



# 대원제약(003220)

Per Rerating의 가능성을 알아본다.

## BUY

### Valuation

Target Price: 20,812

Price: 12,400

Margin of Safety: 67.8 %

MktCap.(100mn): 737

ROE: 11.95%

Op.Magin: 15.22%

PER: 13.92

PBR: 1.06

Dividend Yield: 15%

Major Sh.Holder:

백승호외7인 39.62%

Foreign Shr.: 1.00%

52weeks Beta: 1.08

52weeks High/Low:

12,600 / 6,300

기업분석 3팀

고한성, 김세환, 박봉휘,

정진욱, 허은혜

◆ 국내 최고의 투자 분석 동아리!

-성장성이란:

대원제약의 PER-Rerating에 주목해라

-의약품산업 분석

의약품산업의 성장성

-대원제약 BM 외적 요인 분석

FTA와 포저티브제도의 수혜주

-대원제약 BM 내적 요인 분석

영업력 강화와 신약 출시에 따른

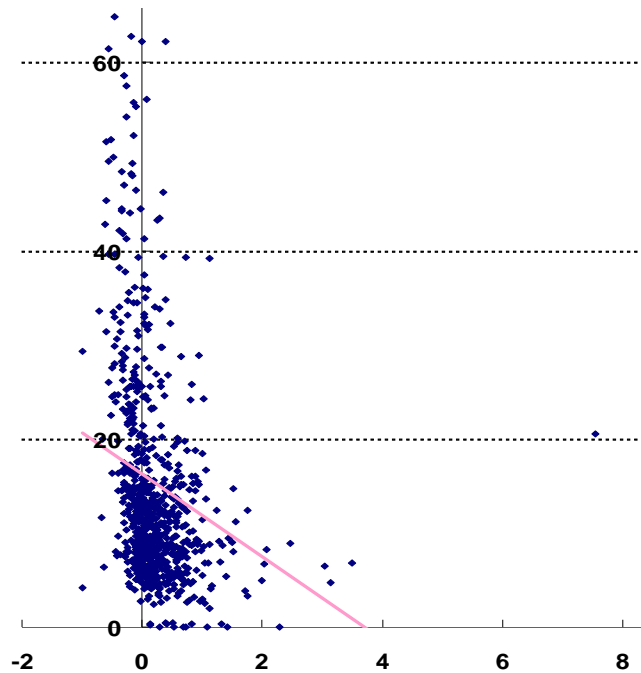
EPS 증가 가능성이 높아짐

-Target PER

# 1. The definition of Growth

## (1)Intro

Graph 1. Peer Analysis of South Korea Stock Market - 1



X축은 EPS 3년 평균 성장율(CAGR), Y축은 2006년 말 기준 PER로 삼아 국내 상장 기업을 X-Y 평면상에 뿌려 보았다.<sup>1</sup> 결과는 EPS 증가율이 낮을수록 PER의 수치가 높아지는 분포를 보였으며, EPS가 이미 성장한 기업에 대해서 시장의 평가<sup>2</sup>는 인색하다. 기업의 퍼포먼스를 안정성과 성장성으로 나누었을 때, 이 그래프를 기준으로 삼을 수 있을까?

<sup>1</sup> 3년 간 한번이라도 적자를 기록한 기업은 제외했다.

$$\text{회귀선 : } Y = -4.3983x + 16.286$$

이러한 방법은 노근환(현 한국증권 애널리스트)의 valuation 방법을 참조하였다.

<sup>2</sup> 시장의 평가란 의미와 관련해서 '시가 총액 몇 위 이내 기업에 한해서만 시장의 평가가 이루어지고 있다.'고 말할 수도 있겠지만, SMIC의 경우 코스닥 종목에도 많이 투자하는 점을 고려하여 모든 상장 기업을 대상으로 하였다.

## (2) 성장성이란

주가는  $EPS * PER$ 이고 성장성은 EPS의 성장과 PER의 성장으로 나눌 수 있을 것이다. 이를 기업에 적용해보면 ‘이미 증명’된 EPS가 증가하고 있는 기업이 있겠고, ‘잠재적 성장 가능성’이 엿보이는 PER가 높은 기업으로 나눌 수가 있다. 그리고 시장은 EPS가 작지만 잠재적 성장성이 인정되는 기업에 대해서 높은 per를 인정하고 있다.

여기서 그래프를 바탕으로 주가의 흐름에 대해서 가정을 세워보자. 아직 시장의 관심을 받지 못하는 상태(1. low per - low eps improvement<sup>3</sup>), 시장의 관심을 받고 있지만 아직 실적으로 연결되지 못한 상태(2. high per- low eps), 시장의 관심이 실적으로 연결되는 상태(3. low per - high eps), 기업의 성장이 정체된 상태(4. low per - low eps), 4가지 상태로 주가의 흐름을 나눠 볼 수 있다. 1과 4상태는 동일하지만 1상태와 비교해서 eps의 증가로 인한 주가 차이가 있게 된다.

