

헬스케어 Update

▶ 삼진제약(005500) - 수익성 개선세 유효, 저평가 중견제약사

1Q Preview - 양호한 실적 예상: 1Q 매출액 635억원(+5.7% yoy), 영업이익 124억원(+10.7% yoy) 전망. 주력제품 플래리스(항혈전제사노피 플라비스 제네릭) 130억원(+7.9% yoy) 상회 예상. 크레스토 제네릭 뉴스타틴-R(고지혈증)과 영업력 강화한 뉴티린(뇌대사개선) 매출액 각각 19억원(+14.2% yoy), 16억원(+52.7% yoy)으로 확대될 것. 주력 ETC 제품 안정적 성장과 자체 원료합성 능력 및 효율적인 비용통제에 힘입어 영업이익률 19.5% 전망.

주력제품 꾸준한 성장과 함께 수익성 개선세 유효: 2018년 매출액 2,630억원(+7.2% yoy), 영업이익 522억원(+11.2% yoy) 전망. 외형 성장 다소 제한되겠지만 수익성 개선세 유효. 인구 고령화로 항혈전제 시장규모(3,000억원 추정) 확대 중, 처방 안정성 확보했을 뿐만 아니라 원료 자체생산 품목이라는 차별성까지 구비. 플래리스 완만한 매출 증가(550억원 예상) 예상. 뉴티린(뇌대사개선), 뉴도인(치매) 등 노인성질환치료제도 향후 치매국가책임제 시행에 따른 중장기 수혜 기대.

섹터 변동성 확대시 저평가 중견제약사 관심 제고: 상향 조정된 실적 추정치(2018년 예상 EPS 2,775원 → 2,878원/3.7% 상향) 및 Target Multiple(PER 15.5x → 18.5x) 반영해 목표주가 53,000원으로 상향. 헬스케어 섹터 밸류에이션 논란 확대될 경우 저평가된 중견제약사 관심 제고할 필요. 차별화 성공을 통해 특색을 갖춘 중견제약사 안정적 흐름 또는 디스카운트 갭 축소 가능성 높다는 판단. 실적과 별개로 R&D 모멘텀 주목. 안구건조증치료제(SA-001) 국내 임상 2상 진입.

삼진제약(005500)	
주가(04/20)	45,700원
시가총액	6,352억원
Rating	매수(유지)
Target Price	53,000원
Previous	43,000원

▶ 인터로조(119610) - 기대와 우려 혼재

1Q Preview - 국내 경쟁 심화로 저조한 실적 예상: 1Q 매출액 178억원(+1.1% yoy), 영업이익 53억원(-8.6% yoy) 전망. PB 제품 경쟁 심화로 내수 실적 부진할 것. 동사 클라렌 대비 단가 및 마진 낮은 PB 제품 올해 출시. 카니발리제이션 현상 우려. 수출 비중 높아 환율도 부담. 일본과 중국시장 성장 양호, 반면 매출 규모 큰 유럽 및 중동시장은 비우호적인 환율과 정정 불안 영향으로 기대 이하 예상.

기대와 우려가 혼재된 권역별 전망: PB 라인업 강화한 내수시장은 당분간 역성장 우려 상존. 원화강세 트렌드 유지될 경우 수출 역시 압박 클 듯. 다만 일본과 중국시장은 기대요인 우세. 일본 HOYA향 ODM 공급 본격화, 공급 품목 확대시 급성장 기대. 올해 일본향 매출액 150억원(+49.6% yoy) 전망. 해빙 무드에 들어간 중국은 체감 분위기 호전. 중국 전역을 커버하는 오프라인 채널(왓슨스) 입점 이후 유통망 확장 모색. 중국향 매출액(50억원, +106.4% yoy)도 양호할 것으로 판단.

