



제약산업

하태기 | 3773-8872, tgha@sk.com

SK INDUSTRY Analysis



Analyst
하태기
tgha@sk.com
02-3773-8872

제약산업

파머징시장이 다가 온다

글로벌 의약품시장에서 파머징시장이 고성장할 것으로 전망된다. 최근 한국 제약사는 국내 의약품시장의 성장 정체로 해외로 눈을 돌리고 있는데, 현재로서는 파머징시장 진출에 많은 제약요건이 있지만 한국형 신약으로 가능성을 보여주고 있는 제약사도 있어 기대가 커지고 있다. 앞으로도 한국 제약사의 파머징시장 진출이 증가할 전망이다. 관련하여 보령제약, LG 생명과학, 유나이티드제약, 대웅제약 등이 유망하다.

파머징시장의 부상

IMS 전망에 의하면 글로벌 의약품시장은 2020년까지 4~7% 성장하지만 파머징시장은 7~10% 성장이 예상된다. 이렇게 되면 파머징시장 비중은 2020년에 25%까지 확대된다. 개발도상국인들의 국민소득의 증가, 의료서비스 접근성 개선, 의료보험제도 정착, 인구노령화에 따라 개발도상국들의 의약품수요가 크게 증가할 전망이다.

한국형 신약이나 개량신약 등의 파머징향 수출 잠재력 확대 전망

파머징 국가의 시장성이 확대됨에 따라 한국 제약사들이 관심을 가지고 활발하게 시장분석을 하고 있다. 아직은 파머징시장에 진출하는데 많은 제약요건이 있는 것이 사실이지만 최근 한국형 신약이나 개량신약 등으로 파머징향 수출계약이 증가하고 있고, 향후 파머징시장을 타겟으로 하는 의약품 개발도 늘어날 전망이다.

보령제약, LG 생명과학, 유나이티드제약, 대웅제약 유망

보령제약은 단일제 카나브와 복합제를 통해서 파머징시장 향 수출잠재력이 크다. LG 생명과학은 이브아르와 제미글로로 파머징시장에서 많은 성과를 창출할 수 있을 것이다. 유나이티드제약은 개량신약을 통해서 파머징시장 진출 잠재력이 있는 것으로 평가된다. 대웅제약은 나보타로, 일양약품은 슈펙터로 파머징시장에서 성과를 창출할 수 있을 것이다.

파머징 시장 진출 유망 제약사

종목명	투자의견/목표주가	내용
보령제약	매수	카나브를 통해서 파머징향 수출이 증가할 것이며 복합제 출시로
	90,000원	주가 수출계약이 증가할 전망
LG생명과학	매수	이브아르의 중국 수출이 크게 증가하고 있으며 제미글로의 파머징
	92,000원	수출계약이 확대되고 있음
유나이티드	매수	개량신약 개발을 통해서 장기적으로 파머징 시장에서 수출 잠재력
	27,000원	있는 것으로 평가됨
대웅제약	매수	나보타의 글로벌 임상이 끝난 상태이고 향후 미국 시장뿐만 아니라
	110,000원	파머징시장에서도 수출 가능성이 큼
일양약품	N/R	놀텍과 슈펙터의 파머징시장 수출 계약이 증가하고 있음
	N/R	

자료: SK 증권

Contents

1. 파머징시장의 고성장 시대	3
2. 파머징시장 분석	8
3. 한국 제약사의 파머징시장 진출 제약요건	15
4. 한국 제약사의 파머징시장 진출 확대 전망	18
5. 파머징시장에 유망한 한국 의약품	21
6. 의약품 수출마진 개선 전망	23
7. 주요 제약사의 파머징시장 진출 전략	24
8. 파머징시장 진출 유망 제약사	33
개별기업분석	34
1) 보령제약	35
2) LG 생명과학	39
3) 유나이티드제약	43
4) 대웅제약	47

Compliance Notice

- 작성자(하태기)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 8월 29일 기준)

매수	95.51%	중립	4.49%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

1. 파머징시장의 고성장 시대

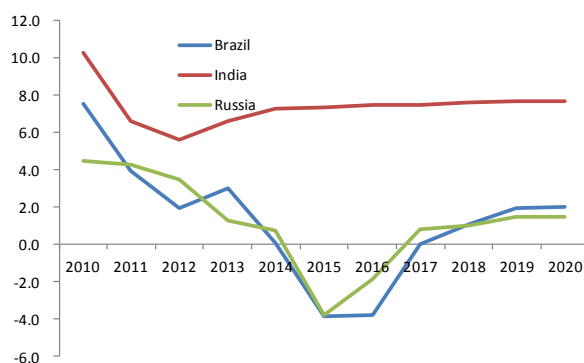
(1) 건강보험제도 발전과 국민소득 증가로 의약품 수요 증가

과거 한국 의약품시장은 건강보험제도가 정착되면서 의약품수요가 크게 증가했다. 현재 *파머징국가도 국민소득의 증가와 함께 건강보험제도를 도입하여 발전시키고 있다. 중국, 브라질 등을 비롯한 파머징국가들이 건강보험제도를 도입하고 정비함에 따라 의약품 수요도 크게 증가하고 있다. 약가인하 등으로 금액면에서의 증가율은 상대적으로 낮지만 수량적으로 보면 의약품 수요가 가파르게 상승하고 있는 것으로 평가된다.

또한 개발도상국은 선진국보다 경제성장률이 높다. IMF 전망치에 따르면 중국을 비롯한 브라질, 인도, 러시아 등의 경제성장률이 높고 아시아와 남미 등의 경제 성장률이 높게 나타나는데, 국민소득의 증가는 의료비 증가로 이어지고 의약품 수요의 증가로도 이어진다. 또한 파머징 국가의 의료비 증가는 인구 고령화에도 관련이 있다. 파머징 국가도 국민소득 증가, 의료서비스 증가로 수명이 길어지고 고령화가 급속히 진행될 것으로 전망된다. 다만 러시아, 브라질 등과 같은 주요 파머징 국가 경제가 오일 등의 상품 가격 하락으로 어려운 상황에 직면하고 있지만 장기적으로는 회복할 수 있을 것이다. 따라서 향후 부침은 있겠지만 의약품 수요증가는 지속될 것이다.

