

기업 분석 보고
SMIC 5/6 세션

(주)대웅화학

RESEARCH TEAM 1

大將 : 이동언
參謀 : 김수민
卒兵 : 정윤경, 오대석, 함방글

<목차>

I . 제약산업의 개요와 전망

II . QOL 의약품이란?

III . 대웅의 희망, CO-Q-10

IV . Retrospect, 항생제

V . 안정적 자원고, 우루사

VI . 대웅화학과 지분법 평가 주식

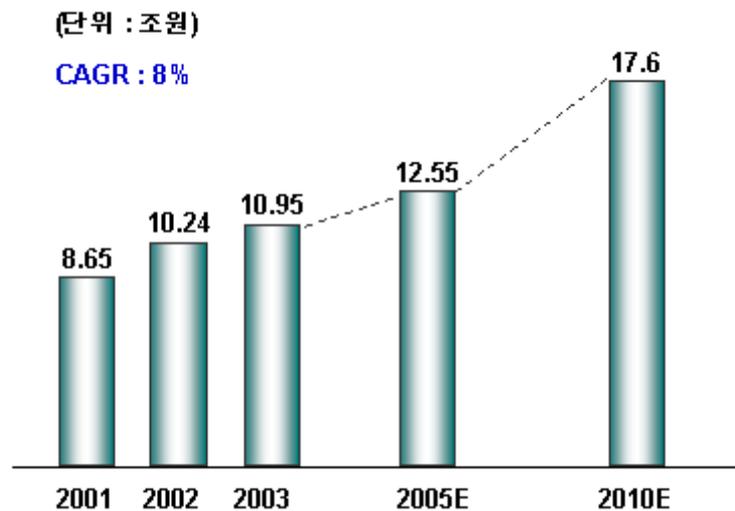
VII . 재무분석

VIII . Valuation

1. 제약산업의 개요와 전망

우리나라의 원료의약품 산업은 선진국에 비하여 그 발전 역사는 길지 않지만, 80년대 이후 정부 및 원료의약품 업소의 부단한 노력으로 90년대 이후 신약개발 산업과 선진국에 대한 수출이 활발히 이루어 지고 있다. 이러한 원료의약품의 발전은 국민 보건에도 직접적인 영향을 미치기 때문에 정부의 적극적인 지원하에, 21세기 성장 고도 산업으로 육성 발전시켜 오고 있다. 전 세계 제약사업뿐만 아니라 원료의약품 산업의 고도 성장은 21세기에도 지속될 것으로 추정된다.

제약산업은 기술 집약적인 고부가가치 산업으로서 치료용 의약품의 경우 경기 변동에 따른 영향이 적은 성격으로 안정적인 시장을 형성하고 있으며, 전형적인 내수산업으로서 국민 총 생산규모의 2% 수준인 약10조원의 시장규모이다. 최근에는 바이오기술의 급속한 발전과 정부차원의 BT분야 육성방침에 의해 벤처와 제약기업을 중심으로 생명공학 산업에 대한 투자가 활발히 진행되어 획기적인 신약이 개발될 것으로 기대된다. 국내 의약품 시장의 정체와 외자계 제약사의 시장 잠식으로 인하여 국내 제약업체의 외형 성장은 둔화 될 전망이며, 경쟁력 우위에 있는 대형제약사의 시장지배력이 강화될 전망이다.



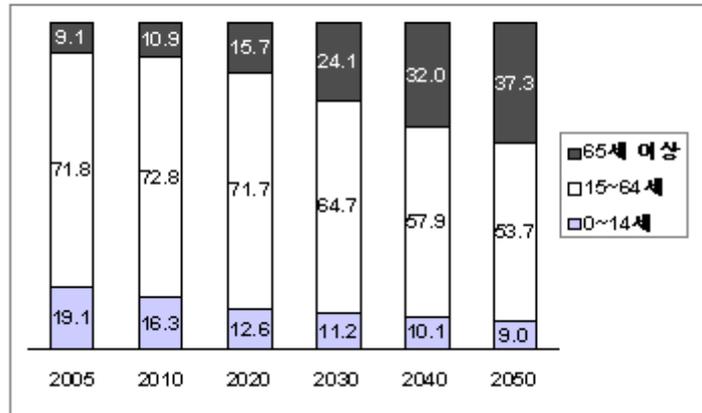
의약산업 성장 전망

꾸준한 수요를 바탕으로 하여 국내 의약시장 규모는 2010년 17조원대에 이를 전망이다. 2002년 10조원을 넘어선 국내 의약시장은 2010년에는 17조원을 돌파할 것으로 추정된다. 단, 최근 의약산업의 팽창은 의약품 수입이 급격히 늘어난 데 기인한 바가 크다는 점을 주시할 필요가 있다.

위와 같은 의약산업의 지속적인 성장을 뒷받침해주는 근거로 다음과 같은 것들을 들 수 있다.

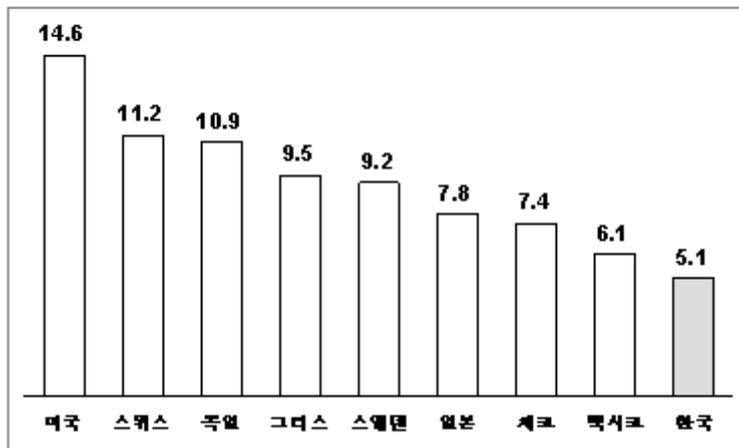
1. 의약품 수요 지속 증가

**인구구조 변화전망
(2005~2050, %)**



소득수준이 향상되고 고령화가 진전되면서 국내 의약품 수요는 지속적으로 증가할 전망이다. 위의 자료에서 알 수 있듯이 2005년 현재 65세 이상 고령 인구는 9.1%에 이르고 있다. 우리나라는 이미 고령화 사회로 진입하였으며 출산율 급감과 평균수명 연장에 따라 노인 인구의 비율은 급속히 증가할 것으로 예상된다.

**각국별 GDP 대비 의료비 비중
(2002년 기준, %)**



또한, 국내의 GDP 대비 의료비 비중은 5.1%로 선진 OECD 국가들에 비해(평균 8.2%) 낮은 수준이다. 이는 우리나라의 의료비 지출이 더욱 늘어날 가능성이 있다는 것을 시사한다. 이는 앞으로 건강보조식품 시장이 확대될 것이라는 것을 암시하기 때문에 주목할 필요가 있다. 우리나라의 의료보험제도와는 달리 미국은 국민1명의 의료비 지출이 연간 약4000

달러에 달하며 반 이상을 자기 부담하여야 한다. 일단 병에 걸리면 많은 의료비가 들기 때문에 예방 의식이 매우 높아 건강보조식품을 비롯한 대체 의료비 지출을 아까워하지 않는다. 한국 사회도 고령화는 물론 의료비 부담의 증대를 피할 수 없는 상황이기 때문에 건강보조식품을 중심으로 의약품시장이 꾸준히 성장하리라 예상된다.

※일본과의 비교

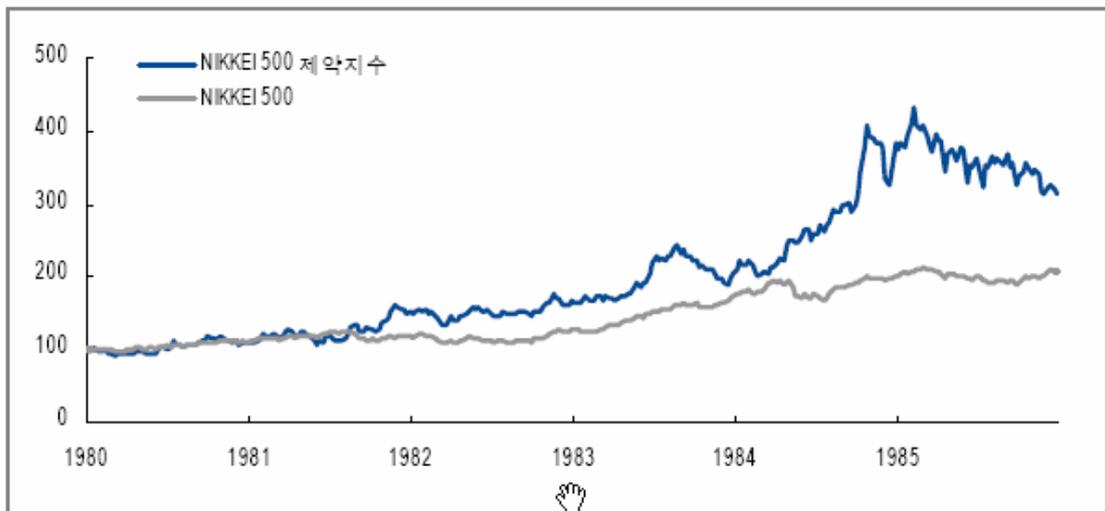
국내 제약업종 주가의 향방을 예상하는 데 있어 일본과의 비교는 의미가 있다. 전쟁으로 젊은 층 인구가 크게 감소했던 역사를 가지고 있으며, 전후 세대의 노년층 진입으로 고령화가 빠르게 진행되었다는 측면에서 우리나라와 공통점이 있기 때문이다.

2005년 우리나라의 65세 이상 인구 비중은 9.1%, 50~64세 및 15~49세 인구 비중은 각각 14.6%, 56.7%인데, 이는 1980년 일본의 상황과 비슷하다. 1980년 일본의 경우에는 상기 인구 비중이 각각 9.0%, 14.8%, 52.6%였다. 차이를 보이는 연령대는 청장년층인데, 한국의 전후 세대가 그 층이 더 두텁기 때문이다. 이는 일본보다 한국이 더 빠른 고령화를 겪을 것임을 의미한다.

우리나라의 제약업종 지수(KOSPI)는 2004년 중순을 기점으로 최근까지 꾸준한 강세를 실현하고 있다. 1980년대 일본 NIKKEI 500의 제약업종 지수는 1985년 1분기까지 약 5년에 걸쳐 강세를 보였고, 동기간 동안 업종 지수는 NIKKEI 500을 200%p 이상 초과상승하였다.

