

2017. 7.20



▲ 제약/바이오

Analyst 이태영

02. 6098-6658

taeyoung.lee@meritz.co.kr

Overweight

Top Pick

유한양행(000100)	Buy	310,000원
--------------	-----	----------

관심종목

종근당(185750)	Buy	143,000원
에스티팜(237690)	Buy	58,500원
보령제약(003850)	Buy	60,000원
대원제약(003220)	Buy	25,000원

제약/바이오

내수 성장세 지속, 글로벌 진출 확대

- ✓ 대형 제약사 실적 예상치 부합 전망, 중소 제약사 실적 부진하나 하반기 개선 기대
- ✓ 국내 제약시장 규모 최초 20조원 돌파, 지속 성장 중
- ✓ 글로벌 대형 제약사의 License Deal 건수 증가 추세
- ✓ 제약/바이오 업종 투자 의견 Overweight 유지
- ✓ Top Pick: 유한양행

국내 의약품 시장 점검

지난해 국내 의약품 시장규모는 전년대비 12.9% 증가한 21조 7,256억원을 기록하며 처음으로 20조원을 넘어섰다. 특히 원료의약품 생산실적(+18.0% YoY)의 증가세가 두드러졌다. 수출 증가세는 다소 주춤하는 모습을 보였으나, '15년 급격한 성장(+31.1%)에 따른 것으로 장기적으로 보면 5년간 총 50%이상 성장했다. 특히 지난해에는 C형 간염치료제의 원료로 사용되는 'ledipasvir'(유한화학)와 'sofosbuvir'(에스티팜)의 수출이 많아져 아일랜드로의 수출 증가폭(+75.1%)이 컸다.

개량신약의 생산금액은 2,946억원을 기록했다. 이는 전년대비 +47.0% 상승한 수치다. 특히 지난 '13년 출시된 유나이티드제약의 실로스탄CROI 전년대비 53.5% 성장한 215억원, '14년 출시된 LG화학의 제미메트SR이 363.1% 성장한 192억원, '15년 출시된 대웅제약의 안플원SR이 517.1% 성장한 129억원의 생산량을 기록하는 등 신규 출시 개량신약이 전문의약품 평균의 10배를 웃도는 생산량을 기록했다. 복합제 청구 건수 역시 꾸준히 증가하여 '12년 1조 9,263억원이었던 청구 금액은 '16년 2조 6,897억원을 기록했다.

신약 개발: 증가세로 돌아선 글로벌 제약사의 License Deal

2분기 주요 대형제약사들은 총 33건의 라이선스 계약을 체결했다. 약물전달기술과 항암제 중심으로 이루어졌던 그간의 추세가 이어졌으며, 최근 연이은 개발 실패 소식이 전해졌던 알츠하이머 치료제 관련 계약이 새롭게 떠올랐다. 기술 이전된 주요 타겟은 여전히 면역체크포인트 저해제가 차지했다. 이와 관련된 파이프라인을 개발중인 국내 회사로는 한미약품, 유한양행 등이 있다.

하반기 제약/바이오 업종 투자 의견 Overweight 유지

제약/바이오 업종에 대해 Overweight 의견을 유지한다. 하반기 안정적인 실적 개선을 바탕으로 R&D 결과들이 속속 발표될 예정이다. 업종 최선호주로는 유한양행(000100)을 추천한다.

국내 의약품 시장 점검

생산량 증가에 힘입어 20조원 돌파

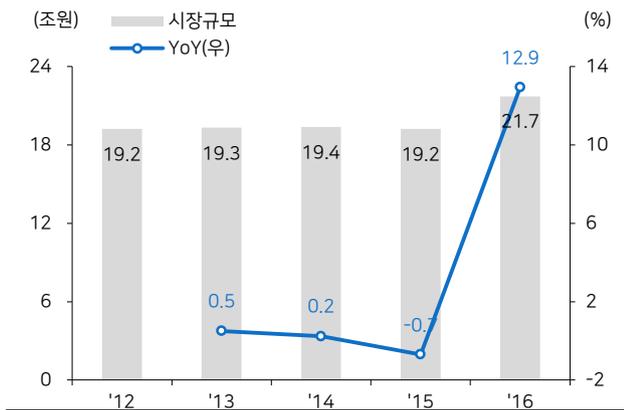
국내 의약품 시장
사상 최초 20조원 돌파

최근 식품의약품안전처가 발표한 2016년 의약품 생산 실적에 따르면, 국내 의약품 시장은 전년대비 12.9% 증가한 21조 7,256억원을 기록하며 처음으로 20조원대를 넘어섰다. 특히 원료의약품 생산실적의 증가세가 두드러졌다. 원료의약품 생산실적은 전년대비 18.0% 증가한 2조 4,932억원을 기록했다. 식품의약품안전처는 이에 대해 "원료의약품 생산이 크게 증가한 것은 국내 제조업체의 원료의약품 품질 수준 향상과 생산 기술력 해외 인지도 상승으로 글로벌 제약업체가 국내 제약업체에 원료의약품 위탁생산을 많이 한데 따른 것이다."라고 평가했다.

수출 증가세 이끈 신약 API

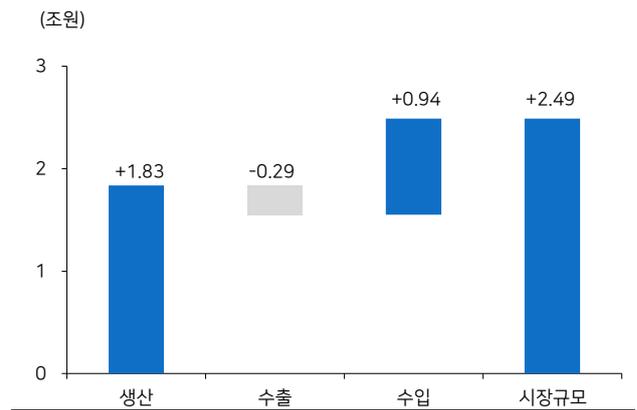
수출 증가세는 다소 주춤하는 모습을 보였으나, 지난해 급격한 성장(+31.1%)에 따른 것으로 장기적으로 보면 지난 5년간 50%이상 성장하였다. 특히 지난해에는 C형 간염치료제의 원료로 사용되는 '레디파스비르(유한화학)'와 '소포스부비어(에스티팜)'의 수출이 많아져 아일랜드로의 수출 증가폭(+75.1%)이 컸다.

그림1 국내 의약품 시장 규모 사상최초 20조원 돌파



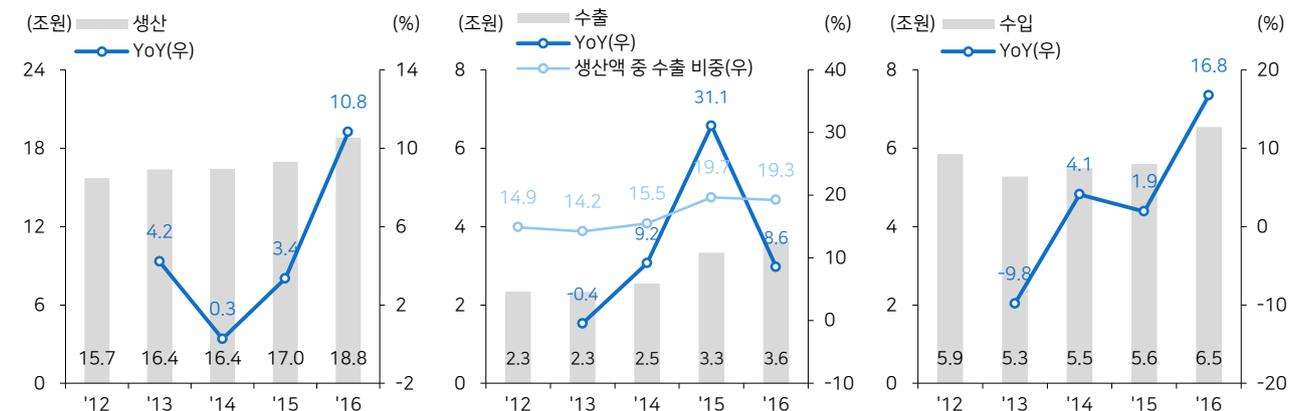
자료: 식품의약품안전처, 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 성장을 이끈 주요 요소는 생산금액의 증가



자료: 식품의약품안전처, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 국내 의약품 생산실적 18.8조원 기록



자료: 식품의약품안전처, 메리츠증권증권 리서치센터

여전히 많은 품목 수, 균계일학 개량신약

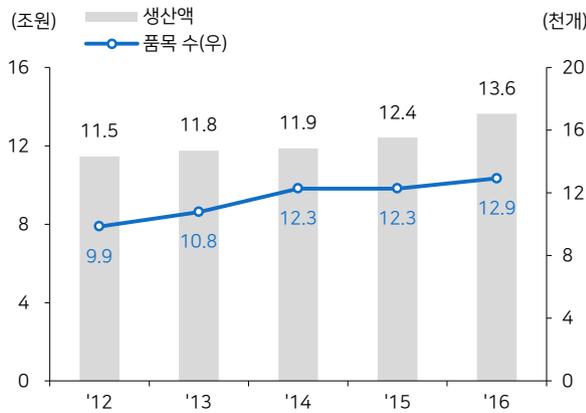
1개 품목당 평균 10.6억원 생산

생산 품목 수 역시 꾸준히 증가하여 '16년 말 기준 약 12,921개의 품목이 생산되었다. 전체 생산금액을 이용하여 환산한 품목당 생산액의 경우 공동생동규제 폐지 및 대형품목의 특허 만료에 따른 급격한 품목 수 증가에 따라 감소해 오던 추세를 벗어나 다시 '13년(10.9억원) 수준인 10.6억원을 회복했다.

