

너 약 먹었니?!?

- 한독약품 -

2006. 5. 6.

Team 5

Captain 현섭 Solver 정길 PM 은지

Hope 영민 Rookie 주영

- Contents -

- I. 제약산업 분석
- II. 한독약품 기업분석
- III. 관련이슈 분석
- IV. 재무분석
- V. Valuation

I. 제약산업 분석

(1) 제약 산업의 특성

특성	내용
내수완제품 중심의 산업	국내 제약산업은 내수용 완제품중심(즉, 초기개발비를 투자하여 신약의 원료를 만들어 내는 것이 아니라 수입된 원료의 합성으로 최종완제품을 만들어 내는 단계)의 의약품이어서, 제품의 라이프사이클이 짧고, 신약개발투자비보다는 상대적으로 판매비용의 비중이 높다. 또한 특허권으로 보호되는 의약품에 비해 부가가치 및 영업기반이 취약하다.
다품종 소량생산체제	의약품 수요의 원천이 되는 질병의 다종다양성으로 인해 다품종 소량생산 체제의 산업이며, 각 질병에 대해 특화된 의약품은 각 제품간에 서로 대체 사용할 수 없기 때문에 시장이 극히 세분화되어 있다.
지식, 기술집약적 산업	의약품을 제조하기 위해서는 화학공학, 생물학, 미생물학, 생명공학, 유전자공학, 의학 등 광범위한 분야에 대한 고도의 지식이 요구되며, 다단계의 합성 과정을 거쳐 생산되기 때문에 고도의 제약기술이 요구되는 지식, 기술 집약형 산업이다.
경기변동에 크게 영향을 받지 않음	인간의 건강이라는 것은 경제 상황과 큰 관련이 없고 당장 수입이 감소하더라도 질병 치료를 미루는 것은 아니므로, 제약산업은 타 산업에 비해 경기변동에 비교적 비탄력적인 성향을 보여왔다. 구체적으로 일반의약품의 경우 경기변동과 계절적 요인에 다소 영향을 받는 편이나 전문의약품의 경우 의약품의 특성상 안정적인 수요성장을 가지고 있다.
정부규제의 영향이 큼	의약품은 생활필수품이기 때문에 국민복지 차원에서 고품질의 의약품을 적정 가격으로 충분히 공급하는 것이 요구된다. 따라서 정부는 의약품의 생산, 판매, 취급, 수출입, 유통 및 광고 등 제반 행위를 법으로 규정하고 반드시 정부의 허가를 받도록 엄격히 규제하고 있다. 특히 보험을 적용하고 말고에 따른 정부의 인허가에 따라 판매량이 크게 좌우지 된다.
완전경쟁시장	국내 제약산업은 700여 개의 기업이 난립하고 있고 상장기업만도 30여개에 이르는 완전경쟁시장이다. 식품의약품안전청의 식품의약품통계연보에 따르면 2003년 의약품제조허가업소 수는 766개에 달하며 생산업소수는 528개로 조사되었고 이는 지속적인 증가 추세를 보이고 있다.

(2) 산업 계통도

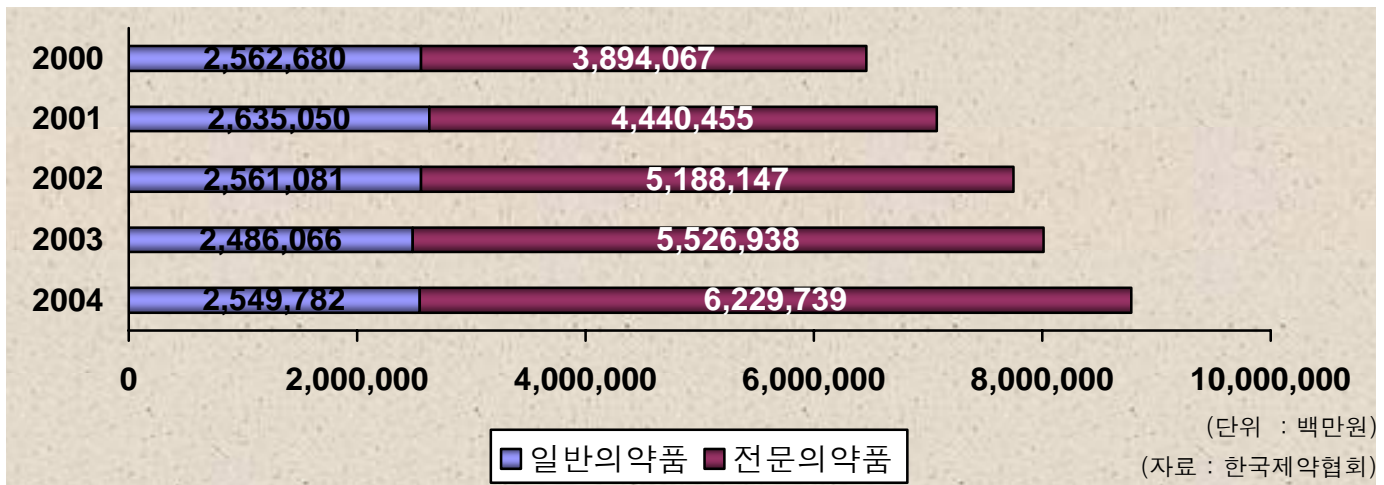


(3) 산업환경 분석

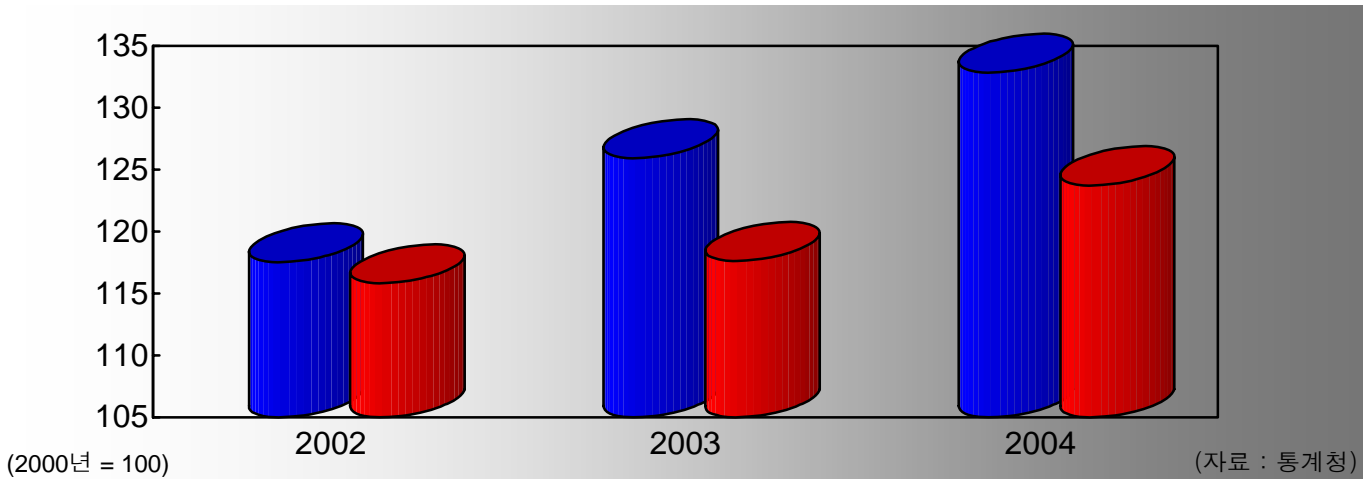
1) 내수완제품 시장의 성장성

의약분업 효과가 사라지고 정부의 강력한 약가인하정책이 시행되면서 2003 년 제약산업의 성장세는 다소 둔화되는 추세를 보였으나 2004 년 들어 약가인하정책이 완화되면서 QOL 의약품을 중심으로 양호한 성장세를 회복하였다. 2005 년 들어서도 의약품 생산자출하지수 및 소매업판매지수 등이 양호한 증가를 보이면서 제약산업의 성장세가 이어지고 있는 것으로 보이고 있다. 제약사들은 고가의 전문의약품 중심으로 매출을 확대하면서 매출규모의 증가를 이루었으나 일반의약품의 경우 경기회복의 지연과 함께 부진이 이어졌다.

<그림 1. 완제 의약품 생산량 추이>



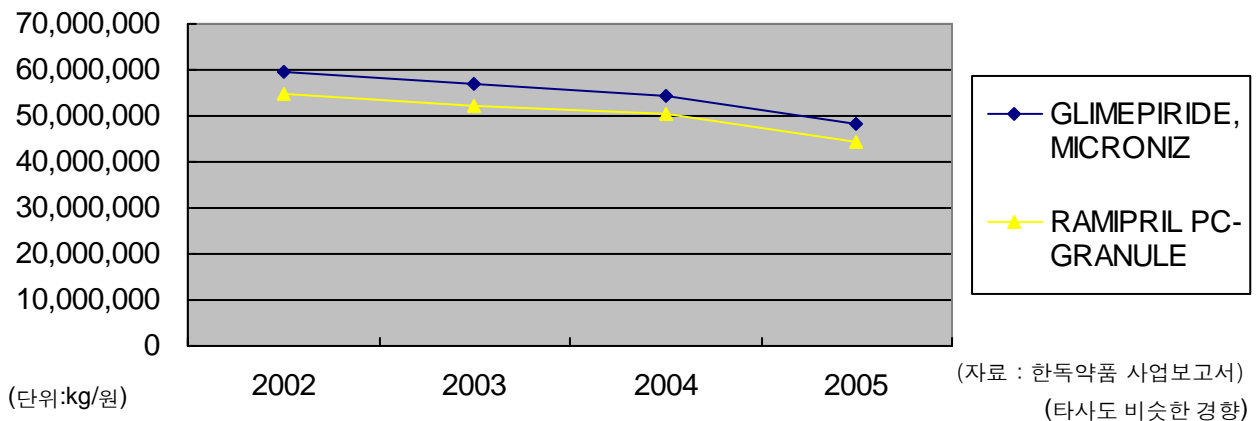
<그림 2. 의약품 생산자출하지수 및 소매업판매지수>



2) 원재료 가격 추이

의약품의 원재료는 대부분의 원료를 대부분 수입에 의존하고 있으나 외국 제약사나 기술거래선과의 장기계약을 통해 가격은 안정되어 있다. 또한 2004 년에도 달러약세가 지속되면서 원료구매가격은 안정된 상태를 보였다. 다만 유가상승 등의 영향으로 용기 및 각종 부원료의 가격부담이 증가하고 있다. 이후에도 저렴한 중국산원료의 생산확대 및 원화강세 지속으로 의약품원료의 수입가격의 안정세가 지속될 것으로 예상된다.

