Issue & Pitch

01 Apr. 2021

ktb 투자증권

제약 (Overweight)

1Q21 Preview: 실적 비수기

제약/바이오 이혜린 hrin@ktb.co.kr

연구원 박종현 alex.park@ktb.co.kr

Companies on our radar

종목명	투자의견	목표가	Top pick
한미약품	HOLD	35만원	
유한양행	BUY	8.6만원	
녹십자	BUY	59만원	●
대웅제약	BUY	21만원	●
동아에스티	BUY	10만원	
종근당	BUY	21만원	
일동제약	HOLD	1.8만원	

▸ Issue

지난해 COVID19가 본격화되기 직전 호실적이었던 베이스 불리. 1Q 실적이 최저점

▸ Pitch

- 1Q 실적 매출과 영업이익 모두 컨센서스 하회 예상. COVID19에 따른 내원환자 감소 및 겨울철 유행질환 부재로 처방의약품 매출 부진. R&D 비용 증가도 실적개선의 걸림돌
- 1Q 실적과 주가 모두 부진했으나, 2Q 이후 어닝 모멘텀 회복 및 R&D 투자심리 개선 전망으로 주요 기업 현 주가에서 매수 고려 필요. 커버리지 제약 투자의견 Overweight
- Top picks 녹십자와 대웅제약. 21년 백신과 톡신 수출 확대로 실적 신장 요인 뚜렷
- 한미약품과 동아에스티, 일동제약 1Q Preview 과정에서 목표가 하향 조정

▸ Rationale

- 7개 커버리지 제약 1Q 합산 별도 매출 YOY +1%, 영업이익 -26% 추정. 기존 대비 매출 6%, 영업이익 21% 하향조정. 유한양행/동아에스티/일동제약 추정 실적 하향 폭 컸음
- 내수 처방실적 및 의약품 수출 전통적으로 1Q가 비수기로 2Q부터 어닝 모멘텀은 점진적 회복 전망. 2Q 합산 매출과 영업이익 YOY 각각 +7%, +21%로 개선 추정. 다만 하반기 실적은 녹십자 COVID19 백신 수주 규모와 대웅제약 나보타 미국 수출 실적에 따라 스윙이 클 수 있음. 우리는 긍정적인 방향으로 전망
- 21년 R&D 비용은 종근당과 동아에스티, 일동제약이 확대 집행. 100~200억 순증 계획

(단위: 원, 십억원)

	회사명	한미약품	유한양행	녹십자	대웅제약	동아에스티	종근당	일동제약
	코드	(128940)	(000100)	(006280)	(069620)	(170900)	(185750)	(249420)
	투자의견	HOLD 유지	BUY 유지	BUY 유지	BUY 유지	BUY 유지	BUY 유지	HOLD 하향
	목표주가	350,000 하향	86,000 유지	590,000 유지	210,000 유지	100,000 하향	210,000 유지	18,000 하향
	상승여력(%)	10.6%	36.5%	63.7%	57.3%	19.5%	52.2%	13.2%
변경 후 (1Q21)	매출액	213.7	351.7	247.3	236.5	147.3	326.9	140.5
	영업이익	12.1	13.9	6.9	9.0	7.2	29.7	(0.4)
	순이익	5.8	30.5	11.5	4.1	5.3	20.4	(0.8)
변경 전	매출액	213.7	367.0	242.3	236.5	155.8	326.9	148.7
	영업이익	12.1	19.0	5.4	8.9	13.1	29.7	5.6
	순이익	4.7	34.0	11.3	3.5	10.1	20.5	4.3
컨센서스	매출액	304.4	395.2	350.1	238.9	149.4	327.6	-
	영업이익	28.9	13.2	11.2	8.3	9.5	27.6	-
	순이익	14.9	8.0	4.3	2.8	10.1	20.5	-
변경전•후 변화율(%)	매출액	0.0	(4.2)	2.1	0.0	(5.4)	0.0	(5.5)
	영업이익	0.0	(26.5)	27.8	0.5	(45.2)	(0.0)	n/a
	순이익	23.1	(10.4)	1.7	14.9	(46.8)	(0.5)	n/a
전년동기 대비 (yoy,%)	매출액	(4.2)	16.0	(2.8)	3.6	(26.8)	11.7	1.4
	영업이익	(4.2)	72.6	7.3	615.7	(86.5)	13.9	적지
	순이익	76.6	(75.6)	551.1	흑전	(88.6)	14.3	적지
전분기 대비 (qoq,%)	매출액	2.6	(20.0)	(26.4)	(2.1)	14.9	(3.0)	1.4
	영업이익	(53.3)	(67.5)	흑전	(1.6)	흑전	89.2	적지
	순이익	(67.8)	24.1	흑전	(69.5)	흑전	83.6	적지

Note: K-IFRS 별도 기준(한미약품, 유한양행, 녹십자는 연결 기준 컨센서스)/ Source: KTB투자증권

Fig. 01: KTB 커버리지 제약사 분기별 실적 추이 (단위: 억원)

매출액	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	2020	YOY	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2021E	YOY
한미약품	2,231	2,156	2,255	2,082	8,724	1.0%	2,137	2,190	2,288	2,361	8,977	2.9%
유한양행	3,033	4,086	4,166	4,395	15,679	7.2%	3,517	4,201	4,553	4,463	16,734	6.7%
녹십자	2,544	2,932	3,440	3,362	12,278	7.1%	2,473	3,052	5,614	5,085	16,224	32.1%
종근당	2,928	3,132	3,575	3,371	13,005	20.6%	3,269	3,459	3,647	3,655	14,030	7.9%
대웅제약	2,284	2,260	2,489	2,415	9,448	-6.0%	2,365	2,506	2,669	2,647	10,187	7.8%
동아에스티	2,012	1,116	1,456	1,282	5,866	-4.2%	1,473	1,467	1,558	1,500	5,998	2.3%
일동제약	1,385	1,373	1,466	1,386	5,610	8.5%	1,405	1,373	1,504	1,499	5,780	3.0%
합계	16,418	17,054	18,846	18,292	70,609		16,639	18,248	21,832	21,211	77,930	
	7.6%	0.8%	9.7%	4.5%	5.6%		1.3%	7.0%	15.8%	16.0%	10.4%	
녹십자 제외	13,873	14,122	15,406	14,930	58,332		14,166	15,196	16,219	16,125	61,706	
	7.5%	1.7%	9.9%	2.3%	5.3%		2.1%	7.6%	5.3%	8.0%	5.8%	
영업이익	**1Q20**	**2Q20**	**3Q20**	**4Q20**	**2020**	**YOY**	**1Q21E**	**2Q21E**	**3Q21E**	**4Q21E**	**2021E**	**YOY**
한미약품	127	188	(312)	259	262	-50.5%	121	169	111	194	596	128%
유한양행	81	404	247	428	1,160	187.3%	139	289	272	199	899	-22%
녹십자	64	95	468	(207)	420	0.4%	69	251	1,585	1,017	2,922	595%
종근당	261	363	485	157	1,266	64.4%	297	329	353	285	1,263	0%
대웅제약	13	(47)	70	91	126	-59.8%	90	108	134	113	445	252%
동아에스티	530	(94)	67	(163)	341	-40.2%	72	63	94	3	232	-32%
일동제약	(13)	72	55	(59)	56	흑전	(4)	(25)	27	(52)	(54)	적전
합계	1,062	980	1,081	507	3,630		784	1,183	2,575	1,760	6,302	
	39.7%	8.9%	1.5%	94.7%	21.6%		-26.2%	20.8%	138.2%	246.7%	73.6%	
녹십자 제외	998	885	613	715	3,210		715	933	990	743	3,380	
	31.7%	22.8%	-10.7%	77.5%	25.0%		-28.4%	5.4%	61.6%	4.0%	5.3%	

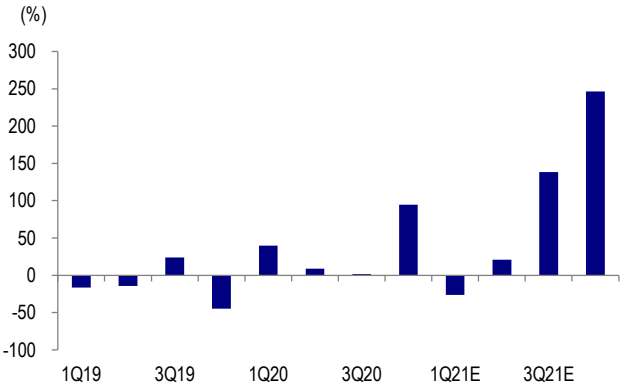
Note: K-IFRS 별도 기준/ Source: KTB투자증권

Fig. 02: KOSPI 의약품 업종 Fw12M PER 추이



Source: Dataguide, KTB투자증권

Fig. 03: KTB 커버리지 제약 7개사 합산 분기 영업이익 YOY



Source: Dataguide, KTB투자증권

Fig. 04: KTB 커버리지 R&D 이벤트

분기별 커버리지 R&D 이벤트 일정	2Q21	3Q21	4Q21
한미약품/Specturm Poziotinib(비소세포폐암) 미국 NDA 신청(2021년말)			■
한미약품/Specturm Rolontis(호중구감소증) 미국 FDA 시판 허가(2021년말)			■
유한양행/Gliead NASH치료제 1차 선도물질 도출 (2H21)			■
유한양행/Boehringer YH25724(NASH) 유럽 임상 1상 개시(1H21)	■		
녹십자 Hunterase(헌터증후군) 중국 출시(1H21)	■		
녹십자 IVIG SN 10%(면역결핍질환, 오창공장 A) 미국 BLA 승인(4Q21)			■
녹십자 CRV-101(대상포진백신) 미국 2상 개시(2H21)		■	
종근당 CKD-702(폐암, 이중항체) 국내 1상 결과 도출(2021)			■
대웅제약 Fexuprazan(위식도역류질환, 케이캡 경쟁 약물) 국내 허가(2021년말)			■
대웅제약 DWP16001(2형 당뇨) 임상 3상 종료(2021년말)			■
한올바이오/Immunovant HL161 미국 중단 임상 재개 여부 발표 (2Q21)	■		
한올바이오/대웅제약 HL036(안구건조증) 미국 임상 3-2상 IND 신청(2Q21)	■		

Source: 각 사, KTB투자증권

한미약품 (128940)

1Q21 Preview: 본사 부진, 성수기인 북경한미 실적 기대

Investment Point

- 1Q 별도 매출 2,137억(YOY -4%)으로 기존과 동일 추정. UBIST 기준 1~2월 누적 원외처방 조제액 -6% 내외로 4Q20에 이어 내수 ETC 매출 역신장 예상. 수출 실적 비수기에 예정되어 있는 기술료 수익 부재로 매출 신장 기대하기 어려움
- 1Q 별도 영업이익 YOY 4% 감소한 121억 추정, 기존 추정치 유지. 매출 감소에도 수익성 유지 전망은 Sanofi와의 Efpeglenatide 공동연구 중단에 따른 R&D 비용 감소 요인. 21년 연간 R&D 비용 전년대비 200억 이상 감소 예상
- COVID19 영향에서 벗어나고 있는 북경한미 1Q 실적은 COVID19 영향에서 벗어나 호조 예상. YOY 10% 내외 매출 증가, 영업이익은 20% 내외 신장 전망. 북경한미 포함 연결 영업이익 300억 내외(YOY +5%)로 컨센서스 대체로 부합 전망. 21년 연간 북경한미 매출액 신장률 10% 이상, 영업이익 YOY 20% 내외 증가 추정
- 연간 추정 실적 변경에 따라 영업가치 소폭 하향 조정되며 SOTP 목표가 36만원에서 35만원으로 하향. 상승여력 10% 내외로 투자의견 HOLD 유지. 21년 실적은 R&D 비용 집행 규모와 북경한미 실적 개선 폭이 변수
- 1Q R&D 이슈 혼재. 2월말 기대했던 Oraxol NDA 승인은 CRL 수령으로 불발. FDA IV 제형보다 높은 호중구 감소 부작용과 1차 평가지표였던 ORR 수치 측정의 편향성에 대한 우려 제기로 신규 임상 필요. 상업화 시점 2~3년 지연 예상. 반면 COVID19로 잠정 연기되었던 FDA 평택공장 실사일정 5월로 통보됨에 따라 연내 Rolontis BLA 승인 예상

HOLD

	현재	직전	변동
투자의견	HOLD		유지
목표주가	350,000	360,000	하향
Earnings			하향

Valuation wide	2020	2021E	2022E
PER(배)	1,464.3	120.7	102.1
PBR(배)	9.0	7.6	7.3
EV/EBITA(배)	73.1	40.2	36.9
배당수익률(%)	0.1	0.2	0.2

Fig. 04: 한미약품 1Q21 Preview (단위 : 십억원)

	당사 추정치	당사 기존 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2021.03(E)	2021.03(E)	차이(%)	2020.03A	차이(%)	2020.12A	차이(%)	2021.03(E)	차이(%)
매출액	213.7	213.7	0.0	223.1	(4.2)	208.2	2.6	304.4	-
영업이익	12.1	12.1	0.0	12.7	(4.2)	25.9	(53.3)	28.9	-
순이익	5.8	4.7	23.1	3.3	76.6	18.1	(67.8)	14.9	-
이익률(%)									
영업이익	5.7	5.7		5.7		12.5		9.5	
순이익	2.7	2.2		1.5		8.7		4.9	
이익률 차이(%P)									
영업이익		0.0		0.0		(6.8)		(3.8)	
순이익		0.5		1.2		(6.0)		(2.2)	

Note: 컨센서스는 K-IFRS 연결 기준, 나머지는 K-IFRS 별도 기준

Source: 한미약품, KTB투자증권

Fig. 05: 한미약품 추정 실적 변경 요약(분기) (단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(%,%P)			
	2021.03	2021.06	2021.09	2021.12	2021.03	2021.06	2021.09	2021.12	2021.03	2021.06	2021.09	2021.12
매출액	213.7	219.0	228.8	236.1	213.7	219.0	228.8	236.1	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	12.1	16.9	13.4	21.8	12.1	16.9	11.1	19.4	0.0	0.0	(17.1)	(10.8)
영업이익률(%)	5.7	7.7	5.9	9.2	5.7	7.7	4.9	8.2	0.0	0.0	(1.0)	(1.0)
EBITDA	23.5	28.2	24.7	33.0	25.3	30.1	24.5	33.0	7.6	6.9	(0.6)	(0.0)
EBITDA이익률(%)	11.0	12.9	10.8	14.0	11.8	13.8	10.7	14.0	0.8	0.9	(0.1)	(0.0)
순이익	4.7	7.0	5.6	12.3	5.8	7.9	5.2	13.4	23.1	13.5	(8.6)	9.0

