

[제약/바이오]

김태희
02-3774-6813
taehee.kim@miraesasset.com

허승록
02-3774-1374
seunglok.huh@miraesasset.com

제약/바이오 (비중확대/Maintain)

최대 악재였던 R&D 회계 이슈, 큰 고비 넘겼다

- 제약/바이오 업체, 연구개발비의 비용처리 비율 높여
- 불확실성 상당 부분 해소됐다는 판단
- 큰 고비 넘겨, 이슈 더 크게 불거지지 않을 것

제약/바이오 업체, 연구개발비의 비용처리 비율 높여

2분기 이후 제약/바이오 업체의 주가 약세가 이어졌다. 코스피와 코스닥의 제약업 지수는 각각 고점 대비 -18.4%, -28.2%의 부진한 성과를 기록했는데, 가장 큰 이유는 금감원의 R&D 비용 테마감리 때문이었다. 지난 4월 금감원은 국내 제약/바이오 업체의 ‘연구개발비 자산화 비율’이 높다는 판단하에 회계 감리를 진행했고, 향후 제재로 이어질 수 있다는 불안감이 시장에 존재했다.

하지만 최근 2분기 반기보고서 제출 시일에 맞춰 다수의 바이오 업체는 **과거 R&D 비용 처리 기준과 재무제표를 수정한 정정 공시를 냈으며, 상반기 실적 역시 연구개발비의 자산화 비율이 크게 낮아졌다.**

불확실성 상당 부분 해소됐다는 판단

이번 정정 공시 및 상반기 연구개발비의 회계 처리 기준 변경으로 **제약/바이오 업종의 불확실성은 상당 부분 해소됐다는 판단**이다.

가장 우려됐던 오스코텍은 17년 R&D 비용의 90.5%를 무형자산으로 계상했지만, 이번 정정 공시를 통해 거의 100% 비용 처리했으며 상반기 역시 R&D 비용의 대부분을 비용으로 인식했다. 차바이오와 인트론바이오, 이수앱지스도 17년 사업보고서를 정정하며 보수적인 회계 처리를 택했다.

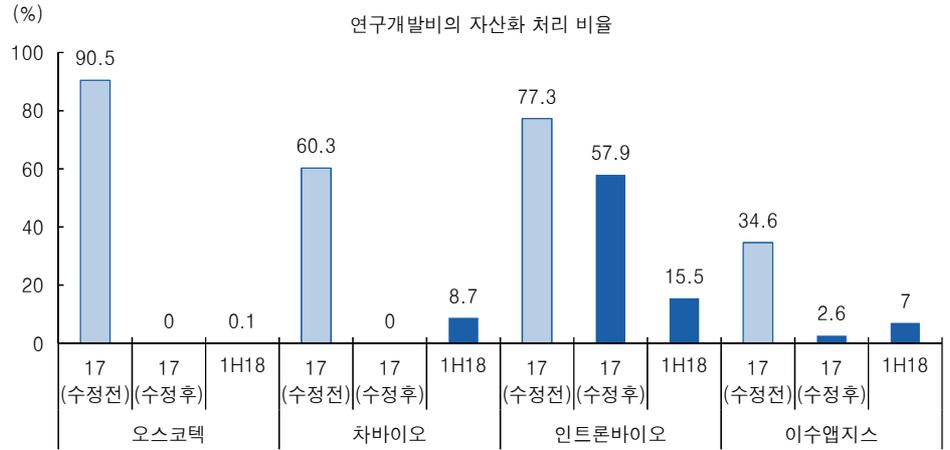
파미셀은 17년 연구개발비의 자산화 비율이 11.7%였지만 1H18은 0%로 감소했고, 동기간 삼천당제약은 78.4%에서 42.6%로, 씨젠은 73.4%에서 50.1%로, 메디톡스는 39.1%에서 9.3%로 감소했다.

큰 고비 넘겨, 이슈 더 크게 불거지지 않을 것

전일 금감원은 보도해명자료를 통해 ‘연구개발비 회계처리와 관련하여 구두지침 등을 제공한 사실이 없다’고 밝혔다. 따라서 아직 연구개발비 회계 처리에 대한 가이드라인이 없기에 **이번 이슈가 완전히 해소됐다고 보기에 이르지만, 큰 고비는 넘겼다**는 판단이다. 동아에스티, 유한양행, 종근당 등 상위 제약사를 비롯한 신라젠, 제넥신 등 시가총액이 큰 바이오 업체는 이미 연구개발비의 100%를 비용 처리하고 있다. 국내 업체 중 R&D 비용을 가장 많이 쓰는 한미약품도 17년 기준 연구개발비의 94%를 비용으로 계상했으며, 사노피와 공동 개발하는 에페글레타이드의 임상3상 자금도 비용 처리하기로 결정했기에 이번 이슈가 더 크게 불거질 것으로 생각하지 않는다. 1H18 기준 바이오 메드와 코오롱티슈진의 자산화 비율이 80%를 상회하지만 이는 임상3상 비용이기에 이번 이슈와 무관할 것으로 보인다.

