

삼천당제약 (000250)

| Analyst 오병용 02) 709-2621 byoh@taurus.co.kr

선진국 진출이 눈앞에 있다. 저가매수 권고.

2018년 10월 25일

투자의견 Strong BUY(유지)

목표주가 63,600원
현재주가 (10월 24일) 36,550원
Upside 74.0%

KODAQ 699.3pt
시가총액(보통주) 808십억원
발행주식수 22,106천주
액면가 500원
자본금 11십억원
60일 평균거래량 337천주
60일 평균거래대금 14,850백만원
외국인 지분율 2.9%
52주 최고가 52,800원
52주 최저가 12,650원
주요 대주주
(주)소화외 1인 38.2%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-24.8	-9.3
3M	-3.9	4.2
6M	-22.8	-2.9

주가차트



선진국 약가 인하 기초.. 삼천당제약 최대 수혜 받을 듯..

- 미국과 유럽이 약가 인하를 위해 낮은 가격의 의약품 수입을 권장하고 있다. 의약품 시장의 약 70%를 차지하는 선진국 시장에 제네릭으로 진출할 기회가 한국에도 열리고 있다. 그런데 선진국 진출의 최대 관문은 역시 생산시설의 cGMP/EU-GMP 인증이다. 삼천당제약은 오래 전부터 점안제의 해외수출을 준비해 왔으며, 국내 유일하게 점안제 EU-GMP시설을 확보하였다. 이를 기반으로 2020년부터 선진국에서 10년간 약 1조 2천억원 매출이 가능한 공급계약을 체결해둔 상황이다.

압도적인 가격 경쟁력을 가지고 있다. 미국에서 먹힐 가능성이 크다.

- 한국과 미국의 점안제 약가 차이는 상당하다. 사실 미국은 처방의약품도 인터넷으로 구매할 수 있어 쉽게 약가를 검색할 수 있다. 삼천당제약이 한국에서 팔고 있는 Ofloxacin 성분의 제네릭 '오푸스점안액'의 경우 약가가 1병당 2,450원인 반면, 미국에서 Ofloxacin 성분 제네릭의 약가는 대략 12\$~20\$수준으로 한국의 5배 이상이다. Ofloxacin 오리지널인 'Ocuflax'는 125\$ 이상에 팔리고 있다.
- 또한 아직 안구건조증의 대표적인 블록버스터 치료제인 앨러간의 'Restasis'의 경우 아직 미국에서 제네릭이 나오지 않았지만 미국 약가는 260~270\$(30관기준)을 형성하고 있다. 반면 한국에서는 2015년 특허가 풀려 각종 제네릭 제품이 이미 나와있으며, 동사의 'Restasis' 제네릭 제품인 '에스포란'의 약가는 약 26,300원(30관기준)에 불과하다. 이러한 압도적인 가격경쟁력이 기존 수출계약에서 유리한 조건을 이끌어 냈다는 판단이며, 추가적인 공급계약도 기대하게 한다.
- 사실 GMP시설만 있다면, 선진국 제네릭 수출에 있어 한국만큼 이상적인 나라는 없다. 제품 품질이 뛰어나며, 공보험으로 인해 약가가 인위적으로 낮게 결정되어 있어 수출 시 평가 결정에 아무런 부담이 없기 때문이다. 또한 한국 기업들이 선진국에 바이오시밀러 수출로 큰 성과를 내고 있다는 점도 수출에 긍정적일 수 있다. 삼천당제약은 바이오시밀러와 보톡스 다음으로 선진국에서 완제의약품으로 수출 성과를 낼 수 있는 기업이라는 판단이다.

cGMP 컨설팅 중.. cGMP 뉴스플로우에 따라 주가 상승할 듯..

- 동사는 현재 cGMP컨설팅을 받고 있으며, 2019년 cGMP 인증 획득을 목표로 하고 있다. 셀트리온, 대웅제약이 그랬던 것처럼 cGMP관련 뉴스플로우에 따라 주가가 움직일 가능성이 크다는 판단이다. 최근 시장 폭락으로 인해 동사 주가도 좋지 못했다. 시장은 하락 국면이나, 현 주가 수준에서는 저가매수를 권고한다.