주요 파머징국가(Tier 2) GDP 성장률

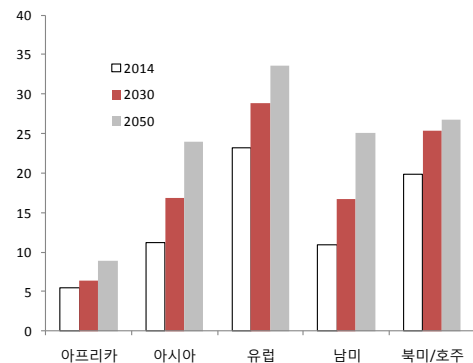
(단위 : %)



자료 : IMF

지역별 60 세 이상 인구비율 변화

(단위 : %)



자료 : UN 경제사회국, 언론자료 인용

*파머징(IMS 정의): GDP 가 3 만달러 이하이면서 2014~2018 년간 연간 의약품 소비가 10 억달러 증가하는 국가

파머징국가별 GDP 성장률

(단위: %)

구분	Country	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Tier 1	China	10.6	9.5	7.7	7.7	7.3	6.9	6.5	6.2	6.0	6.0	6.0	6.0
	Brazil	7.5	3.9	1.9	3.0	0.1	-3.8	-3.8	0.0	1.1	2.0	2.0	2.0
Tier 2	India	10.3	6.6	5.6	6.6	7.2	7.3	7.5	7.5	7.6	7.7	7.7	7.8
	Russia	4.5	4.3	3.5	1.3	0.7	-3.7	-1.8	0.8	1.0	1.5	1.5	1.5
Tier 3	Algeria	3.6	2.8	3.3	2.8	3.8	3.7	3.4	2.9	2.6	2.8	3.1	3.4
	Argentina	9.5	8.4	0.8	2.9	0.5	1.2	-1.0	2.8	2.9	2.8	2.8	2.9
	Bangladesh	6.0	6.5	6.3	6.0	6.3	6.4	6.6	6.9	7.0	7.0	6.7	6.5
	Chile	5.7	5.8	5.5	4.0	1.8	2.1	1.5	2.1	2.7	3.0	3.2	3.4
	Colombia	4.0	6.6	4.0	4.9	4.4	3.1	2.5	3.0	3.7	4.1	4.3	4.0
	Egypt	5.1	1.8	2.2	2.1	2.2	4.2	3.3	4.3	4.5	4.8	4.9	5.0
	Indonesia	6.4	6.2	6.0	5.6	5.0	4.8	4.9	5.3	5.5	5.8	6.0	6.0
	Kazakhstan	7.3	7.5	5.0	6.0	4.3	1.2	0.1	1.1	1.8	2.2	3.4	4.9
	Mexico	5.1	4.0	4.0	1.3	2.3	2.5	2.4	2.6	2.8	2.9	3.1	3.1
	Nigeria	10.0	4.9	4.3	5.4	6.3	2.7	2.3	3.5	3.9	3.7	3.9	4.0
	Pakistan	2.6	3.6	3.8	3.7	4.0	4.2	4.5	4.7	5.0	5.2	5.5	5.5
	Philippines	7.6	3.7	6.7	7.1	6.1	5.8	6.0	6.2	6.3	6.4	6.5	6.5
	Poland	3.7	5.0	1.6	1.3	3.3	3.6	3.6	3.6	3.5	3.5	3.5	3.5
	Saudi Arabia	4.8	10.0	5.4	2.7	3.6	3.4	1.2	1.9	2.3	2.3	2.1	2.1
	South Africa	3.0	3.2	2.2	2.2	1.5	1.3	0.6	1.2	2.1	2.4	2.4	2.4
	Turkey	9.2	8.8	2.1	4.2	2.9	3.8	3.8	3.4	3.5	3.5	3.5	3.5
	Vietnam	6.4	6.2	5.2	5.4	6.0	6.7	6.3	6.2	6.2	6.2	6.2	6.2

자료 : IMF

(2) 글로벌 의약품시장은 파머징이 성장 견인

IMS 는 2020 년 글로벌 의약품시장이 1,400~1,430 억달러가 될 것으로 전망하고 이 중에서 파머징시장은 345~375 억달러로 추정하고 있다. 2015 년 기준 글로벌 의약품 시장이 1,068 억달러임을 감안할 때, 2020 년까지 전체시장은 연평균 4~7% 성장하지만 파머징국가는 같은 기간 동안 연간 7~10% 성장한다는 얘기가. 특히 이기간 동안 중국은 6~9%, 러시아 11~14%, 브라질 9~12% 성장할 전망이다. 이렇게 되면 글로벌 의약품시장에서 파머징국가의 비중은 2015 년 23.3%에서 2020 년에는 24.6~26.2%로 확대되게 된다. 한국 의약품이 가격이나 품질면에서 경쟁력을 확보한다면 향후 파머징 시장에서 성장을 창출할 수 있는 가능성이 대두되고 있는 것이다.

지역별 글로벌 의약품시장 전망

(단위: 10 억 US 달러)

지역별	2015	2010-2015 CAGR	2020	2016-2020 CAGR
Global	1,068.8	6.2%	1,400-1,430	4-7%
Developed	684.3	4.8%	870-900	3-6%
U.S	430.0	6.1%	560-590	5-8%
EU5	144.0	2.9%	170-200	1-4%
Germany	41.2	3.8%	52-62	2-5%
France	31.3	0.1%	30-38	(-3) - 0%
Italy	25.1	3.1%	30-40	2-5%
U.K	27.7	6.9%	28-38	3-6%
Spain	18.6	0.7%	20-28	1-4%
Japan	78.3	2.6%	79-89	0-3%
Canada	19.3	2.0%	23-33	3-6%
South Korea	12.7	2.3%	13-20	2-5%
Pharmerging	249.2	11.9%	345-375	7-10%
China	115.2	14.2%	150-180	6-9%
Tier 2	56.8	12.9%	85-95	9-12%
Brazil	28.1	13.8%	34-44	9-12%
Russia	12.1	10.9%	13-19	5-8%
India	16.6	13.0%	29-39	11-14%
Tier 3	77.2	8.2%	100-120	6-9%
Rest of World	135.2	5.2%	150-180	1-4%

