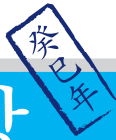


# 2013 연간전망



## 제약 (Overweight)

27 November 2012

### » 2013년 전망 : 이유 있는 질주, 과속이 리스크

◆ Analyst 이혜린 ☎ 02)2184-2327 ✉ hrin@ktb.co.kr

◆ R.A. 박철순 ☎ 02)2184-2304 ✉ c.pak@ktb.co.kr

#### ◎ Investment Points

2013년 제약업종에 대한 Overweight 의견을 제시한다.

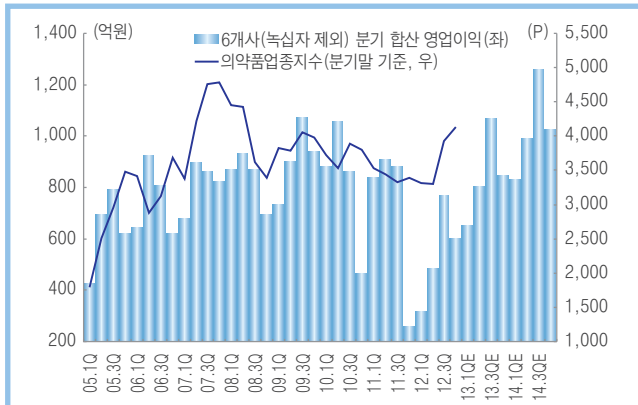
1. Earnings momentum 우위 예상. 2013년 제약 Universe 합산 매출액, 영업이익 각각 YOY +9.8%, 48.0% 전망
2. 수출실적 호조에 따른 Valuation 재평가 지속 기대. 2013년 제약 Universe 합산 수출 매출액 YOY +26% 예상
3. 중장기 글로벌 제약시장 환경, 다국적사와의 파트너링 강화와 수출지역 다변화에 우호적 요인
4. 2012년과 크게 다르지 않을 2013년의 경제환경, 글로벌 제약업종의 동반 수익률 우위 예상
5. 높아진 Valuation 부담, 펀더멘탈 회복에 대한 기대를 6개월 이상 앞서가고 있는 주가가 문제

#### ◎ Top picks

대형주 : 최선호 유한양행(BUY / TP 210,000원), 차선호 LG생명과학(BUY / TP 53,000원)

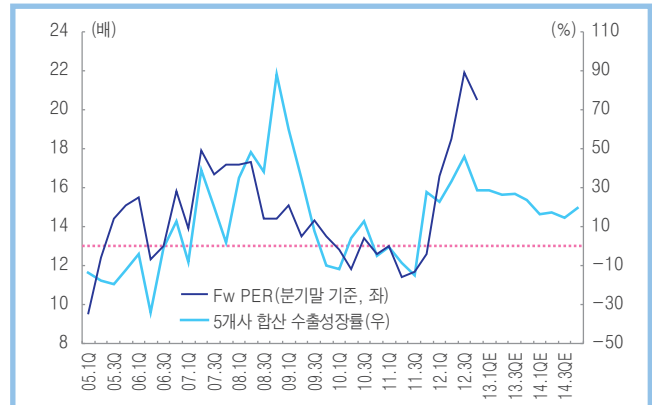
중소형주 : 대웅제약(BUY / TP 58,000원)

의약품업종 지수와 KTB Universe 제약 합산 영업이익 추이



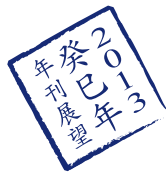
주: IFRS 도입 이후 단독 조정 영업이익(기타 영업손익 제외) 기준  
자료: KTB투자증권

KTB Universe 제약 수출 성장률과 PER 추이



주: 자회사 제외한 IFRS 단독 기준 수출비중  
자료: Dataguide Pro, 각 사, KTB투자증권





» Contents

03 I. Summary

04 II. Key Chart & Table

08 III. 2012년 Review

09 IV. 2013년 Investment Point

- IV-1. Earnings momentum 우위
- IV-2. 수출실적 호조에 따른 Valuation 재평가 기대
- IV-3. 국내 제약사에 우호적인 글로벌 제약시장 환경
- IV-4. 글로벌 제약업종의 수익률 우위에 동조화 예상

22 V. Valuation

24 VI. Top picks

27 VII. 종목별 투자 의견

- 유한양행 (000100)
- LG생명과학 (068870)
- 대웅제약 (069620)





## I. Summary

**2013년 제약업종 투자 의견 Overweight** 우리는 2013년 제약업종에 대한 Overweight 투자 의견을 제시한다. 지난 6개월간의 가파른 주가 상승으로 Valuation 부담이 높아진 것만은 사실이다. 그러나 2012년 6월 초 업종에 대한 투자 의견 사항 당시 고민했던 중장기 성장 전망에 대한 의견이 크게 달라지지 않았고, 2013년 제약업종 실적 모멘텀은 어느 해보다도 강하며, 저성장이 화두인 경제환경 하에서 제약업종에 대한 투자 매력은 점증할 전망으로 Overweight 투자 의견을 유지한다.

**Overweight 제시의 4가지 근거** 2013년 제약업종 Overweight의 근거는 다음의 네 가지로 정리될 수 있다.

- 1) Earnings momentum 우위를 예상한다.
  - : 2013년 Universe 제약사 합산 매출액과 영업이익 각각 YOY +9.8%, 48.0% 전망
- 2) 수출 실적 호조에 따른 Valuation 재평가가 지속될 수 있을 것으로 기대한다.
  - : 2012년 제약 Universe 합산 수출 매출액 YOY +32%, 2013년에도 +26% 예상
  - 2004~2007년간 높은 Valuation Premium 내수 처방약품 시장의 고정장 요인
  - 2012년 이후 지속될 높은 Valuation Premium 수출부문 성장성 확대 요인
- 3) 중장기 글로벌 제약시장 환경요인 국내 제약사에게 우호적일 전망이다.
  - : 글로벌 대형 제약사 외부협력 통한 내부 R&D비용 감축 노력 지속 → 파트너링 기회 확대
  - 신흥 제약시장의 빠른 성장, 일본 제네릭 처방량 확대 추세 → 수출지역 다변화의 기회
- 4) 2011~2012년과 유사하게 선진국 중심의 글로벌 제약업종 동반 수익률 호조를 예상한다.
  - : 2012년과 크게 다르지 않을 2013년 경제 환경 → 글로벌 제약업종 투자 매력 우위 지속
  - 특허만료에 따른 글로벌 대형 제약사 매출손실 2012년 Peak-out, 실적 리스크 감소
  - 2년 주기의 일본 약가인하 정책 2012년 4월 시행으로 불확실성 해소

**단기에 가파른 주가 상승의 휴유증은 높은 Valuation 부담** 긍정적인 펀더멘탈 변화에도 Valuation 부담은 무시할 수 없어 보인다. 현재 12개월 Forward 기준 제약업종 PER는 20배 내외로 시장 대비 Premium이 150%까지 확대되었다. 제약산업 최고 호황기였던 2005년 Premium 최고치가 100%였고, MSCI 이머징마켓 헬스케어 섹터 Premium도 100% 내외인 점을 고려할 때 높은 수치이다. 추정 실적 상황을 통한 Valuation 부담 해소 과정이 필요해 보이나, 단기에 추정 실적 상황 가능성은 낮다.

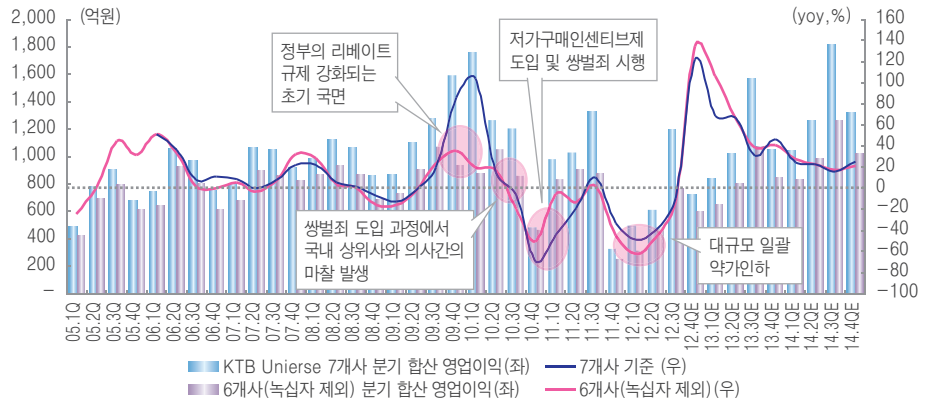
**Top picks: 유한양행, LG생명과학 중소형주로 대웅제약 추천** Top pick으로는 대형주 내에서는 유한양행(BUY, TP 210,000원)과 LG생명과학(BUY, TP 53,000원)을, 중소형주로는 대웅제약(BUY, TP 58,000원)을 추천한다. Valuation 부담은 우리의 Universe 제약사 공통사항으로 Top pick은 2013년 추정 실적의 상황 가능성(Hit Product 출시)과 중장기 펀더멘탈 개선 가능성(수출 모멘텀)이 가장 높아 보이는 제약사로 선정하였다.

유한양행은 12월 출시가 예정되어 있는 B형 간염치료제 ‘비리어드’ 판매와 API 수출이, LG생명과학 역시 12월 출시가 예정되어 있는 당뇨신약 ‘제미글로’ 판매와 혼합백신 수출이 추정 실적 상황의 변수가 될 전망이다. 대웅제약은 Valuation 부담이 가장 낮고, 2013년 자체 개발 보톡스 바이오시밀러 출시로 실적과 Valuation 상황 가능성이 높을 것으로 판단한다.

## II. Key Chart & Table

그림 01 KTB Universe 제약 분기별 합산 영업이익 및 증가율 추이

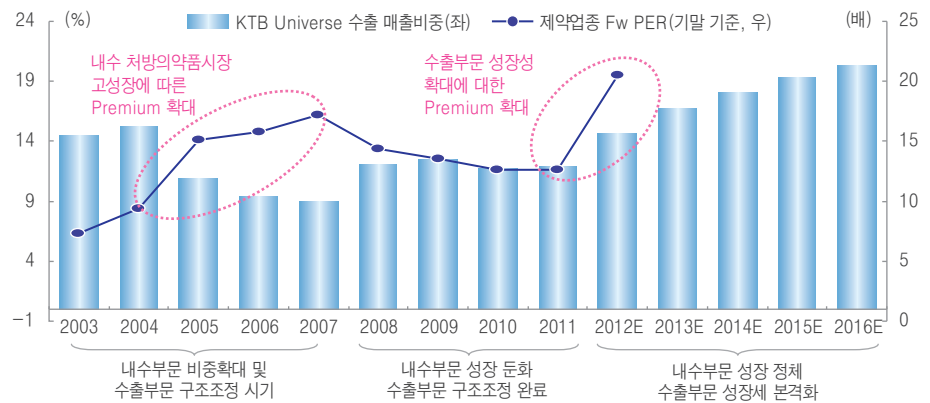
2013년 타업종 대비  
Earnings momentum  
우위 예상  
Universe 추정치 합산 기준  
매출액 YOY +9.8%  
영업이익 YOY +48.0%



주: IFRS 도입 이후 단독 조정 영업이익(기타 영업손익 제외) 기준/ 자료: KTB투자증권

그림 02 제약업종의 수출비중과 PER 추이

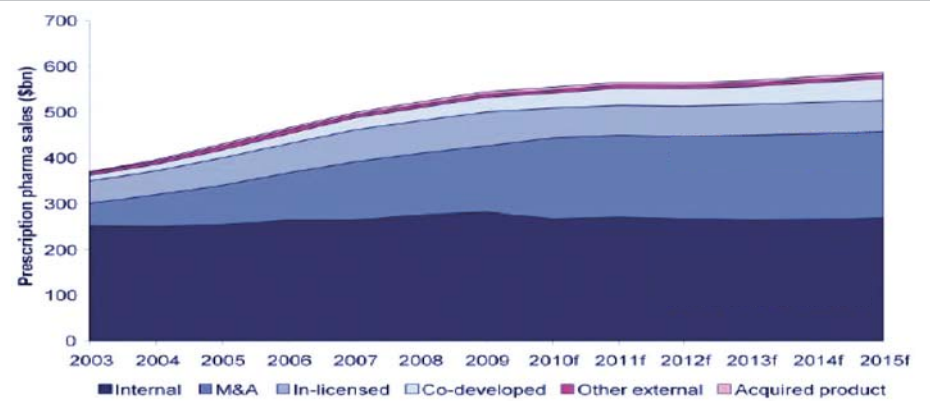
실적 회복에 대한 기대와  
동시에 수출부문 성장성에 대한  
Valuation 재평가 동반  
Universe 추정치 합산 기준  
2012년 수출매출액 YOY +32%  
2013년에도 YOY +26%  
예상



주: 자회사 제외한 IFRS 단독 기준 수출비중/ 자료: Dataguide Pro, 각 사, KTB투자증권

그림 03 글로벌 상위 50개 제약사 매출에서 라이선싱 제품의 매출 기여 추이

글로벌 제약사 외부 협력 통한  
내부 R&D비용 감축 추세  
국내 제약사에게는  
라이선싱 아웃의 호기  
2015년 글로벌  
상위 50개 제약사  
매출의 절반 이상은  
외부 협력을 통해 발생할 전망

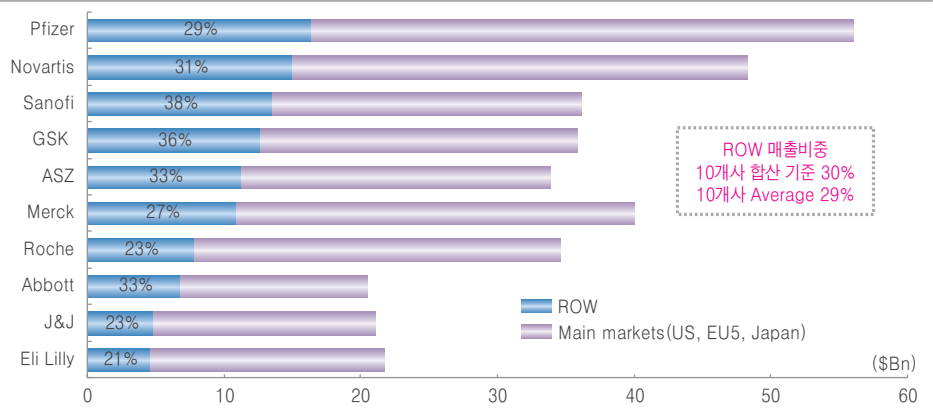


자료: Datamonitor, 바이오협회, KTB투자증권



글로벌 대형 제약사 매출에서 주력인 Big 3 시장비중 축소  
신흥 제약국을 포함한 ROW 지역 비중 확대 중  
해당 로컬 지역에서 마케팅 관련 코프로모션 활동 증가 예상

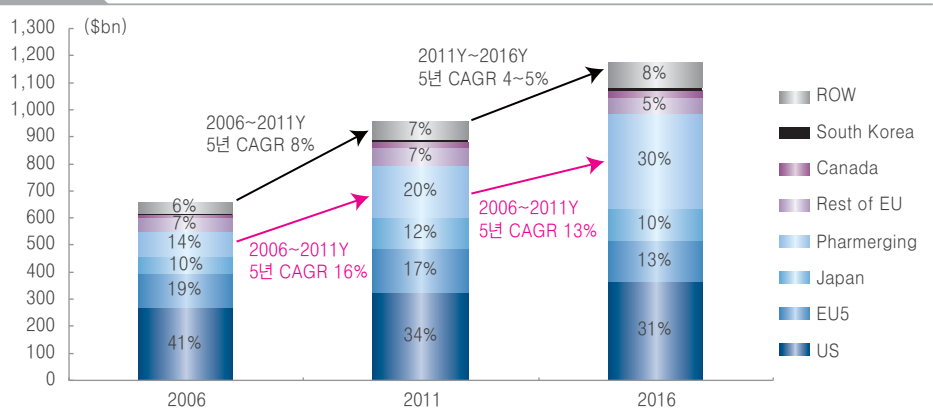
그림 04 글로벌 Top Tier 제약사 지역별 처방매출액 현황 (2011년 기준)



자료: Datamonitor, PwC Research, KTB투자증권

글로벌 제약시장 성장의 무게중심 Big 3 국가에서  
신흥 제약국으로 이동 중  
신흥 제약국 매출비중 2016년 30%로 미국과 유사  
국내 제약사 수출확대에 유리한 기회요인

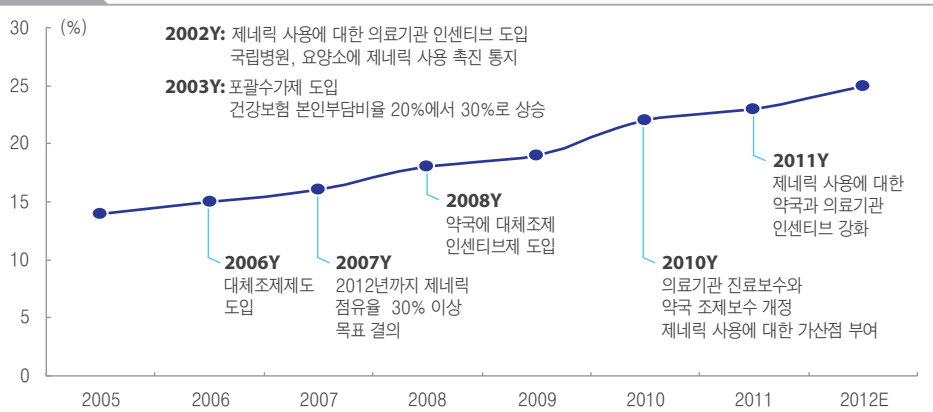
그림 05 글로벌 제약시장 지역별 비중 변화 추이



자료: IMS Market Prognosis May 2012, KTB투자증권

보건당국의 장려정책 강화로  
일본 제네릭 처방비중 확대 추세  
일본 제약사의 제네릭 아웃소싱 대상으로 중국과 인도에 비해  
국내 제약사 유리한 입지

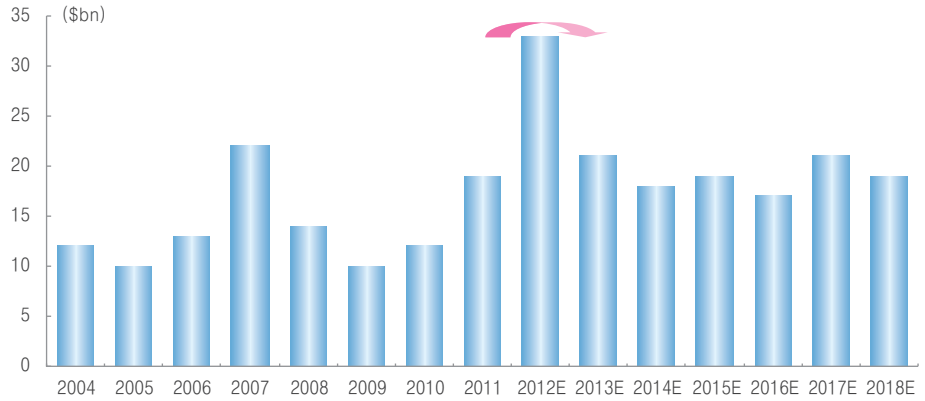
그림 06 일본 보건당국의 제네릭 장려정책 History와 제네릭 점유율 추이 (Volume 기준)



