

제약(비중확대) 거들떠 보자. 중견제약사

제약/바이오 Analyst 김형수
02)6923-7339
knkhs79@capefn.com



Contents

Key Chart.....	04
중견제약사 둘러보기.....	08
1. 전문영역 확인.....	08
2. R&D 프로젝트 확인.....	11
3. 배당 확인.....	15
기업분석.....	19
한독 (002390KS Buy 신규 TP 50,000원 신규) 희귀의약품을 바탕으로 순항 중.....	20
대원제약 (003220KS Buy 신규 TP 22,000원 신규) 코로나 보릿고개 끝이 보인다.....	25
삼진제약 (005500KS Hold 신규 TP 30,000원 신규) 고진감래(苦盡甘來).....	30
광동제약 (009290KS Buy 신규 TP 12,000원 신규) 제약사업부문 역량강화.....	35
환인제약 (016580KS Buy 신규 TP 20,000원 신규) 코로나 블루 극복은 환인과 함께.....	40
종근당바이오 (063160KS Reduce 신규 TP 29,000원 신규) 프로바이오틱스는 좋으나 전체적으로 고평가.....	45
경보제약 (016580KS Buy 신규 TP 12,000원 신규) 코로나 수혜주.....	50
하나제약 (293480KS Buy 신규 TP 30,000원 신규) 마취신약 허가를 기다리는 숨은 강자.....	55

제약 (비중확대)

Analyst 김형수 · 02)6923-7339 · knkhs79@capefn.com

거들떠 보자. 중견제약사

신약개발 업체들처럼 큰 수익은 아닐 수 있지만 안정적으로 성장하는 기업과 함께 안전한 투자처로 중견제약사를 선별하기 위한 투자기준을 고민해보았습니다. 대형제약사와의 경쟁에서 살아남기 위해 1) 전문영역 유무, 2) R&D 역량 여부, 3) 배당매력도 3가지를 기준으로 정리하고 제시해 드립니다. 투자매력도로 한독, 환인제약, 대원제약, 하나제약 순서로 추천 드립니다.

전문영역 + 배당

- 500여 제약사들이 똑 같은 복제약(제네릭)으로 경쟁을 하기 때문에 자기만의 전문영역을 가지고 있는지가 가장 중요
- 한독**은 2012년 ‘솔리리스’라는 발작성 야간혈색소뇨증 치료제 도입을 시작으로 ‘스트렌식주’(골증상 치료제), ‘데피텔리 오주’(간정맥폐쇄증 치료제) 등 지속적으로 희귀의약품을 도입. 희귀의약품은 고가로 형성되어 있으며 환자는 사용할 수 밖에 없어 팔릴 수 밖에 없는 의약품이라 실적 성장이 당연
- 환인제약**은 정신신경과 치료제시장에서 19.3%의 점유율을 차지하며 국내 1위 기업으로 독보적인 위치를 차지. 2020년 코로나19의 팬데믹으로 격리 및 비대면 생활 확대로 정신신경과 의약품 시장의 더 큰 성장이 기대됨. 연말 주당 배당금 350원으로 시가배당률도 2.5% 가능
- 대원제약**은 파우치 형태의 시럽제 시장을 개척하였으며, 자체개발 신약과 개량신약을 지속적으로 연구개발 중. 판매단가 상승과 소아과, 내과 이비인후과 중심의 영업으로 코로나 백신과 치료제 출시 후 빠르게 실적이 회복될 전망
- 하나제약**은 국내 마취/마약류 시장에서 13.6%의 점유율을 바탕으로 안정적이며 독점적인 지위를 획득. 독일에서 도입한 마취신약(레미마졸람)의 임상을 종료(2019.2), 승인 신청(2019.12)을 마치고 허가를 기다리는 단계. 연말 주당 500원의 배당금으로 시가배당률 2% 전망
- 삼진제약**은 현재 신성장 동력을 확보하기 위해 일반의약품, 화장품, 건강기능식품, 의약품 등의 새로운 시도를 하는 중으로 21년에는 신규사업으로 성과 도출을 기대. 중견제약사에서는 시가 배당률 3%의 수익이 기대되는 종목

R&D 역량

- 중견제약사들은 대형제약사들에 비해 연구개발을 위한 공격적인 투자가 제한적. 신약개발에 비해 경제적인 개량신약 중심의 개발 집중 혹은 신약개발업체와의 공동연구 등으로 형태가 나타남
- 최근에는 중견제약사의 벤처캐피탈(VC) 펀드투자 → VC펀드 투자집행 및 바이오팩을 중견제약사에 소개 → 투자 혹은 기술도입 등 다양한 논의로 이어지는 투자연계 R&D로 진행됨

주요 기업 투자의견

(단위: 원, %, 배, 십억원)

기업명	투자의견	목표주가	현재주가	상승여력	2020E				
					EPS	PER	PBR	ROE	순차입금
한독	매수	50,000	32,450	54.1	1,839	16.7	1.2	6.9	161
환인제약	매수	20,000	14,500	37.9	1,363	10.9	0.9	8.9	-129
대원제약	매수	22,000	18,600	18.3	1,166	16.8	1.7	10.9	18
하나제약	매수	30,000	24,150	24.2	1,702	14.1	1.5	12.0	-99
경보제약	매수	12,000	10,050	19.4	333	30.1	1.6	5.2	57
삼진제약	보유	30,000	26,100	14.9	2,401	11.3	1.5	15.9	-59
광동제약	매수	12,000	9,400	27.7	799	12	1	8.8	-45
종근당바이오	매도	29,000	40,000	-27.5	2,018	20.2	1.3	6.8	56

자료: 케이프투자증권 리서치본부

CAPE

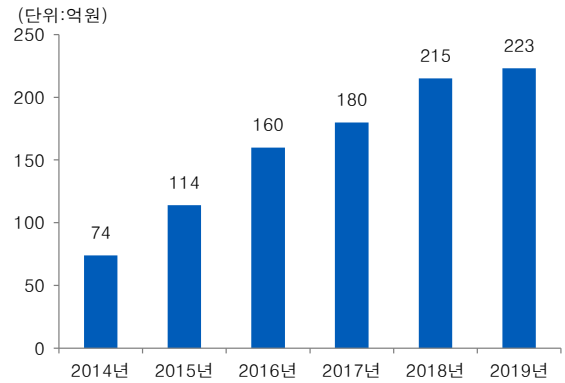
Key Chart

그림1. 코대원포르테 제품 사진



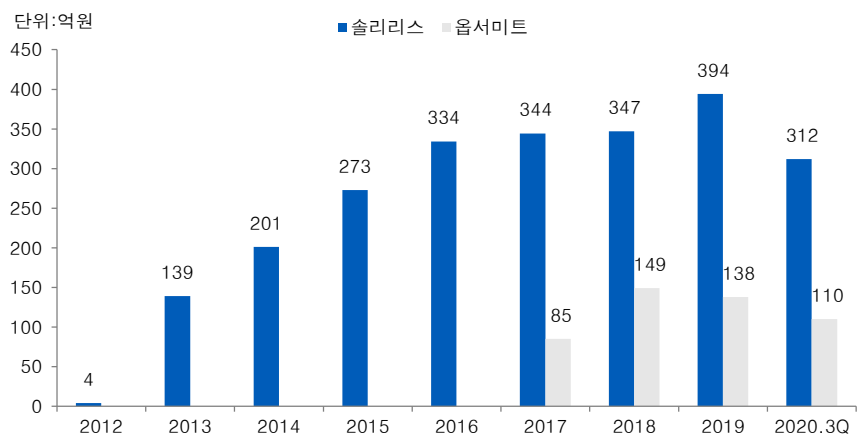
자료:대원제약, 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 연도별 코대원포르테 매출 현황



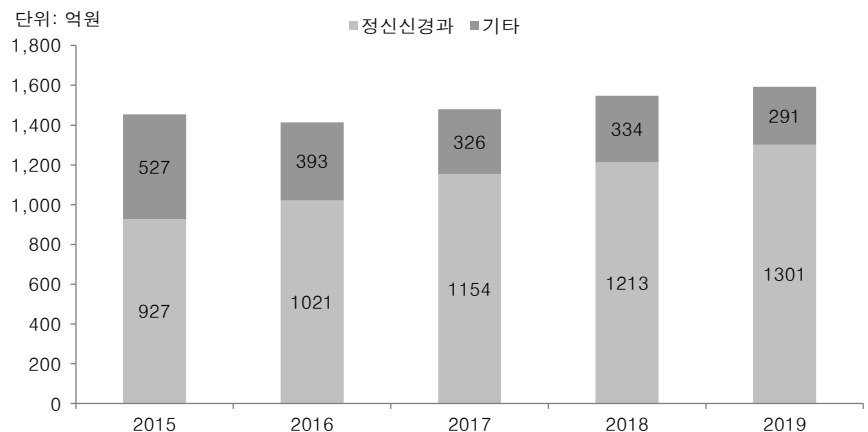
자료: 전자공시시스템, 대원제약, 케이프투자증권 리서치본부

그림3. 한독의 솔리리스, 옵서미트 연도별 매출 현황



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림4. 한인제약 정신신경과 치료제별 처방 점유율 현황



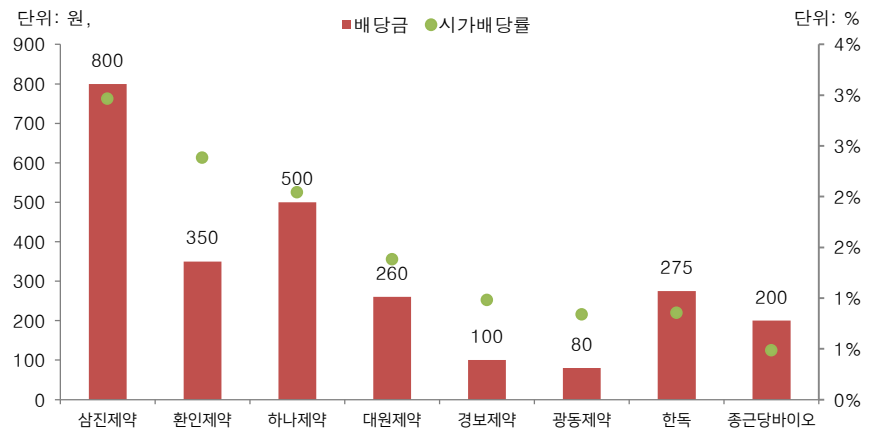
자료: 케이프투자증권 리서치본부

표 1. 중견제약사 오픈이노베이션 현황

회사	계약현황	계약체결일	파트너사	품목	적응증
대원제약	라이선스인	2014.11.14.	Sun Pharmaceutical Industries Ltd.	DW-4301	고지혈증(이상지질혈증)
대원제약	라이선스인	2019.02.25.	(주)티움바이오	DW-4902	자궁근종, 자궁내막증
삼진제약	라이선스아웃	2005.10.14.	Imquest Pharmaceuticals, Inc.	에이즈 치료제	에이즈 치료제
삼진제약	라이선스아웃	2006.04.25.	Imquest Pharmaceuticals, Inc.	항암제	항암제
경보제약	라이선스인	2017.09.13.	Efarmes	파키스정(가칭)	파킨슨병
경보제약	라이선스인	2018.10.19.	Mdichem	Sugammadex(가칭)	근육이완 역전제 Sugammadex 주사제
경보제약	라이선스인	2018.11.06.	AFT	Maxigesic(가칭)	복합 진통 주사제
경보제약	라이선스인	2019.06.13.	Sandoz GmbH	항생제API(비공개)	항생제
경보제약	라이선스인	2019.06.26.	아이바이오크리아	안구건조증치료제	안구건조증 치료제
경보제약	라이선스인	2019.07.31.	Can-Fite	Piclidenoson(가칭)	중증 건선치료제
종근당바이오	라이선스인	2018.10.15.	한국식품연구원	락토바실러스 플랜타룸 Q180균주	
종근당바이오	라이선스인	2019.06.10.	유럽 소재 연구기관	보툴리눔 독소 A Type 균주	
하나제약	라이선스인	2013.10.28.	Paion (독일)	레미마졸람	진정 수면 마취제
하나제약	라이선스인	2020.01.08.	Paion (독일)	레미마졸람	진정 수면 마취제
한독	라이선스인	2019.05.24.	에스씨엠생명과학	SCM-AD	중증 아토피 피부염을 위한 줄기세포 치료제
한독	라이선스인	2019.10.18.	사노피아벤티스코리아	아프로바스크	고혈압 치료제
한독	라이선스인	2019.10.18.	사노피아벤티스코리아	코아프로바스크	고혈압 치료제
한독	라이선스인	2020.09.15.	Rezolut Inc.	RZ358	선천성 고인슐린증 치료제
한독	라이선스인	2020.09.15.	Rezolut Inc.	RZ402	당뇨병성 황반부종 치료제
광동제약	라이선스인	2018.09.03.	Antibe Therapeutics (캐나다)	ATB-346	비스테로이드성 소염진통제
광동제약	라이선스인	2017.11.21.	Palatin Technologies (미국)	Vyleesi	여성 성욕장애 치료제

자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치본부

그림5. 연말 배당수익 추정치



자료: 케이프투자증권 리서치본부

CAPE

중견제약사 둘러보기

의약품 생산 업체수
558개

2019년 기준으로 의약품을 생산하는 업체 수는 558곳이며, 품목은 28,363개로 한 업체당 평균 50개의 품목을 생산하고 있다. 생산금액은 22조 3,132억원으로 한 업체당 400억원의 의약품을 생산하는 것으로 식품의약품 안전처는 집계하였다.

중소형제약사 538곳이
11.7조원 생산

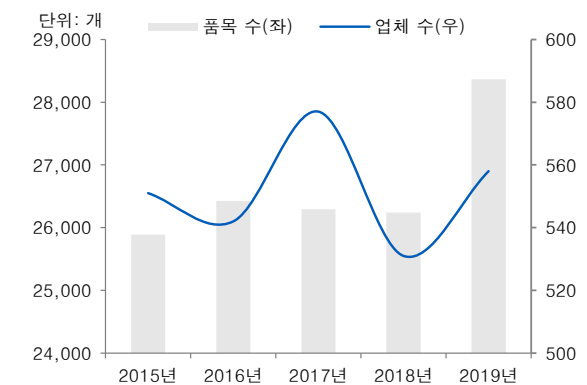
한미약품, 종근당, 대웅제약 등 국내 상위 제약사를 포함한 20개의 업체가 9.6조원을 생산하며 전체 생산금액 22.3조원에서 43%를 차지하고 있다. 나머지 538개업체들이 11.7조원을 생산 중으로 많은 중소형제약사들이 존재하고 있다.

1,000~5,000억원
매출규모가 중견제약사

통상 매출 1,000억원 미만의 중소형제약사, 1,000~5,000억원의 중견제약사, 5,000억원 이상의 대형제약사로 구분된다. 대형제약사는 유한양행, 녹십자, 종근당, 한미약품, 대웅제약 등 익히 알고 있는 업체들이다. 중견제약사로는 대원제약, 삼진제약, 한독, 유나이티드제약 등 코스피, 코스닥에 상장되어 있는 대부분의 업체로 구성되어 있다.

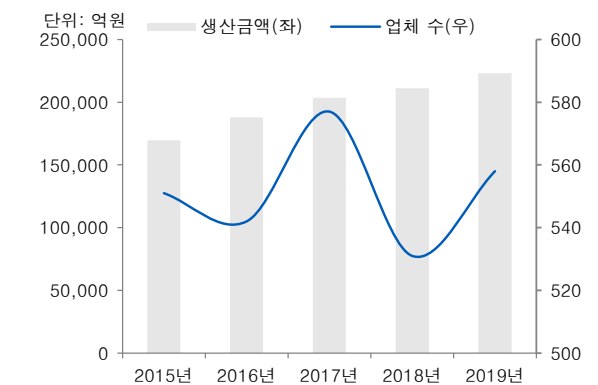
금번 보고서를 통해 중견제약사에 대한 투자 기준을 확인하고, 매력도를 점검하고자 한다. 중견제약사의 투자포인트로는 1. 전문영역 확보 여부, 2. 연구개발 방법 및 프로젝트, 3. 배당금 세가지로 정리하였다.

그림1. 연도별 의약품 생산 품목 수 및 생산 업체 수



자료: 식품의약품안전처, 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 연도별 의약품 생산 금액 및 업체 수



자료: 식품의약품안전처, 케이프투자증권 리서치본부

1. 전문영역 확인

기업별 차별점이 경쟁력

500여 제약사 사이에서 시장점유율을 높이고, 매출액을 증가시키는 것은 쉬운 일이 아니다. 똑같은 제네릭(복제약) 의약품들 가지고 다수의 업체가 경쟁을 하기 때문에 개별 기업별로 차별점을 부각해서 성장을 유도하고 있다.

중견제약사들은 선택과 집중 전략

유한양행, 한미약품, 종근당, 대웅제약 등의 대형제약사들은 회사의 규모를 바탕으로 다양한 품목을 구비하여 영업을 진행한다. 이에 반해 중견제약사들은 한정된 자원을 활용하여 최대의 결과를 도출하기 위한 선택과 집중 전략을 구사 중이다.

대원제약은 파우치시럽으로 호흡기 강자로 변신

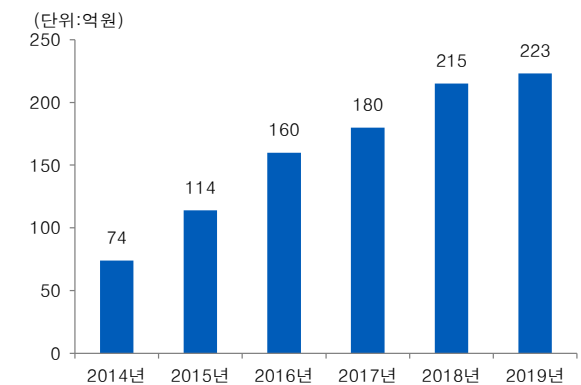
대원제약은 파우치 형태의 시럽제 ‘코대원포르테’를 바탕으로 호흡기, 이비인후과를 중심으로 성장을 이어왔다. 감기에 걸렸을 때 처방을 받았던 병의 시럽제는 뚜껑이나 계량컵에 따라서 마시는 복용에 불편함과 더불어 휴대하기가 어려웠다. 대원제약은 2014년부터 파우치 형태로 시럽제를 생산, 판매하여 진해거담제 시장의 강자로 성장하였다.

그림3. 코대원포르테 제품 사진



자료:대원제약, 케이프투자증권 리서치본부

그림4. 연도별 코대원포르테 매출 현황



자료: 전자공시시스템, 대원제약, 케이프투자증권 리서치본부

대원제약은 신약과 개량신약으로 경쟁력 추가

그리고, 대원제약은 자체 개발한 국산신약 12호 ‘펠루비’를 시작으로 개량신약도 지속적으로 출시해 매출과 수익성을 동시에 획득 가능했다. 개량신약은 오리지널 의약품과 성분이나 약효가 유사하지만, 약효가 잘 나타나도록 필요한 물성이나 제형을 변경하는 것을 말한다. 개량신약의 개발은 적은 비용(1/4, 500억원)과 기간(1/3, 3년)으로 신약대비 효율적이며 높은 보험약가 지정이 가능한 것이 장점이다.

한독은 희귀의약품을 중심으로

한독은 2012년 발작성 야간혈색소뇨증 치료제 ‘솔리리스’ 도입을 시작으로 희귀의약품을 중점적으로 확대하여왔다. 2016년 골증상 치료제 ‘스트렌식주’와 간장맥폐쇄증 치료제 ‘데피텔리오주’를 연달아 도입하였다. 그리고, 2016년 3월 비정형 용혈성 요독 증후군 치료제로 ‘솔리리스’의 적응증을 추가 획득하여 대상시장을 확대하기도 했다.

그림5. 솔리리스 제품 사진



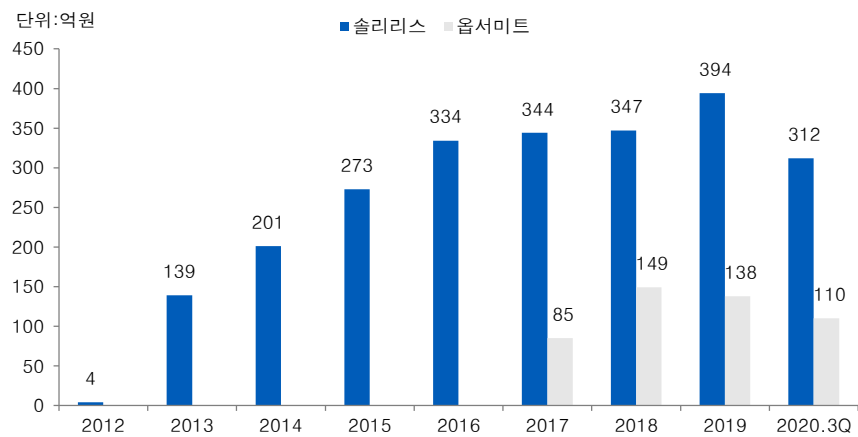
자료:한독, 케이프투자증권 리서치본부

그림6. 옵서미트 제품 사진



자료:한독, 케이프투자증권 리서치본부

그림7. 한독의 솔리리스, 옵서미트 연도별 매출 현황



자료: 케이프투자증권 리서치본부

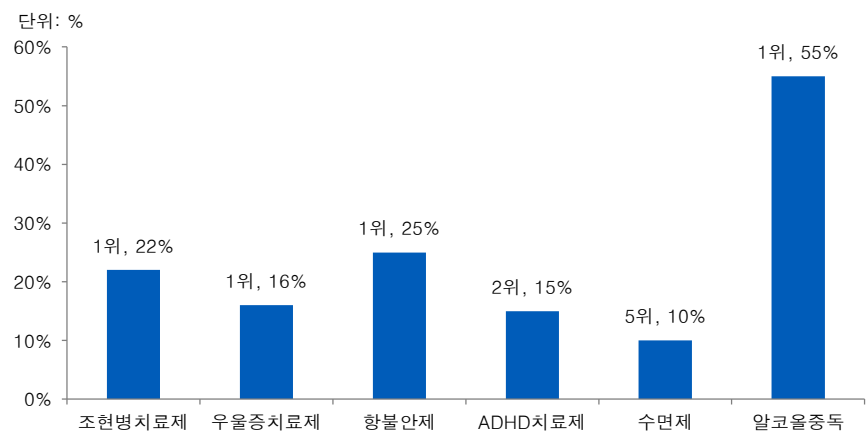
환인제약은 국내
정신신경과 1위업체

코로나로 정신신경과
의약품 시장 큰성장
전망

환인제약은 2019년 기준 전체 매출액 1,592억원에서 정신신경과 치료제가 1,301억원으로 81.7%를 차지하며, 정신신경과 전문제약사로 알려져 있다. 전체 정신치료약품 시장에서 19.3%의 점유율을 보이며 국내 1위 기업으로 독보적인 위치를 차지하고 있다.