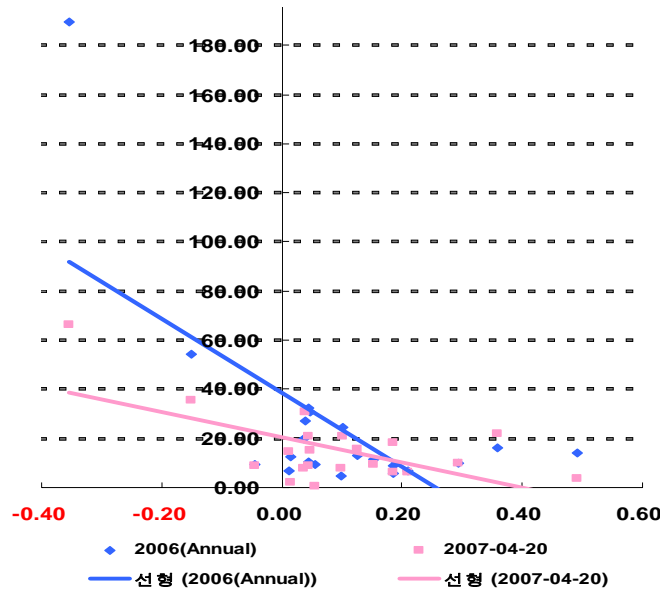
그렇다면, 우리가 성장성을 정의하고자 할 때, 어떤 것을 성장성으로 정의해야 할 지 고민에 빠진다. 대부분의 가치 투자라고 할 때, 가격과 가치의 괴리를 따지게 되며 가치는 역사적 데이터를 이용한 valuation이 개입되게 된다. 따라서 우리는 성장하고 있는 기업을 찾을 때, EPS가 이미 증가하고 있는 기업을 찾게 되고, 성장성을 2상태에서 3상태로의 전이로 국한해서 정의하게 된다.

그럼, 1상태에서 2상태로 움직일 수 있는(고per를 받을 수 있는) 기업을 찾아 보는 것은 어떨까? 우리는 이 보고서의 ‘성장성’에 대한 논의를 고per를 받을 수 있는지, 시장의 관심을 한 몸에 받으며 hot shot debut가 가능한 지 여부에 대해서 한정 짓고자 한다. 그렇다면 성장성을 판단하는 데 있어서 valuation 관련된 값의 증가를 따위는 모두 무시해야 한다.

<sup>3</sup> 이하 Improvement 생략

(3) 왜 대원 제약인가.

Graph 2. Peer analysis of Drug and Medicine Industry



제약 산업의 회귀선 축4이 변하고 있으며, 이는 EPS 성장에 대해서 더 높은 성장을 기대하는 것으로 해석될 수 있다. 제약 산업 성장성에 대한 시장의 주목 속에서 우리가 주목해야 하는 기업은 EPS증가율이 작거나 줄어들었으며, 시장이 아직 그 기업의 성장성을 알지 못하는 기업 즉, 그래프 원점 근처에 있는 기업을 의미한다.

그리고 유독 per가 제자리에서 머무르고 있는 2사분면의 기업 하나를 찾아볼 수 있으며, 이 기업이 바로 대원제약(003220)이다.

2006 End	2007. 4. 20
$y = -150.25x + 38.635$	$y = -51.612x + 20.562$
$R^2 = 0.4408$	$R^2 = 0.3809$

## 2. Peer Analysis – Drug and Medicine industry

### -Intro

산업 분석은 분석대상산업에 내재되어 있거나 관련을 맺고 있는 위험요소(Risk Profile)를 추출하고 이것이 해당 산업 내에서 영업을 수행하는 기업의 신용도에 미치는 영향을 파악하는데 맞추어져야 한다.

### -산업의 특성

의약품 산업은 ① 정부의 제도적 규제가 존재하고 ② 신약개발은 많은 시간과 인력과 비용이 소요되지만 물질 특허를 통한 독점적 지위가 보장되며 ③ 질병의 원인이 다양한 만큼 의약품의 생산구조는 다품종, 소량 생산형태를 갖추고 있고 ④ 의사, 약사 등 중간수요의 비중이 크고, 그에 따른 복잡한 유통구조를 가지고 있다.

이를 기업 단계로 초점을 맞춰 'BM외적 요소의 검토' 'BM내적 요소 중 유통 경로 검토 및 연구개발비 검토'에서 다뤄보도록 하겠다. 다만, 세 번째 요인과 관련해서는 거시적 관점에서 다가가는 것이 적합하다고 생각되므로 산업 분석 중 수급 변화에서 다뤄보도록 하겠다.

### -국내 의약품 산업의 수명 및 수급 상황

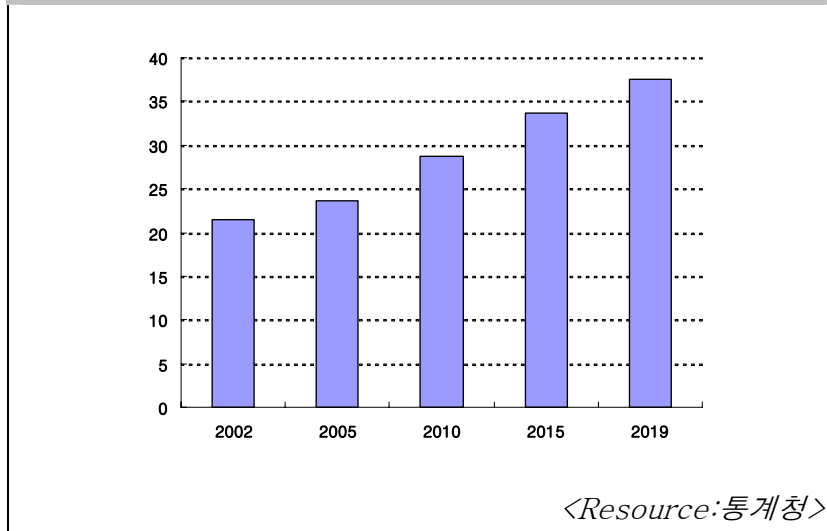
세계 의약품 시장은 2006년 6~7% 성장보다는 다소 낮아진 5~6% 성장률을 기록, 6,650~6850억 달러의 시장을 형성<sup>5</sup>할 것으로 보이고 있으며, 이러한 성장추세의 둔화는 선진국 내의 인구고령화의 완료 및 인구 증가세의 약화에 따라서 계속될 것으로 보인다. 다만 국내에서 진행되고 있는 인구고령화에 의해 전문의약품의 경우 연평균 10% 성장세가 계속 될 예상<sup>6</sup>이 대부분이다.

