

2009년 10월 23일

메디톡스(086900)

BUY

독, 한 방울로 세계를 장악할 기업

1. 기적의 독소, 보툴리눔.

1그램으로 백만 명을 죽일 수 있는 독소. 그러나 메디톡스는 이를 이용해 부가가치를 창출해낸다.

2. 두 마리의 토끼(1) - 두 전방 산업의 성장

전방 시장인 치료시장과 피부미용 관련 시장은 둘 다 성장을 거듭하고 있다. 특히 메디톡스의 주된 시장인 제 3세계는 괄목할만한 성장이 기대되고 있다.

3. 두 마리의 토끼(2) - 수익성과 성장성

시장의 성장뿐만 아니라 각 시장으로의 진출을 이제 막 시작했기 때문에 뛰어난 성장을 지속하고 있다. 또한 원천기술의 보유를 통해 원재료를 직접 조달하기 때문에 50%에 달하는 영업이익률을 유지하고 있다..

4. 30% 낮은 판매단가 + 전세계 1위 제품과 동일한 품질

동사의 제품은 전세계 1위인 Allergan사의 보톡스와 성능의 차이가 없으면서 판매 단가는 30% 정도 저렴하다. 그리고 경쟁사들은 쉽게 판매단가를 내릴 수 없는 상황이다.

5. 진입장벽

제품의 원재료인 보툴리눔 독소가 생물무기금지협약으로 인해 추가 분량이 금지되면서 사실상 시장으로의 추가 진입이 거의 불가능해졌다. 따라서 기존의 7개 기업이 시장의 성장을 두고 다투는 과점시장이 될 전망이다.

적정주가:
34,500원
현재주가:
21,300원 (10/23 기준)
상승여력: 61.9 %

시가총액	1,209억원
ROE	29.5%
ROA	24.1%
영업이익률	42.9%
배당수익률	0%
P/E Ratio	23.79
P/B Ratio	6.16

주요주주:

정현호 17.52%
양기혁 2.99%



SMIC 리서치 3팀

팀장 신태현
팀원 박상민
임수진
황용주

I. 보툴리눔 독소 산업의 소개

1. 보톡스? 보툴리눔!

보톡스는 보툴리눔 독소를 원재료로 만든 제품의 이름이다

국내에서 일반적으로 미용시술에 사용되는 '보톡스'는 현재 세계 점유율 1위 업체인 미국의 Allergan 사에서 신경 독소 단백질인 보툴리눔 독소를 의학용으로 사용할 수 있도록 정제한 제품의 이름이다. 현재 '보톡스'는 전세계 점유율 85%를 차지할 만큼 널리 이용되고 있어 제품의 이름이 물질의 이름인 것처럼 인식되고 있다.

2. 기적의 독소, 보툴리눔 독소의 활용 분야

보툴리눔 독소는 Clostridium botulinum 박테리아가 분비하는 신경독소 단백질로 1gram으로 백만 명을 살상할 수 있는 자연계에서 가장 강력한 독소이다. 그러나 치료나 미용의 목적으로 극미량(nano gram수준)으로 사용하면 근육을 움직이게 하는 신경 전달물질을 차단하여 원치 않는 근육의 움직임을 제어하는 효능을 가지고 있다.

표 1. 보툴리눔 독소의 활용 분야 (단위: %)

구분	사용 용도
안과	사시, 반측안면경련, 안검경련 등
내분비과	다한증 등
신경과, 재활의학과	소아뇌성마비, 뇌졸중 후 근육강직 등
소화기과	식도 근육 경련 등
피부과, 성형외과	주름제거, 사각턱/ 종아리 교정 등
신경과	편두통, 요통 등 각종 통증 등
비뇨기과	전립선 비대증, 과민성 방광증 등
부인과	요실금 등
기타	성대 결절/ 교정, 치질, 치열, 이갈이 등

출처: 사업보고서

신경전달 흐름을 조절할 수 있는 보툴리눔은 여러 분야에서 쓰일 수 있다

이와 같이 신경전달흐름을 특정 신체부위에서 특정 기간 동안만 차단시키고, 동시에 신경세포를 사멸시키거나 괴사시키지 않고 근육이 교정할 수 있는 시간을 준 후 다시 신경전달흐름을 정상으로 복원시킬 수 있는 천연물질은 자연계에서 유일하다. 신경전달을 인위적으로 스위치 온-오프 할 수 있게 해주는 보툴리눔의 기능은 표 1에서 보듯이 현재 의학의 여러 분야에서 유용하게 쓰이고 있고, 앞으로도 더욱 많은 분야에 쓰일 가능성을 가지고 있다. 현재 판매되고 있는 보툴리눔 독소는 A, B형 두 가지가 있는데, 대부분의 업체들은 A형을 생산하고 있다. B형은 A형 독소가 체질적으로 맞지 않는 사람들

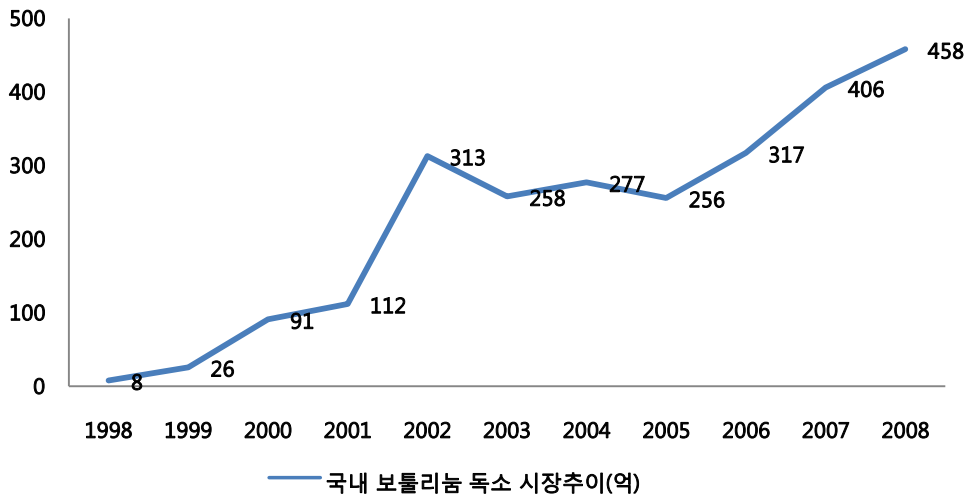
을 위해 개발된 분야로 A형 독소의 대체제로서 판매되고 있는 것은 아니다.

3. 최근까지의 보툴리눔 시장

다음은 1998년부터 국내에서 사용된 보툴리눔 독소의 시장규모이다.

차트 1. 국내 보툴리눔 독소 시장규모 추이

(단위: %)



출처: IR자료

반복적인 투여를 해야 하는 약품의 특성상 시장은 지속적으로 성장할 것으로 판단된다

1998년 Allergan 사의 보톡스가 국내에 소개되어 사용되기 시작하면서 매년 급격한 성장을 거듭해왔다. 초기엔 중·장년층 여성들이 주름을 펴기 위해 보툴리눔 독소를 많이 사용하였으나, 곧 20~30대 젊은 여성층이 사용하는 양이 중·장년층 여성을 넘어섰다. 그리고 최근엔 남성 층에서도 많은 양을 사용하면서 점점 시장이 넓어지고 있다. 게다가 보툴리눔은 한 번의 투여로 3~6개월 정도만 효능이 지속되기 때문에 이를 연장시키기 위해서 재 투여를 해야 한다. 이러한 약품의 특성은 기존 수요자들에게선 주기적으로 수익이 발생하며, 신규 수요자들은 빠져나간 기존 수요자들의 공백을 메우는게 아니라 오롯이 추가적인 수익이 된다. 따라서 시장은 대체제가 개발되지 않는 이상 성장을 거듭할 수 밖에 없는 구조를 가지고 있다.

표 2. 세계 보툴리눔 시장 성장 대비 국내 성장률

(단위: %)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	평균...
세계 보툴리눔 시장(US million 기준) 성장률(%)	37%	29%	42%	28%	25%	18%	18%	18%	17%	26%
국내 보툴리눔 시장 성장률(%)	250%	23.08%	179.46%	-17.57%	7.36%	-7.58%	23.83%	28.08%	12.81%	55%

출처: 사업보고서

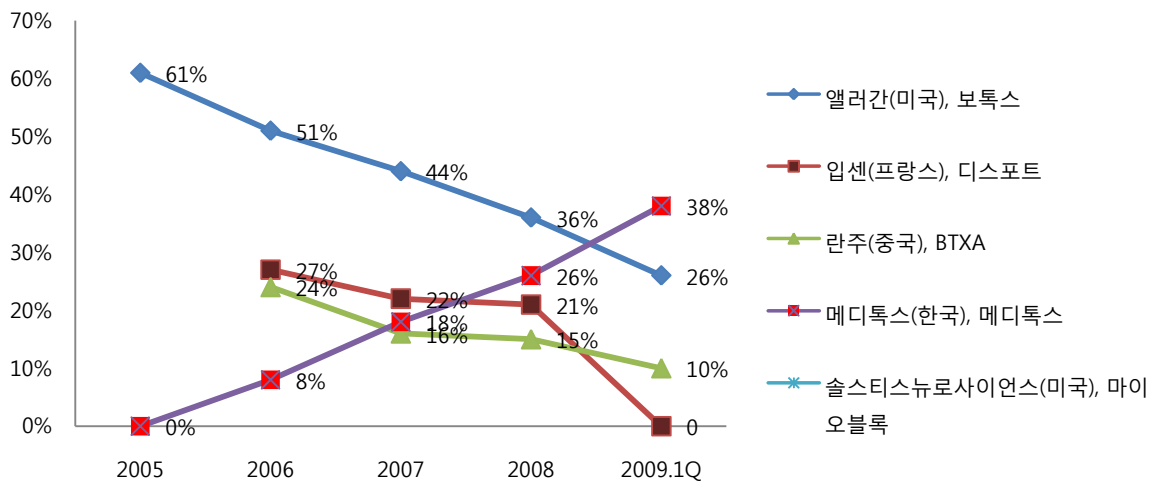
시장규모는 기업간 갈등으로 성장률이 주춤한 때도 있지만 지속적으로 성장하고 있다

표 2 는 전세계 보툴리눔 시장의 성장률과 국내 보툴리눔 시장의 성장률을 비교한 것이다. 국내 도입 초기인 2000~2002년도에는 시장이 폭발적으로 팽창한 것을 볼 수 있으며 9년 성장 평균치도 세계의 평균을 훨씬 상회하고 있다. 다만 지속적인 성장을 하고는 있지만 점차 세계 시장의 평균 성장률과 비슷해지는 양상을 띠고 있다. 2003년과 2005년도에는 Allergan 사가 국내에서 중국의 BTX-A의 추격을 따돌리기 위해 BTX-A가 포함된 성분 특성상 부작용이 많다는 점을 부각시켜 자신의 제품을 차별화 시키는 과정에서 소비자들이 보톡스 자체에 의구심을 품게 되는 계기가 되어 일시적으로 시장 성장률이 마이너스를 기록하기도 하였으나, 시장은 장기적으로 성장해오고 있다.

4. 보툴리눔 독소 시장의 Top pick, 다크호스의 등장

이렇게 성장을 거듭해오는 국내 보툴리눔 시장에서 2006년 이후 급격한 판도 변화가 일어나고 있었다. 다음은 국내 시장에 참여하고 있는 업체들의 점유율 변화 추이이다.

차트 2. 국내 보툴리눔 독소 시장규모 추이, 메디톡스의 역전극 (단위: %)



출처: IR자료

세계 1위 기업을 따돌린 저력은 무엇일까?

한국 기업의 제품인 메디톡스의 점유율이 급격하게 증가하는 모습을 볼 수 있다. 2006년부터 판매를 시작하여 첫 해 8%의 점유율을 보였던 메디톡스는 2009년 1분기엔 38%의 점유율을 기록하며 세계적으로 84%의 시장을 점유하고 있는 Allergan사의 보톡스의 점유율인 26%를 앞지르는 성과를 보여주었다.

과연 메디톡스가 세계 1위 보톡스를 따돌릴 수 있었던 저력은 무엇이었을까?