자료: 일본 후생노동성, KTB투자증권

그림 07 대형 오리지널 의약품 특허만료에 따른 글로벌 제약사 매출 손실 규모 추이

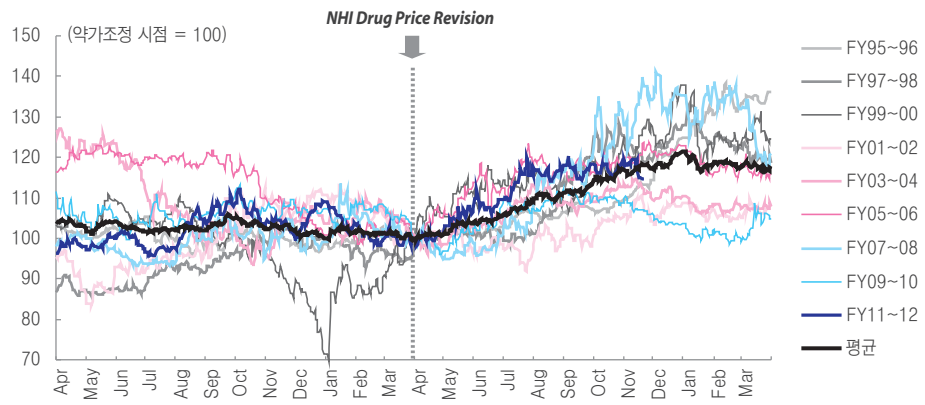
미국과 유럽 주요 대형 제약사  
주력 품목 특허만료에 따른  
실적 악화 리스크 정점 통과 중  
리스크 축소 국면에서  
제약업종 주가 흐름도  
긍정적으로 예상



자료: EvaluatePharma, KTB투자증권

그림 08 2년 주기의 약가인하 전후 일본 TOPIX 제약업종의 상대지수(TOPIX 지수 대비) 추이

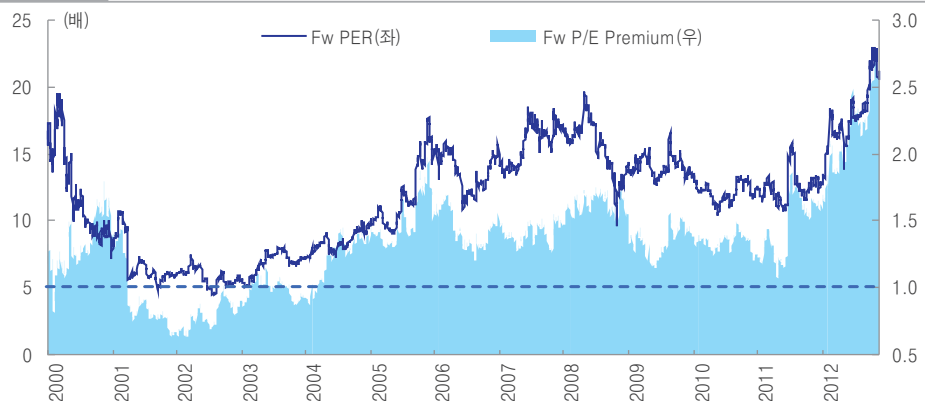
일본 제약업종 2년 주기의  
약가인하 정책 시행시 주가  
약가인하 시행 전 부진  
약가인하 시행 후 호조 반복  
2012년 4월(2012년 회계연도)  
약가인하 시행으로 향후 1년간  
주가흐름 호조 예상



자료: Bloomberg, KTB투자증권

그림 09 KOSPI 의약품업종 PER Premium 추이

국내 제약업종 5월 이후  
가파른 주가 상승으로  
Valuation 부담 가중  
2004~2007년간 최고  
100%였던 제약업종  
PER Premium  
2012년 현재 150%까지 확대

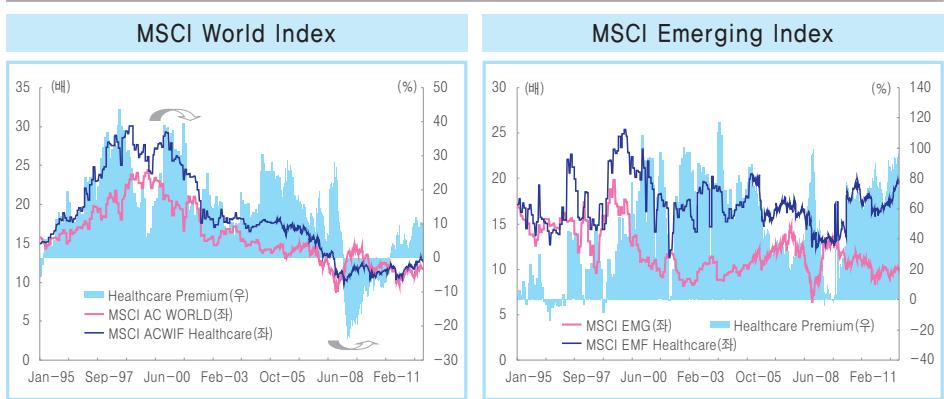


자료: Dataguide Pro, KTB투자증권



그림 10 MSCI World 및 Emerging market 헬스케어 지수 PER 추이

글로벌 헬스케어 섹터  
PER Premium 09년  
상반기를 바닥으로  
회복 지속  
World 지수 기준  
10% Premium 전환  
Emerging 지수 기준  
100% Premium으로  
04~05년 최고치 근접



자료: Thomson I/B/E/S, KTB투자증권

표 01 KTB Universe 제약사 잔여가치 EV Valuation 비교

(단위: 배, 억원)

회사명	유한양행	녹십자	동아제약	LG생명과학	한미약품	대웅제약	종근당
(코드)	(000100)	(006280)	(000640)	(068870)	(128940)	(069620)	(001630)
투자 의견	BUY	HOLD	BUY	BUY	HOLD	BUY	HOLD
목표주가(원)	210,000	180,000	120,000	53,000	120,000	58,000	34,000
상승여력	19.7%	20.8%	11.1%	15.2%	-3.6%	31.8%	-9.3%
Valuation Summary (K-IFRS 단독)							
PER	2012Y 30.2	22.4	21.7	-	-	14.6	20.7
	2013Y 20.6	17.5	17.7	88.2	65.7	10.1	11.2
PBR	2012Y 1.8	2.3	1.6	3.6	4.5	1.4	1.5
	2013Y 1.7	2.1	1.5	3.6	4.2	1.3	1.3
EV/EBITDA	2012Y 33.5	14.3	12.3	38.9	33.8	7.4	7.6
	2013Y 21.8	11.5	10.4	22.2	21.3	5.2	6.8
PSR	2012Y 2.6	2.1	1.3	2.1	1.8	0.7	1.1
	2013Y 2.2	1.8	1.2	1.8	1.7	0.7	1.0
시가총액(11/23일)	19,573	15,095	12,026	7,625	9,820	4,966	4,894
순차입금(2012년말 추정 기준)	-3,466	-274	1,137	1,705	2,172	-413	395
EV	16,107	14,821	13,163	9,330	11,992	4,553	5,289
EV에 반영되어있는 비영업가치 SUM	9,596	2,580	3,781	1,662	6,443	654	739
계열사/투자유가증권/유휴부동산	8,388	750	1,621	40	4,250	264	513
자사주(30% 할인)	1,208	21	345	0	0	390	227
신약 및 장기 수출 계약	0	1,809	1,815	1,622	2,193	0	0
잔여가치 EV	6,511	12,241	9,382	7,668	5,549	3,899	4,550
EBITDA	2012Y 489	1,035	1,068	241	354	613	696
	2013Y 728	1,318	1,296	431	559	845	778
잔여가치 EV/EBITDA	2012Y 13.3	11.8	8.8	31.8	15.7	6.4	6.5
	2013Y 8.9	9.3	7.2	17.8	9.9	4.6	5.8
잔여가치 EV/(R&D+EBITDA)	2012Y 7.2	7.6	4.7	8.1	5.3	2.9	3.8
	2013Y 5.5	6.4	4.0	6.6	4.3	2.5	3.4
잔여가치 EV의 PSR	2012Y 0.8	1.7	1.0	2.0	1.0	0.6	1.0
	2013Y 0.7	1.5	0.9	1.8	0.9	0.5	0.9

주: 1. 계열사 및 투자유가증권: 유한양행과 한미약품은 KTB 목표주가에 반영되어 있는 가치 준용. 나머지 제약사는 장부가 가치

2. 유휴 부동산: 유한양행의 군포공장 장부가 가치

3. 신약 및 수출: 각 사 KTB 목표주가에 반영하고 있는 신약 Pipeline 및 장기 수출 계약의 NPV 가치

자료: KTB투자증권

### III. 2012년 Review

2012년 YTD  
 제약업종 수익률 25%  
 KOSPI 22%p Outperform

2012년 제약업종의 주가는 전형적인 상저하고의 패턴을 보여주었다. 거래소 의약품업종지수는 4월 대규모 약가인하로 인한 실적악화 우려로 1월초 고점 대비 20% 급락했으나, 5월말 이후 빠른 속도로 회복하여 YTD(11/20일 기준) 25%의 수익률을 기록하고 있다. 종합주가지수 대비 22%p의 초과수익률로 지난 3년간 극심했던 시장소의 현상을 극복했다. 2009년 이후 부정적 기조가 이어졌던 기관 수급도 5월 이후 빠르게 순매수 전환 중이다.

중단기 규제 리스크 해소와  
 실적개선에 대한 기대로  
 주가 회복

단기간 가파른 주가 회복력은 중단기 약가인하 규제 리스크 해소와 실적개선에 대한 기대에서 비롯되었다. 대상 처방의약품 약가의 평균 14%라는 일괄인하 정책은 건강보험 재정 절감에 크게 기여했고, 하반기 보험급여비 지출 계획을 고려하더라도 2012년 연간으로 건강보험 재정은 큰 폭의 흑자기폭이 예상된다. 이는 단기적으로 약가인하 규제가 완화될 수 있음을 시사한다. 또한 약가인하 이후 주요 제약사 실적은 2분기 연속해서 시장 예상치를 상회했다. 대규모 약가인하 이후 빠른 실적 회복력은 향후 추가적인 약가인하 정책이 시행된다 하더라도 실적 악화에 대한 시장 우려를 최소화시킬 수 있다는 점에서 긍정적이다. 2012년은 2006년 5월 약제비 적정화 방안 발표 이후 지속된 제약업종에 대한 정책 불확실성을 해소시켜준 중요한 분기점의 해였다.

그림 11 2004년 이후 거래소 의약품업종 지수 추이



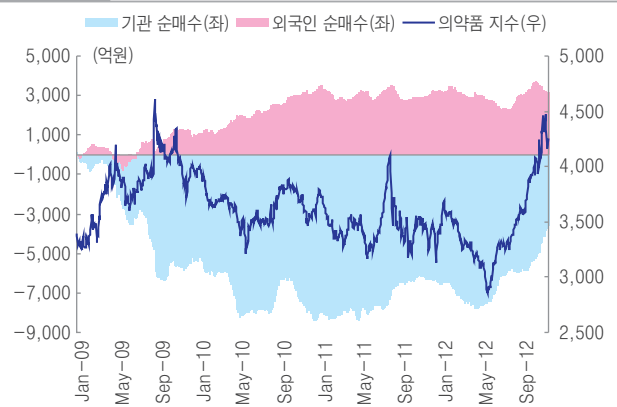
자료: Dataguide Pro, KTB투자증권

그림 12 KOSPI와 의약품업종 상대수익률 누적 추이



자료: Dataguide Pro, KTB투자증권

그림 13 의약품업종지수와 외국인/기관 누적 순매수



자료: Dataguide Pro, KTB투자증권



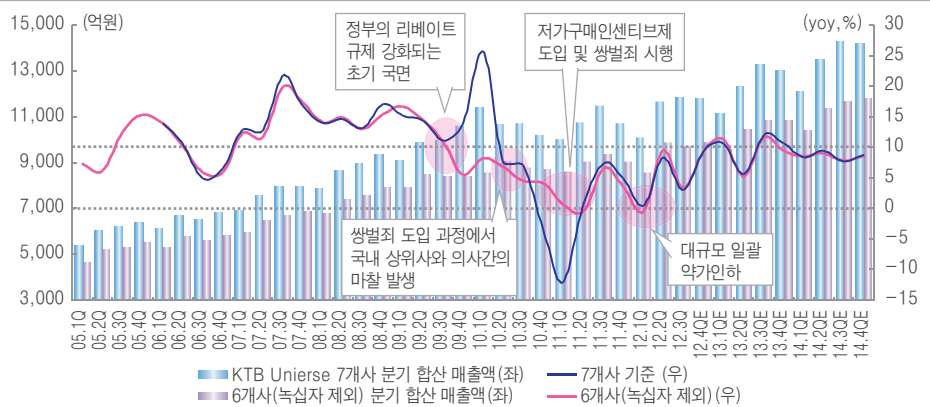


## IV. 2013년 Investment Point

### IV-1. Earnings momentum 우위

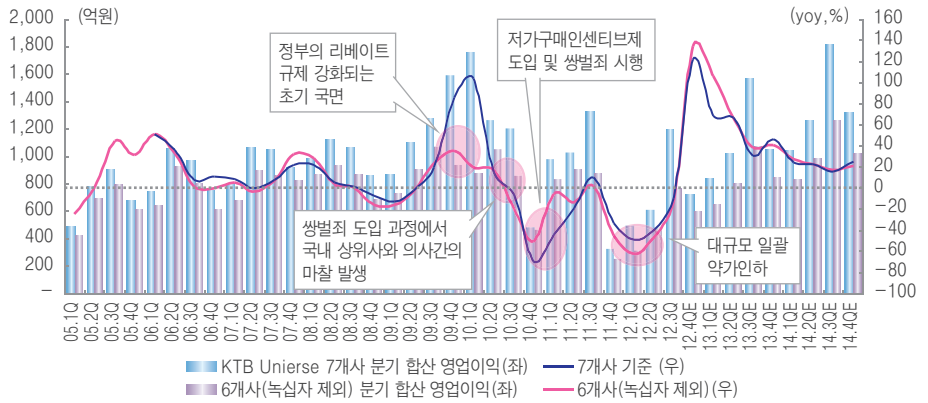
<p>4월 약가인하 이후 빠른 실적 회복 추세</p> <p>2012년 합산 영업이익 YOY -17% 예상</p> <p>2013년 실적 턴어라운드 전망</p> <p>합산 영업이익 YOY +48% 예상</p> <p>내수 처방점유율 회복과 수출실적 호조</p> <p>2013년에도 지속될 전망</p>	<p>우리의 제약 Universe 7개사 2012년 합산 매출액은 2011년 대비 5.4% 증가를, 영업이익은 17.1% 감소를 예상한다. 약가인하로 인한 매출감소가 각 사 처방의약품 매출액의 10% 수준이었던 점을 고려하면 선방한 실적이다. 적극적인 신규 제품 도입과 수출실적 호조, 약가인하에도 주력 품목들의 처방량 성장 등이 매출성장의 요인이다. 영업이익은 판매관리비의 절감과 원료 도입단가 인하 등의 노력이 반영된 수치이다. 7개사의 분기별 합산 영업이익 증가율(IFRS 단독 조정 영업이익 기준)은 1분기 -49.1%, 2분기 -40.3%에서 3분기에는 -9.4%로 큰 폭 축소되었고, 4분기에는 전년 동기의 낮은 기저로 +121.8%의 높은 성장을 예상한다.</p> <p>2012년 하반기의 실적 턴어라운드 기조가 이어지며 2013년 우리의 제약 Universe 7개사 합산 매출액과 영업이익은 2012년 대비 각각 9.8%, 48.0% 증가할 전망이다. Fnguide의 컨센서스 기준으로도 2013년 제약업종의 매출액과 영업이익, 순이익 증가율은 각각 11%, 31%, 52%로 타업종 대비 어닝 모멘텀이 우수하게 나타나고 있다. 2013년의 실적 개선은 2012년의 낮은 실적 기저 외에도 1) 내수 처방점유율 회복과 시장성 있는 신제품 출시, 수출 호조에 따른 외형성장 확대와 2) 지속적인 판매비 절감과 원가개선 노력을 통한 수익성 회복에 근거한다.</p> <p>우리 Universe 제약사의 합산 원외처방 점유율(코프로모션 포함)은 4월 약가인하 이후 전년동기비 상승 폭을 확대 중이다.(12.3월 YOY +0.4%p → 4월 +0.7%p → 10월 +1.2%p) 1) 다국적사와의 코프로모션 품목 중심으로 신제품 도입 효과가 나타나고 있고, 2) 기존 주력 오리지널 품목들은 약가인하 이후 처방량 증가세가 두드러지고 있으며, 3) 제네릭 품목의 경우 중소 제약사 점유율 부진의 수혜를 받고 있기 때문에 2013년에도 지속될 수 있을 전망이다. 수출실적은 2012년 괄목할 만한 성장세를 나타냈는데(Universe 합산 수출 매출액 +32%), 2013년에도 품목 확대와 지역 확장 전략으로 26%의 높은 성장을 전망한다.</p>
--	---

그림 14 KTB Universe 제약 분기별 합산 매출액 및 증가율 추이



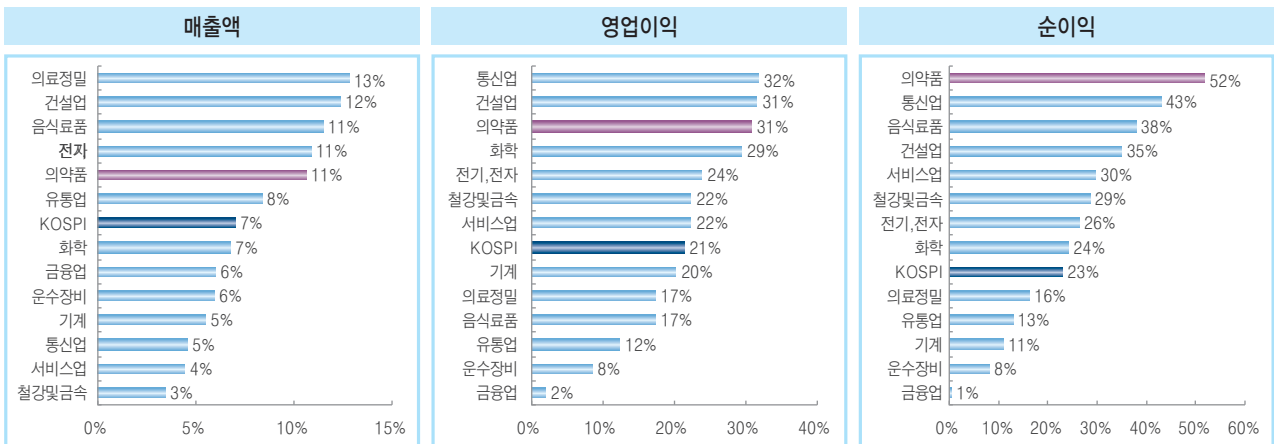
주: 1. IFRS 도입 이후에는 단독 매출액 기준  
 2. 녹십자 제외 6개사 비교는 09~10년 신종플루로 인한 일회성의 실적효과 제거하기 위함  
 자료: KTB투자증권

그림 15 KTB Universe 제약 분기별 합산 영업이익 및 증가율 추이



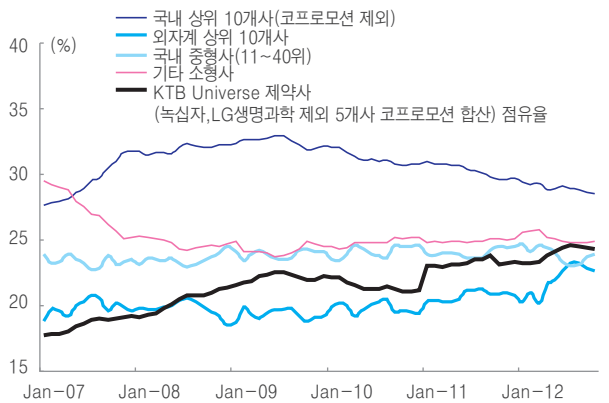
주: IFRS 도입 이후 단독 조정 영업이익(기타 영업손익 제외) 기준/ 자료: KTB투자증권