개량신약 생산금액 2,946억원

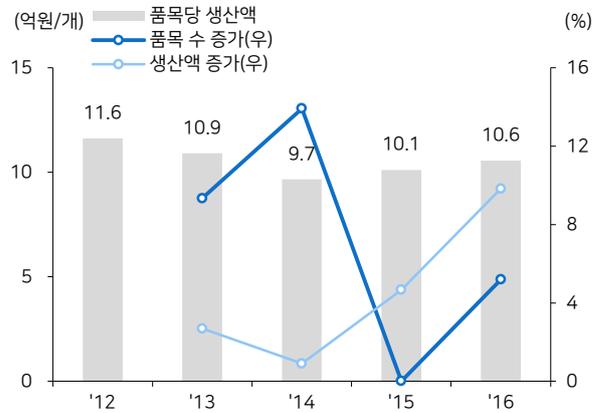
상세히 살펴보면 국내개발신약의 생산금액이 1,678억원을 기록하며 전년 대비 +5.7% 성장하는데 그친 반면, 개량신약의 생산금액은 2,946억원을 기록했다. 이는 전년대비 +47.0% 상승한 수치다. 특히 지난 '13년 출시된 유나이티드제약의 실로스탄CR이 전년대비 53.5% 성장한 215억원, '14년 출시된 LG화학의 제미메트SR이 363.1% 성장한 192억원, '15년 출시된 대웅제약의 안플원SR이 517.1% 성장한 129억원의 생산량을 기록하는 등 신규 출시 개량신약이 전문의약품 평균의 10배를 웃도는 생산량을 기록했다.

그림4 전문의약품 생산액 및 품목수



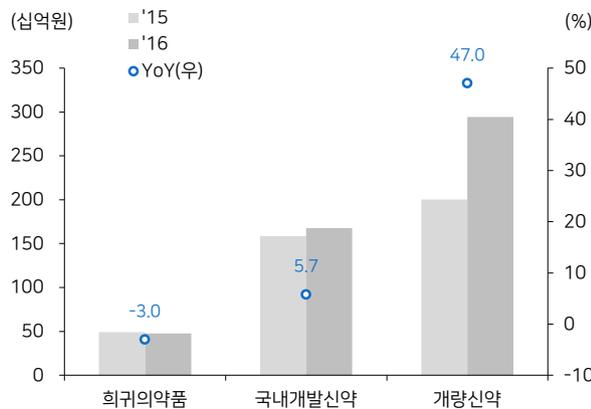
자료: 식품의약품안전처, 메리츠증권리서치센터

그림5 1개 품목당 평균 10.6억원 생산



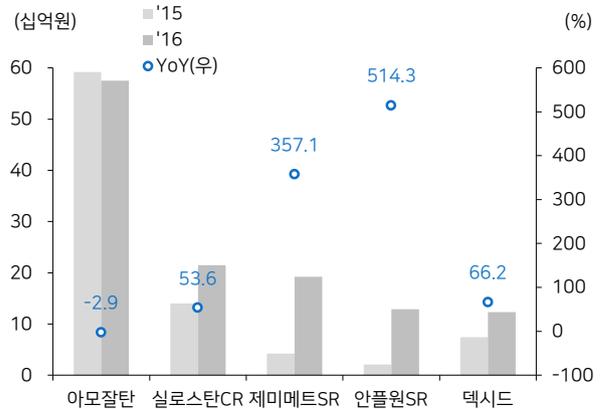
자료: 식품의약품안전처, 메리츠증권리서치센터

그림6 돋보이는 개량신약 생산금액의 성장



자료: 식품의약품안전처, 메리츠증권리서치센터

그림7 주요 개량신약 생산액 증가 추이



자료: 식품의약품안전처, 메리츠증권리서치센터

복합제 비중 꾸준히 증가

복합제 청구금액 17.6%

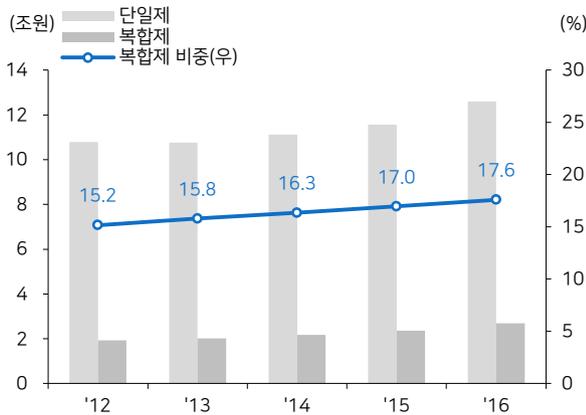
복합제 청구 건수 역시 꾸준히 증가하고 있다. '12년 1조 9,263억원이었던 복합제 청구 금액은 '16년 2조 6,897억원을 기록했다. '12년 일괄약가인하 이후 '13년 역성장 한 단일제 청구 금액에 비해 복합제 청구 금액은 꾸준히 증가하여 전체 청구 금액 중 17.6%를 차지했다. 그에 따라 처방 건당 약품목수는 완만한 하락세를 그리며 상급종합병원 2.99개, 일반의원 3.79개를 기록했다.

차별화를 위한 핵심 요소 = 수출, 개량신약 그리고 복합제

Top Pick: 유한양행

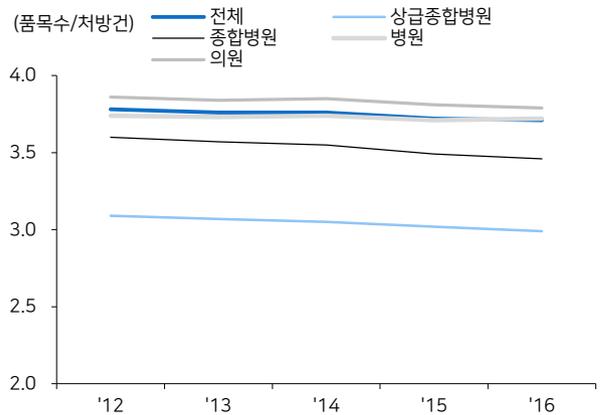
치열한 국내 의약품 시장의 성장을 이끌어 주고 있는 것은 신약 API 수출, 개량신약 그리고 복합제다. 이들 제품은 시장에서 경쟁력 있는 위치를 차지하며 높은 마진율로 제약사의 수익성 증대에도 기여한다. 자회사인 유한화학의 탄탄한 수주 실적에 의한 신약 API 수출 모멘텀과 로수바미브, 듀오웰을 통해 검증된 개량신약 개발 및 판매 능력을 가진 유한양행을 제약업종 최선호주로 추천한다.

그림8 단일제 및 복합제 청구 금액



자료: 건강보험심사평가원, 메리츠증권리서치센터

그림9 처방 건당 약품목수



자료: 건강보험심사평가원, 메리츠증권리서치센터

신약개발 - 2Q17 Global License Deal 현황

증가세로 돌아선 글로벌 제약사의 License Deal

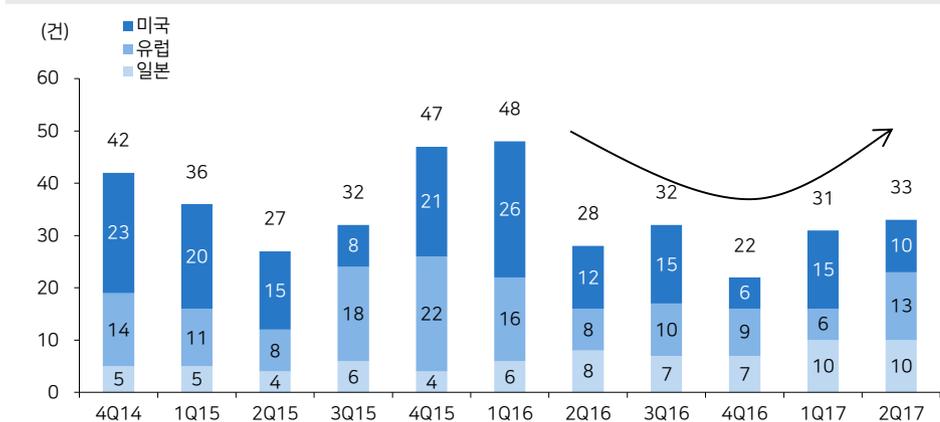
항암제, 알츠하이머 치료제 각광

2분기 주요 대형제약사들은 총 33건의 라이선스 계약을 체결했다. 약물전달기술과 항암제 중심으로 이루어졌던 그간의 계약 추세가 이어졌다. 전체 규모 1조원 이상의 계약은 총 4건이 확인 되는데 그 중 2건을 J&J가 체결했다. J&J는 당뇨를 포함하는 대사질환 치료 목적의 신규 단백질 및 세포 면역 관련 인자로 알려진 IL-23저해제를 모두 물질 탐색 단계에서 사들였다.