II 혜성처럼 등장한 메디톡스

이번 파트에서는 동사의 급격한 성장의 원인을 알아보겠다

앞서 보툴리눔 독소 제재 시장의 국내 및 세계 시장의 밝은 전망성에 대해서 알아보고 그 시장 내 player들의 점유율 추이 변화 등에 대해서 알아보았다. 그리고 2006년에 사업을 시작한 동사가 3년의 단기간 동안 국내 시장에서 2006년 8%에서 2009년 1분기 38%까지 점유율을 향상시키며 1위 업체였던 미국 앨러간 사 제품인 보톡스의 아성을 무너뜨리고 혜성같이 등장했다. 이번 파트에서는 동사가 어떻게 그리고 왜 이런 급격한 성장을 이룰 수 있었는지에 대해서 좀 더 자세히 알아보겠다.

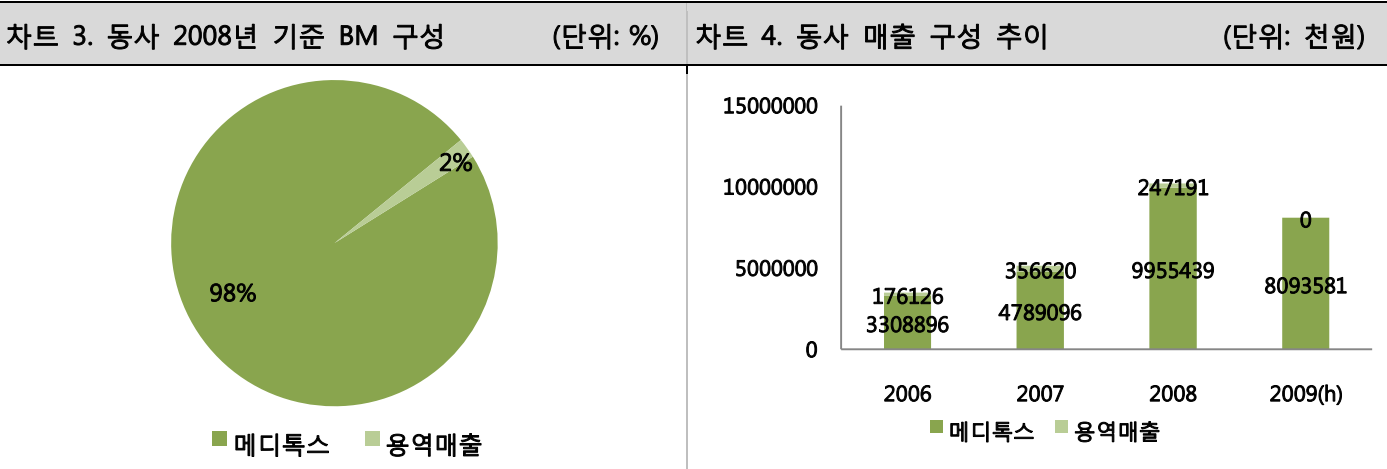
1. BM 분석

동사의 BM의 98%는 메디톡스 제품매출에서 나온다

동사의 BM은 아주 simple하다. 세간에 보톡스라고 알려져 있는 보툴리눔 독소 제재 제품인 메디톡신이 동사 매출의 대부분을 차지한다. 2008년 매출액 기준으로 메디톡스 제품매출이 98%, 질병관리 본부 등에서 위탁 받은 연구 수행 등과 관련된 용역 매출이 약 2%를 차지하고 있다. 이러한 이유로 동사의 매출 포트폴리오가 너무 단순하지 않은가 하는 의문이 생길 수 있는데, 동사는 이에 따라 현재 BM과 시너지 효과를 낼 수 있는 부분에 신규투자를 진행 중에 있다. 구체적으로는 보툴리눔 독소 제재와 보완재로 쓰이고 있는 필러(filler) 사업에 2009년 약 48억 원을 투자하여 라인을 신설 중이며, 이외에도 기존 메디톡스에 비해 편리성과 효능 등이 향상된 차세대 메디톡신을 만드는데 투자를 하고 있다. 이들 신규사업 부분은 후에 이슈부분에서 자세히 다룰 예정이다.

영업력을 갖춘 제약회사를 통한 간접매출 방식으로 메디톡신이 판매되고 있다

그렇다면 메디톡스는 어떻게 판매되고 있을까? 동사 포함 전세계 6개 업체는 나라별로 특화된 마케팅을 위해 제약회사와 판매 계약을 맺고 영업 중이다. 동사는 아모레퍼시픽 계열 회사인 태평양제약과 2006년부터 2014년까지 약 9년간 동사의 제품을 한국시장에서 독점 공급하기로 계약하였다. 동사는 이에 따라 태평양 제약을 통해 메디톡스를 국내에 공급하고 있으며, 태평양 제약은 타 제품에 비해 70% 수준의 가격으로 점유율을 높여 가고 있다.



출처: 사업보고서

출처: 사업보고서

**인도 및 중남미등 신
규시장을 창출하여 수
출 다변화를 꾀하였다**

해외 시장에 진출할 때는 어떻게 제품이 판매되고 있을까? 국내에서 태평양 제약과 공급 계약을 맺은 것과 마찬가지로, 각 국가의 전문 제약 유통사와 공급 계약을 맺고 있다. 2009년에 진출하게 되는 인도시장은 인도의 Ranbaxy제약과 계약일로부터 5년간 제품을 공급하기로 계약을 맺었고, 페루, 볼리비아, 콜롬비아, 브라질 등의 중남미 시장에서는 제품등록 후 약 7년간 즉 2016년까지 제품을 독점 공급하기로 CJ제약과 계약을 맺은 상태이다. 이들 중남미 신세계 시장규모는 1~1.5천 억 원 정도로 브라질이 이중 50%, 즉 7백 억 원대 규모인데 브라질 시장 제품등록이 빠르면 2009년 3분기, 늦어도 연말 완료될 것이어서 앞으로 동사의 수출 다변화의 핵심 지역으로 판단된다.

**수출 및 내수비중은
64%, 36%로 수출비중
이 꾸준히 상승해왔다**

현재까지 국내 및 해외에서 메디톡신이 영업력을 갖춘 제약회사 또는 디스트리뷰터와 계약을 맺고 간접 판매 방식으로 판매되고 있음을 보았다. 이를 바탕으로 동사의 매출에서 수출 및 내수 비중이 어느 정도를 각각 차지하고 있는지 알아보자. 2008년 매출 기준 내수와 수출의 매출비중은 각각 36.5%, 63.5%로 수출비중이 약 2배정도 높다. 수출비중은 2006년 56%에서 2007년 60%, 2008년 64%로 꾸준히 상승하고 있다. 이는 메디톡신 제품 등록 완료 국가가 증가하면서 같이 수출도 상승했기 때문이다.

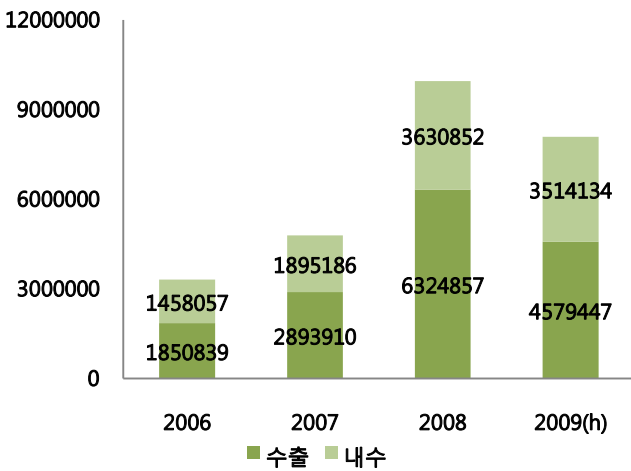
**메디톡신 제품등록이
완료된 국가는 2010년
이내로 약 30개국에
이를 것으로 전망된다**

2007년부터 현재까지 동사의 메디톡신이 제품 등록된 국가는 볼리비아, 페루, 우크라이나, 인도, 홍콩, 태국 등 총 14개 국가로 현재 브라질, 칠레, 인도네시아, 싱가포르, 이란, 이집트 등 총 12개 국가의 등록작업이 진행 중에 있다. 이에 따라 향후 2년 내에 30개국의 등록 작업이 마무리되어 수출이 대폭 급증할 것으로 보인다. 수출물량은 국내 물량보다 마진이 높아 동사의 영업이익률 상승에도 기여할 전망이다. 미국 Allergan사의 2008년 사업보고서에 따르면 이들 신흥 국가들의 보툴리눔 독소 제재 시장 규모 성장률은 미국 유럽 등의 기존 선진국 시장규모 성장률 11%에 비해 두 배 가량 더 높은 19%로 나타났기 때문이다. 등록된 적응증도 안검경련, 사시, 소아뇌성마비, 안면주름 등 다양해 신규 국가의 제품등록에 유리하게 작용할 것이다.

**동사의 매출, 영업이
익, 영업이익률은 급속
하게 성장해 진출 3년
만에 2009년 국내시장
점유율 1위를 달성하
였다**

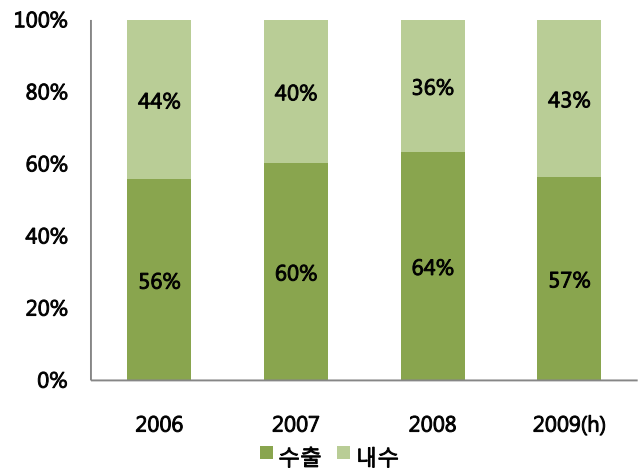
동사의 매출액 및 영업이익 당기 순이익 추이를 살펴보면 위와 같은 동사의 급속한 성장이 그대로 재무제표 상에 반영되었음을 알 수 있다. 2009년 2분기 매출은 전년동기 대비 79.6%로 전 분기 대비 24.8% 증가한 45 억 원으로 집계됐다. 기업인지도가 상승하고 2008년~2009년 초반 제품등록을 마친 국가들의 수요가 창출되며 매출이 증가했다.

차트 5. 동사 매출액 수출 및 내수 추이 (단위: 천원)