자료: IMS

주: 파머징은 Tier1 은 중국, Tier2 는 브라질, 인도, 러시아이다. Tier3 는 알제리, 아르헨티나, 방글라데시, 칠레, 콜롬비아, 이집트, 인도네시아, 카자흐스탄, 멕시코, 나이지리아, 파키스탄, 필리핀, 폴란드, 남아프리카, 사우디아라비아, 터키, 베트남

(3) 파머징시장의 비오리지널 브랜드 의약품 고성장

IMS 는 2020 년 글로벌 의약품시장에서 파머징시장의 의약품 타입별 비중을 오리지널 브랜드 24%, **비오리지널 브랜드 38%**, 순수제네릭 14% 기타 24%로 전망했다. 또한 2016~2020 년 기간 동안 파머징시장의 연평균 성장률은 오리지널 브랜드 8.6%, 비오리지널 브랜드 7.8%, 순수제네릭 12.0% 로 추정하고 있다. 한국 제약사가 파머징시장에 진출하는 방법은 오리지널 신약을 개발하거나, 비오리지널 브랜드 의약품으로 진출하거나, 또는 순수 제네릭 의약품으로 시장을 개척하는 것이다. 오리지널 신약을 개발한다면 선진국시장과 파머징시장에 동시에 진출할 수 있기 때문에 모든 제약사가 추진하는 방법이지만 시간과 비용이 많이 든다. 한국 제약사 입장에서 단기적으로 파머징시장에서 비중이 큰 비오리지널 브랜드 의약품시장(38%)이 유망한 것으로 평가된다. 따라서 이 시장에 실제 한국 제약사가 진입할 수 있는지를 검토해 보는 것이 필요하다.

지역별 의약품 타입 시장 변화

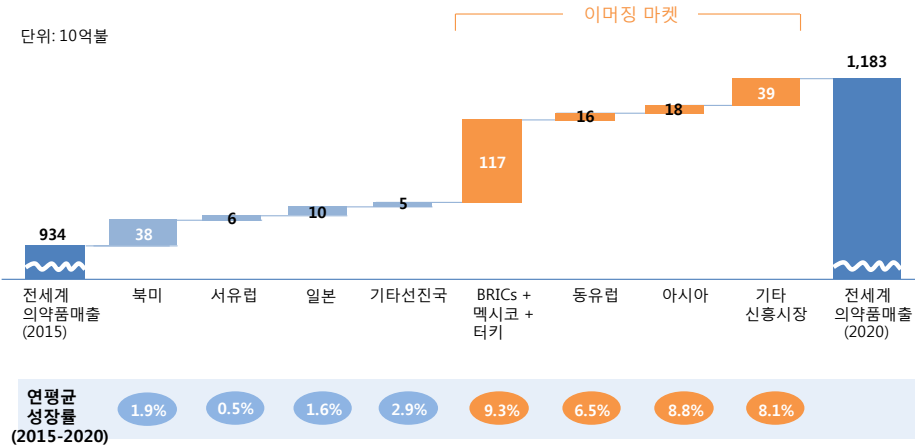
(단위: US 달러)

Spending US\$ 2020	Original Brands	Non-Original Brands	Unbranded	Other Products	Global
Global	52%	21%	14%	13%	\$1,400-1,430Bn
Developed	65%	12%	14%	8%	\$870-900Bn
Pharmerging	24%	38%	14%	24%	\$345-375Bn
Rest of world	48%	26%	9%	17%	\$150-180Bn
2016-2020 CAGR Const US\$	Original Brands	Non-Original Brands	Unbranded	Other Products	Global
Global	5.1%	6.0%	6.3%	4.8%	4-7%
Developed	4.9%	4.9%	4.6%	3.1%	3-6%
Pharmerging	8.6%	7.8%	12.0%	6.9%	7-10%
Rest of world	2.6%	3.4%	3.2%	2.7%	1-4%

자료: IMS

주: Non-Original Brand 는 특허가 없는 브랜드 제네릭 Unbranded 는 순수 제네릭 의약품

지역별 의약품 매출 증가 전망(2015~2020)



자료 : 보건산업진흥원 중남미지역 의약품 정보구축 2015

주 : 2015 한국 제약산업 연구개발 백서, 한국신약개발연구조합

2. 파머징시장 분석*

1) 중남미 의약품 시장

보건산업진흥원의 자료에 따르면 중남미는 브라질을 중심으로 인구가 약 6 억명 내외이고, 의약품시장이 725 억불(글로벌 시장의 7.5%, 2012)이며 빠르게 성장 중이다. 중남미 국가 중에서도 특히 아르헨티나, 칠레, 콜롬비아, 페루, 베네수엘라 의약품시장이 주목 받고 있는데 이들 시장은 정부의 의약품 구매 비중이 높은 특징이 있다. 따라서 제네릭 의약품 및 바이오시밀러 시장을 중심으로 투자 및 성장이 기대된다. 또한 완제품 형태의 의약품 외에도 원료의약품(API) 시장이 최근 빠르게 성장하고 있는데 중남미 내 API 제조업자 수가 부족한 실정이므로 중국, 미국, 인도, 유럽 등지로부터 수입 의존도가 높은 편이다(보건산업진흥원, 중남미지역 제약산업 아웃소싱 기업 및 전략적 협력사 디렉토리북). 한국 정부에서도 중남미국가에 대해 의약품 인허가 간소화 성과를 활용하여 한국 의약품 진출을 위한 민관합동 보건의료사절단 파견 및 비즈니스 포럼 등의 개최를 지원하고 있다. 이와관련 한국과 멕시코는 상호 GMP 실사를 5 년간 면제하기로 했고, 에콰도르와 자동승인 인정제도(2014.3)를 도입했다. 페루에서는 한국이 위생선진국으로 지정되어 인허가기간 단축, 현지공장실사 면제 등의 효과가 발생하게 되었다.

