는 24%까지 하락할 수도 있다는 판단이다.

하지만 지난해 복지부가 발표한 4대 중증질환 보장강화 계획에 따라 2016년까지 약 9조원의 건강보험 재정을 투입하겠다고 밝힌 바 있으며, 올해 고가항암제, MRI 등 약 90여 항목에 대해 급여기준을 확대하면서 연간 약 5,400억원 규모의 건보재정이 소요될 전망이다. 또한 올해 7월부터 75세 이상 노인 임플란트 급여화가 진행되는 등 보장성 강화정책과 인구 고령화에 따른 건강보험 지출 증가(2013년 13조 5천억원 → 17년 24조 4천억원으로 증가 추정, 건강보험정책연구원)로 인해 향후 재정은 다시 적자전환 할 것이라는 연구결과가 발표된 바 있다. 정부는 재원 마련을 위해 건강보험료 인상률 1.7-2.6%를 유지할 계획이다. 따라서 향후 추가적인 약가인하를 통해 재원 확보 정책을 도출할 가능성을 완전히 배제할 수는 없는 상황이다.

2012년 대규모 약가인하 이후 새로운 약가인하 정책 도입 강도는 약해지고 있음

현재 시행되고 있는 약가인하 정책은 특허만료에 따른 약가인하 외에 2007년 도입된 사용량-약가 연동제, 리베이트 약가 연동제이다. 올해 초 시행 예정이었던 '시장형 실거래가 제도'는 폐지가 합의된 상태이며, 사용량-약가 연동 강화는 2015년 시행으로 1년 유예된 상황이다. 대신 리베이트 2회 적발시 보험급여 목록에서 삭제하는 투아아웃제도가 올해 7월부터 시행될 예정이다. 최근 정부의 정책 동향을 살펴보면 지난 2012년 4월 오리지널 의약품과 제네릭 의약품 모두 최초 등재가격 대비 53.4%로 약가를 인하하면서 추가적인 약가인하 정책 도입에는 다소 신중한 것으로 보인다. 전체 평균 14% 약가인하를 단행하였기 때문에 추가적인 약가인하 도입의 명분도 약할 뿐 아니라 제약사들의 반발도 거세기 때문으로 파악된다. 하지만 리베이트 근절을 위해서는 적극적인 정책 도입을 추진하고 있으며, 7월 시행 예정인 리베이트 적발에 따른 '투아아웃제도'가 대표적이다.

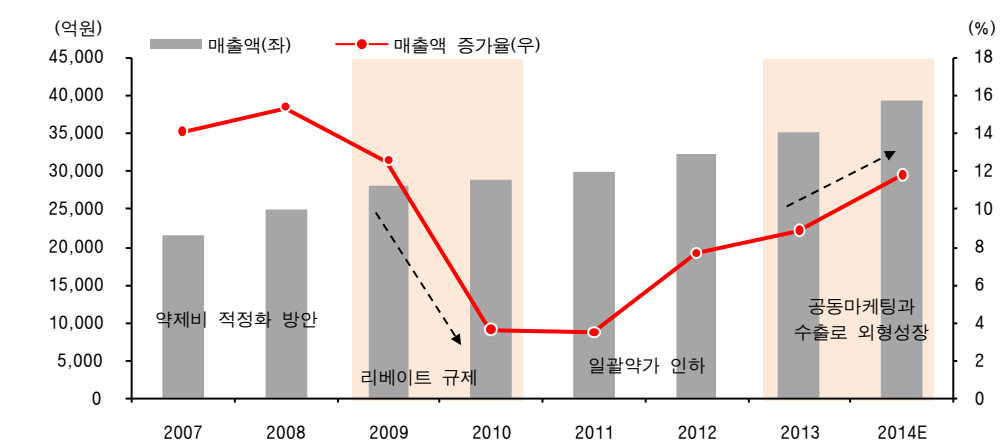
과거 정부 정책에 따른 상위제약사들의 매출 동향을 살펴보면 2007-2008년 약제비 적정화 방안이 발표되었을 때 주가는 다소 조정을 받았으나 제약사들은 평균 +14%의 매출 성장률을 기록하였다. 하지만 리베이트 쌍벌제가 본격 도입되면서 제네릭 영업이 힘들어지고 상위사들의 원외처방액 점유율은 하락하기 시작하였으며, 매출 성장률도 큰 폭으로 둔화되었다. 오히려 2012년 약가인하 본격 시행된 이후에는 수출 증가 및 다국적제약사와의 판매 제휴를 통해 매출 성장률을 회복하고 있는 상황이다.

[표4] 약가인하 정책

정책	도입시기	내용	비고
리베이트 약가연동제	2009.08	- 리베이트 적발시 약가 최대 20% 인하 - 1년 이내 동일 행위로 적발시 최대 30% 인하	
리베이트 의약품 보험 제외	2014.07	- 리베이트 1회 적발시 1년간 보험적용 제외 - 2회 적발시 보험적용 품목 삭제	올해 7월부터 시행
약가 일괄 인하	2012.04	- 전체 평균 약가 14% 인하 - 최초 오리지널 약가 대비 54% 수준으로 오리지널과 제네릭 의약품 모두 인하	연간 재정절감 규모 1조 4천억원
사용량 약가 연동	2007.01	- 사용량이 예상보다 30% 이상 증가하거나, 전년대비 60% 이상 증가할 경우 - 최대 10% 약가인하	2012년까지 누계 약품비 절감 656억원
사용량 약가 연동 확대	2015	- 사용범위가 확대되거나 출시 4년차 의약품 중 - 연간 청구액이 50억원 이상 증가하고 전년 대비 급여 청구액이 10% 이상 증가할 경우로 확대 - 최대 10% 약가인하	시행 1년 유예
시장형 실거래가제도	폐지합의	- 병원에 보험약가와 실제 구매 차액에 대한 인센티브 제공 - 실제 거래 가격으로 약가 인하	아직 입법예고나 보도 자료는 발표되지 않았음
실거래가 사후관리 제도	논의 중	- 시장형 실거래가 제도를 보완할 사후 약가관리 제도를 논의 중이라고 알려짐	의약품비 1% 인하효과 예상

자료: 언론자료, 보건복지부, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 정부 정책에 따른 상위제약사 매출액 성장 추이



주: 유한, 한미, 동아, 종근당, LG생명과학 포함
 자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

향후 시행될 약가인하 제도는 '사용량 연동 약가인하 강화제도'와 '리베이트 의약품 보험 제외' 2가지이며, 폐지가 합의된 약가 사후관리 제도는 현재 논의 중이라고 알려져 있다. 리베이트를 하지 않을 경우 보험 삭제 제도는 영향이 없으며, 사용량 연동 약가인하제도 확대는 약 매출 5% 수준의 인하 효과가 있는 것으로 추정되고 있다. 또한 약가 사후관리 제도도 전체 의약품 1% 내외의 인하효과를 예상하고 있다고 보도되는 만큼 약가인하 영향은 크지 않을 것으로 전망된다.

다만 과거 사례에서 보는 것처럼 리베이트 규제 여파가 시장 성장 둔화에 더 큰 영향력이 있는 것으로 예상되는 만큼 약가인하 정책 강도 약화에도 불구하고 시장 성장성 회복은 제한적일 것으로 예상된다.

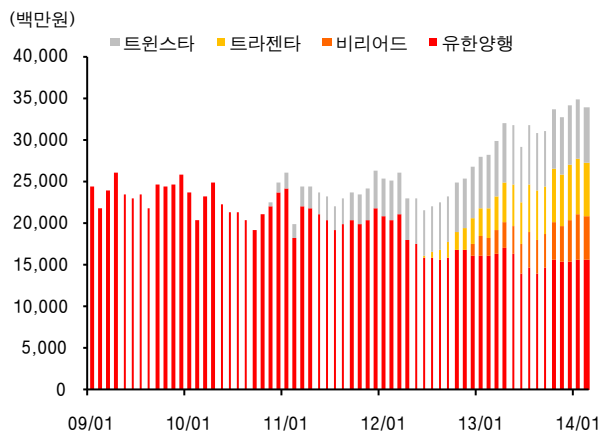
3. 내수 시장에서의 성장을 위해 다국적 제약사와 전략적 제휴 확대

약가인하를 대비한 내수 성장 전략은 Co-promotion 확대

2012년과 2013년 약가인하에도 불구하고 상위제약사들이 매출 성장을 할 수 있었던 것은 수출과 코프로모션(Co-promotion) 확대 때문이다. 제네릭에 대한 약가인하와 리베이트 규제가 심해지면서 상위제약사들은 2007-2010년 주력했던 제네릭 영업에서 오리지널 품목 확대와 수출로 성장전략을 수정하였고, 마침 약가인하와 제네릭 시장 침투로 성장률이 둔화되던 다국적 제약사와 니즈가 맞아 떨어지면서 Co-promotion 계약체결은 급격히 늘어나게 되었다.

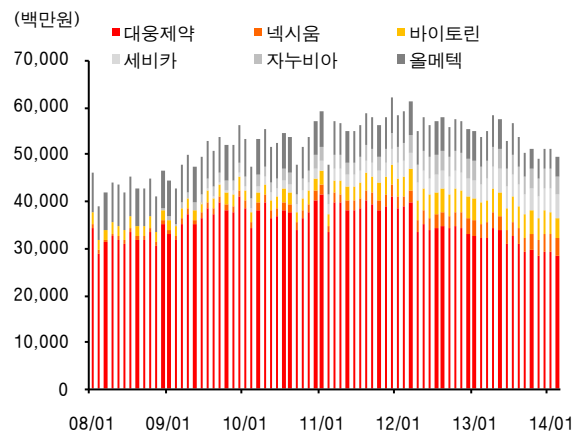
특히 의원급 병원 비중이 높고, 밀착 영업이 필요한 국내 의약품 시장 특성상 다국적 제약사들은 매출 확대 혹은 시장 방어를 위해 대규모의 영업인력이 필요하였고, 대규모 영업인력을 보유하고 있으나 매출 성장을 견인할 오리지널 의약품이 없었던 국내 상위제약사와 서로 전략적 요구사항이 잘 맞았다는 판단이다. 다국적 제약사는 종합병원급 영업을 담당하고, 국내 제약사는 의원급 영업을 담당하며, 품목 매출은 필요에 따라 국내 제약사의 매출로 인식하거나 혹은 수수료 매출로 인식하는 형태로 계약을 하고 있는 것으로 파악된다. 과거에도 다국적 제약사와 국내 제약사들간의 마케팅 파트너링은 빈번히 있어왔으나 최근 더욱 이슈가 되는 것은 유한양행의 성공사례 때문으로 판단된다. 약가인하로 내수 시장이 마이너스 성장을 보일 때 유한양행은 홀로 원외처방 뿐 아니라 실제 매출도 20%가 넘는 독보적인 성장세를 기록하면서 Co-promotion은 새로운 비즈니스 모델로 완벽히 자리잡았다고 평가된다.

[그림18] 유한양행 코프로모션 확대에 따른 원외처방 증가 추이



자료: 유비스트, 한화투자증권 리서치센터

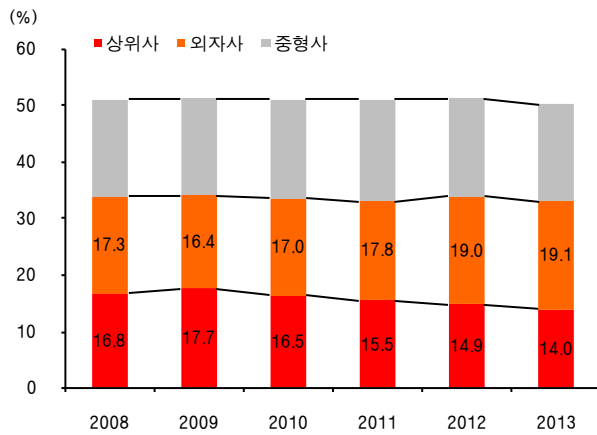
[그림19] 대웅제약 자체 품목과 코프로모션 품목 원외처방 추이



자료: 유비스트, 한화투자증권 리서치센터

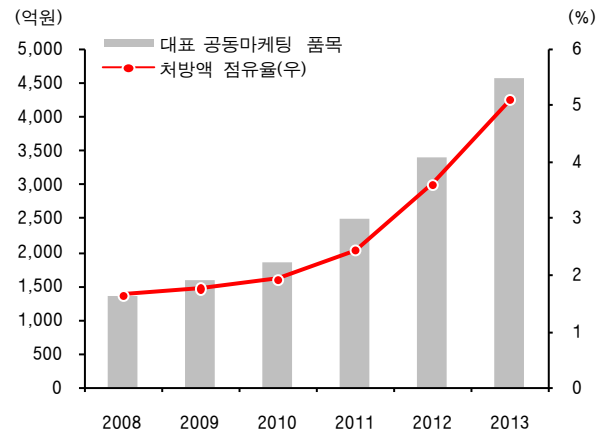
유한양행의 대표적인 코프로모션 품목은 비리어드(B형간염), 트윈스타(고혈압), 트라젠타(당뇨)이다. 지난해 주요 코프로모션 품목으로만 매출액 2,000억원 내외의 실적을 달성하였으며, 올해에도 16% 이상 성장할 전망이다. 또한 최근 아스트라제네카와 4월 특허만료 예정인 크레스토(고지혈)에 대한 공동판매 계약도 체결하였다. 대웅제약 역시 바이토린(고지혈), 자누비아(당뇨), 올메텍(고혈압), 세비카(고혈압) 등 블록버스터들을 공동판매하고 있으며, 코프로모션 수수료 매출이 급격히 증가하면서 지난해 3분기에는 실적 서프라이즈를 기록하기도 하였다. 이러한 트렌드에 맞춰 한미약품은 최근 한국 MSD와 연간 600억원 규모에 달하는 8개 품목에 대해 공동판매 계약을 체결하였고, 일동은 다케다, 아스트라제네카와 당뇨치료제를, 안국약품은 화이자의 비아그라를 판매하는 등 다국적제약사-국내제약사 마케팅 제휴는 계속 증가하고 있다.

[그림20] 제조사 기준 상위사 점유율은 하락, 외자사 점유율은 상승



자료: 유비스트, 한화투자증권 리서치센터

[그림21] 대표적인 공동마케팅 품목의 처방액 점유율은 급증하는 중



자료: 유비스트, 한화투자증권 리서치센터

[표5] 최근 주요 블록버스터 품목들의 국내서-다국적제약사 코프로모션 현황

회사	다국적사	품목	회사	다국적사	품목
유한양행	베링거인겔하임	트윈스타(고혈압)	종근당	한국오츠카	무코스타(위궤양)
		트라젠타(당뇨)		로슈	타미플루(독감)
	길리어드	비리어드(B형간염)	일동	MSD	프로페시아(탈모) 등 8개 품목
	아스트라제네카	크레스토(고지혈증)		다케다	엑토스릴(당뇨)
	화이자	프리베나13(성인폐렴구균)		아스트라제네카	온글라이자(당뇨)
대웅제약	아스트라제네카	넥시움(역류성식도염)	제일약품	화이자	항암제 5개 + 항생제 1개
	MSD	지누비아(당뇨)		다케다	네시나(당뇨)
	다이이치산쿄	세비카(고혈압)	녹십자	MSD	조스터박스(대상포진)
		올멕텍(고혈압)		화이자	비아그라(발기부전)

자료: 언론자료, 한화투자증권 리서치센터

하지만 이런 코프로모션의 확대 이면에는 자체 개발 품목의 매출 비중 하락, 마진 악화, 코프로모션 종료에 따른 실적하락 리스크, 코프로모션 체결을 위한 경쟁 심화에 따른 수수료 인하 효과 등 부작용도 있다는 판단이다. 유한양행은 지난해 대규모 매출 성장에도 불구하고 상품 비중 증가로 인해 원가율이 급격히 상승하면서 이익률이 하락하였고, 올해 판매비 축소로 마진 개선이 기대되는 상황이다. 대웅제약은 계약종료와 체결을 반복하면서 실적 가시성이 떨어진 상태이며, 무엇보다 국내사 간의 수수료 마진 인하 경쟁으로 이익 증가는 기대하기 어렵게 되었다. 따라서 코프로모션으로 인한 일시적 외형 성장 보다는 장기적으로는 해외시장에 수출을 확대하여 안정적인 성장 발판을 마련하는 중목에 관심을 가져야 한다는 판단이다.

4. 수출 전망은 여전히 밝음

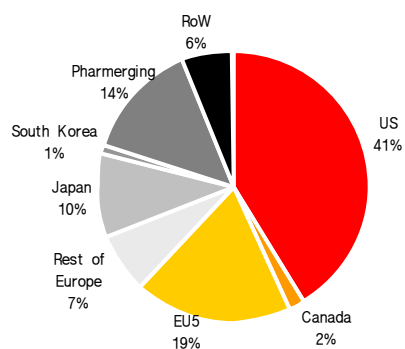
국내 의약품 수출 규모는 빠르게 성장하는 중

국내 의약품 수출 규모는 빠르게 성장하고 있다. 2008년 의약품 수출 규모는 16.2억달러였으나 2013년에는 38억달러 규모로 5년 사이에 +118.5%나 증가하였다. 의약품 무역 수지도 급격하게 개선되어 2008년 24.8억달러 적자에서 2013년에는 11.8억달러로 적자규모가 축소되었다. 수출 실적 중 두드러지는 부분은 이머징 시장으로 수출되는 의약품의 비중 증가이다.

제약 시장 조사 기관인 IMS Health 자료에 따르면 2016년 글로벌 제약시장은 1,400조원 규모에 이를 것이며, 제약시장의 성장은 파머징 마켓(Pharmerging Market), 바이오의약품, 제네릭이 이끌 것으로 전망된다. 급속한 인구 고령화와 경제 성장으로 현재 20%를 차지하고 있는 파머징 마켓은 연평균 12-13% 성장하여 2016년에는 전세계 시장의 30%를 점유할 것으로 추정된다. 이로 인해 우리나라 뿐 아니라 전세계 제약사들의 관심이 파머징 마켓에 집중되고 있다고 해도 과언이 아니다.

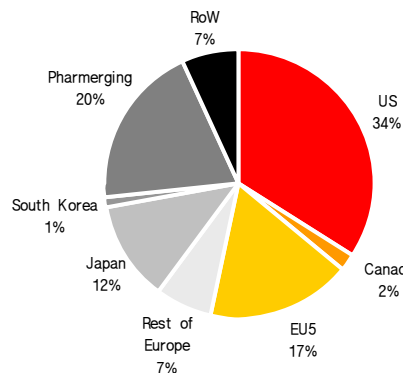
파머징 마켓은 중국, 브라질, 인도, 러시아, 멕시코, 터키, 폴란드, 인도네시아, 태국, 베트남 등 경제성장이 막 시작되고 의약품 소비량이 급격히 증가하기 시작하는 국가들을 일컫는 말이다. 2011년 기준 파머징 마켓의 규모는 200조원인 것으로 파악된다. 그 중에서도 특히 아시아 파머징 마켓이 주목받고 있는데 2016년까지 아시아 파머징 마켓은 970억달러 규모가 순증할 전망이다. 국가별로는 향후 4년 동안 중국 +16%, 대만 +19%, 인도네시아 +12%, 인도 +15%의 성장률을 기록할 전망이다. 이러한 파머징 마켓의 고성장세는 이머징 마켓 수출에 집중하고 있는 국내 제약사들에게는 성장의 기회가 될 수 있을 것으로 전망된다.

[그림22] 2006년 제약시장 지역별 비중 현황



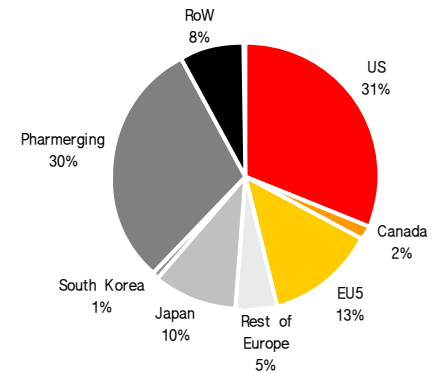
자료: IMS Health, 한화투자증권 리서치센터

[그림23] 2011년 제약시장 지역별 비중 현황



자료: IMS Health, 한화투자증권 리서치센터

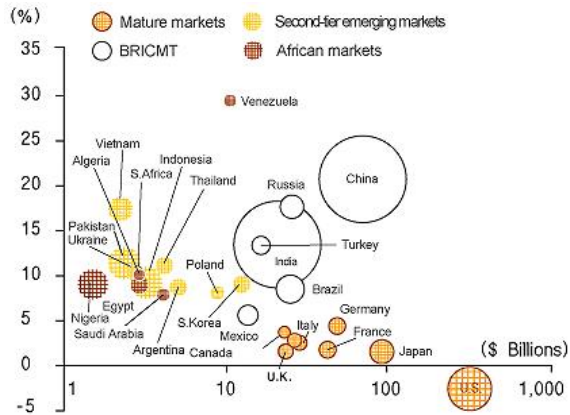
[그림24] 2016년 제약시장 지역별 비중 현황



자료: IMS Health, 한화투자증권 리서치센터

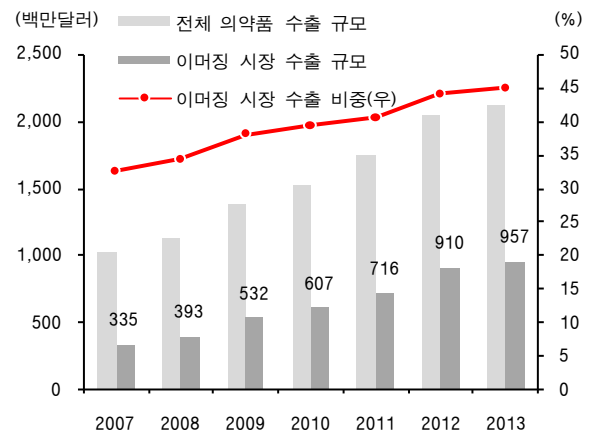
의약품 수출입협회 자료에 따르면 2013년 우리나라 의약품 수출은 21억 2천만달러 규모에 달하였고, 가장 큰 비중을 차지하는 국가는 일본으로 17.6%를 차지하고 있다. 국가별 수출 규모를 살펴보면 상위 20개국 중 일본, 미국, 독일, 이탈리아를 제외한 16개국이 이머징 국가이며 2위가 중국(1억 7천만달러), 3위가 베트남(1억 4천만달러)이다. 특히 중국, 터키, 인도, 브라질, 인도네시아, 러시아 등으로 나가는 수출이 높은 성장률을 보이고 있는데, 중국은 최근 5년동안 +22.7%, 터키 +39.9%, 인도 +20.5%, 브라질 +21.4%, 러시아 +50.3%를 달성하였다. 수출 규모 상위 20개국 내에 있는 이머징 16개국이 차지하는 수출은 연평균 +15.8% 증가하고 있고, 의약품 전체 수출 중 이머징 16개국이 차지하는 비중은 2007년 32.8%에서 2013년 45.2%까지 확대되었다. 실제로 주요 제약사들의 수출 증가율은 2014년 평균 30% 내외를 기록할 것으로 전망되고 있기 때문에 향후 회사별 해외 수출 실적 증가에 주목해야 한다고 판단한다.

[그림25] 주요 국가 제약시장 규모와 성장률 비교 → 규모는 작지만 이머징 마켓의 성장률이 훨씬 큼



자료: Frost&Sullivan, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 이머징 시장 수출 비중은 꾸준히 증가하는 중



자료: 의약품수출입협회, 한화투자증권 리서치센터

지난해 상위 제약사들의 평균 수출 비중은 2011년 13.8%에서 2013년 21.2%로 증가하였고, 올해에는 22.7%에 달할 것으로 추정된다. 한미약품은 북경한미를 통해 중국 진출에 주력하고 있고, 녹십자는 혈액제제와 백신제품을, 동아에스티와 LG생명과학은 이머징 국가를 중심으로 바이오의약품을 포함한 다양한 포트폴리오의 제품을 수출하고 있다. 상위 제약사의 2014년 평균 수출 증가율은 +24.0%로 내수 성장을 +13.3%의 2배에 달할 것으로 예상되는 만큼 회사별 해외 진출 모멘텀에 주목해야 한다는 판단이다.