실적 눈높이 낮추며 접근할 필요: 2018년 매출액 929억원(+15.2% yoy), 영업이익 275억원(+13.6% yoy) 전망. 변경된 실적 추정치(2018년 예상 EPS 2,271원 → 2,003원/약 11% 하향) 반영해 목표주가 44,000원으로 하향. 다만 성장성 크게 훼손될 가능성 낮고, 밸류에이션 부담도 낮기 때문에 매수 투자조건 유지.

인터로조(119610)	
주가(04/20)	38,100원
시가총액	4,186억원
Rating	매수(유지)
Target Price	44,000원
Previous	49,000원

삼진제약(005500)

- 수익성 개선세 유효, 저평가 중견제약사

▶ 1Q Preview - 양호한 실적 예상

1Q 매출액 635억원(+5.7% yoy), 영업이익 124억원(+10.7% yoy)을 전망한다. 분기 중 설 연휴에 따른 영업일수 감소에도 주력제품 플라리스(항혈전제/사노피 플라빅스 제네릭)는 130억원(+7.9% yoy)을 상회해 슈퍼 제네릭으로서 입지를 공고히 할 것이다. 크레스토 제네릭 뉴스타틴-R(고지혈증)과 영업력을 강화한 뉴티린(뇌대사개선) 매출액은 각각 19억원(+14.2% yoy), 16억원(+52.7% yoy)으로 확대될 것이다. 만성질환을 타깃으로 한 여타 순환기계 품목도 양호한 성과가 예상된다. 주력 ETC 제품이 안정적으로 성장하는 가운데 자체 원료합성 능력 및 효율적인 비용통제에 힘입어 영업이익률은 19.5%에 달할 전망이다.

▶ 주력제품 꾸준한 성장과 함께 수익성 개선세 유효

2018년 매출액 2,630억원(+7.2% yoy), 영업이익 522억원(+11.2% yoy)을 전망한다. 올해 외형 성장은 다소 제한되겠지만 수익성 개선세는 유효하다. 국내 클로피도그렐성분 항혈전제 시장에서 오리지널과 대등한 MS를 기록하며 급성장했던 플라리스 성장폭은 과거보다 둔화될 개연성이 높다. 그러나 인구 고령화로 항혈전제 시장규모(3,000억원 추정)가 확대 중에 있고, 출시 이후 10년 동안 처방 안정성을 확보했을 뿐만 아니라 원료 자체생산 품목이라는 차별성까지 구비했다는 점에서 완만한 매출 증가(550억원 예상)를 예상한다. 플라리스 이외 뉴티린(뇌대사개선), 뉴토인(치매), 뉴라세탐(비기능개선) 같은 노인성질환치료제도 향후 치매국가책임제 시행에 따른 중장기 수혜가 기대된다.

▶ 섹터 변동성 확대시 저평가 중견제약사 관심 제고

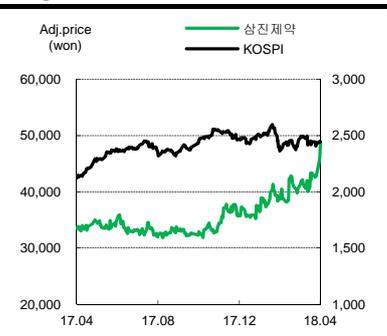
질적 성장을 이어가는 동사에 대해 매수 투자 의견을 유지한다. 더불어 상향 조정된 실적 추정치(2018년 예상 EPS 2,775원 → 2,878원/3.7% 상향) 및 Target Multiple(PER 15.5x → 18.5x)을 반영해 목표주가는 53,000원으로 상향한다. 헬스케어 섹터 밸류에이션 논란이 확대될 경우 동사와 같이 저평가된 중견제약사 관심을 제고할 필요가 있다. 차별화 성공을 통해 특색을 갖춘 중견제약사의 안정적인 흐름 또는 디스카운트 갭 축소 가능성을 높게 보기 때문이다. 실적과 별개로 R&D 모멘텀도 주목한다. 동사 파이프라인 중 안구건조증치료제(SA-001)는 국내 임상 2상에 진입한 상태이며, 상용화 성공시 세계 최초 경구투여 형태로써 기존 점안식 치료제를 상당부분 대체할 잠재력을 지녔다고 판단된다.