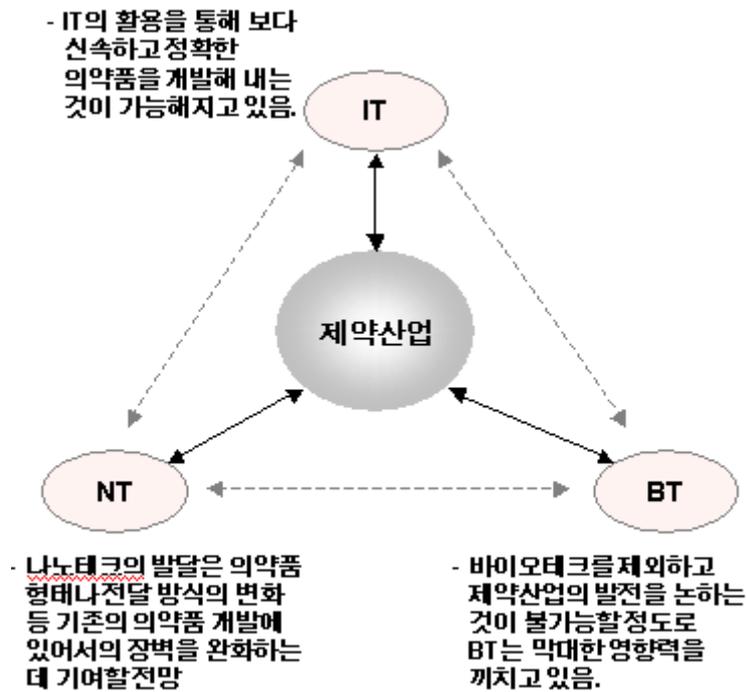
결론적으로 단순히 인구구조만을 고려하여 일본과 비교한다면 제약업종 주가는 아직도 충분한 기간과 폭의 추가상승 여력이 있다고 판단된다.

1980~1985년 NIKKEI 500 및 NIKKEI 500 제약업종 지수



주: 1980년 1월초의 NIKKEI 500 및 NIKKEI 500 제약업종지수를 각각 100으로 환산한 것임
 자료: Datastream

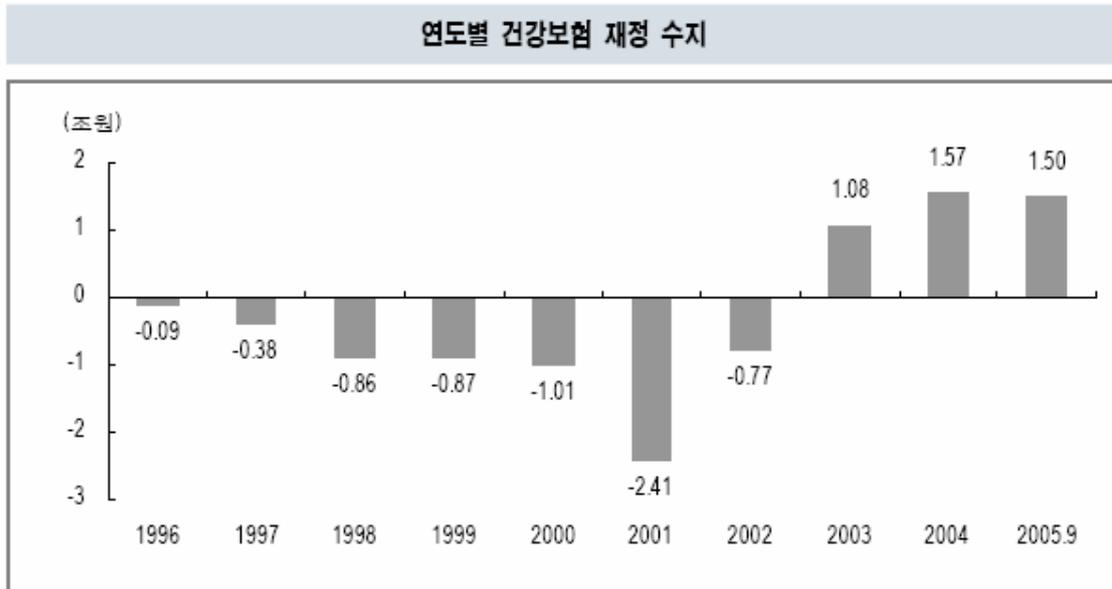
2. 기술 발전을 통한 제약산업 패러다임의 변화



IT, BT, NT 등 기술의 발달은 의약품 자체의 효능을 향상시킬 뿐 아니라 다양한 융합 영역을 만들어 내어 의약품 산업의 영역을 확대시키는 데 기여할 것으로 보인다. 특히, 향후 10년 동안 보건 의료 분야 중심으로 바이오테크가 급속히 발달할 것으로 예상된다. 또한, 인공 장기 등 첨단 의료 기술의 개발은 현재의 치료 수준을 고도화시켜 제약산업의 발전과 확대에 크게 기여할 것으로 기대된다.

3. 건강보험 재정의 흑자구도

높은 성장에 있어 가장 중요한 리스크 요인은 정부의 약가인하 등 정책변수이며, 이는 건강보험의 재정상태와 밀접한 연관을 가진다. 대표적인 예로써 2002년~2003년을 들 수 있다. 의약분업 시행으로 발생한 대규모 건강보험 재정적자를 해소하기 위해 정부는 2001년~2002년 적극적인 약가인하를 실시하였으며, 이는 2002년~2003년 제약사들의 실적모멘텀 둔화로 이어진 바 있다. 그러나 건강보험 재정은 2003년 이후 빠르게 정상화되었고, 2005년에도 지난 9월말 누계 기준 약 1.5조원의 흑자를 기록하고 있으므로 적어도 당분간은 제약산업에 부정적 영향을 미치지 않을 것으로 전망된다.



자료: 보건복지부

II. QOL 의약품이란?

1. 의의

생명에 직결되지는 않지만 생활에 불편한 증상을 치료하여 정신적, 신체적 생활양식의 개선을 도모하는 약품을 말한다. 관절염 치료제, 항우울제, 성기능개선제, 비만치료제, 탈모치료제, 골다공증 치료제, 수면제, 피임약, 피부노화 방지제 등이 포함된다. 대웅화학이 최근 중점을 두고 있는 CO-Q-10은 QOL 의약품의 일종이라고 볼 수 있다.

2. 최근 급부상

산업화, 소득 수준의 향상. 개인의 취향이나 건강에 대한 관심이 높아지고 있다. 인구 노령화 현상과 웰빙열풍도 라이프스타일 의약품 성장의 촉매 역할을 담당한 것으로 보인다. 화이자의 비아그라를 시발점으로 하여 제약업의 블루오션으로 주목을 받았다.

3. 시장의 특성

고가이면서 장기간 투여해야 하는 특징이 있다. 개인의 취향에 따라 선택 기준 바뀐다. 마케팅, 홍보에 따라 매출에 많은 영향을 미친다.

4. 성장의 가능성

- 애초에 건강보험이 적용되지 않거나 매우 제한적이므로 정부의 약가인하정책과 무관하게 pricing 가능하다.
- 시장이 이제 막 형성기이므로 진입과 점유가 상대적으로 쉽다.
- 2002년 기준 대략 2000억원 규모의 시장으로 추산된다. 매해 12%의 성장률 기록 중이다. 국내 2010년까지 1조원 시장으로 성장 예상된다.
- 인구의 고령화로 인한 수요의 자연증가와 소비자의 잠재적 니즈를 부추기는 업계의 마케팅전략이 맞물려 당분간 시장은 고속성장을 이어갈 것이라는 게 일반적인 분석이다.
- 질병 치료의 패러다임의 변화하고 있다. 기존에는 10% 질병을 가진 사람들을 치료대상으로 했다면 지금은 그 나머지 90% 사람들에게까지 의료이용의 범위를 확장하고 있다. 질병이 생기기 전의 예방단계로 확대되는 것이다.
- 건기능식품의 경우 특히 젊은 계층에 더욱더 어필하는 경향이다. 주로 예방차원으로 건기능식품을 많이 선호한다. 실제로 인라인 스케이트를 타는 30대의 경우 무릎관절을 예방하는 건식을 많이 찾고 있다고 한다. 이는 여가와 건강은 동시에 충족돼야 한다는 젊은층의 사고와 시대적 트렌드가 한몫을 하고 있다.
- 야외활동이나 여가문화가 보편화되면서 외모에 대한 투자도 증가하고 있다.

III. 대응의 희망, Co-Q-10

1. Co-Q-10이란?

Co-Q-10은 인체의 거의 모든 세포에서 발견되며 특히 심장, 간, 잇몸의 미토콘드리아에서 많이 발견되어 세포 내에서 에너지를 생산하는 과정에 기여하는 조효소로 알려져 있다.

Co-Q-10의 다른 명칭은 유비데카레논 또는 유비퀴논이며, 그 어원은 라틴어의 'Ubiquitous(보편적으로 존재한다)'이다. "비타민 유사 작용인자"라고 불리기도 하는데, 비타민처럼 "미량의 영양소로 생체 내에서 생합성 되지 않는 것"에는 해당되지 않지만, 비타민과 같은 기능을 하기 때문이다. 이러한 이유로 Co-Q-10은 "비타민Q"라는 별명을 가지고 있다. 즉, Co-Q-10 성분은 지용성 비타민과 비슷한 화학구조를 가진 물질로 알려져 있으며, 강력한 항산화 작용으로 인해 노화와 질병의 원인인 활성산소와 싸워 우리 몸을 지키는 중요한 작용을 하게 된다.

체내의 Co-Q-10 양은 20세에 절정기에 있다가 나이가 들수록 점점 줄어들게 된다. 특히 심장에서는 20세의 나이에 100%의 Co-Q-10 양이 있다면 40세에는 약 68% 정도의 수치로 Co-Q-10이 감소하게 된다.

음식을 통해 Co-Q-10을 보충할 수 있지만, 식사만으로는 그 양이 충분치 않아 외국의 경우 약품을 통해 Co-Q-10을 보충해 주고 있다. 외국에서는 또한 스타틴계열 약물 사용시

Co-Q-10 양이 감소하는 것으로 연구되어 전문가들은 이런 환자들에게 Co-Q-10 투여를 추천하고 있다.

특히 특정 질병(심혈관 질환, 고지혈증 질환, 암 질환, 면역 능력 감소 등)에 걸린 환자에 대해서는 부족한 현상이 나타나며, 이러한 질병에 대한 예방과 치료 효과가 있는 것으로 알려져 있다.

2. Co-Q-10 해외시장 현황

Co-Q-10은 우리나라에서는 아직 생소한 성분이지만 여러 외국 의학 자료집에 소개되고 있으며 특히 FDA에서 의사가 statin계 고지혈증 약물을 처방할 경우 환자에게 Co-Q-10을 복용할 것을 권장하고 있는 성분이다. 북미 지역을 비롯하여 세계 각국에서 의약품 및 건강식품으로 폭넓게 이용되고 있으며 특히 미국이나 일본에서는 최고의 일반의약품과 건강기능식품으로 판매 순위가 항상 상위에 들어갈 정도로 인기를 끌고 있다.

Co-Q-10의 생산물량은 전세계적으로 연간 250톤 수준으로 추정되지만, 연간 수요량은 이보다 많은 300톤에 달해 공급이 수요를 따라가지 못하고 있는 상황이다. 전세계 시장규모는 지난해 기준으로 대략 2조9,000억 이상이며, 매년 30~40% 이상 증가세를 보이고 있다는 게 관련업계의 추산이다.