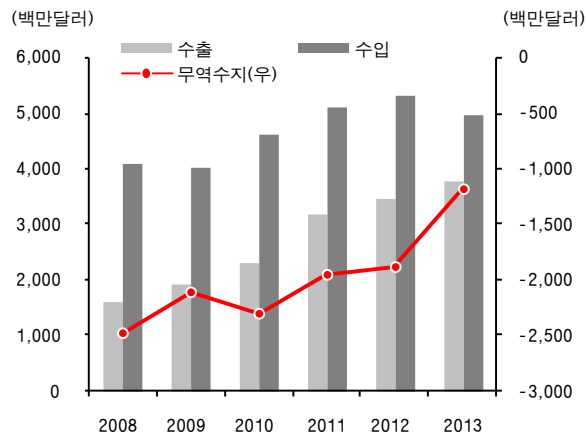
[표6] Top 20개 국가별 의약품(완제+원료) 수출 현황

(단위: 천달러)

순위	국가	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2009-2013 CAGR
1	일본	140,519	182,087	219,534	282,595	313,345	374,572	373,408	14.2
2	중국	56,514	62,030	74,718	116,604	120,206	136,924	169,163	22.7
3	베트남	74,811	77,487	109,695	130,817	160,379	161,899	142,217	6.7
4	미국	98,981	73,991	140,686	68,853	75,030	85,541	105,570	-6.9
5	브라질	28,449	41,081	39,479	49,307	52,055	79,448	85,789	21.4
6	인도	21,367	36,511	40,465	76,302	83,270	85,204	85,221	20.5
7	독일	65,172	53,337	51,047	51,650	53,767	70,734	76,527	10.7
8	아일랜드	2,674	8,934	20,604	20,459	19,825	24,457	71,649	36.6
9	터키	12,026	16,296	18,634	16,828	39,870	85,915	71,408	39.9
10	파키스탄	17,033	37,000	88,452	46,414	50,173	71,081	63,056	-8.1
11	이탈리아	30,847	29,147	29,130	39,598	54,050	53,295	48,186	13.4
12	이란	25,359	21,899	31,968	26,858	26,307	31,975	46,177	9.6
13	인도네시아	17,648	15,413	15,327	14,673	22,881	33,430	43,972	30.1
14	태국	16,873	19,838	24,955	29,494	32,483	50,545	39,474	12.1
15	필리핀	18,275	20,687	17,373	24,732	24,346	35,222	34,076	18.3
16	대만	9,763	8,146	18,153	23,254	30,802	33,777	27,434	10.9
17	러시아연방	1,985	1,821	4,444	3,205	14,015	25,489	22,657	50.3
18	싱가포르	14,452	14,253	14,724	14,004	18,784	23,854	21,039	9.3
19	홍콩	8,836	5,551	6,180	5,931	9,746	15,914	18,560	31.6
20	말레이시아	8,500	5,880	6,696	7,935	10,990	14,786	14,921	22.2

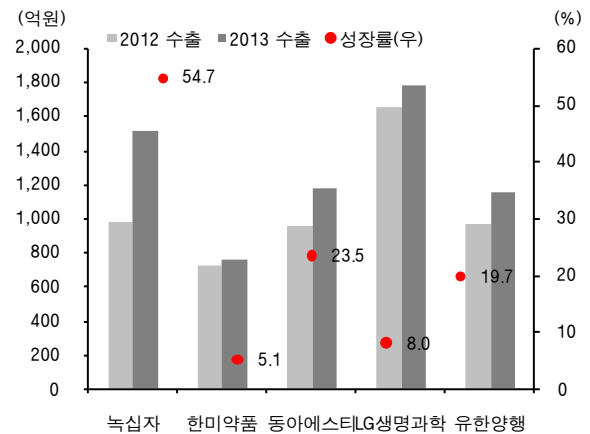
자료: 의약품수출입협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] 의약품 무역수지는 개선 중 → 최근 5년 의약품 수출 2배 증가



자료: 의약품수출입협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] 상위제약사 수출 증가 현황



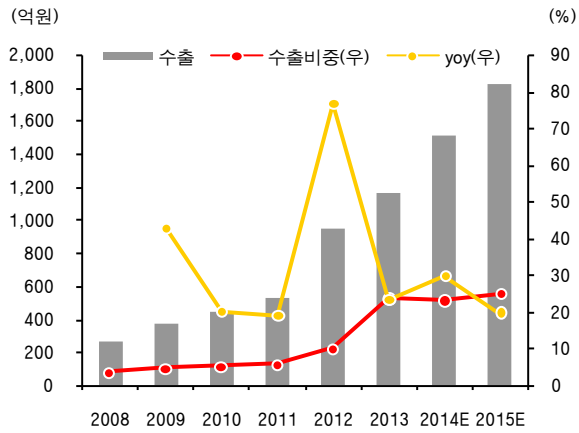
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[표7] 주요 제약사들의 수출 전략 현황

종목명	내용
동아에스티	• 바이오의약품 동남아시아 및 중동 지역 수출(류코스팀, 그로트로핀 등) • 박카스 수출(캄보디아, 미얀마) • 원료의약품 수출(아토르바스타틴, 결핵약 원료 등)
녹십자	• 혈액제제 공장 수출(태국, 728억) • 수두백신 PAHO 공급(2010년 660만달러 + 1,040만달러) • 중국 알부민 수출(1,000만달러) • 독감백신 PAHO 공급(2012년 상반기 1,200만달러, 하반기 1,200만달러) • 미국 IVIG(혈액제제) 품목허가 신청 준비 중
유한양행	• API 사업부 신약원료 공급계약(C형간염 치료제, 에이즈 치료제, 연간 1200억원 규모)
한미약품	• GSK, 사노피아벤티스와 개량신약 공동개발 및 판매계약 체결 • 머크와 아모잘탄 수출 계약 • 북경한미를 통한 중국 시장 진출 • 미국시장에서 에소메졸 퍼스트 제네릭 출시 준비
대웅제약	• 보톡스 제네릭, 미국 및 남미, 중동 수출 계약 체결
LG생명과학	• 제미글로, 사노피 아벤티스와 이머징 80개국 공급 계약 + 중국, 터키 파트너링 원료 + 남미시장 스텐달과 기술이전 계약 • 혼합백신, WHO PQ 획득 • 인도 현지법인을 통한 인도 시장 진출
종근당	• CMO 비즈니스 확대(완제 수출 시작, 면역억제제)

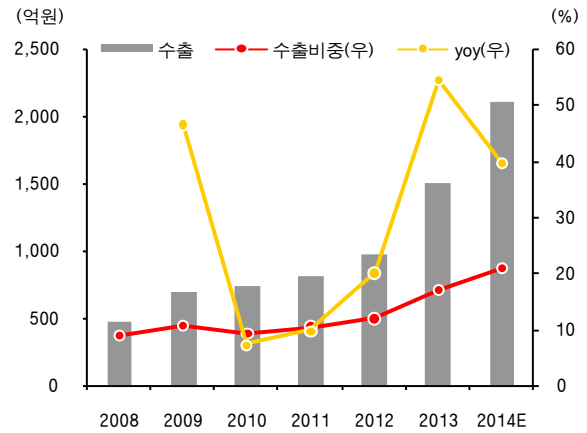
자료: 언론자료, 각 사, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] 동아에스티 : 박카스와 WHO 공급 확대가 수출 견인



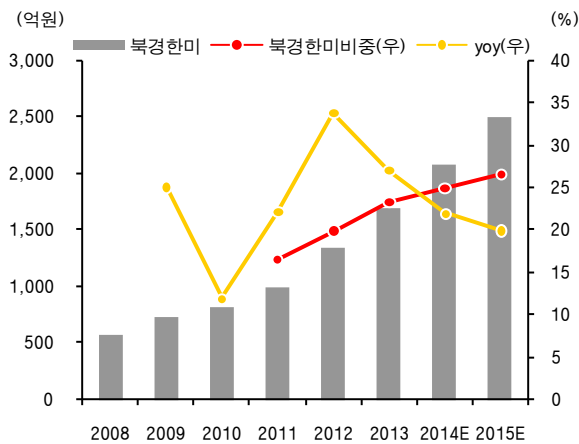
자료: 동아에스티, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] 녹십자 : PAHO항 백신 및 혈액제제 입찰규모 급증



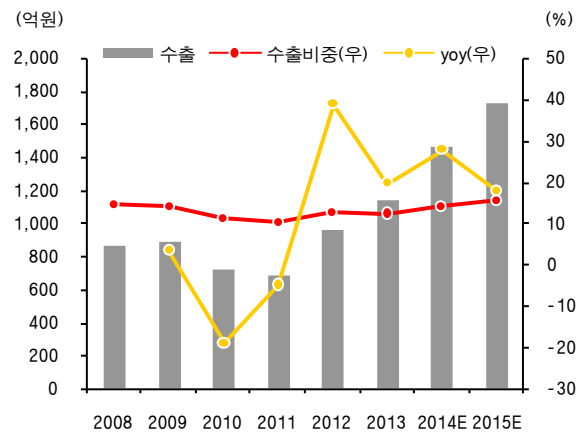
자료: 녹십자, 한화투자증권 리서치센터

[그림31] 한미약품 : 북경한미가 성장 주도



자료: 한미약품, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] 유한양행 : 원료의약품 수출 성장은 향후 3년 안정적



자료: 유한양행, 한화투자증권 리서치센터

II. 투자의견 비중확대, 하지만 본격적인 밸류에이션 차별화 시작

연초 이후 제약업종 지수는 시장 대비 7.0% 아웃퍼폼

제약업종 주가는 최근 주가 급락으로 상대수익률이 하락하기는 하였으나 지난해부터 이어진 약가 인하 이후의 실적 턴어라운드와 해외 수출 및 신약개발 성과에 대한 기대감으로 연초 이후 시장 대비 7.0% 아웃퍼폼하였다. 실제로 제약 유니버스 종목들은 2013년 매출액 증가율 +9.8%, 영업이익 증가율 +31.2%를 기록하였고, 2014년에는 매출액 +12.8%, 영업이익 +23.5%의 고성장세를 이어갈 것으로 추정된다.

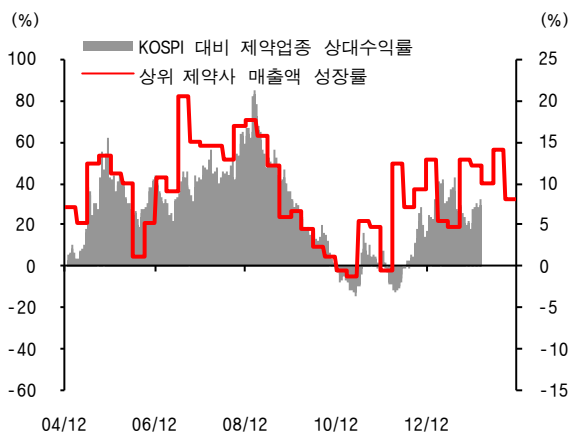
[그림33] 시장 대비 제약업종 지수 상대수익률 → 업황에 따른 흐름보다는 종목별 주가 차별화 예상



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

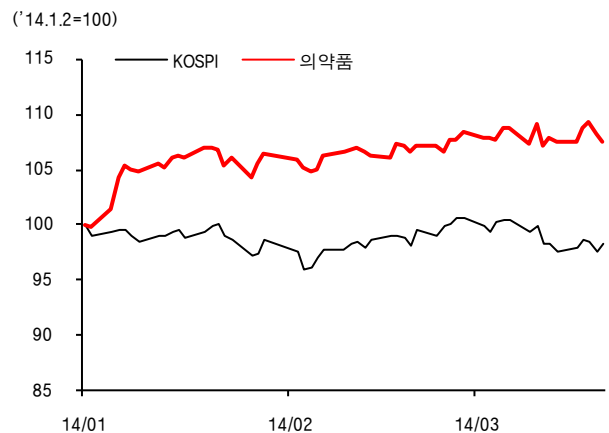
2004년 이후 제약업종의 상대 수익률을 살펴보면 업종 지수는 상위제약사의 매출 성장률과 상관성이 높은 것으로 판단된다. 제약업종이 대부분의 국가에서 밸류에이션 프리미엄을 받는 이유는 다른 산업과 달리 경기 민감도가 낮고, 전 세계적인 인구 고령화와 의약품 사용량 증가로 안정적인 매출 성장을 유지하기 때문이다. 이런 이유로 업종 수익률은 외형성장에 민감하게 반응하는 것으로 판단되며, 최근 조정은 1분기 실적이 기대치에 미치지 못한다는 실망감 때문으로 추정된다.

[그림34] 제약업종 수익률은 외형성장과 연관성 높음



자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 연초 이후 제약업종 지수 아웃퍼폼하다가 최근 조정

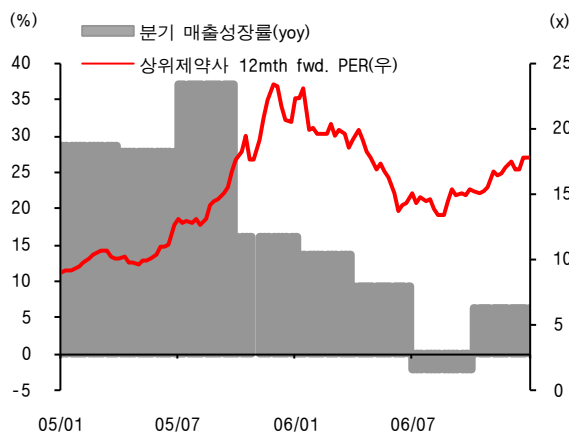


자료: WISEfn, 한화투자증권 리서치센터

업종 밸류에이션 프리미엄 84%, 수출과 신약개발만이 설명할 수 있다

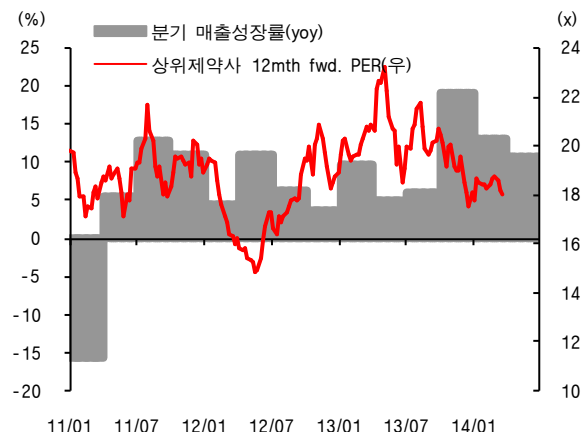
2004년에서 2006년은 제네릭 중흥기로 국내 상위제약사들의 평균 매출 성장률이 14%에 달하던 시기였다. 이 시기에 상위사들의 시장 점유율이 급격히 증가하면서 제약업종에 대한 Re-rating이 있었고, 당시 평균 PER은 15.3배 수준이었으며, Re-rating 이후의 평균 PER은 19배였다. 반면 2010-2012년은 본격적인 규제정책 시기로 리베이트 단속 강화, 적발 회사에 대한 행정조치와 소송이 계속되었고, 12년 약가인하 이후 상위사 매출 성장률은 +8.7%에 그쳤다. 하지만 업종 평균 PER은 22배까지 상승하였으며, 내수 시장이 계속해서 부진함에도 불구하고 역시 평균 PER은 19배 수준이었다.

[그림36] 2005-2006년 외형 고성장 시기의 평균 PER은 15.3배



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

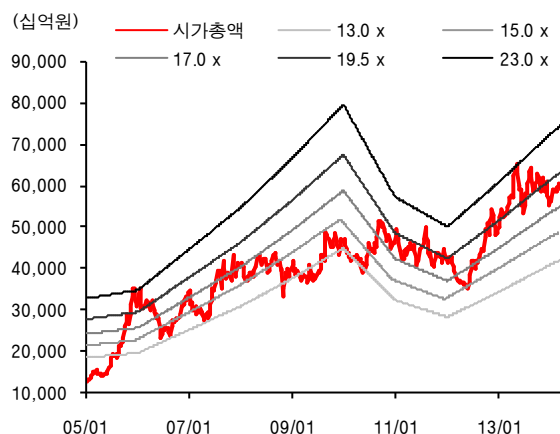
[그림37] 약가인하 리스크 부각 이후 평균 PER 18.9배



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

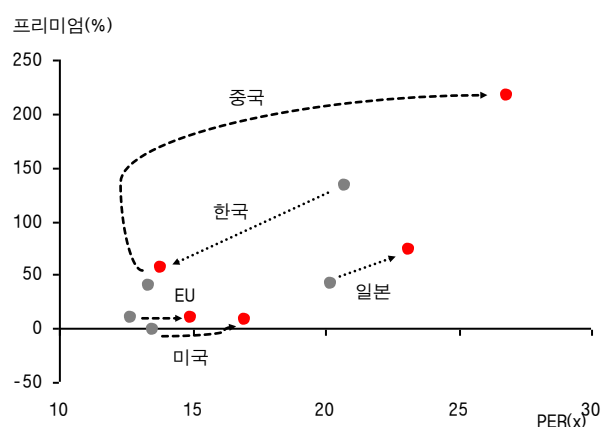
최근 주가 조정에도 불구하고 제약 유니버스 2014년 추정 실적 대비 PER은 18배로 과거 업종 평균 19배 대비 5.5% 할인에 그치고 있으며, 시장 대비 PER 프리미엄은 84%에 이른다. 국내 제약시장 성장률이 향후 3년간 4-5%로 전망됨에도 불구하고 PER 평균이 과거 밴드 상단에 근접해 있다는 것은 해외시장 진출과 신약 개발에 대한 기대감이 반영된 결과라고 판단한다. 따라서 향후 업종 내 종목간 밸류에이션 차별화가 본격적으로 시작될 것으로 예상된다. 내수시장 의존도가 높은 종목과 해외 실적 가시성이 높은 종목간의 주가 차별화가 진행될 것으로 예상되며, 그 시기는 1분기 어닝 실망에 따른 주가 조정 이후가 될 것으로 전망된다.

[그림38] 2014년 추정 실적 대비 제약 유니버스 PER은 18배



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

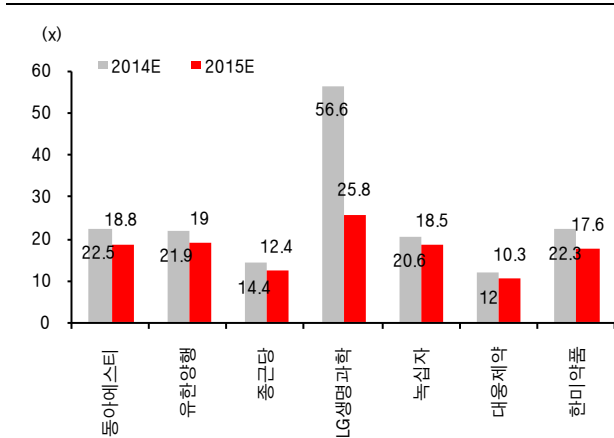
[그림39] 해외 제약업종 지수 대비 프리미엄과 밸류에이션 모두 하락



주 : 국가별 제약업종 PER과 시장 대비 PER 프리미엄, 회색은 1년전 시점 데이터
자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

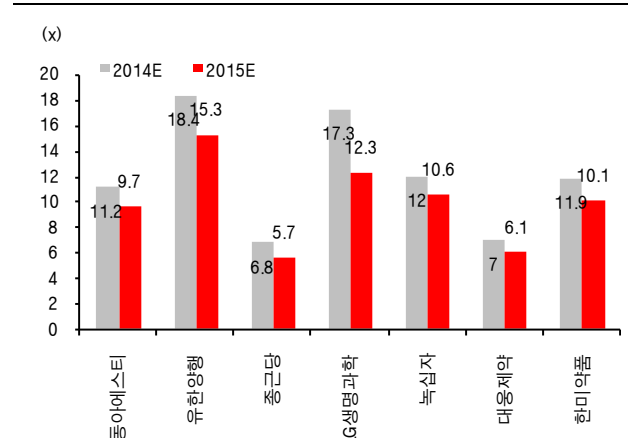
올해 해외 성과 중 이벤트가 기대되는 종목은 동아에스티, 녹십자이다. 동아에스티는 6월 20일 허가 리뷰가 완료될 것으로 예상되는 항생제의 미국 FDA 허가 이슈가 2-3분기 사이에 예정되어 있으며, 녹십자는 하반기 미국 FDA에 IVIG(혈액제제) 품목허가 신청을 앞두고 생산을 위한 투자 계획이 구체화될 전망이다. 이 2가지 이슈는 실적보다는 새로운 성장동력 확보라는 차원에서 모멘텀이 될 것으로 예상된다. 해외 수출 실적이 기대되는 종목은 역시 동아에스티, 녹십자, 유한양행, 한미약품이다. 이 중 동아에스티와 녹십자는 WHO 입찰 시장에 수주가 확정된 상황으로 실적 가시성이 높고, 유한양행도 다국적제약사로 원료수출이 예정되어 있어 하반기 수출실적 증가가 기대된다. 반면 한미약품의 경우 북경한미의 분기별 실적 변동성이 더욱 커지고 있고, 시장에서 기대하는 에소메졸 미국 수출 실적을 추정하기 어렵다는 점에서 실적 불확실성이 있다는 판단이다.

[그림40] 제약 유니버스 종목별 PER 비교



자료: Fnguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림41] 제약 유니버스 종목별 EV/EBITDA 비교



자료: Fnguide, 한화투자증권 리서치센터

반면 종근당은 내수 제네릭 시장 확대 수혜와 대응은 오리지널 코프로모션 품목 성장이 기대된다는 점에서 당분간 성장성은 내수 시장에 의존도가 높을 것으로 추정된다. 이러한 관점에서 1분기 어닝으로 인한 주가 조정 이후 본격적인 주가 차별화가 진행될 것으로 전망되며, 상반기 중 여러가지 호재가 기다려지는 동아에스티를 업종 내 Top pick으로 추천한다. 또한 밸류에이션 레밸업에 제한은 있으나 2분기 실적 개선 및 지주사 전환을 위한 주식 스왑 이벤트가 있는 종근당에 대한 관심도 필요할 것으로 전망된다.

[표8] 제약 유니버스 분기별 이벤트 캘린더

	동아에스티	종근당	녹십자	유한양행	한미약품	LG생명과학
1Q14	매출 정체 및 R&D 비용 증가로 이익 하향	-	수출 증가로 양호한 매출 대비 R&D 비용 대거 집행으로 이익 하향	-	북경한미 성장률 둔화 및 에소메졸 실적 기대치 하회	매출 정체로 적자 전환 추정
2Q14	6월 20일 항생제 허가 리뷰 기한 수출 증가로 실적 개선 기대	2분기 신제품 출시로 실적호전 기대	혈액제제 미국 진출을 위한 설비투자 확정		에소메졸 실적 기대	
3Q14		지주사 전환 이슈 부각		신규 원료수출 추가로 외형과 이익 성장		
4Q14	항생제 미국 런칭		IVIG 미국 품목 허가 신청 완료			혼합백신 입찰 기대감 고조

자료: 한화투자증권 리서치센터

투자 활성화 대책과 의사협회-정부의 협의 결과 → 의료서비스 시장의 변화가 기대됨

지난해 12월 정부는 4차 투자 활성화 대책을 발표하였다. 보건의료, 교육, 소프트웨어 산업에 대한 규제 완화가 포함되었으나 원격진료 관련 법안 통과와 의사협회의 집단 휴진, 그리고 의료법인 영리화가 이슈가 되면서 보건의료 부문의 규제 완화가 가장 이슈가 되고 있는 상황이다. 4차 투자활성화 대책 중 보건의료서비스 분야의 주요 내용은 1) 의료기관의 부대사업 목적 자법인 설립을 허용, 2) 의료법인 부대사업 범위를 확대(의료법 시행규칙 개정), 3) 의료법인간 합병 및 법인약국 설립 허용(의료법, 약사법 개정), 4) 상급병원 외국인 환자 유치비율 규제 완화와 공항, 지하철, 도심지 및 주요 관광지 등 외국인 밀집 지역에 의료광고 허용(의료법 개정) 등이다.

[표9] 보건 의료서비스 분야 투자 활성화 대책(13년 12월 13일 발표)

목표	세부내용
의료기관의 부대사업 목적 자법인 설립 허용	의료법인 부대사업 범위 확대
진출입 영업규제 개선	의료법인간 합병 허용
	법인약국 설립 허용
	신의료기기 조기 출시 지원
해외환자 유치 촉진	상급종합병원 외국인 환자 유치비율 규제 완화
	국내 외국인 밀집지역 의료광고 허용
보건의료인력 양성 및 자격제도 개선	인재양성 센터 설립, 의료통역사 자격증화 검토 등
U-health 활성화 기반 마련	기술 표준화 로드맵 및 전략 수립, 유망 프로젝트 선정 등

자료: 언론자료, 한화투자증권 리서치센터

투자 활성화 대책 발표 이후 정부가 추진하는 원격진료 허용하는 의료법 개정안에 대해 의사협회가 반발하여 집단휴진을 실시하면서 원격진료 및 의료법인 영리화가 또 다시 도마 위에 올랐다. 전면 파업을 앞두고 정부와 의사협회는 협의에 들어갔으며, 2차 의-정 협의결과가 의협의 62% 찬성으로 받아들여지면서 파업은 유보되었다. 이번 의정협약에 포함된 주요 내용은 1) 원격의료 입법 전 6개월간 시범사업 실시 할 것, 2) 투자활성화 대책(의료 영리화 논란)에 대해 의사협회, 치과의사협회, 한의사협회, 약사회 등 5개 보건의료 단체 논의기구를 설립하고 도출된 의견을 반영할 것, 3) 건강보험정책심의위원회(건강심) 구조 개선, 4) 수가결정구조 개선, 5) 의료제도 개선(1차 의료 활성화, 전공의 수련환경 개선, PA 양성화 추진 중단 등), 6) 주요 현장 규제 개선 등이다.

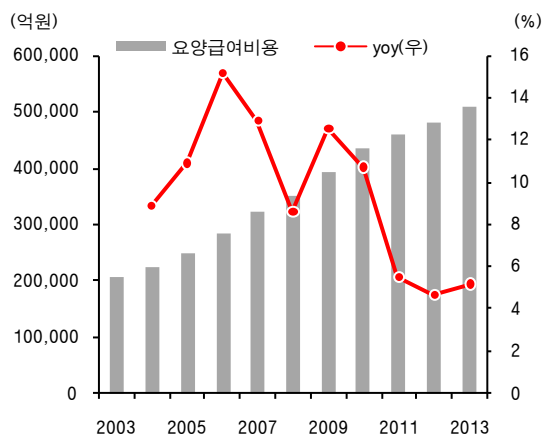
원격진료도 시범사업 진행 후 법안 개정이 진행되게 되었지만 정부의 사업 추진 의지는 강력한 것으로 파악되고, 투자 활성화 대책의 내용도 중단된 것이 아니고 향후 논의될 것이라는 점에서 향후 의료법인 영리화는 또 다시 보건서비스 시장에서 뜨거운 감자가 될 것으로 전망된다.

[표10] 제2차 의사협회-정부 합의결과 주요 내용

목표	세부내용
원격의료	2014년 4월부터 6개월간 선시범사업을 실시, 안전성과 유효성 평가 후 입법에 결과 반영
투자활성화 대책(13년 12월 발표)	대한병원협회, 대한의사협회, 대한치과의사협회, 대한한 의사 협회, 대한 약사회 등 5개 의료단체 논의기구 통해 도출된 의견 반영
건강보험정책심의위원회 구조 개선	정부에서 건강보험법 개정안 마련하여 2014년 12월 이내에 입법발의 추진
수가결정구조 개선	객관적 수가기준 지표를 마련하여 중립적 수가조정소위원회에서 논의
의료제도 개선	1차의료 활성화, 전공의 수련환경 평가기구 구성, 의사보조인력(PA) 양성화 추진 중단 등
주요 현장규제 개선	심사기준 공개 등 심사투명화, 물리치료 비용 청구방식 개선 등

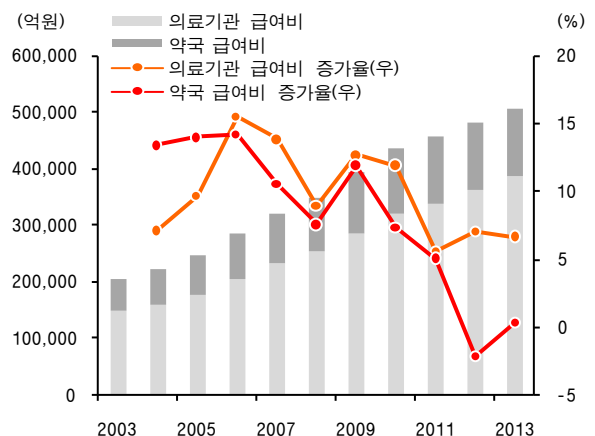
자료: 언론자료, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] 국내 요양급여 청구비용 증가 추이



자료: 보건복지부, 한화투자증권 리서치센터

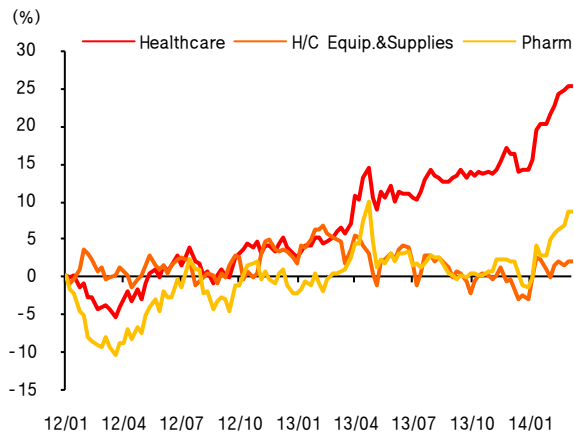
[그림43] 약국급여 청구가 감소하는 반면 의료기관 청구는 꾸준히 증가하는 중 → 의료서비스 시장 성장



자료: 보건복지부, 한화투자증권 리서치센터

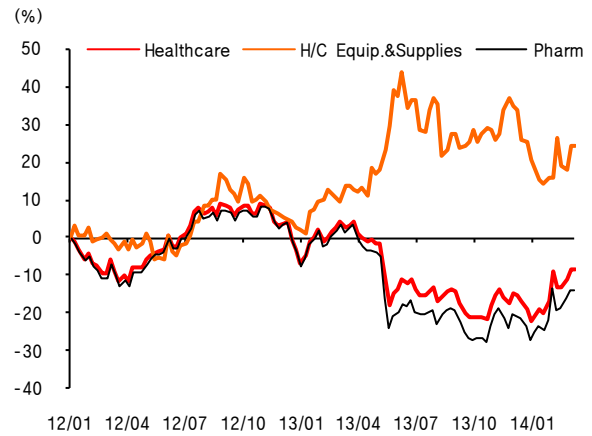
앞서 살펴본 건강보험 심사평가원의 요양급여비 청구 실적을 살펴보면 전체 요양급여비는 성장률이 둔화되었지만 감소하지는 않고 있으며, 전체 규모는 50조원에 이른다. 반면 기관별 급여비 청구 실적을 보면 약국급여비 청구는 약가인하 영향으로 역성장하였지만 의료기관 청구비는 증가하고 있다. 수가 인상을 감안할 때 실질 성장률은 낮겠지만 제약(Making drug) 시장 보다는 의료서비스 시장의 성장 전망이 더 긍정적이라고 판단한다.

