In-depth Report

HYUNDAI RESEARCH

2014년 7월 8일 산업분석

SMART ON

제약/바이오

Overweight (reinstate)

P와 Q의 시소, Q가 무거워진다

종근당 (185750)
BUY(initiate)

동아에스티 (170900)
BUY(initiate)

유한양행 (000100)
BUY(initiate)

한미약품 (128940)
BUY(initiate)

대웅제약 (069620)
BUY(initiate)

녹십자 (006280)
Marketperform(initiate)

제약/바이오 Analyst **김태희**
02-6114-2922 th.kim@hdsrc.com

리서치센터 트위터 @QnA_Research

현대증권

Contents

요약: P의 인하가 없다면 Q의 증가효과 나타날 것 | 3

제약업종에 대해 Overweight 의견 제시 | 4

Q의 증가효과로 내수시장 성장 전망 | 9

정책리스크에 대한 우려는 과도하다 | 13

지금도 좋지만, 더 좋을 수출 | 17

종근당 (BUY, 목표주가 90,000원) | 20

동아에스티 (BUY, 목표주가 140,000원) | 22

유한양행 (BUY, 목표주가 230,000원) | 24

한미약품 (BUY, 목표주가 130,000원) | 26

대웅제약 (BUY, 목표주가 77,000원) | 28

녹십자 (Marketperform) | 30

제약/바이오 >> P와 Q의 시소, Q가 무거워진다

• 제약업종에 대한 Overweight 의견 제시

최근 제약업종 주가 약세는 크게 ① 성장산업이라는 인식에도 불구하고 지속된 내수시장의 정체와 ② 8월부터 시행되는 새로운 정책에 대한 불확실성 때문이다. 하지만 내수시장의 성장은 가능하며, 새로운 정책의 실효성은 미미할 것으로 판단한다. 따라서 우리는 두가지 이슈 모두 해소될 것으로 판단하기에 제약업종에 대해 Overweight 의견을 제시한다.

• 내수시장 정체? Q의 증가효과 나타날 것!

고령화와 만성질환의 유병률 증가에 따라 환자가 빠르게 증가하고 있다. 더 이상 의미있는 P의 인하가 없다면, 'Q의 증가효과'가 나타나 정체됐던 내수 의약품시장은 다시 성장이 가능할 전망이다. 고지혈, 당뇨, 치매 등의 환자 증가로 5%의 시장성장이 예상된다. 여기에 내수경기 회복, 제네릭 출시, 새로운 영역의 의약품 출시 등으로 향후 국내 시장은 5%+α의 성장률이 기대된다.

• 정책리스크? 실효성 미미할 것!

7월말~8월초 시행될 '처방·조제 약품비 절감 장려금제'는 새로운 제도가 아니며 이미 외래처방 인센티브제, 저가약 대체조제 등으로 시행되고 있었다. 외래처방 인센티브제의 연간 약품비 절감효과는 0.77%였으며, 하락 추세였던 처방량도 더 이상 감소하지 않고 있다. 저가약 대체조제 또한 대체율이 0.089%에 불과하다. 따라서 새로운 정책에 대한 시장의 우려는 과도하다고 판단하며, 시행 후 제약사에 미치는 영향은 제한적일 전망이다.

• Top Picks로 종근당과 동아에스티 제시

당사는 제약업종 Top Picks로 종근당과 동아에스티를 제시한다. 종근당은 강한 영업력으로 하반기 우수한 실적이 예상되며, 14년 예상 PER이 13.6배에 불과하다는 점이 투자포인트이다. 상위 제약사 대비 신약개발 능력이 낮다는 이유로 밸류에이션 할인을 받고 있지만, 최근 R&D능력이 크게 향상되었기에 밸류에이션 Gap메우기 과정이 있을 것으로 전망한다.

동아에스티는 작년부터 발생했던 의사와의 관계악화, 스티렌의 급여제한 가능성 등 악재는 이미 주가에 충분히 반영됐다는 판단이다. 이제 전문의약품부문의 회복, 높은 수출증가율, 시벡스트로의 미국시장 침투, 스티렌 환수금액 감소에 주목하며 매수관점에서 접근해야 할 시점이라 판단한다.

제약업종에 대해 Overweight 의견 제시

2가지 주가 약세 요인 해소될 것, 다시 관심 가져야 할 때

내수시장은 다시 성장하며 정책리스크 크지 않을 것

당사는 제약업종에 대한 투자의견 Overweight을 제시하며 분석을 개시한다. 제약업종 주가 3월 이후 KOSPI를 5.1% Underperform했다. 이는 ① 성장산업이라는 인식에도 불구하고 지속된 내수시장의 정체와 ② 8월부터 시행되는 새로운 정책에 대한 불확실성 때문이다. 하지만, 이에 대한 우리의 의견은 다음과 같다.

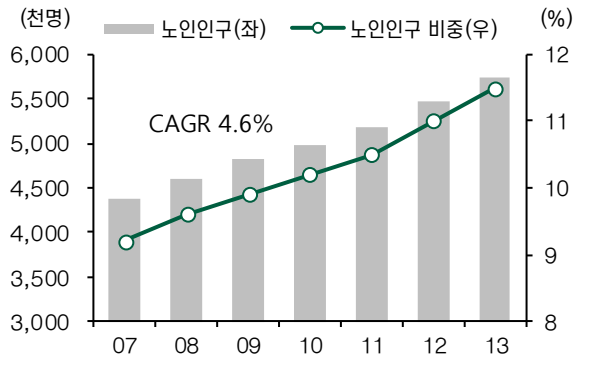
첫째, 내수시장은 다시 성장세를 기록할 전망이다. 최근 내수시장의 정체는 지속적인 약가인하 때문이었다. 이제 직접적인 약가인하 리스크는 낮은 상황이기에 고령화와 유병률 상승에 따른 환자증가 효과가 나타날 것으로 예상한다.

둘째, 정책리스크는 시장의 우려와 달리 실제 제약사에 미치는 영향은 크지 않을 것으로 판단한다. 8월 시행될 '처방·조제 약품비 절감 장려금제도'는 시장형 실거래가제, 외래처방 인센티브제, 대체조제 인센티브제 등 이미 시행되고 있던 제도로 약제비 절감효과는 크지 않은 것으로 나타난다.

게다가 수출은 여전히 높은 증가세가 유지되고 있다. 국내 업체의 R&D능력 향상으로 신약과 개량신약 중심의 수출계약이 다수 맺어져 있고, 이러한 계약들이 가시화되며 국내 제약업체의 성장을 견인할 전망이다.

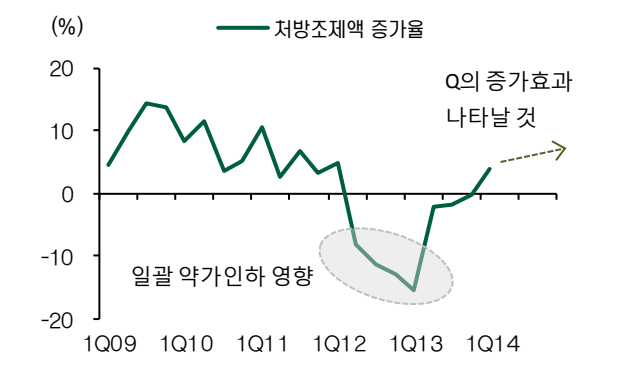
따라서, 주가 약세 요인 2가지 모두 해소될 것으로 예상하기에 투자의견 Overweight을 제시하며 제약업종에 다시 관심을 가져야 할 때라고 판단한다.

그림 1> 빠르게 증가하는 국내 노인인구



주: 노인인구는 65세 이상 건강보험가입자 적용인구
자료: 건강보험심사평가원, 현대증권

그림 2> 낮은 정책리스크로 Q의 증가효과 나타날 것



자료: 건강보험심사평가원, 현대증권

실적 안정성과 신약 기대감으로 높은 밸류에이션 타당

국내 상위 제약사의 12개월 Fwd PER은 17.3배다. 최근의 성장률만을 고려하면 밸류에이션 매력이 높다고는 할 수 없는 수준이다. 하지만 빠르게 진행되고 있는 인구 고령화의 직접적인 수혜를 입으며, 안정적인 수요로 실적가시성이 높고, 경쟁력 있는 의약품 개발로 수출이 꾸준히 증가하고 있다는 점은 분명 높은 밸류에이션을 정당화시켜주는 요인이라 판단한다.

이보다 더 큰 요인은 신약 개발에 대한 기대감이다. 일본의 로컬 제약사였던 다케다와 에자이가 신약 한 품목으로 글로벌 제약사가 된 사례에서 알 수 있듯이, 신약으로 언제든 퀀텀점프가 가능한 업종이기 때문이다. 아직 국내 제약사가 개발한 신약 중 글로벌하게 성공한 사례는 없지만, 동아에스티의 시벡스트로, 한미약품의 아모잘탄, LG생명과학의 제미글로 등 신약개발의 성과가 가시화되고 있는 시점이라 판단한다.

그림 3> 글로벌 진출을 꾀하는 국내 신약 파이프라인

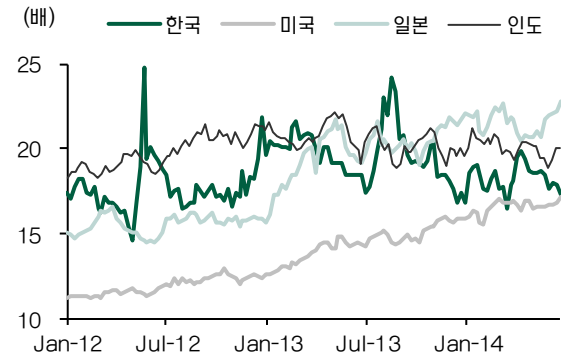
제약사	제품	적응증	경쟁력	진행 단계
동아에스티	시벡스트로	슈퍼박테리아 항생제	화이자의 자이복스 대비 우수한 효능	시판 허가
한미약품	아모잘탄	고혈압 복합제	머크와 글로벌 판권 계약	국가별 임상 및 출시
LG생명과학	제미글로	당뇨	사노피와 글로벌 판권 계약	국가별 임상 및 허가
대웅제약	나보타	미용	에볼루스와 미국·유럽 등 판권 계약	미국 임상3상 준비
녹십자	IVIG SN	면역글로불린	ASD와 미국 판권 계약	미국 임상3상
	그린진F	혈우병	3세대 유전자재조합 방식	미국 임상3상
종근당	CKD-732	고도비만	우수한 체중감소 효과	호주 전기 임상2상 완료
셀트리온	램시마	류마티스관절염	세계 최초 항체 바이오시밀러	유럽 시판허가

자료: 현대증권

글로벌 헬스케어 관련주의 리-레이팅 진행 중

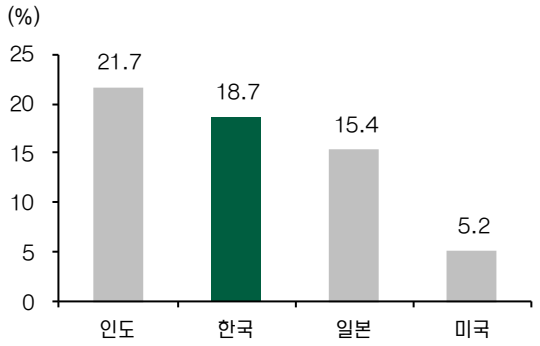
20배에 가까운 밸류에이션이 부담이지만, 글로벌 주요 국가의 제약업종과 비교해보면 높은 편이 아니다. 한국과 항상 비슷한 밸류에이션을 받아온 인도 제약업종의 12개월 Forward PER은 20.1배, 항상 낮게 평가를 받던 일본도 22.8배로 우리보다 높은 상황이다(미국은 오리지널 의약품의 특허만료 이슈로 17.2배 수준). 그렇다고 인도와 일본 대비 성장성이 낮은 것도 아니다. 우리나라 제약업종의 12개월 Forward EPS 증가율은 18.7%로 인도의 21.7%와 크게 차이나지 않으며, 일본의 15.4%보다 높은 상황이다. 따라서 인도, 일본과 비교 시 17.3배의 밸류에이션은 부담스러운 수준이 아니라는 판단이다. 오히려 제약업종의 주가상승을 글로벌 헬스케어 관련주의 리-레이팅 관점에서 봐야 할 것이다. 12년 5월부터 한국 제약주의 주가가 크게 상승한 후 조정을 거치고 있지만, 아직도 미국과 유럽, 일본, 인도의 제약업종은 여전히 신고가 행진을 이어가고 있기 때문이다.

그림 4> 주요국 제약업종 12M Fwd PER



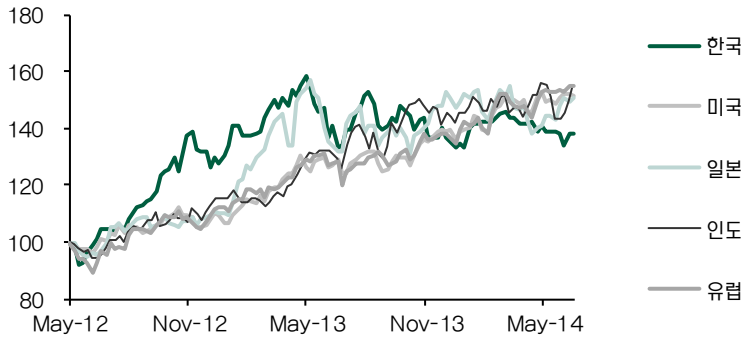
자료: Datastream, 현대증권

그림 5> 주요국 제약업종 12M Fwd EPS Growth



자료: Datastream, 현대증권

그림 6> 주요국 제약업종 주가 추이



자료: Datastream, 현대증권
주: 12.5.1=100

Top picks로 종근당과 동아에스티 제시

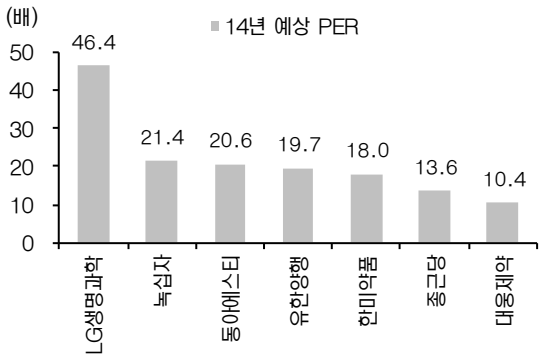
Top picks로는 종근당과 동아에스티를 제시한다.

종근당은 강한 영업력으로 하반기 우수한 실적이 예상되며, 밸류에이션 매력이 높다는 점이 투자포인트이다. 미카르디스, 아타칸 등 블록버스터 제품의 제네릭 시장에서 점유율 1위를 기록 중이며, 개량신약 텔미누보의 빠른 시장침투가 동사의 성장을 견인할 전망이다. 동사는 상위 제약사 대비 신약개발 능력이 떨어진다는 이유로 밸류에이션 할인을 받고 있지만, 13년 개량신약인 딜라트렌SR과 텔미누보 출시, 14년 2월 자체신약 듀비에 출시 등 R&D 성과가 있었다. 또한 하반기 고도비만 치료제에 대한 후기 임상2상 진입, 바이오시밀러에 대한 국내 임상3상 진입도 예정되어 있다. 따라서 상위 제약사 대비 40%에 달하는 할인율은 과하다고 판단하기에 밸류에이션 Gap메우기 과정이 있을 것으로 전망한다.

동아에스티의 투자포인트는 전문의약품부문의 회복과 수출, 미국에 진출 예정인 시벡스트로이다. 13년 의사와의 관계 악화로 전문의약품의 매출이 급감했지만 최근 바닥을 다지고 있으며 서서히 회복될 것으로 전망한다. 최근 3년간 연평균 37.7%의 증가율을 기록한 수출은 결핵치료제의 WHO 1순위 공급자 선정과 박카스, 인성장호르몬의 호조세로 향후 3년간 매년 20.4%의 성장을 기록할 것으로 예상한다. 지난 6월 미 FDA 신약허가를 획득

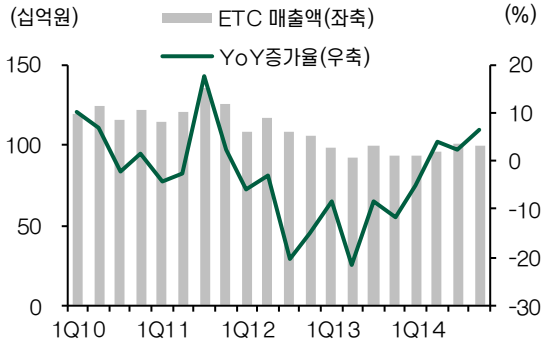
한 슈퍼박테리아 항생제 시벡스트로는 화이자의 자이복스 대비 우수한 효능과 복용편의성 개선으로 의미있는 시장점유율이 예상돼 15년부터 동사의 수익성 제고에 기여할 것이다. 최근 논란이 되었던 최대품목 스티렌의 급여제한 이슈는 이미 주가에 충분히 반영됐다고 판단하기에 더 이상 우려할 사안은 아니라고 판단한다.

