

2013. 4. 23

Analyst
신재훈
6099-8506
mylovepj@barofn.com

BUY

T.P: 38,000원

현재주가(4/22): 20,000원

| | |
|------------------|---------------------------|
| KOSPI (4/22, pt) | 1,926.31 |
| KOSDAQ(4/22,pt) | 547.10 |
| 52주 최고가/최저가(원) | 26,200/14,000 |
| 시가총액(억원) | 1,616 |
| 발행주식수(주) | 8,079,500 |
| 액면가(원) | 500 |
| 최대주주 | 동아쏘시오홀딩스 외 5인 (42.27%) |
| 수익률(1M/3M/6M/1Y) | -8.68/1.27/0.25/17.30 |

상대주가



한국의 길리어드를 꿈꾸다!

동사는 기업이미지 제고를 위해 기존 상호인 동아팜텍 에서 '메지온'으로 4월 22일 변경상장 하였습니다.

Udenafil 임상 3상 종료 임박. 美FDA 승인 가시화

- 동아에스티의 발기부전치료제인 자이데나의 물질 'Udenafil' 임상 3상 종료 임박. 2014년 美FDA 승인 가시화.
- 동사의 파트너사인 Warner-Chilcott은 실적발표와 컨퍼런스 등을 통해 사실상 임상 3상은 종료되었다고 발표. 특히 3분기 실적발표회 이후 동사와 Warner-Chilcott社의 주가는 지속적인 상승추세를 보이고 있음.
- Warner-Chilcott社는 동시적응증 시장에서 Udenafil의 가치를 높게 평가하여 추가적으로 동시적응증 치료제 연구에도 지원을 아끼지 않겠다는 입장을 밝힘.
- 발기부전 치료제는 올해 하반기 NDA를 거쳐 내년에 美FDA승인을 받을 것으로 예상. 전립선 비대증은 임상 2b상을 진행 중. 동시치료제 임상도 멕시코에서 Nycomed社가 2b상을 진행, 3상은 Warner-Chilcott社와 공동으로 진행 후 2017~18년 미국시장에서 상용화가 될 것으로 예상.

동시적응증 치료제 세계 시장 60억불 규모로 형성

- 동시치료제 시장은 발기부전치료제 및 전립선비대증 치료제 시장에서 쉬프트 현상이 일어나면서 60억불의 독립적인 시장이 형성 될 것으로 예상하며 동사의 Udenafil과 Eli Lilly社의 Tadalafil이 시장을 양분 할 것으로 전망.
- Warner-Chilcott社는 Udenafil로 발기부전치료제 매출 2억불, 동시치료제 매출 6억불, 총 8억불 수준의 매출을 기대. 이에 동사로 유입되는 Running Royalty는 1.1억불 규모로 예상.

투자의견 매수 유지, 목표주가 38,000원 상향 조정

- 메지온에 대한 투자의견 매수 유지, 목표주가 38,000원으로 상향 조정. Udenafil 적응증인 발기부전증, 전립선비대증, 동시적응증 파이프라인에 기반한 DCF방식으로 도출.
- 2013년 실적은 매출액 160억원(YoY +86.3%), 영업이익 95억원(YoY +492.3%) 전망. 단, 신약허가 신청 지연으로 마일스톤 800만불 2014년에 수취 시 실적은 역신장을 시현할 것으로 예상.
- 추가적 Pipeline으로는 'Fontan 수술' 후 복용용도로 임상시험 준비 중.

| FY | 매출액 (억원) | 영업이익 (억원) | 순이익 (억원) | EPS (원) | PER (배) | EV/EBITDA (배) | PBR (배) | ROE (%) |
|---------|-------------|--------------|-------------|------------|------------|------------------|------------|------------|
| 201012 | 244 | 175 | 164 | 2,717 | - | - | - | 99.4 |
| 201112 | 51 | 29 | 32 | 530 | - | - | - | 12.1 |
| 201212F | 86 | 19 | 22 | 273 | 76.3 | 44.0 | 2.5 | 4.6 |
| 201312F | 160 | 95 | 93 | 1,154 | 18.0 | 5.4 | 2.2 | 13.0 |
| 201412F | 180 | 112 | 111 | 1,378 | 15.1 | 3.5 | 1.9 | 13.6 |

주가 밸류에이션

투자 의견 매수(유지), 목표주가 38,000원으로 상향.

메지온에 대한 투자 의견 매수, 목표주가 38,000원으로 상향 조정한다. 목표주가는 동사의 특허 물질인 Udenafil의 파이프라인에 기반한 DCF 방식으로 도출하였다.