[그림44] 미국 MSCI 지수 대비 각 섹터별 상대 수익률 추이 → 바이오 (200%)가 월등, 헬스케어 섹터가 상대적 강세



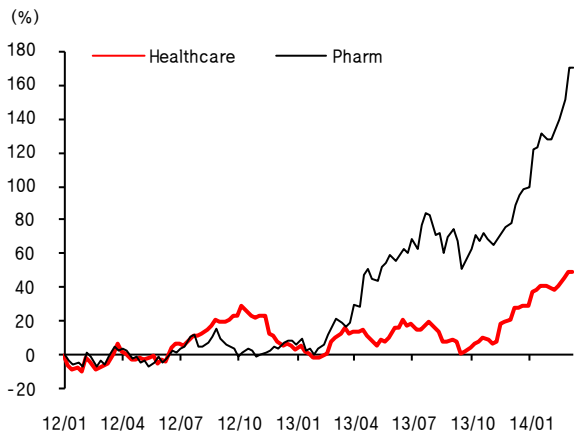
자료: Datastream, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] 일본 MSCI 지수 대비 섹터별 상대수익률 → 바이오 월등 (170%), 의료기기 섹터 수익률이 좋음



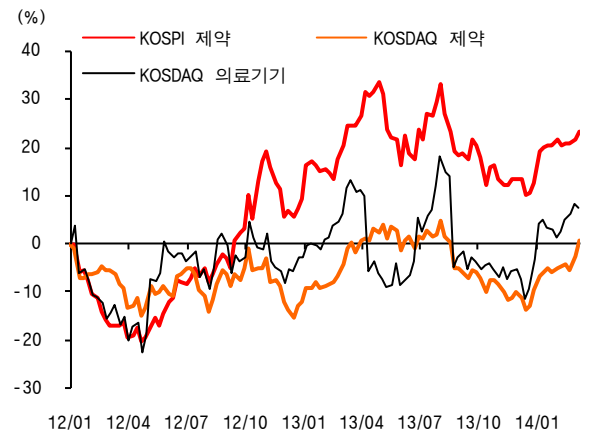
자료: Datastream, 한화투자증권 리서치센터

[그림46] 중국 MSCI 지수 대비 제약과 헬스케어 상대수익률 → 여전히 제약시장 성장에 대한 기대감 높음



자료: Datastream, 한화투자증권 리서치센터

[그림47] KOSPI와 KOSDAQ 대비 섹터 상대 수익률 → 전반적으로 수익률 좋으나 해외 지수 대비 다소 저조



자료: Datastream, 한화투자증권 리서치센터

지난해 1월 이후 해외 주요 헬스케어 섹터 지수를 살펴보다도 공통적으로 바이오섹터가 가장 누적수익률이 좋았으며, 국가별 차이는 있지만 제약보다는 의료기기나 헬스케어 섹터 지수가 수익률이 좋았다. 여전히 연평균 성장률 15% 이상을 기대하는 중국 제약지수만이 계속 신고가를 경신하고 있는 중이다. 따라서 우리나라도 선진시장처럼 제약시장 성장이 둔화되는 트렌드에 접어드는 만큼 제약업종 지수 전체 수익률보다는 바이오나 헬스케어(의료서비스 관련 종목) 종목들이 향후 장기적인 퍼포먼스는 더욱 좋을 것으로 기대된다.

www.koreastock.co.kr

Your Dreamworld, **HANWHA** | 당신 꿈에 가까이~



Ⅲ. 한화투자증권 제약/바이오 업종 유니버스

동아에스티(170900/Buy/maintain, TP: 165,000원(유지))

녹십자(006280/Buy/maintain, TP: 160,000원(유지))

유한양행(000100/Buy/maintain, TP: 230,000원(유지))

종근당(185750/Hold/downgrade, TP: 88,000원(유지))

한미약품(128940/Hold/downgrade, TP: 140,000원(하향))

대웅제약(069620/Hold/downgrade, TP: 81,000원(하향))

LG생명과학(068870/Sell/downgrade, TP: 32,000원(하향))



Analyst 정보라 | bora.chung@hanwha.com

동아에스티 (170900)

Buy(maintain)

목 표 주 가: 165,000원(유지)

주가(3/25): 117,500원

Stock Data

KOSPI(3/25)	1,941.25pt
시가총액	8,637억원
발행주식수	7,351천주
52주 최고가 / 최저가	178,000 / 98,700원
90일 일평균거래대금	41.63억원
외국인 지분율	22.2%
배당수익률(13.12E)	0.0%
BPS(13.12E)	57,844원

KOSPI대비 상대수익률	1개월	5.6%
	3개월	20.5%
	6개월	-7.8%

주주구성

강정석외 31인	17.5%
국민연금	9.5%
Glaxo Group Limited	9.4%

2호 FDA 허가 신약 탄생이 임박했다

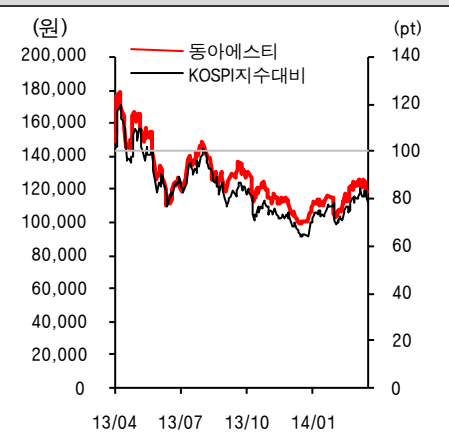
2014년 핵심 투자포인트는 항생제 '테디졸리드' 미국 출시

동아에스티의 2014년 가장 중요한 투자 포인트는 항생제 '테디졸리드'의 미국 출시가 될 것으로 예상된다. 테디졸리드는 MRSA와 같은 내성균에 효과가 있는 슈페박테리아 타겟 항생제이다. 작년 10월 파트너인 Cubist가 미국 FDA에 NDA 신청을 완료하였으며, 미국의 GAIN ACT(내성균으로 인한 심각한 감염질환에 대한 항생제를 개발하는 회사에게 인센티브를 주기 위해 만든 법안)의 적용을 받아 품목허가를 우선적으로 검토하는 QIDP(Qualified Infectious Disease Product)로 선정되었다. 최종 리뷰기한이 6월 20일로 결정되었기 때문에 하반기에는 국산으로는 2번째로 미국에서 출시되는 신약이 탄생할 것으로 기대된다. Cubist는 테디졸리드의 가치를 약 8억달러로 산정하여 Trius Therapeutics를 인수합병하였으며, peak sales 최소 6억달러 이상을 기대하고 있는 상황이다. 추가적인 적응증 확보를 위해 폐렴에 대한 임상도 시작될 예정이며, 지난 3월 초 유럽의약품청(EMA)의 시판허가신청 예심을 통과함에 따라 내년 상반기 유럽 출시도 가능한 전망이다.

수출이 2분기 실적을 견인할 전망

R&D 모멘텀 대비 내수 실적은 아직 기대에 못 미치는 수준으로 판단된다. 내수 시장 정체와 주력품목인 스티렌의 매출 하락, 리베이트 조사 여파로 2014년에도 ETC 사업부는 6.7% 증가에 그칠 것으로 추정된다. 하지만 수출이 2분기부터 본격적으로 증가하면서 실적개선이 시작될 전망이다. 2014년에는 매출액 6,558억원(+9.0% yoy), 영업이익 694억원(+26.5% yoy)을 달성할 것으로 추정된다. 동사에 대한 목표주가 165,000원과 투자의견 매수(Buy)를 유지한다.

Stock Price



Financial Data

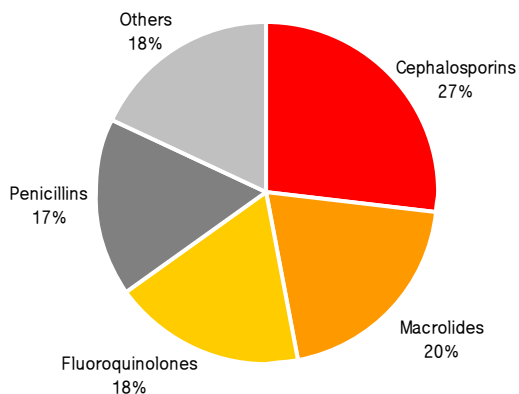
	2011	2012	2013	2014E	2015E
매출액(억원)	9,073	9,310	4,954	6,570	7,345
영업이익(억원)	974	885	390	650	831
세전계속사업손익(억원)	865	889	173	625	806
순이익(억원)	607	677	-653	494	637
EPS(원)	3,997	4,465	-8,884	6,637	8,571
증감률(%)	-15.4	11.7	적전	흑전	29.1
PER(배)	16.3	17.9	-13.2	17.7	13.7
PBR(배)	1.4	1.7	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA(배)	8.7	11.5	17.9	11.8	9.5
영업이익률(%)	10.7	9.5	7.9	9.9	11.3
EBITDA 마진(%)	13.6	12.5	11.8	13.4	14.6
ROE(%)	8.3	9.2	-11.0	10.5	12.2
순부채비율(%)	11.5	16.4	41.7	35.2	28.3

주: FRS 별도 기준임

슈퍼항생제 '테디졸리드' 품목허가 임박

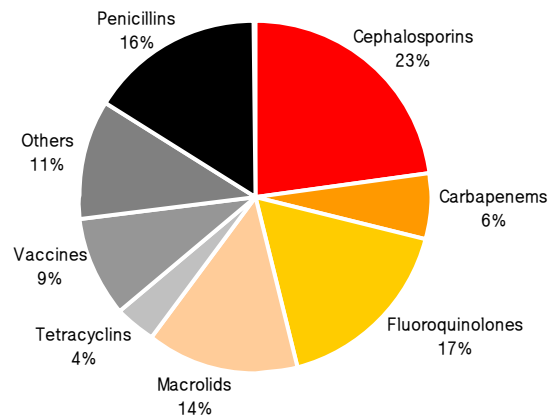
동아에스티의 '테디졸리드'는 옥사졸리디논계 항생제로서 기존 항생제에 대한 내성균에 사용하는 슈퍼항생제이다. 파트너사인 Cubist는 작년 10월 22일 미국FDA에 '테디졸리드'의 품목허가를 위한 NDA(신약 품목허가신청) 신청을 완료하였다. 테디졸리드의 아시아, 아프리카 및 남미판권은 2011년에 94백만 달러 규모(초기 기술료 25백만달러)에 기술이전을 하여 다국적제약사 바이엘이 가지고 있으며, 작년 8월 미국의 항생제 전문회사 Cubist가 Trius Therapeutics를 8억달러에 인수합병함에 따라 나머지 지역의 판권은 Cubist가 보유하고 있다. Cubist는 Trius Therapeutics와 동시에 Optimer도 5억달러 규모에 인수하였으며, 이번 인수합병에 의한 매출은 약 6억달러에서 10억달러에 이를 것으로 추정되고 있다. Cubist는 테디졸리드의 추가적인 적응증 확보를 위해 폐렴에 대한 임상 3상을 진행할 예정이며, 3월 초 유럽의약품청(EMA)의 시판 허가신청 예심을 통과하였다. 미국 FDA의 리뷰기한은 올해 6월 20일이기 때문에 하반기 미국에서 국산신약이 2번째로 런칭될 것으로 기대되며, 유럽 시판은 내년 상반기 가능할 것으로 예상된다. 매출에 따라 5-7%의 로열티를 받는 동아에스티 입장에서는 Cubist의 인수합병과 미국 FDA 품목허가 신청은 매우 중요한 이슈라고 판단되며, 올해 중반 FDA의 품목허가는 2014년 동아에스티의 가장 중요한 투자 포인트가 될 것으로 예상된다.

[그림48] 2006년 계열별 항생제 시장 점유율



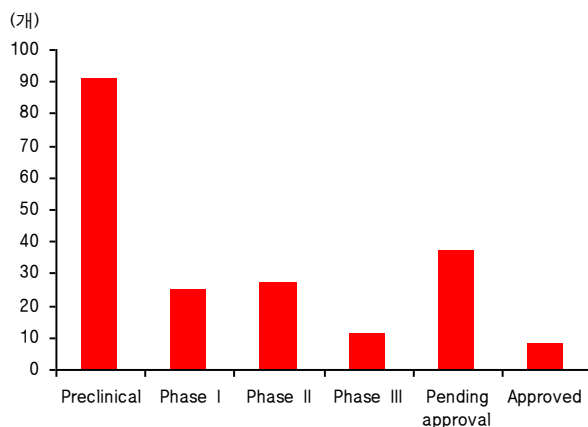
자료: Business Insight, 한화투자증권 리서치센터

[그림49] 2009년 계열별 항생제 시장 점유율: 차세대 항생제들의 점유율이 급격히 늘어나는 추세



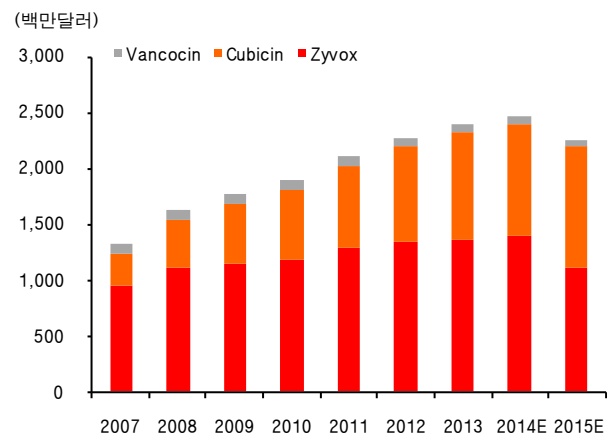
자료: Business Insight, 한화투자증권 리서치센터

[그림50] 임상 후기 단계 항생제 후보물질은 많지 않음



자료: Business Insight, 한화투자증권 리서치센터

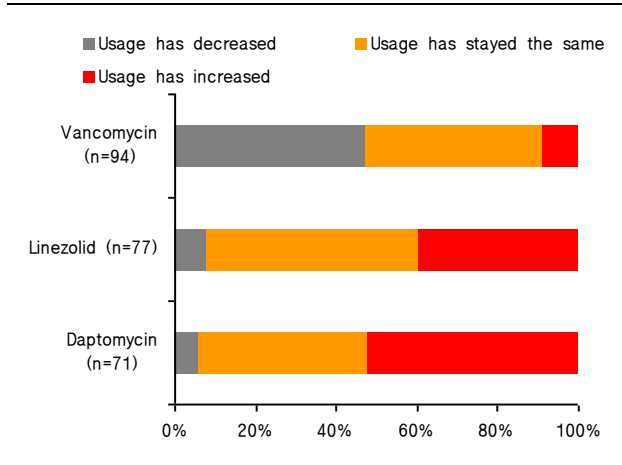
[그림51] MRSA에 처방되는 항생제들의 매출 증가 추이



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

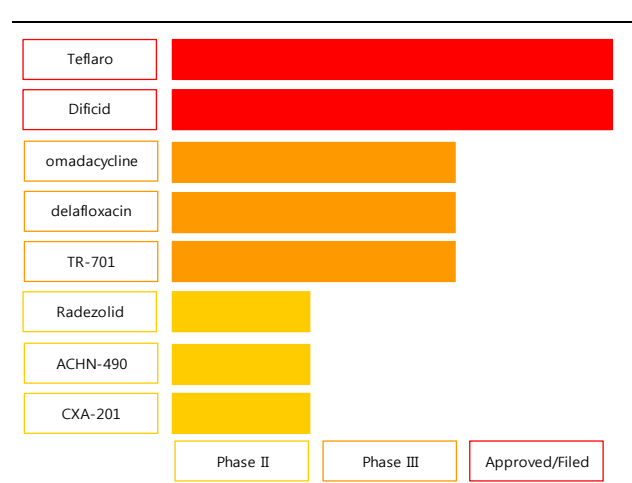
전세계 항생제 시장은 2016년 440억달러 규모에 이를 정도로 규모가 크지만 연평균 성장률은 2% 내외에 불과하다. 하지만 내성균에 대한 시장의 Unmet needs는 매우 크기 때문에 차세대 항생제들의 매출 성장률은 10%에 이르는 상황이다. 최근 항생제에 대한 시장의 니즈가 커지고 있는 반면 임상 후기 단계에 있는 후보물질들은 많지 않기 때문에 니치마켓을 타겟으로 시장에 출시할 경우 충분히 블록버스터로 성장이 가능하다는 판단이다. 또한 경쟁약물인 Zyvox(성분명 : Linezolid)와 비교임상 결과 테디졸리드가 1일 1회 200mg의 용량으로 6일간 복용하여 10일간 1일 2회 600mg을 복용하는 자이박스 대비 동등한 효과와 동등 이하의 부작용을 나타냄을 증명하였다. 이러한 임상결과와 복용편의성을 바탕으로 파트너사는 Zyvox, Cubicin, Vancomycin 등이 있는 슈퍼항생제 시장에서 테디졸리드가 최소 29%의 시장 점유율을 확보할 것으로 예상하고 있는 상황이다. 따라서 약 3조원의 시장에서 30% 시장점유율 가정할 경우 동아에스티로는 최대 500억원 이상의 로열티 수익이 발생할 것으로 기대된다.

[그림52] 2011년 기준 MRSA에 대한 처방 패턴 설문 : 반코마이신보다 자이박스(linezolid)와 큐비신(Daptomycin) 처방 늘어날 전망



자료: Trius Therapeutics, 한화투자증권 리서치센터

[그림53] 개발 중인 항생제 경쟁약물 현황



자료: Business Insight, 한화투자증권 리서치센터

[표11] 주요 항생제 매출 성장 추이 추정

(단위: million dollars)

Change in Prescribing Habits in 2011 (\$m)							
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Levaquin	1,357	347	34	35	34	32	31
Zyvox	1,176	1,231	1,255	1,273	1,277	912	614
Avelox	984	1,578	1,290	1,309	1,311	944	644
Augmentin	966	792	978	982	986	989	991
Tazocin	952	506	396	325	263	204	178
Cravit	820	621	561	506	423	343	268
Merrem	817	733	741	749	757	766	773
Cubicin	625	716	800	879	947	986	1,010
Primaxin	610	563	573	571	564	557	544
Zithromax	415	397	382	370	359	350	342
Others	35,156	36,653	37,748	38,208	38,739	40,033	41,180
Total	43,878	44,137	44,758	45,207	45,660	46,116	46,575

자료: Pham/Vitae, Business Insight

[표12] 개발 중인 주요 항생제 매출 추정

(단위: 백만달러)

Sales forecast for leading drugs in development (\$m)						
Compounds	Generic	2012	2013	2014	2015	2016
Teflaro	ceftaroline fosamil	120	200	260	325	426
Dificid	fidaxomicin	25	80	95	125	160
PTK-0786	omadacycline	20	90	150	180	200
RX-3341	delafloxacin	-	-	-	70	100
TR-701(DA-7218)	toreazolid	-	-	75	125	111
CXA-201	tazobactam	-	-	45	135	253

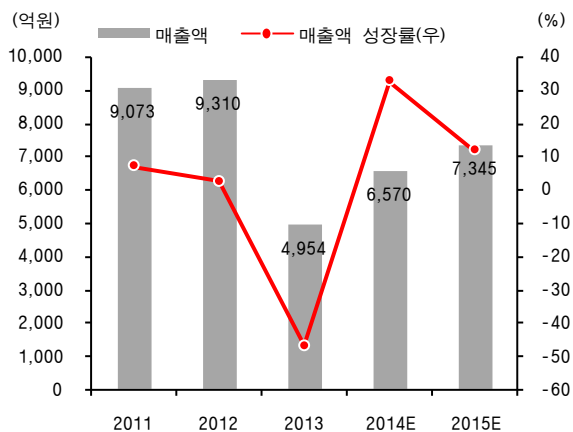
자료: Business Insight, 한화투자증권 리서치센터

또한 테디졸리드는 2012년 7월 통과된 미국의 GAIN ACT(내성균으로 인한 심각한 감염질환에 대한 항생제를 개발하는 회사에게 인센티브를 주기 위해 만든 법안)의 적용을 받아 품목허가를 우선적으로 검토하는 QIDP(Qualified Infectious Disease Product)로 선정되었기 때문에 약 6개월간의 짧은 리뷰기간(Fast track)을 거쳐 품목허가를 받을 수 있다. 올해 6월 20일이 품목허가 리뷰 기한이며, 하반기에는 국산신약으로는 2번째로 미국시장에 런칭되는 신약이 될 것으로 기대된다. 또한 유럽EMA의 품목허가 예비심사가 완료됨에 따라 유럽판권 이전 논의도 본격화 될 것으로 전망되며, 다국적제약사와 파트너링을 할 경우 동아에스티에는 호재가 될 것으로 예상된다.

우려스러운 실적 정체는 2분기부터 개선 시작될 것

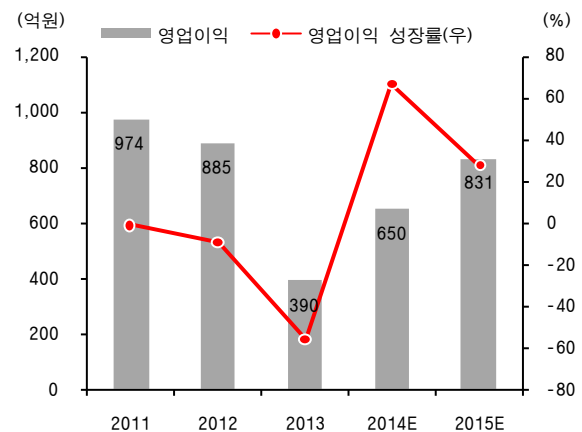
동아에스티는 2013년 매출액 5,948억원(-4.4%, yoy), 영업이익 505억원(-27.7%, yoy)의 실적을 달성하였다. 부진한 실적의 가장 큰 요인은 병원사업부의 매출 감소였다. 병원사업부는 처방약 매출이며, 지난 2012년 -11.4%, 2013년 -12.7%로 계속 마이너스 성장을 하고 있는 상황이다. 주력품목인 스티렌(위염치료제)과 자이테나(발기부전치료제)의 매출 감소 때문이며, 리베이트 사건 여파로 제네릭 매출도 감소하였다. 원외처방액이 계속해서 마이너스를 기록하고 있기 때문에 향후 성장성 회복에 대해서는 불확실성이 남아있기는 하다. 하지만 지난해 2분기 실적을 바탕으로 매출 턴어라운드는 시작했다는 판단이다. 월별 원외처방액은 감소폭이 줄어들고 있으며, 4월 크레스토(연간 매출 800억 규모의 고지혈증치료제) 제네릭 출시, 저용량 자이테나 출시 등으로 병원사업부는 13년 대비 +6.9% 성장할 수 있을 것으로 추정된다.

[그림54] 동아에스티 매출 및 매출 성장률



자료: 동아에스티, 한화투자증권 리서치센터

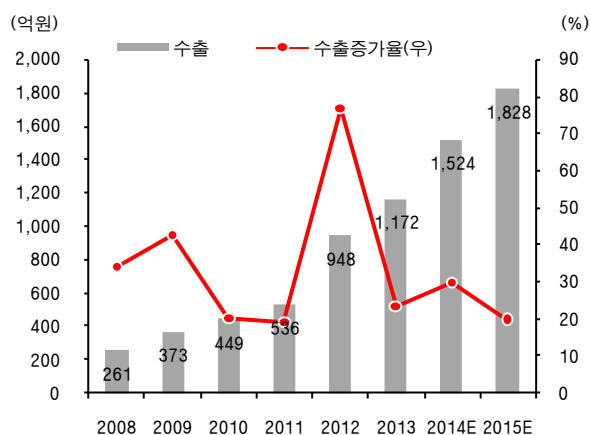
[그림55] 동아에스티 영업이익 및 영업이익률 증가 추이



자료: 동아에스티, 한화투자증권 리서치센터

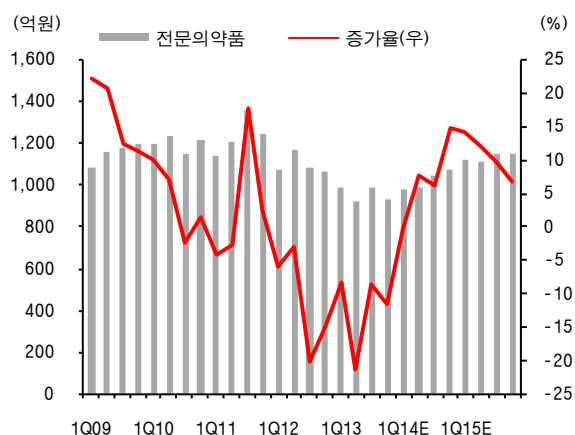
반면 수출은 분기별 변동성은 있으나 꾸준히 높은 증가율을 기록하고 있다. 박카스 수출 증가에 힘입어 2013년 수출은 1,172억원으로 12년 대비 +23.6% 증가하였다. 박카스 수출 지역확대, 이머징시장에서 바이오의약품 수요 증가, WHO로 원료의약품 추가 공급 등 수출 여건이 좋아지면서 올해에도 수출은 1,524억원으로 +30%의 높은 증가율을 보일 것으로 기대된다. 특히 WHO로 '크로세린(결핵치료제)' 1순위 공급자로 선정되면서 1,250만달러 분량을 납품하게 되었으며, 2분기부터 본격적으로 선적이 시작될 예정이어서 2분기 실적부터는 본격적인 개선세를 보일 것으로 전망된다. 따라서 동사 1분기 실적은 1,572억원(+6.9%, yoy), 영업이익 138억원(-4.5%, yoy)를 달성하여 지난 4분기 대비 소폭 개선되는 수준이었지만 2분기에는 매출액 1,635억원(+11.5%, yoy), 영업이익 158억원(+48.8%, yoy)로 확실한 실적 턴어라운드 가 예상된다. 2분기부터 실적 개선 본격화, 6월 20일 미국 FDA의 품목허가 리뷰 완료 등 주가 상승에 주요한 모멘텀이 부각될 시기가 임박함에 따라 동사를 제약업종 내 Top Pick으로 추천하고, 투자의견과 목표주가는 매수(Buy), 165,000원을 유지한다.