그림 16 2013년 업종별 실적 전망(Fnguide 컨센서스) 비교



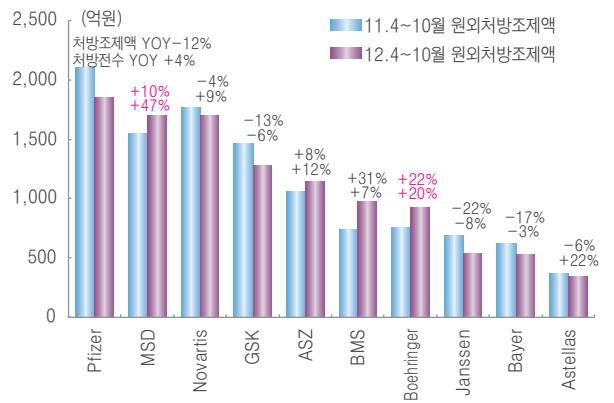
자료: Fnguide, KTB투자증권

그림 17 외자/내자계, 규모별 원외처방 점유율 추이



자료: 유비케어 UBIST 2.2, KTB투자증권

그림 18 외자계 Top10 제약사 국내 원외처방조제액 비교



자료: 유비케어 UBIST 2.2, KTB투자증권



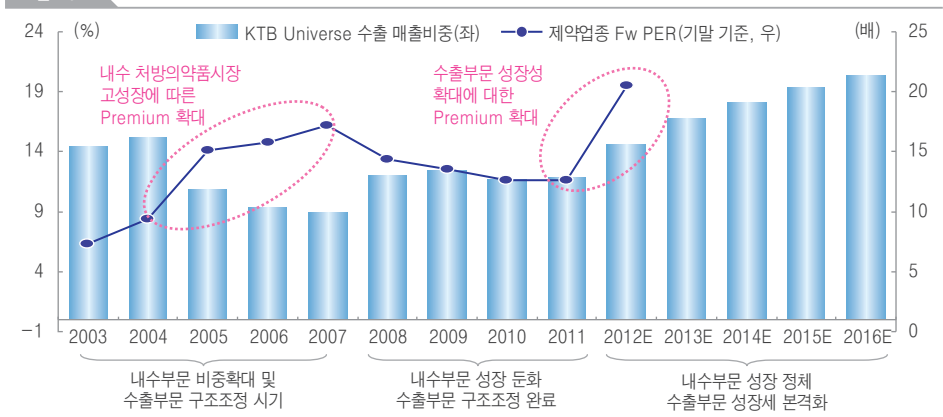
## IV-2. 수출실적 호조에 따른 Valuation 재평가 기대

**제약업 주가 실적 회복속도에 비해 가파르게 상승** 11월 20일을 기준으로 지난 6개월간 거래소 제약업종의 주가 수익률은 47%로 종합주가지수를 41%나 Outperform했다. 동기간 제약업종의 12개월 Forward PER도 15배에서 20배 내외로 급증했다. 4월 약가인하 이후 빠른 실적 회복에서 주가 상승 요인을 찾기에는 Valuation 상승 속도가 가파르다.

**실적 회복에 대한 기대와 동시에 수출부문 성장성에 대한 Valuation 재평가도 동반** 실적 회복에 의한 주가 상승이라면 개별 제약사 주가의 직전 고점 돌파는 2014년, 주가의 선행성을 고려하면 2013년 하반기가 정상적이다. 우리의 Universe 제약사 합산 영업이익률 10%대 회복과 합산 영업이익의 최고치였던 2009년 실적 돌파를 2014년으로 예상하기 때문이다. 그러나 다수 Universe 제약사들의 주가는 이미 일괄 약가인하 정책 리스크 발생 전후 기록했던 직전 고점을 돌파하였고, 일부 제약사 주가는 역사적 고점 수준에 근접하고 있다. 실적 회복에 대한 기대와 함께 Valuation 상승도 동반되었기 때문이다. 2004년에서 2007년간 Valuation Re-rating이 내수 처방의약품 시장의 고성장에서 비롯되었다면 2012년은 수출부문의 고성장세가 Valuation Re-rating으로 연결되고 있는 것으로 판단한다.

**수출실적의 성과에 따라 Valuation 재평가 지속될 수 있을 전망** 내수업종 내 수출부문의 성장률과 매출비중이 독보적인 오리온의 경우 해외부문의 영업이익 기여가 30%를 상회하기 시작했던 2009년 이후 EV/EBITDA Multiple 상승세가 뚜렷하다. 2008~2009년 5~6배 수준이었던 EV/EBITDA Multiple은 2010년 10배, 2011년 14배, 2012년에는 17배까지 가파르게 상승하였다. 2004~2007년간 최고 100%였던 제약업종 PER Premium이 2012년 현재 150%까지 확대된 것은 수출부문의 성장성 확대에 대한 기대감이 반영된 것으로, 향후 수출실적의 성과에 따라 Valuation의 재평가는 지속될 수 있을 전망이다.

그림 19 제약업종의 수출비중과 PER 추이

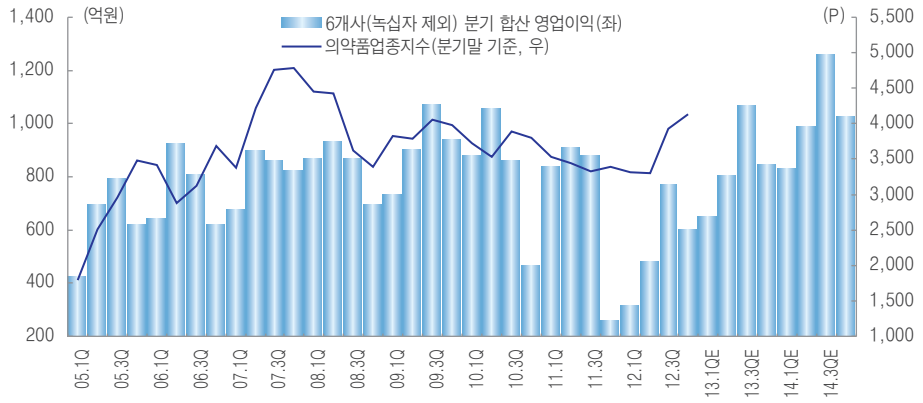


주: 1. 자회사 제외한 IFRS 단독 기준 수출비중  
 2. 수출비중 미미한 대웅제약, 종근당 제외한 Universe 5개사 합산 기준  
 3. LG생명과학(정밀화학 제외)과 한미약품 수출 매출액은 기술수출료 제외  
 자료: Dataguide Pro, 각 사, KTB투자증권

그림 20 2005년 이후 거래소 의약품업종지수와 KTB Universe 제약 합산 영업이익의 추이

**KTB Universe 합산 연간 영업이익**

- ▶ **녹십자 제외 6개사 기준 최고치**  
09년 3,646억, 12년(E) 2,169억  
으로 09년 대비 40% 감소  
13년(E) 3,372억원(+55%)  
14년(E) 4,105억원(+22%)
- ▶ **녹십자 포함 7개사 기준 최고치**  
09년 4,839억, 12년(E) 3,036억  
으로 09년 대비 37% 감소  
13년(E) 4,494억원(+48%)  
14년(E) 5,451억원(+21%)

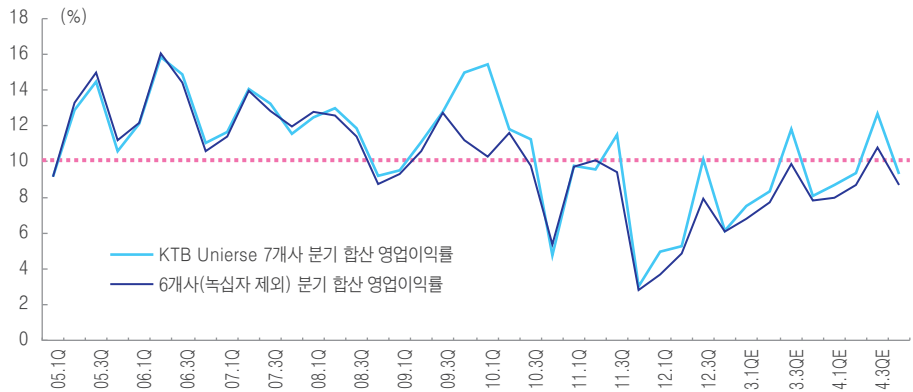


주: IFRS 도입 이후 단독 조정 영업이익(기타 영업손익 제외) 기준/ 자료: KTB투자증권

그림 21 2005년 이후 KTB Universe 제약 영업이익률 추이

**KTB Universe 합산 연간 OPM**

- ▶ **녹십자 제외 6개사 기준 최고치**  
06년 13.3%, 12년(E) 5.7%로  
06년 대비 7.6%p 하락  
13년(E) 8.1%, 14년(E) 9.1%
- ▶ **녹십자 포함 7개사 기준 최고치**  
06년 13.5%, 12년(E) 6.7%로  
06년 대비 6.8%p 하락  
13년(E) 9.0%, 14년(E) 10.1%

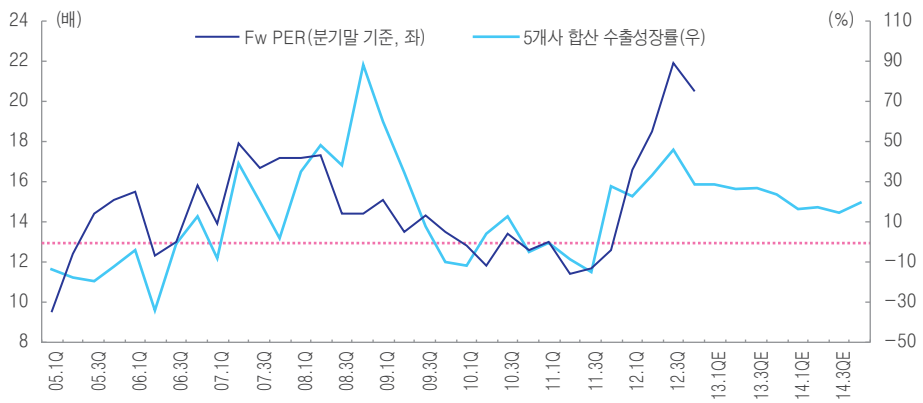


주: IFRS 도입 이후 단독 조정 영업이익(기타 영업손익 제외) 기준 영업이익률/ 자료: KTB투자증권

그림 22 2005년 이후 KTB Universe 제약 수출 성장률과 PER 추이

**KTB Universe 합산 연간 수출액**

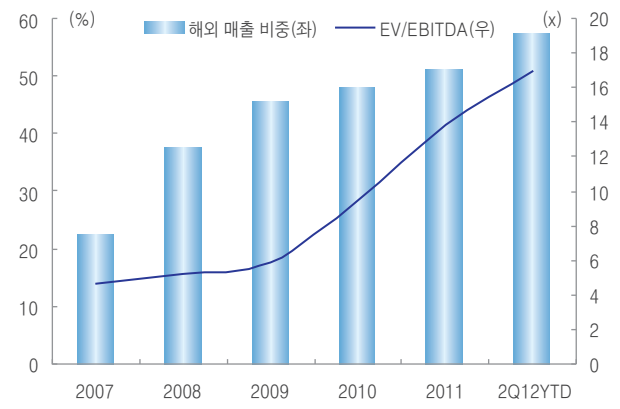
- ▶ **5개사 기준 최고치 09년 3,751억**  
기록 후 10~11년간 성장 정체  
(성장률 10년 0%, 11년 +0.3%)
- ▶ **12년 수출 성장성 회복**  
5개사 합산 의약품 수출액  
4,978억으로 YOY +32% 예상
- ▶ **13~14년 성장 지속 전망**  
13년(E) +26%, 14년(E) +17%



주: 1. 자회사 제외한 IFRS 단독 기준 수출비중  
2. 수출비중 미미한 대응 제약, 종근당 제외한 Universe 5개사 합산 기준  
3. LG생명과학(정밀화학 제외)과 한미약품 수출 매출액은 기술수출료 제외  
자료: Dataguide Pro, 각 사, KTB투자증권

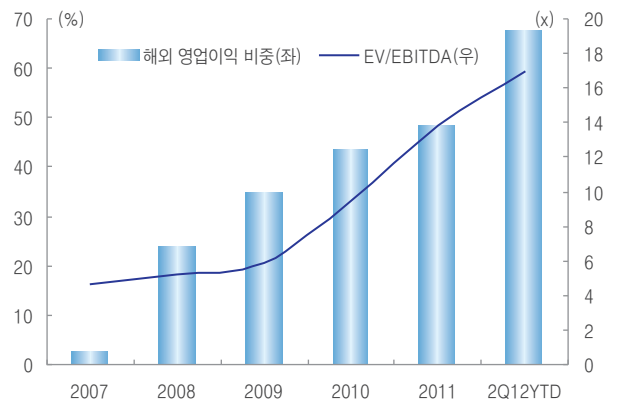


그림 23 오리온의 해외 매출비중과 EV/EBITDA 추이



주: 순이익 변동성이 큰 관계로 밸류에이션 EV/EBITDA로 추적  
 자료: 오리온, KTB투자증권

그림 24 오리온의 해외 영업이익 비중과 EV/EBITDA 추이



주: 순이익 변동성이 큰 관계로 밸류에이션 EV/EBITDA로 추적  
 자료: 오리온, KTB투자증권

표 02 KTB Universe 제약사 수출부문 실적 및 모멘텀 비교

기업	유한양행(000100)			녹십자(006280)			동아제약(000640)			LG생명과학(068870)			한미약품(128940)		
회계연도	2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E	2011A	2012E	2013E
수출 매출액(억원)	692	1,046	1,312	814	1,103	1,663	536	968	1,168	1,028	1,054	1,108	691	808	1,026
수출부문 성장률	-4.8%	51.2%	25.4%	9.8%	35.5%	50.8%	19.3%	80.6%	20.7%	0.7%	2.5%	5.1%	-17.4%	16.9%	27.0%
수출부문 매출비중	10.4%	13.4%	14.7%	11.5%	14.9%	20.1%	5.9%	10.3%	11.4%	26.9%	27.4%	25.5%	13.5%	14.7%	17.4%
5Y CAGR(11Y~16Y)	25%(16년 매출비중: 19%)			25%(16년 매출비중: 24%)			31%(16년 매출비중: 16%)			8%(16년 매출비중: 27%)			16%(16년 매출비중: 20%)		
현재 주력 수출	지역: 미국, 유럽 중심 Item: 다국적사 신약 API			지역: 동남아, 남미 중심 Item: 혈액제제, 백신			지역: 인도, 러시아, 터키, 브라질, 캄보디아 등 Item: 자이데나, ETC 원료, 바이오의약품박스			지역: 신흥제약국 중심 Item: 유박스, 부스틴, 주요 바이오의약품			지역: 인도, 중국 중심 Item: 항생제 원료의약품		
2012년 New	Gilead Sciences 복합신약 API 신규 계약, 다국적사 임상중인 신약 API 신규 계약			알부민 중국 수출, 태국 혈액제제 Plant 수출			고지혈증치료제, 제네릭 원료 일본 수출						아모질탄 동남아 수출		
2013년 이후 성장 모멘텀	Gilead 복합신약 판매호조, 다국적사 임상과제 신약허가후 상업 API 수출확대			독감백신 입찰물량 확대 (멀티도즈 PQ 인증 완료), 혈액제제 IMG, 그린진F(임상3상), FDA 허가 후 미국 수출 본격화			자이데나 FDA 허가후 수출확대, 일본 메이지제약과의 바이오시밀러 공동개발후 수출			혼합백신 국제 입찰 (WHO PQ 인증 완료), 서빙형 인성장호르몬, FDA 허가후 수출, 당뇨신약 이머징마켓 수출			아모질탄 수출 지역 지속 확대, 에소메졸 특허소송 문제, 마무리후 미국 수출, GSK, Sanofi와 복합제 수출		

주: 1. IFRS 단독 기준  
 2. LG생명과학은 정밀화학을 제외한 의약품 부문(기술로열티 제외) 기준  
 3. API는 Active Pharmaceutical Ingredients의 약자로 의약품의 핵심 원료 및 의약품간체를 지칭함  
 자료: 각 사, KTB투자증권

### IV-3. 국내 제약사에 우호적인 글로벌 제약시장 환경

#### ① 글로벌 대형 제약사의 Partnering 강화

글로벌 대형 제약사들의 R&D 투자비중 축소 움직임

주요 글로벌 대형 제약사들의 R&D 투자비중이 축소되고 있다. Pfizer의 매출액대비 R&D 투자비중은 2007년 16.7%에서 2009년 15.7%로, 2011년에는 13.5%까지 축소되었고, Sanofi-Aventis 역시 2007년 16.2%였던 R&D 투자비중이 2009년에는 16.8%, 2011년에는 15.4%로 축소되었다. 1) 주력 대형 제품의 특허만료와 제네릭 경쟁에 따른 매출감소, 2) 보건당국과 보험회사의 약가인하 및 보험수가 조정 압력에 따른 수익성 하락, 3) 신약 인허가 규정 강화에 따른 비용증가 등 총체적인 난관에 부딪히고 있기 때문이다.

비용절감을 통한 수익성 회복의 일환으로 R&D 비용의 효율성 증대 노력 중

이에 따라 최근 몇 년간 인력의 해고와 공장 폐쇄가 진행중이며, M&A를 통한 외형확대로 비용 절감을 시도하고 있다. R&D 투자규모 역시 비용감축의 대상이며, 1) 외부협력 강화를 통한 내부 R&D 비용 감소와 2) 임상비용 절감을 위한 CRO(Contract Research Organization) 임상용역 확대, 3) 임상 환자 모집비용이 적게 드는 국가에서의 임상확대 등으로 R&D 비용의 효율성을 증대시키고 있는 중이다.

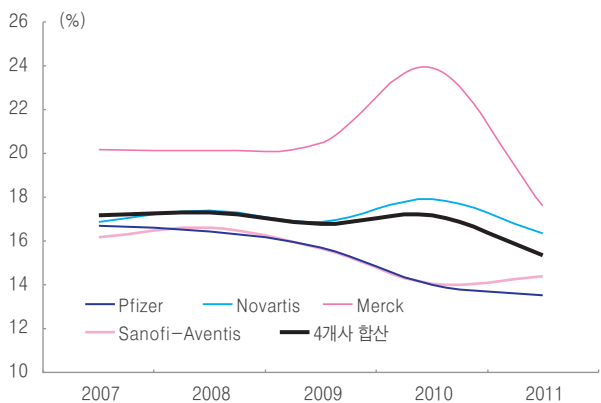
외부 협력을 통한 내부 R&D 비용감축 추세적 국내 제약사에게는 라이선싱 아웃의 호기

특히 외부와의 협력을 통한 내부 R&D 비용 감소는 추세적일 것으로 예상된다. Datamonitor에 따르면 2015년 글로벌 상위 50개 제약사의 매출에서 내부 R&D 프로그램에 의해 개발된 신약판매는 200억 달러 내외인 반면 M&A와 외부협력을 통해 들어온 신약판매 매출은 300억 달러에 달할 것으로 전망된다. 이는 상위 50개 제약사 매출의 절반 이상이 외부협력을 통해 발생할 것이라는 이야기이다. 국내 제약사 R&D Pipeline의 글로벌 라이선싱 아웃 기회가 증대되고 있다는 의미이다.