<그림 3. 원재료 가격 추이>



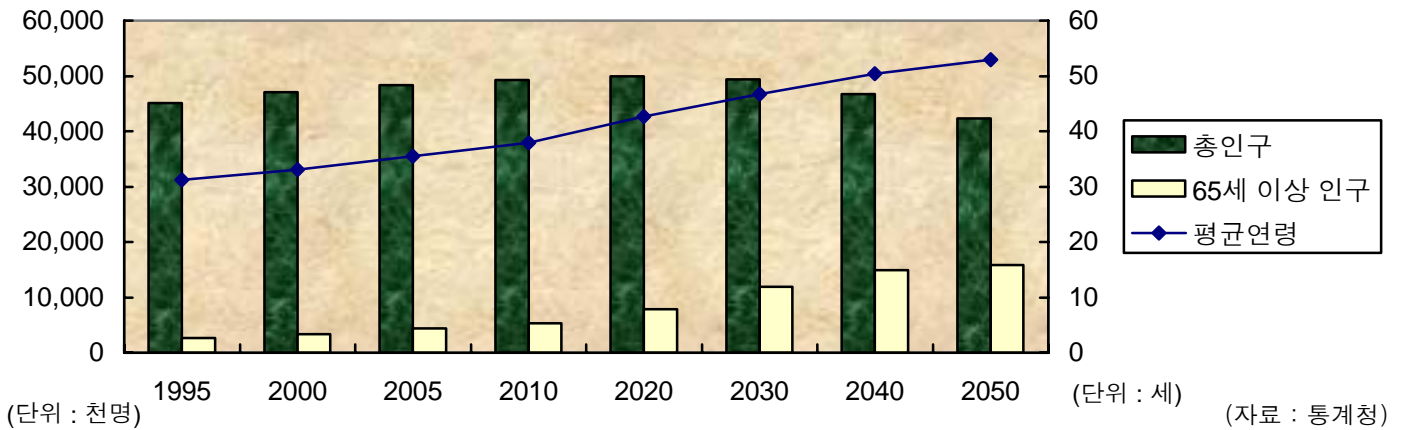
3) 의료수요 증가

우리나라는 출산률 감감, 평균수명의 연장 등에 따라 급속하게 고령화되어 2000 년 이미 고령인구의 비중이 이미 7.2%를 넘어서 고령화사회에 접어들었다. 2005 년 65 세 이상 고령인구는 483 만 3 천명으로 추산, 총인구에서

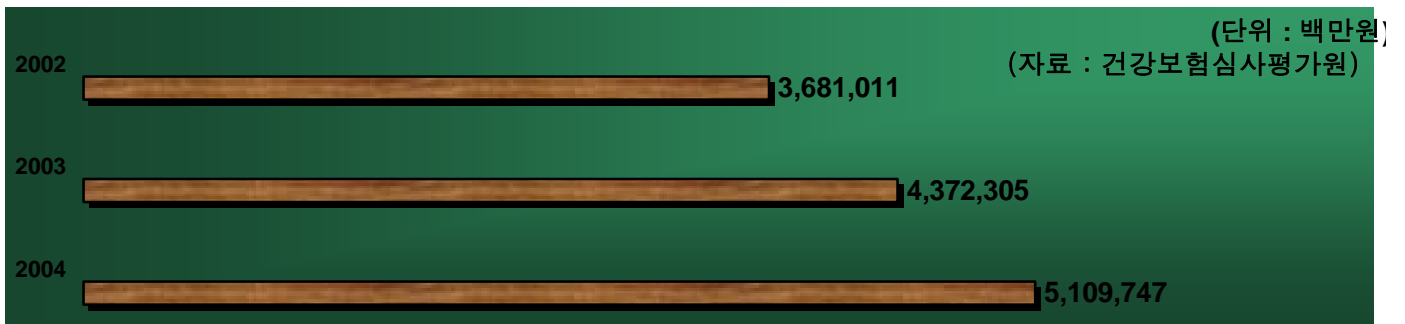
한독약품

차지하는 비중이 9.1%로 10년 전인 1995년에 비해 3.2% 증가하였다. 현 추세가 유지된다면 2018년에는 고령인구가 14%를 넘어서는 고령사회에 진입할 것으로 전망된다. 또한 불과 8년 뒤인 2026년에는 고령인구 비중이 20%를 넘는 초고령사회가 될 것으로 관측되고 있다. 이렇게 인구의 고령화가 빠르게 진행되는 가운데 생활환경이 변화하면서 고혈압, 당뇨병 등의 질병이 확대되고 있다. 이러한 질병은 꾸준한 관리를 위해 지속적인 의약품의 복용이 이루어져야 하는 질병으로 생활수준의 향상과 함께 의약품수요증가에 영향을 미치고 있다.

<그림 4. 인구 노령화 추이>



<그림 5. 노인 진료비 추이>



4) 정부정책

정부는 고가약처방확대에 따른 건강보험 재정악화로 몇 년간 강도 높은 약가인하 정책을 시행하였다. 이는 그동안 의약품제조기업들의 매출성장 둔화에 영향을 미쳤다. 그러나 2003년 중 건강보험재정이 흑자로 전환되었고 2004년에는 누적흑자를 기록하는 등 건강보험재정이 호전되면서 향후 약가인하정책의 강도가 크게 약화될 전망이다. 2003년 1월 2,732 품목의 약가를 평균 7.2%를 인하하는 대규모의 약가인하조치 이후 약가인하조치는 이에 비해 품목이 제한적이고 인하폭도 소폭에서 이루어지고 있다. 적극적이고 장기적인 약가인하제도로 계획되었던 포괄수가제 및 참조가격제 등의 인하정책도 업계와 시민단체의 반대와 건강보험재정 안정으로 시행되지 않을

한독약품

것으로 보인다. 하지만 건강보험 재정의 호전에도 불구하고 진료비와 약제비 비중은 계속적으로 증가함에 따라 이러한 비용 절감을 위한 정책은 다양하게 논의되고 추진 중이다.

<표 1. 보험진료비 및 보험약제비 추이>

(단위 : 억원, %)

구분	2001	2002	2003	2004	2005 3/4
총 진료비	178,195	190,616	205,336	223,559	183,148
총 약제비	41,804	48,014	55,831	63,535	52,955
구성비	23.5	25.2	27.2	28.4	28.91

<자료: 건강보험심사평가원. 2005>

이러한 추세 때문에 2002 년부터 3 년 주기로 약가재평가가 실시되고 있고 약제비 증가를 억제하기 위한 방안이 계속 논의되고 있다. 2001 년부터 분기별로 약제사용 적정성평가를 통해 항생제, 주사제, 고가약 등의 사용을 모니터링하고 있고, 최근 항생제 사용실적이 큰 의료기관을 공개하는 등 의약품의 과다 사용을 억제하기 위한 대책이 강화되고 있는 실정이다. 특히 의약분업 이후 고가 오리지널 제품의 사용이 급증하면서 제네릭약품 사용 활성화를 위한 정책적 요구가 증가하였고 생동성시험의 적극 장려 등을 통해 대체조제를 활성화하고자 하였으나 대체조제 실적은 아직은 미미한 상태이다. 하지만 이러한 대체조제 활성화 정책은 향후 제네릭 시장의 안정적 확보 가능성을 증가시키고 있다.

<표 2. 연도별 대체조제 가능 의약품수 현황 >

(단위 : 품목)

구분	인센티브지급 대상	인센티브지급 제외대상 ^{주)}
2002 년	334	83
2003 년	691	214
2004 년	2,109	324

<자료: 건강보험심사평가원. 2005 >

주) 인센티브지급제외대상 : 약제급여목록 미등재 및 주사제인 경우.

<표 3. 연도별 대체조제 추진현황 및 실적>

(단위 : 백만원)

구분	처방전 조제시(A) ^{주 1)}	대체조제액(B) ^{주 2)}	인센티브지급액 (A-B)*30% ^{주 3)}
2002 년	74	57	5
2003 년	153	124	9
2004 년	350	304	18
총 계	577	485	32

<자료: 건강보험심사평가원. 2005 >

주 1) 처방전 조제시 : 원처방 조제시 청구될 금액.

주 2) 대체조제액 : 원처방 품목을 대체품목으로 조제시 청구된 금액.

주 3) 인센티브지급액 : 처방전 조제품목과 대체조제품목의 차액의 30%

이러한 논의 끝에 지난 5월 3일에 보건복지부에서 발표된 한 방안이 ‘약제비 적정화 방안- 포지티브 방식 도입’이다.

●포지티브(Positive) 방식이란?

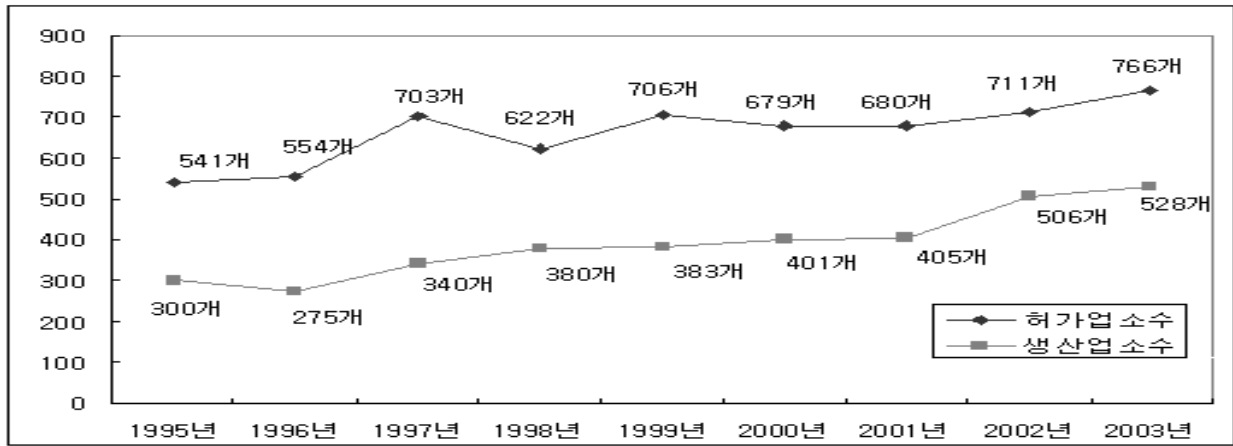
약제비 적정화 방안은 의약품 보험적용 방식이 현재 모든 의약품을 보험적용 대상으로 하는 방식(네거티브 리스트)에서 비용 대비 효과가 우수한 의약품만 선별해 보험적용을 하는 방식(포지티브 리스트)으로 바뀌는 것을 뜻한다. 포지티브 방식에 관한 이슈는 외에 다른 관련 이슈들과 함께 다루도록 하겠다.