[그림56] 동아에스티 수출 사업부 빠르게 성장 중



자료: 동아에스티, 한화투자증권 리서치센터

[그림57] 전문약 사업부 매출 회복은 더디게 진행되는 중



자료: 동아에스티, 한화투자증권 리서치센터

Financial Sheets

손익계산서 (단위: 억원)					
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
매출액	9,073	9,310	4,954	6,570	7,345
매출원가	4,047	4,459	2,339	3,088	3,401
매출총이익	5,026	4,851	2,616	3,482	3,944
판매비 및 관리비	4,052	3,966	2,226	2,832	3,113
기타손익	0	0	0	0	0
영업이익	974	885	390	650	831
EBITDA	1,231	1,165	585	880	1,072
영업외 손익	-109	4	-217	-25	-25
이자수익	50	83	28	49	51
이자비용	135	155	93	100	96
외화관련손익	6	78	5	8	8
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	865	889	173	625	806
계속사업법인세비용	258	211	826	131	169
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	607	677	-653	494	637
지배주주지분	607	677	-653	494	637
포괄손익	-63	649	-680	494	637
매출총이익률(%)	55.4	52.1	52.8	53.0	53.7
EBITDA마진율(%)	13.6	12.5	11.8	13.4	14.6
영업이익률(%)	10.7	9.5	7.9	9.9	11.3
당기순이익률(지배주주)(%)	6.7	7.3	-13.2	7.5	8.7
ROA(%)	5.1	5.1	-5.5	5.1	6.2
ROE(%)	8.3	9.2	-11.0	10.5	12.2
ROIC(%)	10.8	9.9	-22.6	8.4	10.1

주요지표 (단위: 억원)					
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
투자지표					
PER(배)	16.3	17.9	-13.2	17.7	13.7
PBR(배)	1.4	1.7	2.0	1.8	1.6
PSR(배)	1.1	1.3	1.7	1.4	1.2
배당수익률(%)	1.5	1.3	n/a	0.7	0.9
EV/EBITDA(배)	8.7	11.5	4.7	3.0	2.3
성장성(% YOY)					
매출액	7.1	2.6	-46.8	32.6	11.8
영업이익	-1.2	-9.1	-56.0	66.8	27.9
세전계속사업손익	-10.0	2.7	-80.6	261.7	29.1
지배주주지분 당기순이익	-13.9	11.7	적전	흑전	29.1
포괄손익	적전	흑전	적전	흑전	29.1
EPS	-15.4	11.7	적전	흑전	29.1
안정성(%)					
유동비율	127.6	162.9	154.8	172.6	183.5
부채비율	68.9	91.1	114.4	99.3	91.0
이자보상배율	11.4	12.4	6.0	12.8	18.3
순차입금/자기자본	11.5	16.4	41.7	35.2	28.3
주당지표(원)					
EPS	3,997	4,465	-8,884	6,637	8,571
BPS	48,271	45,820	57,844	64,251	71,687
EBITDA/Share	8,111	7,681	7,954	11,420	13,917
CFPS	8,894	8,745	6,382	9,625	11,645
DPS	1,000	1,000	n/a	840	1,050

대차대조표 (단위: 억원)					
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
유동자산					
현금 및 현금성자산	4,662	6,338	3,503	3,560	3,952
단기금융상품	1,546	3,578	1,458	1,272	1,453
매출채권	404	12	0	0	0
재고자산	1,456	1,383	1,098	1,230	1,345
비유동자산	1,204	1,312	903	1,012	1,107
투자자산	7,706	7,919	6,048	6,302	6,593
유형자산	2,088	2,037	1,524	1,586	1,650
무형자산	5,447	5,729	4,416	4,589	4,799
자산총계	170	152	108	127	144
유동부채	12,368	14,258	9,551	9,862	10,545
매입채무	3,652	3,890	2,263	2,062	2,154
단기차입금	1,102	838	565	633	692
비유동성부채	1,926	2,495	933	633	633
장기금융부채	1,391	2,905	2,833	2,851	2,870
부채총계	863	2,315	2,383	2,383	2,383
자본금	5,044	6,795	5,096	4,913	5,023
자본잉여금	557	557	368	368	368
자본조정	2,141	2,169	3,812	3,812	3,812
기타포괄손익누계액	903	483	877	877	877
이익잉여금	938	910	883	883	883
지배회사지분	3,724	4,254	-601	-107	465
소수주주지분	7,324	7,463	4,455	4,949	5,521
자본총계	0	0	0	0	0
순차입금	7,324	7,463	4,455	4,949	5,521
	840	1,220	1,857	1,743	1,562

현금흐름표 (단위: 억원)					
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
영업활동 현금					
당기순이익	1,130	578	1	597	777
비현금수익비용가감	607	677	-653	494	637
유형자산감가상각비	743	649	1,122	248	260
무형자산상각비	245	267	190	218	228
기타현금수익비용	12	14	5	11	13
영업활동 자산부채변동	33	-87	927	18	19
매출채권 감소(증가)	-20	-492	-469	-144	-120
재고자산 감소(증가)	-169	80	-49	-132	-115
매입채무 증가(감소)	-45	-102	81	-109	-94
기타자산, 부채변동	315	-263	63	68	59
투자활동 현금	-120	-206	-563	29	31
유형자산처분(취득)	-1,125	-75	-396	-484	-532
무형자산 감소(증가)	-563	-553	-316	-392	-438
투자자산 감소(증가)	-36	3	-15	-30	-30
기타투자활동	-569	402	8	-14	-15
재무활동 현금	44	73	-73	-47	-49
차입금의 증가(감소)	211	1,536	-88	-300	-64
자본의 증가(감소)	299	2,116	-5	-300	0
배당금의 지급	-18	-110	0	0	-64
기타재무활동	110	111	0	0	64
현금의 증가	-70	-469	-83	0	0
기초현금	220	2,033	-2,120	-186	180
기말현금	1,326	1,546	3,578	1,458	1,272
	1,546	3,578	1,458	1,272	1,453

Analyst 정보라 | bora.chung@hanwha.com

Buy(maintain)

목 표 주 가: 160,000원(유지)

주가(3/25): 123,500원

Stock Data

KOSPI(3/25)	1,941.25pt
시가총액	14,433억원
발행주식수	11,687천주
52주 최고가 / 최저가	150,137 / 116,500원
90일 일평균거래대금	27.42억원
외국인 지분율	28.9%
배당수익률(13.12)	0.8%
BPS(13.12)	70,404원

KOSPI대비 상대수익률	1개월	-5.9%
	3개월	1.8%
	6개월	-5.7%

주주구성

녹십자홀딩스의 20인	24.4%
Matthews Int. Funds	8.3%
국민연금공단	8.2%

녹십자 (006280)**제약사 중 수출에서는 최강자!****하반기 미국에서 IVIG 품목허가 신청 완료 예상**

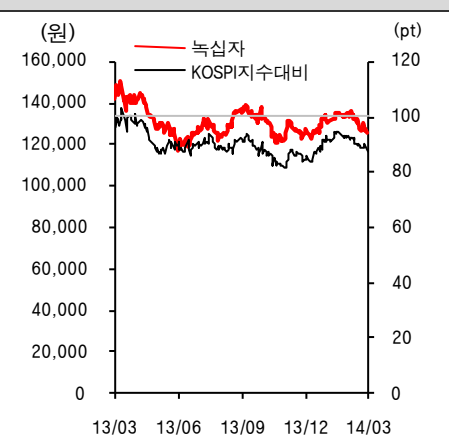
녹십자는 지난해 미국에서 IVIG(면역글로블린, 혈액제제)의 임상 3상을 성공적으로 완료하였으며, 올해 하반기 FDA에 품목허가 신청을 마무리할 것으로 예상된다. 녹십자의 혈액제제 수출은 연간 약 700억원 규모인데 이머징마켓으로 수출되고 있다. 전세계 혈액제제 시장의 50%를 차지하고 있는 미국시장에서 허가를 받아 제품을 출시할 경우 동사의 수출규모는 급격히 증가할 수 있을 것으로 기대된다. 따라서 IVIG 미국 품목허가 신청과 생산시설에 대한 투자 의사결정은 녹십자의 미래 성장동력을 확보 차원에서 매우 중요한 이슈가 될 것으로 판단된다.

백신 수출도 고성장세 지속 중

백신 수출도 순조롭게 진행 중이다. 지난해 11월 전미보건기구(PAHO) 입찰에서 1,700만달러 규모의 수두백신 입찰을 전량 수주하였고, 올해 초 남반구 의약품 입찰에서 2,300만달러의 독감백신과 400만달러의 혈액제제 공급을 확정하였다. 하반기 북반구 입찰과 TRC 매출을 감안할 때 올해 수출 실적은 2,117억원으로 +39.9%의 높은 증가율을 보일 것으로 전망된다.

높은 진입장벽으로 밸류에이션 프리미엄 구간

혈액제제와 백신제제는 진입장벽이 높아 해외기업들도 밸류에이션 프리미엄을 높게 받고 있으며, 동사의 경우 특히 이머징마켓을 중심으로 매출 확대가 지속될 것으로 예상되기 때문에 Global Peer 수준의 멀티플 적용이 가능하다고 판단되며, 녹십자에 대한 투자의견 매수(Buy)와 목표주가 160,000원을 유지한다.

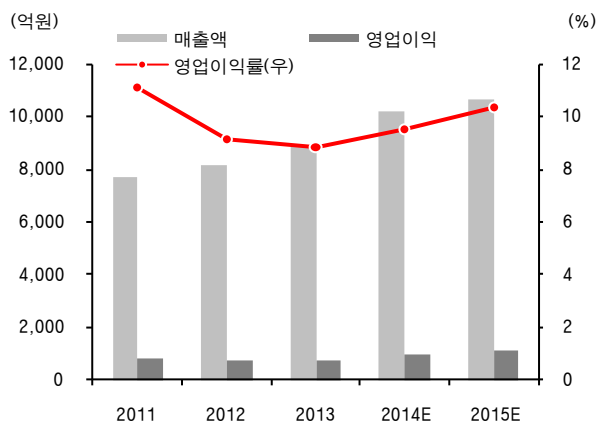
Stock Price

Financial Data	2011	2012	2013	2014E	2015E
매출액(억원)	7,679	8,118	8,882	10,166	10,636
영업이익(억원)	854	744	788	969	1,102
세전계속사업손익(억원)	861	731	911	976	1,107
순이익(억원)	554	536	701	781	886
EPS(원)	5,236	4,969	5,996	6,679	7,579
증감률(%)	-50.5	-5.1	20.7	11.4	13.5
PER(배)	26.2	26.2	20.6	18.5	16.3
PBR(배)	2.4	2.1	1.8	1.6	1.5
EV/EBITDA(배)	14.5	16.2	14.7	12.0	10.5
영업이익률(%)	11.1	9.2	8.9	9.5	10.4
EBITDA 마진(%)	12.8	11.1	10.9	11.6	12.4
ROE(%)	9.6	8.3	9.4	9.1	9.5
순부채비율(%)	-7.7	7.7	-2.1	-3.6	-7.1

주: IFRS 연결 기준임

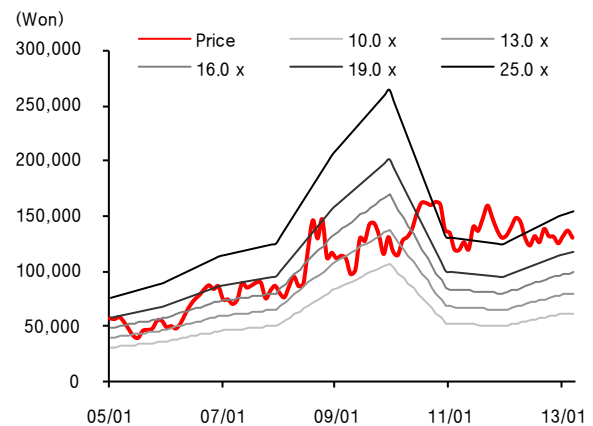
녹십자는 올해 매출액 1조 166억원(+14.5% yoy), 영업이익 969억원(+22.9% yoy)을 달성할 것으로 추정된다. 특히 수출 사업부가 두드러진 성장세를 보일 것으로 전망되는데, 지난해 1,514억원 대비 +40% 증가한 2,117억원의 실적을 달성할 것으로 기대된다. 현재 녹십자의 수출 성장 동력은 백신이다. 백신 수출 규모는 2012년 172억원에서 2014년 421억원으로 144% 증가하였고, 올해 확정 물량만 622억원에 달해 최소 50%의 성장을 보일 것으로 전망된다. 남미보건기구(PAHO) 입찰 규모 확대가 수출 성장에 기여했다고 판단되는데, 2008년 공급한 수두백신은 128만달러였으나 올해 남반구 공급규모만 1,700만달러에 이르고, 독감백신은 2012년 310만달러 규모로 시작하여 올해 남반구 공급규모는 2,300만 달러로 7.5배 증가하였다. 북반구 의약품 공급입찰에도 참가할 예정이기 때문에 올해 백신 수출은 예상보다 더 좋은 실적을 나타낼 것으로 기대된다.

[그림58] 녹십자 매출 및 영업이익 증가 추이



자료: 녹십자, 한화투자증권 리서치센터

[그림59] 녹십자 PER 추이

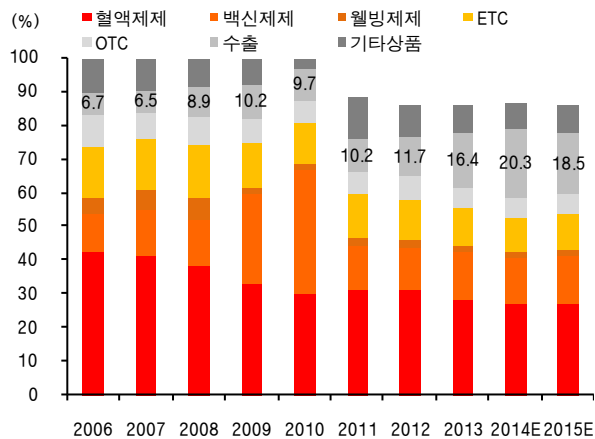


자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

향후 백신 외에 새로운 수출 성장 동력으로 기대되는 것은 혈액제제, 특히 IVIG(면역글로블린)이다. 혈액제제 수출은 2006년 166억원에서 2013년 840억원으로 증가하였고, 특히 알부민 중국 수출과 IVIG 이머징 마켓 수출이 혈액제제 매출 중 큰 부분을 차지하고 있다. 이머징 마켓에서 IVIG 수요는 꾸준히 늘어나고 있기 때문에 향후 안정적인 성장이 가능할 것으로 판단된다. IVIG에 주목하는 이유는 미국 FDA 품목허가를 통해 선진시장에 진출한다는 점이다. 전세계 IVIG 시장은 약 36억달러에 달하는 것으로 추산되는데, 그 중 50% 정도가 미국 시장이다. 가격도 이머징 마켓 대비 비싸게 형성되어 있어 녹십자의 IVIG가 미국에서 품목허가를 획득한다면 가격경쟁력을 확보하여 시장 침투가 가능할 것으로 기대된다. 지난해 말 미국 임상 3상을 성공적으로 완료하였고, 올해 하반기 FDA에 품목허가 신청을 완료할 것으로 예상되기 때문에 2015년 상반기에는 IVIG 선진시장 수출이 가능할 전망이다.

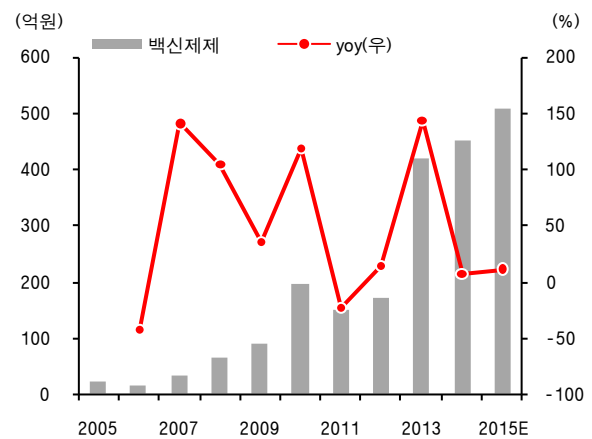
녹십자는 북미시장에서 IVIG 경쟁력 강화를 위해 혈액제제 생산설비에 투자를 강화할 계획이다. 임상 3상 완료에 맞추어 미국 FDA 기준에 맞는 생산설비를 확보해야 하기 때문에 국내외 혈액제제 공장 투자를 검토하고 있는 중이며, 조만간 1,000~2,000억원 규모의 생산설비 투자 계획이 확정될 예정이다. 혈액제제 비즈니스 특성상 진입장벽이 높고, CAPEX 투자가 실적으로 연결될 가능성이 높으며, 현재 공장 생산 CAPA가 다소 부족한 상황이기 때문에 IVIG 임상 3상 결과와 혈액제제 생산설비 투자는 동사 주가에 주요한 전환점이 될 수도 있다는 생각이다. 따라서 2014년에는 녹십자의 IVIG 허가 신청, 품목허가, 생산설비에 관련된 투자계획 발표에 주목해야 한다고 판단한다.

[그림60] 수출 비중은 꾸준히 늘어날 것으로 전망



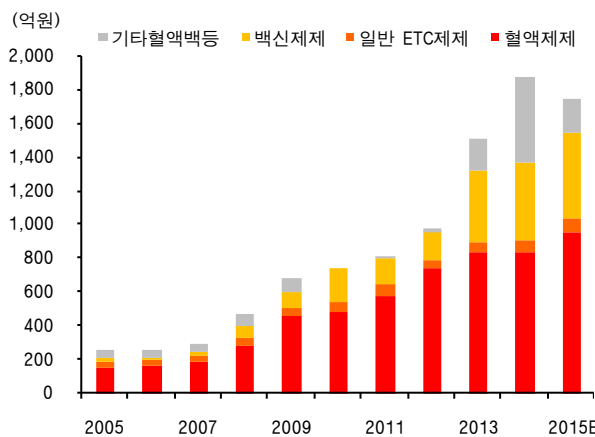
자료: 녹십자, 한화투자증권 리서치센터

[그림61] 녹십자 백신 사업부 수출 증가 추이



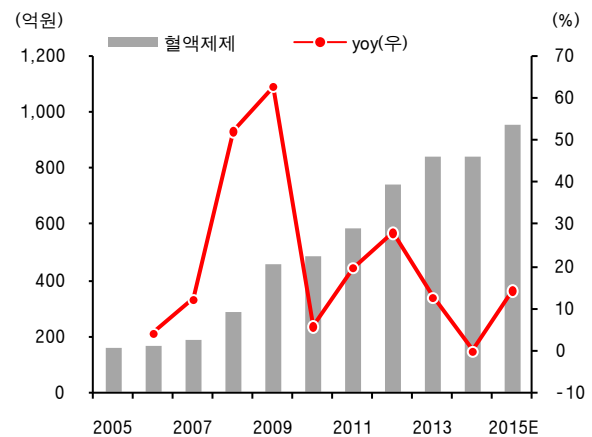
자료: 녹십자, 한화투자증권 리서치센터

[그림62] 사업부별 수출 규모 증가 추이



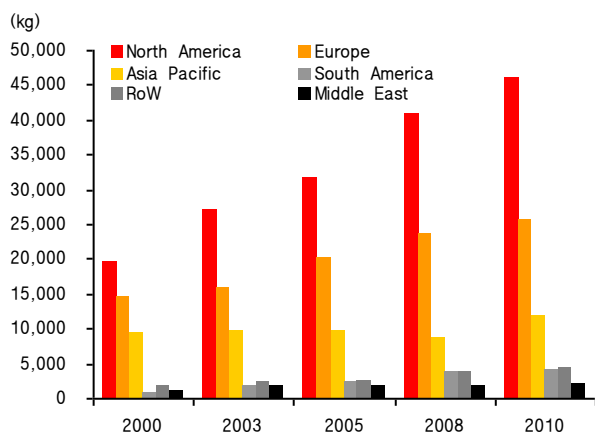
자료: 녹십자, 한화투자증권 리서치센터

[그림63] 특히 혈액제제 수출은 20% 이상의 성장률 유지



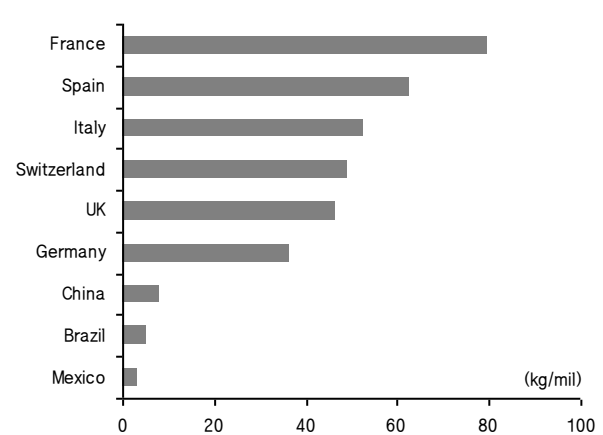
자료: 녹십자, 한화투자증권 리서치센터

[그림64] 지역별 IMG 시장 성장 추이



자료: MRB, 한화투자증권 리서치센터

[그림65] 이머징 국가의 IMG 사용량은 선진국 대비 1/20 수준



자료: MRB, 한화투자증권 리서치센터

[표13] 혈액제제 글로벌 기업들의 실적 및 밸류에이션

(단위: 억원, 백만달러,배)

구분		녹십자	Baxter	CSL Limited	Grifols
Sales	2013	8,882	15,259	4,950	4,736
	2014E	10,166	16,576	5,485	5,115
	2015E	10,636	17,070	5,915	5,451
OP	2013	788	2,668	1,544	1303.8
	2014E	969	3,684	1,691	1,439
	2015E	1,102	3,894	1,846	1,646
NP	2013	701	2,012	1,216	670.1
	2014E	781	2,689	1,315	794.8
	2015E	886	2,834	1,467	914.1
2014 FWD PER		21.8	13.0	23.3	21.4
Avg. PER 2009-2014		21.1	13.8	20.1	30.9

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

혈액제제 및 백신사업은 다른 의약품과 달리 제조설비확보에 대규모 투자가 필요하고, 품질관리가 매우 중요한 제품이기 때문에 진입장벽이 높은 편이다. 이로 인해 혈액제제 전문기업들은 제약업체 중에서도 높은 멀티플을 받고 있으며, 평균성장률 10%를 보이는 호주의 CSL Limited는 PER23.3배(과거 평균 20.1배), 평균 성장률 15%인 Grifols는 21.4배(과거 평균 30.9배)의 밸류에이션 프리미엄을 받고 있는 상황이다. 따라서 IVIG의 미국 진출이 임박하였으며, 수출 성장률이 35% 이상 유지되고 있는 녹십자도 Global Peer 수준의 밸류에이션(평균 23.5배)을 받을 수 있다고 판단된다. 따라서 동사에 대한 투자의견은 매수(Buy), 목표주가는 160,000원을 유지한다.

Financial Sheets

손익계산서					
(단위: 억원)					
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
매출액	7,679	8,118	8,882	10,166	10,636
매출원가	5,091	5,582	6,133	7,036	7,219
매출총이익	2,589	2,536	2,749	3,130	3,417
판매비 및 관리비	1,735	1,792	1,961	2,160	2,314
기타손익	0	0	0	0	0
영업이익	854	744	788	970	1,103
EBITDA	984	900	970	1,178	1,320
영업외 손익	7	-12	122	7	5
이자수익	32	12	18	22	22
이자비용	34	21	17	16	17
외화관련손익	2	0	-5	0	0
지분법손익	-8	-30	7	-18	-18
세전계속사업손익	861	731	911	977	1,108
계속사업법인세비용	285	175	191	195	222
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	576	556	720	781	886
지배주주지분	554	536	701	781	886
포괄손익	519	724	721	781	886
매출총이익률(%)	33.7	31.2	31.0	30.8	32.1
EBITDA마진율(%)	12.8	11.1	10.9	11.6	12.4
영업이익률(%)	11.1	9.2	8.9	9.5	10.4
당기순이익률(지배주주)(%)	7.2	6.6	7.9	7.7	8.3
ROA(%)	6.9	5.9	6.8	6.8	7.1
ROE(%)	9.6	8.3	9.4	9.1	9.6
ROIC(%)	11.7	10.1	9.6	10.6	11.4

주요지표					
(단위: 억원)					
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
투자지표					
PER(배)	26.2	26.2	20.6	18.5	16.3
PBR(배)	2.4	2.1	1.8	1.6	1.5
PSR(배)	1.9	1.7	1.6	1.4	1.4
배당수익률(%)	1.1	1.0	0.8	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	14.5	16.2	14.7	12.0	10.5
성장성(% YOY)					
매출액	-2.9	5.7	9.4	14.5	4.6
영업이익	-41.4	-12.9	6.0	23.0	13.7
세전계속사업손익	-36.1	-15.0	24.5	7.3	13.4
지배주주지분 당기순이익	-47.1	-3.1	30.6	11.5	13.4
포괄손익	-54.0	39.5	-0.5	8.4	13.4
EPS	-50.5	-5.1	20.7	11.5	13.4
안정성(%)					
유동비율	266.3	206.0	258.2	269.5	278.9
부채비율	36.5	39.3	33.1	32.3	31.9
이자보상배율	493.8	84.2	-720.8	-162.7	-212.8
순차입금/자기자본	-7.7	7.7	-2.1	-2.8	-6.4
주당지표(원)					
EPS	5,236	4,969	5,996	6,686	7,583
BPS	57,255	62,227	70,404	76,090	82,673
EBITDA/Share	9,307	8,337	8,299	10,080	11,291
CFPS	10,291	9,434	8,785	8,787	9,763
DPS	1,500	1,250	1,000	1,000	1,000

대차대조표					
(단위: 억원)					
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
유동자산	5,083	4,615	5,764	6,358	7,115
현금 및 현금성자산	323	227	548	625	1,087
단기금융상품	539	68	101	105	109
매출채권	2,191	2,186	2,524	2,752	2,894
재고자산	1,981	2,107	2,471	2,752	2,894
비유동자산	3,521	4,929	5,400	5,617	5,842
투자자산	697	1,537	1,359	1,415	1,472
유형자산	2,516	3,008	3,599	3,721	3,850
무형자산	307	384	442	482	519
자산총계	8,604	9,544	11,164	11,975	12,956
유동부채	1,909	2,240	2,232	2,359	2,551
매입채무	1,038	909	1,063	1,159	1,218
단기차입금	285	740	413	413	513
비유동성부채	392	452	543	562	583
장기금융부채	93	81	59	59	59
부채총계	2,301	2,691	2,775	2,921	3,133
자본금	507	507	584	584	584
자본잉여금	2,150	2,151	3,140	3,140	3,140
자본조정	43	211	78	78	78
기타포괄손익누계액	49	217	218	218	218
이익잉여금	3,482	3,850	4,425	5,089	5,859
지배회사지분	6,181	6,718	8,228	8,892	9,662
소수주주지분	121	134	162	162	162
자본총계	6,303	6,852	8,389	9,054	9,823
순차입금	-484	527	-178	-258	-625

현금흐름표					
(단위: 억원)					
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
영업활동 현금	549	508	376	640	943
당기순이익	576	556	720	781	886
비현금수익비용가감	512	462	307	246	255
유형자산감가상각비	112	136	159	183	189
무형자산상각비	19	21	23	25	27
기타현금수익비용	12	25	125	37	38
영업활동 자산부채변동	-237	-297	-526	-387	-198
매출채권 감소(증가)	-632	0	-323	-228	-142
재고자산 감소(증가)	-16	-124	-356	-281	-142
매입채무 증가(감소)	422	-130	142	96	60
기타자산, 부채변동	-11	-43	11	26	27
투자활동 현금	-386	-903	-505	-447	-463
유형자산처분(취득)	-415	-645	-750	-305	-319
무형자산 감소(증가)	-115	-82	-61	-65	-65
투자자산 감소(증가)	165	-7	328	-70	-72
기타투자활동	-22	-170	-22	-7	-7
재무활동 현금	-154	300	454	-117	-17
차입금의 증가(감소)	-316	451	-362	0	100
자본의 증가(감소)	131	-155	949	-117	-117
배당금의 지급	174	155	129	117	117
기타재무활동	32	4	-133	0	0
현금의 증가	9	-96	322	76	463
기초현금	314	323	227	548	625
기말현금	323	227	548	625	1,087

Analyst 정보라 | bora.chung@hanwha.com

유한양행 (000100)

Buy(maintain)

목 표 주 가: 230,000원(유지)

주가(3/25): 185,000원

Stock Data

KOSPI(3/25)	1,941.25pt
시가총액	20,632억원
발행주식수	11,153천주
52주 최고가 / 최저가	214,000 / 171,500원
90일 일평균거래대금	69.28억원
외국인 지분율	23.8%
배당수익률(13.12E)	0.7%
BPS(13.12E)	98,446원

KOSPI대비 상대수익률	1개월	-2.9%
	3개월	3.0%
	6개월	0.0%

주주구성

유한재단외 4인	15.6%
유한화학원	7.6%
신한은행	7.5%

도입신약과 원료수출이 성장을 이끈다

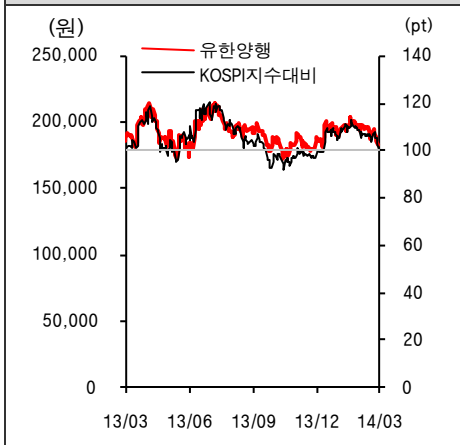
도입신약과 원료 수출로 2014년 매출액 1조원 돌파 기대

유한양행은 블록버스터 신약 도입 효과와 수출증가가 지속되어 2014년 매출액 1조 447억원(+12.1%, yoy), 영업이익 733억원(+31.0%, yoy)을 달성할 것으로 추정된다. 트라젠타(당뇨), 비리어드(B형간염), 트윈스타(고혈압) 등 도입신약은 기저 효과로 다소 둔화된 +11.6%의 증가율을 보이겠지만 수출은 +27.1% 증가할 전망이다. 올해에는 매출성장과 이익률 개선이 동시에 진행될 것으로 예상된다. 수익성이 좋은 원료수출이 +28% 증가하여 매출 비중이 늘어나면서 이익률 개선에 기여할 것으로 예상되고, 신제품 런칭 2년이 지나는 시기인 만큼 마케팅 비용 부담도 감소할 것으로 추정되기 때문이다. 1분기에는 매출액 2,455억원(+13.9%, yoy), 영업이익 154억원(+27.4%, yoy)로 양호한 외형성장을 보일 것으로 전망되고, 원가율 하락 및 판촉비용 부담 완화로 이익률은 2.1%p 증가한 실적을 발표할 것으로 기대된다.

자회사 실적도 턴어라운드 시작, 투자의견 매수

지난해 유한킴벌리와 안센은 내수침체, 비용부담, 제품리콜 등으로 저조한 실적을 나타내었다. 하지만 유한킴벌리는 중국의 산아제한 완화정책에 대해 기저귀 수출량 증가라는 수혜가 가능할 것으로 기대되며, 유한화학은 원료수출 증가로 실적개선이 예상되는 상황이다. 본사 영업의 경우 작년 높은 외형성장이 기저로 작용하여 매출 성장률은 다소 하락할 수 있으나 최근 '크레스트' 코프로모션 품목 추가에서 보는 것처럼 신규품목 도입이 이어지고 있고, 신약 원료 공급도 계속 추가됨에 따라 당분간 성장성은 유지될 전망이다. 따라서 동사에 대한 투자의견 매수(Buy), 목표주가 23만원을 유지한다.