(1) 성장하는 미국의 Co-Q-10 시장

Co-Q-10은 건강보조식품으로 미국에서 10년 이상의 판매 실적을 가지고 있다. 2000년 이후 비타민이나 미네랄 또는 허브류의 성장률은 저하되고 있는 반면 Co-Q-10은 여전히 10% 전후의 성장률을 나타내고 있으며 판매 순위도 상위에 포함되어 있다. 미국에서 주요 건강보조식품 회사들이 Co-Q-10을 내세우고 있으며, 그 종류도 100종이 넘고 연질캡슐, 경질캡슐, 정제, 시럽 등 다양한 제제가 시판되고 있다. 점차 소비자층이 확대되고 있는 추세이며, 심혈관 치료 약물로도 사용이 증가하고 있다. 스포츠 드링크나 건강 드링크 등의 음료, 치주병 예방을 목적으로 한 치약, 피부용 로션이나 크림 등 Co-Q-10 배합 신상품들이 계속해서 발매되고 있다.

(2) 일본의 Co-Q-10 시장

일본의 경우 최근 2년간 가장 인기 있는 원료로 각광받고 있는 상태다. KOTRA가 올해 초 발표한 '해외현장정보' 보고서에는 일본 닛케이BP컨설팅이 일본시장의 흐름을 이해하기 위해 선정한 히트상품으로 Co-Q-10을 12위(건강기능식품 부문 1위)로 선정했다. 이만큼 작년 한해 일본에서는 Co-Q-10성분이 큰 인기를 모았다.

또한 Co-Q-10의 세계시장 공급량을 일본의 카네카, 미즈비시가스화학, 일청파마, 아사히가세파마가 대부분 차지하고 있다. 각사는 수요의 급증에 대응하여 꾸준히 증산체제를 정비하고 있다. 최대기업인 카네카는 생산능력을 20% 높여 연간 180톤을 생산하는 한편, 내년 봄에는 미국에서 연간생산 100톤 규모의 공장을 가동시킬 계획이다. 아시히가세파마도

내년 생산자회사의 능력을 2배로 증가시킬 방침이다.

3. Co-Q-10의 국내시장 성장성

결론부터 말하자면 국내에서 Co-Q-10의 성장잠재력은 매우 높다고 판단된다. 미국, 일본 등에서는 폭 넓은 시장이 형성된 품목이나 국내에서는 아직 보편화 되어 있지 않기 때문이다. 우리나라보다 Co-Q-10이 활성화된 일본은 지난 2001년부터 많은 업체에서 다양한 제품을 쏟아냈지만 우리나라는 지난해부터 본격적인 경쟁이 시작됐다 해도 과언이 아니다. 현재 Co-Q-10 시장에 참여하고 있는 제약사는 대웅제약, 영진약품, 유한양행, 삼진제약 등 20여개 정도이며, 향후 2~3년 내 국내 시장도 1천억원에 이를 것으로 전망되고 있다. 따라서 국내의 제약사들은 이미 막대한 투자를 진행 중에 있다.

영진약품은 Co-Q-10의 원료합성공장을 신설하여, 올해 안에 연간 15톤 규모의 Co-Q-10 생산 시설을 완비하고, 내년에는 2차로 35톤 규모의 시설을 갖춤으로써 연간 총 50톤 규모의 생산시설을 완료할 예정이다. 투자비는 자기자본금 대비 39%에 이르는 200억원이라는 막대한 금액으로, Co-Q-10이 고부가가치원료로 매출증대 및 수익성 창출이 기대되고, 성장기반 확보가 가능할 것이라는 전망 때문이다.

대웅제약 역시 올 10월부터 Co-Q-10이 함유된 정제 제품을 출시한다는 계획아래 지난 5월부터 일부 약국을 대상으로 테스트 마케팅에 들어갔으며, 드링크 제품도 검토하고 있는 것으로 알려졌다. 대웅은 Co-Q-10의 연구개발비만 10억 이상 투입했다.

Co-Q-10은 국내에서는 아직 대중적으로 익숙하지 않은 제품이지만, 앞에서 본 바와 같이 기능성식품으로 허가되어 있는 일본의 경우 최근 2년간 가장 인기 있는 원료로 각광받고 있는 상태다. 우리나라는 현재 의약품 원료로 사용하고 있으나 지난해 9월에 건강기능식품 원료로 1차 심의 통과한 상태이며, 조만간 건기식품으로 허가될 경우 적지 않은 수요가 예상되고 있다. 식품업계 관계자들은 Co-Q-10이 건강기능식품 원료로 고시될 경우 시장은 급팽창할 것으로 전망하고 있다.

4. Co-Q-10 시장에서의 대웅화학

(1) 특허로 인정받은 기술력

국내에는 최근 일본으로부터 기술을 도입하여 제품을 출시하고 있는 영진약품과 대웅화학이 유일하며, 대웅화학은 Co-Q-10의 중간체 및 그 중간체의 제조방법의 특허를 취득했다. 이 특허는 Co-Q-10의 제조시 중간체로 사용될 수 있는 화합물을 제조하는 방법이며, 특허권자는 대웅제약과 대웅화학으로 건강기능성 식품 및 의약품 원료로 활용할 계획이다.

대웅의 Co-Q-10 원료합성 기술은 일본 니신(30년전에 개발)에 이어 세계에서 두 번째이고, 국내에서는 대웅화학이 유일하다. Co-Q-10은 공정이 10단계나 되고, 고도의 기술을 요구하기 때문에 일본 니신의 발매 후 30년이 지난 현재까지도 대량 합성 생산을 할 수 있는 업체는 전 세계적으로 니신과 대웅 2개사 밖에 없다.

(2) Co-Q-10의 매출액 추이

현재 100% 해외 수출되고 있는 대웅화학의 Co-Q-10은 발매 첫 해에 미국, 일본 등 900만 달러(4톤 규모) 수출을 달성한데 이어 현재는 동남아, 이탈리아, 독일, 러시아 등에 진출하면서 세계 각국에 탄탄한 거래망을 확보한 상태며, 올해 총 4,000만달러(15톤) 가량의 해외 수출을 예상하고 있다.

전반적으로 2004년 12월부터 생산하기 시작한 CO-Q-10의 매출은 빠르게 증가하고 있는 추세이다. 생산되자마자 매출비중이 약 20%로 주요 품목으로 성장했는데 작년 6월 분기 기준으로는 약 95억 원의 매출을 올려 187억 원의 분기 매출 중 51%를 차지하면서 최대 매출품목으로 성장했다. 대웅화학의 영업이익률도 이에 힘입어 약 15.6%로 지속적으로 상승하고 있는 추세다. 왜냐하면 CO-Q-10의 영업이익률이 약 30% 이상인 고마진 품목이기 때문이다.

2005년 3분기 실적은 급격히 악화되는 모습을 보였지만. 이는 해외 업체의 일시적인 재고조정에 기인한 것으로 향후에는 회복추세를 보일 전망이다. 다만, 선두업체인 니신사의 견제로 상반기 평균 \$2,800대의 가격이 \$2,000대로 내려앉은 상황인데, 이미 30%가량의 가격 조정을 겪어 향후 추가적인 가격 급락의 가능성은 낮은 것으로 보인다. 또한 공정개선으로 원가율이 개선되어 영향력은 제한적으로 판단된다. 하지만 예전에 비해 기대감이 다소 하락한 것은 사실이다. 그럼에도 불구하고 3분기 영업이익률 22%의 높은 수준을 유지한 점은 긍정적이라고 할 수 있다.

더욱이 긍정적인 점은 CO-Q-10의 가격이 2003년만해도 Kg당 1,800달러 수준이었지만 2005년 6월 가격은 2,800달러로 50% 이상 증가했다는 점이다. 이처럼 제품가격이 상승하는 이유는 앞서서도 살펴 보았듯이 전세계적으로 연간 생산량은 250톤에 불과한 반면 연간 수요량은 이보다 많은 300톤 규모에 달해 공급이 수요를 따라가지 못하기 때문이다. 이미 대웅화학은 작년에 월 10억 원 규모의 생산설비를 두 배로 확장해 증설하는 등 생산CAPA를 늘림으로써 CO-Q-10의 수급불균형 상황을 최대한 이용하고 있다.

(3) Pricing의 매력

CO-Q-10은 보건복지부 선정, 고시의 의약품이 아니다. 즉 정부의 가격정책과 관계없이 가격을 설정할 수 있다. CO-Q-10의 건강기능개선효과에도 불구하고 고시의약품으로 선정되지 않은 것은 큰 메리트로 작용하고 있다. 의약품과 같이 정부의 가격인하정책에 따라 수익률이 하락하지 않는다는 점은 CO-Q-10의 고마진 제품성을 유지하는 데 큰 이점으로 작용하고 있다.

(4) 리스크 요인과 유통채널

현재로서는 Co-Q-10의 시장성은 밝을 것으로 예상되지만, 건강기능성식품의 특성상 라이프사이클이 짧다는 점을 감안할 경우 생명력이 오래 지속될 지 여부는 불투명한 상황이다. 또한 셀레늄 등과 같이 외국에서는 잘 알려져 있지만 국내에서는 히트를 치지 못한 품목이

있기 때문에 선불리 판단하기는 어려운 면도 존재한다. 따라서 클로렐라-글루코사민-감마리놀렌산에 이어 Co-Q-10이 히트를 칠 수 있을지 여부는 미지수다.

건강기능성 식품은 사실 그 효능 보다는 얼마만큼 마케팅을 잘 하느냐에 따라 달려 있다. 일단 영진약품이 초기 시장을 열어 놓았다고 봤을 때, 대웅제약은 초기 시장에 대한 부담감을 조금 덜고 시작한다고 볼 수 있고, 마케팅 능력에서 보았을 때 대웅제약이 앞서기 때문에 그나마 강점이 있다고 볼 수 있다. 올 하반기 계획대로 Co-Q-10을 이용한 Tablet형태의 건강보조식품이 출시된다면, 동 제품에 대한 라이선스는 대웅화학이 가지고 있으나, 대웅화학의 경우 판매망이 존재하지 않아 대웅제약이 제조 및 유통을 담당할 전망이다. 대웅제약의 경우 유통망이 워낙 잘 갖추어져 있어 출시할 경우 최대 100억원 이상의 매출이 가능할 전망이나 수익배분 및 매출인식에 대해서는 아직 구체적으로 결정된 사항이 없다.

IV. Retrospect, 항생제

1. 항생제란?

항생제는 몸 속에 존재하는 항원(병원)이 더 이상 성장하지 못하도록 하거나 이를 박멸시키는 데에 활용된다. 주로 궁극적인 치료제보다는 의료 과정에서 병원체의 활성화를 억제시키는 중간 물질로 사용하는 경우가 대부분이다.