Note: K-IFRS 별도 기준

Source: 한미약품, KTB투자증권

Fig. 06: 한미약품 SOTP Valuation (변경 전)

	기업가치(억원)	주당가치(원)	비중	Valuation 방법
A. 영업가치	**31,121**	**259,384**	**62.1%**	Fw 12M 별도 추정 실적 기준 Target EV/(EBIT(기술료 제외)+R&D) multiple 12.8배 적용 (커버리지 대형 제약사 2005~2014Y 10년 평균 20% 할증)
B. 비영업가치	**6,389**	**53,249**	**12.7%**	
보유 지분가치(계열사)	6,389	53,249	12.7%	
북경한미(73.68%)	6,101	50,848	12.2%	2021년 예상 순이익 기준 PER 30X 적용
한미정밀화학(63%)	288	2,401	0.6%	장부가
C. 신약가치	**12,627**	**105,242**	**25.2%**	
HM95573(RAF inhibitor)	3,857	32,148	7.7%	Genentech에 총 9.1억달러로 기술수출(NPV 귀속분 70% 반영, 2016.9월)
Rolontis(eflapegrastim)	3,002	25,022	6.0%	Spectrum에 기술수출(NPV 귀속분 70% 반영, 2012.1월)
Poziotinib(HM781-36B)	1,697	14,143	3.4%	Spectrum에 기술수출(NPV 귀속분 70% 반영, 2015.2월)
Oraxol(Oral Paclitaxel)	4,071	33,929	8.1%	Athenex에 기술수출(NPV 귀속분 70% 반영, 2011.12월)
D. 총기업가치(A+B+C)	**50,136**	**417,876**	**100.0%**	
E. 채권자가치(순차입금)	7,446	62,061		2021년말 추정 기준
G. 주주가치(D-E)	**42,690**	**355,815**		

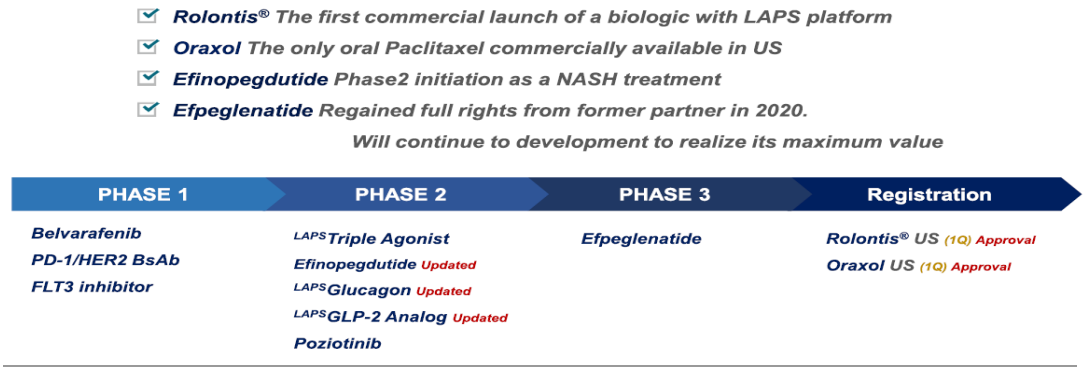
Source: KTB투자증권

Fig. 07: 한미약품 SOTP Valuation (변경 후)

	기업가치(억원)	주당가치(원)	비중	Valuation 방법
A. 영업가치	**30,533**	**254,489**	**61.6%**	Fw 12M 별도 추정 실적 기준 Target EV/(EBIT(기술료 제외)+R&D) multiple 12.8배 적용 (커버리지 대형 제약사 2005~2014Y 10년 평균 20% 할증)
B. 비영업가치	**6,389**	**53,249**	**12.9%**	
보유 지분가치(계열사)	6,389	53,249	12.9%	
북경한미(73.68%)	6,101	50,848	12.3%	2021년 예상 순이익 기준 PER 30X 적용
한미정밀화학(63%)	288	2,401	0.6%	장부가
C. 신약가치	**12,627**	**105,242**	**25.5%**	
HM95573(RAF inhibitor)	3,857	32,148	7.8%	Genentech에 총 9.1억달러로 기술수출(NPV 귀속분 70% 반영, 2016.9월)
Rolontis(eflapegrastim)	3,002	25,022	6.1%	Spectrum에 기술수출(NPV 귀속분 70% 반영, 2012.1월)
Poziotinib(HM781-36B)	1,697	14,143	3.4%	Spectrum에 기술수출(NPV 귀속분 70% 반영, 2015.2월)
Oraxol(Oral Paclitaxel)	4,071	33,929	8.2%	Athenex에 기술수출(NPV 귀속분 70% 반영, 2011.12월)
D. 총기업가치(A+B+C)	**49,549**	**412,980**	**100.0%**	
E. 채권자가치(순차입금)	7,206	60,060		2021년말 추정 기준
G. 주주가치(D-E)	**42,343**	**352,920**		

Source: KTB투자증권

Fig. 08: 한미약품 2021년 기대 가능한 R&D Milestones



Source: 한미약품, KTB투자증권

재무제표 (한미약품 별도)

대차대조표

(단위: 십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	416.5	351.2	381.7	422.7	467.6
현금성자산	5.8	16.4	26.2	57.0	93.7
매출채권	135.6	97.8	103.5	108.7	113.6
재고자산	245.2	232.2	247.0	251.8	255.1
비유동자산	1,128.1	1,151.2	1,149.5	1,146.9	1,146.0
투자자산	235.3	251.3	261.5	272.2	283.2
유형자산	851.5	849.3	831.2	811.6	793.3
무형자산	41.2	50.3	56.8	63.2	69.5
자산총계	1,544.6	1,502.4	1,531.3	1,569.6	1,613.6
유동부채	405.5	463.4	475.7	481.3	486.6
매입채무	107.5	79.9	95.6	100.4	104.8
유동성이자부채	262.5	360.5	360.5	360.5	360.5
비유동부채	593.7	497.3	487.4	488.1	488.7
비유동이자부채	534.4	386.4	386.4	386.4	386.4
부채총계	999.2	960.6	963.1	969.4	975.3
자본금	29.0	29.6	30.2	30.2	30.2
자본잉여금	396.9	396.4	396.4	396.4	396.4
이익잉여금	153.9	155.5	181.3	213.4	251.4
자본조정	(34.5)	(39.7)	(39.7)	(39.7)	(39.7)
자기주식	(25.2)	(28.3)	(28.3)	(28.3)	(28.3)
자본총계	545.4	541.8	568.2	600.2	638.3
투하자본	1,237.3	1,175.4	1,188.3	1,185.5	1,182.7
순차입금	791.1	730.4	720.6	689.8	653.2
ROA	1.7	0.2	2.1	2.5	2.8
ROE	4.4	0.6	5.8	6.5	7.1
ROIC	3.1	1.8	3.7	4.1	4.6

손익계산서

(단위: 십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	863.6	872.4	897.7	944.0	986.6
증가율 (Y-Y,%)	8.6	1.0	2.9	5.2	4.5
영업이익	52.9	26.2	59.6	67.4	75.4
증가율 (Y-Y,%)	22.2	(50.5)	127.8	13.1	11.8
EBITDA	92.0	70.6	112.9	122.4	131.1
영업외손익	(17.1)	(22.4)	(15.4)	(15.0)	(14.7)
순이자수익	(23.0)	(16.6)	(15.4)	(15.0)	(14.7)
외화관련손익	0.1	3.3	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	35.8	3.7	44.2	52.4	60.7
당기순이익	24.3	3.0	32.3	38.2	44.2
증가율 (Y-Y,%)	90.1	(87.6)	969.7	18.2	15.7
NOPLAT	35.9	21.3	43.5	49.1	54.9
(+) Dep	39.1	44.4	53.3	55.0	55.7
(-) 운전자본투자	120.9	(35.8)	8.4	4.5	3.0
(-) Capex	121.8	28.1	28.9	28.3	29.6
OpFCF	(167.7)	73.5	59.6	71.3	77.9
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	7.9	7.5	4.1	3.0	4.2
영업이익증가율(3Yr)	n/a	(17.7)	11.3	8.4	42.3
EBITDA증가율(3Yr)	65.9	0.0	13.3	10.0	22.9
순이익증가율(3Yr)	83.3	(57.3)	36.3	16.3	144.6
매출총이익율(%)	49.2	48.1	47.1	47.1	47.1
영업이익률(%)	6.1	3.0	6.6	7.1	7.6
EBITDA마진(%)	10.7	8.1	12.6	13.0	13.3
순이익률 (%)	2.8	0.3	3.6	4.0	4.5

현금흐름표

(단위: 십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업현금	(57.4)	45.7	67.0	89.3	97.5
당기순이익	24.3	3.0	32.3	38.2	44.2
자산상각비	39.1	44.4	53.3	55.0	55.7
운전자본증감	(145.9)	(27.6)	(4.3)	(4.5)	(3.0)
매출채권감소(증가)	(4.9)	32.9	(5.7)	(5.2)	(4.8)
재고자산감소(증가)	(62.1)	1.2	(14.8)	(4.7)	(3.3)
매입채무증가(감소)	(7.7)	(12.1)	15.7	4.8	4.5
투자현금	(158.5)	(30.6)	(51.9)	(52.4)	(54.7)
단기투자자산감소	(25.4)	15.8	0.0	0.0	0.0
장기투자증권감소	0.0	0.0	(3.9)	(4.1)	(4.2)
설비투자	(121.8)	(28.1)	(28.9)	(28.3)	(29.6)
유무형자산감소	(9.3)	(14.3)	(12.8)	(13.5)	(14.1)
재무현금	211.1	(3.3)	(5.3)	(6.1)	(6.1)
차입금증가	220.7	5.5	0.0	0.0	0.0
자본증가	(5.7)	(5.8)	(5.3)	(6.1)	(6.1)
배당금지급	5.7	5.8	5.9	6.1	6.1
현금 증감	(4.5)	10.6	9.8	30.8	36.6
총현금흐름(Gross CF)	112.1	100.5	71.3	93.9	100.5
(-) 운전자본증가(감소)	120.9	(35.8)	8.4	4.5	3.0
(-) 설비투자	121.8	28.1	28.9	28.3	29.6
(+) 자산매각	(9.3)	(14.3)	(12.8)	(13.5)	(14.1)
Free Cash Flow	(192.3)	42.3	15.1	36.9	42.7
(-) 기타투자	0.0	0.0	3.9	4.1	4.2
잉여현금	(192.3)	42.3	11.2	32.8	38.5

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Per share Data					
EPS	2,014	250	2,623	3,101	3,588
BPS	41,807	40,687	41,528	43,614	46,197
DPS	500	500	500	500	500
Multiples(x,%)					
PER	144.5	1,464.3	120.7	102.1	88.2
PBR	7.0	9.0	7.6	7.3	6.9
EV/ EBITDA	46.8	73.1	40.2	36.9	34.2
배당수익율	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
PCR	31.3	44.0	54.6	41.5	38.8
PSR	4.1	5.1	4.3	4.1	4.0
재무건전성 (%)					
부채비율	183.2	177.3	169.5	161.5	152.8
Net debt/Equity	145.0	134.8	126.8	114.9	102.3
Net debt/EBITDA	860.0	1,035.2	638.1	563.5	498.4
유동비율	102.7	75.8	80.3	87.8	96.1
이자보상배율	2.3	1.6	3.9	4.5	5.1
이자비용/매출액	2.7	2.7	2.4	2.3	2.2
자산구조					
투하자본(%)	83.7	81.4	80.5	78.3	75.8
현금+투자자산(%)	16.3	18.6	19.5	21.7	24.2
자본구조					
차입금(%)	59.4	58.0	56.8	55.4	53.9
자기자본(%)	40.6	42.0	43.2	44.6	46.1

Source: KTB투자증권

유한양행 (000100)

1Q21 Preview: 기술료 실적 의존도 약화

Investment Point

- 1Q 별도 매출 3,517억(YOY +16%)으로 기존 추정치 4% 하향, 연간 및 분기 기술료 조정에 따른 것. 21년 연간 기술료 기존 780억에서 700억 내외로 하향 조정. 지난해 미인식되었던 Lazertinib 마일스톤 잔여액(200억 규모)과 Boehringer NASH 치료제 1상 진입(1H21) 및 Gilead NASH 치료제 후보물질 도출(2H21) 관련 신규 마일스톤 각각 100억 내외 반영 기대. 전년동기 기저효과로 1Q ETC 매출 10% 이상 신장 예상
- 1Q 별도 영업이익 YOY 60억 내외 증가한 139억 추정, 기존 추정치 대비로는 27% 하향. 추정치 하향은 1Q 기술료 기존 110억에서 40억 내외로 조정한 영향. ETC 중심의 매출 신장에 따라 기술료 제외 본업 수익성은 양호할 전망
- 유한화학 등 연결 주력 자회사 실적 YOY 개선 예상하나 합산 영업이익 적자 지속으로 연결 영업이익은 컨센서스 대비 소폭 부진 전망. 유한킴벌리 호실적 유지 예상
- 목표가 8.6만원, 투자의견 BUY 유지. 21년 연간 영업이익 899억(YOY -23%) 추정으로 어닝 모멘텀 부진해 보이나, 두 차례에 걸친 Lazertinib 일회성 마일스톤 인식에 따른 착시 효과(기술료 YOY -600억)로 기술료 제외한 본업 실적은 개선 전망. ETC 매출 회복(개량신약&Lazertinib 국내 출시) 및 프로바이오틱스 신제품 출시로 하반기 OTC와 생활용품 사업부 높은 매출 신장 예상. R&D 지출액 증가하나, 렉라자 국내 3상 비용은 개발비 자산화 반영으로 손익과 연결되는 비용화 금액은 YOY Flat 혹은 소폭 감소 전망
- 오픈 이노베이션 전략에 따라 도입한 Pipeline 중 YH35324(알러지치료제, 지아이이노베이션)과 YH32367(면역항암제, 에이비엘바이오) 21년 신규로 임상 진입 예정

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
목표주가	86,000		유지
Earnings			유지

Valuation wide	2020	2021E	2022E
PER(배)	27.1	50.2	64.5
PBR(배)	3.2	2.7	2.6
EV/EBITA(배)	32.6	32.2	41.2
배당수익률(%)	0.5	0.6	0.6

Fig. 08: 유한양행 1Q21 Preview (단위 : 십억원)