ROW(Rest of World) 매출비중 증가에 따라 코프로모션 활동도 증가 추세

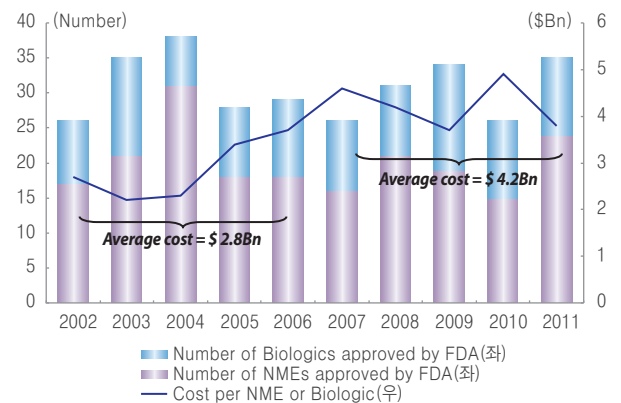
또한 글로벌 상위 제약사 매출에서 주력 시장인 미국과 유럽 주요 국, 일본이 차지하는 비중이 감소하고, 아시아 태평양 지역을 중심으로 하는 신흥 제약국 비중이 증가함에 따라 해당 로컬 지역에서 마케팅 관련 코프로모션 활동이 증가하고 있는 점도 긍정적이다. Datamonitor 조사에 따르면 2009~2010년 글로벌 상위 제약사들의 아시아 태평양 지역 라이선싱 및 마케팅 관련 계약 중 일본(30%)을 제외하고 한국과 중국, 인도의 비중이 각 14~15%로 높게 나타났다.

그림 25 글로벌 주요 대형 제약사 매출액대비 R&D 투자비중



자료: Bloomberg, KTB투자증권

그림 26 FDA 신약 허가수와 평균 개발비용 추이



자료: EvaluatePharma, PwC Research, KTB투자증권

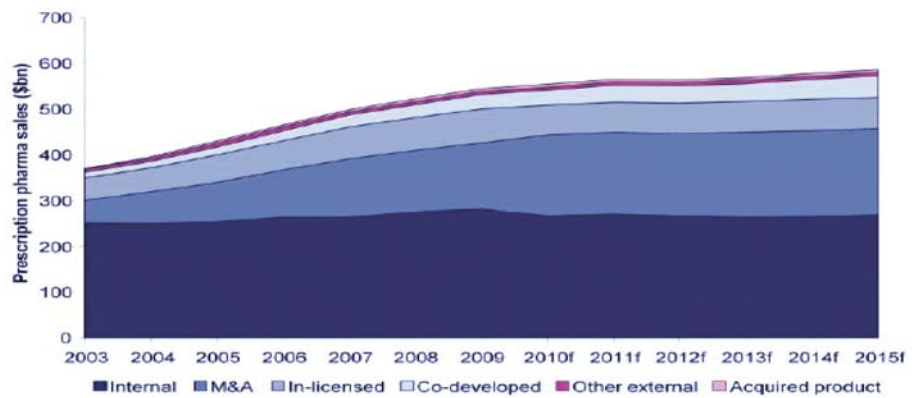


표 03 글로벌 주요 제약사 R&D 및 제조시설 폐쇄, 처분 현황 (2009~2010) (단위: 개)

Company	R&D 시설	제조시설	Total
Pfizer	8	6	14
Merck	4	2	6
Roche	1	2	3
Sanofi-Aventis	2	1	3
AstraZeneca	0	3	3
GSK	1	0	1
Johnson & Johnson	0	1	1
Boehringer Ingelheim	0	1	1
Sigma	0	1	1
Mylan	1	0	1
10개사 Total	17	17	34

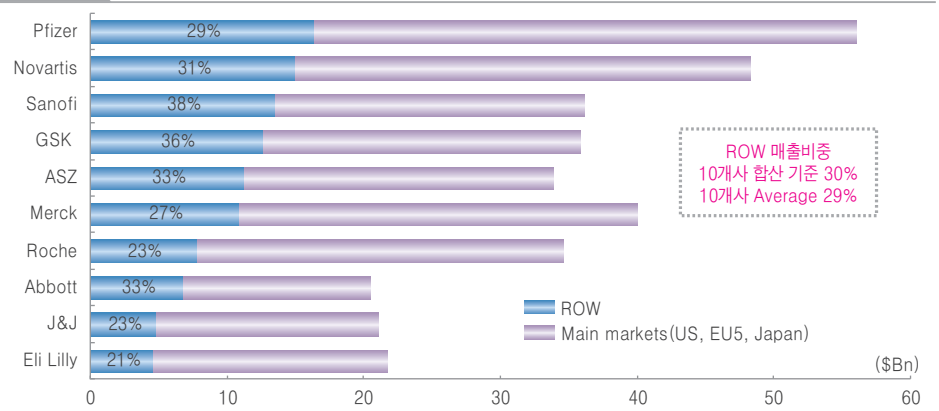
자료: Datamonitor, 생명공학정책연구센터, KTB투자증권

그림 27 글로벌 상위 50개 제약사 매출에서 라이선싱 제품의 매출 기여 추이



자료: Datamonitor, 바이오협회, KTB투자증권

그림 28 글로벌 Top Tier 제약사 지역별 처방매출액 현황 (2011년 기준)



자료: Datamonitor, PwC Research, KTB투자증권

## ② 다변화된 수출지역

미국, 유럽, 일본의 Big 3 제약시장 비중 지속적으로 축소

글로벌 제약시장에서 Big 3 국가인 미국과 유럽, 일본의 매출비중이 지속적으로 축소되고 있다. Big 3 시장의 합산 점유율은 2006년 70%에서 2011년에는 63%로 하락했고, 2016년에는 54%로 추가 하락할 전망이다. 1) 대형 제약사 주력 오리지널 품목의 특허만료에 따른 매출 손실규모가 크고, 2) 낮은 경제성장률과 충분히 확대된 의료수요의 커버리지로 성장이 제한적인 가운데 3) 인구 고령화 혹은 초고령화에 따른 보험재정 압력으로 주기적인 약가인하가 시행됨에 따라 Big 3 제약시장의 성장률은 글로벌 전체 성장률을 하회하고 있다. 2006~2011년 5년 연평균 글로벌 제약시장 성장률은 7.8%였던 반면 Big 3 시장은 5.5%였다. 다음 5년의(2011~2016년) 성장률 전망 역시 글로벌 전체 제약시장은 4~5%인 반면 Big 3 시장은 1.0%로 부정적이다.

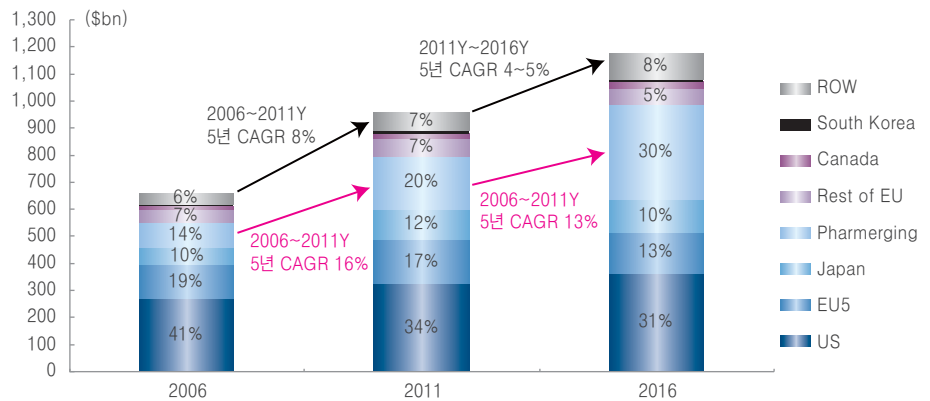
신흥 제약시장 비중 2016년 30%까지 확대 미국시장과 동일한 규모까지 성장 전망 국내 제약사 수출확대에 유리한 요인

이와는 반대로 신흥 제약국(Pharmerging market)의 매출비중은 지속해서 확대되고 있고, 시장 성장률도 글로벌 전체 성장률을 크게 상회하고 있다. 2006년 14%에 불과했던 매출비중은 2011년 20%까지 확대되었고, 2016년에는 30%까지 추가 확대되며 미국시장과 동일한 비중이 예상된다. 2006~2011년 5년간 연평균 시장성장률은 16%였고, 다음 5년간(2011~2016년) 성장률 전망도 13%로 높다. 신흥 제약국의 환경은 의료수요 확대에 있어 최적으로, 절대적으로 많은 인구 수와 낮은 공공 보건의료 혜택, 경제의 고도성장에 따른 빠른 소득증가 등이 긍정적이다. Big 3 제약시장과 비교할 때 임상비용이 저렴하고, 의약품 허가 장벽이 높지 않은 신흥 제약시장으로 성장의 무게중심이 이동하고 있는 점은 국내 제약사들의 수출확대에 유리한 요인이다.

일본 제네릭시장 확대도 호기 중국과 인도에 비해 국내 제약사들이 아웃소싱 대상으로 유리한 입지

여기에 일본 제네릭시장이 확대되고 있는 점도 좋은 기회이다. 건강보험 재정 악화로 일본 보건당국은 2년마다 주기적으로 약가인하를 시행하고 있는 가운데 2002년부터는 제네릭 장려정책을 시도하고 있다. 의료기관과 약국에 제네릭 사용 인센티브제를 도입하고, 포괄수가제를 확대 시행하는 등 다양한 정책들이 시행되고 있으며, 그 결과 제네릭 처방 비중이 지속적으로 증가하고 있다. (처방량 기준 05년 14%→10년 22%→12년(E) 25%) 일본 제약사들이 제네릭 품목에 대한 포트폴리오를 확대하는 동인이 되고 있으며, 국내 제약사들은 품질 기준이 까다로운 일본 제약사의 제네릭 아웃소싱 대상으로 중국과 인도 제약사 보다 유리한 입지에 있는 것으로 판단한다.

그림 29 글로벌 제약시장 지역별 비중 변화 추이

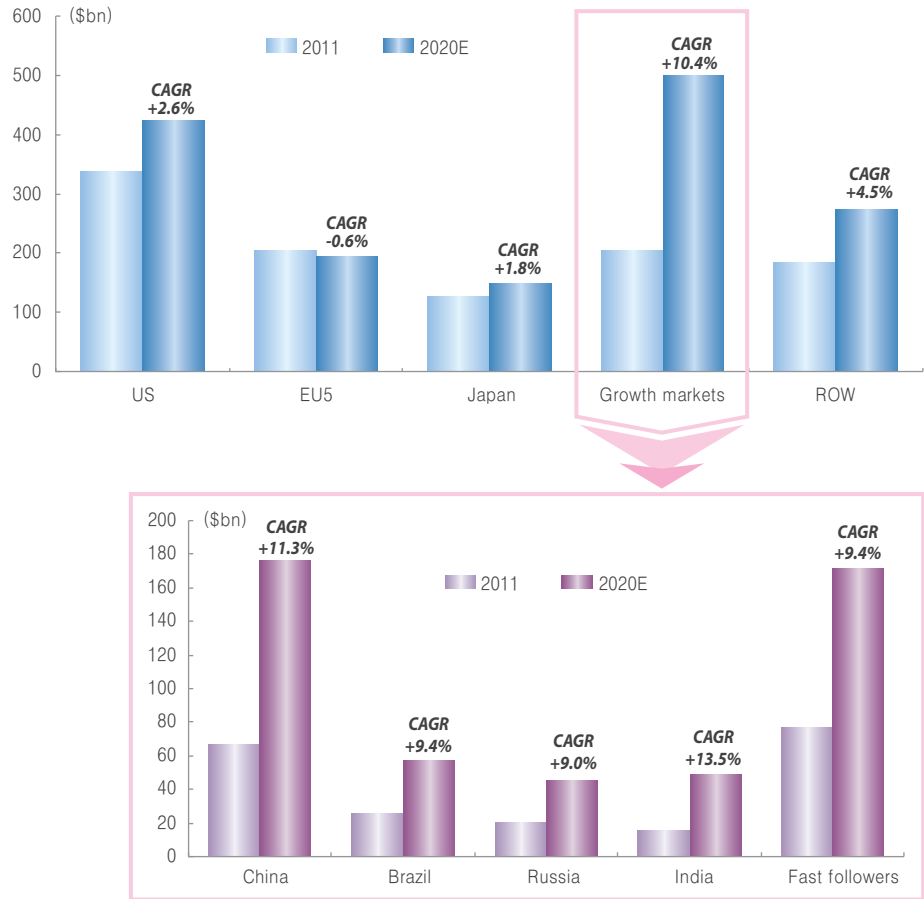


주: Pharmerging market: China, Brazil, India, Russia, Mexico, Turkey, Poland, Venezuela, Argentina, Indonesia, South Africa, Thailand, Romania, Egypt, Ukraine, Pakistan, Vietnam  
 자료: IMS Market Prognosis May 2012, KTB투자증권



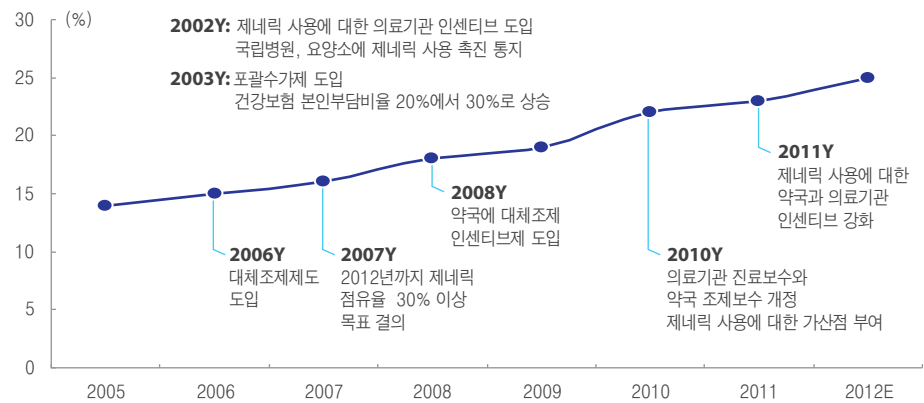


그림 30 글로벌 주요 국 제약시장 전망



주: 1. EU5: France, Germany, Italy, Spain, United Kingdom  
 2. Fast followers: Argentina, Egypt, Indonesia, Mexico, Pakistan, Poland, Romania South Africa, Thailand, Turkey, Ukraine, Venezuela, Vietnam  
 자료: Business Monitor International, KTB투자증권

그림 31 일본 보건당국의 제네릭 장려정책 History와 제네릭 점유율 추이 (Volume 기준)



자료: 일본 후생노동성, KTB투자증권

#### IV-4. 글로벌 제약업종의 수익률 우위에 동조화 예상

2012년 주요 국 헬스케어 섹터 상대수익률 동반 호조 Valuation Premium도 확대

2012년 YTD 기준으로 글로벌 주요 국 헬스케어 섹터의 상대수익률은 모두 양의 수치를 나타내고 있다. 6개 국의 헬스케어 섹터 수익률이 동반 호조인 것은 글로벌 주식시장이 상승한 국면에서 이례적이다. 특히 성장성에 대한 기대감 저하로 2000년대 초반 이후 지속적으로 축소되어왔던 선진 주요 국 헬스케어 섹터의 Valuation Premium이 2008년 말~2009년 초를 기점으로 회복되고 있는 움직임이 눈에 띈다.

미국/유럽/일본 선진시장과 중국/인도 신흥시장 모두 상대수익률 우위

- 2012 YTD MSCI Healthcare sector Performance
  - US, EU, Japan: Absolute +14.5%, +10.4%, +10.0%, Relative +3.8%, +1.9%, +4.4%
  - China, India, Korea: Absolute +22.2%, +25.4%, +18.3%, Relative +11.7%, +4.8%, +14.4%

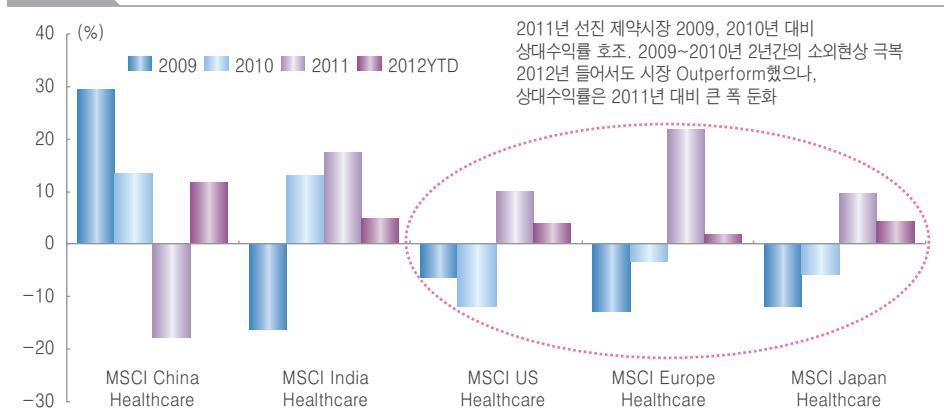
선진시장 헬스케어 섹터 Valuation Premium 국면으로 전환 신흥시장 Premium은 04~05년의 최고치 근접 중

- 2009~2012Y MSCI Healthcare sector Valuation(PER Premium/Discount)
  - MSCI World Healthcare: 09년 Bottom 20% Discount, 12년 Top 10% Premium
  - MSCI Emerging Healthcare: 09년 Bottom 0%, 12년 Top 100% Premium
  - MSCI US Healthcare: 09년 Bottom 30% Discount, 12년 Top 0%
  - MSCI EU Healthcare: 09년 Bottom 20% Discount, 12년 Top 20% Premium
  - MSCI Japan Healthcare: 09년 Bottom 60% Discount, 12년 Top 50% Premium

2008년 말 리먼사태 이후 헬스케어 섹터 투자매력 점증 2012~2013년 지속 전망

동기간 산업의 펀더멘탈 변화가 크지 않았다는 점에서 2008년 말 리먼발 금융위기 이후 불안감이 가중된 전세계 주식시장에서 헬스케어 섹터의 투자매력이 높아지고 있다는 신호로 해석된다. 연중 내내 유럽발 금융위기 불안이 지속되었던 2012년은 그 특징이 더 뚜렷하게 나타났다. 미국과 일본 주식시장의 2012년 YTD 업종별 수익률을 살펴보면 헬스케어와 통신, 은행/보험/기타금융, 인터넷 소프트웨어, 음식료 등 전통적 방어 업종의 수익률 우위가 공통적이다. 2012년과 크게 다르지 않을 2013년 경제환경을 고려할 때 2013년 글로벌 주식시장에서도 헬스케어 섹터의 동반 수익률 호조는 지속될 것으로 전망한다.