여전히 'Hot'한 PD-1/PD-L1

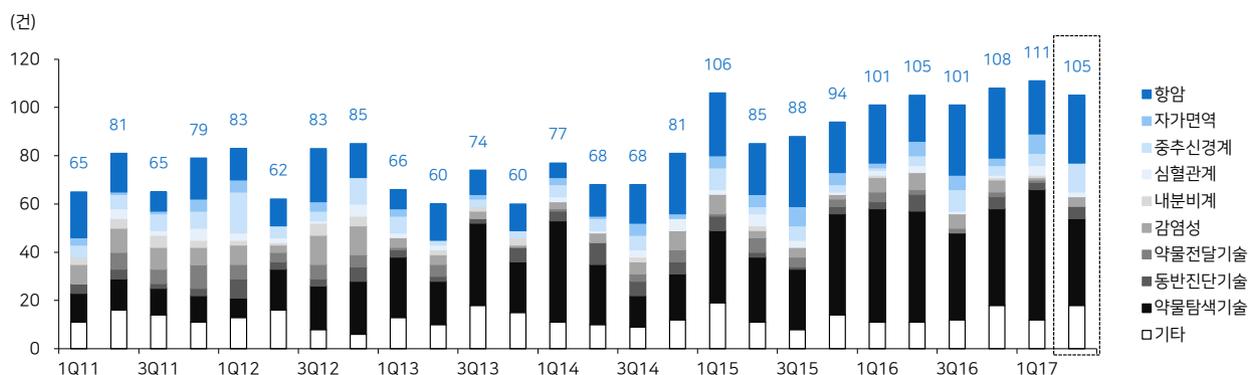
기술 이전된 주요 타겟은 여전히 면역체크포인트 저해제가 차지했다. 이는 현재 가장 주목 받는 항암제 기전 중 하나로 대표적인 약물인 Merck의 Keytruda의 경우 현재 전이성 흑색종, 비소세포폐암, 전이성 두경부암, 호치킨 림프종 등 총 9개 암종에 대한 치료로 FDA로부터 허가를 획득했으며, '22년 예상 매출이 11조원에 달하는 메가톤급 블록버스터다. 이와 관련된 파이프라인을 개발중인 국내 회사로는 한미약품, 유한양행 등이 있으나 모두 물질 탐색 단계다.

그림10 글로벌 대형 제약업체의 Deal 건수



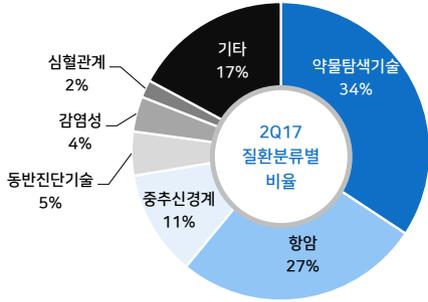
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 2분기 총 라이선스 딜 건수는 전년 동기 수준



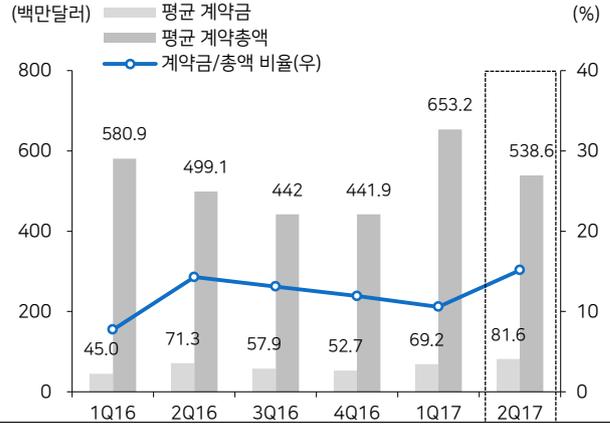
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 중추신경계 관련 Deal이 3위



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림13 평균 계약총액 하락, 계약금 비율 증가



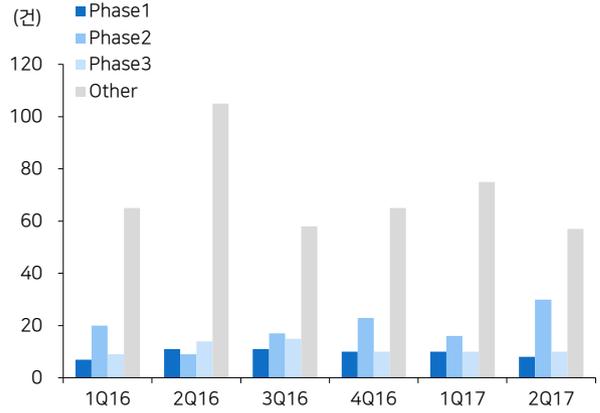
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림14 총 계약 금액별 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림15 계약 시 임상 단계별 추이



자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

표1 2Q17 주요 License Deal

No.	계약일	원 개발사	파트너사	총 계약금액	계약금	계약 내용	계약 대상 구분	치료 영역	계약 당시 개발 단계
1	17.05.02	Pieris (Germany)	AstraZeneca	2,145	45	천식 치료제 PRS-060을 포함하는 Anticalin 플랫폼 기술 이전	Platform	호흡기 질환	물질 탐색
2	17.04.13	BMS (US)	Biogen	1,260	300	항-eTau 제제인 BMS-986168의 전 세계 권리 이전	Drug	알츠하이머	임상 1상
3	17.04.07	PeptiDream (Japan)	J&J	1,150	N/A	다수의 대사성, 심혈관계 질환 치료를 위한 Peptide 발굴 프로그램을 이용한 후보물질 공동 개발	Platform	대사, 심혈관계 질환	물질 탐색
4	17.05.26	Protagonist (US)	J&J	990	50	PTG-200 및 그와 관련된 IL-23 수용체 저해제의 전세계 판권 이전	Drug	자가면역질환	물질 탐색
5	17.05.10	Sangamo (US)	Pfizer	545	70	혈우병 A 치료제인 SB-525의 전 세계 권리 이전	Drug	희귀 질환	물질 탐색
6	17.05.01	Parion (US)	Shire	535	20	안구건조증 치료제 P-321의 전 세계 판권 이전	Drug	안과 질환	임상 2상
7	17.06.02	Novo Nordisk (Denmark)	Innate	460	42	면역항암제 anti-C5aR의 전 세계 판권 이전	Drug	암	물질 탐색
8	17.04.13	BMS (US)	Roche	375	170	뒤센근위축증 치료제인 BMS-986089의 전 세계 권리 이전	Drug	희귀 질환	임상 1상
9	17.05.05	DURECT (US)	Sandoz	293	20	장기 지속형 depot기술로 개발된 진통제 POSIMIR(bupivacaine)의 미국내 권리 이전	Drug	통증	허가 신청
10	17.05.09	Ex scientia (UK)	Sanofi	274	N/A	당뇨를 포함한 대사성질환을 타겟하는 이중 표적 화학 합성약품의 공동 개발	Platform	대사, 심혈관계 질환	물질 탐색

자료: Cortellis, 메리츠증권증권 리서치센터

Appendix. 보건복지부장관 후보자 인사청문회 서면질의 답변서 주요 내용

제약산업 관련

Q. 국내개발 신약의 글로벌 진출 활성화를 위한 보험약가 결정 구조 개선 방향?

A. 현재 국내 제약사에 대해 일부 약가 우대 등의 지원을 실시하는 것으로 알고 있으며, 앞으로 신약 개발을 더욱 활성화하여 수출 등에 기여할 수 있도록 필요한 제도개선 추진할 것. 예를 들어, 우리나라가 강점이 있는 세포치료제 등 정밀.재생 의료 분야로 우대 대상을 넓히고 신약과 바이오시밀러 약가 우대 사례를 지속 창출할 필요가 있다고 생각함

Q. 항암제 등 신약에 대한 신속한 건강보험 등재 필요성에 대한 의견?

항암신약의 치료비용이 지나치게 높아 고가 신약에 대한 신속한 급여 적용이 필요하다는 의견에 공감함. 위험분담제도 도입 등 제도개선을 통해 항암신약의 보장성을 높여온 것으로 알고 있으며, 앞으로도 약제의 효과성에 대한 평가와 약가협상 등 급여에 필요한 절차를 최대한 신속하게 추진할 필요가 있다고 생각함. 다만, 고가 약제는 약가 등재절차를 진행하는 과정에서 상당한 시일이 소요됨에 따라 비급여 기간이 필연적으로 존재할 수 밖에 없는 측면이 있음. 이에 대해서는 현재 시행 중인 재난적 의료비 지원제도를 활용하여 꼭 필요한 환자가 과도한 의료비 부담을 지지 않도록 하는 대책 필요

Q. 신약 개발.수출에 대한 R&D 투자 및 사업화 지원연계 대책?

신약 개발을 활성화하기 위해서는 정부 R&D 투자를 확대하고, 산업계.대학.연구소.병원 간 오픈이노베이션을 통한 유기적 협력체계를 구축하는 것이 필요하다고 생각.

