

2017. 4. 24



▲ 제약/바이오

Analyst **이태영**
02. 6098-6658
taeyoung.lee@meritz.co.kr

Overweight

Top Picks

셀트리온(068270)	Buy	150,000원
유한양행(000100)	Buy	310,000원

관심종목

한미약품(128940)	Buy	385,000원
종근당(185750)	Buy	143,000원
보령제약(003850)	Buy	63,000원
대원제약(003220)	Buy	27,000원

제약/바이오

변화의 중심에서

- ✓ 제약/바이오 업종 투자 의견 Overweight 유지
- ✓ 국내 제약시장 성장성 둔화 속 빛난 개량신약의 차별성
- ✓ 램시마의 미국 출시는 바이오시밀러 시장의 변곡점 야기할 전망이다
- ✓ 글로벌 Open-Innovation 추세 여전
- ✓ Top Picks: 셀트리온, 유한양행

국내 의약품 시장: 정보보다 나은 동생들의 활약

'17년 1분기 국내 의약품 시장은 중소형 제약사의 성장세가 돋보일 전망이다. 특히 제네릭 시장의 경쟁 심화에 따라 자체신약 및 개량신약 보유 업체들의 실적 성장이 기대된다. 2016년 출시된 신제품 중에서 올해 연 100억원 이상의 매출을 올리는 블록버스터 등극을 기대할 수 있는 제품은 유나이티드의 가스티인CR, 보령제약의 듀카브, 동아에스티의 스티렌투엑스 등으로 모두 개량신약이다. 2개 이상의 약물 복합, 복약 순응도 개선, 제형 개선 등을 통해 차별화를 꾀한 결과다.

바이오시밀러: 변곡점에 도달

셀트리온의 램시마(미국 제품명 인플렉트라)를 시작으로 '22년 약 30조원에 달할 전망이다인 미국의 항체 바이오시밀러 시장이 열리기 시작했다. 램시마의 허가 이후 암젠의 암제비타와 산도즈의 에렐지, 삼성바이오에피스의 렌플렉시스가 FDA허가에 성공했다. 이 외에도 밀란의 허셉틴 바이오시밀러와 암젠의 아바스틴 바이오시밀러가 허가를 신청한 상태다. 주요 글로벌 제약사들의 미국 시장 진입이 임박해 있는 현 상황은 바이오시밀러 산업이 또 한번의 변곡점에 도달했다는 것을 의미한다. 선두에 있는 램시마의 매출 추이에 주목해야 하는 이유다.

신약개발: Open-Innovation 은 거스를 수 없는 대세

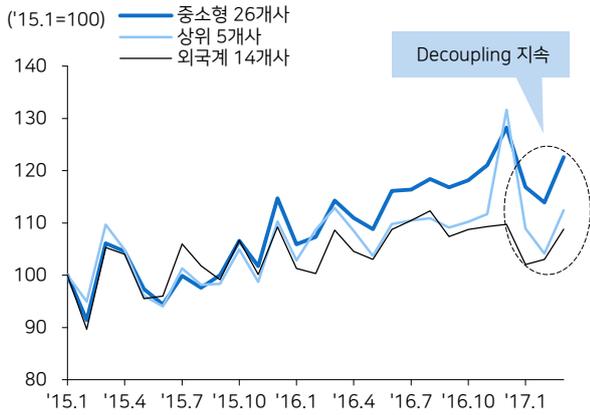
클래리베이트 애널리틱스에 따르면 1분기 글로벌 기술이전 계약 건수는 332건으로 전년 동기대비 +7.4% 증가했다. 마일스톤을 포함한 총 거래금액 평균은 2억 5,538만 달러, 평균 계약금은 6,360만 달러를 기록했다. 각각 전년 동기 대비 +3.75%, +53.7%증가한 수치다. 이는 기술이전 계약을 통한 개방형 혁신(Open-Innovation)의 흐름이 지속적으로 강화 되고 있음을 보여주는 지표다.

제약/바이오 업종 Overweight 투자 의견 유지

제약/바이오 업종에 대해 Overweight 의견을 유지한다. 업종 최선호주는 셀트리온(068270)과 유한양행(000100)이다.

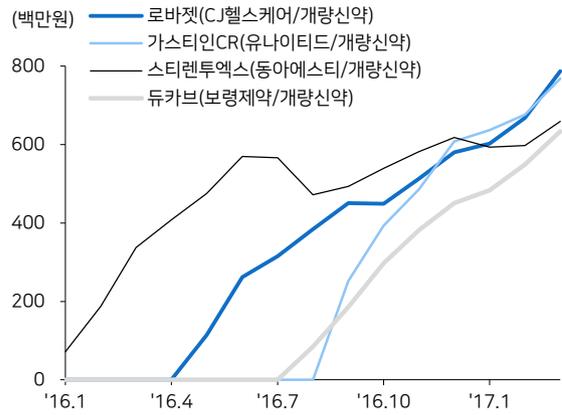
국내 의약품 시장: 형보다 나은 동생들의 활약

그림1 중송형제약사의 선전 지속



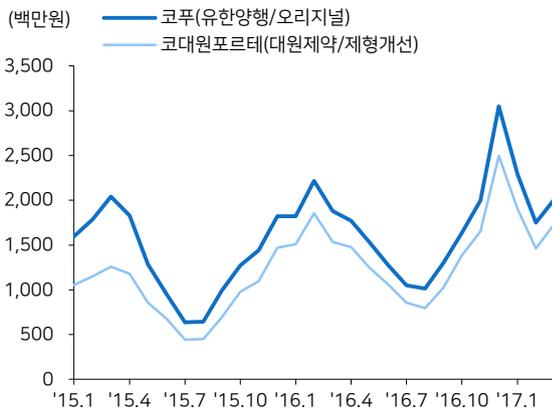
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 '16년 출시 품목 중 블록버스터 진입 기대 제품



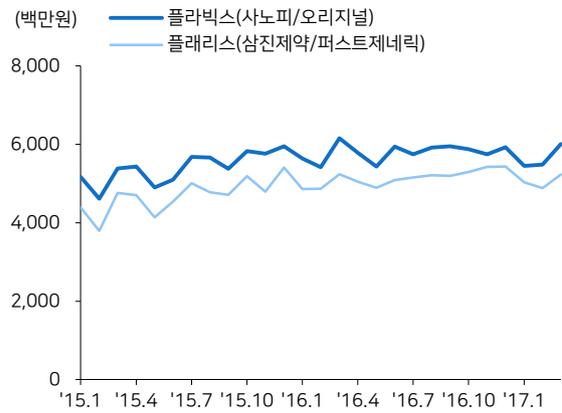
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 퍼스트제네릭 성공사례1 - 코대원포르테



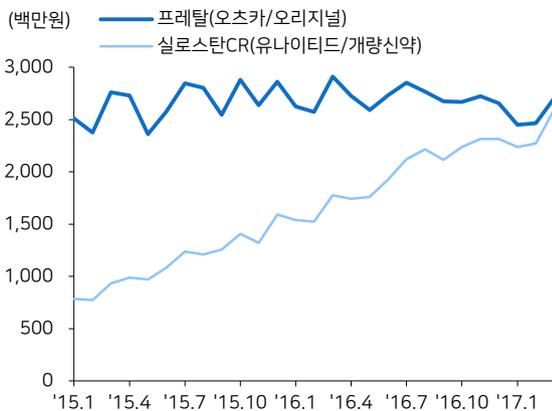
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 퍼스트제네릭 성공사례2 - 플래리스



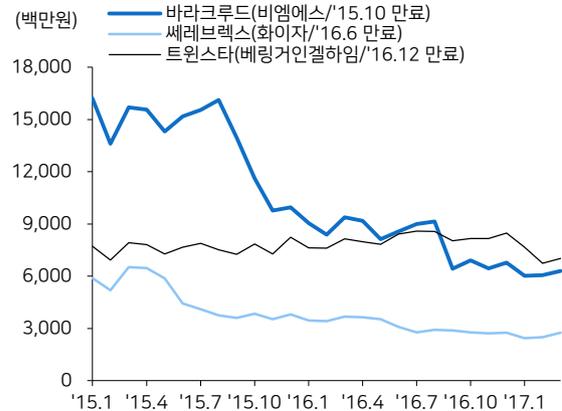
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 개량신약 성공사례- 실로스탄 CR



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 특허만료 오리지널의 처방금액 변화 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

Biosimilar: 변곡점에 도달

표1 EMA(유럽) 바이오시밀러 허가 현황

허가일	오리지널	성분명	바이오시밀러	개발사
2017-03-22	Humira	Adalimumab	Amgevita	Amgen
2017-02-17	Rituxan	Rituximab	Truxima	Celltrion
2017-01-11	Forteo	Teriparatide	Movymia	Stada
2017-01-04	Lantus	insulin glargine	Lusduna	Merck/Samsung
2016-09-15	Lovenox	enoxaparin sodium	Inhixa	Techdow
2016-09-15	Lovenox	enoxaparin sodium	Thorinane	Pharmathen
2016-05-26	Remicade	infliximab	Flixabi	Samsung Bioepis
2016-01-14	Enbrel	etanercept	Benepali	Samsung Bioepis
2014-09-18	Neupogen	filgrastim	Accofil	Accord Healthcare
2014-09-09	Lantus	insulin glargine	Abasaglar	Eli Lilly/Boehringer
2014-03-27	Gonal-F	follitropin alfa	Bemfola	Gedeon Richter
2013-10-18	Neupogen	filgrastim	Grastofil	Apotex
2013-09-27	Gonal-F	follitropin alfa	Ovaleap	Teva
2013-09-10	Remicade	infliximab	Remsima	Celltrion/Hospira
2010-06-08	Neupogen	filgrastim	Nivestim	Hospira
2009-02-06	Neupogen	filgrastim	Zarzio	Sandoz/Hexal
2008-09-15	Neupogen	filgrastim	Tevagrastim	Teva
2007-12-18	Epobel	epoetin zeta	Retacrit	Hospira
2007-12-18	Epobel	epoetin zeta	Silapo	Stada
2007-08-28	Epogen	epoetin alfa	Binocrit	Sandoz/Hexal/Medice

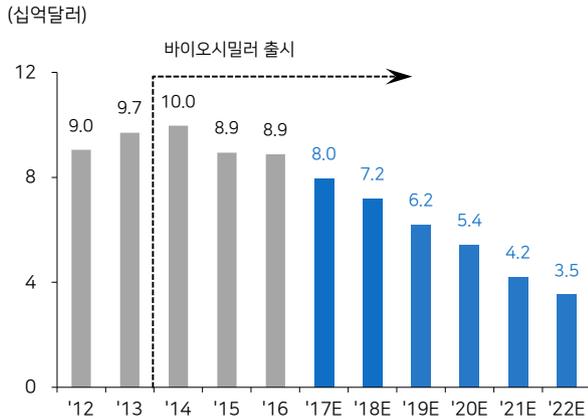
주: 개발사가 동일한 제품으로 브랜드명이 다른 경우는 제외함
 자료: EMA, Cortellis, 메리츠총금증권 리서치센터

