

2017. 01. 02 리서치센터

Hanyang Securities

기업분석

Analyst | 임동락

Tel .3770-5428

limrotc37@hygood.co.kr

헬스케어 Update

▶ 보령제약(003850) – 2017년 카나브 패밀리 및 도입품목 효과 기대

부진한 4Q 실적 예상, 2017년 도입품목 및 복합제 효과 기대: 4Q 매출액 1,063억원(+ 4.5% yoy), 영업이익 63억원(-27.6% yoy)으로 부진한 실적 전망. 카나브 단일제 매출 확대 추세 이어지나 판관비 증가로 수익성 둔화 예상. 2017년 매출액 4,692억원(+ 12.3% yoy), 영업이익 365억원(+ 35.5% yoy), 순이익 811억원(+ 314.1% yoy) 추정. 도입품목 및 카나브 복합제 출시 효과 본격화로 실적 모멘텀 강화될 것. 순이익 급증 이유는 상반기 중 일회성 이익(금정부지 매각 금액 1,004억원) 반영에 따른 것, 매각차익은 예산 신공장 CAPEX 및 R&D 재원으로 활용.

카나브 복합제 라인업 확대, 2017년 실적 레밸업 견인: 2017년 카나브 패밀리 통한 실적 개선 원년이 될 것. 8월 ARB+ CCB 복합제 '듀카브', 11월 ARB+ 고지혈증 복합제 '투베로' 출시. ARB+ CCB 복합제 시장규모 7천억원 이상 수준. 카나브 패밀리 2017년 내수 목표치 700억원, 2019년 2천억원

카나브 패밀리 이외에도 신성장동력 확보 노력 긍정적: 카나브 패밀리 견인하는 중장기 선순환 구도 예상. ARB 단일제 시장에서 보여준 카나브 저력 감안할 때 복합제 시장 안착 가능성 높아. 카나브 해외시장 진출도 순조롭게 진행. 신규 라이선스/인 품목 도입, 오픈이노베이션 통한 R&D 강화 등 성장 동력 확보 노력 긍정적.

보령제약(003850)

주가(12/29)

62,000원

시가총액

5,230억원

Rating

매수(유지)

Target Price

75,000원

▶ 대원제약(003220) – 호흡기제 강자, 추울 때 웃는다

4Q 양호한 실적 예상, 2017년 두 자릿수 성장세 유지: 4Q 매출액 686억원(+ 15.5% yoy), 영업이익 78억원(+ 6.8% yoy) 예상. 2017년에도 주력제품 매출 확대와 신제품 효과로 두 자릿수 성장세 이어갈 것. 생산라인 효율화 및 주력제품 대형화에 따른 규모 경제 효과로 원가율 낮아지면서 영업이익률 12.6%까지 상승. 2017년 매출액 2,792억원(+ 15.5% yoy), 영업이익 353억원(+ 21.1% yoy) 전망, 실적 성장세 유효한 만큼 투자의견 매수 및 목표주가 25,000원 유지.

호흡기제 성수기 진입, 내년 상반기까지 실적 개선 견인: 호흡기 질환 유행하는 계절적 성수기 진입, 4Q에 분기 사상최대 매출 경신 예상. 코대원포르테시립(진해거담)과 호흡기질환에 광범위하게 처방되는 프리비투스(진해거담), 클래신건조시립(항생제), 베포스타(항히스타민) 등 호흡기제 및 항생제 성수기 효과로 매출 반등에 나서며 내년 상반기까지 실적 개선 견인할 것. 특히 간판제품 코대원포르테(2016년 156억원, + 35.7% yoy)의 2017년 매출액은 200억원(+ 28.2% yoy)에 달할 것으로 예상.

기출시된 신제품 및 대기 신제품 효과 기대: 콜대원 트리겔 등 출시로 OTC 품목 강화와 함께 스틱형 시립제제 시장을 선도해 나갈 것. 2017년에는 만성질환 타킷으로 한 고지혈증 복합제와 천식치료제 등 10여개 신제품 출시 예정. 신제품 통한 신규 매출액은 180억원 수준 예상.

