

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

헬스케어 Update

▶ 보령제약(003850) - 카나브 패밀리 및 도입품목 모멘텀 유효

2Q Preview - 양호한 성장, 그러나 영업이익 부진: 2Q 매출액 1,139억원(+ 8.2% yoy), 영업이익 78억원(-22.0% yoy) 전망. 주력제품 카나브 패밀리와 신규 도입품목 매출 확대에 외형 성장 양호. 영업이익 규모는 도입품목 마케팅 비용 증가 및 기고효과로 둔화. 전년동기 카나브 매출 급증과 함께 겔포스 가격인상 & 비용절감 효과 가세. 하반기 뚜렷한 실적 개선 예상. 카나브 복합제 처방 증가, 도입품목 실적 기여도 확대. 3Q 중 금정부지 매각액(1,004억원/장부가액 223억원)도 반영될 가능성 높음.

카나브 패밀리를 통한 매출 성장 원년, 수출국 확대 가시권: 복합제 라인업 확대 및 수출 증가 힘입어 2017년은 카나브 패밀리 통한 매출 성장 원년 될 것. 단일제 시장에서 MS 1위 저력 감안할 때 듀카브와 투베로 2개 복합제 시장 안착 예상. 2017년 카나브 패밀리 내수 목표치는 600억원 수준. 현재 유일한 수출국 멕시코 이외 러시아와 동남아에서 연내 순차적으로 신규 매출 가시화될 것.

카나브 패밀리 모멘텀 유효, 오픈이노베이션 강화 긍정적: 2017년 매출액 4,598억원(+ 12.4% yoy), 영업이익 309억원(+ 40.4% yoy), 순이익 797억원(+ 1,319.8% yoy) 추정. 일회성 수익 제외한 변경된 실적 추정치 반영해 목표주가 70,000원으로 하향. 내년 EPS 기준 PER 14.3배 수준, 부담 없는 밸류에이션 감안 매수 투자 의견 유지. 카나브 패밀리 및 도입품목 모멘텀 유효, 오픈이노베이션 통한 파이프라인 확대 노력 긍정적. 바이오텔 NK/T 세포 림프종 파이프라인 연내 임상 2상 진입 기대.

보령제약(003850)	
주가(06/23)	50,800원
시가총액	4,490억원
Rating	매수(유지)
Target Price	70,000원
Previous	75,000원

▶ 대원제약(003220) - 하반기에 실적 개선 뚜렷

2Q Preview - 비용 부담 여전, 하반기 완화: 2Q 매출액 649억원(+ 6.2% yoy), 영업이익 70억원(- 4.1% yoy) 전망. 호흡기제 매출 둔화 및 중국향 수출 지연 불구 여타 주력제품 호조와 신제품 효과로 전년동기대비 준수한 매출 달성할 것. OTC 광고비 증가 영향으로 영업이익 규모 기대 미치지 못할 듯. 다만 5월부터 비용통제 노력 강화되어 비용 부담 완화될 전망.

반복되었던 3Q 실적 둔화 계절성 탈피: 여타 질환군 매출 확대에 호흡기제 비중 감소, 과거보다 계절성 확연히 완화. 주력제품 처방 견조, 기출시된 신제품 매출 확대 추세. 중국향 항생제 수출 하반기 재개 전망. 해열 적응증 추가된 펠루비 비롯해 7~8개 신제품 하반기 중 출시. 신제품 매출액 180억원 수준 예상. 생산라인 효율화 및 주력제품 대형화로 원가율 하락, 연간 OPM 13.0% 전망.

4Q 호흡기제 성수기, 견조한 실적 개선 유지: 코대원포르테시럽(진해거담/2016년 160억원) 2016년 4Q와 2017년 1Q 2분기 연속 매출액 50억원 상회, 올해 200억원 육박. OTC 광고 공들인 콜대원(감기)과 트리겔(복합위장), 호흡기질환 광범위하게 처방되는 프리비투스(진해거담), 베포스타(항히스타민) 등도 실적 개선 견인할 것. 2017년 매출액 2,670억원(+ 12.0% yoy), 영업이익 346억원(+ 13.6% yoy) 전망, 실적 개선세 견조한 만큼 투자 의견 매수 및 목표주가 25,000원 유지.