표2 FDA(미국) 바이오시밀러 허가 현황

허가일	오리지널	성분명	바이오시밀러	개발사	Status(I/B)
2017-04-21	Remicade	Infliximab	Renflexis	Samsung	B
2016-09-23	Humira	adalimumab	Amjevita	Amgen	B
2016-08-30	Enbrel	eternacept	Erelzi	Sandoz	B
2016-04-05	Remicade	Infliximab	Inflectra	Celltrion	B
2015-12-16	Lantus	insulin glargine	Basaglar	Eli Lilly/Boehringer	B
2015-03-06	Neupogen	fligrastim	Zarzio	Sandoz	B

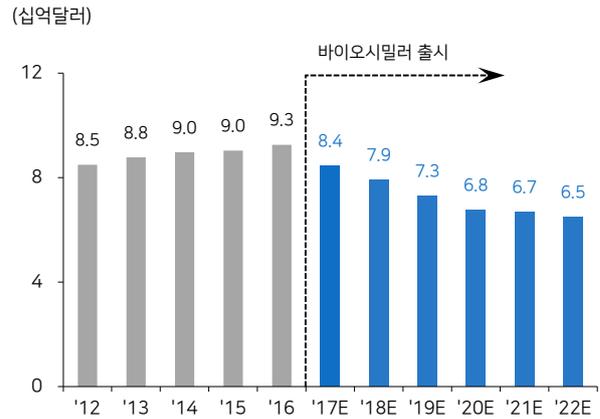
자료: FDA, Cortellis, 메리츠총금증권 리서치센터

그림7 오리지널 Remicade 매출 전망



자료: Cortellis, 메리츠중금증권 리서치센터

그림8 오리지널 Enbrel 매출 전망



자료: Cortellis, 메리츠중금증권 리서치센터

표3 Remicade(Infliximab) 바이오시밀러 개발 현황 / 미국특허만료: 2016 / 유럽특허만료: 2015

개발사	P1	P3	허가신청	허가	비고	Switch 임상
Celltrion/Hospira(Pfizer)/Kayaku				Global	Pfizer가 '16.11월말 선적 시작을 알림	OK(Norway)
Samsung/Biogen/Merck				US, EU, Kor	'16.5 EU 허가 / '17.4 US 허가	OK(P3)
Aprogen/Sanofi/Nichi-Iko	Kor	US	JP		'15.9 일본 출시 / US 3상 '19.2 완료예정	
Sandoz		Global			'17.3 US 임상 3상 완료	
Allergan/Amgen		US			'19.2 완료예정	

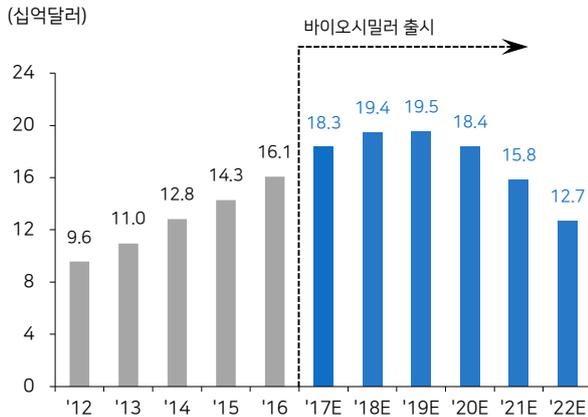
자료: Cortellis, 메리츠중금증권 리서치센터

표4 Enbrel(Etanercept) 바이오시밀러 개발 현황 / 미국특허만료: 2029 / 유럽특허만료: 2015

개발사	P1	P3	허가신청	허가	비고	Switch 임상
Samsung/Biogen/Merck				Kor, EU, Canada, Australia	'16.2 EU 허가	OK(P3)
Sandoz/Hexal			EU	US	'16.8 US 허가	OK(P3)
Coherus/DaiichiSankyo		Global			2H17 EU 허가 신청 예정	
LG생명과학	China	Kor, JP				

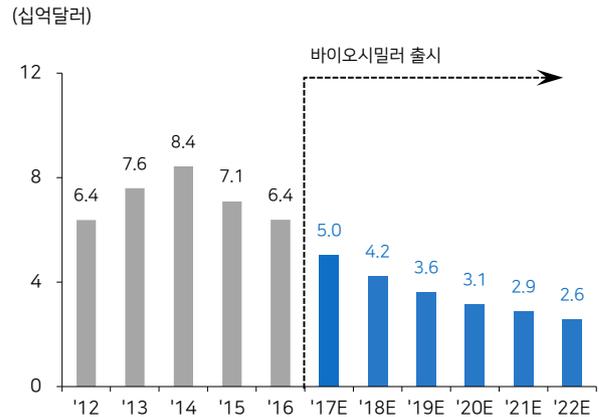
자료: Cortellis, 메리츠중금증권 리서치센터

그림9 오리지널 Humira 매출 전망



자료: Cortellis, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 오리지널 Lantus 매출 전망



자료: Cortellis, 메리츠증권증권 리서치센터

표5 Humira(Adalimumab) 바이오시밀러 개발 현황 / 미국특허만료: 2016 / 유럽특허만료: 2018

개발사	P1	P3	허가신청	허가	비고	Switch 임상
Actavis/Amgen				US, EU	'16.9 US 허가 / '17.3 EU 허가	OK(P3)
Samsung/Biogen/Merck			EU, Kor		'16.7 EU 허가신청	OK(P3)
Boehringer Ingelheim			EU, US		'17.2 US, EU 허가신청	
Coherus		US			2Q17 허가신청 목표	
Mylan		US, EU			'17 허가신청 목표	
Fujifilm		US, EU, Canada			허가신청 준비중	
Merck Serono		US, EU			'17.9 완료예정	
Sandoz		Global			'17.10 완료예정	
Pfizer		Global			'17.11 완료예정	
LG생명과학		Kor, JP			'18 일본 출시 목표	

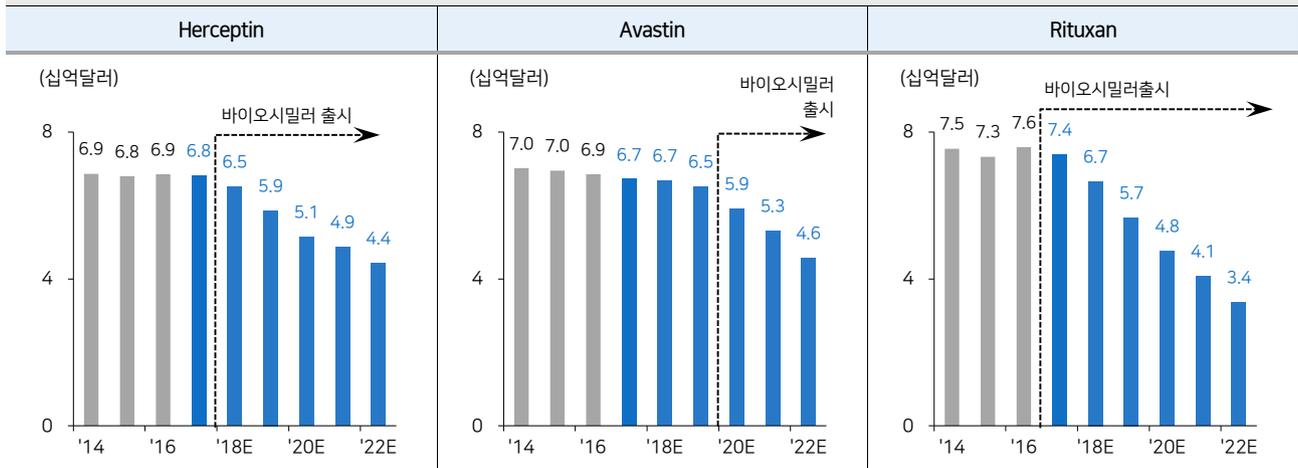
자료: Cortellis, 보건산업진흥원, 메리츠증권증권 리서치센터

표6 Insulin glargine(Lantus) 바이오시밀러 개발 현황 / 미국특허만료: 2015 / 유럽특허만료: 2015

개발사	P1	P3	허가신청	허가	비고
Eli Lilly/Boehringer				Global	'16.12 출시
Fujifilm				JP	'16.7 일본 출시
Samsung/Merck			US	EU	'16.8 US 허가신청, '17.1 EU허가, Sanofi와 소송 진행 중
Mylan/Biocon		US	EU		'16.12 EU 허가신청

자료: Cortellis, 보건산업진흥원, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 오리지널 Herceptin, Avastin, Rituxan 매출 전망



자료: Cortellis, 메리츠중금증권 리서치센터

표7 Trastuzumab(Herceptin) 바이오시밀러 개발 현황 / 미국특허만료: 2019 / 유럽특허만료: 2014

개발사	P1	P3	허가신청	허가	비고
Mylan			EU, US	India	'16.8 EU 허가신청, '16.11 US 허가신청
Samsung/Biogen/Merck			EU, Kor		'16.10 EU 허가신청
Celltrion			EU	Kor	'16.11 EU 허가신청서 제출
Allergan/Amgen			EU		'17.3 허가신청
Pfizer		Global			'18.2 완료예정

자료: Cortellis, 메리츠중금증권 리서치센터

표8 Bevacizumab(Avastin) 바이오시밀러 개발 현황 / 미국특허만료: 2019 / 유럽특허만료: 2022

개발사	P1	P3	허가신청	허가	비고
Allergan/Amgen			US, EU		'16.11 US 허가신청, '16.12 EU 허가신청
Mylan/Biocon		US/India			'17 허가신청 목표
Pfizer		Global			'18.2 3상 완료예정
Boehringer		EU, JP			'18.8 3상 완료예정
Samsung		Global			'18.12 3상 완료예정
Centus		Global			'19.6 3상 완료예정

자료: Cortellis, 메리츠중금증권 리서치센터

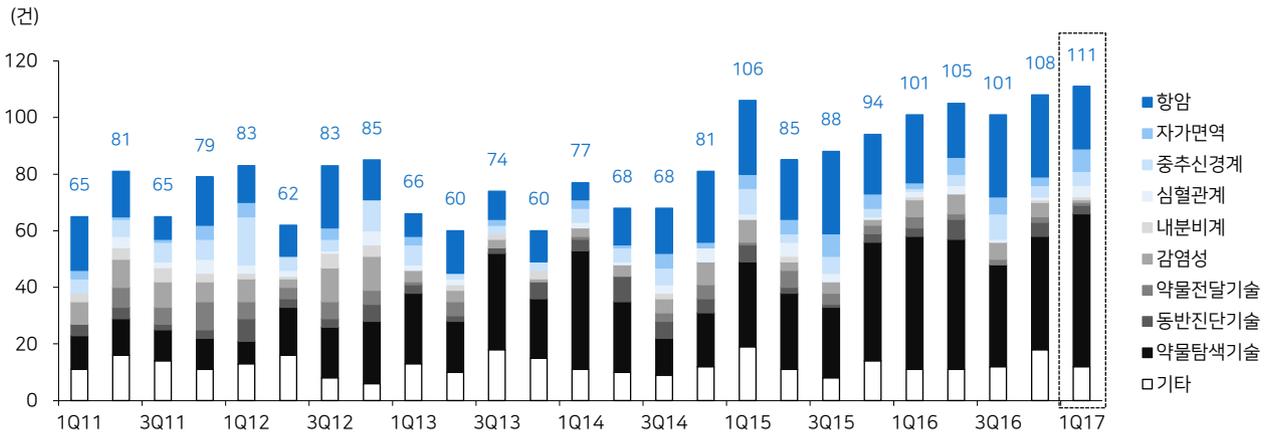
표9 Rituximab(Rituxan) 바이오시밀러 개발 현황 / 미국특허만료: 2018 / 유럽특허만료: 2013