특히 50세 이후부터 인구 비중에 비해 요양급여(건강보험에서 지급하는 보험급여 중 가장 기본적인 급여)의 비중이 큰 것으로 나타나고 있으며, 2004년 기준 약품다소비인구는 전체의 약 20.4%이지만 처방일수의 비중은 53.7%, 요양급여 비용의 약 41.6%를 차지하고 있어 의료소비의 주 수요층이 되고 있다.

<sup>5</sup> IMS Health, 2006

<sup>6</sup> IMS Health, 2006

Graph2. 국내 50세이상 인구 비중 전망



-경쟁요인 검토

성장기에 있는 산업의 경우 경쟁요소를 살펴보아야 하며 이는 1) 잠재적 진출예상기업의 위협 2) 기존 기업간의 경쟁강도 3) 대체품의 위협 4) 구매자-공급자의 교섭력<sup>7</sup>으로 나누어 볼 수 있다. 특허권, 신약 허가 및 임상 실험으로 이어지는 높은 시장장벽을 고려하여 보고서에서는 ‘복잡한 의약품 유통경로 상에서 공급자로서의 교섭력 변화’를 중심으로 ‘BM 내적 요소 중 유통경로’ 부분에서 살펴보도록 하겠다.

<sup>7</sup> Michael E. Porter의 “Competitive Strategy”

### 3. Deep Analysis – Daewon Pharmaceutical

#### (1) 의약 산업 내에서의 고PER의 요건

제약산업은 다른 산업에 비해 높은 PER을 가지고 있는 기업들이 다수 존재한다. 보령제약 38.18, 한미약품 24.09, 동화약품 23.10, 동아제약 22.50, 일양약품 127.55으로 이들 제약회사는 다른 제약 회사들에 비해 더 높은 PER를 가지고 있는 기업들이다. 제약 산업에서 높은 PER를 형성하는데 영향을 주는 요건들에 대해서 알아보자.

1. 사장의 로비력을 중요한 요건으로 꼽을 수 있다. 자사 제품이 보험 등재를 받기 위해서, 보험 기준을 낮추어 더 많은 환자에게 약을 판매하기 위해서, 종합병원과의 협상에서 사장의 로비력이 월등하면 그 제약 회사는 뛰어난 매출 실적을 올리게 된다. 그러므로 로비력을 갖추었다고 잘 알려진 사장이 부임한 회사의 PER는 대체로 올라갔다. 보령제약의 김광호 사장은 사노피 전 합자회사의 부사장으로 매출을 크게 끌어올린 장본인이다. 이 밖에도 동아제약의 김원배, 강정석 사장, 한미약품의 임성기 사장 또한 제약계에서 매우 널리 알려진 굴지의 인물들이다.

2. 널리 알려져 있는 제품 보유 여부가 높은 PER 형성의 중요한 요건이다. 보령제약의 경우 겔포스. 동화약품의 경우 까스활명수, 일양약품의 경우 원비디, 동아제약의 경우 박카스라는 주요제품을 보유하고 있다. 일상에서 자주 이용하는, 인지도가 높은 제품을 보유한 제약회사는 높은 PER를 형성하고 있다.

그럼 이제 대원제약의 고PER의 가능성을 점쳐보도록 하자.

**(2) 대원제약의 EPS가 나아질 것이라는 ‘조짐’-BM 외적 요소의 검토**

의약품은 국민 건강에 직결되는 제품으로, 신약 개발에서부터 판매에 이르기까지 법적-행정적 규제 및 지원을 받고 있다.

**Table 1. BM 외적 요소의 검토**

	개발단계	제조단계	판매단계
법적 규제	약사법 (신약허가)	약사법 (제조 허가) KGMP <sup>8</sup>	
법적 보호	특허권 -보건복지부		
행정 지원	신약개발자금, 보건 료 기술개발연구비 지원 -산업자원부 기술개발사업연구비 지원		건강보험

이를 간단히 설명하면, 개발단계에서 임상실험 허가<sup>9</sup>를 식품의약품안전청<sup>10</sup>에서 받아야 한다. 이 과정에서 연구비의 지원을 받게 되며, 동시에 특허법에 의해서 신약 물질에 대해서 물질특허를 받게 된다. 제조 단계에서는 약사법에 의해 KFDA의 제조 허가<sup>11</sup>를 받고, KGMP에 의해서 품질 유지할 의무를 지게 된다. 판매단계에서는 건강보험 중 약가제도 및 급여제도에 의해서 영향을 받게 된다.

즉, 신약개발에서 판매과정에 이르기까지 모든 과정이 BM이외의 요인에 의해 결정을 받는다는 점에서 예측가능성을 희석시키고, 그로 인해 대원제약의 투자 매력이 떨어질 수 있다. 하지만 지적재산권법의 글로벌 스탠다드화 및 인구고령화로 인한 건강보험재정의 악화라는 두 가지 키워드에 주목한다면 의약품 산업 환경 변화의 소용돌이 속에서 대원제약이 살아남을 수 있는 이유를 알 수 있다.