	당사 추정치	당사 기존 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2021.03(E)	2021.03(E)	차이(%)	2020.03A	차이(%)	2020.12A	차이(%)	2021.03(E)	차이(%)
매출액	351.7	367.0	(4.2)	303.3	16.0	439.5	(20.0)	395.2	-
영업이익	13.9	19.0	(26.5)	8.1	72.6	42.8	(67.5)	13.2	-
순이익	30.5	34.0	(10.4)	125.2	(75.6)	24.6	24.1	8.0	-
이익률(%)									
영업이익	4.0	5.2		2.7		9.7		3.3	
순이익	8.7	9.3		41.3		5.6		2.0	
이익률 차이(%P)									
영업이익		(1.2)		1.3		(5.8)		0.6	
순이익		(0.6)		(32.6)		3.1		6.7	

Note: 컨센서스는 K-IFRS 연결 기준, 나머지는 K-IFRS 별도 기준

Source: 유한양행, KTB투자증권

Fig. 09: 유한양행 추정 실적 변경 요약(분기) (단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(%,%P)			
	2021.03	2021.06	2021.09	2021.12	2021.03	2021.06	2021.09	2021.12	2021.03	2021.06	2021.09	2021.12
매출액	367.0	421.0	427.3	440.7	351.7	420.1	455.3	446.3	(4.2)	(0.2)	6.6	1.3
영업이익	19.0	33.6	21.1	14.4	13.9	28.9	27.2	19.9	(26.5)	(14.0)	28.9	37.9
영업이익률(%)	5.2	8.0	4.9	3.3	4.0	6.9	6.0	4.5	(1.2)	(1.1)	1.0	1.2
EBITDA	27.8	42.3	29.6	22.9	22.8	37.7	35.9	28.6	(18.0)	(10.9)	21.3	25.0
EBITDA이익률(%)	7.6	10.1	6.9	5.2	6.5	9.0	7.9	6.4	(1.1)	(1.1)	1.0	1.2
순이익	34.0	25.1	15.7	26.4	30.5	21.7	20.5	19.3	(10.4)	(13.2)	30.5	(27.0)

Note: K-IFRS 별도 기준

Source: 유한양행, KTB투자증권

Fig. 010: 유한양행 SOTP Valuation

	기업가치(억원)	주당가치(원)	비중	Valuation 방법
A. 영업가치	**32,750**	**50,940**	**59.2%**	Fw 12M 별도 추정 실적(안센 기술료 제외) Target EV/(EBIT+R&D) multiple 12.8배 (커버리지 대형 제약사 2005~2014Y 10년 평균 20% 할증, 한미약품과 동일 적용)
B. YH25448(Lazertinib) 신약가치	**7,608**	**11,834**	**13.8%**	Janssen에 총 12.6억달러에 기술수출, 오스코텍/제노스코로 40% 수익배분 신약가치 산출시 할인율 10% 적용
C. 비영업가치	**14,939**	**23,236**	**27.0%**	투자유가증권 보유 지분가치 30% 할인 반영
보유 지분가치(계열사)	8,698	13,529	15.7%	
유한킴벌리(30%)	6,628	10,309	12.0%	2021년 추정 EPS에 P/E 13X
유한화학(100%)	984	1,531	1.8%	장부가액
기타 계열사	1,086	1,689	2.0%	장부가액
보유 지분가치(투자유가증권)	1,733	2,695	3.1%	
네오이뮨텍(5.1%)	563	875	1.0%	현재가
제넥신(1.5%)	340	528	0.6%	현재가
테라젠이텍스(7.9%)	222	346	0.4%	현재가
코스온(12.3%)	71	111	0.1%	현재가
신테카바이오(1.3%)	54	84	0.1%	현재가
파멥신(1.8%)	47	74	0.1%	현재가
브릿지바이오(1.0%)	26	40	0.0%	현재가
기타	1,153	1,793	2.1%	비상장, 장부가액
순현금	4,508	7,012	8.2%	2021년말 추정 기준
D. 총기업가치(A+B+C)	**55,297**	**86,010**	**100.0%**	
E. 채권자가치	-	-	-	
F. 주주가치(D-E)	**55,297**	**86,010**	**100.0%**	

Source: KTB투자증권

Fig. 011: 유한양행 R&D 오픈 이노베이션 현황



Source: 유한양행, KTB투자증권

재무제표 (유한양행 별도)

대차대조표

(단위: 십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	998.5	1,082.2	1,128.5	1,158.3	1,193.0
현금성자산	360.0	413.3	453.3	454.8	456.2
매출채권	414.1	457.0	464.6	484.1	507.4
재고자산	122.0	169.2	166.1	173.1	181.4
비유동자산	933.5	1,057.7	1,086.4	1,117.2	1,150.0
투자자산	713.7	817.9	851.1	885.7	921.6
유형자산	192.6	183.2	176.1	169.6	163.6
무형자산	27.2	56.6	59.2	61.9	64.8
자산총계	1,932.0	2,139.9	2,214.8	2,275.5	2,343.1
유동부채	310.0	303.3	307.6	320.3	334.6
매입채무	141.0	170.3	169.3	176.5	184.9
유동성이자부채	1.3	1.3	1.3	1.3	1.3
비유동부채	47.8	86.2	89.7	93.3	97.0
비유동이자부채	1.9	1.2	1.2	1.2	1.2
부채총계	357.9	389.5	397.3	413.6	431.6
자본금	65.1	68.0	71.2	71.2	71.2
자본잉여금	112.9	109.9	109.9	109.9	109.9
이익잉여금	1,463.3	1,610.8	1,674.8	1,719.2	1,768.8
자본조정	(67.1)	(38.3)	(38.3)	(38.3)	(38.3)
자기주식	(173.5)	(176.6)	(176.6)	(176.6)	(176.6)
자본총계	1,574.1	1,750.4	1,817.5	1,861.9	1,911.5
투하자본	598.1	633.3	631.7	644.8	661.9
순차입금	(356.8)	(410.8)	(450.8)	(452.3)	(453.7)
ROA	2.8	9.5	4.2	3.2	3.3
ROE	3.4	11.6	5.2	3.9	4.1
ROIC	5.0	15.1	10.7	7.5	7.9

손익계산서

(단위: 십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,463.3	1,567.9	1,673.4	1,767.5	1,856.8
증가율 (Y-Y,%)	(2.9)	7.2	6.7	5.6	5.1
영업이익	40.4	116.0	89.9	63.5	68.8
증가율 (Y-Y,%)	(33.8)	187.3	(22.5)	(29.3)	8.3
EBITDA	78.0	151.2	125.1	97.8	102.2
영업외손익	35.0	125.6	32.3	31.8	33.4
순이자수익	62.7	52.9	56.0	54.1	54.5
외화관련손익	1.5	(18.8)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(28.0)	(18.9)	(16.9)	(15.1)	(13.5)
세전계속사업손익	75.4	241.6	122.2	95.3	102.2
당기순이익	54.0	193.3	92.1	71.8	77.0
증가율 (Y-Y,%)	(33.8)	258.3	(52.4)	(22.0)	7.2
NOPLAT	28.9	92.8	67.7	47.9	51.8
(+) Dep	37.6	35.2	35.2	34.3	33.4
(-) 운전자본투자	102.6	37.3	1.9	15.6	19.2
(-) Capex	25.9	22.1	23.6	23.2	22.5
OpFCF	(62.0)	68.6	77.4	43.3	43.6
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	3.7	2.6	3.6	6.5	5.8
영업이익증가율(3Yr)	(17.6)	13.0	13.8	16.3	(16.0)
EBITDA증가율(3Yr)	(5.7)	12.5	9.8	7.8	(12.2)
순이익증가율(3Yr)	(23.9)	20.4	4.1	10.0	(26.4)
매출총이익율(%)	29.6	34.7	32.9	31.2	30.9
영업이익률(%)	2.8	7.4	5.4	3.6	3.7
EBITDA마진(%)	5.3	9.6	7.5	5.5	5.5
순이익률 (%)	3.7	12.3	5.5	4.1	4.1

현금흐름표

(단위: 십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업현금	37.3	47.7	142.6	109.1	108.5
당기순이익	54.0	193.3	92.1	71.8	77.0
자산상각비	37.6	35.2	35.2	34.3	33.4
운전자본증감	(99.0)	(144.9)	(1.9)	(15.6)	(19.2)
매출채권감소(증가)	(52.6)	(58.3)	(7.6)	(19.5)	(23.2)
재고자산감소(증가)	(5.6)	(50.8)	3.1	(7.0)	(8.3)
매입채무증가(감소)	40.6	1.2	(1.0)	7.1	8.5
투자현금	15.3	98.6	(84.0)	(83.7)	(83.3)
단기투자자산감소	104.2	40.7	(3.3)	(3.5)	(3.6)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(45.6)	(44.9)	(44.6)
설비투자	(25.9)	(22.1)	(23.6)	(23.2)	(22.5)
유무형자산감소	(5.0)	(32.4)	(7.0)	(7.4)	(7.8)
재무현금	(33.0)	(28.3)	(21.8)	(27.4)	(27.4)
차입금증가	(1.8)	(1.4)	0.0	0.0	0.0
자본증가	(22.7)	(23.8)	(21.8)	(27.4)	(27.4)
배당금지급	22.7	23.8	24.9	27.4	27.4
현금 증감	22.2	99.1	36.7	(2.0)	(2.2)
총현금흐름(Gross CF)	108.4	166.7	144.5	124.8	127.6
(-) 운전자본증가(감소)	102.6	37.3	1.9	15.6	19.2
(-) 설비투자	25.9	22.1	23.6	23.2	22.5
(+) 자산매각	(5.0)	(32.4)	(7.0)	(7.4)	(7.8)
Free Cash Flow	24.7	120.4	58.6	25.4	25.2
(-) 기타투자	0.0	0.0	45.6	44.9	44.6
잉여현금	24.7	120.4	13.0	(19.5)	(19.4)

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Per share Data					
EPS	774	2,767	1,254	977	1,048
BPS	21,774	23,823	23,692	24,254	24,883
DPS	400	400	400	400	400
Multiples(x,%)					
PER	58.5	27.1	50.2	64.5	60.1
PBR	2.1	3.2	2.7	2.6	2.5
EV/ EBITDA	36.6	32.6	32.2	41.2	39.4
배당수익율	0.9	0.5	0.6	0.6	0.6
PCR	29.7	32.0	32.4	37.5	36.6
PSR	2.2	3.4	2.8	2.6	2.5
재무건전성 (%)					
부채비율	22.7	22.3	21.9	22.2	22.6
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	322.0	356.8	366.8	361.6	356.6
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산구조					
투하자본(%)	35.8	34.0	32.6	32.5	32.5
현금+투자자산(%)	64.2	66.0	67.4	67.5	67.5
자본구조					
차입금(%)	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
자기자본(%)	99.8	99.9	99.9	99.9	99.9

Source: KTB투자증권

녹십자 (006280)

1Q21 Preview: 비수기 실적 예상 수준, 독감백신 실적 특수 기대해 볼만

Investment Point

- 1Q 별도 매출 2,473억(YOY -3%)으로 기존 추정치 2% 상향. YOY 감소는 가다실, 조스타박스 등 MSD 백신 유통 계약 종료에 따른 300억 규모 매출 제외 영향. 기존 추정치 상향은 1~2Q에 반영되는 남반구 독감백신 수출 소폭 상향
- 1Q 별도 영업이익 전년동기와 유사한 69억 추정. MSD 백신 매출 제외에도 단순 유통으로 이익 수준에 큰 영향 없음. R&D 비용 전년동기와 유사 반영
- 녹십자엠에스, 녹십자랩셀 등 연결 법인들 실적 호조세 예상하나, 이를 반영하더라도 연결 실적 컨센서스는 하회 예상. 1Q 연결 매출 3천억, 영업이익 100억 내외 추정
- 목표가 59만원, 투자의견 BUY 유지. COVID19 백신 CEPI Reserve CMO 계약 미확정으로 관련 실적 반영 시기와 규모에 따라 추정 실적 변동 폭 클 수 있음. 기존 추정치는 Moderna COVID19 백신 국내 유통과 허가권 모두 획득을 가정하였으나, 허가권은 제외로 유통 관련 실적(21.5~12월: 매출: 840억, 영업이익: 420억)만 반영하여 추정 실적을 변경. 추가로 CEPI Reserve CMO 관련 실적은 생산량 2억 도즈, 도즈당 단가 $3, OPM 50% 가정하여 3Q21부터 1차 Reserve 계약이 종료되는 22.5월까지 반영. 2차 수주 물량은 연간 6천만 도즈, 이후 Endemic 국면에서는 연간 4천만 도즈 생산량 가정으로 추정 실적에 반영. 화순 공장에서 별도 생산하게 될 러시아 백신 도입 실적은 미반영
- COVID19 백신 CMO 수주 결과와 무관하게 경쟁사인 SK바이오사이언스의 독감백신 생산 전량 중단(Novavax COVID19 백신 조달청 공급 물량 생산라인으로 전환)으로 호실적 전망. 지난해 연간 900억 규모를 기록했던 내수 독감백신 매출 21년은 1,300억 규모로 확대 추정. 높은 수익성에 따라 관련 영업이익 기존 대비 200억 이상 증가 예상

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
목표주가	590,000		유지
Earnings			유지

Valuation wide	2020	2021E	2022E
PER(배)	89.0	19.9	21.4
PBR(배)	4.7	3.6	3.1
EV/EBITA(배)	63.4	13.3	13.3
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.4

Fig. 012: 녹십자 1Q21 Preview (단위 : 십억원)

	당사 추정치	당사 기존 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2021.03(E)	2021.03(E)	차이(%)	2020.03A	차이(%)	2020.12A	차이(%)	2021.03(E)	차이(%)
매출액	247.3	242.3	2.1	254.4	(2.8)	336.2	(26.4)	350.1	-
영업이익	6.9	5.4	27.8	6.4	7.3	(20.7)	흑전	11.2	-
순이익	11.5	11.3	1.7	1.8	551.1	(18.7)	흑전	4.3	-
이익률(%)									
영업이익	2.8	2.2		2.5		(6.2)		3.2	
순이익	4.6	4.7		0.7		(5.6)		1.2	
이익률 차이(%P)									
영업이익		0.6		0.3		8.9		(0.4)	
순이익		(0.0)		3.9		10.2		3.4	