신약 수출을 촉진하기 위해서는 해외시장 정보를 통합 지원하고, 해외 GMP(제조.품질관리기준), 국제기구 조달기준(WHO PQ) 등을 국내 기업이 획득할 수 있도록 지원해야 하고, 기업의 글로벌 마케팅 역량을 향상하기 위하여 현지 제약 전문가를 활용한 맞춤형 컨설팅 및 현지 협력사와의 네트워킹 연계 등이 필요하다고 사료됨. 따라서, 장관이 된다면 금년에 수립하고 있는 제2차 제약산업 육성.지원 종합계획('18~'22)에 이러한 내용이 포함되도록 노력할 것

복지정책 관련

Q. 60%대에 머물고 있는 건강보험 보장률 정체의 원인은 무엇이라고 생각하는지, 후보자는 건강보험 보장성 확대를 위해 무엇이 가장 시급하다고 생각하는지?

A. 주된 원인은 충분한 재정투입이 이루어지지 않았고, 보장성 강화 효과를 상쇄할만큼 비급여 의료비가 빠르게 증가했기 때문이라고 생각함. 앞으로 신속히 비급여가 건강보험이 적용될 수 있도록 하여 국민들의 의료비 부담을 경감하고, 새로운 비급여의 발생을 억제함과 동시에 비급여에 대한 관리를 강화해 나가겠음

Q. 비급여 항목 축소 및 급여화를 위한 로드맵?

A. 의학적으로 필요한 모든 비급여는 선별급여 확대 등을 통해 신속하게 건강보험을 적용할 필요가 있다고 생각. 더불어, 의학적 치료와 무관한 비급여라도 상급병실료 등과 같이 국민 부담이 큰 3대 비급여 역시 지속적으로 해소해 나갈 필요 있음. 다만, 미용·성형 등 치료적 목적보다 개인의 선택에 따른 의료는 비급여로 유지하되 관리 강화

국민연금 관련

Q. 국민연금의 투명한 운용을 위한 운용 거버넌스 개편 및 독립성 강화 방안?

A. 가입자 대표로 구성된 위원회를 상설화하고, 전문위원회 법제화, 사무국 설치 등을 통해 기금운용에 대한 상시 감독체계 구축 / 기금 운용의사 결정과정 및 투자내역·자산구성의 세부적 공시 강화 추진 / 기금운용본부 단계적으로 확대·개편하여 독립성을 강화하는 동시에 기금운용본부장과 준법감시인의 선임절차 개선 등 내부통제 강화 방안 검토

Q. 국민연금 스튜어드십 코드 도입에 대한 후보자의 생각? 도입이 필요하다면 시기 및 방안?

A. 최근 사회적 자본으로서 국민연금의 적극적인 주주권 행사가 요구되고 있을 뿐 아니라, 장기투자자로서 기업 경영진과 적극적인 소통 등을 통해 기업 가치를 제고하고 궁극적으로는 국민연금 수익성 향상에 기여할 수 있는 주주권 행사 방안이 마련될 필요성이 제기되고 있는 것으로 알고 있음. 이런 측면에서 주주권 행사의 모범 기준인 스튜어드십 코드 도입을 적극 검토할 필요가 있다고 생각함

유한양행(000100)

수출 + 복합제 + 도입신약의 시너지

Buy, TP 310,000 원

유한양행의 2분기 매출액과 영업이익은 각각 3,674억원(+10.43% YoY), 296억원(+20.0% YoY)을 기록할 전망이다. 자체 개량신약인 로수바미브가 50.4억원, 듀오웰이 43.9억원의 처방금액을 기록하며 블록버스터 반열에 오를 것이 확실시되고 있다. 연간 1,000억원 이상의 매출을 올리고 있는 비리어드의 처방량 역시 전분기대비 소폭(+3.93% QoQ) 증가했다. 3분기부터는 길리어드의 소발디와 하보니를 독점 판매하게 되면서 추가적인 매출 성장이 이어지겠다.

길리어드에 납품하는 원료의약품의 매출 역시 전년 동기 대비 +14.7% 증가한 735.7억원을 기록하며 매출 및 수익성 성장의 한 축을 담당할 예정이다. 올해 길리어드가 새롭게 출시한 신약 '엡클루사'의 원료인 velpatasvir의 성장이 타 제품의 주문량 저하를 넘어설 것으로 예상된다. 이후에는 추가적인 신약API 공급도 이루어질 전망이다. 투자의견 Buy와 적정주가를 310,000원을 유지하며, 제약업종 최선호주로 추천한다.

표1 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율(%)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	1,505.0	1,603.7	1,513.1	1,672.2	0.5	4.3
영업이익	146.2	151.3	146.8	165.7	0.4	9.5
지배주주순이익	165.3	182.6	165.3	194.3	0.0	6.4

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 유한양행 2Q17 Preview table

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	컨센서스	(% diff)
매출액	276.5	332.7	361.8	349.8	351.2	367.4	365.9	0.4
영업이익	19.9	24.6	25.2	28.0	35.5	29.6	29.8	-0.8
영업이익률(%)	7.2	7.4	7.0	8.0	10.1	8.0	8.1	
지배주주순이익	51.3	34.1	24.1	51.8	29.5	35.3	37.4	-5.6
(% YoY)								
매출액	14.2	22.4	16.1	15.4	27.0	10.4		
영업이익	33.4	-4.0	-20.4	106.5	78.4	20.0		
지배주주순이익	108.1	10.1	-46.4	102.7	-42.4	3.6		

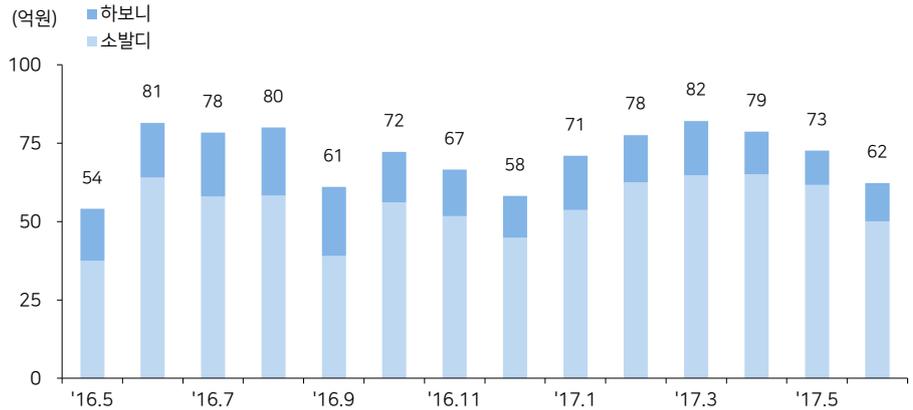
자료: 유한양행, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 유한양행 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	'16	'17E	'18E
매출액	276.5	332.7	361.8	349.8	351.2	367.4	409.9	384.5	1,320.8	1,513.1	1,672.2
약품사업	221.9	237.6	239.8	252.7	248.6	261.1	275.0	278.3	952.0	1,063.1	1,184.4
생활건강사업	20.6	26.1	28.9	26.6	24.8	27.9	30.6	28.2	102.2	111.6	118.3
해외사업	29.4	65.6	90.1	67.5	74.9	75.2	101.4	75.6	252.6	327.2	359.4
기타	4.5	3.5	3.0	2.9	2.8	3.2	2.9	2.4	14.0	11.3	10.1
매출총이익	83.0	100.6	101.3	104.5	109.3	109.5	123.2	116.7	389.4	458.7	505.7
매출총이익률 (%)	30.0	30.2	28.0	29.9	31.1	29.8	30.1	30.3	29.5	30.3	30.2
영업이익	19.9	24.6	25.2	28.0	35.5	29.6	40.9	40.8	97.8	146.8	165.7
영업이익률 (%)	7.2	7.4	7.0	8.0	10.1	8.0	10.0	10.6	7.4	9.7	9.9

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림16 하보니, 소발디의 국내 원외처방 금액 추이



자료: 유비스트, 메리츠증권증권 리서치센터

유한양행(000100)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	1,128.7	1,320.8	1,513.1	1,672.2	1,797.8
매출액증가율 (%)	10.9	17.0	14.6	10.5	7.5
매출원가	788.1	931.4	1,054.4	1,166.5	1,261.9
매출총이익	340.7	389.4	458.7	505.7	535.9
판매비와관리비	254.8	291.6	311.9	340.0	373.7
영업이익	85.8	97.8	146.8	165.7	162.2
영업이익률 (%)	7.6	7.4	9.7	9.9	9.0
금융수익	10.6	9.2	-0.1	7.5	9.4
중속/관계기업관련손익	56.5	65.1	61.3	67.4	74.2
기타영업외손익	15.4	32.7	4.6	8.7	8.5
세전계속사업이익	168.3	204.9	212.5	249.2	254.3
법인세비용	42.3	43.6	47.2	54.9	55.9
당기순이익	126.0	161.2	165.3	194.3	198.4
지배주주지분 순이익	126.0	161.2	165.3	194.3	198.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	126.2	74.1	181.5	249.8	275.5
당기순이익(손실)	126.0	161.2	165.3	194.3	198.4
유형자산감가상각비	30.0	41.5	47.6	51.7	63.8
무형자산상각비	1.1	1.4	1.9	1.7	1.6
운전자본의 증감	-37.3	-108.8	-31.7	2.0	11.8
투자활동 현금흐름	-117.8	-77.1	-37.9	-143.5	-168.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-81.3	-80.1	-36.9	-102.0	-128.0
투자자산의 감소(증가)	-71.7	-49.3	48.6	-24.7	-25.2
재무활동 현금흐름	57.4	23.3	-16.5	-39.5	-43.5
차입금증감	81.4	45.0	-15.4	-18.0	-22.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	66.1	23.0	123.0	66.7	63.8
기초현금	155.7	221.8	244.9	367.8	434.6
기말현금	221.8	244.9	367.8	434.6	498.4