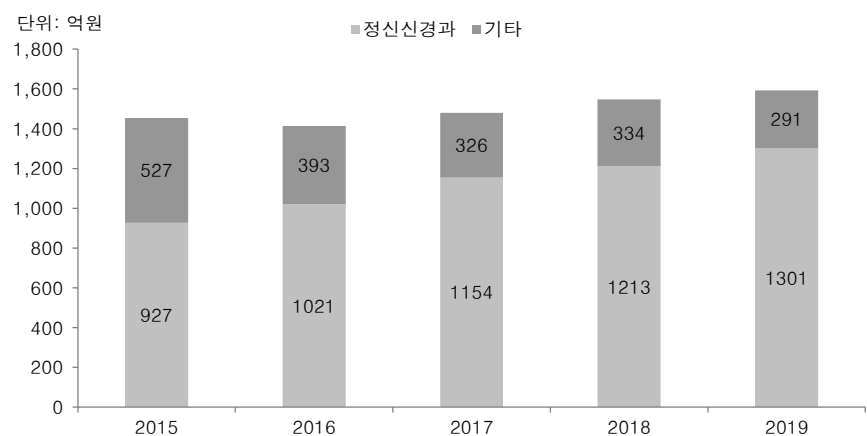
국내 정신신경과 의약품 시장은 2015년 4,357억원에서 2019년 5,505억원으로 연평균 6%의 성장을 보이고 있다. 2020년 전세계 코로나 확산으로 인한 격리 및 비대면 생활증가로 정신신경과 의약품 시장은 더 큰 성장이 기대된다.

그림8. 환인제약 정신신경과 치료제별 처방 점유율 현황



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림9. 환인제약 치료제별 매출액 추이

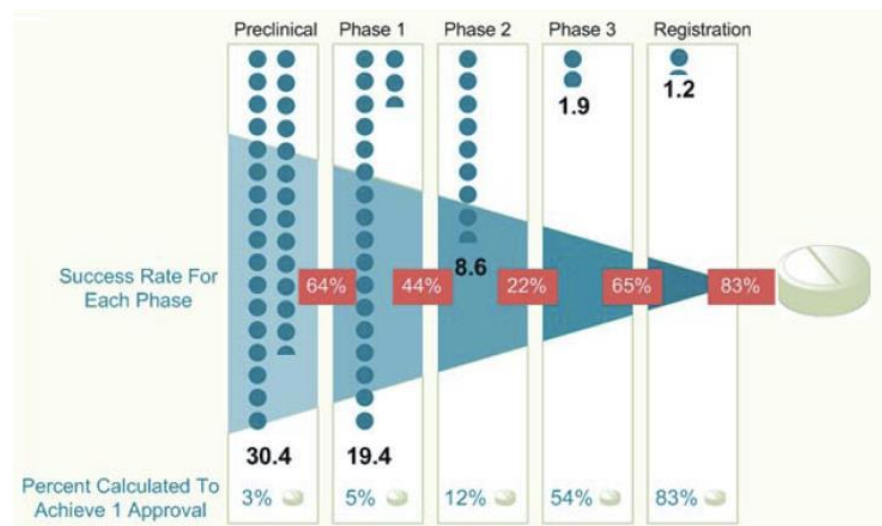


자료: 케이프투자증권 리서치본부

2. R&D 프로젝트 확인

신약개발 종류 자체, 외부도입	신약을 개발하는 방법은 자체개발, 외부도입(오픈이노베이션)으로 나눌 수 있다. 자체개발은 물질발굴부터 임상시험을 자체적으로 진행하여 개발하는 것으로 오랜 시간 많은 비용을 투자해야 한다. 외부도입의 경우 신약개발 바이오텍 등이 개발하고 있는 초기단계의 물질이나 기술을 도입해 상업화를 위한 연구개발과정을 진행해야만 한다.
중견제약사의 경우 자체개발은 리스크	1,000 ~ 5,000억원의 매출을 기록하는 중견제약사의 경우 보통 영업이익 100~250억원의 자체 현금 창출 능력을 보유하고 있다. 국내 신약의 경우 통상적으로 10년의 기간 동안 2,000억원의 개발비용이 투자되는 것으로 알려져 있어 1년에 200억원 이상을 투자하여 직접 개발하는 것은 위험이 크다고 판단된다.
벤처캐피탈을 통한 신약개발 전략 구사	일반적으로 많이 알려진 바이오텍과의 공동개발계약이나 기술도입과는 다른 투자&기술도입 모델이 최근 확대되고 있다. 중견제약사의 벤처캐피탈(VC) 펀드투자 → VC의 펀드 투자 집행 & 바이오텍을 중견제약사에 소개 → 투자 혹은 기술도입 등 다양한 논의로 이어지는 투자연계 R&D를 진행 중인 곳이 늘고 있다.
투자연계 R&D는 VC와 중견제약사 모두 원원전략	투자연계 R&D의 경우 바이오텍 인프라가 부족한 중견제약사들이 다양한 바이오텍과 기술들을 검토할 수 있는 기회를 가질 수 있다. VC의 경우에는 중견제약사들의 연구개발부서를 통해 투자기업의 기술을 공동으로 검토해 기술평가의 깊이를 확인하는 방법으로 사용되는 것으로 판단된다.

그림10. 신약개발 단계별 성공 확률



자료: 시장자료, 케이프투자증권 리서치본부

표1. 중견제약사 오픈이노베이션 현황

회사	계약현황	계약체결일	파트너사	품목	적응증
대원제약	라이선스인	2014.11.14.	Sun Pharmaceutical Industries Ltd.	DW-4301	고지혈증(이상지질혈증)
대원제약	라이선스인	2019.02.25.	(주)티움바이오	DW-4902	자궁근종, 자궁내막증
삼진제약	라이선스아웃	2005.10.14.	Imquest Pharmaceuticals, Inc.	에이즈 치료제	에이즈 치료제
삼진제약	라이선스아웃	2006.04.25.	Imquest Pharmaceuticals, Inc.	항암제	항암제
경보제약	라이선스인	2017.09.13.	Efarmes	파킨스정(가칭)	파킨슨병
경보제약	라이선스인	2018.10.19.	Mdichem	Sugammadex(가칭)	근육이완 역전제 Sugammadex 주사제
경보제약	라이선스인	2018.11.06.	AFT	Maxigesic(가칭)	복합 진통 주사제
경보제약	라이선스인	2019.06.13.	Sandoz GmbH	항생제API(비공개)	항생제
경보제약	라이선스인	2019.06.26.	아이바이오코리아	안구건조증치료제	안구건조증 치료제
경보제약	라이선스인	2019.07.31.	Can-Fite	Picidenoson(가칭)	중증 건선치료제
종근당바이오	라이선스인	2018.10.15.	한국식품연구원	락토바실러스 플랜타룸 Q180균주	
종근당바이오	라이선스인	2019.06.10.	유럽 소재 연구기관	보툴리눔 독신 A Type 균주	
하나제약	라이선스인	2013.10.28.	Paion (독일)	레미마졸람	진정 수면 마취제
하나제약	라이선스인	2020.01.08.	Paion (독일)	레미마졸람	진정 수면 마취제
한독	라이선스인	2019.05.24.	에스씨엠생명과학	SCM-AD	중증 아토피 피부염을 위한 줄기세포 치료제
한독	라이선스인	2019.10.18.	사노피아벤티스코리아	아프로바스크	고혈압 치료제
한독	라이선스인	2019.10.18.	사노피아벤티스코리아	코아프로바스크	고혈압 치료제
한독	라이선스인	2020.09.15.	Rezolut Inc.	RZ358	선천성 고인슐린증 치료제
한독	라이선스인	2020.09.15.	Rezolut Inc.	RZ402	당뇨병성 황반부종 치료제
광동제약	라이선스인	2018.09.03.	Antibe Therapeutics (캐나다)	ATB-346	비스테로이드성 소염진통제
광동제약	라이선스인	2017.11.21.	Palatin Technologies (미국)	Vyleesi	여성 성욕장애 치료제

자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치본부

표2. 중견제약사 연구개발 현황(1)

회사	구분	연구시작	프로젝트명	적응증	개발단계
대원제약	합성신약	2014	DW-4301	고지혈증(이상지질혈증)	임상1 (완료)
대원제약	합성신약	2016	DW-4902	자궁근종, 자궁내막증	임상2 IND신청(국내), 임상1b완료(독일)
대원제약	개량/복합신약	2017	펠루비서방정	해열진통소염제	허가변경 완료
대원제약	개량/복합신약	2017	DW-1703	내분비계	허가취득
대원제약	개량/복합신약	2017	DW-1704	내분비계	선도연구
대원제약	개량/복합신약	2017	DW-2701	내분비계	허가신청
대원제약	개량/복합신약	2018	DW-1804	내분비계	허가신청
대원제약	개량/복합신약	2018	DW-1805	내분비계	선도연구(제제연구)
대원제약	개량/복합신약	2018	DW-1806	내분비계	선도연구(제제연구)
대원제약	개량/복합신약	2019	DW-1902	내분비계	임상1
삼진제약	합성신약	2005	에이즈 치료제	에이즈	미국 임상1 준비중
삼진제약	합성신약	2006	항암제	혈액암, 고형암	미국 FDA IND 신청 준비
삼진제약	합성신약	2014	SA001	경구용 안구건조증, 쇼그렌 증후군	임상2
삼진제약	합성신약	2014	SJP1601	항암(전이성 대장암)	전임상
삼진제약	합성신약	2016	SJP1604	항암(급성골수성백혈병 등 혈액암)	전임상
삼진제약	합성신약	2016	SJP1602	항암(전이성 유방암)	후보 물질 탐색
삼진제약	합성신약	2016	SJP1610	항암(간암)	연구 종료(2019.12)
삼진제약	합성신약	2017	SJP1702	대사질환(당뇨)	연구 종료(2019.06)
삼진제약	합성신약	2018	SJP1801	치매, 파킨슨	후보 물질 탐색 및 효능평가
삼진제약	합성신약	2018	SJP1803/1804	노인성 황반변성(AMD)	전임상(미국)
삼진제약	합성신약	2019	SJP1901	항암	후보 물질 탐색
하나제약	합성신약	2018	레미마졸람	진정 수면 마취제	신약 허가신청(국내)
하나제약	합성신약	2017	HNP-2006	MRI 조영제	임상1(국내)
하나제약	합성신약	2020	BOLD-100	표적항암제	옵션계약 체결
한독	바이오	2012	HL2356	성인 성장호르몬결핍증 치료제	임상2(한국, 독일 등 유럽)
한독	바이오	2012	HL2356	소아 성장호르몬결핍증 치료제	임상2(한국, 러시아, 우크라이나 등 동유럽)
한독	합성신약	2015	HL5101	표적항암치료제	임상1(국내)
환인제약	건강기능식품	2017	WIN-1702	눈건강(안압 개선, 눈 건조 개선)	인체적용시험 준비중
환인제약	개량신약	2016	WIP-LX16	뇌전증	임상 PK 완료(인도)
환인제약	제네릭	2017	WIP-DF17	우울증 치료제	허가 완료
환인제약	개량신약	2014	WIP-RVX14	치매	임상3 준비 중
환인제약	제네릭	2015	WIP-MP15	ADHD	도입 검토 중

자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치본부

표3. 중견제약사 연구개발 현황(2)

회사	구분	연구시작	프로젝트명	적응증	개발단계
환인제약	제네릭	2016	WIG-PD16	조현병	도입 확정
환인제약	신약	2018	WIF-1806	통증	유효물질 최적화 연구 진행 중
환인제약	신약	2018	WIF-1808	치매	중단
환인제약	자료제출 의약품	2019	WIG-1901	파킨슨	허가 완료
환인제약	제네릭	2019	WIG-1902	고지혈증	중단
환인제약	제네릭	2019	WIG-1903	뇌전증	중단
환인제약	제네릭	2019	WIE-1904	주요우울증	생동성시험 준비 중
환인제약	제네릭	2019	WIE-1906	고지혈증	생동성시험 준비 중
환인제약	신약	2019	WIF-1904	알츠하이머	동물효능시험 후보 약물 도출
환인제약	신약	2019	WIF-1905	알츠하이머	선도물질 최적화 연구 진행 중
환인제약	신약	2019	WIF-1906	면역항암	유효물질 최적화 연구 진행 중
환인제약	신약	2019	WIS-1901	우울증 치료제	종료
환인제약	제네릭	2020	WIT-2001	파킨슨	제제연구
환인제약	신약	2020	WIF-2001	항암제	유효물질 최적화 진행 중
광동제약	신약	-	KD501	치매치료제	임상2 완료 -> 제품 개발 보류
광동제약	합성신약	-	KD101	비만치료제	임상2 종료, 적응증 확대 검토
광동제약	합성신약	-	KDBON-302	성인 대상 비타민D 결핍 치료제	임상3 완료
광동제약	합성펩타이드신약	-	KD-BMT-301	여성성욕저하장애 치료제	임상3 가교시험 진행 중, IND 접수

자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치본부

3. 배당 확인

매년 배당 실시

중견계약사들은 안정적인 현금흐름으로 매년 배당을 실시하고 있다. 최근 5년동안 1% ~ 3%의 시가배당률을 범위로 현금배당으로 실시하였다. 배당매력도가 가장 높은 기업은 삼진계약으로 2019년 주당 800원의 배당금 지급으로 3.18%의 시가배당률을 기록했다.

2020년 배당금 추정

대부분의 계약사들은 신제품 출시를 위한 연구개발비용의 지급이 많아 공식적인 배당정책을 세우고, 분기배당까지 실시하는 업체는 거의 없다. 그래서 당사 리서치에서 지금까지의 배당금액을 바탕으로 2020년 배당금을 추정하고 현재 주가를 기준으로 시가배당률을 산정하였다.

시가배당율 3%의 삼진계약이 가장 매력적

2020년 배당금을 기대하면서 투자해 볼 중견계약사는 삼진계약으로 2019년에 이어서 3.0%의 시가배당률로 주당 800원의 배당이 기대된다. 다음은 환인계약으로 2020년 최대 매출과 수익성을 반증하듯이 주당 350원의 배당으로 2.4%시가배당률이 기대된다.

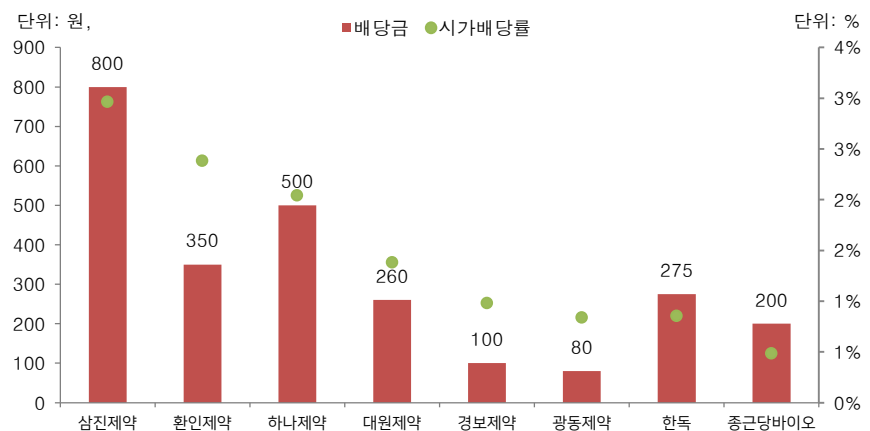
표4. 연말 배당수익 추정치

[단위: 원]

	삼진계약	환인계약	하나계약	대원계약	경보계약	광동계약	한독	종근당바이오
주가 (11/16)	27,000	14,700	24,500	18,850	10,200	9,540	32,250	41,300
추정 배당금	800	350	500	260	100	80	275	200
추정 시가 배당률	3.0%	2.4%	2.0%	1.4%	1.0%	0.8%	0.9%	0.5%

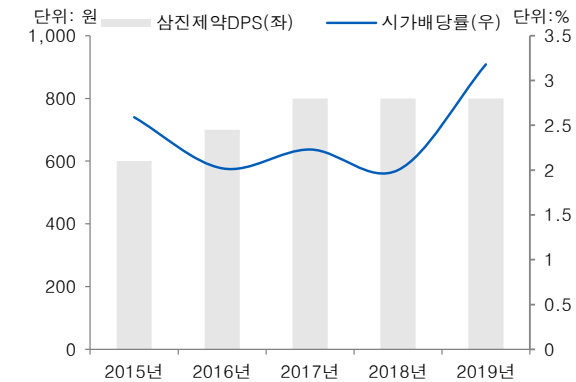
자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치본부

그림11. 연말 배당수익 추정치



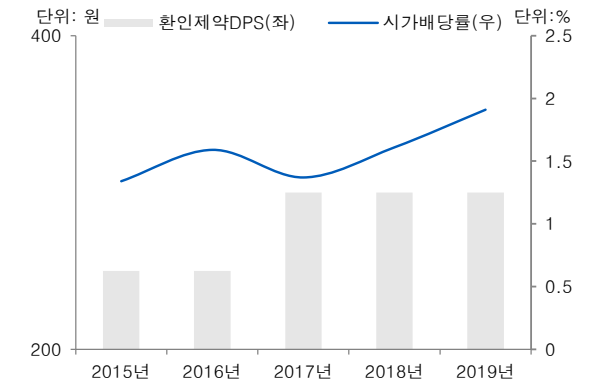
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림12. 삼진제약 연도별 DPS 및 시가배당률 현황



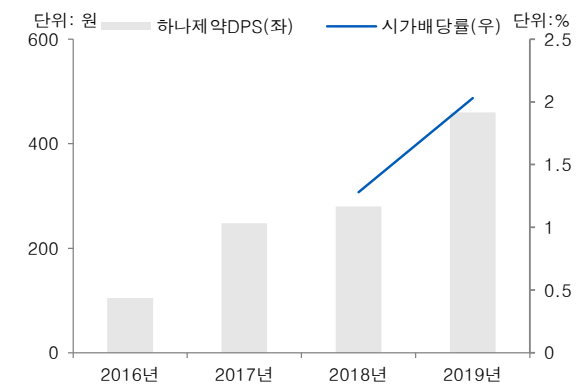
자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치본부

그림13. 환인제약 연도별 DPS 및 시가배당률 현황



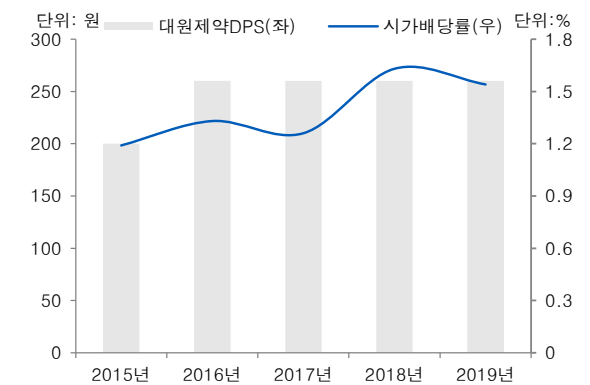
자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치본부

그림14. 하나제약 연도별 DPS 및 시가배당률 현황



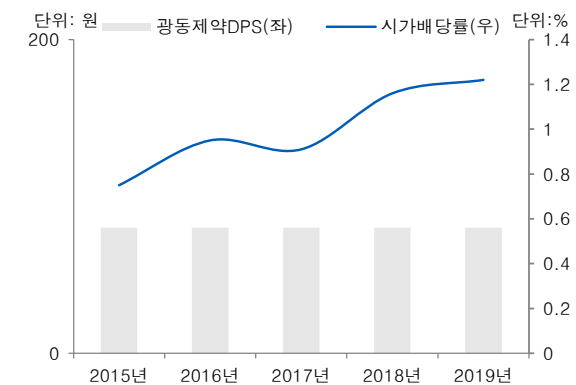
자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치본부

