

## 제약 · 바이오

### 비중확대

종목	투자의견	목표주가
한미약품	매수	150,000원
녹십자	매수	175,000원
유한양행	매수	245,000원
대웅제약	매수	85,000원
동아에스티	매수	170,000원
LG생명과학	중립	-

### 낮아진 valuation과 하반기 펀더멘털 개선에 주목

#### 낮아진 valuation과 하반기 펀더멘털 개선에 주목

우리는 제약업종의 valuation 부담 완화와 하반기 실적/해외신약 모멘텀 개선에 주목하여 업종 '비중확대'를 유지한다. 상반기 실적부진 관련, 연초대비 주가 하락폭이 컸던 업체(한미약품, 대웅제약) 위주로 최근 주가가 반등을 시작했으나 아직까지 업종 전체 주가는 박스권 하단에 있고 valuation(12개월 Forward PER 19.3배, LG생명과학 제외 기준 13.7배)도 역사적 평균대비 24% 할인(LG생명과학 제외 기준 30% 할인)된 상태이다. 따라서 여전히 업종 저가 매수 기회가 유효하다. 하반기부터 업종 주요 업체 모두 점진적인 실적 개선세(3분기 합산 영업이익의 9.4% YoY vs. 2분기 -4.5% YoY)를 보일 전망이나, 우리는 그 중에서도 하반기 실적/수출 모멘텀이 가장 돋보이는 유한양행(목표주가 245,000원, 2014년 내재 PER 22배)과 녹십자(목표주가 175,000원, 2014년 내재 PER 24.5배), 그리고 동아에스티(목표주가 170,000원, 2014년 내재 PER 27.6배)에 먼저 주목할 것을 권고한다(표 4 참조).

#### 악재 충분히 반영, 오랫동안 소외된 제약업종 반등 신호

제약업종이 조금씩 반등의 신호를 보이고 있다. 하반기 경기 회복기대감으로 그동안 주가가 부진했던 업종에 대한 관심이 증가하면서 제약업종에 대한 관심도 같이 증가하고 있기 때문이다. 제약업종은 중장기 re-rating을 견인할 펀더멘털(점진적인 신약/해외 모멘텀 성과 가시화)이 견고함에도 불구하고 연중 내내 주가흐름이 부진했다. 2012~2013년 랠리로 인해 valuation 부담이 높아진 상태에서 추가 주가 상승을 견인할 단기 실적/해외신약 catalyst가 제한적이었기 때문이다. 상반기 동아에스티(정부의 스티렌 급여환수 결정)나 한미약품(북경한미 실적 둔화) 관련 연이은 악재의 출현도 업종 투자심리 약화에 일조했다. 그러나 나올 만한 악재는 주가 조정에 반영되었기 때문에 향후 주가 하락 리스크 보다는 상승 여력이 크다. 물론 7월 리베이트 투아웃제 시행에 따른 시장 위축 가능성은 잠재 리스크로 존재하나, 2010년 쌍벌제 도입 이후 리베이트 규제는 이미 강화된 상태이므로, 파급효과는 제한적일 전망이다.

#### 하반기 실적/신약 모멘텀이 좋은 종목에 우선 주목: 유한양행, 녹십자, 동아에스티

유한양행과 녹십자의 실적 개선세는 3분기에 가속화될 전망이다. 유한양행의 경우 1) 고객사의 연말 미국 신약허가에 따른 원료의약품 수출 확대 본격화와 2) 국내 마케팅 비용 안정화 등에 힘입어 3분기 영업이익(195억원, 51.8% YoY, OPM 7.2%) 증가가 가속화될 것이다. 녹십자의 경우 1) 고마진 수출 확대 지속과 2) 3분기 계절적인 성수기 진입효과 및 3) 연말 미국 신약허가 신청 모멘텀이 주가 박스권 탈출을 견인할 것이다. 한편, 지난 2년간 수많은 악재에 시달렸던 동아에스티의 경우, 내수 전문의약품 실적 턴어라운드(2분기 아홉 분기만에 플러스 성장 회복) 지속과 신약 모멘텀에 근거한 주가 바닥탈출이 예상된다. 특히, 우리는 6월 20일에 있었던 미국 신약 허가(SIVEXTRO, 슈퍼박테리아 항생제) 쾌거에도 불구하고, 스티렌 관련 악재 등으로 신약가치가 주가에 전혀 반영되지 않은 점에 주목한다. 4분기부터 SIVEXTRO 미국 영업이 본격화되면, 동사의 신약가치도 제대로 조명받기 시작할 것이다.