<sup>8</sup> 품질이 보증된 우수한 의약품을 제조하기 위해서는 제조소의 구조설비를 비롯하여 원자재의 구입으로부터 제조, 포장, 출하에 이르기까지 생산공정 전반에 걸쳐 조직적 관리 하에 의약품의 생산, 품질관리 체계를 구축, 실행, 유지해야 하는 것이 약사법상의 의무이다.

약사법 시행규칙 제40조 별표4

<sup>9</sup> 약사법 제34조제1항

<sup>10</sup> 이하 KFDA(Korea Food & Drug Administration)

<sup>11</sup> 약사법 제 31조 제1항



## -지적재산권법의 글로벌 스탠다드화 - FTA

신약이란 화학구조나 본질 조성이 전혀 새로운 신물질의약품 또는 신물질을 유효성분으로 함유한 복합제제 의약품을 의미한다. 신물질에 대해서 특허권을 부여 받은 경우 존속기간<sup>12</sup> 동안 신물질의 독점적 실시권이 특허권자에게 인정된다는 점에서 고수익이 약속되지만, 역으로 하나의 신약이 탄생하는 데 평균 14.2년의 기간과 8억 달러의 비용이 드는 위험이 있다. 이러한 고위험, 고부가가치 산업에 있어서 신약에 의한 지속적인 수익 창출이 가장 핵심적 요소일 수 밖에 없으며, 이를 위해 신약에 대한 대부분의 특허권을 가지고 있는 선진국에 의한 지적재산권 강화 노력이 나타나고 있다. 그리고 강화된 지적재산권의 기준을 이머징 마켓에 적용하려는 대표적인 움직임이 바로 FTA이다.

FTA에서 다루게 될 의약품 특허 강화 의제로 ①자료 독점권 (Data Exclusivity), ②식약청-특허청 연계, ③특허 기간 연장<sup>13</sup>, ④제너릭 의약품 개발 예외(Bolar Exception) 불인정 등의 4가지가 있었으며, 이 중 한국이 양보한 분야는 자료 독점권과 식약청-특허청 연계, 그리고 특허기간 연장이 있다.

이러한 일련의 변화는 오리지널 의약품의 특허권 존속기간을 실질적으로 연장시키는 효과가 있으며, 표면상의 특허법의 개정을 의미하지는 않지만 기존의 법을 보다 오리지널 의약품에 유리하게 적용한다는 점에서 실질적인 면에서의 변화가 있다고 보아야 할 것이다.

반면, 건강보험재정 악화를 막기 위한 정부의 지속적인 의가 절감노력을 감안할 때 이러한 변화를 오리지널 의약품에만 긍정적으로 해석하기에는 무리가 있다.

<sup>12</sup> 국내 특허법의 경우 출원일로부터 20년

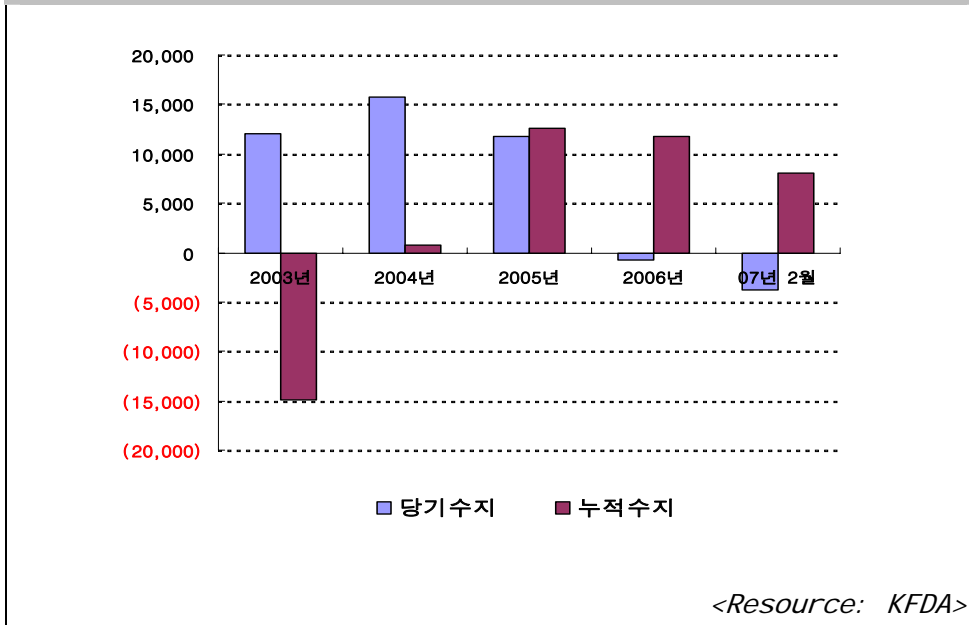
<sup>13</sup> **자료 독점권**:신약의 판매 허가를 얻기 위한 목적으로 이미 제출된 자료에 대한 불공정한 상업적 이용의 금지