남미국가 의약품시장 규모

(단위: 억달러)

국가	의약품시장	참고사항
브라질	258	남미 최대 규모의 의약품 시장
멕시코	130	한국과 멕시코 GMP 실사 5년간 상호 면제
아르헨티나	50	정부가 의약품을 사들여 공급(REMEDJAR)
페루	11	한국 페루에서 위생선진국 지정(인허가 기간단축, 공장실사 면제)
칠레	22	공공의료보험(FONASA)의 활성화

자료: 보건산업진흥원 각 언론 자료

주: 2013 년 기준

대륙별 세계 의약품시장 규모(2013)

(단위: 억달러)

	제약시장 규모(2012)	연간 성장률(2012)	성장전망(2012-2017)
북미	3,487	-1.0	0.7~3.7
유럽 전 지역	2,218	-0.8	-0.4~2.6
아시아/아프리카/호주	1,683	12.8	11.4~14.4
일본	1,121	0.0	1.7~4.7
중남미	725	10.9	10.0~13.0
전 세계	9,621	평균 2.4	평균 5.3

자료: 보건산업진흥원 중남미지역 제약산업 아웃소싱 기업 및 전략적 협력사 디렉토리북

주: IMS health 2012

*파머징시장 현황은 제한된 정보로 인해 주로 보건산업진흥원의 자료를 많이 인용했고, 그 외 제약협회, IMS(공개자료), 각 언론사 보도 자료 등을 참고했다.

가. 브라질 의약품시장

한국 보건산업진흥원 자료에 의하면 브라질, 멕시코의 경우 제네릭 및 바이오 의약품이 급성장하고 있다. 특히 브라질은 남미 의약품시장의 최대 국가이다. 전 국민 의료보장을 목표로 국가공적의료보험(SUS, '88 시행)을 도입, 국민 70~80%가 이에 의존하고 있으나 아직 의료 서비스는 취약한 상황이다. 따라서 의료보장성 강화를 위해 전 국민 의료보험 확대, 제네릭 의약품육성 정책 및 의약품 생산 자국화 등의 국가 보건계획 정책을 시행 중이다. 브라질의 국민의료서비스인 SUS(Sistema Unico de Saude)는 1988년 브라질헌법에 의해 제정되었으며, 브라질 전 국민에게 의료 및 보건혜택을 제공하고 있다. SUS 가입자는 약 2억 1백만 명에 이르고, 그 중 약 80%에 해당하는 가입자들은 SUS 시스템에 전적으로 의존하여 의료서비스를 이용한다. 하지만 대부분의 공공 의료기관들은 시설이 열악하고 진료 과목도 다양하지 않으며, 환자 수 대비 의사가 적어 불만이 매우 크다고 알려져 있다. 게다가 고급 서비스를 제공하는 의료기관은 대부분 민간병원으로 진료비가 비싸며, 국민소득수준에 비해 보험료(민영)가 높아 전체 국민의 20~30%만이 별도의 private 보험에 가입한 상태이다(보건산업진흥원, 브라질 제약산업 진출 전략, 2015.9).

브라질 의약품 수출입 현황

(단위: 백만달러)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
의약품 수출	961	1,078	1,271	1,453	1,494	1,516	1,569
의약품 수입	4,280	4,477	6,091	6,499	6,840	7,420	7,426

자료: 보건산업진흥원 브라질 제약산업 진출 전략, UN Comtrade, 2015

또한 현지 상위 10개 제약사 중 8개 기업이 내수용 제네릭 의약품 제조하며, 제네릭에 대한 국내 수요의 대부분이 현지 기업에 의해 충족되고 있다. 이러한 상황에서도 한국 제약기업은 브라질 현지 제약사와 합작회사 설립 및 국제 입찰시장을 통한 진출 등 가시적 성과를 내고 있다. 한국 제약사는 국제 입찰시장(WHO 산하 PAHO)을 통해 지금까지 총 78,208 천달러(2013) 수출했는데 동아에스티(성장호르몬, 항암제, 16,008 천달러), 녹십자(면역글로불린, 15,478 천달러), 베르나바이오테크코리아(컨박셀, 14,695 천달러) 등이다.

한편 녹십자는 브라질 크리스탈리아(Cristalia)사와 130만불 수두백신 '수두박스(Suduvax)' 장기공급계약을 체결(2008.7)했고, 이수앱지스는 고서병 바이오시밀러 'ISU302'에 대해 브라질 EMS사와 720억원 규모의 수출계약을 체결(2011.8)했다.

또 다른 방법은 현지 제약사와 합작회사 설립 등을 통해 브라질뿐만 아니라 중남미 진출 확대를 위한 전략적 제휴를 추진하는 방법이다. 예를 들면 씨엘팜은 구강붕해필름제(ODF) 제조·수출을 위해 브라질 EBX사와 5천만달러 규모의 합작회사 설립을 합의(2014.6)했다. 또한 알테오젠은 브라질 크리스탈리아(Cristalia)사와 바이오시밀러 4개 품목(Trastuzumab 등) 공동개발(임상 1상 중) 등 현지화(PDP)를 통해 정부입찰 및

10 년간 로열티 보장 등으로 중남미 지역 매출을 추진 중이다(보건산업진흥원, 브라질 제약산업 진출 전략, 2015.9).

