



동화약품공업 (000020)

2008년 10월 17일

제약업

눈에 보이는 저평가 상태의 제약주

BUY

Valuation

Target Price: ₩33,250

Price: ₩23,500

Margin of Safety: 41%

MktCap.(100mn): 1,312

ROE: 12.60%

Op.Magin: 21.30%

PER: 6.11

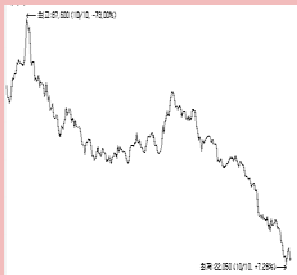
PBR: 0.82

Dividend Yield: 2.64%

Major Sh.Holder:

동화지애펜(주): 15.22%

주가추이



기업분석 2팀

김진호, 류제민, 정성우,
송민철, 유슬아

● 탁월한 Cash cow, 일반의약품

동화약품공업은 19세기에 국내 최초의 특허 신약이며 구급 위장약인 '활명수'를 개발하여 지금까지 판매하고 있다. 국내 최장수 상품인 까스활명수는 현재 소화제 시장에서 점유율 70%를 차지하고 있다. 당사의 매출에서 이 제품이 차지하는 비중은 23%정도이며 최근 가격을 100원 인상함으로써 시장의 선두주자다운 모습을 보여주며 수익성을 높였다. 이 밖에도 당사는 후시딘, 판콜 등의 일반의약품을 개발, 판매하고 있으며 꾸준한 시장점유율을 기록하고 있다.

● Cow에 날개를 달아간다, 전문의약품

당사는 70년대 초반, 전문의약품 및 신약 개발을 본격적으로 시작하기 위하여 중앙 연구소를 설립하였다. 이후 연구 개발을 장려하고 연구개발비를 지속적으로 지출하면서 다양한 제품을 개발하였다. 이런 연구 개발 성과에 최근 역량을 강화하고 있는 의사를 대상으로 한 영업력이 더해져서 당사의 전문의약품 매출부문은 성장궤도에 진입하였다고 판단된다. 전문의약품 부문은 향후 시장의 성장과 더불어 당사의 매출 성장세에 힘을 실어줄 것이다.

● 신약 개발은 콜 옵션

신약은 일단 제품화에 성공하게 되면 매출액이 폭발적으로 성장할 수 있기 때문에 각 제약사들은 신약 개발 연구에 많은 투자를 하고 있는 상황이고 당사 또한 골다공증 치료제를 중심으로 개발을 진행하여 기술수출 등을 통한 매출을 올리고 있다. 또한 일부 기술은 당사가 판권을 가지고 있는 상황이며 성공확률은 낮지만 제품화에 성공하게 되면 당사의 주가는 큰 폭으로 상승할 것이다.

● 주가는 현저한 저평가 상태

당사의 주가는 정부의 약가 인하 정책과 경기 침체 영향 등의 원인으로 연 고점 대비 1/4수준으로 하락했다. 하지만 당사의 2007년 실적이 양호하며 영업이익률 또한 높아진 상황이 향후 유지될 것으로 보이므로 현 주가는 타 종목 대비, 기업의 펀더멘털 대비 현저한 저평가 상태로 판단된다.

I. Introduction – 동화약품공업 & 제약산업

오랜 전통의 기업, 동화약품공업

동화약품공업은 111년 전통의 회사로 매출액 기준 업계 15위권이다.

동화약품공업은 1897년 설립된 우리나라 최고(最古)의 제조업 회사로 국내 최초의 신약 활명수와 함께 출범하였다. 당사는 111년 전통의 가스활명수를 비롯하여 후시딘, 판콜 에스 등의 유명 브랜드 약품을 소유한 회사로서 지난 2007 사업연도(79기, 3월말결산법인)에 1,751억의 매출을 기록, 제약업계에서 15위 정도의 점유율을 보여주고 있다.

매출구성은 일반의약품 51.7%, 전문의약품 48.3%로 이루어져 있다.

당사의 시가총액은 1,296억원이며, 유통률 및 특수관계인이 32.87%의 지분을 소유하고 있다. 당사의 매출은 소비자가 쉽게 약국에서 구입하는 일반의약품과 의사의 처방전에 따라 판매되는 전문의약품으로 구별되는데 지난 사업연도에는 51.7%와 48.3%의 비율로 매출이 이루어졌다.

새로운 변화가 감지되는 동화약품공업

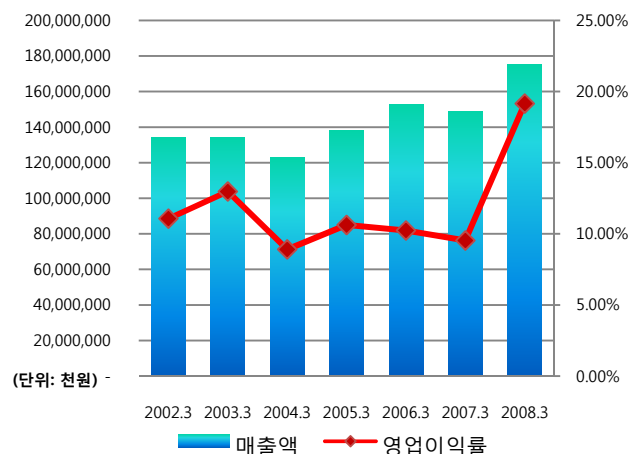
최근 매출액과 영업이익률이 크게 상승하는 등 긍정적인 변화가 시작되었다.

지난 79기(2007.4~2008.3)에 당사의 매출액은 전기대비 17.73% 성장하였다. 지난 10년간 1,300억원 부근에서 머무르던 매출액이 2005년을 기점으로 긍정적인 방향으로 변화하기 시작한 것이다. 또한 79기에 19.16%라는 영업이익률을 기록한 데 이어 2008년 1분기 당사의 영업이익률은 21.3%로 최근 1년 사이에 꾸준히 성장하는 모습을 보여주고 있다.

그림 1. 동화약품공업의 주요 제품



그림 2. 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 동화약품공업 홈페이지

자료: 동화약품공업, Research 2 Team

제약업은 대표적 경기방어 산업이자 꾸준한 성장산업

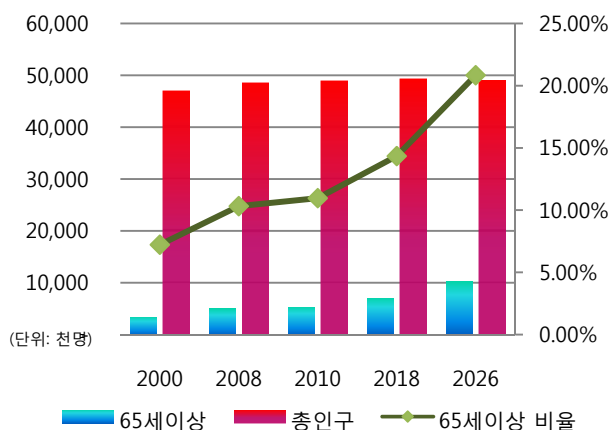
고령인구 비율이 증가하고 있으며, 만성질환의 발견 및 치료가 증가하고 있다.

제약업은 국민의 건강과 직결되는 산업이기 때문에 일반적으로 경기변동에 비탄력적인 산업이다. 그리고 인간의 평균수명이 연장되면서 점차 고령 인구의 비중이 커지고 있어 양호한 성장이 전망 가능한 산업이기도 하다. 통계청 발표에 따르면 2008 년 7 월 현재 총인구 중 65 세 이상 인구가 차지하는 비율은 10.3%로 10 년 전에 비해 3.7%p 증가하였다. 그리고 2018년에는 65 세 이상인구 비율이 14.3%로 본격적인 고령사회에 접어들게 된다고 예측하고 있다. 또한 생활수준의 향상과 건강에 대한 관심이 증가하면서 보편화된 건강검진으로 인해 당뇨병, 고혈압, 고지혈증 등의 만성질환 발견 및 치료가 증가하고 있다는 점도 의약품 소비 확대에 영향을 미칠 것으로 보인다. 일반적으로 만성질환은 오랜 기간 동안의 치료와 관리가 필요하기 때문이다.

제약업은 일반의약부문, 전문의약부문, 그리고 신약개발부문으로 나누어 살펴 볼 수 있다.

제약업은 크게 세 가지 부문으로 구별하여 접근할 수 있다. 일반의약부문, 전문의약부문, 그리고 신약개발부문이 바로 이 세 가지이다. 각각의 부문은 제약회사의 대부분이 영위하는 부문으로, 다만 회사의 특성에 따라 집중하는 분야는 차이를 보이고 있다. 또한 중요한 것은 각각의 부문이 서로 다른 산업적 특성을 가지고 있다는 점이다. 이에 본 리서치 2 팀은 이 세 부문을 순서대로 분석하면서 동화약품공업이 각 부문에서 어느 위치에 있으며 어떠한 경쟁력을 가지고 있는지, 그리고 왜 투자할만한지 알아보고자 한다.

그림 3. 고령 인구 증가 추이



자료: 통계청

그림 4. 만성질환 약제비 현황

구분	05년 청구금액(억원)	점유율(%)	01~05 약제비 증가율(%)
혈압강하제	6,427	9.1	165.6
기타의 순환계용약	4,871	6.9	123.1
동맥경화용제	2,846	4	380.1
당뇨병용제	2,735	3.9	166.9
계	16,879	23.9	171.3

자료: 국민건강보험공단, KISLINE



II. 확실한 Cash cow! - 일반의약품 부문

1. 산업분석: 일반의약품 시장 규모 줄어들지 않았다.

의약분업 시행 후 일반의약품의 비중이 줄어들고 있지만, 규모는 줄지 않았다.

일반의약품은 의사의 처방이 필요 없이 환자 자신의 판단만으로도 구매할 수 있는 의약품을 말한다. 현재 우리 나라에서는 약국에서만 구매가 가능하며, 보통 OTC(Over-the-Counter Drug) 의약품이라고도 한다. 일반의약품의 비중은 1990년에는 전체 의약 시장의 59%, 2000년에는 40%에 이르렀지만 그 후 비중이 줄어들며 현재는 23%를 차지하고 있다. 비중 감소의 직접적인 원인은 2000년에 시행한 의약분업 때문이라고 할 수 있다. 제약회사들도 일반의약품 개발, 마케팅 전략보다는 전문의약품 개발에 주력하기 시작하였다. 하지만 전문의약품의 시장 규모가 더 빠른 속도로 커지고 있기 때문에 일반의약품의 비중이 줄어드는 것일 뿐이지, 일반의약품 시장의 규모도 더디지만 커지고 있다는 점에 주목해야 한다.