대원제약(003220)

주가(12/29)

19,600원

시가총액

3,470억원

Rating

매수(유지)

Target Price

25,000원

보령제약(003850)

- 2017년 카나브 패밀리 및 도입품목 효과 기대

▶ 부진한 4Q 실적 예상, 2017년 도입품목 및 복합제 효과 기대

4Q 매출액 1,063억원(+ 4.5% yoy), 영업이익 63억원(-27.6% yoy)으로 기대에 미치지 못하는 부진한 실적을 전망한다. 카나브 단일제 매출 확대 추세는 이어지고 있지만 판관비 증가로 수익성 둔화가 예상되기 때문이다. 2017년 실적은 매출액 4,692억원(+ 12.3% yoy), 영업이익 365억원(+ 35.5% yoy), 순이익 811억원(+ 314.1% yoy)으로 추정한다. 도입품목(트룰리시티/타세바/하루날-D/베시케어/아플리딘) 및 카나브 복합제(듀카브/투베로) 출시 효과가 본격화되면서 실적 모멘텀이 강화될 것이다. 순이익 급증 이유는 상반기 중 일회성 이익(금정부지 매각 금액 1,004억원/장부가액 223억원) 반영에 따른 것이다. 매각차익은 예산 신공장(2018년 완공 예정) CAPEX(600억원 예상) 및 R&D 재원으로 활용된다.

▶ 카나브 복합제 라인업 확대, 2017년 실적 레벨업 견인

카나브 복합제 라인업 확대로 2017년은 카나브 패밀리를 통한 실적 개선 원년이 될 것이다. 8월 ARB(Angiotensin II Receptor Blocker/안지오텐신 수용체 차단제) 계열 피마살탄과 CCB(Calcium Channel Blocker/칼슘 채널 차단제) 계열 암로디핀 결합 고정용량 복합제 ‘듀카브’에 이어 11월에는 ARB+ 고지혈증(로수바스타틴) 복합제 ‘투베로’를 출시했다. 이밖에도 3제 복합제(피마살탄+ 암로디핀+ 로수바스타틴)는 2018년 출시를 목표로 임상 진행 중이다. ARB+ CCB 복합제 시장규모는 7천억원 이상 수준, 여기에 성장 속도가 빠른 고지혈증 복합제와 당뇨병 복합제 시장까지 진출할 경우 외형 및 수익성은 한 단계 레벨업 될 것이다. 카나브 패밀리를 통한 2017년 내수 목표치는 700억원, 2019년 2천억원이다.

▶ 카나브 패밀리 이외에도 신성장동력 확보 노력 긍정적

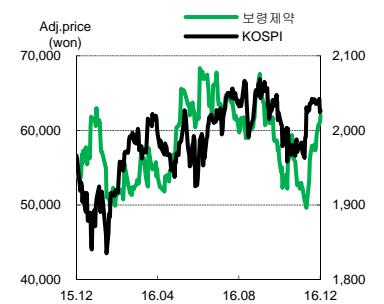
카나브 패밀리가 견인하는 중장기 선순환 구도를 예상한다. ARB 단일제 시장에서 보여준 카나브 단일제 저력을 감안할 때 듀카브와 투베로 2개 복합제 역시 시장 안착 가능성이 높다. 카나브 해외시장 진출도 순조롭게 진행되고 있다. 여기에 신규 라이선스/인 품목 도입에 따른 신규 매출, 오픈이노베이션(라파스/마이크로니들패치, 한국화학연구원/항암제, 바이젠텔/면역항암제)을 통한 R&D 강화 등 도입품목 및 신사업을 통한 성장동력 확보 노력도 긍정적이다.

Rating	매수(유지)
Target Price	75,000원
Previous	75,000원

■ 주가지표

KOSPI(12/29)	2,026P
KOSDAQ(12/29)	631P
현재주가(12/29)	62,000원
시가총액	5,230억원
총발행주식수	843만주
120일 평균거래대금	21억원
52주 최고주가	68,340원
최저주가	49,633원
유동주식비율	46.9%
외국인인분율(%)	6.5%
주요주주	보령 외 4인(49.3%)

■ 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	3,595	244	216	216	2,816	14.3	1.7	9.5	6.8%	12.8%	10.0%
2015A	4,014	276	203	203	2,525	22.3	2.3	12.1	6.9%	10.9%	9.3%
2016F	4,178	270	196	196	2,324	26.6	2.4	13.4	6.5%	9.6%	8.5%
2017F	4,692	365	811	811	9,626	6.4	1.8	11.5	7.8%	31.9%	9.0%
2018F	5,217	443	335	335	3,971	15.6	1.6	9.9	8.5%	10.8%	9.1%