대원제약(003220)	
주가(06/23)	20,050원
시가총액	3,650억원
Rating	매수(유지)
Target Price	25,000원
Previous	25,000원

보령제약(003850)

- 카나브 패밀리 및 도입품목 모멘텀 유효

▶ 2Q Preview : 양호한 외형 성장, 그러나 영업이익 부진

2Q 매출액 1,139억원(+8.2% yoy), 영업이익 78억원(-22.0% yoy)을 전망한다. 주력제품 카나브 패밀리와 신규 도입품목 매출 확대에 외형 성장은 양호할 것이다. 다만 영업이익 규모는 도입품목 마케팅 비용 증가 및 기고효과로 둔화될 개연성이 높다. 전년동기에는 카나브 매출 급증과 함께 겔포스 가격인상 효과, 여기에 체질 개선 노력에 따른 비용절감 효과까지 가세했었다. 하반기에는 전년 대비 뚜렷한 실적 개선을 예상한다. 카나브 단일제 내수 매출 성장세는 한풀 꺾였지만 복합제 처방이 증가할 것이고, 도입품목 실적 기여도 역시 확대될 것이다. 전년 실적이 부진한 것에 따른 기저효과는 덤이다. 3Q 중에는 금정부지 매각액(1,004억원/장부가액 223억원)도 반영될 가능성이 높다.

▶ 카나브 패밀리를 통한 매출 성장 원년, 수출국 확대 가시권

카나브 패밀리 모멘텀이 유효하다. 복합제 라인업 확대 및 수출 증가에 힘입어 2017년은 카나브 패밀리를 통한 매출 성장 원년이 될 것이다. 단일제 시장에서 MS 1위 저력을 감안할 때 듀카브와 투베로 2개 복합제의 시장 안착을 예상한다. 2017년 카나브 패밀리 내수 목표치는 600억원 수준이다. 카나브 해외시장 진출도 순조롭다. 현재 유일한 수출국 멕시코 이외 순환기계 질환 블루오션인 러시아와 동남아에서 연내 순차적으로 신규 매출이 가시화될 것이다. 추가 수출 공급계약 성과도 고무적이다. 최근 남아공 제약사 Kiara-Health와 아프리카 10개국에 총액 3,771만\$ 규모 카나브/카나브플러스 공급계약을 체결했다.

▶ 카나브 패밀리 모멘텀 유효, 오픈이노베이션 강화 긍정적

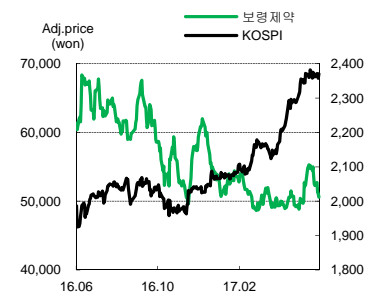
2017년 매출액 4,598억원(+12.4% yoy), 영업이익 309억원(+40.4% yoy), 순이익 797억원(+1,319.8% yoy)으로 추정된다. 일회성 수익을 제외한 변경된 실적 추정치를 반영해 목표주가는 기존 75,000원에서 70,000원으로 하향한다. 다만 내년 EPS 기준 PER 14.3배 수준의 부담 없는 밸류에이션을 감안 매수 투자 의견은 유지한다. 카나브 패밀리 및 도입품목 모멘텀이 유효하고, 오픈이노베이션을 통한 파이프라인 확대 노력 또한 긍정적이다. 동사는 라파스와 도네패질(치매치료제) 마이크로니들 경피 패치 공동개발 계약을 체결했고, 바이젠텔(세포치료제 개발)과 전략적 투자 계약을 맺음으로써 중장기 성장동력 초석을 마련했다. 바이젠텔의 NK/T 세포 림프종 파이프라인은 연내 임상 2상 진입이 기대된다.