일반의약품의 매출은 Q의 증가, 인구증가와 거의 비례한다.

매출액을 결정하는 가격과 수량에 초점을 맞춰 앞으로의 일반의약품 시장의 규모를 예상해보자. 가격은 물가상승률, 수량은 인구증가와 연관 지어 생각할 수 있다. 우선 일반의약품은 손쉽게 구해 간단한 치료 목적으로 쓰인다. 따라서 인구증가만 계속된다면 판매수량도 함께 증가할 것이다. 현재 우리나라의 인구증가율은 2.4%이므로 앞으로의 판매 수량의 증가율도 약 2.4%로 예상할 수 있다. 그리고 물가상승률은 제품 가격에 영향을 미친다. 물가상승이 몇 년 단위로 이루어지기 때문에, 시간은 다소 걸리겠지만 충분히 매출액의 상승을 이끌 여력이 있다.

일반의약품 슈퍼판매 허용 추진 등 일반의약품 시장의 확대 방안이 등장하고 있다.

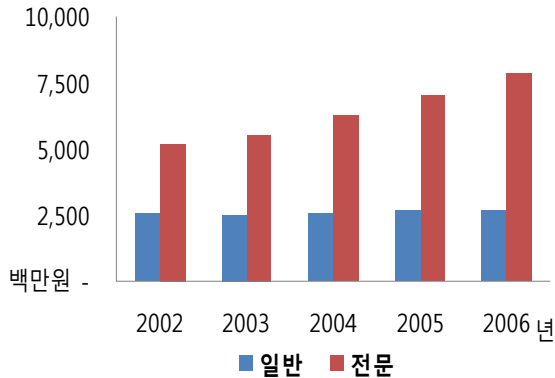
또한 최근 기사(2008년 10월 14일자)에 따르면 현재 일반의약품의 보건복지부와 약사협회의 반대로 늦어지고 있지만 슈퍼판매 허용은 기정사실화 되고 있으며, 허용 가능성이 높게 점쳐지고 있다고 한다. 최근 전문의약품 시장은 포화상태로 일반의약품의 슈퍼 판매로 일반의약품 시장을 다시 확장해야 한다는 의견이 제기되어왔다. 그리고 슈퍼판매는 늦은 시각에는 구매가 어려워 느꼈던 불편함을 해소할 것이고, 제약업계는 매출처의 다양화로 영업 이익이 상승할 것으로 보인다. 더불어 일반의약품 시장확대에도 영향을 미칠 것으로 보인다. 결국 일반의약품의 시장 규모는 앞으로 눈에 띄는 상승을 할 것이라는 예상은 하기 힘들더라도 소폭 상승을 이어가며 규모의 감소는 없을 것으로 판단된다.

일반의약품은 전문의약품에 비해 마케팅의 역할이 중요하다.

일반의약품은 소비자의 직접선택이 가능하다. 그만큼 제품의 지명도가 매출에 큰 영향을 끼치기 때문에 일반의약품의 매출에는 마케팅의 역할이 가장 중요하다. 그러므로 기업이 얼마나 일반의약품에 주력하느냐에 따라 매출액 대비 광고선전비용이 달라질 수 있다. 2007년 기준 매출 대비 광고선전비 비율은 동국제약(24%, 대표브랜드: 복합마데카솔, 인사돌, 오라메디 등)과 GSK(12%, 대표브랜드: 파로돈탁스 등)를 제외한 대부분 기업들은 5-10%였다.

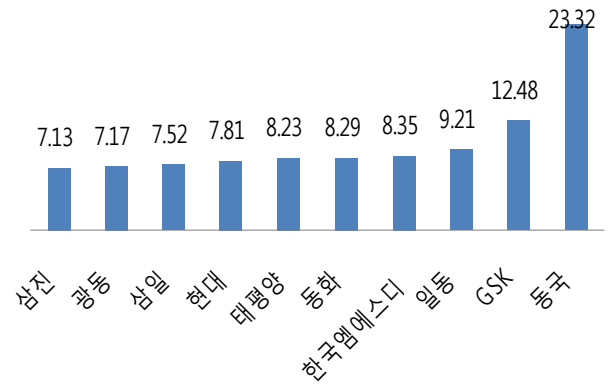


그림 5. 일반의약품과 전문의약품 시장 규모



자료: 동화약품 사업보고서

그림 6. 기업별 매출액 대비 광고선전비



자료: KISLINE

2. 기업분석: 매력적인 투자처, 동화약품

주력 3제품. Cash cow의 역할 톡톡

당사의 매출 구성을 살펴보면, 일반의약품이 51.7%, 전문의약품이 48.3%로 균형을 이루고 있다. 일반의약품 중 가스활명수가 2007년 전체 매출액(1752억) 중 22.31%(391억)로 가장 높은 비율을 차지하고 있고, 후시딘이 9.91%(173억), 판콜이 4.79%(83억)를 차지하고 있다. 일반의약품의 경우 매출이 꾸준할 뿐만 아니라 당사의 경우 주력하고 있는 3개의 제품 모두 질환 별 시장점유율 1위를 차지하고 있어 당사의 Cash cow 역할을 톡톡히 해내고 있다. 특히 일반의약품에서 가장 많이 판매되고 있는 가스활명수의 경우 가격인상에도 영향을 받지 않고 매출이 계속 증가하였다. 꾸준한 현금 수입의 원천인 일반의약품은 당사의 재정적 버팀목이다.

시장점유율 1위, 막강한 브랜드 파워

동화약품공업은 1897년에 설립된 국내 최고(最古) 제약회사로서 올해 창립 111주년을 맞았다. 당사의 역사가 오래된 만큼 브랜드 파워는 막강하다. 먼저 국내 최장수 브랜드인 가스활명수는 소화제의 판매 점유율 1위를 놓친 적이 없으며, 2008년 현재 시장 점유율 70%(2위: 가스명수, 15%)에 이르렀다. 후시딘도 65%(2위: 복합마데카솔, 29%)를 점유하며 1위를 지켜오고 있고, 판콜은 35% 점유율을 확보하며 2007년까지 1위를 고수해오던 판피린을 제치고 감기약 시장 점유율 1위로 올라섰다.

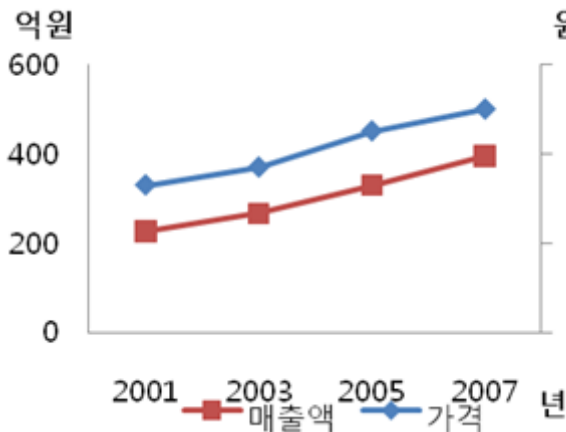
당사의 대표 일반의약품이 이루어낸 우수한 실적을 인정받으며 세 제품 모두 한국경제신문과 한국소비자포럼이 공동 주최하는 2008 퍼스트브랜드대상을 수상했다. 가스활명수는 올해로 5년 연속 수상하였으며, 후시딘, 판콜에스도 3년 연속 수상했다. 특히 이번 대상 수상은 소비자의 직접 참여에 의해 선정되었다는 점에서 당사 제품의 브랜드가치를 소비자에게도 인정받았음을 확인할 수 있다.



가격인상에 따라 매출액도 증가

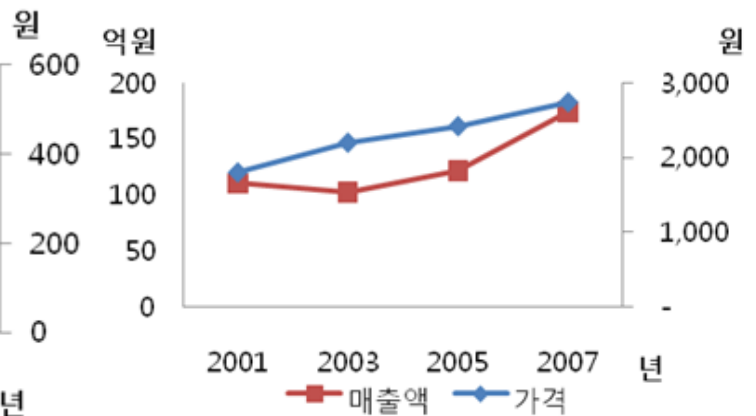
당사의 주력 세 제품은 가격을 인상해왔음에도 불구하고 판매량은 감소하지 않았다. 이에 따라 가스활명수는 가격이 상승하는 만큼 매출액도 같이 늘었고, 후시딘은 2003-2005년 가격 상승에 비해 매출액이 더딘 상승을 보였으나 2007년 가격 인상률보다 높은 매출액증가율을 보였다. 2007년 3월 대비 2008년 3월 일반의약품 매출액은 10.8% 증가하였는데, 증가의 원인은 후시딘 가격의 상승으로 보고 있다. 가격은 오르고, 판매수량에는 큰 변화가 없어 가격인상으로 매출액 증가의 결과를 얻게 되었다. 제품의 인지도가 높고 특별한 경쟁상대가 없는 일반의약품 시장에서 가격인상은 큰 폭이 아닌 이상 소비자들의 구매의사에는 영향을 주지 않고 있다고 볼 수 있다.

그림 7. 가스활명수의 가격과 매출액



자료: Research 2 Team

그림 8. 후시딘의 가격과 매출액



자료: Research 2 Team

광고선전비가 매출액에서 차지하는 비중이 작다.