2. 항생제의 종류

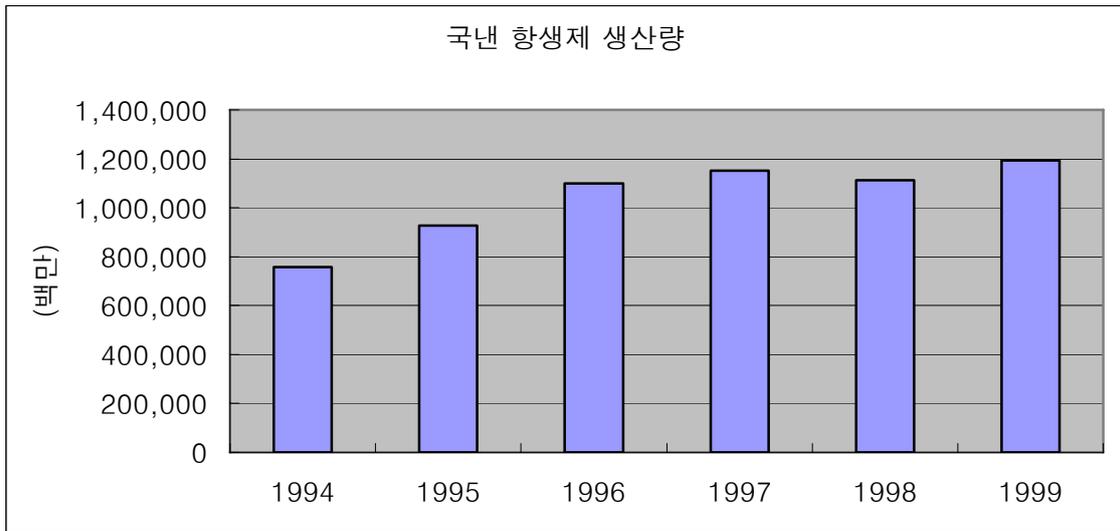
항생제의 종류를 검토하는 이유는 종류마다 향후 시장성이 다르기 때문이다. 항생제는 크게 세 가지로 나눌 수 있다.

- (1) 페니실린계 : 최초의 항생제로서 일반 대중에게 가장 잘 알려진 종류이다. 경구 투여시 가장 효과적이다.
- (2) 세파로스포린계 : 페니실린계의 업그레이드 판. 페니실린과는 달리 주사로 복용한다. 현재 가장 많이 쓰이는 항생제이다.
- (3) 퀴놀론계 : 초강력 항생제. 현재 2단계까지 검증이 끝난 상태이며 향후 가장 성장성 높은 제품으로 평가 받고 있다.

3. 항생제 시장 전망

(1) 시장 크기

항생제는 각 계열마다 하위의 수많은 변종과 합성제품들이 있어 조사기관마다 시장의 크기와 점유율이 달라 정확한 시장 분석이 어렵고 대략적인 가늠만 할 수 있을 뿐이다. 현재 정확한 통계자료는 대한제약협회에서 발행한 1999년까지의 항생제 생산량만이 나와있다.

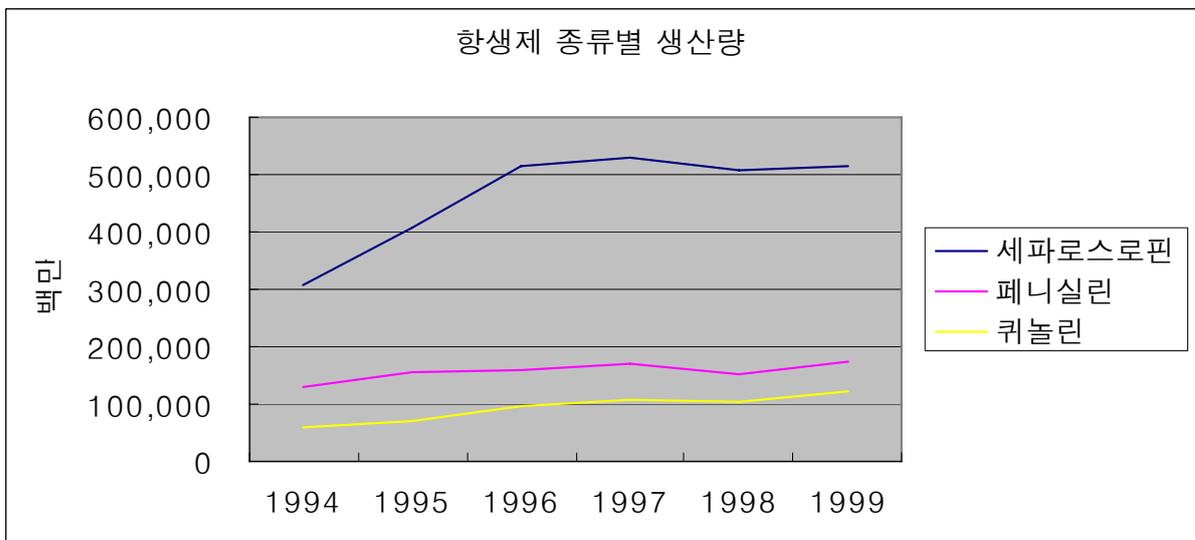


1999년에 국내 항생제 시장 규모는 1조 2000억원 규모에 이르고 있으며 1996년 이후에는 눈에 띄는 성장 없이 정체된 모습을 보이고 있다. 2005년 시장 규모를 알아 보기 위하여 1996년 이후의 성장 추세와 최근의 각종 제약 뉴스를 검토해 본 결과 현재 항생제 시장은 1조 5000억에서 2조원 사이일 것으로 추정된다.

이는 항생제의 안전성 검증에 대한 기간이 길어지면서 신약 출시가 더뎠고 기존 항생제들에 대한 내성이 생성되어 투약이 별 효과를 보이지 않는 점, 국민 건강을 이유로 항생제의 사용을 억제하려는 정부 정책이 복합적으로 작용한 결과라고 보여진다.

(2)항생제 종류별 점유율

항생제 전체 시장의 크기가 상당히 정체되어 있다고 보면, 정해진 크기 내에서의 점유율 확대가 중요한 변수라 작용할 것이다. 전체 항생제 시장에서 페니실린계, 세파로스로핀계, 퀴놀린계의 점유율 변화는 흥미로운 점을 시사하고 있다.



세파로스로핀의 생산량은 5000억원으로 세 항생제 중에서 가장 크지만 1996년 이후 성장이 멈춰있다. 따라서 전체 시장에 대한 점유율도 해마다 줄고 있는 추세이다. 페니실린계의 생산량도 큰 성장을 못하는 답보 상태이다. 그러나 퀴놀린의 경우 생산량의 절대 수치는 미약하지만 그 증가세가 놀랍다. 1994년 시장 점유율 7%에서 1999년 11%까지 올라갔다. 세파계와 페니실린계의 점유율이 도리어 줄고 있는 점에 비하면 항생제 시장에서 제약업체들이 퀴놀린계를 통해 새로운 돌파구를 찾으려는 움직임을 파악할 수 있다.

(3) 이슈와 전망

페니실린계 항생제는 향후 세파계와 퀴놀린계로 대체될 것으로 예측된다. 개발 역사가 오래된 페니실린계는 이미 그 개발 여력이 다 된 것으로 평가 받고 있으며 이미 내성이 생긴 항원이 많아 그 사용이 줄어들 전망이다. 세파계는 현재 가장 높은 점유율을 유지하고 있지만 성장이 멈춘 상태이며 내성을 파괴할 수 있는 더 강한 제품에 대한 안전성 검증이 아직 되지 않은 점에서 낙관적 전망이 힘들다.

반면에 퀴놀린계의 경우 그 효과가 매우 강력하고 아직 내성이 생기지 않은 신약이라는 점에서 업계의 큰 기대를 받고 있다. LG생명화학과 보령제약, 중외제약 등 국내 유수의 제약업체 모두 퀴놀린계의 생산과 판매를 늘리기 위해 투자를 진행 중이다.

4. 대웅화학의 항생제 경쟁력

(1) Old-fashioned 제품 구성

대웅화학은 퀴놀린계 제품을 생산하지 않는다. 페니실린계의 ‘아목시실린’과 세파계의 ‘세프트리악손’만을 생산하고 있다. 향후 항생제 시장이 퀴놀린계를 중심으로 재편될 것임을 감안할 때 대웅화학의 제품 구성은 과거 지향적이다.

(2) 착각의 늪

대웅화학의 페니실린계 ‘아목시실린’은 한국 항생제 최초로 1994년 미국 FDA의 승인을 받은 제품이다. 대웅화학은 이에 대한 자부심이 매우 큰 것으로 보인다. 애착이 가는 것은 이해하지만 미래가 없는 페니실린계에 집착함으로써 빠져 나올 수 없는 자기기만에 빠져들고 있다는 느낌을 지울 수 없다.

(3) 취약한 시장 점유율

아목시실린의 경우 국내 매출액은 고작 9억원, 세프트리악손의 경우에는 5억원에 불과하다. 둘다 전체 시장의 1%에도 미치지 못하는 수치이다. 그들의 아목시실린에 대한 자부심이 groundless한 ‘착각의 늪’임을 알 수 있다.

(4) 수출이 breakthrough가 될 것인가?

세프트리악 손	수출	3,108	3,044	4,079
	내수	534	430	529
	합계	3,642	3,474	4,608

(백만)

위 표에서 볼 수 있듯이 세파계 항생제인 세프트리악손의 경우 수출액이 31억원으로 내수의 6배에 이른다. 하지만 이는 약 22조원에 이르는 세계 세파계 시장의 0.1%에도 미치지 못하는 저조한 수치이다. 수출로 반전을 기대하는 것은 몽상일 뿐이다.

(5) 지속적인 매출액의 감소 혹은 정체

(백만원)		제23기 3분기	제22기 3분기	제22기 연간
아목시실린	수출	351	262	426
	내수	884	1,039	1,377
	합계	1,235	1,301	1,803
세프트리악 손	수출	3,108	3,044	4,079
	내수	534	430	529
	합계	3,642	3,474	4,608

아목시실린의 경우 매출액이 감소하고 있으며 세프트리악손의 경우에도 매출액의 정체가 보이고 있다. 매출의 급증이나 어떤 급반전을 기대하기는 힘들어 보인다.

(6) 경영층의 의지는?

회장의 자식들 대부분이 대웅화학의 주식을 많이 가지고 있으며 전자공시나 홈페이지에 항생제에 대한 설명이 대부분을 차지하고 있다. 이것을 항생제 시장 공략에 대한 경영자의 적극적인 의지로 해석할 수 있을지는 미지수이다. 하지만 차세대 항생제인 퀴놀린계에 대한 투자가 전혀 없는 상황이고 아목시실린과 세프트리악손의 수지악화에 대한 개혁의 노력은 전혀 찾아볼 수가 없다는 점에서 이는 어떤 의도가 있는 것은 아니라고 본다.

5. 소결

대웅화학의 항생제 경쟁력은 없다. 안정적인 현금흐름을 보장할 수 없으며 폭발적인 성장성을 기대하기도 힘들다. 한마디로 GG다.