한국 의약품 브라질 수출 상위 10 개사 실적

(단위: 1,000 달러)

순위	회사	주력품목	수출실적
1	녹십자	면역글로불린	15,478
		백신	1,660
2	동아에스티	성장호르몬	16,008
		에피루비신주(항암제)	180
3	베르나바이오테크코리아	권박셈(백신)	14,695
4	엘지생명과학	MEDICAMENT	13,193
		백신	354
		항생제	264
5	삼성정밀화학	CELLULOSE ETHER	6,178
		DIMETHYLAMINE	586
		DIMETHYLACETAMIDE	214
		METHYLENECHLORIDE	27
		CHLOROFORM	9
6	동아제약	성장호르몬	3,879
7	메디톡스	보툴리눔 독소	278
8	종근당바이오	클라블라산칼륨+AVICEL 11	1,854
		리팜피신	249
		싸이클로스포린	81
9	한국바스프	VITAMIN B2	1,682
10	동국제약	로렐린데포주 3.75mg	785
		옥트레오타이드주	322
		프로포폴주	162
		류프로라이드(성선자극호르몬), 테이코플라닌(항암제) 등	70

자료 : 보건산업진흥원 브라질 제약산업 진출 전략 2015.9

나. 칠레 의약품 시장

칠레 의약품시장은 정부의 보건의료제도 개혁과 투자증가에 따라 안정적으로 성장할 것으로 전망된다. IMS 자료에 따르면 2015 년 칠레 의약품시장은 약 24.8 억달러이다. 인구의 70%를 보장하는 공공의료보험(FONASA)이 활성화 되고 있는데 한국의 대 칠레 의약품 수출은 2014 년 기준 914 만달러 수준이다. 2013 년 기준 유니티드제약이 항암제 20 만달러와 일반 주사제 10 만달러, 삼진제약이 세포라탐주사 등 수출 중이고, 녹십자는 WHO 산하 PAHO 를 통해 독감백신과 수두백신, 혈액제제를 공급중이다. 또한 대웅제약이 나보타, 보령제약이 고혈압치료제 카나브를 수출중이다(보건산업진흥원, 칠레 제약산업 현황 및 진출 전략, 2016.7).

(2) 유라시아 의약품 시장

유라시아내 최대 시장인 러시아 제약시장은 2014 년 기준 329 억 달러이며, 카자흐스탄은 19 억달러, 벨라루스는 12 억 달러이다. 유라시아 경제구역 전체 의약품시장은 360 억 달러이다. 유라시아경제연합 단일경제구역 내 의약품시장은 수입의존도가 높은 구조이다. 단일경제구역 국가 중에서 러시아, 벨라루스, 카자흐스탄 모두 의약품의 수출량보다 수입량이 압도적으로 많은 순수입국 형태이다.

또한 러시아 제약시장의 소매 부문에서는 약 40%의 비중을 국영 및 공공 약국들이 차지하고 있고 외국산 의약품들의 점유율은 70% 이상에 이르고 있다. 자국 의약품생산 환경의 GMP 화 라는 과제를 안고 있으며, 다른 한편으로는 외국 생산업체들과의 경쟁 심화를 겪고 있다. 근래까지 러시아의 제약산업은 제네릭 의약품의 생산에 주력하고 있다. 2013 년 결산기준 러시아의 제약시장은 세계 7 위 수준이다(보건산업진흥원, 유라시아 경제연합의 보건산업 정책변화 및 시장진출 전략 연구, 2015.12).

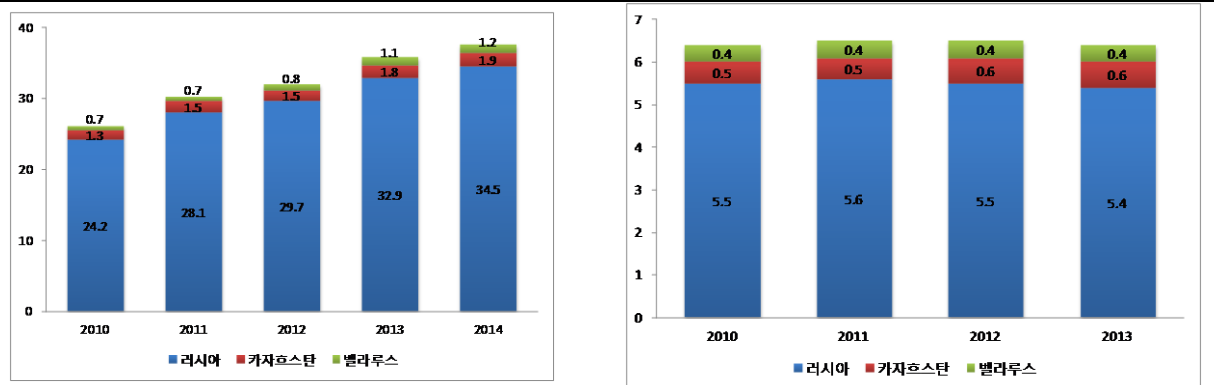
유라시아 의약품 시장 현황

구분	벨라루스	카자흐스탄	러시아	단일경제구역
인구 (1백만 명)	9.46	16.9	143.3	169.66
1 인당 국민 소득 (달러)	6685	12007	14037	13425
시장규모 (10억 달러)	1.2	1.9	32.9	36.0
시장규모 (10억 개(포장))	0.4	0.6	5.4	6.4
의약품 개당 평균 가격 (달러)	2.085	3.395	5.364	4.995
1 인당 연평균 의약품 소비량 (달러)	113	108	240	...
1 인당 연평균 의약품 소비량 (개(포장))	34	32	37	...

자료: 보건산업진흥원 유라시아 경제연합의 보건산업 정책변화 및 시장진출 전략 연구, 2015.12

유라시아경제연합권(EEU) 내 제약시장 규모(2010 ~ 2014)

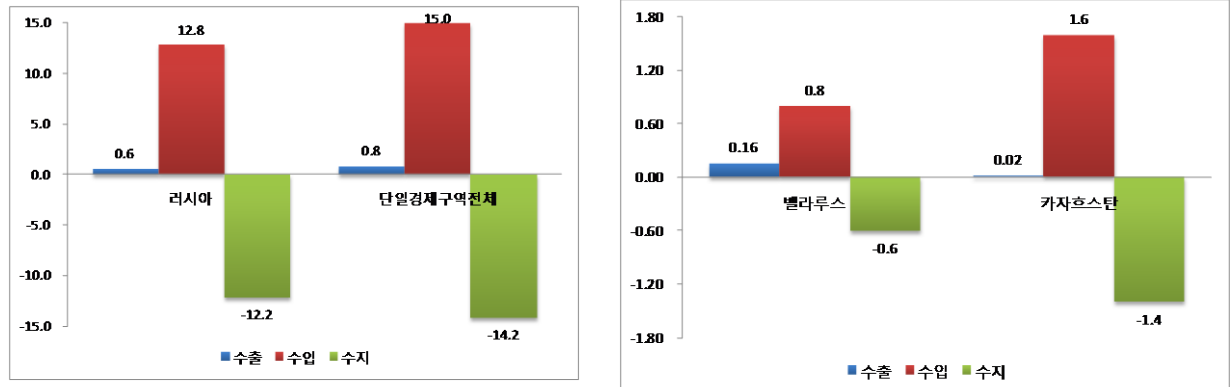
(단위 : 십억달러)



