

## 삼진제약(005500/KS)

# 주가 절대적 저평가 수준 판단

**매수(유지)**

T.P 37,000 원(유지)

### Analyst

하태기

tgha@sk.com

02-3773-8872

삼진제약의 2015년 매출액이 7.5% 성장한 2,163 억원, 영업이익은 16.5% 증가한 368 억원으로 추정한다. 2016년에도 주력 제품 성장과 신제품 가세로 매출액이 8.0% 신장하고 영업이익도 7.4% 증가할 것으로 전망한다. 영업이익률이 2014년 15.7%에서 17% 내외로 개선된 것으로 추정된다. 향후 복합제와 제네릭 신제품의 출시, 수출시장개척, 그리고 R&D 부문의 강화가 예상된다. 점진적인 주가 상승이 가능할 것으로 전망한다.

### 안정성장과 수익성 개선

삼진제약은 2015년 매출액이 7.5% 성장한 2,163 억원, 영업이익은 16.5% 증가한 368 억원으로 추정한다. 4분기만 보면 매출액이 10.3% 신장한 553 억원, 영업이익이 25.1% 증가한 72 억원으로 전망한다. 어려운 계약환경하에서도 주력 품목 성장으로 전체 매출액이 안정적으로 증가하고 수익성도 개선된 것으로 평가한다. 영업이익률을 보면 2014년 15.7%에서 2015년 17.0%, 2016년 16.9%로 추정한다.

### 약가재평가 영향 없고, 실거래가제도 부정적 영향은 미미할 것으로 추정

2016년 제약업계는 약가재평가(연초)와 실거래가제도(3월초)에 의해 약가인하가 시행된다. 다행히 삼진제약은 약가재평가로 인한 약가인하 품목도 거의 없고 의원 비중이 높아 실거래가제도에 의한 약가인하도 미미한 수준이다. 따라서 2016년 연간으로 보면 매출액이 8.0% 증가한 2,336 억원, 영업이익은 7.4% 증가한 395 억원으로 추정한다. 2016년에도 주력품목인 플래리스(항혈전제)가 6~7% 내외 성장하고 치매치료제 뉴토인 등이 10% 성장할 것이다. 2016년에는 플래리스+아스피린의 복합제와 트위스타 제네릭(하반기)을 출시할 계획이다. 아직 매출규모가 30 억원 내외인 수출부문도 강화할 예정이다. 현재 동남아, 중앙아시아, 남미 등으로 항생제 주사제 수출이 주류를 이루고 있는데 장기적으로는 플래리스와 게보린 수출도 추진할 것으로 전망한다.

### 안구건조증치료제 개발 중, 주가 저평가 수준 판단

삼진제약은 연간 150 억원 내외의 R&D 비용을 투자하고 있다. 신약후보물질로는 캐미칼베이스의 안구건조증치료제 SA-001이 있으며 국내 임상 1상 진행 중이다. 향후 R&D 부문도 강화할 계획이다. 동사의 높은 수익성과 안정성장, 그리고 **2016년 추정실적 기준 PER 12.7 배의 저평가 수준을 감안하면 주가는 점진적으로 상승할 것으로 전망한다.**

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	억원	1,857	1,920	2,013	2,163	2,336	2,511
yoY	%	-8.0	3.4	4.8	7.5	8.0	7.5
영업이익	억원	173	301	316	368	395	424
yoY	%	-27.9	73.8	4.9	16.5	74	7.5
EBITDA	억원	214	355	377	443	481	507
세전이익	억원	151	286	302	350	384	421
순이익(지배주주)	억원	106	79	207	261	286	315
영업이익률%	%	9.3	15.7	15.7	17.0	16.9	16.9
EBITDA%	%	11.5	18.5	18.7	20.5	20.6	20.2
순이익률	%	5.7	4.1	10.3	12.1	12.3	12.5
EPS	원	765	567	1,490	1,881	2,060	2,264
PER	배	13.9	25.5	14.4	12.4	12.7	11.6
PBR	배	1.3	1.8	2.4	2.2	2.2	1.9
EV/EBITDA	배	9.1	7.1	8.9	7.9	7.7	6.9
ROE	%	9.2	7.0	17.3	19.2	18.1	17.3
순차입금	억원	331	395	268	130	-44	-243
부채비율	%	81.1	80.5	66.1	57.3	52.1	47.4

