

Analyst **임동락**  
Tel .3770-5428  
limrotc37@hygood.co.kr

# 헬스케어 Update

### ▶ 삼진제약(005500) - 속도조절로 밸류에이션 부담 완화

**ETC 호조 및 비용통제로 분기 사상 최대 실적 경신:** 2Q 매출액 656억원(+4.5% yoy), 영업이익 151억원(+21.3% yoy)으로 분기 사상 최대 실적 달성. ETC(541억원 +4.8% yoy) 품목 성장 양호한 결과. 주력 ETC 품목 성장세 유지되는 가운데 자체 원료합성 능력 및 효율적인 비용통제 힘입어 영업이익률은 23.1%. 제네릭 비중 높음에도 불구하고 이러한 수익성은 Peer 그룹내 최고 수준.

**주력제품 안정적 성장으로 무난한 3Q 실적 예상:** 3Q 매출액 665억원(+3.1% yoy), 영업이익 152억원(+8.8% yoy) 전망. 이를 반영한 2018년 실적은 매출액 2,585억원(+5.4% yoy), 영업이익 542억원(+15.4% yoy) 추정. 안정적 외형 성장과 수익성 개선세 유효. 플래리스(항혈전제/플라빅스 제네릭) 완만한 매출 증가(550억원 예상 +10.7% yoy) 예상. 뉴티린(뇌대사개선), 뉴토인(치매), 뉴라세탐(뇌기능개선) 같은 노인성질환치료제도 향후 치매국가책임제 시행에 따른 중장기 수혜 기대.

**속도조절 통해 밸류에이션 부담 완화:** 동사 주가 최근 급등 후 속도조절 상태. 급등 구간 위치시 우량 중견제약사로서 리밸류에이션 감안하더라도 다소 부담스러운 영역 진입했으나 단기 조정 통해 밸류에이션 부담 완화되었다고 판단. 매수 투자 의견 유지. 목표주가 59,000원으로 상향. 목표주가는 2019년 예상 EPS 3,209원에 기준 Target Multiple(PER 18.5x) 적용해 산출.

삼진제약(005500)	
주가(10/05)	50,100원
시가총액	6,960억원
Rating	매수(유지)
Target Price	59,000원
Previous	53,000원

### ▶ 대원제약(003220) - 3Q 실적 눈높이 낮추고 4Q는 높이고

**2Q 수익성 개선 제한, 3Q 실적도 눈높이 낮춰야:** 2Q 별도기준 매출액 698억원(+9.1% yoy), 영업이익 78억원(+0.1% yoy) 달성. 주력품목 매출 양호했지만 일회성 비용(학회 지원 등) 증가하면서 수익성 개선폭 제한된 결과. 3Q 실적 눈높이를 낮출 필요. 호흡기제 비수기 진입, 분기 중 고혈압제 원료인 발사르탄 함유된 동사 엑스콤비 추가 판매중지 조치 받았기 때문. 3Q 매출액 650억원(+0.3% yoy), 영업이익 71억원(-20.6% yoy) 예상. 변경된 실적 추정치 반영 목표주가 24,000원으로 하향 조정.

**엑스콤비 이탈 타격 불가피, 대형품목 많아 충격은 일시적:** 동사 엑스콤비(엑스포지 제네릭) 8월 발표된 추가 판매중지 품목 포함, 분기 중 재고 회수 및 폐기 절차 진행되면서 이에 따른 타격 불가피할 전망이다. 다만 분기 매출액 약 20억원 수준인 엑스콤비를 트윈콤비(트윈스타 제네릭)가 일부 대체 가능하고, 연간 100억원대 이상 대형품목 다수 보유하고 있는 만큼 엑스콤비 이탈에 따른 충격 일시적.