개발사	P1	P3	허가신청	허가	비고
Celltrion				EU, Kor	'17.2 EU 허가
Sandoz			EU, JP		'16.5 EU 허가신청
Pfizer		Global			'18.1 완료예정
Amgen		Global			'182 완료예정
Archigen(Samsung)					임상 1상, 3상 진행 계획 중 (NCT02819726/NCT02809053)

자료: Cortellis, 메리츠중금증권 리서치센터

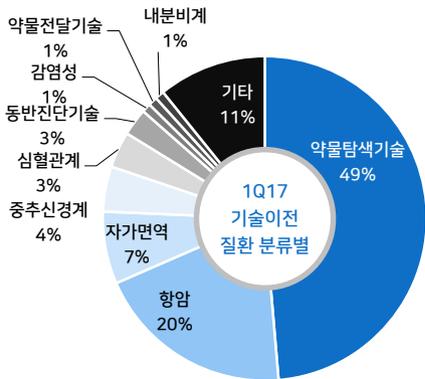
신약개발 - Open Innovation은 거스를 수 없는 대세

그림12 1Q17기술이전 계약 건수 2011년 이후 사상 최대치 기록



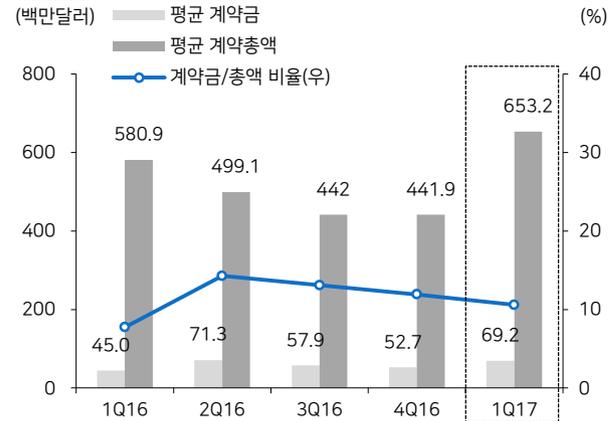
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림13 약물탐색기술, 항암제가 질환 분류 상위를 차지



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림14 1Q17 마일스톤을 포함한 계약 총액 및 계약금 상승



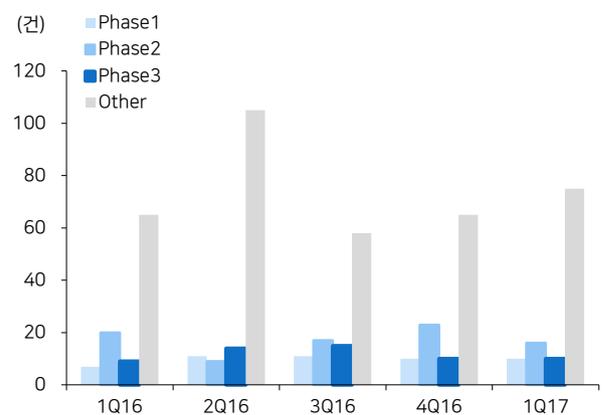
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림15 총 계약 금액별 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림16 계약 시 임상 단계별 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

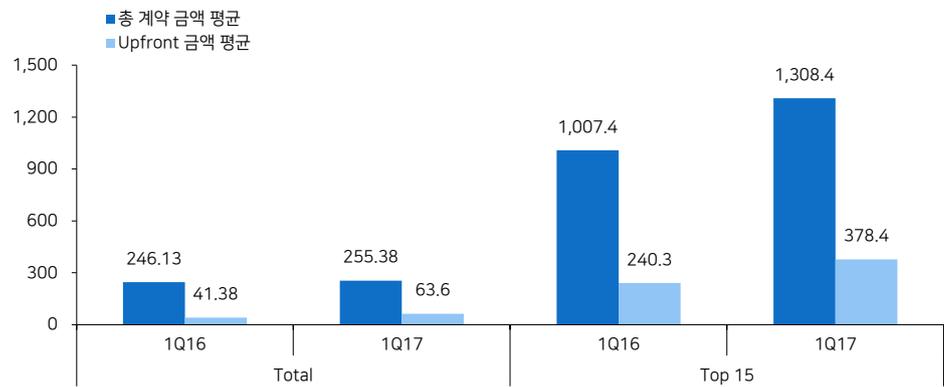
No.	계약일	원 개발사	파트너사	총 계약금액	계약금	계약 내용	계약 대상 구분	계약 당시 개발 단계
1	2017-02-27	Perrigo	RPI Finance	2,850.0	2,200.0	다발성 골수종 치료제인 natalizumab의 Royalty 구매	Royalty	출시
2	2017-01-06	Assembly Biosciences	Allergan	2,830.0	50.0	ABI-M201, ABI-M301 등 총 4가지 염증성 장질환 파이프라인 권리 이전	Drug	물질 탐색
3	2017-02-10	Immunomedics	Seattle Genetics	2,057.0	307.0	고형암 치료제 IMMU-132의 권리 이전	Drug	임상 2상
4	2017-01-04	Pieris	Servier	1,831.3	31.3	다중표적 면역 항암 anticalin의 권리 및 기술 이전	Drug	물질 탐색
5	2017-01-05	Ionis	Novartis	1,655.0	425.0	Oligonucleotide 기반 심혈관 질환 치료제의 권리 이전	Drug	임상 2상
6	2017-01-17	Forward Pharma	Biogen	1,250.0	1,250.0	다발성 경화증 치료제 Tecfidera의 모든 권리 이전	Drug	출시
7	2017-03-14	Editas	Allergan	1,090.0	90.0	안과질환 치료제 LCA-10포함한 5종의 유전자 편집 프로그램의 권리 이전	Drug	물질 탐색
8	2017-01-07	Merrimack	Ipsen	1,053.0	575.0	전 세계 항암제 약물 판권 이전	Drug	출시
9	2017-01-09	Immatics	Amgen	1,030.0	30.0	여러 암종에 대한 다중표적 면역항암제 기술 이전	Drug	물질 탐색
10	2017-02-13	Endoceutics	AMAG	965.0	50.0	성교통 치료제인 prasterone의 권리 이전	Drug	허가 신청
11	2017-01-27	Calithera Biosciences	Incyte	803.0	53.0	CB-1158을 포함한 혈액, 항암치료제의 공동 개발	Drug	임상 1상
12	2017-03-03	MedImmune	Sanofi Pasteur	647.3	126.3	RSV 백신인 MEDI-8897의 권리 이전	Vaccine	임상 2상
13	2017-01-05	Momenta	CSL Behring	600.0	50.0	자가면역질환 치료제 M-230의 특허를 포함한 모든 권리 이전	Drug	물질 탐색
14	2017-01-09	ImmuNext	Sanofi	500.0	Unknown	자가면역질환 치료제인 INX-021의 권리 이전	Drug	물질 탐색
15	2017-01-08	Palatin Technologies	AMAG	465.0	60.0	성욕감퇴증 치료제인 Rekynda의 복마 개발 및 판매권리 이전	Drug	임상 3상

자료: Cortellis, 메리츠증권증권 리서치센터

No.	계약일	원 개발사	파트너사	총 계약금액	계약금	계약 내용	계약 대상 구분	계약 당시 개발 단계
1	2016-03-16	Dice Molecules	Sanofi	2,258.0	Unknown	Dice의 약물 탐색 플랫폼을 이용한 후보물질 탐색	Platform	기타
2	2016-01-09	Seres	Nestle	1,905.0	120.0	염증성 장질환 치료제, 항생제 등 총 4종의 약물에 대한 복마 제외 권리 이전	Drug	임상 2상
3	2016-01-04	Symphogen	Baxalta	1,775.0	175.0	면역항암 체크포인트 저해제의 권리 이전	Drug	물질 탐색
4	2016-02-25	Precision BioSciences	Baxalta	1,705.0	105.0	CAR-T 치료제의 권리 이전	Drug	물질 탐색
5	2016-03-04	UCLA	Royalty Pharma	1,140.0	1,140.0	Xtandi의 로열티 수취권한 인수	Royalty	출시
6	2016-03-14	Blueprint Medicines	Roche	1,010.0	45.0	면역관련 Kinase를 저해하는 저분자화합물의 권리 이전	Drug	물질 탐색
7	2016-02-29	Exelixis	Ipsen	865.0	200.0	갑상선, 간암치료제인 cabozantinib의 복마, 일본 제외 전세계 권리 이전	Drug	출시
8	2016-02-03	Mersana	Takeda	830.0	60.0	ADC기반 항암제인 XMT-1522의 공동 개발	Drug	물질 탐색
9	2016-01-07	C4 Therapeutics	Roche	750.0	Unknown	타겟 단백질 분해 기술을 이용한 신규 치료제 공동 개발	Technology	기타
10	2016-01-13	Catalent	Roche	619.0	1.0	신규 치료제 발굴을 위한 SMARTag 기술의 사용권한 구매	Technology	기타
11	2016-03-07	Boehringer Ingelheim	AbbVie	Unknown	595.0	백선 치료제인 BI-655066의 공동 개발	Drug	임상 3상
12	2016-01-06	Quartet Medicine	Merck	595.0	20.0	통증 치료제인 BH4의 권리 및 Quartet의 인수 옵션 계약	Drug	물질 탐색
13	2016-01-27	Research Technology	Merck	515.0	15.0	암 및 혈액질환 관련 치료제 PRMT5의 권리 이전	Drug	물질 탐색
14	2016-03-28	XenoPort	Dr Reddy's Laboratories	490.0	47.5	다발성 경화증 및 백선 치료제인 XP-23829의 미국 개발 및 판권 이전	Drug	임상 2상
15	2016-01-06	Rodin Therapeutics	Biogen	485.0	Unknown	신경관련 후생유전학 공동 연구 및 Rodin의 인수 옵션 계약	Drug	물질 탐색