그림15. 대원제약 연도별 DPS 및 시가배당률 현황



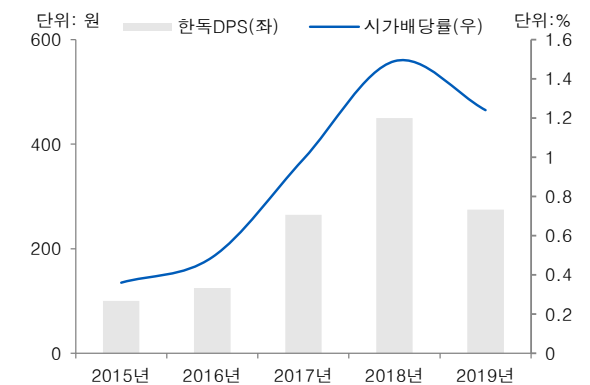
자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치본부

그림16. 광동제약 연도별 DPS 및 시가배당률 현황



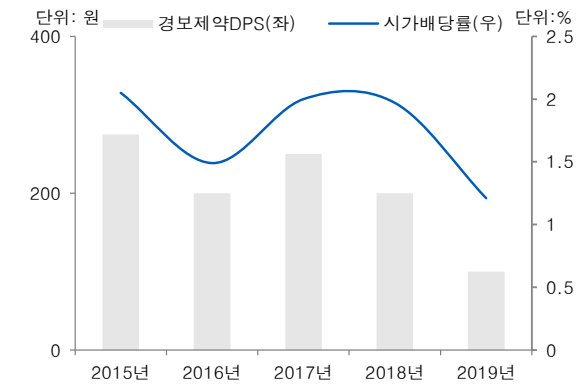
자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치본부

그림17. 한독 연도별 DPS 및 시가배당률 현황



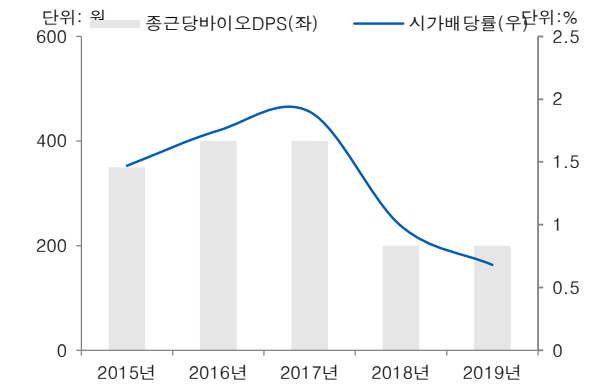
자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치본부

그림18. 경보제약 연도별 DPS 및 시가배당률 현황

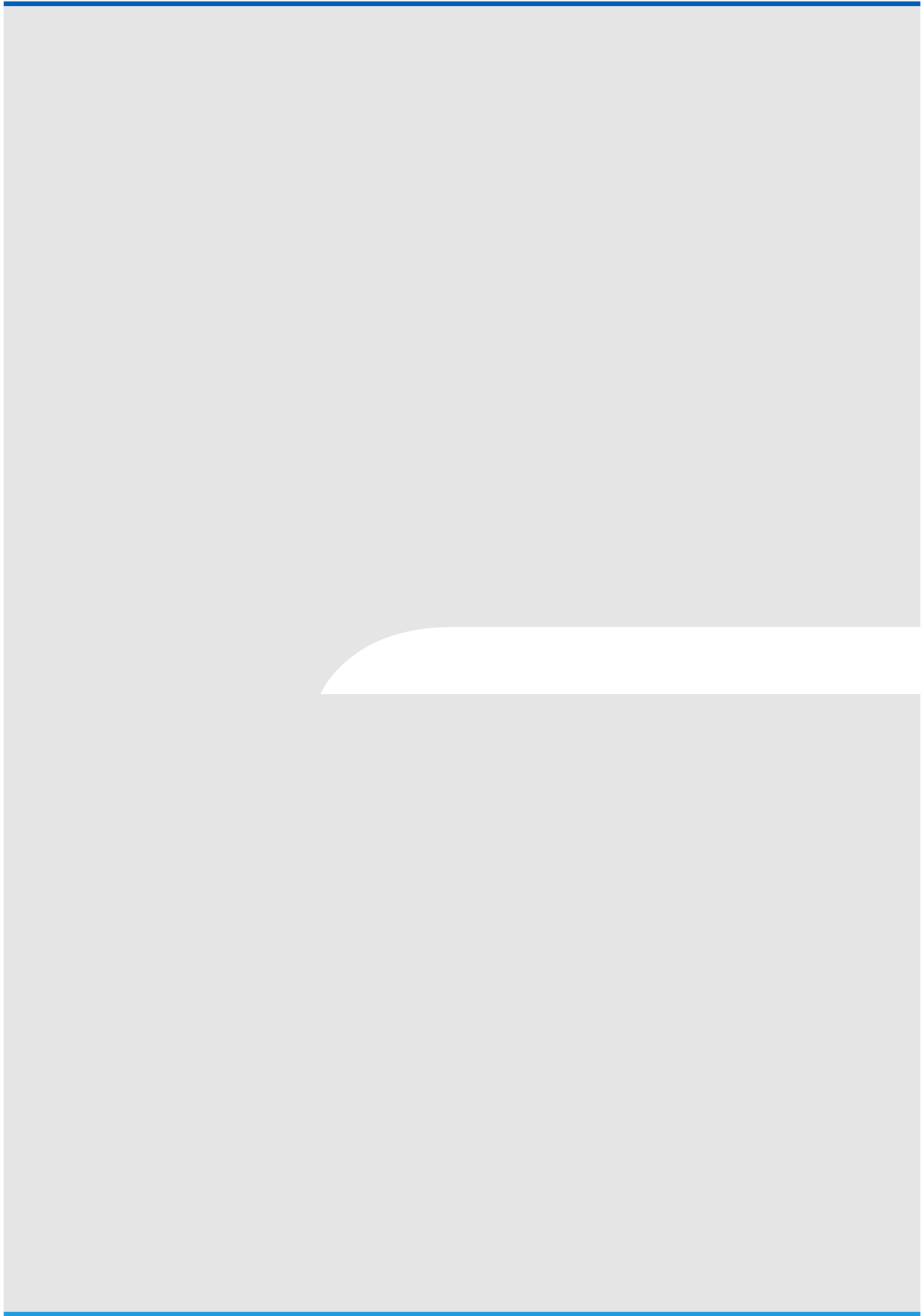


자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치본부

그림19. 종근당바이오 연도별 DPS 및 시가배당률 현황



자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치본부



기업분석

한독 (002390KS Buy 신규 TP 50,000원 신규)	20
대원제약 (003220KS Buy 신규 TP 22,000원 신규)	25
삼진제약 (005500KS Hold 신규 TP 30,000원 신규)	30
광동제약 (009290KS Buy 신규 TP 12,000원 신규)	35
환인제약 (016580KS Buy 신규 TP 20,000원 신규)	40
종근당바이오 (063160KS Reduce 신규 TP 29,000원 신규)	45
경보제약 (214390KS Buy 신규 TP 12,000원 신규)	50
하나제약 (293480KS Buy 신규 TP 30,000원 신규)	55

Analyst 김형수 · 02)6923-7339 · knkhs79@capefn.com

한독 (002390KS | Buy 신규 | TP 50,000원 신규)**희귀의약품을 바탕으로 순항 중**

1954년 4월에 설립된 한독은 사노피아벤티스, 테바 등 다국적제약사와 다양한 협업을 거쳐 관계를 구축하였습니다. 이를 바탕으로 희귀의약품을 국내에 도입해 성장성과 수익성을 높이고 있습니다. 제넥신과 공동으로 투자중인 레졸루트가 11월에 상장(시가총액 1.7억달러)되었습니다. 투자자산 가치의 반영으로 기업가치 재고가 기대됩니다. 투자 의견 'BUY', 목표주가 5만원으로 커버리지를 개시합니다.

회사소개

- 1954년 4월 설립. 1976년 6월 유가증권시장 상장
- 최대주주 및 특수관계인 43.4% 보유 / 전문의약품 58%, 일반의약품 14%, 의료기기 17%, 기타 11%로 매출 구성
- 독일 핵스트(1957), 아벤티스파마(2000), 사노피아벤티스(2005), 테바(2013) 등 다국적제약사와 다양한 협업 경험

투자포인트

- 솔리리스(발작성야간혈색소뇨증), 옵서미트 (폐동맥고혈압), 데피텔리오(중증간정맥폐쇄증), 갈라폴드(경구용 파브리병 치료제) 등 희귀의약품 지속 도입 및 판매. 솔리리스 추가 적응증(비정형 용혈성 요독증후군) 획득으로 시장확대
- 의약품 다국적 유통사인 줄리파마를 통해 싱가포르 및 말레이시아 수출 진행
- 관계사(지분율 33.89%) Rezolute의 나스닥 상장(11/9)으로 투자자산(시가총액 1.7억달러)의 기업가치 반영

투자 의견 'BUY', 목표주가 5만원으로 커버리지 시작

- 희귀의약품, 만성질환으로 필수소비 의약품 라인을 바탕으로 실적과 수익 상승
- 2020년 매출액 5,008억원(YoY +5.9%), 영업이익 341억원(YoY +24.1%)으로 호실적 전망
- 2020년 예상매출액, 3년평균 PSR 0.89, 투자지분가치(상장, 비상장 구분)를 반영하여 목표주가 5만원 산정

Stock Data**경영실적 전망**

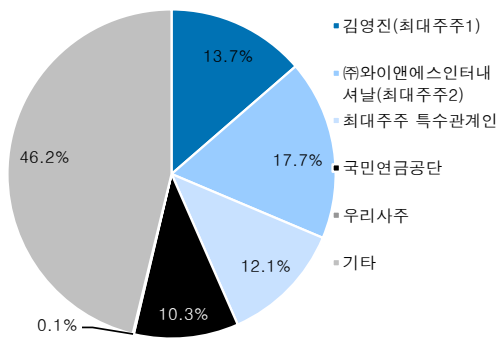
결산기(12월)	단위	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액	(십억원)	447	473	501	530	561
영업이익	(십억원)	22	27	34	38	42
영업이익률	(%)	4.9	5.8	6.8	7.2	7.5
순이익	(십억원)	8	35	25	24	26
EPS	(원)	583	2,538	1,839	1,718	1,896
증감률	(%)	50.9	335.0	-27.5	-6.6	10.4
PER	(배)	52.6	8.9	17.6	18.9	17.1
PBR	(배)	1.4	0.9	1.2	1.2	1.1
ROE	(%)	2.3	10.3	6.9	6.1	6.4
EV/EBITDA	(배)	13.6	10.4	10.6	10.4	10.1
순차입금	(십억원)	140	193	161	136	114
부채비율	(%)	108.3	117.6	107.0	104.7	102.2

한독 | 희귀의약품을 바탕으로 순항 중

CAPE

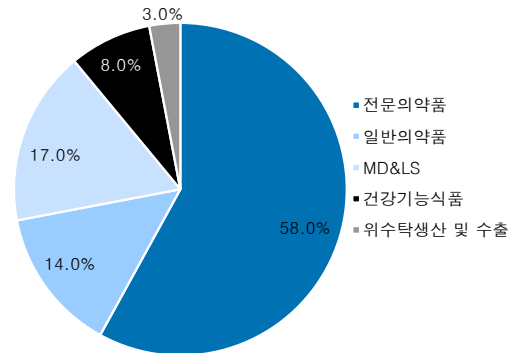
회사소개

그림1. 주주현황



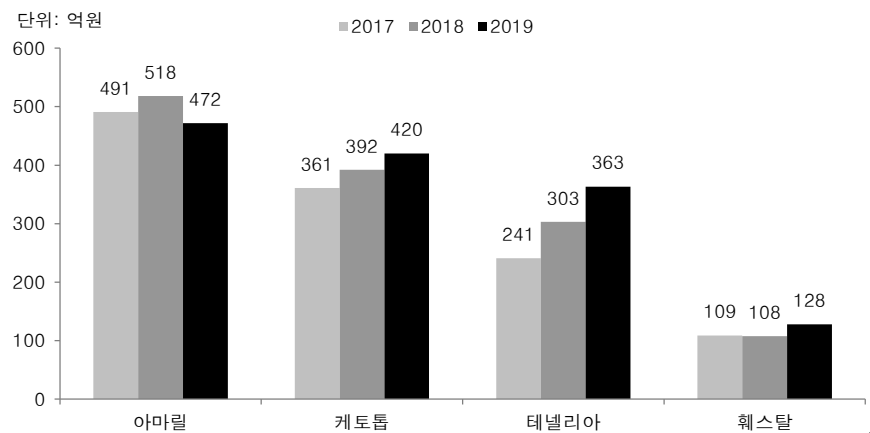
자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치센터

그림2. 사업부별 매출 비중



자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치센터

그림3. 주요제품 매출 현황



자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치센터

표1. 연구개발 현황

회사	구분	연구시작	프로젝트명	적응증	개발단계
한독	바이오	2012	HL2356	성인 성장호르몬결핍증 치료제	임상2(한국, 독일 등 유럽)
한독	바이오	2012	HL2356	소아 성장호르몬결핍증 치료제	임상2(한국, 러시아, 우크라이나 등 동유럽)
한독	합성신약	2015	HL5101	표적항암치료제	임상1(국내)

자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치센터

한독 | 희귀의약품을 바탕으로 순항 중

표2. 오픈이노베이션 현황

회사	계약현황	계약체결일	파트너사	품목	적응증
한독	라이선스인	2019.05.24.	에스씨엠생명과학	SCM-AD	중증 아토피 피부염을 위한 줄기세포 치료제
한독	라이선스인	2019.10.18.	사노피아벤티스코리아	아프로바스크	고혈압 치료제
한독	라이선스인	2019.10.18.	사노피아벤티스코리아	코아프로바스크	고혈압 치료제
한독	라이선스인	2020.09.15.	Rezolut Inc.	RZ358	선천성 고인슐린증 치료제
한독	라이선스인	2020.09.15.	Rezolut Inc.	RZ402	당뇨병성 황반부종 치료제

자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치본부

CAPE

실적전망

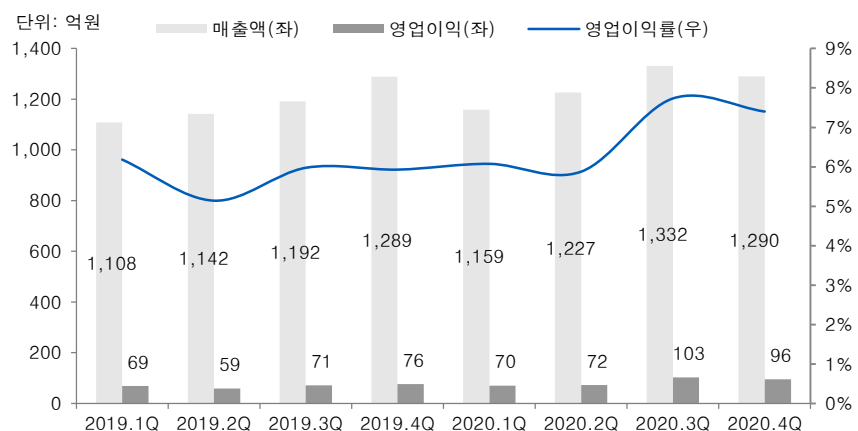
4 분기 실적 전망

표3. 분기별 실적 전망

구분	1Q.19A	2Q.19A	3Q.19A	4Q.19A	1Q.20A	2Q.20A	3Q.20A	4Q.20(F)	YoY	QoQ
매출액	1,108	1,142	1,192	1,289	1,159	1,227	1,332	1,291	0.1%	-3.1%
영업이익	68	59	71	76	70	72	103	96	25.1%	-7.2%
순이익	66	-57	166	164	-7	11	143	99	-39.8%	-31.1%
영업이익률	6.2%	5.1%	6.0%	5.9%	6.1%	5.9%	7.7%	7.4%		
순이익률	6.0%	-4.9%	13.9%	12.7%	-0.6%	0.9%	10.7%	7.6%		

자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림4. 분기별 실적 전망



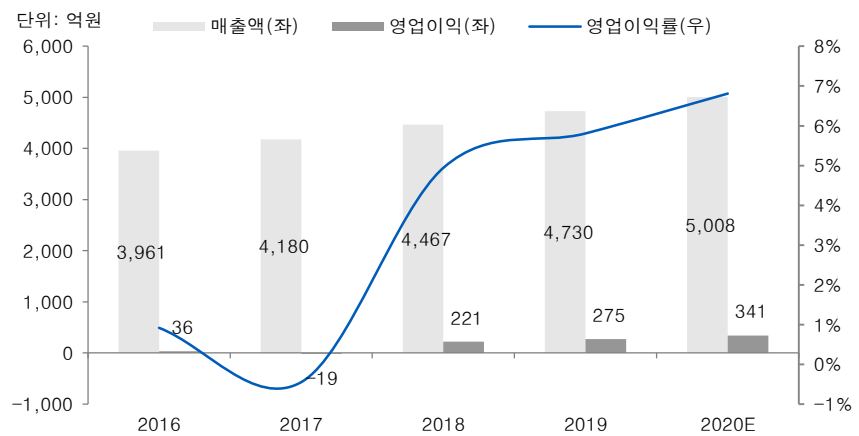
자료: 케이프투자증권 리서치본부

연간 실적 전망

표4. 연도별 실적 전망					(단위: 억원)
구분	2017A	2018A	2019A	2020(F)	YoY
매출액	4,180	4,467	4,730	5,008	5.9%
영업이익	-19	221	275	341	24.1%
순이익	35	71	339	246	-27.5%
영업이익률	-0.4%	4.9%	5.8%	6.8%	
순이익률	0.8%	1.6%	7.2%	4.9%	

자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림5. 연도별 실적 전망



자료: 케이프투자증권 리서치본부

한독 | 희귀의약품을 바탕으로 순항 중

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2019A	2020E	2021E	2022E	(십억원)	2019A	2020E	2021E	2022E
유동자산	310	334	376	417	매출액	473	501	530	561
현금및현금성자산	18	26	51	73	증가율(%)	5.9	5.9	5.9	5.9
매출채권 및 기타채권	159	169	179	189	매출원가	307	325	344	364
재고자산	95	100	106	112	매출총이익	166	176	186	197
비유동자산	439	421	410	403	매출총이익률(%)	35.1	35.1	35.1	35.1
투자자산	118	124	130	136	판매비와 관리비	139	142	148	155
유형자산	167	144	126	113	영업이익	27	34	38	42
무형자산	96	96	96	96	영업이익률(%)	5.8	6.8	7.2	7.5
자산총계	749	755	786	820	EBITDA	49	58	56	56
유동부채	268	251	260	270	EBITDA M%	10.4	11.5	10.6	9.9
매입채무 및 기타채무	126	133	141	150	영업외손익	21	3	-6	-5
단기차입금	51	95	95	95	지분법관련손익	1	0	0	0
유동성장기부채	70	0	0	0	금융손익	-6	-2	-6	-5
비유동부채	137	139	142	145	기타영업외손익	25	6	0	0
사채 및 장기차입금	93	93	93	93	세전이익	48	37	33	37
부채총계	405	390	402	415	법인세비용	15	13	10	12
지배기업소유지분	341	362	382	404	당기순이익	34	25	23	25
자본금	7	7	7	7	지배주주순이익	35	25	24	26
자본잉여금	83	83	83	83	지배주주순이익률(%)	7.2	4.9	4.3	4.5
이익잉여금	260	282	302	324	비지배주주순이익	-1	-1	-1	-1
기타자본	-9	-9	-9	-9	기타포괄이익	-7	0	0	0
비지배지분	3	3	2	1	총포괄이익	27	25	23	25
자본총계	344	365	384	406	EPS 증가율(%, 지배)	335.0	-27.5	-6.6	10.4
총차입금	225	201	201	202	이자손익	-6	-6	-6	-6
순차입금	193	161	136	114	총외화관련손익	0	0	0	0

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	9	42	35	32	총발행주식수(천주)	13,764	13,764	13,764	13,764
영업에서 창출된 현금흐름	4	62	50	49	시가총액(십억원)	312	423	423	423
이자 수취	1	1	1	1	주가(원)	22,650	30,700	30,700	30,700
이자 지급	-6	-7	-7	-7	EPS(원)	2,538	1,839	1,718	1,896
배당금 수입	0	0	0	0	BPS(원)	24,757	26,321	27,765	29,386
법인세부담액	-5	-13	-10	-12	DPS(원)	275	275	275	275
투자활동 현금흐름	-79	-6	-6	-7	PER(X)	8.9	17.6	18.9	17.1
유동자산의 감소(증가)	-12	0	0	0	PBR(X)	0.9	1.2	1.2	1.1
투자자산의 감소(증가)	-68	-6	-6	-7	EV/EBITDA(X)	10.4	10.6	10.4	10.1
유형자산 감소(증가)	-18	0	0	0	ROE(%)	10.3	6.9	6.1	6.4
무형자산 감소(증가)	3	0	0	0	ROA(%)	4.8	3.3	3.0	3.2
재무활동 현금흐름	56	-29	-3	-3	ROIC(%)	7.3	5.9	7.3	8.0
사채 및 차입금증가(감소)	51	-25	1	1	배당수익률(%)	1.2	0.9	0.9	0.9
자본금및자본잉여금 증감	2	0	0	0	부채비율(%)	117.6	107.0	104.7	102.2
배당금 지급	-6	-4	-4	-4	순차입금/자기자본(%)	56.2	44.0	35.4	28.2
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	0	0	유동비율(%)	115.6	133.0	144.6	154.5
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	4.1	4.8	5.8	6.3
현금증감	-15	8	25	22	총자산회전율	0.7	0.7	0.7	0.7
기초현금	33	18	26	51	매출채권 회전율	3.1	3.1	3.1	3.1
기말현금	18	26	51	73	재고자산 회전율	5.5	5.1	5.1	5.1
FCF	-13	42	35	32	매입채무 회전율	2.5	2.5	2.5	2.5

자료: 케이프투자증권

Analyst 김형수 · 02)6923-7339 · knkhs79@capefn.com

대원제약 (003220KS | Buy 신규 | TP 22,000원 신규)**코로나 보릿고개 끝이 보인다**

대원제약은 1958년 1월에 설립된 중견제약사로 신약과 개량신약을 꾸준히 개발, 출시하고 있는 제제기술력을 확보한 기업입니다. 코로나 백신 및 치료제 출시가 기대되는 2021년도에는 동사의 성공스토리가 이어질 것으로 전망됩니다. 대원제약에 대한 투자의견 'BUY', 목표주가 22,000원으로 커버리지를 개시합니다.