Udenafil의 발기부전증 마일스톤은 License-Out의 계약 2013년 하반기 발기부전치료제 미국 신약허가(NDA) 신청 800만불, 2014년 유데나필 미국 발기부전치료제 출시 500만불, 전립선비대증치료제 임상 3상 시작 500만불, 멕시코 동시적응증 치료제 출시 100만불, 2015, 2016년 전립선비대증치료제 미국 신약허가 신청 및 판매승인 각 1,000만불을 산정하였고 런닝로열티는 발기부전치료제 10%, 전립선비대증 15%, 동시치료제 15%로 반영하였다. 발기부전치료제 매출은 2015년 북미시장 3% 점유를 시작, 2017년 이후 10% 유지를 가정, 전립선비대증 및 동시치료제 매출은 2018년 북미시장 5% 점유를 시작, 2020년 15% 점유를 가정하여 추정하였다.

동사의 파이프라인 가치 2,309억원, 2013년도 예상 순자산 765억원, 총 기업가치는 3,074억원으로 산정하였으며 발기부전, 전립선비대증, 동시치료제 외의 진행 중인 파이프라인은 적용하지 않았다. 현재 시가총액은 1,604억원으로 91.6%의 상승여력을 가지고 있으며 현재 주가는 저평가 상태로 판단한다.

| <표 1> 주가 밸류에이션 | | | | | | | | (단위: 억원) |
|------------------|---------------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|-------------|
| | 2013E | 2014E | 2015E | 2016E | 2017E | 2018E | 2019E | 2020E |
| 미국/캐나다 | 90 | 112.5 | 132 | 176 | 263 | 500 | 670 | 1000 |
| 멕시코 | 0 | 12 | 4 | 17 | 28 | 40 | 46 | 70 |
| 러시아 | 70 | 55 | 55 | 55 | 55 | 60 | 60 | 60 |
| 매출액 계 | 160 | 179.5 | 191 | 248 | 346 | 600 | 776 | 1130 |
| 영업이익 | 95.0 | 112.0 | 138.9 | 185.1 | 291.1 | 530.6 | 700.3 | 1043.8 |
| OPM(%) | 59.4 | 62.4 | 72.7 | 74.6 | 84.1 | 88.4 | 90.2 | 92.4 |
| EBIT | 104.5 | 123.2 | 152.8 | 203.6 | 320.2 | 583.6 | 770.3 | 1148.1 |
| 조정법인세 | 30 | 36 | 40 | 45 | 80 | 139 | 189 | 243 |
| NOPLAT | 74.5 | 87.2 | 112.8 | 158.6 | 240.2 | 444.6 | 581.3 | 905.1 |
| 할인율: 9.9% | | | | | | | | |
| NPV | 67.1 | 78.6 | 101.6 | 142.9 | 216.4 | 400.6 | 523.8 | 815.5 |
| TNPV | 2,309 | | | | | | | |
| 순자산 | 765 | | | | | | | |
| 적정시가총액 | 3,074 | | | | | | | |
| 현재시가총액 | 1,604 | | | | | | | |
| 상승여력 | 91.6% | | | | | | | |
| 발행주식수 | 8,079,500 | | | | | | | |
| 적정주가 | 38,000 | | | | | | | |

자료: 바로투자증권 리서치센터

2013년 실적

매출액 160억원(YoY +86.3%), 영업이익 95억원(YoY +492.3%)

동사의 2012년 실적은 매출액 85.9억원(YoY +69.8%), 영업이익 16.4억원(YoY -41.2%)으로 매출액은 당 리서치의 추정치와 부합했으나 영업이익은 큰 폭으로 하회했다. 영업이익의 부진은 지난 4분기에 발생한 신규파이프라인 비용에 기인했으며 참고로 4Q12 실적은 매출액 15.3억원, 영업이익 -5.2억원을 기록했다.

2013년 실적은 Warner-Chilcott社로부터 발기부전치료제 미국 신약허가 신청 마일스톤 800만불 수취와 러시아 이연매출 100만불, 러시아 수출 55억원으로 매출액 160억원(YoY +86.3%), 영업이익 95억원(YoY +492.3%)을 전망한다. 단, 신약허가 신청 지연으로 마일스톤 800만불을 2014년에 수취하면 실적은 역신장을 시현할 것으로 예상된다.

‘Udenafil’ 美FDA 승인 가시화

Udenafil 임상 3상 종료임박. 2014년 美FDA 승인 예정.