일반의약품의 경우 광고선전비가 매출액의 일정 부분 차지하고 있다. 2007년 당사의 매출 대비 광고선전비는 8.29%이다. 경쟁 업체와 비교해보면, 가스활명수의 경쟁 제품 가스명수액을 판매하는 삼성제약공업의 매출 대비 광고선전비는 5.36%이다. 판콜의 경쟁 제품 판피린을 판매하는 동아제약의 매출 대비 광고선전비는 5.71%이며, 후시딘의 경쟁 제품 복합마데카솔을 판매하는 동국제약의 매출 대비 광고선전비는 23.32%이다. 동국제약은 매출액이 작아 매출액 대비 광고선전비가 유독 높게 나타났는데, 광고선전비만을 비교해 보았을 때, 당사보다 90억 이상을 더 지출하고 있는 것으로 나타났다. 가스명수액의 점유율은 20% 이하이며, 마데카솔의 점유율은 30% 이하로 당사의 제품의 시장점유율의 절반도 못 미치고 있다는 점을 고려하면 당사의 매출액 대비 광고선전비가 높다고 할 수 없다. 광고선전비 추이 그래프와 매출액 추이 그래프의 개형이 유사한데, 이는 광고선전비가 효율적으로 쓰이고 있음을 의미한다.



광고선전비의 부담이 없고, 매출원가율은 경쟁기업보다 낮다.

리서치 2팀 조사 결과 분기 매출액 400억을 달성하게 되면 영업이익률이 15%가 될 것으로 나타났다. 당사는 높은 인지도와 막강한 브랜드파워가 있기에 더 이상 광고선전비를 증가시킬 필요가 없고, 매출원가율은 제약회사의 평균 매출원가율보다 낮은 30%이며, 매출원가는 변함없이 제품가격만 상승시키고 있어 15% 영업이익률 달성에 기여할 수 있는 부분이 있다.

지속된 개발로 앞으로 주력 3제품의 점유율은 굳건할 것이다.

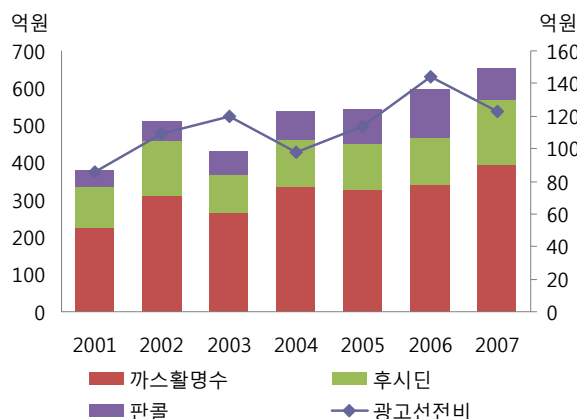
일반의약품 전체의 매출액은 수 년간 550~650억을 유지해오고 있고, 각 제품별 매출 추이를 살펴보면, 가스활명수, 후시딘의 경우 10년 간 꾸준히 상승해 왔다. 판콜은 2005년 당사의 3대 의약품 대열에 합류하였고, 2007년 1분기 대비 2008년 1분기에 240% 증가율을 보이며 점유율 1위로 올라섰다. 당사는 전문의약품과 신약 개발뿐 아니라 일반의약품 개발에도 소홀히 하지 않고 있다. 우선 기존 제품을 부작용은 줄이면서 효과는 높일 수 있는 방향으로 업그레이드 하고 있다. 이외에도 현재 다양한 제품들이 출시를 준비 중이며, 최근에는 이 니코틴엘은 시장점유율 3위가 되었고, 세탁스P, 헬민은 매출액이 전년 대비 220%, 240%씩 증가하였다. 지금과 같은 성장 속도라면 대표브랜드로 자리매김할 가능성이 보이고, 기존 세 제품도 지속적 개발로 지금의 시장점유율 1위를 굳건히 지킬 것으로 보인다.

지명도 높은 주력 제품을 가진 유사 기업에 비해 PER가 낮다.

일반의약품이 Cash cow의 역할을 충실히 해내고 있고 재무적으로 안정하다는 점만 보더라도 동화약품은 충분한 투자 가치가 있다고 할 수 있다. 보통 확실한 매출처를 확보한 유명브랜드의 경우 높은 PER를 나타내지만, 현재 당사는 저평가 받고 있다. 삼진제약은 당사와 매출액 수준이 비슷하고, 가스활명수처럼 '게보린'이라는 지명도 높은 일반의약품으로 매출액의 33%의 판매액을 기록하고 있다. 당사와 유사한 삼진제약의 PER는 현재 17.25이고, 당사의 PER는 6.11이다. 따라서 기업가치는 높지만 현재 저평가 받고 있는 당사는 매력적인 투자처이다.

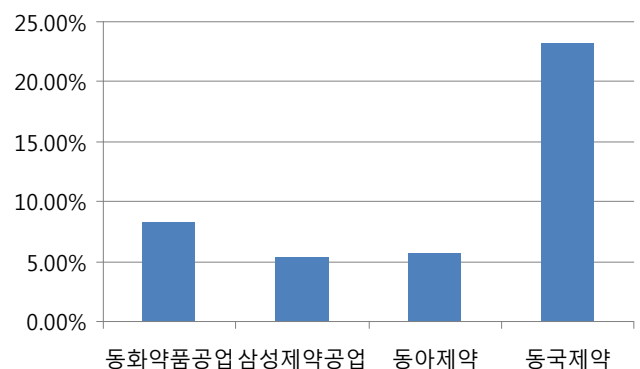
당사의 꾸준한 cash cow, 가격상승에 따른 매출액 증가, 확고한 인지도와 슈퍼 판매 허용이 가져다 줄 매출처 다양화를 통해 앞으로의 매출액, 영업 이익률이 소폭 상승 할 수 있는 여력이 확인되었다.

그림 9. 주력 3제품의 매출과 광고선전비



자료: Research 2 Team

그림 10. 경쟁사의 매출액 대비 광고선전비



자료: Research 2 Team



Ⅲ. “외형보다는 내실을” - 전문의약품 부문

1. 산업분석: 전문의약품 시장은 제약사 간의 양극화를 촉진한다.

제네릭 의약품을 중심으로 전문의약품 시장은 성장하고 있다.

전문의약품 (ETC: Ethical-the-Counter drug) 은 의사의 감독하에 사용되어야 하는 의약품으로 그러지 않았을 경우 의료상 장애를 일으킬 수 있는 적응증을 가진 의약품을 말한다. 제약업계는 2006 년에 의약품 수요증가로 인한 보험재정적자에 대한 우려로 약제비 억제정책이 추진되었음에도, 전문의약품을 중심으로 한 수요가 확대되었다. 특히 제약업계는 2002 년 이후 제네릭 (제네릭: 특허가 만료된 의약품의 복제 약품) 의약품을 중심으로 시장성장을 보였다. 이는 오리지널 의약품의 특허만료로 인한 제네릭 의약품 제조가 용이해졌고, 생활수준의 향상과 인구의 고령화에 따라 비만, 고지혈증, 당뇨병 등 만성질환에 대한 유병률과 인지율 및 치료율이 높아지고 있기 때문이다. 2008 년에도 대형 의약품의 특허만료가 잇따르고 있으며 정부의 저가약 사용 정책에 따른 제네릭 의약품 사용 유도도 국내 제네릭 의약품 기업들의 실적 개선이 두드러질 전망이다. 실제 대표적 비만치료제인 시부트라민제제 (리덕틸) 시장의 경우 2005 년과 2006 년 각각 230 억 원대였으나, 제네릭이 출시된 2007 년에는 무려 370 억 원대로 급성장했다.

수익성이 높은 제네릭 의약품 시장의 경쟁력은 시장을 선점하는 능력에 있다.

제네릭 의약품은 로열티를 지급할 필요가 없고, 연구, 개발에 드는 비용이 상대적으로 적어 수익성이 높다. 반면, 영업비용이 많이 들며 제약사간 출혈 경쟁이 벌어질 가능성이 크다. 특히 한국안센의 통증치료제 ‘울트라셋’의 제네릭은 무려 104 개 품목이 경쟁적으로 출시돼 2008 년 하반기 제약사간 영업전쟁을 예고했다. 이 외에도 연간 1000 억 원 규모의 시장을 가진 고지혈증 치료제 리피토(Lipitor)와 2006 년 의약품 판매 1 위를 기록한 사노피-아벤티스의 플라빅스 등에서 시장선점을 위한 업계의 경쟁이 치열하게 이루어지고 있다. 제네릭 의약품의 경쟁력은 남들보다 빨리 가능성 있는 제품을 선별, 개발한 후 강한 영업력으로 시장을 선점할 수 있는 능력에 있다. 그러므로 오리지널 의약품, 일반의약품 등의 비중이 높은 기업보다는 정책적으로 제네릭 의약품에 집중하는 회사가 유리할 것으로 분석된다.

건강보험 약제비 적정화 방안은 장기적으로 기업의 기술 개발 경쟁력을 높힐 것이다.

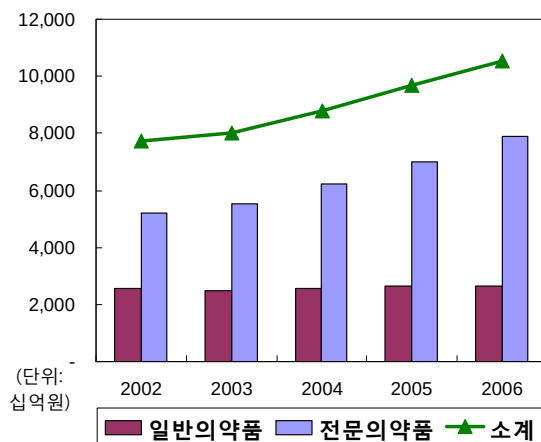
보건복지부는 2006 년 5 월 3 일 2005 년 현재 29.2%인 국민건강보험의 의약품비 지출 규모를 2010 년까지 24% 이하로 감소시키고자 「건강보험 약제비 적정화 방안」을 발표하였다. 이 방안의 핵심 내용은 의약품 등재제도를 급여제외목록(Negative List)에서 의약품 선별급여목록(Positive List)으로 전환하며, 국민건강보험공단과 제약회사가 등재된 약품의 가격을 협상하는 절차를 도입하는 것이다. 이는 치료적, 경제적 가치가 우수한 의약품만을 선별적으로 등재하여 국민건강보험의 재정적 부담을 완화하고, 의약품 유통과정을 투명하게 하며, 의약품의 적절한 사용

을 유도하려는 데 그 목적이 있다. 제네릭 의약품의 선별급여목록 방식에서의 가격 책정 구조를 살펴보면, 급여대상 의약품 목록에 5 번째까지 등재된 의약품은 최고가의 68%이하로 책정되며, 세컨드제네릭, 써드제네릭 순으로 그 가격은 더욱 낮아진다. 이는 장기적으로, 무분별한 복제약품 출시를 막아 각 기업들 간의 기술 개발 경쟁력을 높이는 순기능을 할 것으로 전망된다. 즉, 기술개발력이 없는 사업자의 도태를 의미하는 것이다.