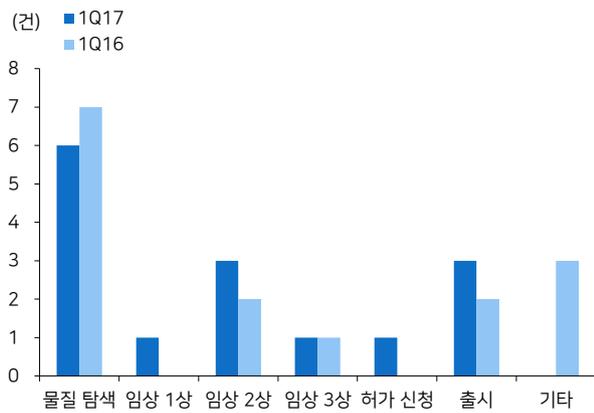
자료: Cortellis, 메리츠증권증권 리서치센터

그림17 전년 동기 대비 계약금액 추이



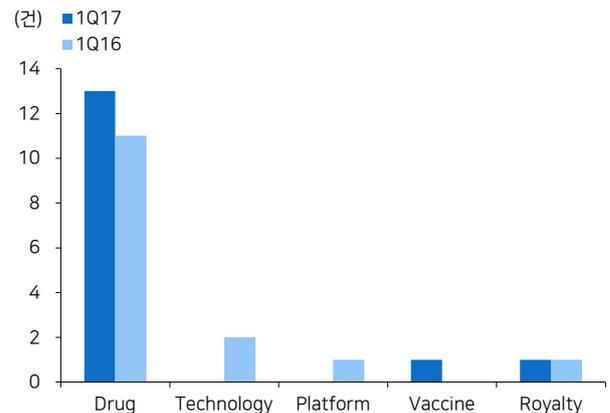
자료: Cortellis, 메리츠중금증권 리서치센터

그림18 계약 당시 임상 단계



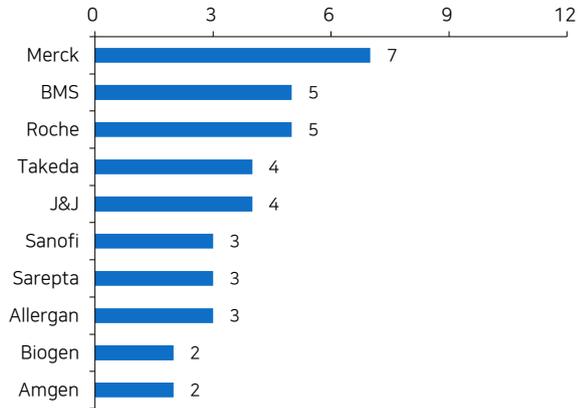
자료: Cortellis, 메리츠중금증권 리서치센터

그림19 계약 대상 구분



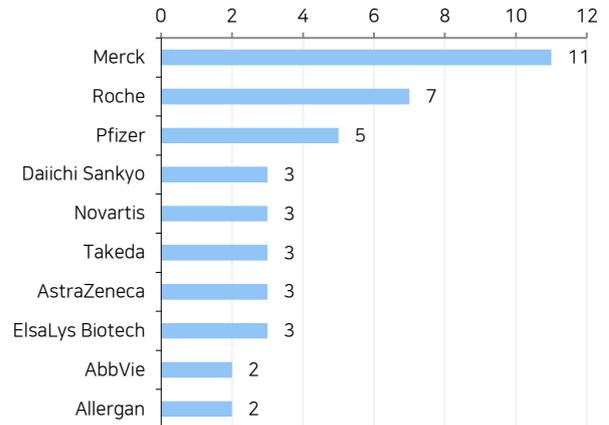
자료: Cortellis, 메리츠중금증권 리서치센터

그림20 1Q17 기술 도입 글로벌 제약사 상위 10개



자료: Cortellis, 메리츠증권증권 리서치센터

그림21 1Q16 기술 도입 글로벌 제약사 상위 10개



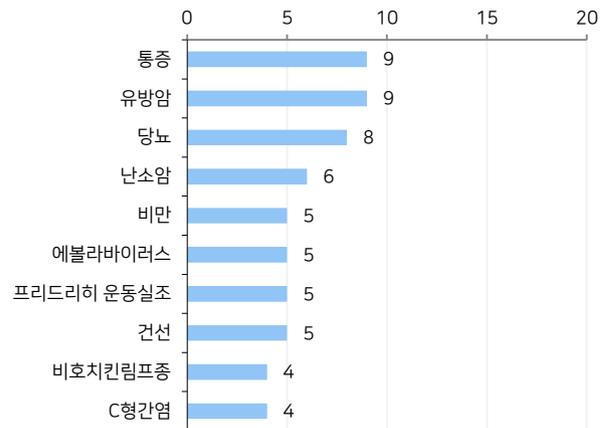
자료: Cortellis, 메리츠증권증권 리서치센터

그림22 1Q17 기술 도입 질환별 상위 10개



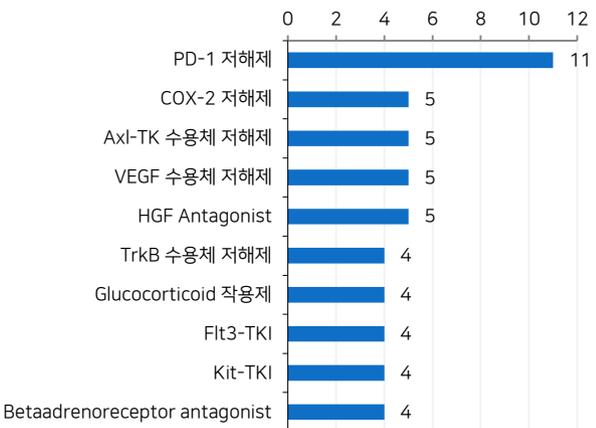
자료: Cortellis, 메리츠증권증권 리서치센터

그림23 1Q16 기술 도입 질환별 상위 10개



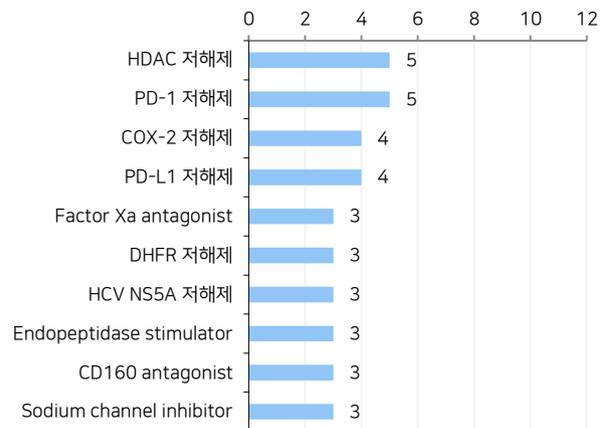
자료: Cortellis, 메리츠증권증권 리서치센터

그림24 1Q17 기술 도입 타겟별 상위 10개



자료: Cortellis, 메리츠증권증권 리서치센터

그림25 1Q16 기술 도입 타겟별 상위 10개



자료: Cortellis, 메리츠증권증권 리서치센터

셀트리온(068270)

Buy, TP 150,000 원

셀트리온의 1분기 매출액과 영업이익은 각각 2,064억원(+90.3% YoY), 812억원(+200.9% YoY)을 기록할 전망이다. 셀트리온헬스케어에 대한 공급계약이 1,668억원으로 전년동기대비 +95.8%, 전분기대비 +25.1% 증가했기 때문이다. 지난 4분기 제품간 생산 전환을 원인으로 다소 하락했던 영업이익률은 다시 회복되어 39.3%를 기록하겠다.

램시마(미국 출시명 인플렉트라)의 오리지널 제품인 레미케이드의 1분기 미국 판매 실적이 11억 8,200백만달러(-2.4% YoY)로 전년 동기대비 소폭 감소하는데 그치면서 미국 판매에 대한 시장의 우려를 불러일으켰다. 그러나 1) 레미케이드의 가격이 2016년 3월과 9월에 각각 +4.9%, +3.9%인상된 점, 2) 아직 인플렉트라가 출시된 지 1분기밖에 지나지 않았다는 점을 감안하면, 하반기로 갈수록 더욱 유의미한 판매 성과를 올릴 수 있을 전망이다.

셀트리온헬스케어의 상장에 따른 수급 분산 이슈와 각종 루머가 주가에 악영향을 주고 있는 상황이다. 하지만 1) 셀트리온헬스케어의 사업보고서를 통해 램시마의 견고한 유럽실적('16년 4,272억원, +24.8% YoY)을 확인했고, 2) 트룩시마의 EMA허가 및 영국 출시 등 추가 성장이 기대되며, 3) 램시마가 바이오시밀러 시장의 선두에서 안전성과 효과를 입증해 나가고 있다는 점에서 동사의 기초체력에는 변화가 없다는 판단이다. 투자 의견 Buy와 적정주가 150,000원을 유지하며, 바이오업종 최선호주로 추천한다.

표12 셀트리온 1Q17 Preview Table

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	컨센서스	(% diff)
매출액	108.5	185.0	168.3	208.8	206.4	186.0	11.0
영업이익	27.0	77.1	74.0	71.6	81.2	76.1	6.7
영업이익률(%)	24.9	41.7	44.0	34.3	39.3	40.9	
지배주주순이익	10.9	59.3	58.1	49.7	49.6	52.6	-5.7
(% YoY)							
매출액	11.1	10.1	-0.7	24.1	90.3	71.5	
영업이익	-34.0	-4.9	1.2	12.2	200.9	182.0	

자료: 셀트리온, 메리츠증권증권 리서치센터

셀트리온(068270)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	603.4	670.6	900.8	1,167.7	1,366.1
매출액증가율 (%)	28.1	11.1	34.3	29.6	17.0
매출원가	234.6	274.0	367.6	481.3	556.6
매출총이익	368.8	396.6	533.2	686.5	809.5
판매비와관리비	109.9	146.9	163.7	188.7	217.7
영업이익	259.0	249.7	369.5	497.8	591.8
영업이익률 (%)	42.9	37.2	41.0	42.6	43.3
금융수익	-31.2	-9.8	-20.7	-6.9	-0.8
중속/관계기업관련손익	0.2	0.6	0.3	0.7	0.7
기타영업외손익	-64.9	-11.2	-8.5	-1.9	-1.3
세전계속사업이익	163.1	229.3	340.6	489.7	590.3
법인세비용	4.8	48.9	65.9	96.6	116.8
당기순이익	158.3	180.5	274.7	393.0	473.5
지배주주지분 손이익	154.1	178.0	270.4	386.9	466.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	77.6	250.9	477.6	481.4	576.7
당기순이익(손실)	158.3	180.5	274.7	393.0	473.5
유형자산감가상각비	31.7	39.9	45.6	44.4	52.3
무형자산상각비	50.5	48.7	73.3	79.5	83.7
운전자본의 증감	-253.9	-73.6	73.9	-38.9	-29.6
투자활동 현금흐름	-166.9	-162.5	-184.3	-234.1	-278.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-50.6	-14.1	-112.0	-114.9	-148.9
투자자산의 감소(증가)	-17.0	2.1	-3.0	-6.1	-4.3
재무활동 현금흐름	130.4	28.7	-237.3	-157.8	-53.6
차입금증감	-72.0	-132.5	-219.9	-146.1	-44.0
자본의증가	292.1	103.1	0.0	6.4	6.7
현금의증가	41.2	118.5	56.1	89.5	245.2
기초현금	108.8	149.9	268.4	324.5	414.0
기말현금	149.9	268.4	324.5	414.0	659.2

