

2017. 08. 28 리서치센터

Hanyang Securities

기업분석

Analyst | 임동락

Tel. 3770-5428

limrotc37@hygood.co.kr

헬스케어 Update

▶ 인터로조(119610) – 향후 성장동력은 수출

내수 둔화 vs 수출 성장 양호: 2Q 매출액 193억원(+ 9.3% yoy), 영업이익 60억원(+ 11.8% yoy) 양호한 실적 달성. 원데이렌즈(97억원, -5.4% yoy) 매출 주춤한 반면 착용주기가 1개월 이내 FRP(89억원, +37.7% yoy) 중동향 수출 호조 힘입어 급증. 뷰티렌즈 경쟁 심화로 내수(79억원, -10.3% yoy) 둔화 불구 유럽(47억원, +13.7% yoy), 중동(33억원, +45.9% yoy), 일본(22억원, +57.8% yoy) 등 수출(114억원, +28.7% yoy) 고르게 증가. 영업이익률 30%(31.3%, +0.7%p yoy) 상회.

과거와 같은 내수 고성장 제한, 제품미스 효과 기대: 2Q 내수 매출 처음으로 역성장 기록. 그러나 역성장 지속 또는 피크 이웃 우려 시기상조 대용량백 라인업 강화 및 FRP 비중 확대와 같은 제품미스 통해 3Q 내수 매출 반등 예상. 상저하고 분기 실적 패턴 유효. 다만 국내 시장규모나 경쟁 구도 심화 등 감안할 때 과거와 같은 내수 고성장 및 추가적인 MS 확대 제한적. 이를 감안할 때 동사 제시한 연간 기이던스(매출액 906억원, 영업이익 272억원) 충족 어려울 것.

수출이 성장동력, 일본 런칭 가시화 및 중동유럽 성장세 고무적: 프랑스 등 신규 거래선 확대, 중동 유통 채널 영업망 확대 힘입어 유럽과 중동 성장세 양호할 전망. HOYA와 위탁생산 관련 LOI 체결하고 11월 런칭 예정. 제품 출하 초기 마진 확보 어렵겠지만 2조원대 추정 일본 콘택트렌즈 시장규모와 MS 1위인 HOYA eyecity 입지 감안할 때 향후 공급 품목 확대시 동사 실적 레벨업 기대.

인터로조(119610)

주가(08/25)	33,950원
시가총액	3,660억원
Rating	매수(유지)
Target Price	49,000원
Previous	49,000원

▶ 크리스탈(083790) – 아셀렉스 부진 vs 파이프라인 성과 도출 기대

아셀렉스 매출 기대 이하, 적자 지속 예상: 동사 주가 장기 부진 이유는 아셀렉스 매출 기대에 미치지 못한 가운데 판관비 증가에 따른 편디멘털 악화 영향 가장 크다고 판단. 아셀렉스 통한 2017년 100억 원 달성 가능성 낮아 보임. 동사 연결기준 1H 실적은 매출액 67억원, 영업순손실 45억원이며, 상반기 월 평균 4~5억원대에서 완만한 증가세 보이고 있는 아셀렉스 쳐방실적 감안시 적자 지속 전망.

아셀렉스 쳐방실적 증가세는 유효, 2018년 수출 가시화 기대: 고령화/비민/민성질환 증가로 통증치료제 수요 꾸준한 가운데 기존 치료제 대비 극소 용량, 등등 이상 유의미한 약효, 위장관계 부작용 감소, 신약 프리미엄 등 경쟁력 기반 쳐방실적 증가세 유효. 동아에스티와 협의 통해 코프로모션 확대 등 공급 루트 다변화 모색 중. 신규 제형 발매, 적응증 추가 복합제 조기출시 노력 병행. 연내 터키 인허가 절차가 마무리될 경우 2018년부터 해외 신규 매출 기대.