Stock Price



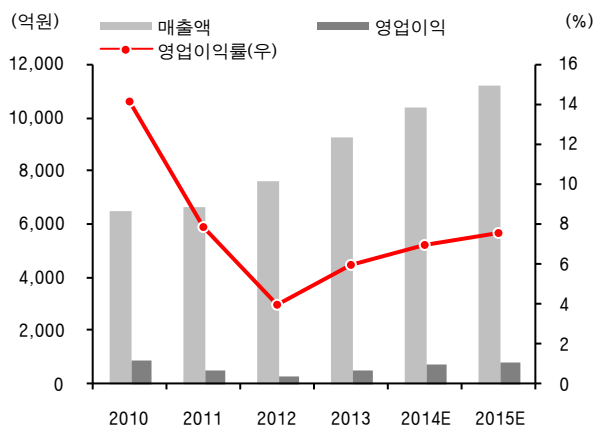
Financial Data

	2011	2012	2013	2014E	2015E
매출액(억원)	6,677	7,628	9,316	10,447	11,249
영업이익(억원)	526	304	559	733	854
세전계속사업손익(억원)	931	930	900	1,304	1,490
순이익(억원)	831	696	718	1,030	1,177
EPS(원)	7,451	6,238	6,415	9,208	10,528
증감률(%)	-38.3	-16.3	2.8	43.5	14.3
PER(배)	17.1	27.7	28.8	20.1	17.6
PBR(배)	1.3	1.7	1.9	1.7	1.6
EV/EBITDA(배)	17.1	35.7	26.5	20.2	17.1
영업이익률(%)	7.9	4.0	6.0	7.0	7.6
EBITDA 마진(%)	10.1	5.9	7.5	8.5	9.0
ROE(%)	7.7	6.2	6.3	8.8	9.3
순부채비율(%)	-27.0	-29.2	-21.2	-24.2	-26.8

주: IFRS 별도 기준임

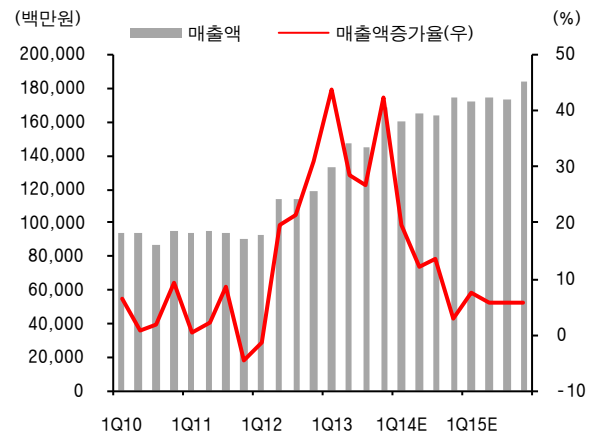
2013년 유한양행은 매출액 9,316억원(yoy +22.1%), 영업이익 560억원(yoy +50.7%), 영업이익률 6.0%를 달성하였다. 신규로 도입한 트윈스타(고혈압), 트라젠타(당뇨), 비리어드(B형간염), 프리메라(폐렴백신)의 매출이 2,100억원으로 2012년 860억원 대비 +144%가 증가하여 외형성장을 이끌었다는 판단이다. 반면 영업이익이 크게 늘어나기는 하였지만 상품비중이 여전히 높아 원가율 부담이 지속되고 있고, 신제품 출시에 따른 마케팅 활동 증가로 판매비가 줄지 않아 이익률 개선은 기대보다는 더디게 진행된 것으로 파악된다. 하지만 2014년에는 외형성장과 수익성 개선이 동시에 진행될 것으로 예상된다. 앞서 언급한 4개 품목의 매출이 2014년에는 2,600억원 규모로 성장하여 ETC 사업부 매출은 +11.6% 증가할 것으로 예상된다. 원료의약품 수출은 C형 간염 복합제에 들어가는 원료 매출이 증가하면서 2013년 대비 +27.1% 성장하여 매출 비중은 15.8%로 늘어나 약 1,650억원 규모에 이를 것으로 추정하고 있다. 원료의약품 수출의 경우 매출 초기에는 이익률이 20% 수준에 달하기 때문에 매출비중이 늘어나면서 이익개선에 기여할 전망이다. 최근 유한양행은 아스트라제네카와 연간 매출 850억원 규모의 '크레스토(고지혈증)의 코프로모션 협약을 체결하였다. 다국적제약사들이 코프로모션 파트너로서 유한양행에 리브콜을 보내는 이유는 현재 체결된 성공적인 코프로모션 Track record 때문이며 이러한 공동판매 계약은 향후에도 계속 이어질 것으로 기대된다.

[그림66] 유한양행 매출 및 영업이익 증가 추이



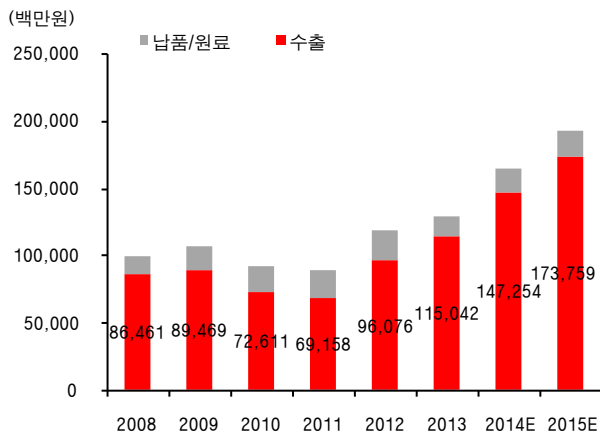
자료: 유한양행, 한화투자증권 리서치센터

[그림67] ETC 사업부는 블록버스터 도입으로 고성장세 지속



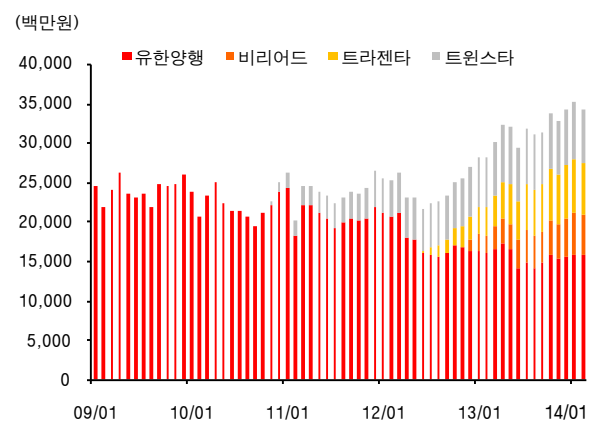
자료: 유한양행, 한화투자증권 리서치센터

[그림68] 원료의약품 수출 증가는 외형성장뿐 아니라 수익성 개선에도 긍정적



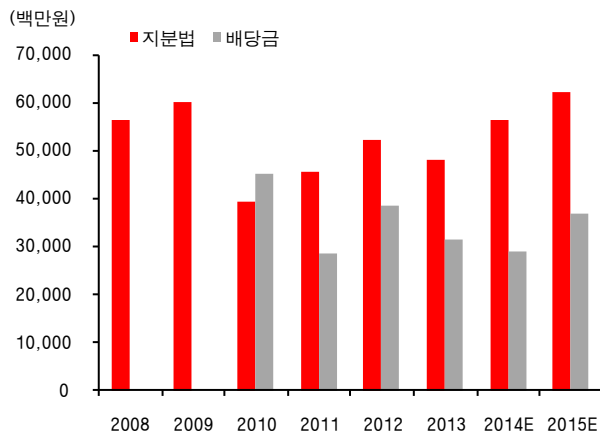
자료: 유한양행, 한화투자증권 리서치센터

[그림69] 도입 신약의 원외처방 비중은 급격히 증가 중



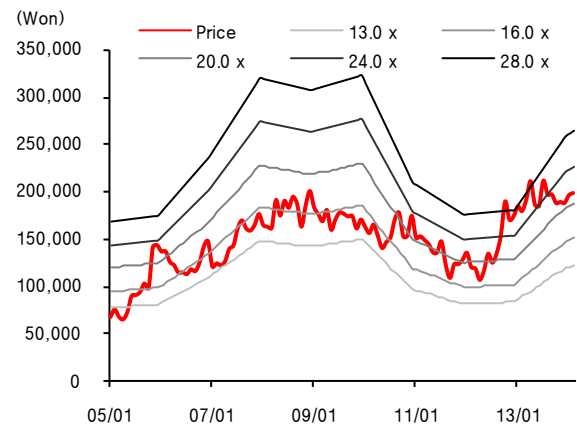
자료: 유한양행, 한화투자증권 리서치센터

[그림70] 배당금은 크게 늘어나지 않겠지만 자회사 실적은 개선될 것



자료: 유한양행, 한화투자증권 리서치센터

[그림71] 유한양행 PER 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

과거 유한양행 주가의 프리미엄 요인이 되었던 유한킴벌리의 경우 최근 내수시장 침체로 실적은 부진하다. 경쟁심화와 경기 침체 영향으로 매출은 계속 마이너스 성장세를 보이고 있고 마진이 좋은 내수 매출이 부진하여 이익률도 다소 하락하였다. 분기마다 변동성은 있지만 수출 실적도 작년 대비 정체되어 있는 상황이다. 또한 한국안센도 약가인하 영향과 타이레놀 사태 이후 실적이 크게 하락하여 지분법 이익에 있어 과거와 같은 성장은 기대하기 어려운 것이 사실이다. 하지만 수출용 원료의약품 생산을 담당하는 유한화학의 실적이 빠르게 증가하고 있고, 안센의 영업도 정상화되고 있으며, 유한킴벌리도 지금은 정체기이지만 향후 중국의 산아제한 해제로 중국향 기저귀 수출은 다시 늘어날 것으로 기대된다. 따라서 자회사 가치에 대해 디스카운트 할 필요는 없다고 판단하고 있으며, 올해 동사의 이익률 개선과 원료의약품 수출 실적이 모멘텀으로 작용할 수 있을 것으로 판단되므로 유한양행에 대한 투자의견은 매수(Buy), 목표주가 23만원을 유지한다.

Financial Sheets

손익계산서					
(단위: 억원)					
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
매출액	6,677	7,628	9,316	10,447	11,249
매출원가	4,190	5,255	6,481	7,217	7,698
매출총이익	2,487	2,373	2,835	3,230	3,551
판매비 및 관리비	1,961	2,069	2,275	2,497	2,697
기타손익	0	0	0	0	0
영업이익	526	304	559	733	854
EBITDA	676	452	698	886	1,012
영업외 손익	405	626	341	571	636
이자수익	440	540	439	559	624
이자비용	0	0	0	0	0
외화관련손익	6	-46	1	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	931	930	900	1,304	1,490
계속사업법인세비용	100	235	182	274	313
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	831	696	718	1,030	1,177
지배주주지분	831	696	718	1,030	1,177
포괄손익	835	750	578	1,030	1,177
매출총이익률(%)	37.2	31.1	30.4	30.9	31.6
EBITDA마진율(%)	10.1	5.9	7.5	8.5	9.0
영업이익률(%)	7.9	4.0	6.0	7.0	7.6
당기순이익률(지배주주)(%)	12.4	9.1	7.7	9.9	10.5
ROA(%)	6.6	5.3	5.4	7.4	7.9
ROE(%)	7.7	6.2	6.3	8.8	9.3
ROIC(%)	11.7	5.5	10.4	12.6	14.0

주요지표					
(단위: 억원)					
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
투자지표					
PER(배)	17.1	27.7	28.8	20.1	17.6
PBR(배)	1.3	1.7	1.9	1.7	1.6
PSR(배)	2.2	2.6	2.3	2.0	1.9
배당수익률(%)	1.0	0.7	0.7	0.7	0.7
EV/EBITDA(배)	17.1	35.7	26.5	20.2	17.1
성장성(% YOY)					
매출액	2.8	14.3	22.1	12.1	7.7
영업이익	-42.9	-42.2	84.0	31.0	16.5
세전계속사업손익	-38.0	0.0	-3.2	44.8	14.3
지배주주지분 당기순이익	-38.1	-16.3	3.3	43.4	14.3
포괄손익	-37.9	-10.3	-22.9	78.1	14.3
EPS	-38.3	-16.3	2.8	43.5	14.3
안정성(%)					
유동비율	444.5	401.5	300.6	323.5	344.0
부채비율	15.9	16.7	19.4	18.6	18.3
이자보상배율	-1.2	-0.6	-1.3	-1.3	-1.4
순차입금/자기자본	-27.0	-29.2	-21.2	-24.2	-26.8
주당지표(원)					
EPS	7,451	6,238	6,415	9,208	10,528
BPS	95,528	101,229	98,446	106,239	115,325
EBITDA/Share	5,932	3,969	6,128	7,780	8,890
CFPS	6,551	5,246	1,022	10,488	11,832
DPS	1,250	1,250	1,250	1,250	1,250

대차대조표					
(단위: 억원)					
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
유동자산	5,466	6,041	5,694	6,359	7,211
현금 및 현금성자산	1,530	1,821	1,456	1,961	2,524
단기금융상품	1,423	1,547	925	963	1,002
매출채권	1,680	1,730	2,214	2,296	2,463
재고자산	816	929	1,086	1,127	1,209
비유동자산	7,145	7,407	7,692	7,996	8,322
투자자산	5,360	5,782	6,018	6,262	6,517
유형자산	1,693	1,541	1,562	1,633	1,713
무형자산	92	84	112	102	92
자산총계	12,611	13,449	13,385	14,356	15,533
유동부채	1,230	1,505	1,894	1,966	2,096
매입채무	904	1,015	1,516	1,572	1,687
단기차입금	0	0	0	0	0
비유동성부채	502	415	279	291	302
장기금융부채	11	0	0	0	0
부채총계	1,732	1,920	2,173	2,256	2,399
자본금	569	569	569	569	569
자본잉여금	1,753	1,762	1,141	1,141	1,141
자본조정	-965	-888	-1,159	-1,159	-1,159
기타포괄손익누계액	155	209	69	69	69
이익잉여금	9,522	10,085	10,661	11,548	12,583
지배회사지분	10,879	11,529	11,212	12,099	13,134
소수주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	10,879	11,529	11,212	12,099	13,134
순차입금	-2,942	-3,368	-2,381	-2,924	-3,526

현금흐름표					
(단위: 억원)					
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
영업활동 현금	725	775	-276	1,143	1,228
당기순이익	831	696	718	1,030	1,177
비현금수익비용가감	-85	-98	-602	164	170
유형자산감가상각비	138	137	128	139	146
무형자산상각비	12	11	11	14	13
기타현금수익비용	-15	37	-741	11	12
영업활동 자산부채변동	-344	-272	-447	-51	-119
매출채권 감소(증가)	-194	-13	-511	-82	-167
재고자산 감소(증가)	-14	-113	-157	-40	-82
매입채무 증가(감소)	30	107	529	56	115
기타자산, 부채변동	-166	-253	-307	15	15
투자활동 현금	200	-385	155	-495	-523
유형자산처분(취득)	-97	-152	-124	-210	-226
무형자산 감소(증가)	-38	-7	-38	-4	-4
투자자산 감소(증가)	1,084	453	577	-212	-221
기타투자활동	-748	-679	-260	-69	-72
재무활동 현금	-729	-100	-244	-142	-142
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	-33	109	-70	-142	-142
배당금의 지급	105	132	132	142	142
기타재무활동	-696	-208	-173	0	0
현금의 증가	196	291	-365	505	563
기초현금	1,334	1,530	1,821	1,456	1,961
기말현금	1,530	1,821	1,456	1,961	2,524

Analyst 정보라 | bora.chung@hanwha.com

종근당 (185750)

Hold(downgrade)

목 표 주 가: 88,000원 (유지)

주가(3/25): 76,600원

Stock Data		
KOSPI(3/25)		1,941.25pt
시가총액		7,207억원
발행주식수		9,409천주
52주 최고가 / 최저가		79,200 / 64,300원
90일 일평균거래대금		53.26억원
외국인 지분율		10.7%
배당수익률(13.12E)		0.9%
BPS(13.12E)		40,947원
KOSPI대비 상대수익률	1개월	4.0%
	3개월	13.9%
	6개월	-
주주구성		
이장한외 10인		20.2%
국민연금		9.0%
고촌재단		6.7%

향후 제네릭을 통한 성장가능성과 R&D 역량 확인 필요

양호한 실적 전망과 밸류에이션 매력으로 연초 이후 주가 상승 지속

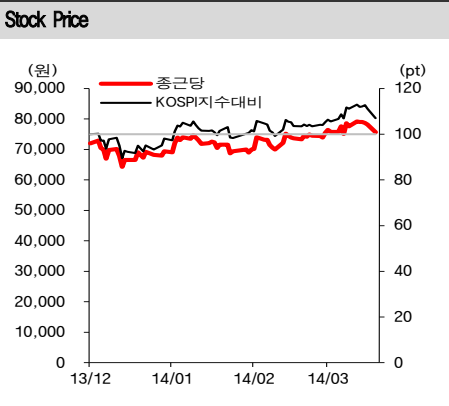
종근당은 제네릭 신제품을 통한 매출성장과 상위사 대비 매력적인 밸류에이션이 부각되면서 연초 이후 제약업종지수 대비 17.5% 아웃퍼폼하였다. 12월에는 독감 환자 증가에 따른 '타미플루' 효과로 원외처방액 증가율 1위를 달성하였고, 자체 개발 신약 '듀비에(당뇨)'가 2월에 런칭되었으며, 4월에는 크레스토 제네릭 출시가 예정되어 있어 올해 안정적인 매출 성장이 가능할 것으로 기대된다. 신제품 출시에 따른 판매비 증가와 R&D 역량강화를 위한 연구개발비 증가에도 불구하고 비만치료제 기술료 유입, 고마진 제네릭 품목군의 매출 비중 증가로 마진 개선이 가능할 것으로 추정된다. 동사는 올해 매출액 5,626억원(+10.6% yoy), 영업이익 756억원(+20.2% yoy)를 달성할 전망이다.

투자의견 보유(Hold)로 하향, 목표주가 88,000원 유지

상반기 양호한 실적이 기대됨에도 불구하고 동사에 대한 투자의견은 보유(Hold)로 하향하고, 목표주가는 88,000원을 유지한다. 동사의 목표주가는 2014년 EPS 추정치에 타겟 PER 15배를 적용하여 산정하였다. 종근당은 분할 전 높은 매출 성장과 수익성 개선으로 PER 18배까지 밸류에이션이 리레이팅 되었었다. 이는 정보제약의 성장성이 반영되어 지주사 분할 전 오버밸류에이션 된 부분이 있었다고 판단되는 만큼 향후 신규 사업회사에 대한 타겟 멀티플은 분할 전보다 다소 보수적으로 적용할 필요가 있다고 판단한다. 내수 제약시장의 경우 리베이트 규제강화로 저성장 기조에 접어들고 있고, 오리지널과 제네릭 약가가 동일해지면서 제네릭의 경쟁력이 다소 약화된 것이 사실이기 때문에 제네릭 의존적인 비즈니스는 프리미엄 받기가 어려울 것으로 예상되기 때문이다.

2분기 양호한 실적과 주식 스왑 이벤트가 모멘텀으로 작용할 것

주가 상승으로 목표주가 대비 상승여력이 +13.0%이기 때문에 투자의견을 하향조정하지만 2분기 실적과 주식스왑 이벤트에 대한 기대감으로 주가는 오버슈팅할 가능성을 염두에 두어야 할 것으로 판단되며, 향후 R&D 성과에 따라 추가적인 밸류에이션 레밸업 가능성이 있을 것으로 예상된다.

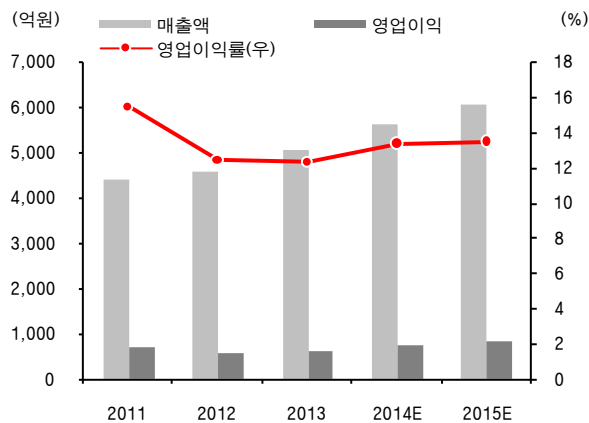


Financial Data	2011	2012	2013	2014E	2015E
매출액(억원)	4,422	4,612	5,087	5,626	6,087
영업이익(억원)	688	577	629	757	825
세전계속사업손익(억원)	676	557	554	749	806
순이익(억원)	491	257	399	555	597
EPS(원)	3,759	1,970	4,241	5,893	6,340
증감률(%)	10.9	-47.6	115.3	39.0	7.6
PER(배)	5.0	18.8	18.1	13.0	12.1

주: FRS 별도 기준임

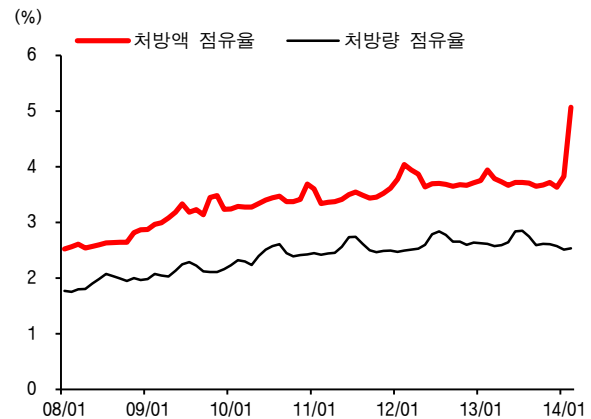
종근당은 올해 매출액 5,626억원(+10.6% yoy), 영업이익 756억원(+20.2% yoy)을 달성할 것으로 추정된다. 2013년 출시된 ‘텔미누보’, ‘텔미트렌’(모두 고혈압 복합제)의 매출이 150억원 이상 순증할 것으로 추정되며, 지난 2월 3일 출시된 자체 개발 신약 ‘듀비에(당뇨)’가 70억원 이상의 매출을 달성할 전망이다. 특히 ‘듀비에’의 경우 20번째로 허가된 국산 신약으로 글리타존계열의 당뇨치료제이다. 글리타존계열의 약물은 혈당강하 효과는 크지만 심혈관계 부작용 이슈가 부각되며 대표약물인 ‘아반디아’가 시장에서 퇴출된 이후 시장 점유율이 감소해 왔다. 하지만 지난해 미국 FDA가 아반디아의 판매제한 조치를 해제한 것은 긍정적인 상황이라고 판단되며, 종근당의 영업력에 힘입어 경쟁약물인 액토스 시장을 일부 대체하고 시장 확대가 가능할 것으로 기대된다. 또한 종근당은 올해 크레스토, 넥시움 제네릭을 출시하여 안정적인 외형성장을 이어갈 전망이다. 반면 늘어난 R&D 파이프라인으로 인해 연구개발비가 지난해 대비 약 100억원 수준으로 증가할 전망이고, 영업인력이 900여명으로 국내 최고 수준으로 증가함에 따라 판매비도 늘어나 비용부담은 지난해 대비 다소 늘어날 것으로 예상된다. 그럼에도 불구하고 고마진 품목군의 매출 비중 확대로 영업이익률은 12.4%에서 1%p 개선된 13.4%를 기록할 것으로 추정된다.

[그림72] 종근당 매출 및 영업이익 증가 추이



자료: 종근당, 한화투자증권 리서치센터

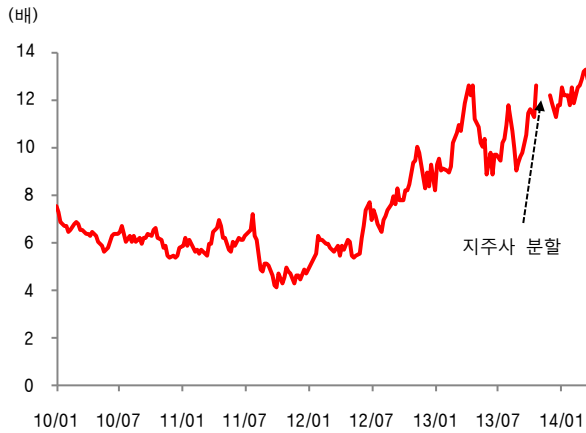
[그림73] 원외처방액과 처방량 점유율 추이



자료: 유비스트, 한화투자증권 리서치센터

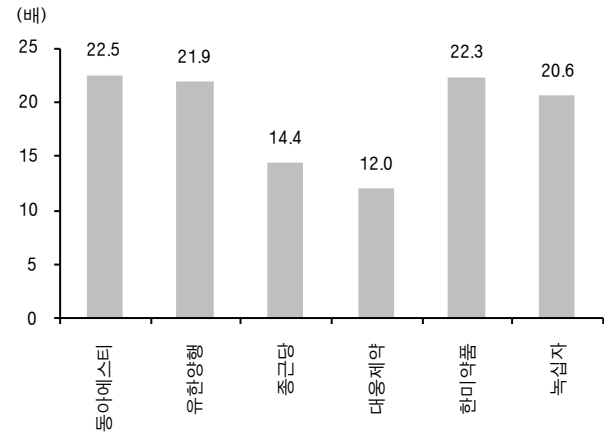
상반기 양호한 실적이 기대됨에도 불구하고 동사에 대한 투자 의견은 보유(Hold)로 하향하고, 목표주가는 88,000원을 유지한다. 동사의 목표주가는 2014년 EPS 추정치에 타겟 PER 15배를 적용하여 산정하였다. 종근당은 분할 전 높은 매출 성장과 수익성 개선으로 PER 18배까지 밸류에이션이 리레이팅 되었었다. 하지만 분할 전 종근당은 일본향 원료의약품 수출 증가로 실적이 급격히 개선된 경보제약의 가치가 반영되면서 밸류에이션 리레이팅이 있었다고 추정되기 때문에 경보제약이 종근당 홀딩스 보유가 된 만큼 분할 전 PER 18배 수준으로 프리미엄을 받기는 다소 무리가 있다고 생각된다. 내수 제약시장의 경우 리베이트 규제강화로 저성장 기조에 접어들고 있고, 오리지널과 제네릭 약가가 동일해지면서 제네릭의 경쟁력이 다소 약화된 것이 사실이기 때문에 제네릭 의존적인 비즈니스는 프리미엄 받기가 어려울 것으로 예상되기 때문이다.

[그림74] 지주사 분할 전, 후 종근당 PER 추이



자료: Wisefn, 한화투자증권 리서치센터

[그림75] 주요 제약사 PER 비교



자료: Fnguide, 한화투자증권 리서치센터

주가 상승으로 목표주가 대비 상승여력이 +11.4%이기 때문에 투자의견을 하향조정하지만 2분기 실적과 주식스왑 이벤트에 대한 기대감으로 주가는 오버슈팅할 가능성을 염두에 두어야 할 것으로 판단되며, 향후 R&D 성과에 따라 추가적인 밸류에이션 레벨업 가능성이 있을 것으로 예상된다. 특히 주목해야 할 신약후보 물질은 CKD-732이다. CKD-732은 고도비만 치료제 후보물질로 2009년 미국 Zafgen으로 기술이전되었으며, 현재 호주에서 임상 2상을 완료한 상황이다. 임상결과 용량에 따라 5.5-10kg의 체중 감량 효과를 확인하였으며, 2011년 미국의 제약학술지인 'R&D Direction'이 선정한 100대 혁신신약(100 Greatest investigational Drugs)에 선정된 바 있다. 향후 추가적인 임상 진행에 따라 받게되는 기술료는 동사의 밸류에이션 레벨업 모멘텀이 될 수 있을 것으로 기대된다.