GMP 실시는 제약회사 간의 양극화 현상을 심화시킬 것이다.

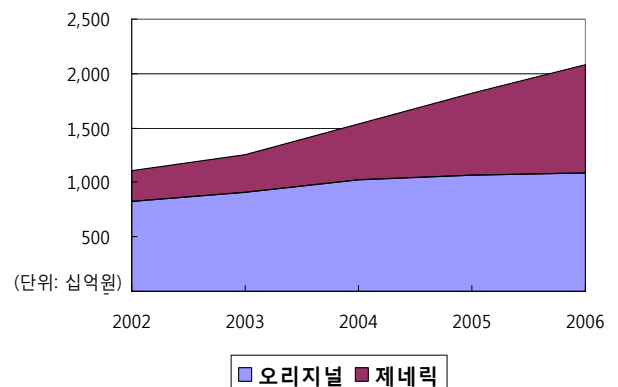
약제비 적정화 방안에 의해 촉발된 제약업계의 구조조정은, 품목별 GMP (Good Manufacturing Practice, 우수약품제조기준) 실시로 가속화될 전망이다. 품목별 GMP는 수백억 원에서 수천억 원에 이르는 설비투자를 요구한다. 따라서, 풍부한 자금력과 높은 수준의 품질관리 능력을 갖추지 못한 제약사는 수익성 높은 사업을 영위할 가능성이 더욱 낮아진다. 반면, 충분한 투자로 GMP 업그레이드에 성공한 회사는 위탁제조 사업을 통한 수익도 강화될 것으로 보인다.

그림 11. 전문의약품의 매출 비중 추이



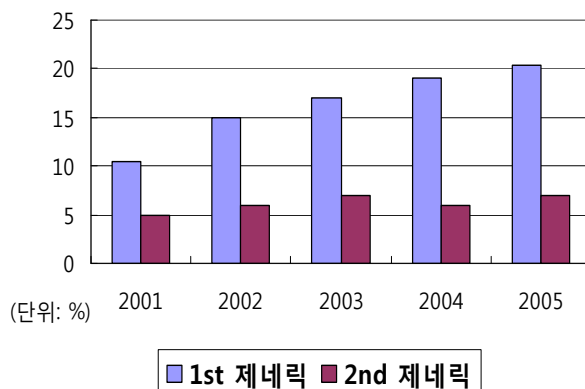
자료: 한국제약협회

그림 12. 국내 50대 의약품 오리지널, 제네릭 변동 현황



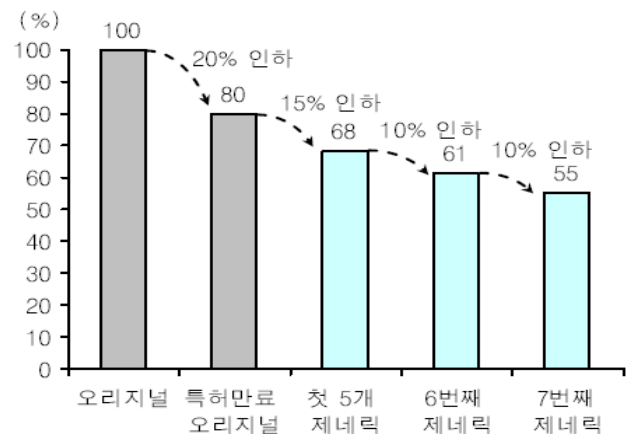
자료: 메디&팜스 투데이

그림 13. 1st 제네릭과 2nd 제네릭의 시장점유율



자료: 중앙대 의약식품대학원 제11회 석사 논문

그림 14. 제네릭 가격 책정 방법



자료: 국민건강보험공단



2. 기업분석: 압도적이지는 않지만, 내실 있는 기업. 동화약품

75종의 전문의약품 제조

당사는 항암제 밀리칸, 소염진통제 록소닌, 고지혈증 완화제 심바틴을 비롯하여 75종의 전문의약품을 제조하고 있다. 100년이 넘는 전통을 가지고 일반의약품에 강점을 지닌 당사는 1973년 중앙 연구소를 설립하고 신제품 개발에 박차를 가한 뒤 전문의약품 시장에 진출하여 다양한 약품을 생산하고 있다.

전문의약품의 매출액 비중 상승중

당사의 전문의약품 매출액 비중은 48.3% 이다. 그 중 대표적인 제품은 록소닌, 락테올, 심바틴이며 이들 제품으로 최근 연간 179억의 매출을 올렸다. 이는 전기 대비 13.5%가 증가한 수치로서 이를 바탕으로 당사의 전문의약품 부문의 성장세를 확인할 수 있다. 이러한 전문의약품 매출의 증가는 영업이익과 영업이익률 상승으로 이어져 당사의 실적에 큰 기여를 하고 있다.

성장세의 배경은 다양한 generic약품 개발과 영업력

이와 같은 당사의 매출 실적은 다양한 제네릭 제품을 개발한 뒤 강화된 영업력을 바탕으로 한 판매전략을 바탕으로 이루어진 것이다. 당사는 2년 전 사업연도인 2005년에 37개, 2006년에 34개, 이번 사업연도에만 34개의 신제품을 개발하면서 타 제약사와 비교해 뒤쳐지지 않는 연구 실적을 내었다. 매출액 대비 연구개발비 비중 또한 2007년에 5.2%를 기록하여 매출액이 비슷한 보령제약의 3.5%나 부광약품의 3.9% 비해 높은 수치를 기록하였다. 당사는 연구개발비를 판관비와 제조경비로 비용처리하고 있다.

이런 연구활동을 바탕으로 당사는 특허가 만료된 약품을 개선하여 제품을 만들어 내는 방식으로 제네릭 약품을 생산하여 전문의약품 부문을 강화하고 있다. 당사가 생산하는 대표적인 3개의 전문의약품 매출 추이를 보면 이 점이 확인된다.

또한 당사는 수 년 전부터 판매촉진비와 접대비 등을 늘려나가면서 영업력을 강화하려는 노력을 보이고 있었다. 또한 최근 영업사원을 꾸준히 늘려와 현재 290명의 영업사원이 영업활동을 하고 있다. 이에 따른 결과로 의사를 대상으로 하는 전문의약품 분야에서 서서히 강점을 찾아가는 모습을 보이고 있고, 이 점이 전문의약품 매출액의 상승으로 이어졌다고 판단된다.

당사의 전문의약품은 향후 매출액 성장의 힘

위에서 설명하였듯이 제약 업계에서 제네릭 약품을 필두로 한 전문의약품 분야는 꾸준한 연구 개발을 바탕으로 전체 의약 시장에서 비중이 늘어나고 있다. 당사 또한 이와 같은 추세에 맞추어 연구 개발 능력을 키우고 영업력을 확충하는 데에 노력을 기울이고 있으며 이와 같은 노력은 전문의약품 부문의 매출액 상승과 당사의 수익성 개선을 이끌 것이다.

당사는 2008년 임원 인사에서 당사에 입사 후 기획, 인사, 총무, 구매, 무역, 특판 업무 등을 두루 경험한 조창수 부사장을 사장으로 승진시키고 경희대학교 대학원 의학 박사인 윤도준 사장을 회장으로 승진시키면서, 전문경영인 체제로 변화를 꾀하고 경영방침을 영업능력 더욱 강화하는 방향으로 초점을 맞추었다. 이는 당사



가 성장하고 있고 향후 성장할 것이 분명한 전문 의약품 부문의 역량을 키워나갈 것이라는 인사 배치라고 판단된다.

비록 동아제약, 한독약품, 대웅제약 3사를 비롯한 전통적으로 전문의약품에 강점을 지니는 업체들에는 아직 미치지 못하지만 삼진, 대웅 등 8개사로부터 수탁 생산을 하며 마진율이 높은 클로피정과, 2008년 상반기에만 42억의 매출을 기록한 록소닌정을 비롯한 당사의 전문의약품 부문은 일반의약품의 전통적 강자인 당사의 매출액 성장에 힘을 실어줄 것이다.

높은 수준의 GMP투자로 앞으로의 성장성을 예고하고 있다.

또한, 높은 수준의 GMP 투자비용으로 제약업계의 양극화에 대비하고, 미래의 성장을 다지는 부분도 고무적이다. 당사는 1,300 억 원에 이르는 비용을 GMP 투자에 썼는데, 이는 녹십자의 투자비용인 2,100억 원에는 미치지 못한다. 하지만 매출액 대비 투자비율은 상위 5개사를 상회한다. 외형적 덩치는 상위 5개사와 비교할 순 없지만, 수익성이 보이는 사업 부문에 빠르게 대비하는 경영전략은 동화약품의 성장성을 보여주고 있다.

그림 15. 주요 전문의약품의 매출액 추이

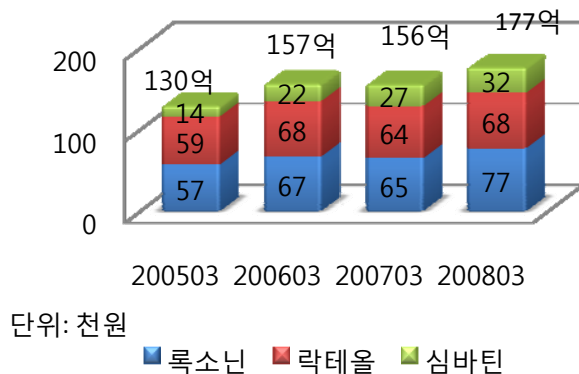
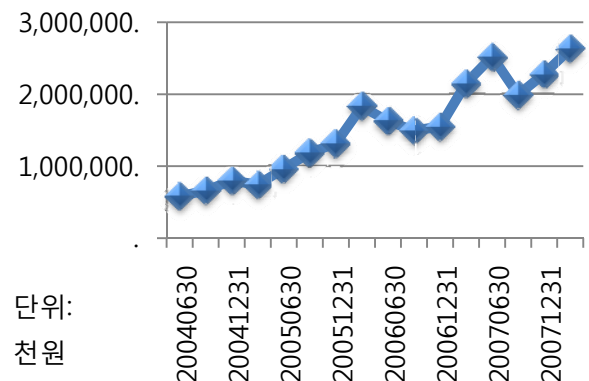