이정인 3276-6239  
jilee@truefriend.com

이상은 3276-6196  
sangeun.lee@truefriend.com

**하반기 실적은 부진하나 2015년 실적 회복 기대되는 종목: 한미약품, 대웅제약**

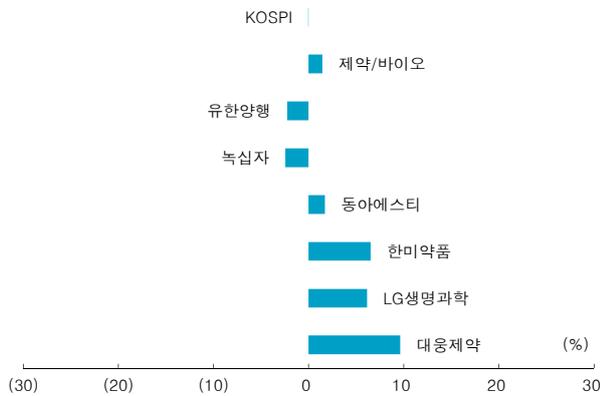
이미 알려진대로 한미약품과 대웅제약의 하반기 실적은 여전히 부진할 전망이다. 따라서 이 두 종목에 대해서는 단기 실적보다는 2015년 실적 개선을 견인할 관전 포인트(한미약품: 북경한미 회복, 대웅제약: 코프로모션 제품과 신약 나보타 매출확대)에 주목하고 보다 장기적인 관점에서 투자를 해야 한다. 한미약품의 경우 2분기와 마찬가지로 1) R&D 비용 부담과 2) 중국 규제 여파로 인한 북경한미 실적둔화(3분기 원화기준 매출 정체, 위안화 기준 7% YoY) 등으로 3분기 실적 부진이 예상된다. 대웅제약의 경우 1) 전년 3분기 기고효과와 2) 주력 의약품 빅시움(8월)과 올메텍(9월)의 약가인하로 영업이익 역성장 가능성이 불가피하다. 그러나 이 두 업체의 2015년 실적 회복 전망은 확실하다. 특히, 한미약품의 경우에는 중국 어린이 의약품 시장 내 포지션이 견고하기 때문에, 2013년 2분기부터 시작된 중국 리베이트 규제 폭풍이 2015년에 완화되기 시작하면 다시 중국 제약시장의 구조적 성장 수혜를 누릴 수 있을 것이다.