**식약청-특허청 연계**: 특허기간 중 국내 업체가 제너릭(복제의약품) 약품에 대해 식약청에 허가신청을 한 뒤 미국 제약사가 특허침해 소송을 제기하면 허가절차가 자동적으로 정지되도록 하는 제도

**특허기간연장** : 국내 허가 절차로 인한 특허권자의 독점적 실시권이 제한되었다고 인정되는 경우, 예외적으로 특허권의 존속기간을 연장시켜주는 제도

-인구 고령화로 인한 건강보험 재정의 악화

Graph3. 건강보험재정



이러한 FTA 타격을 마냥 오리지널 의약품에만 좋게 해석 할 수 없는 점은 바로 건강보험재정의 변화에 있다. 앞서 밝혔듯이 약품 다소비 인구가 증가하고 있으며, 이로 인해 2005년 이후 건강보험재정은 당기 수지 적자 상태로 돌아서고 있다. 이에 정부는 건강 보험의 양 축인 급여제고와 약가제도를 이용해 오리지널/제너럴을 불문한 의약품 가격인하를 유도하려 하고 있다.

a. 약가제도: 오리지널 의약품의 가격억제

우리나라의 의료보험 약가제도에서는 기본적으로 의료기관이나 약국이 보험의약품을 취급하면서 유통마진을 얻는 것을 인정하지 않고 있다. 따라서 신고제에서 실거래가상환제도, 약가재평가제도로 변화를 거듭하고 있으며 약가의 인하<sup>14</sup>를 계속 추진해오고 있다. 특히, 약가재평가제도를 FTA에서 지켜냄으로써 오리지널 의약품 가격 상승을 앞으로도 제지할 수 있는 발판을 마련하였다.

<sup>14</sup> 실거래가상환제도의 변화 당시 평균 30.7%의 가격인하조치가 있었다.

Table 2. 약가제도 변화

신고제 (1982년) - 폐지	실거래가상환제도 (2000년) - 시행 중	약가재평가제도 (2002년) - 시행 중
제조업자가 제약협회를 경유하여 신고한 공장도출하가격(신고)에 도매마진율을 가산하여 보험약가를 고시	실거래가 제도는 시장에서의 거래 내역을 관찰하여 이를 토대로 약품비 상환액을 결정하는 것 매분기별 약제 실구입가격의 가중평균가격과 상한금액을 비교하여 정한다.	오리지널 제품의 약가 산정은 선진 7개국의 평균 가격과 유사 효능 제품의 가격을 비교하여 낮은 쪽을 채택

**b. 급여제도(포지티브 약가제도): 제네릭 의약품의 가격 억제**

2006년 5월 정부가 발표한 건강보험 재정 절감안인 ‘약제비 적정화 방안’으로, 포지티브 리스트 제도란 네거티브 제도와는 반대로 어떤 사항에 대하여 허가 혹은 허용하는 것들을 명시하는 방식이다. 포지티브리스트 제도하에서는 경제성 평가와 건강보험공단의 가격 협상을 통하여 의학적·경제적 가치가 우수한 의약품만을 선별하여 보험을 적용하고, 이를 토대로 복제약에 대해서도 약가를 결정하게 된다. 이로써 제네릭 의약품에 대해서도 가격 인하를 마련할 토대를 쌓은 셈이다.

**-대원제약에 미치는 영향**

제약 회사는 크게 두 가지로 나뉘볼 수 있는데, 제네릭 의약품에 집중하는 기업과 개량 신약 또는 신약에 집중하는 기업이 그것이다. 전자에 해당하는 기업은 판관비에 비해 R&D 비용 비중이 크며 대원제약이 속하는 후자의 경우는 그 반대이다.

BM 외적 요인들로 인해서 의약품 회사들에 미칠 영향은 다음과 같이 예측해 볼 수 있다. 첫째, 현재까지 제네릭 위주의 시장에서 개량 신약 또는 신약 위주의 시장으로 개편될 것이다. 이는 동일한 제네릭 약품의 난립으로 인한 부작용을 없애기 위한 정부의 포지티브 제도 도입 및 FTA 를 근거로 삼은 것이며, 제네릭 약품 비중이 낮은 대원제약에게는 긍정적으로 해석될 수 있다. 둘째, 반면 정부주도의 가격인하정책은 오히려 판관비를 증가시키는 요인으로 작용할 것<sup>15</sup>이며 판관비보다는 R&D 비용 비중이 큰 대원제약에게 역시 긍정적으로 해석될 수 있다. 그럼 보다 구체적으로 BM 부분을 들여다 보기로 하자.

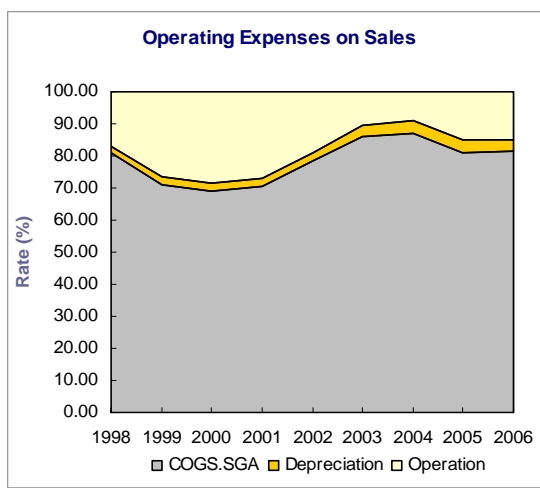
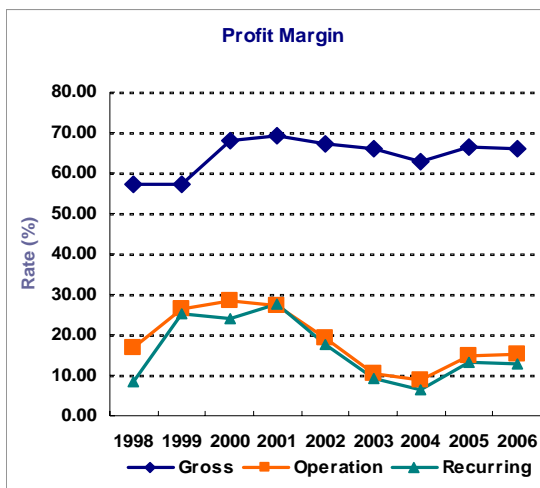
<sup>15</sup> 실제로 제약사들은 ‘보험등재를 위한 간접 비용의 증가 우려(23.5%)’를 포지티브 리스트 반대의 가장 큰 이유로 제시했다. 이어 ‘신약등재시 보험급여 및 가격 결정의 어려움