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	959.4	1,048.3	1,246.3	1,352.3	1,441.0
현금및현금성자산	221.8	244.9	367.8	434.6	498.4
매출채권	214.2	235.6	257.7	308.5	313.0
재고자산	242.3	310.6	337.9	308.5	313.0
비유동자산	920.9	997.6	939.0	1,012.3	1,100.1
유형자산	307.8	333.9	324.5	374.8	439.0
무형자산	11.8	15.9	16.0	14.2	12.7
투자자산	472.0	523.4	474.2	498.9	524.1
자산총계	1,880.3	2,045.9	2,185.3	2,364.5	2,541.2
유동부채	356.6	324.4	339.6	342.2	341.8
매입채무	151.4	142.1	156.3	166.1	174.9
단기차입금	63.1	51.1	39.6	23.6	3.6
유동성장기부채	2.5	5.3	5.3	5.3	8.3
비유동부채	159.8	225.0	229.4	233.3	233.5
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	569.0	575.5	575.3
자본금	56.9	56.9	59.5	59.5	59.5
자본잉여금	115.8	115.8	113.1	113.1	113.1
기타포괄이익누계액	81.4	77.6	75.5	75.5	75.5
이익잉여금	1,273.6	1,411.2	1,534.1	1,706.9	1,883.7
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,363.9	1,496.6	1,616.3	1,789.0	1,965.9

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	96,755	113,219	129,702	143,341	154,107
EPS(지배주주)	10,764	13,782	14,130	16,617	16,965
CFPS	12,630	14,949	21,854	25,307	26,588
EBITDAPS	10,020	12,062	16,825	18,786	19,504
BPS	113,602	124,405	134,454	149,117	164,104
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	17.9	15.2	14.9
PCR	21.6	14.0	11.6	10.0	9.5
PSR	2.7	1.8	2.0	1.8	1.6
PBR	2.3	1.6	1.9	1.7	1.5
EBITDA	116.9	140.7	196.3	219.2	227.5
EV/EBITDA	23.6	14.0	12.8	11.0	10.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.5	11.3	10.6	11.4	10.6
EBITDA 이익률	10.4	10.7	13.0	13.1	12.7
부채비율	37.9	36.7	35.2	32.2	29.3
금융비용부담률	0.3	0.4	0.3	0.3	0.2
이자보상배율(x)	27.4	18.3	29.8	33.7	40.1
매출채권회전율(x)	5.2	5.9	6.1	5.9	5.8
재고자산회전율(x)	5.4	4.8	4.7	5.2	5.8

종근당(185750)

안정적으로 성장하며 R&D 역량 강화중

Buy, TP 143,000 원

종근당의 2분기 매출액과 영업이익은 각각 2,264억원(+10.1% YoY), 158억원(+49.4% YoY)을 기록할 전망이다. 원외처방 데이터 분석 결과 글리아티린(123.7억원, +66.5% YoY), 텔미누보(75.9억원, +9.0% YoY), 이모튼(65.1억원, +16.7% YoY) 등 기존제품의 성장세가 지속되고 있다. 여기에 사이폴-엔(46.6억원, +15.1% YoY), 타크로벨(13.9억원, +44.4% YoY) 등 면역조절제들의 원외처방 성장세도 두드러졌다. 다만 2분기는 임금인상 및 3분기 출시 제품에 대한 사전 마케팅 비용 집행 등으로 인해 다소 비용 증가가 예정되어 있어 직전 분기 대비 수익성은 다소 악화되겠다. 그럼에도 도입제품, 기존제품, 개량신약 등의 고른 성장이 이어지며 '17년 영업이익은 전년 대비 +14.9% 성장한 704억원을 기록할 전망이다.

3분기에는 자가면역질환 치료제인 CKD-506의 유럽 임상 1상 종료, 헌팅턴증후군 치료제인 CKD-504의 미국 임상 1상 개시 등 파이프라인의 가치를 증명하기 위한 임상 개발이 순차적으로 진행될 계획이다. 또한 임상에 성공했음에도 다소 보수적인 입장의 보도자료를 배포한 Merck의 이상지질혈증 치료제 'anacetrapib'의 임상 3상에 대한 구체적인 결과 발표가 8월 29일로 예정되어 있다. 긍정적인 결과가 발표될 경우 CKD-519에 대한 구체적인 가치반영이 가능하다. 투자 의견 Buy와 적정주가를 143,000원을 유지한다.

표4 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율(%)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	895.2	986.3	909.9	1,013.0	1.6	2.7
영업이익	69.3	71.2	70.4	75.7	1.6	6.4
지배주주순이익	47.2	47.0	47.9	50.3	1.5	7.0

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표5 종근당 2Q17 Preview Table

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	컨센서스	(% diff)
매출액	201.9	205.7	204.7	219.7	209.7	226.4	217.2	4.2
영업이익	8.3	10.6	22.2	20.2	16.8	15.8	14.6	8.2
영업이익률(%)	4.1	5.1	10.9	9.2	8.0	7.0	6.7	
지배주주순이익	5.6	7.3	14.9	13.2	11.4	10.9	10	8.9
(% YoY)								
매출액	37.1	46.9	36.7	41.3	3.8	10.1		
영업이익	-32.6	30.4	88.7	91.2	103.0	49.4		
지배주주순이익	-9.0	-127.6	77.9	155.7	105.6	49.1		

자료: 종근당, 메리츠증권증권 리서치센터

종근당(185750)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	592.5	832.0	909.9	1,013.0	1,131.1
매출액증가율 (%)	8.9	40.4	9.4	11.3	11.7
매출원가	296.3	497.1	537.5	594.5	671.4
매출총이익	296.2	334.9	372.4	418.5	459.7
판매비와관리비	253.5	273.6	302.0	342.8	365.0
영업이익	42.7	61.2	70.4	75.7	94.7
영업이익률 (%)	7.2	7.4	7.7	7.5	8.4
금융수익	-3.4	-3.9	-3.5	-4.9	-4.7
중속/관계기업관련손익	0.0	-0.3	-0.2	0.0	0.0
기타영업외손익	-24.2	-0.2	-0.7	-1.6	-0.9
세전계속사업이익	15.1	56.8	66.1	69.2	89.1
법인세비용	21.9	15.8	18.2	18.9	24.3
당기순이익	-6.8	40.9	47.9	50.3	64.8
지배주주지분 순이익	-6.8	40.9	47.9	50.3	64.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	7.3	57.8	36.7	58.9	65.9
당기순이익(손실)	-6.8	40.9	47.9	50.3	64.8
유형자산감가상각비	20.1	22.1	21.4	21.0	24.2
무형자산상각비	2.6	1.9	1.9	1.9	1.9
운전자본의 증감	-26.7	-36.2	-39.9	-14.3	-25.0
투자활동 현금흐름	-35.9	-43.4	-30.0	-44.3	-16.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-32.2	-37.9	-27.7	-40.7	-12.9
투자자산의 감소(증가)	1.5	-3.3	-1.7	-1.5	-2.9
재무활동 현금흐름	-7.5	-5.6	0.6	-23.5	-38.5
차입금증감	0.0	0.0	0.6	-15.0	-30.0
자본의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	-35.9	8.9	7.2	-8.8	10.6
기초현금	48.8	12.9	21.7	28.9	20.1
기말현금	12.9	21.7	28.9	20.1	30.7

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	288.4	338.8	377.3	396.0	456.8
현금및현금성자산	12.9	21.7	28.9	20.1	30.7
매출채권	165.7	196.5	208.2	224.1	254.0
재고자산	90.0	98.3	116.1	125.9	142.8
비유동자산	287.9	302.9	311.4	337.7	334.4
유형자산	228.0	244.7	251.4	276.1	269.8
무형자산	15.8	14.9	15.1	15.3	15.4
투자자산	15.5	18.5	20.0	21.5	24.4
자산총계	576.3	641.7	688.7	733.7	791.3
유동부채	151.4	211.4	217.3	232.6	237.2
매입채무	49.5	71.2	77.0	82.8	93.8
단기차입금	28.6	54.0	48.1	43.1	33.1
유동성장기부채	25.4	30.6	32.0	42.0	37.0
비유동부채	110.3	76.0	83.9	66.8	57.4
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	287.4	301.2	299.4	294.7
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	1.9	6.9	12.9
이익잉여금	19.5	58.9	91.0	132.9	189.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	314.6	354.3	387.4	434.2	496.6

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	62,971	88,424	96,705	107,664	120,214
EPS(지배주주)	-720	4,352	5,093	5,349	6,891
CFPS	6,290	11,774	10,509	10,308	12,733
EBITDAPS	6,949	9,053	9,956	10,480	12,832
BPS	31,748	36,071	39,570	44,530	51,147
DPS	600	900	900	900	900
배당수익률(%)	0.6	0.9	0.8	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	-	24.0	22.8	21.7	16.8
PCR	15.3	8.9	11.0	11.3	9.1
PSR	1.5	1.2	1.2	1.1	1.0
PBR	3.0	2.9	2.9	2.6	2.3
EBITDA	65.4	85.2	93.7	98.6	120.7
EV/EBITDA	15.5	12.8	12.7	12.0	9.5
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	-2.1	12.2	12.9	12.2	13.9
EBITDA 이익률	11.0	10.2	10.3	9.7	10.7
부채비율	83.2	81.1	77.7	69.0	59.3
금융비용부담률	0.7	0.5	0.4	0.5	0.5
이자보상배율(x)	9.8	14.7	18.5	14.3	18.5
매출채권회전율(x)	3.7	4.6	4.5	4.7	4.7
재고자산회전율(x)	7.2	8.8	8.5	8.4	8.4

에스티팜(003220)

매출 하락 메워줄 신약 'Vosevi' 물량 공급 예정

Buy, TP 58,500 원

에스티팜의 2분기 매출액과 영업이익은 각각 563억원(-19.3% YoY), 224억원(-28.4% YoY)을 기록할 전망이다. C형간염 치료제 글로벌 처방량 감소 및 기고 효과 때문이다. 이제까지는 에스티팜이 공급하는 원료가 주로 미국, 유럽을 제외한 국가에 납품되고 있었다. 해당 국가들 중 가장 큰 비중을 차지하는 나라는 일본으로 최근 처방 환자수가 급격히 감소했다. 그에 따라 내년 주문량 감소는 불가피한 상황이었다.