**4Q 호흡기제 성수기 도래, 신약 R&D 관심:** 4Q 실적은 3Q 부진 만회할 전망이다. 계절적 성수기 진입으로 코대원포르테시럽 비롯한 호흡기제 반등 기대. 해열 적응증이 추가된 펠루비 올해 매출액 250억원(+71.8% yoy) 예상. 만성질환 타깃 신제품이 안착, 하반기 추가 신제품 출시 예정. OTC 및 프로바이오틱스 매출도 증가 추세. 이와 별개로 동사 신약 파이프라인 DA-4301(고지혈증치료제) 임상 1상 마무리 단계. 상용화 성공할 경우 2009년 이후 첫 스타틴 계열 신약으로 귀추 주목.

대원제약(003220)	
주가(10/05)	19,250원
시가총액	3,680억원
Rating	매수(유지)
Target Price	24,000원
Previous	25,000원

# 삼진제약(005500)

## - 속도조절로 밸류에이션 부담 완화

### ▶ ETC 호조 및 비용통제로 분기 사상최대 실적 경신

2Q 매출액 656억원(+4.5% yoy), 영업이익 151억원(+21.3% yoy)으로 분기 사상최대 실적을 달성했다. 분기 중 계보린(37억원, -9.6% yoy)을 비롯한 OTC(84억원, -2.3% yoy) 품목은 다소 저조했지만 ETC(541억원, +4.8% yoy) 품목 성장이 양호한 결과이다. 주력제품 플래리스(항혈전제/사노피 플라비스 제네릭)가 137억원(+9.0% yoy)을 기록해 분기 최대 매출을 경신했을 뿐만 아니라 뉴토인(치매 25억원 +8.5% yoy)과 뉴티린(뇌대사개선 +48.0% yoy) 같은 노인성질환 치료제 매출도 호조를 보였다. 주력 ETC 품목 성장세가 유지되는 가운데 자체 원료합성 능력 및 효율적인 비용통제에 힘입어 영업이익률은 23.1%에 달했다. 제네릭 비중이 높음에도 불구하고 이러한 수익성은 Peer 그룹내 최고 수준이다.

### ▶ 주력제품 안정적 성장으로 무난한 3Q 실적 예상

3Q 실적도 무난한 전망이다. 작년처럼 영업일수 감소 영향이 예상되지만 주력제품의 견조한 매출 추이를 감안할 때 부정적 영향력은 크지 않을 것이다. 3Q 매출액 665억원(+3.1% yoy), 영업이익 152억원(+8.8% yoy)을 전망한다. 이를 반영한 2018년 실적 매출액 2,585억원(+5.4% yoy), 영업이익 542억원(+15.4% yoy)으로 추정된다. 안정적 외형 성장과 수익성 개선세는 유효하다. 국내 클로피도그렐성분 항혈전제 시장에서 오리지널과 대등한 MS를 기록하며 급성장했던 플래리스 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 +10.7% yoy)를 예상한다. 플래리스 이외 뉴티린(뇌대사개선), 뉴토인(치매), 뉴라세탐(뇌기능개선) 같은 노인성질환치료제도 향후 치매국가책임제 시행에 따른 중장기 수혜가 기대된다.

### ▶ 속도조절 통해 밸류에이션 부담 완화

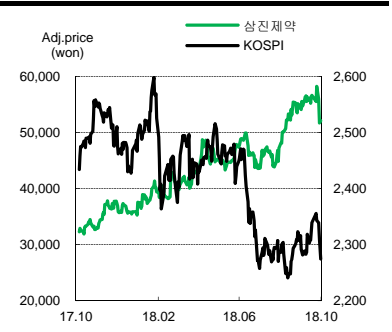
동사 주가는 최근 급등 후 속도조절 상태이다. 급등 구간 위치시 우량 중견제약사로서 리밸류에이션을 감안하더라도 다소 부담스러운 영역에 진입했으나 단기조정을 통해 밸류에이션 부담이 완화되었다고 판단한다. 매수 투자 의견을 유지하며, 목표주가는 59,000원으로 상향한다. 목표주가는 2019년 예상 EPS 3,209원에 기존 Target Multiple(PER 18.5x)을 적용해 산출했다.