Rating	매수(유지)
Target Price	53,000원
Previous	43,000원

■ 주가지표

KOSPI(04/20)	2,476P
KOSDAQ(04/20)	889P
현재주가(04/20)	45,700원
시가총액	6,352억원
총발행주식수	1,390만주
120일 평균거래대금	34억원
52주 최고주가	48,700원
최저주가	31,850원
유동주식비율	71.2%
외국인지분율(%)	34.1%
주요주주	조희환 외 1인(12.9%) 최승주 외 2인(9.6%)

■ 상대주가지표



결산기	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	지배순이익 (억원)	EPS (원)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	영업이익률 (%)	ROE (%)	ROIC (%)
2014A	2,013	316	207	207	1,490	14.4	2.4	8.6	15.7%	17.3%	12.7%
2015A	2,165	360	270	270	1,946	12.0	2.2	8.2	16.6%	19.7%	16.2%
2016A	2,393	421	302	302	2,171	16.0	2.8	9.7	17.6%	19.0%	17.9%
2017A	2,453	469	358	358	2,575	13.9	2.6	8.8	19.1%	19.7%	21.1%
2018F	2,630	522	400	400	2,878	15.9	2.8	9.9	19.9%	19.2%	23.7%

자료: 삼진제약, 한양증권 리서치센터 추정

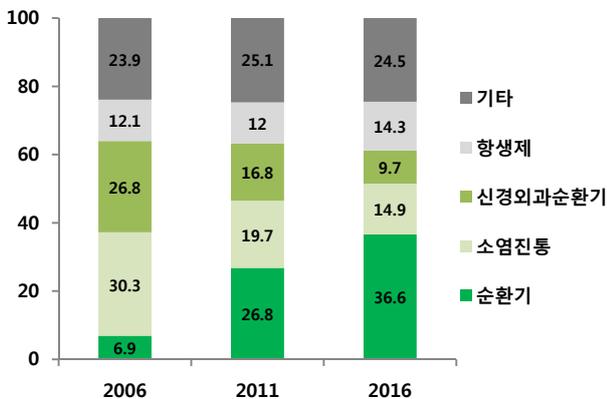
〈도표1〉실적 추이 및 전망

(단위: 억원 %)

	17,1Q	17,2Q	17,3Q	17,4Q	18,1Q(E)	18,2Q(E)	18,3Q(E)	18,4Q(E)	2017	2018(E)
매출액	601	627	645	580	635	670	695	630	2,453	2,630
영업이익	112	125	140	93	124	141	156	101	469	522
영업이익률	18.6	19.9	21.7	16.0	19.5	21.0	22.5	16.1	19.1	19.9
당기순이익	86	97	105	70	96	105	120	79	358	400
순이익률	14.3	15.5	16.3	12.0	15.1	15.7	17.2	12.5	14.6	15.2