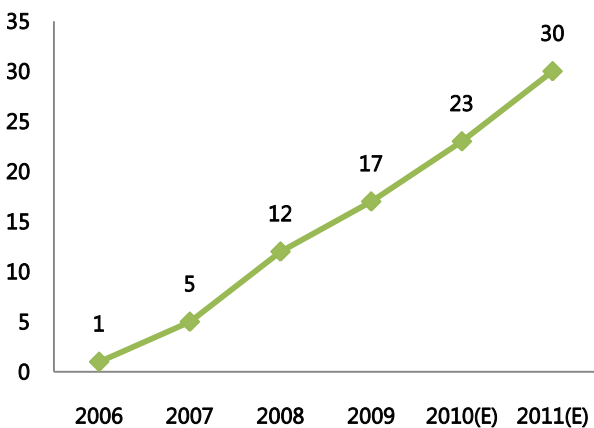
출처: 사업보고서

차트 6. 동사 매출액 수출 및 내수 비중 추이



출처: 사업보고서, SMIC research team 3

차트 7. 동사 제품 등록 국가 수



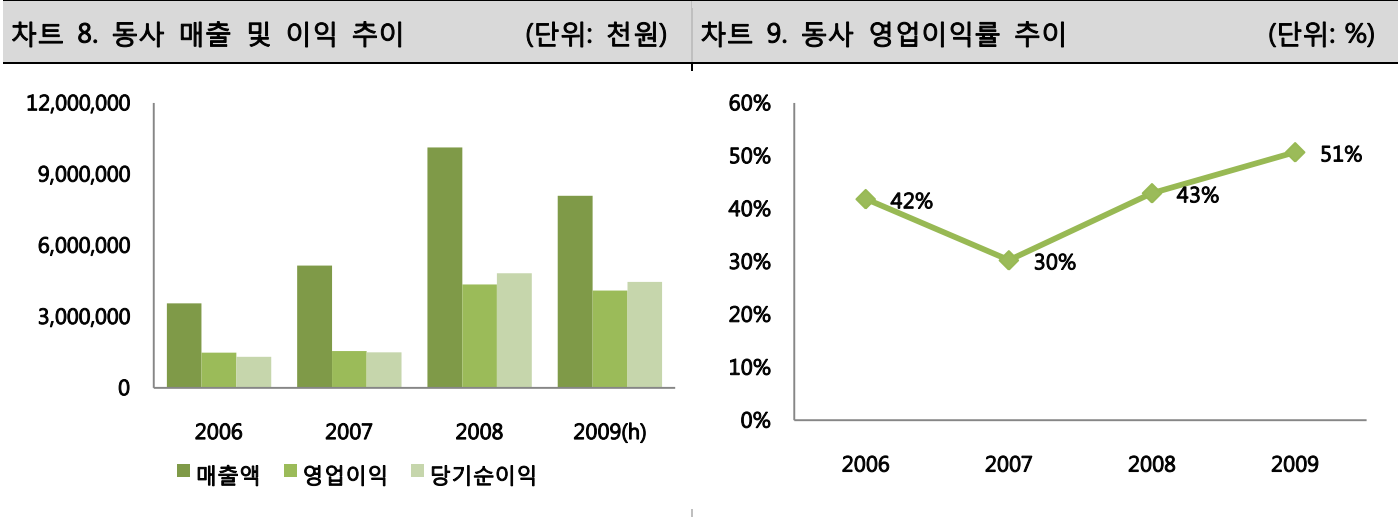
출처: SMIC research team 3

그림 1. 메디톡신 국가별 제품등록 추진 현황



출처: 키움증권

2 분기에 국내 시장 매출은 전년동기대비 191.3% 증가한 20 억 원을 기록했다. 이는 2009 년 초 미국 Allergan 사가 대웅 제약과의 판매계약을 종결하고 직판체제로 바꾸는 사이 동사의 국내 판매대행사인 태평양제약의 영업으로 시장 점유율이 2008 년 26%에서 2009 년 상반기 38%대로 확대되었기 때문으로 풀이된다. 해외 시장은 일본 및 태국 수출 증가로 아시아지역 매출이 전년동기대비 64.8% 증가한 17 억 원을 기록하며 외형 성장을 견인했다. 아시아 지역 중 일본 및 홍콩은 동사의 해외부분 매출에서 약 40%를 차지하는 큰 시장이다. 중남미 및 동유럽지역 매출도 신규등록 된 콜럼비아, 우크라이나 관련 매출이 확대되어 전년동기대비 각각 20.2%, 32.6% 증가했다. 영업이익은 전년 동기대비 148.2% 증가한 25 억 원으로 나타났다.



출처: 사업보고서

출처: 사업보고서

2. Competitiveness 분석

동사의 경쟁력은 1위와 동일한 품질, 그리고 원천기술 보유로 인한 30% 싼 가격 경쟁력이다

동사는 어떤 경쟁력을 갖추고 있길래 이와 같이 성장할 수 있었을까? 동사의 경쟁력을 알아보자. 동사의 경쟁력으로는 기존 시장점유율 1위였던 Allergan 사의 보톡스 제품과 동일한 품질을 지녀 의사들이 기존 시술 시 사용제품을 바꾸게 될 때 드는 전환비용이 없었다는 점과 보톡스 제품 판매가 대비 70% 수준의 가격 경쟁력을 갖췄다는 점을 들 수 있다. 또한 원천 기술을 보유하여 매출원가가 낮아 영업이익률이 매우 높은 고수익성을 갖추고 있다.

1) 세계 1위 업체와 동일한 품질 + 30% 싼 가격 경쟁력.

메디톡신은 보톡스와 품질면에서 차이가 없고 가격이 30% 더 싸 점유율 1위를 달성했다

동사의 메디톡신 제품은 전세계 독소제제시장 점유율 1위인 Allergan 사의 보톡스와 동등하면서 가격경쟁력에서 우위에 있다. 아산병원에서 보톡스와 메디톡신의 효능을 검사했는데 품질 면에서 차이가 없는 것으로 나타났다. 이 외에도 세 개의 병원에서 검사한 결과와 많은 논문들이 품질의 대등함을 보여주고 있다. 또한 메디톡신은 2006년 3월에 국내에서 품목허가를 획득했는데 가격이 보톡스보다 20%~30%로 낮다. 국내 판권사인 태평양 제약이 빠른 점유율 확대를 위해, 30% 정도 낮은 가격에 출시하였기 때문인데, 이러한 가격경쟁력을 바탕으로 발매 3년차인 2008년에는 국내 시장점유율이 26%로 보톡스에 2위로 부상했고, 금년 1분기에는 38%를 점해 보톡스(26%)를 앞질러 국내 시장 점유율 1위로 올라섰다. 내년부터는 안전성과 편의성을 강조한 '차세대 메디톡신'에 대한 글로벌 임상에 진입, 글로벌 시장 진출을 추진할 예정이다.

전환비용이 없어 메디톡신을 사용하는 의사들이 늘고 있다

전문의약품 시장에서는 병원과 약국 등이 의약품제조업체들에 대해 상당히 강한 협상력을 보유하고 있다. 따라서 동사와 같은 업종에서 사업을 영위하는 업체들의 경우 전방의 수요자들을 얼마나 만족시킬 수 있는가 하는 점이 곧 경쟁력이 될 수 있다. 보툴리눔 독소는 자연계에서 가장 강력한 독소이며, 따라서 이를 이용한 의료 또는 피부미

용의 과정에 있어서 상당한 수준의 기술이 요구된다. 이러한 이유로 의사들은 기존에 사용하던 약물을 쉽게 바꾸지 않는다. 이와 같은 이유로 후발 업체들은 시장을 미리 선점한 Allergan 사의 보톡스를 쉽게 잠식하기 어려웠다. 그러나 동사의 메디톡신은 보톡스와 성분이 일치하기 때문에, 의사들에게 있어 전환비용이 존재하지 않는다. 게다가 손님의 경우 의사의 말을 믿고 약물을 사용하는 경우가 많기 때문에, 의사에게 마진을 더욱 남겨줄 수 있는 동사의 메디톡신이 빠르게 보톡스의 시장을 잠식할 수 있었다고 판단된다. 저렴하지만 품질이 떨어지는 란주생물제품연구소의 BTXA가 시장점유율을 확대하지 못하는 것과 대비되는 이유이다.

2) 원재료와 관련된 원천기술 보유 + 매출원가 저렴하여 높은 영업이익률

원재료와 관련된 원천 기술을 보유하여 변동 비성격의 재료비가 매출원가에서 6%에 불과하다

동사는 고수익성을 보유하고 있다. 2009년 상반기 매출액 기준 영업 이익률은 51%로 2009년 1분기만 고려하면 영업이익률이 56%대에 이른다. 2009년 상반기 전체를 보면 신규 투자와 감가상각비 등으로 인해 영업이익률이 51%이지만 여전히 제약, 바이오 업체 중 높은 수준의 영업이익률을 보이고 있다. 영업이익률이 이렇게 높은 이유는 보툴리눔 독소가 1g 미만의 소량으로 1년 매출 이상을 발생시킬 수 있고, 원재료와 관련된 원천기술을 보유하여 제조원가에서 변동비 성격의 재료비가 전체 제조원가 대비 6%에 불과하기 때문이다. 즉 매출액이 증가할수록 영업이익률이 상승할 것으로 예상된다.

메디톡스는 매출규모가 늘어날수록 원가구조가 개선되어 영업이익률이 55%대에 이를 전망이다

메디톡신의 제조공정을 살펴보면 박테리아에서 분비되는 보툴리눔 독소를 분리 정제하여 아주 소량씩 분병 하게 된다. 보툴리눔 독소는 1g만으로도 백만 명을 사망하게 만들 수 있는 강한 독성을 지녀 각 단계별로 엄격한 제조설비와 노하우가 필요하다. 그리고 박테리아를 활용하기 때문에 일단 공정이 확립되면 매우 낮은 비용구조를 지게 된다. 따라서 매출규모가 늘어날수록 원가구조 개선은 지속될 전망이다. 즉, 매출규모가 커질수록 고정비 절감효과가 매우 크다. 동사의 매출규모가 커지면서 판관비가 8억 증가했음에도 매출액 대비 영업이익률은 2008년 43%에서 2009년에는 52%로 급상승하고 2010년에는 55%대로 올라갈 것으로 판단된다.

영업적인 업무를 아웃소싱함으로써 높은 영업이익률을 유지하고 있다

또한 제품 생산에만 집중하고 영업적인 업무를 판매 대행업체에게 전가함으로써 판관비의 비중을 상당히 낮춰, 동종 업계에 비해 높은 영업이익률을 보이고 있다. 각 국가별로 제품 등록 및 허가를 따로 해야 하는 보툴리눔 독소 제재 시장에서 국가별로 직판체제를 갖추기 위해 필요한 자금을 동사의 규모에서는 충당하기 힘들 뿐만 아니라 이와 관련한 비효율성을 감안해 각 국가별 대형 제약유통사와 판권 계약을 체결하고 있다.

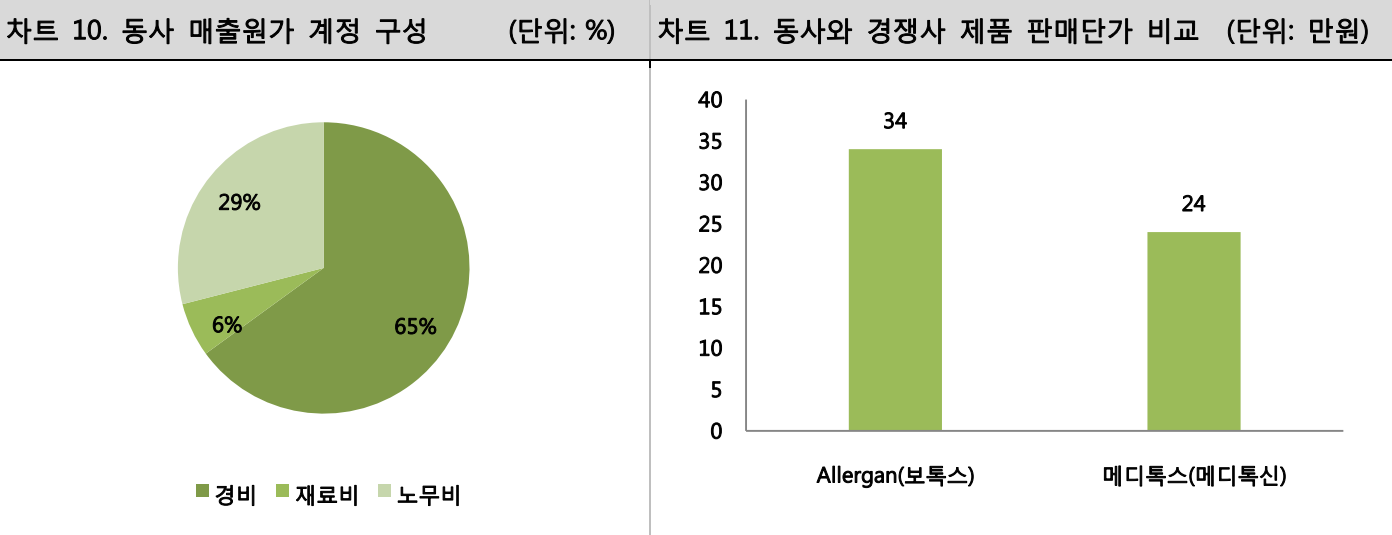
수출비중이 높기는 하지만 영업이익률의 상승은 환효과에 의한 영향은 매우 낮다

그런데 2009년 상반기 매출에서 수출비중이 57%정도로 높고 수출 대금을 달러로 회수하는 경우가 많기 때문에 환율 변동과 관련되어 고회율로 인해 영업이익이 상승하지 않았을까 하는 의문이 들 수 있다. 원재료는 원천기술의 보유에 따라 전부 국내에서 조달되기 때문에, 매출원가와 관련해서는 환율의 영향을 받지 않는다. 그러나 매출처의 절반 이상이 해외이기 때문에 환율이 매출에 미치는 영향은 분명히 존재한다고 볼 수 있다. 이를 구체적으로 계산해보겠다. 기존 매출이 100이고, 영업이익이 50, 수출 비중을 60%잡으면, 환율 변동에 의해 영향을 받는 부분은 매출 60과 영업이익 30이다. 환율이 1200원에서 1000원으로 떨어지는 극단적인 가정을 통해 영업이익률이 얼마나 떨어지는지 확인해보면, 환율이 16.5% 움직일 때 해외 부분은 매출 50.04, 영업이익은 20.04로 감소한다. 이를 통해 동사의 영업이익률을 다시 계산해보면 전체 매출 90.04, 영업이익 40.04로 약 44.4%이다. 이는 기존에 비해 약 5.5% 정도 감소한 것으로, 환율이 당분간은 위와 같은 급격한 변화를 보이지 않는다면, 동사의 수익성은 지속될 수 있을 것이라 판단된다.