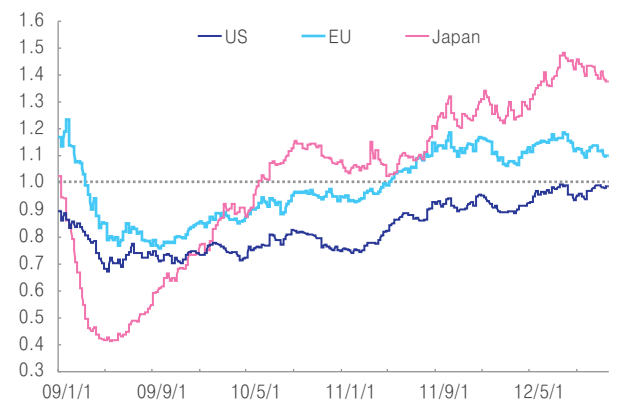
그림 32 2009~2012 YTD 주요 국 MSCI Healthcare 섹터 상대 수익률



자료: Thomson I/B/E/S, KTB투자증권

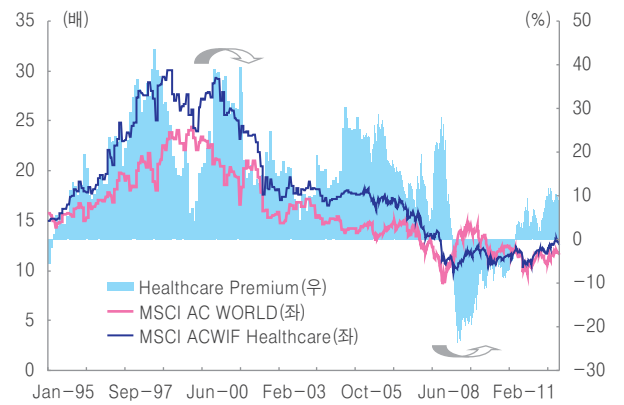


그림 33 선진국 MSCI Healthcare 섹터 PER Premium 추이



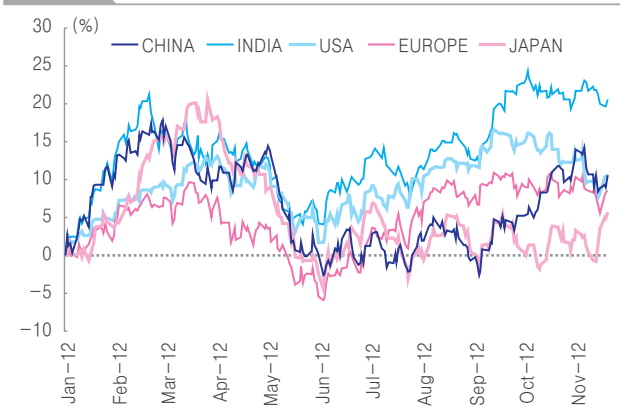
자료: Thomson I/B/E/S, KTB투자증권

그림 34 MSCI World 지수와 World 헬스케어 지수 PER 추이



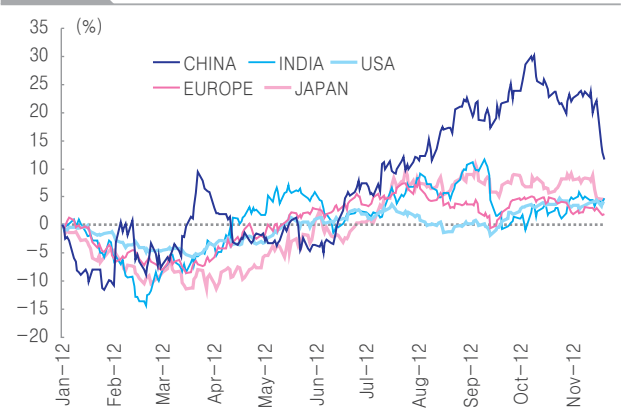
자료: Thomson I/B/E/S, KTB투자증권(주간 단위)

그림 35 2012년 MSCI 각 국 지수 수익률 추이



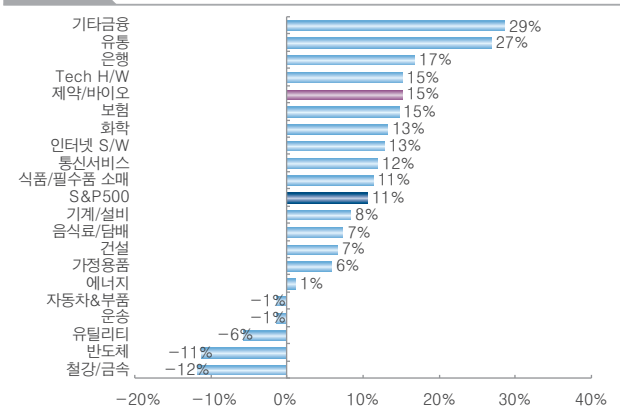
자료: Thomson I/B/E/S, KTB투자증권

그림 36 2012년 MSCI Healthcare 각 국 지수 상대 수익률 추이



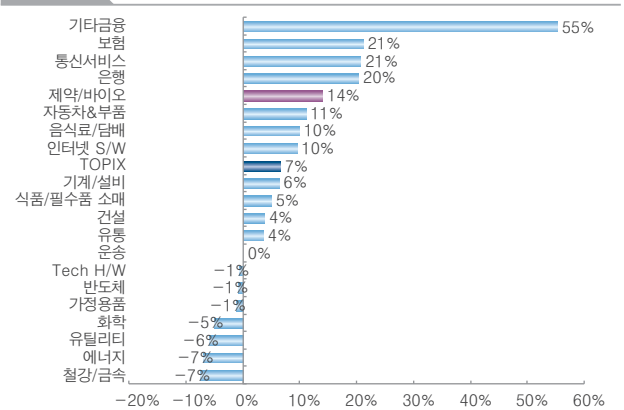
자료: Thomson I/B/E/S, KTB투자증권

그림 37 미국 S&P 업종별 2012년 YTD 주가 수익률 비교



자료: Bloomberg, KTB투자증권

그림 38 일본 TOPIX 업종별 2012년 YTD 주가 수익률 비교



자료: Bloomberg, KTB투자증권

시장의 방어적 업종 특성을 고려하지 않아도 2013년은 미국과 유럽, 일본 제약업의 펀더멘탈 회복 국면으로 주가 수익률 호조가 예상된다. 국내 제약업종 역시 실적 턴어라운드가 예상됨에 따라 선진 주요 국 제약업종 주가 상승흐름에 동조화되는 주가 흐름을 보일 수 있을 전망이다.

**미국, 유럽: 특허만료에 따른 실적 리스크 Peak-out**

무디스 글로벌 제약산업에 대한 전망 안정적으로 상향  
블록버스터 특허만료의 최악 시기 지나가고 있는 점에 주목

지난 9월 신용평가사인 무디스가 글로벌 제약산업에 대한 전망을 기존에 부정적에서 안정적으로 상향했다. 산업전망의 상향은 지난 수년간 블록버스터 오리지널 의약품의 특허만료로 글로벌 대형 제약사들의 수익성이 하락했으나, 2013년부터는 안정화될 것이라는 전망에 근거한다. 무디스는 향후에도 대형 제약사들의 오리지널 의약품의 특허만료가 지속되겠지만 지난 12개월만큼 심각하지는 않을 것으로 전망하며, 블록버스터 특허만료의 최악의 시기가 지나가고 있는 점에 주목했다. 이와 함께 글로벌 브랜드 제약사들의 실적도 2012년 말을 최저점으로 2013년에는 반등할 것으로 예측했다.

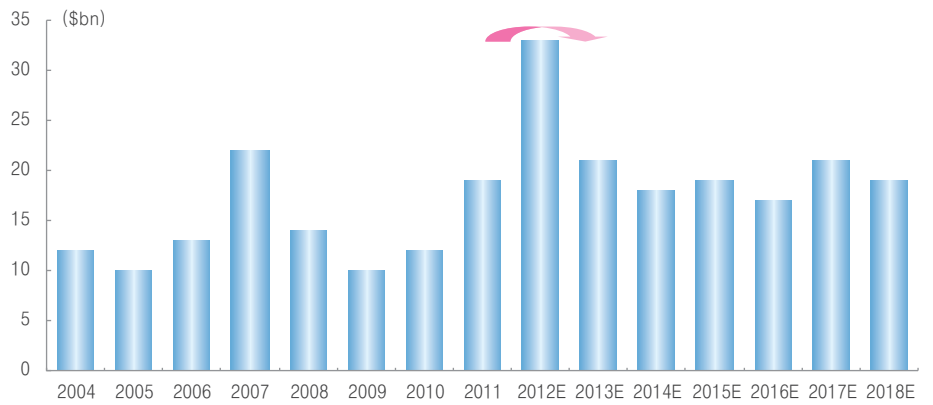
특허만료에 따른 글로벌 제약사 매출 손실 규모 2012년이 정점

실제로 글로벌 제약시장 성장 감소의 주요 요인이었던 오리지널 의약품의 특허만료로 인한 매출 손실 규모는 2012년이 최고치였던 것으로 파악된다. EvaluatePharma 보고서에 따르면 특허만료에 따른 글로벌 제약사들의 매출 손실 규모는 2012년 330억 달러를 정점으로 2013년에는 210억 달러 규모로 축소될 전망이다. 2012년 매출 손실 규모가 크게 확대된 것은 2011년 글로벌 매출액이 100억 달러 규모에 달하는 초대형 품목 Lipitor(고지혈증치료제, Pfizer, 2011년 11월 특허만료 됨)에 따라 실적 영향은 2012년에 극대화)와 Plavix(항혈전제, Sanofi&BMS) 특허만료 영향이 집중되었기 때문이다.

실적 리스크 요인 감소로 선진국 제약업 주가 긍정적 전망

오리지널 의약품의 특허만료에 따른 실적 리스크 요인이 감소하고 있음에 따라 미국과 유럽 등 주요 국 제약업종의 2013년 주가 전망은 부정적이지 않다.

그림 39 대형 오리지널 의약품 특허만료에 따른 글로벌 제약사 매출 손실 규모 추이



자료: EvaluatePharma, KTB투자증권

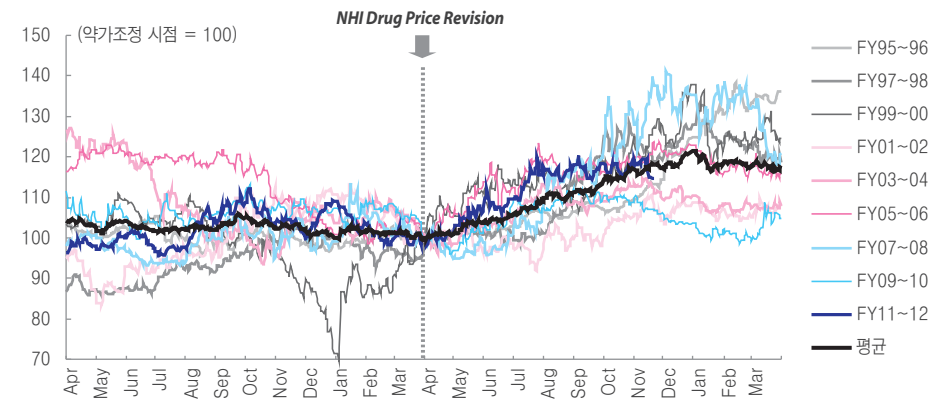


**일본: 약가인하 불확실성 해소**

일본 제약업종 주가 2년 주기의 약가인하 정책에 따라 상대수익률 부진과 호조 반복하는 패턴 2013년 9월까지의 상대수익률 호조 예상

일본 제약시장은 2년 주기의 약가인하 정책이 2012 회계연도가 시작되었던 지난 4월 1일 시행됨에 따라 약가인하로 인한 실적 불확실성에서 벗어났다. 과거 약가인하 정책 시행 전후 2년간의 일본 TOPIX 제약업종의 주가흐름을 보면 대체로 약가인하 시행 전 1년간의 상대수익률은 부진한 반면 시행 후 1년간의 상대수익률은 호조를 보여왔다. 특히 약가인하 시행 전 6개월간의 상대수익률이 부진했다. 국내와 유사하게 일본 제약업종의 방어적 시장 특성은 약가인하라는 불확실성이 해소되는 국면에서 나타나는 것으로 파악된다. 이러한 통계적 데이터에 기초한다면 최근 일본 제약업종 주가의 상대적 강세 흐름은 2014년 4월 약가인하 시행 6개월전인 2013년 9월까지의 지속될 수 있을 전망이다.

그림 40 2년 주기의 약가인하 전후 일본 TOPIX 제약업종의 상대지수(TOPIX 지수 대비) 추이



자료: Bloomberg, KTB투자증권

표 04 일본 TOPIX 제약업종 연도별 수익률 비교 (단위: %)

회계연도(3월 결산)	TOPIX 지수Performance	제약 Absolute Performance	제약 RelativePerformance
FY1995	26.1	22.4	-3.7
FY1996	-17.4	12.7	30.0
FY1997	-9.6	4.2	13.9
FY1998	5.6	25.9	20.3
FY1999	31.2	26.9	-4.3
FY2000	-25.1	-6.8	18.4
FY2001	-17.5	-13.5	4.0
FY2002	-25.1	-19.1	6.1
FY2003	48.9	18.1	-30.9
FY2004	1.0	8.5	7.5
FY2005	45.7	25.3	-20.4
FY2006	-0.8	14.9	15.7
FY2007	-28.2	-26.7	1.5
FY2008	-35.5	-22.8	12.7
FY2009	24.1	11.2	-12.9
FY2010	-12.4	-8.0	4.5
FY2011	-1.0	2.9	3.8
FY2012 YTD	-10.2	2.8	13.0
FY1995~FY2011 수익률 평균			
약가조정 있었던 회계연도	-13.7	0.7	14.4
약가조정 없었던 회계연도	13.3	7.9	-5.4

주: 음영은 약가인하가 시행되었던 회계연도/ 자료: Bloomberg, KTB투자증권

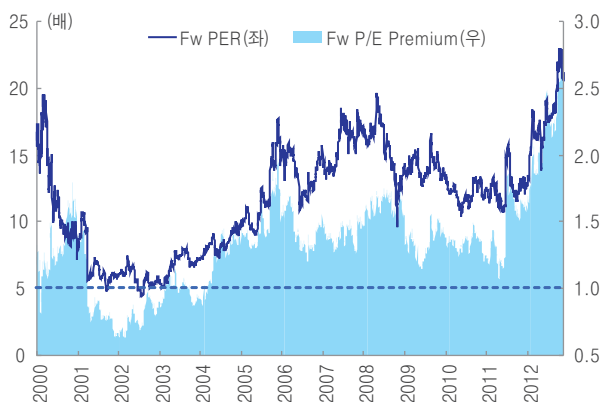
## V. Valuation

KTB 제약 Universe PER 2012년, 2013년 각각 24배, 17배  
 추정 EPS 기준 2012년, 2013년 PER는 각각 24배, 17배를 기록하고 있다.(IFRS 단독 기준 실적과 Valuation 괴리가 큰 LG생명과학과 한미약품 제외 5개사 기준 시가총액 가중평균으로 산출) PBR 지표(동일 기준)도 2012년, 2013년 각각 1.8배, 1.7배로 상승하였다.

Trailing PBR, PSR 기준으로도 업종 투자의견 상향이 있었던 6월 초 각각 1.1배, 1.0배를 기록했던 업종 Trailing PBR, PSR도 각각 1.5배, 1.4배까지 상승했다. KOSPI 대비 상대 Trailing PBR, PSR 배수도 6월 초 각각 0.9배, 1.3배였으나, 현재는 1.3배, 1.8배로 큰 폭 상승했다. 투자의견 상향 당시 주요한 투자매력이었던 저평가 요인은 거의 사라졌다고 봐도 무방하다.

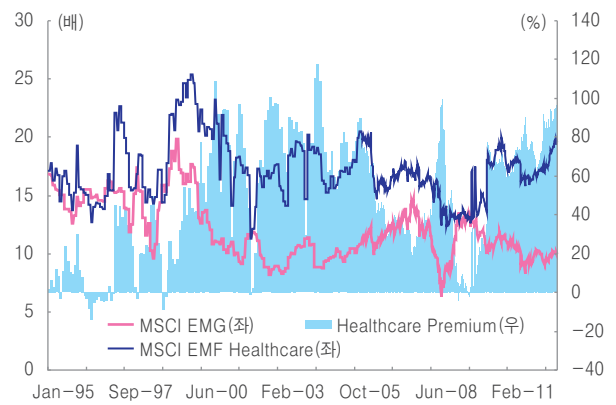
12M Forward PER 20배 내외 시장 대비 Premium 150%로 12개월 Forward 기준 제약업종 PER는 20배 내외로 시장 대비 Premium이 150%까지 확대되었다. 제약산업 최고 호황기였던 2005년 Premium 최고치가 100%였고, MSCI 이머징마켓 헬스케어 섹터 Premium도 100% 내외인 점을 고려할 때 상당히 높은 수치이다. Global Peer 제약사들과 비교해볼 때도 국내 상위 제약사들은 중국 제약사 수준의 시장 Premium을 부여받고 있는 중으로 펀더멘탈 회복에 대한 기대를 고려해도 Valuation 부담은 무시할 수 없어 보인다.

그림 41 KOSPI 의약품업종 PER Premium 추이



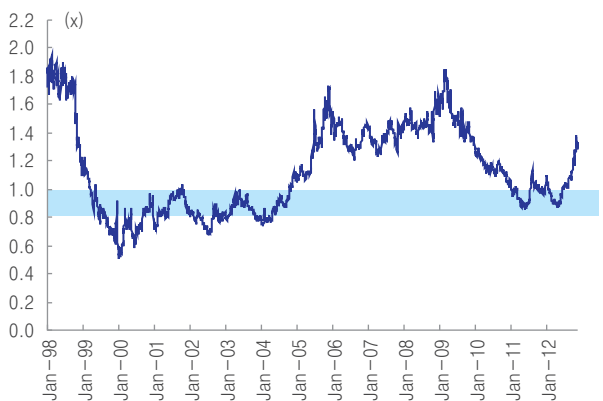
자료: Dataguide Pro, KTB투자증권

그림 42 MSCI 이머징마켓 지수와 헬스케어 지수 PER



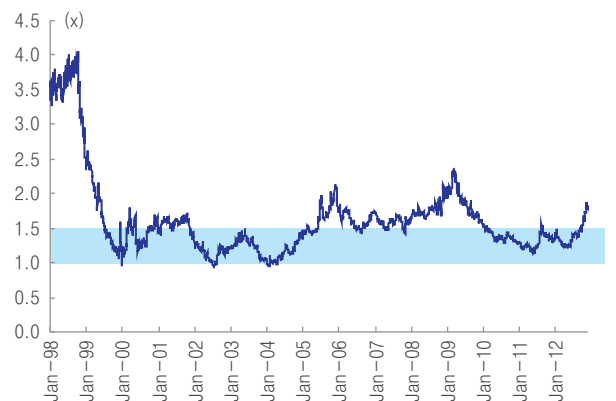
자료: Thomson I/B/E/S, KTB투자증권(주간 단위)

그림 43 의약품 업종 상대 Trailing PBR 추이 (vs KOSPI)



자료: Dataguide Pro, KTB투자증권

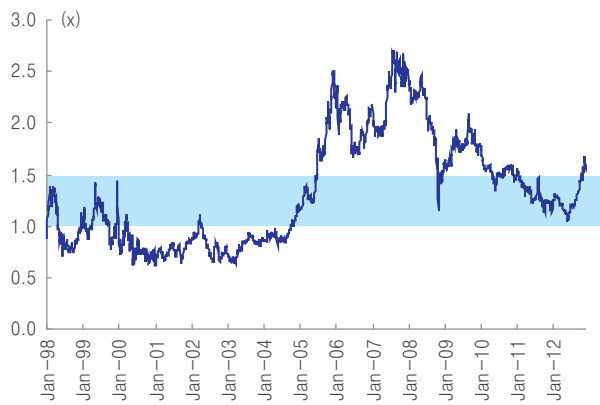
그림 44 의약품 업종 상대 Trailing PSR 추이 (vs KOSPI)