Rating	매수(유지)
Target Price	70,000원
Previous	75,000원

■ 주가지표

KOSPI(06/23)	2,379P
KOSDAQ(06/23)	669P
현재주가(06/23)	50,800원
시가총액	4,490억원
총발행주식수	884만주
120일 평균거래대금	17억원
52주 최고주가	68,340원
최저주가	48,650원
유동주식비율	46.8%
외국인지분율(%)	6.5%
주요주주	보령홀딩스 외 4인 (49.3%)

■ 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	3,595	244	216	216	2,442	15.0	1.8	9.5	6.8%	12.8%	10.0%
2015A	4,014	276	203	203	2,297	23.4	2.4	12.1	6.9%	10.9%	9.3%
2016A	4,091	220	56	56	635	97.6	2.8	14.0	5.4%	2.9%	-9.2%
2017F	4,598	309	797	797	9,017	5.7	1.6	8.8	6.7%	33.9%	11.9%
2018F	5,126	406	315	315	3,564	14.3	1.5	7.4	7.9%	10.9%	12.9%

자료: 보령제약, 한양증권 리서치센터 추정

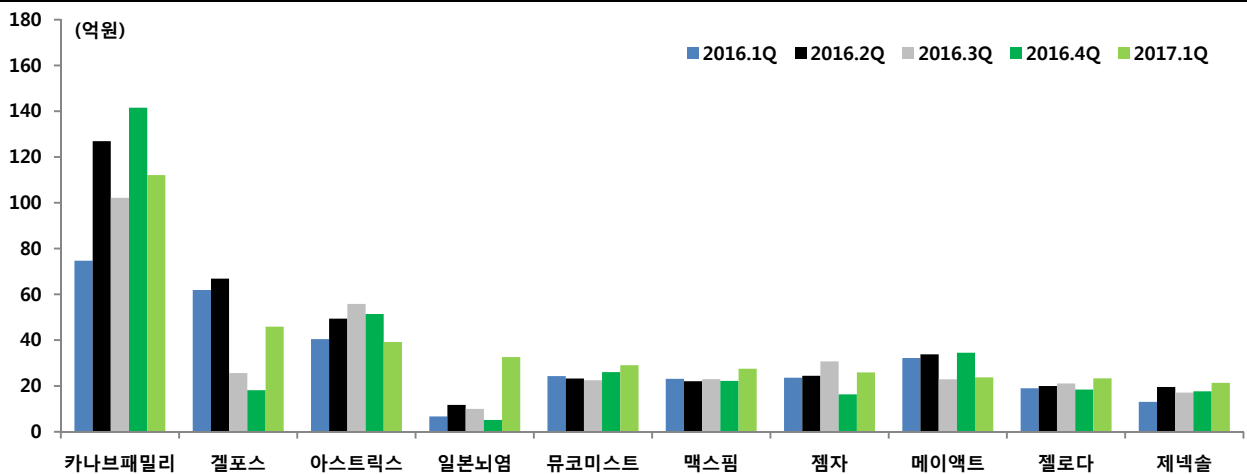
<도표1> 실적 추이 및 전망

(단위: 억원 %)

	16.1Q	16.2Q	16.3Q	16.4Q	17.1Q	17.2Q(E)	17.3Q(E)	17.4Q(E)	2016	2017(E)
매출액	889	1,053	1,173	977	999	1,139	1,260	1,200	4,091	4,598
영업이익	42	100	65	12	49	78	90	92	220	309
영업이익률	4.8	9.5	5.6	1.2	4.9	6.8	7.1	7.7	5.4	6.7
당기순이익	32	87	32	-95	27	61	634	75	56	797
순이익률	3.6	8.2	2.8	-9.7	2.7	5.4	50.3	6.3	1.4	17.3