자료: 보령제약, 한양증권 리서치센터 추정

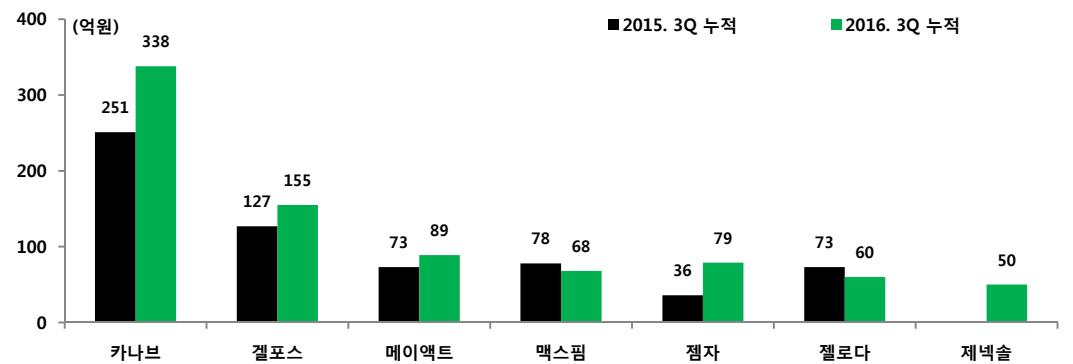
〈도표1〉 실적 추이 및 전망

(단위 억원 %)

	15.1Q	15.2Q	15.3Q	15.4Q	16.1Q	16.2Q	16.3Q	16.4Q(E)	2016(E)	2017(E)
매출액	869	1,007	1,120	1,017	889	1,053	1,173	1,063	4,178	4,692
영업이익	60	70	58	87	42	100	65	63	270	365
영업이익률	6.9	7.0	5.2	8.6	4.8	9.5	5.6	5.9	6.5	7.8
당기순이익	54	53	55	41	32	87	32	45	196	811
순이익률	6.2	5.3	4.9	4.1	3.6	8.2	2.8	4.2	4.7	17.3

자료: 보령제약, 한양증권 리서치센터 추정

〈도표2〉 주력품목 분기별 매출 동향



자료: 보령제약, 한양증권 리서치센터

〈도표3〉 카나브 글로벌 계약 현황

상대방/지역	계약내용			계약일(기간)
	품목	로열티	수출	
Stendhal사/멕시코 외 12개국	단일제	700만\$	2,300만\$	2011. 10월(7년)
	이뇨복합제	300만\$	2,300만\$	2013. 7월(7년)
Ache사/브라질	단일제, 이뇨복합제	300만\$	4,000만\$	2012. 10월(5년)
R-Pharm사/러시아	단일제	150만\$	1,400만\$	2013. 1월(5년)
Gloria사/중국	단일제	540만\$	7,060만\$	2014. 1월(10년)
Zuellig pharma/동남아 13개국	단일제	300만\$	12,600만\$	2015. 6월(15년)
	이뇨복합제	75만\$	2,770만\$	2016. 5월(15년)
Stendhal사/멕시코 외 24개국	복합제(듀카브/투베로)	350만\$	2,370만\$	2016. 9월(8년)
계		2,715만\$	34,800만\$	

자료: 보령제약, 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 시장수익률 대비 초과 상승 예상
중립	향후 6개월간 산업지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
비중축소	향후 6개월간 산업지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

• 투자의견 비율공시(기준: 2016.12.30)

구분	매수	중립	매도
비율	91%	9%	0%

• 투자의견 및 목표가 등 추이

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
보령제약	003850	2015.10.26	Not Rated	-
		2015.12.07	매수(신규)	75,000원
		2016.02.26	매수(유지)	75,000원
		2016.05.30	매수(유지)	75,000원
		2016.09.19	매수(유지)	75,000원
		2016.12.05	매수(유지)	75,000원
		2017.01.02	매수(유지)	75,000원

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.

대원제약(003220)

- 호흡기제 강자, 추울 때 웃는다

▶ 4Q 양호한 실적 예상, 2017년 두 자릿수 성장세 유지

4Q 매출액 686억원(+ 15.5% yoy), 영업이익 78억원(+ 6.8% yoy)으로 양호한 실적을 예상한다. 독감 화산에 따른 계절적 요인에 힘입어 동사 주력 호흡기제인 코대원포르테 분기 매출(50억원 + 31.6% yoy)은 크게 확대된 반면 OTC 광고비 등 판관비 증가로 수익성 개선폭은 제한적일 것이다. 이를 반영한 2016년 실적은 매출액 2,418억원(+ 13.5% yoy), 영업이익 292억원(+ 20.4% yoy)이다. 2017년에도 주력제품 매출 확대와 신제품 효과로 두 자릿수 성장세를 이어갈 것이다. 생산라인 효율화 및 주력제품 대형화에 따른 규모 경제 효과로 원가율이 낮아지면서 영업이익률은 12.6%까지 상승할 것으로 예상한다. 2017년 매출액 2,792억원(+ 15.5% yoy), 영업이익 353억원(+ 21.1% yoy)을 전망하며, 실적 성장세가 유효한 만큼 투자의견 매수 및 목표주가 25,000원을 유지한다.