Analyst 정보라 | bora.chung@hanwha.com

한미약품 (128940)

Hold(downgrade)

목 표 주 가: 140,000원 (하향)

주가(3/25): 121,500원

Stock Data

KOSPI(3/25)	1,941.25pt
시가총액	11,840억원
발행주식수	9,745천주
52주 최고가 / 최저가	167,738 / 105,069원
90일 일평균거래대금	54.7억원
외국인 지분율	9.3%
배당수익률(13.12E)	0.0%
BPS(13.12E)	51,121원

KOSPI대비 상대수익률	1개월	-5.0%
	3개월	15.6%
	6개월	-6.9%

주주구성

한미사이언스외 2인	40.6%
미래에셋자산운용	13.4%
국민연금공단	10.1%

2014 년 북경한미와 에소메졸에 집중

코프로모션 확대와 에소메졸 수출로 본사 매출 확대

한미약품은 지난해 4분기 북경한미 실적이 회복되면서 매출액 성장률 +8.3%, 영업이익 증가율 +28.5%를 달성하였다. 별도기준 이익도 완벽하게 턴어라운드하여 매출 성장률 +3.5%에 그쳤으나 영업이익은 +62.7% 증가하였고, 영업이익률은 6.1%를 달성하였다. 판매비 감소가 수익성 개선에 가장 큰 기여를 한 것으로 판단된다. 올해에는 머크와의 코프로모션(연간 500억원 규모), 에소메졸 수출, 내수 점유율 확대로 별도기준 매출 성장률 +12.5%, 영업이익 증가율 +21.7%를 달성할 것으로 추정된다.

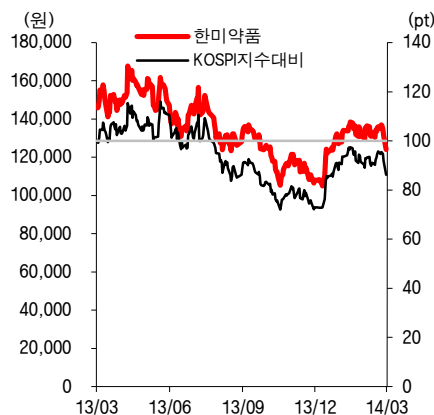
밸류에이션 프리미엄의 핵심은 북경한미 성장성

동사의 본사실적 턴어라운드 외에 또 다른 투자포인트는 북경한미이다. 북경한미는 2013년 매출액 1,700억원(+24.4% yoy), 영업이익 270억원(+34.0% yoy)를 달성하여 중국 제약시장이 리베이트 여파로 침체되었음에도 불구하고 양호한 성장세를 보였다. 장기적으로 중국의 산아제한 완화는 소아과약품 비중이 높은 북경한미에 긍정적인 정책으로 판단되며, 성인용 약물도 지역확대와 신제품 출시를 통해 성장할 것으로 기대된다. 올해 북경한미는 매출액 2,080억원(+24.8% yoy), 영업이익 313억원(+17.7% yoy)를 달성할 것으로 추정된다.

투자의견 보유(Hold)로 하향, 목표주가 140,000원으로 하향

동사에 대한 투자의견은 보유(Hold), 목표주가는 140,000원으로 하향조정한다. 1분기는 시기적으로 제약시장 비수기이기 때문에 어닝모멘텀이 약할 뿐 아니라 북경한미도 1분기 성장률이 둔화될 것으로 예상되며, 최근 주가 상승으로 PER 23배 수준이어서 밸류에이션 부담도 있는 상황이다. 주가 상승여력이 +13.2%인 점을 감안해 투자의견을 보유(Hold)로 하향한다.

Stock Price



Financial Data

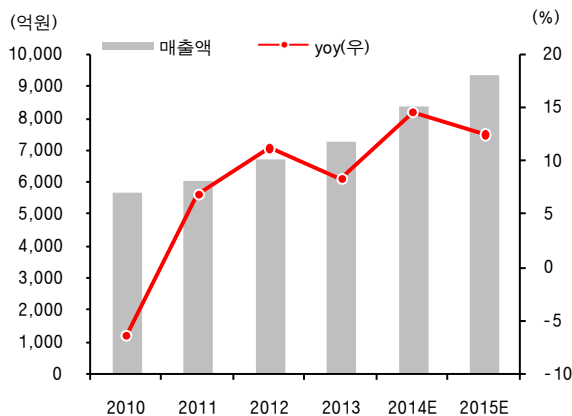
	2011	2012	2013	2014E	2015E
매출액(억원)	6,062	6,740	7,302	8,366	9,410
영업이익(억원)	212	481	619	800	975
세전계속사업손익(억원)	65	322	549	704	887
순이익(억원)	13	226	434	498	627
EPS(원)	157	2,741	5,240	6,013	7,575
증감률(%)	흑전	1,650.6	91.2	14.8	26.0
PER(배)	400.1	44.0	23.2	20.2	16.0
PBR(배)	1.5	2.8	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA(배)	13.8	15.0	15.0	11.7	9.8
영업이익률(%)	3.5	7.1	8.5	9.6	10.4
EBITDA 마진(%)	9.4	12.1	12.5	13.6	13.9
ROE(%)	0.4	6.5	11.0	10.9	11.9
순부채비율(%)	71.4	55.3	37.0	28.8	15.7

주: FRS 연결 기준임

2014년 투자포인트는 북경한미 성장률 회복 + 에소메졸 미국 시장에서 성공 여부

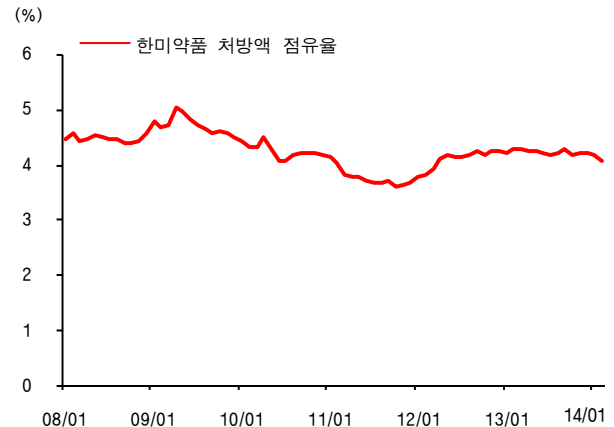
한미약품은 2010년부터 의사들의 처방 감소로 2년 동안 마이너스 성장을 보인 이후 약가 인하를 감안할 때 내수 실적은 안정적으로 턴어라운드를 완료하여 2013년 매출액 7,301억원(+8.3% yoy), 영업이익 619억원(+28.7% yoy)을 달성하였다. 지난 2010년 리베이트 쌍벌제 법안이 도입되면서 한미약품의 원외처방이 급격히 감소하기 시작하였고, 매출 성장률은 2010년 -3.5%, 2011년 -13.8%로 급격히 악화되었다. 하지만 로컬 의원들과의 관계가 다시 회복되고, 개량신약 ‘아모잘탄’이 아모디핀 매출 감소를 커버하면서 처방액이 증가하기 시작하였고, 지난해 비아그라 제네릭 ‘팔팔정’을 저가에 출시하는 전략이 성공하여 별도 기준 실적은 매출액 5,628억원(+3.5% yoy)을 달성하였다.

[그림76] 한미약품 2012년부터 실적 턴어라운드 완료



자료: 한미약품, 한화투자증권 리서치센터

[그림77] 국내에서의 시장 점유율은 유지되고 있음

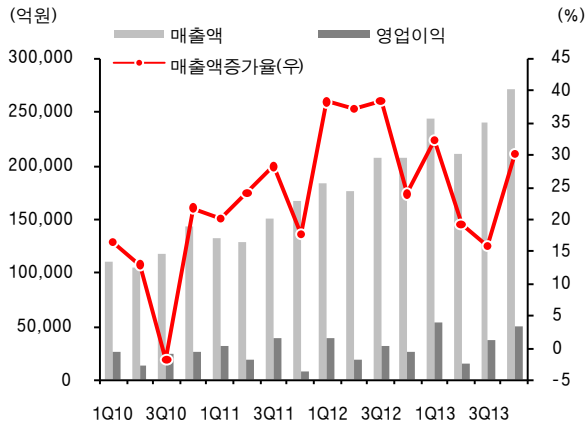


자료: UB Care, 한화투자증권 리서치센터

매출이 감소하면서 늘어나는 R&D 비용 부담이 커짐에 따라 큰 폭의 적자를 보이던 별도기준 영업이익도 2012년 212억원(3.9% OPM)까지 회복되었으며, 2013년에는 345억원으로 영업이익률이 6.1%까지 회복되었다. 연구개발비의 증가에도 불구하고 판매비율을 2010년 56.2%에서 2012년 48.0%, 2013년에는 44.7%로 통제하면서 이익률 개선이 가능했다는 판단이다. 한미약품의 경우 예전과 같은 제네릭 영업을 지양하고 있기 때문에 내수 시장에서 두자리수 이상의 고성장세를 회복하기는 어렵다고 판단되나, 최근 전략적으로 집중하고 있는 개량신약 수출과 다국적제약사와의 전략적 제휴는 외형성장에 중요한 계기가 될 것으로 기대된다.

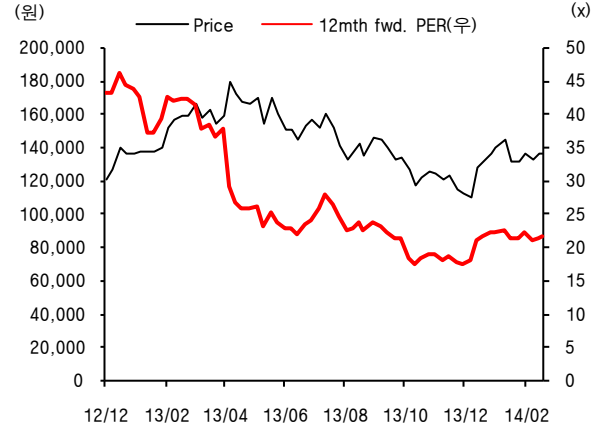
올해 별도기준 매출액은 6,331억원으로 전년 대비 +12.5%로 높은 증가율을 보일 전망이다. 한국머크와 체결한 코프로모션 계약을 통해 연간 500억원 규모의 신규 매출이 발생할 것으로 추정되고, 올해는 7월부터 약 200억원 매출이 인식될 것으로 기대된다. 지난해 12월 18일부터 미국의 암닐사는 한미약품의 에소메졸(넥시움 개량신약) 판매를 시작하였고, 올해 한미약품 기준 최소 250억원 내외의 에소메졸 수출 실적이 기대되는 상황이다. 추가적인 원가하락과 매출 성장에 따른 비용 부담 완화를 통해 별도 기준 수익성은 소폭 개선될 것으로 기대되며 올해 영업이익 420억원(+21.7% yoy)을 달성할 것으로 추정된다.

[그림78] 북경한미의 매출 성장률 회복이 중요



자료: 한미약품, 한화투자증권 리서치센터

[그림79] 한미약품 PER 변화 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

중국 제약시장에서 GSK 리베이트 사건 여파로 제약사들의 영업활동이 위축되고 지난해 실적이 부진했음에도 불구하고 북경한미는 연간 매출액 성장률 +24.4%(위안화 기준)로 높은 증가율을 달성하였다. 2.3분기 연속 매출성장률이 19.3%, 15.7%로 하락하면서 북경한미의 성장성이 둔화되는 것이 아니냐는 시장의 우려가 있었으나 4분기에는 +30.3%로 회복하였고, 올해에는 연간 +22.1%의 증가율을 보일 것으로 전망된다. 지난해 1분기 기저가 높아 올해 1분기 성장률은 다소 둔화되겠지만 하반기 성장률을 회복할 것으로 전망되고, 판매비와 연구비 증가로 수익성은 소폭 하락할 전망이다. 무엇보다 중국 정부의 산아제한 완화정책으로 신생아 및 유아의 수가 증가할 것으로 예상되기 때문에 소아과 약물 비중이 70%인 북경한미의 성장성은 향후 더욱 부각될 것으로 기대된다.

하지만 현 시점에서는 최근 주가 상승으로 올해 연결기준 실적 대비 PER 25.9배까지 상승하였고, 밸류에이션은 다소 부담스러운 수준으로 판단된다. 과거 평균 PER 35배 수준이었으나 이는 북경한미 성장률 30% 이상, 내수 실적이 바닥을 확인하고 턴어라운드하는 국면이었기 때문에 내수 실적이 안정되고, 북경한미 성장률이 20%대로 하락한 상황에서 예전과 같은 프리미엄을 받기에는 무리가 있다는 판단이다. 중국에 상장된 상위 15개사의 올해 매출성장률은 +22.7%, 영업이익 증가율 24.1%로 추정되고 있는데 올해 실적 추정치 대비 평균 PER은 21.4배로 과거 대비 밸류에이션 프리미엄이 축소된 상황이다. 북경한미의 경우 매출 규모가 작아 대형제약사 대비 향후 성장성이 더욱 확대될 가능성이 있음에도 불구하고 아직 본사기준 영업이익이 북경한미보다 더 큰 상황이므로 추가적인 프리미엄 확대는 다소 제한적일 것으로 판단된다. 목표주가 대비 주가 상승여력이 +13.2%이기 때문에 투자의견은 보유(Hold)로 하향하고, 목표주가는 140,000원으로 하향한다. 에스메졸의 가치는 수출실적 추정치에 반영하였으며, 향후 머크나 사노피아벤티스, GSK와 계약한 개량신약들의 이머징마켓 수출이 확대될 경우 실적 상황 및 투자의견 상황이 가능할 것으로 판단된다.

[표14] 중국 15개 상위업체 성장 추이

(단위: %, 배)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	Trailing PER	Forward PER
매출성장률	36.9	26.1	30.0	40.5	30.6	25.6	22.7		
영업이익성장률	36.9	48.2	51.5	43.7	35.9	56.1	24.1	27.5	21.4
PER	30.5	38.2	46.5	29.8	27.8	25.8	20.8		

주: 중국 상장 제약사 상위 15개사 평균 성장률

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표15] 한미약품 Valuation

(단위: 억원, 원, 배)

본사 영업가치	8,050
한미약품 본사 기준 2014년 추정 순이익	350
Target multiple (상위제약사 타겟 PER)	23
북경한미 가치(지분 74%)	6,216
북경한미 2014년 추정 순이익	280
Target multiple (중국 peer group 과거 3년 평균)	28
한미정밀화학 가치	630
한미정밀화학 2014년 추정 순이익	100
Target multiple	10
동아쏘시오그룹 및 기타 지분 가치	717
순차입금	1,560
한미약품 가치	13,597
주식수	9,744,522
주당가치	140,000원

자료: 한화투자증권 리서치센터

Financial Sheets

손익계산서 (단위: 억원)					
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
매출액	6,062	6,740	7,302	8,366	9,410
매출원가	2,719	2,793	3,137	3,563	3,960
매출총이익	3,343	3,947	4,165	4,803	5,451
판매비 및 관리비	3,131	3,465	3,546	4,004	4,475
기타손익	0	0	0	0	0
영업이익	212	481	619	800	975
EBITDA	569	817	909	1,140	1,305
영업외 손익	-147	-159	-70	-96	-88
이자수익	11	20	26	22	22
이자비용	168	174	150	139	133
외화관련손익	8	-2	-14	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	65	322	549	704	887
계속사업법인세비용	10	34	43	74	93
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	54	288	506	630	794
지배주주지분	13	226	434	498	627
포괄손익	-91	324	661	630	794
매출총이익률(%)	55.2	58.6	57.0	57.4	57.9
EBITDA마진율(%)	9.4	12.1	12.5	13.6	13.9
영업이익률(%)	3.5	7.1	8.5	9.6	10.4
당기순이익률(지배주주)(%)	0.2	3.4	5.9	6.0	6.7
ROA(%)	0.2	2.8	5.0	5.4	6.3
ROE(%)	0.4	6.5	11.0	10.9	11.9
ROIC(%)	3.1	7.3	9.9	12.1	14.0

주요지표 (단위: 억원)					
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
투자지표					
PER(배)	400.1	44.0	23.2	20.2	16.0
PBR(배)	1.5	2.8	2.4	2.1	1.8
PSR(배)	0.9	1.5	1.4	1.2	1.1
배당수익률(%)	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA(배)	13.8	15.0	15.0	11.7	9.8
성장성(%YOY)					
매출액	79.7	11.2	8.3	14.6	12.5
영업이익	흑전	127.2	28.5	29.3	22.0
세전계속사업손익	흑전	399.3	70.4	28.4	26.0
지배주주지분 당기순이익	흑전	1,652.7	91.7	14.8	26.0
포괄손익	적전	흑전	104.0	-4.6	26.0
EPS	흑전	1,650.6	91.2	14.8	26.0
안정성(%)					
유동비율	176.1	147.8	204.5	234.3	273.3
부채비율	108.3	104.1	86.4	77.0	66.9
이자보상배율	1.4	3.1	5.0	6.8	8.9
순차입금/자기자본	71.4	55.3	37.0	28.8	15.7
주당지표(원)					
EPS	157	2,741	5,240	6,013	7,575
BPS	40,714	43,765	51,121	58,733	68,321
EBITDA/Share	6,896	9,886	10,979	13,765	15,755
CFPS	9,040	11,448	12,068	11,867	13,718
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

대차대조표 (단위: 억원)					
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
유동자산					
현금 및 현금성자산	3,635	4,169	4,467	5,075	5,736
단기금융상품	216	552	800	968	1,284
매출채권	98	321	400	416	433
재고자산	2,108	2,034	2,001	2,270	2,477
비유동자산	1,082	1,165	1,100	1,248	1,362
투자자산	4,243	4,187	4,341	4,282	4,253
유형자산	849	986	987	1,028	1,069
무형자산	2,615	2,421	2,542	2,406	2,300
자산총계	779	781	812	849	884
유동부채	7,878	8,356	8,807	9,358	9,989
매입채무	2,063	2,820	2,187	2,178	2,151
단기차입금	523	524	581	659	719
비유동부채	1,219	1,957	1,288	1,188	1,088
장기금융부채	2,032	1,442	1,899	1,911	1,924
부채총계	1,794	1,180	1,597	1,597	1,597
자본금	4,095	4,262	4,085	4,089	4,075
자본잉여금	188	197	207	207	207
자본조정	3,302	3,293	3,283	3,283	3,283
기타포괄손익누계액	17	52	203	203	203
이익잉여금	24	60	216	216	216
이익잉여금	-144	82	507	1,054	1,699
지배회사지분	3,363	3,624	4,201	4,748	5,393
소수주주지분	419	469	521	521	521
자본총계	3,782	4,093	4,722	5,269	5,914
순차입금	2,699	2,265	1,685	1,401	968

현금흐름표 (단위: 억원)					
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
영업활동 현금					
당기순이익	613	645	812	496	894
비현금수익비용가감	54	288	506	630	794
유형자산감가상각비	692	658	494	352	342
무형자산상각비	318	298	265	299	287
기타현금수익비용	39	38	25	41	42
영업활동 자산부채변동	3	5	203	12	13
매출채권 감소(증가)	46	-99	-58	-486	-242
재고자산 감소(증가)	449	177	63	-391	-197
매입채무 증가(감소)	103	-98	21	-215	-108
기타자산, 부채변동	-193	-134	-106	113	57
투자활동 현금	-313	-43	-36	6	6
투자활동 현금	-336	-432	-328	-306	-330
유형자산처분(취득)	-187	-131	-233	-172	-194
무형자산 감소(증가)	-92	-61	-74	-78	-78
투자자산 감소(증가)	56	-240	-20	-48	-50
기타투자활동	-113	0	-1	-8	-9
재무활동 현금	-275	129	-302	-100	-100
차입금의 증가(감소)	-268	130	-298	-100	-100
자본의 증가(감소)	-2	0	0	0	0
배당금의 지급	2	0	0	0	0
기타재무활동	-5	-2	-3	0	0
현금의 증가	27	335	174	90	464
기초현금	190	216	552	726	816
기말현금	216	552	726	816	1,280

Analyst 정보라 | bora.chung@hanwha.com
RA 송한상 | han.song@hanwha.com

대웅제약 (069620)

Hold(downgrade)

목 표 주 가: 81,000원 (하향)

주가(3/25): 73,700원

Stock Data		
KOSPI(3/25)		1,941.25pt
시가총액		8,539억원
발행주식수		11,587천주
52주 최고가 / 최저가		88,300 / 56,100원
90일 일평균거래대금		33.68억원
외국인 지분율		13.0%
배당수익률(13.12E)		1.1%
BPS(13.12E)		37,886원
KOSPI대비 상대수익률	1개월	9.1%
	3개월	-4.9%
	6개월	5.5%
주주구성		
운영환외 14인		50.4%
국민연금공단		8.4%

본격적인 Re-rating 은 아직 이르다

올해에도 도입품목이 외형성장을 이끌다

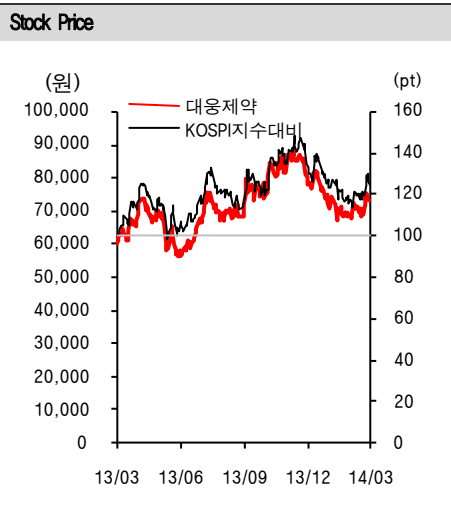
동사는 2014년 매출액 7,583억원(+12.4% yoy), 영업이익 804억원(+11.6% yoy, 10.6% opm)을 달성할 것으로 추정한다. 지난해 3분기 올메텍(고혈압치료제)과 알비스(항궤양제)에 이어 2014년에도 주요품목들의 추가적인 약가인하로 인해 전문의약품 사업부는 부진할 것으로 보이지만 코프로모션 품목이 매출성장을 견인할 것으로 예상된다. 하지만 OTC와 코프로모션 품목 성장을 위해 판매비는 증가할 것으로 추정되며, 이익률은 소폭 하락할 것으로 추정된다.

밸류에이션 리레이팅은 해외수출이 가시화되는 시점 예상

대웅제약은 코프로모션 품목의 고성장으로 수익성이 큰 폭으로 개선되고 보톡스 시밀러의 해외판권 이전이 계속되면서 2013년에 시장 대비 66.6% 아웃퍼폼하였다. 밸류에이션 리레이팅도 진행되면서 PER 16배까지 상승하였으나 4분기 시장 기대치를 크게 하회하는 실적을 발표하면서 조정을 받고 있는 상황이다. 하지만 지난해 말 PER 고점은 서프라이즈했던 3분기 실적이 계속될 것이라는 기대감 때문이었다고 판단하기 때문에 현재 상위사 대비 할인받고 있기는 하지만 리레이팅 시점은 보톡스 시밀러 미국 임상이 진행되는 2015년이 될 것으로 예상된다.

투자의견 Hold, 목표주가 81,000원으로 하향조정

동사에 대한 투자의견과 목표주가를 보유(Hold)와 81,000원으로 하향조정한다. 내수시장에서 오리지널 품목 역시 경쟁이 심화됨에 따라 특허만료 품목 하락폭이 추정보다 클 것으로 예상되고, 판매비 증가로 이익률이 소폭 하락할 것으로 예상되어 2014년 추정치를 하향조정하였으며, PER 멀티플 15배를 적용하였다.



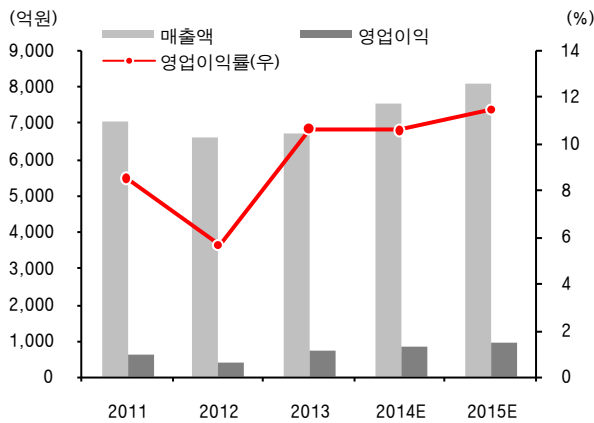
Financial Data	2011	2012	2013	2014E	2015E
매출액(억원)	7,066	6,646	6,749	7,583	8,116
영업이익(억원)	603	378	720	804	932
세전계속사업손익(억원)	650	428	747	840	969
순이익(억원)	518	346	583	630	727
EPS(원)	4,474	2,984	5,028	5,439	6,272
증감률(%)	-24.1	-33.3	68.5	8.2	15.3
PER(배)	6.3	16.0	14.7	13.5	11.8
PBR(배)	0.9	1.4	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA(배)	4.0	9.1	8.9	7.7	6.5
영업이익률(%)	8.5	5.7	10.7	10.6	11.5
EBITDA 마진(%)	10.7	8.3	13.4	14.1	15.8
ROE(%)	10.4	9.3	14.1	13.5	13.9
순부채비율(%)	-7.0	-13.0	-11.5	-5.9	-4.3

주: FRS 별도 기준임

약가인하 보다는 코프로모션의 성장성이 더 크다

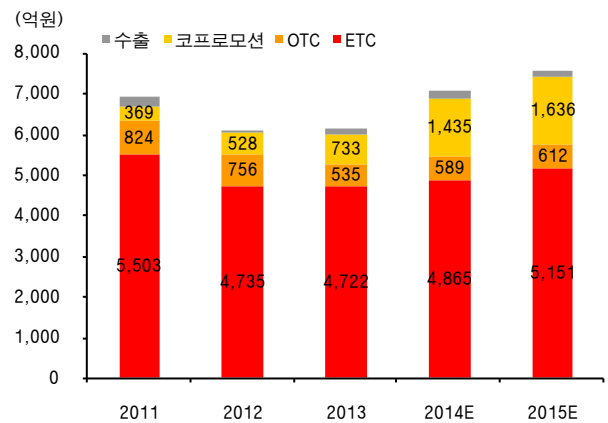
대웅제약은 2014년 매출액 7,583억원(+12.4% yoy), 영업이익 804억원(+11.6% yoy, 10.6% opm)을 달성할 것으로 추정한다. 2013년 주요 품목(올메텍, 알비스, 글리아티린 등: 평균 약가인하율: 19.4%) 약가 인하로 부진하였던 전문의약품 사업부는 2014년에도 추가적인 약가인하(올메텍, 글리아티린, 다이아백스 등: 평균 약가인하율 14.6%)로 인해 매출 성장이 둔화될 것으로 보인다. 2014년 약가인하로 인한 동사의 추가적인 매출액 감소는 약 150억원 정도로 예상된다. 하지만 바이토린, 자누비아, 넥시움, 세비카 등 코프로모션 품목들이 시장에서 선전하고 있기 때문에 수익으로 직접 연결되는 수수료 매출은 올해 635억원(+2.2% yoy)을 달성할 것으로 기대된다. 또한 회계기준 변경으로 연간 약 800억원의 매출(세비카, 자누비아, 바이토린 해당)이 추가로 인식되어 코프로모션 수수료 및 상품 매출 전체 비중이 2013년 10.9%에서 2014년 18.9%까지 증가하기 때문에 약가인하에도 불구하고 매출과 이익 모두 두자리수 성장을 달성할 것으로 전망된다.