〈표 1〉 커버리지 valuation

투자의견 및 목표주가				실적 및 Valuation										
종목				매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	ROE (%)	EV/EBITDA (배)	DY (%)	
유한양행 (000100)	투자의견	매수	2012A	763	30	81	7,692	113,958	22.5	1.5	7.0	33.3	0.7	
	목표주가(원)	245,000	2013A	932	56	86	8,230	119,850	22.7	1.6	7.2	23.3	0.8	
	현재가 (8/28, 원)	173,000	2014F	1,041	74	116	11,195	128,145	15.5	1.4	9.1	16.1	1.0	
	시가총액(십억원)	1,929	2015F	1,136	94	144	13,860	137,995	12.5	1.3	10.5	13.1	1.0	
			2016F	1,233	113	166	15,990	149,275	10.8	1.2	11.1	10.4	1.1	
녹십자 (006280)	투자의견	매수	2012A	812	74	54	5,305	66,369	24.5	2.0	8.3	16.3	1.0	
	목표주가(원)	175,000	2013A	888	79	70	6,140	71,622	20.3	1.7	9.4	15.0	1.0	
	현재가 (8/28, 원)	119,000	2014F	997	94	83	7,144	77,513	16.7	1.5	9.6	12.9	1.0	
	시가총액(십억원)	1,390	2015F	1,103	118	89	7,737	83,843	15.4	1.4	9.6	10.4	1.1	
			2016F	1,218	155	119	10,319	92,727	11.5	1.3	11.7	8.0	1.1	
한미약품 (128940)	투자의견	매수	2012A	674	48	23	2,737	46,062	41.0	2.4	6.5	14.9	NM	
	목표주가(원)	150,000	2013A	730	62	44	5,313	49,584	20.4	2.2	11.4	13.1	NM	
	현재가 (8/28, 원)	93,100	2014F	781	64	53	5,481	58,016	17.0	1.6	10.8	10.5	NM	
	시가총액(십억원)	907	2015F	877	92	72	7,402	65,404	12.6	1.4	12.0	8.3	NM	
			2016F	988	120	94	9,644	75,032	9.7	1.2	13.7	6.6	NM	
동아에스티 (170900)	투자의견	매수	2012A	931	88	86	8,077	72,781	13.5	1.5	10.3	11.1	0.9	
	목표주가(원)	170,000	2013A	496	39	(65)	(8,939)	57,130	NM	1.7	(10.1)	15.8	0.3	
	현재가 (8/28, 원)	101,500	2014F	662	65	46	6,150	62,441	16.5	1.6	9.9	12.4	0.2	
	시가총액(십억원)	781	2015F	761	78	55	7,452	69,209	13.6	1.5	10.9	10.5	0.2	
			2016F	882	92	67	9,029	77,736	11.2	1.3	11.8	8.8	0.2	
대웅제약 (069620)	투자의견	매수	2012A	665	38	34	3,302	37,937	14.4	1.3	9.2	8.0	1.7	
	목표주가(원)	85,000	2013A	675	72	58	5,659	41,305	13.5	1.8	14.3	8.7	1.0	
	현재가 (8/28, 원)	67,300	2014F	734	72	58	5,608	45,430	12.0	1.5	12.7	6.5	1.3	
	시가총액(십억원)	779	2015F	813	87	70	6,777	50,430	9.9	1.3	13.7	5.4	1.3	
			2016F	877	100	81	7,828	56,469	8.6	1.2	14.1	4.6	1.3	
LG생명과학 (068870)	투자의견	중립	2012A	406	15	9	507	15,028	88.9	3.0	3.4	24.6	NM	
	목표주가(원)	-	2013A	417	14	3	194	15,074	209.3	2.7	1.3	22.3	NM	
	현재가 (8/28, 원)	33,750	2014F	428	11	4	215	15,112	157.3	2.2	1.4	18.6	NM	
	시가총액(십억원)	559	2015F	468	26	16	949	15,884	35.6	2.1	6.1	14.2	NM	
			2016F	501	29	18	1,083	16,789	31.2	2.0	6.6	13.5	NM	