회사소개

- 1958년 1월 부산에서 창업. 1961년 8월 법인전환
- 최대주주(백승열) 및 특수관계인 38.7% / 2019년 매출 기준 로컬 57.8%, 종병 20.7%, 수탁 15.2%, 수출 3.4% 구성
- 자체개발 국산신약 12호 '펠루비'와 제제기술을 바탕으로 다수의 개량신약을 출시

투자포인트

- '코데원포르테에스시럽' 신제품 출시로 높은 보험약가 확보. 2021년 매출 및 수익성 확대 전망
- 2020년 말 신규 오리지날 도입품목 추가 예정으로 매출 성장가능성 높음
- 2021년 상반기 코로나 백신 출시에 따른 일상으로의 회귀에 따라 기존 호흡기 및 감기환자 발생 전망

투자의견 'BUY', 목표주가 22,000원으로 커버리지 개시

- 신제품 3개(코데원포르테에스시럽, 도입품목 2개) 출시로 2021년 성장스토리 복귀 전망
- 2020년 매출액 3,213억원(YoY +1.1%), 영업이익 338억원(YoY -3.7%)으로 코로나 영향에도 실적 선방
- 2020년 예상매출액, 3년 평균 PSR 1.4, 투자지분가치(상장 비상장 구분)를 반영하여 목표주가 22,000원 산정

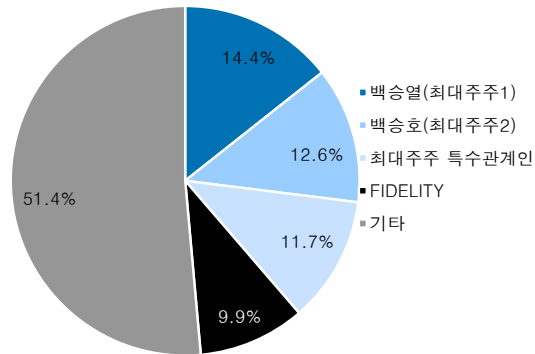
Stock Data**경영실적 전망**

결산기(12월)	단위	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액	(십억원)	287	318	321	357	386
영업이익	(십억원)	31	35	34	38	41
영업이익률	(%)	10.7	11.0	10.5	10.6	10.6
순이익	(십억원)	24	27	24	29	32
EPS	(원)	1,173	1,348	1,166	1,436	1,569
증감률	(%)	121.0	14.9	-13.5	23.2	9.3
PER	(배)	13.0	12.5	15.9	13.0	11.9
PBR	(배)	1.6	1.6	1.7	1.5	1.4
ROE	(%)	13.3	13.9	10.9	12.2	12.1
EV/EBITDA	(배)	7.8	7.9	8.4	7.3	6.5
순차입금	(십억원)	12	32	18	4	-16
부채비율	(%)	50.4	60.4	55.0	53.0	50.2

CAPE

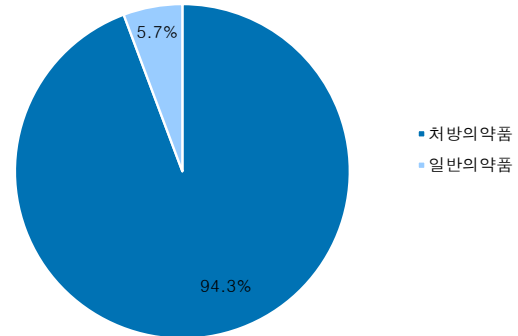
회사소개

그림1. 주주현황



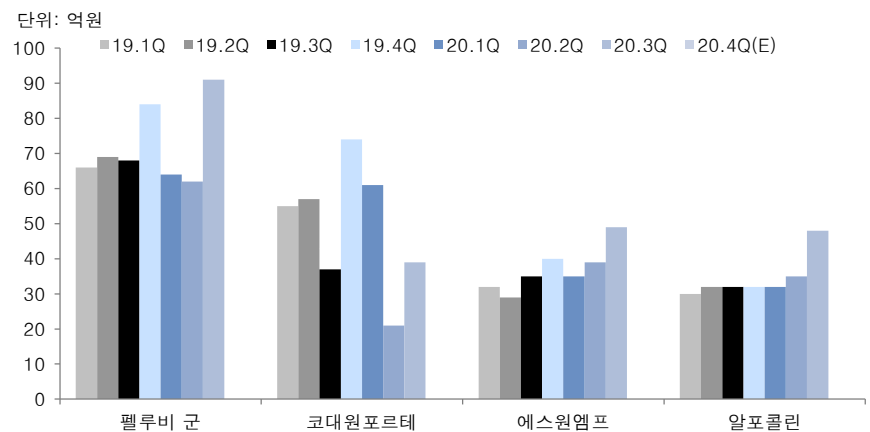
자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치센터

그림2. 사업부별 매출 비중



자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치센터

그림3. 주요제품 매출 현황



자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치센터

표1. 대원제약 연구개발 현황

회사	구분	연구시작	프로젝트명	적응증	개발단계
대원제약	합성신약	2014	DW-4301	고지혈증(이상지질혈증)	임상1 (완료)
대원제약	합성신약	2016	DW-4902	자궁근종, 자궁내막증	임상2 IND신청(국내), 임상1b완료(독일)
대원제약	개량/복합신약	2017	펠루비서방정	해열진통소염제	허가변경 완료
대원제약	개량/복합신약	2017	DW-1704	내분비계	선도연구
대원제약	개량/복합신약	2018	DW-1805	내분비계	선도연구(제제연구)
대원제약	개량/복합신약	2018	DW-1806	내분비계	선도연구(제제연구)
대원제약	개량/복합신약	2019	DW-1902	내분비계	임상1

자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치센터

표2. 오픈이노베이션 현황

회사	계약현황	계약체결일	파트너사	품목	적응증
대원제약	라이선스인	2014.11.14.	Sun Pharmaceutical Industries Ltd.	DW-4301	고지혈증(이상지질혈증)
대원제약	라이선스인	2019.02.25.	(주)티움바이오	DW-4902	자궁근종, 자궁내막증

자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치본부

CAPE

실적전망

4 분기 실적 전망

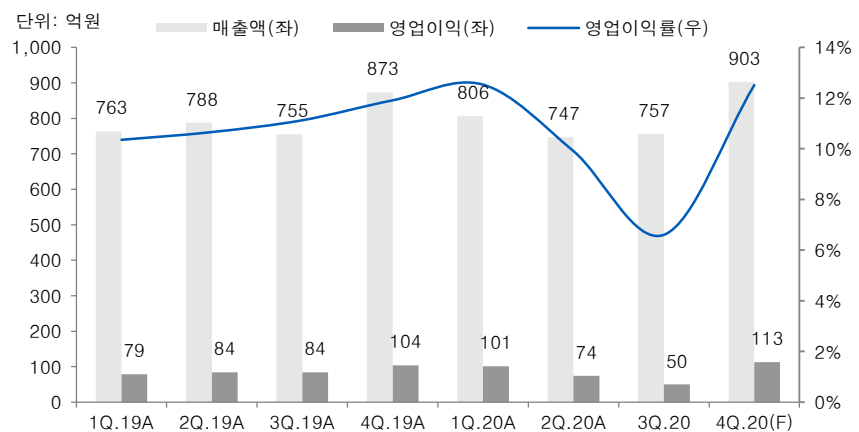
표3. 분기별 실적 전망

(단위:억원)

구분	1Q.19A	2Q.19A	3Q.19A	4Q.19A	1Q.20A	2Q.20A	3Q.20	4Q.20(F)	YoY	QoQ
매출액	763	788	755	873	806	747	757	903	3.4%	19.3%
영업이익	79	84	84	104	101	74	50	113	8.7%	126.0%
순이익	57	63	63	85	73	44	37	79	-7.1%	113.5%
영업이익률	10.4%	10.7%	11.1%	11.9%	12.5%	9.9%	6.6%	12.5%		
순이익률	7.5%	8.0%	8.3%	9.7%	9.1%	5.9%	4.9%	8.7%		

자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림4. 분기별 실적 전망



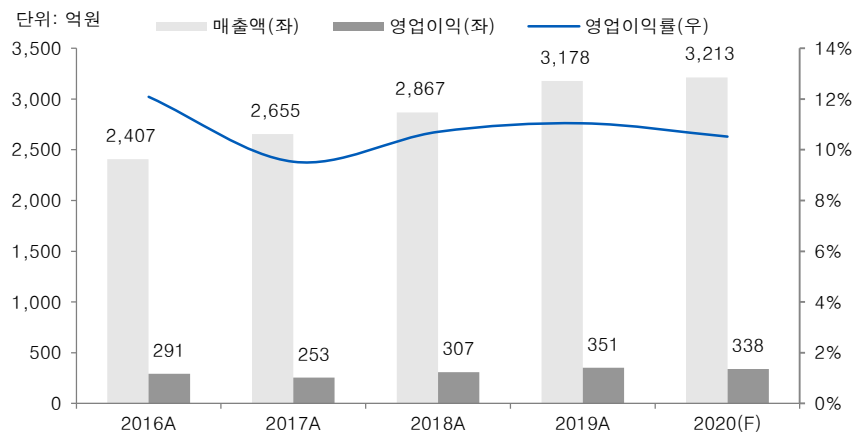
자료: 케이프투자증권 리서치본부

연간 실적 전망

표4. 연도별 실적 전망					(단위:억원)
구분	2017A	2018A	2019A	2020(F)	YoY
매출액	2,655	2,867	3,178	3,213	1.1%
영업이익	253	307	351	338	-3.7%
순이익	103	233	269	233	-13.4%
영업이익률	9.5%	10.7%	11.0%	10.5%	
순이익률	3.9%	8.1%	8.5%	7.3%	

자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림5. 연도별 실적 전망



자료: 케이프투자증권 리서치본부

대원제약 | 코로나 보릿고개 끝이 보인다

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2019A	2020E	2021E	2022E	(십억원)	2019A	2020E	2021E	2022E
유동자산	122	133	159	188	매출액	318	321	357	386
현금및현금성자산	13	24	38	56	증가율(%)	10.9	1.1	11.2	7.9
매출채권 및 기타채권	48	45	50	54	매출원가	138	140	155	167
재고자산	52	56	62	67	매출총이익	180	182	202	218
비유동자산	206	211	217	221	매출총이익률(%)	56.7	56.6	56.6	56.6
투자자산	15	15	15	16	판매비와 관리비	145	148	164	177
유형자산	156	158	162	166	영업이익	35	34	38	41
무형자산	20	24	26	26	영업이익률(%)	11.0	10.5	10.6	10.6
자산총계	328	345	376	409	EBITDA	47	47	52	55
유동부채	62	58	62	65	EBITDA M%	14.8	14.6	14.4	14.3
매입채무 및 기타채무	31	28	31	33	영업외손익	0	-3	0	0
단기차입금	20	20	20	20	지분법관련손익	0	0	0	0
유동성장기부채	1	0	0	0	금융손익	0	-1	0	0
비유동부채	62	64	68	71	기타영업외손익	0	-2	0	0
사채 및 장기차입금	30	30	30	30	세전이익	35	31	38	41
부채총계	123	122	130	137	법인세비용	8	7	9	10
지배기업소유지분	205	223	247	274	당기순이익	27	23	29	31
자본금	10	10	10	10	지배주주순이익	27	24	29	32
자본잉여금	10	10	10	10	지배주주순이익률(%)	8.5	7.2	8.0	8.1
이익잉여금	188	207	231	257	비지배주주순이익	0	0	0	0
기타자본	-3	-3	-3	-3	기타포괄이익	-1	0	0	0
비지배지분	-1	-1	-2	-2	총포괄이익	26	23	29	31
자본총계	204	222	246	272	EPS 증가율(% , 지배)	14.9	-13.5	23.2	9.3
총차입금	51	51	51	51	이자손익	0	0	0	0
순차입금	32	18	4	-16	총외화관련손익	0	0	0	0

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	31	37	39	43	총발행주식수(천주)	19,663	20,244	20,244	20,244
영업에서 창출된 현금흐름	41	45	48	53	시가총액(십억원)	340	397	397	397
이자 수취	0	0	0	0	주가(원)	16,804	19,600	19,600	19,600
이자 지급	0	0	0	0	EPS(원)	1,348	1,166	1,436	1,569
배당금 수입	0	0	0	0	BPS(원)	10,309	11,223	12,407	13,724
법인세부담액	-10	-7	-9	-10	DPS(원)	260	260	260	260
투자활동 현금흐름	-48	-20	-20	-19	PER(X)	12.5	15.9	13.0	11.9
유동자산의 감소(증가)	-4	-2	-1	-1	PBR(X)	1.6	1.7	1.5	1.4
투자자산의 감소(증가)	-9	0	0	0	EV/EBITDA(X)	7.9	8.4	7.3	6.5
유형자산 감소(증가)	-33	-11	-14	-15	ROE(%)	13.9	10.9	12.2	12.1
무형자산 감소(증가)	-4	-7	-5	-3	ROA(%)	8.9	6.9	7.9	8.0
재무활동 현금흐름	15	-6	-5	-5	ROIC(%)	11.9	10.5	11.2	11.7
사채 및 차입금증가(감소)	23	-1	0	0	배당수익률(%)	1.5	1.3	1.3	1.3
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0	부채비율(%)	60.4	55.0	53.0	50.2
배당금 지급	-5	-5	-5	-5	순차입금/자기자본(%)	15.8	8.2	1.6	-5.7
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	0	0	유동비율(%)	196.9	230.5	256.1	286.3
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	130.7	98.3	110.7	119.8
현금증감	-2	11	14	19	총자산회전율	1.1	1.0	1.0	1.0
기초현금	15	13	24	38	매출채권 회전율	6.8	6.9	7.6	7.5
기말현금	13	24	38	56	재고자산 회전율	6.6	6.0	6.1	6.0
FCF	-2	26	25	27	매입채무 회전율	4.6	4.8	5.3	5.2

자료: 케이프투자증권

Analyst 김형수 · 02)6923-7339 · knkhs79@capefn.com

삼진제약 (005500KS | Hold 신규 | TP 30,000원 신규)**고진감래(苦盡甘來)**

삼진제약은 1968년 4월 설립되어 1988년 유가증권시장에 상장된 중견제약사입니다. 항혈전제 '플래리스'를 필두로 지금까지 우수한 성장, 수익, 배당의 모습을 보여 주었습니다. 매출구조 개선을 위한 작업이 코로나와 더불어 금년에 마무리 될 전망입니다. 동사에 대한 투자의견 'HOLD', 목표주가 30,000원으로 커버리지 개시합니다.

회사소개

- 1968년 4월 설립. 1988년 6월 유가증권시장 상장
- 최대주주(조익환) 및 특수관계인 12.85% / 2020년 2분기 기준 ETC 75%, OTC 18%, 수출 2%, 기타 5%로 구성
- '플라빅스'의 복제약인 '플래리스'의 높은 시장영향력으로 오리지널과 비슷한 매출 지속

투자포인트

- 연말 현금배당 800원 이상 기대되며, 3%의 높은 시가배당률 전망
- 2010년도 초반 소염진통제, 항생제 중심에서 최근 순환기 및 대사성질환 중심으로 매출구조 변화 중
- 삼성SDS에서 분사하여 만들어진 웰리스와 10월 사업협력 및 투자협약을 체결로 심전도 모니터 원격의료기기 확보

투자의견 'HOLD', 목표주가 30,000원으로 커버리지 개시

- 신성장동력을 확보하기 위한 일반의약품, 화장품, 건강기능식품, 의약품 등으로의 시도가 21년 성과 도출 전망
- 2020년 매출액 2,402억원(YoY -0.7%), 영업이익 420억원(YoY -4.8%)으로 전년과 유사한 실적 전망
- 2020년 예상매출액, 3년평균 PSR 1.9을 이용해 목표주가 30,000원으로 산정

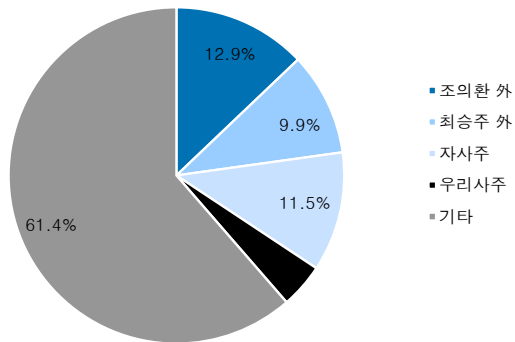
**경영실적 전망**

결산기(12월)	단위	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액	(십억원)	260	242	240	246	254
영업이익	(십억원)	60	44	42	44	45
영업이익률	(%)	22.9	18.2	17.5	17.8	17.8
순이익	(십억원)	26	11	33	34	35
EPS	(원)	1,836	812	2,401	2,467	2,520
증감률	(%)	-28.7	-55.8	195.8	2.7	2.2
PER	(배)	21.9	30.7	10.9	10.6	10.4
PBR	(배)	2.5	1.5	1.5	1.3	1.2
ROE	(%)	13.0	5.7	15.9	14.7	13.6
EV/EBITDA	(배)	7.9	6.1	6.2	5.5	4.9
순차입금	(십억원)	-35	-36	-59	-84	-107
부채비율	(%)	26.9	23.6	25.9	23.4	21.4

CAPE

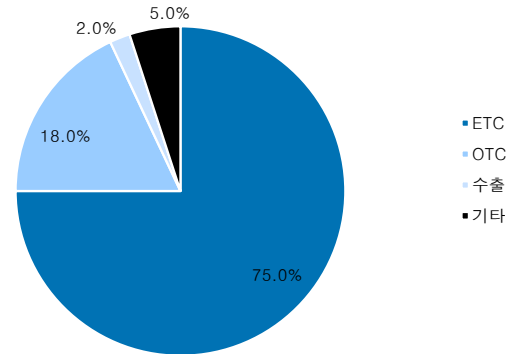
회사소개

그림1. 주주현황



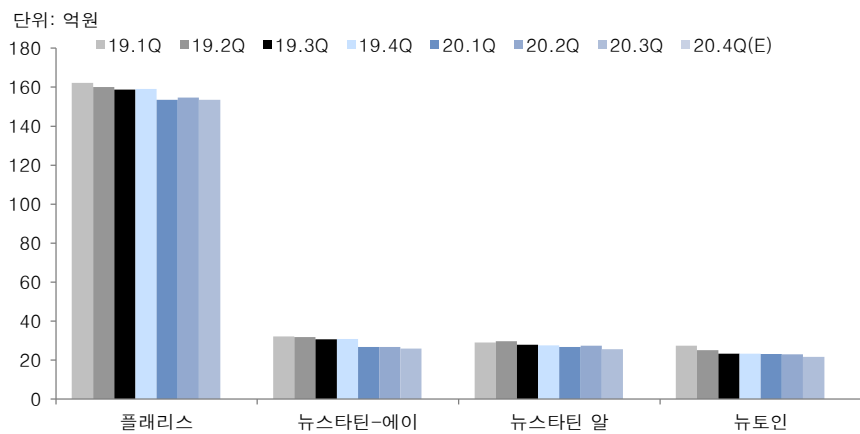
자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 사업부별 매출 비중



자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치본부

그림3. 주요제품 매출 현황



자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치본부

표1. 연구개발 현황

회사	구분	연구시작	프로젝트명	적응증	개발단계
삼진제약	합성신약	2006	항암제	혈액암, 고형암	미국 FDA IND 신청 준비
삼진제약	합성신약	2014	SA001	경구용 안구건조증, 쇼그렌 증후군	임상2
삼진제약	합성신약	2014	SJP1601	항암(전이성 대장암)	전임상
삼진제약	합성신약	2016	SJP1604	항암(급성골수성백혈병 등 혈액암)	전임상
삼진제약	합성신약	2016	SJP1602	항암(전이성 유방암)	후보 물질 탐색
삼진제약	합성신약	2018	SJP1801	치매, 파킨슨	후보 물질 탐색 및 효능평가
삼진제약	합성신약	2018	SJP1803/1804	노인성 황반변성(AMD)	전임상(미국)
삼진제약	합성신약	2019	SJP1901	항암	후보 물질 탐색

자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치센터

CAPE

실적전망

4분기 실적 전망

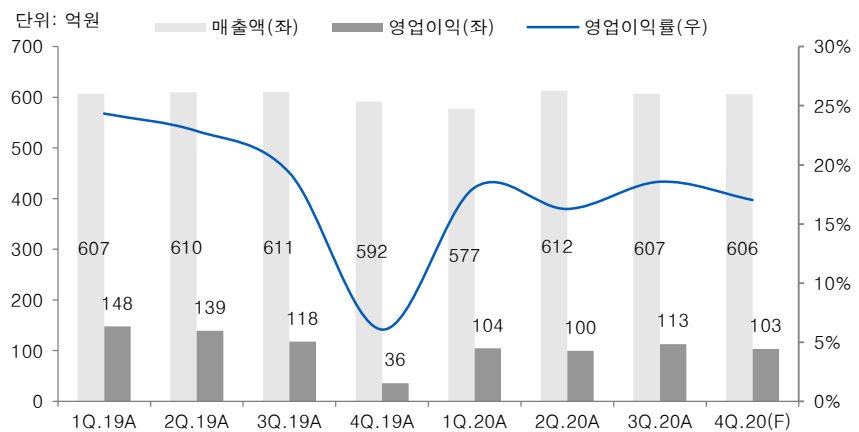
표2. 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