Note: 컨센서스는 K-IFRS 연결 기준, 나머지는 K-IFRS 별도 기준/ Source: 녹십자, KTB투자증권

Fig. 013: 녹십자 추정 실적 변경 요약(분기) (단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(%,%P)			
	2021.03	2021.06	2021.09	2021.12	2021.03	2021.06	2021.09	2021.12	2021.03	2021.06	2021.09	2021.12
매출액	242.3	741.2	1,023.2	312.0	247.3	305.2	561.4	508.5	2.1	(58.8)	(45.1)	63.0
영업이익	5.4	103.0	180.6	3.4	6.9	25.1	158.5	101.7	27.8	(75.6)	(12.2)	2,868.5
영업이익률(%)	2.2	13.9	17.7	1.1	2.8	8.2	28.2	20.0	0.6	(5.7)	10.6	18.9
EBITDA	15.2	113.0	191.1	14.0	16.7	34.9	168.5	111.8	10.2	(69.1)	(11.9)	698.5
EBITDA이익률(%)	6.3	15.2	18.7	4.5	6.8	11.4	30.0	22.0	0.5	(3.8)	11.3	17.5
순이익	11.3	60.5	134.4	(3.4)	11.5	15.5	115.6	68.8	1.7	(74.3)	(14.0)	흑전

Note: K-IFRS 별도 기준/ Source: 녹십자, KTB투자증권

Fig. 014: 녹십자 Valuation (추정 실적 변경 전)

기준 회계연도	2021Y	2022Y	2023Y
추정 EPS (원) ⓐ	17,355	13,595	12,218
Target PER multiple (배) ⓑ	39.6	35.3	30.3
비고 : COVID19 백신 미국/유럽 Peer 시가총액 가중평균 예상 PER			
해당 연도 목표가 (원) ⓒ = ⓐ×ⓑ	687,258	479,904	370,205
Target 시가총액 (조원)	80,317	56,084	43,264
회계연도 가중치 ⓓ	60%	30%	10%
조정 목표가 (원) ⓔ = ⓒ*ⓓ	**593,346**	**회계연도 가중치 3년 목표가 평균**	
최종 KTB 목표가 (원)	**590,000**		

Source: Bloomberg, KTB투자증권

Fig. 015: 녹십자 Valuation (추정 실적 변경 후)

기준 회계연도	2021Y	2022Y	2023Y
추정 EPS (원) ⓐ	18,085	16,836	9,576
Target PER multiple (배) ⓑ	36.3	32.9	28.2
비고 : COVID19 백신 미국/유럽 Peer 시가총액 가중평균 예상 PER			
해당 연도 목표가 (원) ⓒ = ⓐ×ⓑ	656,504	553,888	270,053
Target 시가총액 (조원)	76,723	64,730	31,560
회계연도 가중치 ⓓ	60%	30%	10%
조정 목표가 (원) ⓔ = ⓒ*ⓓ	**587,074**	**회계연도 가중치 3년 목표가 평균**	
최종 KTB 목표가 (원)	**590,000**		

Source: Bloomberg, KTB투자증권

Fig. 016: 녹십자 COVID19 백신 관련 실적 추정

(단위: 억원)	2021Y	2022Y	2023Y	추정 실적 Assumption
매출액	4,140	4,290	1,650	
Moderna 백신 국내 유통 (확정)	840	0	0	조달청: 340억, Moderna: 약 500억 2021.5~12월 반영 추정, 2022~2023년은 제로 반영 OPM 50%
CEPI CMO (개별 계약 미확정)	3,300	4,290	1,650	Total Capacity Reservation 5억 도즈 중 2억 도즈(3Q21~2Q22) 도즈당 단가 $3, 원달러환율 1,100원 2차연도 3Q22~2Q23 기간은 6천만도즈(2억 도즈의 30%) 3Q23 이후 기간은 4천만도즈(2억 도즈의 20%) 1차 수주 OPM 50%, 2차 수주부터 OPM 40%
영업이익	2,070	2,046	660	
영업이익률	50%	48%	40%	

Source: KTB투자증권

재무제표 (녹십자 별도)

대차대조표

(단위: 십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	797.1	952.4	1,134.3	1,291.4	1,373.0
현금성자산	50.1	185.1	310.5	418.0	423.3
매출채권	359.2	366.0	407.8	432.5	470.5
재고자산	382.2	391.7	406.0	430.6	468.4
비유동자산	945.2	910.2	944.5	980.3	1,011.2
투자자산	283.5	249.7	259.9	270.4	281.4
유형자산	573.5	566.8	571.0	576.8	579.5
무형자산	88.3	93.7	113.6	133.1	150.3
자산총계	1,742.4	1,862.6	2,078.8	2,271.7	2,384.2
유동부채	341.3	506.2	527.3	539.6	556.3
매입채무	122.9	112.8	129.6	137.4	149.5
유동성이자부채	131.5	288.0	288.0	288.0	288.0
비유동부채	351.8	256.2	257.1	258.1	259.1
비유동이자부채	329.5	233.4	233.4	233.4	233.4
부채총계	693.1	762.4	784.4	797.6	815.4
자본금	58.4	58.4	58.4	58.4	58.4
자본잉여금	322.6	322.0	322.0	322.0	322.0
이익잉여금	704.9	755.3	949.5	1,129.2	1,224.0
자본조정	(36.6)	(35.5)	(35.5)	(35.5)	(35.5)
자기주식	(35.7)	(35.7)	(35.7)	(35.7)	(35.7)
자본총계	1,049.3	1,100.2	1,294.4	1,474.0	1,568.8
투하자본	1,307.5	1,337.6	1,402.4	1,470.3	1,555.5
순차입금	410.9	336.3	210.9	103.3	98.1
ROA	0.7	3.0	10.7	9.0	4.8
ROE	1.1	5.0	17.7	14.2	7.4
ROIC	2.6	2.5	15.6	14.3	8.1

손익계산서

(단위: 십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,146.1	1,227.8	1,622.4	1,707.0	1,588.9
증가율 (Y-Y,%)	0.4	7.1	32.1	5.2	(6.9)
영업이익	41.9	42.0	292.2	282.3	167.0
증가율 (Y-Y,%)	(9.6)	0.4	595.3	(3.4)	(40.8)
EBITDA	78.7	80.1	331.8	323.3	208.9
영업외손익	(26.4)	24.6	(2.6)	(12.7)	(13.7)
순이자수익	(5.4)	(7.2)	(4.7)	(4.2)	(4.6)
외화관련손익	0.9	(16.4)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	1.8	0.2	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	15.5	66.6	289.5	269.5	153.3
당기순이익	11.8	53.3	211.4	196.7	111.9
증가율 (Y-Y,%)	(75.3)	350.1	296.6	(6.9)	(43.1)
NOPLAT	32.0	33.6	213.3	206.1	121.9
(+) Dep	36.8	38.1	39.6	41.1	41.9
(-) 운전자본투자	13.8	11.8	35.4	37.3	59.6
(-) Capex	94.3	49.8	39.8	41.9	39.0
OpFCF	(39.2)	10.1	177.7	167.9	65.2
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	3.5	3.8	12.4	14.2	9.0
영업이익증가율(3Yr)	(15.5)	(18.9)	84.8	88.9	58.4
EBITDA증가율(3Yr)	(6.2)	(10.0)	60.5	60.2	37.7
순이익증가율(3Yr)	(42.7)	(0.9)	64.0	155.2	28.1
매출총이익율(%)	27.0	29.2	41.5	41.9	35.7
영업이익률(%)	3.7	3.4	18.0	16.5	10.5
EBITDA마진(%)	6.9	6.5	20.5	18.9	13.1
순이익률 (%)	1.0	4.3	13.0	11.5	7.0

현금흐름표

(단위: 십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업현금	42.7	49.0	216.5	201.5	95.2
당기순이익	11.8	53.3	211.4	196.7	111.9
자산상각비	36.8	38.1	39.6	41.1	41.9
운전자본증감	(30.3)	(40.3)	(35.4)	(37.3)	(59.6)
매출채권감소(증가)	(7.9)	(2.9)	(41.8)	(24.6)	(38.0)
재고자산감소(증가)	(21.4)	(24.8)	(14.3)	(24.5)	(37.9)
매입채무증가(감소)	(8.9)	(9.5)	16.8	7.8	12.1
투자현금	(133.3)	41.4	(74.2)	(77.1)	(73.1)
단기투자자산감소	(2.9)	31.8	(0.3)	(0.3)	(0.3)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(4.0)	(4.2)	(4.3)
설비투자	(94.3)	(49.8)	(39.8)	(41.9)	(39.0)
유무형자산감소	(14.9)	(16.7)	(24.0)	(24.3)	(22.9)
재무현금	82.2	50.4	(17.1)	(17.1)	(17.1)
차입금증가	93.6	61.8	0.0	0.0	0.0
자본증가	(11.4)	(11.4)	(17.1)	(17.1)	(17.1)
배당금지급	11.4	11.4	17.1	17.1	17.1
현금 증감	(9.8)	128.6	125.2	107.3	5.0
총현금흐름(Gross CF)	94.4	104.1	251.9	238.8	154.8
(-) 운전자본증가(감소)	13.8	11.8	35.4	37.3	59.6
(-) 설비투자	94.3	49.8	39.8	41.9	39.0
(+) 자산매각	(14.9)	(16.7)	(24.0)	(24.3)	(22.9)
Free Cash Flow	(69.2)	105.2	142.3	124.4	22.1
(-) 기타투자	0.0	0.0	4.0	4.2	4.3
잉여현금	(69.2)	105.2	138.3	120.2	17.8

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Per share Data					
EPS	1,013	4,561	18,085	16,836	9,576
BPS	82,235	86,122	101,037	114,747	121,384
DPS	1,000	1,500	1,500	1,500	1,500
Multiples(x,%)					
PER	130.8	89.0	19.9	21.4	37.6
PBR	1.6	4.7	3.6	3.1	3.0
EV/ EBITDA	24.9	63.4	13.3	13.3	20.6
배당수익율	0.8	0.4	0.4	0.4	0.4
PCR	16.4	45.6	16.7	17.6	27.2
PSR	1.4	3.9	2.6	2.5	2.7
재무건전성 (%)					
부채비율	66.1	69.3	60.6	54.1	52.0
Net debt/Equity	39.2	30.6	16.3	7.0	6.3
Net debt/EBITDA	522.1	419.9	63.6	32.0	46.9
유동비율	233.6	188.1	215.1	239.3	246.8
이자보상배율	7.7	5.8	61.6	66.9	36.2
이자비용/매출액	0.7	0.8	0.5	0.5	0.5
자산구조					
투하자본(%)	79.7	75.5	71.1	68.1	68.8
현금+투자자산(%)	20.3	24.5	28.9	31.9	31.2
자본구조					
차입금(%)	30.5	32.2	28.7	26.1	24.9
자기자본(%)	69.5	67.8	71.3	73.9	75.1

Source: KTB투자증권

대웅제약 (069620)

1Q21 Preview: 소송비용 감소와 기술료 반영으로 호실적 예상

Investment Point

- 1Q 별도 매출 2,365억(YOY +4%)으로 기존 추정치 유지. 나보타 내수 매출 75억, 수출 60억 반영. 3월 중순 Fexuprazan 중국 수출 공급 계약 체결로 70억 규모 계약금 유입. 일시 혹은 분할 인식 여부 결정되지 않아 현재 추정 실적에는 미반영
- 1Q 별도 영업이익 YOY 77억 증가한 90억 추정. ITC 소송 비용 감소(1Q20 137억→1Q21 30억 예상)가 주요. Fexuprazan 중국 수출 계약금 일시 인식할 경우 영업이익 150억 규모 기록 예상. R&D 비용 20억 증가 반영
- 목표가 21만원, 투자의견 BUY 유지. 21년은 소송 비용 감소만으로도 분기 100억 내외의 영업이익 시현 예상. Evolus와 메디톡스/Abbvie 3자간 합의 성공에 따라 Evolus향 나보타 수출이 본격적으로 재개되면 추정 실적은 상향 가능성 높음
- 21년 연간 매출액 1조187억(YOY +8%), 영업이익 445억(+252%) 추정으로 어닝 모멘텀 돋보일 전망. 지난해 하반기 이후 주가는 COVID19 치료제 개발 이슈에 민감하게 반응 중으로 소송 리스크가 크게 해소된 나보타 미국 사업가치를 제대로 반영 못하고 있음. Evolus향 나보타 수출 확대와 보유 지분가치 높은 한올바이오파마 주가 회복 예상함에 따라 추천

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
목표주가	210,000		유지
Earnings			유지

Valuation wide	2020	2021E	2022E
PER(배)	609.1	52.4	33.6
PBR(배)	4.0	3.1	2.9
EV/EBITA(배)	49.8	23.9	18.7
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.4

Fig. 016: 대웅제약 1Q21 Preview (단위 : 십억원)

	당사 추정치	당사 기존 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2021.03(E)	2021.03(E)	차이(%)	2020.03A	차이(%)	2020.12A	차이(%)	2021.03(E)	차이(%)
매출액	236.5	236.5	0.0	228.4	3.6	241.5	(2.1)	238.9	(1.0)
영업이익	9.0	8.9	0.5	1.3	615.7	9.1	(1.6)	8.3	7.9
순이익	4.1	3.5	14.9	(1.2)	흑전	13.3	(69.5)	2.8	44.8
이익률(%)									
영업이익	3.8	3.8		0.5		3.8		3.5	
순이익	1.7	1.5		(0.5)		5.5		1.2	
이익률 차이(%P)									
영업이익		0.0		3.2		0.0		0.3	
순이익		0.2		2.2		(3.8)		0.5	

Note: K-IFRS 별도 기준

Source: 대웅제약, KTB투자증권

Fig. 017: 대웅제약 추정 실적 변경 요약(분기) (단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(%,%P)			
	2021.03	2021.06	2021.09	2021.12	2021.03	2021.06	2021.09	2021.12	2021.03	2021.06	2021.09	2021.12
매출액	236.5	250.6	266.9	264.7	236.5	250.6	266.9	264.7	0.0	0.0	0.0	0.0
영업이익	8.9	10.7	13.4	11.4	9.0	10.8	13.4	11.3	0.5	0.4	0.2	(0.2)
영업이익률(%)	3.8	4.3	5.0	4.3	3.8	4.3	5.0	4.3	0.0	0.0	0.0	(0.0)
EBITDA	17.3	19.2	22.0	20.0	17.6	19.6	22.3	20.4	2.1	2.0	1.8	1.7
EBITDA이익률(%)	7.3	7.7	8.2	7.6	7.5	7.8	8.4	7.7	0.2	0.2	0.1	0.1
순이익	3.5	4.6	5.7	14.6	4.1	5.1	6.8	14.2	14.9	11.6	19.4	(2.6)

Note: K-IFRS 별도 기준

Source: 대웅제약, KTB투자증권

Fig. 018: 대웅제약 SOTP Valuation (변경 전)