Rating	매수(유지)
Target Price	59,000원
Previous	53,000원

#### ■ 주가지표

KOSPI(10/05)	2,268P
KOSDAQ(10/05)	774P
현재주가(10/05)	50,100원
시가총액	6,960억원
총발행주식수	1,390만주
120일 평균거래대금	28억원
52주 최고주가	58,200원
최저주가	31,900원
유동주식비율	71.2%
외국인지분율(%)	37.7%
주요주주	조희환 외 1인 (12.9%) 최승주 외 2인 (9.6%)

#### ■ 상대주가차트



결산기	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	지배순이익 (억원)	EPS (원)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	영업이익률 (%)	ROE (%)	ROIC (%)
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	2,585	542	420	420	3,024	17.1	3.2	11.0	21.0%	20.0%	24.7%
2019F	2,686	574	446	446	3,209	16.1	2.7	9.9	21.4%	18.3%	25.6%

자료: 삼진제약, 한양증권 리서치센터 추정

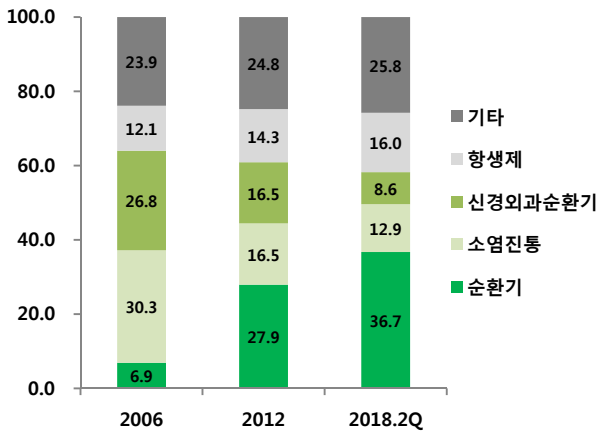
〈도표1〉실적 추이 및 전망

(단위: 억원 %)

	17,1Q	17,2Q	17,3Q	17,4Q	18,1Q	18,2Q	18,3Q(E)	18,4Q(E)	2017	2018(E)
매출액	601	627	645	580	644	656	665	620	2,453	2,585
영업이익	112	125	140	93	139	151	152	100	469	542
영업이익률	18.6	19.9	21.7	16.0	21.6	23.1	22.9	16.1	19.1	21.0
당기순이익	86	97	105	70	108	118	119	75	358	420
순이익률	14.3	15.5	16.3	12.0	16.7	17.9	17.9	12.1	14.6	16.3