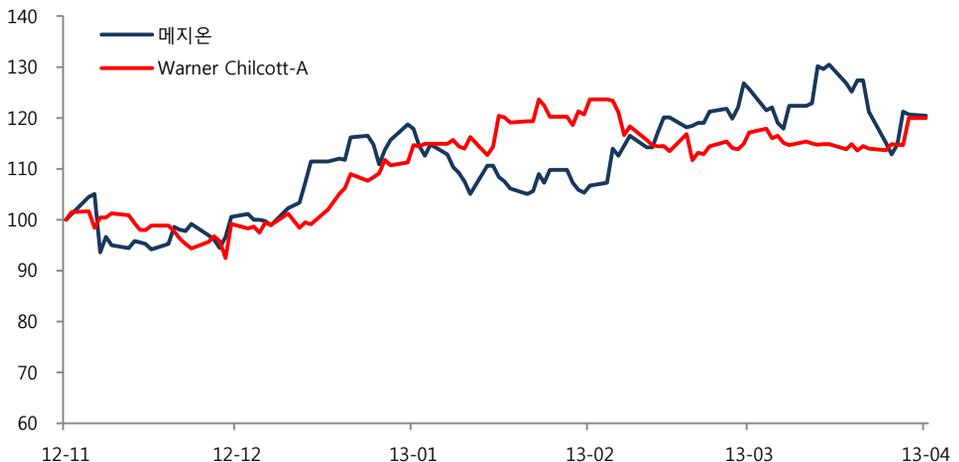
美FDA 승인을 받은 5번째 발기부전치료제가 2014년에 탄생할 예정이다. 동아에스티의 발기부전치료제인 자이데나의 물질 ‘Udenafil’이 바로 그 주인공이며 현재 Warner-Chilcott社에서 임상 3상을 진행 중이다. Warner-Chilcott은 실적발표와 컨퍼런스 등을 통해 사실상 임상 3상은 종료된 것과 다름없다는 내용을 발표했다.

임상 3상의 종료 임박과 Pre-NDA Meeting을 추진하고 있다는 내용은 이미 지난 해 11월 Warner-Chilcott사의 ‘3Q12 Earning Call’에서 발표되었고 그 이후로 회사의 주가는 지속적인 상승추세를 보이고 있다. Warner-Chilcott社가 적지 않은 비용을 투자하여 진행한 Udenafil의 임상이 성공적인 마무리를 할 것으로 예상되어 투자자들의 관심이 몰렸기 때문이다. Warner-Chilcott社가 임상을 진행하고 있는 파이프라인 중 임상 3상의 종료시점에 가까운 것이 발기부전 치료제로서의 Udenafil이 유일하기 때문에 실적발표회와 컨퍼런스에서 가장 많은 관심을 받은 것은 사실이다.

공식석상에서 Udenafil에 관한 질문은 임상 진행과정 및 임상 종료 후 스케줄과 현재 진행 중인 발기부전과 전립선비대증 동시치료제의 연구에 대한 것이 주를 이뤘다. 현재 발기부전의 임상은 3상의 완료가 임박했으며 올해 하반기 NDA를 거쳐 내년에 미FDA승인을 받을 것으로 예상된다. 전립선비대증은 임상 2b상을 진행 중이고 동시치료제 임상은 멕시코에서 Nycomed社가 2b상을 진행, 3상은 Warner-Chilcott社와 공동으로 진행 후 2017~18년 미국시장에서 상용화가 될 것으로 예상된다.

Warner-Chilcott社는 이미 Udenafil 임상에 1,000억원 이상을 투자 했지만 향후 동시적응증 치료제 연구에도 지원을 아끼지 않겠다는 입장을 밝혔다. Warner-Chilcott의 지난 3년간 평균 R&D 비용이 매출액 대비 4% 수준인 1.2억불(약 1,300억원)인 것을 감안하면 회사는 Udenafil의 가치를 높게 평가하여 공격적인 투자를 하고 있으며 동시적응증 시장에서 큰 매출을 기대하고 있다고 판단된다.

<그림 1> 임상 3상 완료 가시화에 따른 동사와 Warner-Chilcott社 주가 추이



자료: Fn가이드, 바로투자증권 리서치센터

<그림 2> Warner-Chilcott社 '3Q12 Earning Call', '4Q12 Earning Call'

'3Q12 Earning Call'

Mark Goodman - UBS

Can you also comment on the broader pipeline? The ED drug, where is that?

Roger Boissonneault - President and CEO

Yeah, we're moving along. We're in conversations with FDA with **udenafil**. We think we have a clear path. We are scheduling a pre-NDA meeting. I think that will happen sometime next year. Probably first quarter. So we think that things are moving nicely. We're also dealing with the new tetracycline we talked about. We think we might have some news for you as to the results of the Phase II perhaps first quarter next year. And then consistent with positive Phase II results, we'll be moving into Phase III studies.

'4Q12 Earning Call'

Marc Goodman - UBS Investment Bank, Research Division

Just back on the R&D, so you mentioned the one product. So obviously there's an incremental spend there, but you're working on the erectile dysfunction drug. And I would assume that, that one's done and ready to file. Is that the case? And so the spending goes down there, so wouldn't one offset the other? So first answer that and then what...