그림 7> 종근당, 상위 제약사 중 밸류에이션 매력 높아



자료: 현대증권

그림 8> 동아에스티, 서서히 회복되는 ETC 매출액



자료: 현대증권

그림 9> Coverage 기업 주요 Factor

	Positive factor	Negative factor
종근당	- 강한 영업력에 기인한 매출액 성장 - 높은 밸류에이션 매력	- 낮은 수출비중
동아에스티	- 신약 시벡스트로의 미국 출시 - 높은 수출 증가율	- 부진한 전문의약품 부문
유한양행	- 도입신약으로 높은 외형성장률 전망 - 신규 API 품목으로 수익성 개선 전망	- 유한킴벌리의 중국수출 감소
한미약품	- 중국 제약시장에 성공적으로 안착 - 글로벌 임상중인 다양한 파이프라인	- 기대에 못 미치는 에소메졸 실적
대웅제약	- 보톡스 바이오시밀러인 나보타 출시 - 높은 밸류에이션 매력	- 최대 품목 올메텍의 특허만료
녹십자	- 특수의약품 비중 높아 정책리스크에 둔감 - IVIG SN, 그린진F의 미국 임상	- 독감백신 시장 경쟁 과열

자료: 현대증권

그림 10> Coverage 기업 예상 실적 및 재무지표

		종근당	동아에스티	유한양행	한미약품	대웅제약	녹십자
목표주가		90,000	140,000	230,000	130,000	77,000	-
전일종가		67,900	106,000	177,500	95,800	57,300	122,000
투자의견		BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	Marketperform
시가총액		629.5	797.6	1,974.0	934.5	668.5	1,437.4
회계기준		별도	별도	별도	연결	별도	연결
매출액	13A	86.3	495.8	931.6	730.1	674.9	888.2
	14F	561.8	626.9	1,027.5	795.8	719.2	955.0
	15F	614.8	669.5	1,134.0	863.6	771.4	977.4
영업이익	13A	7.5	39.4	56.0	61.9	72.0	78.8
	14F	70.2	56.4	71.2	74.3	71.5	89.8
	15F	79.3	62.9	81.9	83.2	78.2	93.8
EPS	13A	3,012	-11,550	6,867	4,934	5,694	6,217
	14F	5,002	5,144	9,022	5,335	5,384	7,221
	15F	5,793	5,951	10,210	6,003	5,936	6,091
매출액증가율	13A	N/A	N/A	22.1	8.3	1.5	9.4
	14F	N/A	N/A	10.3	9.0	6.6	7.5
	15F	9.4	6.8	10.4	8.5	7.3	2.4
영업이익증가율	13A	N/A	N/A	84.1	28.6	90.5	6.0
	14F	N/A	N/A	27.1	20.1	-0.7	13.9
	15F	12.9	11.5	15.2	12.0	9.4	4.5
EPS증가율	13A	N/A	N/A	4.1	94.1	69.2	26.2
	14F	N/A	N/A	31.4	8.1	-5.5	16.2
	15F	15.8	15.7	13.2	12.5	10.3	-15.7
영업이익률	13A	8.7	8.0	6.0	8.5	10.7	8.9
	14F	12.5	9.0	6.9	9.3	9.9	9.4
	15F	12.9	9.4	7.2	9.6	10.1	9.6
ROE	13A	1.3	-11.0	6.2	11.4	14.3	9.4
	14F	14.7	8.6	7.7	11.8	12.1	9.7
	15F	14.8	9.2	8.2	11.9	12.0	7.7
PER	13A	27.6-21.2	N/A	31.5-24.6	34.3-21.1	15.7-8.0	24.1-18.6
	14F	13.6	20.6	19.7	18.0	10.6	16.9
	15F	11.7	17.8	17.4	16.0	9.7	20.0
PBR	13A	2.2	1.7	1.7	2.4	1.8	1.7
	14F	1.8	1.8	1.5	2.0	1.2	1.6
	15F	1.6	1.6	1.4	1.8	1.1	1.5

자료: 현대증권

단위: 원, 십억원, %, 배

II. Q의 증가효과로 내수시장 성장 전망

국내 제약업종 견조한 성장세 기록할 전망

최근 제약업종에 대한 시장의 가장 큰 고민은 '제약업종이 저성장 국면에 접어들었는가'이다. 제약업종은 고령화의 수혜주로 대표되어 안정적이고 꾸준한 성장을 이어갈 것이라는 기대가 있었지만, 최근 제약업체의 실적에 그러한 기대는 반영되지 않았고 전체 의약품 시장 역시 05~10년 10% 내외의 성장을 기록하다 11년 5.7%, 12년 -7.0%, 13년 -5.2%의 부진한 모습을 보였다. 이러한 역성장의 이유는 약가인하와 내수침체 때문이라고 판단하는데, 이 두 가지 이슈 모두 해소돼 국내 제약업종은 다시 견조한 성장세를 기록할 것으로 예상한다.

약가인하 압력 크지 않아

약가인하에 대한 압력은 당분간 크지 않을 전망이다. 줄곧 29%대였던 건강보험 요양급여비용 중 약제비 비중이 12년 4월 일괄 약가인하 이후 26%대로 하락했으며, 건강보험재정 누적수지도 13년 말 기준 8.2조원으로 사상 최대치를 기록했기 때문이다.

사용량-약가 연동제 걸리는 품목 드물어

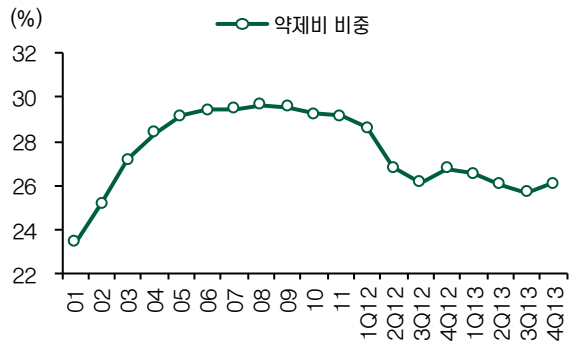
현재 시행되고 있는 대표적인 약가인하 정책은 '사용량-약가 연동제'와 '시장형 실거래가제' 정도이다. 사용량-약가 연동제는 많이 사용된 약의 가격을 인하하겠다는 취지인데, ① 약가인하 기준(예상 사용량의 30% 이상 증가, 전년동기비 60% 이상 증가, 절대 금액 50억원 이상 증가 및 증가율 10% 이상)을 충족하는 상위 제약사의 품목이 드물며, ② 산식을 통해 산출된 인하율을 협상을 통해 낮출 여지가 있으며, ③ 제약사가 영업강도를 조절해 대응할 수 있기에 우려스러운 정책은 아니다. 또한 ④ 실제 약가인하된 사례를 보면 평균 인하율이 6.5%에 그쳐, 30~60% 이상의 증가율을 고려하면 충분히 감내할 만한 수준이라고 판단한다.

그림 11> 사용량-약가연동제 인하사례: 평균 인하율 6.5% 수준

	2009	2010	2011	2012	1H 2013	평균
인하 품목	4	11	177	50	32	
인하율	2.67%	5.48%	7.09%	5.13%	6.34%	6.53%

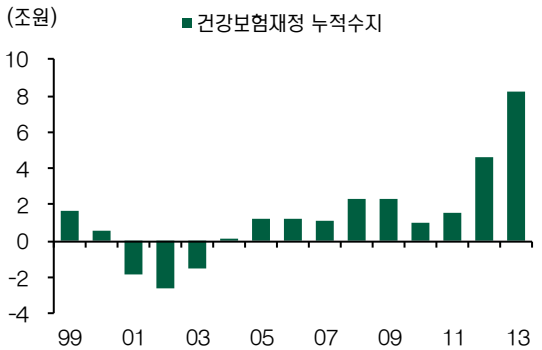
자료: 보건복지부, 현대증권

그림 12> 일괄 약가인하 후 크게 하락한 약제비 비중



자료: 건강보험심사평가원, 현대증권

그림 13> 건보재정 누적수지 흑자로 약가인하 압력 낮아



자료: 국민건강보험공단, 현대증권

시장형 실거래가제는 7월말에 폐지돼 새로운 장려금 제도로 대체될 전망이다. 새로운 제도인 '처방·조제 약품비 절감 장려금제'에 대한 시장의 우려가 크지만 실제 미치는 영향은 크지 않다고 판단하며 이에 대해 상세히 후술할 계획이다.

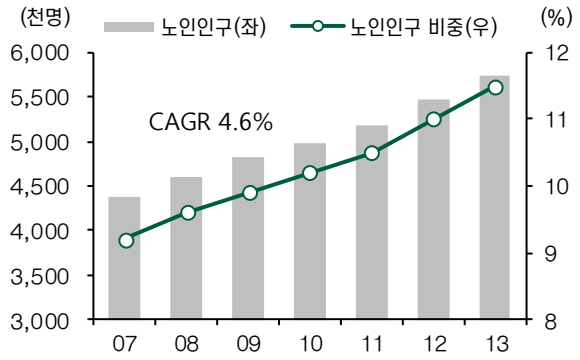
고령화와 유병률 상승으로 Q의 증가 효과 나타날 것

따라서, 더 이상 의미있는 약가인하가 없다면 고령화와 유병률 상승에 따른 환자의 증가로 'Q의 증가 효과'가 나타날 것으로 전망한다. 최근 2년은 약가인하로 이 효과가 상쇄됐을 뿐 65세 이상 노인과 환자수는 지속적으로 증가해왔고, 이로 인해 P의 감소에도 불구 시장 규모는 선방한 것으로 판단한다.

국내 노인인구 매년 4.6%씩 증가

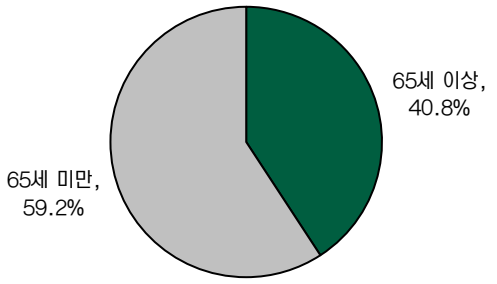
13년 말 기준 우리나라의 65세 이상 인구는 574만명으로 전체 인구의 약 11.5% 수준이다. 이 11.5% 인구가 연간 원외처방의 40.8%를 차지할 정도로 노인인구의 인당 의약품 사용액은 높은 상황이다. 65세 이상 인구 비중은 07년 9.2%에서 13년 11.5%로 빠르게 상승하고 있으며, 인구는 동기간 매년 4.6%씩 증가하고 있다. 이는 OECD 34개국 중 가장 빠른 속도지만, 65세 이상 인구비율은 OECD 평균인 15.7%에 한참 못 미치고 있기에 빠른 고령화 속도는 지속될 것으로 전망한다.

그림 14> 빠르게 증가하는 국내 노인인구



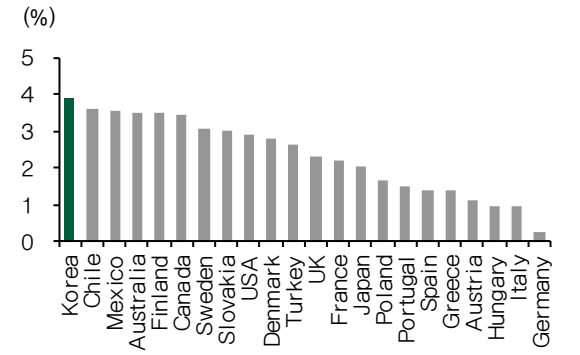
자료: 건강보험심사평가원, 현대증권

그림 15> 연령별 의약품 소비 현황



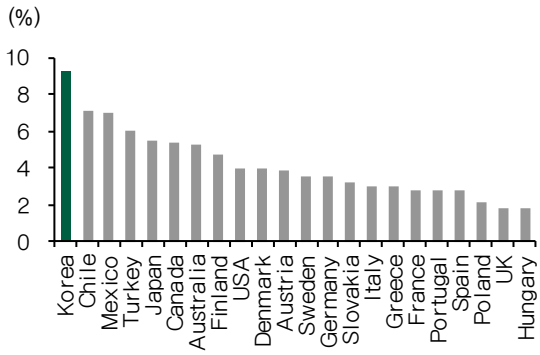
자료: 현대증권

그림 16> OECD국가 65세 이상 인구 증가율(3년 CAGR)



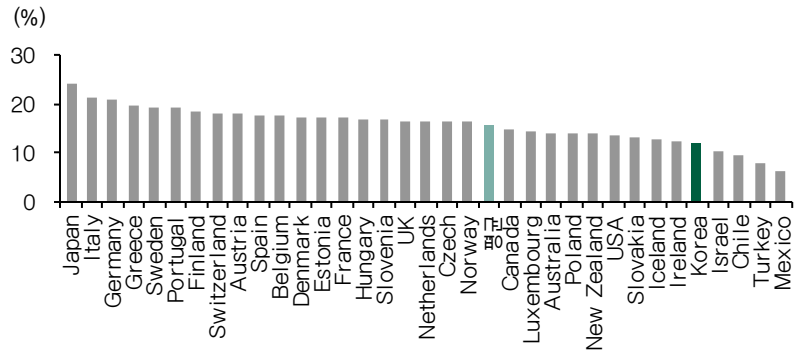
자료: OECD, 현대증권

그림 17> OECD국가 65세 이상 인구 증가율(10년 CAGR)



자료: OECD, 현대증권

그림 18> OECD국가 65세 이상 인구비율: 한국보다 낮은 국가는 겨우 4개국

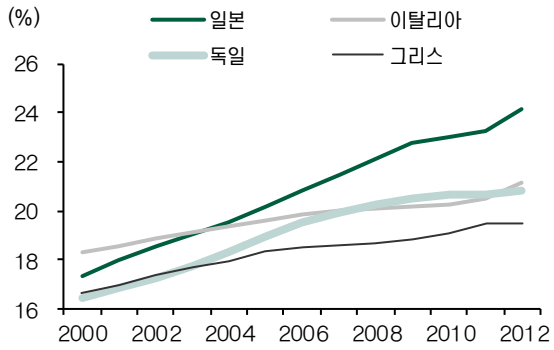


자료: OECD, 현대증권

노인인구 증가는 2049년까지 유효

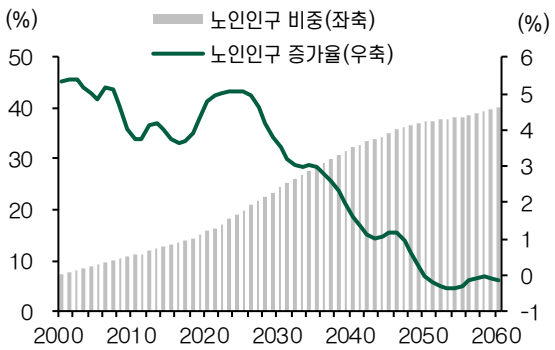
여기서 주목할 점은 현재 고령인구 비율이 가장 높은 일본과 이탈리아, 독일, 그리스의 노인 인구 증가속도가 여전히 가파르다라는 점이다. 따라서 우리나라의 빠른 고령화는 한두 해의 단기 이슈가 아니라 향후 수십년간 국내 제약시장의 수요를 안정적으로 뒷받침해 줄 것으로 판단한다. 참고로 국내 통계청은 2034년까지 노인인구가 매년 3% 이상 증가할 것이며, 2049년까지 꾸준히 증가하다 2050년 처음으로 전년대비 감소할 것으로 추정하고 있다. 이때 국내 노인인구 비중은 37.4%이다.

그림 19> 고령화비율 높은 국가도 노인인구 계속 증가 중



자료: OECD, 현대증권

그림 20> 한국 노인인구 비중 및 증가율 전망



자료: 통계청, 현대증권

Q의 증가만으로 내수시장 5% 성장 가능

의미있는 약가인하 정책이 없어 P가 유지된다고 가정하면, 고령화와 유병률 상승에 따른 환자 증가로 내수시장은 약 5%의 성장이 가능하다는 판단이다. 주요 질환을 중심으로 살펴보면 고혈압 환자는 09년 이후 13년까지 매년 3.1% 증가하고 있으며, 당뇨환자와 고지혈증환자는 매년 각각 5.1%, 8.7%씩 늘고 있다. 치매환자는 연간 18.3%, 소화성궤양 환자는 다소 낮은 2.6%를 기록 중이다. 결국 의약품 비중의 43.3%를 차지하는 이 5개 질환만으로도 전체 시장은 약 2.5% 증가가 가능하다는 판단이다. 나머지 시장은 65세 이상 노인인구의 증가율인 4.4%만큼 환자가 증가한다고 가정했을 때, 전체 내수시장은 5.0%의 성장이 예상된다.

그림 21> P의 감소가 없다면 Q의 증가로 내수시장 5% 성장 가능

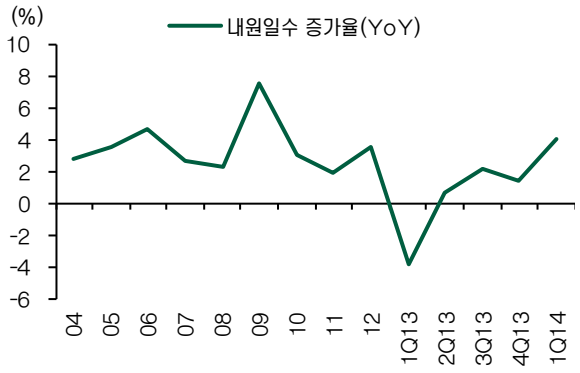
의약품	13년 시장규모(십억원)	비중	환자증가율(4년 CAGR)	시장 증대효과
고혈압	1,384	15.5%	3.1%	0.5%
고지혈	948	10.6%	8.7%	0.9%
소화성궤양	707	7.9%	2.6%	0.2%
당뇨	524	5.9%	5.1%	0.3%
치매	314	3.5%	18.3%	0.6%
주요 질환 계	3,876	43.3%		2.5%
기타	5,077	56.7%	4.4%	2.5%
전체 시장 계	8,953	100.0%		5.0%

자료: 보건복지부, 건강보험심사평가원, 현대증권

내수회복과 제네릭 출시, 새로운 시장 창출로 5%+α 가능할 전망

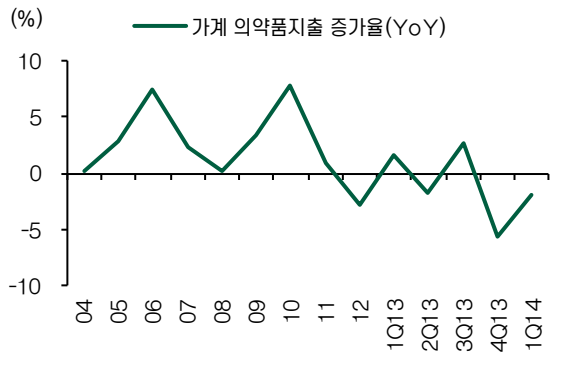
13년 내수시장이 부진했던 또 다른 이유는 경기침체 영향이었다. 제약주가 경기방어주라는 통념과 달리 사실상 경기의 영향을 받았으며, 작년 유례없이 내원일수와 가계 의약품지출 증가율이 감소했다. 하지만 1Q14 내원일수가 전년동기 대비 4.0% 증가했고 소비자심리지수도 상승하는 등 내수경기가 회복세를 나타내고 있다. 원외처방량도 이를 반영해 1분기 5.4% 증가한 것으로 나타났으며, 원외처방 조제액은 일괄 약가인하 이후 처음으로 전년동기비 (+)증가율을 기록했다. 따라서, 내수시장은 환자증가에 따라 약 5%의 성장을 기본으로 내수 경기의 회복세, 특허만료 후 제네릭 시장 확대, 발기부전치료제, 자궁경부암백신, 월경전 증후군치료제 등 새로운 영역의 의약품 출시 등으로 5%+α의 성장은 가능할 전망이다.