파이프라인 성과 도출 가능성 주목: Aptose로 L/O한 CG026806(급성백혈병치료제) 전임상 마무리하고 내년 상반기 임상 1상 진입 목표로 연내 IND 제출 예정. IND 제출시 200만\$ 수취. CG400549(슈퍼박테리아항생제) 미국 임상 2a상에서 모든 환자들이 100% 완치되는 약효 증명, L/O 기대 파이프라인. 임상 1b/2상 진행 중인 CG200745(분자표적항암제)는 임상 가속화 통해 각각 2019년(골수형성 이상증후군/식약처 개발단계 희귀의약품 지정/조건부시판 가능), 2020년(췌장암) 국내 승인 예상.

크리스탈(083790)

주가(08/25)	12,950원
시가총액	3,350억원
Rating	Not Rated
Target Price	–
Previous	–

인터로조(119610)

- 향후 성장동력은 수출

▶ 내수 둔화 vs 수출 성장 양호

2Q 매출액 193억원(+ 9.3% yoy), 영업이익 60억원(+ 11.8% yoy)으로 당사 추정치(매출액 198억원, 영업이익 61억원)에 대체로 부합한 양호한 실적을 달성했다. 제품군별로는 원데이렌즈(97억원, -5.4% yoy) 매출이 주춤한 반면 착용주기가 1개월 이내인 FRP(89억원, +37.7% yoy) 매출은 중동향 수출 호조에 힘입어 급증했다. 권역별로는 뷰티렌즈 경쟁 심화로 인한 내수(79억원, -10.3% yoy) 둔화에도 불구하고 유럽(47억원, +13.7% yoy), 중동(33억원, +45.9% yoy), 일본(22억원, +57.8% yoy) 등 수출(114억원, +28.7% yoy)이 고르게 증가하는 모습이다. 마진이 좋은 기능성 렌즈 및 FRP 매출 증가와 함께 효율적인 비용통제로 영업이익률 역시 30%(31.3%, +0.7%p yoy)를 상회하는 높은 수준을 유지했다.

▶ 과거와 같은 내수 고성장 제한, 제품믹스 효과 기대

2Q 내수시장 매출이 처음으로 역성장을 기록하면서 이에 대한 경계감이 적지 않다. 그러나 역성장 지속 또는 피크 아웃 우려는 시기상조다. 대용량팩 라인업 강화 및 FRP 비중 확대와 같은 제품믹스를 통해 3Q 내수 매출은 반등에 나서 정상화될 것으로 예상한다. 당사가 추정한 상저하고 분기 실적 패턴은 유효하다. 다만 국내 시장규모나 경쟁 구도 심화 등을 감안할 때 과거와 같은 내수 고성장 및 추가적인 MS 확대는 제한적일 것으로 판단된다. 이를 감안할 때 동사가 제시한 연간 가이던스(매출액 906억원, 영업이익 272억원) 충족 가능성은 현실적으로 어려울 전망이다. 3Q 이후 제품믹스 효과에 대해서는 모니터링이 필요하다.

▶ 수출이 성장동력, 일본 런칭 가시화 및 중동유럽 성장세 고무적

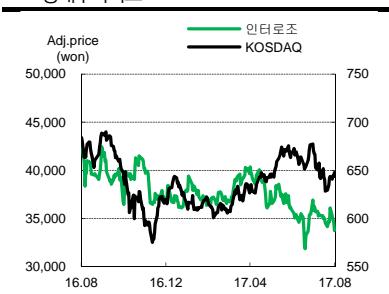
내수 둔화를 만회할 성장동력은 수출이다. 자체브랜드 클라렌을 통해 직접 공략에 나선 중국시장은 알리바바 T-mall 입점을 비롯해 공급 채널 확장 노력에도 불구하고 사드 영향 장기화로 인해 실적 기여도가 높지 않다. 반면 프랑스 등 신규 거래선 확대, 중동 유통 채널 영업망 확대에 힘입어 유럽과 중동 성장세는 양호할 전망이다. 또한 일본향 수출도 급신장할 수 있는 여건이 조성되었다. 지연되었던 HOYA와 위탁생산 관련 LOI를 체결하고 계약 조건 조율 이후 11월 런칭을 앞두고 있기 때문이다. 제품 출하 초기 마진 확보는 어렵겠지만 2조원대로 추정되는 일본 콘택트렌즈 시장규모와 MS 1위인 HOYA eyecity의 입지를 감안할 때 향후 공급 품목 확대시 동사의 실적 래벨업을 기대할 수 있다.