한독약품

5) 경쟁상황

국내 제약산업은 700 여개의 기업이 난립하고 있고 상장기업만도 30 여개에 이르는 완전경쟁시장이다. 식품의약품안전청의 식품의약품통계연보에 따르면 2003 년 의약품제조허가업소 수는 766 개에 달하며 생산업소수는 528 개로 조사되었고 이는 지속적인 증가추세를 보이고 있다.

<그림 6. 연도별 의약품 제조업체수>



<자료: 식품의약품안전청, 식품의약품통계연보, 2004 >

- 완제의약품 업체중 상위 10% 기업은 업체당 평균 생산액이 1900 억원에 달하여 전체 생산액의 절반을 차지하며, 하위 72%는 업체당 평균 생산액이 100 억원에도 미치지 못하는 영세한 수준이다.

실질적인 시장점유율에서 동아제약은 대표품목인 박카스가 경쟁심화로 매출액이 감소하였음에도 불구하고 스티렌 등의 신약과 제네릭제품의 성장으로 국내시장 점유율 1 위의 위치를 유지하였다. 한국화이자사는 다수의 전문의약품의 보유로 국내 제네릭제품의 시장잠식에도 불구하고 높은 점유율을 유지하였다. 한미약품은 제네릭의약품 개발에 주력하여 이 부분 시장에서 높은 판매증가를 보이면서 점유율이 크게 상승하였다.

<표 4. 제약업소별 생산 실적 - 상위 20개업체>

구분	2002		2003		2004	
	생산액	점유율	생산액	점유율	생산액	점유율
동아제약	483,871	5.3	421,349	4.4	466,130	4.5
한국화이자제약	286,136	3.1	299,349	3.1	334,872	3.2
중외제약	258,665	2.8	282,221	3	313,556	3
한미약품	206,176	2.2	223,488	2.3	282,822	2.7
대웅제약	254,868	2.8	265,387	2.8	274,384	2.6
한독약품	220,120	2.4	242,063	2.5	268,872	2.6
유한양행	232,304	2.5	243,197	2.6	266,780	2.6
일동제약	192,779	2.1	222,675	2.3	229,776	2.2
씨제이	171,027	1.9	172,509	1.8	215,973	2.1
녹십자	195,171	2.1	201,192	2.1	214,618	2.1
종근당	192,792	2.1	203,162	2.1	213,691	2
제일약품	169,162	1.8	185,649	1.9	188,107	1.8
한국얀센	177,572	1.9	189,799	2	187,342	1.8
보령제약	152,863	1.7	168,399	1.8	181,670	1.7
신풍제약	152,203	1.7	156,132	1.6	170,788	1.6
엘지생활건강	134,332	1.5	155,663	1.6	166,873	1.6
사노피신데라보	82,406	0.9	117,076	1.2	164,309	1.6
엘지생명과학	93,556	1	126,791	1.3	147,946	1.4
동화약품	133,194	1.4	124,736	1.3	140,546	1.3
부광약품	96,051	1	108,310	1.1	134,775	1.3
기타	5,311,227	57.8	5,423,293	56.9	5,888,788	56.3
합계	9,196,475	100	9,532,440	100	10,452,618	100

<자료 : 한국제약협회>

한독약품의 경우 2004년까지는 점유율이 꾸준히 상승했다. 하지만 후에 아마릴의 독점권 시효가 끝나면서 제네릭 때문에 최근에는 매출이 다소 줄어들고 있다. 이와 관련된 사항은 뒤에 다시 언급하도록 하겠다.

한독약품

<표 5. 완제의약품 상위 20개 품목 - 생산실적 기준>

제품명	제조기업명	2002	2003	2004
박카스에프액	동아제약	223,741	180,695	172,428
노바스크정 5mg	한국화이자	157,384	145,433	152,669
아마릴정 2mg	한독약품	46,117	66,805	70,186
플라빅스 75mg(클로필도그렐)	사노피신데라보	31,027	57,381	82,786
리피토정 10mg	한국화이자	28,315	31,895	63,656
알부민 20% 100ml	녹십자피디	46,852	43,473	52,452
아프로벨정 150mg(이베사탄)	사노피신데라보	30,149	35,642	49,705
제픽스정	글락소스미스클라인	32,966	46,659	46,435
자니딕정(염산레르카니디핀)	LG생명과학	21,085	33,848	42,089
뉴론틴캡셀 300mg	한국화이자	9,465	22,433	38,462
울트라비스트 300	한국쉐링	29,609	36,843	36,703
스포라녹스캡셀 100mg	한국얀센	42,792	35,730	36,417
코자 50mg 정(로사탄칼륨)	한국엠에스디	37,646	28,465	33,278
까스활명수큐액	동화약품	30,829	30,685	33,167
가나툰정 50mg	중외제약	23,113	27,330	33,127
후루마린주사 0.5g	일동제약	26,962	29,902	29,862
아로나민골드정	일동제약	39,185	35,107	28,154
알부민 20%주	동신제약	29,696	25,631	28,037
니세틸정	동아제약	21,406	24,214	27,871
케토톱플라스타	태평양제약	26,358	28,277	27,316

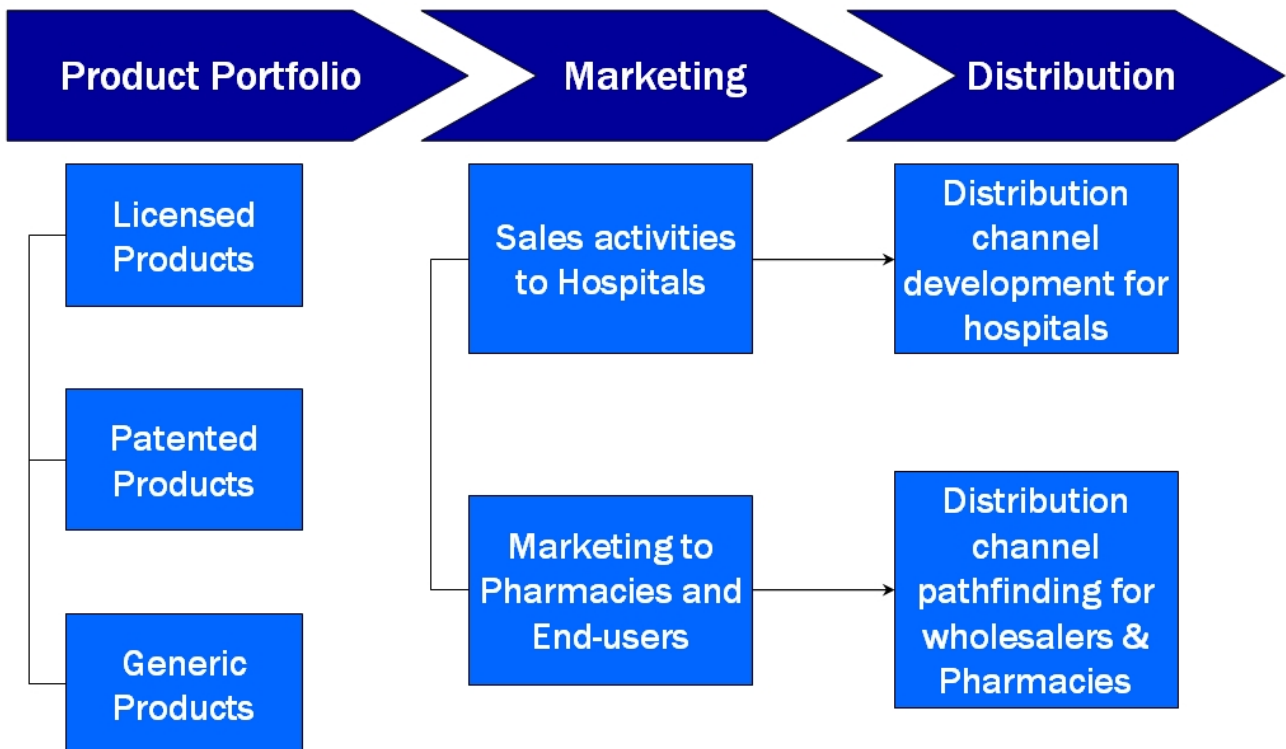
<자료 : 한국제약협회>

II. 한독약품 기업분석

(1) BIZ Model 분석

한독약품은 1957년 독일 헥스트와 기술제휴, 1964년 헥스트와 합작기업 설립을 시작으로 모범적인 협력관계를 맺어왔으며 국내 전 산업을 통틀어 가장 성공적인 해외 합작모델로 평가 받고 있다. 1976년 기업을 공개한 한독약품은 오늘날 프랑스 사노피-아벤티스사와 상호 협력체제 아래 모범적인 제약기업으로 자리매김하기 위해 노력하고 있다. 국내 제약산업은 대부분 기초원재료를 수입에 의존하고 있다. 특히, 오리지널 제품의 원재료의 경우는 거의 전량을 수입에 의존하고 있으며 이러한 원가구조 하에서 환율상승은 매출원가 상승의 직접적인 요인으로 작용하기도 한다. 한독약품의 경우도 마찬가지이다. 한독약품은 해외 우수의 제약 업체와의 licensing, 신약개발(R&D), Generic 약품의 개발을 통해 수익을 창출하고 있다.