그림 22> 13년 유례없이 감소한 내원일수 증가율



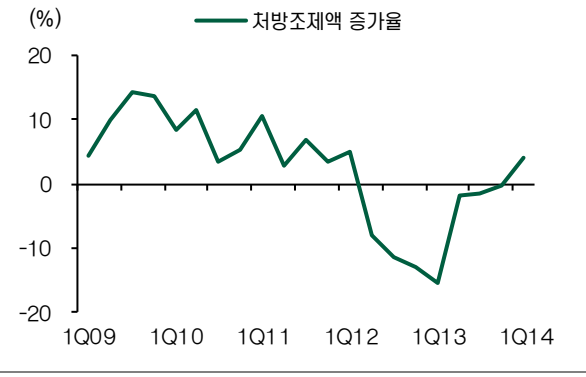
자료: 건강보험심사평가원, 현대증권

그림 23> 가계 의약품지출 증가율도 감소



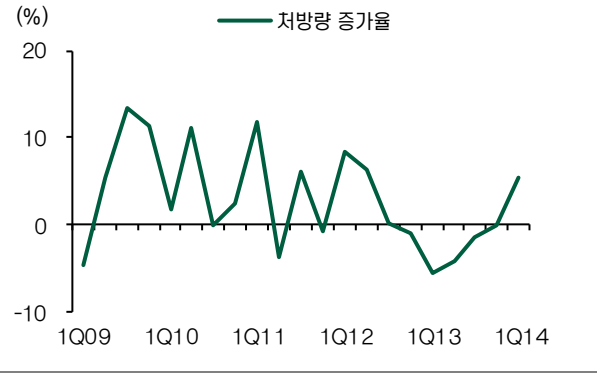
자료: 통계청, 현대증권

그림 24> 일괄 약가인하 이후 첫 (+)증가율



자료: 현대증권

그림 25> 처방량도 회복 추세



자료: 현대증권

III. 정책리스크에 대한 우려는 과도하다

8월 시행되는 정책, 제약사에 미치는 영향 제한적일 것

최근 제약주 약세의 두 번째 이유는 7월말~8월초 시행될 것으로 예상되는 '처방·조제 약품비 절감 장려금제'에 대한 우려 때문이다. 이 제도는 저가구매 장려금과 사용량 감소 장려금, 대체조제 장려금, 사용장려금으로 구성되는데 이미 외래처방 인센티브제, 저가약 대체조제 등으로 시행되고 있었고 약제비 절감의 실효성이 크지 않은 상황이다. 따라서 시장의 우려는 과도하다고 판단하며, 시행 후 제약사에 미치는 영향은 제한적일 것으로 전망한다.

시장형 실거래가 시행 이후 1원 낙찰 오히려 증가해

1. 저가구매 장려금
이 제도는 시장형 실거래가제와 크게 다르지 않은 것으로 보인다. 의약품 상한금액과 구입금액 차액의 70%를 인센티브로 지급했던 기존 제도와 달리 기본 지급률이 20%(10~30%)로 낮아졌는데 이는 시장형 실거래가제도 하에서 인센티브액이 건강보험재정 절감액보다 더 크게 발생했기 때문으로 판단된다.

시장형 실거래가제가 제약사에게 미치는 부정적인 영향은 크지 않았다고 판단한다. 제도 시행 후에도 1원 낙찰 의약품수가 2010년 1,624개에서 2013년 2,170개로 오히려 33.6% 증가했으며, 2010년 10월부터 2011년 9월까지 평균 약가인하율은 2.9%에 그쳤다. 이는 이전 실거래가 제도(2000~2010년)때의 평균 약가인하율 3.8%보다 낮은 수준이다. 따라서 제약사는 2.9%의 약가인하를 감수하더라도 낮은 가격에 요양기관에 진입하는 메리트가 더 큰 것으로 파악된다. 이번 저가구매 장려금 역시 약가인하율이 최대 10%를 넘을 수 없게 제한되어 있으며, 혁신형 제약기업은 인하금액의 30%를 감면 받을 수 있어 부담은 더욱 작아질 전망이다. 새로운 제도로 인한 첫 약가인하는 2015년 말이 될 예정이다.

외래처방 인센티브제의 약품비 절감효과는 0.77%에 불과

2. 사용량 감소 장려금
사용량 감소 장려금제의 기본 틀은 외래처방 인센티브제이다. 외래처방 인센티브제는 '의약품 사용량 감소를 통한 약품비 절감액의 일정부분을 요양기관에 인센티브로 지불하는 제도'로 10년 10월부터 의원급을 대상으로 시행되다 12년 1월부터 병원과 종합병원으로 확대 시행되었다. 기관별 OPCI(외래처방 약품비 고가도 지표), 기대 약품비, 실제 약품비 등을 산출하여 OPCI에 따라 기관별로 차등지급한다는 점과 기본지급률이 35%(10~50%)라는 점까지 새로 시행될 사용량 감소 장려금제와 유사하며, 외래처방에서 입원까지 확대될 것이라는 점이 달라지는 부분이다.

외래처방 인센티브제의 영향도 크지 않았다. 건강보험심사평가원에 따르면 12년 상반기 외래처방 인센티브제로 인한 약품비 절감액은 501억원이다. 12년 약 1천억원의 약품비를 절감한 것으로 추정되고, 12년 전체 약품비가 13.1조원임을 고려하면 약품비 절감효과는 0.77%에 불과하다. 또한 의원의 사례를 보면 제도 시행 3분기만에 절감효과가 낮아지는 점을 확인할 수 있다. 외래처방 인센티브제에 참여한 요양기관의 수가 전체의 20%대에 불과하고, 대다수의 의사들이 본인 처방에서 절감할 만한 요소가 없다고 생각한다는 설문조사 결과도 제약사에게 긍정적인 부분이다.

그림 26> 외래처방 인센티브제의 약품비절감액 추이

	2H10	1H11	2H11	1H12
의원	448	483	599	341
병원 및 종합병원				160
계	448	483	599	501

자료: 건강보험심사평가원, 현대증권

고혈압, 당뇨 등 만성질환은 약품비 줄이기 쉽지 않아

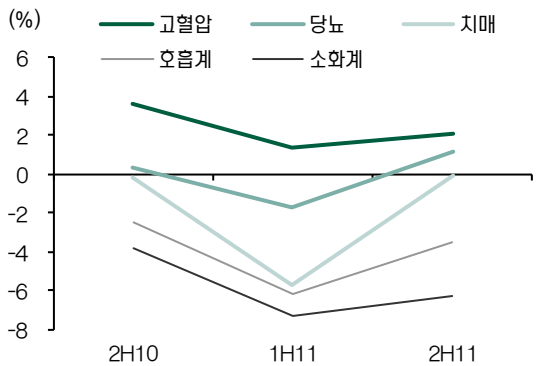
외래처방 인센티브제는 적응증 별로 다른 양상을 보이고 있다. 이 제도에 적극적인, 즉 시행 후 처음 2회 연속 인센티브를 받은 요양기관의 데이터를 보면 고혈압와 당뇨, 치매 중심의 중추신경계 의약품은 시행 후 첫 반기 약품비증가율이 둔화됐지만, 다음 반기에 증가율이 회복되었다. 이는 고령화와 만성질환 유병률 상승에 따른 Q의 증가 때문이라 판단되며 이들 적응증에 대해 약품비를 줄이기는 쉽지 않을 것으로 전망한다. 반면, 상대적으로 약품비를 줄이기 쉬운 호흡계와 소화계 의약품은 의미있는 감소폭이 2분기 연속 진행되었다.

그림 27> 외래처방 인센티브의 적응증별 약품비 증가율

		2H10	1H11	2H11
고혈압	미수령 기관	6.8	4.8	4.4
	2회 수령 기관	3.7	1.4	2.1
당뇨	미수령 기관	4.2	3.1	5.0
	2회 수령 기관	0.4	-1.7	1.1
치매	미수령 기관	5.5	3.1	5.5
	2회 수령 기관	-0.1	-5.7	-0.1
호흡계	미수령 기관	3.1	4.5	2.3
	2회 수령 기관	-2.5	-6.1	-3.6
소화계	미수령 기관	1.3	1.2	-1.3
	2회 수령 기관	-3.8	-7.3	-6.3

자료: 건강보험심사평가원, 현대증권

그림 28> 외래처방 인센티브의 적응증별 약품비 증가율

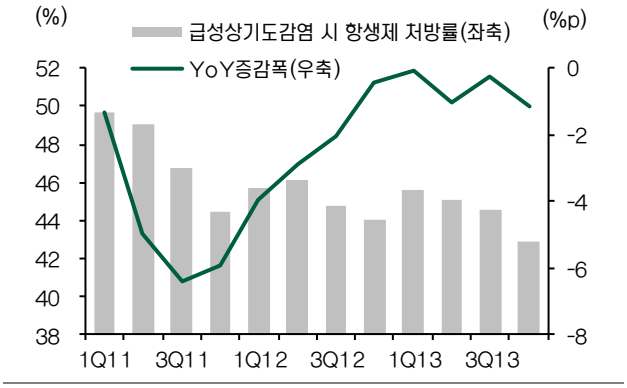


자료: 건강보험심사평가원, 현대증권

항생제와 소화제도 더 이상 낮아지기 힘든 수준

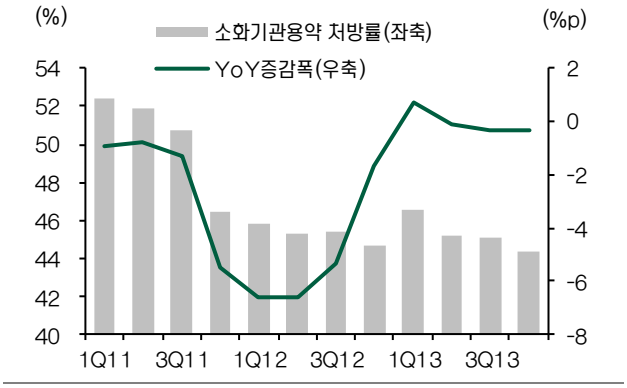
앞서 확인했듯이 항생제를 포함한 호흡계와 소화계 의약품은 처방량을 줄이기에 상대적으로 수월한 적응증으로 보인다. 하지만 제도 시행 후 처방량은 꾸준히 줄어 이제는 더 이상 낮아지기 힘든 수준이라 판단한다. [그림 29~32]를 보면 급성상기도감염 시 항생제 처방률과 소화기관용약 처방율이 큰 폭의 감소세를 보이다 13년 들어서 더 이상 줄지 않고 있다. 처방건당 약품목수와 6품목 이상 처방비율도 일정 수준이 유지되고 있다. 따라서, 요양기관에서 사용하는 의약품의 수를 줄이기에 한계가 있으며, 그 동안 빠르게 감소했던 호흡계와 소화계 의약품의 처방량도 이제는 크게 우려할 수준이 아니라고 판단한다.

그림 29> 감소폭이 크게 줄어든 항생제 처방률



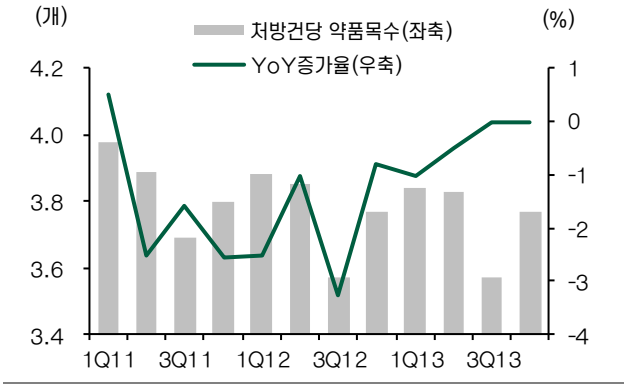
자료: 건강보험심사평가원, 현대증권

그림 30> 소화기관용약 처방률도 줄지 않아



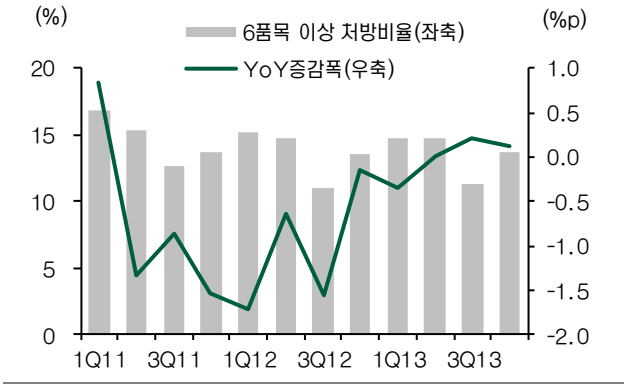
자료: 건강보험심사평가원, 현대증권

그림 31> 처방건당 약품목수도 3.75개에서 하락세 멈춰



자료: 건강보험심사평가원, 현대증권

그림 32> 6품목 이상 처방비율도 유지



자료: 건강보험심사평가원, 현대증권

대체조제율은 0.09% 수준

3. 대체조제 장려금

대체조제 장려금제 역시 실효성이 미미했다. '의사가 처방한 의약품을 약사가 성분·함량 및 제형이 같은 저가 의약품으로 대체조제하면 지급하는 장려금'으로 이 역시 2001년부터 시행되고 있던 제도이다. 13년 상반기 기준으로 2.46억건의 조제가 있었는데 대체조제는 22만건으로 대체조제율은 0.09%에 그쳤다. 전국 약국 중 대체조제에 참여하지 않은 약국 비중은 50.2%에 달했다. 이는 생동성시험에 대한 신뢰문제, 대체조제 후 의사에게 사후통보 의무 등이 제도 활성화의 발목을 잡고 있는 것으로 판단한다. 게다가 일괄 약가인하 이후 오리지널과 제네릭의 가격이 같아졌기에 저가약으로 대체조제가 약품비 절감에 큰 기여를 못할 것으로 전망한다.

그림 33> 저가약 대체조제 실시현황: 대체조제율 0.089%에 불과해

연도	총조제 건수	대체조제 건수	대체조제율	대체조제 절감액	인센티브 지급액
2010	465,311	295	0.063%	273,341	117,146
2011	476,346	402	0.084%	344,077	210,659
2012	489,154	406	0.083%	296,982	181,813
2013 1H	246,633	220	0.089%	136,322	83,456

자료: 보건복지부, 건강보험심사평가원, 현대증권 단위: 천건, 천원

사용장려금 역시 실효성 크지 않아

4. 사용장려금

사용장려금제는 사용장려금 지급대상 약제를 처방, 조제한 경우 해당 약제 상한금액의 10%를 장려금으로 지급하는 제도이다. 퇴장방지의약품으로 지정된 약제 중 다른 약제에 비해 저가이면서 다른 약제의 대체효과가 있는 약제가 해당된다. 2000년 3월부터 시행되어 왔는데 장려금 지급액은 2010년 49.9억원, 2011년 50.1억원으로 미미한 상황이다. 따라서 이 제도 역시 실효성이 크지 않다고 판단한다.

그림 34> 사용장려금 실시현황: 장려금 지급액 50억원으로 미미해

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
장려금 지급액	7,887	8,100	4,106	3,881	4,377	4,989	5,009

자료: 보건복지부, 건강보험심사평가원, 현대증권

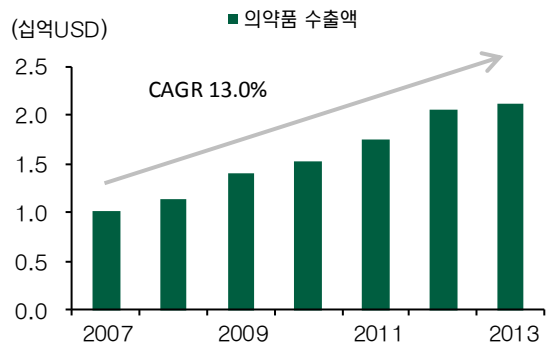
단위: 백만원

Ⅲ. 지금도 좋지만, 더 좋을 수출

준비했던 성과 나타나는 중

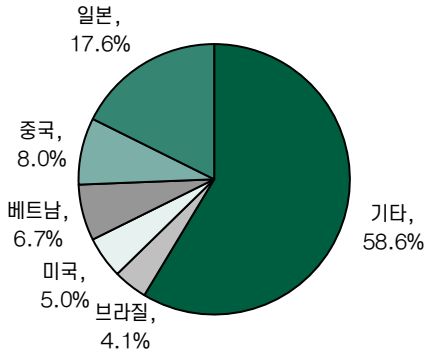
내수시장 성장률은 5%+α로 예상하지만 수출은 여전히 높은 증가세가 유지될 전망이다. 07년 이후 최근 5년간 의약품 수출액은 연평균 13.0%씩 증가하고 있으며, 이는 제약사들이 내수시장의 규제를 피해 수년 전부터 해외진출을 준비해 온 성과가 나타나고 있다는 판단이다. 완제의약품은 제네릭보다는 주로 개량신약과 바이오시밀러 등 기술력을 요하는 의약품 중심이며, 수출 대상국은 일본 18%, 중국 8%, 베트남 7% 등 주변국 위주이다. 아직 글로벌 신약이 개발되기 전이기에 미국, 유럽 비중은 낮지만, 동아에스티의 시벡스트로, 녹십자의 IVIG-SN 등의 의약품이 본격 출시되면 선진시장의 비중도 높아질 것으로 전망한다.

그림 35> 의약품 수출액 추이



자료: 한국의약품수출입협회, 현대증권

그림 36> 수출 대상국 비중



자료: 한국의약품수출입협회, 현대증권

이미 맺어놓은 다수의 수출계약

국내 제약사의 R&D 능력 향상으로 수출 증가속도는 더욱 빨라질 전망이다. 최근 개발한 신약과 개량신약 등 경쟁력있는 의약품 중심으로 이미 다수의 수출계약을 맺었고, 향후 1~2년 내 실적으로 이어질 예정이다. 마케팅 파트너도 머크, 사노피, 테바 등 다국적 제약사거나 현지 상위 제약사이기에 출시 후 성과도 기대되는 상황이다. 주목해야 할 수출계약으로는 사노피가 파트너인 LG생명과학의 당뇨병신약 제미글로, 머크가 파트너인 한미약품의 고혈압복합제 아모잘탄, 에볼루스와 계약한 대웅제약의 보톡스 바이오시밀러 나보타 등이다. 각국 현지 제약사랑 수출계약을 맺은 보령제약의 카나브, 유나이티드의 클란자 CR, 씨티씨바이오의 필름형 비아그라에도 관심을 가질 필요가 있다.