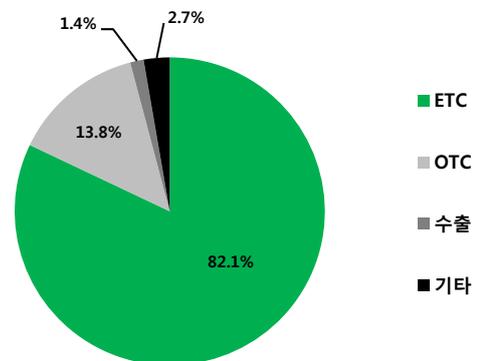
자료: 삼진제약, 한양증권 리서치센터 추정

〈도표2〉효능군별 매출 비중 추이



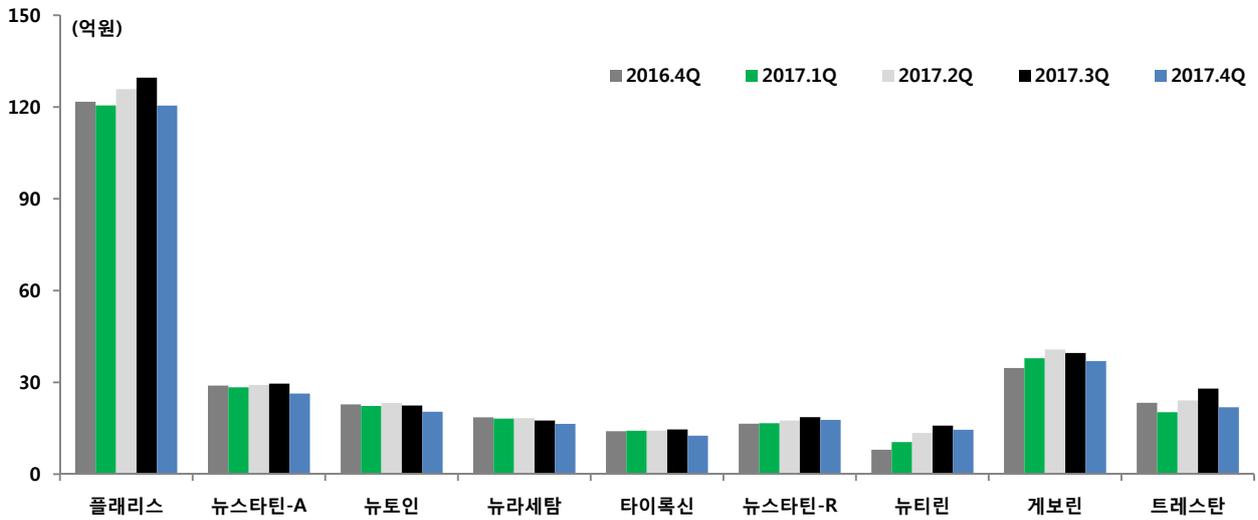
자료: 삼진제약, 한양증권 리서치센터

〈도표3〉매출 비중(2017년 기준)



자료: 삼진제약, 한양증권 리서치센터

〈도표4〉 분기별 주요제품 매출 추이



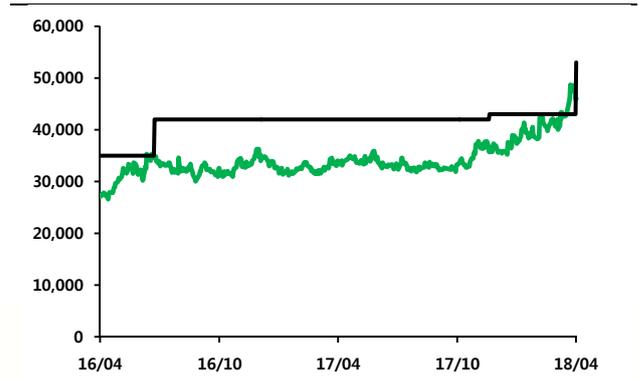
자료: 삼진제약, 한양증권 리서치센터

〈도표5〉 주력제품



자료: 삼진제약, 한양증권 리서치센터

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 당사는 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 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자:임동락)

• 기업 투자 의견

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

• 산업 투자 의견

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

• 투자 의견 비율공시(기준: 2018.03.31)

구분	매수	중립	매도
비율	80%	20%	0%

• 투자 의견 및 목표가 등 추이

종목명	코드	제시일자	투자 의견	목표가	괴리율(%)	
					평균	최고/최저
삼진제약	005500	2016.03.07	매수(신규)	35,000원	-15.9	0.9
		2016.07.13	매수(유지)	42,000원	-21.6	-13.7
		2016.10.31	매수(유지)	42,000원	-21.4	-13.7
		2016.12.05	매수(유지)	42,000원	-20.9	-13.7
		2017.02.20	매수(유지)	42,000원	-20.7	-14.5
		2017.07.17	매수(유지)	42,000원	-19.7	-10.0
		2017.12.11	매수(유지)	43,000원	-	-
		2018.04.23	매수(유지)	53,000원	-	-

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 사용될 수 없습니다.