[그림80] 대웅제약 매출액 및 영업이익 증가 추이



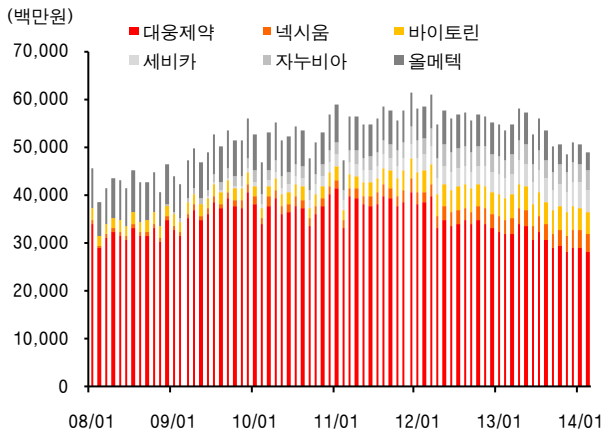
자료: 대웅제약, 한화투자증권 리서치센터

[그림81] 사업부별 매출액 추이



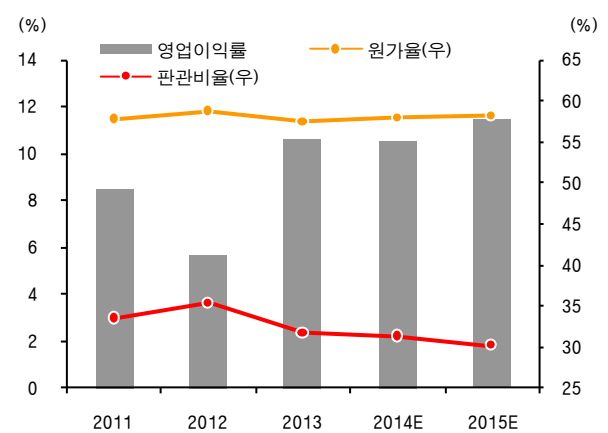
자료: 대웅제약, 한화투자증권 리서치센터

[그림82] 대웅제약과 주요 코프로모션 품목의 원외처방 추이



자료: Ubist, 한화투자증권 리서치센터

[그림83] 판관비율 소폭 증가하겠지만 이익률 유지 가능



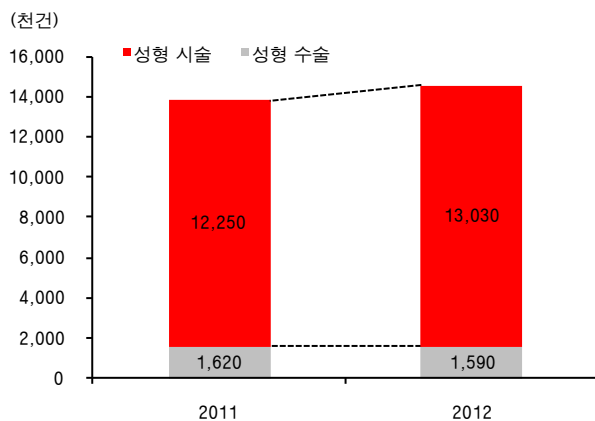
자료: 대웅제약, 한화투자증권 리서치센터

나보타주(보톡스 시밀러) 수출 현황

대웅제약의 또 다른 성장 Driver는 나보타주(보톡스 시밀러)의 수출이다. 국내 품목 허가는 식약처로부터 작년 11월에 허가를 받은 상태로 올해부터 본격적으로 매출이 발생할 예정이다. 다만 국내 시장 규모가 1,000억원 정도이고 상위사인 알러간과 메디톡스가 시장 점유율의 50%를 차지하고 있다는 점과 경쟁심화로 인한 가격인하 압력을 고려하면 국내 시장에서의 성장성은 제한적일 것으로 보인다. 하지만 해외 수출의 경우 해외 미용성형시장이 지속적으로 성장세를 보이고 있기 때문에 나보타주의 가격경쟁력을 바탕으로 대웅제약의 수출 증대 역시 기대할 수 있다. 미국 성형외과학회에 따르면 작년 미국 미용성형시장은 5% 성장했으며 성형 수술시장은 줄고 있는 반면 성형 시술시장은 보톡스 및 필러 수요 증가로 인해 6% 이상 성장한 것으로 나타났다. 특히 보툴리눔 주사제제는 8%이상 성장하여 가장 빠르게 성장하는 모습을 보이고 있다.

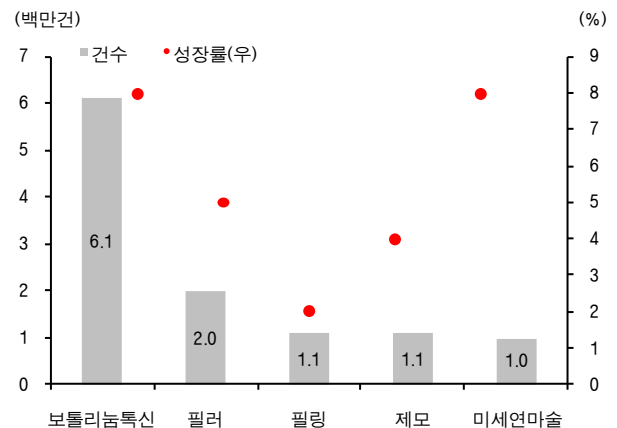
당사는 지난해 9월 미국 Evolus사에 나보타주에 대한 수출계약을 체결하였다. 계약의 규모는 기술료 포함 3,000억원이며 임상과 허가신청 절차를 거쳐 2017년 출시를 목표로 하고 있다. 당사는 향후 미국 미용성형시장이 경기회복과 함께 시술 위주의 성장을 보일 것으로 예상하고 있으며 이에 따라 나보타주의 잠재적 수출가능성도 높을 것으로 보고 있다. 또한 지난 4일 남미에 약 1,000억원 규모의 수출계약을 체결하면서 이머징 마켓을 타겟으로 한 수출 계약도 이어지고 있다.

[그림84] 미국 미용성형시장은 시술위주로 성장



자료: American Society of Plastic Surgeons, 한화투자증권 리서치센터

[그림85] 성형 시술은 보툴리눔 주사제제가 성장 주도



자료: American Society of Plastic Surgeons, 한화투자증권 리서치센터

[표16] 주요품목 약가인하 일정

(단위: %, 억원)

품목명	2013	2014	2013년 매출
글리아티린	10.5	9.8	671
올메텍	30.0	23.0	677
다이하백스	7.9	7.9	265
에어탈	5.5	-	105
엘도스	10.1	9.4	105
알비스	7.0	-	616

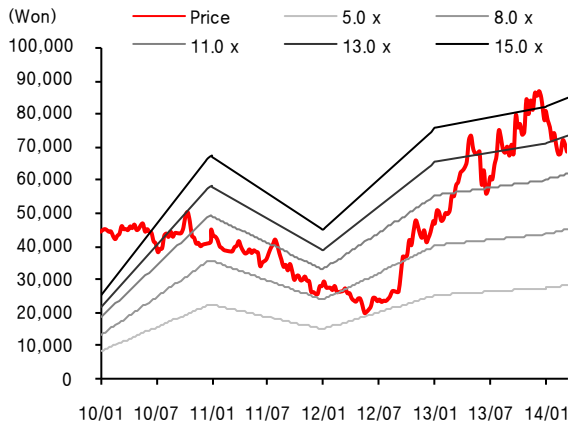
자료: Ubist, 한화투자증권 리서치센터

본격적인 Re-rating은 수출실적 가시화 시점이 될 것으로 예상

대웅제약은 코프로모션 품목의 고성장으로 수익성이 큰 폭으로 개선되고 보톡스 시밀러의 해외판권 이전이 계속되면서 2013년에 업종지수 대비 66.6% 아웃퍼폼하였다. 밸류에이션 리레이팅도 진행되면서 PER 16배까지 상승하였으나 4분기 시장 기대치를 크게 하회하는 실적을 발표하면서 조정을 받고 있는 상황이다. 지난해 말 PER 고점은 서프라이즈했던 3분기 실적이 계속될 것이라는 기대감 때문이었다고 판단하는데, 수익성이 좋은 주요 품목들의 약가인하가 매출과 이익에 미칠 영향이 아직은 불확실하기 때문에 지난해 말과 같은 기대감이 유지되기는 어려운 상황으로 판단된다. 현재 상위사 대비 할인받고 있기는 하지만 본격적인 밸류에이션 리레이팅 시점은 보톡스 시밀러 미국 입상이 진행되는 2015년이 될 것으로 예상된다.

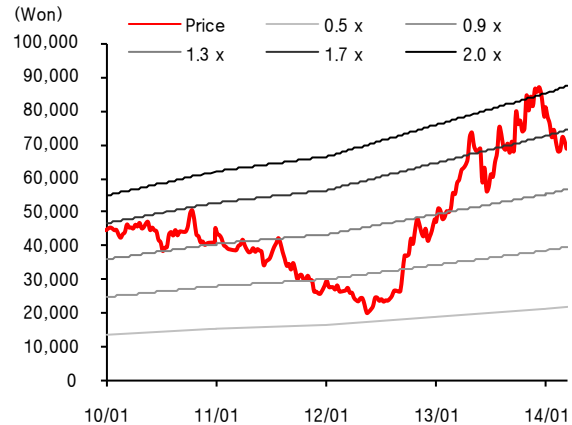
약가인하와 오리지널 품목들의 경쟁심화에 따른 전문약 사업부 성장률 둔화를 반영하여 2014년 추정실적을 하향조정하였으며, PER 15배(중형사 Target multiple, 상위사 대비 30% 할인)를 적용하여 목표주가를 81,000원으로 하향한다. 주가상승 여력이 9.9%로 투자의견은 보유(Hold)로 하향한다.

[그림86] 대웅제약 PER 추이



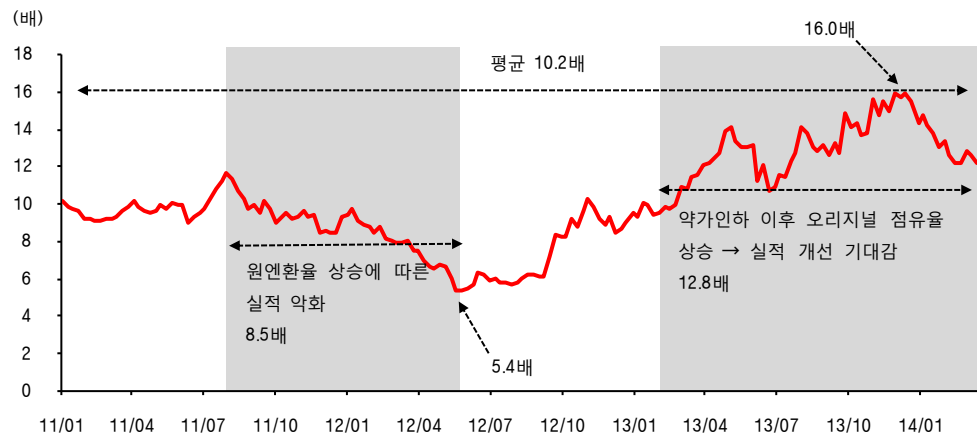
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림87] 대웅제약 PBR 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림88] 대웅제약 PER 추이 : 전체 평균 10.2배, 지난해 말 실적 성장에 대한 기화로 16.0배까지 상승



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표17] 연간 실적 추정 변경

(단위: 억원, %, %p)

	수정 전		수정 후		변동률	
	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E
매출액	7,819	8,437	7,583	8,116	-3.0	-3.8
매출총이익	3,321	3,508	3,182	3,385	-4.2	-3.5
매출총이익률	42.5	41.6	42.0	41.7	-0.5	0.1
판매비와 관리비	2,477	2,560	2,378	2,452	-4.0	-4.2
영업이익	844	948	804	932	-4.7	-1.7
영업이익률	10.8	11.2	10.6	11.5	-0.2	0.2
세전 순이익	880	985	840	969	-4.5	-1.6
당기순이익	691	773	630	727	-8.8	-6.0
당기순이익률	8.8	9.2	8.3	9.0	-0.5	-0.2

자료: 대웅제약, 한화투자증권 리서치센터

Financial Sheets

손익계산서 (단위: 억원)					
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
매출액	7,066	6,646	6,749	7,583	8,116
매출원가	4,093	3,917	3,884	4,401	4,732
매출총이익	2,973	2,729	2,864	3,182	3,385
판매비 및 관리비	2,370	2,351	2,144	2,378	2,452
기타손익	0	0	0	0	0
영업이익	603	378	720	804	932
EBITDA	759	553	904	1,067	1,280
영업외 손익	47	49	27	36	37
이자수익	22	5	12	5	6
이자비용	32	6	3	14	14
외화관련손익	63	8	-3	0	0
지분법손익	0	19	0	0	0
세전계속사업손익	650	428	747	840	969
계속사업법인세비용	132	82	165	210	242
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	518	346	583	630	727
지배주주지분	518	346	583	630	727
포괄손익	528	378	628	630	727
매출총이익률(%)	42.1	41.1	42.4	42.0	41.7
EBITDA마진율(%)	10.7	8.3	13.4	14.1	15.8
영업이익률(%)	8.5	5.7	10.7	10.6	11.5
당기순이익률(지배주주)(%)	7.3	5.2	8.6	8.3	9.0
ROA(%)	6.9	7.1	11.0	10.3	10.8
ROE(%)	10.4	9.3	14.1	13.5	13.9
ROIC(%)	11.3	9.9	17.2	16.0	15.6

주요지표 (단위: 억원)					
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
투자지표					
PER(배)	6.3	16.0	14.7	13.5	11.8
PBR(배)	0.9	1.4	1.9	1.7	1.5
PSR(배)	0.5	0.8	1.3	1.1	1.1
배당수익률(%)	2.8	1.7	1.1	1.1	1.1
EV/EBITDA(배)	4.0	9.1	8.9	7.7	6.5
성장성(% YOY)					
매출액	-37.1	-5.9	1.5	12.4	7.0
영업이익	-57.5	-37.3	90.5	11.6	15.9
세전계속사업손익	-53.5	-34.2	74.7	12.4	15.3
지배주주지분 당기순이익	-24.0	-33.2	68.6	8.2	15.3
포괄손익	-26.9	-28.5	66.2	0.4	15.3
EPS	-24.1	-33.3	68.5	8.2	15.3
안정성(%)					
유동비율	208.6	309.3	397.3	366.6	359.2
부채비율	37.3	24.1	32.1	29.7	27.4
이자보상배율	64.6	628.6	-77.3	94.9	112.9
순차입금/자기자본	-7.0	-13.0	-11.5	-5.9	-4.3
주당지표(원)					
EPS	4,474	2,984	5,028	5,439	6,272
BPS	31,014	33,190	37,886	42,526	47,998
EBITDA/Share	6,556	4,773	7,802	9,210	11,044
CFPS	7,940	6,109	8,804	7,802	9,368
DPS	800	800	800	800	800

대차대조표 (단위: 억원)					
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
유동자산	2,423	2,293	2,951	2,886	3,005
현금 및 현금성자산	551	504	910	696	645
단기금융상품	0	1	1	1	1
매출채권	999	909	1,116	1,197	1,290
재고자산	847	855	917	983	1,060
비유동자산	2,509	2,478	2,846	3,504	4,079
투자자산	1,288	1,129	1,397	1,454	1,513
유형자산	982	1,052	1,151	1,704	2,174
무형자산	239	296	298	346	393
자산총계	4,932	4,771	5,797	6,389	7,084
유동부채	1,162	741	743	787	837
매입채무	609	463	445	477	515
단기차입금	300	4	5	5	5
비유동성부채	179	184	664	675	686
장기금융부채	0	0	400	400	400
부채총계	1,341	926	1,407	1,462	1,523
자본금	275	282	290	290	290
자본잉여금	1,019	1,012	1,004	1,004	1,004
자본조정	-432	-400	-355	-355	-355
기타포괄손익누계액	17	49	95	95	95
이익잉여금	2,729	2,951	3,451	3,988	4,622
지배회사지분	3,591	3,846	4,390	4,927	5,561
소수주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,591	3,846	4,390	4,927	5,561
순차입금	-251	-502	-505	-292	-241

현금흐름표 (단위: 억원)					
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
영업활동 현금					
당기순이익	518	346	583	630	727
비현금수익비용가감	401	362	437	274	359
유형자산감가상각비	144	161	170	248	330
무형자산상각비	12	14	14	15	18
기타현금수익비용	-39	-7	254	11	11
영업활동 자산부채변동	94	-168	-370	-104	-121
매출채권 감소(증가)	156	83	-215	-81	-93
재고자산 감소(증가)	-69	-38	-72	-67	-77
매입채무 증가(감소)	34	-141	-17	32	37
기타자산, 부채변동	-27	-72	-65	12	12
투자활동 현금	-171	-126	-501	-921	-923
유형자산처분(취득)	-400	-223	-262	-800	-800
무형자산 감소(증가)	-41	-77	-17	-64	-64
투자자산 감소(증가)	302	105	-18	-19	-20
기타투자활동	-32	69	-205	-37	-39
재무활동 현금	-661	-374	322	-93	-93
차입금의 증가(감소)	-569	-296	402	0	0
자본의 증가(감소)	-57	-78	-80	-93	-93
배당금의 지급	57	78	80	93	93
기타재무활동	-35	0	0	0	0
현금의 증가	-31	-47	406	-213	-51
기초현금	582	551	504	910	696
기말현금	551	504	910	696	645

Analyst 정보라 | bora.chung@hanwha.com

LG생명과학 (068870)

Sell(downgrade)

목 표 주 가: 32,000원 (하향)

주가(3/25): 37,700원

Stock Data		
KOSPI(3/25)		1,941.25pt
시가총액		6,250억원
발행주식수		16,577천주
52주 최고가 / 최저가		58,700 / 37,700원
90일 일평균거래대금		35.13억원
외국인 지분율		4.9%
배당수익률(13.12E)		0.0%
BPS(13.12E)		15,224원
KOSPI대비 상대수익률	1개월	-6.3%
	3개월	-2.1%
	6개월	-25.5%
주주구성		
(주)LG외 .3인		31.0%
한국투자신탁운용		9.0%
국민연금공단		8.5%

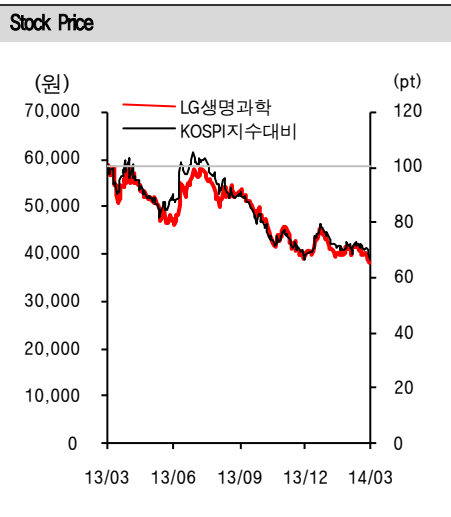
새로운 성장동력 확보, 시간이 필요하다

상반기 모멘텀 부재, 향후 당뇨신약 해외 허가 및 혼합백신 입찰이 중요

LG생명과학은 올해 매출액 4,476억원(+7.3%,yoy), 영업이익 162억원(+12.7%,yoy)를 달성할 것으로 추정된다. 건강기능 식품, 진단, 피부성형 등 비급여 제품과 수출이 매출 성장을 이끌 것으로 전망되며, 판매비율이 낮아지면서 이익률도 소폭 개선될 것으로 예상된다. 하지만 이익규모 대비 현 주가는 밸류에이션 부담이 있는 수준이며, 제미글로(당뇨치료제)의 주요 판권 이전이 마무리되면서 단기간 주가 상승 모멘텀은 약화된 상황이다. 향후 동사의 주가 상승 모멘텀이 될 수 있는 이벤트는 당뇨치료제 해외 허가를 통한 마일스톤 발생과 혼합백신 입찰이 될 것으로 예상된다. 연말 혹은 내년 초 이머징마켓에서 당뇨신약 품목허가를 획득할 것으로 기대되며, 올해 말 혼합백신 입찰결과와 수출 규모가 결정될 전망이다.

투자의견 매도(Sell), 목표주가 32,000원으로 하향

동사의 전략은 과거와 달리 안정적인 매출 성장과 효율적인 R&D 투자를 통한 꾸준한 이익성장이다. 하지만 높은 R&D 비용과 원가구조에 비해 매출규모가 아직 이익 레버리지를 기대할만한 수준이 아니기 때문에 이익률은 매우 저조한 상황이다. 높은 PER을 설명할 수 있는 투자포인트는 신약개발 모멘텀이라고 판단되는데, 상반기 신약개발 이슈 부각은 없을 것으로 예상되기 때문에 동사에 대한 투자의견은 Sell로, 목표주가는 32,000원으로 하향한다. 사업가치에 신약가치를 합산하던 밸류에이션 방법에서 EBITDA multiple 12.5배 (해외바이오텍과 국내 상위사 평균 수준)을 적용하여 사업가치를 산정한 후 신약가치는 수익발생이 확인되는 시점에 수익 추정치에 이익증가를 반영하여 목표주가를 상향하는 방법으로 변경하는 것이 보다 보수적인 가치산정 방식이라고 판단하였기 때문이다.

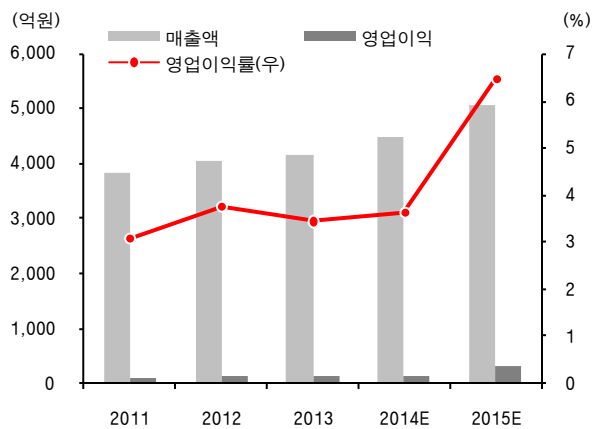


Financial Data	2011	2012	2013	2014E	2015E
매출액(억원)	3,815	4,060	4,173	4,476	5,066
영업이익(억원)	118	152	144	162	327
세전계속사업손익(억원)	43	80	51	93	252
순이익(억원)	57	85	33	83	225
EPS(원)	343	515	199	501	1,355
증감률(%)	-66.2	49.8	-61.3	151.6	170.4
PER(배)	99.9	87.5	189.3	75.2	27.8
PBR(배)	2.3	3.0	2.5	2.4	2.2
EV/EBITDA(배)	21.2	24.6	20.8	18.8	13.7
영업이익률(%)	3.1	3.8	3.4	3.6	6.5
EBITDA 마진(%)	8.5	9.1	9.6	9.8	12.2
ROE(%)	2.3	3.4	1.3	3.2	8.2
순부채비율(%)	45.4	63.0	79.1	74.0	73.5

주: FRS 연결 기준임

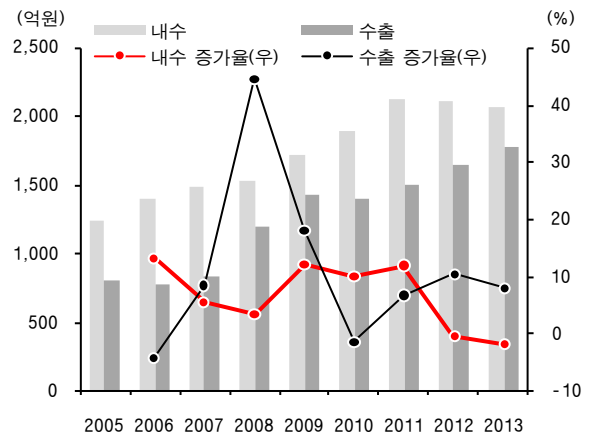
지난해 LG생명과학은 주력품목의 매출 감소와 독감백신 판매 중단, 정밀화학 사업부 매출 감소로 인해 매출 성장률 +2.8%, 영업이익의 증가율 -5.7%로 부진한 실적을 달성하였다. 12년과 13년 모두 4분기에 당 노치료제의 기술이전과 함께 기술료(Upfront fee)가 매출로 인식되었음에도 불구하고 영업이익률은 각각 3.8%, 3.4%에 그쳤다. 매출대비 16%에 달하는 연구개발비와 신공장 건설과 수익성이 낮은 비급여 신제품들의 매출 비중 증가로 인한 원가를 상승이 수익성 개선의 제한 요인으로 판단된다. 올해 동사는 매출액 4,476억원(+7.3% yoy), 영업이익 162억원(+12.7% yoy)를 달성할 것으로 추정된다. 의약품 사업부의 진단시약, 비급여신제품이 꾸준히 성장률이 좋을 것으로 전망되며, 유박스와 부스틴 수출이 회복될 전망이다. 동사는 현재 고정비적 성격의 비용 부담이 크기 때문에 이익 레버리지가 발생할 수 있도록 매출이 critical point(4,500억에서 5,000억 사이로 추정됨)를 넘어야 할 것으로 판단되는데 올해 기술료 유입이 없다면 이익률은 3.6%로 전년 대비 0.2%p 개선에 그칠 것으로 예상된다.

[그림89] LG생명과학 매출 및 영업이익 증가 추이



자료: LG생명과학, 한화투자증권 리서치센터

[그림90] 2011년부터 수출이 내수보다 성장성 좋음



자료: LG생명과학, 한화투자증권 리서치센터

[표18] 주요 제품 및 매출 성장 추이

(단위: 억 원, %)

품목명	2010 매출액	2011 매출액	2012		2013		2014E	
			매출액	yoy	매출액	yoy	매출액	yoy
자니딕	203	165	159	-3.6	98	-38.4	93	-5.1
타렉/코타렉	135	57	0	-	0	-	0	-
유티로핀	440	438	490	11.9	488	-0.4	495	1.4
불임	222	203	216	6.4	254	17.6	240	-5.5
유박스	185	193	247	28.0	262	6.1	295	12.6
팩티브	172	172	91	-47.1	106	16.5	112	5.7
에스포젠	175	174	216	24.1	241	11.6	260	7.9
히루안 플러스	208	195	196	0.5	205	4.6	208	1.5
인플루엔자	160	219	107	-51.1	0	-	0	-
진단시약	119	123	125	1.6	143	14.4	171	19.4
비급여신제품	122	190	264	38.9	344	30.3	465	35.2
bST	200	197	197	0.0	273	38.6	306	12.1

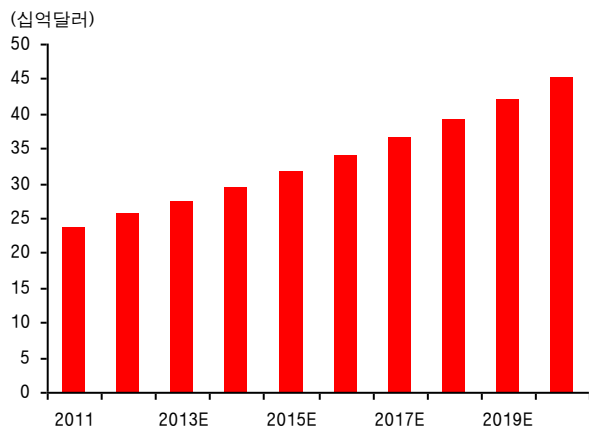
자료: LG생명과학, 한화투자증권 리서치센터

LG생명과학의 2가지 투자포인트(당뇨치료제와 혼합백신) 점검

LG생명과학의 미래 성장동력으로 부각될 것으로 기대되는 투자포인트는 1) 당뇨치료제의 해외 품목허가에 따른 마일스톤(기술료) 실적 발생, 2) DTP-Hep-Hib 5가 혼합백신 입찰 참여이다.

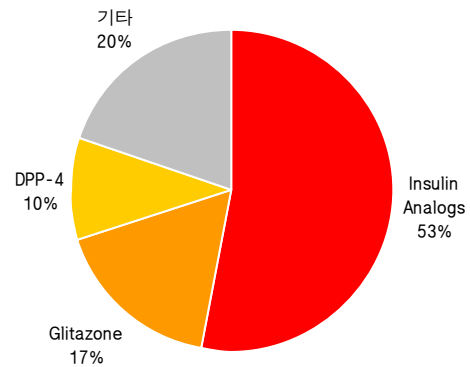
사노피아벤티스와 체결된 ‘제미글로’ 기술 이전 계약은 러시아, 중동, 인도 및 80여개국 이머징 마켓을 대상으로 한 것이며, 작년 12월 멕시코의 ‘스텐달’과 남미시장 판권 이전 계약을 체결하였다. 글로벌 5번째 DPP-IV 저해제로서 고성장에서 수혜가 가능하지만 상대적으로 선진시장에서는 머크의 자누비아가 독보적인 1위 자리를 유지하고 있고, 먼저 출시한 약들간의 경쟁이 심하기 때문에 LG생명과학의 제미글로의 입지는 약할 수 밖에 없다. 따라서 미국 및 유럽지역의 마케팅 판권이전은 쉽지 않을 것으로 예상된다. 이런 이유로 향후 당뇨신약 제미글로의 추가적인 대규모 기술이전은 기대하기 어렵다는 판단이며, 브라질에 대한 판권 이전이 논의 중인 상황이다. 남미지역 판권이전 계약에 따른 수익은 초기 기술료를 포함하여 총 2,500만달러 규모의 마일스톤과 판매로열티 수입이다. 사노피아벤티스와는 1,000억원 규모의 기술이전 계약을 체결하였고, 현재 약 900억원 내외의 기술료가 남아있는 상황이다.