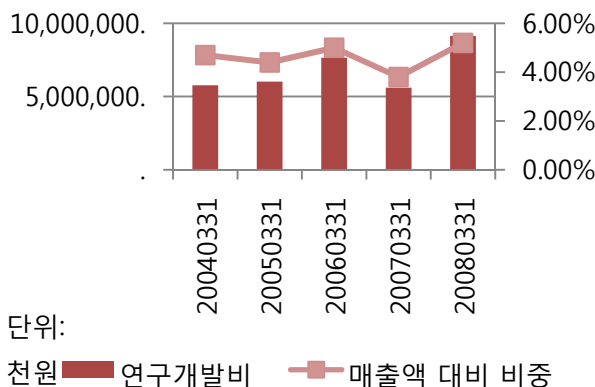
그림 16. 분기별 판매촉진비 추이



자료: Research 2 Team

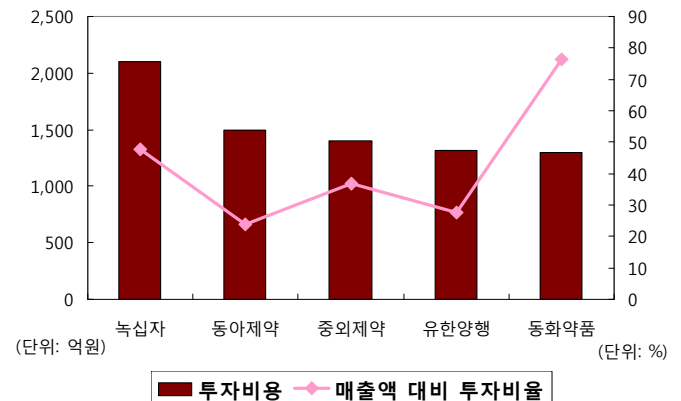
자료: Research 2 Team

그림 17. 연도별 연구개발비 추이



자료: 제약협회, Research 2 Team

그림 18. 주요제약사의 GMP투자비용 현황



자료: 제약협회, Research 2 Team

리베이트로 인한 가
매출 발생 가능성은
존재하나 심각한 상황
은 아니라고 판단된다.

당사는 최근 사업년도에 매출액과 당기 순이익이 큰 폭으로 증가했다. 그런데 제약산업에서는 리베이트를 통한 밀어내기 매출 등으로 실제 매출이 발생하지 않았는데도 매출채권을 증가시켜 이익을 부풀리는 행위가 발생한다. 따라서 당사의 증가된 이익에서도 이런 음성적인 매출 부분이 없는지 살펴보는 것이 의미가 있을 것이다.

본 리서치팀에서는 각 사업년도와 전 분기의 당기순이익과 영업활동으로 인한 현금흐름을 조사하여 현금이 발생하지 않은 음성적인 매출 발생의 가능성이 있었는지 알아보았다. 조사 결과, 직전 사업년도에 전년도에 비하여 매출채권의 감소로 인한 현금유입이 감소한 것으로 나타났다. 하지만 매출채권은 전년도에 비해 줄어 들었다. 따라서 음성적 판매 후 매출채권의 증가는 크게 나타나지 않은 것으로 보인다. 다만 당해 1사분기에 매출채권이 감소하지 않고 영업활동 현금흐름이 마이너스를 기록한 것은 리스크 요인으로서 고려해야 할 것으로 보인다.

또한, 재고자산의 증가로 인한 영업활동 현금흐름의 감소는 일반의약품 가격 상승에 따른 사재기성 수요 등을 반영하여 생산을 많이 한 것으로 보이며 이는 공장 가동률을 보면 자세히 알 수 있다. 이는 향후 지속적인 수요에 따라 판매되면서 현금흐름을 만들어 낼 것으로 판단된다

그림 19. 매출채권 추이

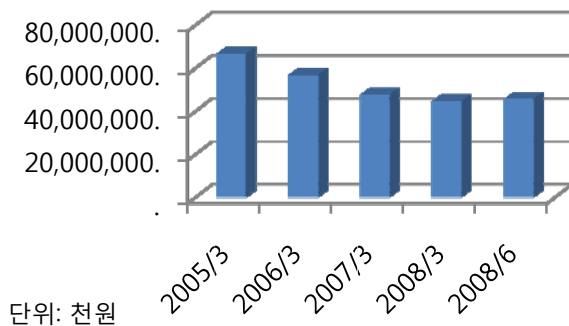
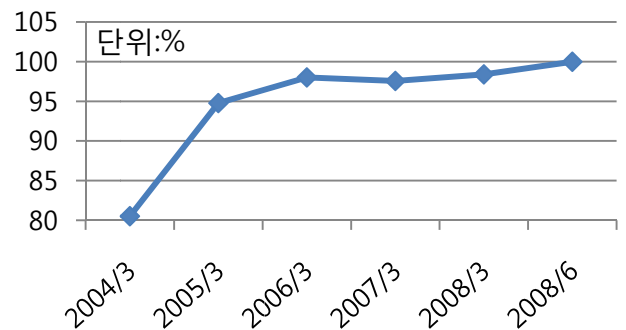
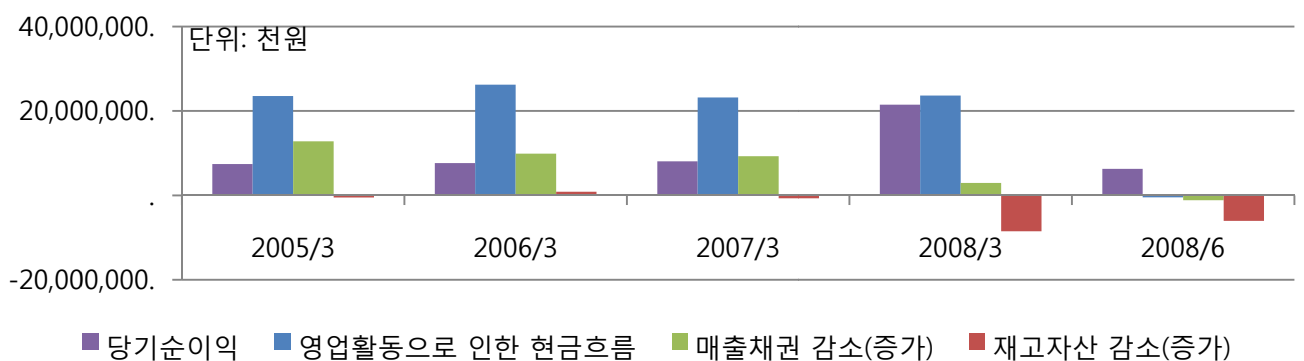


그림 20. 가동률 추이



자료: Research 2team

그림 21. 당사의 당기순이익 및 영업활동 현금흐름



자료: Research 2team



3. 이슈: FTA 협상은 위기이자, 곧 기회이다.

한미FTA로 인한 시장의 위축이 예상되나 결국 개발력이 있는 회사에게는 유리할 것이다.

2007년 4월 타결된 한미 FTA 협상은 기술개발 수준이 미약한 국내 제약산업에 있어 위협요인이 될 것으로 보인다. 이는 오리지널 의약품 특허권 강화와 의약품 품질 강화 요구 등의 내용이 포함되어 있어 제네릭 의약품의 개발에 비용증가가 우려된다. 특히 기한의 연장으로 국내 제약사들이 제네릭을 출시할 수 있는 시기가 현행 시스템에 비해 6개월에서 2년 정도 연장될 것이며, 이에 따른 제약업체의 손실액은 1,000억 원, 전체 매출 규모의 1%에 이를 것으로 업계는 보고 있다. 또 한미 FTA와 관련 미국 측의 약가보장과 지적재산권 강화 요구가 수용되면 단기적으로 제네릭 의약품의 출시 지연과 개발비용 증가로 시장의 위축이 예상되지만, 장기적으로는 제품개발력 및 품질관리 능력을 확보한 제약사 중심의 시장전환이 이루어질 것이다.

새로 건립되는 충주공장에서 FTA협약에 맞춘, 국제 수준의 인프라 구축이 기대된다.

당사는 2007년 11월 충북 충주시 용탄동 충주산업단지에서 cGMP(미국 우수 의약품 품질관리기준) 신공장 기공식을 가졌다. 이는 FTA 협정에 따른 cGMP 기준 충족과, 생산성 향상의 두 가지 목적을 이루기 위한 초석이다. 2009년 완공 예정인 충주 공장의 연간 생산능력은 기존 안양 공장의 2,300억 원의 두 배에 달할 것으로 보인다. 식약청에서는 2010년까지 국내 GMP(good manufacturing practice: 의약품 제조 품질 관리 기준) 수준을 미국 GMP 수준으로 끌어올리겠다는 방침을 정한 상태이며, 충주 신공장은 정부의 cGMP 로드맵에 따라 건립될 예정이다. 신공장 건립을 통해 글로벌 기준의 인프라 구축이 가능할 것으로 보이며, 이에 따라 새로 개발되는 제품은 FDA의 승인을 거쳐 미국, 유럽 등의 시장에 수출될 것으로 기대된다. 또한 GMP 투자를 통해 CMO 사업에서의 경쟁사 대비 선점을 차지할 수 있으리라 판단된다.

신공장 건립을 통해 매년 150억 원에 달하는 법인세 절감 효과가 있다.

당사의 충주공장 건립에 들어간 투자비용은 1,300억 원에 달하며, 투자 자금은 안양 공장 부지 매각과 회사보유 현금으로 조달하였다. 공사가 완료되는 시점에서 감가상각비 계산을 통한 당기순이익의 하락을 어느 정도 예상할 수 있다. 하지만 이는 최근 제약업계의 공통된 사항이며, 이로 인하여 기업의 내재 가치가 저평가될 것이라는 우려는 거의 없을 것으로 보인다. 또한, 동화제약은 충주공장 건립을 통해서 법인세 절감의 효과를 거둘 수 있다. 본격적으로 생산이 이루어지는 2010년부터 5년 간 매년 100%, 이후 3년 간 50%의 법인세를 감면 받는다. 이로 인하여 얻어지는 총 법인세 절감 수익은 매년 150여 억 원에 달한다. 따라서, 급작스런 대형 투자로 인한 재무구조의 부실화는 염려하지 않을 수준이다.



IV. 세계적 기업으로 발돋움을 - 신약 개발 부문

1. 산업 분석: 아직 국내 제약사는 걸음마 단계

High risk High return 의 사업 - 신약 개발

제약회사의 꽃이라고 하면 바로 신약 개발이라고 할 수 있다. 신약 개발에는 기본적으로 오랜 시간이 소요되며 수 많은 돈을 투자 해야만 하나 그 성공확률은 극히 낮다. 하지만 성공한다면 일확천금을 꿈꿀 수 있는 High risk High return의 전형적인 사업이 바로 신약 개발 사업이라고 할 수 있다. 그러면 과연 어떠한 과정으로 하나의 신약이 태어나는 것일까?