최근 상황이 일부 개선됐다. 길리어드의 1분기 일본 등 기타 국가에서의 매출액이 전년 동기 대비 -71.5% 급감했지만 길리어드의 4번째 C형 간염 신약인 Vosevi가 EMA와 FDA로부터 각각 지난 6월 22일과 7월 19일에 허가를 획득함에 따라 감소분을 일부 대체 할 수 있기 때문이다. 동사는 미국과 유럽 허가당국의 GMP인증을 완료한 상태다. Vosevi의 '17, '18년 누적 매출액 컨센서스는 8억 7,500만 달러로 '15년 4분기를 정점으로 감소하기 시작한 길리어드의 기타국가 매출 누적 감소량인 11억 1,000만 달러의 79.54% 수준이다. 그에 따라 '18년 길리어드의 신약 API수주 금액은 1억 1,000만 달러로 전년 대비 -19.5%감소하는데 그치겠다.

투자의견 Buy를 유지하며, 적정주가를 기존 61,000원에서 58,500원으로 하향한다. 수주 감소분을 반영하여 추정한 '18년 EPS는 3,612원으로 직전 추정치 대비 -14.7% 하락했다. 적정주가는 '17년 예상 EPS인 3,657원에 Peer 그룹 4개회사의 12개월 선행 평균 PER인 16배를 적용하여 산출했다.

표6 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율(%)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	219.4	231.9	219.4	209.0	0.0	-9.9
영업이익	86.3	92.9	86.3	83.7	0.0	-10.0
지배주주순이익	67.6	73.9	67.6	66.8	0.0	-9.7

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표7 에스티팜 2Q17 Preview Table

(십억원)	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	컨센서스	(% diff)
매출액	69.8	54.0	45.7	47.8	56.3	58.6	-3.9
영업이익	31.2	20.9	16.8	17.8	22.4	22.9	-2.3
영업이익률(%)	44.8	38.7	36.8	37.2	39.7	39.1	
지배주주순이익	23.7	16.3	11.7	13.4	17.6	18.1	-2.5

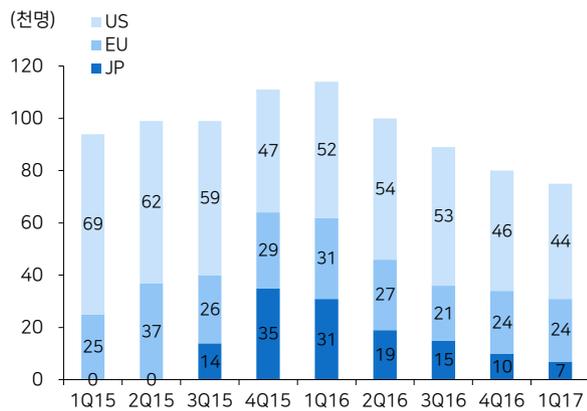
자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표8 에스티팜 실적 추이 및 전망

(십억원)	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	'17E	'18E
매출	47.8	56.3	51.8	63.4	41.2	71.5	53.9	42.4	219.4	209.0
신약API	39.5	46.6	42.0	53.5	31.2	61.4	43.8	32.2	187.0	168.6
제네릭API	7.7	9.0	9.1	9.2	9.3	9.4	9.5	9.6	36.2	37.9
기타	0.6	0.8	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6	-3.7	2.5
영업이익	17.8	22.4	20.6	25.6	16.4	28.7	21.7	17.0	86.3	83.7
순이익	13.4	17.6	16.3	20.2	13.1	22.7	17.3	13.7	67.6	66.8
영업이익률(%)	37.2	39.7	39.7	40.3	39.8	40.1	40.2	40.0	39.4	40.0
순이익률(%)	28.1	31.3	31.4	31.9	31.9	31.8	32.0	32.2	30.8	31.9

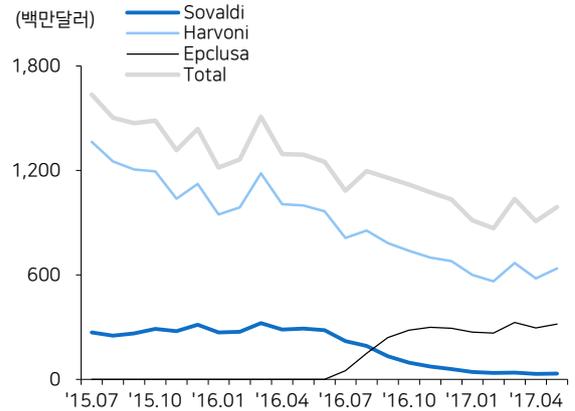
자료: 에스티팜, 메리츠증권증권 리서치센터

그림17 길리어드의 C형간염 치료제 처방 환자수 추이



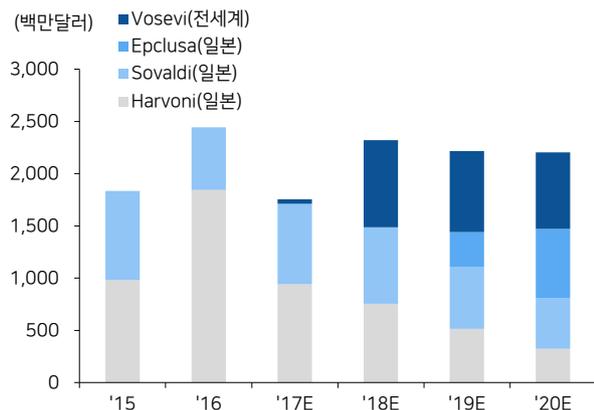
자료: 길리어드, 메리츠증권증권 리서치센터

그림18 미국내 Sofosbuvir 기반 치료제 매출 추이



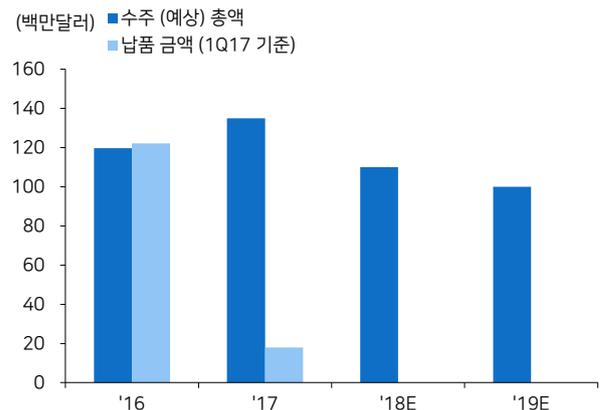
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림19 공급 국가별 시장 전망



자료: Cortellis, 메리츠증권증권 리서치센터

그림20 수주 실적 및 전망



자료: 전자공시시스템, 메리츠증권증권 리서치센터

에스티팜(237690)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액		200.4	219.4	209.0	222.7
매출액증가율 (%)		-	9.5	-4.7	6.6
매출원가		107.4	115.2	109.1	116.2
매출총이익		93.0	104.2	99.9	106.5
판매비와관리비		15.4	17.8	16.2	17.2
영업이익		77.6	86.3	83.7	89.3
영업이익률 (%)		38.7	39.4	40.0	40.1
금융수익		4.6	0.6	2.1	2.6
중속/관계기업관련손익		0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익		-1.7	0.2	0.0	0.0
세전계속사업이익		80.5	87.1	85.8	91.9
법인세비용		19.1	19.5	19.1	20.4
당기순이익		61.4	67.6	66.8	71.5
지배주주지분 손이익		61.4	67.6	66.8	71.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름		50.8	116.8	68.6	81.1
당기순이익(손실)		61.4	67.6	66.8	71.5
유형자산감가상각비		10.8	14.0	13.5	16.8
무형자산상각비		0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감		-21.5	36.2	-9.6	-4.6
투자활동 현금흐름		-93.2	-34.8	7.7	-34.4
유형자산의 증가(CAPEX)		-16.0	-16.4	-20.6	-20.3
투자자산의 감소(증가)		-1.0	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름		85.2	0.2	-6.3	-6.3
차입금증감		1.5	0.3	-0.6	0.4
자본의증가		179.3	0.0	0.0	0.0
현금의증가		43.4	81.1	70.0	40.4
기초현금		11.8	55.2	136.3	206.4
기말현금		55.2	136.3	206.4	246.8

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산		224.9	319.4	335.7	416.8
현금및현금성자산		55.2	136.3	206.4	246.8
매출채권		13.4	18.1	13.1	17.2
재고자산		91.4	81.8	60.6	79.7
비유동자산		142.9	145.6	152.9	156.6
유형자산		138.4	140.8	147.9	151.4
무형자산		1.1	1.1	1.3	1.4
투자자산		1.0	1.0	1.0	1.0
자산총계		367.8	465.1	488.7	573.4
유동부채		51.5	94.7	59.5	78.2
매입채무		13.7	13.7	5.3	7.0
단기차입금		0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채		0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채		3.1	4.7	3.2	4.2
사채		0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금		0.1	0.0	0.0	0.0
부채총계		54.5	99.4	62.7	82.4
자본금		9.2	9.2	9.2	9.2
자본잉여금		170.0	170.0	170.0	170.0
기타포괄이익누계액		0.0	-0.4	-0.4	-0.4
이익잉여금		134.0	186.8	247.1	312.1
비지배주주지분		0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계		313.2	365.7	426.0	491.0