그림 37> 국내 제약사 수출계약 현황

제약사	제품	적응증	수출계약 국가	파트너
동아에스티	크로세린	결핵치료제	글로벌	WHO 입찰
			중국	쑤저우 시노
한미약품	아모잘탄	고혈압복합제	글로벌 50여 국가	머크
	에소메졸	위궤양	미국	암닐
유한양행	API	C형간염 등	미국 등	다국적제약사
녹십자	IVIG-SN, 그린진F	면역글로불린, 혈우병A	미국	ASD
대웅제약	나보타	주름개선	글로벌 60여 국가	각국 현지 제약사
	네오비스트	CT조영제	러시아, 이란, 우크라이나 등	각국 현지 제약사
	베아제	소화효소제	중국	입센 텐진
LG생명과학	제미글로	당뇨	글로벌 80여 국가	사노피
보령제약	카나브	고혈압	러시아, 중남미 등	각국 현지 제약사
일약약품	놀텍	소화성궤양	브라질, 터키, UAE 등	각국 현지 제약사
유나이티드제약	클란자CR	소염진통제	러시아, 우크라이나, 카자흐스탄 등	테바
씨티씨바이오	필름형 비아그라	발기부전	글로벌 87개국	테바 외
코오롱생명과학	API	소염진통제 등	일본 등	각국 현지 제약사

자료: 현대증권

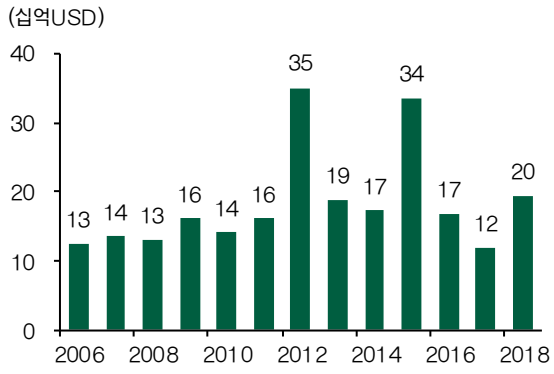
중소제약사도 빅파마와 계약 충분히 가능해

중소제약사임에도 불구하고 씨티씨바이오, 서울제약, 유나이티드는 테바, 화이자(한국지사) 등 다국적 제약사와 계약을 맺었다. 씨티씨바이오와 서울제약은 필름형 비아그라에 대한 판권계약을 체결했는데, 휴대하기 편하며 물없이 복용 가능하다는 편의성이 경쟁력이었다고 판단한다. 유나이티드는 테바와 개량신약 클란자CR(소염진통제)에 대한 수출계약을 맺었다. 클란자CR은 기존 1일 2회 복용해야하는 제품을 1일 1회 복용하게끔 개선한 개량신약으로 역시 환자의 복용편의성을 높였다는 장점이 있다. 이처럼 국내 중소제약사도 우수한 제품 개발로 다국적제약사와 수출계약을 맺을 만큼 국내 기술력은 많이 향상됐다고 판단한다.

빅파마의 신제품 부재로 국내 제약사에게 기회 꾸준히 발생할 것

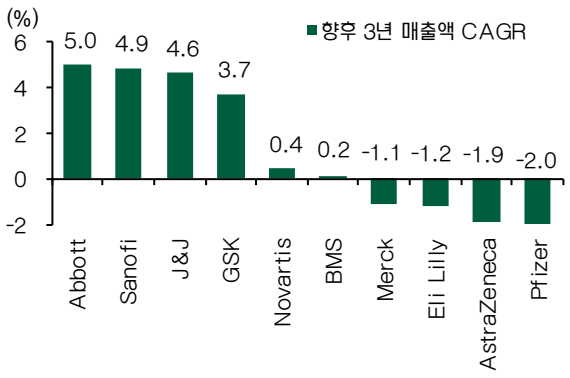
경쟁력있는 제품에 대한 다국적 제약사의 구애는 지속될 것으로 전망한다. 다국적제약사는 파이프라인 고갈로 신약개발이 점차 힘들어지고 있으며, 연이은 오리지널 의약품의 특허만료로 제네릭과의 경쟁이 불가피한 상황이다. 15년에만 약 $340억 규모의 의약품 특허만료가 예정되어 있어 화이자, 아스트라제네카, 릴리 등은 향후 3년간 매출액이 매년 감소할 것으로 추정되고 있다. 다국적제약사가 최근 M&A를 시도하거나, 바이오시밀러에 진출하는 사례도 같은 맥락에서 이해할 수 있다. 따라서 기술력 있는 국내 대형사와 중소제약사에게 기회는 꾸준히 발생할 것으로 전망한다.

그림 38> 연도별 특허만료 의약품 매출액



자료: 현대증권

그림 39> 특허만료로 매출 감소가 예상되는 Big Pharma



자료: Bloomberg, 현대증권

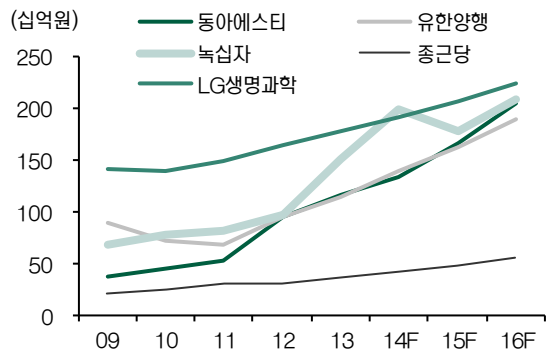
상위 제약사 수출비중 꾸준히 상승 중

국내 상위 제약사의 수출비중은 LG생명과학(43%)을 제외하고는 아직 높지 않은 수준이다. 하지만 개량신약, 바이오의약품, API를 중심으로 높은 수출증가율이 이어지고 있어 수출 기여도는 지속적으로 높아질 전망이다. 상위 제약사 중 수출에 가장 적극적인 곳은 동아에스티와 녹십자, 유한양행이다. 동아에스티의 수출은 최근 3년 CAGR 37.7%를 기록 중이며, 박카스와 바이오시밀러인 그로트로핀 등이 주력제품이다. 2Q14부터 WHO의 결핵치료제 1순위 공급자로 선정돼 향후 3년간 매년 20% 이상의 증가율이 예상된다. 녹십자는 혈액제제인 IVIG와 독감백신, 수두백신이 수출을 견인하고 있다. 최근 3년간 연평균 24.5%의 증가세를 보이고 있으며, 미국에서 임상3상 중인 IVIG-SN과 그린진F의 허가 이후 수출증가율은 더욱 상승할 전망이다. 유한양행은 API의 수출증가가 기대된다. 10~11년은 API의 신규품목 부재로 역성장을 기록했지만, 12년 임상시험용 물량증가, 14년 2품목이 신규로 시장에 출시되면서 약 18%의 성장률이 예상된다.

수출 포함하면 9%+α 성장 가능

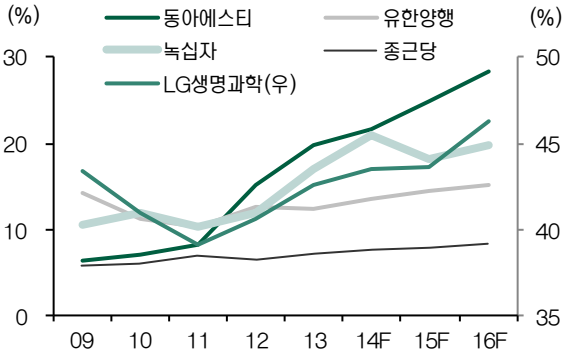
상위 제약사의 수출증가율과 수출비중을 각각 20%로 가정한다면, 수출로 인해 전사 매출액은 약 4% 성장이 가능하다. 전술한 바와 같이 내수시장에서의 성장을 5%+α로 전망하고 있기에 상위 제약사는 9%+α의 성장이 가능하다고 판단한다.

그림 40> 상위 제약사 수출액 증가



자료: 현대증권

그림 41> 상위 제약사 수출비중 추이



자료: 현대증권

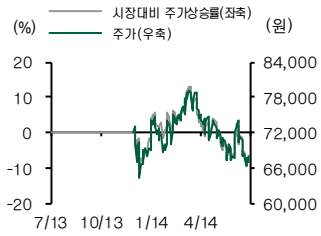
종근당 (185750)

BUY (initiate)

주가(7/7)	67,900원	60일 평균 거래량	39,444주	52주 최고/최저가 (보통주)	79,200원
목표주가	**90,000원**	60일 평균 거래대금	28억원		64,300원
시가총액	6,294.7억원	외국인보유비중	10.5%	베타(12M, 일간수익률)	-0.4
발행주식수 (보통주)	9,409,050주	수정EPS 성장률(14~16 CAGR)	29.50%	주요주주	이장한 외 11인 27.8%
유동주식비율	72.1%	시장 수정EPS 성장률 (3yr CAGR)	22.36%		

결산기말	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
(적용기준)	(IFRS-S)	(IFRS-S)	(IFRS-S)	(IFRS-S)	(IFRS-S)
매출액 (십억원)	461.2	86.3	561.8	614.8	674.3
영업이익 (십억원)	57.7	7.5	70.2	79.3	88.3
순이익 (십억원)	25.7	4.4	47.0	54.5	61.5
지배기업순이익 (십억원)	25.7	4.4	47.0	54.5	61.5
EPS (원)	0	3,012	5,002	5,793	6,538
수정EPS (원)	0	3,012	5,002	5,793	6,538
PER* (배)	NA-NA	27.6-21.2	13.6	11.7	10.4
PBR (배)	NA	2.2	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA (배)	0.7	69.3	8.2	7.0	6.1
배당수익률 (%)	NA	0.4	0.4	0.4	0.4
ROE (%)	7.3	1.3	14.7	14.8	14.5
ROIC (%)	8.3	1.5	13.2	14.4	15.2

주가상승률	1개월	3개월	6개월
절대	0.0%	-8.9%	-5.8%
상대	-0.5%	-9.6%	-8.0%



적용기준: IFRS-C =연결재무제표, IFRS-P =개별재무제표
자료: 종근당, 현대증권

풍부해진 파이프라인, 밸류에이션 Gap 메우기 기대

R&D능력 향상으로 할인율 축소될 전망

종근당에 대해 목표주가 90,000원과 투자의견 BUY를 제시하며 분석을 개시한다. 목표주가는 12개월 Forward EPS에 당사 상위 제약사 Target PER 20배를 20% 할인한 16배를 적용해 산출하였다. 신약개발 능력이 다소 낮다는 이유로 상위 제약사 대비 약 40%에 가까운 할인율을 적용 받아왔지만, 작년 개량신약 딜라트렌SR과 텔미누보, 올해 2월 자체신약 듀비에를 출시했으며 하반기 호주에서 고도비만 치료제에 대한 후기 임상2상 진입이 예정되어 있는 등 R&D의 성과가 나타나고 있다. 상위 제약사 대비 성장성과 수익성 모두 높은 수준이기에 할인율은 축소될 것으로 기대한다.

제약사 중 가장 강한 영업력

동사의 가장 큰 투자포인트는 강력한 영업력으로 제네릭 수혜가 지속될 것이라는 점이다. 출시된 지 5년이 넘은 리피로우(리피토 제네릭, 고지혈증치료제)와 프리그렐(플라빅스 제네릭, 항혈전제)이 여전히 성장을 이어가고 있다. 작년 출시한 고혈압복합제 텔미누보는 출시 1년만에 100억원대의 블록버스터로 성장했으며, 올해도 65%YoY 증가하며 동사의 성장을 견인할 주력품목이 될 전망이다. 지난 1분기 출시한 자체신약 듀비에(당뇨치료제)와 OTC의약품 프리페민(월경전 증후군 치료제)도 안정적인 시장침투를 보이고 있어 하반기 실적이 기대되는 상황이다.

3분기 성수기 진입으로 우수한 실적 기대

2Q14 매출액을 1,395억원(+4.0%YoY), 영업이익을 177억원(+1.6%YoY)으로 추정한다. 시장 컨센서스를 소폭 하회할 것으로 전망하는데, 5~6월 연휴에 따른 영업일수 감소 영향이 있었으며, 1분기에 80여명의 인력을 신규 채용하면서 인건비가 증가했기 때문으로 파악된다. 하지만 3분기는 계절적 성수기 진입으로 매출액과 영업이익은 전년동기 대비 약 10% 증가할 전망이며, 영업이익률도 14.5%로 우수한 실적이 예상된다.

포괄손익계산서

(십억원)	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
(적용기준)	(IFRS-S)	(IFRS-S)	(IFRS-S)	(IFRS-S)	(IFRS-S)
매출액	**461.2**	**86.3**	**561.8**	**614.8**	**674.3**
매출원가	208.9	40.1	261.8	284.7	311.5
매출총이익	**252.3**	**46.2**	**300.0**	**330.2**	**362.8**
판매비와관리비	194.6	38.7	229.8	250.8	274.4
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**57.7**	**7.5**	**70.2**	**79.3**	**88.3**
EBITDA	**71.1**	**10.8**	**85.9**	**95.4**	**104.9**
영업외손익	(2.0)	(1.5)	(5.0)	(4.5)	(3.9)
금융손익	(4.2)	(0.9)	(5.0)	(4.5)	(3.9)
지분법손익	(0.1)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	2.2	(0.6)	0.0	0.0	0.0
세전이익	**55.7**	**6.0**	**65.2**	**74.8**	**84.4**
법인세비용	29.9	1.6	18.1	20.3	22.9
당기순이익	**25.7**	**4.4**	**47.0**	**54.5**	**61.5**
지배기업순이익	**25.7**	**4.4**	**47.0**	**54.5**	**61.5**
총포괄이익	**22.6**	**3.6**	**47.0**	**54.5**	**61.5**
지배기업총포괄이익	**22.6**	**3.6**	**47.0**	**54.5**	**61.5**
순비경상손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수정순이익	**25.7**	**4.4**	**47.0**	**54.5**	**61.5**

현금흐름표

(십억원)	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
당기순이익	25.7	4.4	47.0	54.5	61.5
유무형자산상각비	13.4	3.3	15.7	16.1	16.6
기타비현금손익 조정	46.9	2.8	18.1	20.3	22.9
운전자본투자	(1.8)	0.4	(4.0)	(16.6)	(18.6)
기타영업현금흐름	(34.1)	(0.9)	(17.3)	(19.6)	(22.1)
영업활동 현금흐름	**50.0**	**10.0**	**59.5**	**54.7**	**60.2**
설비투자	(44.2)	(1.7)	(19.3)	(20.5)	(21.7)
무형자산투자	(2.0)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
단기금융자산 증감	(13.3)	(0.2)	(0.4)	(0.3)	(0.4)
투자자산증감	(3.8)	(0.3)	(3.6)	(4.0)	(4.4)
기타투자현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금흐름	**(63.3)**	**(2.4)**	**(23.5)**	**(25.1)**	**(26.8)**
금융부채 증감	0.0	0.0	(4.5)	(6.6)	(6.9)
자본의 증감	0.0	(0.4)	0.0	0.0	0.0
배당금 당기지급액	(8.5)	0.0	(2.8)	(2.8)	(2.8)
기타재무현금흐름	0.0	0.0	2.9	2.6	3.0
재무활동 현금흐름	**(8.5)**	**(0.4)**	**(4.5)**	**(6.8)**	**(6.7)**
기타현금흐름	(0.2)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	**(22.0)**	**7.2**	**31.4**	**22.8**	**26.7**
기초 현금 및 현금성자산	59.7	6.0	13.2	44.6	67.4
기말 현금 및 현금성자산	37.8	13.2	44.6	67.4	94.1
총영업현금흐름	**41.5**	**9.0**	**68.5**	**75.8**	**82.8**
잉여현금흐름	**(9.4)**	**9.4**	**46.0**	**39.5**	**43.3**
순현금흐름	**(3.4)**	**(59.0)**	**36.3**	**29.7**	**33.9**
순현금 (순차입금)	**(49.4)**	**(108.4)**	**(72.0)**	**(42.3)**	**(8.4)**

재무상태표

(십억원)	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
(적용기준)	(IFRS-S)	(IFRS-S)	(IFRS-S)	(IFRS-S)	(IFRS-S)
현금 및 현금성자산	37.8	13.2	44.6	67.4	94.1
단기금융자산	39.2	3.1	3.5	3.8	4.2
매출채권	134.8	150.1	154.6	169.2	185.6
재고자산	60.0	71.2	79.3	86.7	95.1
기타유동자산	11.0	17.7	19.8	21.6	23.7
유동자산	**282.7**	**255.3**	**301.7**	**348.8**	**402.7**
투자자산	75.5	31.3	34.9	38.8	43.3
유형자산	209.3	214.7	218.7	223.5	229.0
무형자산	18.7	17.8	17.8	17.7	17.6
이연법인세자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동자산	4.7	2.8	2.8	2.8	2.8
비유동자산	**308.2**	**266.6**	**274.2**	**282.8**	**292.7**
자산총계	**591.0**	**522.0**	**575.9**	**631.6**	**695.4**
매입채무	38.5	34.4	41.3	45.2	49.6
단기금융부채	59.7	63.6	54.1	52.5	50.9
단기충당부채	2.2	5.3	5.9	6.5	7.1
기타유동부채	37.0	27.5	30.6	33.5	36.7
유동부채	**137.5**	**130.9**	**131.9**	**137.7**	**144.3**
장기금융부채	66.6	61.0	66.0	61.0	55.7
장기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
퇴직급여부채	12.4	15.3	17.1	18.7	20.5
이연법인세부채	6.8	7.0	7.7	8.5	9.3
기타비유동부채	9.5	9.7	10.8	11.8	12.9
비유동부채	**95.3**	**93.0**	**101.6**	**100.0**	**98.5**
부채총계	**232.8**	**223.8**	**233.5**	**237.6**	**242.8**
자본금	32.6	23.5	23.5	23.5	23.5
자본잉여금	39.1	271.4	271.4	271.4	271.4
기타자본항목	(14.3)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
기타포괄손익누계액	(0.1)	0.1	0.1	0.1	0.1
이익잉여금	300.8	3.5	47.7	99.3	158.0
지배기업 자본총계	**358.2**	**298.1**	**342.3**	**394.0**	**452.7**
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**358.2**	**298.1**	**342.3**	**394.0**	**452.7**
부채와자본총계	**591.0**	**521.9**	**575.8**	**631.6**	**695.5**