구분	1Q.19A	2Q.19A	3Q.19A	4Q.19A	1Q.20A	2Q.20A	3Q.20A	4Q.20(F)	YoY	QoQ
매출액	607	610	611	592	577	612	607	606	2.5%	-0.1%
영업이익	148	139	118	36	104	100	113	103	187.6%	-8.4%
영업이익률	24.3%	22.9%	19.3%	6.1%	18.1%	16.3%	18.6%	17.0%		

자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림4. 분기별 실적 전망



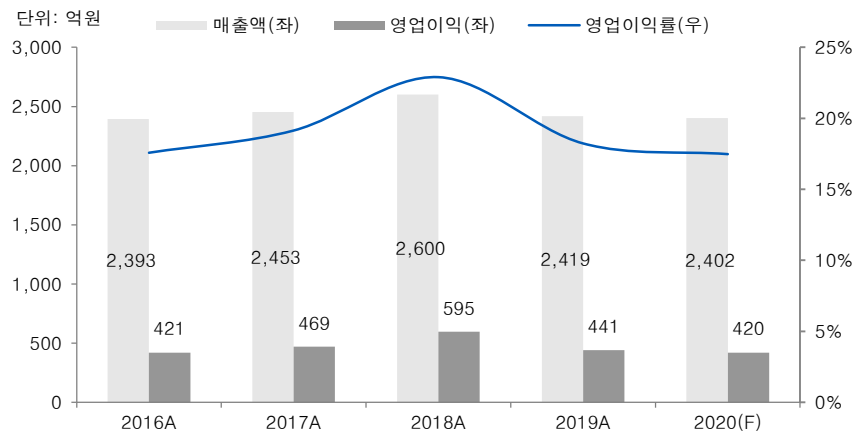
자료: 케이프투자증권 리서치본부

연간 실적 전망

표3. 연도별 실적 전망					(단위: 억원)
구분	2017A	2018A	2019A	2020(F)	YoY
매출액	2,453	2,600	2,419	2,402	-0.7%
영업이익	469	595	441	420	-4.8%
영업이익률	19.1%	22.9%	18.2%	17.5%	

자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림5. 연도별 실적 전망



자료: 케이프투자증권 리서치본부

삼진제약 | 고진감래(苦盡甘來)

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2019A	2020E	2021E	2022E	(십억원)	2019A	2020E	2021E	2022E
유동자산	150	186	212	239	매출액	242	240	246	254
현금및현금성자산	32	64	88	110	증가율(%)	-7.0	-0.7	2.5	3.3
매출채권 및 기타채권	53	52	54	55	매출원가	121	125	129	133
재고자산	58	62	64	66	매출총이익	121	115	118	122
비유동자산	94	93	90	90	매출총이익률(%)	49.9	47.8	47.8	47.8
투자자산	4	4	4	4	판매비와 관리비	77	73	74	76
유형자산	74	72	70	69	영업이익	44	42	44	45
무형자산	8	8	8	8	영업이익률(%)	18.2	17.5	17.8	17.8
자산총계	244	278	303	329	EBITDA	51	49	51	52
유동부채	31	37	37	37	EBITDA M%	20.9	20.6	20.5	20.4
매입채무 및 기타채무	28	32	33	34	영업외손익	-23	1	1	1
단기차입금	0	3	2	1	지분법관련손익	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	금융손익	0	1	1	1
비유동부채	16	20	20	21	기타영업외손익	-23	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	6	6	6	세전이익	21	43	45	46
부채총계	47	57	57	58	법인세비용	10	9	10	11
지배기업소유자본	197	221	245	271	당기순이익	11	33	34	35
자본금	14	14	14	14	지배주주순이익	11	33	34	35
자본잉여금	24	24	24	24	지배주주순이익률(%)	4.7	13.9	13.9	13.8
이익잉여금	183	206	231	256	비지배주주순이익	0	0	0	0
기타자본	-23	-23	-23	-23	기타포괄이익	-4	0	0	0
비지배자본	0	0	0	0	총포괄이익	8	33	34	35
자본총계	197	221	245	271	EPS 증가율(%, 지배)	-55.8	195.8	2.7	2.2
총차입금	1	11	10	9	이자손익	0	0	1	1
순차입금	-36	-59	-84	-107	총외화관련손익	0	0	0	0

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	24	39	39	39	총발행주식수(천주)	13,900	13,900	13,900	13,900
영업에서 창출된 현금흐름	38	48	49	50	시가총액(십억원)	347	379	379	379
이자 수취	0	1	1	1	주가(원)	24,950	27,250	27,250	27,250
이자 지급	0	0	0	0	EPS(원)	812	2,401	2,467	2,520
배당금 수입	0	0	0	0	BPS(원)	16,112	17,804	19,563	21,375
법인세부담액	-15	-9	-10	-11	DPS(원)	800	800	800	800
투자활동 현금흐름	-12	-6	-5	-6	PER(X)	30.7	10.9	10.6	10.4
유동자산의 감소(증가)	-1	0	0	0	PBR(X)	1.5	1.5	1.3	1.2
투자자산의 감소(증가)	1	0	0	0	EV/EBITDA(X)	6.1	6.2	5.5	4.9
유형자산 감소(증가)	-8	-6	-4	-6	ROE(%)	5.7	15.9	14.7	13.6
무형자산 감소(증가)	-3	-1	0	0	ROA(%)	4.5	12.8	11.8	11.1
재무활동 현금흐름	-11	0	-11	-11	ROIC(%)	14.3	20.0	20.7	20.9
사채 및 차입금증가(감소)	1	9	-1	-1	배당수익률(%)	3.2	2.9	2.9	2.9
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0	부채비율(%)	23.6	25.9	23.4	21.4
배당금 지급	-10	-10	-10	-10	순차입금/자기자본(%)	-18.1	-26.5	-34.0	-39.4
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	0	0	유동비율(%)	488.8	500.1	574.9	642.8
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	1,826.6	209.3	129.8	148.1
현금증감	1	32	24	22	총자산회전율	1.0	0.9	0.8	0.8
기초현금	31	32	64	88	매출채권 회전율	4.1	4.5	4.7	4.7
기말현금	32	64	88	110	재고자산 회전율	4.0	4.0	3.9	3.9
FCF	15	33	35	33	매입채무 회전율	4.2	4.2	4.0	4.0

자료: 케이프투자증권

Analyst 김형수 · 02)6923-7339 · knkhs79@capefn.com

광동제약 (009290KS | Buy 신규 | TP 12,000원 신규)**제약사업부문 역량강화**

광동제약은 1963년 10월에 설립되어, 1989년 11월에 상장되었습니다. 청심원, 쌍화탕, 비타500, 옥수수수염차, 삼다수 등 대중적인 브랜드를 소유하고 있는 제약회사입니다. 지난 5월 바이넥스와 바이오신사업 협약을 했으며, 여성성욕저하 장애치료제의 국내 가교임상 3상을 진행중입니다. 동사에 대한 투자 의견 'BUY', 목표주가 12,000원을 제시합니다.

회사소개

- 1963년 10월 설립. 1989년 11월 유가증권시장 상장
- 최대주주(최성원) 및 특수관계인 17.69% / 2019년 기준 약국11%, 병원11%, 유통25%, 생수 28%, 기타25%로 구성
- 청심원, 쌍화탕, 비타500, 옥수수수염차, 삼다수 등 대중적인 브랜드 다수 보유

투자포인트

- 지난 5월 바이넥스와 진행중인 바이오 신사업, 합성 의약품사업 등 헬스케어 부문에 대한 전략적 협력관계 구축으로 미국 CAR-T 개발회사 페프로민바이오 지분을 확보. 바이넥스의 이혁중 대표를 광동제약 CSO(최고전략책임자)를 선임해 바이오의약품에 대한 협업을 높이고 있음
- 국내 독점 판권을 보유하고 있는 여성성욕저하장애(HSDD) 치료 신약 '바이리시(Vyleesi)'의 국내 가교 임상 3상 진행 중으로 신약 출시 기대감 증가

투자 의견 'BUY', 목표주가 12,000원으로 커버리지 개시

- 2020년 매출액 12,655억원(YoY +2.2%), 영업이익 490억원(YoY +17.2%)으로 외형보다 수익성이 좋아진 한해
- 2020년 예상매출액, 3년 평균 PSR 0.3과 비상장 투자자들의 장부가를 적용하여 목표가 12,000원 산정

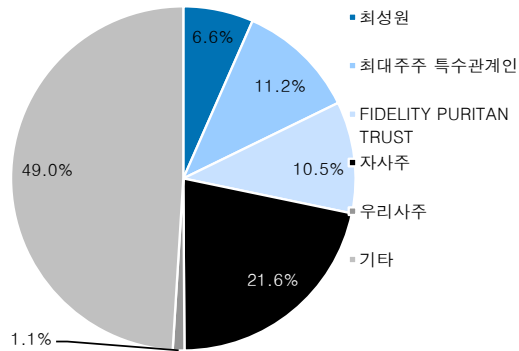
**경영실적 전망**

결산기(12월)	단위	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액	(십억원)	1,180	1,238	1,265	1,307	1,361
영업이익	(십억원)	34	42	49	57	65
영업이익률	(%)	2.9	3.4	3.9	4.3	4.7
순이익	(십억원)	22	23	42	41	48
EPS	(원)	426	440	799	791	924
증감률	(%)	-3.7	3.2	81.7	-1.1	16.9
PER	(배)	16.1	15.1	11.8	11.9	10.2
PBR	(배)	0.8	0.7	1.0	0.9	0.8
ROE	(%)	5.2	5.2	8.8	8.1	8.7
EV/EBITDA	(배)	7.1	6.1	7.2	6.1	5.0
순차입금	(십억원)	-19	-2	-45	-84	-125
부채비율	(%)	69.9	77.2	71.1	65.5	60.2

CAPE

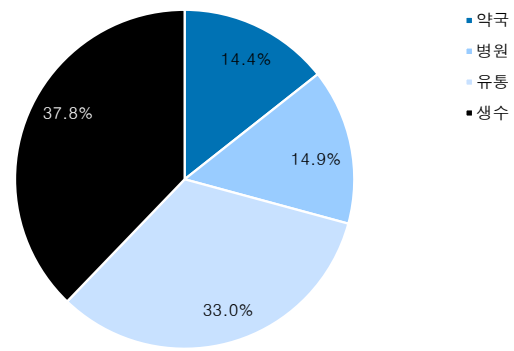
회사소개

그림1. 주주현황



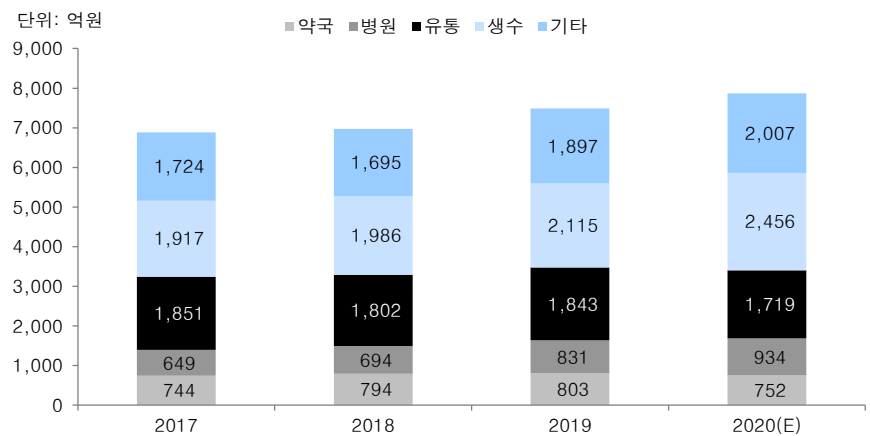
자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 사업부별 매출 비중



자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치본부

그림3. 사업부별 매출 현황



자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치본부

표1. 연구개발 현황

회사	구분	연구시작	프로젝트명	적응증	개발단계
광동제약	신약	-	KD501	치매치료제	임상2 완료 -> 제품 개발 보류
광동제약	합성신약	-	KD101	비만치료제	임상2 종료, 적응증 확대 검토
광동제약	합성신약	-	KDBON-302	성인 대상 비타민D 결핍 치료제	임상3 완료
광동제약	합성펩타이드신약	-	KD-BMT-301	여성성욕저하장애 치료제	임상3 가교시험 진행 중, IND 접수

자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치센터

표2. 오픈이노베이션 현황

회사	계약현황	계약체결일	파트너사	품목	적응증
광동제약	라이선스인	2018.09.03.	Antibe Therapeutics (캐나다)	ATB-346	비스테로이드성 소염진통제
광동제약	라이선스인	2017.11.21.	Palatin Technologies (미국)	Vyleesi	여성 성욕장애 치료제

자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치본부

CAPE

실적전망

4분기 실적 전망

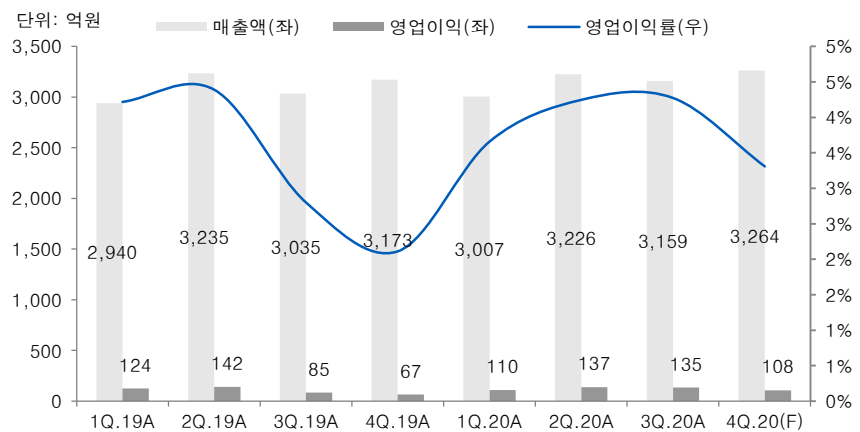
표3. 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

구분	1Q.19A	2Q.19A	3Q.19A	4Q.19A	1Q.20A	2Q.20A	3Q.20	4Q.20(F)	YoY	QoQ
매출액	2,940	3,235	3,035	3,173	3,007	3,226	3,159	3,264	2.9%	3.3%
영업이익	124	142	85	67	110	137	135	108	61.2%	-43.2%
순이익	92	76	45	14	112	112	307	53	278.6%	-60.7%
영업이익률	4.2%	4.4%	2.8%	2.1%	3.7%	4.2%	6.0%	3.3%		
순이익률	3.1%	2.3%	1.5%	0.4%	3.7%	3.5%	4.3%	1.6%		

자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림4. 분기별 실적 전망



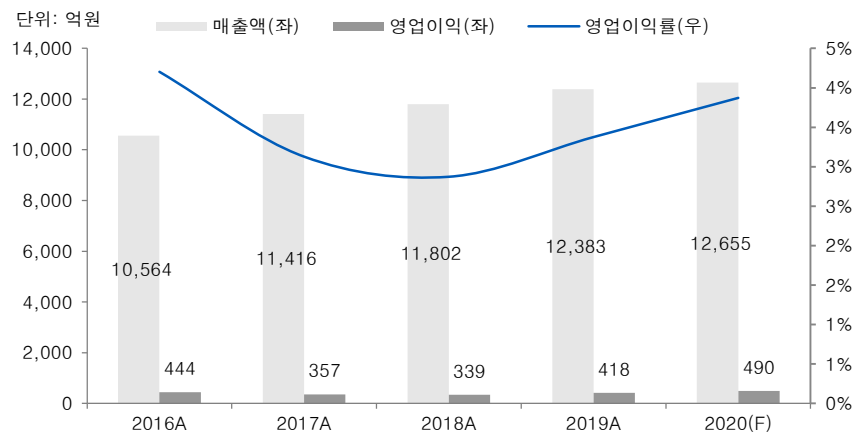
자료: 케이프투자증권 리서치본부

연간 실적 전망

표4. 연도별 실적 전망					(단위: 억원)
구분	2017A	2018A	2019A	2020(F)	YoY
매출액	11,416	11,802	12,383	12,655	2.2%
영업이익	357	339	418	490	17.2%
순이익	231	220	227	412	81.5%
영업이익률	3.1%	2.9%	3.4%	3.9%	
순이익률	2.0%	1.9%	1.8%	3.3%	

자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림5. 연도별 실적 전망



자료: 케이프투자증권 리서치본부

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2019A	2020E	2021E	2022E	(십억원)	2019A	2020E	2021E	2022E
유동자산	526	573	615	663	매출액	1,238	1,265	1,307	1,361
현금및현금성자산	76	136	165	197	증가율(%)	4.9	2.2	3.3	4.1
매출채권 및 기타채권	234	242	250	260	매출원가	980	997	1,026	1,065
재고자산	147	149	154	160	매출총이익	259	268	281	296
비유동자산	267	258	250	246	매출총이익률(%)	20.9	21.2	21.5	21.7
투자자산	54	54	54	54	판매비와 관리비	217	219	225	231
유형자산	138	130	123	119	영업이익	42	49	57	65
무형자산	16	16	15	14	영업이익률(%)	3.4	3.9	4.3	4.7
자산총계	793	830	865	909	EBITDA	61	66	71	78
유동부채	308	318	315	314	EBITDA M%	4.9	5.2	5.4	5.7
매입채무 및 기타채무	205	187	193	201	영업외손익	-5	8	3	6
단기차입금	75	100	100	90	지분법관련손익	0	0	0	0
유동성장기부채	8	10	0	0	금융손익	1	7	4	6
비유동부채	37	27	28	28	기타영업외손익	-6	1	-1	1
사채 및 장기차입금	25	15	15	15	세전이익	37	57	60	71
부채총계	345	345	342	342	법인세비용	14	16	19	23
지배기업소유지분	423	462	500	545	당기순이익	23	41	41	48
자본금	52	52	52	52	지배주주순이익	23	42	41	48
자본잉여금	53	53	53	53	지배주주순이익률(%)	1.8	3.3	3.1	3.5
이익잉여금	369	408	446	491	비지배주주순이익	0	-1	-1	-1
기타자본	-51	-51	-51	-51	기타포괄이익	1	0	0	0
비지배지분	24	24	23	22	총포괄이익	24	41	41	48
자본총계	447	485	523	567	EPS 증가율(%, 지배)	3.2	81.7	-1.1	16.9
총차입금	112	129	119	109	이자손익	-1	-1	0	1
순차입금	-2	-45	-84	-125	총외화관련손익	1	0	0	0

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	29	54	49	53	총발행주식수(천주)	52,421	52,421	52,421	52,421
영업에서 창출된 현금흐름	42	71	68	76	시가총액(십억원)	349	505	505	505
이자 수취	2	3	4	4	주가(원)	6,650	9,630	9,630	9,630
이자 지급	-3	-4	-4	-3	EPS(원)	440	799	791	924
배당금 수입	0	0	0	0	BPS(원)	9,080	9,817	10,545	11,406
법인세부담액	-13	-16	-19	-23	DPS(원)	80	80	80	80
투자활동 현금흐름	-18	-8	-7	-9	PER(X)	15.1	11.8	11.9	10.2
유동자산의 감소(증가)	16	0	0	0	PBR(X)	0.7	1.0	0.9	0.8
투자자산의 감소(증가)	-26	0	0	0	EV/EBITDA(X)	6.1	7.2	6.1	5.0
유형자산 감소(증가)	-12	-7	-7	-8	ROE(%)	5.2	8.8	8.1	8.7
무형자산 감소(증가)	2	-1	-1	-1	ROA(%)	3.0	5.1	4.8	5.4
재무활동 현금흐름	-3	14	-13	-13	ROIC(%)	7.2	10.4	11.4	12.8
사채 및 차입금증가(감소)	11	17	-10	-10	배당수익률(%)	1.2	0.8	0.8	0.8
자본금및자본잉여금 증감	1	0	0	0	부채비율(%)	77.2	71.1	65.5	60.2
배당금 지급	-3	-3	-3	-3	순차입금/자기자본(%)	-0.4	-9.3	-16.1	-22.1
외환환산으로 인한 현금변동	1	0	0	0	유동비율(%)	170.6	180.1	195.3	211.4
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	13.2	13.7	15.4	19.1
현금증감	9	60	29	31	총자산회전율	1.6	1.6	1.5	1.5
기초현금	67	76	136	165	매출채권 회전율	5.5	5.3	5.3	5.3
기말현금	76	136	165	197	재고자산 회전율	9.5	8.6	8.6	8.7
FCF	17	47	43	45	매입채무 회전율	5.1	5.1	5.4	5.4

자료: 케이프투자증권

Analyst 김형수 · 02)6923-7339 · knkhs79@capefn.com

환인제약 (016580KS | Buy 신규 | TP 20,000원 신규)**코로나 블루 극복은 환인과 함께**

환인제약은 1978년에 설립되어 1996년 7월 유가증권시장에 상장한 정신신경과 치료제 전문 종건제약사입니다. 당사는 국내 정신신경과 의약품 시장에서 국내 1위로 전체 매출에서 82%가 정신신경과 의약품으로 구성되어있습니다. 특화된 시장에서 절대 No.1의 강자로 동사에 대한 투자 의견 'BUY', 목표주가 2만원을 제시합니다.