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS		12,554	11,868	11,308	12,051
EPS(지배주주)		3,849	3,657	3,612	3,869
CFPS		5,474	5,513	5,262	5,739
EBITDAPS		5,537	5,429	5,262	5,739
BPS		16,733	19,540	22,763	26,241
DPS		500	300	350	350
배당수익률(%)		1.1	0.6	0.7	0.7
Valuation(Multiple)					
PER		11.7	11.0	11.2	10.4
PCR		8.2	7.3	7.7	7.0
PSR		3.6	3.4	3.6	3.3
PBR		2.7	2.1	1.8	1.5
EBITDA		88.4	100.4	97.3	106.1
EV/EBITDA		8.1	6.6	6.4	5.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)		19.6	19.9	16.9	15.6
EBITDA 이익률		44.1	45.7	46.5	47.6
부채비율		17.4	27.2	14.7	16.8
금융비용부담률		0.6	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)		62.3	561.3	558.0	604.3
매출채권회전율(x)		14.9	13.9	13.4	14.7
재고자산회전율(x)		2.2	2.5	2.9	3.2

보령제약(003850)

장기적인 그림을 보자

Buy, TP 60,000 원

보령제약의 2분기 매출액과 영업이익은 각각 1,150억원(+9.2% YoY), 74억원(-26.3% YoY)을 기록하며 컨센서스를 -17.0% 하회할 전망이다. 작년 출시된 카나브의 고혈압 복합제 듀카브가 2분기 처방실적 약 22억원(+31.3% QoQ)을 기록하면서 빠르게 성장했다. 하지만 기존 주력제품인 카나브가 역성장 하면서 해당 성장분을 상쇄시켰다. 그럼에도 아스텔라스로부터 도입한 베시케어와 하루날, 릴리로부터 도입한 트루리티가 1분기부터 본격적인 매출이 발생하고 있어 향후 수익성에 도움이 될 전망이다.

이를 반영하여 2017년과 2018년의 예상 EPS를 각각 2,184원, 3,103원으로 조정하고 그에 따라 적정주가를 기존 63,000원에서 60,000원으로 하향한다. 적정주가는 '18년 예상 EPS에 PER 19배를 적용했다. 1) 카나브 패밀리 수출 모델이 아직 유효한 점, 2) 남아공 제약사와 아프리카 10개국에 총액 3,711만 달러 규모의 추가 계약을 성사시킨 점, 3) 최근 주목받고 있는 면역관련 세포치료제를 개발하고있는 바이젠셀에 전격 투자하는 등 오픈 이노베이션을 강화하고 있다는 점을 감안하면 국내 중소형제약사 평균 12개월 선행 PER에 30% 프리미엄을 부여한 19배는 부담스럽지 않은 수준이라 판단한다.

표9 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율(%)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	480.1	535.1	469.5	538.4	-2.2	0.6
영업이익	38.5	57.5	30.3	39.7	-21.5	-30.9
지배주주순이익	82.4	40.6	76.4	27.5	-7.4	-32.2

자료: 메리츠증권 리서치센터

표10 보령제약 2Q17 Preview Table

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	컨센서스	(% diff)
매출액	88.9	105.3	117.3	97.7	99.9	115.0	115.8	-0.7
영업이익	4.3	10.0	6.5	1.2	4.9	7.4	8.9	-17.0
영업이익률(%)	4.9	9.5	5.6	1.2	4.9	6.4	7.7	
지배주주순이익	3.2	8.7	3.2	-9.5	2.7	5.2	7.4	-29.6
(% YoY)								
매출액	2.3	4.5	4.7	-3.9	12.4	9.2		
영업이익	-27.4	42.9	11.4	-86.8	12.7	-26.3		
지배주주순이익	-40.4	62.7	-40.9	적전	흑전	-39.9		

자료: 보령제약, 메리츠증권 리서치센터

보령제약(003850)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	401.4	409.1	469.5	538.4	602.9
매출액증가율 (%)	11.6	1.9	14.8	14.7	12.0
매출원가	232.4	232.5	270.4	308.0	348.1
매출총이익	169.0	176.6	199.1	230.4	254.8
판매비와관리비	141.4	154.6	168.9	190.6	209.8
영업이익	27.6	22.0	30.3	39.7	45.0
영업이익률 (%)	6.9	5.4	6.4	7.4	7.5
금융수익	-0.5	-0.1	-1.6	-1.3	-0.8
중속/관계기업관련손익	0.0	-0.1	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.7	-0.4	77.8	0.0	0.0
세전계속사업이익	27.8	21.5	106.5	38.4	44.2
법인세비용	7.5	15.8	30.1	10.9	12.5
당기순이익	20.3	5.6	76.4	27.5	31.7
지배주주지분 손이익	20.3	5.6	76.4	27.5	31.7

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	202.0	262.0	330.4	339.7	402.6
현금및현금성자산	22.1	26.3	60.0	25.0	48.9
매출채권	124.7	130.7	152.0	178.0	199.4
재고자산	48.5	73.4	78.6	90.9	103.2
비유동자산	128.9	135.9	142.1	154.8	142.6
유형자산	80.0	89.3	98.3	110.4	97.6
무형자산	18.5	17.8	15.8	15.7	15.7
투자자산	0.5	3.3	4.2	4.8	5.4
자산총계	330.9	397.9	472.5	494.6	545.2
유동부채	119.4	195.6	195.4	190.4	209.8
매입채무	25.4	38.8	48.9	56.5	63.0
단기차입금	53.6	24.3	96.7	70.7	67.7
유동성장기부채	2.5	1.2	0.6	0.6	0.6
비유동부채	15.6	6.9	8.8	10.1	11.3
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	204.2	200.5	221.1
자본금	20.1	21.1	22.1	22.1	22.1
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	254.0	279.9	309.8
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	195.9	195.3	268.3	294.1	324.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	17.1	9.4	-17.3	19.6	35.6
당기순이익(손실)	20.3	5.6	76.4	27.5	31.7
유형자산감가상각비	10.8	13.2	13.1	12.0	17.3
무형자산상각비	2.0	2.1	2.0	2.0	2.0
운전자본의 증감	-20.2	-23.0	-97.6	-21.9	-15.3
투자활동 현금흐름	-20.5	32.4	-20.6	-26.8	-7.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-16.2	-25.1	-21.6	-24.1	-4.5
투자자산의 감소(증가)	0.0	-2.9	-0.9	-0.6	-0.6
재무활동 현금흐름	19.1	-38.5	71.7	-27.7	-4.7
차입금증감	20.3	-31.8	71.9	-26.0	-3.0
자본의증가	0.2	0.8	1.0	0.0	0.0
현금의증가	15.9	4.2	33.6	-34.9	23.8
기초현금	6.2	22.1	26.3	60.0	25.1
기말현금	22.1	26.3	60.0	25.1	48.9

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	45,402	46,283	53,116	60,905	68,202
EPS(지배주주)	2,297	635	8,639	3,114	3,583
CFPS	5,725	4,973	14,058	6,080	7,268
EBITDAPS	4,563	4,223	5,134	6,080	7,268
BPS	20,070	20,087	28,568	31,492	34,885
DPS	200	200	200	200	200
배당수익률(%)	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
Valuation(Multiple)					
PER	23.4	97.6	5.3	14.8	12.9
PCR	10.3	13.1	3.3	7.6	6.3
PSR	1.2	1.3	0.9	0.8	0.7
PBR	2.7	3.1	1.6	1.5	1.3
EBITDA	40.3	37.3	45.4	53.7	64.3
EV/EBITDA	12.1	14.0	9.7	8.4	6.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.9	2.9	32.9	9.8	10.2
EBITDA 이익률	10.0	9.1	9.7	10.0	10.7
부채비율	68.9	103.7	76.1	68.2	68.2
금융비용부담률	0.3	0.2	0.2	0.4	0.2
이자보상배율(x)	23.4	22.9	28.7	20.0	36.9
매출채권회전율(x)	3.5	3.2	3.3	3.3	3.2
재고자산회전율(x)	8.1	6.7	6.2	6.4	6.2

대원제약(003220)

브랜드 이미지 확보, 지속 성장 가능

Buy, TP 25,000 원

대원제약의 2분기 매출액과 영업이익은 각각 688억원(+11.6% YoY), 76억원(+9.5% YoY)을 기록할 전망이다. 자체 개량신약인 에스원앰프, 베포스타, 엑스콤비의 원외 처방 실적이 각각 전년 동기 대비 +13.7%, +40.6%, +6.8% 성장하면서 실적 성장세를 이어오고 있다. 이외 코대원포르테(+27.8% YoY)의 예상외 선전과, 펠루비(+41.4% YoY), 엘스테인(+52.5% YoY), 레나메진(+157.9% YoY) 등의 폭발적인 성장도 돋보인다. 다만 1) 마진이 좋은 개량신약의 성장보다는 제네릭 의약품의 판매 증가가 성장을 이끈 점, 2) 2분기에도 계속해서 집행된 광고선전비의 영향으로 전년대비 집행된 비용이 늘어나 영업이익 증가는 매출액 증가에 다소 못 미치는 수준에 그칠 전망이다.