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,096.8	1,254.1	1,259.1	1,432.4	1,740.5
현금및현금성자산	149.9	268.4	324.5	414.0	659.2
매출채권	662.2	758.3	565.2	609.7	641.4
재고자산	233.8	184.8	320.3	348.4	371.3
비유동자산	1,651.4	1,767.9	1,839.3	1,957.6	2,112.0
유형자산	897.6	867.9	934.3	1,004.8	1,101.3
무형자산	697.8	848.3	865.1	902.4	955.3
투자자산	23.4	21.9	25.2	31.9	37.0
자산총계	2,748.2	3,021.9	3,098.4	3,390.0	3,852.5
유동부채	665.8	610.3	416.7	359.9	392.0
매입채무	5.1	21.2	24.4	30.9	35.8
단기차입금	324.7	344.0	251.1	105.0	95.0
유동성장기부채	200.2	127.0	5.4	51.5	61.7
비유동부채	272.6	212.7	208.0	163.4	120.3
사채	113.3	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	157.6	208.0	202.6	156.5	112.3
부채총계	938.4	823.0	624.8	523.3	512.3
자본금	112.4	116.6	116.6	123.0	129.7
자본잉여금	648.6	747.6	747.6	747.6	747.6
기타포괄이익누계액	8.5	6.5	6.5	6.5	6.5
이익잉여금	994.0	1,168.7	1,432.7	1,812.9	2,272.0
비지배주주지분	115.6	145.3	149.6	155.7	163.1
자본총계	1,809.8	2,199.0	2,473.7	2,866.7	3,340.2

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	5,035	5,484	7,358	9,084	10,121
EPS(지배주주)	1,286	1,456	2,209	3,010	3,454
CFPS	3,176	3,174	3,836	4,799	5,357
EBITDAPS	2,847	2,767	3,989	4,836	5,393
BPS	8,200	9,845	11,349	13,399	15,677
DPS	30	50	50	50	50
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	62.6	73.8	40.9	30.0	26.1
PCR	27.4	35.5	23.5	18.8	16.9
PSR	16.0	19.6	12.3	9.9	8.9
PBR	9.8	10.9	8.0	6.7	5.8
EBITDA	341.1	338.4	488.4	621.7	727.9
EV/EBITDA	30.1	38.6	23.6	18.1	15.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.5	9.5	12.4	15.4	15.8
EBITDA 이익률	56.5	50.5	54.2	53.2	53.3
부채비율	51.8	37.4	25.3	18.3	15.3
금융비용부담률	4.9	2.1	1.9	1.0	0.7
이자보상배율(x)	8.7	17.7	21.2	42.7	61.7
매출채권회전율(x)	1.2	0.9	1.4	2.0	2.2
재고자산회전율(x)	2.6	3.2	3.6	3.5	3.8

한미약품(128940)

Buy, TP 385,000 원

한미약품의 1분기 매출액과 영업이익은 각각 2,512억원(-2.0% YoY), 139억원(-38.3% YoY)을 기록할 전망이다. 제넨텍과의 계약금 약 90억원을 분기별로 분할인식 하게 되었지만, 지난 1분기 사노피와의 계약금 약 236억원을 인식하던 것에 비해 그 규모가 축소되었기 때문이다.

본업은 꾸준히 성장하고 있다. 1Q17 원외처방 금액은 1,138억원(+5.3% YoY)을 기록하며 중근당의 뒤를 이어 2위를 차지했다. 빠른 독감에 의한 환자 분산 효과로 +3.9%성장하는데 그친 국내 총처방금액 대비 +1.4%p높은 성장을 보였다. 주요 성장동력은 자체개발 개량신약이다. '15년 말 출시한 개량신약 로수젯이 가파른 성장세를 보이며 1분기에만 83.6억원(+155.1% YoY)의 처방금액을 달성했다. 전립선비대증 치료제인 한미탐스 역시 0.4mg 용량의 급여 등재에 힘입어 전년 동기대비 +183.2% 증가한 22.6억원의 처방실적을 기록했다.

꾸준히 R&D성과를 내며 강력한 기반을 또 다시 증명했다. 최근 주목 받고 있는 다중표적항체 관련 플랫폼인 펜탐바디를 미국 샌프란시스코에서 열린 JP모건 헬스케어컨퍼런스에서 공개했다. 뒤이어 지난 3월에는 중국의 이노벤투와의 공동 개발을 발표하며 해당 플랫폼의 가치를 증명했다. 다중표적항체 기술을 통해 면역항암제의 효과를 높이는 연구는 현재 국제적으로 활발히 진행되고 있으며 빅과마들의 관심도 역시 높은 분야다. 따라서 해당 플랫폼으로부터 또 다른 라이선스 계약을 기대할 수 있다. 투자의견 Buy와 적정주가 385,000원을 유지한다.

표13 한미약품 1Q17 Preview Table

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	컨센서스	(% diff)
매출액	256.4	234.5	219.7	172.1	251.2	232.3	8.1
영업이익	22.6	6.4	13.8	-16.0	13.9	12.3	13.4
영업이익률(%)	8.8	2.7	6.3	-9.3	5.6		
지배주주순이익	38.1	20.1	4.8	-39.6	11.4	8.8	29.0
(% YoY)							
매출액	19.4	-4.1	-18.1	-70.8	-2.0		
영업이익	970.1	161.3	-61.3	적전	흑전		
지배주주순이익	200.7	78.4	-117.9	적전	흑전		

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

한미약품(128940)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,317.5	882.7	999.1	1,161.0	1,132.5
매출액증가율 (%)	73.1	-33.0	13.2	16.2	-2.5
매출원가	398.3	421.9	453.1	498.8	537.2
매출총이익	919.3	460.9	546.0	662.2	595.3
판매비와관리비	707.5	434.1	493.3	532.3	522.7
영업이익	211.8	26.8	52.7	129.9	72.5
영업이익률 (%)	16.1	3.0	5.3	11.2	6.4
금융수익	-11.3	-2.0	-9.0	-4.7	-5.2
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	9.1	-16.8	-8.7	-9.7	-10.9
세전계속사업이익	209.6	8.0	35.0	115.5	56.4
법인세비용	47.5	-22.3	3.8	17.2	7.1
당기순이익	162.1	30.3	31.2	98.2	49.3
지배주주지분 손이익	154.4	23.3	26.5	83.5	41.9

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,145.1	840.7	874.3	1,000.9	1,025.7
현금및현금성자산	138.3	130.4	91.5	122.9	107.8
매출채권	777.7	250.5	305.4	343.4	391.0
재고자산	158.1	190.4	205.6	237.7	250.2
비유동자산	577.5	756.2	878.3	834.1	788.7
유형자산	415.7	598.9	718.4	669.1	620.0
무형자산	67.2	40.1	43.1	47.5	51.5
투자자산	54.1	43.3	42.9	44.4	41.2
자산총계	1,722.6	1,597.0	1,752.5	1,835.0	1,814.5
유동부채	673.6	544.1	554.9	520.8	495.9
매입채무	56.2	50.6	54.8	59.3	60.0
단기차입금	37.5	77.4	132.2	157.2	162.2
유동성장기부채	65.6	93.8	73.8	63.8	83.5
비유동부채	304.2	318.3	431.9	450.3	405.4
사채	159.5	109.7	114.7	149.7	120.0
장기차입금	103.1	49.7	139.7	119.7	109.7
부채총계	977.8	862.5	986.8	971.1	901.2
자본금	25.6	26.1	27.9	27.9	27.9
자본잉여금	417.8	417.3	415.5	415.5	415.5
기타포괄이익누계액	5.6	-3.5	-3.5	-3.5	-3.5
이익잉여금	228.1	228.9	255.4	338.9	380.8
비지배주주지분	69.9	75.1	79.7	94.5	101.9
자본총계	744.8	734.5	765.7	864.0	913.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	101.7	413.0	15.7	50.3	2.9
당기순이익(손실)	162.1	30.3	31.2	98.2	49.3
유형자산감가상각비	26.8	35.7	67.9	77.1	76.8
무형자산상각비	23.3	3.1	2.0	2.1	2.6
운전자본의 증감	-118.2	331.5	-78.4	-118.8	-115.9
투자활동 현금흐름	-114.4	-355.1	-191.4	-57.3	-12.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-121.1	-200.3	-187.3	-27.8	-27.8
투자자산의 감소(증가)	-4.1	10.8	0.4	-1.5	3.2
재무활동 현금흐름	94.5	-62.9	129.9	30.0	-15.0
차입금증감	95.4	-35.4	129.9	30.0	-15.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	85.9	-8.0	-38.9	31.4	-15.0
기초현금	52.5	138.3	130.4	91.5	122.9
기말현금	138.3	130.4	91.5	122.9	107.8

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	126,260	84,592	95,744	111,257	108,523
EPS(지배주주)	14,800	2,235	2,541	8,003	4,014
CFPS	27,621	9,807	10,246	18,310	12,559
EBITDAPS	25,101	6,290	11,751	20,039	14,564
BPS	58,245	59,357	61,609	69,184	72,817
DPS	2,000	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	49.2	136.7	119.5	37.9	75.6
PCR	26.9	31.2	29.6	16.6	24.2
PSR	5.8	3.6	3.2	2.7	2.8
PBR	12.5	5.1	4.9	4.4	4.2
EBITDA	261.9	65.6	122.6	209.1	152.0
EV/EBITDA	29.4	49.7	27.6	16.2	22.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	25.7	3.5	3.9	11.5	5.3
EBITDA 이익률	19.9	7.4	12.3	18.0	13.4
부채비율	131.3	117.4	128.9	112.4	98.7
금융비용부담률	0.9	1.1	1.4	0.8	0.9
이자보상배율(x)	17.3	2.7	3.8	13.4	7.1
매출채권회전율(x)	2.5	1.7	3.6	3.6	3.1
재고자산회전율(x)	9.0	5.1	5.0	5.2	4.6

유한양행(000100)

Buy, TP 310,000 원

유한양행의 1분기 매출액과 영업이익은 각각 3,109억원(+12.5% YoY), 245억원(+23.0% YoY)을 기록할 전망이다. 원외처방금액을 분석한 결과 자체 개량신약인 듀오웰(40억원, +47.5% YoY)과 로수바미브(42.1억원, '16.5 출시)가 폭발적으로 성장하면서 블록버스터 신약 반열에 오를 것이 기대된다. 연간 1,000억원 이상의 매출을 올리고 있는 비리어드역시 전년동기대비 +13.7% 증가한 400억원의 처방실적을 달성하며 실적 성장에 기여 했다. 트윈스타의 특허 만료효과가 가격 하락폭 수준 정도로만 작용하고 있는 것이 확인되는 점도 긍정적이다.

길리어드에 납품하는 원료의약품의 매출 역시 전년 동기 대비 +19.8% 증가하며 매출 및 수익성 성장의 한 축을 담당할 전망이다. 작년 수출의 주요 부분을 하보니의 원료인 ledipasvir가 차지했다면, 올해에는 새롭게 출시된 신약인 애플루사의 원료인 velpatasvir가 성장을 이끌 예정이다. 이외에도 상업화를 준비중인 신약 API 역시 글로벌 제약사와 함께 준비 중이어서 지속적인 매출 성장이 기대된다.

투자의견 Buy를 유지하고 적정주가를 310,000원으로 상향하며, 제약업종 최선호주로 추천한다. 적정주가는 2017년 예상 EPS인 14,409원에 한미약품을 제외한 상위 5개사(녹십자, 종근당, 대웅제약, 동아에스티)의 2017년 평균 Fwd 12개월 PER인 21.3배를 적용하여 산출했다. 적정주가 상향의 근거는 1) 개량신약 매출 비중 증가에 따른 이익 개선, 2) 수출 실적의 성장세 반영, 3) Peer 그룹의 주가 상승에 따른 Target PER 상향 조정(20배→21.3배)이다.