신약의 과정에는 물질 선정, 전임상, 임상 이 있다.

신약을 만들기 위해서는 후보물질 선정, 전임상, 그리고 임상의 3 단계를 통과해야 한다. 신 물질을 찾거나 기존의 물질을 합성하는 방법으로 후보 물질을 만들고, 동물들을 대상으로 약리나 효력에 대한 시험과 동시에 스크리닝을 한다. 바로 이 부분 까지를 전임상 단계라고 한다. 이 이후 필요한 서류를 갖추어서 임상 실험을 시작하게 되는데 임상 실험은 까다로운 과정과 상당한 예산이 들어간다.

임상에는 1상, 2상, 3 상, 4상이 있다.

임상의 단계는 1 상, 2 상, 3 상, 그리고 마지막 4 상의 단계가 있는데 1 상에서는 의약품의 처음으로 사람에게 투입하는 단계로 건강한 지원자나 특정한 환자(20~80 명)을 놓고 실시하게 된다. 2 상에서는 100~200 명 정도의 환자군에서 신약의 유효성과 안전성을 증명하는 단계이다. 3 상에서는 신약의 유효성 추가 수집 및 확고한 증거 수집하기 위해서 시행되며, 이 단계에서 신약의 유효성은 이미 판명된 것으로 볼 수 있다. 3 상 후에 제약사는 시판을 하게 되고 4 상은 시판 후에 부작용 조사를 위해서 하는 것이다. 통계에 의하면 스크리닝에서 한 신약으로 탄생하기까지는 극히 희박한 확률이지만, 임상 2 상에 돌입한 신약은 20%의 성공확률(FDA 승인)을 가진다고 한다.

그림 22. 신약 임상별 개요 및 물질 성공률(FDA)

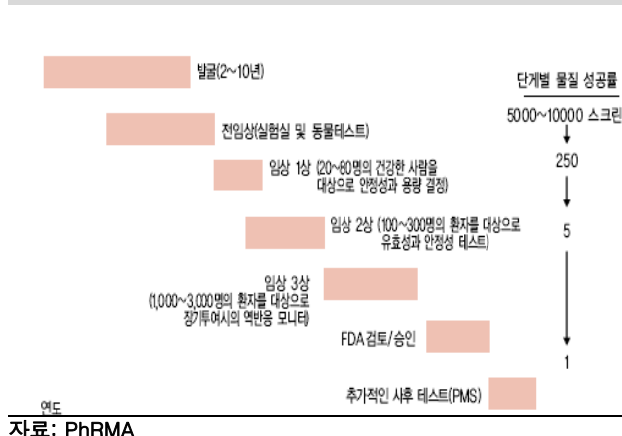


그림 23. 신약 개발 순서



하나의 신약 개발이 제약사를 바꾸어 놓는다.

신약의 개발이 기업에 끼치는 여파는 엄청나다. 세계적인 제약 브랜드는 블록버스터급의 신약을 가지고 있고, 신약 하나가 기업을 바꾸어 놓은 경우도 있다. 다국적 기업 Astra Zeneca 는 Losec/Prilosec(위궤양 치료제)을 개발하여 실적이 큰 폭으로 성장, R&D 투자의 확대로 세계 Top 10 회사로 변모하였다.

국내 제약사는 잠재력이 있지만 규모의 영세함으로 중간 기술수출을 많이한다.

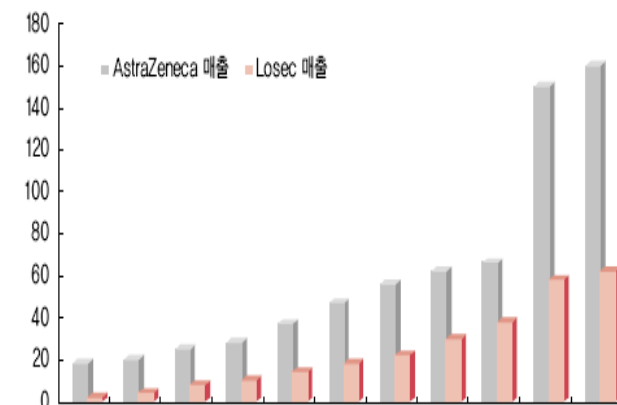
국내에는 해외 임상 2 상에 있는 project 들이 다수 있다.. LG 생명과학의 간질환 치료제, 부광약품의 B 형 간염치료제, 일양약품의 위궤양치료제, 동화약품의 항생제와 골다공증치료제등 이다. 하지만 국내 제약사의 규모의 영세함과 자금사정으로 인하여 중간 단계의 기술 및 지역별 판권을 외국 기업에게 Milestone 방식(임상 실험의 성공에 따라 계약금을 나누어 주는 방식)및 로열티 계약으로 기술 수출을 하고 있다. 2007 년 제약 기술 수출 규모는 7,300 억 원대로 사상 최대치를 기록 했다. 따라서 국산 제약 기업도 큰 폭으로 도약할 수 있는 잠재력을 가지고 있다고 할 수 있다

2. 기업 분석: 제약업 역사상 최대 규모의 신약 개발 中

당사는 이미 신약 개발에 성공한 적이 있다.

당사는 신약 연구 부분에서 국내에서 인정 받는 신약 연구 개발 R&D 파이프라인을 가지고 있다. 현재 식약청에 허가를 받은 국내 신약은 15 개인데 그 중 하나인 간암 치료제인 '밀리칸주'가 당사에서 개발한 신약이다. '밀리칸주'는 2001 년 식약청으로부터 시판 승인을 받았고 미국, 일본에 특허를 받았다. 기존의 방사성 치료법과 다르게 1 회의 주사로 암세포를 짧은 시간 내에 죽일 수 있고 투약 다음날 바로 퇴원 할 수 있다는 점에서 획기적이라는 평가를 받았다. 하지만 암 초기에만 효용이 있어서 큰 사업성을 보이지 않았다. 따라서 당사는 이것을 피부암 치료제로 이전해서 기술 개발을 하고 있다.

그림 24. Astra Zeneca의 성공모형



자료: 사업보고서

그림 25. 밀리칸 주



자료: 동화제약 홈페이지

P&G와 국내 최대 규모의 기술 수출 계약 및 일본 Teijin사와 계약

이러한 당사의 신약 연구 개발 성과는 P&G 와의 기술 수출 계약에서 확연히 드러났다. 2007 년 6 월에 당사는 미국 P&G 와 골다공증 치료제인 DW-1350 에 대한 기술 수출 계약을 맺었다. 아시아를 제외한 전세계적 판권과 개발권을 계약 조건으로 계약금액은 5.1 억 달러, 시판 시에 매출의 10%를 로열티로 주기로 하였다. 이 금액은 한국 제약 기술 수출상 최대 금액이다. 또한 이뿐만이 아니라 세계 2 위의 노령화 국가 일본의 골다공증 부문의 선도 제약 업체 Teijin 사와도 일본에서의 개발, 판매권 및 로열티를 계약조건으로 하여 2008 년 3 월에 계약을 맺었다. 계약금액은 9,700 만 달러와 시판 시 매출액의 10%의 로열티이다. 특히나 Teijin 사가 이미 2 개의 골다공증 치료제를 가지고 있으면서도 당사와 계약을 맺었다는 점은 고무적이다. 세계적인 기업 P&G 와 일본 골다공증의 선도 제약 업체인 Teijin 사와의 계약으로 보아서 이 DW-1350 의 기술의 우수성뿐만 아니라 높은 성공률에 대한 평가를 점칠 수 있다.

골다공증의 시장규모는 10조 원 이상이다.

현재 골다공증 세계 시장규모는 연 7 조원이며, 국내시장규모는 연 1,300 억 원이다. 전문가들은 시장이 매년 10~15%의 성장을 보일 것이라고 예상 하고 있으며, 당사의 제품이 상용화에 들어갈 2015 년에는 18 조원의 시장이 형성될 것이라 보고 있다. 현재 골다공증 치료제 시장의 1 위는 Merck 사의 포사맥스로 연간 약 3.2 억 원의 매출을 기록하고 있고, 2 위는 당사의 치료제 판권을 산 P&G 의 악토넬로 매출은 약 2 조원이다. 하지만 이 제품들은 파골 세포의 골흡수를 억제하는 효과가 있지만 조골세포의 골 형성을 촉진하지 못하여 진정한 의미에서 골다공증 치료제라고 하기엔 어려웠다.

DW-1350은 당사가 세계적인 기업으로 도약하는 데 일익을 담당할 것이다.

당사의 DW-1350 은 골흡수억제와 골형성촉진 기능을 모두 가진 골다공증 치료제로 시판 될 경우 세계 최초의 두 가지 기전을 모두 갖춘 골다공증 치료제가 될 것이다. 10 조 원 이상의 시장규모와 P&G 의 영업력을 감안 하면, 한 해에 약 4 조 원 규모의 매출도 가능하다고 판단된다. 그리고 연간 약 4,000 억 원 규모의 로열티가 유입될 것이다. 현재 당사의 시가총액이 1,300 억 원이므로, 당사 규모의 2 배 이상에 달하는 연 순이익이 들어오며 동시에 계약금 5,000 억 원이 당사에 들어오는 셈이다. 성공만 한다면, 당사는 세계적인 제약 회사로 도약할 수 있다.

항균제 또한 성공시에 큰 이익을 가져다 줄

또한 이것 이외에도 DW-224a라는 퀴놀론계 항균제도 미국 Pacific Beach Bioscience에 기술 수출을 하였다. 이 항균제는 폐렴균 등 내성균에 대한 높은 효과를 나타내면서도 적은 부작용으로 임상 1상을 높은 성과로 통과 하여 2007년 하반기 국내 최고의 특허기술로 선정되기도 하였다. 현재 퀴놀론계 항균제의 임상 2상 실험이 고려대학교 병원에서 시작한 상태이다. 이 항균제의 세계 시장은 5조 원, 국내 시장은 1100억 원 규모이고 매년 6% 성장하고 있다. 그럼에도 불구하고 국내자체 개발신약은 없기에, 제품이 성공적으로 개발되면 2011년(제품 상용화 시



정부의 지원금 또한
동화약품의 R&D능력을
높게 평가한다.