3. 경쟁사 분석

보툴리눔 독소시장은 6개 업체가 진출해 있는 과점시장이다

지금까지 동사의 경쟁력에 대해서 살펴보았다. 그렇다면 보툴리눔 독소시장에는 동사를 외에 어떤 Player들이 존재하고 동사의 경쟁상대는 누구인지 알아보자. 보툴리눔 독소 제재 시장은 현재 전세계 6개 업체가 진출해 있는 과점시장이다. 대략 별로 살펴보면,



출처: 사업보고서

출처: SMIC research team 3

미국에 전세계 1위업체인 Allergan 사와 유일한 B형 보툴리눔 독소 제재 생산 업체인 Solstice Neuroscience 사가 있고 중국에는 란주생물제품연구소가 있다. 유럽에는 프랑스의 Beaufour Ipsen(보프 입센)사, 독일의 Merz(메르츠)사, 그리고 한국에 메디톡스 사가 있다.

과점시장인 이유는 보툴리눔 독소 추출을 위한 균주의 확보에 진입장벽이 높기 때문이다

이렇게 과점시장인 이유는 보툴리눔 독소가 1940년대 분리되어 물질특허가 없는 제제이지만, 맹독성을 띄어 국제적으로 '생물무기금지협약'에 따른 규제로 균주의 확보가 사실상 불가능하고 진입장벽이 높기 때문이다. 해외시장을 살펴보면 Allergan 사는 전세계 보툴리눔 시장에서 83%의 점유율을 차지하고 있다. 이는 전세계 보툴리눔 시장의 약 50%이상이 미국시장이기 때문이다. 미국 및 유럽 등의 선진국 비율은 전세계 시장에서 약 70%를 차지하고 있다. 시장 규모는 2008년 말 기준 1.6billion으로 Allergan사는 1989년 제품등록을 하여 보툴리눔 치료시장에 진출하였고 1996년에 한국시장에 진출하였다. 현재 세계 시장에서 동사는 약 1%대의 점유율을 차지하고 있다. 동사의 세계 시장점유율은 2006년 0.39%에서 2007년 0.76% 2008년 1.0%를 달성했고 차세대메디톡스 신제품이 미국 및 유럽 시장에 진출하게 되는 2014년경부터는 더욱 성장할 전망이다.

국내시장은 6개 업체가 모두 진출해 있으며 하반기 1개업체가 더 진출할 예정이다

국내시장은 450~500억 원 규모로 미국 시장의 1/20 정도에 불과하지만, 2009년 4분기부터 한화제약이 독일의 Merz 사의 Xeomin을 발매하며 전세계의 6개 보툴리눔 독소제제가 모두 출시되어 있는 유일한 국가가 되었다. 이러한 경쟁 속에 동사는 2009년 시장점유 1위에 등극하게 되어 그 의미가 더욱 크다고 할 수 있다. Merz사 외에도 2009년 하반기 BK동양성형외과에서 이 시장에 진출할 예정으로 이렇게 되면 국내에 7개 업체가 경쟁하게 되는 셈이다. BK동양성형외과는 휴젤(비상장사)이라는 자회사를 통해 '보툴락스'를 개발, 금년 11월에 시판허가를 받아 내년부터 판매할 전망이다. Xeomin의 경우는 보톡스와 가격대가 비슷해 가격경쟁력에서 동사의 제품이 여전히 우수하고, 보툴락스의 경우 업체의 자금 동원력이 미흡함과 동시에 생산규모가 영세해 시장 판도에 큰 영향을 미치기 힘들 것으로 판단된다. 기존 시장의 보톡스는 동일한 품질에 비해 가격이 30% 정도 차이가 나며, BTXA는 낮은 품질에 비해 메디톡스와 가격 차이가 크게 나지 않는다. Myoblock의 시장점유율을 지속적으로 하향 추세를 보이고 있으며, Dysport는 독소의 용량이 커서 상대적으로 치료용에 적합하여 피부미용 시장 비중이 큰 국내에서는 점유율이 감소하고 있는 추세이다. 이와 같은 이유로 동사는 국내 시장에서 1위를 지켜낼 수 있을 것으로 판단한다.

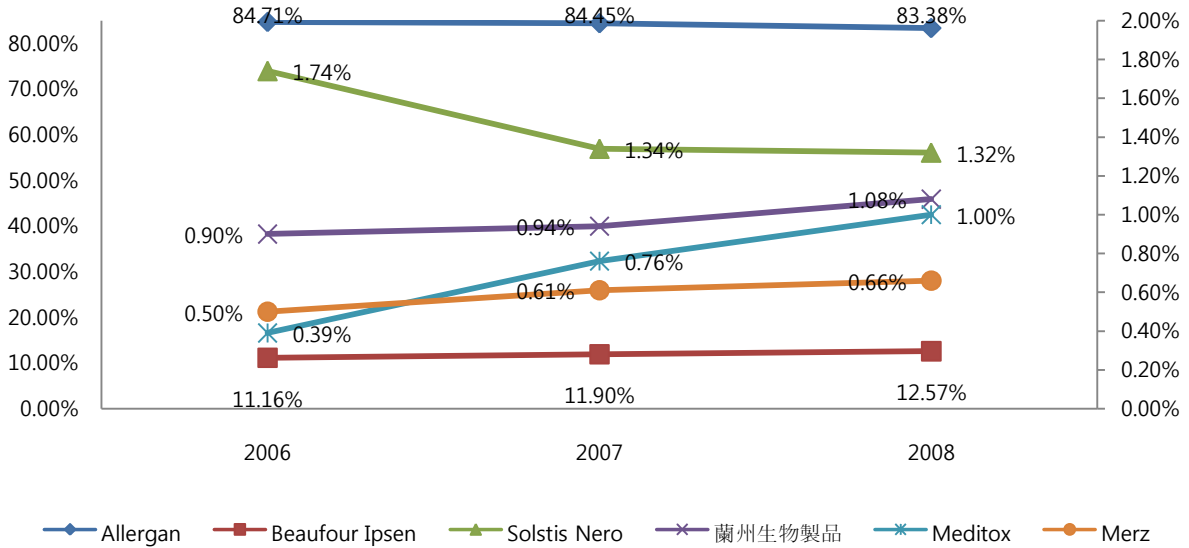
표3. 시장 내 주요 5개 player 비교						차트 12.. Allergan 매출 대비 BM 구성 (2008년)	
구분	BOTOX	Dysport	BTXA	MEDITOXINE	MYOBLOCK		
독소형태	A형	A형	A형	A형	B형		
제조원	Allergan	Beufour ipsen	Lanzhou institute	Meditox	Solstice Neuroscience		
판매자	대웅제약	한국입센	한울제약	태평양제약	(주)드림파마		
주요시장	미국, 유럽, 전세계	유럽, 한국, 제 3세계	중국, 한국, 제3세계	한국, 일본, 제3세계	미국, 유럽		
저장기간	36개월 -5℃	24개월 2~8℃	24개월 -5~-20℃	24개월 2~8℃	48개월 2~8℃		
성분	100U 인혈청알부민 NaCl	500U 인혈청알부민 락토즈	100U 젤라틴 덱스트란 수크로스	100U 인혈청알부민 NaCl	B형 5000U/m 인혈청알부민 NaCl		
국내판매 허가일	1996.10.02	1999.07.13	2002.05.29	2006.03.16	2008.04.08		

- BOTOX cosmetic
- BOTOX therapeutic
- Ophthalmology
- facial aesthetic
- breast aesthetic
- Obesity intervention
- Skin care
- Urologics

출처: 사업보고서, SMIC research team 3

출처: Allergan 2008 annual report

파트 13. 보툴리눔 독소 제재 6개 업체 전세계 시장 점유율 추이 (단위: %)



출처: 사업보고서, Credit Suisse 'Allergan.Inc'

차트 14. Allergan 보톡스 관련 매출액

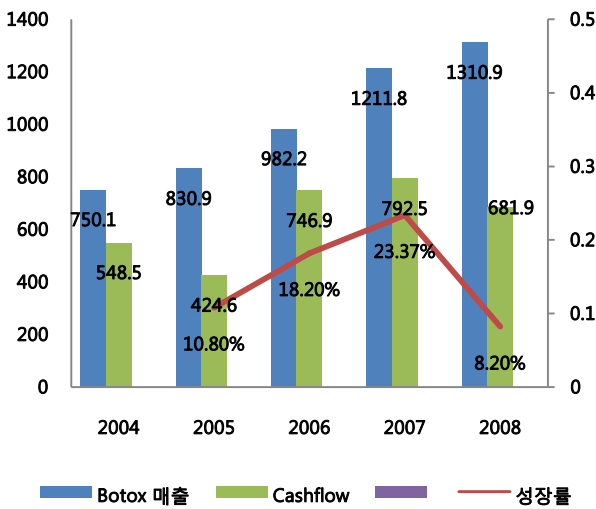
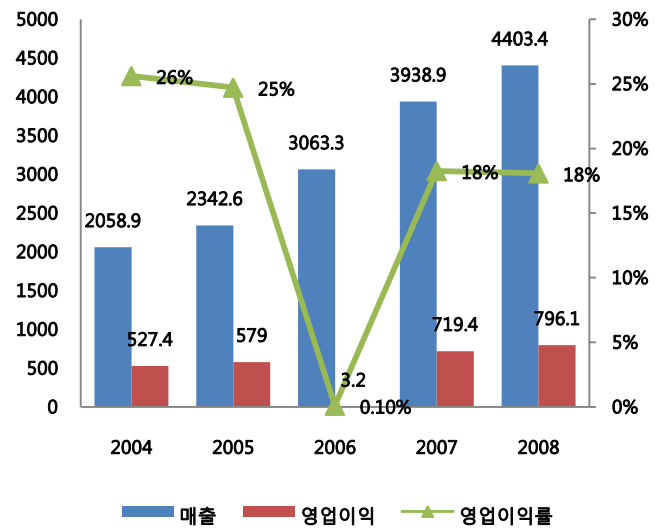


차트 15. Allergan 매출, 영업이익, 영업이익률 비교



출처: 사업보고서, SMIC research team 3

출처: Allergan 2008 annual report

Allergan사는 사업구조가 매우 복잡하며 이로 인해 영업이익률이 동사에 비해 훨씬 낮다

동사의 가장 큰 경쟁사인 Allergan에 대해서 좀 더 비교해 보자. Allergan의 보톡스 관련 매출은 2006년 전체매출의 33%, 2007년 31%, 2008년 30%이다. 그러나 보톡스 관련 2008년 전년대비 성장률은 8.2%로 크게 줄었지만 매출액 자체는 증가한 것으로 볼 때 다른 사업부문의 매출이 증가하였기 때문에 보톡스 비중이 줄어든 것으로 보인다. Allergan의 전체사업부문 영업이익률은 10%대 후반20%대 초반 사이에 있어 40%~50%대 사이인 동사의 영업이익에 비해 크게 낮다.

Allergan 사의 보톡스 매출은 전체매출의 30%를 차지하고 있으며 치료대 미용의 비중은 5:5 이다

Allergan의 보톡스 매출은 BOTOX cosmetic 과 BOTOX therapeutic으로 나뉘어 있으며 각각 피부미용 부분과 치료부분을 맡고 있다. 치료 대 미용의 비중은 2007년 2008년 모두 5:5로 나타났는데 이는 미국 보툴리눔 독소 시장이 치료 대 미용 비중이 55: 45인 것이 반영되었기 때문이다. Allergan사의 국내 매출액은 180억원대 이지만 치료부분비중이 동사보다 높아 치료부분에서 보험급여 수혜를 받고 있는 부분을 차지하면 동사의 메디톡스 국내 매출액 100억대 규모와 비슷한 140억 원 대로 떨어진다. Allergan은 미국시장의 선발주자 효과로 전세계 83%의 매우 높은 시장점유율을 향유하고 있지만 전세계 6개 업체가 모두 진출해 있는 완전 경쟁시장인 국내시장에서 메디톡스에 밀려 국내 점유율이 26%로 하락하여 메디톡스에 1위 자리를 내준 점을 감안하면, 메디톡스가 차세대 액상 메디톡스로 미국 및 유럽 등 선진국 시장에 진출하게 되는 2014년경에는 동사의 경쟁력이 Allergan 사를 앞설 수도 있을 것으로 보인다.