Roger M. Boissonneault - Chief Executive Officer, President and Director

Yes. But I mean -- I think you're trying -- we know what we're doing there is don't -- I mean, I wouldn't limit it to say that we completed the Phase III trial. Although we've completed Phase III, there's other trials that we have to do around the tox background for **udenafil**, and there's other things that we're thinking about that are not limited to erectile dysfunction.

Marc Goodman - UBS Investment Bank, Research Division

So in other words, in R&D, there's other products that are being put in, and that's why you're spending more money. You just don't want to disclose what they are?

Roger M. Boissonneault - Chief Executive Officer, President and Director

Yes, well, and also what we're doing with the existing dose strategies around those products, and a lot of it, Marc, has to do with timing. And like you say, it's like when it hits Phase III, it tends to true up more dollars, and it's very difficult to predict. I think Paul was saying as we do have a very full portfolio with limitations of how much can we get done in any given year, and we want to make sure that we have -- we don't get people confused. We want to keep these guys focused. But we're willing to pay more. I mean, Paul is very supportive of R&D, and we have projects going on relating to all of our existing products, and we've taken on at least a couple of new chemical entities. So it's very busy, and we want to progress those as quickly as possible.

자료: Warner-Chilcott, 바로투자증권 리서치센터

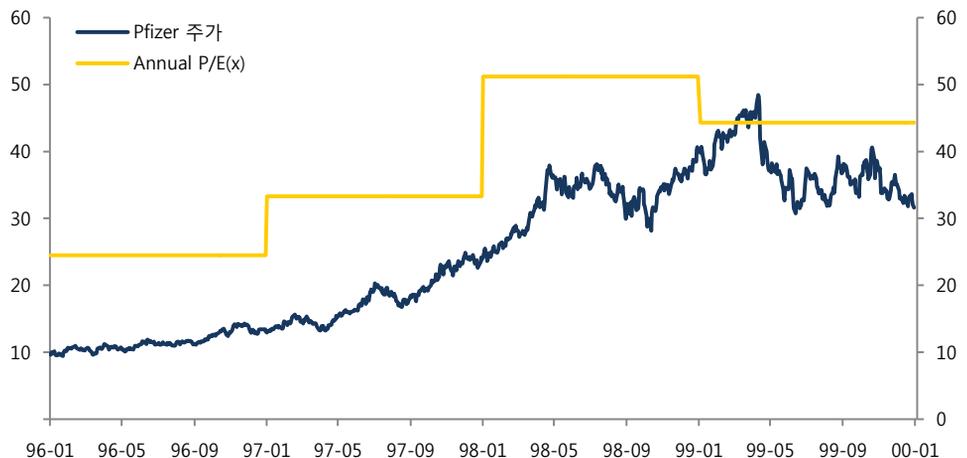
Investment Idea : Viagra로 인한 화이자社의 주가 재평가 과정

임상과 임상 종료 후 NDA와 FDA 스케줄은 신약으로 등록을 하고 시판 허가 받아 회사의 매출 상승에 대한 기대감을 형성하여 각 단계가 주가상승의 모멘텀으로 작용하고 주가의 재평가 요인이 된다. 과거 발기부전치료제의 1st-In-Class 약물인 Viagra(성분명: Sildenafil)가 탄생할 시기의 Pfizer社의 주가의 변화는 이런 논리를 뒷받침 한다. Viagra의 임상 3상이 끝난 시기인 1996년 Pfizer社의 주가는 평균 P/E 24.5x에 거래되었고 NDA가 진행되던 1997년에는 P/E 33.3x로 35.9% 상승했다. 그리고 FDA 승인을 받은 1998년에는 P/E 51.2x로 거래되어 전년도 대비 53.8% 상승하면서 임상 종료에서 FDA 승인까지 총 108.9%의 P/E 상승률을 보였다.

물론 Pfizer社의 Viagra는 발기부전치료제의 영역을 개척한 신약이라는 프리미엄이 존재하므로 동사와 P/E Multiple을 비교하는 것은 다소 무리가 있지만 디스카운트 요인을 반영해도 스케줄에 따라 올해 상반기 임상 3상 종료 후 올해 하반기에 NDA를 거쳐 2014년 미FDA 승인을 받는 과정에서 단계별 상승 모멘텀을 지니고 있음은 확실하다고 판단한다.