## 분기별 요약 영업실적

(억원)	12월결산			2015E		2016E		
	1Q	2Q	3Q	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE
매출액	515	537	558	553	554	586	600	595
영업이익	93	101	102	72	98	115	107	75
세전이익	91	98	95	66	98	112	99	75
순이익	66	72	73	51	73	83	74	56
YoY (%)								
매출액	2.6	6.5	10.5	10.3	7.6	9.3	7.5	7.6
영업이익	0.5	18.8	26.0	25.1	5.0	14.3	5.0	4.0
세전이익	3.5	19.5	20.5	25.7	6.8	14.3	4.8	13.1
순이익	2.0	21.1	25.5	101.6	10.5	16.4	1.7	9.8

자료 SK 증권

주: 개별기준

## 주가 밸류에이션

(단위: 억원)

2016년 순이익	286
적정 PER(배)	16
기업가치	4,582
발행주식수(주)	13,900,000
자사주(주)	1,447,123
유통주식수(주)	12,452,877
<b>적정주가(원)</b>	<b>36,794</b>

자료 SK 증권

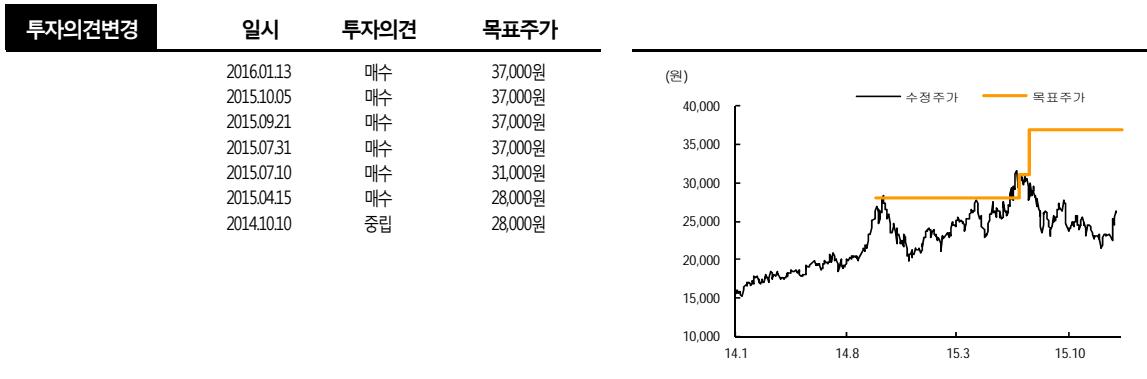
주: 적정 PER 16 배는 제약산업의 상대적 고성장성을 감안하면 보수적인 기준임

**R&D 진행 현황**

연구과제	연구기간	진행경과
1. 에이즈 치료제 개발 가. 치료제(경구용) 나. 예방제(외용액)	계속진행	가. 치료제 : 기술이전 후 미국 FDA에 IND신청을 위한 전임상 자료 준비 중 나. 예방제 : 미국 FDA에서 IND 승인 후 임상 1상시험 준비 중
2. 항암제 개발 가. 혈액암치료제 나. 고형암치료제		" 기술이전 후 미국 FDA에 IND신청을 위한 전임상 자료 준비 중
3. 안구건조증 치료제 개발	"	임상 1상시험 진행 중
4. 비만 치료제 개발		" 전임상 진행 중
5. 당뇨병 치료제 개발	"	후보물질 탐색 중
6. 표적항암제 개발		후보물질 탐색 중

자료 삼진제약 분기보고서 2015. 9

주. 연구과제 중 1. 에이즈 치료제와 2. 항암제는 美 Imquest Pharmaceuticals, Inc 에 기술수출(에이즈치료제)2005년 10월 항암제(2006년 4월)하여 연구를 진행하고 있음

**Compliance Notice**

- 작성자(하태기)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

**SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 1월 13일 기준)**

매수	94.67%	중립	5.33%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>유동자산</b>	1,314	1,284	1,493	1,772	2,077
현금및현금성자산	26	27	152	326	524
매출채권및기타채권	940	869	934	1,008	1,084
재고자산	285	339	365	394	423
<b>비유동자산</b>	726	809	814	799	788
장기금융자산	67	72	80	80	80
유형자산	629	700	686	661	640
무형자산	21	29	39	48	57
<b>자산총계</b>	2,039	2,093	2,307	2,571	2,864
<b>유동부채</b>	712	638	641	668	695
단기금융부채	475	330	310	310	310
매입채무 및 기타채무	155	223	240	259	278
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	197	194	199	213	227
장기금융부채	0	0	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	2	2	2	2
장기충당부채	17	16	17	19	20
<b>부채총계</b>	910	833	841	881	921
<b>지배주주지분</b>	1,130	1,260	1,466	1,691	1,943
자본금	139	139	139	139	139
자본잉여금	239	240	240	240	240
기타자본구성요소	-209	-199	-192	-192	-192
자기주식	-220	-219	-219	-219	-219
이익잉여금	961	1,081	1,280	1,504	1,757
비자본주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	1,130	1,260	1,466	1,691	1,943
<b>부채와자본총계</b>	2,039	2,093	2,307	2,571	2,864