한독약품의 Value Chain



한독약품

한독약품의 제품포트폴리오 및 비중

단위 : 백만원

	2003	2004	2005	매출비중
아마릴	58,359	57,717	41,053	22.4%
트리테이	24,353	25,327	23,086	12.6%
무노발	14,657	13,475	11,530	6.3%
훼스탈	11,788	8,344	8,920	4.9%
테벤텐	4,050	7,759	8,805	4.8%
라식스	3,815	3,911	4,083	2.2%
케타스	1,912	3,433	4,094	2.2%
크라포란	5,154	4,379	3,917	2.1%
더마톱	3,751	3,487	3,568	1.9%
록산	4,692	3,370	2,458	1.3%
기타	58,620	64,211	71,012	38.8%
합계	191,664	195,780	182,989	100%

가. 제품 Portfolio

한독약품의 제품 포트폴리오는 다음과 같이 구성된다.

① Licensed products

해외 우수 제약업체와의 Licensing 을 통해서 한독약품이 독점적인 판매력을 가진 의약품을 말한다. Licensed products 는 시장 독점을 통해서 고부가가치를 창출할 수 있다는 장점이 있지만 Licensing 비용이 많이 들고 궁극적으로 한국의 제약업체들이 해외 우수 제약업체에 종속되는 구조를 만든다는 요소로서 작용할 수 있다는 단점을 가지고 있다.

② Patented product

한독약품의 자체 연구 인력을 통해서 만든 새로운 성능을 가진 의약품을 말한다. 신약을 개발하여 제품화하는 데 막대한 개발비용이 들고 통상 10-16 년 정도의 기간이 소요되며 성공확률도 0.025%에 불과하다는 단점이 있다. 하지만 일단 신약이 개발되면 신물질 특허, 의약품 제조기술 특허 등 각종 특허권 획득과 시장독점을 통해

한독약품

고부가가치를 창출할 수 있다는 장점을 가지고 있으며 궁극적으로 한국 제약업체의 발전이란 측면에서 가장 중요한 요소라고 할 수 있다.

③ Generic products

오리지널 신약 가운데 특허가 만료된 의약품을 한독약품에서 다시 연구·개발한 의약품을 말한다. 제너릭 의약품은 오리지널 신약과 약효가 같은 ‘단순 제너릭 의약품’과 부작용을 줄이고 약효를 개선시킨 ‘개량신약형 제너릭 의약품’으로 구분된다. 제너릭 제품은 제약 업체의 성장성이란 거시적인 측면에서는 그리 바람직한 현상이라고 할 수 없지만 자체적으로 신약을 개발할 수 있는 자본력과 기술력이 부족하기 때문에 이를 갖추기 위한 사전작업으로 제너릭 제품을 만드는 경우가 많다. 이러한 제너릭 제품은 오리지널 신약보다 값이 싸면서 효능은 비슷하기 때문에 소비자들에게 긍정적인 인식을 얻기만 한다면 특허가 만료된 오리지널 신약보다 더 많이 팔리기도 한다. 제약업체의 경우 제너릭 제품은 양날의 칼로 작용할 수 있기 때문에 주의를 기울일 필요가 있다.

나. 마케팅

제약업체의 마케팅은 병원에 대한 마케팅과 약국·최종 소비자에 대한 마케팅으로 크게 나눌 수 있다.

① 병원 마케팅

환자를 직접 치료하는 병원은 의약품을 가장 많이 소비하는 장소로 제약업체에게 있어 가장 중요한 마케팅 대상이다. 병원에서 쓰이는 의약품은 처방을 하는 의사들의 선택에 의해 좌지우지된다. 즉, 의약품의 실제 사용자인 환자들은 의약품에 대한 선택권이 없는 것이다. 따라서 병원마케팅의 경우, 담당 의사나 의약품 처방 담당자와의 긴밀한 관계가 중요하다. 이러한 긴밀한 관계는 제약업체의 영업력(병원과의 lobby 등)과 관계가 깊다고 할 수 있다. 또한, 병원에서 처방되는 의약품은 대부분 전문의약품으로 부가가치가 높아서 제약업체에게는 놓칠 수 없는 마케팅 대상이 된다.

한독약품

② 약국-최종 소비자 마케팅

약국은 병원의 처방전에 따라 의약품을 제공하는 곳으로 일반 소비자들이 의약품을 가장 빈번하게 접하는 장소이다. 약국에서 팔지 않는 의약품을 소비자가 구하기는 힘들다. 따라서 제약업체의 경우 약국에 자사의 의약품이 진열될 수 있게 하는 것이 마케팅의 관건이 된다. 여기에는 병원 마케팅처럼 약사와의 로비 관계가 큰 역할을 할 수 있다. 즉, 약국 마케팅 또한 병원 마케팅적 요소를 가지고 있는 것이다. 그리고 일반의약품의 경우 전문의약품보다 소비자들의 요구가 강하게 반영될 수 있다. 한독약품의 경우, 소화제인 훼스탈은 48년간 시장점유율 1위를 차지하고 있다. 이는 소비자들에게 ‘소화제 하면 훼스탈’이란 인식을 심어주었기 때문에 가능한 것이었다. 따라서 제약업체의 경우 의약품에 대한 소비자의 인지도를 높이기 위한 마케팅 방법을 연구 개발해야 한다.

다. 유통/판매

한독약품의 유통/판매는 내수가 98%, 수출이 2%(사업보고서 자료 참고)를 차지하고 있다. 거의 모든 의약품이 내수시장에서 소비되고 있다고 할 수 있다. 내수 시장은 병원과 약국-최종 소비자로 나눌 수 있다.

① 병원 유통/판매

병원 유통/판매에 있어 가장 중요한 요소는 제약업체가 병원과 얼마나 긴밀한 관계를 유지하느냐에 있다. 앞서 말했듯이 병원에서 처방되는 의약품은 그것을 사용하는 소비자의 의사와는 상관없이 담당 의사나 의약품 처방 담당자의 선택에 달려 있다. 따라서 제약업체의 경우 병원과의 긴밀한 관계를 맺는 것이 무엇보다 중요하며, 이에 현장의 영업인력이 전통적으로 매출 증대와 브랜드 인지도 향상을 위한 핵심역량이 되어 왔다.

② 약국-최종 소비자 유통/판매

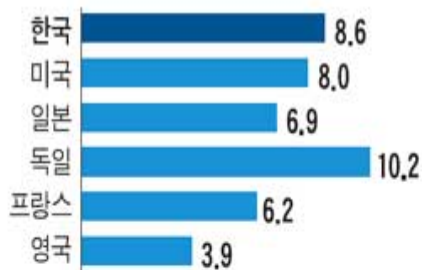
한독약품

과거에는 의약전문 도매상을 통해 약국-최종 소비자로 유통이 이루어졌다. 그러나 의약분업 이후 약국 자체에서의 판매도 중요해짐에 따라 제약사들은 주요 약국들에 대한 직접적인 유통/판매 채널을 확보하고자 노력하고 있다. 이 과정에서 실질적인 상품 생산 및 공급권을 쥔 제약사와 과거 거래 정보를 쥐고 있는 도매상과의 신경전이 예상되고 있지만, 업계에서는 결국 제약사보다 더 마진을 먹을 수 밖에 없는 도매상들이 장기적으로 불리해질 것으로 보고 있다. 따라서 기존의 도매상들에 대한 영업력에서 나아가 주요 약국들과 공급계약을 확보하고, 향후 긴밀한 관계를 유지할 수 있는 영업력이 End-user 에 대한 판매 증가 및 브랜드 이미지 향상, 로열티 향상과 직결된다는 점에서 중요해지고 있다.

III. 관련이슈 분석

(1) 당뇨병 환자 증가 추이

당뇨 유병률 국제비교 (단위:%)



※유병률: 특정 시점에 인구 중 질병을 앓고 있는 사람의 비율
※한국은 2002년 30세 이상, 외국은 2003년 20세 이상 기준
자료:보건복지부, 세계당뇨연맹

한국 당뇨병 환자 얼마로 느나



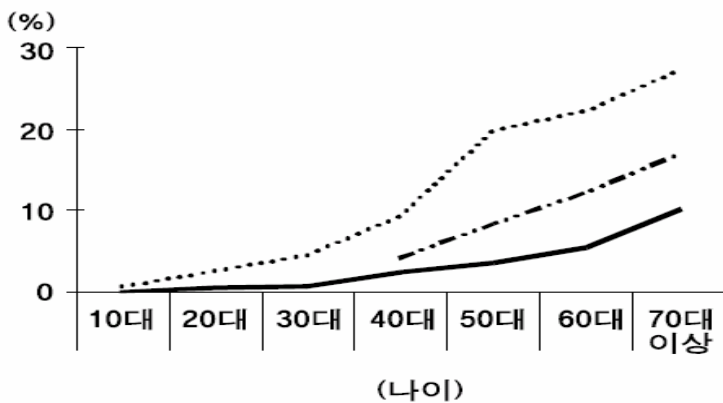
우리나라 국민 가운데 당뇨로 병원 진료를 받은 사람이 400 만 명을 넘어선 것으로 나타났다. 국민 100 명 중 8.3 명이 당뇨 관련 질환을 앓고 있는 셈이다. 또 매년 50 만 명 안팎의 신규 환자가 발생하고 있어 2030년에는 당뇨를 앓는 사람이 국민 100 명당 14.4 명꼴이 될 것으로 보인다. 건강보험심사평가원(심평원)에 따르면 1994년부터 2003년 말까지 10년간의 건강보험 진료자료를 분석한 결과 당뇨병으로 한 번 이상 병.의원을 찾은 국민은 401 만 2000 명(사망자 제외)이었다. 건강보험 통계를 이용해 당뇨병 발생 및 진료의 실제 현황을 분석한 것은 이번이 처음이다. 심평원의 김재용 부연구위원은 "의료기관의 검진을 받지 않는 환자를 포함하면 실제 당뇨병 환자 수는 이보다 더 늘어날 수 있다"고 말했다. 심평원 자료에 따르면 매년 당뇨병 치료를 위해 새로 병원을 찾은 환자 수는 2000년 이후 매년 44만~51만 명에 이르고 있다. 심평원은 현재의 당뇨병 환자 발생확률을 감안할 때 국내 당뇨병 환자는 2015년엔 553만 명, 2030년엔 722만 명(전 국민의 14.4%)에 이를 것으로 추정했다. 지난해

국민건강보험공단에 당뇨병으로 청구된 진료비만 해도 2711 억원에 이른다. 복지부 관계자는 "당뇨병은 평생 관리해야 하기 때문에 전체 부담은 암보다 더 큰데도 불구하고 당뇨병이 정책 우선순위에서 밀려 있다"고 말했다.