회사소개

- 1978년 6월 설립되었으며, 1996년 7월 유가증권시장 상장.
- 최대주주(이광식) 및 특수관계인 21.90% 보유 / 2019년 기준 전문의약품(ETC) 88.6%, 일반의약품(OTC) 11.4%
- 정신신경과 치료제 국내 1위 기업으로 전체 매출에서 정신신경치료제가 매출의 81.7% 차지

투자포인트

- 국내 정신신경과 의약품 시장은 2015년 4,357억원에서 2019년 5,505억원으로 연평균 6%의 성장. 2020년 전세계 코로나 확산으로 인한 집안 격리 및 비대면 생활 폭증으로 정신신경과 의약품 시장은 더 큰 성장이 기대
- 2000년 이후부터 룬드벡사, 싸이제닉, 비오티 테라피스사, 세르비에사 등의 다국적제약회사로부터 오리지널의약품을 독점판매 제휴해 국내 경쟁관계 사전 방지
- WIP-RVVX14(치매치료제)의 임상3상 시험 준비 중으로 2021년 중 진행이 기대됨.

투자 의견 'BUY', 목표주가 20,000원으로 커버리지 개시

- 2020년 매출액 1,710억원(YoY +7.4%), 영업이익 299억원(YoY +13.2%)으로 외형보다 수익성을 더 증시킨 한해
- 2020년 예상매출액과 동사의 PSR 1년 평균 1.5배를 적용. 현재주가와 높은 괴리율로 30% 할인. 비상장 투자자들의 장부가를 적용하여 목표가 산출

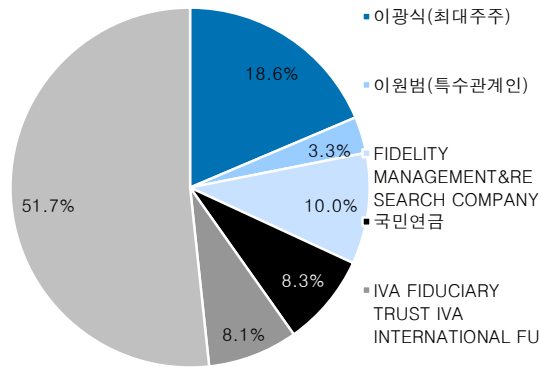


경영실적 전망						
결산기(12월)	단위	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액	(십억원)	155	159	171	183	194
영업이익	(십억원)	27	26	30	33	36
영업이익률	(%)	17.7	16.6	17.5	18.0	18.7
순이익	(십억원)	22	19	25	27	29
EPS	(원)	1,157	1,008	1,363	1,460	1,545
증감률	(%)	-20.8	-12.9	35.3	7.1	5.8
PER	(배)	16.6	15.3	10.6	9.9	9.4
PBR	(배)	1.3	1.0	0.9	0.8	0.8
ROE	(%)	8.6	7.0	8.9	8.9	8.7
EV/EBITDA	(배)	8.6	5.9	4.1	3.3	2.6
순차입금	(십억원)	-93	-109	-129	-147	-166
부채비율	(%)	10.8	11.1	9.8	9.7	9.6

CAPE

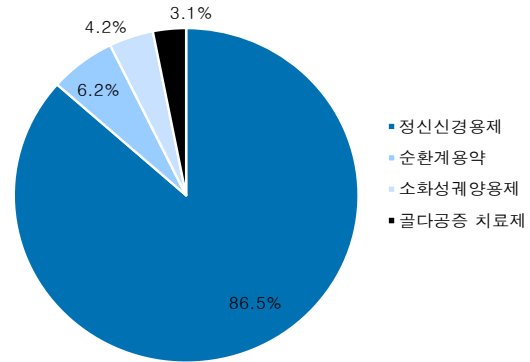
회사소개

그림1. 주주현황



자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 사업부별 매출 비중



자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치본부

표1. 환인제약 연구개발 현황

회사	구분	연구시작	프로젝트명	적응증	개발단계
환인제약	제네릭	2016	WIG-PD16	조현병	도입 확정
환인제약	신약	2018	WIF-1806	통증	유효물질 최적화 연구 진행 중
환인제약	신약	2018	WIF-1808	치매	중단
환인제약	자료제출 의약품	2019	WIG-1901	파킨슨	허가 완료
환인제약	제네릭	2019	WIG-1902	고지혈증	중단
환인제약	제네릭	2019	WIG-1903	뇌전증	중단
환인제약	제네릭	2019	WIE-1904	주요우울증	생동성시험 준비 중
환인제약	제네릭	2019	WIE-1906	고지혈증	생동성시험 준비 중
환인제약	신약	2019	WIF-1904	알츠하이머	동물효능시험 후보 약물 도출
환인제약	신약	2019	WIF-1905	알츠하이머	선도물질 최적화 연구 진행 중
환인제약	신약	2019	WIF-1906	면역항암	유효물질 최적화 연구 진행 중
환인제약	신약	2019	WIS-1901	우울증 치료제	종료
환인제약	제네릭	2020	WIT-2001	파킨슨	제제연구
환인제약	신약	2020	WIF-2001	항암제	유효물질 최적화 진행 중

자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치센터

CAPE

실적전망

4분기 실적 전망

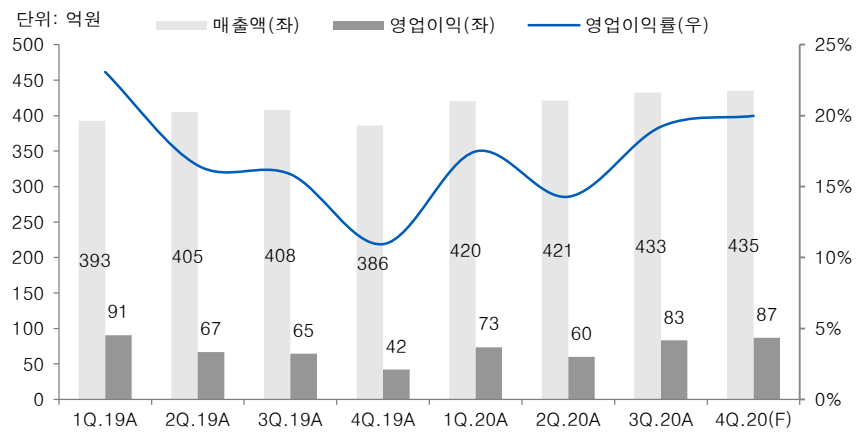
표2. 분기별 실적 전망

(단위:억원)

구분	1Q.19A	2Q.19A	3Q.19A	4Q.19A	1Q.20A	2Q.20A	3Q.20A	4Q.20(F)	YoY	QoQ
매출액	393	405	408	386	420	421	433	435	12.8%	0.7%
영업이익	91	67	65	42	73	60	83	87	106.0%	4.7%
순이익	76	28	53	30	65	48	76	64	114.1%	-15.6%
영업이익률	23.1%	16.5%	15.9%	10.9%	17.5%	14.3%	19.2%	20.0%		
순이익률	19.5%	7.0%	12.9%	7.8%	15.5%	11.3%	17.7%	14.8%		

자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림3. 분기별 실적 전망



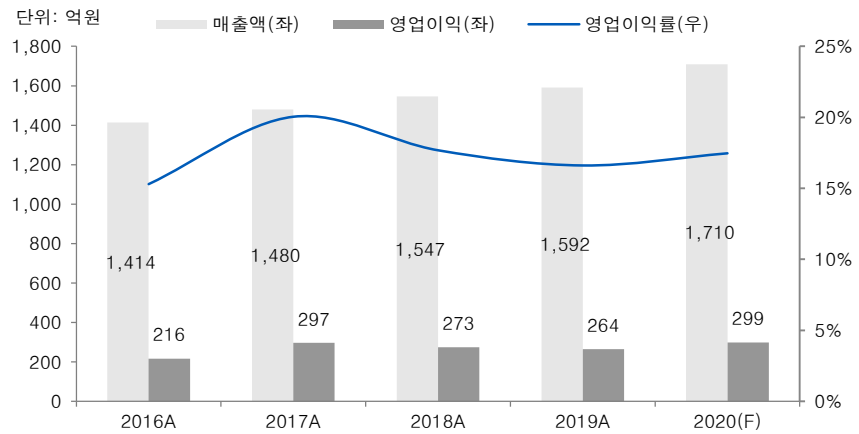
자료: 케이프투자증권 리서치본부

연간 실적 전망

표3. 연도별 실적 전망					(단위:억원)
구분	2017A	2018A	2019A	2020(F)	YoY
매출액	1,480	1,547	1,592	1,710	7.4%
영업이익	297	273	264	299	13.2%
순이익	272	215	187	254	35.3%
영업이익률	20.0%	17.7%	16.6%	17.5%	
순이익률	18.4%	13.9%	11.8%	14.8%	

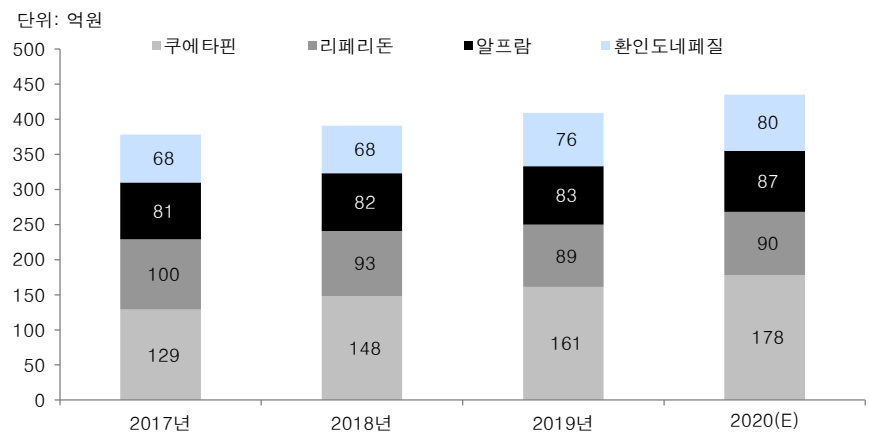
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림4. 연도별 실적 전망



자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림5. 주요제품 매출 현황



자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치본부

환인제약 | 코로나 블루 극복은 환인과 함께

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2019A	2020E	2021E	2022E	(십억원)	2019A	2020E	2021E	2022E
유동자산	204	223	247	273	매출액	159	171	183	194
현금및현금성자산	17	54	72	91	증가율(%)	2.9	7.4	6.8	6.1
매출채권 및 기타채권	64	64	69	73	매출원가	80	85	91	97
재고자산	28	28	30	31	매출총이익	79	86	92	97
비유동자산	101	100	101	101	매출총이익률(%)	49.7	50.1	50.1	50.1
투자자산	23	22	22	22	판매비와 관리비	53	56	59	61
유형자산	38	39	39	40	영업이익	26	30	33	36
무형자산	2	3	3	3	영업이익률(%)	16.6	17.5	18.0	18.7
자산총계	304	324	348	374	EBITDA	30	34	37	40
유동부채	25	24	26	27	EBITDA M%	19.0	19.9	20.2	20.7
매입채무 및 기타채무	17	16	18	19	영업외손익	2	3	3	3
단기차입금	0	1	1	1	지분법관련손익	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	금융손익	2	2	3	3
비유동부채	6	5	5	6	기타영업외손익	0	1	1	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	세전이익	28	33	36	40
부채총계	30	29	31	33	법인세비용	10	8	9	11
지배기업소유자본	274	295	317	341	당기순이익	19	25	27	29
자본금	10	10	10	10	지배주주순이익	19	25	27	29
자본잉여금	21	21	21	21	지배주주순이익률(%)	11.8	14.8	14.9	14.8
이익잉여금	254	275	297	322	비지배주주순이익	0	0	0	0
기타자본	-11	-11	-11	-11	기타포괄이익	0	0	0	0
비지배자본	0	0	0	0	총포괄이익	19	25	27	29
자본총계	274	295	317	341	EPS 증가율(%, 지배)	-12.9	35.3	7.1	5.8
총차입금	2	2	2	2	이자손익	2	2	3	3
순차입금	-109	-129	-147	-166	총외화관련손익	0	0	0	0

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	25	28	27	28	총발행주식수(천주)	18,600	18,600	18,600	18,600
영업에서 창출된 현금흐름	33	34	33	36	시가총액(십억원)	287	276	276	276
이자의 수취	2	2	3	3	주가(원)	15,450	14,850	14,850	14,850
이자의 지급	0	0	0	0	EPS(원)	1,008	1,363	1,460	1,545
배당금 수입	0	0	0	0	BPS(원)	15,241	16,358	17,572	18,871
법인세부담액	-11	-8	-9	-11	DPS(원)	300	300	300	300
투자활동 현금흐름	-42	13	-5	-4	PER(X)	15.3	10.6	9.9	9.4
유동자산의 감소(증가)	-39	17	0	0	PBR(X)	1.0	0.9	0.8	0.8
투자자산의 감소(증가)	-1	1	0	0	EV/EBITDA(X)	5.9	4.1	3.3	2.6
유형자산 감소(증가)	-3	-5	-4	-4	ROE(%)	7.0	8.9	8.9	8.7
무형자산 감소(증가)	0	-1	0	0	ROA(%)	6.3	8.1	8.1	8.0
재무활동 현금흐름	-5	-4	-5	-5	ROIC(%)	15.2	20.7	21.8	22.3
사채 및 차입금증가(감소)	2	1	0	0	배당수익률(%)	1.9	2.0	2.0	2.0
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0	부채비율(%)	11.1	9.8	9.7	9.6
배당금 지급	-5	-5	-5	-5	순차입금/자기자본(%)	-39.9	-43.8	-46.2	-48.7
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	0	0	유동비율(%)	823.0	933.1	968.4	1,008.6
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	1,304.0	629.2	599.8	652.9
현금증감	-22	38	17	19	총자산회전율	0.5	0.5	0.5	0.5
기초현금	39	17	54	72	매출채권 회전율	2.4	2.7	2.7	2.7
기말현금	17	54	72	91	재고자산 회전율	5.9	6.1	6.4	6.4
FCF	22	24	22	24	매입채무 회전율	4.7	5.2	5.4	5.3

자료: 케이프투자증권

Analyst 김형수 · 02)6923-7339 · knkhs79@capefn.com

종근당바이오 (063160KS | Reduce 신규 | TP 29,000원 신규)

프로바이오틱스는 좋으나 전체적으로 고평가

종근당바이오는 종근당의 지주사 전환과정에서 원료의약 사업부문이 분할 신설되어 설립된 회사입니다. 항생제, 당뇨병 치료제 원료 매출이 2020년도 저조할 전망입니다. 종근당건강에서 판매되고 있는 프로바이오틱스 '락토피트' 원료 매출은 금년에도 고성장이 전망(90→133억원, YoY+48%)되지만 기업가치를 설명하지 못하고 있습니다. 투자의견 REDUCE, 목표주가 29,000원으로 커버리지 개시합니다.

회사소개

- 2001년 종근당에서 11월 원료의약 사업부문이 분할 신설되어 설립.
- 최대주주(종근당홀딩스) 및 특수관계인 39.16% 보유. 발효기술 기반 원료의약품 및 프로바이오틱스 생산 중
- 동사는 미국을 비롯한 전세계 60개국 170여개 거래처를 대상으로 원료의약품을 수출

투자포인트

- 지난 8월 종근당의 '나파모스타트' 코로나치료제 효능 부각 이슈로 67,300원까지 상승하였으나, 현재 매출과 수익구조로는 지금의 시가총액이 설명되지 못함
- 프로바이오틱스 신규설비 완공으로 2000년 1분기부터 가동 시작. 4분기에 의약품 수준의 GMP 승인 결과가 긍정적인 모멘텀으로 추후 작용 가능

투자의견 'REDUCE', 목표주가 29,000원으로 커버리지 개시

- 2020년 매출액 1,344억원(YoY -2.0%), 영업이익 137억원(YoY -13.3%)으로 원료사업 성과 저조 전망
- 2020년 예상매출액과 동사의 PSR 1년 평균 1.5배를 적용. 비상장 투자자들의 장부가를 적용하여 목표주가 29,000원 산정

Stock Data



경영실적 전망

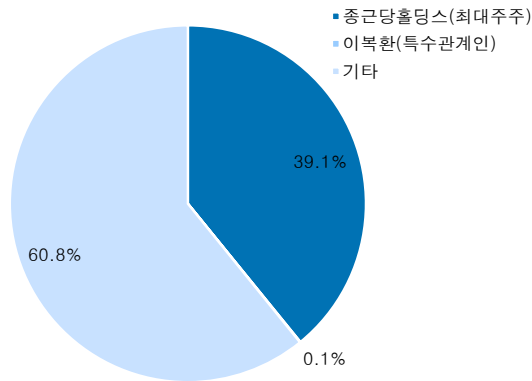
결산기(12월)	단위	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액	(십억원)	125	137	134	138	144
영업이익	(십억원)	7	16	14	12	12
영업이익률	(%)	5.6	11.5	10.2	8.6	8.6
순이익	(십억원)	8	13	11	9	10
EPS	(원)	1,450	2,305	2,018	1,703	1,865
증감률	(%)	-0.7	58.9	-12.5	-15.6	9.5
PER	(배)	13.6	12.8	19.8	23.5	21.5
PBR	(배)	0.7	1.0	1.3	1.2	1.2
ROE	(%)	5.5	8.3	6.8	5.4	5.6
EV/EBITDA	(배)	6.0	7.0	8.7	8.6	7.5
순차입금	(십억원)	-12	24	56	49	48
부채비율	(%)	25.0	47.1	61.0	58.9	55.9

종근당바이오 | 프로바이오틱스는 종으나 전체적으로 고평가

CAPE

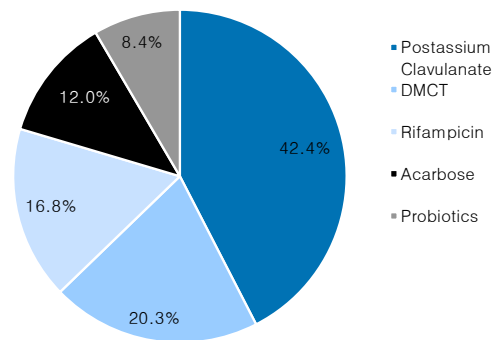
회사소개

그림1. 주주현황



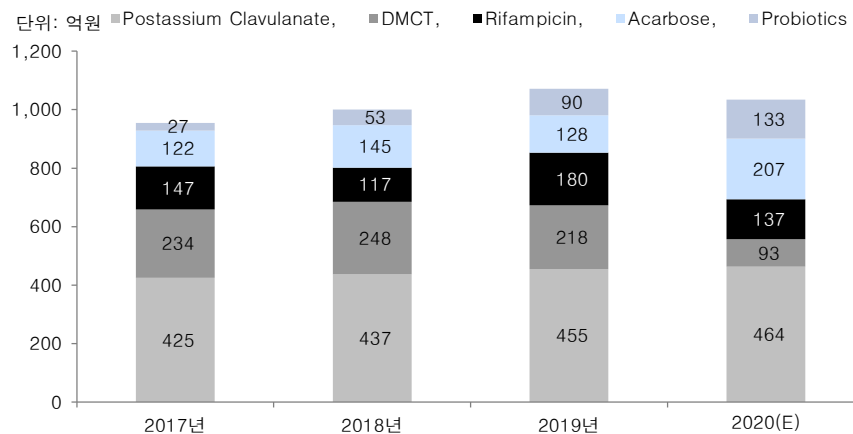
자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 사업부별 매출 비중



자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치본부

그림3. 주요제품 매출 현황



자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치본부

- Postassium Clavulanate: 페니실린계 항생제의 항생효과를 저해하는 β -lactamase의 작용을 억제하여 약효를 극대화시키는 기능
- DMCT: 테트라사이클린계 광범위항생제인 Minocycline의 원료로 사용
- Rifampicin: 리파마이신계 항생제로서 결핵치료제의 원료로 사용
- Acarbose: 1형 당뇨병과 달리 후천적으로 발병되는 제2형 당뇨병치료제로 알려진 물질
- Probiotics: 프로바이오틱스는 적당량 섭취 시 인체에 건강상 유익한 효과를 주는 살아있는 미생물

표1. 오픈이노베이션 현황

회사	계약현황	계약체결일	파트너사	품목	적응증
종근당바이오	라이선스인	2018.10.15.	한국식품연구원	락토바실러스 플랜타룸 Q180균주	
종근당바이오	라이선스인	2019.06.10.	유럽 소재 연구기관	보툴리눔 독신 A Type 균주	

자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치본부

종근당바이오 | 프로바이오틱스는 좋으나 전체적으로 고평가

CAPE

실적전망

4분기 실적 전망

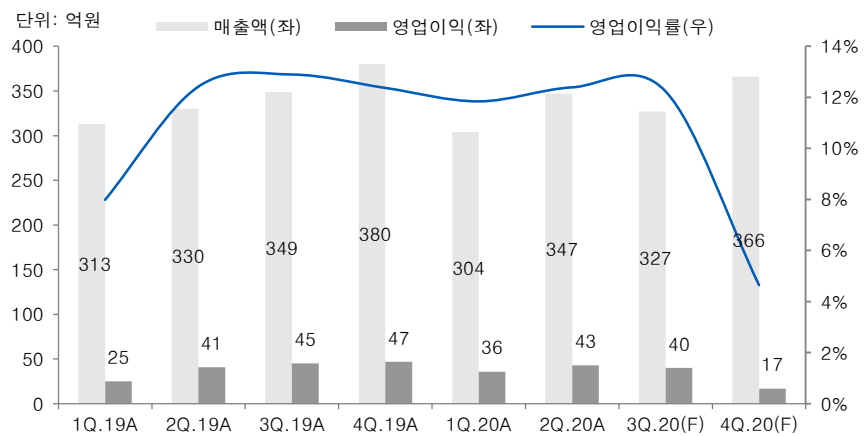
표2. 분기별 실적 전망

(단위: 억원)