Financial Data

(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	147.4	161.1	167.5	182.0	240.0
영업이익	24.4	26.5	9.7	35.1	73.8
영업이익률(%)	16.5	16.5	5.8	19.3	30.7
세전이익	22.7	26.6	11.1	38.2	75.6
지배주주지분순이익	8.7	15.1	3.4	24.0	62.1
EPS(원)	408	682	156	1,086	2,809
증감률(%)	-25.9	67.0	-77.1	596.9	158.7
ROE(%)	7.3	11.1	2.3	15.0	30.7
PER (배)	28.7	22.7	234.6	33.7	13.0
PBR (배)	2.1	2.3	5.4	4.7	3.5
EV/EBITDA (배)	6.9	8.5	46.6	17.7	8.7

자료: 삼천당제약, 토러스투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표1 수출 공급계약 세부 내역

공시일	계약 상대방	계약금/마일스톤 (억원)	제품공급 매출 (억원)	Profit Sharing (억원)	제품공급기간	비고
2016-12-14	Breckenridge Pharmaceutical Inc.	78.4	1,087.0	2,754.7	품목등록 완료 후 10년	공급매출 및 Profit Sharing은 연간 최소 수량 기준(BPI사 제공) 시장의 약 2.6% 점유 가정
2018-02-20	Glenmark Pharmaceuticals Inc.	6.5	448.4	6,491.3	품목등록 완료 후 10년	공급매출 및 Profit Sharing은 시장의 약 3.7% 점유 가정
2018-02-26	Omnivision GMBH	31.7	1,376.2	-	품목등록 완료 후 10년	공급매출은 시장의 약 2.6% 점유 가정

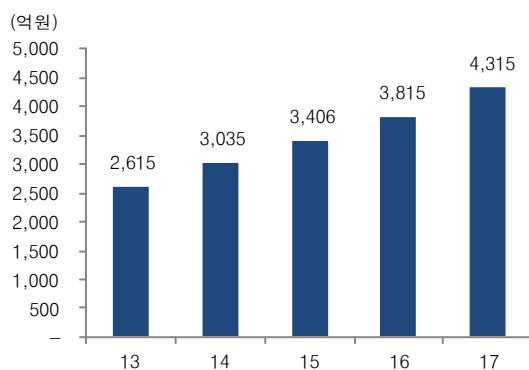
자료 : 전자공시, 토러스투자증권 리서치센터

표2 수출 품목 및 시장규모

계약 상대방	공급 품목	시장 규모	목표 시장점유율
Breckenridge Pharmaceutical Inc.	점안제 : 안구건조증(1품목), 항염제(2품목), 항균·항염 복합제(1품목) 점이제 : 항균제(1품목) 안연고 : 항균·항염 복합제(1품목), 항염제(1품목)	21.6억불	2.6%
Glenmark Pharmaceuticals Inc.	점안제 : 항알라지제(1품목), 항균제(1품목), 녹내장치료제(4품목)	24.3억불	3.7%
Omnivision GMBH	점안제 : 녹내장 치료제(4품목)	5.0억불	2.6%