Ⅲ. 진입장벽: 추가 시장진입자의 위협은?

1. 원재료 수급

보툴리눔 독소는 바이오테라 물질로 분류되어 있어 확보하기 어렵다

보툴리눔 독소 제제의 생산에 필요한 원재료는 주성분인 보툴리눔 독소 A형 단백질이다. 보툴리눔 제품을 생산하는 회사의 경우 자체적으로 생산하므로 문제가 없다. 자체 생산이 없는 기업이 시장에 진입하기 위해서는 원료를 구입하거나 기술을 개발해야 하는데, 보툴리눔 제제는 1g으로 100만 명을 죽일 수 있는 강한 독성물질로 이미 국제적으로 생물무기금지협약의 대상물질이므로 제조, 보유 및 수출입허가 신고가 필요하다. 또한 ATCC(균주 기탁 및 배포 협회)에서는 균주 배포를 금지하고 있다. 기술 개발을 통한 시장 진입도 쉽지 않다. 지난 30~40년 동안 기술개발을 각국에서 시도했으나 원천 기술을 확보해 시장에 추가한 곳은 몇 군데 없으며 동사 또한 1969년 미국 위스콘신대에서 식품미생물학을 연구한 양규환 박사(3대 식약청장)가 식품연구소(FRI)에서 보툴리눔 균주를 카이스트로 반입했기 때문에 가능했던 것이다. 그만큼 보툴리눔 독소는 균주 확보가 강한 진입장벽으로 작용한다.

2. 등록 및 허가, 설비확보의 어려움

원료 확보 후엔 까다로운 규제와 장기간의 설비투자가 필요하다

어떤 기업이 천신만고 끝에 보툴리눔 독소 A형 단백질을 손에 넣었다고 가정하자. 이제 보툴리눔 독소 제제를 생산해야 하는데 보툴리눔 제제는 바이오 의약품에 속한다. 보툴리눔 독소는 생물학적 제제 분류에 따라 정부로부터 선진국(미국·유럽) 수준의 요건을 갖추어 인허가를 받아야 한다. 그리고 의약품으로서 약사법 등 수많은 관련법규의 규제를 받는다. 이러한 규정에 따라 판매허가를 받기까지는 임상실험 및 승인, 등록, 공장설비확보 등의 과정에서 10여 년 정도가 걸린다. 또한 맹독성 단백질을 원료로 하는

제품을 생산하기 위해서는 BL3(Biosafety Level 3) 기준을 만족하는 특수건물 및 장비가 필요하다. 이러한 절차들을 통해 제품을 생산해내기 위해 필요한 긴 시간과 자본 또한 진입장벽이다.

3. 인력 확보의 어려움

보툴리눔 독소 전문가는 세계적으로 희귀인력이다

보툴리눔 독소를 통해 제품을 만들기 위해서는 10여년 간의 시간과 자본만이 필요한 것이 아니다. 바로 이를 잘 다룰 줄 아는 노하우를 지닌 보툴리눔 독소 전문가가 필요하다. 하지만 독소 전문가는 세계적으로도 희귀인력이다. 또한 정부 역시 생화학 연구 관련 인재들에 대한 관리를 하고 있기 때문에 보툴리눔 독소 전문가를 영입하거나 양성하는 일은 쉽지 않다.

IV. 앞으로도 계속 좋을 수 있을까?

앞으로도 잘 할 수 있을까?

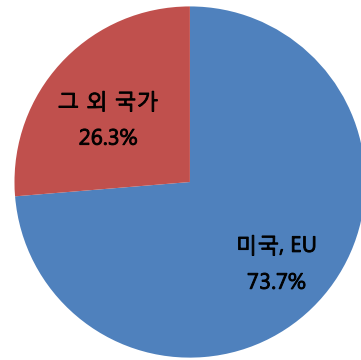
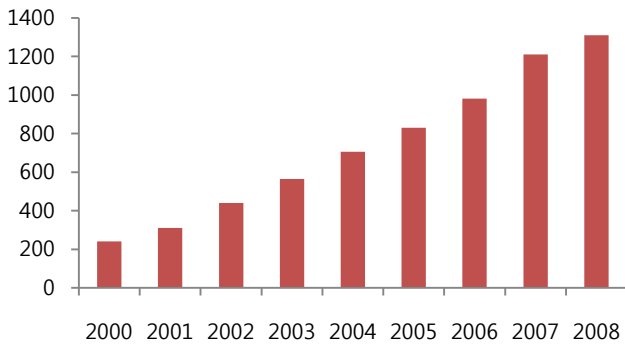
지금까지 살펴본 이야기를 종합해보면, 보툴리눔 독소 시장은 계속 성장해왔으며, 동사는 이 안에서 품질과 가격경쟁력 등을 바탕으로 그 이상의 성장을 지속해왔다. 게다가 향후에 현재의 과점시장을 위협할만한 추가 진입자의 위험 역시 크지 않은 상황이다. 동사가 사업 영위하고 있는 보툴리눔 독소 산업이 꾸준히 성장한다면, 동사가 현재의 위치만 지킨다 하더라도 성장할 수 있을 것이다. 지금부터 보툴리눔 독소 시장이 앞으로도 지속적으로 성장 가능한지 확인해보도록 하겠다.

1. 보툴리눔 독소 시장의 특성

피부미용 관련 시장과 치료용 시장으로 구분해, 특성을 알아보겠다

현재 보툴리눔 독소 시장이 가장 많이 발전한 곳은 현재 미국과 EU이다. 특히 미국은 이미 20여 년 동안 보툴리눔 독소를 사용해왔으며, 적용되는 적응증의 개수나 소비량 등 많은 부분에서 큰 성장을 보여왔다. 이러한 성장을 바탕으로 현재 이들 선진국 시장은 전체 보툴리눔 독소 시장의 70% 이상을 차지하고 있다. 이 국가들은 그 외 국가들과 평균적으로 5~10년 이상 보툴리눔 독소 시장 격차를 보이고 있다. 따라서 미국과 EU의 보툴리눔 독소 시장 성장 과정을 향후 세계 시장의 성장 과정을 예측할 수 있는 척도로 삼으려 한다. 현재 선진국 시장은 치료용 시장이 55%, 피부미용 관련 시장이 45%로 몇 년 동안 안정적인 비중을 보이고 있다. 그 외 국가들 사이에서는 피부미용 관련 시장이 비중이 더 큰데, 이러한 차이는 어디에서 오는지. 그리고 궁극적으로 선진국 시장과 비슷한 추세로 갈 것이라면, 비중이 반반인데 향후 각 시장에 영향을 미칠만한 요소는 무엇인지 이야기해보고자 한다.

차트 16. 미국 보틀리눔 시장 추이 (단위: 백만\$) **차트 17. 세계 시장 크기 비교**



출처: Allergan 2008 annual report, SMIC research team 3

출처: Allergan 2008 annual report, SMIC research team 3

(1) 피부미용 관련 시장

1) 평균 수명 연장 및 고령화

고령화에 따른 꾸준한 시장 증가가 예상된다

세계적인 현상 중의 하나가 인구의 고령화이다. 세계적으로 60세 이상의 노년층 인구는 7억 명이 넘고 그 증가율도 놀라운 수치를 나타내고 있다. 이런 추세라면, 2020년에 이르면 60세 이상의 인구가 10억 명이 넘을 것으로 추산되고, 이를 근거로 볼 때 피부미용 관련 시장의 고객인구의 증가, 즉 시장규모 자체의 꾸준한 증가를 예측할 수 있다.

표 4. 세계 인구 성장 추세 (단위: 백만 명)

Country / Region	Population (in million)				Change 2001-2020
	2000	2001	2010	2020	
World	6079.7	6157	6823.2	7517.5	1.10%
0-14	1818.8	1820.4	1824.4	1859.6	0.10%
15-59	3655.7	3717.7	4240.6	4633.8	1.20%
60+	605.2	618.9	758.2	1024.1	2.70%
United States	275.6	278.1	300.1	325.2	0.80%
0-14	58.6	58.7	59.4	64.5	0.50%
15-59	171.5	173.4	184.6	186.2	0.40%
60+	45.5	46	56.1	74.5	2.60%
5Top European Countries	299.3	299.9	303.9	303.6	0.10%
0-14	49.6	49.4	45.8	42.6	-0.80%
15-59	183.7	183.7	183.6	176.3	-0.20%
60+	66	66.8	74.5	84.7	1.30%

출처: International Data Base, U.S. Census Bureau, SMIC research team 3

2) Baby-Boom 세대들이 시장성장의 견인차 역할

Baby-Boom 세대는 시장의 성장을 이끄는 요인이 될 것이다

Baby-Boom 세대들은 지난 30여 년간 세계적인 경제와 소비동향에 큰 영향을 미쳐왔었다. 이 세대들은 일반적으로 그들의 부모 세대보다 교육수준이 높으며 효능이나 효과에 대한 과학적인 근거가 있는 제품을 선호하는 경향이 있다. 또한, 젊게 사는 것, 풍요롭게 사는 것에 대한 관심이 많은 이들은 피부미용 관련 시장의 성장에

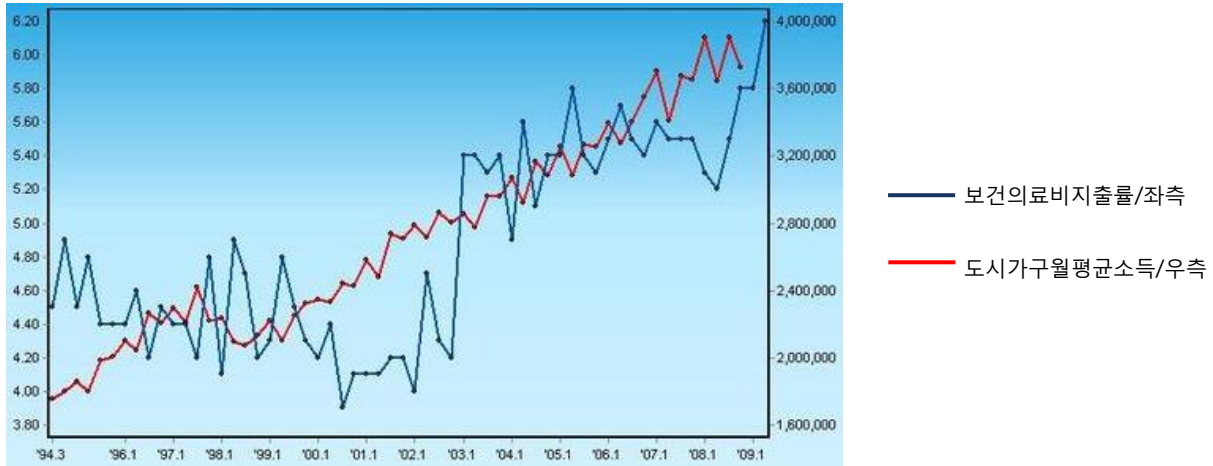
중요한 견인차 역할을 하고 있는 주인공들이다. 더불어 baby boomer 세대들은 자신들뿐만 아니라 그들의 부모세대까지 의료비 지출이 높은 것으로 나타나고 있어, 고령화 인구의 증가와 함께 시장 성장에 있어 주요 구동요인이 될 것이다.

3) 사회적 압력에 따른 성형인구 증가

성형의 수요층이 다양해지고 있다

의심의 여지가 없을 정도로 미, 멧 등의 관심과 중요도가 하루가 다르게 늘어나고 있다. 최근 미국 언론에는 보톡스를 활용한 신조어들이 많이 등장한다. 보툴리눔 독소 제제는 단순한 약물 이상으로 비아그라 이래 최대의 신약으로 꼽히고 있으며, 성형의 역사를 다시 쓸 정도의 혁명적 의미를 지니고 있다. 젊어 보임이 주는 사회적 보상이 보툴리눔 독소 제제 열풍을 부채질하고 있으며, 젊음을 요구하는 사회적 압력으로 남성 성형 인구도 증가하고 있는 추세이다. 이와 더불어 연령도 다양해지는 등 수요층이 지속적으로 늘고 있다.

그림 2. 보건의료비지출률 (단위: 좌측 %, 우측 원)



출처: 한국경제신문 HiCEO

4) 장기간 사용의 필요성

보툴리눔 독소 제제는 지속적인 수요 창출이 가능하다

피부노화방지 약품에 해당하는 대부분의 제품들이 원하는 효과를 체감하기 위해서는 장기간의 사용을 필요로 한다. 특히 보툴리눔 독소 제제의 경우에도 1회 시술로는 3-6개월간의 효과만 누릴 수 있어, 이것이 지속적인 수요를 창출하는 요인이 되고 있다.