구분	1Q.19A	2Q.19A	3Q.19A	4Q.19A	1Q.20A	2Q.20A	3Q.20A	4Q.20(F)	YoY	QoQ
매출액	313	330	349	380	304	347	327	366	-3.7%	11.9%
영업이익	25	41	45	47	36	43	40	17	-63.8%	-57.5%
순이익	23	32	35	37	27	38	19	27	-27.0%	42.1%
영업이익률	8.0%	12.4%	12.9%	12.4%	11.8%	12.4%	12.2%	4.6%		
순이익률	7.3%	9.7%	10.0%	9.7%	8.9%	11.0%	5.8%	7.4%		

자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림4. 분기별 실적 전망



자료: 케이프투자증권 리서치본부

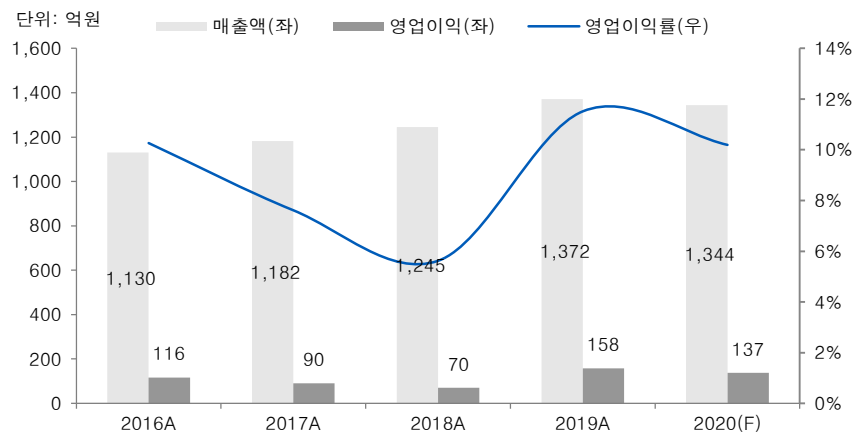
종근당바이오 | 프로바이오틱스는 좋으나 전체적으로 고평가

연간 실적 전망

표3. 연도별 실적 전망					(단위:억원)
구분	2017A	2018A	2019A	2020(F)	YoY
매출액	1,182	1,245	1,372	1,344	-2.0%
영업이익	90	70	158	137	-13.3%
순이익	80	80	126	111	-11.9%
영업이익률	7.6%	5.6%	11.5%	10.2%	
순이익률	6.8%	6.4%	9.2%	8.3%	

자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림5. 연도별 실적 전망



자료: 케이프투자증권 리서치본부

종근당바이오 | 프로바이오틱스는 좋으나 전체적으로 고평가

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2019A	2020E	2021E	2022E	(십억원)	2019A	2020E	2021E	2022E
유동자산	79	84	93	95	매출액	137	134	138	144
현금및현금성자산	4	5	12	11	증가율(%)	10.2	-2.0	3.0	4.3
매출채권 및 기타채권	43	37	38	39	매출원가	101	101	106	110
재고자산	31	41	42	44	매출총이익	36	34	33	34
비유동자산	154	188	189	195	매출총이익률(%)	26.4	25.0	23.6	23.6
투자자산	1	2	2	2	판매비와 관리비	20	20	21	22
유형자산	149	181	182	189	영업이익	16	14	12	12
무형자산	2	3	2	2	영업이익률(%)	11.5	10.2	8.6	8.6
자산총계	234	272	281	290	EBITDA	26	32	31	36
유동부채	45	50	53	54	EBITDA M%	18.6	23.5	22.5	24.8
매입채무 및 기타채무	32	28	28	30	영업외손익	0	0	0	0
단기차입금	7	17	17	17	지분법관련손익	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	2	2	금융손익	0	0	0	0
비유동부채	30	53	52	50	기타영업외손익	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	19	43	41	39	세전이익	16	14	12	13
부채총계	75	103	104	104	법인세비용	3	2	3	2
지배기업소유자본	159	169	177	186	당기순이익	13	11	9	10
자본금	13	14	14	14	지배주주순이익	13	11	9	10
자본잉여금	27	27	27	27	지배주주순이익률(%)	9.2	8.2	6.7	7.1
이익잉여금	120	130	139	148	비지배주주순이익	0	0	0	0
기타자본	-2	-2	-2	-2	기타포괄이익	0	0	0	0
비지배자본	0	0	0	0	총포괄이익	12	11	9	10
자본총계	159	169	177	186	EPS 증가율(%, 지배)	58.9	-12.5	-15.6	9.5
총차입금	28	62	62	60	이자손익	0	0	0	0
순차입금	24	56	49	48	총외화관련손익	1	0	0	0

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	17	21	27	32	총발행주식수(천주)	5,229	5,486	5,486	5,486
영업에서 창출된 현금흐름	19	24	31	35	시가총액(십억원)	154	224	224	224
이자 수취	0	0	0	0	주가(원)	29,500	40,800	40,800	40,800
이자 지급	0	0	-1	-1	EPS(원)	2,305	2,018	1,703	1,865
배당금 수입	0	0	0	0	BPS(원)	29,253	31,071	32,574	34,239
법인세부담액	-1	-2	-3	-2	DPS(원)	200	200	200	200
투자활동 현금흐름	-46	-51	-20	-30	PER(X)	12.8	19.8	23.5	21.5
유동자산의 감소(증가)	4	0	0	0	PBR(X)	1.0	1.3	1.2	1.2
투자자산의 감소(증가)	-1	-1	0	0	EV/EBITDA(X)	7.0	8.7	8.6	7.5
유형자산 감소(증가)	-47	-50	-20	-30	ROE(%)	8.3	6.8	5.4	5.6
무형자산 감소(증가)	0	-1	0	0	ROA(%)	6.0	4.4	3.4	3.6
재무활동 현금흐름	20	32	-1	-3	ROIC(%)	7.2	5.3	4.1	4.4
사채 및 차입금증가(감소)	23	33	0	-2	배당수익률(%)	0.7	0.5	0.5	0.5
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0	부채비율(%)	47.1	61.0	58.9	55.9
배당금 지급	-1	-1	-1	-1	순차입금/자기자본(%)	15.1	32.9	27.8	26.0
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	0	0	유동비율(%)	176.2	169.4	176.2	175.8
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	103.9	33.2	21.2	22.4
현금증감	-8	2	6	-1	총자산회전율	0.7	0.5	0.5	0.5
기초현금	12	4	5	12	매출채권 회전율	3.7	3.4	3.7	3.7
기말현금	4	5	12	11	재고자산 회전율	4.6	3.7	3.3	3.4
FCF	-30	-29	7	2	매입채무 회전율	3.9	3.4	3.8	3.8

자료: 케이프투자증권

Analyst 김형수 · 02)6923-7339 · knkhs79@capefn.com

경보제약 (214390KS | Buy 신규 | TP 12,000원 신규)**코로나 수혜주**

경보제약은 종근당 그룹에서 합성 원료의약품을 담당하는 역할을 하고 있으며, 1987년 3월 경보화학으로 설립되었습니다. 현재 일반API, 세파게 항생제API, 항암제API 등을 생산 판매 중입니다. 코로나-19의 재확산에 따른 해외 고객들의 원료확보로 수출실적 증가 중이며, 동물약품 시장 진출로 신규 성장이 가능한 시점입니다. 동사에 대한 투자 의견 BUY, 목표주가 12,000원으로 커버리지를 개시합니다.

회사소개

- 1987년 3월 경보화학으로 설립. 2002년 3월 경보약품, 2007년 6월 경보제약으로 사명 변경
- 최대주주(종근당홀딩스) 및 특수관계인 60.5% 보유 / 원료의약품 사업을 주된 사업으로 영위
- 일반API, 세파게항생제API, 항암제API 등 의약품 원료와 완제의약품 생산, 판매 중

투자포인트

- 현재 2차 확산세를 크게 나타내고 있는 코로나19 팬데믹의 영향으로 수급차질을 우려한 고객사들이 선제적으로 원료의약품을 확보하고자 주문이 증가되어 수출 실적 상승
- 지난 2019년 6월 신약개발 전문기관인 아이바이오코리아와 동물용 신약 공동개발 협약을 체결. 동사는 신약 후보물질의 약효를 높이기 위한 유도체 합성을 연구하는 역할 담당. 의약품과 더불어 동물용 건강기능식 등으로 확대 가능

투자 의견 'BUY', 목표주가 12,000원으로 커버리지 개시

- 2020년 매출액 2,214억원(YoY +15.5%), 영업이익 86억원(YoY +38.9%)으로 호실적 달성 전망
- 2020년 예상매출액과 동사의 PSR 1년 평균 1.5배를 적용. 비상장 투자자들의 장부가를 적용하여 목표주가 12,000원 산출. 동사에 대한 투자 의견 'BUY', 목표주가 12,000원으로 커버리지 개시

Stock Data

주가(11/17)	10,050원		
액면가	500원		
시가총액	240십억원		
52주 최고/최저가	13,200원/ 4,670원		
주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	-2.9	20.8	17.3
상대주가(%)	-10.5	-8.3	-0.1

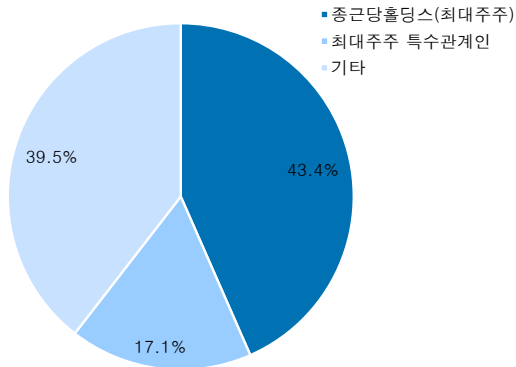
경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액	(십억원)	201	192	221	250	272
영업이익	(십억원)	17	6	9	12	12
영업이익률	(%)	8.6	3.2	3.9	4.9	4.6
순이익	(십억원)	13	5	8	9	10
EPS	(원)	549	221	333	397	436
증감률	(%)	-27.0	-59.7	50.8	19.0	9.9
PER	(배)	18.7	37.4	30.1	25.3	23.1
PBR	(배)	1.6	1.3	1.6	1.5	1.4
ROE	(%)	9.0	3.5	5.2	6.0	6.3
EV/EBITDA	(배)	9.8	13.2	14.8	13.2	13.3
순차입금	(십억원)	38	50	57	58	58
부채비율	(%)	48.7	59.4	70.9	64.3	75.1

CAPE

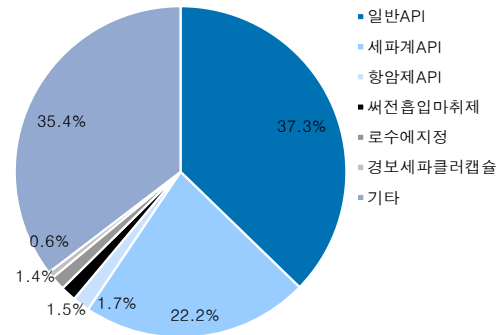
회사소개

그림1. 주주현황



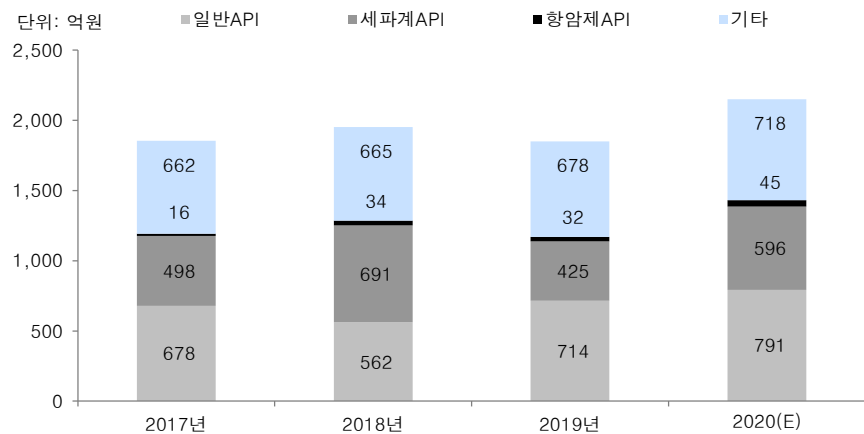
자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 사업부별 매출 비중



자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치본부

그림3. 주요제품 매출 현황



자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치본부

표1. 오픈이노베이션 현황

회사	계약현황	계약체결일	파트너사	품목	적응증
경보제약	라이선스인	2017.09.13.	Efarmes	파키스정(가칭)	파킨슨병
경보제약	라이선스인	2018.10.19.	Mdichem	Sugammadex(가칭)	근육이완 역전제 Sugammadex 주사제
경보제약	라이선스인	2018.11.06.	AFT	Maxigesic(가칭)	복합 진통 주사제
경보제약	라이선스인	2019.06.13.	Sandoz GmbH	항생제API(비공개)	항생제
경보제약	라이선스인	2019.06.26.	아이바이오킨리아	안구건조증치료제	안구건조증 치료제
경보제약	라이선스인	2019.07.31.	Can-Fite	Piclidenoson(가칭)	중증 건선치료제

자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치본부

CAPE

실적전망

4분기 실적 전망

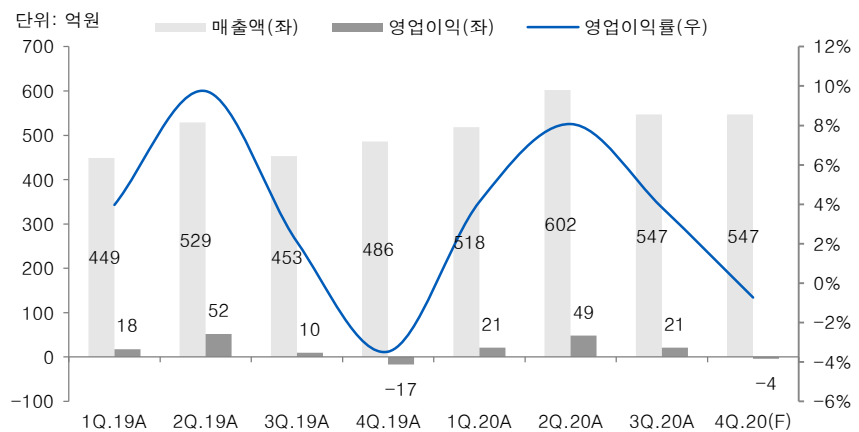
표2. 분기별 실적 전망

(단위:억원)

구분	1Q.19A	2Q.19A	3Q.19A	4Q.19A	1Q.20A	2Q.20A	3Q.20	4Q.20(F)	YoY	QoQ
매출액	449	529	453	486	518	602	547	547	12.5%	0.0%
영업이익	18	52	10	-17	21	49	21	-4	적지	적전
영업이익률	4.0%	9.7%	2.1%	-3.5%	4.1%	8.1%	3.8%	-0.7%		

자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림4. 분기별 실적 전망



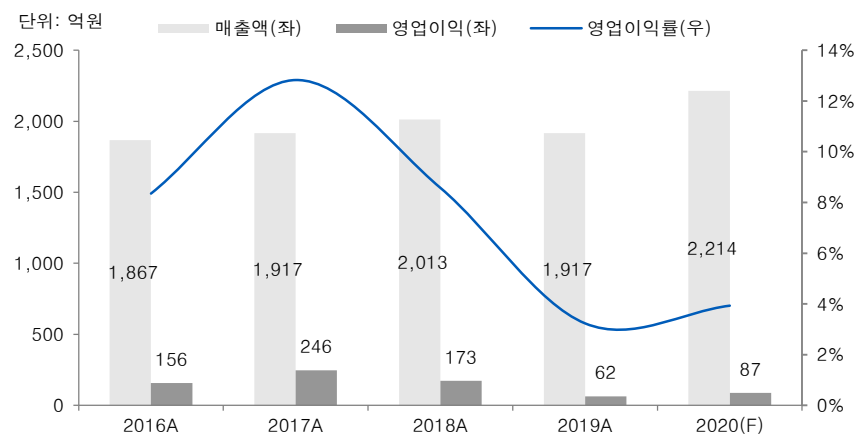
자료: 케이프투자증권 리서치본부

연간 실적 전망

표3. 연도별 실적 전망					(단위:억원)
구분	2017A	2018A	2019A	2020(F)	YoY
매출액	1,917	2,013	1,917	2,214	15.5%
영업이익	246	173	62	87	40.5%
영업이익률	12.8%	8.6%	3.2%	3.9%	

자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림5. 연도별 실적 전망



자료: 케이프투자증권 리서치본부

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2019A	2020E	2021E	2022E	(십억원)	2019A	2020E	2021E	2022E
유동자산	124	156	162	196	매출액	192	221	250	272
현금및현금성자산	7	20	8	28	증가율(%)	-4.8	15.5	12.9	8.8
매출채권 및 기타채권	52	62	70	76	매출원가	151	173	193	211
재고자산	62	72	81	88	매출총이익	41	49	57	61
비유동자산	114	108	104	101	매출총이익률(%)	21.2	22.0	22.7	22.5
투자자산	8	8	9	10	판매비와 관리비	35	40	45	49
유형자산	88	83	78	75	영업이익	6	9	12	12
무형자산	3	3	3	3	영업이익률(%)	3.2	3.9	4.9	4.6
자산총계	238	264	266	297	EBITDA	19	20	23	22
유동부채	84	104	98	121	EBITDA M%	9.8	9.1	9.0	8.3
매입채무 및 기타채무	28	29	32	35	영업외손익	1	2	0	1
단기차입금	54	74	64	84	지분법관련손익	0	0	0	0
유동성장기부채	0	0	0	0	금융손익	1	0	0	0
비유동부채	5	5	6	6	기타영업외손익	0	2	1	1
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	세전이익	7	11	13	14
부채총계	89	110	104	128	법인세비용	2	3	3	3
지배기업소유지분	149	155	162	170	당기순이익	5	8	9	10
자본금	12	12	12	12	지배주주순이익	5	8	9	10
자본잉여금	40	40	40	40	지배주주순이익률(%)	2.8	3.6	3.8	3.8
이익잉여금	97	103	110	118	비지배주주순이익	0	0	0	0
기타자본	0	0	0	0	기타포괄이익	0	0	0	0
비지배지분	0	0	0	0	총포괄이익	5	8	9	10
자본총계	149	155	162	170	EPS 증가율(%, 지배)	-59.7	50.8	19.0	9.9
총차입금	56	76	66	86	이자손익	-1	-2	-2	-2
순차입금	50	57	58	58	총외화관련손익	1	1	0	1

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	24	1	6	10	총발행주식수(천주)	23,907	23,907	23,907	23,907
영업에서 창출된 현금흐름	28	5	11	15	시가총액(십억원)	197	240	240	240
이자 수취	0	0	0	0	주가(원)	8,260	10,050	10,050	10,050
이자 지급	-1	-2	-2	-2	EPS(원)	221	333	397	436
배당금 수입	0	0	0	0	BPS(원)	6,239	6,473	6,769	7,105
법인세부담액	-4	-3	-3	-3	DPS(원)	100	100	100	100
투자활동 현금흐름	-28	-6	-5	-7	PER(X)	37.4	30.1	25.3	23.1
유동자산의 감소(증가)	0	0	0	0	PBR(X)	1.3	1.6	1.5	1.4
투자자산의 감소(증가)	-5	0	-1	-1	EV/EBITDA(X)	13.2	14.8	13.2	13.3
유형자산 감소(증가)	-21	-5	-4	-5	ROE(%)	3.5	5.2	6.0	6.3
무형자산 감소(증가)	-2	-1	-1	-2	ROA(%)	2.3	3.2	3.6	3.7
재무활동 현금흐름	6	17	-12	18	ROIC(%)	2.6	3.5	4.6	4.6
사채 및 차입금증가(감소)	14	20	-10	20	배당수익률(%)	1.2	1.0	1.0	1.0
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0	부채비율(%)	59.4	70.9	64.3	75.1
배당금 지급	-5	-2	-2	-2	순차입금/자기자본(%)	33.3	36.6	36.1	34.2
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	0	0	유동비율(%)	148.2	149.6	164.9	161.5
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	4.8	5.0	6.5	6.2
현금증감	2	13	-12	20	총자산회전율	0.8	0.9	0.9	1.0
기초현금	5	7	20	8	매출채권 회전율	3.2	3.9	3.8	3.7
기말현금	7	20	8	28	재고자산 회전율	3.3	3.3	3.3	3.2
FCF	3	-4	2	5	매입채무 회전율	5.7	6.1	6.3	6.2

자료: 케이프투자증권

Analyst 김형수 · 02)6923-7339 · knkhs79@capefn.com

하나제약 (293480KS | Buy 신규 | TP 30,000원 신규)

마취신약 허가를 기다리는 숨은 강자

하나제약은 1978년 1월에 설립된 우천제약을 1996년에 인수하여 2018년 10월에 상장된 마취제와 마약제제 전문 중견제약사입니다. 국내 마취/마약류 시작에서 13.6%의 시장점유율을 바탕으로 안정적이며 독점적인 지위를 가지고 있습니다. 독일에서 도입한 마취신약(레미마졸람)의 임상을 마치고 승인을 기다리는 단계입니다. 동사에 대한 투자 의견 'BUY', 목표주가 3만원을 제시합니다.