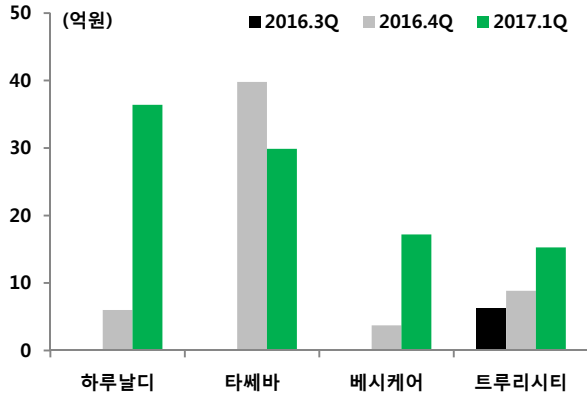
자료: 보령제약, 한양증권 리서치센터 추정

<도표2> 주요품목 분기별 매출 동향



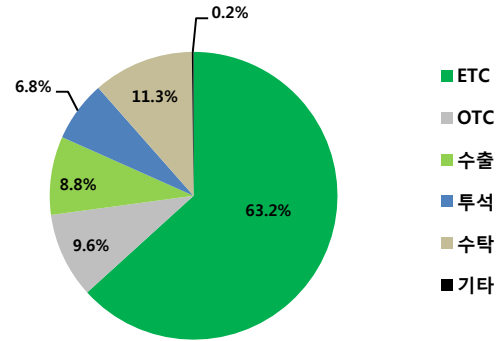
자료: 보령제약, 한양증권 리서치센터

〈도표3〉 신규 도입품목 매출



자료: 보령제약, 한양증권 리서치센터

〈도표4〉 경로별 매출 구성(2017.1Q)



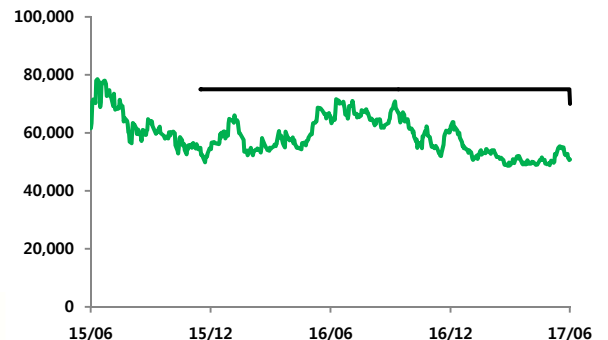
자료: 보령제약, 한양증권 리서치센터

〈도표5〉 카나브 글로벌 계약 현황

상대방/지역	계약내용			계약일(기간)
	품목	로열티	수출	
Stendhal사/멕시코 외 12개국	단일제	700만\$	2,300만\$	2011. 10월(7년)
	이노복합제	300만\$	2,300만\$	2013. 7월(7년)
Ache사/브라질	단일제, 이노복합제	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)
	이노복합제	75만\$	2,770만\$	2016.5월(15년)
Stendhal사/멕시코 외 24개국	복합제(듀카브/투베로)	350만\$	2,370만\$	2016.9월(8년)
Kiara Health/아프리카 10개국	단일제, 이노복합제	150만\$	3,621만\$	2017.6월(7년)
계		2,865만\$	38,421만\$	

자료: 보령제약, 한양증권 리서치센터

TP Trend



대원제약(003220)

- 하반기에 실적 개선 뚜렷

▶ 2Q Preview : 비용 부담 여전, 하반기 완화

2Q 매출액 649억원(+6.2% yoy), 영업이익 70억원(-4.1% yoy)으로 무난한 실적을 전망한다. 호흡기제 매출 둔화 및 중국향 수출 지연에도 불구하고 여타 주력제품 호조와 신제품 효과로 전년동기대비 준수한 매출을 달성할 것이다. 펠루비서방정(소염진통/국산 12호 신약), 리피원(고지혈증), 오티렌(급/만성위염), 에스원엠프(소화성궤양), 엑스콤비(고혈압 복합)등 여타 주력제품 처방실적이 꾸준하고, 1Q 출시된 트윈스타 제네릭 트윈콤비(고혈압), 세계 최초의 페노피브레이트 콜린 정제인 티지페논(고지혈증) 같은 만성질환 타깃 신제품 매출도 양호한 성장이 예상된다. 그러나 1Q TV 광고비(20억원) 급증에 이어 2Q 역시 OTC 광고비 증가 영향으로 영업이익 규모는 기대에 미치지 못할 가능성이 높다. 다만 5월부터 비용통제 노력이 강화되어 광고비 포함 전반적인 비용 부담은 완화될 전망이다.