V. 안정적 자원고, 우루사

1. 우루사의 원료를 만든다!!

배일섭이 광고했던 우루사. 국민적 자양강장제로 인식되는 우루사. 그 우루사의 원료를 만드는 곳이 대웅화학이다. 이름도 거창한 우루소데스옥시콜린산.

(단위 :%,백만원)

매출유형	품 목	구체적용도	주요상표등	매출액(비율)
제품	우루소데스옥시콜린산	간기능개선제 원료	-	7,543(15.4)

표에서 보이듯이 우루사의 원료 매출액은 75억원으로 대웅화학 전체 매출액의 15%나 차지한다. 대웅화학에서 만들어진 우루소데스옥시콜린산은 80%가 대웅제약으로 판매된다. 대웅제약의 우루사 매출에 따라 대웅화학의 우루소데스옥시콜린산의 매출이 정해지는 종속적 성격의 띄므로 우루사의 매출 추이와 미래의 성장성을 검토할 필요성이 있다.

2. 국민의 강장제, 우루사

(1) 시장의 전망

2005년 강장제 시장 규모는 대략 1500억원 정도로 추산되고 있다. 강장제는 한 때 시장이 위축되는 경향이 있었으나 건강에 대한 사회적 관심의 확대와 웰빙 열풍에 따라 최근 수요가 증가하고 있다. 특히 간은 한 번 훼손되면 회복이 안되므로 예방 차원에 따른 수요가 비중을 늘리고 있다. 특히 우리나라의 경우 간질환 발병률이 세계 최고 수준이며 음주문화와 맵고 짠 음식은 간기능개선제 또는 강장제에 대한 수요가 지속적으로 유지될 것임을 가늠케 한다.

(2) 우루사의 지위

우루사는 국민적 강장제로 인식될만큼 브랜드 파워가 막강하다. 2004년에 360억의 매출로 시장 점유율 1위를 기록한 바 있다. 강장제의 효능이 제품별로 별반 차이가 없다는 점에서 강력한 브랜드 파워는 제품 차별화와 시장 공략에 더없이 큰 무기가 되고 있다. 특히 대웅제약의 간관리 캠페인, '매일매일 간을 관리하자'라는 광고 카피, 간의 역할과 간질환 정보 및 식이요법 등을 담은 포켓용 책자를 약국에 배포한 것과 같이 마케팅과 영업능력에서 발군을 보이고 있는 우루사는 앞으로도 시장 선두의 지위를 유지할 것으로 기대된다.

(3) 경쟁사는?

아로나민 골드와 빼콤씨가 있다. 우루사와 마찬가지로 국민에게 잘 알려진 브랜드들이다. 이 세 제품은 서로서로가 치열하게 경쟁하기 보다는 일종의 과점 체제로서 시장을 분할 소유하고 있는 양상이다. 도리어 강력한 브랜드 신디케이트를 바탕으로 신규제품의 시장진입을 봉쇄하는 효과를 가지고 오므로 우루사에 있어서 악재적 이슈는 아니다.

3. 안정적 수입원, 우루소데스옥시콜린산

우루사는 지속적인 현금흐름을 창출할 것으로 기대된다. 우루사의 원료인 우루소데스옥시콜린산을 제공하는 대웅화학의 입장에서는 안정적인 수입원을 확보하는 것이 된다. 우루사가 계속 팔리는 한 원료도 계속 필요할 것이기 때문이다. 따라서 대웅화학의 입장에서는 폭발적인 성장성은 없더라도 매년 일정한 수익을 지속적으로 기대할 수 있다. 한마디로 우루소데스옥시콜린산은 매월 안정적으로 지급받는 ‘월급’을 가져다주는 녀석이라고 할 수 있다.

4. Issue : 돼지 간도 맛있다?!

우루소데스옥시콜린산은 소의 간으로 만들어지는데 이는 전량 수입하므로 원가율이 상당히 높은 편이다. 최근 돼지 간으로 소의 간을 대체할 수 있게 되어 높은 원가절감을 기대할 수 있게 되었다. 돼지 간이 소의 간에 비해 훨씬 저렴하기 때문이다.

다만 소의 간을 돼지 간으로 대체할 경우 우루사의 효능에 대한 소비자 신뢰의 감소와 이에 따른 매출 감소의 위험이 존재한다. 원가절감의 효과를 누리면서 매출 감소의 위험성을 배제하려면 결국 돼지 간의 효능이 소의 간과 대등하다는 것을 소비자에게 입증해야 하는데 이는 결국 대웅제약의 마케팅 및 영업 능력에 달려 있다. 대웅제약의 효과적인 마케팅 능력은 업계에서 정평이 나 있음을 고려할 때 대웅화학이 돼지 간을 사용함으로써 얻는 이익이 더 크다고 본다.

5. 소결

요컨대 우루사는 판매가 급증할 제품도 아니지만 그렇다고 하루아침에 망할 제품도 아닌 소비자의 신뢰가 깊은 스테디셀러이다. 이런 우루사의 원료를 대웅화학이 제공하고 있으므로 대웅화학에게 우루소데스옥시콜린산은 안정적인 수입원이며 년 100억의 매출액을 기대할 수 있다.

VI. 대웅화학과 지분법 평가 주식

1. 복잡한 자회사 관계

(주)대웅은 대웅제약을 위시한 각 계열사들의 지분을 보유한 지주회사이다. 원래는 (주)대웅에서 의약사업 모두를 과거로부터 행해왔으나, 2002년 10월 1일 부로 사업전부문을 분할하여 (주)대웅제약을 신설하였다. 이 이후 (주)대웅은 지주회사로서의 면모만 남아있게 되었다. (주)대웅은 순수지주회사는 아니고 자체 매출이 세파클러(항생제), 셀리시스(화장품) 등을 직접 제조해서 팔기도 하나, 전체 영업수익에 비하면 상당히 작은 규모이다.

현재 대웅의 주요 자회사는 아래와 같다.

2. (주)대웅의 자회사

① (주)대웅제약

알다시피 의약품 제조 및 판매업체이다.

② 알앤피코리아(주)

R&P Korea는 세계 최대 연질캡셀 전문제조업체인 미국 R.P Scherer사와 대웅제약의 합작투자로 1983년에 설립된 국내 최초의 연질캡셀 전문 수탁 기업이다. 1983년 10월 15일자로 의약품의 제조, 판매, 연질캡슐과 의약품의 연구개발 및 관련용역의 제공을 목적(OEM)으로 설립되었으며, 2002년 12월 21일에 상호를 한국알피쉐러주식회사에서 알앤피코리아주식회사로 변경하였다. R&P Korea는 경기도 향남제약공단내에 KGMP(대지 3000평, 건평 900평) 적격시설에서 연간 20억 capsule의 생산능력을 보유하고 있으며, 20여년간 축적된 제조기술과 전세계 12개국 19개사와의 연계 및 자문을 바탕으로 종래의 연질캡셀 제제의 문제점을 해결하여 KGMP에 입각한 완벽한 품질의 제품을 공급하고 있다. 또한 다양한 연질캡셀 제제 특허 기술과 완벽한 컨설팅을 통해 전문 OEM/ODM기업으로서 고부가가치 신제품 개발을 위해 노력하고 있다.

③ (주)대웅식품

음료, 건강보조 식품 및 살충제등 주로 생활과 밀접한 제품 생산하고 있다. 1994년에 설립되었다.

④ (주)대웅경영개발원

대웅제약 연수원부터 시작하여, 1995년 독립법인으로 설립되었다. 대웅제약 사원 교육 전문 담당하고 있다.

⑤ (주)이지메디컴

병원관련 각종 의약품 및 의료기기 판매, 전자상거래 등을 영위하고 있다. 병원들이 출자하는 경우도 있다.

⑥ (주)페이지원

온라인 헬스케어전문회사로서, 의료건강 사이트인 하이닥(www.hidoc.co.kr)운영하고있다.

650명의 의대교수진에 의해 집필되어 지는 신뢰도 높은 콘텐츠를 바탕으로 의료/건강 콘텐츠 사업, 인터넷을 통한 원격검진 및 건강관리 서비스(www.hicare.net) 사업, 홈페이지 구축 등 병의원을 위한 온라인 에이전시 사업을 영위하고 있다.

⑦ (주)대웅개발

대웅그룹에서 사용하는 토지, 건물 등을 전체적으로 관리하여 각 계열사에 임대하는 역할이다.

⑧ (주)산웅개발

⑨ (주)산웅엔지니어링

⑩ (주)팜팩

⑪ (주)인성아이디에스

통합 IT 서비스 및 컨설팅 전문업체. ERP, SCM관련된 업무를 영위한다.

3. (주)대웅의 계열회사

① 대웅화학(주)

② (주)대웅상사

대웅제약 Biomedical 사업부에서 발전한 (주)대웅메디칼과 1991년에 설립된 (주)대웅상사(의약품 수출입업 및 대행업)이 1999년에 (주)대웅상사가 흡수합병하면서 태동하였다. 경쟁력 있는 원료의약품 및 화학약품과 수술대, 진료대, 분만대, 임플란트, X-ray, 무영등 등 각종 의료기기를 수출입한다. 사업부는 전세계 우수업체 발굴을 통하여 경쟁력 있는 원료의약품 및 화학약품을 수출입하는 Healthcare, 전문 무역상사를 지향하는 무역사업부와 세계유수의 회사들과의 Marketing 제휴를 통하여 진단 및 O/S 영역뿐만 아니라各科 수술실, OB/GYN, P/S에 필요한 다양한 의료기기를 생산, 판매하는 Total Medical Supplier 메디칼 사업부로 구성되어 있다.

4. 진짜 지주회사는 (주)대웅이 아니다!! 대웅화학이다!!

이렇게 (주)대웅은 여러가지 자회사를 보유하고 있는데, 중요한 점은 이러한 (주)대웅의 주식을 대웅화학이 30%가량 보유하고 있다는 것이다. 특수관계자 지분을 합친 것이 36%인 것을 감안했을 때 실질적으로는 대웅화학이 유일한 대주주임을 알 수 있다. 그런데 주목할 사항은 특수관계자들이다. 창업주인 윤영환씨를 비롯하여 그 자제분들이 (주)대웅 및 대웅화학, 대웅제약에 각각 출자하고 있는데, 이들의 지분을 합치면, (주)대웅으로의 윤씨 가문 출자는 약 36%, 대웅화학으로는 약 58%, 대웅제약으로는 약 4%이다. (주)대웅이 대웅제약에 40%를 출자하고 있으니 사실상 이들이 대웅그룹 전체를 움직인다고 보면 된다. 흥미로운 사실 중 하나는 자식들이 모두 같은 곳에 투자하고 있는 것은 아니고, 자식들은 모두 대웅화학에 투자하고 있고 윤회장 자신은 투자하지 않고 있다. 자식들에게 더욱더 많은 지분을 물려주려는 의지인지도 모르겠다.