(3) 대원제약의 EPS가 나아질 것이라는 ‘조짐’-BM 내적 요소의 검토

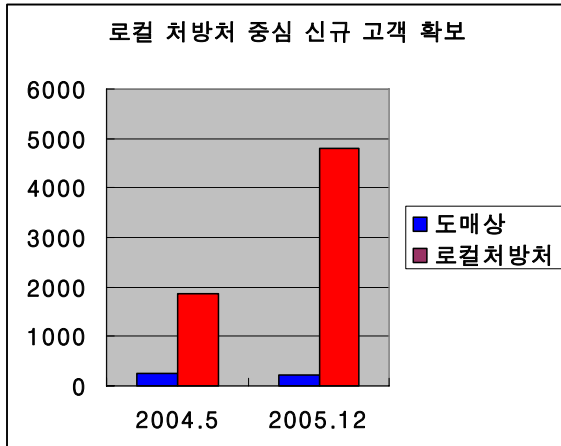
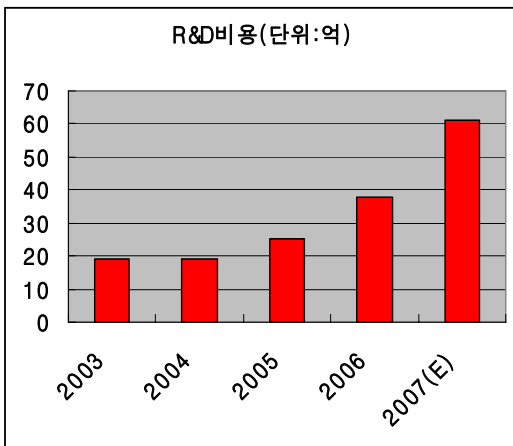
- 구조조정의 경험

대원제약은 2002년 408억원의 사상 최대 매출을 기록한 이후 주력 품목의 비급여 전환, 메디컬 산업의 부진 등으로 인해 2004년까지 매출의 정체를 보이며 침체기를 맞았다. 하지만 부진했던 메디컬 사업을 정리하고 인력 구조를 재편하는 동시에 로컬 처방처 중심의 신규 고객 확보 전략을 전개했고, 이 전략의 성공과 2004년 이후의 부실 반품 대규모 정리에 힘입어 2005년부터는 매출액과 영업이익률이 회복하는 모습을 보이고 있다.

Graph4. Profit Margin / Operating Expenses on Sales



Graph5. R&D 비용 / 매출처 변화



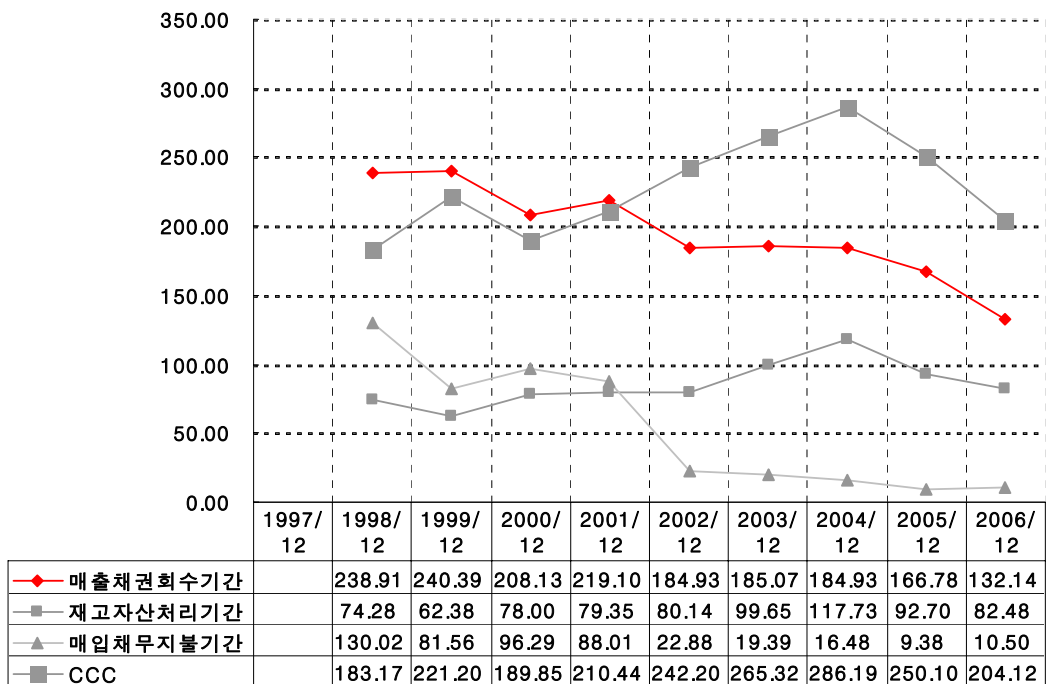
(20.6%)’, ‘제네릭 위주 생산업체의 경쟁력 약화(20.6%)’, ‘정부의 통제 강화(14.7%)’, ‘신규 약물의 환자 접근성 제한(14.7%)  
(이규식 연세대 보건행정학과 교수의 설문 결과, 06.11.27~12.15, 의사 347명과 약사 262명, 제약사 41개사를 대상)