자료 : 보건산업진흥원 유라시아 경제연합의 보건산업 정책변화 및 시장진출 전략 연구, 2015.12

유라시아경제연합권(EU) 의약품 수출입 규모(2014)

(단위 : 십억달러)



자료 : 보건산업진흥원, 유라시아 경제연합의 보건산업 정책변화 및 시장진출 전략 연구

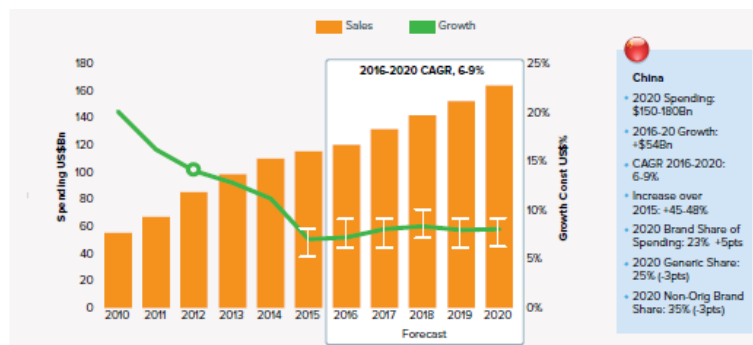
(3) 아시아 시장 의약품시장

가. 중국 의약품시장

IMS 자료에 의하면 중국은 지난 10 년 이상 10% 이상의 높은 성장을 해 왔으며 14 억 원의 전체 인구를 대상으로 2020 년까지 기초 건강보험을 실시할 예정이지만 더 이상의 급성장은 어려운 상황이다. 중국의 의약품시장은 현재 1,152 억달러이며, 2020 년에는 연평균 6~9% 성장한 1,500~1,800 억달러로 추정되고 있다. 중국 의약품시장의 성장률 둔화는 중국경제의 성장둔화와 의료개혁에 따른 것이다. 의약품 유통체계를 개선하고, 제네릭 의약품의 구조조정과 약가인하를 유도하고 있는 상황이다. 하지만 한미약품이 북경한미를 통해서 활발하게 중국시장을 개척하고 있고 녹십자가 녹십자차이나를 통해서 혈액제제사업을 하고 있다. 일양약품도 현지법인을 통해서 제약사업을 진행 중이다. LG 생명과학(이브아르), 보령제약(포스켈) 등도 중국에 수출을 하고 있다. 단 그 외 각 국내 제약사들도 중국시장을 타겟으로 사업을 진행하고 있으나, 의약품 허가가 쉽게 나지 않아 진행속도는 느린 편이다.

중국 의약품 성장률

(단위 : 10 억달러)



자료 : IMS Health, Global Medicines Use in 2020. 2015. 11

나. 아세안 의약품시장

아세안 인구는 약 6 억명인데, 주요 파머징시장으로 자리잡으며 빠르게 성장하고 제네릭 의약품 중심으로 시장이 형성되어 있으며 GMP 관련 통합기준은 주로 PIC/s 가이드라인이다. 이 지역에 우리나라 제약사의 진출 움직임이 활발하다. 종근당은 2015 년 4 월에 인도네시아 제약사 오토와 합작회사 CKD-OTT 사(종근당 70% 지분)를 설립하여 동남아시아와 중동, 유럽, 아프리카 진입의 교두보를 마련했다. 생산 품목은 항암제를 비롯해 면역억제제 등 고부가 상품 위주로 꾸릴 예정이다. 항암제 공장은 올 하반기 착공에 들어가 2018 년 완공한 뒤 2019 년부터 제품을 생산할 계획이다. 종근당은 항암제를 시작으로 바이오의약품으로 생산 포트폴리오를 확대할 방침이다. 대웅제약도 인도네시아 수라바야에 대웅인피온이라는 바이오 합작법인을 설립하고 2016 년 4 월부터 에포시스(EPO)를 생산(2017 년 200 억원 목표)하게 된다. 동아에스티는 캄보디아에 박카스를 연간 520 억원(2015) 수출했으며 2016 년에는 총 규모가 650 억원 이상 될 것으로 추정된다. 그 외 많은 한국 제약사들이 아세안 시장에 진출해 있거나 진출을 추진 중이다.

아세안 주요 국가 의약품시장

(단위: 00)

국가	인구(백만명)	연간 보건의료지출(10억달러)	1인당의료비(달러)	연 성장률(%)
싱가폴	54	135	2507	13
말레이시아	29.7	12.6	423	12
인도네시아	249.9	26.7	107	16
태국	67	17.7	264	13
미얀마	53.3	0.7	14	5
베트남	89.7	10	111	13
필리핀	98.4	12	122	14

자료: World Bank(2015.5) 2013 년 기준

주: 한국제약협회 자료 인용

(4) 아프리카 의약품시장

IMS 헬스(IMS Health)에 따르면 2012 년 180 억달러 규모였던 아프리카 제약시장은 연평균 10.6%씩 성장세를 지속하면서 오는 2020 년에는 450 억달러 규모로 확대될 전망이다. 맥킨지는 아프리카 제약시장이 5 년 뒤에 2 배 성장이 기대된다고 전망했다. 이에 따르면 아프리카 제약시장은 2013 년 208 억달러 규모에서 2020 년까지는 최소 400 억달러에서 최대 650 억달러까지, 평균 520 억달러 규모로 성장이 예견된다. 도시화, 인프라 개선, 가구의 구매력 향상 등이 나타나고 있기 때문이다. 부문별로는 2013~2020 년 사이에 처방약 시장이 연평균 6%, 제네릭이 9%, OTC 가 6%, 의료기기가 11%씩 성장할 전망이다. 특히 그동안 제네릭은 남아프리카, 알제리, 모로코, 나이지리아, 케냐 등에서 고속성장을 거듭해 오며 2014 년 알제리의 경우 시장의 25%, 모로코에서 28%를 점유하기에 이르렀다. 앞으로도 이들 지역에서 정부의 지원과 의료 접근이 더욱 확대되면서 비싼 브랜드 대신 저렴한 제네릭의 수요가 더욱 증가할 것이다(약업신문).