주당지표

(원)	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
EPS	0	3,012	5,002	5,793	6,538
수정EPS	0	3,012	5,002	5,793	6,538
주당순자산(BPS)	0	31,703	36,405	41,897	48,136
주당매출액(SPS)	0	58,852	59,742	65,379	71,708
주당총영업현금흐름 (GCFPS)	0	6,111	7,287	8,061	8,806
주당배당금	0	300	300	300	300
수정EPS 성장률(3년 CAGR, %)	NA	NA	29.5	13.8	12.9

성장성 및 수익성 비율

(%)	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
매출액 성장률	4.3	(81.3)	551.0	9.4	9.7
영업이익 성장률	(16.1)	(87.0)	836.0	13.0	11.3
EBITDA 성장률	(9.8)	(84.8)	695.4	11.1	10.0
지배기업순이익 성장률	(47.7)	(82.9)	968.2	16.0	12.8
수정순이익 성장률	(47.7)	(82.9)	968.2	16.0	12.8
영업이익률	12.5	8.7	12.5	12.9	13.1
EBITDA이익률	15.4	12.5	15.3	15.5	15.6
당기순이익률	5.6	5.1	8.4	8.9	9.1
수정순이익률	5.6	5.1	8.4	8.9	9.1

주주가치 및 재무구조

(%)	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
ROE	7.3	1.3	14.7	14.8	14.5
ROA	5.3	0.9	9.8	10.1	10.2
ROIC	8.3	1.5	13.2	14.4	15.2
WACC	0.0	10.8	11.4	11.5	11.5
ROIC/WACC (배)	0.0	0.1	1.2	1.3	1.3
경제적이익 (EP, 십억원)	28.1	(32.2)	7.5	13.3	17.2
부채비율	65.0	75.1	68.2	60.3	53.6
순금융부채비율	13.8	36.3	21.0	10.7	1.8
이자보상배율 (배)	10.3	11.4	12.8	14.9	17.3

참고: 수정EPS =[(수정순이익 - 우선주귀속 순이익) + (세후 희석관련 손익조정분)] / (보통주 수정 평균희석주식수), 수정순이익 =(지배기업순이익) - (순비경상손익)
순비경상손익: 세후 비경상항목의 손익(지배기업에 귀속된 비경상항목으로서 외환관련손익, 파생관련손익, 평가손익, 일회성손익, 중단사업손익 등을 포함)
적용기준: IFRS-C =연결재무제표, IFRS-P =개별재무제표
자료: 종근당, 현대증권

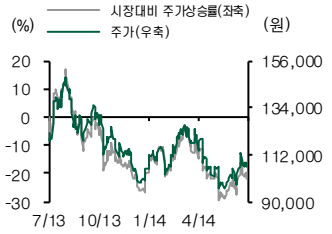
동아에스티 (170900)

BUY (initiate)

주가(7/7)	106,000원	60일 평균 거래량	44,639주	52주 최고/최저가 (보통주)	148,000원
목표주가	**140,000원**	60일 평균 거래대금	46억원		95,900원
시가총액	7,975.7억원	외국인보유비중	22.1%	베타(12M, 일간수익률)	0.0
발행주식수 (보통주)	7,350,916주	수정EPS 성장률(14~16 CAGR)	NA	주요주주	동아쏘시오홀딩스 외 37인 17.6%
유동주식비율	59.4%	시장 수정EPS 성장률 (3yr CAGR)	22.36%		

결산기말	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
(적용기준)	(IFRS-S)	(IFRS-S)	(IFRS-S)	(IFRS-S)	(IFRS-S)
매출액 (십억원)	931.0	495.8	626.9	669.5	719.5
영업이익 (십억원)	88.5	39.4	56.4	62.9	69.8
순이익 (십억원)	67.7	(65.3)	39.6	45.8	51.9
지배기업순이익 (십억원)	67.7	(65.3)	39.6	45.8	51.9
EPS (원)	0	(11,550)	5,144	5,951	6,741
수정EPS (원)	0	(11,550)	5,144	5,951	6,741
PER* (배)	NA-NA	NA-NA	20.6	17.8	15.7
PBR (배)	NA	1.7	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA (배)	1.0	15.8	12.8	11.4	10.1
배당수익률 (%)	NA	0.3	0.2	0.2	0.2
ROE (%)	9.2	(11.0)	8.6	9.2	9.5
ROIC (%)	9.6	(7.6)	7.6	8.5	9.2

주가상승률	1개월	3개월	6개월
절대	2.9%	-10.2%	-1.9%
상대	2.4%	-10.9%	-4.1%



적용기준: IFRS-C =연결재무제표, IFRS-P =개별재무제표
자료: 동아에스티, 현대증권

좋아질 일만 남았다

악재는 이미 충분히 반영됐다

동아에스티에 대해 목표주가 140,000원과 투자의견 BUY를 제시하며 분석을 개시한다. 목표주가는 12개월 Forward EPS에 Target PER 20배를 적용한 값과 하반기 미국에서 출시될 시벡스트로(슈퍼박테리아 항생제)의 주당 가치 19,878원을 합산해 산출하였다. 작년부터 발생했던 의사와의 관계악화, 스티렌의 급여제한 가능성 등 다양한 악재는 이미 주가에 충분히 반영됐다는 판단이다. 이제 전문의약품부문의 회복, 높은 수출증가율, 시벡스트로의 미국시장 침투, 스티렌 환수금액 감소 등을 중심으로 매수관점에서 접근해야 할 시점이라 판단한다.

ETC의 회복과 수출의 고성장이 포인트

동사의 투자포인트는 전문의약품부문의 회복과 고성장세의 수출이다. 작년 의원에서의 불매운동과 리베이트 조사로 전문의약품의 매출이 급감했지만 최근 하락세는 멈췄고 바닥을 다지는 모습이다. 더 이상 매출이 감소할 가능성은 낮으며, 크레스토 제네릭, 자이데나 데일리 제형 등 신제품 출시와 영업 강화로 전문의약품 매출은 서서히 회복될 것으로 전망한다. 최근 3년간 연평균 37.7%의 증가율을 기록한 수출은 여전히 높은 증가율을 이어갈 것으로 예상한다. 결핵치료제 크로세린이 지난 1월 WHO 1순위 공급자로 선정됐으며, 중국 쑤저우 시노社와 5년간 250억원 규모의 수출계약을 맺어 수출성장을 견인할 전망이다. 박카스, 인성장호르몬도 각각 동남아시아와 브라질에서의 호조세로 20% 이상 성장이 가능하다고 판단한다.

스티렌 급여제한 효과는 EPS -3% 수준

2Q14 매출액과 영업이익을 각각 1,579억원(+7.7%YoY), 131억원(+23.3%)으로 추정한다. 전문의약품부문은 전년동기 대비 3.7% 증가에 그칠 것으로 예상하지만, 수출부문이 WHO로의 납품 개시로 21.0% 증가하며 성장을 이끌 전망이다. 최대품목 스티렌의 급여제한은 지난 6월 말 고시 집행정지 신청이 받아들여지며 본안 소송 결과가 나올 때까지 급여는 유지된다. 스티렌의 6개월 급여제한을 가정해도 연간 EPS에 미치는 영향은 -3%로 미미하기 때문에 크게 우려할 사안은 아니라고 판단한다.

포괄손익계산서

(십억원)	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
(적용기준)	(IFRS-S)	(IFRS-S)	(IFRS-S)	(IFRS-S)	(IFRS-S)
매출액	**931.0**	**495.8**	**626.9**	**669.5**	**719.5**
매출원가	445.9	233.8	294.6	313.3	336.0
매출총이익	**485.1**	**262.0**	**332.2**	**356.2**	**383.5**
판매비와관리비	396.6	222.6	275.8	293.2	313.7
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**88.5**	**39.4**	**56.4**	**62.9**	**69.8**
EBITDA	**116.5**	**59.6**	**76.6**	**83.3**	**90.4**
영업외손익	0.4	(22.1)	(2.2)	(0.3)	0.9
금융손익	(0.9)	(4.9)	(2.2)	(0.3)	0.9
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.3	(17.2)	0.0	0.0	0.0
세전이익	**88.9**	**17.3**	**54.2**	**62.6**	**70.7**
법인세비용	21.1	82.6	14.6	16.8	18.8
당기순이익	**67.7**	**(65.3)**	**39.6**	**45.8**	**51.9**
지배기업순이익	**67.7**	**(65.3)**	**39.6**	**45.8**	**51.9**
총포괄이익	**61.3**	**(59.1)**	**39.6**	**45.8**	**51.9**
지배기업총포괄이익	**61.3**	**(59.1)**	**39.6**	**45.8**	**51.9**
순비경상손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수정순이익	**67.7**	**(65.3)**	**39.6**	**45.8**	**51.9**

현금흐름표

(십억원)	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
당기순이익	67.7	(65.3)	39.6	45.8	51.9
유무형자산상각비	28.1	20.2	20.2	20.3	20.6
기타비현금손익 조정	36.9	94.5	14.6	16.8	18.8
운전자본투자	(49.2)	15.9	(3.0)	(7.8)	(9.1)
기타영업현금흐름	(25.7)	(79.8)	(13.9)	(15.0)	(16.7)
영업활동 현금흐름	**57.8**	**(14.5)**	**57.6**	**60.2**	**65.5**
설비투자	(55.3)	(31.4)	(21.5)	(22.8)	(24.2)
무형자산투자	0.3	(2.0)	(0.5)	(0.5)	(0.6)
단기금융자산 증감	40.5	0.0	(0.5)	(0.6)	(0.8)
투자자산증감	0.7	(3.2)	(3.9)	(4.0)	(4.1)
기타투자현금흐름	6.3	2.4	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금흐름	**(7.5)**	**(34.2)**	**(26.4)**	**(28.0)**	**(29.6)**
금융부채 증감	211.6	(4.4)	(7.4)	(7.7)	(7.9)
자본의 증감	(39.0)	(0.6)	0.0	0.0	0.0
배당금 당기지급액	(11.1)	0.0	(2.2)	(2.2)	(2.2)
기타재무현금흐름	(7.8)	(8.9)	0.6	1.4	1.6
재무활동 현금흐름	**153.6**	**(13.9)**	**(9.0)**	**(8.5)**	**(8.5)**
기타현금흐름	(0.6)	(1.9)	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	**203.3**	**(64.5)**	**22.2**	**23.7**	**27.4**
기초 현금 및 현금성자산	154.6	195.3	130.7	152.9	176.6
기말 현금 및 현금성자산	357.8	130.7	152.9	176.6	204.0
총영업현금흐름	**93.8**	**(28.1)**	**62.7**	**68.3**	**73.7**
잉여현금흐름	**(2.8)**	**(46.6)**	**38.1**	**38.0**	**40.8**
순현금흐름	**(38.5)**	**(89.9)**	**30.1**	**32.0**	**36.0**
순현금 (순차입금)	**(122.0)**	**(211.9)**	**(181.8)**	**(149.8)**	**(113.7)**

재무상태표

(십억원)	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
(적용기준)	(IFRS-S)	(IFRS-S)	(IFRS-S)	(IFRS-S)	(IFRS-S)
현금 및 현금성자산	357.8	130.7	152.9	176.6	204.0
단기금융자산	1.2	9.0	9.5	10.2	11.0
매출채권	135.5	95.9	98.8	105.5	113.4
재고자산	131.2	91.6	94.3	100.7	108.2
기타유동자산	8.1	13.0	13.0	13.9	14.9
유동자산	**633.8**	**340.2**	**368.6**	**407.0**	**451.5**
투자자산	199.4	130.1	134.0	138.0	142.1
유형자산	572.9	441.0	442.6	445.5	449.5
무형자산	15.2	11.0	11.1	11.3	11.5
이연법인세자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동자산	4.4	3.5	3.5	3.5	3.5
비유동자산	**791.9**	**585.5**	**591.2**	**598.2**	**606.5**
자산총계	**1,425.8**	**925.7**	**959.8**	**1,005.2**	**1,058.1**
매입채무	43.4	29.7	30.6	32.7	35.1
단기금융부채	249.5	80.8	78.3	76.0	73.7
단기충당부채	10.8	4.7	4.8	5.1	5.5
기타유동부채	85.2	54.7	56.3	60.2	64.7
유동부채	**389.0**	**169.9**	**170.1**	**174.0**	**179.0**
장기금융부채	231.5	270.9	265.9	260.6	255.0
장기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
퇴직급여부채	20.3	8.4	8.7	9.3	10.0
이연법인세부채	25.5	25.8	26.6	28.4	30.5
기타비유동부채	13.2	11.3	11.6	12.4	13.4
비유동부채	**290.5**	**316.5**	**312.9**	**310.8**	**308.9**
부채총계	**679.5**	**486.3**	**483.0**	**484.7**	**487.9**
자본금	55.7	36.8	36.8	36.8	36.8
자본잉여금	216.9	278.5	278.5	278.5	278.5
기타자본항목	(42.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)	(0.6)
기타포괄손익누계액	91.0	184.0	184.0	184.0	184.0
이익잉여금	425.4	(59.3)	(21.9)	21.7	71.4
지배기업 자본총계	**746.3**	**439.4**	**476.8**	**520.4**	**570.1**
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**746.3**	**439.4**	**476.8**	**520.4**	**570.1**
부채와자본총계	**1,425.8**	**925.7**	**959.8**	**1,005.1**	**1,058.0**

주당지표

(원)	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
EPS	0	(11,550)	5,144	5,951	6,741
수정EPS	0	(11,550)	5,144	5,951	6,741
주당순자산(BPS)	0	57,081	61,941	67,608	74,065
주당매출액(SPS)	0	87,709	81,433	86,972	93,466
주당총영업현금흐름 (GCFPS)	0	(4,964)	8,151	8,873	9,572
주당배당금	0	250	250	250	250
수정EPS 성장률(3년 CAGR, %)	NA	NA	NA	13.8	13.1

성장성 및 수익성 비율

(%)	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
매출액 성장률	2.6	(46.7)	26.4	6.8	7.5
영업이익 성장률	(9.1)	(55.5)	43.1	11.5	11.0
EBITDA 성장률	(5.4)	(48.8)	28.5	8.7	8.5
지배기업순이익 성장률	11.5	NA	NA	15.7	13.3
수정순이익 성장률	11.5	NA	NA	15.7	13.3
영업이익률	9.5	7.9	9.0	9.4	9.7
EBITDA이익률	12.5	12.0	12.2	12.4	12.6
당기순이익률	7.3	(13.2)	6.3	6.8	7.2
수정순이익률	7.3	(13.2)	6.3	6.8	7.2

주주가치 및 재무구조

(%)	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
ROE	9.2	(11.0)	8.6	9.2	9.5
ROA	6.0	(4.8)	5.5	5.8	6.2
ROIC	9.6	(7.6)	7.6	8.5	9.2
WACC	0.0	5.5	5.7	5.7	5.7
ROIC/WACC (배)	0.0	(1.4)	1.3	1.5	1.6
경제적이익 (EP, 십억원)	65.8	(87.6)	11.1	16.3	20.6
부채비율	91.1	110.7	101.3	93.1	85.6
순금융부채비율	16.4	48.2	38.1	28.8	20.0
이자보상배율 (배)	7.5	5.1	6.3	7.2	7.8

참고: 수정EPS =[(수정순이익 - 우선주귀속 순이익) + (세후 희석관련 손익조정분)] / (보통주 수정 평균희석주식수), 수정순이익 =(지배기업순이익) - (순비경상손익)
순비경상손익: 세후 비경상항목의 손익(지배기업에 귀속된 비경상항목으로서 외환관련손익, 파생관련손익, 평가손익, 일회성손익, 중단사업손익 등을 포함)
적용기준: IFRS-C =연결재무제표, IFRS-P =개별재무제표
자료: 동아에스티, 현대증권

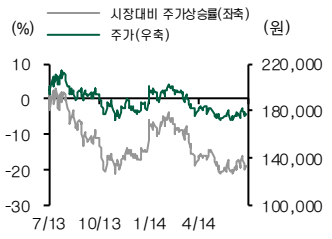
유한양행 (000100)

BUY (initiate)

주가(7/7)	177,500원	60일 평균 거래량	32,286주	52주 최고/최저가 (보통주)	213,500원
목표주가	**230,000원**	60일 평균 거래대금	57억원		171,500원
시가총액	2.0조원	외국인보유비중	24.4%	베타(12M, 일간수익률)	0.1
발행주식수 (보통주)	11,152,546주	수정EPS 성장률(14~16 CAGR)	18.50%	주요주주	유한재단 외 2인 15.6%
유동주식비율	75.7%	시장 수정EPS 성장률 (3yr CAGR)	22.36%		

결산기말	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
(적용기준)	(IFRS-S)	(IFRS-S)	(IFRS-S)	(IFRS-S)	(IFRS-S)
매출액 (십억원)	762.8	931.6	1,027.5	1,134.0	1,251.6
영업이익 (십억원)	30.4	56.0	71.2	81.9	94.2
순이익 (십억원)	69.6	71.9	93.8	106.2	118.9
지배기업순이익 (십억원)	69.6	71.9	93.8	106.2	118.9
EPS (원)	6,598	6,867	9,022	10,210	11,431
수정EPS (원)	6,598	6,867	9,022	10,210	11,431
PER* (배)	29.6-15.9	31.5-24.6	19.7	17.4	15.5
PBR (배)	1.6	1.7	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA (배)	35.7	25.3	18.9	16.3	14.0
배당수익률 (%)	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8
ROE (%)	6.2	6.2	7.7	8.2	8.5
ROIC (%)	8.1	14.0	16.7	19.4	21.3

주가상승률	1개월	3개월	6개월
절대	3.2%	-0.6%	-9.9%
상대	2.7%	-1.3%	-12.0%



적용기준: IFRS-C =연결재무제표, IFRS-P =개별재무제표
자료: 유한양행, 현대증권

비용감소와 API 수출증가로 수익성 개선 전망

오리지널과 강한 영업의 시너지 효과

유한양행에 대해 목표주가 230,000원과 투자의견 BUY를 제시하며 분석을 개시한다. 목표주가는 지분법이익을 포함한 12개월 Forward EPS에 상위 제약사 Target PER인 20배를 적용해 산출하였다. 도입신약인 트윈스타(고혈압치료제), 트라젠타(당뇨치료제), 비리어드(B형간염치료제)의 우수한 효능과 동사의 강한 영업력의 시너지로 올해 양호한 실적이 예상된다. 다만 자체 파이프라인이 부족하다는 점과 유한킴벌리의 중국 수출 감소는 풀어야 할 숙제이다.

