



신신제약 (002800)

OTC에 이어 ETC로 한 걸음 직진

2018년 6월 15일

제약/바이오 Analyst 서근희 Ph.D 연구원 이지수
02-6114-2922 keunheeseo@kbf.com 02-6114-2926 jisoo.lee@kbf.com

OTC 사업부와 ETC 사업부의 동반 성장 기대

신신제약의 OTC (일반의약품) 사업부는 첩부제 신실파스, 신신폴파스 등의 주력 품목 중심으로 라인업 강화 및 판매 채널 확대를 통해 꾸준히 성장하고 있다. 2016년 식약처로부터 치매안화 패치제에 대해 판매허가를 획득해 대형병원 DC (병원약제위원회) 등재를 시작으로 ETC (전문의약품) 사업부를 강화하고 있다. 2018년에는 수면유도 패치제 임상을 개시할 예정이며, 전립성 비대증 패치제, 관절염 패치제, 해열 진통제에 대해 연구 개발 중에 있다.

투자포인트: 1) 첩부제 시장 확대에 따른 수혜, 2) 강력한 유통망을 통한 안정적 성장, 3) TDDS 기술력으로 ETC 사업부 포트폴리오 확대

신신제약의 투자포인트는 다음과 같다. (1) 스포츠, 노인 인구의 증가로 첩부제 시장 확대에 따라 신신제약의 주요 제품인 '신신 아렉스'를 포함한 첩부제는 2017년 기준 매출액 297억원 (+5.9% YoY)을 기록하면서 꾸준한 성장세가 이어지고 있다. (2) 첩부제 외에도 에어로졸, 외용액제 등 100종 이상 제품군을 보유하면서 강력한 약국 유통망을 통해 안정적으로 성장하고 있다. (3) TDDS (Transdermal Drug Delivery System, 경피형 약물전달 시스템) 기술을 통해 ETC 파이프라인을 확대해 미래 성장 동력을 확보하고 있다. TDDS는 높은 복약순응도, 약물부작용 최소화, 환자 편의성 등의 이유로 만성질환 치료제로 적합하다. 글로벌 TDDS 치료제 시장은 2016년 205억달러, 2021년 305억달러로 성장할 것으로 전망되면서 TDDS 기술력을 보유한 신신제약의 성장이 기대된다.

2018년 공장 CAPA 부족으로 실적 성장은 다소 제한적. 2019년 세종공장 증설 효과 기대

신신제약 별도 기준 1Q18 매출액 150억원 (-4.6% YoY), 영업이익 8억원 (-39.0% YoY), 지배주주 순이익 7억원 (-19.4% YoY)을 기록했다. FDA 실사에 따른 생산 감소로 고정비 부담이 커지면서 전년동기대비 감익했다. 2018년은 상품 품목 확대에 따른, 리뉴얼 제품 발매, 치매 패치제 처방 확대 등으로 매출 성장이 기대되나, 안산공장 CAPA (첩부제 가동률 142%) 부족으로 성장은 다소 제한적이다. 신신제약 PER은 36.3배로 중소 제약사 평균 PER 27.9배과 비교해 밸류에이션이 높은 편이다. 그러나 2019년부터 신공장 가동으로 ETC 패치제, 신규 첩부제 OEM 등으로 시장 수요가 충족될 것으로 예상된다. 이에 매출 확대가 가능해져 리레이팅이 기대된다.

Not Rated

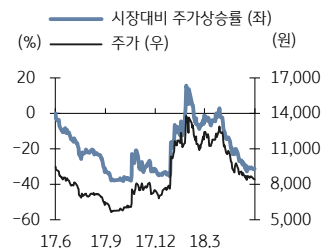
목표주가 (원)	NA
Upside / Downside (%)	NA
현재가 (6/14, 원)	8,400
Consensus Target Price (원)	NA
시가총액 (억원)	1,274

Trading Data	
Free float (%)	44.8
거래대금 (3M, 십억원)	5.1
외국인 지분율 (%)	3.1
주요주주 지분율 (%)	이영수 외 7 인 51.6

Performance				
주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-11.0	-32.3	13.1	-11.1
시장대비 상대수익률	-11.6	-30.5	0.7	-31.0