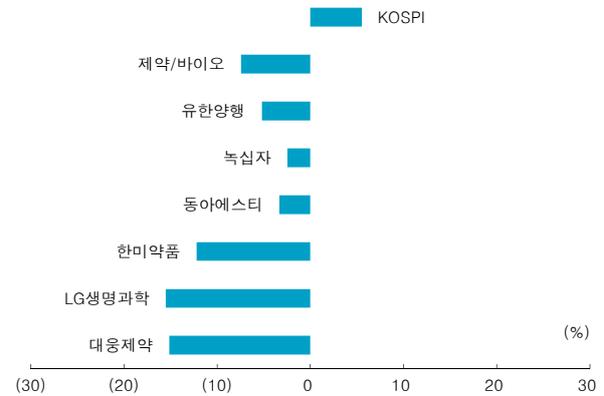
자료: 각 사, 한국투자증권

[그림 1] 제약 업체 8월 주가 동향



자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 2] 제약 업체 연초 대비 주가 동향



자료: Quantwise, 한국투자증권

<표 2> 2014~2015년 제약/바이오 업체 관련 주요 해외/신약 이벤트

회사	내용
<b>2Q14A</b>	
녹십자	IVI(면역 글로불린 결핍 치료제) 북미 생산시설 관련 계획 발표(4/4, 캐나다)
대웅제약	보톡스 바이오시밀러 나보타 국내 출시(4/16)
동아에스티	슈퍼박테리아 항생제 SIVEXTRO 페렴 글로벌 임상 3상 진입(2Q14)
동아에스티	슈퍼박테리아 항생제 SIVEXTRO(DA7218) 피부연조직감염에 대한 미국 FDA 허가 획득(6/20)
<b>2H14F</b>	
셀트리온	항체바이오시밀러 램시마 미국 FDA 허가 신청(8/8)
녹십자	IVI 미국 FDA 허가 신청 예정
종근당	고도비만 치료제 CKD-732 글로벌 임상 2b상(미국 Zafgen 사) 진입 및 기술료 유입 예정
동아에스티	발기부전 치료제 DA8159(자이데나)에 대한 미국 신약 허가 신청 예정
유한양행	C형 간염 치료제 원료의약품 상업용 수출권 추가 예정
<b>2015F</b>	
녹십자	IVI 미국 FDA 판매허가 획득 예정
동아에스티	슈퍼박테리아 항생제 SIVEXTRO 유럽의약품국(EMA) 허가 완료 및 유럽 발매 예정
씨젠	TOCE 기술 기반 단순포진 바이러스(HSV) 진단제품에 대한 미국 FDA 허가 획득 예정
셀트리온	램시마 미국 FDA 허가 획득 예정
동아에스티	발기부전 치료제 DA8159(자이데나) 미국 FDA 허가 획득 후 출시 예정, 글로벌 제네릭 회사 Actavis가 판권 보유

자료: 각 사, 한국투자증권

<표 3> 제약업체 3Q14F 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

3Q14F	KIS 추정치		매출 %		영업이익 %		영업마진 %
	매출액	영업이익	QoQ	YoY	QoQ	YoY	
동아에스티	166	17	11.9	9.4	41.0	15.9	10.2
녹십자	292	50	24.1	12.3	159.0	13.5	17.2
유한양행	271	19	6.4	22.1	21.0	51.8	7.2
한미약품	201	14	7.9	8.0	69.1	(6.2)	7.1
본사	159	5	10.4	10.8	31.1	(40.0)	3.4
LG 생명과학	103	3	4.0	11.8	흑전	96.2	3.0
대웅제약	187	20	2.8	8.9	6.2	(19.3)	10.7
단순 평균	203	21	9.5	12.1	59.3	25.3	9.2
합산기준 평균	1,220	124	10.3	12.6	67.2	9.4	10.2

주: 2분기 6개 업체 합산기준 매출 1조 1,053억원(6.5% YoY), 영업이익 743억원(-4.5% YoY)

자료: 한국투자증권

<표 4> 제약 Top picks 목표주가 산정 방식

	목표주가	2014년 내재 PER	목표주가 산정 방식
유한양행	245,000 원	2014년 PER 22 배	SOTP(영업가치와 유한킴벌리 등 주요 자회사 지분가치 합산)
녹십자	175,000 원	2014년 PER 24.5 배 (부의 영업권 환입 205 억원 제외시 내재 PER 30.2 배)	SOTP(영업가치와 일동제약 등 타법인 지분투자 가치 합산)
동아에스티	170,000 원	2014년 PER 27.6 배	SOTP(영업가치와 SIVEXTRO 신약가치 합산) 신약가치는 2,126 억원(주당가치 30,359 원)으로 추정

자료: 한국투자증권

**용어해설**

- 리베이트 투아웃제: 같은 약이 리베이트로 2회 이상 적발될 때는 건강보험 급여목록에서 제외시키는 제도로, 2014년 7월2일 첫 시행

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
유한양행(000100)	2012.09.16	매수	181,000 원	한미약품(128940)	2012.09.28	중립	-
	2013.02.05	매수	215,000 원		2014.02.05	매수	95,000 원
	2013.05.01	매수	245,000 원		2014.05.07	매수	85,000 원
녹십자(006280)	2012.10.22	매수	191,000 원	동아에스티(170900)	2013.04.08	매수	266,000 원
	2013.02.01	매수	175,000 원		2013.05.03	매수	235,000 원
LG생명과학(068870)	2012.09.28	중립	-		2013.07.17	매수	190,000 원
대웅제약(069620)	2012.09.28	중립	-	2014.01.14	매수	170,000 원	
	2013.05.05	매수	95,000 원				
	2013.07.17	매수	82,500 원				
	2013.10.15	매수	105,000 원				



■ Compliance notice

- 당사는 2014년 8월 29일 현재 유한양행, 녹십자, LG생명과학, 대웅제약, 한미약품, 동아에스티 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 현 주가 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 현 주가 대비 -15~15%의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 현 주가 대비 15% 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높게 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.