<그림 3> Viagra로 인한 Pfizer社의 주가 재평가 과정

(단위: USD mn)



자료: 바로투자증권 리서치센터

동시적응증 치료제 시장 형성

60억불 시장 예상. 시알리스 성분 ‘Tadalafil’ 시장 최초 진입

2011년 10월 6일, Eli Lilly社의 발기부전치료제 Cialis의 성분인 ‘Tadalafil’이 전립선비대증으로 美FDA 승인을 받았다. PDE-5 Inhibitor 계열인 발기부전치료제는 이는 발기부전치료제가 전립선비대증으로 허가를 받은 첫 번째 케이스로 발기부전과 전립선비대증 동시치료제 시장진입에 목적이 있다.

Eli Lilly社의 Cialis는 발기부전치료제로서 2018년 물질특허가 만료된다. 작년 특허가 만료된 Pfizer社의 Viagra가 제네릭 출시로 인해 매출이 급감했고 Cialis도 특허 만료 시 매출 감소의 대응책을 마련해야 하는 상황인데 Eli Lilly社는 동시적응증 시장에서 그 해답을 찾을 것으로 판단된다.

세계 발기부전치료제 시장은 40억불, 전립선비대증치료제 시장은 60억불의 시장이 형성되어 있고 발기부전을 가지고 있는 환자 중 60%가 전립선비대증을 가지고 있다. 동시치료제 시장은 두 시장에서 쉬프트 현상이 일어나면서 60억불의 독립적인 시장이 형성 될 것으로 예상하고 Eli Lilly社는 동시치료제 임상 3상을 진행 중으로 이 시장에 최초 진입하여 큰 매출을 올릴 것으로 전망한다.

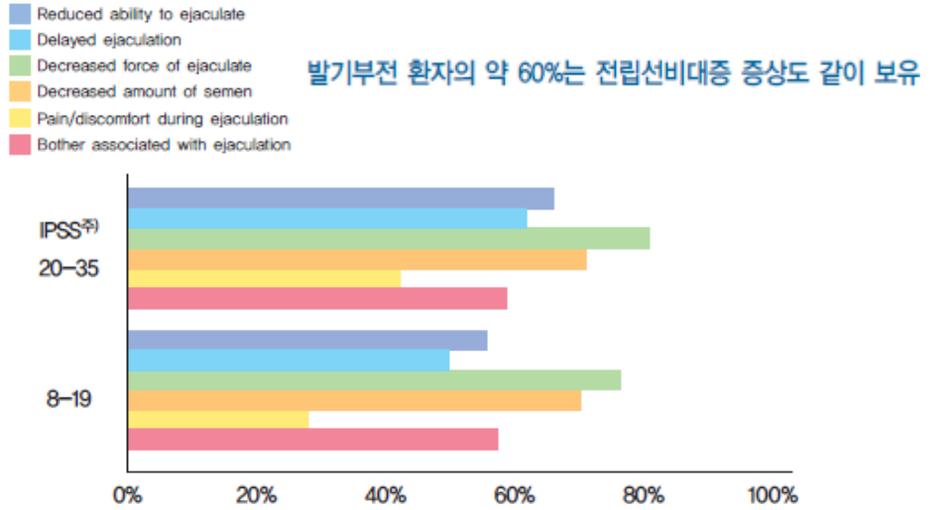
발기부전치료제는 효능 지속시간에 따라 Long-Acting 과 Short-Acting으로 구분되며 동시치료제는 체내 작용시간이 긴 Long-Acting 타입만이 사용 가능하다. 세계 발기부전치료제 시장의 Big 3인 Pfizer社의 Viagra, Eli Lilly社의 Cialis, Bayer社의 Levitra(성분명: Vardenafil) 중 Cialis 만이 Long-Acting 타입이며 동사의 Udenafil도 약효가 24시간 지속되는 Long-Acting 타입 약물로서 동시치료제 시장에 진입요건을 갖추고 있다.

<표 2> 약효 지속시간에 따른 발기부전치료제 구분

| 구분 | 자이데나 | 시알리스 | 비아그라 | 레비트라 |
|--------------------|------------------------|-------------------------|--------------------|-------------------|
| | Udenafil | Tadalafil | Sildenafil | Vardenafil |
| | Long Acting | | Short Acting | |
| 지속력 | 24시간 | 36시간 | 4시간 | 4시간 |
| 가격 | 7,000원 | 17,000~18,000원 | 14,000~15,000원 | 15,000원 |
| 작용개시시간 | 0.5~1시간 | 0.5~2시간 | 0.5~1시간 | 0.5~1시간 |
| PDE5대비 PDE11과의 선택성 | 3,000배 이상 | 14배 | 1,500배 | 1,100배 |
| 부작용 | 공통 부작용(안면홍조, 소화불량, 두통) | | | |
| | 코막힘 | 근육통 요통 현기증 코막힘 | 현기증 시야장애 코막힘 | 현기증 메스꺼움 비염 |

자료: 메지온, 바로투자증권 리서치센터

<그림 4> 발기부전 및 전립선비대증 환자 상관관계 비율



자료: 메지온, 바로투자증권 리서치센터

Warner-Chilcott 동시치료제 시장 진입

Tadalafil vs Udenafil. 동시치료제 시장 양분화.