기)부터는 당사의 한 해 매출의 25% 규모인 약 400억 원 이상의 수입 대체효과가 있을 것이다. 뿐만 아니라, 미국에서의 매출 효과도 누릴 수 있을 것이라 본다.

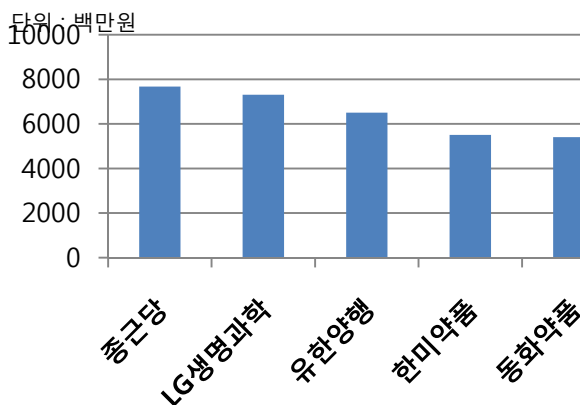
당사는 국내 제약사 매출액으로 따지면 기업규모는 16 위이다. 매출액은 2008 년 1 분기(4 월~6 월)에 469 억 원이었고, 연구 개발비는 18 억 원 정도이다. 이것은 대형 제약회사에 비하면 높은 수치는 아니다. 하지만 이에 비해서 동화약품은 지난 10 년간 정부의 신약 개발 지원 금액이 54 억 5 백만 원으로 이 부분 5 위에 랭크하고 있다. 정부에서도 동화약품의 신약 개발성과에 대해서 높게 평가 하는 것이다.

3. Risk: 마일스톤 계약으로 Risk 를 최소화하다.

골다공증 신약의 개발
이 실패로 돌아간다
해도, 당사에게 지워질
투자금 Risk는 없다.

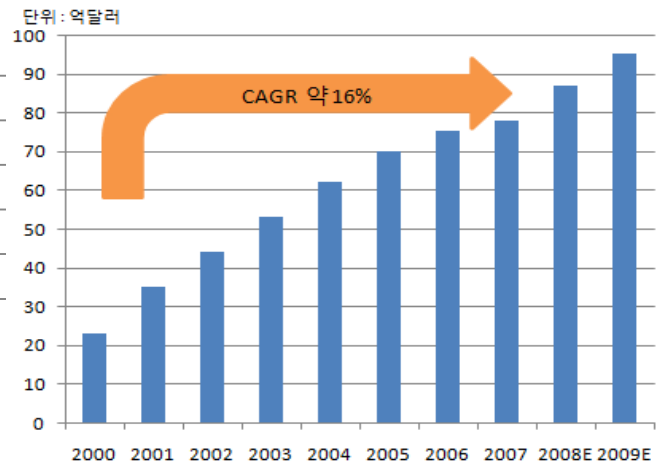
신약 개발 분야는 프로젝트가 성공 했을 때 큰 매출을 성장 시킬 수 있지만 그 프로젝트가 실패를 하게 될 시에는 투자금을 회수 하지 못한 다는 점에서 리스크가 있다. 그 투자금의 규모가 크면 클수록 기업에 손해를 끼치는 것은 자명한 사실이다. 또한 기술 수출 시에 기술 계약을 체결한 회사와 임상 실험 중에 의견이 일치 하지 않을 수 있다. 일례로 얼마 전 일양약품은 자신이 개발한 항궤양제 일라 프라졸에 대한 임상 3 상 실험을 중단 했는데 이것은 기술을 수출한 미국의 탭사와 용량에 대한 의견이 달라서였다. 물론 그전에 중간에 임상실험이 실패하는 경우도 많다. 하지만 이미 당사는 이러한 리스크에서 이미 탈출 했다고 볼 수 있다. 계약금으로 DW-1350 은 650 만 달러를 받았고 DW-224a 는 300 만 달러를 받은 상태이다. DW-224a 의 국내 임상에도 20 억 원을 썼지만 이미 계약금으로 투자금 리스크는 벗어 났다고 볼 수 있다. 또한 원료 물질 중간 수출로 17 억 원 규모의 수익을 올린 것도 있기 때문에 투자금 리스크는 없다고 할 수 있다.

그림 26. 정부의 신약 지원 개발 금액



자료: 파이낸셜 뉴스

그림 27. 골다공증 시장의 성장 전망



자료: Merck, Aventis-Sandi 자료 참고, Research 2 Team 추정



V. Valuation

과거 안정적인 성과를 지속적으로 창출해 낸 기업으로 DCF 적용에 무리가 없다.

일반의약부문과 전문의약부문은 DCF 를 이용해 평가

당사의 기업가치는 영업력을 근본으로 평가하는 것이 합당하다. 100 년이 넘는 전통의 기업이며, 과거 안정적인 성과를 지속적으로 창출해 낸 기업이기 때문에 DCF 의 적용에 무리가 없을 것이라 판단된다. 그리고 신약개발을 통해 창출된 기술수출료 매출은 경상적인 것이 아니기 때문에 매출액, 영업이익, 그리고 영업이익률 산출 등에서 전부 제외하였다.

1. 사업부문 분리

당사의 일반의약부문과 전문의약부문은 각각 매출액에서 51.7%와 48.3%를 차지하고 있다. 앞에서 분석한 바와 같이 각 부문의 미래 성장률이 어느 정도 차이를 보이기 때문에 분리하여 예측하도록 한다.

2. 매출액 성장률

일반의약부문은 이번 사업연도에 제품가격 인상에 대한 가수요와 매출액 상승효과로 8% 증가할 것으로 보인다. 그러나 그 이후는 영구성장률을 따라 성장할 것으로 전망된다. 전문의약부문은 10%의 증가율에서 차츰 성장률이 감소할 것으로 가정하였다. 경쟁이 치열한 시장이기 때문에 성장률의 감소는 당연한 수순일 것이다.

3. 영업이익률

리서치 2 팀에서 조사한 바에 의하면 분기 매출액이 400 억원 이상일 경우 영업이익률은 15% 이상을 기록하게 되는 구조임을 파악할 수 있었다. 또한 최근 5 번의 분기 실적을 감안할 때, 15%의 영업이익률은 충분히 달성 가능한 것으로 보인다.

4. 유·무형자산 상각비

당사의 충주공장 신축으로 인해 설비 자산 600 억원, 건물 600 억원 정도에 대한 감가상각비가 발생하게 된다. 설비는 정률법으로 4 년, 건물과 구축물은 정액법으로 30 년, 그리고 15 년 동안 감가상각하는 기준을 갖고 있기 때문에 차후 4 사업연도 동안은 10.51%, 그리고 그 이후는 4%의 매출액 대비 유·무형자산 상각비 비율을 책정하였다.

5. 영업용 운전자본



매출액 대비 영업용 운전자본 비율은 2003 년을 기점으로 꾸준히 감소하여 79 기에는 30.15%에 불과하였다. 그러나 앞으로 공장신축과 함께 생산량 증대가 예상되고 매출액 또한 증가할 것으로 판단되기 때문에 매출채권, 재고자산, 미수금 등의 계정과목에서 증가가 있을 것으로 보인다. 이에 리서치 2 팀은 36%를 제시한다.

6. 순유형고정자산

당사는 충주에 새로운 공장을 신축하고 있다. 총 투자액은 1,300 억원이며 안양공장 매각액 800 억원에 추가로 500 억원의 투자가 더 필요할 것으로 본다. 이를 감안하여 매출액 대비 순유형고정자산 비율을 62%로 크게 증가시켰다.

	2008	2009	2010	2011	2012	2013
예상매출액	169,117,315	182,531,700	191,573,456	199,286,533	206,358,142	213,725,477
매출액성장률(OTC)		6.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
매출액(OTC)	87,433,652	92,679,671	94,533,264	96,423,930	98,352,408	100,319,456
매출액성장률(ETC)		10.0%	8.0%	6.0%	5.0%	5.0%
매출액(ETC)	81,683,663	89,852,029	97,040,192	102,862,603	108,005,733	113,406,020
가중평균성장률		8.0%	5.0%	4.1%	3.6%	3.6%
예상EBIT	27,542,380	27,379,755	28,736,018	29,892,980	30,953,721	32,058,821
NOPLAT	19,968,226	19,850,322	21,465,806	23,316,524	24,143,903	25,005,881
(+)유,무형자산 상각비	3,473,813	19,184,082	20,134,370	20,945,015	21,688,241	7,480,392
총현금유입	23,442,039	39,034,404	41,600,176	44,261,539	45,832,143	32,486,272
영업용 운전자본	50,993,366	65,711,412	68,966,444	71,743,152	74,288,931	76,941,172
순유형고정자산	71,262,653	113,169,654	118,775,543	123,557,650	127,942,048	132,509,795
기타 영업용 순자산	(6,291,397)	(6,555,605)	(6,880,339)	(7,157,353)	(7,411,329)	(7,675,926)
IC	115,964,622	172,325,461	180,861,648	188,143,449	194,819,650	201,775,041
예상ROIC(평균)	18.6%	13.8%	12.2%	12.6%	12.6%	12.6%
예상ROIC(기초)	20.2%	17.1%	12.5%	12.9%	12.8%	12.8%
IC증가액		56,360,839	8,536,187	7,281,801	6,676,201	6,955,391
(+)유,무형자산 상각비		19,184,082	20,134,370	20,945,015	21,688,241	7,480,392
총투자액		75,544,921	28,670,557	28,226,816	28,364,441	14,435,783
예상 FCFE		(36,510,517)	12,929,619	16,034,723	17,467,702	18,050,490
할인가인		0.50	1.50	2.50	3.50	4.50
현재가치		(34,372,420)	10,788,526	11,858,292	11,449,347	10,486,201

그림 1. 주요 Valuation 가정 및 변수

자기자본비용	13.08%
1년치일발베타	1.13000
한국시장프리미엄	7.00%
3년만기국채수익률(연평균)	5.17%
WACC	12.73%
영구성장률	2.00%

매출액대비비율	2008	적용
영업이익률	16.29%	15.00%
유,무형자산 상각비	2.05%	10.51%, 4%
영업용운전자본	30.15%	36.00%
순유형고정자산	42.14%	62.00%
순무형고정자산	0.66%	0.43%
기타영업용순자산	-3.72%	-3.59%

그림 2. Valuation 결과

현재가치의 합	10,312,698
PV of TV	114,390,266
현금 + 시장성유가증권	57,455,847
비영업용자산	9,948,753
Value of the Firm	192,107,564
(-)Value of the Debt	6,161,750
Value of the Equity	185,945,814
발행주식수	5,586,294
목표주가	₩ 33,250
현재주가	₩ 23,500
기대수익률	41%

자료: Research 2 Team

자료: Research 2 Team



신약개발부문은 일종의 콜옵션으로 보는 것이 합당

DW-1350은 시장성이 커 가치평가를 수행할 필요가 있다.