한독약품

고려대 구로병원 내분비내과의 백세현 교수는 "미국의 경우 당뇨환자가 정상인에 비해 2~4 배의 의료비를 쓰고, 국가 전체의 의료비 중 당뇨와 관련된 것이 40%를 차지한다"고 말했다. 백 교수는 "당뇨병은 식생활과 운동량 등 생활 습관성 질환이기 때문에 예방교육과 관리가 중요한데 지금까지는 환자 수나 발생원인 등에 관한 정확한 통계조차 없었다"고 지적했다.

제약산업, 특히 당뇨병 관련 약을 만들고 있는 한독제약의 입장에서 당뇨병 환자가 꾸준히 증가하고 있다는 것은 호재임에 분명하다. 하지만 당뇨병 환자의 증가는 급작스러운 이슈는 아니기 때문에, 그것이 앞으로 주가에 호재로 작용해, 주가에 큰 영향을 미치리라고는 기대할 수 없다. 하지만 기본적으로 한독제약이 만든 약을 계속 사용할 환자가 늘어난다는 통계는 좋은 신호로 작용할 수 있음이 분명하다.



..... 1998년, - - - - - 1995년, ————— 1983년

Figure 1. Trend of diabetes by age and years

또한 이러한 당뇨병 환자의 증가가 위의 그래프에서 보는 것처럼 노령화와 깊은 상관성이 있는 것으로 보아, 당뇨병 환자 수 증가추이는 앞으로 더욱 높아질 것으로 기대된다.

(2) 고혈압 환자 증가 추이

고혈압 환자가 얼마나 되는가에 대해서 우리나라의 통계자료는 많지 않으나 임상경험에 의하면 과거보다 많이 증가된 인상을 받고 있다. 1998년 한국건강영양조사 결과<표 1>에서 보면 30세 이상 성인에서는 고혈압 유병률(140/90mmHg 이상)이 27.8%(남자 30.2%, 여자 25.2%)였고 우리나라의 통계도 연령이 증가할수록 혈압이 높아지기 때문에 40대가 되면 25%, 50대 35%, 60대 45%, 70대 55%등의 빈도를 보이고 있다.

<표 1> 국민건강영양조사(1998, 2001) 연령, 성별 고혈압 환자수

한독약품

연령	전체		남자		여자	
	1998	2001	1998	2001	1998	2001
전체	20.2	21.76	22.53	24.81	16.90	19.44
30 세 이상	27.80	29.80	30.20	34.44	25.20	26.53
10~19	3.95	1.68	4.71	2.69	1.62	0.93
20~29	13.21	5.47	15.55	10.78	3.05	1.67
30~39	15.29	10.28	18.40	17.46	12.18	5.43
40~49	25.31	21.27	29.58	28.90	18.09	15.90
50~59	37.48	36.10	40.17	39.98	34.48	33.29
60~69	44.74	57.51	42.40	56.99	46.48	57.92
70 세 이상	56.58	58.14	46.93	52.58	60.37	61.36

2001 년도에 조사한 결과는 남자 34.44%, 여자 26.53%, 전체 29.80%로 1998 년도에 비해 증가하고 있다. 또한 2010 년의 고혈압 유병률과 환자 수를 추계하기 위하여 고혈압 병률을 조사한 결과를 보면 유병률은 감소하는 추세이나 환자 수는 증가하고 있다. 즉 우리나라의 인구 구조의 고령화와 인구 수의 증가로 전체 고혈압 환자 수는 증가할 것으로 예측된다.

<표 2> 한국인 고혈압 유병률과 고혈압 환자수 추정

연도	고혈압 유병률(%)				고혈압 환자수(명)		
	표준화연도	남	여	전체	남	여	전체
1980	2000	35.5	25.8	30.6	2,245,961	1,711,411	3,957,372
1990	2000	28.9	26.6	27.7	2,545,176	2,486,863	5,032,039
1998	2000	30.0	25.2	27.5	3,441,496	3,021,366	6,462,862
2010(추정)	2000	24.8	25.2	25.0			
	2010	26.6	27.9	27.3	3,939,583	4,300,507	8,240,090

(3) 보건복지부의 약제비 적정화 방안: 포지티브 방식 도입

●포지티브(Positive) 방식이란?

약제비 적정화 방안은 의약품 보험적용 방식이 현재 모든 의약품을 보험적용 대상으로 하는 방식(네거티브 리스트)에서 비용 대비 효과가 우수한 의약품만 선별해 보험적용을 하는 방식(포지티브 리스트)으로 바뀌는 것을 뜻한다.

한독약품

●보건복지부의 약제비 적정화 방안 : 포지티브 방식 도입에 대한 주장

이르면 오는 9월부터 보험의약품 등재제도가 `네거티브 방식`에서 위와 같은 `포지티브 방식`으로 바뀐다. 싸고 우수한 의약품만을 시장에 유통시킨다는 것이 목적으로 제도화될 경우 약제비가 상당히 절감될 것으로 기대된다. 보건복지부는 3일 `건강보험 약제비 적정화 방안`을 마련, 오는 9월부터 시행에 들어갈 계획이라고 밝혔다. `건강보험 약제비 적정화 방안`의 핵심은 보험 현재 모든 의약품에 보험금을 지급하고 있는 네거티브 방식을 비용 효과적인 의약품 위주로 선별해 급여하는 포지티브 시스템으로 전환시키는 것이다. 단 현재 보험적용이 되고 있는 2만 1740개(비적용 6천 634개)의 의약품은 우선 선별 등재로 인정하되 사후 관리를 통해 품질이 떨어지는 것들은 지속적으로 제외키로 했다. 또 복제약에 대해서도 상한 가격을 설정하게 된다. 이렇게 될 경우 보험적용 품목이 중장기적으로 크게 감소돼 결국 약제비 절감 효과를 가져올 수 있다. 복지부는 “현재 약제비가 건강보험 총 진료비의 29%를 차지하고 있고 매년 14% 정도 증가하고 있다”면서 “제도가 정착될 경우 2011년까지 약제비 비중이 24%로 낮아질 것으로 기대한다”고 밝혔다. 등재 여부나 상한가격에 대한 협상권은 국민을 대신해 건강보험공단이 맡는다. 이에 따라 공단은 약제급여평가위원회를 신설해 경제성평가 등 종합적인 검토를 거쳐 제약사와 협상, 가격을 결정하게 된다. 이는 가입자를 대리해 비용을 지불하는 건보공단의 구매력을 보장해 보험약가를 적정하게 관리하도록 하기 위한 것이라고 복지부는 설명했다.

‘건강보험 약제비 적정화 방안’ 가운데 또 다른 줄기는 의약품 사용량을 줄이기 위해 사후평가를 철저히 하는 것이다.

이를 위해 복지부는 처방률이나 처방건당 품목 수, 고가약 처방 등에 대한 적정성 평가를 강화해 미흡할 경우에는 재정적인 불이익을 주는 방안을 검토하고 있다. 한편 복지부는 포지티브 방식의 의약품 등재 방식은 모두에게 득이되는 제도라며 관계기관의 협조를 당부했다. 복지부는 우선 환자들은 비용대비 효과적인 약을 사용할 수 있게 돼 양질의 서비스를 받을 수 있다고 설명했다. 또 약국은 의약품 관리품목 수의 감소로 구매나 재고부담이 낮아져 관리 비용을 절감할 수 있고 의사는 비용효과적인 약에 대한 정보를 쉽게 얻을 수 있는 점을 꼽았다. 아울러 제약사에 대해서는 우수 제품개발을 유도하고 품질 경쟁을 촉진시킬 수 있기 때문에 실력 있는 회사들에게는 기회가 될 것이라고 강조했다. 복지부는 이런 장점을 최대한 어필하면서 관련 기관들의 이해를 얻어 9월부터 시행에 들어간다는 복안이다.

한독약품

● 포지티브 방식 도입에 대한 제약업계의 반발

제약협회는 정부의 포지티브 리스트 도입방침에 대한 반대입장을 분명히 했다. 복지부의 '건강보험 약제비 적정화 추진방안'이 발표된 이후 협회는 즉각 입장자료를 배포해 복지부 정책의 문제점을 지적했다.

협회는 이 자료에서 포지티브 도입은 ▲건강보험 보장성 축소 ▲약물경제성 평가 인프라 부족 ▲제약사 생산성 저하 ▲재산권 침해 ▲국내사와 다국적사간 양극화 심화 등 문제점을 안고 있다며 유예기간을 두고 신중히 검토해야 한다고 주장했다.협회는 약물경제성 평가를 수행할 전문가가 절대 부족한데다 세부적인 평가기준 역시 마련돼 있지 않다고 지적했다. 또 제약회사는 전문가를 확보하고 외부 연구용역을 발주함으로써 추가비용 부담을 떠안게 되며 특히 외국과 다른 단일보험체계 하에서 정부가 약가정책으로 보험약을 인위적으로 퇴출시키는 것은 중대한 재산권 침해라고 주장했다. 이와 함께 주기적인 선별목록 변경으로 지속적인 반품 및 재고부담에 시달려야 하며 시판여부의 불확실성과 초기 투자비용 증가 등 요인으로 인해 제약사는 신약개발 의욕을 상실할 수 있다고 경고했다.

특히 경제성 평가 데이터가 풍부한 다국적기업이 상대적으로 유리할 수 밖에 없어 국내제약과 다국적제약간 양극화가 심화될 수 밖에 없다고 꼬집었다. 협회는 따라서 포지티브 방식은 현재 14.3%에 수준에 불과한 공공의료기관 비율이 최소 50% 수준에 도달하고 선결조건인 약물경제성 평가의 인프라가 충분히 구축된 시점에서 검토돼야 한다고 못박았다.