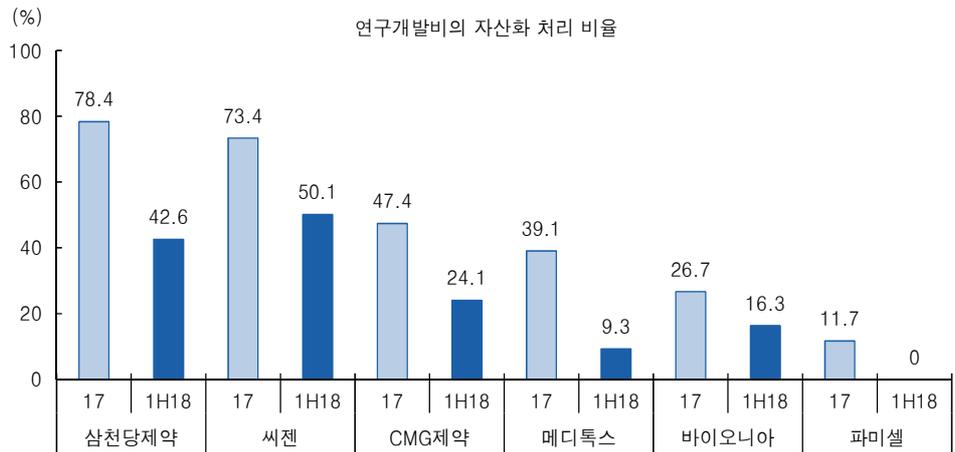
회계 처리 기준 변경으로 4년 연속 영업적자가 이어져 관리종목(5년 연속 영업적자 시 상장 폐지)에 지정될 수 있다는 우려가 있다. 하지만 대부분 바이오 업체가 기술성 특례 상장 기업이기에 이 조항에 해당되지 않는다. 오스코텍은 일반상장, 차바이오텍은 우회상장이기에 문제가 될 수 있는데, 오스코텍은 작년까지 2년 연속 영업적자이기에 19년 말까지 기술이전 후 계약금을 받으면 해결될 수 있다. 차바이오텍은 이번 상반기 연구개발비의 91.3%를 비용 처리하고도 영업흑자가 유지되고 있기에 크게 우려할 필요는 없다고 판단한다.