동사의 북미지역 파트너사인 Warner-Chilcott은 시가총액 33.7억불의 나스닥 상장사로 피임약, 에스트로겐 호르몬제, 우울증, 요실금, 골다공증치료제 등의 여성을 위한 제품 라인업을 가지고 있으며 발기부전과 전립선비대증 등의 남성 비뇨기 시장에 진입하기 위해 발기부전치료제인 동사의 PDE5-Inhibitor 기전 경구제 'Udenafil' 과 Apricus社의 PDE-1 기전 크림제 'Vitaros' (성분명: Alprostadil)을 License-In 후 임상시험을 진행하고 있다.

Warner-Chilcott社가 동사의 Udenafil을 License-In 하여 임상을 진행 한 궁극적인 목적은 동시치료제 시장의 진입에 있으며 이를 위해서는 발기부전 및 전립선비대증의 성공적인 임상 결과와 발기부전치료제 시장에서 제품 출시 후 충분한 M/S의 점유가 동반되어야 한다.

Warner-Chilcott社의 발기부전치료제 Udenafil의 북미시장 Target M/S는 10%이다. 북미 발기부전치료제 시장이 40억불 규모이고 북미시장이 이의 50% 수준인 20억불로 가정 할 때 시장을 10%점유한다면 회사의 매출은 약 2억불로 추정된다. 그리고 동시적응증 북미시장은 세계시장 60억불의 절반인 30억불 규모로 형성 될 것이며 시장의 1st-In-Class의 약물인 Eli Lilly의 'Tadalafil' 과 경쟁하여 약 20%의 점유를 가정 시 6억불의 매출이 발생 할 것으로 추정한다. 결과적으로 Warner-Chilcott은 제품 발매 후 3~4년 이내에 Udenafil로 8억불 규모의 신규매출을 올릴 것이고 동사는 약 1.1억불의 Running Royalty 수취가 가능하게 된다

<그림 5> 마일스톤 및 Running Royalty 수취 일정

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|-----------------------------------|--------|------------------------|-----------------|--------------------------|------------------|---------------------------|
| 발기부전 Warner-Chilcott | | 3상 완료 NDA 800만\$ | 제품출시 500만\$ | Running Royalty 10% | | |
| 전립선비대증 Warner-Chilcott | 2b상 진행 | | 3상 진입 500만\$ | 3상 완료 NDA 1,000만\$ | 제품출시 1,000만\$ | Running Royalty 15% |
| 동시적응증 Nycomed | 2b상 진행 | | | 3상 진입 | | Running Royalty 15% |

자료: 바로투자증권 리서치센터

추가적인 Pipeline

Fontan수술 후 복용 용도

동사는 Udenafil의 발기부전 및 전립선비대증 치료제 용도 이외에 ‘Fontan 수술’ 후 복용 용도로의 임상시험을 준비 중에 있다. ‘Fontan 수술’이란 13~15세 청소년 중 좌심실이 없어 폐로 혈액전달이 문제되는 환자들에게 시행하는 수술로 수술 후 3~5년의 생명연장이 가능한 것으로 알려져 있다. 수술을 받은 환자들은 혈관을 확장시킬 수 있는 약을 복용해야 하며 이에 혈관 확장 작용을 하며 체내 지속시간이 상대적으로 긴(Long-acting Type) 동사의 Udenafil이 시장에서 첫 번째로 진입 준비를 하게 되었다. 미국 보건복지부 공공보건국(NIH : national institute of health) 산하기관인 미국국립보건원에서 비용을 부담하고 The Children’s Hospital of Philadelphia가 환자를 모집하여 임상을 진행 할 예정이며 현재는 서류상 문제를 진행 중이며 3~4개월 내로 임상 시작이 가능하다. 이는 1,000억원 이상 규모의 시장에 1st-In-Class 약물이라는 의미를 가지고 있고 동시에 동사에게 비용적 부담이 없어 재무적 리스크가 적다는 장점이 있다.