[그림91] 당뇨치료제 시장은 2020년 약 50조원 규모에 이를 것



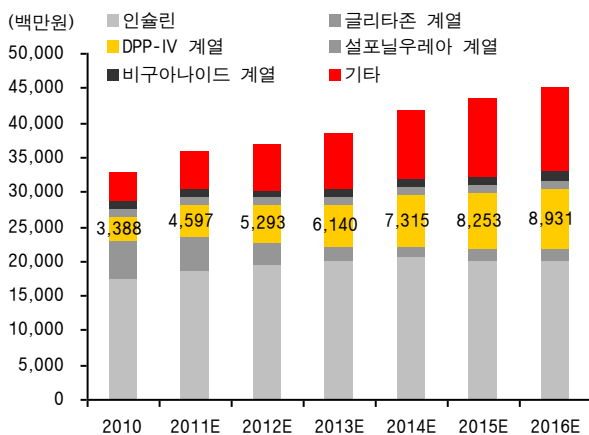
자료: GlobalData, 한화투자증권 리서치센터

[그림92] 당뇨치료제 중 인슐린 비중이 가장 크고, DPP-IV 비중은 2010년 기준 약 10%에 달함



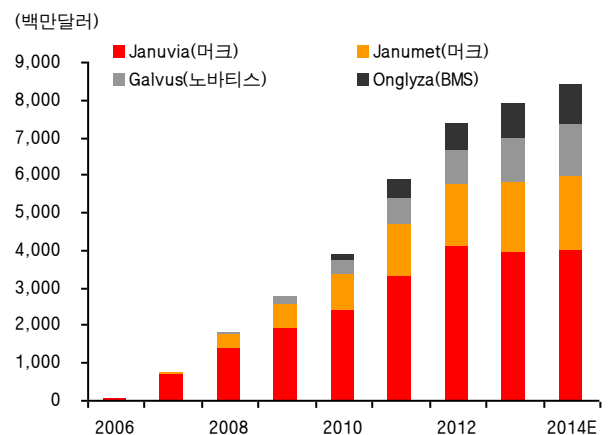
자료: Business Insight, 한화투자증권 리서치센터

[그림93] 당뇨치료제 계열별 시장 성장 추이



자료: Business Insight, 한화투자증권 리서치센터

[그림94] DPP-IV 계열 주요 약물의 전세계 매출 증가 추이



자료: 각 사, 한화투자증권 리서치센터

DPP-IV 계열의 당뇨치료제는 2011년 기준 약 6.5조원의 시장을 형성하고 있다. 머크의 ‘자누비아’가 5조원, 가브스 7,500억원, 온글라이자가 5,000억원 규모의 매출을 달성하여 아직은 머크의 자누비아가 DPP-IV 시장의 70% 이상을 차지하고 있는 상황이다. 하지만 가장 최근에 허가 받은 베링거 잉겔하임의 ‘트라젠타’가 대사경로 차이에 따른 복용 편의성을 강점으로 빠르게 성장하고 있어 자누비아의 점유율은 다소 감소할 것으로 전망된다. DPP-IV 계열 시장은 연평균 17.5% 성장하여 2016년에는 12조원 규모에 달할 것으로 추정된다.

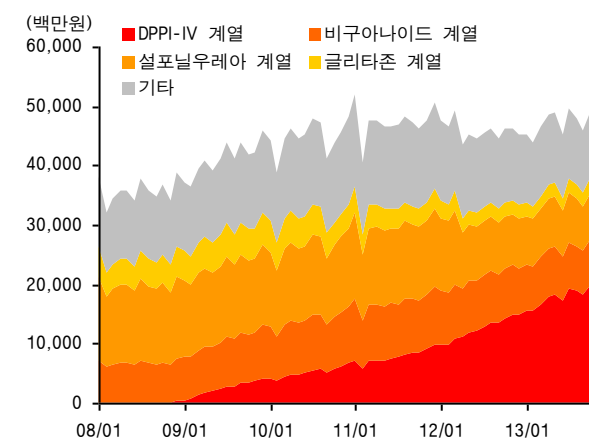
원외처방액 기준으로 국내 당뇨치료제 시장은 약 5,000억 규모에 이르는데 2008년부터 본격적인 판매가 시작된 DPP-IV 계열 당뇨치료제의 점유율은 33%까지 올라왔으며, 계속해서 60% 이상의 높은 처방액 증가율을 보이고 있다. 지난 2월 기준 머크의 ‘자누비아’가 월 처방액 88억원을 기록하였고, 지난해 초에 출시된 베링거 잉겔하임의 ‘트라젠타’가 1년 만에 원외처방액 65억원을 달성하였다. LG생명과학의 ‘제미글로’의 경우 7.5억원을 기록하였다. 증가율이 크지는 않지만 제미글로의 처방액은 월별 소폭 증가하고 있으며, 특히 메트폴민과 혼합한 ‘제미메트’가 합세하여 복합제 성장이 두드러지는 당뇨 시장에서 점유율 확대를 노릴 것으로 예상된다.

[표19] 시장에 출시된 주요 DPP-IV 저해제 계열의 당뇨치료제 (국내 기준)

품목	출시연도	개발사	2월 원외처방액	비고
자누비아	2008년	머크	88억원	대웅제약 공동 마케팅, 최초의 DPP-IV 저해 당뇨치료제
가브스	2009년	노바티스	30억원	
온글라이자	2011년	BMS	6억원	
트라젠타	2012년	베링거잉겔하임	65억원	6월 런칭, 유한양행, 한국윌리, BI 공동 마케팅
제미글로	2012년	LG생명과학	7.5억원	사노피-아벤티스와 공동마케팅, 12월 런칭
네시나	2014년	다케다	1.4억원	

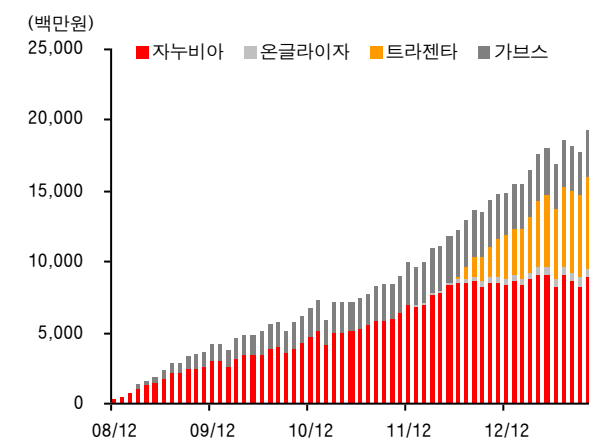
자료: 각 사, 유비스트, 한화투자증권 리서치센터

[그림95] 국내시장은 DPP-IV 계열 약물이 당뇨치료제 중 가장 비중이 큼



자료: 유비스트, 한화투자증권 리서치센터

[그림96] DPP-IV 계열 당뇨 치료제 품목별 처방액 추이

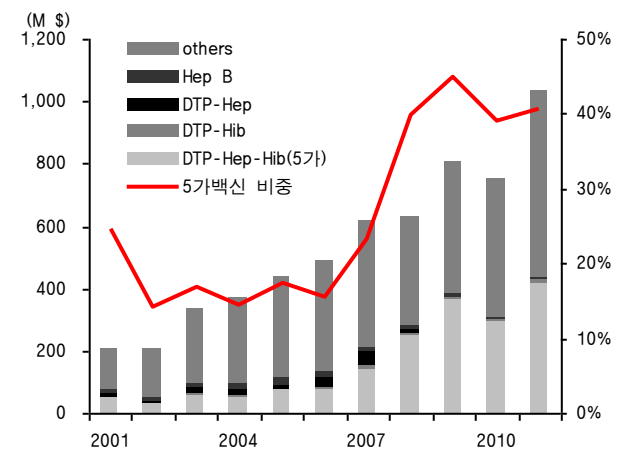


자료: 유비스트, 한화투자증권 리서치센터

2011년 이후 LG생명과학이 일반 제네릭 영업에 투자하지 않기 시작하고, 오리지널 의약품인 자니딕의 약가인하와 코프로모션 품목(자이렘, 타렉, 코타렉 / 모두 오리지널 품목)의 계약만료가 겹치면서 내수 전문약 시장에서 경쟁력이 약해진 상황이다. 따라서 국내에서 사노피아벤티스와 공동 마케팅을 진행하기는 하지만 제미글로의 점유율이 급격히 늘어나기는 어려울 것으로 판단된다. 따라서 당뇨치료제의 핵심 모멘텀은 기술 이전을 완료한 계약에서 '언제 마일스톤 수익이 발생하느냐'가 될 것으로 예상된다. 빠르면 올해 말 사노피 아벤티스와 계약한 러시아, 중동, 인도, 아프리카 지역 중 첫번째 해외품목허가를 획득하면서 100-150억원 내외의 기술료를 받을 수 있을 것으로 기대하였으나 시기적으로 아직 불확실성은 남아 있는 상황이다. LG생명과학은 단기간 매출 성장이 둔화되고, 비용은 조금씩 증가하여 어닝 모멘텀이 약하기 때문에 당뇨치료제 기술 이전 이후의 마일스톤(기술료) 유입이 주가 상승에 중요한 이슈가 될 것으로 예상되며, 늦어도 2015년 상반기 전에는 첫번째 마일스톤을 받을 것으로 전망된다.

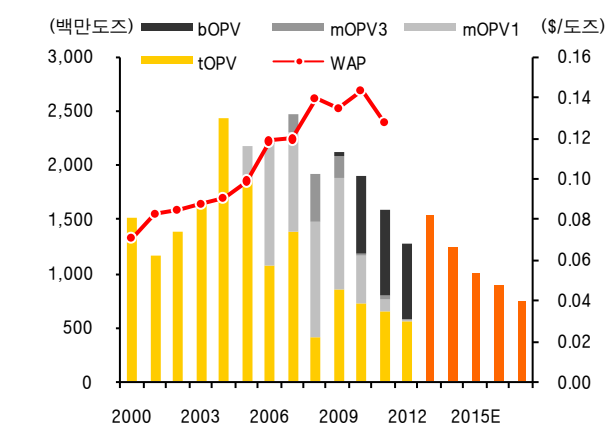
DTP-Hep-Hib 5가 혼합백신은 2012년 8월 WHO로부터 PQ 인증을 완료하였다. 2014년 하반기 입찰에 참여하여 2015년부터는 UNICEF를 포함한 입찰시장에서 본격적인 매출 발생이 예상된다. 글로벌 DTP-Hep-Hib 입찰 시장 규모는 약 5,000억원에 이르는데 WHO의 인증을 받은 회사가 5개에 불과하기 때문에 LG생명과학이 과거 B형간염 백신을 UNICEF로 공급했던 Track Record를 감안할 때 향후 최대 1,000억원 수준의 매출도 기대되는 상황이다. LG생명과학은 기존 5가 혼합백신에 소아마비까지 추가한 DTP-Hep-Hib-Polio 6가 백신을 개발 중에 있다. 사노피나 GSK와 같은 백신 전문 기업들이 소아마비 백신을 포함한 혼합백신으로 1조원이 넘는 시장을 형성하고 있으므로 6가 백신의 제품 개발 및 인증을 완료할 경우 대규모 매출 성장을 기대해 볼만하다.

[그림97] 5가 혼합백신 입찰 규모는 약 5,000억원으로 성장 중



자료: Unicef, 한화투자증권 리서치센터

[그림98] Unicef 경구용 소아마비 백신 조달



자료: Unicef, 한화투자증권 리서치센터

상반기 모멘텀 부재, 하반기에 다시 보자

국내 최초 FDA 허가 신약(팩티브)을 보유하고 있으며, 신약개발 역량은 국내 최고 수준이며, 해외 수출 비중이 45%에 달하고 있음에도 불구하고 LG생명과학의 낮은 수익성과 기술 이전 여부에 따라 이익변동성이 크다는 점이라고 판단한다. 대규모 신약 기술 이전 계약을 계속 체결하고 있으나 본업의 성장성은 한자리수 성장률로 둔화된 상황이며, 비용은 계속 증가하고 있어 상위 제약사들 중 가장 낮은 영업 이익률을 보이고 있다. 내수 시장에서 성장하기 위한 핵심 신제품이 부재한 상황에서 당뇨신약 '제미글로'의 성장이 더디게 나타나고 있어 올해에도 매출 성장은 +7.3%, 영업이익률은 3.6%에 그칠 것으로 추정된다.

올해 기대하였던 '제미글로'의 해외 허가에 따른 마일스톤 유입 여부가 여전히 불투명한 상황이며, 1분기 실적은 적자전환 할 것으로 예상된다. 동사의 전략은 과거와 달리 안정적인 매출 성장과 효율적인 R&D 투자를 통한 꾸준한 이익성장이다. 하지만 높은 R&D 비용과 원가구조에 비해 매출 규모가 아직 이익 레버리지를 기대할만한 수준에 도달하지 못한 상황이다. PER 80배의 높은 밸류에이션 프리미엄을 설명할 수 있는 투자포인트는 신약개발 모멘텀이라고 판단되는데, 상반기 신약개발 이슈 부각은 없을 것으로 예상되기 때문에 동사에 대한 목표주가는 32,000원으로 하향하고, 투자이건은 매도(Sell)로 하향한다. 목표주가는 올해 추정 EBITDA 440억원에 타겟 멀티플(EV/EBITDA) 12.5배(국내 상위사 평균 EV/EBITDA 12.5배, 해외 주요 바이오텍 평균은 15.1배)를 적용하여 산출하였으며, '제미글로'의 현재가치는 제외하였다. 최근 DPP-IV 저해제 계열의 당뇨신약 출시가 이어지고 있고, 제미글로를 제외한 경쟁 약물들은 FDA 품목허가를 이미 획득한 약물이라는 점에서 향후 제미글로의 이머징 마켓 시장 점유율에 불확실성이 있기 때문에 제미글로의 가치는 수익발생이 확인되는 시점에 수익 추정치에 이익 증가를 반영하여 목표주가를 상향하는 것이 보다 적합하다고 판단하였기 때문이다.

올해 제약 유니버스 평균 매출 성장률은 +12.8%, 영업이익 증가율은 +23.5%에 달할 것으로 예상되는 만큼 올해 상반기 실적 모멘텀이 가장 약한 LG생명과학은 상대적으로 투자매력도가 떨어진다고 판단된다. 하지만 매출규모가 4,000억대 후반을 넘어서면서부터는 레버리지 효과로 인해 빠른 수익성 개선이 기대되는 만큼 올해 하반기에는 2015년의 기술료 유입과 혼합백신 매출에 대한 기대감이 커질 것으로 예상된다.

[표20] 연간 실적 추정 변경

(단위: 억원, %, %p)

	수정 전		수정 후		변동률	
	2014E	2015E	2014E	2015E	2014E	2015E
매출액	4,595	5,167	4,476	5,066	-2.6	-2.0
매출총이익	2,148	2,452	2,115	2,423	-1.5	-1.2
매출총이익률	46.7	47.5	47.2	47.8	0.5	0.4
판매비와 관리비	1,956	2,113	1,953	2,096	-0.2	-0.8
영업이익	193	339	162	327	-16.1	-3.5
영업이익률	4.2	6.6	3.6	6.5	-0.6	-0.1
세전 순이익	132	272	93	252	-29.3	-7.2
당기순이익	118	242	83	225	-29.6	-7.2
당기순이익률	2.6	4.7	1.9	4.4	-0.7	-0.2

자료: LG생명과학, 한화투자증권 리서치센터

Financial Sheets

손익계산서 (단위: 억원)					
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
매출액	3,815	4,060	4,173	4,476	5,066
매출원가	2,138	2,215	2,170	2,362	2,642
매출총이익	1,677	1,845	2,004	2,115	2,423
판매비 및 관리비	1,559	1,693	1,860	1,953	2,096
기타손익	0	0	0	0	0
영업이익	118	152	144	162	327
EBITDA	324	371	400	440	616
영업외 손익	-75	-72	-93	-69	-75
이자수익	19	20	12	22	23
이자비용	77	98	89	89	96
외화관련손익	-17	-13	-7	-8	-8
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	43	80	51	93	252
계속사업법인세비용	-14	-5	17	10	28
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	57	85	33	83	225
지배주주지분	57	85	33	83	225
포괄손익	53	81	33	83	225
매출총이익률(%)	44.0	45.4	48.0	47.2	47.8
EBITDA마진율(%)	8.5	9.1	9.6	9.8	12.2
영업이익률(%)	3.1	3.8	3.4	3.6	6.5
당기순이익률(지배주주)(%)	1.5	2.1	0.8	1.9	4.4
ROA(%)	1.3	1.6	0.6	1.3	3.4
ROE(%)	2.3	3.4	1.3	3.2	8.2
ROIC(%)	2.6	2.9	2.2	3.1	6.1

주요지표 (단위: 억원)					
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
투자지표					
PER(배)	99.9	87.5	189.3	75.2	27.8
PBR(배)	2.3	3.0	2.5	2.4	2.2
PSR(배)	1.5	1.9	1.5	1.4	1.3
배당수익률(%)	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA(배)	21.2	24.6	20.8	18.8	13.7
성장성(%YOY)					
매출액	11.9	6.4	2.8	7.3	13.2
영업이익	-41.2	29.6	-5.7	12.7	102.0
세전계속사업손익	-73.3	87.5	-36.7	83.4	170.4
지배주주지분 당기순이익	-66.2	49.8	-61.3	151.6	170.4
포괄손익	-68.6	55.0	-58.9	148.2	170.4
EPS	-66.2	49.8	-61.3	151.6	170.4
안정성(%)					
유동비율	224.9	209.7	132.0	132.4	130.0
부채비율	102.0	125.1	139.3	138.7	140.4
이자보상배율	2.0	1.9	1.9	2.4	4.5
순차입금/자기자본	45.4	63.0	79.1	74.0	73.5
주당지표(원)					
EPS	343	515	199	501	1,355
BPS	14,732	15,028	15,224	15,718	17,054
EBITDA/Share	1,926	2,204	2,377	2,619	3,665
CFPS	2,245	2,560	2,339	2,210	3,118
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

대차대조표 (단위: 억원)					
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
유동자산					
현금 및 현금성자산	478	415	209	378	426
단기금융상품	31	0	0	0	0
매출채권	907	1,117	1,131	1,108	1,292
재고자산	768	908	1,064	1,043	1,216
비유동자산	2,793	3,209	3,698	3,754	3,930
투자자산	349	385	413	429	447
유형자산	2,180	2,529	2,941	2,928	3,040
무형자산	264	294	344	397	444
자산총계	5,002	5,688	6,132	6,314	6,898
유동부채					
매입채무	538	712	871	854	996
단기차입금	277	249	819	919	1,119
비유동성부채	1,543	1,980	1,725	1,735	1,746
장기금융부채	1,357	1,759	1,417	1,417	1,417
부채총계	2,525	3,162	3,570	3,669	4,028
자본금	841	841	841	841	841
자본잉여금	1,470	1,470	1,470	1,470	1,470
자본조정	-5	-9	-9	-9	-9
기타포괄손익누계액	-5	-9	-9	-9	-9
이익잉여금	171	225	258	341	565
지배회사지분	2,477	2,527	2,560	2,643	2,867
소수주주지분	0	0	3	3	3
자본총계	2,477	2,527	2,562	2,645	2,870
순차입금	1,124	1,593	2,027	1,957	2,110

현금흐름표 (단위: 억원)					
12월결산	2011	2012	2013	2014E	2015E
영업활동 현금					
당기순이익	43	80	21	83	225
비현금수익비용가감	335	350	372	289	300
유형자산감가상각비	179	187	225	237	242
무형자산상각비	27	31	31	41	47
기타현금수익비용	5	1	116	10	11
영업활동 자산부채변동	-107	-265	-56	32	-211
매출채권 감소(증가)	-92	-206	-37	23	-185
재고자산 감소(증가)	-175	-135	-159	22	-174
매입채무 증가(감소)	150	104	169	-18	142
기타자산, 부채변동	10	-27	-29	5	5
투자활동 현금	-609	-570	-684	-334	-466
유형자산처분(취득)	-623	-535	-599	-224	-355
무형자산 감소(증가)	-91	-67	-83	-94	-94
투자자산 감소(증가)	0	0	0	-1	-1
기타투자활동	105	31	-2	-16	-17
재무활동 현금	637	441	217	100	200
차입금의 증가(감소)	637	441	217	100	200
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	236	-63	-206	169	48
기초현금	242	478	415	209	378
기말현금	478	415	209	378	426

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 정보라, 송한상)
상기종목에 대하여 2014년 03월 25일 기준 조사분석 담당자는 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없습니다.

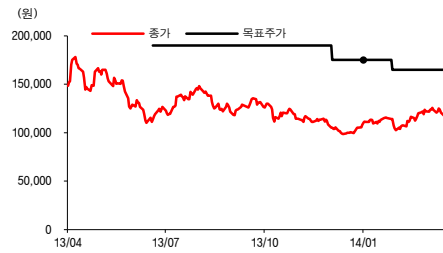
당사는 본 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.

당사는 2014년 03월 25일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.

위 자료는 2014년 03월 25일 22시 58분에 한화투자증권 홈페이지(www.koreastock.co.kr)를 통해 공표된 자료입니다.

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 안전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용할 수 없습니다.

동아에스티 주가 및 목표주가 추이

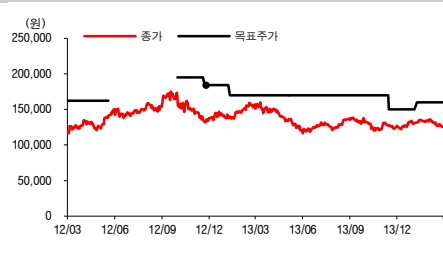


투자 의견 변동내역

일 시	2013.06.26	2013.06.26	2013.07.15	2013.07.30	2013.07.31	2013.08.19	2013.09.16	2013.10.17
투자 의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	정보라	190,000	190,000	190,000	190,000	190,000	190,000	190,000

일 시	2013.12.10	2014.01.15	2014.02.04	2014.02.17	2014.03.15	2014.03.17	2014.03.25
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	투자등급변경	Buy	Buy
목표 가격	175,000	175,000	165,000	165,000		165,000	165,000

녹십자 주가 및 목표주가 추이

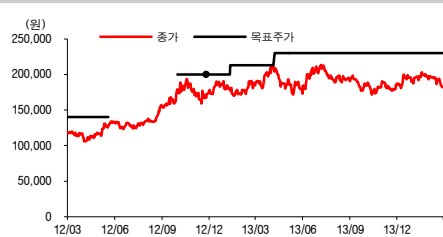


투자 의견 변동내역

일 시	2012.05.08	2012.10.24	2012.10.25	2012.12.17	2013.01.07	2013.02.03	2013.03.03	2013.05.05
투자 의견	Buy	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	162,000	정보라	195,000	184,000	184,000	170,000	170,000	170,000

일 시	2013.06.26	2013.12.10	2014.02.02	2014.03.15	2014.03.25
투자 의견	Buy	Buy	Buy	투자등급변경	Buy
목표 가격	170,000	150,000	160,000		160,000

유한양행 주가 및 목표주가 추이

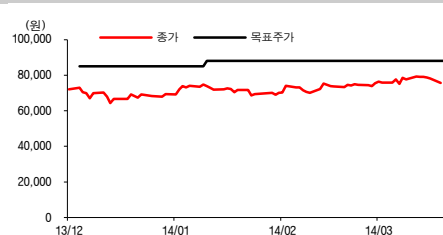


투자 의견 변동내역

일 시	2012.05.02	2012.10.24	2012.10.25	2012.12.17	2013.01.07	2013.02.05	2013.05.01	2013.06.26
투자 의견	Marketperform	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	140,000	정보라	200,000	200,000	200,000	213,000	230,000	230,000

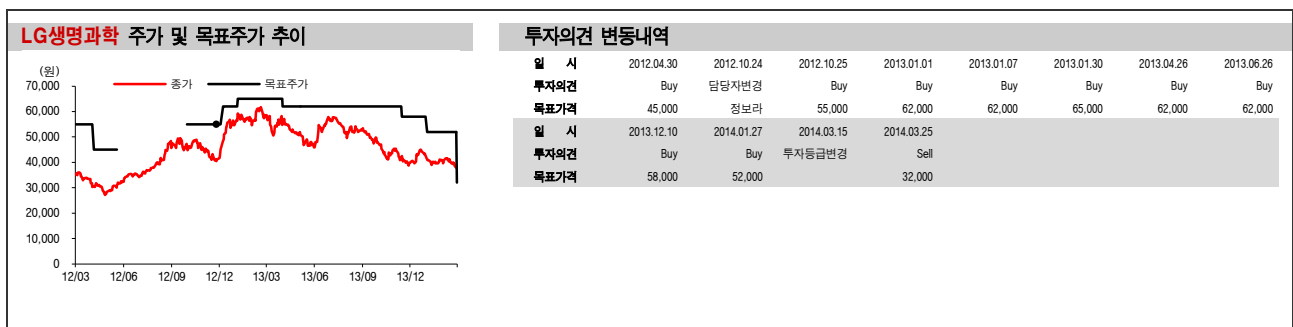
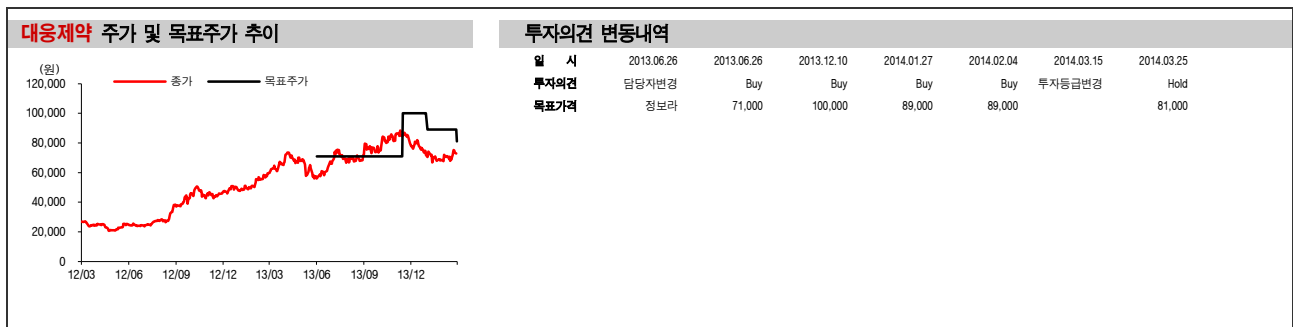
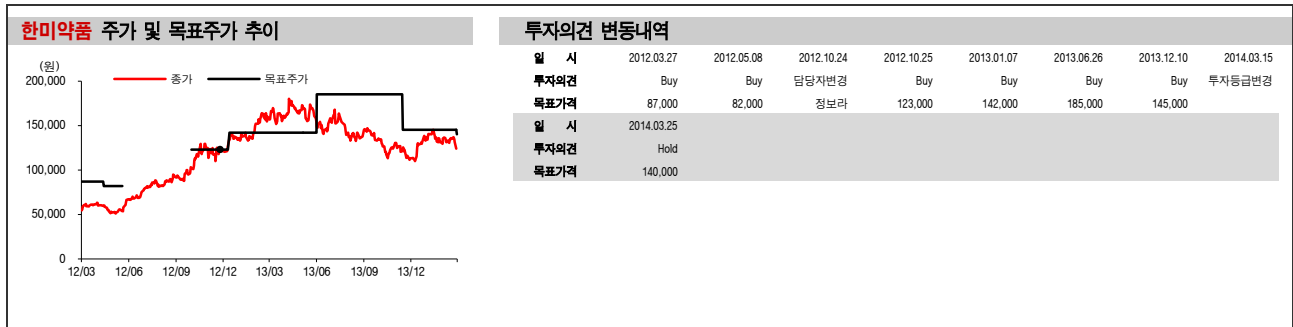
일 시	2013.07.30	2013.12.10	2014.02.06	2014.03.15	2014.03.25
투자 의견	Buy	Buy	Buy	투자등급변경	Buy
목표 가격	230,000	230,000	230,000		230,000

종근당 주가 및 목표주가 추이



투자 의견 변동내역

일 시	2013.12.06	2013.12.09	2013.12.10	2014.01.15	2014.02.09	2014.02.17	2014.03.15	2014.03.25
투자 의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	투자등급변경	Hold
목표 가격	정보라	85,000	85,000	88,000	88,000	88,000		88,000



투자 등급 예시 (6개월 기준)			
기업	산업		
Buy	절대수익률 +15% 이상 기대	Overweight	비중확대
Hold	절대수익률 -15%~+15% 기대	Neutral	중립
Sell	절대수익률 -15% 미만	Underweight	비중축소
Not Rated	투자의견 없음		