비용감소와 API증가로 수익성 개선 전망

올해 최대 관전포인트는 수익성 개선이다. 동사의 영업이익률은 12년 4.0%, 13년 6.0%에서, 14년 6.9%, 15년 7.2%를 기록할 것으로 예상되는데 이유는 마케팅비용 감소와 API의 증가이다. 트라젠타, 비리어드 등 도입신약이 출시된 지 2~3년차에 접어들었기에 학회, 세미나 등 마케팅비용이 점차 줄어들 전망이다. 또한 API도 10~11년 신규품목 부재로 역성장을 기록했지만, 올해 이후 매년 1~2품목이 신규로 출시되면서 수익률 제고에 기여할 것으로 판단한다.

유한킴벌리의 중국수출 감소는 아쉬워

유한양행의 2분기 매출액을 2,600억원(+10.1%YoY), 영업이익을 178억원(+42.6%YoY)으로 추정한다. 트라젠타와 비리어드의 높은 증가세로 ETC부문은 전년동기 대비 10.5% 증가할 것으로 예상한다. 유한킴벌리는 1분기에 이어 2분기도 중국향 수출이 20% 이상 감소할 전망이다. 호주와 태국향 수출이 증가하고 있고 유럽으로도 수출이 시작됐다는 점은 긍정적이지만 아직 절대 금액이 작다는 점이 아쉬운 상황이다.

포괄손익계산서

(십억원)	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
(적용기준)	(IFRS-S)	(IFRS-S)	(IFRS-S)	(IFRS-S)	(IFRS-S)
매출액	**762.8**	**931.6**	**1,027.5**	**1,134.0**	**1,251.6**
매출원가	525.5	648.2	714.9	787.9	868.3
매출총이익	**237.3**	**283.4**	**312.6**	**346.2**	**383.3**
판매비와관리비	206.9	227.5	241.5	264.2	289.1
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**30.4**	**56.0**	**71.2**	**81.9**	**94.2**
EBITDA	**45.2**	**69.6**	**84.8**	**95.7**	**108.1**
영업외손익	62.6	34.1	47.6	51.1	55.2
금융손익	54.0	44.1	47.6	51.1	55.2
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	8.6	(10.0)	0.0	0.0	0.0
세전이익	**93.0**	**90.0**	**118.7**	**133.0**	**149.4**
법인세비용	23.5	18.2	24.9	26.9	30.6
당기순이익	**69.6**	**71.9**	**93.8**	**106.2**	**118.9**
지배기업순이익	**69.6**	**71.9**	**93.8**	**106.2**	**118.9**
총포괄이익	**74.9**	**60.5**	**93.8**	**106.2**	**118.9**
지배기업총포괄이익	**74.9**	**60.5**	**93.8**	**106.2**	**118.9**
순비경상손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수정순이익	**69.6**	**71.9**	**93.8**	**106.2**	**118.9**

현금흐름표

(십억원)	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
당기순이익	69.6	71.9	93.8	106.2	118.9
유무형자산상각비	14.8	13.6	13.6	13.7	13.9
기타비현금손익 조정	(23.4)	(0.9)	24.9	26.9	30.6
운전자본투자	(28.5)	(15.6)	1.7	(11.6)	(12.8)
기타영업현금흐름	45.0	17.6	(24.3)	(26.2)	(29.9)
영업활동 현금흐름	**77.5**	**86.6**	**109.8**	**109.0**	**120.7**
설비투자	(15.2)	(9.2)	(14.5)	(15.4)	(16.3)
무형자산투자	(0.7)	(3.5)	(1.0)	(1.1)	(1.1)
단기금융자산 증감	45.3	81.7	(16.6)	(10.3)	(11.4)
투자자산증감	0.0	(2.7)	(34.0)	(36.1)	(38.2)
기타투자현금흐름	(67.9)	(31.1)	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금흐름	**(38.5)**	**35.2**	**(66.1)**	**(62.8)**	**(67.1)**
금융부채 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증감	3.3	(25.1)	0.0	0.0	0.0
배당금 당기지급액	(13.2)	(13.2)	(15.6)	(15.6)	(15.6)
기타재무현금흐름	0.0	0.0	0.2	0.2	0.2
재무활동 현금흐름	**(10.0)**	**(38.3)**	**(15.4)**	**(15.4)**	**(15.4)**
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	**29.1**	**83.5**	**28.2**	**30.7**	**38.2**
기초 현금 및 현금성자산	153.0	182.1	265.6	293.8	324.5
기말 현금 및 현금성자산	182.1	265.6	293.8	324.5	362.7
총영업현금흐름	**38.6**	**52.8**	**60.5**	**69.4**	**78.2**
잉여현금흐름	**(8.7)**	**22.4**	**46.9**	**41.6**	**48.2**
순현금흐름	**41.5**	**12.0**	**44.8**	**41.1**	**49.6**
순현금 (순차입금)	**336.8**	**348.8**	**393.6**	**434.7**	**484.3**

성장성 및 수익성 비율

(%)	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
매출액 성장률	14.2	22.1	10.3	10.4	10.4
영업이익 성장률	(42.2)	84.2	27.1	15.0	15.0
EBITDA 성장률	(33.1)	54.0	21.8	12.9	13.0
지배기업순이익 성장률	(16.2)	3.3	30.5	13.2	12.0
수정순이익 성장률	(16.2)	3.3	30.5	13.2	12.0
영업이익률	4.0	6.0	6.9	7.2	7.5
EBITDA이익률	5.9	7.5	8.3	8.4	8.6
당기순이익률	9.1	7.7	9.1	9.4	9.5
수정순이익률	9.1	7.7	9.1	9.4	9.5

재무상태표

(십억원)	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
(적용기준)	(IFRS-S)	(IFRS-S)	(IFRS-S)	(IFRS-S)	(IFRS-S)
현금 및 현금성자산	182.1	265.6	293.8	324.5	362.7
단기금융자산	154.7	83.2	99.8	110.1	121.6
매출채권	154.9	198.8	204.8	226.0	249.4
재고자산	92.9	85.2	87.8	96.9	106.9
기타유동자산	19.6	17.4	17.9	19.8	21.9
유동자산	**604.1**	**650.2**	**704.1**	**777.3**	**862.5**
투자자산	570.2	566.9	600.9	637.0	675.2
유형자산	154.1	153.3	155.1	157.7	161.0
무형자산	8.4	9.7	9.8	10.0	10.2
이연법인세자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동자산	8.1	9.9	9.9	9.9	9.9
비유동자산	**740.7**	**739.8**	**775.7**	**814.5**	**856.2**
자산총계	**1,344.9**	**1,390.1**	**1,479.8**	**1,591.8**	**1,718.6**
매입채무	80.0	118.1	121.6	134.3	148.2
단기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
단기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	70.5	70.1	77.3	85.3	94.1
유동부채	**150.5**	**188.2**	**198.9**	**219.6**	**242.3**
장기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기충당부채	4.7	3.3	3.4	3.5	3.6
퇴직급여부채	7.6	0.1	0.1	0.1	0.1
이연법인세부채	27.2	20.4	21.0	21.6	22.3
기타비유동부채	1.9	3.0	3.1	3.2	3.3
비유동부채	**41.5**	**26.8**	**27.6**	**28.4**	**29.3**
부채총계	**192.0**	**215.0**	**226.5**	**248.0**	**271.6**
자본금	56.9	56.9	56.9	56.9	56.9
자본잉여금	112.1	114.1	114.1	114.1	114.1
기타자본항목	(109.6)	(136.7)	(136.7)	(136.7)	(136.7)
기타포괄손익누계액	85.0	75.5	75.5	75.5	75.5
이익잉여금	1,008.5	1,065.3	1,143.5	1,234.0	1,337.3
지배기업 자본총계	**1,152.9**	**1,175.1**	**1,253.3**	**1,343.8**	**1,447.0**
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**1,152.9**	**1,175.1**	**1,253.3**	**1,343.8**	**1,447.0**
부채와자본총계	**1,344.9**	**1,390.1**	**1,479.8**	**1,591.8**	**1,718.6**

주당지표

(원)	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
EPS	6,598	6,867	9,022	10,210	11,431
수정EPS	6,598	6,867	9,022	10,210	11,431
주당순자산(BPS)	109,285	112,863	120,372	129,067	138,982
주당매출액(SPS)	72,267	88,891	98,684	108,917	120,210
주당총영업현금흐름 (GCFPS)	3,661	5,040	5,807	6,669	7,510
주당배당금	1,250	1,500	1,500	1,500	1,500
수정EPS 성장률(3년 CAGR, %)	5.4	15.7	18.5	10.7	10.5

주주가치 및 재무구조

(%)	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
ROE	6.2	6.2	7.7	8.2	8.5
ROA	5.3	5.3	6.5	6.9	7.2
ROIC	8.1	14.0	16.7	19.4	21.3
WACC	6.0	5.1	5.1	5.1	5.1
ROIC/WACC (배)	1.4	2.7	3.3	3.8	4.2
경제적이익 (EP, 십억원)	5.5	24.9	32.5	41.4	49.3
부채비율	16.7	18.3	18.1	18.5	18.8
순금융부채비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율 (배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

참고: 수정EPS =[(수정순이익 - 우선주귀속 순이익) + (세후 희석관련 손익조정분)] / (보통주 수정 평균희석주식수), 수정순이익 =(지배기업순이익) - (순비경상손익)
순비경상손익: 세후 비경상항목의 손익(지배기업에 귀속된 비경상항목으로서 외환관련손익, 파생관련손익, 평가손익, 일회성손익, 중단사업손익 등을 포함)
적용기준: IFRS-C =연결재무제표, IFRS-P =개별재무제표
자료: 유안타증권, 현대증권

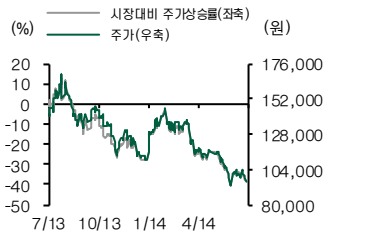
한미약품 (128940)

BUY (initiate)

주가(7/7)	95,800원	60일 평균 거래량	40,742주	52주 최고/최저가 (보통주)	156,555원
목표주가	**130,000원**	60일 평균 거래대금	43억원		92,900원
시가총액	9,345.0억원	외국인보유비중	9.2%	베타(12M, 일간수익률)	-0.2
발행주식수 (보통주)	9,744,522주	수정EPS 성장률(14~16 CAGR)	12.80%	주요주주	한미사이언스 외 2인 40.3%
유동주식비율	57.5%	시장 수정EPS 성장률 (3yr CAGR)	22.36%		

결산기말	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액 (십억원)	674.0	730.1	795.8	863.6	962.3
영업이익 (십억원)	48.1	61.9	74.3	83.2	94.7
순이익 (십억원)	28.8	50.5	59.0	67.2	79.3
지배기업순이익 (십억원)	22.6	43.9	51.3	58.4	68.9
EPS (원)	2,542	4,934	5,335	6,003	7,087
수정EPS (원)	2,542	4,934	5,335	6,003	7,087
PER* (배)	46.0-17.6	34.3-21.1	18.0	16.0	13.5
PBR (배)	2.8	2.4	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA (배)	15.0	13.1	11.2	10.0	8.8
배당수익률 (%)	NA	NA	0.0	0.0	0.0
ROE (%)	6.5	11.4	11.8	11.9	12.5
ROIC (%)	7.2	10.0	11.9	12.9	14.2

주가상승률	1개월	3개월	6개월
절대	3.1%	-18.1%	-20.4%
상대	2.6%	-18.7%	-22.2%



적용기준: IFRS-C =연결재무제표, IFRS-P =개별재무제표
자료: 한미약품, 현대증권

글로벌화에 가장 적극적인 제약사

중국진출과 R&D로 프리미엄 가능

한미약품에 대해 목표주가 130,000원과 투자의견 BUY를 제시하며 분석을 개시한다. 목표주가는 12개월 Forward EPS에 Target PER 24배를 적용해 산출하였다. 국내 제약사 중 유일하게 중국시장에 안착했고, 아모잘탄, 에소메졸, 낙소졸 등 개량신약 개발 능력이 뛰어나며, 랩스커버리, 오라스커버리 등 다수의 임상시험이 진행되고 있기에 상위 제약사 대비 20%의 프리미엄은 타당하다고 판단한다.

투자포인트는 내수회복과 북경한미약품

동사의 투자포인트는 다음과 같다. 첫째, 낙소졸, 로벨리토 등 개량신약 신제품 출시로 내수시장에서의 회복이 기대된다. 최근 단일제에서 복합제로 처방패턴이 바뀌는 트렌드에 부합하고 경쟁사보다 출시가 빨랐다는 점이 긍정적이며, 특히 낙소졸(소염진통제+항궤양제)은 소염진통제의 부작용인 위장장애를 감소시켜주며 낮은 약가로 월 7억원 이상의 처방액이 유지되고 있다. 둘째, 북경한미약품을 통해 빠르게 성장하는 중국 시장에 성공적으로 안착했다는 점이다. 작년 하반기 GSK의 뇌물사건으로 중국 제약시장이 둔화됐지만, 올해 16%의 외형 성장으로 약 2천억원의 매출액과 300억원 이상의 영업이익이 예상된다는 점은 분명한 프리미엄 요인이다.

북경한미약품, 시장회복과 기저효과로 2Q 20%YoY 이상 성장 가능

동사의 2Q14 매출액과 영업이익을 각각 1,977억원(+10.1%YoY), 160억원(+39.4%YoY)으로 추정한다. 본사 실적은 에소메졸의 미국수출이 1분기(65억원) 대비 부진할 것으로 보이지만, 개량신약인 낙소졸과 로벨리토, 비아그라 제네릭인 팔팔의 호조세로 전년동기 대비 약 4.2% 증가할 전망이다. 북경한미약품은 중국 제약시장의 점진적인 회복과 2Q13 낮은 베이스에 따른 기저효과로 20% 이상의 매출액증가율은 가능할 것으로 예상한다.

포괄손익계산서

(십억원)	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	**674.0**	**730.1**	**795.8**	**863.6**	**962.3**
매출원가	279.3	313.7	341.9	370.2	411.5
매출총이익	**394.7**	**416.5**	**453.9**	**493.4**	**550.8**
판매비와관리비	346.5	354.6	379.6	410.2	456.1
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**48.1**	**61.9**	**74.3**	**83.2**	**94.7**
EBITDA	**81.7**	**89.0**	**100.8**	**109.4**	**120.7**
영업외손익	(15.9)	(7.1)	(9.2)	(9.2)	(7.7)
금융손익	(14.1)	(10.7)	(9.2)	(9.2)	(7.7)
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(1.8)	3.6	0.0	0.0	0.0
세전이익	**32.2**	**54.8**	**65.1**	**74.0**	**86.9**
법인세비용	3.4	4.3	6.0	6.9	7.6
당기순이익	**28.8**	**50.5**	**59.0**	**67.2**	**79.3**
지배기업순이익	**22.6**	**43.9**	**51.3**	**58.4**	**68.9**
총포괄이익	**31.3**	**53.9**	**59.0**	**67.2**	**79.3**
지배기업총포괄이익	**26.3**	**47.3**	**51.8**	**58.9**	**69.6**
순비경상손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수정순이익	**22.6**	**43.9**	**51.3**	**58.4**	**68.9**

현금흐름표

(십억원)	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
당기순이익	28.8	50.5	59.0	67.2	79.3
유무형자산상각비	33.5	27.1	26.5	26.1	26.0
기타비현금손익 조정	32.3	26.4	6.0	6.9	7.6
운전자본투자	(11.1)	(1.5)	(21.2)	(21.9)	(31.8)
기타영업현금흐름	(20.1)	(16.5)	(5.7)	(6.6)	(7.2)
영업활동 현금흐름	**63.3**	**86.0**	**64.6**	**71.7**	**73.9**
설비투자	(13.1)	(22.3)	(22.5)	(23.9)	(25.3)
무형자산투자	(6.1)	(8.3)	0.0	0.0	0.0
단기금융자산 증감	(22.3)	(8.2)	(3.7)	(3.8)	(5.5)
투자자산증감	0.3	0.5	(8.1)	(8.9)	(9.8)
기타투자현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금흐름	**(41.3)**	**(38.3)**	**(34.2)**	**(36.6)**	**(40.7)**
금융부채 증감	12.4	(31.9)	11.5	11.9	17.3
자본의 증감	(0.2)	(0.3)	0.0	0.0	0.0
배당금 당기지급액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무현금흐름	0.0	0.0	2.5	2.6	3.7
재무활동 현금흐름	**12.2**	**(32.2)**	**14.0**	**14.4**	**21.0**
기타현금흐름	(0.6)	(1.3)	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	**33.5**	**14.1**	**44.4**	**49.6**	**54.3**
기초 현금 및 현금성자산	21.6	55.2	69.3	113.7	163.3
기말 현금 및 현금성자산	55.2	69.3	113.7	163.3	217.6
총영업현금흐름	**74.7**	**83.8**	**95.1**	**102.8**	**113.5**
잉여현금흐름	**44.3**	**51.5**	**52.2**	**57.9**	**57.6**
순현금흐름	**38.8**	**52.8**	**36.6**	**41.6**	**42.5**
순현금 (순차입금)	**(223.5)**	**(170.7)**	**(134.1)**	**(92.6)**	**(50.0)**

성장성 및 수익성 비율

(%)	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
매출액 성장률	11.2	8.3	9.0	8.5	11.4
영업이익 성장률	126.9	28.7	20.0	12.0	13.8
EBITDA 성장률	43.6	8.9	13.3	8.5	10.3
지배기업순이익 성장률	1,638.5	94.2	16.9	13.8	18.0
수정순이익 성장률	1,638.5	94.2	16.9	13.8	18.0
영업이익률	7.1	8.5	9.3	9.6	9.8
EBITDA이익률	12.1	12.2	12.7	12.7	12.5
당기순이익률	4.3	6.9	7.4	7.8	8.2
수정순이익률	3.4	6.0	6.4	6.8	7.2