Forecast earnings & valuation

결산기말	2014A	2015A	2016A	2017A
매출액 (십억원)	47	52	58	62
영업이익 (십억원)	2	5	6	5
지배주주순이익 (십억원)	1	4	4	4
EPS (원)	119	345	388	254
증감률 (%)	28.0	189.9	12.5	-34.5
PER (X)	NA	NA	NA	29.6
EV/EBITDA (X)	5.1	2.3	2.5	19.9
PBR (X)	NA	NA	NA	2.2
ROE (%)	7.4	16.6	14.2	8.6
배당수익률 (%)	NA	NA	NA	0.4



자료: 신신제약, KB증권

기업 개요

OTC 기반 안정적 성장세

신신제약은 1959년 9월 9일에 설립되어 2017년 2월 28일에 코스닥 상장을 했다. 신신제약은 1969년 니찌반 기술도입 계약해 국내에 첩부제 (파스 등)를 도입했으며, 첩부제 외에도 에어로졸, 외용액제 등으로 100종 이상의 일반의약품 (OTC)을 보유하고 있다. 2017년 기준 매출액 617억원 (+6.3% YoY), 영업이익 47억원을 기록하면서 안정적인 성장이 이어지고 있다.

1) 강력한 유통망 보유

신신제약의 실적 성장 기반은 강력한 소매 유통망에 있다. 8천여 소매약국에 제품 및 상품을 유통하며, 계속 확대해나가고 있다. 2017년 기준 유통채널별 매출 비중은 약국과의 직접 거래 매출 43.6%, 도매 비중 26.3%, 수출 비중 16.5% 등으로 이루어져 있다.

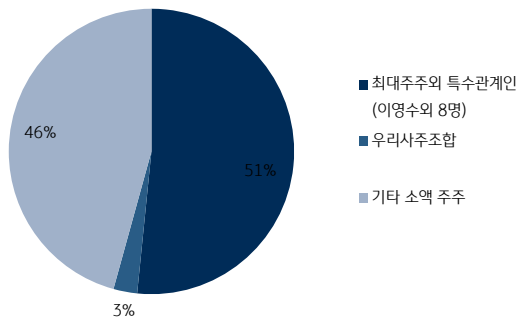
2) 제품 포트폴리오 확대

2018년은 상품 품목 확대, 리뉴얼 제품 발매, 치매 패치제 처방 확대 등으로 매출 성장이 기대된다. 2017년 발매한 제품인 무조무알파는 기존 무좀 치료제 (OTC 제품)인 무조무 덤겔, 무조무 스프레이, 무조무 원스에 이어 스프레이 제형이다. 국내 무좀 치료제 시장은 전문의약품 (경구, 외용제), 일반의약품 (외용) 각각 1,600억원, 760억원 정도이며, 무좀 치료제 시장은 점차 확대되고 있다. 신신제약은 OTC 뿐만 아니라 ETC 경구용 무좀 치료제도 2018년 하반기부터 발매할 예정이다.

3) 2019년부터 CAPA 부족 해소 기대

세종시에 새로운 생산 공장을 설립 중에 있다. 신공장을 건설하는 목적은 첩부제 매출 증가에 따른 CAPA 부족으로 생산 능력을 증대하기 위해서이다. 2018년 CAPEX 350억원 정도가 예상되며, 2019년 5월 완공, 8월부터 생산이 시작되면 ETC 패치, 첩부제 OEM 생산을 통해 매출 성장을 견인할 것으로 판단된다. 분기 보고서에 따르면 기존 안산 공장은 향후 매각할 가능성이 있다. 마곡 R&D 센터를 건설 중에 있으며, CAPEX는 100억원 소요될 것으로 예상된다.

그림 1. 주주구성 (2017년 기준)



자료: Dart (전자공시시스템), KB증권 정리

그림 2. 주요 제품 및 신제품 (2017년 기준)



자료: 신신제약, KB증권 정리

체크 포인트

TDDS 기술 기반 ETC 패치 치료제 개발 기대

신신제약은 OTC 시장에서 파스 전문 업체로 성장했으며, 첩부제 기술력을 확장해 TDDS (Transdermal Drug Delivery System / 경피형 약물전달 시스템) 기술을 활용해 파이프라인을 확대하고 있다. TDDS 기술은 국소 작용하는 첩부제와는 달리 만성 질환 치료제 제형으로 접목하기에 용이하다. TDDS는 1) 경구 복용이 어려운 환자들에게 편의성 개선 측면에서 수요가 높고, 2) 경구 복용의 부작용인 위통 등과 같은 부작용을 줄일 수 있으며, 3) 다양한 약물의 제제화가 가능하다는 장점이 있다.