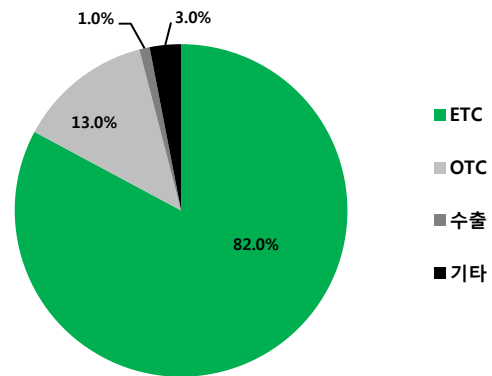
자료: 삼진제약, 한양증권 리서치센터 추정

〈도표2〉효능군별 매출 비중 추이



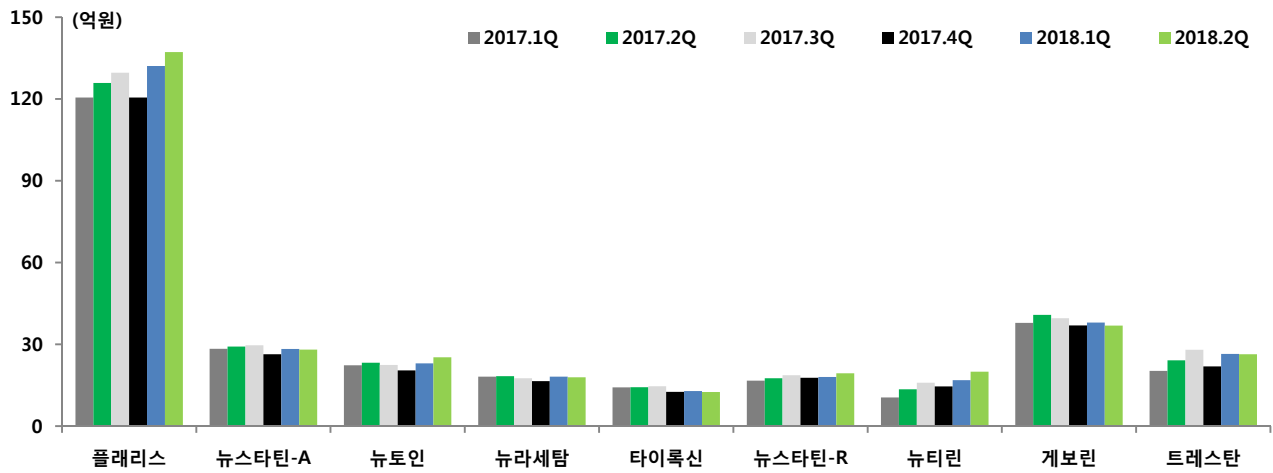
자료: 삼진제약, 한양증권 리서치센터

〈도표3〉매출 비중(2018년 1H 기준)



자료: 삼진제약, 한양증권 리서치센터

〈도표4〉 분기별 주요제품 매출 추이



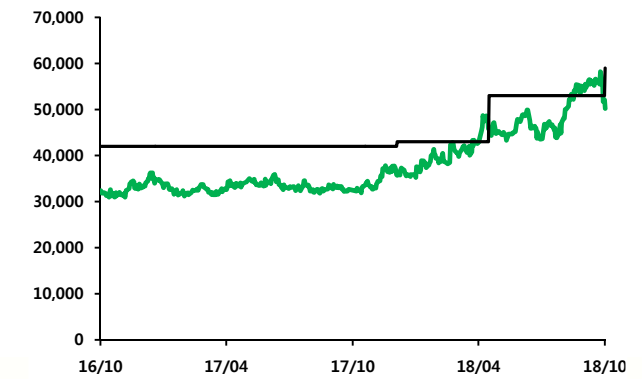
자료: 삼진제약, 한양증권 리서치센터

〈도표5〉 주력제품



자료: 삼진제약, 한양증권 리서치센터

TP Trend





# 대원제약(003220)

- 3Q 실적 눈높이 낮추고 4Q는 높이고

## ▶ 2Q 수익성 개선 제한, 3Q 실적도 눈높이 낮춰야

2Q 별도기준 매출액 698억원(+9.1% yoy), 영업이익 78억원(+0.1% yoy)을 달성했다. 코대원포르테시럽(진해거담/48억원 +3.5% yoy), 에스원엠프(역류성식도염/29억원 +12.1% yoy) 펠루비서방정(소염진통/61억원 +107.6% yoy) 등 주력품목 매출이 양호했지만 일회성 비용(학회 지원 등) 증가하면서 수익성 개선폭이 제한된 결과이다. 3Q 실적에 대한 눈높이를 낮출 필요가 있어 보인다. 호흡기제 비수기 진입에 따른 영향과 함께 분기 중 고혈압제 원료인 발사르탄이 함유된 동사 엑스콤비가 추가 판매증지 조치를 받았기 때문이다. 3Q 별도기준 매출액 650억원(+0.3% yoy), 영업이익 71억원(-20.6% yoy)이 예상되며, 변경된 실적 추정치를 반영해 목표주가는 24,000원으로 하향 조정한다.