그림 1. 정정공시를 통해 17년 연구개발비 처리 기준을 변경한 바이오 업체들



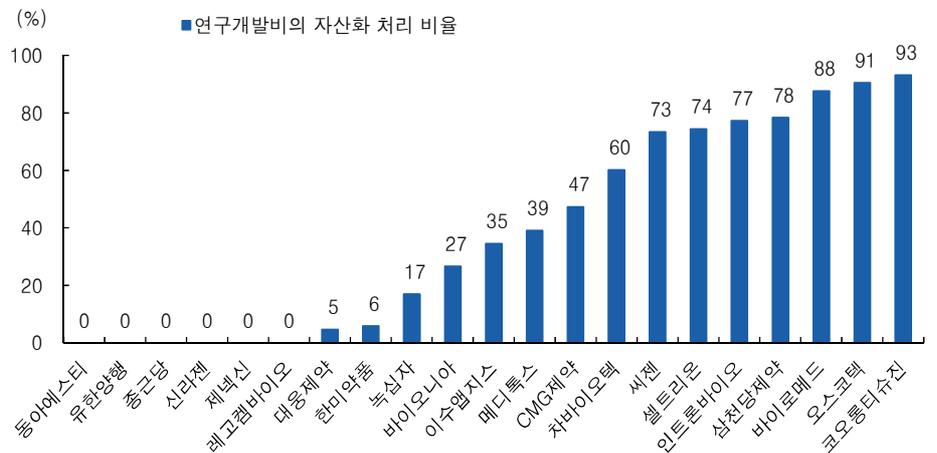
자료: 전자공시, 미래에셋대우 리서치센터

그림 2. 17년 대비 1H18 연구개발비 자산화 비율이 낮아진 바이오 업체들



자료: 전자공시, 미래에셋대우 리서치센터

그림 3. 주요 업체의 17년 말 자산화 처리 비율

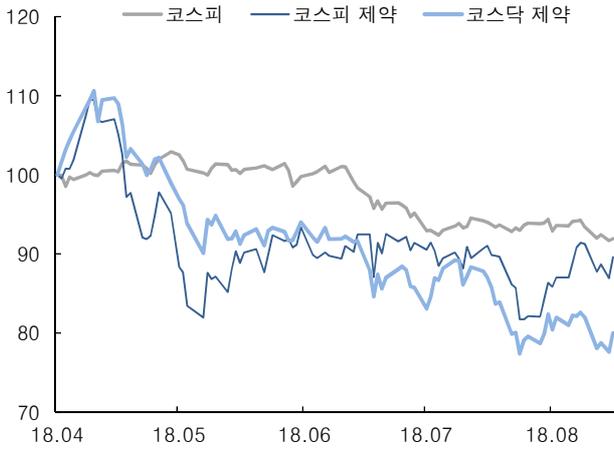


자료: 전자공시, 미래에셋대우 리서치센터

제약/바이오

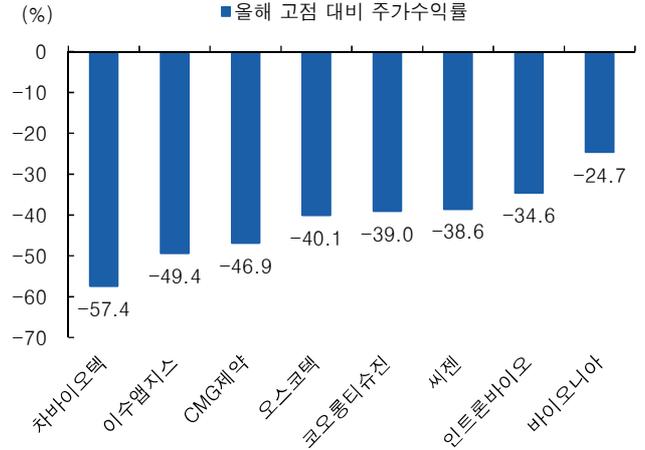
최대 악재였던 R&D 회계 이슈, 큰 고비 넘겼다

그림 4. 올해 고점 대비 크게 하락한 제약/바이오 지수



자료: Fnguide, 미래에셋대우 리서치센터

그림 5. 회계 처리 방식이 문제됐던 바이오 업체의 주가 수익률



자료: Fnguide, 미래에셋대우 리서치센터

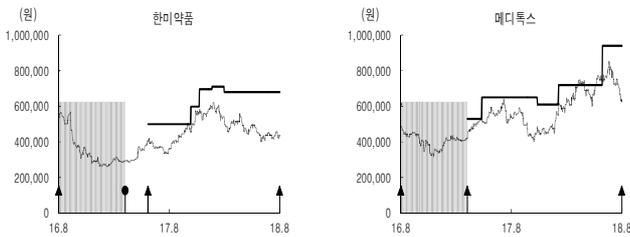
제약/바이오

최대 약재였던 R&D 회계 이슈, 큰 고비 넘겼다

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)		제시일자	투자 의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비				평균주가대비	최고(최저)주가대비
한미약품(128940)					메디톡스(086900)				
2018.02.18	매수	680,000	-	-	2018.06.17	매수	940,000	-	-
2018.01.09	매수	710,000	-19.18	-12.68	2018.01.23	매수	720,000	-6.30	7.36
2017.11.28	매수	696,417	-18.77	-12.98	2017.11.14	매수	610,000	-22.03	-6.23
2017.10.31	매수	598,330	-11.54	-3.61	2017.05.15	매수	650,000	-18.20	-1.62
2017.06.11	매수	500,243	-20.48	0.98	2017.03.28	매수	530,000	-7.74	0.72
2017.03.28	중립	-	-	-	2016.08.22	분석 대상 제외	-	-	-
2016.08.22	분석 대상 제외	-	-	-	2015.08.27	매수	612,000	-24.65	-9.00
2016.07.28	매수	799,830	-31.61	-28.10					

* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함



투자 의견 분류 및 적용 기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(□)

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
73.40%	14.78%	11.82%	0.00%

* 2018년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 한미약품(을) 기초자산으로 하는 주식워런트증권에 대해 유동성공급자(LP)업무를 수행하고 있습니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.