ETC 사업부에서는 TDDS 기술을 적용해 파이프라인을 확대 중에 있다. 2017년 신신 리바스티그민 패치 (치매 완화패치)에 대해 식약처로부터 판매 허가 승인을 받았다. 리바스티그민 9mg (패치 5), 18mg (패치 10)에 이어 2018년 6월 내로 27mg (패치 15) 고용량에 대해 판매 허가를 받게되면, 리바스티그민 대표 제품인 노바티스의 엑셀론과 마찬가지로 전용량에 대한 포트폴리오를 구축하게 된다. 이에 따라 병원 DC (Drug Committee)를 통과할 가능성이 높아져 처방 확대가 기대된다.

치매완화 외에 수면유도, 요실금 패치 등에 대해 ETC 부문 패치 치료제 개발을 진행하고 있다. 연내 임상 IND 신청을 준비할 예정이며, 임상 1상 후 제품 출시가 기대된다.

리스크 요인: 1) 밸류에이션 부담, 2) 치매 치료제 매출 성장 우려

신신제약 리스크 요인은 다음과 같다.

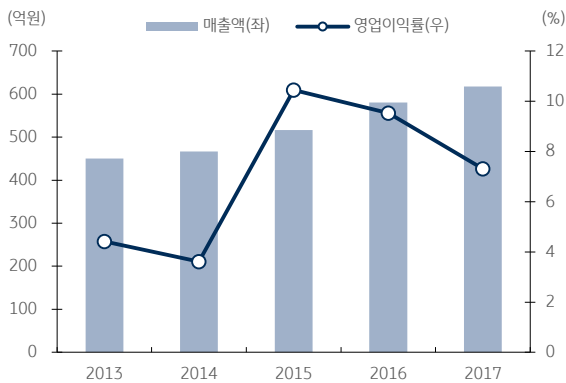
- 1) 밸류에이션 부담: 안산공장 CAPA 부족에 따라 2018년 실적 성장이 둔화될 것으로 예상되며, 이에 따라 밸류에이션 부담이 커질 수 있다.
- 2) 치매치료제 패치, 매출 성장에 대한 우려: 신신제약의 ETC 치매완화치료 패치제는 리바스티그민 성분이다. 리바스티그민 성분의 대표약은 엑셀론이며, 리베이트로 인해 6개월간 급여정지 이후 지난 2월 이후 급여정지가 해제되었다. 엑셀론 급여 정지로 인해 리바스티그민 성분의 제네릭 및 패치 치료제로 처방이 늘어날 것으로 예상했으나, 경쟁제품은 생각보다 저조한 매출이 나타나고 있다. 국내 치매 치료제 시장은 2,000억원으로 추정되고 있다. 2017 대한민국 치매 현황에 따르면 전체 치료제 시장 중 도네페질 성분이 27.3%를 차지하고 있으며, 리바스티그민 성분은 0.8%에 불과하다. 국내에서는 전반적으로 리바스티그민 성분 처방이 늘어나고 있지 않다. 이에 따라 신신제약의 치매치료제 패치 매출 성장에 대한 우려가 발생할 수 있다.

표 1. 신신제약의 실적 추이

(억원, %)	2015	2016	2017	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18
매출액	516	581	617	158	167	152	141	150
첨부제	269	280	297	63	74	81	78	69
외용액제	91	95	103	30	34	24	15	29
에어로졸	37	39	37	10	11	10	6	6
위생용품	38	36	32	8	7	9	8	8
티눈제	25	25	27	5	11	7	5	9
기타	56	105	121	42	29	22	29	30
영업이익	54	55	45	14	17	9	6	8
영업이익률	10.5	9.5	7.3	8.7	10.2	5.6	4.1	5.4
순이익	39	44	35	9	14	8	4	7
순이익률	7.5	7.6	5.7	6.0	8.6	5.1	2.7	4.8