자료: Dataguide Pro, KTB투자증권



그림 45 KOSPI 의약품 업종 Trailing PBR 추이



자료: Dataguide Pro, KTB투자증권

그림 46 KOSPI 의약품 업종 Trailing PSR 추이



자료: Dataguide Pro, KTB투자증권

표 05 Global Peer Group Valuation & Performance 비교

Market	Company	Relative Performance(%)				Sales Growth(%)		OP Growth(%)		PER (X)		Relative PER (X)		PBR(X)		ROE(%)		
		1M	3M	6M	YTD	2012E	2013E	2012E	2013E	2012E	2013E	2012E	2013E	2012E	2013E	2012E	2013E	
Korea (KTB Universe)	유한양행	-3.0	31.4	45.9	33.0	16.7	14.9	-31.3	70.8	30.2	20.6	2.7	2.3	1.8	1.7	5.9	8.2	
	동아제약	-0.6	10.2	48.2	16.9	4.0	8.2	-17.4	24.2	21.7	17.7	1.9	2.0	1.6	1.5	7.4	8.6	
	녹십자	-12.1	-0.2	13.5	-2.6	4.7	11.9	9.3	28.9	22.4	17.5	2.0	1.9	2.3	2.1	10.5	12.3	
	LG생명과학	-2.0	20.2	57.2	29.4	1.0	13.6	-82.7	874.6	-	88.2	n/a	9.8	3.6	3.6	-	3.5	
	한미약품	20.4	52.5	134.6	85.1	7.4	6.9	295.7	202.6	-	65.7	n/a	7.3	4.5	4.2	-	4.9	
	대웅제약	-4.8	60.7	104.2	47.0	-1.4	5.9	-33.1	51.0	14.6	10.1	1.3	1.1	1.4	1.3	9.2	12.1	
	종근당	19.3	52.9	161.2	94.8	4.6	7.0	-21.4	12.0	20.7	11.2	1.8	1.3	1.5	1.3	6.7	11.6	
Global (ex. Japan & China)	<b>Top Tier</b>																	
	Johnson & Johnson	-2.0	3.0	4.3	-6.0	3.5	7.2	9.3	10.2	13.6	12.7	1.0	1.0	3.0	2.6	23.1	22.6	
	Pfizer	-4.0	2.3	3.9	1.3	-13.1	-1.1	14.0	-0.0	11.3	10.7	0.8	0.9	2.3	2.1	20.1	20.2	
	Novartis	-2.2	-5.5	0.0	-10.7	-3.2	0.6	1.7	8.1	11.6	11.2	0.8	0.9	2.1	2.0	16.3	16.1	
	Merck & Co.	-4.2	2.8	11.0	5.4	-2.0	-2.6	57.5	-4.1	11.6	12.0	0.9	1.0	2.4	2.2	20.4	18.2	
	Glaxo Smith Kline	-4.4	-9.0	-14.4	-14.5	-2.1	2.1	-3.0	3.5	11.9	11.1	1.0	1.0	8.6	7.6	69.3	70.7	
	Abbott Lab.	-1.8	-1.9	-3.4	2.6	2.3	3.5	52.8	5.7	12.7	12.3	0.9	1.0	3.6	3.0	29.1	26.6	
	Gilead Sciences	13.2	33.0	43.8	73.9	13.8	9.4	14.2	10.4	19.8	17.1	1.5	1.4	5.7	5.7	43.4	28.8	
	<b>Generic Top Tier</b>																	
	Teva	-2.4	-13.6	-8.9	-9.1	11.3	2.6	45.0	2.7	7.4	7.0	0.6	0.6	1.5	1.3	17.6	18.2	
	Mylan	8.6	14.1	18.4	14.3	10.9	4.7	60.4	4.8	10.5	9.8	0.8	0.8	2.7	2.4	29.1	27.8	
	Hospira	-5.4	-12.7	-16.1	-15.2	-0.6	4.2	-9.3	16.5	14.8	12.7	1.1	1.0	1.5	1.4	10.7	11.7	
	Ranbaxy	-6.1	-14.5	-20.7	0.9	21.2	-5.9	18.7	-31.7	13.2	16.8	0.9	1.3	4.5	3.6	38.6	23.3	
	Watson	-0.7	3.5	11.5	30.6	28.3	35.6	97.1	41.5	14.5	10.6	1.1	0.9	2.9	2.5	20.9	28.9	
Dr. Reddy's	3.5	-0.5	-11.3	-11.2	52.7	11.0	102.0	9.2	18.3	16.6	1.2	1.3	4.2	3.5	25.6	22.8		
Japan	<b>Top Tier</b>																	
	Takeda	-2.9	-1.5	5.3	3.6	8.4	1.8	-52.5	22.9	12.7	14.4	0.8	1.2	1.4	1.4	8.3	6.7	
	Astellas	-1.2	2.3	23.0	23.6	2.2	4.7	27.9	14.4	18.4	15.6	1.2	1.3	1.8	1.7	9.0	10.8	
	Otsuka Holdings	-4.6	-1.8	-7.3	5.5	6.7	3.6	35.5	24.9	11.8	9.4	0.8	0.8	1.0	1.0	9.1	10.9	
	Eisai	-9.1	-9.1	-1.6	-0.6	-22.6	-1.4	-27.3	11.4	17.5	16.7	1.1	1.4	2.2	2.1	12.5	12.8	
	Chugai	-4.6	2.6	7.3	22.9	3.9	4.8	17.3	4.3	19.7	18.8	1.3	1.5	1.9	1.7	9.8	10.0	
	Mitsubishi Tanabe	-6.5	-8.2	-2.0	-15.0	3.5	3.8	-5.7	16.8	12.3	10.8	0.8	0.9	0.9	0.8	5.7	6.4	
	Daiichi Sankyo	-0.2	-8.6	-9.8	-23.5	0.0	0.9	-15.9	5.2	17.4	14.2	1.1	1.2	1.1	1.1	5.9	7.3	
	Ono	-11.6	-13.6	-6.0	-3.9	9.3	5.6	0.8	8.6	19.3	17.8	1.2	1.5	1.2	1.1	6.0	6.5	
	<b>Generic Top Tier</b>																	
	Nichi-iko	-6.7	-4.8	4.0	-14.7	20.6	9.6	14.3	9.7	13.1	11.9	0.8	1.0	1.3	1.2	11.0	11.1	
Sawai	-3.8	-3.6	0.8	5.3	26.4	11.5	30.2	15.0	13.0	11.7	0.8	1.0	2.1	1.8	18.4	17.2		
Towa	-20.6	-15.2	1.6	23.1	19.7	8.7	-7.3	14.0	13.3	11.6	0.8	0.9	1.3	1.2	10.5	10.7		
Kyowa Hakkō Kirin	-10.7	-11.7	-4.1	-19.3	-3.9	0.3	11.4	1.0	19.2	17.3	1.2	1.4	0.8	0.8	4.3	4.6		
China	Sinopharm	-4.1	-11.4	21.3	14.0	28.9	23.6	30.5	21.1	25.1	19.9	2.2	1.9	2.2	2.0	11.5	13.3	
	Jiangsu Hengrui Medicine	-2.3	-1.8	27.7	15.4	24.2	21.4	29.4	23.1	32.4	26.1	3.4	3.1	6.3	5.2	21.5	21.5	
	Tasly	1.8	4.4	49.3	29.9	29.2	23.0	26.3	27.9	34.0	26.6	3.5	3.1	6.6	5.7	19.3	21.5	
	Sichuan Kelun	1.1	19.0	26.9	25.6	23.1	23.9	15.8	29.8	21.1	16.7	2.2	2.0	2.8	2.4	12.2	13.6	
	China Resources Sanjiu	-7.9	-6.6	15.6	24.9	23.0	19.5	32.3	22.1	20.0	16.2	2.1	1.9	3.7	3.1	18.7	19.7	

주: 주가는 11/23일 종가 기준, 실적은 국내 7개사는 KTB 추정치, 나머지는 Bloomberg 컨센서스 기준  
 자료: Bloomberg, KTB투자증권

## VI. Top picks

2013년 Top picks  
대형주 유한양행, LG생명과학

우리는 2013년 제약업종 Top pick으로 대형주 내에서는 유한양행(BUY, TP 210,000원)과 LG생명과학(BUY, TP 53,000원)을 추천한다. 2개사의 Upside potential이 20% 미만으로 제한적이어 보이지만, 2013년 내수 처방의약품 부문과 해외 수출부문의 추정 실적 상황 가능성이 높은 제약사로 판단함에 따라 연중 목표가는 상향조정될 개연성이 크다.

2개사 모두 2013년 추정 실적  
상향 가능성과 중장기 펀더멘탈  
개선 가능성이 가장 높아 보임

2개사 모두 Valuation 부담이 높아져있기는 하나, 이는 우리의 Universe 대형 제약사 공통사항으로 Top pick은 2013년 추정 실적의 상향 가능성(Hit Product 출시)과 중장기 펀더멘탈 개선 가능성(수출 모멘텀)이 가장 높아 보이는 제약사로 선정하였다. 유한양행은 12월 출시가 예정되어 있는 B형 간염치료제 ‘비리어드’ 판매와 API 수출이, LG생명과학 역시 12월 출시가 예정되어 있는 당뇨신약 ‘제미글로’ 판매와 혼합백신 수출이 추정 실적 상황의 변수가 될 전망이다.

중소형주로는 대웅제약 선호

중소형주로는 대웅제약(BUY, TP 58,000원)을 추천한다. Valuation 부담이 가장 낮고, 2013년 자체 개발 보톡스 바이오시밀러 출시로 실적과 Valuation 상향 가능성이 높을 것으로 판단한다.

표 06 KTB Universe 제약사 잔여가치 EV Valuation 비교 (단위: 배, 억원)

회사명	유한양행	녹십자	동아제약	LG생명과학	한미약품	대웅제약	종근당
(코드)	(000100)	(006280)	(000640)	(068870)	(128940)	(069620)	(001630)
투자의견	BUY	HOLD	BUY	BUY	HOLD	BUY	HOLD
목표주가(원)	210,000	180,000	120,000	53,000	120,000	58,000	34,000
상승여력	19.7%	20.8%	11.1%	15.2%	-3.6%	31.8%	-9.3%
Valuation Summary (K-IFRS 단독)							
PER	2012Y 30.2	22.4	21.7	-	-	14.6	20.7
	2013Y 20.6	17.5	17.7	88.2	65.7	10.1	11.2
PBR	2012Y 1.8	2.3	1.6	3.6	4.5	1.4	1.5
	2013Y 1.7	2.1	1.5	3.6	4.2	1.3	1.3
EV/EBITDA	2012Y 33.5	14.3	12.3	38.9	33.8	7.4	7.6
	2013Y 21.8	11.5	10.4	22.2	21.3	5.2	6.8
PSR	2012Y 2.6	2.1	1.3	2.1	1.8	0.7	1.1
	2013Y 2.2	1.8	1.2	1.8	1.7	0.7	1.0
시가총액(11/23일)	19,573	15,095	12,026	7,625	9,820	4,966	4,894
순차입금(2012년말 추정 기준)	-3,466	-274	1,137	1,705	2,172	-413	395
EV	16,107	14,821	13,163	9,330	11,992	4,553	5,289
EV에 반영되어있는 비영업가치 SUM	9,596	2,580	3,781	1,662	6,443	654	739
계열사/투자유가증권/유휴부동산	8,388	750	1,621	40	4,250	264	513
자사주(30% 할인)	1,208	21	345	0	0	390	227
신약 및 장기 수출 계약	0	1,809	1,815	1,622	2,193	0	0
잔여가치 EV	6,511	12,241	9,382	7,668	5,549	3,899	4,550
EBITDA	2012Y 489	1,035	1,068	241	354	613	696
	2013Y 728	1,318	1,296	431	559	845	778
잔여가치 EV/EBITDA	2012Y 13.3	11.8	8.8	31.8	15.7	6.4	6.5
	2013Y 8.9	9.3	7.2	17.8	9.9	4.6	5.8
잔여가치 EV/(R&D+EBITDA)	2012Y 7.2	7.6	4.7	8.1	5.3	2.9	3.8
	2013Y 5.5	6.4	4.0	6.6	4.3	2.5	3.4
잔여가치 EV의 PSR	2012Y 0.8	1.7	1.0	2.0	1.0	0.6	1.0
	2013Y 0.7	1.5	0.9	1.8	0.9	0.5	0.9

주: 1. 계열사 및 투자유가증권: 유한양행과 한미약품은 KTB 목표주가에 반영되어 있는 가치 준용. 나머지 제약사는 장부가 가치  
 2. 유휴 부동산: 유한양행의 군포공장 장부가 가치  
 3. 신약 및 수출: 각 사 KTB 목표주가에 반영하고 있는 신약 Pipeline 및 장기 수출 계약의 NPV 가치  
 자료: KTB투자증권







Memo | 이 페이지는 편집상 공백입니다.



## VII. 종목별 투자의견

종목	투자의견	목표주가(원)
유한양행 (000100)	BUY	210,000
LG생명과학 (068870)	BUY	53,000
대웅제약 (069620)	BUY	58,000



# 유한양행 (000100): 대형주 내 최선호

## 제대로 물 만난 고기

**BUY**

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
목표주가	210,000		유지
Earnings			유지

### Investment Rationale

<input type="checkbox"/> Valuation Call	
<input checked="" type="checkbox"/> 단기이익모멘텀	Positive
<input checked="" type="checkbox"/> 장기성장성	Positive

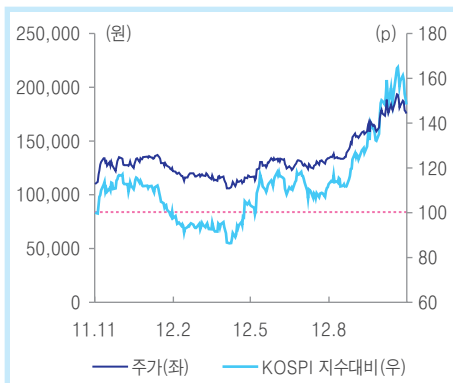
### Trading Data & Expected Return

현재가(11/23)	175,500원
예상 주가상승률	19.7%
시가총액	19,573억원
비중(KOSPI내)	0.18%
발행주식수	11,153천주
52주 최저가/최고가	106,000/193,500원
3개월 일평균거래대금	91억원
외국인 지분율	26.7%
주요주주지분율	
유한재단외 4인	15.6%
국민연금	9.9%
유한학원	7.6%
Matthews Int'l Fund	5.4%

### Performance

	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	2.6	49.4	59.5	37.6
KOSPI대비 상대수익률(%)	3.4	43.7	52.4	33.0

### Price Trend



### Investment Point

2013년은 실적 턴어라운드 본격화될 한 해. Valuation 부담 높아 보이나, ETC와 API 수출 실적의 성장 가시성 높아 추정 실적 상향을 통해 해소해갈 수 있을 전망. Top pick 유지

#### 1) 2013년 추정 매출액 YOY +15%, 영업이익 +71%로 우수

- 대형 품목 도입 효과로 2013년 ETC 매출액 YOY +18%로 고성장 전망 : 2012년 하반기 트라젠타(당뇨치료제), 프리베나13(폐구균백신)에 이어 2013년 비리어드(B형간염치료제)와 프라닥사(항응고제) 등 대형 신제품 출시 예정
- API 수출 2013년 26% 성장 예상. Gilead Sciences 신약 판매호조 기대 매출비중 14.7%로 확대, 고마진 사업으로 영업이익 비중은 50%에 육박할 전망
- 2013년 영업이익률 6.4%로 2012년 대비 2.1%p 개선 예상  
외형확대에 따른 고정비 부담 감소와 API 수출호조가 요인

#### 2) Gilead Sciences와 Boehringer Ingelheim과의 파트너십 강화

- Gilead Sciences와는 2003년부터 에이즈치료제 API 파트너로 관계 지속 2009년에는 Gilead의 주력 제품 Truvada와 Viread 국내 독점적 판권 획득
- Boehringer와는 2010년말 트윈스타 코프로모션으로 파트너십 시작 2012년 트라젠타와 마카르디스, 프라닥사 등 코프로모션 계약 추가 확대
- Boehringer의 국내 원외처방 점유율 2010년말 1.0%에서 2012.10월 2.0%까지 수직 상승. 2012년 YTD 기준 원외처방 조제액 성장률 다국적사 중 가장 우수

### Valuation

#### 목표주가 210,000원, 투자 의견 BUY 유지

- ① 추정 실적 변동없어 목표가 SOTP Valuation으로 산출한 기준 21만원 유지  
영업가치 주당 76천원과 비영업가치(자회사+유휴부동산+순현금) 135천원 합산
- ② 상승여력 20%로 투자 의견 BUY 유지. 과거 K-GAAP 기준 지분법이익 반영시 2013년 예상 PER 18배. 동일 기준 Historical 최상단 PER는 기말 기준 24배로 제약업종 최고 호황기였던 2005년에 기록

### Earnings Forecasts

(단위: 십억원, 원, %, 배)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
매출액	649	668	779	895	980	1,054	1,118
영업이익	78	49	34	58	74	85	93
EBITDA	97	64	49	73	89	100	108
순이익	128	83	65	95	111	123	132
자산총계	1,243	1,261	1,321	1,416	1,528	1,650	1,780
자본총계	1,072	1,088	1,122	1,205	1,303	1,413	1,532
순차입금	(326)	(295)	(345)	(391)	(449)	(520)	(600)
매출액증가율	3.0	2.8	16.7	14.9	9.5	7.5	6.1
영업이익률	12.0	7.4	4.3	6.4	7.5	8.1	8.3
순이익률	19.7	12.4	8.4	10.6	11.4	11.7	11.8
ROE	12.6	7.7	5.9	8.2	8.9	9.1	9.0
ROIC	20.3	11.5	6.2	11.3	13.7	15.0	15.6
P/E	15.1	17.1	30.2	20.6	17.6	15.9	14.9
P/B	1.8	1.3	1.8	1.7	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	17.0	17.9	33.5	21.8	17.2	14.6	12.7
배당수익률	0.6	1.0	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7



## 재무제표 (유한양행 / K-IFRS 단독)

### ◆ 대차대조표

(단위:십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
유동자산	552.0	546.6	609.5	682.9	771.4
현금성자산	326.5	295.3	344.6	390.5	448.7
매출채권	130.2	157.0	160.1	177.4	196.6
재고자산	80.3	81.6	92.0	102.0	113.0
비유동자산	691.1	714.5	711.8	733.0	756.5
투자자산	416.3	536.0	535.5	557.2	579.8
유형자산	271.4	169.3	167.3	166.5	167.0
무형자산	3.4	9.2	9.0	9.3	9.7
<b>자산총계</b>	<b>1,243.2</b>	<b>1,261.1</b>	<b>1,321.3</b>	<b>1,416.0</b>	<b>1,527.9</b>
유동부채	126.7	123.0	143.0	153.1	164.3
매입채무	66.3	69.3	88.7	98.4	109.0
유동성이자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	44.0	50.2	55.9	58.2	60.5
비유동이자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>170.7</b>	<b>173.2</b>	<b>198.9</b>	<b>211.3</b>	<b>224.8</b>
자본금	54.3	56.9	56.9	56.9	56.9
자본잉여금	177.6	175.3	175.3	175.3	175.3
이익잉여금	874.8	952.2	1,004.1	1,086.3	1,184.6
자본조정	(34.3)	(96.5)	(113.8)	(113.8)	(113.8)
자기주식	(49.3)	(112.0)	(129.6)	(129.6)	(129.6)
<b>자본총계</b>	<b>1,072.5</b>	<b>1,087.9</b>	<b>1,122.5</b>	<b>1,204.7</b>	<b>1,303.0</b>
투하자본	353.4	411.8	399.4	420.2	444.5
순차입금	(326.5)	(295.3)	(344.6)	(390.5)	(448.7)
ROA	10.9	6.6	5.1	7.0	7.6
ROE	12.6	7.7	5.9	8.2	8.9
ROIC	20.3	11.5	6.2	11.3	13.7