협회 관계자는 "정부가 포지티브 방식을 단순히 약가인하 수단으로 남용할 경우 제네릭 위주 영업정책을 펼치고 있는 국내 제약사의 부도·도산이 이어질 수 밖에 없다"며 "지적인 문제점들이 해소될 때까지 유예기간을 두는 것이 바람직하다"고 강조했다.

●포지티브 방식의 도입이 제약 산업에 미치는 영향

전문가들은 정부의 방침이 제약업체 전반에 부정적인 영향을 끼칠 것이라는 전망을 내놓고 있다. CJ 투자증권 정재원 연구원은 “정부가 약제비 적정화 방안을 도입하면 약물 경제성 평가를 위한 초기비용이 들어가게 돼 제약사의 부담이 커질 전망”이라고 밝혔다.

그러나 장기적으로는 국내 제약사 간 품질경쟁 체제가 도입돼 제약산업이 한 단계 발전할 수 있는 계기가 될 수도 있다는 의견도 있다. 현대증권 조운정 연구원은 “제도가 시행되면 기술력과 경쟁력이 낮은 의약품은 퇴출되고, 제품개발력이 우수한 업체 위주로 시장이 재편될 것”이라며 “규제 리스크(위험)가 높아지는 것은 사실이지만 이는 제약산업이 고성장산업으로 가는 과정에서 겪어야 하는 ‘성장통’으로 봐야 한다”고 말했다.

(4) 한미 FTA가 제약산업에 미치는 영향

● 약가 관련 제도 개정

우선 한미 FTA 를 계기로 미국 측은 현재 신약 약가 산정 기준에 대해 문제를 제기할 전망이다. 현재 오리지널 제품의 약가 산정은 선진 7 개국의 평균 가격과 유사 효능 제품의 가격을 비교하여 낮은 쪽을 채택하게 되어 있다. 하지만 실제로 신약 가격이 선진 7 개국 가격의 약 50%대로 낮게 책정되어 있으며, 약가를 높게 받을 수 있는 혁신적 신약의 범위 자체가 제한되어 있다. 이러한 약가 정책에 대해 다국적 제약 기업들이 지속적으로 불만을 제기해 온 것이 사실이어서, 이번 FTA 협상을 통해 원래 기준에 맞게 약가를 바로잡아 줄 것을 강력히 요청할 것으로 예상된다. 동시에 미국은 현재 오리지널 제품의 80%까지 약가를 보장하고 있는 국내 제네릭 의약품 가격 책정 제도에 대해서도 부정적 견해를 가지고 있어, 이와 관련된 부분도 이번 FTA 에서 주요 의제로 거론될 가능성이 높다.

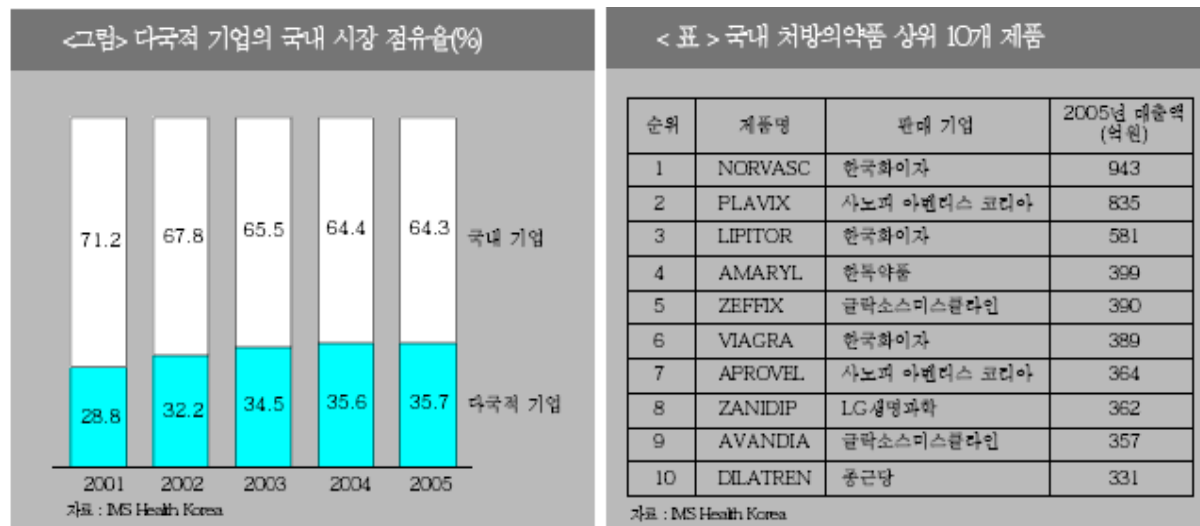
● 의약품 특허권 강화

약가에 대한 문제 제기과 더불어 한미 FTA 의약품 분야협상에서 주로 다루어질 사안 중 하나로 예측되는 것은 의약품 특허 강화에 대한 것이다. FTA 협상에서 다루게 될 의약품 특허 강화 의제로는 지금까지 자료 독점권(Data Exclusivity), 식약청-특허청 연계, 특허 기간 연장, 제네릭 의약품 개발 예외(Bolar Exception) 불인정 등의 4 가지가 알려지고 있다. 그 중 자료 독점권의 경우는 신약의 판매 허가를 얻기 위한 목적으로 이미 제출된 자료에 대한 불공정한 상업적 이용을 금지하는 내용을 담고 있다. 따라서 국내 기업이 제네릭 제품을 허가받기 위해서는 이미 제출된 유효성 및 안전성 자료를 활용할 수 없으며, 자체적으로 관련 자료를 다시 준비해 제출하도록 할 것으로 예상된다. 이미 미국은 칠레, 싱가포르, 호주 등과의 FTA 협상에서 자료 독점권의 기간을 허가일로부터 5 년까지 보장하는 조항을 포함시킨 바 있다. 특허 기간 연장은 의약품 허가를 받기 위한 활성, 안전성 시험에 장기간이 소요될 경우, 발생한 지연 기간을 특허 기간에 포함시켜 3~5 년의 기간을 연장시키는 것으로, 이 역시 미국이 싱가포르나 호주와의 FTA 체결당시 요구했던 규정이다. 결론적으로 미국은 FTA 를 통해 오리지널 제품의 권리를 보다 강화하는 동시에 제네릭 의약품의 허가에는 엄격한 규정을 추가하도록 할 것으로 보여, 향후 국내 기업들이 제네릭 의약품을 출시하기 위해서는 좀더 철저한 대비가 필요할 것으로 예상된다.

한독약품

● 다국적 기업들의 시장 지배력 강화

의약품 시장조사 전문 기관인 IMS Health Korea 에 의하면, 2005 년 국내 의약품 시장은 전년대비 15% 가량성장하여 7 조 9 천억 원 규모로 추정되고 있으며, 그 중 전문의약품 시장이 77%를 차지하고 있다. 전세계 제약시장이 연평균 8% 성장하고 있는 것을 감안할 때, 이와같은 성장률은 괄목할 만한 것이라고 할 수 있다. 그러나 아래<그림>에서 보는 바와 같이 국내 의약 시장 내 다국적 제약 기업의 점유율은 점점 높아지고 있으며, 전문의약품 상위 품목 또한 다국적 제약사의 제품이 대부분을 차지하고 있는 것으로 보여진다(아래<표> 참조). 다국적 기업들의 상승세는 최근 국내 제네릭 의약품들의 선전으로 잠시 주춤했던 것이 사실이지만, 한미 FTA 가 체결된다면 유리한 제도 변화로 인해 다국적 기업들의 시장 지배력 강화는 다시금 힘을 얻을 수 있을 것으로 보인다.

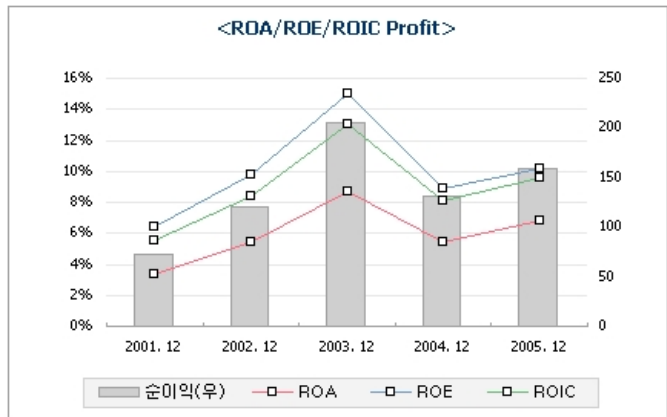
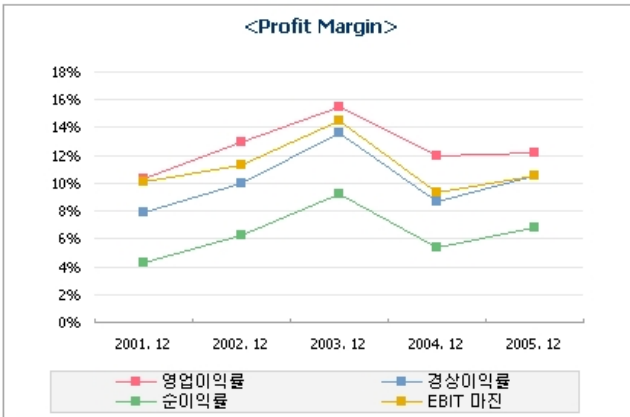


● 영세한 국내 기업들의 생존 기반 약화

다국적 기업들의 경우와 달리 국내 제약 기업들의 경영환경은 FTA 로 인해 어려워질 것으로 예상된다. 국내 기업들은 극소수 상위 몇몇을 제외하고는 대부분이 제네릭 개발에만 의존하고 있기 때문에, 제네릭 의약품의 개발 환경이 까다로워질 경우 기업에 따라 정도의 차이는 있겠지만 제품 출시 지연 및 수익 구조 악화 등 일정 부분 타격을 입는 것은 불가피해 보인다.