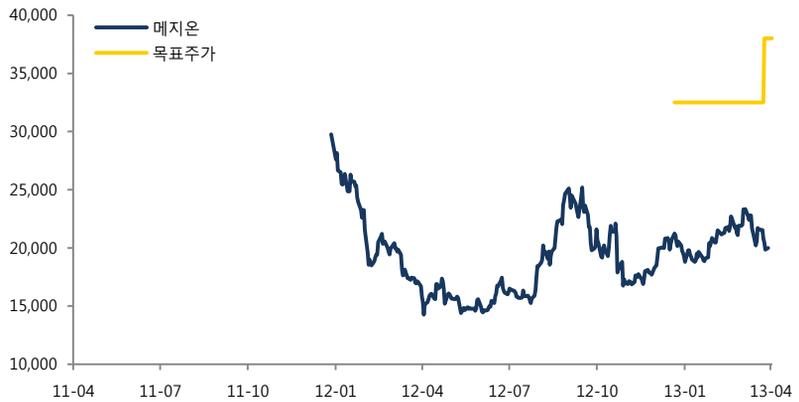
| Balance Sheet | | | | | Income Statement | | | | |
|----------------|--------|---------|---------|---------|------------------|--------|---------|---------|---------|
| | 201112 | 201212F | 201312F | 201412F | | 201112 | 201212F | 201312F | 201412F |
| 유동자산 | 18 | 63 | 117 | 131 | 매출액 | 5 | 9 | 16 | 18 |
| 현금 및 단기예금 | 16 | 55 | 103 | 115 | 매출원가 | 0 | 1 | 2 | 2 |
| 단기매매증권 | 2 | 5 | 9 | 10 | 매출총이익 | 5 | 8 | 14 | 16 |
| 매출채권 | 0 | 2 | 3 | 4 | 판매비와관리비 | 2 | 6 | 5 | 5 |
| 재고자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 인건비 | 0 | 2 | 4 | 4 |
| 기타 | 0 | 1 | 2 | 3 | 감가상각비 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 비유동자산 | 13 | 9 | 15 | 17 | 무형자산상각비 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 장기투자증권 | 10 | 6 | 11 | 12 | 연구개발관련비용 | 1 | 1 | 2 | 2 |
| 지분법적용투자주식 | 0 | 0 | 0 | 0 | 기타 | 1 | 3 | -1 | -1 |
| 감가상각자산 | 0 | 0 | 0 | 0 | 영업이익 | 3 | 2 | 9 | 11 |
| 기타 | 3 | 3 | 4 | 4 | 영업외손익 | 1 | 1 | 2 | 3 |
| 자산총계 | 32 | 71 | 132 | 148 | 이자수익 | 1 | 1 | 1 | 2 |
| 유동부채 | 1 | 4 | 8 | 9 | 이자비용 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 매입채무 | 0 | 0 | 0 | 0 | 배당금수익 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 단기차입금,유동성장기부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 유가증권관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 1 | 4 | 8 | 9 | 외환차손익 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 비유동부채 등 | 2 | 1 | 2 | 3 | 외화환산손익 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 사채,장기차입금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 지분법손익 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | 2 | 1 | 2 | 3 | 기타 | 0 | 1 | 1 | 1 |
| 부채총계 | 3 | 6 | 11 | 12 | 세전계속사업이익 | 4 | 3 | 12 | 14 |
| 자본금 | 3 | 4 | 4 | 4 | 계속사업법인세비용 | 1 | 1 | 2 | 3 |
| 자본잉여금 | 5 | 51 | 51 | 51 | 계속사업이익 | 3 | 2 | 9 | 11 |
| 자본조정 | 0 | -10 | -10 | -10 | 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타포괄손익누계액 | 0 | 0 | 0 | 0 | 법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 이익잉여금 | 20 | 22 | 31 | 42 | 당기순이익 | 3 | 2 | 9 | 11 |
| 자본총계 | 28 | 67 | 77 | 88 | 주당순이익 | 530 | 273 | 1,154 | 1,378 |