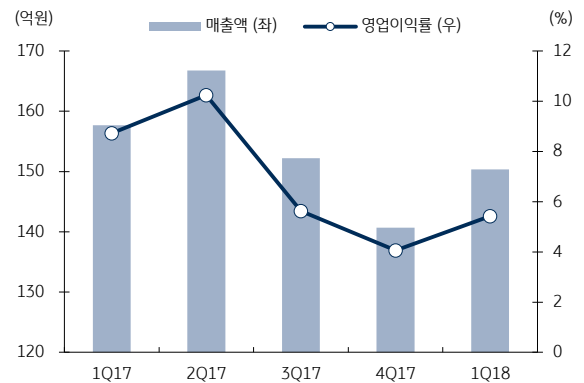
자료: 신신제약, KB증권 정리

그림 3. 신신제약 연간 실적 추이



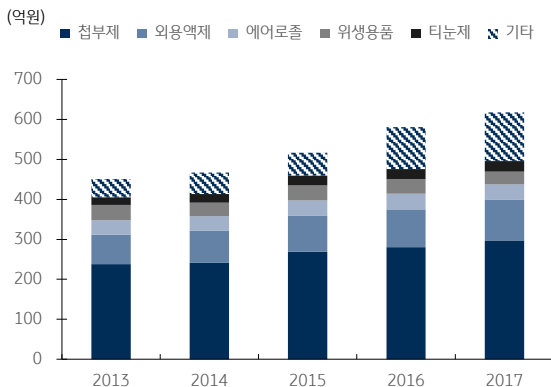
자료: 신신제약, KB증권 정리

그림 4. 신신제약 분기별 실적 추이 (1Q17~1Q18)



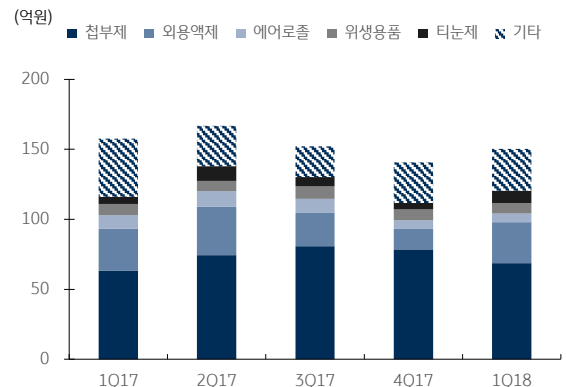
자료: 신신제약, KB증권 정리

그림 5. 주요 제품군별 연간 매출액 추이



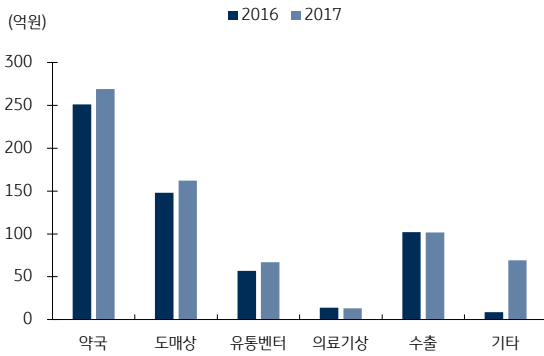
자료: 신신제약, KB증권 정리

그림 6. 주요 제품군별 분기 매출액 추이



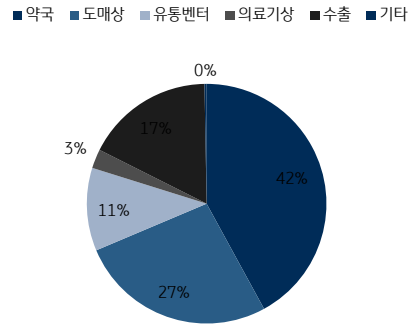
자료: 신신제약, KB증권 정리

그림 7. 약국 중심의 유통망 보유 (2016-2017년)