Fw12M 추정 EBIT+R&D (억원) ⓐ	1,617	2021E 별도 추정 실적에서 나보다 수출 실적 제외
Target EV/(EBIT+R&D) multiple (배) ⓑ	5.5	커버리지 제약 목표가 적용 EV/(R&D+EBIT) multiple 평균(7.8배) 대비 30% 할인 나보타 미국 L/O 전 2005~2013Y 8개년 기말 평균 EV/(R&D+EBIT) 5.7배와 유사
순차입금 (억원) ⓒ	4,103	2021년말 추정치
영업가치 (억원) ① = ⓐ×ⓑ-ⓒ	**4,726**	
HL036 신약가치 (억원) ⓓ	4,152	대웅제약과 한올바이오파마 수익배분 5:5 **(2/4일 한올바이오 목표가 수정 반영)**
한올바이오파마 지분가치 (억원) ⓔ	4,931	지분율 30%, 보유 지분가치(KTB 목표시가총액 2.35조원 기준) 30% 할인
비영업가치 (억원) ② = ⓓ+ⓔ	**9,083**	
나보타 해외 사업가치 (억원) ③	**8,777**	Evolus향과 기타 지역 합산 수출실적에 대한 FCF 합산 WACC 8.5%, Terminal Growth 3%
적정 시가총액 (억원) ①+②+③	**22,585**	
보통주 발행주식수 (천주)	10,763	자사주 제외
목표가 (원)	**209,849**	

Source: KTB투자증권

Fig. 019: 대웅제약 SOTP Valuation (변경 후)

Fw12M 추정 EBIT+R&D (억원) ⓐ	1,666	2Q21~1Q22 별도 추정 실적에서 나보다 수출 실적 제외
Target EV/(EBIT+R&D) multiple (배) ⓑ	5.5	커버리지 제약 목표가 적용 EV/(R&D+EBIT) multiple 평균(7.8배) 대비 30% 할인 나보타 미국 L/O 전 2005~2013Y 8개년 기말 평균 EV/(R&D+EBIT) 5.7배와 유사
순차입금 (억원) ⓒ	3,650	2021년말 추정치
영업가치 (억원) ① = ⓐ×ⓑ-ⓒ	**5,446**	
HL036 신약가치 (억원) ⓓ	4,152	대웅제약과 한올바이오파마 수익배분 5:5
한올바이오파마 지분가치 (억원) ⓔ	4,931	지분율 30%, 보유 지분가치(KTB 목표시가총액 2.35조원 기준) 30% 할인
비영업가치 (억원) ② = ⓓ+ⓔ	**9,083**	
나보타 해외 사업가치 (억원) ③	**8,777**	Evolus향과 기타 지역 합산 수출실적에 대한 FCF 합산 WACC 8.5%, Terminal Growth 3%
적정 시가총액 (억원) ①+②+③	**23,306**	
보통주 발행주식수 (천주)	11,069	자사주(517천주) 제외, 3/22일 자기주식 처분결과 보고서 반영
목표가 (원)	**210,548**	

Source: KTB투자증권

재무제표 (대웅제약 별도)

대차대조표

(단위: 십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	383.7	374.9	383.4	404.0	439.3
현금성자산	30.3	76.2	73.4	72.2	88.5
매출채권	200.5	134.7	140.8	151.4	160.6
재고자산	146.1	141.5	148.0	159.1	168.7
비유동자산	716.3	811.9	853.3	879.8	908.6
투자자산	318.2	404.5	420.9	438.0	455.8
유형자산	306.0	304.5	299.5	295.6	292.4
무형자산	92.1	102.9	132.9	146.3	160.5
자산총계	1,100.0	1,186.7	1,236.7	1,283.9	1,348.0
유동부채	232.5	291.3	293.2	300.7	308.8
매입채무	106.7	112.5	121.4	128.6	136.4
유동성이자부채	94.8	142.5	142.5	142.5	142.5
비유동부채	314.5	319.4	303.7	304.1	304.4
비유동이자부채	292.3	295.9	295.9	295.9	295.9
부채총계	547.0	610.7	596.9	604.8	613.2
자본금	29.0	29.0	29.0	29.0	29.0
자본잉여금	100.4	111.2	111.2	111.2	111.2
이익잉여금	474.8	471.7	495.4	534.8	590.4
자본조정	(51.2)	(35.9)	4.1	4.1	4.1
자기주식	(44.9)	(29.2)	10.8	10.8	10.8
자본총계	553.0	576.0	639.7	679.1	734.8
투하자본	719.0	734.2	792.5	824.4	854.8
순차입금	356.8	362.2	365.0	366.1	349.9
ROA	1.9	0.3	2.5	3.7	4.7
ROE	3.7	0.6	5.0	7.0	8.8
ROIC	3.2	1.3	5.7	7.2	8.7

손익계산서

(단위: 십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,005.2	944.8	1,018.7	1,098.8	1,181.1
증가율 (Y-Y,%)	6.5	(6.0)	7.8	7.9	7.5
영업이익	31.4	12.6	44.5	65.9	91.0
증가율 (Y-Y,%)	(6.9)	(59.8)	252.4	48.1	38.2
EBITDA	63.2	45.6	79.9	102.3	128.2
영업외손익	(15.0)	(20.4)	(13.8)	(13.7)	(13.5)
순이자수익	(9.1)	(8.5)	(7.8)	(7.6)	(7.4)
외화관련손익	1.7	(6.7)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(4.3)	(5.1)	(5.1)	(5.1)	(5.1)
세전계속사업손익	16.4	(7.8)	30.7	52.2	77.5
당기순이익	20.2	3.1	30.2	46.0	62.3
증가율 (Y-Y,%)	1,265.6	(84.5)	861.2	52.5	35.4
NOPLAT	22.8	9.2	43.8	58.1	73.2
(+) Dep	31.7	33.0	35.4	36.5	37.2
(-) 운전자본투자	14.0	(65.8)	9.4	14.3	10.9
(-) Capex	19.1	21.1	21.7	22.3	22.8
OpFCF	21.4	86.8	48.1	57.9	76.6
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	8.2	2.9	2.6	3.0	7.7
영업이익증가율(3Yr)	(3.9)	(34.4)	9.6	28.0	93.2
EBITDA증가율(3Yr)	3.7	(15.8)	1.7	17.4	41.1
순이익증가율(3Yr)	(15.0)	(56.0)	173.1	31.5	170.8
매출총이익율(%)	41.1	41.3	41.9	42.6	43.8
영업이익률(%)	3.1	1.3	4.4	6.0	7.7
EBITDA마진(%)	6.3	4.8	7.8	9.3	10.9
순이익률 (%)	2.0	0.3	3.0	4.2	5.3

현금흐름표

(단위: 십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업현금	38.0	98.4	45.6	73.6	94.0
당기순이익	20.2	3.1	30.2	46.0	62.3
자산상각비	31.7	33.0	35.4	36.5	37.2
운전자본증감	(8.4)	41.1	(3.7)	(14.3)	(10.9)
매출채권감소(증가)	(22.3)	58.1	(6.1)	(10.6)	(9.2)
재고자산감소(증가)	3.1	(6.8)	(6.5)	(11.1)	(9.6)
매입채무증가(감소)	18.1	6.7	8.9	7.3	7.8
투자현금	(48.2)	(136.4)	(82.9)	(69.1)	(72.1)
단기투자자산감소	(6.9)	(92.7)	(1.0)	(1.0)	(1.1)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(13.4)	(13.7)	(14.1)
설비투자	(19.1)	(21.1)	(21.7)	(22.3)	(22.8)
유무형자산감소	(20.0)	(25.9)	(38.7)	(23.6)	(25.4)
재무현금	(5.1)	70.5	33.5	(6.6)	(6.6)
차입금증가	1.1	46.7	0.0	0.0	0.0
자본증가	(6.2)	23.7	33.5	(6.6)	(6.6)
배당금지급	6.2	6.2	6.5	6.6	6.6
현금 증감	(15.1)	32.4	(3.8)	(2.2)	15.2
총현금흐름(Gross CF)	76.3	67.9	49.3	87.9	104.9
(-) 운전자본증가(감소)	14.0	(65.8)	9.4	14.3	10.9
(-) 설비투자	19.1	21.1	21.7	22.3	22.8
(+) 자산매각	(20.0)	(25.9)	(38.7)	(23.6)	(25.4)
Free Cash Flow	19.6	(27.5)	(37.3)	4.5	21.8
(-) 기타투자	0.0	0.0	13.4	13.7	14.1
잉여현금	19.6	(27.5)	(50.7)	(9.2)	7.8

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Per share Data					
EPS	1,746	271	2,550	3,970	5,377
BPS	39,778	40,834	43,747	45,986	49,566
DPS	600	600	600	600	600
Multiples(x,%)					
PER	78.8	609.1	52.4	33.6	24.8
PBR	3.5	4.0	3.1	2.9	2.7
EV/ EBITDA	30.9	49.8	23.9	18.7	14.8
배당수익율	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
PCR	20.9	28.1	32.1	17.6	14.7
PSR	1.6	2.0	1.6	1.4	1.3
재무건전성 (%)					
부채비율	98.9	106.0	93.3	89.1	83.5
Net debt/Equity	64.5	62.9	57.0	53.9	47.6
Net debt/EBITDA	564.7	793.8	456.6	357.7	272.9
유동비율	165.0	128.7	130.8	134.4	142.3
이자보상배율	3.5	1.5	5.7	8.7	12.3
이자비용/매출액	1.0	1.1	1.0	0.9	0.9
자산구조					
투하자본(%)	67.4	60.4	61.6	61.8	61.1
현금+투자자산(%)	32.6	39.6	38.4	38.2	38.9
자본구조					
차입금(%)	41.2	43.2	40.7	39.2	37.4
자기자본(%)	58.8	56.8	59.3	60.8	62.6

Source: KTB투자증권

동아에스티 (170900)

1Q21 Preview: R&D 투자 본격화에 따라 실적 부진 불가피

Investment Point

- 1Q 별도 매출 1,473억(YOY -27%)으로 기존 추정치 5% 하향. YOY 큰 폭의 역신장은 일부 ETC 품목 판매업무 정지 기간 동안 유통재고 축적 수요 일시적으로 크게 확대된 전년동기 높은 실적 베이스 영향. COVID19 영향으로 수출 실적도 부진 지속
- 1Q 별도 영업이익 YOY 460억 감소한 72억 추정. 4Q20 크게 부진했던 실적과 R&D 비용 증가 요인 반영하여 기존 추정치 대비 60억 하향 조정. R&D 비용 20억 증가 반영
- 추정 실적 변경으로 목표가 11만원에서 10만원으로 하향. 매출 부진과 비용 증가 요인 반영해 21년과 22년 연간 영업이익 각각 37%, 33% 하향 조정했으나, 목표가 기준이익 지표인 R&D+EBIT 하향 조정 폭은 10% 내외로 제한적
- 상승여력 20%로 투자의견 BUY 유지하나, 커버리지 내 투자 선호도 열위. 1Q21 이후에도 어닝 모멘텀 부진이 예상되는 가운데 Pipeline 관련 가시적인 성과도 아직은 미흡
- 21년 주가 모멘텀은 스텔라라 바이오시밀러(DMB-3115) 미국/유럽 3상 진행을 위한 다국적 제약사와의 판권계약 체결 이슈. 글로벌 시장규모 7조원이고 셀트리온과 유사한 시기에 글로벌 3상에 진입하고 있는 만큼 파트너십 체결 여부에 따라 퍼스트 바이오시밀러로 미국 시장 진입 가능성도 존재하기 때문

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
목표주가	100,000	110,000	하향
Earnings			하향

Valuation wide	2020	2021E	2022E
PER(배)	27.1	40.1	35.9
PBR(배)	1.2	1.1	1.1
EV/EBITA(배)	12.9	15.9	14.9
배당수익률(%)	1.1	1.2	1.2

Fig. 020: 동아에스티 1Q21 Preview (단위 : 십억원)

	당사 추정치	당사 기존 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2021.03(E)	2021.03(E)	차이(%)	2020.03A	차이(%)	2020.12A	차이(%)	2021.03(E)	차이(%)
매출액	147.3	155.8	(5.4)	201.2	(26.8)	128.2	14.9	149.4	(1.4)
영업이익	7.2	13.1	(45.2)	53.0	(86.5)	(16.3)	흑전	9.5	(24.7)
순이익	5.3	10.1	(46.8)	46.8	(88.6)	(14.4)	흑전	10.1	(47.0)
이익률(%)									
영업이익	4.9	8.4		26.3		(12.7)		6.4	
순이익	3.6	6.5		23.3		(11.3)		6.8	
이익률 차이(%P)									
영업이익		(3.5)		(21.5)		17.5		(1.5)	
순이익		(2.8)		(19.6)		14.9		(3.1)	

Note: K-IFRS 별도 기준

Source: 동아에스티, KTB투자증권

Fig. 021: 동아에스티 추정 실적 변경 요약(분기) (단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(%,%P)			
	2021.03	2021.06	2021.09	2021.12	2021.03	2021.06	2021.09	2021.12	2021.03	2021.06	2021.09	2021.12
매출액	155.8	163.2	164.9	160.1	147.3	146.7	155.8	150.0	(5.4)	(10.1)	(5.5)	(6.3)
영업이익	13.1	10.2	8.4	5.2	7.2	6.3	9.4	0.3	(45.2)	(38.5)	11.0	(93.8)
영업이익률(%)	8.4	6.3	5.1	3.2	4.9	4.3	6.0	0.2	(3.5)	(2.0)	0.9	(3.0)
EBITDA	18.5	15.8	14.2	11.0	12.1	11.4	14.5	5.5	(34.8)	(28.1)	2.3	(49.9)
EBITDA이익률(%)	11.9	9.7	8.6	6.9	8.2	7.7	9.3	3.7	(3.7)	(1.9)	0.7	(3.2)
순이익	10.1	7.7	7.0	3.5	5.3	4.6	7.6	0.1	(46.8)	(40.5)	8.9	(96.3)

Note: K-IFRS 별도 기준

Source: 동아에스티, KTB투자증권

Fig. 017: 동아에스티 목표가 산출

Fw12M 추정 EBIT+R&D (억원) ⓐ	1,152	2Q21~1Q22E 별도 추정 실적 R&D는 당기 비용화된 금액 기준
Target EV/(EBIT+R&D) multiple (배) ⓑ	7.4	한미 제외 커버리지 대형 제약사 2005~2014Y 10년 평균 30% 할인
순차입금 (억원) ⓒ	-177	2020년말 추정치
적정 시가총액 (억원) ① = ⓐ×ⓑ-ⓒ	**8,668**	
보통주 발행주식수(천주)	8,438	자사주 제외
목표가 (원)	**102,726**	