(5) 중동 의약품시장

IMS 데이터에 의하면 중동과 북아프리카의 의약품 시장 규모는 310 억달러에 달한다.

가. 이란 의약품시장

이란은 인구 8 천만명에 달하는 세계 17 위 경제대국으로 의약품 시장규모는 2014 년 기준으로 23 억 5 천만달러에 달하며 한국 제약기업들로부터 연간 5 백만달러 규모의 의약품을 수입한 바 있다(약사공론 2016. 5. 4). 앞으로 이란 경제제재 해제에 따라 병원, 의약품 등 보건 의료 수요가 확대될 전망이다. 한국 정부에서도 보건부간 보건 의료 협력 MOU 체결로 진출기반을 마련하고 있다.

나. 사우디 의약품시장

영국 글로벌데이터사의 전망에 의하면 이란과 함께 중동의 맹주를 다투는 사우디아라비아의 의약품시장이 오는 2020 년에 이르면 60 억 달러 규모로 확대될 수 있을 것이라 전망됐다. 지난해 45 억 달러 볼륨을 형성했던 이 시장이 차후 연평균 7.4%의 성장세를 이어갈 수 있을 것으로 전망되기 때문이다. 특히 사우디아라비아 보건부는 앞으로 10 년 동안 매년 185 억 달러를 투자할 계획이며, 수요확대에 부응하기 위해 민간 분야에서 제휴관계의 구축이 잇따를 것으로 예상된다. (약업신문 2016. 7. 18)

(6) 중앙아시아 의약품시장

우즈베키스탄 등 중앙아시아도 경제가 성장하면서 의약품 수요가 증가하고 있다. 한국 정부에서도 2015 년 5 월에 한-우즈베크 보건 의료 협력약정을 체결하고 한국 의약품 인허가 절차를 간소화(180 → 80 일)했다. 또한 키르기즈스탄 및 타지키스탄과는 보건 의료 협력 MOU 를 체결했다.

3. 한국제약사의 파머징시장 진출 제약요건

(1) 파머징 시장 진입의 제약 요건

물론 파머징시장도 한국 제약사가 진입하는데 있어서 제약요건이 많다. 기업탐방을 통해서 업계의 의견을 종합해 보면 다음과 같이 3 가지로 정리할 수 있다.

첫째, 선진국 수준의 의약품 허가/등록제도를 만들고 있다는 점이다. 브라질, 베트남 등 개발도상국에서도 의약품의 허가에 엄격한 제도를 도입하고 있다. 국민의 안전을 우선으로 해야 하는 의약품의 특성상, 제도를 만들 경우 선진국의 제도를 참고하게 된다. 따라서 의약품 허가기준이 엄격하여 임상비용이 많기 때문에 시장이 웬만큼 크지 않은 경우라면 기업입장에서 해당국가 의약품시장 진출에 대해 쉽게 의사결정 할 수 없을 것이다.

둘째, 파머징시장은 대부분 저가 중심의 제네릭 의약품이 대부분이다. 가격이 비싼 오리지널시장은 규모가 크지 않다. 그런데 인도/중국산 제네릭 의약품의 가격이 매우 낮기 때문에 한국 의약품이 인도/중국산 저가제약사와 가격경쟁하기 어렵다. 또한 글로벌 제약사들도 자회사를 통해 규모의 경제를 앞세워 가격경쟁력을 확보하고 있어 이들과 가격경쟁하기도 어려운 상황이다.

셋째, 대부분의 국가가 자국산업 보호정책을 펴고 있다. 한국 제약사가 비교적 강한 분야가 제네릭 의약품이다. 하지만 제네릭 의약품에 관해 파머징 국가정부는 여건과 기술 수준만 된다면 자국 제약사가 우선적으로 생산 공급하도록 지원하는 정책을 편다. 그리고 자국 제약사가 생산하지 못하는 필수 오리지널 의약품 등을 수입하는 경우가 많다.

파머징국가 진출의 제약 요건

파머징 시장 환경	제약요건	국내 제약사 대응 전략
오리지널 보다 제네릭 시장 중심	선진국 수준의 의약품 허가제도	신약개발 (글로벌 신약) (파머징 타겟 신약)
저가 시장 중심	인도/중국 제약사의 저가 제품 지배	글로벌 시장 인증 기반기술 개발 (DDS 등)
자국 제약사 보호	제네릭 시장 진출 어려움	개량신약 (개발부터 해외시장 진출 타겟)

자료 : SK 증권

(2) 파머징 진출에 대한 한국정부 지원 정책

한국정부는 제약산업 육성지원 5 개년 종합계획을 세우고 2016 년도 시행 계획을 2016 년 5 월에 발표한 바 있다. 그 중에서 해외 진출에 대한 정부 지원 정책은 다음과 같다.