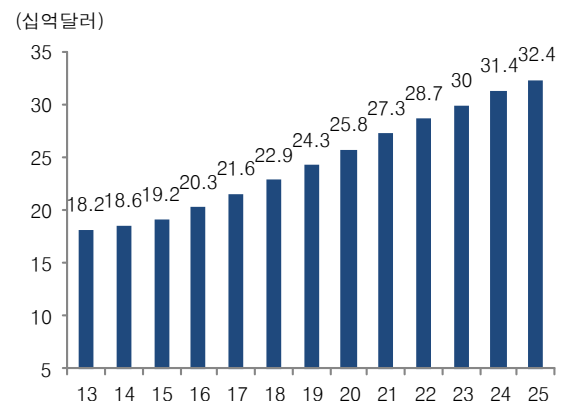
자료 : 전자공시, 토러스투자증권 리서치센터

그림1 국내 안과 치료제 시장 규모



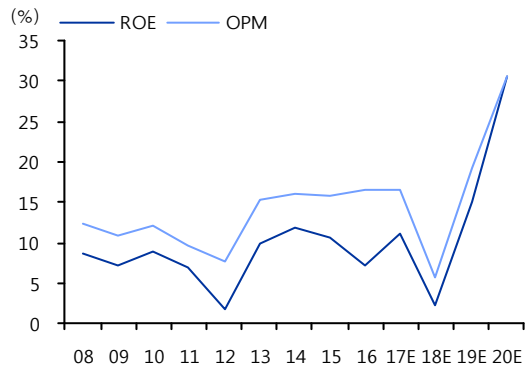
자료 : IMS, 삼천당제약, 토러스투자증권 리서치센터

그림2 글로벌 점안제 시장 전망



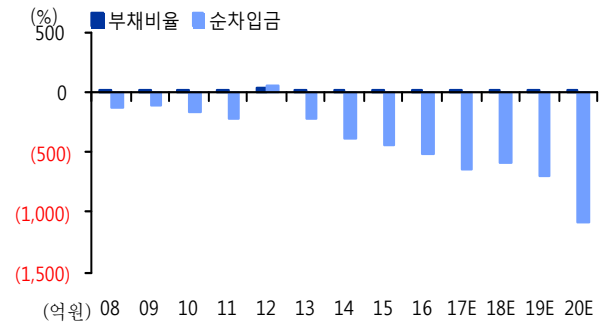
자료 : visiongain, 삼천당제약, 토러스투자증권 리서치센터

그림3 동사의 ROE 및 OPM 추이 및 전망



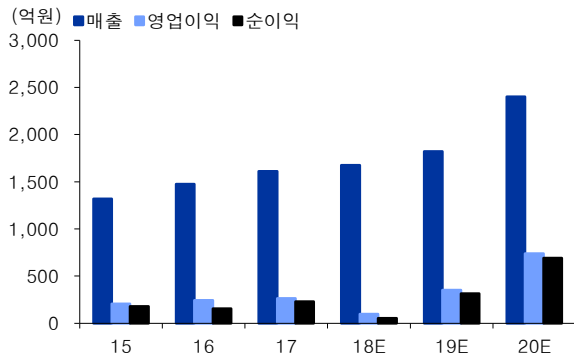
자료 : 삼천당제약, 토러스투자증권 리서치센터

그림4 부채비율, 순차입금 추이 및 전망



자료 : 삼천당제약, 토러스투자증권 리서치센터

그림5 매출액, 영업이익, 순이익 전망



자료 : 삼천당제약, 토러스투자증권 리서치센터

그림6 동사의 아이리야 제형특허



자료 : 삼천당제약, 토러스투자증권 리서치센터

Balance Sheet					
(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	116.6	131.2	127.2	149.1	209.3
현금및현금성자산	48.6	61.9	50.2	62.0	99.9
매출채권 및 기타채권	36.8	38.9	39.4	45.3	59.0
재고자산	19.2	21.8	23.0	26.4	34.3
기타유동자산	12.0	8.6	14.6	15.3	16.2
비유동자산	88.5	103.9	113.9	117.0	121.7
관계기업투자등	13.6	24.7	12.1	12.5	13.1
유형자산	57.9	55.2	58.2	57.5	58.6
무형자산	13.1	20.0	21.9	24.3	26.5
자산총계	205.1	235.1	241.1	266.1	331.1
유동부채	26.1	23.7	27.0	28.7	32.2
매입채무 및 기타채무	10.6	12.0	11.6	12.7	15.3
단기금융부채	7.0	2.3	5.5	5.5	5.5
기타유동부채	8.6	9.4	9.9	10.4	11.4
비유동부채	8.0	12.7	10.2	10.7	11.1
장기금융부채	0.0	3.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	8.0	9.7	10.2	10.7	11.1
부채총계	34.1	36.4	37.2	39.3	43.3
지배주주지분	125.2	146.3	148.7	171.6	232.6
자본금	11.0	11.1	11.1	11.1	11.1
자본잉여금	19.0	19.8	19.8	19.8	19.8
이익잉여금	97.2	111.1	120.1	143.0	204.0
비지배주주지분(연결)	45.8	52.4	55.2	55.2	55.2
자본총계	171.0	198.8	203.9	226.8	287.8

주: K-IFRS 연결 기준 / 자료: 삼천당제약, 토러스투자증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	147.4	161.1	167.5	182.0	240.0
매출원가	68.3	75.8	95.8	81.3	92.0
매출총이익	79.1	85.3	71.7	100.7	148.0
판매비 및 관리비	54.7	58.8	62.1	65.6	74.2
영업이익	24.4	26.5	9.7	35.1	73.8
(EBITDA)	29.7	32.8	16.1	41.7	80.5
금융손익	1.0	1.0	2.5	3.8	4.0
이자비용	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-2.7	-0.9	-1.1	-0.7	-2.2
세전계속사업이익	22.7	26.6	11.1	38.2	75.6
계속사업법인세비용	7.0	3.6	5.8	6.6	6.6
계속사업이익	15.6	23.0	5.3	31.6	69.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	15.6	23.0	5.3	31.6	69.0
지배주주	8.7	15.1	3.4	24.0	62.1
총포괄이익	15.5	29.5	-1.3	31.6	69.0
매출총이익률 (%)	53.7	52.9	42.8	55.3	61.7
영업이익률 (%)	16.5	16.5	5.8	19.3	30.7
EBITDA 마진률 (%)	20.2	20.3	9.6	22.9	33.5
당기순이익률 (%)	10.6	14.3	3.2	17.4	28.8
ROA (%)	4.5	6.8	1.4	9.5	20.8
ROE (%)	7.3	11.1	2.3	15.0	30.7
ROIC (%)	16.5	21.2	3.8	20.9	43.4