결론적으로 말하자면, 대웅계열사들은 주식의 분포로 봤을 때는 대웅화학이 실질적인 지주

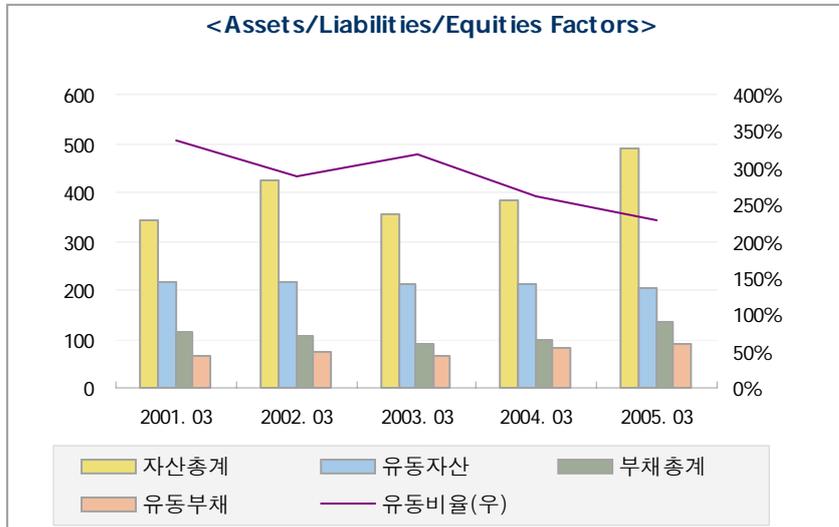
회사 역할을 하고 있다고 할 수 있지만, 대웅화학의 대주주가 동시에 대웅의 대주주이기 때문에 정확히 어느 쪽이 더 우위권을 갖고 있는지는 정확하지 않다. 그러나 윤씨 가문의 자녀들이 대웅화학의 지분을 더 많이 소유하고 있음을 볼 때 향후 무게의 추가 대웅화학 쪽으로 기울 것으로 조심스럽게 예측해 볼 수 있다. 이는 대웅화학이 경영권 프리미엄 평가를 받아 주가가 상승할 여지를 주고 있다.

5. 대웅화학의 지분법평가이익은?

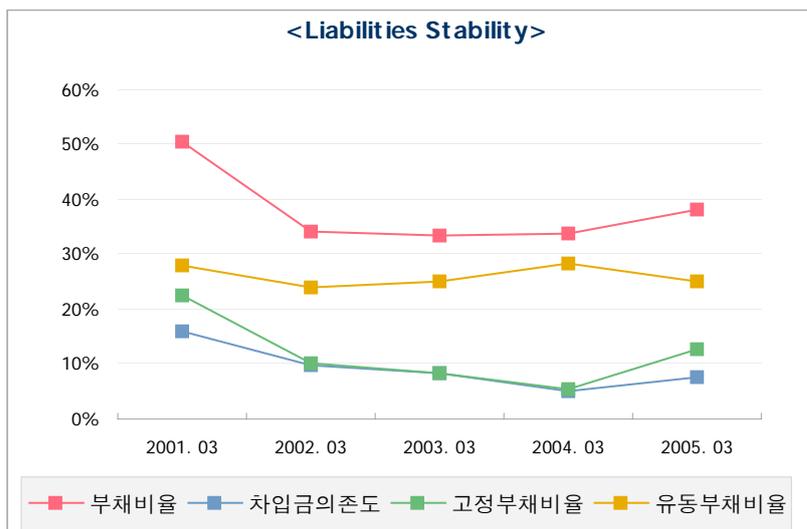
현재 대웅화학에서 인식하고 있는 지분법평가손익 대상 기업은 (주)대웅, (주)대웅상사, 알앤피코리아(주), (주)대웅경영개발원 이렇게 4가지 기업이다. 그런데 다른 나머지 3개 기업의 지분법이익은 그렇게 크지 않고 대웅이 가장 크다. 또한 대웅의 지분법평가이익의 대부분은 대웅제약에서 나온다. 게다가 상장을 한 기업은 대웅, 대웅제약, 대웅화학 이렇게 3개 이다. 따라서 초점을 맞춰야 할 기업은 대웅, 대웅제약으로 볼 수 있겠다.

VII. 재무분석

1. 낮은 부채비율, 높은 유동비율!



	2001. 03	2002. 03	2003. 03	2004. 03	2005. 03
자산총계	341	424	357	385	490
유동자산	214	218	214	214	205
부채총계	114	108	90	97	135
유동부채	63	76	67	82	89

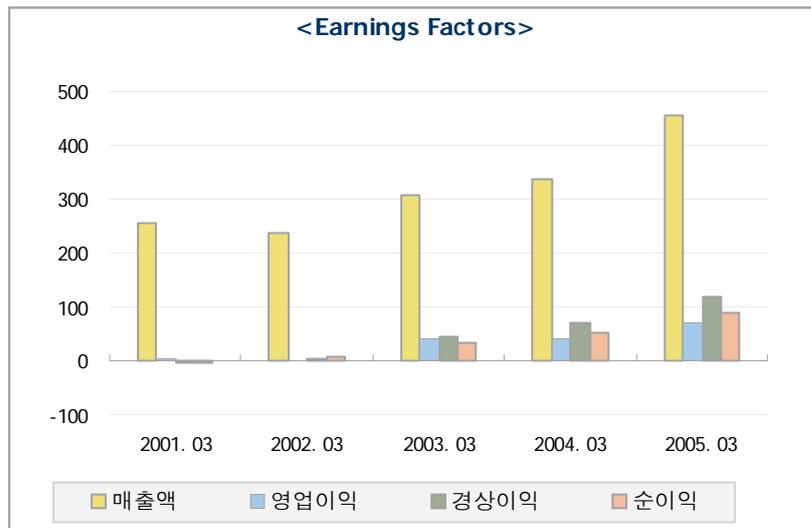


	2001. 03	2002. 03	2003. 03	2004. 03	2005. 03
부채비율	50.41%	34.11%	33.57%	33.65%	38.11%
차입금의존도	15.96%	9.77%	8.54%	4.99%	7.47%

고정부채비율	22.46%	10.24%	8.44%	5.34%	12.90%
유동부채비율	27.96%	23.87%	25.13%	28.31%	25.21%

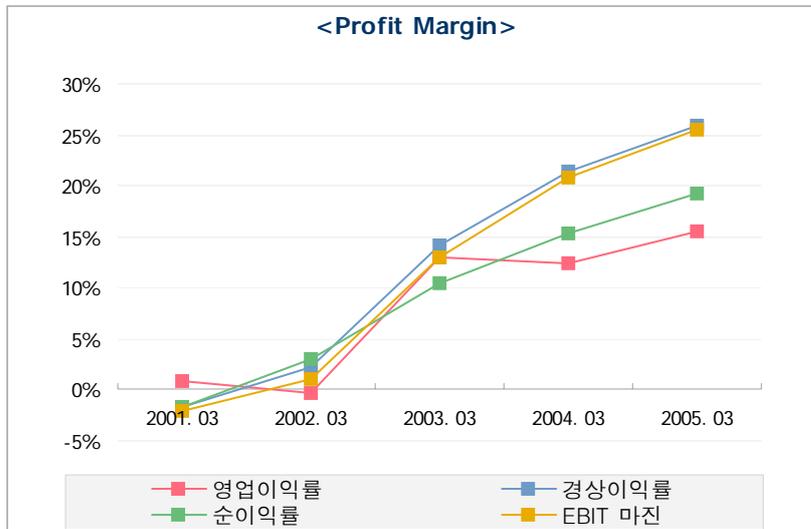
부채비율이 낮은 편이며 전반적인 부채비율이 2001년 이후 계속 하락하고 있음을 알 수 있다. 유동비율도 200%가 넘는다. 유동자산의 비율이 높은 점은 대동화학의 재무적 안전성을 보증한다고 볼 수 있다.

2. 지속적인 이익률 향상



	2001.03	2002.03	2003.03	2004.03	2005.03
매출액	257	235	309	338	455
영업이익	2	-1	40	42	71
경상이익	-4	5	44	72	118
순이익	-4	7	32	52	88

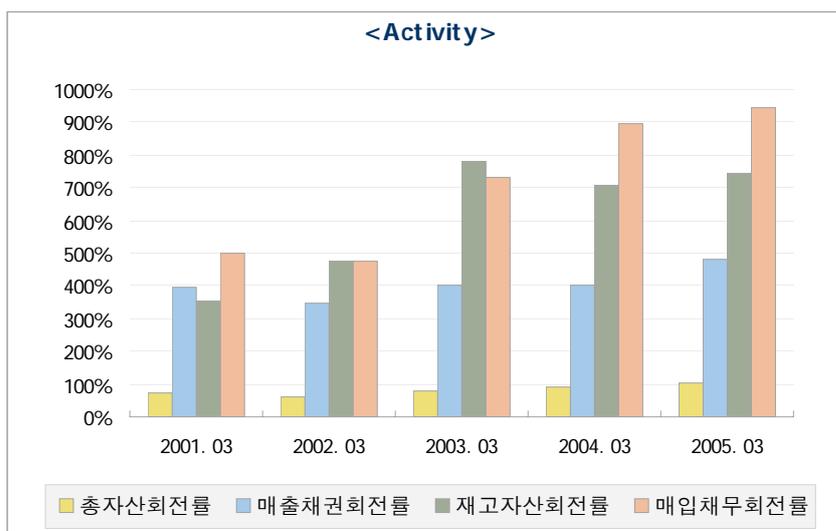
매출액이 2001년 이후 지속적으로 증가하고 있다. 이와 더불어 영업이익과 당기순이익의 증가세도 계속되고 있다. 2004년 이후 매출액이 급증하였는데 이는 CO-Q-10의 출시에 따른 것이다. 항생제의 매출액 감소를 CO-Q-10이 보충하고 있다.



	2001. 03	2002. 03	2003. 03	2004. 03	2005. 03
영업이익률	0.82%	-0.37%	12.92%	12.44%	15.62%
경상이익률	-1.58%	2.18%	14.10%	21.35%	25.83%
순이익률	-1.64%	2.94%	10.40%	15.35%	19.22%
EBIT 마진	-2.10%	1.02%	12.98%	20.76%	25.41%

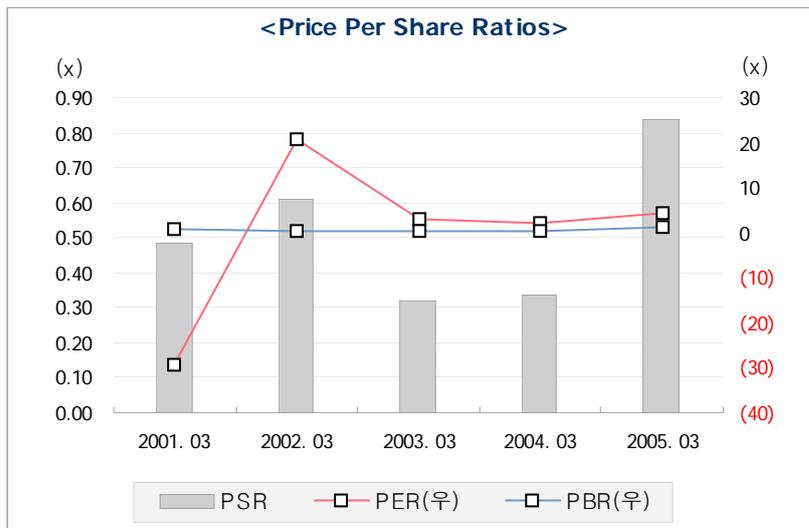
우상향하고 있는 꺾은 선의 자태가 아름답다. 영업이익률, 순이익률을 불문하고 고속성장의 상태를 뒷받침하고 있다. 고마진제품인 CO-Q-10의 판매급증으로 인한 까닭으로 여겨진다.