### ◆ 현금흐름표

(단위:십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>영업현금</b>	141.0	72.5	90.1	88.9	103.1
당기순이익	128.0	83.1	65.2	95.2	111.4
자산상각비	18.6	15.0	15.1	15.1	15.1
운전자본증감	23.9	(2.1)	18.5	(17.3)	(19.2)
매출채권감소(증가)	(15.2)	(19.4)	(5.5)	(17.3)	(19.2)
재고자산감소(증가)	(7.1)	(1.4)	(10.4)	(10.0)	(11.0)
매입채무증가(감소)	15.1	3.0	19.5	9.6	10.6
<b>투자현금</b>	(211.2)	20.0	(3.2)	(31.8)	(33.9)
단기투자자산감소	57.7	(10.3)	2.5	(1.9)	(2.0)
장기투자증권감소	(94.4)	(3.9)	(7.5)	(15.4)	(16.0)
설비투자	(6.4)	(9.8)	(11.5)	(13.2)	(14.4)
유무형자산감소	0.4	(3.8)	(1.2)	(1.4)	(1.5)
<b>재무현금</b>	(23.2)	(72.9)	(30.8)	(13.0)	(13.0)
차입금증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본증가	(23.2)	(72.9)	(30.8)	(13.0)	(13.0)
배당금지급	10.1	10.5	13.2	13.0	13.0
현금 증감	74.2	(55.2)	51.7	44.1	56.1
<b>총현금흐름(Gross CF)</b>	117.1	74.6	71.6	106.2	122.3
(-) 운전자본증가(감소)	8.3	29.5	(6.4)	17.3	19.2
(-) 설비투자	6.4	9.8	11.5	13.2	14.4
(+) 자산매각	0.4	(3.8)	(1.2)	(1.4)	(1.5)
Free Cash Flow	102.8	31.5	65.3	74.4	87.1
(-) 기타투자	94.4	3.9	7.5	15.4	16.0
잉여현금	8.4	27.7	57.8	59.0	71.1

자료: KTB투자증권  
주: 2011년부터는 K-IFRS 단독 기준

### ◆ 손익계산서

(단위:십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>매출액</b>	649.3	667.7	779.4	895.2	980.3
증가율 (Y-Y,%)	3.0	2.8	16.7	14.9	9.5
<b>영업이익</b>	78.0	49.2	33.8	57.7	73.8
증가율 (Y-Y,%)	2.8	(36.9)	(31.3)	70.8	27.8
EBITDA	96.6	64.2	48.9	72.8	88.9
<b>영업외손익</b>	63.8	43.9	54.4	60.6	64.7
순이자수익	14.5	44.0	54.5	60.6	64.7
외화관련손익	0.6	(0.1)	(0.0)	0.0	0.0
지분법손익	39.3	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>세전계속사업손익</b>	141.7	93.1	88.2	118.3	138.5
<b>당기순이익</b>	128.0	83.1	65.2	95.2	111.4
증가율 (Y-Y,%)	5.5	(35.1)	(21.5)	46.0	17.0
<b>NOPLAT</b>	70.4	43.9	25.0	46.5	59.3
(+) Dep	18.6	15.0	15.1	15.1	15.1
(-) 운전자본투자	8.3	29.5	(6.4)	17.3	19.2
(-) Capex	6.4	9.8	11.5	13.2	14.4
OpFCF	74.3	19.7	34.9	31.1	40.9
<b>3 Yr CAGR &amp; Margins</b>					
매출액증가율(3Yr)	10.4	3.9	7.3	11.3	13.7
영업이익증가율(3Yr)	9.6	(10.7)	(23.6)	(9.5)	14.5
EBITDA증가율(3Yr)	7.7	(10.0)	(20.6)	(9.0)	11.5
순이익증가율(3Yr)	11.7	(12.9)	(18.7)	(9.4)	10.3
매출총이익률(%)	41.1	37.2	30.7	31.4	31.9
영업이익률(%)	12.0	7.4	4.3	6.4	7.5
EBITDA마진(%)	14.9	9.6	6.3	8.1	9.1
순이익률(%)	19.7	12.4	8.4	10.6	11.4

### ◆ 주요투자지표

(단위:원, 배)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>Per share Data</b>					
EPS	11,506	7,451	5,821	8,510	9,961
BPS	93,868	94,716	97,765	104,959	113,565
DPS	1,000	1,250	1,250	1,250	1,250
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	15.1	17.1	30.2	20.6	17.6
PBR	1.8	1.3	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA	17.0	17.9	33.5	21.8	17.2
배당수익률	0.6	1.0	0.7	0.7	0.7
PCR	16.9	19.5	27.9	18.8	16.3
PSR	3.0	2.2	2.6	2.2	2.0
<b>재무건전성(%)</b>					
부채비율	15.9	15.9	17.7	17.5	17.3
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	435.6	444.5	426.3	446.0	469.4
이자보상배율	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
<b>자산구조</b>					
투하자본(%)	32.2	33.1	31.2	30.7	30.2
현금+투자자산(%)	67.8	66.9	68.8	69.3	69.8
<b>자본구조</b>					
차입금(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기자본(%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0

# LG생명과학 (068870): 대형주 내 차선호

## 투자 회수기 진입, 이제부터는 시간과의 싸움

**BUY**

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
목표주가	53,000		유지
Earnings			유지

### Investment Rationale

<input type="checkbox"/> Valuation Call	
<input type="checkbox"/> 단기 이익 모멘텀	
<input checked="" type="checkbox"/> 장기 성장성	Positive

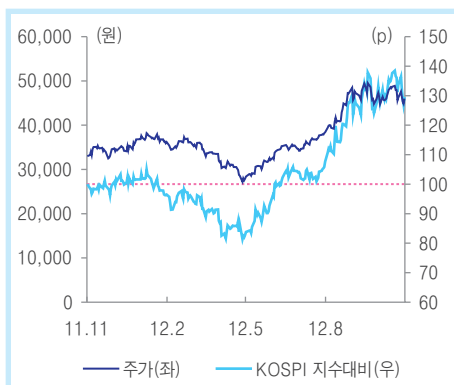
### Trading Data & Expected Return

현재가(11/23)	46,000원
예상 증가상승률	15.2%
시가총액	7,625억원
비중(KOSPI내)	0.07%
발행주식수	16,577천주
52주 최저가/최고가	27,200/49,500원
3개월 일평균 거래대금	48억원
외국인 지분율	8.6%
주요주주 지분율	
(주)LG의 3인	31.0%
국민연금	7.3%
한국투신	5.0%

### Performance

	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	(1.6)	67.0	32.9	34.1
KOSPI 대비 상대수익률(%)	(0.8)	61.3	25.8	29.4

### Price Trend



### Investment Point

2013년은 그동안의 R&D 투자에 대한 성과가 수익으로 회수되기 시작하는 원년. 단기간의 실적은 시장 눈높이에 부합하지 못할 수 있으나, 시간이 경과해가면서 레버리지가 발생할 수 있을 것으로 기대. 대형주 차선호로 추천.

#### 1) 2013년 추정 매출액 YOY +14%, 영업이익 160억원 순증 전망

- 2012년 4분기부터 분기별 천억원 규모의 매출 기록 예상. 과거 대비 증가한 R&D 규모와 감가상각비 등 고정비 증가 요인 고려하더라도 분기 천억원 규모의 매출은 영업레버리지 발생 구간. 분기별 40~50억원 규모의 안정적 영업이익 기록 전망
- 2012년 12월 출시 예정인 DPP-IV 당뇨신약 '제미글루', Sanofi와의 코프로모션 통해 시장에 성공적으로 안착 전망. 우리의 추정치에는 100억원 반영
- 2012년 8월 WHO PQ(Prequalification) 승인을 획득한 5가 혼합백신 2013년부터 국제 입찰시장 참여 본격화. 초년도 수주규모 100억원 예상하나, 실적에는 미반영
- Pfizer 제네릭 제후 사업 20개 이상의 품목 확보로 내년부터 소폭 실적에 기여 전망

#### 2) 2013년에도 R&D 관련 긍정적 News flow 기대

- DPP-IV 당뇨신약 '제미글루' 이머징마켓 추가 수출 계약(중국/터키 파트너링 완료) '제미글루' 국내 Peak 매출은 300억원 내외, 해외 수출은 천억원 이상 기대
- Sr-hGH(서방형 인성장호르몬) 성인용 미국 FDA 허가 완료 및 파트너사 선정 늦어도 내년 1분기 중에는 허가 관련된 결론이 가시화될 전망

### Valuation

목표주가 53,000원, 투자 의견 BUY 유지

- 추정 실적 변동없어 목표가 SOTP Valuation으로 산출한 기존 53천원 유지. 영업까지 주당 43천원과 Sr-hGH(서방형 인성장호르몬) 신약까지 1만원 합산
- 상승여력 15%로 투자 의견 BUY 유지. 2013년 EV/(R&D+EBITDA) 6.6배로 2003~2011년 평균 9배 대비 여전히 할인거래 중

### Earnings Forecasts

(단위: 십억원, 원, %, 배)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
매출액	334	372	376	427	466	514	557
영업이익	20	11	2	18	26	34	40
EBITDA	37	31	24	43	52	61	68
순이익	16	6	(4)	9	15	22	28
자산총계	402	497	543	586	606	639	671
자본총계	246	247	243	252	268	290	318
순차입금	66	116	171	189	196	204	193
매출액증가율	2.2	11.4	1.0	13.6	9.0	10.3	8.4
영업이익률	5.9	2.9	0.5	4.3	5.6	6.5	7.2
순이익률	4.9	1.6	(0.9)	2.0	3.3	4.3	5.0
ROE	6.0	2.4	(1.4)	3.5	6.0	7.9	9.2
ROIC	4.7	2.3	0.3	3.8	5.2	6.3	7.2
P/E	53.0	98.1	n/a	88.2	49.2	34.8	27.3
P/B	3.9	2.6	3.6	3.6	3.5	3.2	3.0
EV/EBITDA	25.6	22.1	38.9	22.2	18.4	16.0	14.2
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0



## 재무제표 (LG생명과학 / K-IFRS 단독)

### ◆ 대차대조표

(단위:십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
유동자산	173.7	216.5	225.7	251.2	261.0
현금성자산	31.0	47.4	38.2	49.8	42.6
매출채권	80.8	89.8	90.5	99.3	108.8
재고자산	58.3	75.7	93.4	98.5	105.9
비유동자산	228.6	280.9	317.1	334.7	345.2
투자자산	35.9	37.4	43.7	45.5	47.3
유형자산	172.9	217.5	242.9	252.0	254.1
무형자산	19.7	26.0	30.5	37.3	43.8
<b>자산총계</b>	<b>402.3</b>	<b>497.4</b>	<b>542.8</b>	<b>585.9</b>	<b>606.2</b>
유동부채	105.1	96.1	97.0	100.6	104.5
매입채무	18.3	33.0	33.2	36.4	39.9
유동성이자부채	58.4	27.7	28.1	28.1	28.1
비유동부채	51.5	154.3	202.3	233.2	234.1
비유동이자부채	39.1	135.7	180.7	210.7	210.7
<b>부채총계</b>	<b>156.6</b>	<b>250.4</b>	<b>299.3</b>	<b>333.8</b>	<b>338.6</b>
자본금	84.1	84.1	84.1	84.1	84.1
자본잉여금	147.0	147.0	147.0	147.0	147.0
이익잉여금	14.6	15.8	12.4	21.0	36.5
자본조정	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
자기주식	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>245.7</b>	<b>247.0</b>	<b>243.5</b>	<b>252.1</b>	<b>267.6</b>
투하자본	310.9	361.7	412.7	439.7	462.3
순차입금	66.4	116.0	170.5	188.9	196.1
ROA	3.9	1.3	(0.7)	1.5	2.6
ROE	6.0	2.4	(1.4)	3.5	6.0
ROIC	4.7	2.3	0.3	3.8	5.2

### ◆ 현금흐름표

(단위:십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>영업현금</b>	(2.3)	19.6	0.6	22.4	27.5
당기순이익	15.5	4.3	(6.1)	8.6	15.5
자산상각비	17.2	20.4	22.2	24.9	26.0
운전자본증감	(45.5)	(12.8)	(19.8)	(10.3)	(13.1)
매출채권감소(증가)	0.0	(9.2)	(0.7)	(8.8)	(9.6)
재고자산감소(증가)	(6.7)	(17.4)	(17.7)	(5.0)	(7.4)
매입채무증가(감소)	0.0	14.6	0.2	3.2	3.5
<b>투자현금</b>	(32.7)	(61.3)	(75.4)	(41.7)	(35.7)
단기투자자산감소	27.0	0.0	(0.5)	(1.0)	(1.0)
장기투자증권감소	(0.2)	10.1	(2.7)	(0.1)	(0.1)
설비투자	(55.9)	(62.3)	(44.5)	(29.9)	(23.3)
유무형자산감소	(3.6)	(9.1)	(7.7)	(10.8)	(11.4)
<b>재무현금</b>	33.8	65.1	45.2	30.0	0.0
차입금증가	38.2	65.1	45.2	30.0	0.0
자본증가	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	(1.3)	23.3	(29.6)	10.7	(8.2)
<b>총현금흐름(Gross CF)</b>	43.2	32.4	20.4	32.7	40.7
(-) 운전자본증가(감소)	36.7	4.7	17.9	10.3	13.1
(-) 설비투자	55.9	62.3	44.5	29.9	23.3
(+) 자산매각	(3.6)	(9.1)	(7.7)	(10.8)	(11.4)
Free Cash Flow	(53.0)	(43.8)	(49.7)	(18.3)	(7.1)
(-) 기타투자	0.2	(10.1)	2.7	0.1	0.1
잉여현금	(53.2)	(33.6)	(52.5)	(18.4)	(7.2)

### ◆ 손익계산서

(단위:십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>매출액</b>	334.3	372.5	376.1	427.3	465.9
증가율 (Y-Y,%)	2.2	11.4	1.0	13.6	9.0
<b>영업이익</b>	19.6	10.8	1.9	18.2	26.3
증가율 (Y-Y,%)	(51.2)	(44.8)	(82.7)	874.6	44.2
EBITDA	36.8	31.2	24.1	43.1	52.3
<b>영업외손익</b>	(4.1)	(6.5)	(8.3)	(8.6)	(9.1)
순이자수익	(3.3)	(5.9)	(7.9)	(8.2)	(8.7)
외화관련손익	(0.4)	0.2	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>세전계속사업손익</b>	15.5	4.3	(6.4)	9.6	17.2
<b>당기순이익</b>	16.4	5.8	(3.5)	8.6	15.5
증가율 (Y-Y,%)	(39.9)	(64.7)	적전	흑전	79.1
<b>NOPLAT</b>	14.2	7.8	1.4	16.4	23.6
(+) Dep	17.2	20.4	22.2	24.9	26.0
(-) 운전자본투자	36.7	4.7	17.9	10.3	13.1
(-) Capex	55.9	62.3	44.5	29.9	23.3
OpFCF	(61.2)	(38.8)	(38.8)	1.1	13.3
<b>3 Yr CAGR &amp; Margins</b>					
매출액증가율(3Yr)	9.3	9.7	4.7	8.5	7.7
영업이익증가율(3Yr)	(8.6)	(24.5)	(64.0)	(2.4)	34.5
EBITDA증가율(3Yr)	(8.3)	(12.9)	(27.3)	5.4	18.8
순이익증가율(3Yr)	(3.9)	(27.4)	n/a	(19.3)	38.8
매출총이익률(%)	46.4	42.9	42.8	44.6	45.7
영업이익률(%)	5.9	2.9	0.5	4.3	5.6
EBITDA마진(%)	11.0	8.4	6.4	10.1	11.2
순이익률(%)	4.9	1.6	(0.9)	2.0	3.3

### ◆ 주요투자지표

(단위:원, 배)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>Per share Data</b>					
EPS	992	350	(213)	522	934
BPS	13,440	13,142	12,668	12,780	13,310
DPS	0	0	0	0	0
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	53.0	98.1	n/a	88.2	49.2
PBR	3.9	2.6	3.6	3.6	3.5
EV/EBITDA	25.6	22.1	38.9	22.2	18.4
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
PCR	20.5	17.8	37.9	23.7	19.0
PSR	2.6	1.5	2.1	1.8	1.7
<b>재무건전성(%)</b>					
부채비율	63.7	101.4	122.9	132.4	126.5
Net debt/Equity	27.0	47.0	70.0	74.9	73.3
Net debt/EBITDA	180.5	372.2	707.6	438.4	374.9
유동비율	165.3	225.2	232.6	249.6	249.8
이자보상배율	5.9	1.8	0.2	2.2	3.0
이자비용/매출액	1.4	2.1	2.7	2.5	2.5
<b>자산구조</b>					
투하자본(%)	82.3	81.0	83.4	82.2	83.7
현금+투자자산(%)	17.7	19.0	16.6	17.8	16.3
<b>자본구조</b>					
차입금(%)	28.4	39.8	46.2	48.6	47.1
자기자본(%)	71.6	60.2	53.8	51.4	52.9

자료: KTB투자증권  
주: 2011년부터는 K-IFRS 단독 기준

# 대웅제약 (069620): 중소형주 Top pick

## 국내 처방의약품 시장 명실상부한 1위

**BUY**

	현재	직전	변동
투자 의견	BUY		유지
목표주가	58,000		유지
Earnings			유지

### Investment Rationale

<input type="checkbox"/> Valuation Call	
<input checked="" type="checkbox"/> 단기이익모멘텀	Positive
<input checked="" type="checkbox"/> 장기성장성	Positive

### Trading Data & Expected Return

현재가(11/23)	44,000원
예상 주가상승률	31.8%
시가총액	4,966억원
비중(KOSPI내)	0.04%
발행주식수	11,286천주
52주 최저가/최고가	20,700/50,700원
3개월 일평균거래대금	17억원
외국인 지분율	10.9%
주요주주지분율	
운영환외 15인	50.2%

### Performance

	1M	6M	12M	YTD
주가상승률	(3.0)	108.5	56.7	51.7
KOSPI대비 상대수익률(%)	(2.2)	102.9	49.5	47.0

### Price Trend



### Investment Point

2013년은 동사에 대한 Valuation 재평가가 기대되는 한 해. 약가인하 파고 극복하고 영업실적 개선 중에 있으며, Valuation 부담도 낮아 중소형주 Top pick으로 추천

#### 1) 2013년 추정 매출액 YOY +6%, 영업이익 +51%로 우수

- 일괄 약가인하 이후 주력 오리지널 의약품 처방 Volume 증가세 뚜렷  
: 2012.4~10월 누적 알비스 원외처방조제약 YOY +15%(보험약가 23% 인하)  
동기간 글리아티린 원외처방조제약 YOY -12%(보험약가 28% 인하)
- 코프로모션 수수료 수익 2011년 360억원에서 12년 550억원 예상. 2013년에는 700억 상회 전망. 코프로모션 품목 원외처방 매출액 분기별 YOY 30% 이상 성장 중
- 2개의 Hit Product 출시 기대  
: 보톡스 바이오시밀러 6~7월 출시 예상. 오리지널 보톡스 국내 유통의 영업경쟁력 고혈압복합제 연초 출시 전망. 코프로모션 계약 형태 예상

#### 2) Valuation 할인 요인 해소 기대

- 도입 신약 판매 중심의 제약사라는 기업 할인 요인 과도. 모든 투자지표 가장 낮은 수치 기록 중. 특히 PSR의 경우 Universe 평균 대비 60% 이상 할인되고 있음
- 연간 R&D 투자규모 700억원 이상이고, 우루사와 알비스 등 자체 개발 개량신약 연간 매출액이 각 600억원 내외로 상업화에 성공했음에 주목
- 2013년 보톡스 바이오시밀러 출시 후 국내 매출호조와 해외 수출 이슈 발생시 Valuation 할인 요인 해소될 수 있을 전망

### Valuation

#### 목표주가 58,000원, 투자 의견 BUY 유지

- ① 추정 실적 변동 없어 목표가 기준 58천원 유지. 목표가 12개월 Fw EPS에 Fair PER 12.5배 부여(52천원)하고, 계열사/투자유가증권 장부가 및 자사주(30% 할인) 가치(6천원) 합산하여 산출
- ② 상승여력 32%로 투자의견 BUY 유지. 수수료 수익으로 인식되는 코프로모션 품목 매출 반영시 연간 매출액 9천억원 이상으로 현재의 시가총액은 PSR 0.5~0.6배에 불과