자료: 삼천당제약, 토러스투자증권 리서치센터

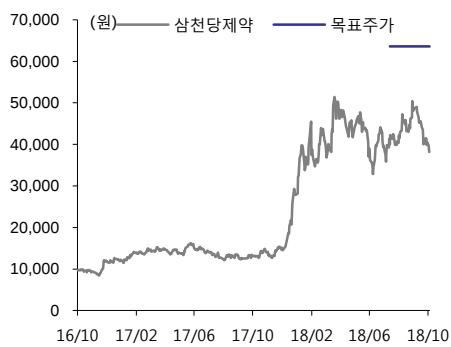
Cashflow Statement					
(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	17.8	28.6	13.0	23.1	51.0
당기순이익(손실)	15.6	23.0	5.3	31.6	69.0
비현금수익비용가감	15.0	12.5	13.0	-0.6	0.2
유형자산감가상각비	5.0	5.8	5.9	6.1	6.1
무형자산상각비	0.4	0.4	0.5	0.5	0.6
기타현금수익비용	0.0	-0.2	6.5	-7.2	-6.5
영업활동 자산부채변동	-7.7	-4.1	-3.6	-7.9	-18.3
매출채권 감소(증가)	-5.9	-0.6	-0.6	-5.9	-13.6
재고자산 감소(증가)	-2.3	-3.5	-1.5	-3.4	-7.9
매입채무 증가(감소)	0.8	2.5	-0.2	1.2	2.5
기타자산, 부채변동	-0.3	-2.5	-1.3	0.3	0.7
투자활동 현금	-7.2	-11.9	-22.8	-10.2	-12.0
유형자산처분(취득)	-3.7	-3.0	-8.9	-5.5	-7.2
무형자산 감소(증가)	-4.9	-7.4	-2.8	-2.8	-2.8
투자자산 감소(증가)	1.5	-1.4	-10.6	-1.0	-1.1
기타투자활동	-0.1	-0.1	-0.4	-0.9	-0.9
재무활동 현금	3.2	-3.3	-1.9	-1.1	-1.1
차입금의 증가(감소)	2.3	-1.6	0.2	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	0.9	-1.7	-1.1	-1.1	-1.1
배당금의 지급	2.0	2.1	1.1	1.1	1.1
기타재무활동	0.0	0.0	-1.0	0.0	0.0
현금의 증가	13.8	13.3	-11.7	11.8	37.9
기초현금	34.9	48.6	61.9	50.2	62.0
기말현금	48.6	61.9	50.2	62.0	99.9
NOPLAT	16.8	22.9	4.6	29.0	67.3
FCF	15.7	19.6	-8.1	12.9	39.0

자료: 삼천당제약, 토러스투자증권 리서치센터

Valuation Indicator					
(원, 배)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
투자지표 (x)					
P/E	28.7	22.7	234.6	33.7	13.0
P/B	2.1	2.3	5.4	4.7	3.5
P/S	1.7	2.1	4.8	4.4	3.4
EV/EBITDA	6.9	8.5	46.6	17.7	8.7
P/CF	8.2	9.6	44.2	26.0	11.7
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
성장성 (%)					
매출액	11.6	9.3	4.0	8.6	31.9
영업이익	17.3	8.8	-63.5	262.4	110.4
세전이익	8.7	17.5	-58.2	242.8	98.0
당기순이익	-12.6	47.5	-76.9	493.2	118.5
EPS	-25.9	67.0	-77.1	596.9	158.7
안정성 (%)					
부채비율	19.9	18.3	18.3	17.3	15.1
유동비율	446.0	553.6	471.0	520.4	649.4
순차입금/자기자본(x)	-30.0	-32.2	-28.4	-31.0	-37.8
영업이익/금융비용(x)	19,713.	13,414.	5,102.0	15,819.	33,280.7
총차입금 (십억원)	7.0	5.3	5.5	5.5	5.5
순차입금 (십억원)	-51.3	-64.0	-57.9	-70.2	-108.7
주당지표(원)					
EPS	408	682	156	1,086	2,809
BPS	5,689	6,620	6,727	7,763	10,522
SPS	6,906	7,293	7,579	8,232	10,856
CFPS	1,435	1,610	827	1,403	3,132
DPS	50	50	50	50	50

자료: 삼천당제약, 토러스투자증권 리서치센터

삼천당제약(000250) 투자등급 및 목표주가 추이



제시일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율 (%)	
				평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2018-08-02	Strong Buy	63.600	1년	-31.6	-20.8
2018-10-25	Strong Buy	63.600	1년	-	-

투자의견(향후 6~12개월간 주가 등락 기준)

			투자의견 비율 (%)
기업	STRONG BUY	+ 50 % 이상의 투자수익이 예상되는 경우	11.9
	BUY	+ 20% ~ + 50% 이내의 투자수익이 예상되는 경우	85.6
	HOLD	- 20% ~ + 20% 이내의 등락이 예상되는 경우	2.6
	SELL	-20% 미만의 주가하락이 예상되는 경우	0.0
업종	OVERWEIGHT	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견	
	NEUTRAL		
	UNDERWEIGHT		

주 : 기준일 2018. 10. 01.

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 오병용)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.