3. 활동성과 재무지표



	2001. 03	2002. 03	2003. 03	2004. 03	2005. 03
총자산회전률	71.28%	61.50%	79.19%	91.08%	104.17%
매출채권회전률	397.96%	347.96%	400.85%	404.43%	481.60%
재고자산회전률	353.09%	474.15%	781.31%	709.14%	744.24%
매입채무회전률	502.00%	476.79%	732.63%	898.49%	945.60%

매출채권회전률과 매입채무회전률이 굉장히 높아 대웅화학의 자산 활동성이 굉장히 높음을 알 수 있다.



	2001. 03	2002. 03	2003. 03	2004. 03	2005. 03
PER(우)	-29.55	20.61	3.07	2.20	4.37
PBR(우)	0.55	0.45	0.37	0.40	1.08
PSR	0.48	0.61	0.32	0.34	0.84

높지 않은 PER과 1을 간신히 넘는 PBR. 대웅화학이 저평가 되었으면 저평가 되었지 절대로 고평가되지 않는 모습을 보여준다. 안정적인 재무구조 높은 수익성 등을 고려할 때 FCF가 긍정적이라면 대웅화학은 굉장히 매력적인 주식임을 알 수 있다.

VII. Valuation

1. 가설

(1) 고정적인 수입원, 우루소데스옥시콜린산

우루사의 판매량은 급증하지도 않으나 급감할 가능성도 없으므로 우루사의 원료 매출액은 상당히 안정적일 것이라고 가정하여 매년 매출액 증가율을 연평균 물가상승률과 비슷하거나 조금 못 미치는 3%로 가정하였다.

(2) 우울한 항생제

항생제 시장 자체의 한계와 대웅화학의 아목시실린 및 세프트리악손의 시장경쟁력이 열위에 있으며 향후 개선될 여지가 없다고 보아 항생제 부분의 매출액 성장률은 연 1%로 상정, 물가상승률에 못 미친다고 가정하였다.

(3) CO-Q-10은?

CO-Q-10의 경우 여러가지 가설이 필요하다. 우선 세계의 CO-Q-10 시장은 약6600억원 정도. QOL의약품의 잠재적 가능성과 웰빙열풍 등을 고려할 때 매년 10%성장률이 충분히 가능하다고 본다. 설사 이에 미치지 못하더라도 현재 대웅화학의 CO-Q-10수출액은 고작 180억에 불과, 대응의 기술력을 감안할 때 국제 시장에서는 아직 충분히 매출액이 상승 여지가 충분하다고 본다. 따라서 CO-Q-10의 수출액은 국제 시장의 추세에 크게 영향을 받지 않고 가파른 상승세를 이어갈 것으로 가정한다.

내수시장의 경우에는 아직 시장이 극초반의 성장기에 있으므로 쉽게 예측할 수 없다. 다만 비록 절대액은 미약하지만 판매량이 급격히 늘고 있다는 점, 영진을 비롯한 시장 참여자들의 설비 투자가 크게 늘었다는 점, 공격적인 마케팅으로 시장의 관심을 유도하고 있는 점, 세계 시장에 비해 유난히 규모가 영세한 점, QOL의약품의 소비형태가 미국, 일본 등의 선진국의 양상과 비슷하게 발달할 가능성이 큰 점 등을 고려할 때 향후 약 1000억원 정도로 시장이 성장한다고 가정한다. 그러나 CO-Q-10이 반짝하고 말았던 국내의 선례적 건강식품의 전철을 밟을 수도 있다는 점을 고려할 때 시장이 급격히 축소될 가능성도 고려해야 한다.

또 여기서 중요한 것은 대웅화학의 CAPACITY이다. 현재 대웅화학은 약230억 정도의 CO-Q-10 생산 능력을 보유하고 있으나 위의 가정대로 매출액이 늘어날 경우 생산량이 수요량을 충족시키지 못하는 문제점이 발생한다. 2006년에 완공될 공장이 있기는 하나 이 공장이 모두 CO-Q-10의 생산에 이용된다고 하여도 총 예상 생산량은 대략 480억 정도가 될 뿐이다. 따라서 대웅화학이 앞으로 또 다른 설비투자를 할 것인지의 여부도 VALUATION에 중요한 변수가 된다.

2. 시나리오

(1) 시나리오 1

- ① 추가공장에서 몽땅 코큐텐만 만든다고 가정(최대생산량 480억=24톤)
- ② 세계시장 연평균 성장률 10%가정
- ③ 수출액 초기 2년은 25%성장 이후 시장 성장률인 10%성장 가정
- ④ 국내시장 5년 후 1000억원 가정
- ⑤ 향후 추가설비 투자 없다고 가정

이 가정에 따를 경우 2010년에는 생산량이 수요량과 같아져 이후에는 추가적 성장이 가능함에도 추가설비 투자가 없어서 매출액은 계속 동일하게 된다.

(2)시나리오 2

- ① 추가공장에서 기존 공장의 생산비율로 코큐텐을 만든다고 가정(최대생산량 330억=16.5톤)
- ② 세계시장 연평균 성장률 10%가정
- ③ 수출액 초기 2년은 25%성장 이후 시장 성장률인 10%성장 가정
- ④ 국내시장 5년 후 1000억원 가정

시나리오 1과 같으나 다만 2006년 완공되는 공장에서 코큐텐만을 만들지 않고 다른 제품들도 만든다고 가정했을 때의 밸류에이션이다.

(3)시나리오 3

- ① 시나리오 1과 같은 상황에서 2010년에 추가설비 투자. 2013년부터 추가 생산 가능하다고 가정.
- ② 투자액은 코큐텐 매출액 대비 2003년 투자액과 같이 예상 2010년 매출액 대비 비율로 함.
- ③ 추가 투자액은 150억원. 최대 매출 가능액은 1200억원.

(4)시나리오 4

시나리오 3과 기본 가정은 같으나 5년 후의 내수시장이 위축된다고 가정. 내수 판매량 300억 가정.

이 시나리오는 내수시장에서 코큐텐의 매출이 좋지 않을 때의 시나리오이다. 300억을 예상한 것은 세계시장 대비 국내의 코큐텐 시장이 현재는 원체 작기 때문에 아무리 시장 상황이 암울해도 이 정도는 되지 않을까하는 기대 때문이다.

3. VALUATION

	(억원)	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
우루사 매출액		410	422.8	434.969	448.01807	461.4586121	475.3023705					
성장률	3%											
우루소덱스옥시콜린산 매출액 (우루사 판매량에 호독 3%포함)		103	106.09	109.2727	112.550881	115.9274074	119.4052297	122.9873865	126.6770681	130.4773184	134.3916379	138.4233871
아목시실린 매출액		18	18.18	18.3618	18.545418	18.73087218	18.9181809	19.10736271	19.29843654	19.4914207	19.68633491	19.88319826
성장률	1%											
세포트리악손 매출액		46	46.46	46.9246	47.395846	47.86778446	48.3464623	48.82992693	49.3182262	49.81140646	50.30952254	50.81261777
성장률	1%											
CO-Q-10 매출액												
시나리오 1												
수출량	188	235	293.75	323.125	355.4375	390.98125	390.9813	390.9813	390.9813	390.9813	390.9813	390.9813
니수	4	8	16	28.8	51.84	93.312	93.312	93.312	93.312	93.312	93.312	93.312
25%												
100%												
시나리오 2												
수출량	188	235	293.75	312.95952	312.954	312.954	312.954	312.954	312.954	312.954	312.954	312.954
니수	4	8	16	17.04600484	17.064	17.064	17.064	17.064	17.064	17.064	17.064	17.064
25%												
100%												
시나리오 3												
수출량	188	235	293.75	323.125	355.4375	390.98125	390.9813	390.9813	430.07943	473.087373	520.3961103	520.3961103
니수	4	8	16	28.8	51.84	93.312	93.312	93.312	139.968	209.952	314.928	314.928
25%												
100%												
시나리오 4												
수출량	188	235	293.75	323.125	355.4375	390.98125	390.9813	390.9813	390.9813	430.07943	473.087373	520.3961103
니수	4	8	16	28.8	51.84	82.944	82.944	99.5328	106.500096	110.7600998	112.9753018	115.2348078
25%												
100%												
기타 매출액		196	201.88	207.9364	214.174492	220.5997268	227.2177186	234.0342501	241.0552776	248.286936	255.735544	263.4076104
성장률	3%											
총 매출액												
시나리오 1		615.61	692.2455	744.589637	810.4032908	898.1808414	909.2522263	920.6422483	932.3603895	944.4163394	956.8201135	956.8201135
시나리오 2		615.61	692.2455	722.664637	733.1437908	743.9055914	754.9769263	766.3669483	778.0850895	790.1410394	802.5448135	802.5448135
시나리오 3		615.61	692.2455	744.589637	810.4032908	898.1808414	909.2522263	920.6422483	1018.114513	1145.162412	1307.850924	1307.850924
시나리오 4		615.61	692.2455	744.589637	810.4032908	887.8128414	915.4730263	935.8503443	988.8066133	1046.135714	1108.157732	1108.157732

예상매출액은 다음과 같이 구한다.

우선 고정적인 변수들을 먼저 계산한다. 우루소덱스옥시콜린산의 경우에는 안정적인 매출액이 예상되므로 연간 성장률을 3%로 상정한다. 아목시실린과 세포트리악손의 경우 시장 자체의 정체와 경쟁력 약화, 상품성 감퇴 등이 예상되므로 연평균 경제성장률 혹은 물가상승률을 밑도는 1%의 연간 매출액 성장률을 가정한다. 기타 제품과 상품의 경우에도 연간 3%의 매출액 성장률을 상정한다. 문제가 되는 변수는 CO-Q-10이다. CO-Q-10의 경우 시나리오 별로 매출액을 각각 구한 뒤, 이 값을 시나리오와 상관없이 동일한 우루소덱스옥시콜린산, 아목시실린, 세포트리악손, 기타 제품과 상품의 매출액에 더하여 시나리오 별 예상매출액을 더한다.