(2) 치료용 시장

1) 인구의 증가

인구의 꾸준한 증가는 수요 창출을 의미한다

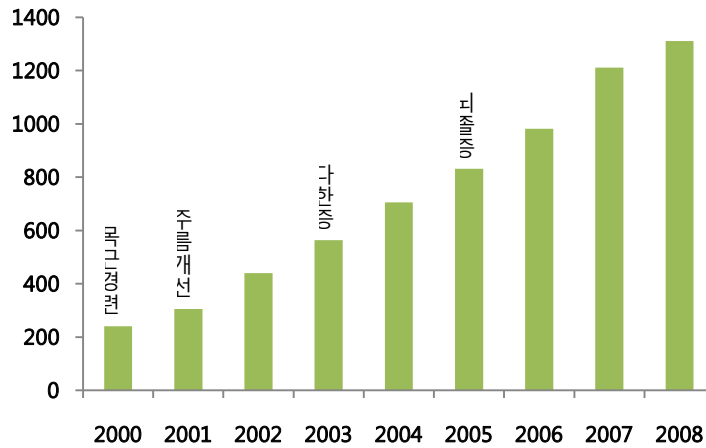
인구는 보툴리눔 독소의 치료용 시장에서 중요한 요소이다. 앞의 표 X에서 살펴보면, 향후에도 세계의 인구는 지속적으로 증가할 것으로 예상된다. 인구가 증가하면 자연히 보툴리눔 독소 제제를 필요로 하는 적응증 인구 역시 증가할 것이다. 이는 향후의 추가 수요 창출을 의미한다.

2) 적응증

적응증의 증가는 시장의 성장과 큰 연관이 있다

적응증이란, 어떠한 약제나 수술 따위에 의하여 치료 효과가 기대되는 질환이나 증상을 일컫는 말로, 여기에서는 보툴리눔 독소 제재를 통해 치료할 수 있는 질환이나 증상을 의미한다. 적응증은 정부에 의해 허가가 이루어져야 추가가 된다. 과거 보톡스의 매출 추이를 통해 적응증이 관련 산업 매출에 얼마나 큰 영향을 끼치는지 알아보도록 하겠다. 아래 차트 X에서 보면 새로운 적응증이 추가될 때마다 매출이 크게 움직이는 모습을 볼 수 있다. 아래 차트 X에서 각 적응증이 추가된 해의 매출액 상승률 평균은 28.57%로, 전체 기간의 매출액 상승률 평균인 23.99%에 비해 높은 것을 알 수 있는데, 이는 새로운 적응증이 추가될 때마다 새로운 시장이 열리기 때문이다. 따라서 향후 추가될 수 있는 적응증의 수가 얼마나 되느냐가 시장의 성장성과 큰 연관성을 지니고 있다.

그림 3. 적응증에 따른 보톡스 매출액 변화 (단위: 백만\$)



출처: Allergan 2008 annual report, SMIC research team 3

(3) 종합

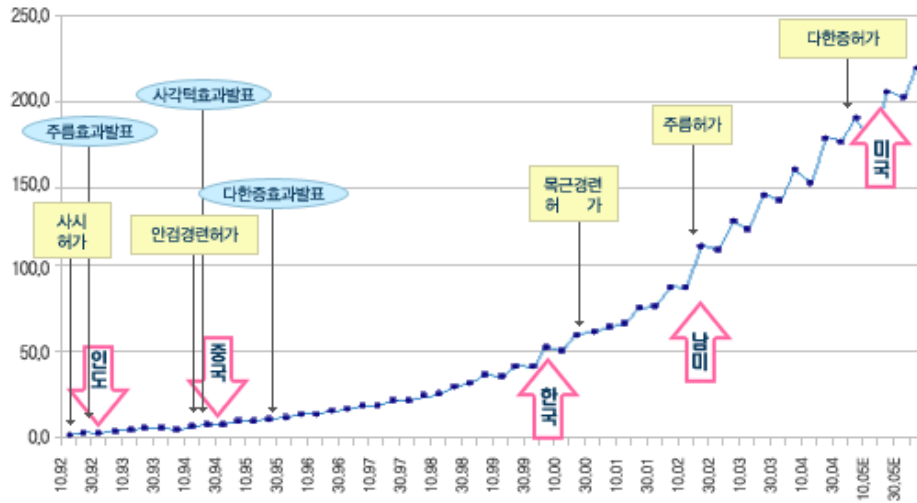
향후에도 지속적인 성장이 예상된다

위에서 살펴 본 것과 같은 요소들이 각 시장에 영향을 미치고 있으며, 각 요소들이 보툴리눔 독소 시장에 긍정적인 전망을 보이고 있어서 향후에도 보툴리눔 독소 시장은 추가적인 성장을 보일 수 있을 것이라 예상된다. 따라서 동사가 사업을 영위하고 있는 산업 자체의 크기는 지속적으로 커질 것으로 보인다.

그렇다면 구체적으로 어떠한 시장이 앞으로 성장할까?

그림 4. 10 Year Market Growth

(단위: 백만\$)



출처: CSFB 2004, 메디톡스

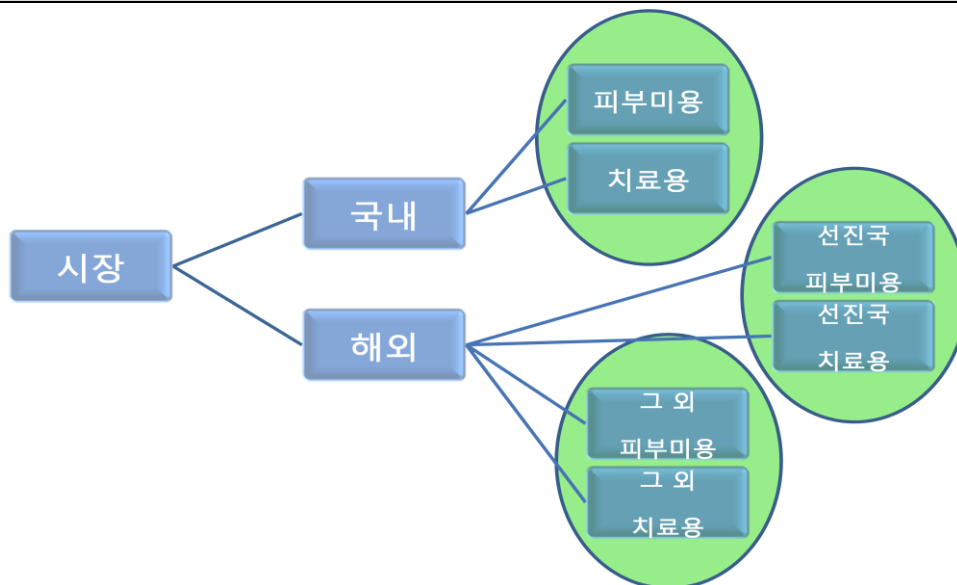
2. 시장의 성장성

(1) 시장의 구분

시장은 6가지로 구분된다

먼저 보툴리눔 독소 시장을 국내와 해외 부분으로 나눌 수 있으며, 해외 부분은 다시 선진국 시장(미국, EU)과 그 외 시장으로 구분할 수 있다. 그리고 각 시장을 치료용 시장과 피부미용 관련 시장으로 구분하면 총 6개의 시장으로 구분된다.

그림 5. 시장 분류



출처: SMIC research team 3

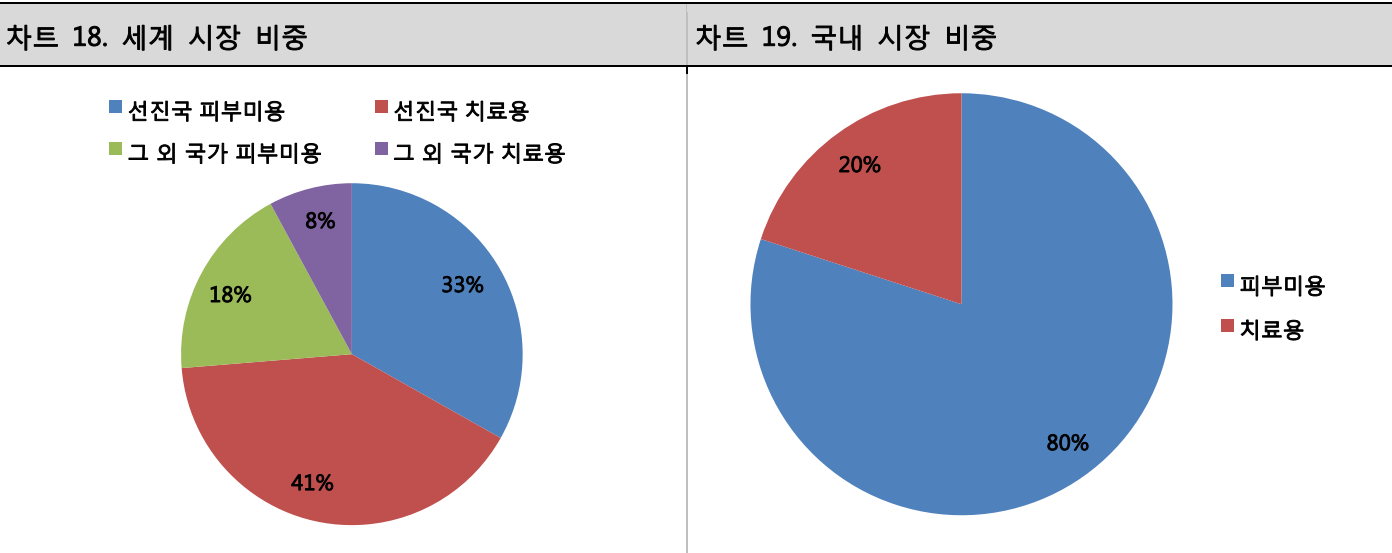
(2) 각 부분 시장의 크기

선진국 시장의 비중이 높다

세계 보틀리눔 독소 시장의 총 규모는 2008년 16억 3900만 달러로, 약 2조 446억 원 정도로 추산된다. 이중 가장 큰 시장은 미국과 유럽으로, 이들은 세계 시장의 73.7%를 차지하고 있다. 이들 선진국 시장은 위에서 언급했듯이, 보틀리눔 독소 산업의 성장을 경험하기 시작한지 오래되었으며, 치료용 시장과 피부미용 관련 시장의 비중이 55% 대 45% 정도로 꾸준히 유지되고 있다. 이에 반해 26.3%를 차지하고 있는 미국과 유럽을 제외한 다른 국가 시장에서는 상대적으로 피부미용 관련 시장의 비중이 높은 편이다. 그 이유는 아직 대부분의 국가에서 보틀리눔 독소 적응증의 수가 많지 않기 때문이다.

국내 시장은 피부미용 관련 시장 비중이 높다

다음으로 국내 시장을 살펴보면, 국내 시장은 현재 보틀리눔 독소 적응증의 수가 아직 많지 않은데다가, 성형 시장의 활성화로 인해 피부미용 관련 시장의 규모가 다른 국가에 비해 상대적으로 커서, 치료용 시장과 피부미용 관련 시장의 비중이 각각 20%, 80%를 차지하고 있다. 2005년 당시 10% 대 90%에서 현재의 비중으로 변화한 것인데, 이는 치료용 시장의 급격한 성장과 관계가 있다.



출처: 사업보고서, SMIC research team 3

출처: 사업보고서, SMIC research team 3

(3) 각 부분 시장의 성장성

국내 시장은 치료용 시장의 성장에 힘입어 꾸준한 성장을 보일 것이다

우선 국내 시장의 성장성 예측이다. 현재 국내의 보틀리눔 독소 시장은 선진국 시장에 비해 약 5년 정도 뒤쳐져 있는 것으로 파악된다. 그러나 피부미용 관련 시장의 경우, 상대적으로 더 선진국 시장에 가까운 성장세를 경험한 것으로 판단되므로, 2-3년 정도의 격차를 두고 있는 것으로 보인다. 따라서 향후 피부미용 관련 시장은 선진국 수준의 안정적인 성장을 보일 것으로 예상되며, 이와 반대로 치료용 시장은 적응증의 추가 확대에 따라 최근의 성장세를 추가로 이어갈 수 있을 것으로 보인다. 특히 현재는 낮은 종합병원 침투율과 적은 적응증으로 인해 비중이 작지만, 향후 5-10년 사이에 점진적으로 선진국 수준의 시장 비중을 따를 것으로 판단된다. 단, 국내의 성형시장이 상대적으로 비대한 것을 감안하면 선진국의 수준에 조금 못 미치는 수준이 될 것이다.