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>영업활동현금흐름</b>	90	334	299	308	325
당기순이익(손실)	79	207	261	286	315
비현금성항목등	348	230	232	194	193
유형자산감가상각비	53	60	74	85	81
무형자산상각비	1	1	1	1	2
기타	72	65	57	10	10
운전자본감소(증가)	-163	-13	-99	-75	-76
매출채권기타채권의 감소증가	5	61	-75	-75	-75
재고자산감소(증가)	-24	-55	-25	-29	-29
매입채무 및 기타채무의 증가감소	-75	69	17	19	19
기타	-69	-89	-15	10	10
법인세납부	-174	-91	-96	-97	-107
<b>투자활동현금흐름</b>	-48	-125	-72	-62	-53
금융자산감소(증가)	19	14	-8	0	0
유형자산감소(증가)	-68	-132	-60	-60	-60
무형자산감소(증가)	0	-10	-10	-10	-10
기타	2	4	6	9	17
<b>재무활동현금흐름</b>	-41	-208	-102	-73	-73
단기금융부채증가(감소)	45	-145	-20	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	-30	0	0	0	0
배당금의 지급	-38	-50	-62	-62	-62
기타	-19	-13	-20	-10	-10
현금의 증가(감소)	1	1	125	174	199
기초현금	25	26	27	152	326
기말현금	26	27	152	326	524
FCF	28	218	215	235	254

자료 : 삼진제약 SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>매출액</b>	1,920	2,013	2,163	2,336	2,511
<b>매출원가</b>	750	893	971	1,049	1,127
<b>매출총이익</b>	1,170	1,120	1,192	1,287	1,383
매출총이익률 (%)	60.9	55.6	55.1	55.1	55.1
<b>판매비와관리비</b>	869	804	824	892	959
영업이익	301	316	368	395	424
영업이익률 (%)	15.7	15.7	17.0	16.9	16.9
비영업순익	-15	-14	-18	-11	-3
<b>순금융비용</b>	16	10	8	2	-7
외환관련손익	0	0	0	0	0
<b>관계기업투자등 관련손익</b>	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	286	302	350	384	421
세전계속사업이익률 (%)	14.9	15.0	16.2	16.4	16.8
계속사업법인세	207	94	89	97	107
<b>계속사업이익</b>	79	207	261	286	315
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	79	207	261	286	315
<b>순이익률 (%)</b>	4.1	10.3	12.1	12.3	12.5
<b>지배주주구속 순이익률(%)</b>	4.1	10.29	12.09	12.26	12.53
<b>비자본주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	60	170	261	286	315
<b>지배주주</b>	60	170	261	286	315
<b>비자본주주</b>	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	355	377	443	481	507

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	3.4	4.8	7.5	8.0	7.5
영업이익	73.8	49	16.5	7.4	7.5
세전계속사업이익	90.1	54	16.1	9.5	9.9
EBITDA	65.7	63	17.5	8.6	5.5
EPS(계속사업)	-26.0	163.0	26.2	9.5	9.9
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	7.0	17.3	19.2	18.1	17.3
ROA	3.9	10.0	11.9	11.7	11.6
EBITDA마진	18.5	18.7	20.5	20.6	20.2
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	184.4	201.1	232.8	265.3	299.0
부채비율	80.5	66.1	57.3	52.1	47.4
순자기자본률	350	21.3	8.8	-26	-125
EBITDA/이자비용(배)	18.5	27.9	40.0	46.2	48.8
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	567	1,490	1,881	2,060	2,264
BPS	8,128	9,068	10,550	12,162	13,978
CFPS	952	1,930	2,421	2,678	2,860
주당 현금배당금	400	500	500	500	500
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	289	190	16.8	12.7	11.6
PER(최저)	17.8	9.4	11.1	11.0	10.0
PBR(최고)	2.0	3.1	3.0	2.2	1.9
PBR(최저)	1.2	1.6	2.0	1.9	1.6
PCR	152	11.1	9.6	9.8	9.2
EV/EBITDA(최고)	7.9	11.5	10.5	7.8	7.0
EV/EBITDA(최저)	5.4	6.2	7.1	6.7	5.9