(1) 시나리오 1

시나리오 1		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
매출액		615	692	744	810	898	909	920	932	944	956
(-)매출원가	70%	430.5	484.4	520.8	567	628.6	636.3	644	652.4	660.8	669.2
매출총이익		184.5	207.6	223.2	243	269.4	272.7	276	279.6	283.2	286.8
(-)판관비	13%	23,985	26,988	29,016	31,59	35,022	35,451	35,88	36,348	36,816	37,284
영업이익		160,515	180,612	194,184	211.41	234,378	237,249	240,12	243,252	246,384	249,516
(-)법인세	26%	41,7339	46,95912	50,48784	54,9666	60,93828	61,68474	62,4312	63,24552	64,05984	64,87416
NOPLAT		118,7811	133,65288	143,69616	156,4434	173,43972	175,56426	177,6888	180,00648	182,32416	184,64184
감가상각비		13	13	13	13	13	13	13	13	13	13
영업CF		131,7811	146,65288	156,69616	169,4434	186,43972	188,56426	190,6888	193,00648	195,32416	197,64184
(-)자본지출		15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
FCF		116,7811	131,65288	141,69616	154,4434	171,43972	173,56426	175,6888	178,00648	180,32416	182,64184
									CV	1522,01533	
할인율	1,15 15%		1,15	1,3225	1,520875	1,74900625	2,01135719	2,3130608	2,66001988	3,05902286	3,51787829
PV		116,781	114,4808	107,1426541	101,549	98,02122	86,29211	75,9551	66,91923	58,94829	51,91821
									CV	432,6517	
개		1310,6595		131,065,948,353	원						
주식수		4250		4,250,000	주						
예상주가				30839,04667	원						

위 가정대로 CO-Q-10의 매출액을 구하여 대웅화학의 예상매출액을 2015년까지 구한다. CO-Q-10 시장의 규모에 비하여 대웅화학의 점유율이 극히 미비하고 대웅화학의 경쟁력으로 보아 그 성장성이 10년까지 유의미하다고 보므로 CV는 10년 이후부터 계산하며 CV의 성장률은 3%로 계산한다.

매출원가의 경우 기존 년도의 매출원가 비중을 평균하여 구하나 고마진상품인 CO-Q-10의 매출비중이 늘어나는 점을 십분 반영하여 매출원가 비중이 낮은 기존년도에 가중치를 주어 평균을 구한 결과 매출원가 비율을 30%로 나온다. 판관비와 법인세 역시 기존년도의 수치로부터 평균화하여 구한 결과 각각 13%와 26%가 나온다.

감가상각의 경우에 대웅화학은 정액법을 통하여 고정자산을 상각하고 있는바 매년 13억씩을 일률적으로 상각한다. 대웅화학의 기계, 기자재 등 자본지출이 요구되는 자산들은 평균적으로 3년마다 교체기가 온다. 따라서 복수의 회계연도 기간에 발생하는 모든 자본비용을 취합 후 이를 평균하여 매년 15억 씩을 자본지출 비용으로 차감하였다.

할인율은 15%로 계산하였다.

그 결과 예상주가는 30839원이 나온다.

(2)시나리오 2

시나리오 2		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
매출액		615	692	722	733	743	754	766	778	790	802
(-)매출원가	70%	430.5	484.4	505.4	513.1	520.1	527.8	536.2	544.6	553	561.4
매출총이익		184.5	207.6	216.6	219.9	222.9	226.2	229.8	233.4	237	240.6
(-)관관비	13%	23,985	26,988	28,158	28,587	28,977	29,406	29,874	30,342	30,81	31,278
영업이익		160,515	180,612	188,442	191,313	193,923	196,794	199,926	203,058	206,19	209,322
(-)법인세	26%	41,7339	46,95912	48,99492	49,74138	50,41998	51,16644	51,98076	52,79508	53,6094	54,42372
NOPLAT		118,7811	133,65288	139,44708	141,57162	143,50302	145,62756	147,94524	150,26292	152,5806	154,89828
감가상각비		13	13	13	13	13	13	13	13	13	13
영업CF		131,7811	146,65288	152,44708	154,57162	156,50302	158,62756	160,94524	163,26292	165,5806	167,89828
(-)자본지출		15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
FCF		116,7811	131,65288	137,44708	139,57162	141,50302	143,62756	145,94524	148,26292	150,5806	152,89828
										CV	1274,15233
할인율	1.15 15%		1,15	1,3225	1,520875	1,74900625	2,01135719	2,31306077	2,66001988	3,0590229	3,51787629
PV		116,7811	114,480765	103,9297391	91,7706057	80,9048109	71,4082814	63,0961547	55,7375233	49,225065	43,4632339
										CV	362,193616
계		1152,9909		115,299,089,513	원						
주식수		4250		4,250,000	주						
예상주가				27129,19753	원						

시나리오 1과 똑 같은 방법으로 예상매출액을 2015년까지 구한다. CV 성장률, 매출원가 비중, 판관비 비중, 법인세율, 감가상각, 자본지출, 할인율 등은 모두 시나리오 1과 동일하다. 그 결과 예상주가는 27129원이 나온다.

(3)시나리오 3

시나리오 3		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
매출액		615	692	744	810	898	909	920	1018	1143	1307
(-)매출원가	70%	430.5	484.4	520.8	567	628.6	636.3	644	712.6	800.1	914.9
매출총이익		184.5	207.6	223.2	243	269.4	272.7	276	305.4	342.9	392.1
(-)관관비	13%	23,985	26,988	29,016	31,59	35,022	35,451	35,88	39,702	44,577	50,973
영업이익		160,515	180,612	194,184	211,41	234,378	237,249	240,12	265,698	298,323	341,127
(-)법인세	26%	41,7339	46,95912	50,48784	54,9666	60,93828	61,68474	62,4312	69,08148	77,56398	88,69302
NOPLAT		118,7811	133,65288	143,69616	156,4434	173,43972	175,56426	177,6888	196,61652	220,75902	252,43398
감가상각비		13	13	13	13	13	13	13	28	28	28
영업CF		131,7811	146,65288	156,69616	169,4434	186,43972	188,56426	190,6888	224,61652	248,75902	280,43398
(-)자본지출		15	15	15	15	65	65	65	15	15	15
FCF		116,7811	131,65288	141,69616	154,4434	121,43972	123,56426	125,6888	209,61652	233,75902	265,43398
										CV	2211,94983
할인율	1.15 15%		1,15	1,3225	1,520875	1,74900625	2,01135719	2,3130608	2,66001988	3,05902286	3,51787629
PV		116,7811	114,480765	107,1426541	101,54904	69,4335541	61,4332754	54,338737	78,802614	76,4162383	75,4529034
										CV	628,774195
계		1484,6051		148,460,507,862	원						
주식수		4250		4,250,000	주						
예상주가				34931,8842	원						

시나리오 1과 같은 가정이나 다만 추가적인 설비 투자로 인하여 매출액이 더욱 신장되는

경우이다. 시나리오 1과 모두 같으나 다만 감가상각과 자본지출에 차이가 있다.

감가상각의 경우 2013년부터 공장이 운영되기 시작하므로 이 때부터 정액법으로 15억의 추가적 감가상각을 계상한다. 자본지출의 경우에는 총 투자비용이 150억인데 대웅화학의 경우 설비투자비용을 투자년수로 나누어 동일하게 인식하고 있는 바 공장건설기간인 2010-2012년 동안 50억을 추가적으로 자본지출에 계상한다.

그 결과 예상주가는 34931원이 나온다.

(4)시나리오 4

시나리오 4		2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
매출액		615	692	744	810	887	915	933	988	1046	1108
(-)매출일가	70%	430,5	484,4	520,8	567	620,9	640,5	653,1	691,6	732,2	775,6
매출총이익		184,5	207,6	223,2	243	266,1	274,5	279,9	296,4	313,8	332,4
(-)관련비	13%	23,985	26,988	29,016	31,59	34,593	35,685	36,387	38,532	40,794	43,212
영업이익		160,515	180,612	194,184	211,41	231,507	238,815	243,513	257,868	273,006	289,188
(-)법인세	28%	41,7339	46,95912	50,48784	54,9666	60,19182	62,0919	63,31338	67,04568	70,98156	75,18888
NOPLAT		118,7811	133,65288	143,69616	156,4434	171,31518	176,7231	180,19962	190,82232	202,02444	213,99912
감가상각비		13	13	13	13	13	13	13	28	28	28
영업CF		131,7811	146,65288	156,69616	169,4434	184,31518	189,7231	193,19962	218,82232	230,02444	241,99912
(-)자본지출		15	15	15	15	65	65	65	15	15	15
FCF		116,7811	131,65288	141,69616	154,4434	119,31518	124,7231	128,19962	203,82232	215,02444	226,99912
									CV	1891,65933	
할인율	1,15 15%	1,15	1,3225	1,520875	1,74900625	2,0113572	2,31306077	2,66001988	3,05902286	3,51787629	
PV		116,7811	114,480765	107,1426541	101,54904	68,2188414	62,009424	55,4242335	76,6243597	70,2918709	64,5273174
									CV	537,727645	
계		1374,7773		137,477,725,311	원						
주식수		4250		4,250,000	주						
예상주가				32347,70007	원						

시나리오 3과 모두 동일하나 다만 CO-Q-10시장이 300억에서 정체될 것으로 가정한 경우이다. 시나리오 3과 감가상각, 자본지출에서도 동일하게 계산하였다.

그 결과 예상주가는 32347원이 나온다.

(5)지분법투자주식

대웅화학은 실질적 지주회사이고 보유한 (주)대웅과 (주)대웅제약의 주식의 경우가 주된 지분법 평가이익 대상 주식이다. 다만 대웅화학이 보유한 지분법평가 대상 주식의 경우에 (주)대웅과 (주)대웅제약의 매출액을 예상해야 하는 바 이 방법보다는 실제로 대웅이 보유하고 있는 주식의 시장가치 즉 현재 이 주식을 팔았을 때의 가격을 계산하는 방식을 택하였다. 이렇게 하는 것이 실질적인 지주회사로서 면모를 더 정확히 반영하는 것이며 경영권 프리미엄을 감안한 가치평가라고 생각하기 때문이다.

(6)종합

	예상금액	가중치	가중치 반영금액
시나리오 1	131,065,948,353	25%	32,766,487,088.35
시나리오 2	115,299,089,513	25%	28,824,772,378.15
시나리오 3	148,460,507,862	25%	37,115,126,965.41
시나리오 4	137,477,725,311	25%	34,369,431,327.85
계			133,075,817,759.76
지분법투자주식			16,400,000,000
합계			149,475,817,759.76
주식수			4,250,000
예상주가			35,171
현재주가			26,350
예상수익률			33%

시나리오 1, 2, 3, 4에서 나온 FCF의 PV를 25%씩 가중치를 주어 평균값을 구한다. 여기에 지분법투자주식의 가격을 더하고 이를 주식수로 나누어 예상주가를 구한다.

그 결과 예상주가는 35171원이고 이는 현재 주가인 26,350원보다 33% 상승여력이 있음을 보이고 있다.

THUS, WE SAY YOU **BUY!!!!!!!!!!!!!!**