재무상태표

(십억원)	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
현금 및 현금성자산	55.2	69.3	113.7	163.3	217.6
단기금융자산	35.0	41.0	44.7	48.5	54.0
매출채권	200.7	218.0	237.6	257.9	287.4
재고자산	116.5	105.8	115.3	125.1	139.4
기타유동자산	9.5	17.7	19.3	20.9	23.3
유동자산	**416.9**	**451.8**	**530.6**	**615.7**	**721.7**
투자자산	69.4	76.7	84.7	93.6	103.4
유형자산	256.8	259.4	257.4	257.1	258.3
무형자산	78.1	80.0	78.0	76.0	74.1
이연법인세자산	13.8	12.4	12.4	12.4	12.4
기타비유동자산	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
비유동자산	**418.7**	**429.1**	**433.2**	**439.8**	**448.9**
자산총계	**835.6**	**880.9**	**963.7**	**1,055.5**	**1,170.6**
매입채무	34.0	38.4	41.9	45.4	50.6
단기금융부채	195.6	127.9	139.4	151.2	168.5
단기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	52.4	67.6	73.7	79.9	89.1
유동부채	**282.0**	**233.9**	**254.9**	**276.6**	**308.2**
장기금융부채	118.0	153.1	153.1	153.1	153.1
장기충당부채	9.2	9.1	10.0	10.8	12.0
퇴직급여부채	13.0	18.5	20.2	21.9	24.4
이연법인세부채	3.9	3.3	3.6	4.0	4.4
기타비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	**144.2**	**184.1**	**186.9**	**189.8**	**193.9**
부채총계	**426.2**	**418.0**	**441.8**	**466.4**	**502.2**
자본금	19.7	20.7	20.7	20.7	20.7
자본잉여금	329.3	328.3	328.3	328.3	328.3
기타자본항목	(0.9)	(1.2)	(1.2)	(1.2)	(1.2)
기타포괄손익누계액	6.0	11.7	11.7	11.7	11.7
이익잉여금	8.2	49.9	101.2	159.6	228.5
지배기업 자본총계	**362.4**	**409.4**	**460.7**	**519.1**	**588.0**
비지배지분	46.9	53.5	61.2	70.0	80.4
자본총계	**409.3**	**462.9**	**521.9**	**589.1**	**668.4**
부채와자본총계	**835.5**	**880.9**	**963.7**	**1,055.5**	**1,170.6**

주당지표

(원)	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
EPS	2,542	4,934	5,335	6,003	7,087
수정EPS	2,542	4,934	5,335	6,003	7,087
주당순자산(BPS)	40,701	45,986	47,360	53,363	60,450
주당매출액(SPS)	75,681	82,005	82,723	88,776	98,922
주당총영업현금흐름 (GCFPS)	8,391	9,409	9,882	10,569	11,666
주당배당금	0	0	0	0	0
수정EPS 성장률(3년 CAGR, %)	232.6	33.2	12.8	15.0	15.9

주주가치 및 재무구조

(%)	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
ROE	6.5	11.4	11.8	11.9	12.5
ROA	5.2	7.2	8.0	8.1	8.5
ROIC	7.2	10.0	11.9	12.9	14.2
WACC	5.4	6.3	6.2	6.2	6.1
ROIC/WACC (배)	1.3	1.6	1.9	2.1	2.3
경제적이익 (EP, 십억원)	10.1	21.1	33.5	40.6	50.5
부채비율	104.1	90.3	84.6	79.2	75.1
순금융부채비율	54.6	36.9	25.7	15.7	7.5
이자보상배율 (배)	4.6	6.0	7.0	7.3	7.7

참고: 수정EPS =[(수정순이익 - 우선주귀속 순이익) + (세후 희석관련 손익조정분)] / (보통주 수정 평균희석주식수), 수정순이익 =(지배기업순이익) - (순비경상손익)
순비경상손익: 세후 비경상항목의 손익(지배기업에 귀속된 비경상항목으로서 외환관련손익, 파생관련손익, 평가손익, 일회성손익, 중단사업손익 등을 포함)
적용기준: IFRS-C =연결재무제표, IFRS-P =개별재무제표

자료: 에이엠엠, 현대증권

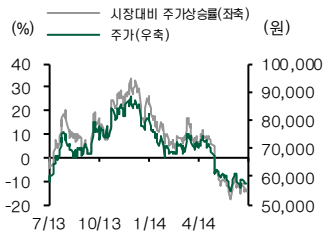
대웅제약 (069620)

BUY (initiate)

주가(7/7)	57,300원	60일 평균 거래량	34,176주	52주 최고/최저가 (보통주)	88,300원
목표주가	**77,000원**	60일 평균 거래대금	22억원		54,600원
시가총액	6,685.5억원	외국인보유비중	11.7%	베타(12M, 일간수익률)	0.7
발행주식수 (보통주)	11,586,575주	수정EPS 성장률(14~16 CAGR)	4.70%	주요주주	대웅 외 12인 50.4%
유동주식비율	38.7%	시장 수정EPS 성장률 (3yr CAGR)	22.36%		

결산기말	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
(적용기준)	(IFRS-S)	(IFRS-S)	(IFRS-S)	(IFRS-S)	(IFRS-S)
매출액 (십억원)	664.6	674.9	719.2	771.4	832.1
영업이익 (십억원)	37.8	72.0	71.5	78.2	86.1
순이익 (십억원)	34.6	58.7	55.6	61.3	67.5
지배기업순이익 (십억원)	34.6	58.7	55.6	61.3	67.5
EPS (원)	3,364	5,694	5,384	5,936	6,543
수정EPS (원)	3,364	5,694	5,384	5,936	6,543
PER* (배)	14.7-5.9	15.7-8.0	10.6	9.7	8.8
PBR (배)	1.3	1.8	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA (배)	8.8	9.2	6.5	5.7	4.9
배당수익률 (%)	1.6	1.0	1.4	1.4	1.4
ROE (%)	9.3	14.3	12.1	12.0	11.9
ROIC (%)	12.9	22.6	21.9	22.9	23.9

주가상승률	1개월	3개월	6개월
절대	4.9%	-18.8%	-30.1%
상대	4.4%	-19.5%	-31.7%



적용기준: IFRS-C =연결재무제표, IFRS-P =개별재무제표
자료: 대웅제약, 현대증권

14년 PER 10.6배로 밸류에이션 매력 높아

라이선스 - 인 중심의 상위 제약사

대웅제약에 대해 목표주가 77,000원과 투자의견 BUY를 제시하며 분석을 개시한다. 목표주가는 12개월 Forward EPS 5,507원에 Target PER 14배(상위 제약사 Target PER 20배에 30% 할인)를 적용해 산출하였다. 할인율을 적용한 이유는 동사의 비즈니스모델이 라이선스-인 의약품 중심이기 때문에 특허만료 시 약가인하 및 제네릭 경쟁으로 매출에 타격이 있을 수 있고, 판권회수의 리스크가 상시 존재하기 때문이다.

보수적으로 봐도 높은 밸류에이션 매력

동사의 첫 번째 투자포인트는 밸류에이션 매력이 높다는 점이다. 상위 제약사 대비 30%의 할인율을 적용해도 34.4%의 upside가 존재하며, 14년 예상 PER이 10.6배에 불과하다. 두 번째 포인트는 자체 개발한 나보타(보톡스 바이오시밀러)의 수출이다. 이미 미국과 유럽을 비롯한 글로벌 60여 국가에 약 7천억원 규모의 수출계약을 맺은 상황이다. 약점으로 꼽히던 낮은 수출비중(13년 기준 2.2%)도 나보타의 해외 판매로 해소될 전망이다.

신제품 나보타 빠르게 안착하는 중

대웅제약의 2Q14 매출액을 1,774억원(+11.8%YoY), 영업이익을 176억원(-18.5% YoY)으로 추정한다. 이는 시장 컨센서스를 소폭 하회하는 수준인데, 1분기 실적부진의 이유였던 최대품목 올메텍(고혈압치료제)의 약가인하와 프리베나(폐렴구균백신)의 판권회수 영향이 2분기까지 이어질 것으로 판단하기 때문이다. 세비카(고혈압치료제)와 자누비아(당뇨치료제)의 호조세는 지속될 전망이며, 신제품 나보타도 약 20억원 매출이 예상돼 시장에 빠르게 안착하고 있는 것으로 파악된다.

포괄손익계산서

(십억원)	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
(적용기준)	(IFRS-S)	(IFRS-S)	(IFRS-S)	(IFRS-S)	(IFRS-S)
매출액	**664.6**	**674.9**	**719.2**	**771.4**	**832.1**
매출원가	391.7	388.4	414.0	443.2	477.2
매출총이익	**272.9**	**286.4**	**305.3**	**328.2**	**354.8**
판매비와관리비	235.1	214.4	233.8	249.9	268.8
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**37.8**	**72.0**	**71.5**	**78.2**	**86.1**
EBITDA	**55.3**	**89.7**	**89.0**	**95.6**	**103.5**
영업외손익	4.9	2.5	(1.8)	(1.4)	(1.0)
금융손익	1.1	(1.4)	(1.8)	(1.4)	(1.0)
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	3.8	3.9	0.0	0.0	0.0
세전이익	**42.8**	**74.6**	**69.7**	**76.8**	**85.1**
법인세비용	8.2	15.9	14.1	15.6	17.5
당기순이익	**34.6**	**58.7**	**55.6**	**61.3**	**67.5**
지배기업순이익	**34.6**	**58.7**	**55.6**	**61.3**	**67.5**
총포괄이익	**33.2**	**60.6**	**55.6**	**61.3**	**67.5**
지배기업총포괄이익	**33.2**	**60.6**	**55.6**	**61.3**	**67.5**
순비경상손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수정순이익	**34.6**	**58.7**	**55.6**	**61.3**	**67.5**

현금흐름표

(십억원)	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
당기순이익	34.6	58.7	55.6	61.3	67.5
유무형자산상각비	17.5	17.7	17.4	17.4	17.5
기타비현금손익 조정	18.7	30.1	14.1	15.6	17.5
운전자본투자	(16.8)	(44.7)	(9.4)	(11.5)	(13.5)
기타영업현금흐름	(8.6)	(6.0)	(14.1)	(15.6)	(17.5)
영업활동 현금흐름	**45.3**	**55.7**	**63.6**	**67.1**	**71.4**
설비투자	(22.3)	(18.5)	(17.0)	(18.0)	(19.1)
무형자산투자	(7.7)	0.4	(0.5)	(0.5)	(0.6)
단기금융자산 증감	(0.1)	(39.1)	2.0	(2.7)	(3.1)
투자자산증감	17.4	(19.9)	(3.8)	(7.7)	(8.2)
기타투자현금흐름	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금흐름	**(12.6)**	**(76.9)**	**(19.3)**	**(29.0)**	**(31.0)**
금융부채 증감	(29.6)	39.8	(2.0)	(2.1)	(2.2)
자본의 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금 당기지급액	(7.8)	(8.0)	(8.3)	(8.3)	(8.3)
기타재무현금흐름	0.0	(1.0)	0.6	0.7	0.7
재무활동 현금흐름	**(37.4)**	**30.8**	**(9.6)**	**(9.7)**	**(9.8)**
기타현금흐름	0.0	(0.1)	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	**(4.7)**	**9.5**	**34.7**	**28.5**	**30.7**
기초 현금 및 현금성자산	55.1	50.4	59.9	94.5	123.0
기말 현금 및 현금성자산	50.4	59.9	94.5	123.0	153.7
총영업현금흐름	**47.4**	**73.7**	**74.8**	**80.0**	**86.0**
잉여현금흐름	**7.4**	**9.1**	**48.2**	**50.3**	**53.1**
순현금흐름	**25.0**	**8.7**	**34.7**	**33.2**	**36.0**
순현금 (순차입금)	**50.2**	**58.9**	**93.6**	**126.8**	**162.9**

재무상태표

(십억원)	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
(적용기준)	(IFRS-S)	(IFRS-S)	(IFRS-S)	(IFRS-S)	(IFRS-S)
현금 및 현금성자산	50.4	59.9	94.5	123.0	153.7
단기금융자산	0.1	39.2	37.2	39.9	43.1
매출채권	76.7	81.6	89.7	96.3	103.8
재고자산	85.5	114.7	118.1	126.7	136.6
기타유동자산	16.6	8.0	8.3	8.9	9.5
유동자산	**229.3**	**303.3**	**347.9**	**394.7**	**446.8**
투자자산	106.5	125.1	128.9	136.6	144.8
유형자산	105.2	108.3	109.2	111.2	114.1
무형자산	29.6	27.7	26.8	26.0	25.3
이연법인세자산	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2
기타비유동자산	6.4	7.4	7.4	7.4	7.4
비유동자산	**247.8**	**268.7**	**272.5**	**281.4**	**291.8**
자산총계	**477.1**	**572.1**	**620.4**	**676.1**	**738.6**
매입채무	35.9	34.3	35.3	37.8	40.8
단기금융부채	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
단기충당부채	4.3	3.9	4.0	4.3	4.6
기타유동부채	33.6	42.9	44.2	45.5	46.8
유동부채	**74.1**	**81.3**	**83.8**	**88.0**	**92.7**
장기금융부채	0.0	39.9	37.9	35.7	33.5
장기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
퇴직급여부채	8.2	4.9	5.2	5.6	6.1
이연법인세부채	0.6	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	9.6	8.8	9.0	9.3	9.6
비유동부채	**18.4**	**53.6**	**52.1**	**50.7**	**49.1**
부채총계	**92.6**	**134.9**	**135.9**	**138.7**	**141.9**
자본금	28.2	29.0	29.0	29.0	29.0
자본잉여금	101.2	100.4	100.4	100.4	100.4
기타자본항목	(44.9)	(44.9)	(44.9)	(44.9)	(44.9)
기타포괄손익누계액	4.9	6.9	6.9	6.9	6.9
이익잉여금	295.1	345.8	393.1	446.1	505.4
지배기업 자본총계	**384.6**	**437.2**	**484.5**	**537.5**	**596.7**
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**384.6**	**437.2**	**484.5**	**537.5**	**596.7**
부채와자본총계	**477.2**	**572.1**	**620.4**	**676.2**	**738.6**

주당지표

(원)	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
EPS	3,364	5,694	5,384	5,936	6,543
수정EPS	3,364	5,694	5,384	5,936	6,543
주당순자산(BPS)	37,382	42,356	46,940	52,076	57,819
주당매출액(SPS)	64,718	65,496	69,687	74,743	80,620
주당총영업현금흐름 (GCFPS)	4,613	7,151	7,248	7,755	8,331
주당배당금	779	800	800	800	800
수정EPS 성장률(3년 CAGR, %)	2.3	20.8	4.7	10.6	10.8

성장성 및 수익성 비율

(%)	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
매출액 성장률	(5.9)	1.5	6.6	7.3	7.9
영업이익 성장률	(37.3)	90.5	(0.7)	9.4	10.1
EBITDA 성장률	(27.1)	62.2	(0.8)	7.4	8.3
지배기업순이익 성장률	(33.2)	69.7	(5.3)	10.3	10.1
수정순이익 성장률	(33.2)	69.7	(5.3)	10.3	10.1
영업이익률	5.7	10.7	9.9	10.1	10.3
EBITDA이익률	8.3	13.3	12.4	12.4	12.4
당기순이익률	5.2	8.7	7.7	7.9	8.1
수정순이익률	5.2	8.7	7.7	7.9	8.1

주주가치 및 재무구조

(%)	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
ROE	9.3	14.3	12.1	12.0	11.9
ROA	7.2	11.3	9.5	9.6	9.7
ROIC	12.9	22.6	21.9	22.9	23.9
WACC	9.5	9.5	9.5	9.5	9.6
ROIC/WACC (배)	1.4	2.4	2.3	2.4	2.5
경제적이익 (EP, 십억원)	8.3	33.4	32.8	37.2	41.8
부채비율	24.1	30.9	28.1	25.8	23.8
순금융부채비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율 (배)	92.4	192.1	75.6	85.7	98.6

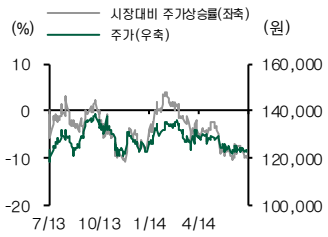
참고: 수정EPS =[(수정순이익 - 우선주귀속 순이익) + (세후 희석관련 손익조정분)] / (보통주 수정 평균희석주식수), 수정순이익 =(지배기업순이익) - (순비경상손익)
순비경상손익: 세후 비경상항목의 손익(지배기업에 귀속된 비경상항목으로서 외환관련손익, 파생관련손익, 평가손익, 일회성손익, 중단사업손익 등을 포함)
적용기준: IFRS-C =연결재무제표, IFRS-P =개별재무제표
자료: 대웅제약, 현대증권

녹십자 (006280) Marketperform (initiate)

주가(7/7)	122,000원	60일 평균 거래량	15,350주	52주 최고/최저가 (보통주)	138,500원
목표주가	**NA**	60일 평균 거래대금	19억원		118,500원
시가총액	1.4조원	외국인보유비중	29.3%	베타(12M, 일간수익률)	0.7
발행주식수 (보통주)	11,686,538주	수정EPS 성장률(14~16 CAGR)	2.90%	주요주주	녹십자홀딩스 외 17인 52.7%
유동주식비율	44.3%	시장 수정EPS 성장률 (3yr CAGR)	22.36%		

결산기말	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액 (십억원)	811.8	888.2	955.0	977.4	1,057.0
영업이익 (십억원)	74.4	78.8	89.8	93.8	103.6
순이익 (십억원)	55.6	72.0	85.8	72.4	80.6
지배기업순이익 (십억원)	53.6	70.1	83.5	70.4	78.4
EPS (원)	4,925	6,217	7,221	6,091	6,779
수정EPS (원)	4,925	6,217	7,221	6,091	6,779
PER* (배)	33.6-21.7	24.1-18.6	16.9	20.0	18.0
PBR (배)	2.1	1.7	1.6	1.5	1.4
EV/EBITDA (배)	16.3	15.1	13.3	12.4	11.2
배당수익률 (%)	0.9	1.0	1.0	1.0	1.0
ROE (%)	8.3	9.4	9.7	7.7	8.0
ROIC (%)	10.4	9.2	8.6	9.4	10.3

주가상승률	1개월	3개월	6개월
절대	0.0%	-5.4%	-3.6%
상대	-0.5%	-6.2%	-5.8%



적용기준: IFRS-C =연결재무제표, IFRS-P =개별재무제표
자료: 녹십자, 현대증권

성장의 돌파구는 해외에서

혈액제제 미국 출시 후 본격적인 실적개선 가능

녹십자에 대해 Marketperform 의견을 제시하며 분석을 개시한다. 혈액제제와 백신제제 등 특수의약품으로 포트폴리오가 구성되어 있어 정책리스크에 둔감하다는 점은 매력적이다. 하지만 혈액제제의 매출성장이 둔화되고 백신제제의 새로운 플레이어 출현으로 경쟁이 치열해지고 있다는 점은 부담스러운 부분이다. 일회성이익을 제외한 14년 PER은 21.4배로 밸류에이션 매력도 크지 않다는 판단이다. 미국에서 혈액제제가 출시되는 내년 하반기부터 본격적인 실적개선이 이루어질 전망이다.