Source: KTB투자증권

Fig. 020: 동아에스티 R&D Pipeline 현황

구분	코드명 (브랜드명)	특성	적응증	연구 개발 단계				현황	파트너
				전임상	임상 1	임상 2	임상 3		
NCE	DA-1229 (Suganon®)	DPP4 저해제	대동맥판막석회화증			●		국내 2상 중 미 2/3상 IND 승인	REDNVIA
	DA-5207	Weekly 패치제	치매		●			국내 1상 완료 Pilot BE 시험 중	
	DA-8010	M3 antagonist	과민성 방광			●		국내 2상 완료	
	DA-1241	GPR119 agonist	2형 당뇨병		●			미국 1b 완료	
	DA-4501	Novel IO target	항암제					후보물질 선정 중	AbbVie
Botanical	DA-9801	부채마/산약	당뇨병성 신경병증			●		미국 2상 완료	NeuroBo
	DA-9805	목단피/시호/백지	파킨슨병			●		미국 2a 완료	
Bio	DA-3880	Darbepoetin α BS	빈혈					글로벌 개발 준비중	SKK(JP)
	DMB-3115	Ustekinumab BS	건선				●	미 3상 IND 승인 유럽 3상 IND 신청	Meiji `Seika

Source: 동아에스티, KTB투자증권

재무제표 (동아에스티 별도)

대차대조표

(단위: 십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	452.9	462.0	438.7	434.8	436.9
현금성자산	236.7	256.7	225.1	213.0	204.8
매출채권	92.7	83.8	90.5	94.1	98.7
재고자산	114.6	104.6	108.2	112.6	118.1
비유동자산	559.4	522.9	561.8	581.2	596.4
투자자산	224.3	152.0	158.1	164.5	171.2
유형자산	319.3	350.3	378.6	387.1	391.1
무형자산	15.8	20.7	25.1	29.6	34.1
자산총계	1,012.3	984.9	1,000.6	1,016.0	1,033.3
유동부채	216.0	147.6	152.6	155.3	158.5
매입채무	62.4	50.3	54.8	57.0	59.8
유동성이자부채	93.0	53.1	53.1	53.1	53.1
비유동부채	146.8	190.9	192.3	193.9	195.5
비유동이자부채	113.8	154.3	154.3	154.3	154.3
부채총계	362.7	338.5	344.9	349.1	354.0
자본금	42.2	42.2	42.2	42.2	42.2
자본잉여금	286.5	286.5	286.5	286.5	286.5
이익잉여금	166.1	176.7	185.9	197.2	209.6
자본조정	154.8	141.0	141.0	141.0	141.0
자기주식	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.7)	(0.7)
자본총계	649.6	646.4	655.6	666.9	679.3
투하자본	507.8	555.1	594.2	615.8	634.5
순차입금	(29.9)	(49.2)	(17.7)	(5.6)	2.7
ROA	6.6	2.8	1.8	2.0	2.0
ROE	10.5	4.3	2.7	3.0	3.1
ROIC	8.9	5.2	3.2	3.3	3.4

손익계산서

(단위: 십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	612.2	586.6	599.8	624.1	654.5
증가율 (Y-Y,%)	7.9	(4.2)	2.3	4.1	4.9
영업이익	57.0	34.1	23.2	25.1	26.3
증가율 (Y-Y,%)	44.5	(40.2)	(32.0)	8.3	4.9
EBITDA	77.4	54.0	43.4	47.1	49.6
영업외손익	26.1	(0.2)	(0.8)	(0.6)	(0.4)
순이자수익	(1.6)	(1.1)	(0.8)	(0.6)	(0.4)
외화관련손익	5.6	(9.3)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	15.6	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	83.1	33.8	22.4	24.5	25.9
당기순이익	65.0	27.7	17.6	19.7	20.9
증가율 (Y-Y,%)	270.0	(57.4)	(36.2)	11.7	5.9
NOPLAT	44.6	27.8	18.2	20.2	21.1
(+) Dep	20.4	19.9	20.3	22.1	23.3
(-) 운전자본투자	14.3	17.6	3.4	5.5	7.0
(-) Capex	12.7	37.0	47.7	29.6	26.2
OpFCF	38.0	(6.8)	(12.6)	7.1	11.3
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	3.0	1.9	1.9	0.6	3.7
영업이익증가율(3Yr)	55.4	12.3	(16.3)	(23.9)	(8.3)
EBITDA증가율(3Yr)	28.8	5.7	(9.9)	(15.3)	(2.8)
순이익증가율(3Yr)	71.3	n/a	0.2	(32.8)	(9.0)
매출총이익율(%)	50.9	48.4	46.3	46.3	46.3
영업이익률(%)	9.3	5.8	3.9	4.0	4.0
EBITDA마진(%)	12.6	9.2	7.2	7.5	7.6
순이익률 (%)	10.6	4.7	2.9	3.2	3.2

현금흐름표

(단위: 십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업현금	56.7	27.0	36.0	37.8	38.8
당기순이익	65.0	27.7	17.6	19.7	20.9
자산상각비	20.4	19.9	20.3	22.1	23.3
운전자본증감	(29.5)	(26.7)	(5.5)	(5.5)	(7.0)
매출채권감소(증가)	(4.4)	10.6	(6.6)	(3.7)	(4.6)
재고자산감소(증가)	(9.5)	9.4	(3.7)	(4.4)	(5.5)
매입채무증가(감소)	13.1	(13.7)	4.5	2.2	2.8
투자현금	(20.4)	(82.0)	(63.6)	(46.0)	(43.3)
단기투자자산감소	(4.5)	(41.3)	(4.4)	(4.6)	(4.8)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(1.7)	(1.8)	(1.9)
설비투자	(12.7)	(37.0)	(47.7)	(29.6)	(26.2)
유무형자산감소	(6.0)	(4.8)	(5.2)	(5.4)	(5.7)
재무현금	(28.1)	(16.3)	(8.4)	(8.4)	(8.4)
차입금증가	(12.6)	(2.6)	0.0	0.0	0.0
자본증가	(8.4)	(8.4)	(8.4)	(8.4)	(8.4)
배당금지급	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4
현금 증감	6.5	(76.3)	(35.9)	(16.7)	(13.0)
총현금흐름(Gross CF)	95.7	64.0	41.6	43.3	45.8
(-) 운전자본증가(감소)	14.3	17.6	3.4	5.5	7.0
(-) 설비투자	12.7	37.0	47.7	29.6	26.2
(+) 자산매각	(6.0)	(4.8)	(5.2)	(5.4)	(5.7)
Free Cash Flow	45.8	(44.7)	(27.5)	(8.3)	(4.5)
(-) 기타투자	0.0	0.0	1.7	1.8	1.9
잉여현금	45.8	(44.7)	(29.2)	(10.0)	(6.4)

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Per share Data					
EPS	7,694	3,275	2,089	2,333	2,470
BPS	75,063	74,101	74,671	75,479	76,411
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
Multiples(x,%)					
PER	15.5	27.1	40.1	35.9	33.9
PBR	1.6	1.2	1.1	1.1	1.1
EV/ EBITDA	12.6	12.9	15.9	14.9	14.3
배당수익율	0.8	1.1	1.2	1.2	1.2
PCR	10.5	11.7	17.0	16.3	15.4
PSR	1.6	1.3	1.2	1.1	1.1
재무건전성 (%)					
부채비율	55.8	52.4	52.6	52.4	52.1
Net debt/Equity	n/a	n/a	n/a	n/a	0.4
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	n/a	n/a	5.3
유동비율	209.7	312.9	287.5	280.1	275.6
이자보상배율	35.6	31.7	30.8	43.1	72.3
이자비용/매출액	1.2	0.9	0.9	0.8	0.8
자산구조					
투하자본(%)	52.4	57.6	60.8	62.0	62.8
현금+투자자산(%)	47.6	42.4	39.2	38.0	37.2
자본구조					
차입금(%)	24.1	24.3	24.0	23.7	23.4
자기자본(%)	75.9	75.7	76.0	76.3	76.6

Source: KTB투자증권

종근당 (185750)

1Q21 Preview: 주가 급락과 무관하게 실적은 양호

Investment Point

- 1Q 별도 매출 3,269억(YOY +12%)으로 기존 추정치 유지. 케이캡, 프롤리아 등 코프로모션 품목이 매출 증가 견인 지속. 지난해 매출이 크게 신장했던 프리베나의 경우 실적 특수 효과 소멸로 매출 감소 예상
- 1Q 별도 영업이익 YOY 14% 증가한 297억 추정. 지난해 COVID19 환경에서 축소되었던 주요 판관비용 유지, R&D 비용만 증가 예상
- 추정 실적 변경 크지 않아 목표가 21만원, 투자의견 BUY 유지. 21년 예상 PER 18배로 저평가 매력 돋보임. 최근 COVID19 치료제 나파벨탄(CKD-314, 성분명: 나파모스타트) 국내 조건부 허가 승인 불발로 주가 변동성 크게 나타났으나, 최종적인 임상 및 허가 실패가 아닌 만큼 급락 과도. 향후 진행되는 3상 결과에 따라 허가 가능성은 열려있음. 다만 COVID19 치료제의 경우 다양한 치료 옵션의 하나로 사용될 약물인 만큼 허가 시에도 주가에 대한 높은 기대치를 키우는 이슈로 반영하는 데는 주의 필요. 나파벨탄 다국가 3상(600명)이 본격화될 경우 R&D 비용은 크게 증가할 수 있음

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
목표주가	210,000		유지
Earnings			유지

Valuation wide	2020	2021E	2022E
PER(배)	29.1	18.2	18.3
PBR(배)	4.9	2.7	2.4
EV/EBITA(배)	17.2	10.1	9.8
배당수익률(%)	0.4	0.7	0.7

Fig. 022: 종근당 1Q21 Preview (단위 : 십억원)

	당사 추정치	당사 기존 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2021.03(E)	2021.03(E)	차이(%)	2020.03A	차이(%)	2020.12A	차이(%)	2021.03(E)	차이(%)
매출액	326.9	326.9	0.0	292.8	11.7	337.1	(3.0)	327.6	(0.2)
영업이익	29.7	29.7	(0.0)	26.1	13.9	15.7	89.2	27.6	7.7
순이익	20.4	20.5	(0.5)	17.9	14.3	11.1	83.6	20.5	(0.3)
이익률(%)									
영업이익	9.1	9.1		8.9		4.7		8.4	
순이익	6.3	6.3		6.1		3.3		6.3	
이익률 차이(%P)									
영업이익		(0.0)		0.2		4.4		0.7	
순이익		(0.0)		0.1		3.0		(0.0)	

Note: K-IFRS 별도 기준

Source: 종근당, KTB투자증권

Fig. 023: 종근당 추정 실적 변경 요약(분기) (단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(%,%P)			
	2021.03	2021.06	2021.09	2021.12	2021.03	2021.06	2021.09	2021.12	2021.03	2021.06	2021.09	2021.12
매출액	326.9	345.9	369.7	365.5	326.9	345.9	364.7	365.5	0.0	0.0	(1.4)	(0.0)
영업이익	29.7	32.9	36.7	27.9	29.7	32.9	35.3	28.5	(0.0)	(0.0)	(3.8)	2.2
영업이익률(%)	9.1	9.5	9.9	7.6	9.1	9.5	9.7	7.8	(0.0)	(0.0)	(0.3)	0.2
EBITDA	34.9	38.1	42.0	33.3	35.3	38.5	40.9	34.1	1.2	1.0	(2.7)	2.4
EBITDA이익률(%)	10.7	11.0	11.4	9.1	10.8	11.1	11.2	9.3	0.1	0.1	(0.2)	0.2
순이익	20.5	23.3	25.9	20.9	20.4	23.0	25.4	21.9	(0.5)	(1.2)	(2.1)	4.9

Note: K-IFRS 별도 기준

Source: 종근당, KTB투자증권

재무제표 (종근당 별도)

대차대조표

(단위: 십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	468.2	594.6	654.6	726.2	799.8
현금성자산	92.3	160.8	197.6	240.3	286.7
매출채권	197.0	219.0	234.6	250.5	265.3
재고자산	147.5	182.6	189.8	202.6	214.6
비유동자산	312.5	329.2	348.6	368.9	389.0
투자자산	61.5	57.9	60.3	62.7	65.3
유형자산	235.1	252.5	267.1	282.6	297.7
무형자산	15.9	18.8	21.2	23.6	26.0
자산총계	780.7	923.7	1,003.1	1,095.1	1,188.8
유동부채	267.7	310.4	309.6	322.7	335.1
매입채무	127.8	178.4	186.3	198.8	210.6
유동성이자부채	83.1	69.1	69.1	69.1	69.1
비유동부채	39.5	64.8	65.1	65.5	65.9
비유동이자부채	16.0	48.2	48.2	48.2	48.2
부채총계	307.2	375.2	374.7	388.2	400.9
자본금	25.9	27.2	28.6	28.6	28.6
자본잉여금	269.0	267.8	267.8	267.8	267.8
이익잉여금	189.0	269.2	347.8	426.3	507.3
자본조정	(10.4)	(15.7)	(15.7)	(15.7)	(15.7)
자기주식	(7.8)	(10.6)	(10.6)	(10.6)	(10.6)
자본총계	473.5	548.5	628.4	706.9	787.9
투하자본	463.4	491.7	534.2	569.5	603.4
순차입금	6.9	(43.5)	(80.3)	(123.0)	(169.4)
ROA	7.3	10.4	9.4	8.6	8.1
ROE	11.9	17.4	15.4	13.5	12.4
ROIC	12.4	19.6	18.2	16.9	16.3

손익계산서

(단위: 십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,078.6	1,300.5	1,403.0	1,495.8	1,582.8
증가율 (Y-Y,%)	12.9	20.6	7.9	6.6	5.8
영업이익	77.0	126.6	126.3	125.5	128.8
증가율 (Y-Y,%)	(1.3)	64.4	(0.2)	(0.7)	2.6
EBITDA	99.6	147.7	148.8	148.3	152.7
영업외손익	(4.3)	(6.5)	(3.8)	(3.7)	(3.6)
순이자수익	(1.9)	(1.4)	(0.4)	(0.2)	(0.1)
외화관련손익	(0.7)	(0.4)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(2.1)	(2.9)	(3.0)	(3.0)	(3.0)
세전계속사업손익	72.7	120.1	122.5	121.8	125.1
당기순이익	53.9	88.7	90.7	90.4	92.9
증가율 (Y-Y,%)	26.6	64.6	2.3	(0.4)	2.8
NOPLAT	57.1	93.5	93.6	93.2	95.6
(+) Dep	22.6	21.1	22.5	22.8	23.9
(-) 운전자본투자	(5.8)	1.1	24.0	15.8	14.9
(-) Capex	20.1	32.4	35.0	35.8	36.3
OpFCF	65.3	81.1	57.1	64.3	68.4
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	9.0	13.7	13.7	11.5	6.8
영업이익증가율(3Yr)	7.9	17.5	17.4	17.7	0.6
EBITDA증가율(3Yr)	5.4	13.8	14.5	14.2	1.1
순이익증가율(3Yr)	9.6	18.2	28.7	18.8	1.6
매출총이익율(%)	37.4	37.6	38.3	38.3	38.3
영업이익률(%)	7.1	9.7	9.0	8.4	8.1
EBITDA마진(%)	9.2	11.4	10.6	9.9	9.6
순이익률 (%)	5.0	6.8	6.5	6.0	5.9