2005년 대원제약이 턴어라운드에 성공할 수 있었던 원인은 R&D 투자를 지속적으로 유지하는 한편 대원제약의 단점이었던 영업에 역량 집중으로 파악된다. 이러한 노력은 지금도 꾸준히 이어지고 있으며, 신약 개발에 성공하는 등 가시적 결과물이 하나 둘씩 드러나고 있다. 그렇다면 대원제약의 미래는 턴어라운드의 기세를 몰아 뻗어나갈 것이라고 봐도 되지 않을까.

- 영업으로의 역량 집중

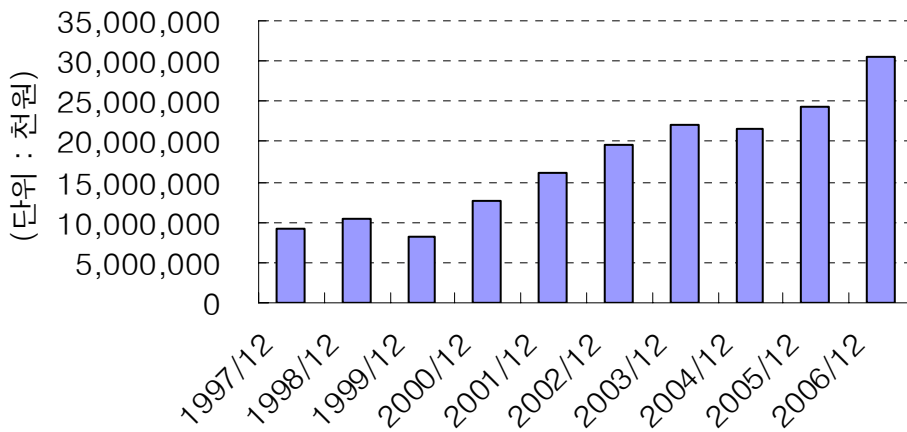
판매의 형태는 병원, 약국 거래처에 직접 제품을 납품하는 직접판매와 제약 도매상을 통하여 제품을 판매하는 간접판매로 구분할 수 있다. 병의원급은 현금 결제, 도매-종합 병원급은 어음결제로 기간은 3~6 개월을 주를 이루고 있다. 대원제약의 경우 전통적으로 병의원급에 강한 영업망을 가지고 있었으며, 이는 Cash Conversion Cycle 에서 확인될 수 있다.

Graph6. Cash Conversion Cycle 변화



매출채권 회수기간의 단축은 여타 기업에서는 고 PER의 요인이 될 수 있겠지만, 제약업의 특성상 이는 오히려 대원제약의 저 PER의 요인이 되어 왔다. 이는 확대되고 있는 전문의약품 분야<sup>16</sup>에서 종합병원의 비율이 커지고 있기 때문이다. 대원 제약은 이를 극복하기 위해 종합병원에 대한 영업망 확충을 위해 판관비를 늘리고 있으며, 한미/한올 출신의 영업본부장<sup>17</sup>을 영입하였다.

판매비와 관리비

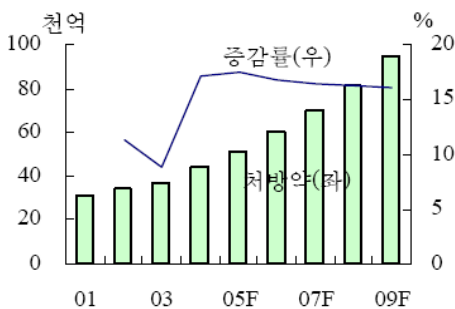


<Resource: 공시자료>

- 신제품 개발 현황

① 펠루비정

비스테로이드성 소염진통제 계열인 ‘펠루비정’은 골관절염을 앓고 있는 사람들에게 소염진통제로 사용될 수 있다. 펠루비정은 기존의 소염진통제에 비해서 항염이나 해열과



16

<Resource: MDM, 이수유비케어, 2006>

17 영업본부장 겸 전무이사에 양한섭씨 영입하였고, 신임 양전무는 한올제약 상무와 한미약품 이사를 역임했다.

같은 효능은 훨씬 뛰어나면서, 기존의 비스테로이드성 소염진통제의 가장 큰 부작용으로 여겨지는 소화기계 관련 부작용이 크게 감소된 것으로 입증되었다. 2003년부터 임상을 시작했다. 영동세브란스와 서울아산병원 등의 의료기관에서 2003년~2004년에 임상 2상을, 2004년~2005년에 걸쳐서 임상 3상을 완료했다. 약가 신청을 마친 후에 2007년 하반기쯤 출시될 예정이다.

#### ②아쿠아폴

정맥마취제로 개발중인 제품으로 프로로폴을 수용성으로 제제화 한 개량신약이다. 현재 임상 3상을 완료해서 시판이 가능하지만 환자의 안정성을 체크하기 위해서 부작용 모니터링을 진행 중에 있으며, 2007년 하반기에 국내 발매 및 해외 발매를 추진할 계획이다. 아쿠아폴 제품의 종합병원 판매 확대를 통해서 2010년 매출액 100억을 달성해, 국내 정맥마취제 시장점유율 50%를 목표로 잡고 있다.