표14 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율(%)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	1,455.3	1,591.2	1,464.8	1,603.7	0.6	0.8
영업이익	121.1	132.8	123.8	134.9	2.2	1.6
지배주주순이익	166.1	181.4	168.6	183.9	1.5	1.4

자료: 메리츠증권리서치센터

표15 유한양행 1Q17 Preview Table

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	컨센서스	(% diff)
매출액	276.5	332.7	361.8	349.8	310.9	310.7	0.1
영업이익	19.9	24.6	25.2	28.0	24.5	23.8	2.9
영업이익률(%)	7.2	7.4	7.0	8.0	7.9	7.7	
지배주주순이익	51.3	34.1	24.1	51.8	40.2	35.1	14.5
(% YoY)							
매출액	14.2	22.4	16.1	15.4	12.5		
영업이익	33.4	-4.0	-20.4	106.5	23.0		
지배주주순이익	108.1	10.1	-46.4	102.7	-21.6		

자료: 메리츠증권리서치센터

유한양행(000100)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,128.7	1,320.8	1,464.8	1,603.7	1,709.9
매출액증가율 (%)	10.9	17.0	10.9	9.5	6.6
매출원가	788.1	931.4	1,036.2	1,138.5	1,220.3
매출총이익	340.7	389.4	428.6	465.2	489.6
판매비와관리비	254.8	291.6	304.8	330.3	381.0
영업이익	85.8	97.8	123.8	134.9	108.6
영업이익률 (%)	7.6	7.4	8.4	8.4	6.4
금융수익	10.6	9.2	4.9	5.9	7.4
중속/관계기업관련손익	56.5	65.1	71.7	78.8	86.7
기타영업외손익	15.4	32.7	12.5	12.3	12.0
세전계속사업이익	168.3	204.9	212.9	231.9	214.7
법인세비용	42.3	43.6	44.3	48.0	44.4
당기순이익	126.0	161.2	168.6	183.9	170.3
지배주주지분 순이익	126.0	161.2	168.6	183.9	170.3

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	959.4	1,048.3	1,178.2	1,257.8	1,314.0
현금및현금성자산	221.8	244.9	320.0	319.4	344.3
매출채권	214.2	235.6	269.9	315.5	322.0
재고자산	242.3	310.6	306.5	315.5	322.0
비유동자산	920.9	997.6	1,042.0	1,142.0	1,237.5
유형자산	307.8	333.9	345.0	408.9	468.0
무형자산	11.8	15.9	14.2	12.7	11.3
투자자산	472.0	523.4	558.5	596.0	633.7
자산총계	1,880.3	2,045.9	2,220.3	2,399.8	2,551.4
유동부채	356.6	324.4	344.6	355.2	357.2
매입채무	151.4	142.1	155.7	169.9	179.9
단기차입금	63.1	51.1	44.6	28.6	8.6
유동성장기부채	2.5	5.3	6.3	6.3	9.3
비유동부채	159.8	225.0	229.1	235.5	236.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	86.0	140.3	136.3	134.3	129.3
부채총계	516.4	549.4	573.6	590.7	593.7
자본금	56.9	56.9	56.9	56.9	56.9
자본잉여금	115.8	115.8	115.8	115.8	115.8
기타포괄이익누계액	81.4	77.6	80.7	80.7	80.7
이익잉여금	1,273.6	1,411.2	1,558.2	1,720.5	1,869.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,363.9	1,496.6	1,646.7	1,809.0	1,957.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	126.2	74.1	220.3	222.5	251.3
당기순이익(손실)	126.0	161.2	168.6	183.9	170.3
유형자산감가상각비	30.0	41.5	49.0	58.1	68.9
무형자산상각비	1.1	1.4	1.7	1.5	1.4
운전자본의 증감	-37.3	-108.8	1.0	-21.0	10.8
투자활동 현금흐름	-117.8	-77.1	-115.1	-183.6	-182.9
유형자산의 증가(CAPEX)	-81.3	-80.1	-60.0	-122.0	-128.0
투자자산의 감소(증가)	-71.7	-49.3	-35.1	-37.5	-37.8
재무활동 현금흐름	57.4	23.3	-30.0	-39.6	-43.6
차입금증감	81.4	45.0	-9.5	-18.0	-22.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	66.1	23.0	75.1	-0.6	24.9
기초현금	155.7	221.8	244.9	320.0	319.4
기말현금	221.8	244.9	320.0	319.4	344.3

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	96,755	113,219	125,559	137,471	146,571
EPS(지배주주)	10,764	13,782	14,409	15,726	14,556
CFPS	12,630	14,949	22,167	24,479	23,794
EBITDAPS	10,020	12,062	14,951	16,671	15,335
BPS	113,602	124,405	137,161	150,931	163,540
DPS	2,000	2,000	2,000	2,000	2,000
배당수익률(%)	0.8	1.0	0.8	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	24.2	14.5	16.6	15.2	16.4
PCR	21.6	14.0	10.8	9.8	10.0
PSR	2.7	1.8	1.9	1.7	1.6
PBR	2.3	1.6	1.7	1.6	1.5
EBITDA	116.9	140.7	174.4	194.5	178.9
EV/EBITDA	23.6	14.0	14.0	12.4	13.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.5	11.3	10.7	10.6	9.0
EBITDA 이익률	10.4	10.7	11.9	12.1	10.5
부채비율	37.9	36.7	34.8	32.7	30.3
금융비용부담률	0.3	0.4	0.3	0.3	0.2
이자보상배율(x)	27.4	18.3	24.2	26.4	25.6
매출채권회전율(x)	5.2	5.9	5.8	5.5	5.4
재고자산회전율(x)	5.4	4.8	4.7	5.2	5.4

종근당(185750)

Buy, TP 143,000 원

종근당의 1분기 매출액과 영업이익은 각각 2,234억원(+10.6% YoY), 122억원(+48.4% YoY)을 기록할 전망이다. 도입 제품인 글리아티린이 전년 동기 대비 +217.3% 성장한 98억원의 처방금액을 기록했다. 그에 따라 연간 400억원 이상의 매출을 창출하는 대형 품목으로의 성장이 기대된다. 자체신약인 텔미누보(+13.0% YoY), 듀비에(+13.8% YoY)의 매출 역시 꾸준히 증가하고 있어 영업이익 측면의 개선도 가능하겠다.

R&D도 차근차근 진행되고 있다. 이상지질혈증 치료물질인 CKD-519의 임상 2a상 환자 모집이 호주에서 시작됐다. 총 60명을 목표로 모집이 진행 중이며, 내년 상반기 결과 확인이 가능할 전망이다. 동일 계열 치료제로 한발 앞서 나가고 있는 파이프라인은 Merck가 개발중인 Anacetrapib으로 임상 3상 결과가 올해 3분기에 발표될 예정이다. 긍정적 결과가 발표될 경우 동일계열 치료제의 성공 가능성이 확인되는 것으로, CKD-519에 대한 관심 역시 증폭될 전망이다.

투자의견을 Buy로 유지하고, 적정주가를 143,000원으로 상향한다. 적정주가는 2017년 예상 EPS 5,254원에 연구개발 비용과 영업구조가 유사한 2개 상위제약사(대웅제약, 동아에스티)의 2017년 예상 평균 PER 27.2배를 적용하여 산출했다. 적정주가 상향의 근거는 1) 자체 생산 품목의 매출 비중 증가에 따른 이익 개선 반영, 2) 전년 대비 감소한 마케팅 비용 적용, 3) 연초 예상 대비 낮은 수준으로 집행될 예정인 R&D비용 등의 효과를 반영한 '17년 예상 EPS의 증가다.

표16 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율(%)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	900.2	975.3	908.9	986.3	1.0	1.1
영업이익	68.7	73.2	73.1	79.3	6.4	8.3
지배주주순이익	45.7	47.3	49.4	52.7	8.2	11.4

자료: 메리츠증권리서치센터

표17 종근당 1Q17 Preview Table

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	컨센서스	(% diff)
매출액	201.9	205.7	204.7	219.7	223.4	213.6	4.6
영업이익	8.3	10.6	22.2	20.2	12.2	11.4	7.4
영업이익률(%)	4.1	5.1	10.9	9.2	5.5	5.3	
지배주주순이익	5.6	7.3	14.9	13.2	7.7	7.7	0.0
(% YoY)							
매출액	37.1	46.9	36.7	41.3	10.6		
영업이익	-32.6	30.4	88.7	91.2	48.4		
지배주주순이익	-9.0	-127.6	77.9	155.7	38.5		

자료: 메리츠증권리서치센터

종근당(185750)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	592.5	832.0	908.9	986.3	1,057.6
매출액증가율 (%)	8.9	40.4	9.2	8.5	7.2
매출원가	296.3	497.1	539.2	579.2	626.9
매출총이익	296.2	334.9	369.7	407.0	430.7
판매비와관리비	253.5	273.6	296.6	327.8	344.9
영업이익	42.7	61.3	73.1	79.3	85.8
영업이익률 (%)	7.2	7.4	8.0	8.0	8.1
금융수익	-3.4	-3.9	-3.6	-4.9	-4.3
중속/관계기업관련손익	0.0	-0.4	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-24.2	-0.2	-1.6	-2.0	-1.4
세전계속사업이익	15.1	56.8	67.9	72.4	80.1
법인세비용	21.9	15.8	18.5	19.7	21.8
당기순이익	-6.8	40.9	49.4	52.7	58.4
지배주주지분 손이익	-6.8	40.9	49.4	52.7	58.4

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	288.4	338.8	387.3	408.9	449.5
현금및현금성자산	12.9	21.7	48.6	53.3	60.7
매출채권	165.7	196.5	202.7	212.3	232.1
재고자산	90.0	98.3	112.3	118.5	129.6
비유동자산	287.9	302.9	316.3	341.2	336.2
유형자산	228.0	244.7	256.5	280.2	273.0
무형자산	15.8	14.9	15.2	15.4	15.7
투자자산	15.5	18.5	19.7	20.6	22.6
자산총계	576.3	641.7	703.6	750.1	785.7
유동부채	151.4	211.4	217.2	228.5	216.6
매입채무	49.5	71.2	75.9	79.4	86.8
단기차입금	28.6	54.0	50.0	45.0	25.0
유동성장기부채	25.4	30.6	32.0	42.0	37.0
비유동부채	110.3	76.0	83.4	65.2	53.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	70.6	40.0	45.0	25.0	10.0
부채총계	261.7	287.5	300.6	293.7	270.5
자본금	23.5	23.5	23.5	23.5	23.5
자본잉여금	271.4	271.4	271.4	271.4	271.4
기타포괄이익누계액	0.5	0.8	5.8	12.2	18.2
이익잉여금	19.5	58.9	102.7	149.7	202.5
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	314.6	354.3	403.0	456.4	515.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	7.3	57.8	62.8	67.6	68.9
당기순이익(손실)	-6.8	40.9	49.4	52.7	58.4
유형자산감가상각비	20.1	22.1	22.7	22.0	25.1
무형자산상각비	2.6	1.9	1.7	1.7	1.8
운전자본의 증감	-26.7	-36.2	-11.0	-8.8	-16.4
투자활동 현금흐름	-35.9	-43.4	-32.7	-42.3	-15.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-32.2	-37.9	-29.5	-40.7	-12.9
투자자산의 감소(증가)	1.5	-3.3	-1.2	-0.9	-1.9
재무활동 현금흐름	-7.5	-5.6	-3.2	-20.6	-45.6
차입금증감	0.0	0.0	2.4	-15.0	-40.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	-35.9	8.9	26.8	4.7	7.4
기초현금	48.8	12.9	21.7	48.6	53.3
기말현금	12.9	21.7	48.6	53.3	60.7