Rating	매수(유지)
Target Price	49,000원
Previous	49,000원

■ 주가지표

KOSPI(08/25)	2,379P
KOSDAQ(08/25)	650P
현재주가(08/25)	33,950원
시가총액	3,660억원
총발행주식수	1,078만주
120일 평균거래대금	10억원
52주 최고주가	43,350원
최저주가	31,850원
유동주식비율	59.4%
외국인지분율(%)	11.7%
주요주주	노사철 외 6인(38.3%)

■ 상대주가차트



기업분석

임동락(02-3770-5428) limrotc37@hygood.co.kr

결산기	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	지배순이익 (억원)	EPS (원)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	영업이익률 (%)	ROE (%)	ROIC (%)
2014A	454	88	74	74	688	27.5	3.3	16.8	19.3%	12.7%	12.2%
2015A	596	163	126	126	1,171	32.5	5.5	20.1	27.3%	18.6%	20.5%
2016A	742	237	196	196	1,821	20.9	4.5	14.2	32.0%	23.8%	27.9%
2017F	860	267	214	214	1,986	17.0	3.3	10.9	31.0%	21.3%	27.7%
2018F	1,011	312	250	250	2,323	14.5	2.7	9.1	30.8%	20.5%	29.0%

자료: 인터로조, 한양증권 리서치센터 추정

〈도표1〉 실적 추이 및 전망

(단위 억원 %)

	16.1Q	16.2Q	16.3Q	16.4Q	17.1Q	17.2Q	17.3Q(E)	17.4Q(E)	2016	2017(E)
매출액	159	177	191	216	176	193	230	261	742	860
영업이익	53	54	64	66	58	60	71	78	237	267
영업이익률	33.5	30.6	33.6	30.5	33.0	31.3	30.9	29.9	32.0	31.0
당기순이익	42	45	58	52	46	50	59	59	196	214
순이익률	26.6	25.4	30.4	23.9	26.3	25.9	25.7	22.6	26.5	24.9