▶ 반복되었던 3Q 실적 둔화 계절성 탈피

하반기로 갈수록 실적 개선세는 보다 뚜렷할 것이다. 호흡기제 비수기인 3Q에는 QoQ대비 매출 둔화가 반복되었다. 호흡기제 특성상 계절성을 배제할 수 없지만 여타 질환군 매출 확대로 전체 매출에 차지하는 호흡기제 비중이 감소하면서 과거보다 확연히 완화될 것으로 기대한다. 주력제품 처방이 건조한 편이고, 기출시된 신제품 매출도 확대 추세에 있다. 하반기에는 지연되었던 중국향 항생제 수출도 재개될 것이다. 3Q 해열 적응증이 추가된 펠루비를 비롯해 7~8개 신제품이 하반기 중 출시된다. 신제품을 통한 신규 매출액은 180억 원 수준으로 예상된다. 생산라인 효율화 및 주력제품 대형화에 따른 규모경제 효과로 원가율이 낮아지면서 연간 영업이익률은 전년(12.8%)보다 소폭 상승한 13.0%를 전망한다.

▶ 4Q 호흡기제 성수기, 견조한 실적 개선 유지

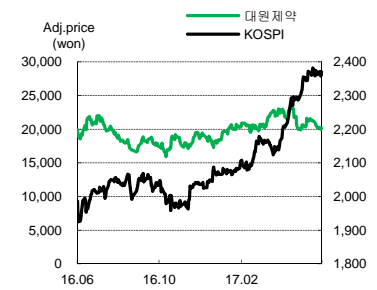
4Q부터는 독감을 비롯한 호흡기 질환이 유행하는 계절적 성수기이다. 호흡기제 간판제품인 코대원포르테시럽(진해거담/2016년 160억원)은 2016년 4Q와 2017년 1Q 2분기 연속 매출액 50억원을 상회했고, 올해는 200억원에 육박할 전망이다. OTC 공을 들인 콜대원(감기)과 트리젤(복합위장), 호흡기질환에 광범위하게 처방되는 프리비투스(진해거담), 베포스타(항히스타민) 등도 실적 개선을 견인할 것이다. 2017년 매출액 2,670억원(+12.0% yoy), 영업이익 346억원(+13.6% yoy)을 전망하며, 실적 개선세가 견조한 만큼 투자자의 매수 및 목표주가 25,000원을 유지한다.

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

■ 주가지표

KOSPI(06/23)	2,379P
KOSDAQ(06/23)	669P
현재주가(06/23)	20,050원
시가총액	3,650억원
총발행주식수	1,820만주
120일 평균거래대금	18억원
52주 최고주가	23,350원
최저주가	15,933원
유동주식비율	59.4%
외국인지분율(%)	24.2%
주요주주	백승호 외 9인 (38.6%) 국민연금 (10.0%)

■ 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	1,783	183	159	159	873	15.1	1.8	9.5	10.3%	12.4%	10.4%
2015A	2,130	242	184	184	1,010	16.5	2.0	9.3	11.4%	13.0%	13.2%
2016A	2,384	305	196	196	1,074	17.7	2.1	8.7	12.8%	12.6%	13.6%
2017F	2,670	346	252	252	1,384	14.5	2.0	7.8	13.0%	14.7%	16.1%
2018F	3,004	406	307	307	1,687	11.9	1.8	6.6	13.5%	15.8%	17.9%

자료: 대원제약, 한양증권 리서치센터 추정 *K-IFRS 별도 기준

〈도표1〉실적 추이 및 전망

(단위: 억원 %)

	16,1Q	16,2Q	16,3Q	16,4Q	17,1Q	17,2Q(E)	17,3Q(E)	17,4Q(E)	2016	2017(E)
매출액	574	611	547	652	623	649	658	740	2,384	2,670
영업이익	54	73	87	90	51	70	103	122	305	346
영업이익률	9.5	11.9	15.9	13.8	8.1	10.8	15.7	16.5	12.8	13.0
당기순이익	42	46	73	34	34	52	80	86	196	252
순이익률	7.3	7.6	13.4	5.2	5.5	8.0	12.2	11.6	8.2	9.4