선진국 시장은 상대적으로 낮은 성장을 보일 것이다

선진국 시장의 피부미용 관련 시장은 상대적으로 성숙기에 접어든 것으로 판단된다. 최근 3년 간 성장이 다소 지체된 것을 볼 수 있다. 아직도 피부미용 시장 평균 성장률 이상의 성장을 보이고 있기는 하지만, 곧 그 정도의 수준으로 성장세가 둔화될 것으로 예상된다. 치료 분야에서만큼은 보툴리눔 독소가 신경 전달을 인위적으로 조절할 수 있는 자연계 유일의 물질로 평가 받고 있는 만큼 추가 적응증 확대를 통한 시장의 성장을 기대할 수도 있으나, 타 시장에 비해 상대적으로 적응증 허가 수도 많은 편이어서 세계 보툴리눔 독소 시장의 성장률 보다는 하회할 것으로 판단된다.

제 3세계 시장은 엄청난 성장 잠재력을 지니고 있다

미국과 EU를 제외한 해외 시장은 현재 평균적으로 선진국에 비해 5-10년 정도 뒤쳐진 것으로 분석되며, 따라서 선진국 시장에 비해 5-10년 정도 격차를 두고 따라서 성장할 것으로 보인다. 특히 중국, 인도, 남미 등의 시장들이 크게 성장할 것으로 예상되는데, 동사의 주요 시장이 큰 성장을 보일 것으로 예상됨에 따라 그 수혜가 점쳐진다. 제 3세계 시장의 소득의 향상, 문화의 변화 등에 따른 피부미용 시장의 급격한 성장과 거의 진행되지 않은 적응증 상황을 고려하면, 향후 세계 보툴리눔 독소 시장의 성장을 견인할 것으로 예상된다.

시장에 미치는 여러 요인들과 각 시장들의 특성을 살펴보면, 보툴리눔 독소 시장은 꾸준한 성장을 보일 것으로 보인다. 또한 앞에서 언급한 경쟁력들로 인해 동사는 꾸준한 성장을 지속할 수 있을 것으로 판단된다. 단, 이러한 이야기들은 시장 상황이 변하지 않을 때 가능한 이야기이다. 다음으로 시장 자체를 흔들 수 있는 변수들과 그 외 투자 참고 사항들을 살펴보겠다.

V. RISK & ISSUE

1. 대체 물질의 위협

한 가지 주력 사업 부문을 영위하고 있는 동사가 가지고 있는 가장 큰 리스크는 보툴리눔 독소를 대체할 수 있는 물질이 발견되는 것이다. 제품 파이프라인이 다양하지 못해, 대체재로 인해 시장이 타격을 받으면 동사의 기업 가치는 크게 떨어질 것이다. 현재까지 보툴리눔 독소와 같이 신경흐름을 조절할 수 있는 물질은 연구되고 있다는 정보를 찾을 수는 없었으나 미용에 관한 관심이 폭넓어지면서 피부 개선에 효과가 있는 물질들이 많이 소개되고 있다. 미용시장 역시 보툴리눔 독소 시장의 40% 이상을 차지하고 있는 만큼, 그 위협을 눈 여겨 보아야 할 것으로 판단된다. 피부미용 관련 시장에서 보툴리눔의 대체제라는 평가를 받는 몇 가지 사항들을 비교 정리해 보았다.

표 8. 보툴리눔의 대체제 불리는 리젠키트와 아질레린 비교분석 (단위: %)

	리젠키트(자가혈 피부 재생술)	아질레린	보툴리눔
작용원리	자신의 혈액에서 혈소판이 풍부한 혈장을 분리한 후, 다시 피부에 투입하여 재생시키는 방법	새로운 Snap 을 형성하여 근육을 이완시킴.	Snap 을 파괴를 통해 신경전달흐름을 조절하여 근육의 움직임을 원하는대로 조절하는 방식.
방식	전문의 시술	화장품	전문의 시술
시술 난이도	고가 장비들이 이용되고, 시술 시간이 김. 시술 시 고통도 따름	1~2 달(8 주) 바르면 개선되기 시작함	주사만 사용되며 시술시간이 짧음
시술 후 처리	보호기간 필요. 얼굴에 상처가 난 상태임	-	즉시 일상생활로 복귀가능
효능	피부재생을 활성화 시켜 노화된 피부를 젊게 해주는 방식, 볼륨감과 미백 효과	주름의 깊이를 줄이고 피부 노화를 막음	원하는 근육의 움직임을 제어하여 주름 제거 및 치료에 이용
비용	1 회 100 만원, 2~3 회 시술해야 효능발휘	50ml 17 만원	100 유닛 기준 20 만원대.
지속기간	개인의 세포주기에 따라 다름	효과 좋은 화장품	3~6 개월

출처: 신문기사, 상담자료 및 IR자료

리젠키트는 비싸고, 시술 후 일상생활 복귀가 어렵다

보툴리눔을 이을 차세대 시술이라 불리는 리젠키트는 환자의 혈액을 이용하기 때문에 부작용이 없고, 피부의 재생능력을 일시적으로 증가시켜 주는 방법이라는 점에서 보툴리눔 시술보다 자연스러운 방법이나, 치료과정이 어렵고, 고통을 수반하며 같은 효과를 내기 위해 4~5배의 비용이 든다는 단점이 있다.

아질레린은 기능이 좋은 화장품, 보톡스의 대체제는 아니다

아질레린은 보톡스의 신경흐름 제어 방법을 개선하여 부작용을 줄였다는 장점은 있지만, 시술이라기 보단 성능 좋은 화장품이라 빠르고 확실한 효과를 원하는 현대인에게 보툴리눔의 대체제로 자리잡기는 힘들어 보인다.

아직 대체제는 피부미용 관련 부분의 이야기이다

그리고 두 가지 모두 보툴리눔의 단점을 보완했다는 특징을 가지고 있지만, 비용과 성능측면에서 보툴리눔을 넘어서지는 못했다. 그리고 미용분야에만 적용되기 때문에 향후 치료분야에서 고성장이 예상되는 보툴리눔과는 제품이 커버할 수 있는 시장의 범위가 다르다. 따라서 리젠키트와 아질레린이 보툴리눔의 대체제로 자리잡을 가능성은 희박하다고 판단한다.

향후 3-5년 정도는 안정적으로 유지될 것이다

그러나 의약산업의 특성처럼 동사의 제품이 앞으로도 계속 경쟁력을 보일 수는 없을 것이다. 언젠가는 대체되겠지만, 신기술 또는 의약품이 개발되더라도 임상과 제품 등록 및 허가 등을 각 국가에서 받고, 출시되기까지는 오랜 시간이 걸릴 것으로 보인다. 따라서 동사는 향후 3-5년 정도는 상대적으로 대체제의 위협을 적게 받을 것으로 예상된다.

2. 한미 FTA 관련 특허권 이슈

Allergan 사가 보톡스에 대한 임상 적응증 추가에 대하여 특허를 출원했다. 만약 향후 해당 부문에 대해서 특허화 될 경우 한미 FTA 협정의 영향권인 당사 및 세계 보툴리눔 제약업체에도 영향을 미칠 것으로 예상된다. 그렇다면 메디톡스는 얼마나 영향을 받을 지 알아보아야 할 필요가 있다.

Allergan의 특허는 메디톡스가 기존에 진출한 분야에 영향을 미치지 않는다

Allergan 사가 제출한 보톡스 관련 특허의 범위는 편두통, 전립선 비대증과 같은 통증, 비뇨기과 부문뿐이다. 그리고 현재까진 기존 임상 적응증과 피부미용성형분야 등에는 특허가 없으므로 현재까지 동사가 영위 중인 안면경련, 안검경련관련 분야와 2009년 하반기부터 진출하고자 하는 분야인 소아뇌성마비도 제한을 받지 않는다. 하지만 향후 통증 및 비뇨기과 부문에서의 진출이 특허기간이 완료되는 20년 동안 미뤄지게 된다. 그러나 오바마 대통령 의약관련 특허기간을 20년에서 5년으로 줄이는 정책을 추진하고 있어 Allergan사의 특허가 동사에 미치는 영향은 극히 제한적일 것으로 예상된다.

3. 보툴리눔 시장의 치킨게임 가능성

(1) 보툴리눔 시장에서 메디톡스의 위치

메디톡스가 빠른 성장을 거듭한다면 견제를 고려하지 않을 수 없다

아직까지 세계 점유율 1%를 차지하고 있는 메디톡스는 다른 나라의 경쟁업체들로부터 격렬한 견제를 받을 수준은 아니다. 하지만 세계 6개 체 중 5개 업체들이 각축을 벌이고 있는 국내에선 이미 전세계 1위 업체인 Allergan사를 제쳤고, 세계적으로도 빠른 성장세를 보이고 있다. 자세히 살펴보자면 2006년 세계점유율 0.39%에서 2008년 1%로 상승하면서 무려 156% 성장하였다. 이는 전체 중 73.7%를 차지하는 미국과 유럽시장에 아직 진출하지 않았다는 것을 고려하면 후진국 시장에서 매우 빠른 성장을 해왔고, 앞으로 선진국 시장에 진입하게 되면 한 단계 높은 성과를 달성할 수 있다는 것을 의미한다.

따라서 기존 경쟁사들이 낮은 제품가격이 무기인 메디톡스와 경쟁하기 위해 단가인하를 단행할 가능성을 고려하지 않을 수 없다. 그렇다면 동사는 그러한 경쟁 상황에서 어떤 모습을 보일까?

(2) 1위 업체인 Allergan의 가격 인하 가능성

메디톡스의 이익구조가 우월해 가격 경쟁에서도 우위를 가진다.

메디톡스의 2008년 영업이익률은 43%(09년 반기 51%)이다. 이에 반해 Allergan 사의 2008년 영업이익률은 20%이다(사업 부문별 이익률 자료는 공시되어 있지 않았다). 물론 Allergan 사는 보톡스 사업 부문 이외에도 많은 사업부문을 가지고 있어서 단순 비교하기는 힘들다. 하지만 Allergan사의 보톡스 사업부문이 전체 매출의 1/3이고, 이 부문에서 메디톡스와 같은 40%대의 영업이익률을 보인다고 가정하면 2/3의 다른 사업부문은 평균적으로 10%대의 영업이익률을 올리고 있다고 볼 수 있다. 동종업계의 평균적인 영업이익률이 30~50%인 것을 감안하면 Allergan사는 외형에 비해 효율성 있게 영

업을 하고 있진 않다고 볼 수 있다. 이런 상황에서 Allergan이 메디톡스와 가격경쟁을 벌이기 위해 판매단가를 30% 인하하면 그나마 다른 사업 부문을 지탱해주던 보톡스 부문마저 영업이익률이 10%대로 떨어지게 된다. 그래서 Allergan 사도 선불리 판매단가 경쟁을 하려고 하진 않을 것으로 보인다. 그래도 만약 그런 상황이 벌어진다면 메디톡스는 영업이익률을 조금 낮추며 납품할 수도 있고, 또한 태평양 제약의 메디톡스 유통부문에서도 매출원가가 30%대 인 것을 감안하면 점유율 쟁탈전을 위해 가격을 인하할 수 있는 여력은 많이 남았다고 여겨진다.

메디톡스는 수출 시 미국에선 1%의 관세를 적용 받고, 유럽지역은 한-EU FTA협약상으로 관세를 철폐할 예정이어서 판매단가 우위는 계속 지니고 갈 수 있을 것으로 보인다. 현재 우리나라에 수입되는 외국의 의약품들은 6.5%~8%의 관세를 적용 받고 있어 관세 효과를 제외하더라도 메디톡스의 가격은 20%이상 낮은 수준이다.

4. 준비중인 신 사업 부문

(1) 차세대 메디톡스

더 넓은 시장에서 품질경쟁력을 갖기 위한 전략이다

메디톡신은 미국과 유럽 등의 선진국 시장과 중국과 인도 등 잠재성이 큰 이머징 시장에서 점유율을 높이기 위해 기존 메디톡신의 단점들을 보완한 새로운 제품을 준비하고 있다. 이는 동물성 유래성분과 인간 혈청 알부민 성분을 제외하여 기준이 까다로운 선진국 시장에서 차별성을 갖고, 온도가 높은 중국과 인도에서 제품의 유통성과 저장성을 높이기 위한 것이다.