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	62,971	88,424	96,601	104,821	112,404
EPS(지배주주)	-720	4,352	5,254	5,600	6,203
CFPS	6,290	11,773	10,188	10,735	11,825
EBITDAPS	6,949	9,054	10,362	10,944	11,971
BPS	31,748	36,071	41,224	46,870	53,085
DPS	600	600	600	600	600
배당수익률(%)	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5
Valuation(Multiple)					
PER		24.0	22.1	20.7	18.7
PCR	15.3	8.9	11.4	10.8	9.8
PSR	1.5	1.2	1.2	1.1	1.0
PBR	3.0	2.9	2.8	2.5	2.2
EBITDA	65.4	85.2	97.5	103.0	112.6
EV/EBITDA	15.5	12.7	11.4	10.6	9.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-2.1	12.2	13.1	12.3	12.0
EBITDA 이익률	11.0	10.2	10.7	10.4	10.6
부채비율	83.2	81.1	74.6	64.3	52.5
금융비용부담률	0.7	0.5	0.4	0.5	0.5
이자보상배율(x)	9.8	14.7	18.6	14.7	18.0
매출채권회전율(x)	3.7	4.6	4.6	4.8	4.8
재고자산회전율(x)	7.2	8.8	8.6	8.5	8.5

보령제약(003850)

Buy, TP 63,000 원

보령제약의 1분기 매출액과 영업이익은 각각 991억원(+11.5% YoY), 48억원(+11.4% YoY)을 기록할 전망이다. 작년 출시된 카나브의 고혈압 복합제 듀카브가 빠르게 성장하면서 1분기 처방실적 약 17억원을 기록했다. 지속적인 성장에 따라 올해 블록버스터 품목에 진입할 수 있을 전망이다. 다만 아직 주력 품목들의 처방 부진을 만회하는 실적을 발생시키기는 부족한 상황으로 아스텔라스와 릴리로부터 도입한 오리지널 제품들과의 영업 측면의 시너지가 발생할 것이 예상되는 시점인 하반기에 주목해야 한다.

또한 하반기에는 카나브 패밀리의 러시아 및 동남아 수출이 가시화 됨에 따라 수출 실적 역시 증가할 전망이다. 해당 국가의 임상 및 허가 절차가 최소 1년에서 길게는 3년정도 소요되는 것을 감안할 때, 2013년부터 이어져온 파머징 국가 대상 수출 실적이 올해부터 가시화되겠다. 투자의견 Buy와 적정주가 63,000원을 유지한다.

표18 보령제약 1Q17 Preview Table

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	컨센서스	(% diff)
매출액	88.9	105.3	117.3	97.7	99.1	98.7	0.4
영업이익	4.3	10.0	6.5	1.2	4.8	5.8	-17.1
영업이익률(%)	4.9	9.5	5.6	1.2	4.9	5.9	
지배주주순이익	3.2	8.7	3.2	-9.5	3.9	5.2	-25.9
(% YoY)							
매출액	2.3	4.5	4.7	-3.9	11.5		
영업이익	-27.4	42.9	11.4	-86.8	11.4		
지배주주순이익	-40.4	62.7	-40.9	적전	후전		

자료: 메리츠증권 리서치센터

보령제약(003850)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	401.4	409.1	479.4	535.1	590.0
매출액증가율 (%)	11.6	1.9	17.2	11.6	10.3
매출원가	232.4	232.5	271.3	300.8	335.0
매출총이익	169.0	176.6	208.1	234.2	255.0
판매비와관리비	141.4	154.6	169.4	180.3	185.2
영업이익	27.6	22.0	38.7	53.9	69.8
영업이익률 (%)	6.9	5.4	8.1	10.1	11.8
금융수익	-0.5	-0.1	0.5	0.5	1.0
중속/관계기업관련손익	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.7	-0.4	78.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	27.8	21.5	117.2	54.4	70.8
법인세비용	7.5	15.8	25.8	12.0	15.6
당기순이익	20.3	5.6	91.4	42.4	55.2
지배주주지분 손이익	20.3	5.6	91.4	42.4	55.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	17.1	9.4	10.4	53.6	76.1
당기순이익(손실)	20.3	5.6	91.4	42.4	55.2
유형자산감가상각비	10.8	13.2	12.8	11.8	17.0
무형자산상각비	2.0	2.1	2.2	2.1	2.1
운전자본의 증감	-20.2	-23.0	-96.0	-2.7	1.7
투자활동 현금흐름	-20.5	32.4	-24.0	-26.5	-7.0
유형자산의 증가(CAPEX)	-16.2	-25.1	-22.0	-24.1	-4.5
투자자산의 감소(증가)	0.0	-2.9	-0.9	-0.4	-0.5
재무활동 현금흐름	19.1	-38.5	8.4	-27.7	-4.7
차입금증감	20.3	-31.8	10.0	-26.0	-3.0
자본의증가	0.2	0.8	0.0	0.0	0.0
현금의증가	15.9	4.2	-5.2	-0.6	64.4
기초현금	6.2	22.1	26.3	21.2	20.6
기말현금	22.1	26.3	21.2	20.6	85.0

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	202.0	262.0	285.1	308.8	403.0
현금및현금성자산	22.1	26.3	21.2	20.6	85.0
매출채권	124.7	130.7	150.7	165.8	182.9
재고자산	48.5	73.4	73.4	79.2	87.5
비유동자산	128.9	135.9	144.8	157.3	145.1
유형자산	80.0	89.3	98.5	110.8	98.3
무형자산	18.5	17.8	16.6	16.5	16.3
투자자산	0.5	3.3	4.2	4.6	5.0
자산총계	330.9	397.9	429.9	466.1	548.2
유동부채	119.4	195.6	136.1	130.9	158.4
매입채무	25.4	38.8	49.0	53.2	58.6
단기차입금	53.6	24.3	34.3	8.3	5.3
유동성장기부채	2.5	1.2	1.2	1.2	1.2
비유동부채	15.6	6.9	8.8	9.5	10.5
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	1.2	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	135.0	202.6	144.9	140.4	168.9
자본금	20.1	21.1	21.1	21.1	21.1
자본잉여금	2.7	2.5	2.5	2.5	2.5
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	178.2	181.9	271.6	312.4	365.9
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	195.9	195.3	285.0	325.8	379.3

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	45,402	46,283	54,226	60,527	66,737
EPS(지배주주)	2,297	635	10,337	4,800	6,247
CFPS	5,725	4,973	14,893	7,668	10,059
EBITDAPS	4,563	4,223	6,069	7,668	10,059
BPS	20,070	20,087	30,364	34,988	41,058
DPS	200	200	200	200	200
배당수익률(%)	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
Valuation(Multiple)					
PER	23.4	97.6	4.8	10.3	7.9
PCR	10.3	13.1	3.3	6.4	4.9
PSR	1.2	1.3	0.9	0.8	0.7
PBR	2.7	3.1	1.6	1.4	1.2
EBITDA	40.3	37.3	53.7	67.8	88.9
EV/EBITDA	12.1	14.0	8.5	6.4	4.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.9	2.9	38.0	13.9	15.7
EBITDA 이익률	10.0	9.1	11.2	12.7	15.1
부채비율	68.9	103.7	50.8	43.1	44.5
금융비용부담률	0.3	0.2	0.1	0.1	0.0
이자보상배율(x)	23.4	22.9	142.1	95.6	902.2
매출채권회전율(x)	3.5	3.2	3.4	3.4	3.4
재고자산회전율(x)	8.1	6.7	6.5	7.0	7.1

대원제약(003220)

Buy, TP 27,000 원

대원제약의 1분기 매출액과 영업이익은 각각 647억원(+11.4% YoY), 71억원(+40.3% YoY)을 기록할 전망이다. 자체 개량신약인 에스원앰프, 베포스타, 엑스컴비 원외 처방 실적이 각각 전년 동기 대비 +22.9%, +24.9%, 19.9% 성장하면서 실적 성장세를 이어오고 있다. 이외 알포콜린, 펠루비, 엘스테인, 레나메진 등의 매출도 10% 이상 성장하면서 매출 성장을 함께 견인하겠다. 특히 자체신약 소염진통제인 펠루비의 해열 적응증 추가에 따라 하반기 성장성도 확보된 상황이다. 이외에도 현재 대기중인 출시 대기중인 신제품은 10개 이상으로 향후 지속적인 성장을 이끌겠다.

투자의견을 Buy로 유지하고 적정주가를 27,000원으로 상향한다. 적정주가는 2017년 예상 EPS 1,720원에 대원제약의 2016년 평균 12개월 선행 PER 15.6 배를 적용하여 산출했다. 추정치 상향의 근거는 1) 하반기 펠루비의 적응증 추가와 신제품 발매 등에 의한 실적 전망치 상향 2) 개량신약 매출액 증가에 따른 수익 구조 개선 등이다.

표19 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율(%)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	279.3	336.8	284.9	338.3	2.0	0.4
영업이익	38.8	50.6	40.3	52.2	3.8	3.1
지배주주순이익	30.4	39.7	31.3	40.5	3.0	2.0

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표20 대원제약 1Q17 Preview Table

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	컨센서스	(% diff)
매출액	58.1	61.7	55.2	65.7	64.7	64.8	-0.1
영업이익	5.1	7.0	8.4	8.7	7.1	6.6	7.8
영업이익률(%)	8.7	11.3	15.1	13.3	11.0	10.2	
지배주주순이익	3.9	4.3	7.2	4.8	5.6	4.9	14.4
(% YoY)							
매출액	14.2	14.4	11.3	6.4	11.4		
영업이익	20.4	19.5	99.6	-1.2	40.3		
지배주주순이익	2.5	-19.2	126.6	-10.2	43.2		

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

대원제약(003220)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	216.2	240.7	284.9	338.3	380.4
매출액증가율 (%)	18.8	11.3	18.4	18.7	12.4
매출원가	99.0	103.2	121.4	143.2	160.9
매출총이익	117.2	137.5	163.5	195.1	219.6
판매비와관리비	94.1	108.4	123.2	142.9	155.2
영업이익	23.1	29.1	40.3	52.2	64.3
영업이익률 (%)	10.7	12.1	14.1	15.4	16.9
금융수익	0.4	0.2	0.3	0.5	0.9
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.2	-1.6	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	23.2	27.8	40.6	52.7	65.2
법인세비용	5.9	8.0	10.1	13.3	16.5
당기순이익	17.3	19.7	30.5	39.4	48.7
지배주주지분 손이익	17.7	20.2	31.3	40.5	50.0