▶ 호흡기제 성수기 진입, 내년 상반기까지 실적 개선 견인

호흡기 질환이 유행하는 계절적 성수기 진입으로 4Q에는 분기 사상최대 매출 경신 가능성 이 높다. 코대원포르테시럽(진해거담)과 호흡기질환에 광범위하게 처방되는 프리비투스(진해거담), 클래신건조시럽(항생제), 베포스타(항히스타민) 등이 호흡기제 및 항생제 성수기 효과로 매출 반등에 나서며 내년 상반기까지 실적 개선을 견인할 것이다. 특히 간판제품 코대원포르테(2016년 156억원, + 35.7% yoy)의 2017년 매출액은 200억원(+ 28.2% yoy)에 달할 것으로 예상된다. 여기에 오티렌F(금/만성위염), 해열 적응증 추가 펠루비서방정(소염진통/국산 12호 신약) 등 개량신약 선전과 기준 주력제품 리파원(고지혈증), 에스원엠프(소화성궤양), 엑스콤비(고혈압복합) 등도 꾸준한 처방실적을 기록할 것이다.

▶ 기출시된 신제품 및 대기 신제품 효과 기대

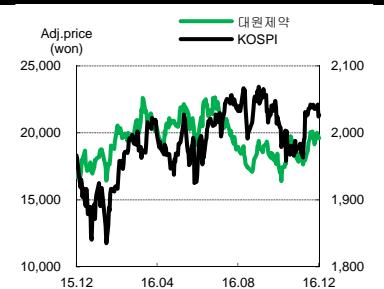
복용이 편한 국내 최초 파우치 형태로 릴리프 코대원포르테시럽, 롤대원에 이어 지난 6월 스틱형 파우치 제형 일반의약품(OTC) 트리겔현탁액(복합위장)을 출시했다. 기존 제산제와 달리 위산 억제 및 중화에 효과가 있는 옥세티자인(일반 제산제대비 통증 완화 및 부작용 감소) 성분을 함유하고 있으며, 위통/위협, 급/만성 통증, 식도염 등에 효과가 있어 OTC 품목 강화와 함께 스틱형 시럽제제 시장을 선도해 나갈 것이다. 또한 2017년에는 만성질환을 타킷으로 한 고지혈증 복합제와 천식치료제 등 10여개 신제품이 출시된다. 신제품을 통한 신규 매출액은 180억원 수준으로 예상한다.

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

■ 주가지표

KOSPI(12/29)	2,026P
KOSDAQ(12/29)	631P
현재주가(12/29)	19,600원
시가총액	3,470억원
총발행주식수	1,768만주
120일 평균거래대금	13억원
52주 최고주가	22,650원
최저주가	16,400원
유동주식비율	59.4%
외국인지분율(%)	17.8%
주요주주	백승호 외 9인 (38.6%) 국민연금 (10.9%)

■ 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	1,544	160	124	124	796	13.1	1.3	7.0	10.4%	10.5%	11.9%
2014A	1,783	183	159	159	972	15.0	1.8	9.5	10.3%	12.4%	10.4%
2015A	2,130	242	184	184	1,071	16.5	2.0	9.3	11.4%	13.0%	13.2%
2016F	2,418	292	229	229	1,297	15.2	2.1	7.8	12.1%	14.6%	16.4%
2017F	2,792	353	277	277	1,568	12.6	1.8	6.3	12.6%	15.7%	19.1%

자료: 대원제약, 한양증권 리서치센터 추정 *K-IFRS 별도 기준

〈도표1〉 실적 추이 및 전망

(단위 억원 %)

	15.1Q	15.2Q	15.3Q	15.4Q	16.1Q	16.2Q	16.3Q	16.4Q(E)	2016(E)	2017(E)
매출액	510	534	492	594	574	611	547	686	2,418	2,792
영업이익	55	65	49	73	54	73	87	78	292	353
영업이익률	10.7	12.3	9.9	12.3	9.5	11.9	15.9	11.4	12.1	12.6
당기순이익	40	55	36	53	42	46	73	68	229	277
순이익률	7.8	10.3	7.3	8.9	7.3	7.6	13.4	9.9	9.5	9.9