당사는 여러 종의 신약을 현재 개발 중인데 이들 중 가장 시장성이 큰 DW-1350에 대해 Valuation을 해보고자 한다. 당사의 신약파이프라인인 DW-1350의 가치는 일종의 콜옵션으로 보는 것이 좋다. 만약 이 신약이 성공적으로 출시된다면 콜옵션의 행사와 같이 막대한 수익을 돌려줄 것으로 기대되는 한 편, 도중에 실패하여 출시되지 못한다고 해도 이미 거두어들이는 계약금 65 억원으로 인해 회사의 펀더멘털에 미치는 영향은 아주 제한적일 수 밖에 없기 때문이다. 이 골다공증 치료제에 대해 현재 잔액으로 5,060 만 달러의 기술수출료 수익(개발이 중단될 경우 받지 못함)이 남아있으며 제품으로 출시될 경우 향후 15 년간의 로열티 수입이 예상된다.

당사가 2015 년부터 15 년간 로열티 수익을 얻을 것이란 가정 하에 가치평가를 수행했다. 세계 골다공증 시장은 2015 년 18 조원 규모일 것으로 예측하며 이후 5%이하의 성장을 하는 것으로 가정했다. P&G 의 시장점유율은 Peak 시에 25%에 이를 것이라 판단했으며, 로열티는 업계에서 보통 매출액의 5~10%를 수수한다는 것을 감안해 7.5%로 일괄 적용했다. 법인세율은 27.5%, 그리고 현재가치 할인율 위해 WACC(당사 12.73%)을 사용했다.

단위: 억원	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
세계 골다공증 시장규모 (yoy 5~1% 감소 가정)		180,000	189,000	197,910	206,675	215,237	223,539	231,522	239,130	246,303	252,989	259,133
P&G 시장점유율 (Peak시 25% 가정)		5%	8%	11%	14%	18%	22%	25%	22%	20%	18%	15%
예상매출액		9,000	15,120	21,770	28,934	38,743	49,179	57,881	52,608	49,261	45,538	38,870
로열티유입액(매출액의 7.5%)		675	1,134	1,633	2,170	2,906	3,688	4,341	3,946	3,695	3,415	2,915
기술수출료유입액	5,060											
법인세를 고려한 수익(세율 27.5%)	3,669	489	822	1,184	1,573	2,107	2,674	3,147	2,861	2,679	2,476	2,114
WACC로 할인한 현재가치	1,898	225	335	427	504	599	674	704	567	471	387	293

단위: 억원	2026	2027	2028	2029
세계 골다공증 시장규모 (yoy 5~1% 감소 가정)	264,686	263,601	273,838	277,359
P&G 시장점유율 (Peak시 25% 가정)	15%	10%	10%	10%
예상매출액	39,703	26,960	27,384	27,736
로열티유입액(매출액의 10%)	2,978	2,022	2,054	2,080
기술수출료유입액				
법인세를 고려한 수익(세율 27.5%)	2,159	1,466	1,489	1,508
WACC로 할인한 현재가치	265	160	144	129

현재가치의 합(단위: 억원)

7,781

성공확률 예상	0%	20%	40%	60%	80%	100%
기대가치(단위: 억원)	0	1,556	3,113	4,669	6,225	7,781
주당가치	₩0	₩27,858	₩55,717	₩83,575	₩111,434	₩139,292



Valuation 정리

DCF 를 통해 Valuation 한 결과에서 보듯이 당사의 일반의약품부와 전문의약품부의 영업력에 대한 기업의 적정주가는 33,250 원으로 현재 주가 23,500 원 대비 41%의 기대수익률을 가진다.

그리고 당사의 신약개발부문은 제품출시까지 이루어져 실제 판매가 가능하게 된다면 주당 가치가 139,000 원에 이르는 것으로 평가되었다. 당사의 신약개발부문은 일종의 콜옵션과 같은 성격이기 때문에 만약 성공하게 된다면 이 금액이 바로 주가에 반영될 가능성이 높다. 그러나 아직은 많은 단계가 남아있어 실제 제품화까지 진행될 확률은 20% 수준이라 판단된다. 하지만 20%의 성공 확률만으로도 기대가치는 주당 27,800 원이나 된다.

Conclusion

당사는 독보적인 시장점유율 1위 제품을 3가지나 보유하고 있는 회사로 이를 통해 안정적인 매출이 가능하다. 또한 최근 신제품 출시와 영업력 강화를 추진하며 이제 전문의약품 분야에서까지 점차 성장해 나가고 있다. 이러한 점을 감안할 때, 당사는 현재 영위하고 있는 사업부문에 대해서만 평가해도 시장에서 매우 저평가되어 있는 상태라고 할 수 있다. 또한 당사의 신약파이프라인은 성공 시에 엄청난 수익을 돌려줄 것이라 평가되고 있지만 예전에 시장의 주목을 한 차례 받은 후에 기대감이 지속되지 못하고 현재는 주가에 기대가치가 전혀 반영되어 있지 않은 상황이다. 물론 아직 성공률이 낮은 단계이기 때문에 바로 기업의 가치에 합산하기는 어렵다고 본다.

따라서 리서치 2팀은 동화약품공업에 대해 영업력의 가치만을 고려한 목표주가 33,250원에 기대수익률 41%로 BUY를 제시한다. 또한 앞으로 신약의 개발과정이 순조로이 진행되어 제품화에 대한 성공 확률이 높아지게 되면 이에 맞춰 목표주가를 상향 조정할 필요가 있을 것이라 판단한다.



VI. Appendix

손익계산서

(100Mn.)	2005.03	2006.03	2007.03	2008.03
매출액	1,380	1,528	1,487	1,751
매출원가	718	789	760	777
매출총이익	661	739	727	975
판매비 및 일반관리비	515	583	585	639
인건비	161	181	194	203
감가상각비	4	4	4	4
무형자산상각비	2	2	2	2
기타판매비 및 일반관리비	72	67	62	89
영업이익	147	156	142	335
영업외손익	-32	-34	-7	-7
이자수익	18	22	28	41
이자비용	18	13	6	4
외환차손익	-0	-0	-0	-0
외환환산손익	-0	0	0	-1
지분법이익	3	3	2	1
기타영업외손익	-33	-48	-31	-46
세전계속사업이익	115	123	135	329
법인세비용	40	46	55	114
계속사업이익	74	77	81	215
중단사업이익				
당기순이익	74	77	81	215
EPS (원)	1,329	1,372	1,444	3,848
수정EPS				

대차대조표

(100Mn.)	2005.03	2006.03	2007.03	2008.03
유동자산	1,352	1,305	1,329	1,364
현금등가물 및 단기금융상품	430	496	598	572
시장성유가증권	0	0	0	0
매출채권	666	567	475	445
재고자산	179	170	177	262
비유동자산	601	621	651	841
투자자산	86	86	93	99
유형자산	496	514	533	713
무형자산	7	8	9	11
자산총계	1,953	1,926	1,979	2,204
유동부채	323	245	261	329
매입채무	25	37	48	68
단기차입금	213	100	75	50
유동성장기차입금	12	11	11	8
비유동부채	120	124	109	84
사채	0	0	0	0
장기차입금	34	23	12	3
부채총계	442	369	370	413
자본금	279	279	279	279
자본잉여금	645	645	645	645
이익잉여금	578	627	679	861
자본조정				
자본총계	1,511	1,557	1,610	1,791

현금흐름표

(100Mn.)	2005.03	2006.03	2007.03	2008.03
영업활동으로인한현금흐름	235	262	232	237
당기순이익	74	77	81	215
비현금수익비용가감	62	71	72	94
유형자산감가상각비	22	27	31	32
무형자산상각비	2	2	2	2
퇴직급여	39	46	41	64
외환환산손익	0	0	0	0
지분법평가손익	-2	262	232	237
기타	2	-266	-234	-241
영업활동으로인한자산부채변동	99	114	79	-72
투자활동으로인한현금흐름	-113	-105	-202	-239
유형자산 투자	-38	-50	-62	-217
유형자산 처분	3	3	1	9
무형자산 증감	-2	-3	-3	-4
투자자산 증감	13	-8	-11	-7
기타	-89	-48	-127	-20
재무활동으로인한현금흐름	-103	-147	-58	-45
장단기차입금증가	-64	-113	-25	-25
사채증감	0	0	0	0
자본증감	0	0	0	0
배당금의지급	-28	-28	-28	-34
기타	-11	-6	-5	14
영업투자재무활동기타현금흐름	0	0	0	0
순현금흐름	19	10	-28	-48
기초현금	93	112	122	94
기말현금	112	122	94	47

주요투자지표

(%, %)	2005.03	2006.03	2007.03	2008.03
Growth Ratios				
매출액성장률 %	12.2%	10.8%	-2.7%	17.7%
EBITDA성장률 %	27.3%	9.0%	-5.9%	111.6%
EBIT성장률 %	33.8%	6.8%	-9.4%	136.7%
총자산성장률 %	0.5%	-1.4%	2.8%	11.4%
Profitability Ratios				
매출총이익률 %	47.9%	48.4%	48.9%	55.7%
EBITDA마진률 %	12.4%	12.2%	11.8%	21.1%
EBIT마진률 %	10.6%	10.2%	9.5%	19.2%
세전계속사업이익률 %	8.3%	8.0%	9.1%	18.8%
당기순이익률 %	5.4%	5.0%	5.4%	12.3%
Stability Ratios				
부채비율 %	29.3%	23.7%	23.0%	23.0%
순부채비율 %	-11.3%	-23.3%	-31.1%	-28.5%
유동비율 %	419.2%	532.7%	509.9%	414.2%
당좌비율 %	363.8%	463.3%	441.9%	334.6%
이자보상배율	8.1	12.5	22.7	74.9
Performance Ratios				
ROE %	5.0%	5.0%	5.1%	12.6%
ROA %	3.8%	4.0%	4.1%	10.3%
ROIC %	7.7%	8.2%	6.3%	17.5%
Per Share Ratios				
수정EPS	1,329	1,372	1,444	3,848
주당순자산	27,044	27,876	28,820	32,068
주당현금흐름	1,757	1,897	2,038	4,470
주당배당금	500	500	600	700