표 9. 신규 개발 중인 차세대 보톡스의 차별성

	메디톡신(보톡스와 동등)	차세대 메디톡신(보톡스와 차별화)
기술	동물성 유래성분 사용 인간 혈청 알부민 동결건조 제형 냉장 보관(영상 4도)	동물성 유래성분 제외(안전성 우수) 인간혈청 알부민 제외(안전성 우수) 용액제형(편리성 우수) 상온보관 가능(편리성 우수)
시장	국내 및 제3 세계 시장	선진 글로벌 시장(미국, 유럽)
적용증	안검경련, 주름개선 등	안검경련, 주름개선, 편두통 등

출처: 메디톡스

(2) 필러라인(HA Filler Line) 신규 시설투자

필러는 메디톡스의 보완재이다

보툴리눔은 주로 근육에 작용해 얼굴 표정주름을 펴지게 하거나 퇴축시키면서 축소 효과를 가져오는 시술인 반면, 필러(Filler)는 피부에 볼륨감을 강화하기 위해 주입하는 보충물질이다. 이는 깊은 주름 개선에 이용되며 보툴리눔 독소와 보완적인 역할로 함께 쓰이고 있다. 동사는 필러 개발을 통해 제품 포트폴리오를 다양하게 가져가고 있다.

그림 6. 메디톡스의 확장 전략



출처: 메디톡스 IR자료

1. 투자여력 분석

동사는 미국, 유럽 진출을 위하여 필요한 cGMP 기준의 보툴리눔 독소 생산설비능력 증설에 대한 투자 계획을 가지고 있다. 오송과학산업단지 내 공장(5,000 평 규모) 부지는 이미 확보해놓은 상태이며 시설비용으로 200 억원 투자될 예정이다. 동사는 아래 표에서도 볼 수 있듯이 2009년 6월말 기준으로 85 억원 정도의 현금성 자산을 보유하고 있으며 향후 5년간 지식경제로부터 바이오 스타 사업에 선정되어 5년간 약 45 억원을 지원받을 예정이다. 또한 부채비율도 낮기 때문에 신규 투자비용에 대한 부담이 적은 편이다.

표 10. 메디톡스의 확장 전략에 따른 투자계획

		단위: 천원
구분	종류	2009년 전기
보유 현금성자산	현금및현금성자산	3,583,704
	국고보조금	798,771
	단기투자자산	4,162,444
	합계	8,544,919
확보가능 현금자산	국고보조금(향후5년간)	4,500,000
	부채조달 및 후기 영업으로 인한 현금	7,000,000
	합계	11,500,000
총합계		20,044,919

출처: 사업보고서

VI. Valuation

적정 PER의 산출

동사는 올 1월에 상장되어, 기존의 PER band 이용할 수 없다. 이러한 이유로 아래와 같은 적정 PER 산출 방식을 이용하였으며, 이를 KOSPI와 동종업계와 비교하여 적정한지 판단하였다.

주가는 기존의 이익이 아닌, 향후의 기대 이익에 따라 움직인다는 것을 기본 가정으로 적정 PER를 산출하였다. 연초에 동사의 주가는 지속적인 상승을 보여왔다. 이익의 성장이 지속적으로 예상되었기 때문인데, 그 당시의 주가와 예측되는 EPS가 연관성을 가지는 것이다.

	분기 EPS	예상 EPS	평균주가	PER
2009.03	316	1264	19818	15.67
2009.06	499	1630	27090	16.61
2009.09	404(E)	1625	22728	14.02

그런데 최근 동사의 주가 추이를 보면, 고점 대비 상당히 하락한 것을 볼 수 있다. 이는 경쟁업체의 국내 진입과 3분기로 예상되었던 해외시장 제품 등록이 예상보다 늦어지는 것 등에 대한 시장의 불안감이 반영되었기 때문이다. 그러나 이러한 불안은 실제 동사의 수익성에 비해 과대 반영되었다고 판단된다. 오히려 제품 등록이 늦어져 매출이 4분기에 증가할 것을 감안하면, 저평가 상태에 접어들었다고 판단된다. 따라서 동사의 PER는 시장의 기대심리가 살아있을 때의 PER인 16.5 이상을 받아야 한다.

그렇다면 PER 16.5는 무리한 것이 아닐까? 동사는 높은 성장성과 수익성을 모두 갖추고 있는 기업이다. 따라서 KOSPI의 PER인 12~14 이상은 충분히 받아야 한다. 그러나 위에서 언급했던 할인요소(단일 품목에 대한 의존에 따른 대체재 위협, 압도적인 1위 업체의 존재)에 따른 동종업계 대비 할인을 받아야 한다. 따라서 생물학적제제제조업 및 의약품제조업의 평균 PER인 23.45 보다는 아래에 있어야 할 것이다. 위에서 계산한 적정 PER 16.5는 위의 Band 내에 존재하기 때문에 무리하지 않은 것으로 보인다. 특히 보툴리눔 독소 1위 업체인 엘리건 사의 PER인 20과 비교해도 무리하지 않다고 판단된다.

따라서 본 리서치팀은 동사의 적정 PER를 16.5로 계산하였다.

매출액 및 영업이익의 산출

매출액 예상은 다음과 같이 진행하였다.

		2006	2007	2008	2009(E)	2010(E)	
국내 매출액 (원, 억)	피부 규모	11.2	14.4	28.8	56.16	66.66192	
	피부 성장률	-	28.57%	100.00%	95.00%	18.70%	
	치료 규모	2.8	3.6	7.2	14.04	22.23	
	치료 성장률	-	28.57%	100.00%	95.00%	58.33%	
	국내 총계	14	18	36	70.2	88.89192	
해외 매출액 (원, 억)	선진국 시장	선진국 총계	0	0	0	0	0
		선진국 비중			0.00%	0.00%	0.00%
	그 외 시장	피부 규모	11.88	18.48	41.58	74.844	93.6523
		피부 성장률	-	55.56%	125.00%	80.00%	25.13%
		치료 규모	6.12	9.52	21.42	38.556	45.22619
		치료 성장률	-	55.56%	125.00%	80.00%	17.30%
		그 외 총계	18	28	63	113.4	138.8785
	해외 총계		18	28	63	113.4	138.8785
메디톡신 매출액 총계		32	46	99	183.6	227.7704	

위 추정치는 앞에서 분석한 각 시장에 대한 특성들을 고려해 반영하였다. 영업이익은 향후 투자가 계획된 것을 반영해, 매출액이 증가해 규모의 경제가 발생하더라도 영업이익률이 2%가량 떨어질 것으로 계산해 반영하였다. 2009년은 거의 확정된 매출액, 영업이익, EPS 등을 지니고 있으므로 이를 반영하였으며, 2010년은 위의 추정치를 반영하였다.

EPS를 계산하는 과정에서 당기순이익이 아닌 영업이익을 사용한 이유는 당기순이익과 영업이익이 거의 비슷한 수준에서 조금 낮거나 오히려 높은 모습을 보이고 있어 큰 차이가 없기 때문이다. 실제로 올해 역시 1, 2분기 모두 영업이익보다 당기순이익이 더 높았다.

이를 통해 추정한 EPS는 다음과 같으며,

	2007	2008	2009(E)	2010(E)
매출액	46	99	183.6	227.77
매출액성장률		115.22%	85.45%	24.06%
영업이익	16	44	93.63	111.6
영업이익성장률		175.00%	112.80%	19.19%
EPS	292	925	1755.1786	2092.0424

적정 PER로 목표주가를 계산하면 다음과 같이 나온다.

6개월 목표	28960 원
18개월 목표	34518 원

따라서 본 리서치 3팀은 동사에 대해 1년 6개월 목표가 34,500원, 안전마진 61.9%로 Buy를 추천한다.

VII. APPENDIX

손익계산서					대차대조표				
(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12	(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
매출액	4	36	51	101	유동자산	19	62	40	78
매출원가	6	10	18	25	원금등가물 및 만기금물	16	45	16	45
매출총이익	-2	26	34	77	시장성유가증권	0	0	0	0
판매비 및 일반관리비	9	11	18	33	매출채권	0	9	8	12
인건비	3	3	6	11	채고자산	2	6	9	13
광고상각비	0	0	1	1	비유동자산	34	61	137	145
무형자산상각비	0	0	0	1	무차자산			0	1
기타판매비 및 일반관리비	1	2	3	4	유형자산	18	45	115	114
영업이익	-11	15	16	43	무형자산	16	15	19	24
영업외손익	2	-2	0	4	자산총계	53	123	177	223
이자수익	1	1	1	1	유동부채	9	6	5	12
이자비용	0	0	0	0	매입채무			0	0
외환차손익	0	0	-0	1	만기차입금				
외환환산손익	1	0	0	-0	유동성장기차입금			1	
지분법이익	0	0	0	0	비유동부채	9	8	33	23
기타영업외손익	0	-3	-0	3	사채	0	0	0	0
세전계속사업이익	-9	13	16	47	장기차입금	2	0	10	10
법인세비용			1	-1	부채총계	18	14	39	34
계속사업이익	-9	13	15	48	자본금	21	25	26	26
종단사업이익					자본잉여금	46	102	107	108
당기순이익	-9	13	15	48	이익잉여금	-32	-19	5	63
EPS (원)	-241	315	326	1,018	자본조정		0	0	1
순경당EPS				918	자본총계	35	109	138	189
현금흐름표					주요투자지표				
(100Mn.)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12	(%)	2005.12	2006.12	2007.12	2008.12
영업활동으로인한결구분	-8	5	39	52	Growth Ratios				
당기순이익	-9	13	15	48	매출액성장률 %		878.1%	44.7%	98.9%
비정규수익비율가감	3	8	9	15	EBITDA성장률 %		339.0%	23.4%	161.6%
유형자산관가상각비	2	2	5	13	EBIT성장률 %		235.2%	4.7%	179.3%
무형자산상각비	1	1	1	1	순자산성장률 %	0.0%	130.9%	44.2%	25.9%
회피금여	1	1	2	3	Profitability Ratios				
외환환산손익	-1	-0	-0	1	매출총이익률 %	-67.1%	72.4%	65.7%	75.7%
지분법평가손익	0	5	39	52	EBITDA마진률 %	-204.8%	50.0%	42.7%	56.7%
기타	0	-0	-38	-54	EBIT마진률 %	-302.6%	41.8%	30.3%	42.9%
영업활동으로인한자산부	-2	-16	15	-12	세전계속사업이익률 %	-254.6%	36.8%	31.1%	46.9%
투자활동으로인한결구분	-11	-64	-64	-26	당기순이익률 %	-254.6%	36.8%	29.2%	47.6%
유형자산 투자	-2	-30	-75	-13	Stability Ratios				
유형자산 처분	0	0	0	0	부채비율 %	50.1%	13.1%	28.1%	18.3%
무형자산 종관	-5	-4	-10	-11	순투채비율 %	-32.8%	-39.1%	-4.0%	-13.7%
무형자산 종관	0	0	-0	-1	유동비율 %	214.0%	1091.7%	743.4%	670.4%
기타	-3	-20	22	-1	당좌비율 %	193.4%	982.3%	587.0%	559.4%
개무활동으로인한결구분	22	58	19	4	이자보상배율	-48.2	156.7	81.5	88.0
장기차입금증가	0	0	10	0	Performance Ratios				
사채종관	0	0	0	0	ROE %	-52.3%	18.2%	12.2%	29.5%
자본종관	23	60	0	0	ROA %	-34.8%	14.9%	10.0%	24.1%
배당금외지급	0	0	0	0	ROIC %	-73.7%	28.6%	12.4%	26.7%
기타	-1	-2	9	4	Per Share Ratios				
영업투자개무활동기타로	0	0	0	0	수정EPS	-228	288	292	925
순경구분	3	9	-6	30	주당순자산	845	2,196	2,630	3,595
기초현금	8	12	20	15	주당현금흐름	-140	353	416	1,192
기말현금	12	20	15	45	주당배당금	0	0	0	0

Notice.

본 보고서는 서울대 투자연구회의 리서치 결과를 토대로 한 분석보고서입니다. 보고서에 사용된 자료들은 서울대 투자연구회가 신뢰할 수 있는 출처 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 내리시기 바랍니다. 따라서, 이 분석보고서는 어떠한 경우에도 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한, 이 분석보고서의 지적재산권은 서울대 투자연구회에 있음을 알립니다.