| Cash Flow Statement | | | | | Financial Ratio (%) | | | | |
|---------------------|--------|---------|---------|---------|-------------------------|---------|---------|----------|---------|
| | 201112 | 201212F | 201312F | 201412F | | 201112 | 201212F | 201312F | 201412F |
| 영업활동현금흐름 | -2 | 2 | 12 | 12 | 성장성 (%) | | | | |
| 당기순이익(손실) | 3 | 2 | 9 | 11 | 매출액증가율 | -79.2% | 69.0% | 86.9% | 12.2% |
| 비현금수익비용가감 | -3 | -1 | 0 | 0 | 영업이익증가율 | -83.3% | -34.9% | 399.0% | 17.9% |
| 감가상각비,무형자산상각비 | 0 | 0 | 0 | 0 | EBIT증가율 | -84.2% | -18.3% | 334.4% | 17.4% |
| 기타 | -3 | -1 | 0 | 0 | EBITDA증가율 | -84.0% | -17.9% | 328.1% | 17.3% |
| 운전자본증감 | -3 | 0 | 2 | 1 | 순이익증가율 | -80.5% | -31.3% | 323.3% | 19.5% |
| 매출채권증가(감소) | 0 | 0 | -1 | 0 | 안정성 (%) | | | | |
| 재고자산증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 유동비율 | 1335.8% | 1417.9% | 1417.9% | 1417.9% |
| 매입채무증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | 순차입금비율 | -62.6% | -88.9% | -146.0% | -142.9% |
| 기타 | -3 | 0 | 4 | 1 | 부채비율 | 12.1% | 8.4% | 13.8% | 13.5% |
| 투자활동현금흐름 | 1 | -29 | -42 | -11 | 이자보상배율 (배) | - | - | - | - |
| 유형자산처분(취득) | 0 | 0 | 0 | 0 | 수익성 (%) | | | | |
| 무형자산감소(증가) | 0 | 0 | 0 | 0 | Operating Income Margin | 57.7% | 22.2% | 59.3% | 62.3% |
| 투자자산감소(증가) | 1 | -33 | -7 | -2 | EBIT Margin | 58.3% | 28.2% | 65.5% | 68.6% |
| 기타 | 0 | 4 | -35 | -9 | EBITDA Margin | 59.1% | 28.7% | 65.8% | 68.8% |
| 재무활동현금흐름 | 0 | 37 | 0 | 0 | ROA | 10.2% | 4.3% | 9.2% | 7.9% |
| 차입금증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | ROE | 12.1% | 4.6% | 13.0% | 13.6% |
| 사채증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 | ROIC | -108.2% | 581.8% | -1957.3% | -901.9% |
| 자본증가(감소) | 0 | 37 | 0 | 0 | 활동성 (회) | | | | |
| 배당금지급 | 0 | 0 | 0 | 0 | 매출채권회전율 | 32.9 | 9.2 | 6.5 | 5.3 |
| 자본조정,포괄손익증가(감소) | 0 | -10 | 0 | 0 | 재고자산회전율 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타 | 0 | 0 | 0 | 0 | 매입채무회전율 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 순현금흐름 | -1 | 9 | -30 | 1 | 총자산회전율 | 0.2 | 0.1 | 0.2 | 0.2 |
| 기초현금 | 12 | 11 | 19 | 35 | 자기자본회전율 | 0.2 | 0.1 | 0.2 | 0.2 |
| 기말현금 | 11 | 21 | -11 | 36 | 투자자본회전율 | -2.6 | 103.8 | -74.5 | -69.1 |

| Multiple Valuation | | | | | Discounted Valuation | | | | |
|------------------------|--------|---------|---------|---------|------------------------|--------|---------|---------|---------|
| | 201112 | 201212F | 201312F | 201412F | | 201112 | 201212F | 201312F | 201412F |
| Per Share (Won) | | | | | Dividends (Won) | | | | |
| EPS | 530 | 273 | 1,154 | 1,378 | DPS(Comm.) | - | - | - | - |
| EBITDAPS | 495 | 305 | 1,304 | 1,530 | DPS(Pref.) | - | - | - | - |
| CFPS | 352 | 208 | 932 | 1,085 | Payout Ratio (%) | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| SPS | 837 | 1,060 | 1,980 | 2,222 | FCF | | | | |
| BPS | 4,655 | 8,317 | 9,471 | 10,849 | Gross Cash Flow | 2 | 2 | 8 | 9 |
| Multiples (X) | | | | | NOPLAT | 2 | 2 | 7 | 9 |
| PER | - | 76.3 | 18.0 | 15.1 | EBIT | 3 | 2 | 10 | 12 |
| EV/EBITDA | - | 44.0 | 5.4 | 3.5 | Adjusted Taxes | 1 | 1 | 3 | 4 |
| EV/Sales | - | 12.6 | 3.5 | 2.4 | Total Investment | 5 | 0 | -1 | 0 |
| PCR | - | 99.8 | 22.3 | 19.2 | IC(Increase) | 5 | 0 | -1 | 0 |
| PSR | - | 19.6 | 10.5 | 9.4 | Depre. & Amor. | 0 | 0 | 0 | 0 |
| PBR | - | 2.5 | 2.2 | 1.9 | Free Cash Flow | -3 | 2 | 8 | 9 |

투자의견 및 목표주가 변동 추이

| 날짜 | 투자의견 | 목표주가 |
|-----------|------|---------|
| 2013.1.14 | BUY | 32,500원 |
| 2013.4.23 | BUY | 38,000원 |



투자의견(현재주가 대비 목표주가 상승여력) BUY : 15%이상 상승 NEUTRAL : 15% ~ -15% REDUCE : 15%이하 하락

● Compliance Notice

- 당사는 4월 23일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
- 당사는 4월 23일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료의 애널리스트는 4월 23일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 가지고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.