인터로조(119610)

- 기대와 우려 혼재

▶ 1Q Preview - 국내 경쟁 심화로 저조한 실적 예상

1Q 매출액 178억원(+1.1% yoy), 영업이익 53억원(-8.6% yoy)으로 다소 저조한 실적을 전망한다. PB 제품 경쟁 심화로 내수 실적이 부진할 것으로 예상된다. 가성비 높은 PB 뷰티렌즈 고객 선호도 증가로 해당시장 경쟁이 치열하다. 동사 역시 MS 잠식 방어 차원에서 클라렌 대비 단가 및 마진이 낮은 PB 제품을 올해 출시했다. 카니발리제이션 현상이 우려된다. 수출 비중이 높은 동사에게는 낮은 수준에 머물러있는 원/달러환율도 부담스럽다. 일본과 중국시장 성장은 양호할 것으로 예상되는 반면 매출 규모가 큰 유럽 및 중동시장은 비우호적인 환율과 정정 불안 영향으로 기대에 미치지 못할 가능성이 높아 보인다.

▶ 기대와 우려가 혼재된 권역별 전망

향후 권역별 전망에 있어서 기대와 우려가 공존한다. 고육지책으로 PB 라인업을 강화한 내수시장은 당분간 역성장 우려가 클 것으로 예상된다. 당장은 시장 지배력을 유지하는 것이 관건이며, 2Q 실적이 중요하다. 원화강세 트렌드가 유지될 경우 수출 역시 압박이 클 수밖에 없다. 다만 일본과 중국시장은 기대요인이 더 우세하다. 일본 HOYA향 ODM 공급이 본격화된다. 초도 물량이 크지 않지만 공급 품목 확대시 급신장할 가능성이 높다. 올해 일본향 매출액 150억원(+49.6% yoy)을 전망한다. 해빙 무드에 들어간 중국은 체감 분위기가 많이 호전된 것으로 파악된다. 동사는 이미 현재법인을 통해 자체브랜드 클라렌을 출시했지만 사드 정세 국면에서 마케팅에 소극적이었다. 온라인(알리바바 T-mall)은 물론 최근 중국 전역을 커버하는 오프라인 채널(왓슨스) 입점 이후 유통망 확장을 모색하고 있다. 중국향 매출액(50억원, +106.4% yoy)도 양호할 것으로 판단된다.

▶ 실적 눈높이 낮추며 접근할 필요

2018년 매출액 929억원(+15.2% yoy), 영업이익 275억원(+13.6% yoy)을 전망한다. 변경된 실적 추정치(2018년 예상 EPS 2,271원 → 2,003원/약 11% 하향)를 반영해 목표주가는 44,000원으로 하향한다. 실적에 대한 눈높이를 낮추며 접근할 필요가 있다. 다만 내수 중심으로 우려 요인이 부각된 상태이지만 주가에 어느 정도 반영되었다고 판단한다. 성장성이 크게 훼손될 가능성이 낮고, 밸류에이션 부담도 낮기 때문에 매수 투자 의견은 유지한다.

Rating	매수(유지)
Target Price	44,000원
Previous	49,000원

■ 주가지표

KOSPI(04/20)	2,476P
KOSDAQ(04/20)	889P
현재주가(04/20)	38,100원
시가총액	4,186억원
총발행주식수	1,099만주
120일 평균거래대금	18억원
52주 최고주가	47,850원
최저주가	31,243원
유동주식비율	64.9%
외국인지분율(%)	11.7%
주요주주	노시철 외 5인 (35.0%)