## ▶ 엑스콤비 이탈 타격 불가피, 대형품목 많아 충격은 일시적

지난 7월 중국에서 제조된 고혈압제 원료인 발사르탄 일부에서 발암성분이 검출되면서 소위 발사르탄 포비아가 확산되었다. 동사 대표 고혈압제 엑스콤비(엑스포지 제네릭)도 8월 발표된 추가 판매증지 품목에 포함되었고, 분기 중 재고 회수 및 폐기 절차가 진행되면서 이에 따른 타격이 불가피할 전망이다. 다만 분기 매출액 약 20억원 수준인 엑스콤비를 트윈콤비(트윈스타 제네릭)가 일부 대체 가능하고, 연간 100억원대 이상 대형품목을 다수 보유하고 있는 만큼 엑스콤비 이탈에 따른 충격은 일시적일 것으로 판단된다.

## ▶ 4Q 호흡기제 성수기 도래, 신약 R&D 관심

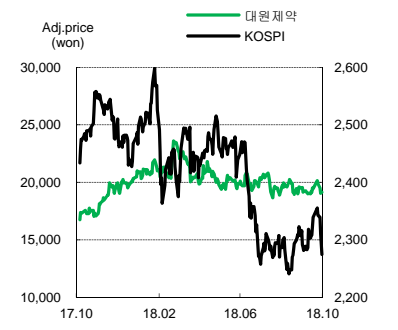
4Q 실적은 3Q 부진을 만회할 전망이다. 계절적 성수기 진입으로 코대원포르테시럽을 비롯한 호흡기제 반등이 기대된다. 해열 적응증이 추가된 펠루비 처방실적 또한 가파르게 증가하고 있다. 코대원포르테와 함께 연간 200억원대 품목으로 등극할 것이다. 올해 매출액 250억원(+71.8% yoy)을 예상한다. 작년 출시한 고지혈증 개량신약 티지페논과 크로우렛 등 만성질환 타깃 신제품이 안착했고, 하반기 추가 신제품이 출시를 앞두고 있다. OTC 및 프로바이오틱스 매출도 증가 추세에 있어 외형 성장에 기여할 것이다. 이와 별개로 동사 R&D 파이프라인에 관심을 가질 필요가 있다. 신약 DA-4301(고지혈증치료제)이 임상 1상 마무리 단계이다. 상용화에 성공할 경우 2009년 이후 첫 스타틴 계열 신약으로 귀추가 주목된다.

Rating	매수(유지)
Target Price	24,000원
Previous	25,000원

### ■ 주가지표

KOSPI(10/05)	2,268P
KOSDAQ(10/05)	774P
현재주가(10/05)	19,250원
시가총액	3,680억원
총발행주식수	1,910만주
120일 평균거래대금	11억원
52주 최고주가	23,600원
최저주가	16,752원
유동주식비율	59.4%
외국인지분율(%)	24.2%
주요주주	백승호 외 9인 (38.6%) 국민연금 (10.9%)

### ■ 상대주가차트



결산기	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	지배순이익 (억원)	EPS (원)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	영업이익률 (%)	ROE (%)	ROIC (%)
2015A	2,130	242	184	184	963	16.5	2.0	9.3	11.4%	13.0%	13.2%
2016A	2,384	305	196	196	1,024	17.8	2.1	8.7	12.8%	12.6%	13.6%
2017A	2,634	264	81	81	426	47.8	2.3	11.2	10.0%	5.0%	5.2%
2018F	2,834	350	259	259	1,356	14.0	1.9	8.2	12.4%	14.7%	14.2%
2019F	3,086	378	284	284	1,485	12.8	1.7	7.3	12.2%	14.2%	14.5%

자료: 대원제약, 한양증권 리서치센터 추정 \*K-IFRS 별도 기준

〈도표1〉실적 추이 및 전망

(단위: 억원 %)

	17,1Q	17,2Q	17,3Q	17,4Q	18,1Q	18,2Q	18,3Q(E)	18,4Q(E)	2017	2018(E)
매출액	623	640	648	723	705	698	650	781	2,634	2,834
영업이익	51	78	89	46	91	78	71	108	264	350
영업이익률	8.1	12.2	13.8	6.3	12.9	11.2	10.9	13.8	10.0	12.4
당기순이익	34	-21	82	-14	69	55	54	81	81	259
순이익률	5.5	-3.3	12.7	-2.0	9.8	7.9	8.3	10.4	3.1	9.1