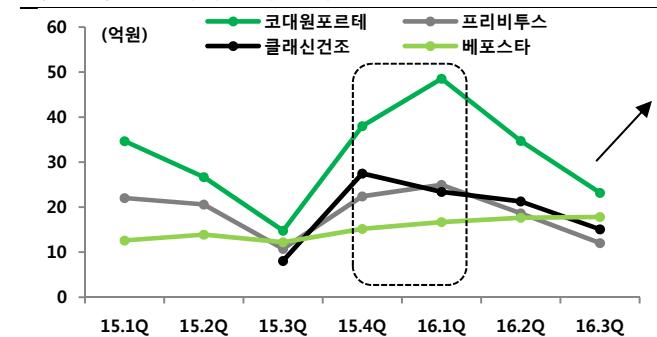
자료: 대원제약, 한양증권 리서치센터 추정

〈도표2〉 코대원포르테와 콜대원



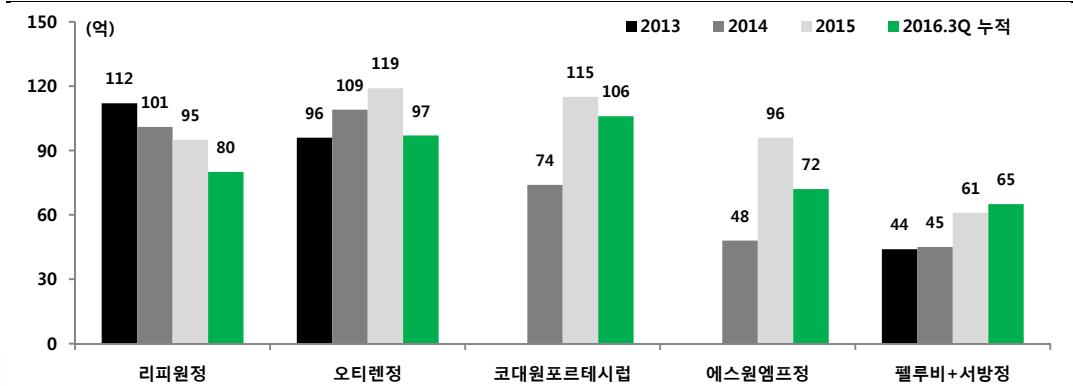
자료: 대원제약, 한양증권 리서치센터

〈도표3〉 호흡기제 분기별 매출



자료: 대원제약, 한양증권 리서치센터

〈도표4〉 주력제품 매출



자료: 대원제약, 한양증권 리서치센터

기부분석

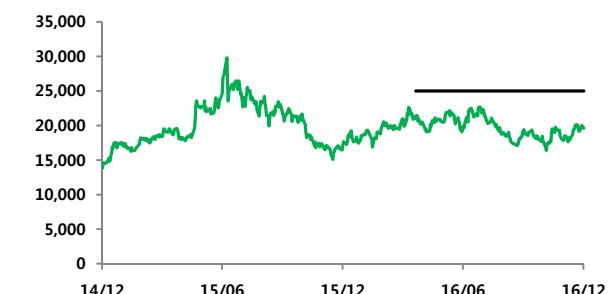
임동락(02-3770-5428) limrotc37@hygood.co.kr

〈도표5〉 주요 파이프라인 현황

구분		적용증	2016	2017	2018	2019
신약	DW-411	고지혈증			→	
	BAL-110	전립선암/자궁경부암		→		
	DW-10558	고지혈증		→		→
개량신약	DW-340	해열(펠루비)	→			
	DW-0929	고지혈증	→			
	DW-8486	간질/신경병성통증	→			
	DW-1404	항히스타민	→			
	DW-2047	빈혈	→			
	DW-350	소염진통	→			
	DW-1501	고혈압/고지혈증	→			
복합제	DW-2306	고혈압	→			
	DW-0922	고지혈증	→			
	DW-1403	고지혈증	→			
	DW-802	당뇨	→			

자료: 대원제약, 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 동사는 회사채 지급보증, 인수계약 체결, 계열회사 관계 또는 M&A 업무수행, 발행주식 총수의 1%이상 보유 등 종대한 이해관계가 없습니다.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 공표되었으며, 홈페이지 공표 이전에 특정기관 또는 제3자에게 사전 제공 된 사실이 없습니다.
- 본 자료로 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 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: 2016.12.30)

구분	매수	중립	매도
비율	91%	9%	0%

• 투자의견 및 목표가 등 추이

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
대원제약	003220	2015.07.28	Not Rated	-
		2015.10.28	Not Rated	-
	매수(신규)	2016.04.20	매수(신규)	25,000원
		2016.09.07	매수(유지)	25,000원
		2017.01.02	매수(유지)	25,000원

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.



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.