향후 15% 이상의 수출증가율 가능할 것

높은 수출증가율은 지속될 전망이다. IVIG 중심의 혈액제제는 최근 3년 동안 연평균 19.9%씩 증가했으며, 독감과 수두백신 중심의 백신제제는 동기간 매년 29.2%씩 수출이 증가했다. 이는 우수한 품질과 가격경쟁력 때문이며, 혈액원 인수를 통한 원재료 확보, 입찰시장 외 민간시장 진출 등으로 연간 15% 이상의 수출증가는 가능할 것으로 판단한다.

조스타박스와 수출로 두 자릿수 매출액증가율 예상

녹십자의 2Q14 매출액과 영업이익을 각각 2,292억원(+11.1%YoY), 199억원(+16.7%YoY)으로 추정한다. 혈액제제의 성장이 전년동기 대비 3%에 그칠 것으로 보이지만, 코프로모션 제품인 조스타박스(대상포진 백신)와 수출의 호조세로 두 자릿수 매출액증가율을 기록할 전망이다. 매출증가에 따른 고정비부담 감소와 적절한 비용통제로 영업이익률은 2Q13 8.3%에서 소폭 개선된 8.7%로 예상한다.

포괄손익계산서

(십억원)	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
매출액	**811.8**	**888.2**	**955.0**	**977.4**	**1,057.0**
매출원가	558.2	613.3	656.1	670.5	724.1
매출총이익	**253.6**	**274.9**	**298.9**	**306.9**	**333.0**
판매비와관리비	179.2	196.1	209.1	213.1	229.4
기타영업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	**74.4**	**78.8**	**89.8**	**93.8**	**103.6**
EBITDA	**90.0**	**97.2**	**108.1**	**112.2**	**122.0**
영업외손익	(1.2)	12.2	20.9	(0.5)	(0.4)
금융손익	0.2	16.1	(0.1)	(0.5)	(0.4)
지분법손익	(3.0)	(2.9)	21.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.5	(1.0)	0.0	0.0	0.0
세전이익	**73.1**	**91.0**	**110.6**	**93.3**	**103.2**
법인세비용	17.5	19.0	24.8	20.9	22.6
당기순이익	**55.6**	**72.0**	**85.8**	**72.4**	**80.6**
지배기업순이익	**53.6**	**70.1**	**83.5**	**70.4**	**78.4**
총포괄이익	**70.7**	**72.7**	**85.8**	**72.4**	**80.6**
지배기업총포괄이익	**68.8**	**70.7**	**83.4**	**70.4**	**78.3**
순비경상손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수정순이익	**53.6**	**70.1**	**83.5**	**70.4**	**78.4**

현금흐름표

(십억원)	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
당기순이익	55.6	72.0	85.8	72.4	80.6
유무형자산상각비	15.7	18.4	18.4	18.4	18.4
기타비현금손익 조정	30.6	18.2	3.8	20.9	22.6
운전자본투자	(29.7)	(62.9)	(27.5)	(8.5)	(30.0)
기타영업현금흐름	(21.4)	(16.0)	(24.3)	(20.7)	(22.0)
영업활동 현금흐름	**50.8**	**29.7**	**56.2**	**82.5**	**69.6**
설비투자	(64.5)	(83.5)	(16.6)	(17.6)	(18.7)
무형자산투자	(8.2)	(7.0)	(1.5)	(1.6)	(1.7)
단기금융자산 증감	46.3	(12.8)	(0.6)	(0.5)	(1.7)
투자자산증감	(62.7)	34.9	(24.6)	(8.8)	(9.4)
기타투자현금흐름	(1.2)	(2.0)	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금흐름	**(90.3)**	**(70.4)**	**(43.3)**	**(28.5)**	**(31.4)**
금융부채 증감	45.9	(35.5)	26.7	0.3	3.5
자본의 증감	0.0	93.5	0.0	0.0	0.0
배당금 당기지급액	(15.5)	(12.9)	(14.5)	(14.5)	(14.5)
기타재무현금흐름	(0.4)	0.8	23.2	0.7	2.6
재무활동 현금흐름	**30.0**	**46.0**	**35.5**	**(13.4)**	**(8.4)**
기타현금흐름	(0.0)	(0.3)	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	**(9.6)**	**5.0**	**48.4**	**40.5**	**29.8**
기초 현금 및 현금성자산	32.3	22.7	27.6	76.1	116.6
기말 현금 및 현금성자산	22.7	27.6	76.1	116.6	146.4
총영업현금흐름	**76.1**	**81.2**	**83.8**	**91.5**	**100.0**
잉여현금흐름	**(28.3)**	**(72.4)**	**38.9**	**64.0**	**50.4**
순현금흐름	**(100.3)**	**51.4**	**22.3**	**40.7**	**28.0**
순현금 (순차입금)	**(52.7)**	**(1.2)**	**21.0**	**61.7**	**89.7**

성장성 및 수익성 비율

(%)	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
매출액 성장률	5.7	9.4	7.5	2.3	8.1
영업이익 성장률	(12.9)	5.9	14.0	4.5	10.4
EBITDA 성장률	(8.5)	8.0	11.2	3.8	8.7
지배기업순이익 성장률	(3.2)	30.8	19.1	(15.7)	11.4
수정순이익 성장률	(3.2)	30.8	19.1	(15.7)	11.4
영업이익률	9.2	8.9	9.4	9.6	9.8
EBITDA이익률	11.1	10.9	11.3	11.5	11.5
당기순이익률	6.8	8.1	9.0	7.4	7.6
수정순이익률	6.6	7.9	8.7	7.2	7.4

재무상태표

(십억원)	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
(적용기준)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)	(IFRS-C)
현금 및 현금성자산	22.7	27.6	76.1	116.6	146.4
단기금융자산	6.8	19.4	20.0	20.5	22.1
매출채권	217.7	252.0	259.5	265.6	287.3
재고자산	210.7	250.0	265.0	271.3	293.3
기타유동자산	3.6	11.9	13.7	14.0	15.1
유동자산	**461.5**	**561.0**	**634.3**	**687.9**	**764.3**
투자자산	146.3	122.9	147.5	156.3	165.7
유형자산	300.8	368.1	368.5	369.8	372.1
무형자산	38.4	44.9	44.3	43.8	43.5
이연법인세자산	0.4	0.7	0.7	0.7	0.7
기타비유동자산	7.0	6.6	6.6	6.6	6.6
비유동자산	**492.9**	**543.3**	**567.6**	**577.3**	**588.6**
자산총계	**954.4**	**1,104.3**	**1,201.9**	**1,265.2**	**1,352.8**
매입채무	75.8	100.2	103.2	105.7	114.3
단기금융부채	74.0	27.7	55.5	56.8	61.4
단기충당부채	10.0	11.2	12.1	12.4	13.4
기타유동부채	64.1	69.8	62.8	64.3	69.5
유동부채	**224.0**	**209.0**	**233.6**	**239.1**	**258.6**
장기금융부채	8.1	20.6	19.6	18.5	17.4
장기충당부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
퇴직급여부채	22.6	21.0	22.6	23.1	25.0
이연법인세부채	5.9	6.2	6.7	6.8	7.4
기타비유동부채	8.6	8.1	8.7	8.9	9.6
비유동부채	**45.2**	**55.9**	**57.5**	**57.4**	**59.4**
부채총계	**269.1**	**264.9**	**291.1**	**296.5**	**318.0**
자본금	50.7	58.4	58.4	58.4	58.4
자본잉여금	215.1	313.9	313.9	313.9	313.9
기타자본항목	(0.6)	(13.9)	(13.9)	(13.9)	(13.9)
기타포괄손익누계액	21.7	18.8	18.8	18.8	18.8
이익잉여금	385.0	445.9	514.9	570.9	634.8
지배기업 자본총계	**671.8**	**823.1**	**892.2**	**948.1**	**1,012.1**
비지배지분	13.4	16.3	18.6	20.6	22.8
자본총계	**685.2**	**839.4**	**910.8**	**968.7**	**1,034.9**
부채와자본총계	**954.3**	**1,104.3**	**1,201.9**	**1,265.2**	**1,352.9**

주당지표

(원)	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
EPS	4,925	6,217	7,221	6,091	6,779
수정EPS	4,925	6,217	7,221	6,091	6,779
주당순자산(BPS)	61,684	71,183	77,154	81,996	87,524
주당매출액(SPS)	74,533	78,807	82,587	84,531	91,412
주당총영업현금흐름 (GCFPS)	6,988	7,202	7,249	7,909	8,646
주당배당금	1,160	1,250	1,250	1,250	1,250
수정EPS 성장률(3년 CAGR, %)	11.7	7.3	2.9	1.2	10.9

주주가치 및 재무구조

(%)	12/12A	12/13A	12/14F	12/15F	12/16F
ROE	8.3	9.4	9.7	7.7	8.0
ROA	6.3	7.1	7.6	6.1	6.4
ROIC	10.4	9.2	8.6	9.4	10.3
WACC	3.7	6.7	6.6	6.6	6.6
ROIC/WACC (배)	2.8	1.4	1.3	1.4	1.6
경제적이익 (EP, 십억원)	40.6	21.5	16.6	22.4	30.3
부채비율	39.3	31.6	32.0	30.6	30.7
순금융부채비율	7.7	0.1	순현금	순현금	순현금
이자보상배율 (배)	42.3	54.3	51.6	43.9	46.6

참고: 수정EPS =[(수정순이익 - 우선주귀속 순이익) + (세후 희석관련 손익조정분)] / (보통주 수정 평균희석주식수), 수정순이익 =(지배기업순이익) - (순비경상손익)
순비경상손익: 세후 비경상항목의 손익(지배기업에 귀속된 비경상항목으로서 외환관련손익, 파생관련손익, 평가손익, 일회성손익, 중단사업손익 등을 포함)
적용기준: IFRS-C =연결재무제표, IFRS-P =개별재무제표
자료: 녹십자, 현대증권

투자자 고지사항

■ 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	변경일	투자의견	목표주가 (원)
종근당	14/07/07	BUY	90,000

종목명	변경일	투자의견	목표주가 (원)
동아에스티	13/04/08	BUY	213,000
	13/07/09	BUY	178,000
	13/10/29	BUY	156,000
	14/07/07	BUY	140,000

종목명	변경일	투자의견	목표주가 (원)
유한양행	12/10/31	BUY	224,000
	13/05/02	BUY	250,000
	14/07/07	BUY	230,000

종목명	변경일	투자의견	목표주가 (원)
한미약품	12/07/26	BUY	127,000
	12/11/06	BUY	152,000
	13/02/08	BUY	170,000
	13/05/06	BUY	223,000
	13/11/01	BUY	200,000
	14/07/07	BUY	130,000

종목명	변경일	투자의견	목표주가 (원)
대웅제약	14/07/07	BUY	77,000

종목명	변경일	투자의견	목표주가 (원)
녹십자	13/07/09	BUY	162,000
	14/07/07	Marketperform	

종목명	인수 · 합병 업무관련	1년이내 IPO	BW/CW/EW 인수계약	유상증자 모집주선	주식 등 1% 이상보유	자사주 취득/처분	ELW 발행	ELW 유동성공급	채무이행 보증	계열사 관계	공개매수 사무관련
해당사항 없음											

▪ 당사는 동 조사분석자료를 기관투자가 또는 제3자에게 제공한 사실이 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인함.

▪ 투자의견 분류: 산업: Overweight(10%이상), Neutral(-10~10%), Underweight(-10%이상) / 기업: Strong BUY(30%이상), BUY(10~30%), Marketperform(-10~10%), Underperform(-10%이상) (주가 —, 적정주가 ▲, 등급 —)

▪ 이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 당사가 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 당사에 있으므로 당사의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 당사에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.

리서치센터

리서치센터	애널리스트	직책	사내번호	담당업종/분야	E-mail
	이상화	**센터장**	**2909**	**Head of Research/조선, 기계**	**sanghwa.lee**
테크 1 팀	김동원	총괄팀장	2913	디스플레이	jeff.kim
	박종운	수석연구원	2923	전자부품	ken.park
테크 2 팀	박영주	팀장	2951	반도체	young.park
투자전략팀	나중혁	팀장	2940	이코노미스트	jhna73
	곽병열	연구위원	2944	Strategist	br.kwak
	이영준	연구위원	2973	계량분석	yj.lee
	민동원	수석연구원	2963	신용분석	dongwon.min
	김경환	선임연구원	2959	글로벌전략	kh.kim
	윤원태	선임연구원	2966	신용분석	wontae.yun
	신 얼	연구원	2949	채권전략	eol.shin
	권서영	과장	2942	Data Manager/유니버스 관리	sy.kwon
	김수진	과장	2941	Data Manager/유니버스 관리	sj.kim
산업재팀	채희근	팀장	2905	자동차, 타이어	heeguen.chae
	김열매	수석연구원	2935	건설, 유틸리티	fruitism
	최경희	연구원	2918	운송	kyunghee.choi
소재팀	백영찬	팀장	2968	석유화학, 정유	yc.baek
	김지환	수석연구원	2917	철강, 비철금속	jh.kim
통신엔터팀	한익희	팀장	2906	미디어, 엔터테인먼트	ikhee.han
	김미송	수석연구원	2919	통신서비스/인터넷, 게임	ms.kim
스몰캡팀	전용기	팀장	2916	지주/스몰캡 총괄	yong.jun
	진홍국	선임연구원	2928	스몰캡	kevin.jin
	백준기	연구원	2938	스몰캡	joonkee.baek
소비재팀	이상구	연구위원	2915	유통	sk.lee
	김태희	수석연구원	2922	제약, 바이오	th.kim
	최민주	선임연구원	2927	섬유, 의류, 화장품	minjoo.choi
금융팀	구경회	팀장	2903	은행, 카드	kh.koo
	이태경	연구위원	2911	증권, 보험	david.rhee
마케팅매니저	정재균	차장	2985	마케팅 기획, 리서치 기획	jk.chung
	유아름	대리	2989	해외 행사 & 마케팅	kirsten.yoo
	안혜성	대리	2988	국내 행사 & 마케팅	hyesong.ahn

■ 전화: 02-6114 +사내번호 ■ E-mail+@hdsrc.com

현대증권

현대증권 지역별 지점 현황

150-735 서울시 영등포구 여의도동 34-4 Tel.02-6114-0114

가락	02)6077-0100	신반포	02)6077-2600	계양	032)290-5100	동래	051)922-6600	신탄진	042)330-7600	주안	032)242-1500
강남	02)6077-0200	신사	02)6077-2700	과천	02)6077-0500	동울산	052)987-7000	아산	041)912-8900	진주	055)922-8500
강동	02)6077-0300	신설동	02)6077-2800	광산	062)450-0300	둔산	042)388-5000	안동 브랜치	054)902-0100	창원	055)608-3900
개봉	02)6077-0400	신촌	02)6077-3000	광주	062)410-3800	마산	055)981-1900	안산	031)8032-1700	천안	041)901-5700
광화문	02)6077-0600	압구정WMC	02)6077-3200	남광주 브랜치	062)410-3900	목포	061)984-9400	안양	031)8033-4100	천안아산역	041)912-2100
구로	02)6077-0700	양재	02)6077-3300	구리	031)501-2900	무거동	052)979-8200	연수	032)242-1600	첨단	062)450-0600
대치WMC	02)6077-0800	역삼	02)6077-3400	구미	054)605-4000	방어진	052)987-7200	영주	054)917-8400	청주	043)901-7500
도곡	02)6077-0900	원효로	02)6077-3700	구포	051)922-6700	부산	051)998-2600	영통	031)8081-1200	춘천	033)913-2400
수유	02)6077-1000	이촌동	02)6077-3800	군산	063)912-2000	부전동	051)922-6800	신갈 브랜치	031)8000-9100	충주	043)912-7900
독산	02)6077-1100	영업부WMC	02)6114-0700	김천	054)911-6200	부천	032)242-1400	옥동	052)979-8300	통영	055)991-4900
동교동	02)6077-1200	자양동	02)6077-3900	김포	031)990-8400	부평	032)290-5000	용인	031)328-7900	평택	031)8029-8800
목동	02)6077-1400	잠실	02)6077-4000	김해	055)906-1400	북울산	052)979-8400	울산	052)932-4200	송탄 브랜치	031)8029-8700
무교WMC	02)6077-1500	장안	02)6077-4100	남울산WMC	052)932-0400	분당WMC	031)620-0100	원주	033)902-4000	포항	054)613-9900
무역센터WMC	02)6077-1600	종로	02)6077-4200	논산	041)981-2900	분당남	031)620-1900	의정부	031)822-0400	해운대	051)922-6900
방배	02)6077-1700	청담	02)6077-4300	대구중앙 브랜치	053)211-6600	산본	031)8033-4000	이천	031)8029-8400	화봉	052)979-8500
불광	02)6077-1800	테크노	02)6077-4400	대전	042)330-8100	상인	053)288-6100	익산	063)916-7400	화정	031)936-2100
사당	02)6077-1900	화곡	02)6077-4500	대천	041)928-5600	상주	054)907-4700	일산	031)936-2200		
상계	02)6077-2100	강릉 브랜치	033)923-9900	대구WMC	053)211-6500	서대전	042)330-8000	전주	063)900-5400		
서초WMC	02)6077-2200	경산	053)211-6400	대구서	053)288-6000	수원	031)8081-1300	전하동	052)987-7100		
신림	02)6077-2500	경주	054)622-1100	덕진	063)900-5100	시화	031)500-6800	제주	064)902-8300		