자료: 인터로조, 한양증권 리서치센터 추정

〈도표2〉 자체브랜드 클라렌 아이리스



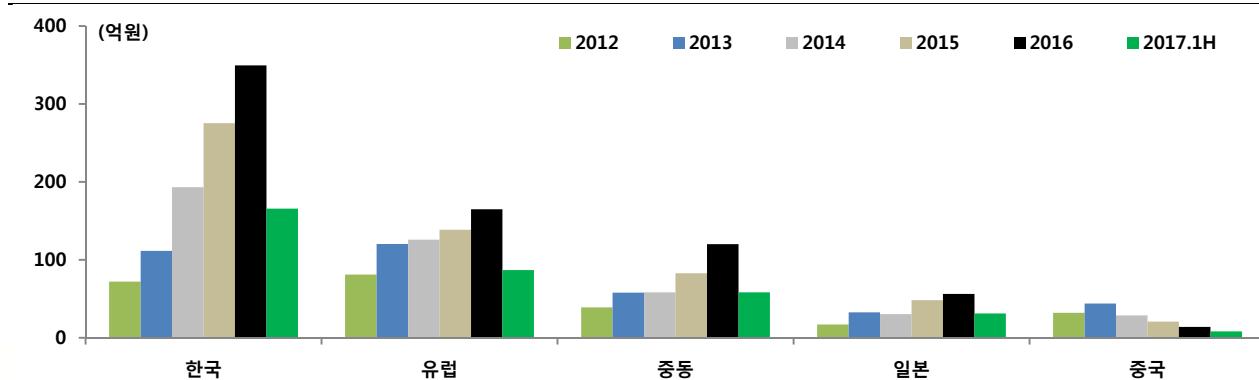
자료: 인터로조, 한양증권 리서치센터

〈도표3〉 클라렌 아이리스 알리샤 브라운



자료: 인터로조, 한양증권 리서치센터

〈도표4〉 권역별 매출

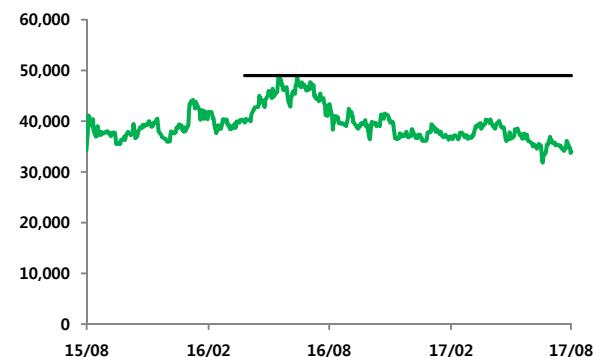


자료: 인터로조, 한양증권 리서치센터

기업분석

임동락(02-3770-5428) limrotc37@hygood.co.kr

TP Trend



■ Compliance Notice

- 본 자료 발간일 현재 동 주식 및 주식관련사채, 스톡옵션, 개별주식옵션 등을 본인 또는 배우자의 계산으로 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료 발간일 현재 동사는 회사채 지급보증, 인수계약 체결, 계열회사 관계 또는 M&A 업무수행, 발행주식 총수의 1%이상 보유 등 중대한 이해관계가 없습니다.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 공표되었으며, 홈페이지 공표 이전에 특정기관 또는 제3자에게 사전 제공 된 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접 없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자:임동락)
- 기업 투자의견

매수	향후 6개월간 15% 이상 상승 예상
중립	향후 6개월간 +15 ~ -15% 내 변동 예상
매도	향후 6개월간 15% 이상 하락 예상

 ※ 당사의 투자의견은 2004년 10월 1일부터 매수, 중립, 매도의 3단계로 변경되었습니다.
- 산업 투자의견

비중확대	향후 6개월간 산업지수상승률이 시장수익률을 대비 초과 상승 예상
중립	향후 6개월간 산업지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
비중축소	향후 6개월간 산업지수상승률이 시장수익률을 대비 하회 예상

• 투자의견 비율공시(기준: 2017.06.30)

구분	매수	중립	매도
비율	82%	8%	0%

• 투자의견 및 목표가 등 추이

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
인터로조	119610	2015.03.23	Not Rated	—
		2015.03.27	Not Rated	—
		2015.06.26	Not Rated	—
		2015.08.24	Not Rated	—
		2015.12.07	Not Rated	—
		2016.04.20	매수(신규)	49,000원
		2016.09.19	매수(유지)	49,000원
		2016.11.07	매수(유지)	49,000원
		2016.12.05	매수(유지)	49,000원
		2017.04.24	매수(유지)	49,000원
		2017.08.28	매수(유지)	49,000원

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자는 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용 될 수 없습니다.

크리스탈(083790)

– 아셀렉스 부진 vs 파이프라인 성과 도출 기대

▶ 아셀렉스 매출 기대 이하, 적자 지속 예상

동사 주가 부진에는 수급과 센티멘트 등 몇몇 이유가 있겠지만 아셀렉스(국산 22호 신약/진통소염제) 매출이 기대에 미치지 못한 가운데 판관비 증가에 따른 편더멘털 약화 영향이 가장 크다고 판단된다. 당초 신약 선점효과를 통해 연 매출 100억원대 품목으로 안착함으로써 실적 텐어라운드를 기대했던 것과 달리 종합병원 DC(Drug committee) 통과 지연, 쎄레브렉스 제네릭 출시 여파로 적자 폭 확대가 예상되기 때문이다. 더군다나 아셀렉스 국내 독점 판매권을 가진 동아에스티의 횡령/리베이트 노이즈로 영업력 약화 여지가 큰 만큼 아셀렉스를 통한 2017년 100억원 달성을 가능성은 현실적으로 낮아 보인다. 동사의 연결기준 1H 실적은 매출액 67억원, 영업손실 45억원이며, 상반기 월평균 4~5억원대에서 완만한 증가세를 보이고 있는 아셀렉스 처방실적 감안시 적자 지속을 전망한다.