투자의견을 Buy로 유지하고 적정주가를 27,000원에서 25,000원으로 소폭 하향한다. 적정주가는 변동된 2018년 예상 EPS 1,387원에 대원제약의 2017년 평균 12개월 선행 PER 13배를 적용하여 산출했다. 브랜드 이미지 제고를 위해 TV, 라디오 등 광고에 투자한 결과 이제 '코대원'이라는 감기약을 모르는 사람은 거의 없다. 이를 통해 브랜드 이미지 개선 효과와 전문의약품, 일반의약품 등 모든 분야의 매출 성장을 기대할 수 있다.

표11 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율(%)	
	2017E	2018E	2017E	2018E	2017E	2018E
매출액	284.9	338.3	280.8	336.5	-1.4	-0.5
영업이익	40.3	52.2	34.6	47.3	-14.1	-9.3
지배주주순이익	31.3	40.5	26.0	35.9	-16.8	-11.4

자료: 메리츠증권리서치센터

표12 대원제약 2Q17 Preview Table

(십억원)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	컨센서스	(% diff)
매출액	58.1	61.7	55.2	65.7	62.9	68.8	66.5	3.4
영업이익	5.1	7.0	8.4	8.7	4.8	7.6	7.6	0.6
영업이익률(%)	8.7	11.3	15.1	13.3	7.6	11.1	11.4	
지배주주순이익	3.9	4.3	7.2	4.8	3.3	6.0	6.8	-11.1
(% YoY)								
매출액	14.2	14.4	11.3	6.4	8.2	11.6		
영업이익	20.4	19.5	99.6	-1.2	-5.7	9.5		
지배주주순이익	2.5	-19.2	126.6	-10.2	-15.6	39.4		

자료: 대원제약, 메리츠증권리서치센터

대원제약(003220)

Income Statement

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	216.2	240.7	280.8	336.5	378.8
매출액증가율 (%)	18.8	11.3	16.6	19.9	12.6
매출원가	99.0	103.2	120.5	143.3	161.1
매출총이익	117.2	137.5	160.3	193.2	217.7
판매비와관리비	94.1	108.4	125.6	145.9	160.5
영업이익	23.1	29.1	34.6	47.3	57.2
영업이익률 (%)	10.7	12.1	12.3	14.1	15.1
금융수익	0.4	0.2	0.2	0.4	0.7
중속/관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.2	-1.6	-0.3	0.0	0.0
세전계속사업이익	23.2	27.8	34.6	47.7	57.9
법인세비용	5.9	8.0	9.4	12.9	15.7
당기순이익	17.3	19.7	25.2	34.8	42.2
지배주주지분 손이익	17.7	20.2	26.0	35.9	43.5

Balance Sheet

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	88.9	95.1	113.1	144.0	178.5
현금및현금성자산	19.1	14.0	17.0	37.1	58.4
매출채권	28.1	30.7	35.1	39.1	43.9
재고자산	31.3	40.6	48.8	54.3	61.0
비유동자산	105.8	119.6	128.9	135.3	147.2
유형자산	90.3	100.9	107.6	113.4	123.7
무형자산	8.7	9.3	11.0	11.5	12.8
투자자산	0.7	1.2	1.5	1.7	1.9
자산총계	194.7	214.7	242.0	279.3	325.7
유동부채	30.3	34.8	42.0	46.8	52.6
매입채무	5.5	4.8	5.1	5.6	6.3
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	22.0	24.4	27.4
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	64.0	71.2	80.0
자본금	8.6	8.8	9.1	9.1	9.1
자본잉여금	10.8	10.6	10.3	10.3	10.3
기타포괄이익누계액	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
이익잉여금	129.3	145.5	162.3	193.6	232.4
비지배주주지분	0.5	0.6	-0.2	-1.3	-2.6
자본총계	148.7	162.0	178.0	208.1	245.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	25.8	20.8	21.0	39.2	48.3
당기순이익(손실)	17.3	19.7	25.2	34.8	42.2
유형자산감가상각비	5.1	6.4	6.9	6.2	8.7
무형자산상각비	0.9	1.1	1.4	1.5	1.6
운전자본의 증감	-1.4	-13.5	-13.0	-2.9	-3.6
투자활동 현금흐름	-22.7	-20.2	-17.7	-14.5	-22.4
유형자산의 증가(CAPEX)	-19.8	-17.3	-13.6	-12.0	-19.0
투자자산의 감소(증가)	-0.3	-0.5	-0.3	-0.2	-0.2
재무활동 현금흐름	-5.3	-5.8	-0.3	-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	3.1	20.1	21.3
기초현금	21.3	19.1	14.0	17.0	37.1
기말현금	19.1	14.0	17.0	37.1	58.4

Key Financial Data

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당데이터(원)					
SPS	11,876	13,224	15,424	18,487	20,811
EPS(지배주주)	972	1,112	1,430	1,972	2,391
CFPS	2,030	2,362	2,456	3,026	3,711
EBITDAPS	1,597	2,012	2,359	3,026	3,711
BPS	7,664	8,355	9,184	10,875	12,935
DPS	200	260	260	260	260
배당수익률(%)	1.2	1.4	1.3	1.3	1.3
Valuation(Multiple)					
PER	17.2	17.1	13.2	9.6	7.9
PCR	8.7	8.3	7.7	6.3	5.1
PSR	1.4	1.4	1.2	1.0	0.9
PBR	2.2	2.3	2.1	1.7	1.5
EBITDA	29.1	36.6	42.9	55.1	67.6
EV/EBITDA	9.6	9.0	7.7	5.6	4.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	12.5	13.1	15.3	18.5	19.0
EBITDA 이익률	13.4	15.2	15.3	16.4	17.8
부채비율	31.0	32.5	36.0	34.2	32.6
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	879.7	-	-	-	-
매출채권회전율(x)	8.0	8.2	8.5	9.1	9.1
재고자산회전율(x)	6.8	6.7	6.3	6.5	6.6

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 7월 20일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 7월 20일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 7월 20일 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 증가대비 4등급	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	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)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	92.8%
중립	7.2%
매도	0.0%

2017년 6월 30 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

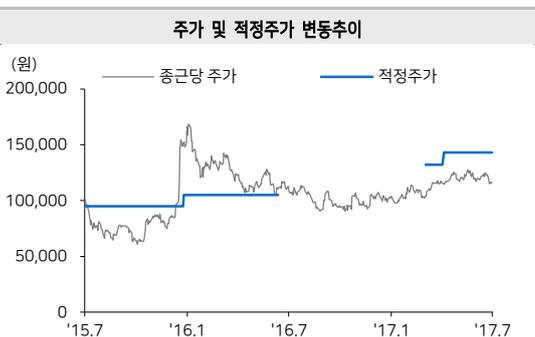
유한양행(000100) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자
2015.05.04	산업브리프	Buy	240,000	김현욱
2015.07.14	산업분석	Hold	280,000	김현욱
2016.01.13	산업분석	Hold	320,000	김현욱
				담당자 변경
2017.03.22	산업분석	Buy	284,000	이태영
2017.04.24	산업브리프	Buy	310,000	이태영
2017.07.20	산업브리프	Buy	310,000	이태영



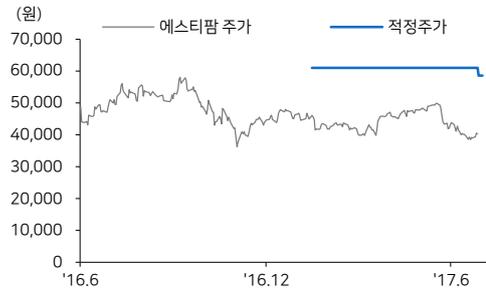
종근당(185750) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자
2015.05.11	산업브리프	Hold	75,000	김현욱
2015.07.14	산업분석	Hold	95,000	김현욱
2016.01.13	산업분석	Hold	105,000	김현욱
				담당자 변경
2017.03.22	산업분석	Buy	132,000	이태영
2017.04.24	산업브리프	Buy	143,000	이태영
2017.07.20	산업브리프	Buy	143,000	이태영



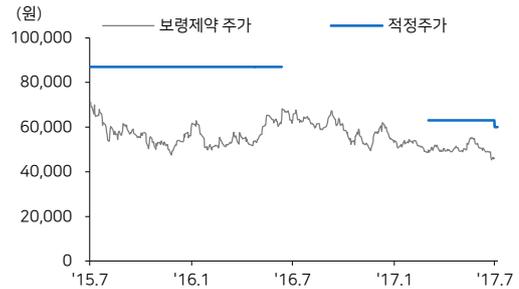
에스티팜(237690) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2017.02.06	산업분석	Buy	61,000	이태영	
2017.06.01	산업분석	Buy	61,000	이태영	
2017.07.20	산업브리프	Buy	58,500	이태영	



보령제약(003850) 투자등급변경 내용

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.07.14	산업분석	Hold	87,000	김현욱	
2016.01.13	산업분석	Buy	87,000	김현욱	
2017.03.22	산업분석	Buy	63,000	이태영	
2017.04.24	산업브리프	Buy	63,000	이태영	
2017.07.20	산업브리프	Buy	60,000	이태영	
				담당자 변경	



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	이태영	
				담당자 변경	
2017.04.24	산업브리프	Buy	27,000	이태영	
2017.07.20	산업브리프	Buy	25,000	이태영	