### Earnings Forecasts

(단위: 십억원, 원, %, 배)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
매출액	510	707	697	738	795	846	897
영업이익	71	65	43	65	81	89	97
EBITDA	81	80	61	85	101	111	120
순이익	18	52	34	49	61	67	73
자산총계	509	493	501	547	604	668	737
자본총계	322	359	386	427	480	539	604
순차입금	3	(25)	(41)	(58)	(85)	(117)	(155)
매출액증가율	(6.9)	38.6	(1.4)	5.9	7.7	6.4	6.0
영업이익률	14.0	9.2	6.2	8.9	10.1	10.5	10.8
순이익률	3.4	7.3	4.9	6.7	7.6	7.9	8.1
ROE	5.9	15.2	9.2	12.1	13.4	13.2	12.8
ROIC	6.1	17.0	10.1	14.4	16.6	17.1	17.4
P/E	30.0	6.3	14.6	10.1	8.2	7.4	6.8
P/B	1.7	1.0	1.4	1.3	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	6.5	3.8	7.4	5.2	4.1	3.4	2.9
배당수익률	1.3	2.8	1.8	1.8	1.8	1.8	1.8





## 재무제표 (대웅제약 / K-IFRS 단독)

### ◆ 대차대조표

(단위:십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
유동자산	286.3	242.3	242.2	273.4	314.8
현금성자산	84.0	55.1	41.7	58.1	84.9
매출채권	100.2	90.3	96.0	103.5	110.9
재고자산	80.6	84.7	92.1	99.3	106.4
비유동자산	222.3	250.9	259.2	273.7	289.3
투자자산	55.2	128.8	121.6	126.6	131.7
유형자산	156.0	98.2	109.5	114.2	119.9
무형자산	11.0	23.9	28.1	32.8	37.8
<b>자산총계</b>	<b>508.6</b>	<b>493.2</b>	<b>501.4</b>	<b>547.1</b>	<b>604.2</b>
유동부채	148.9	116.2	94.7	99.0	103.3
매입채무	43.2	42.2	50.0	53.9	57.7
유동성이자부채	56.9	30.0	0.3	0.3	0.3
비유동부채	37.3	17.9	20.9	20.9	20.9
비유동이자부채	29.9	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>186.2</b>	<b>134.1</b>	<b>115.6</b>	<b>119.9</b>	<b>124.2</b>
자본금	26.8	27.5	28.2	28.2	28.2
자본잉여금	102.6	101.9	101.2	101.2	101.2
이익잉여금	231.5	272.9	299.1	340.4	393.2
자본조정	(38.4)	(43.2)	(42.6)	(42.6)	(42.6)
자기주식	(41.4)	(44.9)	(44.9)	(44.9)	(44.9)
<b>자본총계</b>	<b>322.4</b>	<b>359.1</b>	<b>385.8</b>	<b>427.2</b>	<b>479.9</b>
투하자본	296.3	311.2	325.4	349.5	374.7
순차입금	2.8	(25.1)	(41.3)	(57.8)	(84.6)
ROA	3.6	10.3	6.9	9.4	10.6
ROE	5.9	15.2	9.2	12.1	13.4
ROIC	6.1	17.0	10.1	14.4	16.6

### ◆ 현금흐름표

(단위:십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>영업현금</b>	20.1	80.1	46.7	53.9	66.4
당기순이익	17.6	51.8	34.1	49.4	60.8
자산상각비	10.2	15.5	18.0	19.2	20.3
운전자본증감	(13.5)	(11.8)	(7.9)	(10.4)	(10.3)
매출채권감소(증가)	(4.9)	9.8	0.2	(7.5)	(7.4)
재고자산감소(증가)	0.2	(6.9)	(7.4)	(7.2)	(7.1)
매입채무증가(감소)	(4.2)	(1.0)	5.1	3.9	3.9
<b>투자현금</b>	30.5	(17.1)	(22.8)	(29.4)	(31.6)
단기투자자산감소	58.7	21.1	(0.0)	(0.0)	(0.0)
장기투자증권감소	5.7	9.2	10.5	(0.8)	(0.8)
설비투자	(27.8)	(40.4)	(27.5)	(22.1)	(23.8)
유무형자산감소	(1.5)	(3.7)	(5.7)	(6.5)	(7.0)
<b>재무현금</b>	(13.5)	(66.1)	(37.4)	(8.0)	(8.0)
차입금증가	0.0	(56.9)	(29.7)	0.0	0.0
자본증가	(13.5)	(9.2)	(7.7)	(8.0)	(8.0)
배당금지급	7.5	5.7	7.7	8.0	8.0
현금 증감	37.1	(3.1)	(13.5)	16.5	26.8
<b>총현금흐름(Gross CF)</b>	33.6	91.9	54.6	64.4	76.7
(-) 운전자본증가(감소)	(12.9)	(9.3)	5.1	10.4	10.3
(-) 설비투자	27.8	40.4	27.5	22.1	23.8
(+) 자산매각	(1.5)	(3.7)	(5.7)	(6.5)	(7.0)
Free Cash Flow	17.3	57.0	16.3	25.3	35.6
(-) 기타투자	(5.7)	(9.2)	(10.5)	0.8	0.8
잉여현금	23.0	66.2	26.8	24.5	34.8

자료: KTB투자증권  
 주: 2011년부터는 K-IFRS 단독 기준, 2010년 실적은 2010.4~12월 실적임

### ◆ 손익계산서

(단위:십억원)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>매출액</b>	510.0	706.6	697.1	738.2	794.9
증가율 (Y-Y,%)	(6.9)	38.6	(1.4)	5.9	7.7
<b>영업이익</b>	71.2	64.7	43.3	65.3	80.6
증가율 (Y-Y,%)	64.9	(9.1)	(33.1)	51.0	23.3
EBITDA	81.4	80.2	61.3	84.5	100.9
<b>영업외손익</b>	(4.1)	0.3	2.4	0.8	0.9
순이자수익	(1.2)	(0.9)	(0.4)	(0.1)	(0.1)
외화관련손익	(0.8)	6.3	0.3	0.0	0.0
지분법손익	(0.4)	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>세전계속사업손익</b>	67.1	65.0	45.7	66.2	81.5
<b>당기순이익</b>	17.6	51.8	34.1	49.4	60.8
증가율 (Y-Y,%)	(46.6)	194.7	(34.2)	44.8	23.2
<b>NOPLAT</b>	18.6	51.5	32.3	48.7	60.1
(+) Dep	10.2	15.5	18.0	19.2	20.3
(-) 운전자본투자	(12.9)	(9.3)	5.1	10.4	10.3
(-) Capex	27.8	40.4	27.5	22.1	23.8
OpFCF	14.0	36.0	17.6	35.3	46.2
<b>3 Yr CAGR &amp; Margins</b>					
매출액증가율(3Yr)	8.4	13.4	8.4	13.1	4.0
영업이익증가율(3Yr)	2.0	(4.5)	0.1	(2.8)	7.6
EBITDA증가율(3Yr)	1.9	(2.1)	3.7	1.3	7.9
순이익증가율(3Yr)	(28.7)	(4.3)	1.2	41.1	5.5
매출총이익률(%)	44.0	42.1	39.9	42.5	43.5
영업이익률(%)	14.0	9.2	6.2	8.9	10.1
EBITDA마진(%)	16.0	11.4	8.8	11.4	12.7
순이익률(%)	3.4	7.3	4.9	6.7	7.6

### ◆ 주요투자지표

(단위:원,배)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>Per share Data</b>					
EPS	1,559	4,591	3,020	4,373	5,387
BPS	27,615	29,705	31,696	34,940	39,181
DPS	600	800	800	800	800
<b>Multiples(x,%)</b>					
PER	30.0	6.3	14.6	10.1	8.2
PBR	1.7	1.0	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	6.5	3.8	7.4	5.2	4.1
배당수익률	1.3	2.8	1.8	1.8	1.8
PCR	15.6	3.6	9.1	7.7	6.5
PSR	1.0	0.5	0.7	0.7	0.6
<b>재무건전성(%)</b>					
부채비율	57.7	37.3	30.0	28.1	25.9
Net debt/Equity	0.9	n/a	n/a	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	3.5	n/a	n/a	n/a	n/a
유동비율	192.3	208.6	255.8	276.2	304.7
이자보상배율	57.6	69.3	109.4	561.4	844.9
이자비용/매출액	0.8	0.4	0.1	0.1	0.0
<b>자산구조</b>					
투하자본(%)	68.0	62.9	66.6	65.4	63.4
현금+투자자산(%)	32.0	37.1	33.4	34.6	36.6
<b>자본구조</b>					
차입금(%)	21.2	7.7	0.1	0.1	0.1
자기자본(%)	78.8	92.3	99.9	99.9	99.9



150-709  
 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩  
 11층 리서치센터 Tel. 02-2184-2000

[www.ktb.co.kr](http://www.ktb.co.kr)

## ◆ Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 당 사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.  
 본 자료의 조사분석담당자는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목과 관련된 재산적 이해관계가 없습니다.  
 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.  
 당 사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난6개월 주간사로 참여하지 않았습니다.

## ◆ 종목추천관련 투자등급

아래 종목투자 의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- **STRONG BUY** : 추천기준일 증가대비 +50%이상.
- **BUY** : 추천기준일 증가대비 +15%이상~+50%미만.
- **HOLD** : 추천기준일 증가대비 +5%이상~ +15%미만.
- **REDUCE** : 추천기준일 증가대비 +5%미만.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음

동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자 의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자 의견과 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

## ◆ 최근 2년간 투자등급 및 목표주가 변경내용

### ◎ 유한양행 (000100)

일자	2010.12.16	2011.1.5	2011.1.18	2011.1.28	2011.2.16	2011.3.24
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	210,000원	200,000원	200,000원	190,000원	190,000원	190,000원
일자	2011.3.30	2011.4.18	2011.4.25	2011.4.29	2011.5.17	2011.6.7
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	180,000원	180,000원	180,000원	170,000원	170,000원	160,000원
일자	2011.6.13	2011.6.16	2011.6.29	2011.7.18	2011.7.29	2011.8.17
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	HOLD	HOLD
목표주가	160,000원	160,000원	160,000원	160,000원	160,000원	160,000원
일자	2011.9.16	2011.9.27	2011.10.18	2011.10.27	2011.11.16	2011.12.16
투자 의견	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD
목표주가	160,000원	130,000원	130,000원	130,000원	130,000원	130,000원
일자	2012.1.4	2012.1.17	2012.1.27	2012.2.16	2012.3.16	2012.3.30
투자 의견	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD
목표주가	130,000원	130,000원	130,000원	130,000원	130,000원	130,000원
일자	2012.4.17	2012.5.2	2012.5.16	2012.6.4	2012.6.18	2012.6.25
투자 의견	HOLD	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	130,000원	140,000원	140,000원	140,000원	140,000원	170,000원
일자	2012.6.28	2012.7.13	2012.7.17	2012.7.30	2012.8.17	2012.9.18
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	170,000원	170,000원	170,000원	180,000원	180,000원	180,000원
일자	2012.9.26	2012.10.16	2012.10.31	2012.11.16	2012.11.27	
투자 의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	
목표주가	190,000원	190,000원	210,000원	210,000원	210,000원	

◆ 최근 2년간 투자등급 및 목표주가 변경내용

◎ LG생명과학 (068870)

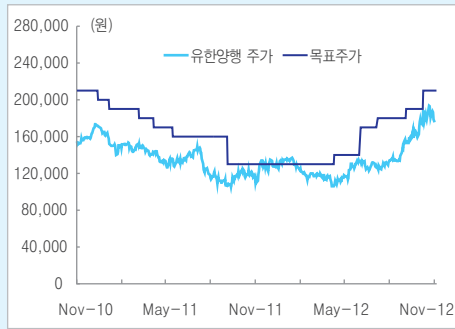
일자	2010.12.16	2011.1.5	2011.1.18	2011.1.31	2011.2.16	2011.3.24
투자의견	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD
목표주가	53,000원	53,000원	53,000원	48,000원	48,000원	48,000원
일자	2011.3.30	2011.4.18	2011.4.25	2011.4.29	2011.5.17	2011.6.7
투자의견	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD
목표주가	48,000원	48,000원	48,000원	48,000원	48,000원	48,000원
일자	2011.6.13	2011.6.16	2011.6.29	2011.7.18	2011.8.1	2011.8.17
투자의견	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD
목표주가	48,000원	48,000원	48,000원	48,000원	48,000원	48,000원
일자	2011.9.16	2011.9.27	2011.10.18	2011.10.31	2011.11.16	2011.12.16
투자의견	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD
목표주가	48,000원	43,000원	43,000원	43,000원	43,000원	43,000원
일자	2012.1.4	2012.1.17	2012.2.1	2012.2.16	2012.3.16	2012.3.30
투자의견	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD
목표주가	40,000원	40,000원	40,000원	40,000원	40,000원	40,000원
일자	2012.4.17	2012.4.30	2012.5.16	2012.6.4	2012.6.18	2012.6.28
투자의견	HOLD	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	40,000원	40,000원	40,000원	40,000원	40,000원	45,000원
일자	2012.7.17	2012.7.27	2012.8.17	2012.9.18	2012.9.26	2012.10.16
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	45,000원	45,000원	45,000원	45,000원	53,000원	53,000원
일자	2012.10.29	2012.11.16	2012.11.27			
투자의견	BUY	BUY	BUY			
목표주가	53,000원	53,000원	53,000원			

◎ 대웅제약 (069620)

일자	2010.12.16	2011.1.5	2011.1.18	2011.2.16	2011.2.18	2011.3.24
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	69,000원	65,000원	65,000원	65,000원	60,000원	60,000원
일자	2011.3.30	2011.4.18	2011.4.25	2011.5.6	2011.5.17	2011.6.7
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	60,000원	60,000원	60,000원	55,000원	55,000원	52,000원
일자	2011.6.13	2011.6.16	2011.6.29	2011.7.18	2011.7.28	2011.8.17
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	52,000원	52,000원	52,000원	52,000원	52,000원	52,000원
일자	2011.9.16	2011.9.27	2011.10.18	2011.11.16	2011.12.16	2012.1.4
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	52,000원	41,000원	41,000원	41,000원	41,000원	41,000원
일자	2012.1.17	2012.2.13	2012.2.16	2012.3.16	2012.3.30	2012.4.17
투자의견	BUY	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD	HOLD
목표주가	41,000원	31,000원	31,000원	31,000원	31,000원	31,000원
일자	2012.5.7	2012.5.16	2012.6.18	2012.6.28	2012.7.17	2012.7.31
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	31,000원	31,000원	31,000원	31,000원	31,000원	31,000원
일자	2012.8.17	2012.9.18	2012.9.26	2012.10.16	2012.10.29	2012.11.16
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	31,000원	42,000원	42,000원	42,000원	58,000원	58,000원
일자	2012.11.27					
투자의견	BUY					
목표주가	58,000원					

## ◆ 최근 2년간 목표주가 변경추이

### ◎ 유한양행 (000100)



자료: KTB투자증권

### ◎ LG생명과학 (068870)



자료: KTB투자증권

### ◎ 대응제약 (069620)



자료: KTB투자증권

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 투자사결정은 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.

**Memo** | 이 페이지는 편집상 공백입니다.

---



**Memo** | 이 페이지는 편집상 공백입니다.

---





**리서치센터장**

박희운 전무 ☎ 2184-2660 ✉ hw Harold@ktb.co.kr

**매크로팀**

매크로총괄/경제분석  
정용택 상무/팀장  
☎ 2184-2321  
✉ ytjeong@ktb.co.kr

경제분석  
김유미 연구원  
☎ 2184-2335  
✉ helloym@ktb.co.kr

주식전략  
박석현 연구위원  
☎ 2184-2314  
✉ shyun09@ktb.co.kr

주식전략  
조성민 연구원  
☎ 2184-2324  
✉ smcho@ktb.co.kr

파생상품  
박문서 연구위원  
☎ 2184-2327  
✉ david45@ktb.co.kr

계량분석  
정재현 연구위원  
☎ 2184-2315  
✉ jhjung@ktb.co.kr

크레딧  
이현석 연구위원  
☎ 2184-2346  
✉ joymyson@ktb.co.kr

채권전략  
정성욱 연구원  
☎ 2184-2368  
✉ swjung7@ktb.co.kr

**투자분석팀**

투자분석 총괄  
김영근 이사/팀장  
☎ 2184-2306  
✉ ygkim@ktb.co.kr

최종경 연구위원  
☎ 2184-2247  
✉ choijk@ktb.co.kr

김소라 연구원  
☎ 2184-2364  
✉ sorakim@ktb.co.kr

**통신서비스/인터넷/미디어**

기업분석총괄/통신서비스  
송재경 상무/팀장  
☎ 2184-2305  
✉ jksong@ktb.co.kr

인터넷/미디어/엔터테인먼트  
최찬석 연구위원  
☎ 2184-2316  
✉ nethead@ktb.co.kr

**소재**

화학/정유  
유영국 연구위원  
☎ 2184-2330  
✉ ykyoo@ktb.co.kr

철강/비철금속  
심혜선 연구위원  
☎ 2184-2323  
✉ hsshim@ktb.co.kr

**산업재**

유틸리티/운송  
신지윤 연구위원  
☎ 2184-2333  
✉ jyshin@ktb.co.kr

자동차  
남경문 연구위원  
☎ 2184-2336  
✉ kmnam@ktb.co.kr

조선  
이강록 연구위원  
☎ 2184-2312  
✉ rock@ktb.co.kr

건설  
김선미 연구원  
☎ 2184-2338  
✉ smkim@ktb.co.kr

상사  
남정미 연구원  
☎ 2184-2367  
✉ jmmam@ktb.co.kr

**금융**

증권  
조성경 연구원  
☎ 2184-2317  
✉ skcho@ktb.co.kr

보험/지주회사  
오진원 연구원  
☎ 2184-2309  
✉ jw.oh@ktb.co.kr

**내수**

음식료/담배  
김민정 연구위원  
☎ 2184-2328  
✉ minjeong@ktb.co.kr

제약/교육  
이혜린 연구위원  
☎ 2184-2327  
✉ hrin@ktb.co.kr

의류  
장정은 연구원  
☎ 2184-2340  
✉ jajjang@ktb.co.kr

**IT**

디스플레이/가전  
박상현 연구위원  
☎ 2184-2311  
✉ shpark@ktb.co.kr

반도체  
진성혜 연구위원  
☎ 2184-2392  
✉ sh.jin@ktb.co.kr

IT부품  
장우용 연구원  
☎ 2184-2342  
✉ wyjang@ktb.co.kr





서울특별시 영등포구 여의대로 66  
KTB빌딩 11층 리서치센터  
Tel. 02-2184-2000



- 
- 본사** \_ 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩  
서울특별시 영등포구 여의대로 70 신한금융투자타워
  - 본점영업점** \_ 서울특별시 영등포구 여의대로 66 KTB빌딩
  - 강남금융센터** \_ 서울특별시 강남구 테헤란로 326 역삼 I-TOWER 2층
  - 도곡금융센터** \_ 서울특별시 강남구 남부순환로 2804 아카데미스위트 2층
  - 명동지점** \_ 서울특별시 중구 명동 3길 6 개양빌딩 10층
  - 사이버지점** \_ 서울특별시 영등포구 여의대로 70 신한금융투자타워
  - 서초지점** \_ 서울특별시 서초구 서초대로 320 하림빌딩 3층
  - 압구정금융센터** \_ 서울특별시 강남구 논현로 842 압구정빌딩 4층
  - 대구금융센터** \_ 대구시 수성구 범어동 2-5 참저축은행빌딩 3층
  - 부산센터** \_ 부산광역시 해운대구 우동 1463-1 센텀사이언스파크 교육연구동 2층
  - 울산지점** \_ 울산시 남구 삼산동 1564-1 대성스카이렉스 1층

---

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.