#### ③사노렉스 정

2007년 4월 5일에 발매된 개량 신약이다. 마진돌이라는 원료를 사용해서 식욕을 억제하는 약물이다. 용도는 비만치료제인데, 원료인 마진돌은 미국 FDA의 승인을 받았을 정도로 안정성과 효능이 입증된 물질이다. 대원제약은 일본에서 판매되고 있는 마진돌제제인 '사노렉스'와 자사의 '사노렉스 정'을 비교임상한 결과에서 오리지널 제품과 비슷한 결과가 도출되었다고 밝혔다. 또한 대원제약의 '사노렉스'정은 국내 오리지널 제품으로 제형의 안정성이 높아 조성물과 관련된 특허가 출원된 상태이다. 대원제약의 매출목표액은 연간 40억원이다.

#### ④간염치료제

서울대학교 약대와 산학협동으로 개발하고 있는 신약. 천연 생약 치료제로 원료물질인 LQ를 개발해서 임상단계에 있다.

## 4. Valuation – PM법

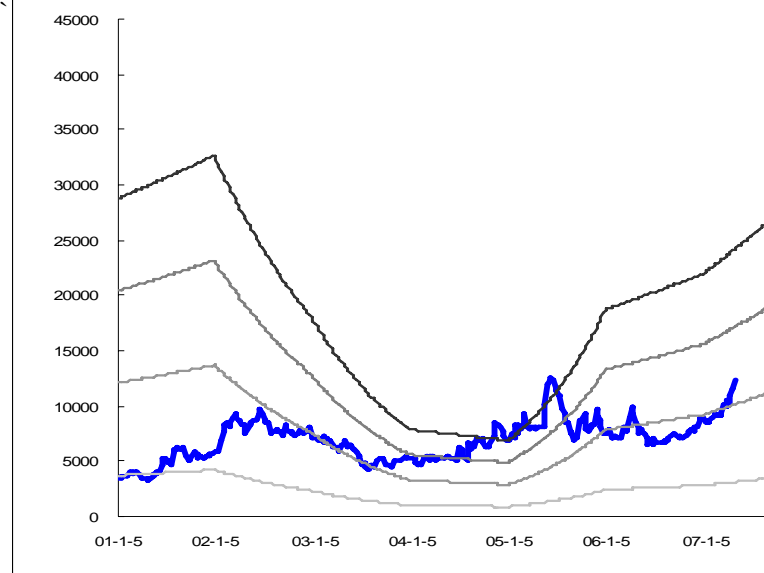
6년간 EPS CARG와 현재 PER를 기준으로 X-Y평면에 뿌리고, 회귀선상에서의 적정 PER를 구하면, Target Per는  $22(y = -51.612x + 20.562, eps = 946)$ 가 나오게 되며, 2006년 EPS를 기준으로 적정주가를 계산하면 20,812원이 나오게 된다.

EPS	EPS 성장률	0	1	2	3	4	5	6	7
946	10%	946	1041	1145	1259	1385	1524	1676	1843
	15%	946	1088	1251	1439	1655	1903	2188	2516
	20%	946	1135	1362	1635	1962	2354	2825	3390
	25%	946	1183	1478	1848	2310	2887	3609	4511
	30%	946	1230	1599	2078	2702	3512	4566	5936
	35%	946	1277	1724	2328	3142	4242	5727	7731
	40%	946	1324	1854	2596	3634	5088	7123	9972
수정									
EPS	10%	946	946	946	946	946	946	946	946
Ke =	15%	946	989	1034	1081	1130	1181	1235	1291
10%	20%	946	1032	1126	1228	1340	1462	1594	1739
	25%	946	1075	1222	1388	1577	1793	2037	2315
	30%	946	1118	1321	1562	1845	2181	2577	3046
	35%	946	1161	1425	1749	2146	2634	3232	3967
	40%	946	1204	1532	1950	2482	3159	4021	5117
수정									
PER	10%	22.00	22.00	22.00	22.00	22.00	22.00	22.00	22.00
	15%	22.00	21.04	20.13	19.25	18.42	17.62	16.85	16.12
	20%	22.00	20.17	18.49	16.95	15.53	14.24	13.05	11.96
	25%	22.00	19.36	17.04	14.99	13.19	11.61	10.22	8.99
	30%	22.00	18.62	15.75	13.33	11.28	9.54	8.07	6.83
	35%	22.00	17.93	14.61	11.90	9.70	7.90	6.44	5.25
	40%	22.00	17.29	13.58	10.67	8.38	6.59	5.18	4.07

위의 그래프는 EPS증가율에 따른 수정 PER을 표시한 것으로 EPS증가율이 15%일 경우 제약업 평균인 x16에 도달하기 위해서 7년간 성장을 유지해야 한다는 것을 의미한다. EPS 증가율이 20%~30% 대를 기록할 경우 2~3년 이내에 제약업 평균에 도달할 PER에 해당하므로 적절한 PER로 여겨진다. 한편 대원 제약의 EPS는 Turnaround 이후 3년간 42%(CAGR)을 기록한 바 있다.



Historical PER



PER BAND
X3.0
X9.7
X16.5
X23.2

이 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서이며 그 정확성과 완전성을 보증하지 않습니다. 서울대투자연구회에서는 본 보고서의 내용에 의거한 어떤 행위도 책임을 지지 않습니다.