현금흐름표

(단위: 십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업현금	80.8	107.0	91.2	100.7	105.4
당기순이익	53.9	88.7	90.7	90.4	92.9
자산상각비	22.6	21.1	22.5	22.8	23.9
운전자본증감	(20.6)	(49.1)	(14.8)	(15.8)	(14.9)
매출채권감소(증가)	13.0	(22.9)	(15.7)	(15.8)	(14.9)
재고자산감소(증가)	(47.9)	(43.4)	(7.2)	(12.8)	(12.0)
매입채무증가(감소)	30.6	48.5	7.9	12.6	11.8
투자현금	(38.0)	(66.6)	(46.5)	(47.8)	(48.7)
단기투자자산감소	(11.7)	12.4	(1.6)	(1.6)	(1.7)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(3.6)	(3.6)	(3.6)
설비투자	(20.1)	(32.4)	(35.0)	(35.8)	(36.3)
유무형자산감소	(2.7)	(4.1)	(4.6)	(4.9)	(5.2)
재무현금	(11.8)	6.0	(9.5)	(11.9)	(11.9)
차입금증가	(2.5)	17.3	0.0	0.0	0.0
자본증가	(8.8)	(9.3)	(9.5)	(11.9)	(11.9)
배당금지급	8.8	9.3	10.8	11.9	11.9
현금 증감	31.0	45.7	35.3	41.0	44.8
총현금흐름(Gross CF)	125.3	175.4	106.0	116.5	120.2
(-) 운전자본증가(감소)	(5.8)	1.1	24.0	15.8	14.9
(-) 설비투자	20.1	32.4	35.0	35.8	36.3
(+) 자산매각	(2.7)	(4.1)	(4.6)	(4.9)	(5.2)
Free Cash Flow	66.7	59.8	44.7	52.9	56.7
(-) 기타투자	0.0	0.0	3.6	3.6	3.6
잉여현금	66.7	59.8	41.2	49.3	53.0

Source: KTB투자증권

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Per share Data					
EPS	4,723	7,771	7,582	7,553	7,763
BPS	40,100	46,357	50,744	57,101	63,666
DPS	900	1,000	1,000	1,000	1,000
Multiples(x,%)					
PER	19.6	29.1	18.2	18.3	17.8
PBR	2.3	4.9	2.7	2.4	2.2
EV/ EBITDA	10.7	17.2	10.1	9.8	9.2
배당수익율	1.0	0.4	0.7	0.7	0.7
PCR	8.4	14.7	15.6	14.2	13.7
PSR	1.0	2.0	1.2	1.1	1.0
재무건전성 (%)					
부채비율	64.9	68.4	59.6	54.9	50.9
Net debt/Equity	1.5	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	6.9	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	174.9	191.5	211.4	225.0	238.7
이자보상배율	41.2	90.9	350.4	562.6	1,249.6
이자비용/매출액	0.3	0.2	0.2	0.2	0.1
자산구조					
투하자본(%)	75.1	69.2	67.4	65.3	63.2
현금+투자자산(%)	24.9	30.8	32.6	34.7	36.8
자본구조					
차입금(%)	17.3	17.6	15.7	14.2	13.0
자기자본(%)	82.7	82.4	84.3	85.8	87.0

일동제약 (249420)

1Q21 Preview: R&D 투자 확대로 영업적자 지속 전망

Investment Point

- 1Q 별도 매출 1,405억(YOY +1%)으로 기존 추정치 6% 하향 추정. COVID19로 인한 내원 환자 감소 요인으로 ETC 매출 신장률 1% 내외 예상. 아로나민 매출 증가와 GSK OTC 품목대행 매출 효과로 헬스케어 사업부(OTC 포함) 매출은 YOY 9% 증가 전망
- 1Q 영업이익 4억 적자 추정, 전년동기비로는 10억 내외 적자폭 축소. R&D 비용 증가 요인이 주요. ID11014(GPR40 Agonist, 당뇨)와 ID11903(FXR Agonist, NASH) 21년 국내 1상 진입 등 자체개발 신약과제들 임상 진입 본격화로 R&D 비용 급증 예상
- 목표가 2.1만원에서 1.8만원으로 하향. 20년 추정 영업이익 220억 흑자 추정에서 50억 내외의 적자 시현 추정으로 변경. R&D 비용은 130억 순증 반영
- 상승여력 13%로 투자의견 BUY에서 HOLD로 하향. 1Q21 이후에도 어닝 모멘텀 부진이 예상되는 가운데 Pipeline 관련 가시적인 성과 아직 미흡. 큐란과 벨빅 판매중단과 경쟁강도가 강화되는 종합 비타민 시장에서의 아로나민 시장 점유율 하락 등으로 매출 드라이버 요인 크게 약화, COVID19 이후에도 외형 회복을 기대하기 어려운 이유. CNS와 NASH 등 미충족 의료수요가 높은 R&D 영역에서 신규 신약과제 확보해가고 있으나, 다수의 과제들 개발 초기 단계로 R&D 투자 확대를 Pipeline 가치로 연결시켜 반영하기는 시기상조. 향후 L/O 등의 구체적인 성과 확인이 필요

HOLD

	현재	직전	변동
투자의견	HOLD	BUY	하향
목표주가	18,000	21,000	하향
Earnings			하향

Valuation wide	2020	2021E	2022E
PER(배)	n/a	n/a	179.8
PBR(배)	2.4	2.0	2.0
EV/EBITA(배)	16.2	21.3	14.0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0

Fig. 024: 일동제약 1Q21 Preview (단위 : 십억원)

	당사 추정치	당사 기존 추정치 대비		전년 동기 대비(yoy)		전분기 대비(qoq)		시장 컨센서스 대비	
	2021.03(E)	2021.03(E)	차이(%)	2020.03A	차이(%)	2020.12A	차이(%)	2021.03(E)	차이(%)
매출액	140.5	148.7	(5.5)	138.5	1.4	138.6	1.4	-	-
영업이익	(0.4)	5.6	n/a	(1.3)	적지	(5.9)	적지	-	-
순이익	(0.8)	4.3	n/a	(1.1)	적지	(19.1)	적지	-	-
이익률(%)									
영업이익	(0.3)	3.8		(0.9)		(4.2)			
순이익	(0.6)	2.9		(0.8)		(13.8)			
이익률 차이(%P)									
영업이익		(4.1)		0.6		3.9			
순이익		(3.5)		0.2		13.2			

Note: K-IFRS 별도 기준

Source: 일동제약, KTB투자증권

Fig. 025: 일동제약 추정 실적 변경 요약(분기) (단위 : 십억원)

	변경전				변경후				차이(%,%P)			
	2021.03	2021.06	2021.09	2021.12	2021.03	2021.06	2021.09	2021.12	2021.03	2021.06	2021.09	2021.12
매출액	148.7	149.4	157.9	169.8	140.5	137.3	150.4	149.9	(5.5)	(8.1)	(4.8)	(11.7)
영업이익	5.6	5.0	5.1	6.7	(0.4)	(2.5)	2.7	(5.2)	적전	적전	(47.9)	적전
영업이익률(%)	3.8	3.4	3.2	3.9	(0.3)	(1.8)	1.8	(3.5)	(4.1)	(5.2)	(1.5)	(7.4)
EBITDA	12.5	11.9	11.9	13.5	6.5	4.4	9.5	1.6	(47.8)	(63.1)	(20.6)	(88.5)
EBITDA이익률(%)	8.4	7.9	7.6	8.0	4.6	3.2	6.3	1.0	(3.8)	(4.8)	(1.3)	(6.9)
순이익	4.3	3.8	3.9	5.3	(0.8)	(2.0)	1.0	(3.6)	적전	적전	(73.8)	적전

Note: K-IFRS 별도 기준

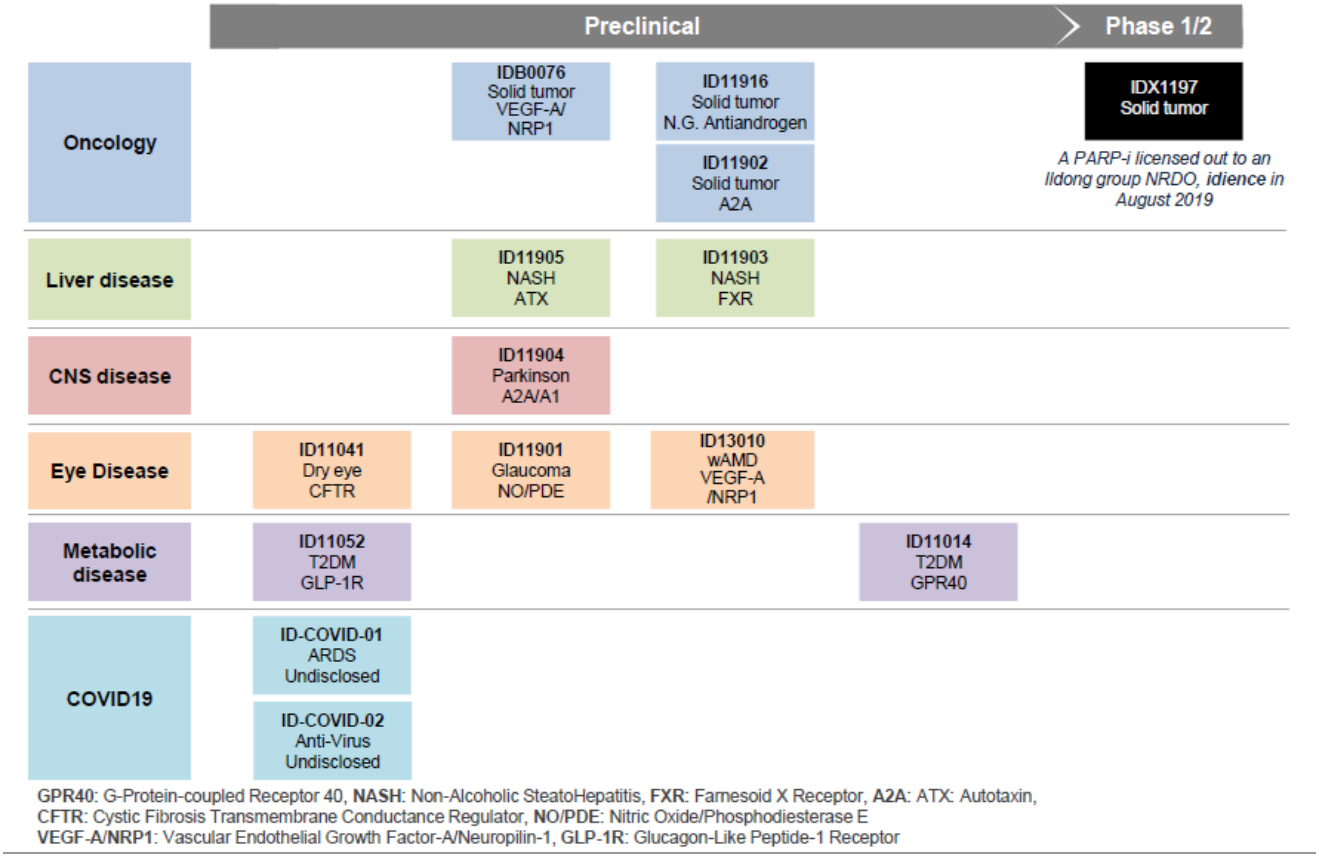
Source: 일동제약, KTB투자증권

Fig. 018: 일동제약 목표가 산출

Fw12M 추정 EBIT+R&D (억원) ⓐ	832	2Q21~1Q22E 별도 추정 실적 R&D는 당기 비용화된 금액 기준
Target EV/(EBIT+R&D) multiple (배) ⓑ	7.4	한미 제외 커버리지 대형 제약사 2005~2014Y 10년 평균 30% 할인
순차입금 (억원) ⓒ	881	2021년말 추정치
적정 시가총액 (억원) ① = ⓐ×ⓑ-ⓒ	**5,252**	
보통주 발행주식수(천주)	28,785	자사주 제외, 전환사채(1,000억) 희석
목표가 (원)	**18,244**	

Source: KTB투자증권

Fig. 021: 일동제약 R&D Pipeline 현황



Source: 일동제약, KTB투자증권

재무제표 (일동제약 별도)

대차대조표

(단위: 십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	231.1	231.1	344.4	358.9	374.7
현금성자산	87.9	84.0	179.0	185.6	193.6
매출채권	67.2	49.7	61.9	64.9	67.9
재고자산	69.7	89.2	97.4	102.2	106.9
비유동자산	379.3	371.8	363.8	358.5	354.6
투자자산	49.9	51.7	53.8	56.0	58.3
유형자산	259.4	256.2	250.5	245.7	241.7
무형자산	69.0	62.7	59.4	56.8	54.6
자산총계	610.3	602.9	708.2	717.3	729.3
유동부채	211.0	184.3	191.4	194.6	197.8
매입채무	52.0	49.9	57.4	60.2	63.0
유동성이자부채	111.2	92.6	92.6	92.6	92.6
비유동부채	147.5	165.1	268.8	272.6	276.6
비유동이자부채	55.2	74.5	174.5	174.5	174.5
부채총계	358.5	349.4	460.1	467.2	474.4
자본금	22.7	23.8	23.8	23.8	23.8
자본잉여금	238.9	209.6	209.6	209.6	209.6
이익잉여금	(5.9)	13.8	8.3	10.4	15.2
자본조정	(3.9)	6.3	6.3	6.3	6.3
자기주식	(0.3)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
자본총계	251.9	253.4	248.0	250.1	254.9
투하자본	326.7	319.3	319.4	314.2	310.2
순차입금	78.5	83.1	88.1	81.5	73.5
ROA	(2.3)	(2.2)	(0.8)	0.3	0.7
ROE	(5.1)	(5.2)	(2.2)	0.8	1.9
ROIC	(0.4)	1.3	(1.2)	1.6	2.4