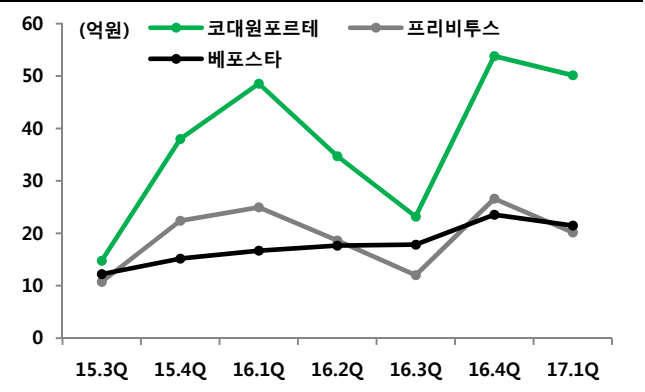
자료: 대원제약, 한양증권 리서치센터 추정

〈도표2〉 코대원포르테와 플대원



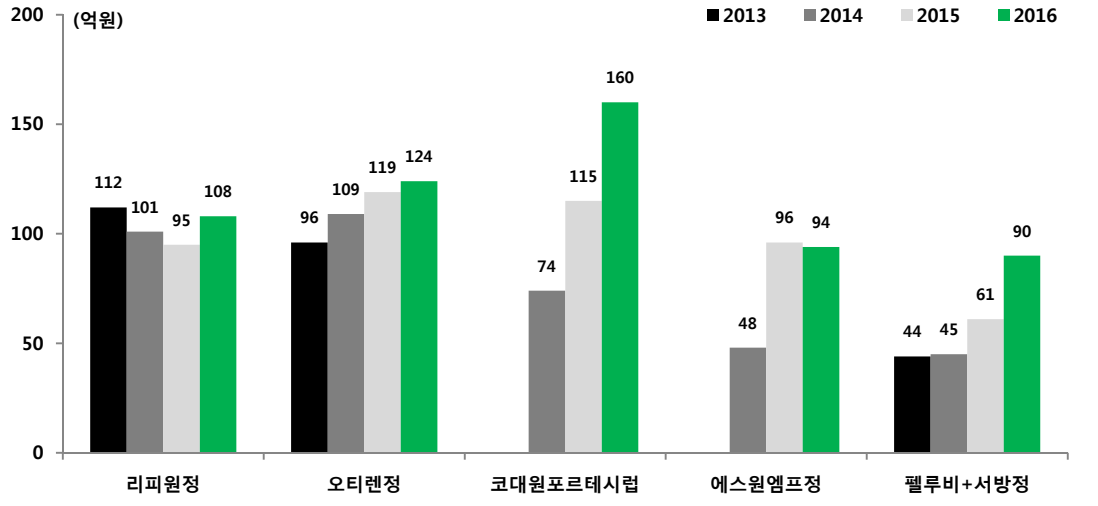
자료: 대원제약, 한양증권 리서치센터

〈도표3〉 호흡기제제 분기별 매출



자료: 대원제약, 한양증권 리서치센터

〈도표4〉 주력제품 매출



자료: 대원제약, 한양증권 리서치센터

〈도표5〉 주요 파이프라인 현황

구분		적응증	2017	2018	2019	2020
신약	DW-325	고지혈증	→			
	DW-10558	고지혈증	→			
	BAL-110	전립선암/자궁경부암	→			
개량신약	티지페논정	고중성지방혈증	→			
	CLOW-Z™	고지혈증	→			
	DW-1404	항히스타민	→			
	UPTAVA™	고지혈증/고중성지방혈증	→			
	DW-1501	고혈압/고지혈증	→			
	DW-1502	간질/신경병증성통증	→			
	DW-1606	골다공증	→			
	DW-1601	급성기관지염	→			
	-	정맥림프기능부전개선	→			
-	내분비계열	→				
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.