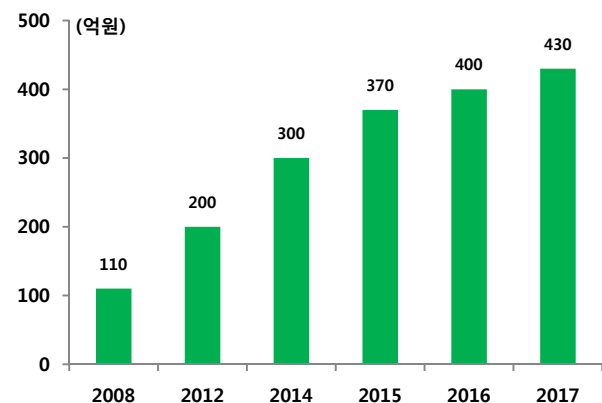
자료: 대원제약, 한양증권 리서치센터 추정

〈도표2〉 코대원포르테와 콜대원



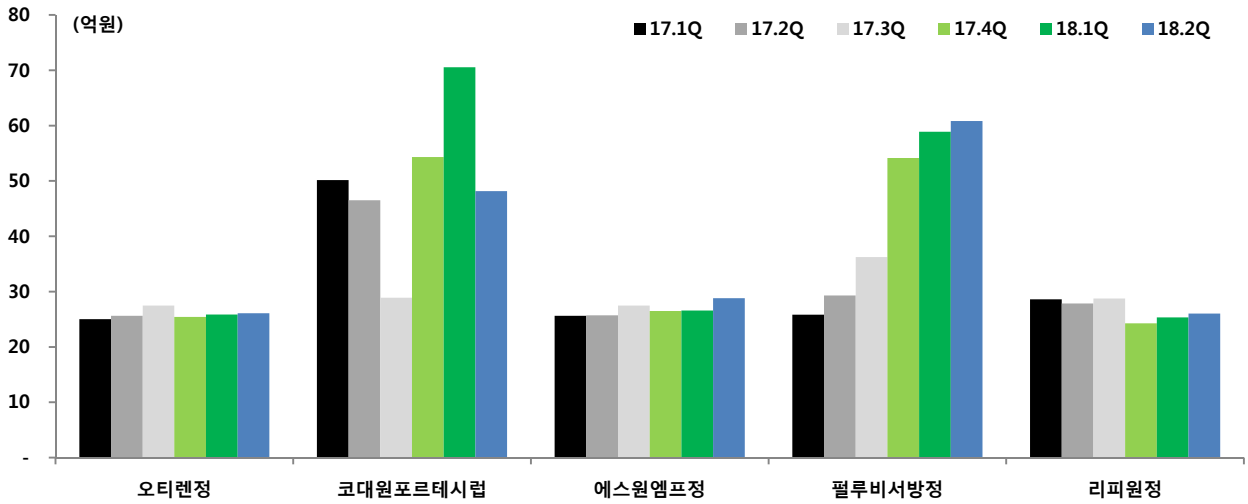
자료: 대원제약, 한양증권 리서치센터

〈도표3〉 수탁 추이



자료: 대원제약, 한양증권 리서치센터

〈도표4〉 주력제품 매출



자료: 대원제약, 한양증권 리서치센터

〈도표5〉 주요 파이프라인 현황

구분		적응증	2018	2019	2020	2021
신약	DW-4301	고지혈증	→			
	BAL-110	전립선암/자궁경부암	→			
개량신약	DABIDAXA™	항응고	→			
	DW-1603	신경계	→			
	DW-1501	고혈압/고지혈증	→			
	DW-1502	신경병증성통증	→			
	DW-2801	소화기계	→			
	DW-1601	급성기관지염	→			
	DW-1709	소화기계	→			
	DW-1703	내분비계	→			
	DW-1704	순환기계	→			
	DW-2701	내분비계	→			
바이오	TERROSA™	골다공증	→			

자료: 대원제약, 한양증권 리서치센터





## 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.