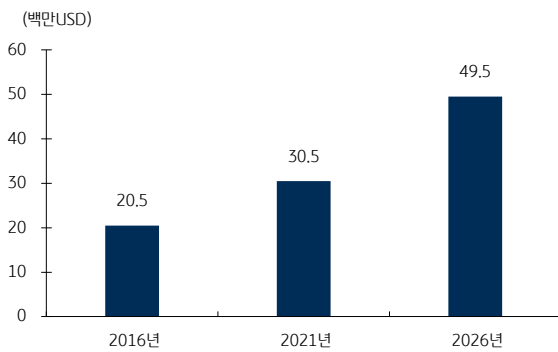
자료: 신신제약, KB증권 정리

그림 8. 강력한 유통망 보유 (1Q18 기준)



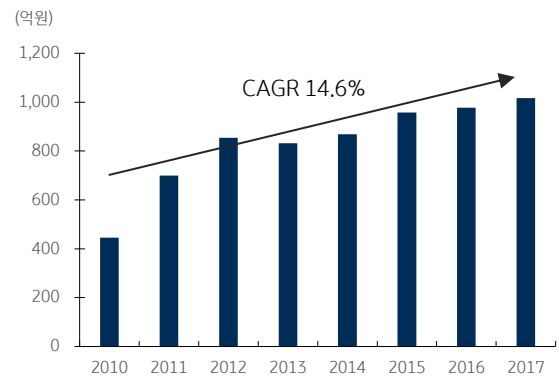
자료: 신신제약, KB증권 정리

그림 9. 글로벌 TDDS 시장 추이 및 전망



자료: 전자공시시스템, KB증권 정리

그림 10. 국내 첩부제 시장 추이



자료: 신신제약, KB증권 정리

표 2. 피부 점착 형태의 분류

형태	경피흡수제	첩부제	카타플라스마제 (파프제)
기술	혈중농도 조절 기술, 피부투과촉진 기술, 고분자 포물레이션기술, 방출조절기술	피부투과촉진기술, 고분자 포물레이션 기술, 점착제 사용	수용성 고분자 가교기술, 수분 함유로 피부 자극 감소
적용범위	전신의 순환혈류	국소범위	국소범위
적용약물	비수용성 약물, 통증, 중추신경계 약물 등	비수용성 약물, 소염진통제 등	수용성 혹은 친수성 약물, 소염진통제 등
예시	키미테	파스, 플라스타, 패치	파프, 밀착포

자료: 소비자안전센터, KB증권 정리

포괄손익계산서 (십억원) (적용기준)	2013A (IFRS-S)	2014A (IFRS-S)	2015A (IFRS-S)	2016A (IFRS-S)	2017A (IFRS-S)
매출액	45	47	52	58	62
매출원가	30	31	32	37	40
매출총이익	15	16	19	21	21
판매비와관리비	13	14	14	16	17
영업이익	2	2	5	6	5
EBITDA	3	3	6	7	6
영업외손익	-1	0	0	0	0
이자수익	0	0	0	0	0
이자비용	1	1	1	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	0	0	0	0
세전이익	1	2	5	6	5
법인세비용	0	0	1	1	1
당기순이익	1	1	4	4	4
지배주주순이익	1	1	4	4	4
수정순이익	1	1	4	4	4

성장성 및 수익성 비율 (%)	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
매출액 성장률	7.6	3.6	10.5	12.5	6.3
영업이익 성장률	14.8	2.6	170.9	2.6	-14.5
EBITDA 성장률	6.6	20.3	93.4	2.3	-11.7
지배기업순이익 성장률	66.7	27.6	190.3	14.1	-16.0
매출총이익률	33.5	33.5	37.4	36.2	34.7
영업이익률	4.3	4.3	10.4	9.5	7.7
EBITDA이익률	6.1	7.1	12.4	11.3	9.4
세전이익률	2.6	3.3	9.8	9.5	7.4
당기순이익률	2.3	2.9	7.5	7.7	6.0