■ 상대주가차트



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	675	27.5	3.3	16.8	19.3%	12.7%	12.2%
2015A	596	163	126	126	1,149	32.5	5.5	20.1	27.3%	18.6%	20.5%
2016A	737	233	193	193	1,761	21.2	4.5	14.4	31.6%	21.3%	23.5%
2017A	806	242	193	193	1,754	22.1	4.2	14.1	30.1%	20.0%	23.4%
2018F	929	275	220	220	2,003	19.0	3.5	12.4	29.7%	19.7%	23.5%

자료: 인터로조, 한양증권 리서치센터 추정 *2015년 이전 별도, 2016년 이후 K-IFRS 연결 기준

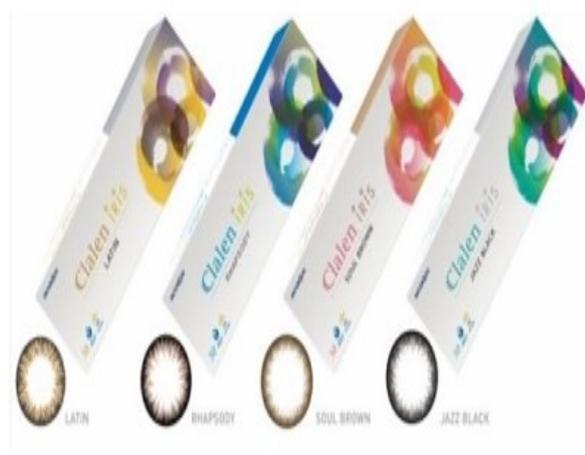
〈도표1〉 실적 추이 및 전망

(단위: 억원 %)

	17,1Q	17,2Q	17,3Q	17,4Q	18,1Q(E)	18,2Q(E)	18,3Q(E)	18,4Q(E)	2017	2018(E)
매출액	176	193	226	211	178	215	250	286	806	929
영업이익	58	60	73	50	53	63	78	81	242	275
영업이익률	33.0	31.3	32.5	23.9	29.8	29.5	31.3	28.3	30.1	29.7
당기순이익	46	50	56	41	41	53	69	57	193	220
순이익률	26.3	25.9	24.7	19.2	23.0	24.7	27.6	19.9	23.9	23.7

자료: 인터로조, 한양증권 리서치센터 추정

〈도표2〉 자체브랜드 클라렌 아이리스



자료: 인터로조, 한양증권 리서치센터

〈도표3〉 클라렌 아이리스 알리샤 브라운



자료: 인터로조, 한양증권 리서치센터

• 투자익건 비율공시(기준: 2018.03.31)

구분	매수	중립	매도
비율	82%	8%	0%

• 투자익건 및 목표가 등 추이

종목명	코드	제시일자	투자익건	목표가	괴리율(%)	
					평균	최고/최저
인터로조	119610	2016.04.20	매수(신규)	49,000원	-14.7	11.0
		2016.09.19	매수(유지)	49,000원	-0.3	13.5
		2016.11.07	매수(유지)	49,000원	-9.6	1.5
		2016.12.05	매수(유지)	49,000원	-27.0	-10.5
		2017.04.24	매수(유지)	49,000원	-33.4	-22.6
		2017.08.28	매수(유지)	49,000원	-20.6	-2.4
		2017.12.11	매수(유지)	49,000원	-	-
		2018.04.23	매수(유지)	44,000원	-	-

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 사용될 수 없습니다.



한양증권 점포현황

본 점	(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 아차산로 355 타워더모스트 광진아크로텔 4층
안산지점	(031)486-3311	경기 안산시 단원구 광덕대로 264 한양증권빌딩 2층
인천지점	(032)461-4433	인천 남동구 백범로 132 만수프라자빌딩 1층

본 자료는 고객의 투자를 유도할 목적으로 작성된 것이 아니라 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다. 본 자료는 분석담당자가 신뢰할 만 하다고 판단하는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 분석담당자가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서 본 자료를 참고한 고객의 투자의사결정은 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.