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	88.9	95.1	123.2	158.3	198.9
현금및현금성자산	19.1	14.0	26.4	50.5	77.6
매출채권	28.1	30.7	35.3	39.4	44.3
재고자산	31.3	40.6	49.2	54.8	61.6
비유동자산	105.8	119.6	129.1	136.1	148.6
유형자산	90.3	100.9	109.2	115.2	125.7
무형자산	8.7	9.3	10.2	11.0	12.8
투자자산	0.7	1.2	1.5	1.7	1.9
자산총계	194.7	214.7	252.3	294.5	347.5
유동부채	30.3	34.8	42.3	47.2	53.1
매입채무	5.5	4.8	5.1	5.7	6.4
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	15.8	17.8	22.1	24.6	27.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	46.1	52.7	64.5	71.9	80.8
자본금	8.6	8.8	8.8	8.8	8.8
자본잉여금	10.8	10.6	10.6	10.6	10.6
기타포괄이익누계액	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
이익잉여금	129.3	145.5	172.2	208.0	253.3
비지배주주지분	0.5	0.6	-0.2	-1.3	-2.6
자본총계	148.7	162.0	187.8	222.6	266.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	25.8	20.8	35.1	43.1	54.0
당기순이익(손실)	17.3	19.7	30.5	39.4	48.7
유형자산감가상각비	5.1	6.4	6.7	6.0	8.5
무형자산상각비	0.9	1.1	1.1	1.2	1.3
운전자본의 증감	-1.4	-13.5	-2.8	-3.0	-3.6
투자활동 현금흐름	-22.7	-20.2	-18.2	-14.4	-22.3
유형자산의 증가(CAPEX)	-19.8	-17.3	-15.0	-12.0	-19.0
투자자산의 감소(증가)	-0.3	-0.5	-0.3	-0.2	-0.2
재무활동 현금흐름	-5.3	-5.8	-4.4	-4.6	-4.6
차입금증감	-3.3	0.1	0.1	0.0	0.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	-2.2	-5.1	12.5	24.1	27.1
기초현금	21.3	19.1	14.0	26.4	50.5
기말현금	19.1	14.0	26.4	50.5	77.6

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	11,876	13,224	15,651	18,585	20,898
EPS(지배주주)	972	1,112	1,720	2,224	2,748
CFPS	2,030	2,362	2,640	3,261	4,069
EBITDAPS	1,597	2,012	2,640	3,261	4,069
BPS	7,664	8,355	9,768	11,691	14,090
DPS	200	260	260	260	260
배당수익률(%)	1.2	1.4	1.1	1.1	1.1
Valuation(Multiple)					
PER	17.2	17.1	13.0	10.1	8.2
PCR	8.7	8.3	8.5	6.9	5.5
PSR	1.4	1.4	1.4	1.2	1.1
PBR	2.2	2.3	2.3	1.9	1.6
EBITDA	29.1	36.6	48.0	59.4	74.1
EV/EBITDA	9.6	9.0	8.0	6.1	4.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.5	13.1	17.9	19.7	20.3
EBITDA 이익률	13.4	15.2	16.9	17.5	19.5
부채비율	31.0	32.5	34.3	32.3	30.3
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	879.7				
매출채권회전율(x)	8.0	8.2	8.6	9.1	9.1
재고자산회전율(x)	6.8	6.7	6.3	6.5	6.5

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 4월 24일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 중간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 4월 24일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 4월 24일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 이태영)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

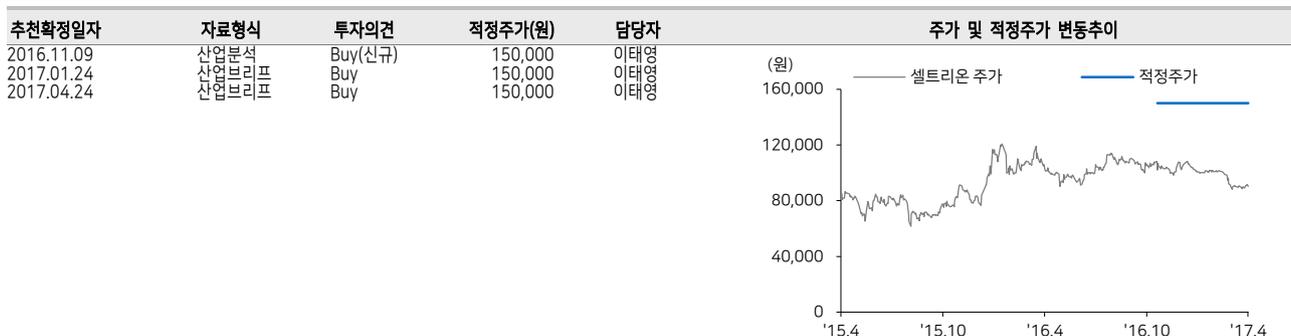
기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
종가대비 4등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자 의견 비율

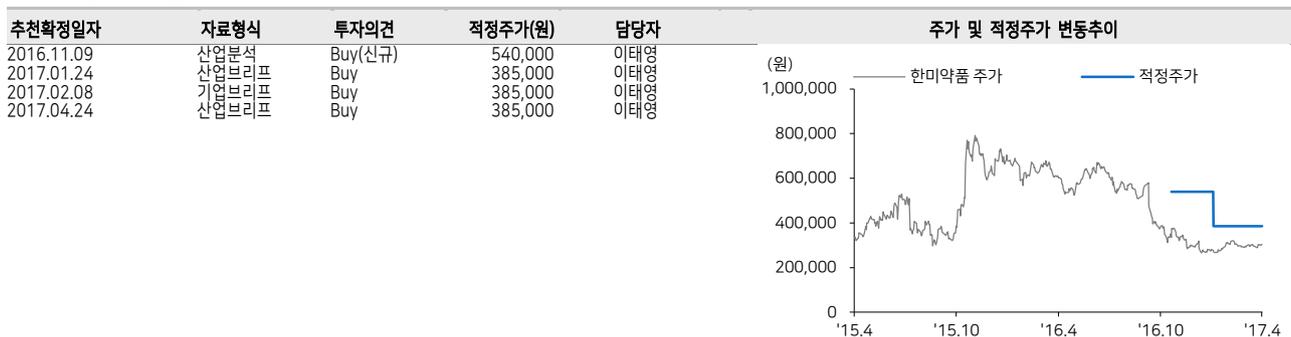
투자 의견	비율
매수	92.5%
중립	7.5%
매도	0.0%

2017년 3월 31 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

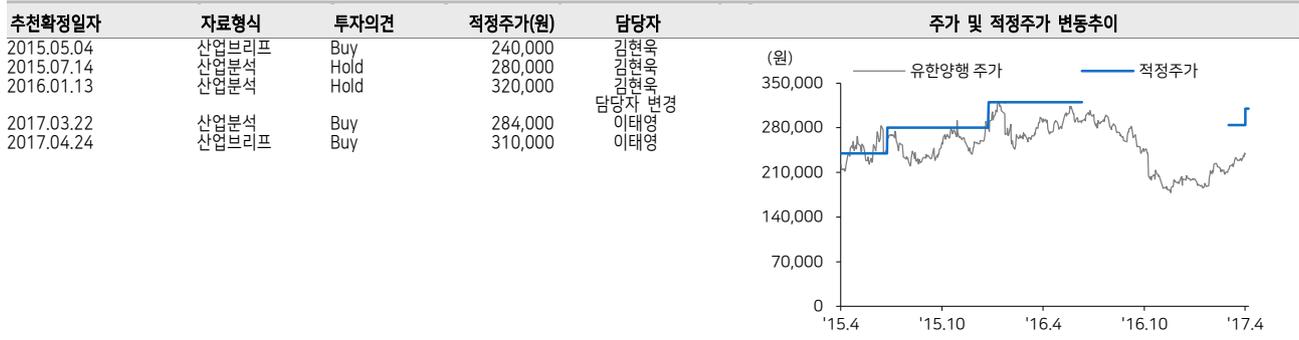
셀트리온(068270) 투자등급변경 내용



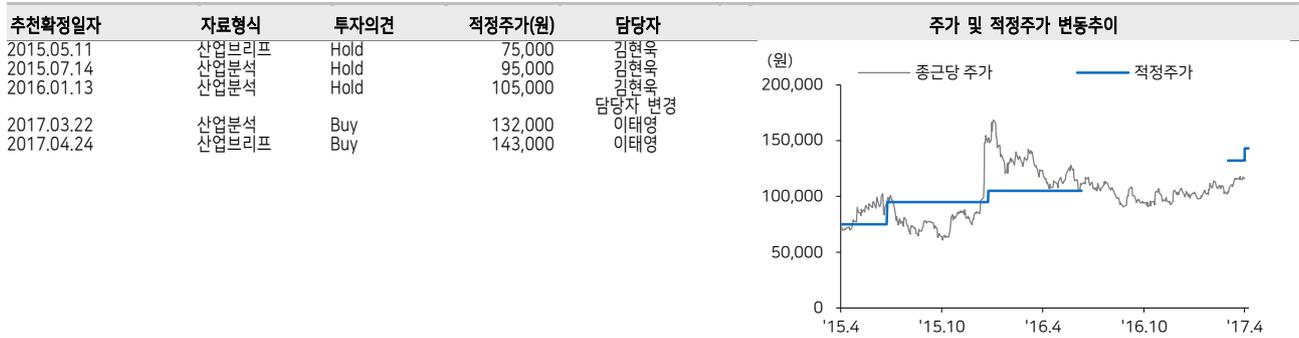
한미약품(128940) 투자등급변경 내용



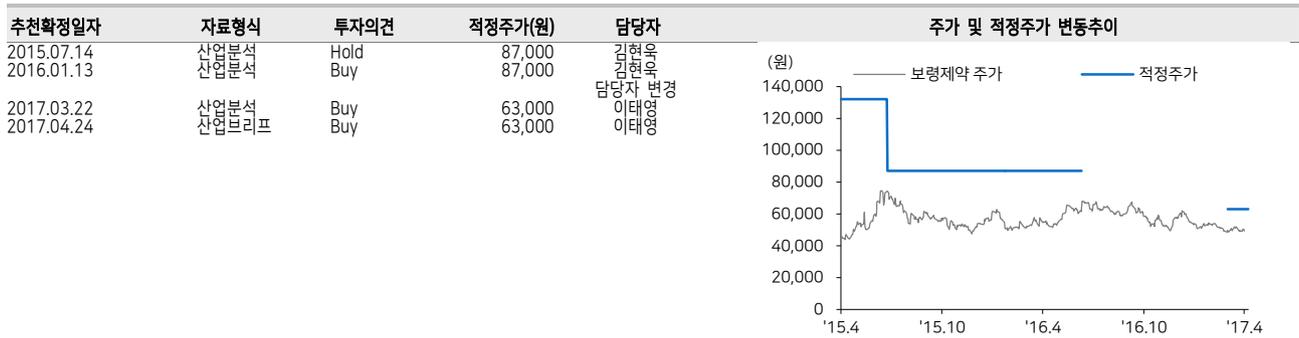
유한양행(000100) 투자등급변경 내용



종근당(185750) 투자등급변경 내용



보령제약(003850) 투자등급변경 내용



대원제약(003220) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.05.18	산업브리프	Buy	24,000	김현욱	
2015.07.14	산업분석	Buy	31,000	김현욱	
2015.08.17	산업브리프	Buy	31,000	김현욱	
2016.01.13	산업분석	Buy	21,000	김현욱	
2017.03.22	산업분석	Buy	26,000	담당자 변경 이태영	
2017.04.24	산업브리프	Buy	27,000	이태영	