IV. 재무분석

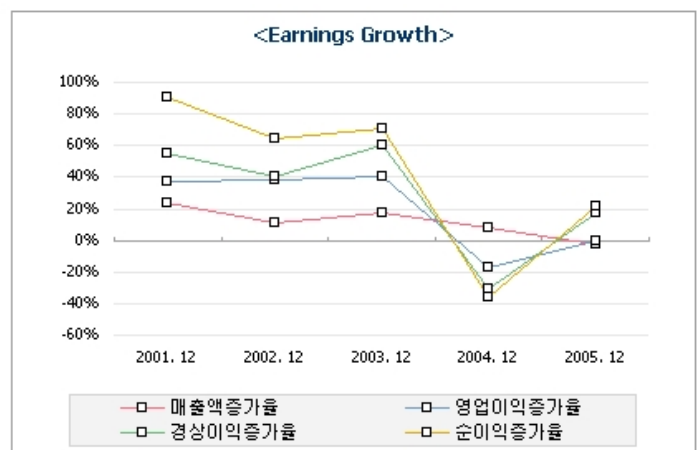
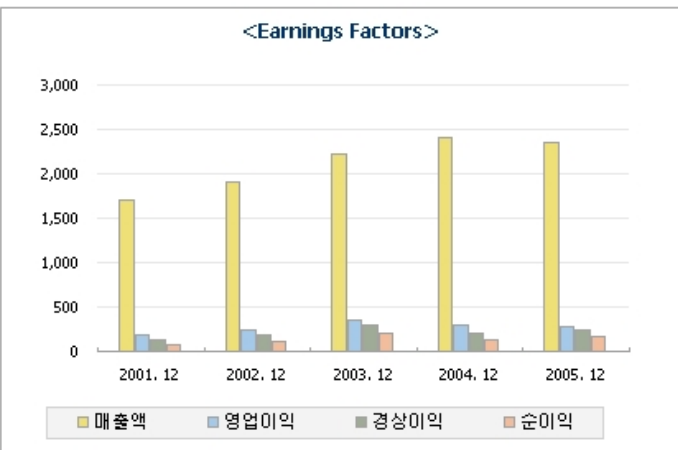
1. 수익성/성장성 분석



	2001. 12	2002. 12	2003. 12	2004. 12	2005. 12
영업이익률	10.35%	12.90%	15.51%	11.91%	12.19%
경상이익률	7.85%	9.95%	13.59%	8.70%	10.49%
순이익률	4.27%	6.30%	9.18%	5.42%	6.78%
EBIT 마진	10.06%	11.34%	14.50%	9.32%	10.55%

	2001. 12	2002. 12	2003. 12	2004. 12	2005. 12
순이익(우)	73	120	205	131	159
ROA	3.32%	5.43%	8.74%	5.42%	6.86%
ROE	6.39%	9.79%	15.04%	8.86%	10.13%
ROIC	5.54%	8.35%	13.08%	8.13%	9.60%

최근 5 년간의 영업이익률을 보면 10%를 매년 상회하고 있다. 이것은 제약산업의 평균과 비슷한 수치이다. 다만 ROE 와 ROA 는 다른 제약업계에 비해서 다소 낮은 수치이다(유한양행 11%, 한미약품 22%, 동아제약 9%). 하지만 이것은 40% 밖에 되지 않는 낮은 부채비율을 고려해 봤을 때 그리 나쁘게 볼 수는 없을 것 같다. 전체적으로 보았을 때 수익성은 제약업계의 평균 정도라고 할 수 있겠다.

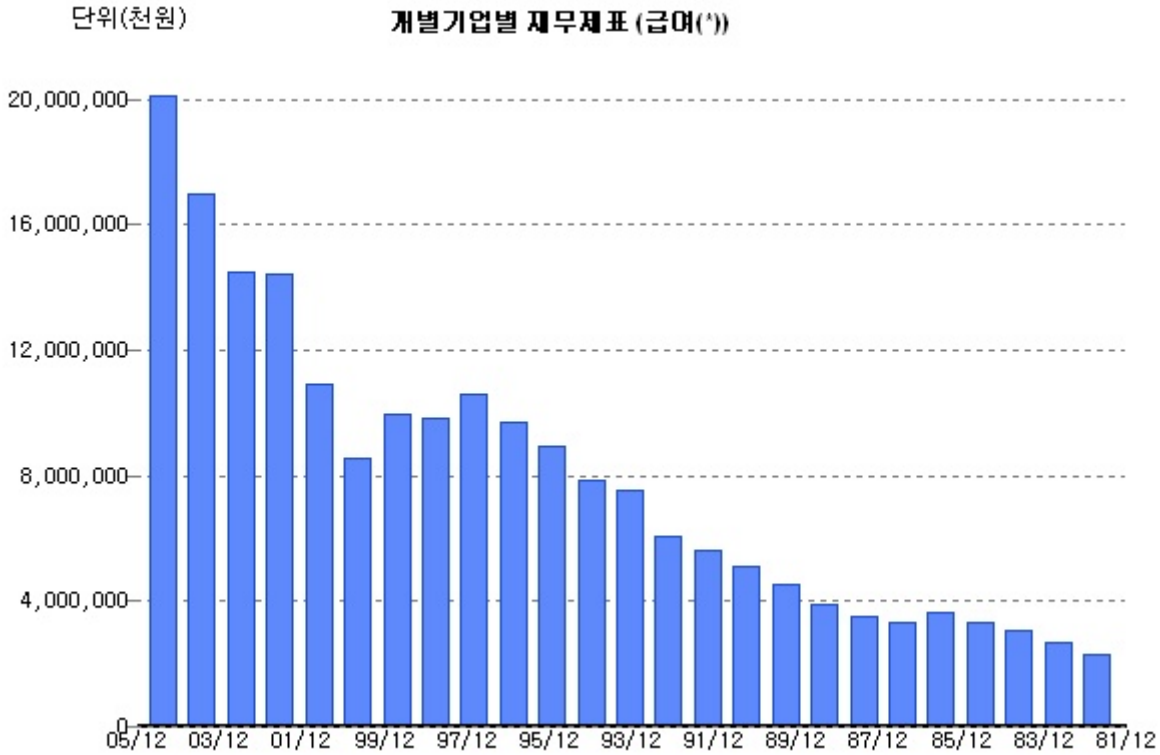


	2001. 12	2002. 12	2003. 12	2004. 12	2005. 12
매출액	1,713	1,903	2,228	2,415	2,345
영업이익	177	245	346	288	286
경상이익	134	189	303	210	246
순이익	73	120	205	131	159

	2001. 12	2002. 12	2003. 12	2004. 12	2005. 12
매출액증가율	24.01%	11.10%	17.08%	8.40%	-2.90%
영업이익증가율	37.72%	38.40%	40.79%	-16.76%	-0.60%
경상이익증가율	54.80%	40.82%	59.87%	-30.62%	17.14%
순이익증가율	90.12%	63.99%	70.51%	-36.04%	21.63%

한독약품

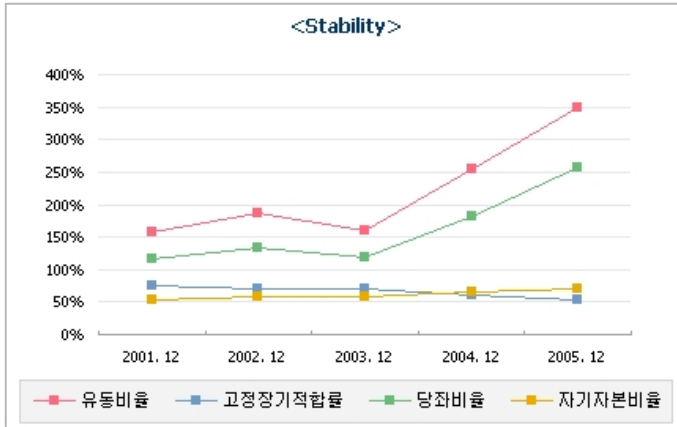
2004년까지는 매출액이 매년 10%씩 성장해 오고 있었으나, 2005년에는 매출액이 오히려 감소하였다. 이것은 아마릴의 제네릭이 허용되면서 매출감소가 그대로 반영된 결과이다. 그리고 특이한 점은 2004년도에 영업이익, 경상이익, 순이익이 모두 큰 폭으로 감소하였다는 것이다. 이것은 판매비 증가와 법인세 추납, 지분법평가손 등의 발생에서 기인한다.



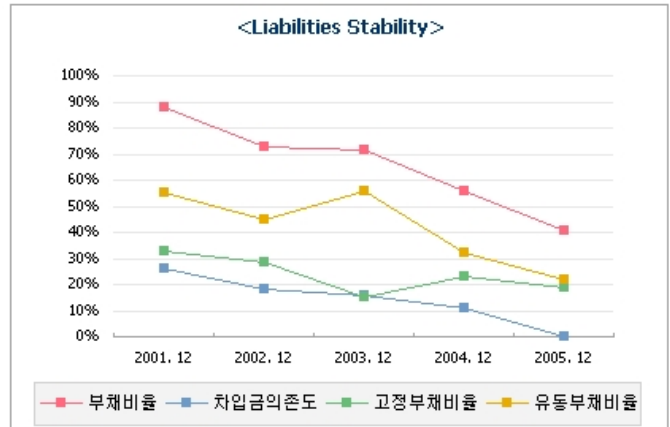
그중에서도 가장 주목할 것은 인건비가 매우 가파르게 상승하고 있다는 것이다. 2005년도 당기순이익이 159 억원이라는 것을 고려해 본다면, 최근에 인건비의 급상승으로 연간 200 억원의 인건비 지출은 다소 과하다는 느낌이 든다. 하지만 이것은 영업인력 확충으로 매출증대를 꾀하려는 회사측의 정책인 만큼 꼭 나쁘게만 볼 수는 없다.