▶ 아셀렉스 처방실적 증가세는 유효, 2018년 수출 가시화 기대

아셀렉스 매출이 기대 이하지만 상업화 실패로 단정짓기에는 이르다. 고령화/비만/만성질환 증가로 통증치료제 수요가 꾸준한 가운데 기존 치료제 대비 극소 용량(2mg), 동등 이상 유의미한 약효, 위장관계 부작용 감소, 신약 프리미엄 등 경쟁력 기반 처방실적 증가세는 유효하다. 국내 부진에 대한 대응 방안으로 동아에스티와 협의를 통해 코프로모션 확대 등 새로운 공급 루트 다양화를 모색 중에 있다. 또한 신규 제형 발매, 적응증 추가 복합제 조기출시 노력도 병행 중이다. 내년에는 완제품 수출도 가시화될 것이다. 2016년 TR Pharm과 기술이전 및 공급계약(터키/중동/북아프리카 지역내 19개국)을 체결했는데 연내 터키 인허가 절차가 마무리될 경우 2018년부터 해외 신규 매출이 기대된다. 이 밖에도 동남아/중국/러시아 등과 수출 및 L/O 조율 중으로 추가적인 성과도 기대요인이다.

▶ 파이프라인 성과 도출 가능성 주목

파이프라인 성과 도출 가능성도 주목할 부분이다. Aptose Bioscience로 L/O한 CG026806(급성백혈병치료제)는 전임상을 마무리하고 내년 상반기 임상 1상 진입을 목표로 연내 IND를 제출할 예정이며, IND 제출시 동사는 200만\$를 수취하게 된다. CG400549(슈퍼박테리아항생제)는 미국 임상 2a상에서 모든 환자들이 100% 완치되는 약효 증명으로 L/O가 기대되는 파이프라인이다. 아산병원과 세브란스 병원에서 임상 1b/2상이 진행 중인 CG200745(분자표적항암제)는 임상 가속화를 통해 각각 2019년(골수형성이상증후군/식약처 개별단계 희귀의약품 지정/조건부시판 가능), 2020년(췌장암) 국내 신약 승인이 예상된다.

Rating	Not Rated
Target Price	–
Previous	–

■ 주가지표

KOSPI(08/25)	2,379P
KOSDAQ(08/25)	650P
현재주가(08/25)	12,950원
시가총액	3,350억원
총발행주식수	2,714만주
120일 평균거래대금	22억원
52주 최고주가	27,700원
최저주가	12,150원
유동주식비율	89.0%
외국인지분율(%)	3.3%
주요주주	조종명 외 3인 (11.0%) 양대식 (6.5%)

■ 상대주가차트



기업분석

임동락(02-3770-5428) limrotc37@hygood.co.kr

결산기	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	지배순이익 (억원)	EPS (원)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	영업이익률 (%)	ROE (%)	ROIC (%)
2013A	48	-60	-114	-114	-628	-15.4	5.2	-47.6	-125.9%	-39.0%	-15.5%
2014A	45	-72	-119	-119	-575	-19.4	4.6	-44.8	-159.4%	-26.2%	-35.3%
2015A	61	-40	-48	-48	-207	-68.4	4.7	-135.2	-65.0%	-7.5%	-14.5%
2016A	145	-41	-38	-22	-150	-113.6	5.3	-186.7	-28.1%	-4.8%	-14.1%
2017F	149	-62	-56	-32	-210	-61.3	4.7	-75.2	-41.8%	-7.1%	-15.7%

자료: 크리스탈, 한양증권 리서치센터 추정 *K-IFRS 연결 기준

〈도표1〉국산 22호 신약 아셀렉스



자료: 크리스탈, 한양증권 리서치센터

〈도표2〉아셀렉스 특장점

구분	특성
효능 및 효과	·골관절염 통증 완화에 경쟁 약제보다 빠른 약효 ·치료효과에 대한 연구자(의사) 전반적 평가(PGA) 통계적 우월성
복용 용량	·진통소염제 중 가장 적은 용량(2mg/day)
복용 횟수	·1일 1회 복용(전통적 NSAIDs 1일 2회 or 그 이상)
위장관계 부작용	·기존 치료제 대비 위장관계 안전성 현저히 개선
심혈관계 부작용	·기존 치료제에서 드물게 나타나는 심혈관계 부작용 극복할 수 있는 작용기전 보유