손익계산서

(단위: 십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	516.8	561.0	578.0	599.8	621.4
증가율 (Y-Y,%)	2.7	8.5	3.0	3.8	3.6
영업이익	(1.9)	5.6	(5.4)	6.3	9.6
증가율 (Y-Y,%)	적전	흑전	적전	흑전	52.0
EBITDA	25.7	32.9	21.9	32.9	35.5
영업외손익	(20.9)	(15.6)	(3.7)	(3.7)	(3.6)
순이자수익	(4.6)	(3.7)	(2.8)	(2.8)	(2.7)
외화관련손익	(0.1)	(0.8)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	(22.8)	(10.0)	(9.1)	2.6	5.9
당기순이익	(13.5)	(13.1)	(5.4)	2.1	4.7
증가율 (Y-Y,%)	적전	적지	적지	흑전	125.3
NOPLAT	(1.4)	4.1	(3.9)	5.0	7.6
(+) Dep	27.6	27.3	27.4	26.6	25.9
(-) 운전자본투자	(22.6)	12.0	11.3	4.6	4.6
(-) Capex	12.0	14.2	13.5	14.0	14.5
OpFCF	36.8	5.2	(1.3)	13.0	14.5
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	36.9	6.8	4.7	5.1	3.5
영업이익증가율(3Yr)	n/a	(39.2)	n/a	n/a	19.5
EBITDA증가율(3Yr)	4.9	(8.7)	(24.5)	8.5	2.5
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출총이익율(%)	43.9	42.3	41.4	41.4	41.4
영업이익률(%)	(0.4)	1.0	(0.9)	1.0	1.5
EBITDA마진(%)	5.0	5.9	3.8	5.5	5.7
순이익률 (%)	(2.6)	(2.3)	(0.9)	0.4	0.8

현금흐름표

(단위: 십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업현금	40.4	19.9	15.5	27.9	30.1
당기순이익	(13.5)	(13.1)	(5.4)	2.1	4.7
자산상각비	27.6	27.3	27.4	26.6	25.9
운전자본증감	(7.3)	(21.8)	(12.5)	(4.6)	(4.6)
매출채권감소(증가)	7.0	13.4	(12.2)	(3.0)	(3.0)
재고자산감소(증가)	(28.5)	(19.0)	(8.2)	(4.8)	(4.8)
매입채무증가(감소)	19.2	(3.7)	7.6	2.8	2.8
투자현금	(13.8)	(18.5)	(20.5)	(21.3)	(22.1)
단기투자자산감소	2.6	(1.9)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.7)	(0.7)	(0.7)
설비투자	(12.0)	(14.2)	(13.5)	(14.0)	(14.5)
유무형자산감소	(5.2)	(2.5)	(5.0)	(5.1)	(5.3)
재무현금	(13.4)	(4.5)	100.0	0.0	0.0
차입금증가	(4.7)	(4.5)	100.0	0.0	0.0
자본증가	(8.6)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	8.6	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	13.3	(3.9)	95.0	6.6	8.0
총현금흐름(Gross CF)	51.7	45.8	28.0	32.5	34.7
(-) 운전자본증가(감소)	(22.6)	12.0	11.3	4.6	4.6
(-) 설비투자	12.0	14.2	13.5	14.0	14.5
(+) 자산매각	(5.2)	(2.5)	(5.0)	(5.1)	(5.3)
Free Cash Flow	30.5	5.5	(5.0)	6.6	8.0
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.7	0.7	0.7
잉여현금	30.5	5.5	(5.7)	5.9	7.3

주요투자지표

(단위: 원, 배)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
Per share Data					
EPS	(570)	(551)	(227)	88	199
BPS	7,694	8,015	7,923	8,123	8,413
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	n/a	179.8	79.8
PBR	2.1	2.4	2.0	2.0	1.9
EV/ EBITDA	17.8	16.2	21.3	14.0	12.7
배당수익율	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	7.3	9.8	13.5	11.6	10.9
PSR	0.7	0.8	0.7	0.6	0.6
재무건전성 (%)					
부채비율	142.3	137.9	185.5	186.8	186.1
Net debt/Equity	31.2	32.8	35.5	32.6	28.8
Net debt/EBITDA	304.9	252.2	401.6	247.9	207.0
유동비율	109.5	125.4	180.0	184.4	189.4
이자보상배율	n/a	1.5	n/a	2.3	3.5
이자비용/매출액	1.0	0.8	0.8	0.7	0.7
자산구조					
투하자본(%)	70.3	70.2	57.8	56.5	55.2
현금+투자자산(%)	29.7	29.8	42.2	43.5	44.8
자본구조					
차입금(%)	39.8	39.7	51.9	51.6	51.2
자기자본(%)	60.2	60.3	48.1	48.4	48.8

Source: KTB투자증권

▶ Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.

▶ 투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- STRONG BUY: 추천기준일 종가대비 +50%이상.
- BUY: 추천기준일 종가대비 +15%이상~+50%미만.
- REDUCE: 추천기준일 종가대비 -5%미만.
- HOLD: 추천기준일 종가대비 -5%이상~ +15%미만.
- SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커졌을 경우 잠정적으로 분석 중단. 목표가는 미제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
당사의 투자의견 중 STRONG BUY, BUY는 "매수", HOLD는 "중립", REDUCE는 "매도"에 해당. 동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음.

- Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상되는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

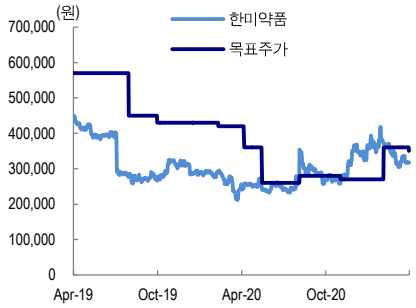
▶ 투자등급 비율

BUY :	88.7%	HOLD :	10.7%	SELL :	0.6%

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.

▶ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내용

한미약품 (128940)

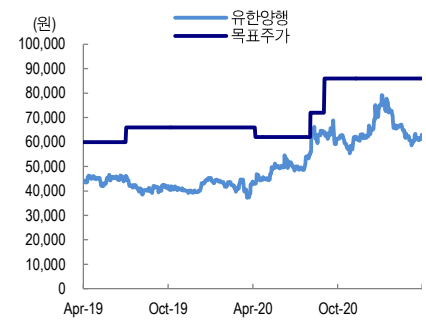


일자	2019.7.31	2019.10.1	2020.2.10	2020.4.6	2020.5.15	2020.8.5
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD	HOLD
목표주가	450,000원	430,000원	420,000원	360,000원	260,000원	280,000원
일자	2020.11.02	2021.02.05	2021.04.01			
투자의견	HOLD	HOLD	HOLD			
목표주가	270,000원	360,000원	350,000원			

목표주가 대비 실제주가 괴리율	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
	2019.07.31	450,000원	272,845원	290,706원	-37.1	-33.0
	2019.10.01	430,000원	297,327원	324,935원	-28.3	-21.6
	2020.02.10	420,000원	258,022원	295,527원	-37.4	-28.3
	2020.04.06	360,000원	256,549원	273,927원	-27.4	-22.5
	2020.05.15	260,000원	246,496원	279,327원	-3.4	9.4
	2020.08.05	280,000원	287,901원	353,945원	4.7	28.8
	2020.11.02	270,000원	341,356원	418,500원	28.8	57.9
	2021.02.05	360,000원	333,057원	371,500원	-7.5	3.2
	2021.04.01	350,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2021년 3월 31일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

유한양행 (000100)

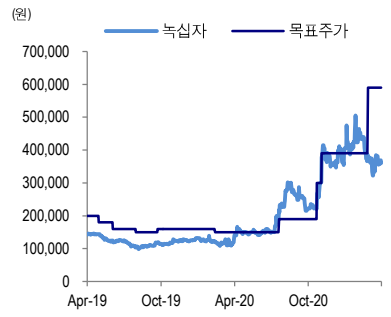


일자	2019.7.2.	2020.4.6	2020.8.03	2020.9.02
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	66,000원	62,000원	72,000원	86,000원
일자				
투자의견				
목표주가				

목표주가 대비 실제주가 괴리율	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
	2019.07.02	330,000원	41,626원	45,987원	-31.2	-23.9
	2020.04.06	62,000원	49,082원	54,831원	313.6	362.1
	2020.08.03	72,000원	62,742원	66,219원	-8.9	-3.9
	2020.09.02	86,000원	64,465원	79,200원	-21.7	-3.8

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2021년 3월 31일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

녹십자 (006280)

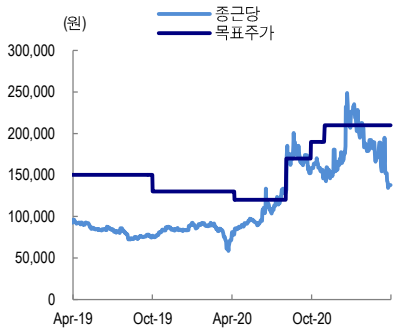


일자	2019.5.2	2019.6.4	2019.7.31	2019.9.24	2020.2.13	2020.4.6
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD
목표주가	180,000원	160,000원	150,000원	160,000원	150,000원	150,000원
일자	2020.7.21	2020.10.23	2020.11.03	2021.03.03		
투자의견	HOLD	BUY	BUY	BUY		
목표주가	190,000원	300,000원	390,000원	590,000원		

목표주가 대비 실제주가 괴리율	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
	2019.05.02	180,000원	128,318원	139,500원	-28.7	-22.5
	2019.06.04	160,000원	118,088원	127,000원	-26.2	-20.6
	2019.07.31	150,000원	108,303원	119,000원	-27.8	-20.7
	2019.09.24	160,000원	122,747원	139,000원	-23.3	-13.1
	2020.02.13	150,000원	142,518원	218,500원	-5.0	45.7
	2020.07.21	190,000원	250,405원	301,500원	31.8	58.7
	2020.10.23	300,000원	279,500원	301,500원	-6.8	0.5
	2020.11.03	390,000원	399,388원	505,000원	2.4	29.5
	2021.03.03	590,000원	357,550원	384,500원	-39.4	-34.8

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2021년 3월 31일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 – 목표주가) / 목표주가

종근당 (185750)

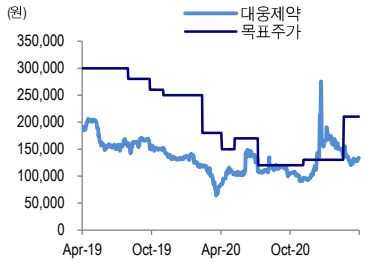


일자	2019.10.1	2020.4.6	2020.8.3	2020.9.29	2020.11.2
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	130,000원	120,000원	170,000원	190,000원	210,000원
일자					
투자의견					
목표주가					

목표주가 대비 실제주가 괴리율	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
	2019.10.01	130,000원	83,540원	92,530원	-29.3	-21.7
	2020.04.06	120,000원	103,363원	133,548원	-9.7	16.7
	2020.08.03	170,000원	170,227원	200,800원	5.0	23.8
	2020.09.29	190,000원	158,088원	170,274원	-12.8	-6.1
	2020.11.02	210,000원	179,242원	248,972원	-10.5	24.3

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2021년 3월 31일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 – 목표주가) / 목표주가

대웅제약 (185750)

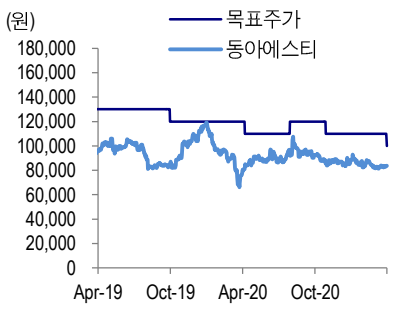


일자	2019.8.1	2019.09.27	2019.11.04	2020.02.14	2020.04.06	2020.05.08
투자의견	STRONG BUY	STRONG BUY	STRONG BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	280,000원	260,000원	250,000원	180,000원	150,000원	170,000원
일자	2020.7.8	2020.11.5	2021.02.22			
투자의견	HOLD	BUY	BUY			
목표주가	120,000원	130,000원	210,000원			

목표주가 대비 실제주가 괴리율	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
	2019.08.01	280,000원	161,487원	171,000원	-42.3	-38.9
	2019.09.27	260,000원	150,300원	157,000원	-42.2	-39.6
	2019.11.05	250,000원	131,757원	144,000원	-47.3	-42.4
	2020.02.14	180,000원	94,586원	119,500원	-47.5	-33.6
	2020.04.06	150,000원	104,380원	116,000원	-30.4	-22.7
	2020.05.08	170,000원	121,779원	148,500원	-28.4	-12.7
	2020.07.08	120,000원	109,173원	135,000원	-9.0	12.5
	2020.11.05	130,000원	142,236원	275,500원	9.4	111.9
	2021.02.22	210,000원	131,019원	155,500원	-37.6	-26.0

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2021년 3월 31일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 – 목표주가) / 목표주가

동아에스티 (170900)

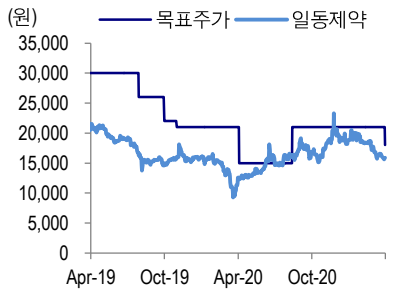


일자	2019.10.1	2020.4.6	2020.7.30	2020.10.29	2021.04.01
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	120,000원	110,000원	120,000원	110,000원	100,000원
일자					
투자의견					
목표주가					

목표주가 대비 실제주가 괴리율	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
	2019.10.01	120,000원	96,213원	119,000원	-19.8	-0.8
	2020.04.06	110,000원	89,301원	97,000원	-18.8	-11.8
	2020.07.30	120,000원	93,513원	107,500원	-22.1	-10.4
	2020.10.29	110,000원	85,617원	92,900원	-22.2	-15.6
	2021.04.01	100,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2021년 3월 31일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

일동제약 (249420)



일자	2019.07.31	2019.10.1	2019.11.4	2019.07.31	2019.10.1	2019.11.4
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	26,000원	22,000원	21,000원	26,000원	22,000원	21,000원
일자	2020.4.6	2020.8.14	2021.4.1			
투자의견	BUY	BUY	HOLD			
목표주가	15,000원	21,000원	18,000원			

목표주가 대비 실제주가 괴리율	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
	2019.07.31	26,000원	15,337원	16,458원	-38.17	-33.65
	2019.10.01	22,000원	15,512원	16,076원	-26.09	-23.41
	2019.11.05	21,000원	14,691원	18,127원	-26.67	-9.52
	2020.04.06	15,000원	14,567원	18,150원	-2.89	21
	2020.08.14	21,000원	17,958원	23,300원	-14.49	10.95
	2021.04.01	18,000원				

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(2021년 3월 31일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

ktb 투자증권

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60, 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60, 여의도 포스트타워 27층

www.ktb.co.kr

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.