최근의 실적부진을 만회하기 위해서 현재 한독약품은 가능성이 더욱 보강된 ‘아마릴-M’을 출시하는 등 타개책을 마련해 보고자 고심하고 있다. 그 동안 한독약품이 보여주었던 성장성과 영업능력을 감안했을 때, 제약산업 전체에서 차지하는 M/S 는 유지해 나갈 수 있다고 보고, 최소한 제약산업이 성장하는 만큼은 성장해 나갈 수 있을 것으로 보인다. 또한 이처럼 영업인력 확충을 통해 발전을 모색하고 있는 만큼 앞으로도 꾸준한 성장을 기대할 수 있을 것으로 보인다. 또한, 무려 51 년 무적자 기업이라는 사실을 고려해 봤을 때, 한독약품의 저력을 만만히 볼 수는 없을 것 같다.

2. 안정성 분석



	2001. 12	2002. 12	2003. 12	2004. 12	2005. 12
유동비율	157.02%	186.55%	160.52%	253.74%	349.67%
고정장기적합률	76.35%	69.84%	70.59%	59.75%	53.81%
당좌비율	115.45%	134.39%	118.87%	182.05%	257.66%
자기자본비율	53.21%	57.83%	58.36%	64.31%	71.06%



	2001. 12	2002. 12	2003. 12	2004. 12	2005. 12
부채비율	87.92%	72.91%	71.36%	55.49%	40.73%
차입금의존도	26.21%	18.29%	16.05%	10.81%	0.00%
고정부채비율	32.82%	28.23%	15.32%	23.23%	18.76%
유동부채비율	55.09%	44.69%	56.04%	32.26%	21.97%

부채비율이 꾸준히 낮아져서 현재는 겨우 40% 밖에 되지 않으며, 유동비율은 무려 350%에 이른다. 재무적 안정성은 극히 양호하다고 할 수 있겠다.

3. 주가 분석



2006년 1월부터 계속해서 하락하다가 1월 23일 블랙먼데이때 큰폭으로 하락한 이후로 현재의 주가수준에서 박스권을 형성하고 있다. 시가총액은 1,543억 원이다. 2005년도 당기순이익이 153억 원이므로 PER는 10배에 약간 못 미친다. 장부가치가 1,629억 원이므로 PBR은 0.95배로 1배에 약간 못 미친다. PBR이 한미약품 5배, 유한양행 2.6배, 동아제약 2.8배인 것에 비교해볼 때 제약산업의 회사치고는 다소 낮은 평가를 받고 있다는 것을 쉽게 알 수 있다.

V. Valuation

(1) 기본가정

- 1) 매출을 예측하는데 있어, 매출의 20%를 차지하는 아마릴이 수많은 제네릭 의약품과 경쟁해야 하는 점을 감안하여, '아마릴'과 '기타약품' 2 부분으로 나누었으며, DCF 모델을 이용하여 valuation 하였다.
- 2) 아마릴은 현재의 매출을 꾸준히 유지한다고 가정하였고, 기타약품은 최근 5 년간의 매출액을 CAGR 를 이용해서 1 단계 성장률을 구한다.
- 3) 기타약품은 과거 5 년간의 매출성장률로 향후 5 년간 성장한다고 가정한다.
- 4) 5년 이후로는 2%씩 무한히 성장한다고 가정한다.
- 5) 영업이익률은 12%를 유지한다고 가정한다.
- 6) 할인률은 15%를 일괄 적용한다.
- 7) 위에서 구한 현금흐름의 현재가치에 한미 FTA, 포저티브 방식 도입 등의 리스크를 감안하여 20% 할인한 값을 한독 약품의 최종 Value 로 삼는다.

(2) 기타약품의 최근 5년 매출액성장률

매출액 단위 : 백만원

	2000	2001	2002	2003	2004	2005
아마릴	11,369	25,044	42,237	58,359	57,717	41,053
기타약품	126,740	146,221	148,043	133,305	138,063	141,936
총계	138,109	171,265	190,280	191,664	195,780	182,989

기타약품의 최근 5년 매출액 성장률 (CAGR 이용)

$$: (141,936/126,740)^{(1/5)} - 1 = 2.3\%$$

한독약품

(3) 아마릴의 DCF

1. 1단계 CPS			단위 : 백만원
If	ROE =		1단계 기초 CPS = ₩4,926
	보통주 배당성향 =		배당소득세율 =
	유보율 =		할인율 = 15.00%
	1단계 성장율 =	0.00%	
Then	연말	CPS	-> PV
	2005	₩4,926	₩4,283
	2006	₩4,926	₩3,725
	2007	₩4,926	₩3,239
	2008	₩4,926	₩2,816
	2009	₩4,926	₩2,449
	2010	₩4,926	
	1단계 PV =	₩16,513	
2. 2단계 CPS			
If	2단계 기초 CPS =	₩4,926	
	2단계 성장율 =	0.00%	
Then	2단계 기초가치 =	₩32,840	
	2단계 PV =	₩16,327	
3. CPS(=1 + 2)			
If	1단계 CPS PV =	₩16,513	
	2단계 CPS PV =	₩16,327	
Then	CPS =	₩32,840	

2005년도 아마릴의 매출액에 영업이익률 12%를 곱하여 얻은 값인 49 억원을 1 단계 기초 CPS 로 잡았다. 성장률은 0%로 잡았다. 그래서 328 억원의 DCF 값을 얻었다.

한독약품

(4) 기타약품의 DCF

1. 1단계 CPS			
If	ROE =		1단계 기초 CPS = ₩17,032
	보통주 배당성향 =		배당소득세율 =
	유보율 =		할인율 = 15.00%
	1단계 성장율 =	2.30%	
Then	연말	CPS	-> PV
	2005	₩17,032	₩14,810
	2006	₩17,424	₩13,175
	2007	₩17,824	₩11,720
	2008	₩18,234	₩10,426
	2009	₩18,654	₩9,274
	2010	₩19,083	
		1단계 PV =	₩59,405
2. 2단계 CPS			
If	2단계 기초 CPS =	₩19,083	
	2단계 성장율 =	2.00%	
Then	2단계 기초가치 =	₩146,791	
		2단계 PV =	₩72,981
3. CPS(=1 + 2)			
If	1단계 CPS PV =	₩59,405	
	2단계 CPS PV =	₩72,981	
Then		CPS =	₩132,386

2005년도 매출액에 영업이익률 12%를 곱하여 얻은 값인 170 억원을 1 단계 기초 CPS 로 잡았다. 성장률은 앞서 구한 2.3%로 잡았다. 향후 5년 이후로는 2%씩 성장한다고 가정했다. 그래서 기타약품의 DCF 값은 1,320 억원을 얻었다.

(5) 최종 밸류에이션

아마릴의 DCF : 328 억원
 기타약품의 DCF : 1,320 억원
 DCF 합계 : 1,648 억원

리스크 20% 할인 최종밸류 : **1,318 억원**

현재 시가총액 1,543 억 원이므로, 현 주가는 **17% OVER VALUED** 되어있다. 그러므로 투자의견은

‘**유보**’를 추천한다.

(6) 밸류에이션 결과에 대한 Comments

이번 보고서에서 DCF 모델을 사용했는데, 어떤 기업의 순이익을 예측하기란 매우 힘이 든다. 그래서 보통 미래 현금유입액을 예측하는데 최초 다소 용이한 매출의 흐름을 사용하였다. 또한, 미래의 매출에 영업이익률이 일정하게 유지된다는 가정이 하나 추가되고, 이렇게 얻어진 영업이익을 현금유입액으로 잡는다. 이렇게 해서 얻어진 DCF 에서 안전마진을 확보하기 해 할인을 한다. 이슈에서 살펴본 여러 가지 리스크 요인을 감안했을 때, 최소한 20% 이상의 안전마진이 없다면 이 기업에 투자할 필요는 없을 것으로 판단하였다. 현재 시장에서 평가 받는 기업 중에는 안전마진이 40% 이상 확보되는 기업도 많다. 정말 매력적인 기업이 아니라면 '매수'가 남발되지 않는 것이 합당하다고 본다. 이번 한독약품의 경우 다소 긍정적으로 평가하더라도, '매수'가 나오는 밸류에이션은 무리가 있다고 판단된다. 낙관적으로 보아도 앞으로 10% 정도 매출이 꾸준히 성장했을 때에도 겨우 현재 시장에서 평가된 가격에 적합해질 것으로 예상된다. 한독 약품이 '유보'가 나올 수 밖에 없는 이유는 아래와 같다.

1. 일단, 평균 성장률을 예측한, 몇 년째, 매출이 정체되었다는 것이 가장 큰 할인요인이다.
2. 정체된 매출을 회복하고, 안정적인 매출을 주도할 차기 제품이 시장에서 충분히 포지셔닝 되어 있지 않다. 일반적으로 제네릭 의약품에 특화된 기업도 아니고 매출의 20%가 '아마릴'이라는 한가지 약품에 집중되어 있는데, 그 약품의 독점권 시한이 작년에 풀려서, 무려 아마릴 매출의 40%가 감소하였다. 동아제약 바카스의 매출이 40%가 감소했다고 생각해보면, 또 광동제약의 비타 500 의 매출이 40%가 감소했다고 생각해 보면, 핵심 Cashcow 에서 큰 타격을 입을 것은 확실하며, 현재까지는 시장에서 접근할 수 있는 정보에는 이에 대한 타개책이 보이지 않는다.
3. R&D 능력이 외국업체에 비해 너무도 보잘것없는 우리 제약업체들은 한미 FTA 의 영향이 큰 타격이 될 것으로 보인다. 물론 FTA 가 체결되고 짧게는 5~10 년 후, 장기적으로 다시 내실을 다져서 정상 궤도에 오르게 될 여지가 충분히 있다. 그렇기에 지금 무리하게 주식을 살 필요는 없다. FTA 와 정부의 포지티브 방식 도입으로 인한 추이를 지켜볼 필요가 있다. 만일 시장의 반응이 과민하여, 주가가 급락하게 되었을 때, 다시 한번 매수를 고려해도 된다.

물론 향후 노령화 사회 및 성인병의 증가 추세를 보았을 때, 제약산업의 미래는 전반적으로 밝다. 또한 나름대로 시장에서 지위를 차지하고 있는 한독약품은 중소기업들이 쓰러지는 상황에서도 충분히 생존 가능성이 있다. 그래서 '유보'이다. 현재의 장세를 따라서 Over-Valued 된 지금의 주가에서 무리하게 들어갈 필요는 없다.