자료: 크리스탈, 한양증권 리서치센터

〈도표3〉 아셀렉스 신규 제형 및 복합제 개발 일정

Product	적용증	탐색	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	런칭	비고
아셀렉스 캡슐	퇴행성골관절염						→	. 국내 바이오벤처 1호 신약 . 2015.2 식약처 신양 승인 . 2015.9 동아ST 통한 국내 런칭
아셀렉스 정제	퇴행성골관절염						→	. 제형 변경 통해 복용 편의성 증진 . 2018년 상반기 발매 예정
아셀렉스 +Tramadol	급/만성통증		→					. 아셀렉스 복합제 제 1호 . 2017년 3Q IND Filing 예정
아셀렉스 +Pregabalin	신경병증성통증		→					. 아셀렉스 복합제 제 2호 . 2017년 4Q IND Filing 예정

자료: 크리스탈, 한양증권 리서치센터

기업분석

임동락(02-3770-5428) limrotc37@hygood.co.kr

〈도표4〉 주요 파이프라인 현황

분야	코드명	적응증	질환표적	개발후보	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상
항생제	CG400549	슈퍼박테리아	Fab I					(First-in-class)
항암제	CG200745	골수형성이상 증후군(MDS)	HDAC					(Best-in-class)
		췌장암 급성골수성 백혈병(AML)						(Best-in-class)
항암제	CG026806	혈액암	FLT3&BTK					(First-in-class/Aptose Biosciences로 기술수출)

자료: 크리스탈, 한양증권 리서치센터

■ Compliance Notice

- 본 자료 발간일 현재 동 주식 및 주식관련사채, 스톡옵션, 개별주식옵션 등을 본인 또는 배우자의 계산으로 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료 발간일 현재 동사는 회사채 지급보증, 인수계약 체결, 계열회사 관계 또는 M&A 업무수행, 발행주식 총수의 1%이상 보유 등 중대한 이해관계가 없습니다.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 공표되었으며, 홈페이지 공표 이전에 특정기관 또는 제3자에게 사전 제공 된 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접 없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자:임동락)
- 기업 투자의견

매수	향후 6개월간 15% 이상 상승 예상
중립	향후 6개월간 +15 ~ -15% 내 변동 예상
매도	향후 6개월간 15% 이상 하락 예상
※ 당사의 투자의견은 2004년 10월 1일부터 매수, 중립, 매도의 3단계로 변경되었습니다.	
- 산업 투자의견

비중확대	향후 6개월간 산업지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
중립	향후 6개월간 산업지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
비중축소	향후 6개월간 산업지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상
- 투자의견 비율공시(기준: 2017.06.30)

구분	매수	중립	매도
비율	92%	8%	0%

• 투자의견 및 목표가 등 추이

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
크리스탈	083790	2016.05.18	Not Rated	-
		2017.04.24	Not Rated	-
		2017.08.28	Not Rated	-

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자는 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.



한양증권 점포현황

본점	(02)3770-5000	서울 영등포구 국제금융로 6길 7 한양증권빌딩
송파RM센터	(02)419-2100	서울 송파구 가락로 183 한양APT상가 2층
광진금융센터	(02)2294-2211	서울 광진구 이차산로 355 타워더모스트 광진아크로텔 4층
안산지점	(031)486-3311	경기 안산시 단원구 광덕대로 264 한양증권빌딩 2층
인천지점	(032)461-4433	인천 남동구 백범로 132 만수프리자빌딩 1층

본 자료는 고객의 투자를 유도할 목적으로 작성된 것이 아니라 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다.
본 자료는 분석담당자가 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 분석담당자가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서 본 자료를 참고한 고객의 투자 의사결정은 전적으로 고객 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한 본 자료는 당사 고객에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제, 전송, 인용, 배포하는 행위는 법으로 금지하고 있습니다.