현금흐름표 (십억원)	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
영업활동 현금흐름	1	1	5	3	5
당기순이익	1	1	4	4	4
유무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타비현금손익 조정	1	1	2	2	3
운전자본증감	-2	-3	-1	-3	-1
매출채권감소 (증가)	-1	-1	-1	0	-1
재고자산감소 (증가)	0	0	-1	-1	-1
매입채무증가 (감소)	1	0	1	0	1
기타영업현금흐름	0	0	-1	-2	-2
투자활동 현금흐름	-1	-5	-2	-6	-4
유형자산투자감소 (증가)	-1	-4	-5	-7	-4
무형자산투자감소 (증가)	0	0	0	0	0
투자자산감소 (증가)	0	0	0	0	-1
기타투자현금흐름	0	0	3	2	0
재무활동 현금흐름	0	3	-3	3	6
금융부채 증감	0	4	-3	2	-9
자본의 증감	0	0	0	1	15
배당금 당기지급액	0	0	0	0	0
기타재무현금흐름	0	0	0	0	0
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의 증가 (감소)	0	0	0	0	6
기말현금	1	0	0	1	7
잉여현금흐름 (FCF)	0	-3	0	-5	1
순현금흐름	0	-4	2	-2	15
순현금 (순차입금)	-13	-17	-15	-16	-2

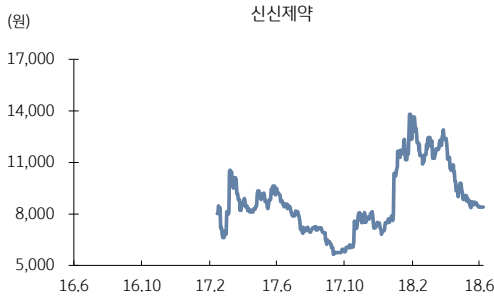
자료: 신신제약, KB증권 추정

재무상태표 (십억원) (적용기준)	2013A (IFRS-S)	2014A (IFRS-S)	2015A (IFRS-S)	2016A (IFRS-S)	2017A (IFRS-S)
자산총계	39	43	61	69	79
유동자산	25	25	32	35	41
현금 및 현금성자산	1	0	0	1	7
단기금융자산	1	0	0	0	0
매출채권	17	18	23	25	25
재고자산	5	5	6	7	7
기타유동자산	1	1	1	2	2
비유동자산	14	18	29	34	38
투자자산	0	0	4	4	5
유형자산	11	14	22	26	29
무형자산	0	0	1	1	0
기타비유동자산	3	3	3	4	4
부채총계	21	24	33	34	27
유동부채	17	14	23	18	18
매입채무	2	2	6	6	7
단기금융부채	11	8	11	6	5
기타유동부채	3	3	4	4	3
비유동부채	4	11	10	17	9
장기금융부채	3	10	4	11	3
기타비유동부채	0	0	3	3	3
자본총계	18	19	28	34	52
자본금	1	1	1	6	8
자본잉여금	4	4	0	1	14
기타자본항목	0	0	0	0	0
기타포괄손익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	12	13	27	27	30
지배자본 계	18	19	28	34	52
비지배자본	0	0	0	0	0

주요투자지표 (X, %, 원)	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A
Multiples					
PER	NA	NA	NA	NA	29.6
PBR	NA	NA	NA	NA	2.2
PSR	NA	NA	NA	NA	1.8
EV/EBITDA	4.7	5.1	2.3	2.5	19.9
EV/EBIT	6.7	8.6	2.7	2.9	24.4
배당수익률	NA	NA	NA	NA	0.4
EPS	93	119	345	388	254
BPS	1,556	1,665	2,506	2,912	3,446
SPS (주당매출액)	4,001	4,147	4,584	5,070	4,199
DPS (주당배당금)	11	11	21	34	33
배당성향 (%)	11.6	9.1	6.2	9.1	13.4
수익성지표					
ROE	6.1	7.4	16.6	14.2	8.6
ROA	2.7	3.3	7.5	6.8	5.1
ROIC	5.3	5.0	10.6	9.9	7.7
안정성지표					
부채비율	122.1	130.4	116.5	99.9	50.9
순차입비율	74.8	91.0	52.1	47.3	3.1
유동비율	1.5	1.9	1.4	1.9	2.3
이자보상배율 (배)	2.8	2.8	9.9	13.8	16.4
활동성지표					
총자산회전율	1.2	1.1	1.0	0.9	0.8
매출채권회전율	2.7	2.7	2.5	2.4	2.4
재고자산회전율	8.9	8.8	8.9	8.9	9.2

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



신신제약 (002800)

변경일	투자의견	목표주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
18-06-15	Not Rated			

KB증권은 등 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

투자등급 비율 (2018. 03. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
72.9	27.1	-

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (6개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과
-------------	------------------	---------------

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (6개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회
--------------------	-------------------	--------------------

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.