회사소개

- 1978년 1월 설립된 우천제약을 1996년에 인수. 2018년 10월 상장
- 최대주주(조동훈) 및 특수관계인 58.7% 보유. 마취제와 의료용 마약제제 등에 특화되어 있는 의약품 중심의 제약사
- 2007년 EU-GMP 수준의 하길공장 준공. 2013년 독일 Paion사와 '레미마졸람' 독점판권계약 체결

투자포인트

- 동사가 독점권리를 확보한 '레미마졸람'의 임상 3상 종료(2019.02) 후 허가신청(2019.12) 완료. 현재 심사중으로 21년 상반기에 국내 발매를 목표로 진행 중. 동남아시아 6개국 독점판권 추가 확보(2020.01)로 시장 확대 가능
- 국내 마취마약성 진통제 의약품에서 독점적 시장점유율(50% 이상)로 높은 매출 안정성을 확보. 마약류 관리법을 바탕으로한 정부의 엄격한 유통관리로 신규진입 장벽 존재

투자 의견 'BUY', 목표주가 30,000원으로 커버리지 개시

- 2020년 예상 매출액 1,737억원(YoY 4.4%), 영업이익 328억원(YoY -2.4%)으로 전망. 제네릭의약품 약가정책 변경으로 늘어난 생동시험 비용 증가로 수익성은 일부 악화
- 2020년 당기순이익 276억원과 우수 중견제약사 평균 PER 14배 적용으로 목표주가 30,000원 산정

Stock Data



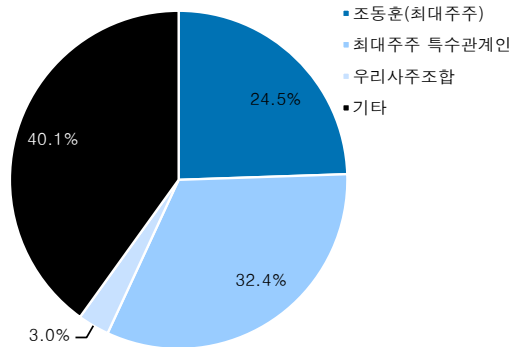
경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
매출액	(십억원)	153	166	174	187	207
영업이익	(십억원)	34	34	33	39	44
영업이익률	(%)	22.0	20.2	18.9	21.0	21.2
순이익	(십억원)	26	28	28	33	38
EPS	(원)	1,972	1,747	1,702	2,043	2,320
증감률	(%)	-11.9	-11.4	-2.6	20.1	13.5
PER	(배)	11.4	12.9	14.2	11.8	10.4
PBR	(배)	1.8	1.6	1.6	1.4	1.3
ROE	(%)	18.3	13.3	12.0	13.1	13.3
EV/EBITDA	(배)	7.1	7.4	7.8	6.1	5.0
순차입금	(십억원)	-102	-84	-99	-120	-145
부채비율	(%)	18.0	19.4	17.9	17.3	17.0

CAPE

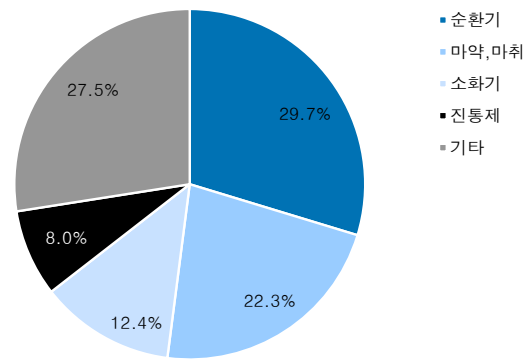
회사소개

그림1. 주주현황



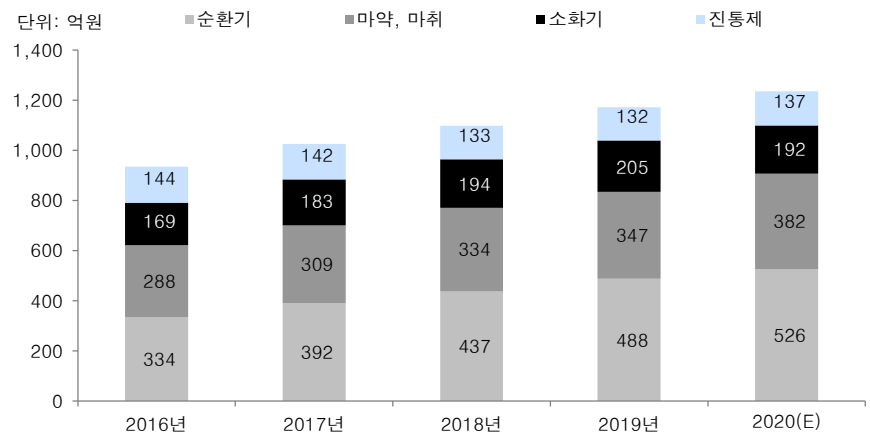
자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 사업부별 매출 비중



자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치본부

그림3. 사업부별 매출 현황



자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치본부

표1. 연구개발 현황

회사	구분	연구시작	프로젝트명	적응증	개발단계
하나제약	합성신약	2018	레미마졸람	진정 수면 마취제	신약 허가신청(국내)
하나제약	합성신약	2017	HNP-2006	MRI 조영제	임상1(국내)
하나제약	합성신약	2020	BOLD-100	표적항암제	옵션계약 체결

자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치본부

표2. 오픈이노베이션 현황

회사	계약현황	계약체결일	파트너사	품목	적응증
하나제약	라이선스인	2013.10.28.	Paion (독일)	레미마졸람	진정 수면 마취제
하나제약	라이선스인	2020.01.08.	Paion (독일)	레미마졸람	진정 수면 마취제

자료: 전자공시시스템, 케이프투자증권 리서치본부

CAPE

실적전망

4분기 실적 전망

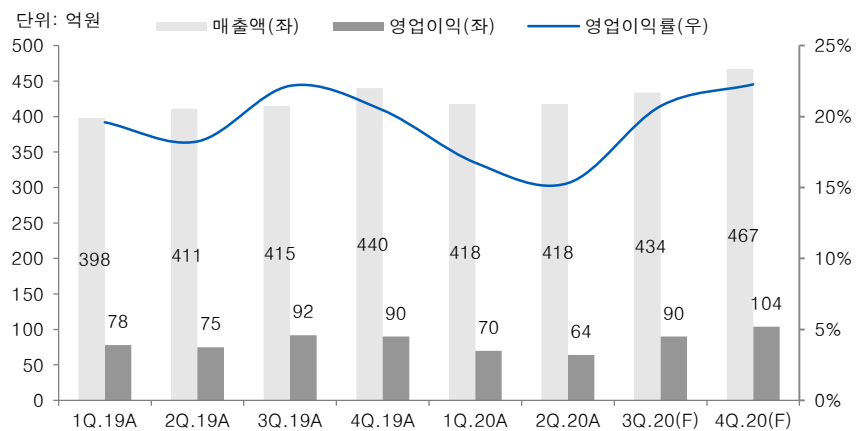
표3. 분기별 실적 전망

(단위:억원)

구분	1Q.19A	2Q.19A	3Q.19A	4Q.19A	1Q.20A	2Q.20A	3Q.20A	4Q.20(F)	YoY	QoQ
매출액	398	411	415	440	418	418	434	467	5.8%	7.6%
영업이익	78	75	92	90	70	64	90	104	13.5%	15.6%
순이익	67	71	76	69	56	52	73	95	27.4%	30.1%
영업이익률	19.6%	18.2%	22.2%	20.5%	16.7%	15.3%	20.7%	22.3%		
순이익률	16.8%	17.3%	18.3%	15.7%	13.4%	12.4%	16.8%	20.3%		

자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림4. 분기별 실적 전망



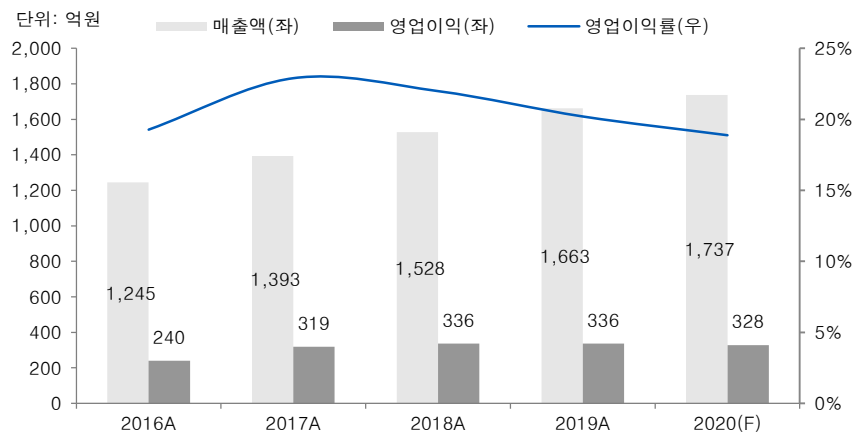
자료: 케이프투자증권 리서치본부

연간 실적 전망

표4. 연도별 실적 전망					(단위:억원)
구분	2017A	2018A	2019A	2020(F)	YoY
매출액	1,393	1,528	1,663	1,737	4.4%
영업이익	319	336	336	328	-2.4%
순이익	243	262	283	276	-2.5%
영업이익률	22.9%	22.0%	20.2%	18.9%	
순이익률	17.4%	17.1%	17.0%	15.9%	

자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림5. 연도별 실적 전망



자료: 케이프투자증권 리서치본부

하나제약 | 마취신약 허가를 기다리는 숨은 강자

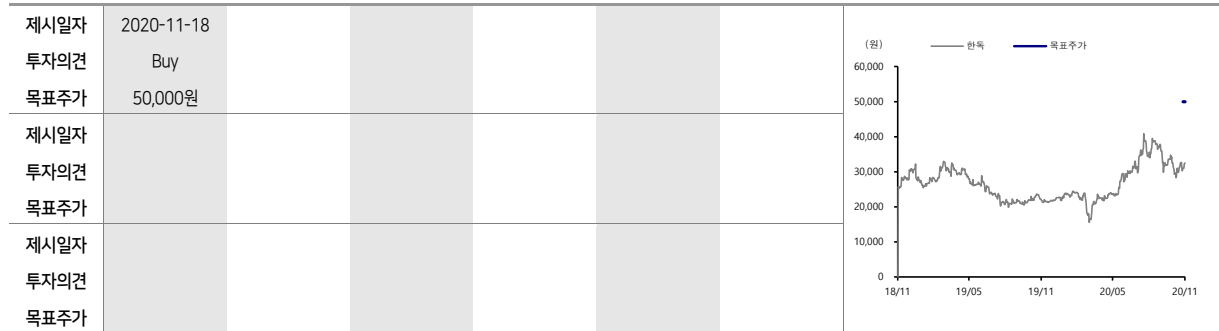
재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2019A	2020E	2021E	2022E	(십억원)	2019A	2020E	2021E	2022E
유동자산	159	173	199	232	매출액	166	174	187	207
현금및현금성자산	15	25	40	56	증가율(%)	8.8	4.4	7.7	10.5
매출채권 및 기타채권	42	40	43	48	매출원가	56	61	65	71
재고자산	27	30	32	36	매출총이익	110	113	122	135
비유동자산	104	111	114	115	매출총이익률(%)	66.2	64.8	65.2	65.4
투자자산	3	3	3	3	판매비와 관리비	77	80	83	91
유형자산	76	82	85	86	영업이익	34	33	39	44
무형자산	5	6	6	6	영업이익률(%)	20.2	18.9	21.0	21.2
자산총계	263	284	313	347	EBITDA	38	38	44	49
유동부채	34	34	36	40	EBITDA M%	22.7	21.7	23.7	23.9
매입채무 및 기타채무	23	24	26	28	영업외손익	1	2	2	3
단기차입금	1	1	1	1	지분법관련손익	0	0	0	0
유동성장기부채	2	0	0	0	금융손익	2	2	2	3
비유동부채	9	9	10	11	기타영업외손익	-1	0	-1	0
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	세전이익	35	34	41	47
부채총계	43	43	46	51	법인세비용	7	7	8	9
지배기업소유지분	220	241	267	297	당기순이익	28	28	33	38
자본금	8	8	8	8	지배주주순이익	28	28	33	38
자본잉여금	105	105	105	105	지배주주순이익률(%)	17.0	15.9	17.7	18.2
이익잉여금	116	136	162	192	비지배주주순이익	0	0	0	0
기타자본	-9	-9	-9	-9	기타포괄이익	0	0	0	0
비지배지분	0	0	0	0	총포괄이익	28	28	33	38
자본총계	220	241	267	297	EPS 증가율(%, 지배)	-11.4	-2.6	20.1	13.5
총차입금	5	4	4	4	이자손익	2	2	2	3
순차입금	-84	-99	-120	-145	총외화관련손익	0	0	0	0

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2019A	2020E	2021E	2022E		2019A	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	32	34	36	40	총발행주식수(천주)	16,200	16,200	16,200	16,200
영업에서 창출된 현금흐름	36	39	41	46	시가총액(십억원)	365	389	389	389
이자 수취	2	2	2	3	주가(원)	22,550	24,000	24,000	24,000
이자 지급	0	0	0	0	EPS(원)	1,747	1,702	2,043	2,320
배당금 수입	0	0	0	0	BPS(원)	14,271	15,526	17,122	18,995
법인세부담액	-5	-7	-8	-9	DPS(원)	460	460	460	460
투자활동 현금흐름	-19	-15	-14	-16	PER(X)	12.9	14.2	11.8	10.4
유동자산의 감소(증가)	15	-3	-6	-9	PBR(X)	1.6	1.6	1.4	1.3
투자자산의 감소(증가)	0	0	0	0	EV/EBITDA(X)	7.4	7.8	6.1	5.0
유형자산 감소(증가)	-33	-11	-8	-7	ROE(%)	13.3	12.0	13.1	13.3
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	ROA(%)	11.2	10.1	11.1	11.4
재무활동 현금흐름	-15	-9	-7	-7	ROIC(%)	25.4	21.3	24.5	26.2
사채 및 차입금증가(감소)	1	-2	0	0	배당수익률(%)	2.0	1.9	1.9	1.9
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0	부채비율(%)	19.4	17.9	17.3	17.0
배당금 지급	-5	-7	-7	-7	순차입금/자기자본(%)	-38.1	-41.2	-44.9	-48.8
외환환산으로 인한 현금변동	0	0	0	0	유동비율(%)	472.1	515.1	554.1	587.2
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	604.9	639.3	934.2	1,043.9
현금증감	-2	10	14	17	총자산회전율	0.7	0.6	0.6	0.6
기초현금	17	15	25	40	매출채권 회전율	3.9	4.2	4.5	4.5
기말현금	15	25	40	56	재고자산 회전율	6.8	6.1	6.0	6.1
FCF	-1	23	28	33	매입채무 회전율	2.6	2.6	2.6	2.7

자료: 케이프투자증권

Compliance Notice _ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내역

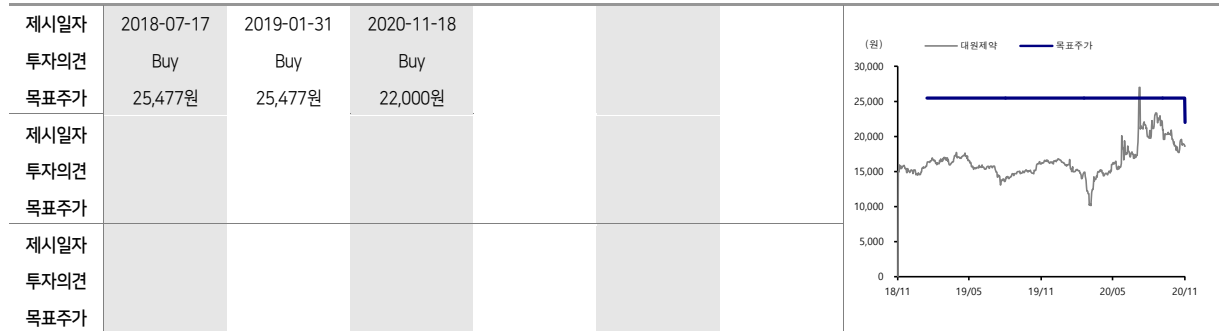
한독(002390) 주가 및 목표주가 추이



목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2020-11-18	Buy	50,000원		

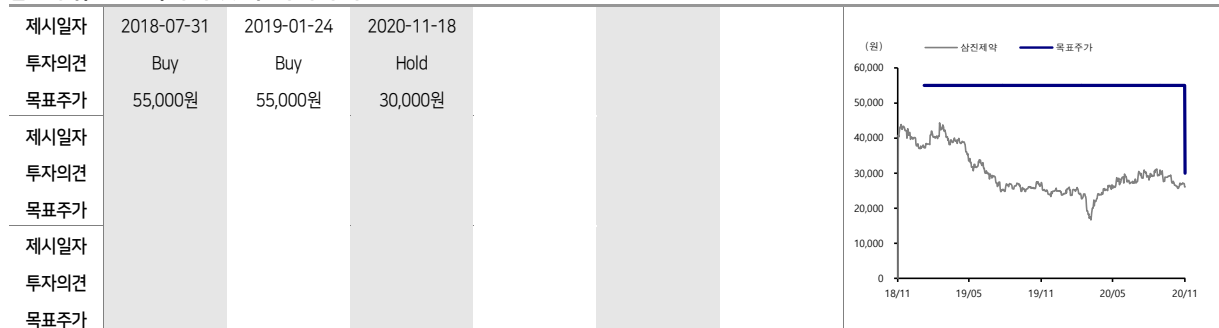
대원제약(003220) 주가 및 목표주가 추이



목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2018-07-17	Buy	25,477원	-35.32	-25.00
2019-07-17	1년경과	25,477원	-34.61	5.98
2020-11-18	Buy	22,000원		

삼진제약(005500) 주가 및 목표주가 추이



목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2018-07-31	Buy	55,000원	-26.20	5.82
2019-07-31	1년경과	55,000원	-52.45	-43.27
2020-11-18	Hold	30,000원		

광동제약(009290) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2018-05-30	2020-11-18				
투자의견	Buy	Buy				
목표주가	12,000원	12,000원				
제시일자						
투자의견						
목표주가						
제시일자						
투자의견						
목표주가						

목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2018-05-30	Buy	12,000원	-40.48	-29.75
2019-05-30	1년경과	12,000원		

환인제약(016580) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2020-11-18					
투자의견	Buy					
목표주가	20,000원					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
제시일자						
투자의견						
목표주가						

목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2020-11-18	Buy	20,000원		

종근당바이오(063160) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2020-11-18					
투자의견	Reduce					
목표주가	29,000원					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
제시일자						
투자의견						
목표주가						

목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2020-11-18	Reduce	29,000원		

경보제약(214390) 추가 및 목표주가 추이

제시일자	2020-11-18					
투자 의견	Buy					
목표주가	12,000원					
제시일자						
투자 의견						
목표주가						

목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자 의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2020-11-18	Buy	12,000원		

하나제약(293480) 추가 및 목표주가 추이

제시일자	2020-11-18					
투자 의견	Buy					
목표주가	30,000원					
제시일자						
투자 의견						
목표주가						

목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자 의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2020-11-18	Buy	30,000원		

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

Ratings System

구분	대상기간	투자 의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(-15%~15%) · REDUCE(-15% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음.
[산업분석]	12개월	Overweight · Neutral · Underweight	
[투자비용]	12개월	매수(96.73%) · 매도(0.65%) · 중립(2.62%)	* 기준일 2020.09.30까지

Compliance

- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 조사분석 담당자 및 그배우자는 공표일 기준 동 자료에 언급된 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

리서치본부장
김유겸/이코노미스트

02)6923-7332
yukyum@capefn.com

투자전략팀	Analyst	직위	내선번호	E-Mail
자산배분	방인성	연구위원	6923-7334	antonio81@capefn.com
전략/시황/ETF	한지영	책임연구원	6923-7349	hedge0301@capefn.com
글로벌 투자전략/퀀트	김윤보	선임연구원	6923-7331	younbokim@capefn.com
RA	정태현	연구원	6923-7356	jth1004@capefn.com
RA	황준호	연구원	6923-7357	junhohwang94@capefn.com

기업분석1팀	Analyst	직위	내선번호	E-Mail
철강/금속/건설(총괄)	김미송	팀장	6923-7336	misongkim@capefn.com
화장품/음식료	김혜미	책임연구원	6923-7337	consumer@capefn.com
은행/보험/증권	김도하	선임연구원	6923-7342	doha.kim@capefn.com
인터넷/게임	최진성	선임연구원	6923-7321	jschoi@capefn.com
RA	남궁현	연구원	6923-7358	hyon2@capefn.com
RA	이규익	연구원	6923-7359	kyuikk@capefn.com

기업분석2팀	Analyst	직위	내선번호	E-Mail
스몰캡(총괄)	김인필	팀장	6923-7351	ipkim01@capefn.com
스몰캡/지주/레저	심원섭	연구위원	6923-7317	shim47@capefn.com
제약/바이오	김형수	연구위원	6923-7339	knkhs79@capefn.com
Tech	박성순	연구위원	6923-7333	sspark@capefn.com
RA	박형민	전임연구원	6923-7345	phm@capefn.com

Compliance

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.