제약사 해외진출 정부 지원 정책

구분	내용
전략적 수출지원	생산시설 선진화 및 허가획득 지원 신흥국 전문가 활용을 통한 G2G 협력 지원 ODA사업 및 국제 기구조달 연계 지원
글로벌 마케팅지원	제약 수출 전주기 지원체제 구축 (가칭) 제약수출종합 지원센터 설치 운영 해외 판매망 확보를 위한 마케팅 지원 수출 전략국 중심의 해외 지사화 사업

자료: 보건복지부, 제약산업 육성지원 5 개년 계획 2016. 5

생산시설 선진화 및 허가획득 지원

최근의 정부 지원활동은 주로 중남미, 이란, 중앙아시아 등의 의약품시장에 대한 정보를 제공하는 활동과 각 중 MOU 체결로 대별된다. 특히 생산시설 선진화 측면에서 국내 제약사의 수출경쟁력 제고를 위해 PIC/s(Pharmaceutical Inspection Cooperation Scheme, 의약품실사 상호협력기구)에 가입(식품의약품안전처가 2014 년 7 월에 가입) 하여 ASEAN 지역 수출확대 및 EU, 미국 등 의약품 선진국 대상 수출 경쟁력 강화를 추진 중이다. 참고로 베트남의 경우에는 한국 의약품의 PIC/S GMP 인정으로 입찰그룹이 5 그룹에서 2 그룹으로 상향 되었다.

정부 해외 의약품시장 정보 제공 노력

정부에도 해외 현지 제약 전문가의 네트워크를 구축하여 글로벌 시장 진출에 도움을 주려고 하고 있다. GPKOL(Global Pharma Key Opinion Leader)은 제약 산업 가치 사슬의 핵심 5 대 분야(R&D 기획, 임상시험, GMP, 인허가(RA), 기술마케팅)별로 세계 각지에서 제약 산업을 선도하고 있는 전문가들을 연계한 글로벌 제약 전문가 그룹이다. 이러한 정책들이 점차 해외 시장에 대한 정보(임상, 시장동향, 허가제도 등) 획득을 용이하게 하고 한국 제약사가 파머징 시장에 진출하는데 도움이 될 것이다.

한국 의약품 수출 현황

(단위: 1,000 달러)

구분	2015년 실적	2014년 실적
원료의약품	1,274,341	1,169,559
완제의약품	1,665,835	1,233,932
의약외품	291,460	355,033
합계	3,231,636	2,758,524

자료: 한국의약품수출입협회

주: 화장품, 한약재 제외

2015 년 한국 의약품 수출현황

(단위: 1,000 달러)

순위	국가명	원료	완제	의약외품	합계
1	중국	80,810	85,672	90,362	256,844
2	홍콩	1,186	11,317	4,376	16,879
3	일본	241,823	252,676	26,749	521,248
4	미국	75,297	27,432	20,403	123,132
5	터키	33,478	220,025	365	253,868
6	베트남	11,534	127,091	49,456	188,081
7	헝가리	120	173,393	17	173,530
8	대만	13,165	17,246	7,061	37,472
9	태국	9,866	49,711	4,195	63,772
10	아일랜드	130,698	1,590	12	132,300
11	독일	65,911	21,613	1,319	88,843
12	캐나다	84,958	597	573	86,128
13	브라질	13,845	76,999	1,340	92,184
14	크로아티아	42	87,192	61	87,295
15	싱가포르	15,186	8,588	3,875	27,649
16	이탈리아	63,954	4,067	614	68,635
17	인도	45,150	18,145	2,144	65,439
18	프랑스	27,034	24,149	172	51,355
19	말레이시아	6,523	9,851	4,880	21,254
20	인도네시아	18,289	18,069	11,102	47,460
*	기타국 (러시아연방 등 168 개국)	335,473	430,413	62,385	828,271
	합계	1,274,342	1,665,836	291,461	3,231,639

자료: 한국의약품 수출입협회

주: 화장품 수출 제외 수치

4. 한국 제약사의 파머징시장 진출 확대 전망

1) 파머징시장에 한국제약의 수출 가능성 점검

저가 제네릭 의약품의 파머징 진출비전이 적다.

제약업계에 따르면 브라질 등 남미지역, 베트남 등 일부 아시아지역, 그리고 아프리카 지역에서는 한국 제네릭 의약품의 약가경쟁력이 취약한 상황이다. 아프리카 시장은 주로 중국/인도산의 저가약을 사용한다. 국가에서 저가에 입찰 받아 국민에게 제공하는 정부입찰 중심시장이기 때문에 한국 제약사입장에서 매력력이 적다. 남미시장도 브라질 등을 제외하면 약가가 너무 싸고 시장규모가 작아 한국 의약품의 수출 경제성이 떨어진다. 게다가 브라질, 아르헨티나는 FDA 규정보다 더 까다로운 의약품 기준을 두고 있으며 제네릭 경쟁력이 강한 로컬제약사가 많아 한국 제약사의 경쟁력이 턱 없이 부족한 상황이다. 남미 입찰시장에서는 로컬제약사와 중국과 인도 제네릭 제약사의 저가 입찰이 너무 강해 한국 제약사가 어떻게 해 볼 수 없는 가격으로 하락한 수준이다. 또한 아프리카, 남미 등 파머징 입찰시장에서 유럽 제약사의 제네릭 의약품 영향력도 크다. 유럽 제약사의 브랜드로 헝가리, 그리스, 루마니아 등의 로컬업체(CMO 활용)에서 생산한 의약품을 굉장히 낮은 가격으로 입찰시장에 내놓고 있다. 다국적 제약사가 CMO를 활용하여 제네릭 의약품을 생산한 후, 규모의 경제를 통해 저가로 진출하기 때문에 제네릭 의약품에 대한 한국 제약사의 가격경쟁력이 매우 취약해질 수 밖에 없다. 한국 제약사로서는 일부 사보험 시장에 수출을 해 볼 수 있는 정도이다. 다만 인도네시아, 말레이시아 등 임상비용이 적게 투입될 것으로 예상되는 시장과 한국 제약사의 제네릭 의약품 경쟁력이 있는 일부 품목의 수출 가능성은 분명 존재한다. 특히 과거에 라이선싱인하여 국내 제품화 된 오리지널 의약품은 파머징시장에 수출할 수 있는 여지가 있을 수 있다. 또한 한국의 PIC's 기입으로 베트남 시장에서 신뢰성이 상승하고 임상시험도 대폭 생략되는 효과가 있다. 한국 의약품의 경쟁력이 소폭 레벨업 되는 상황이 전개될 수 있는 것이다.

파머징 시장에서 개량신약은 신약 취급하는 곳 많아

파머징시장에서는 개량신약의 개념이 분명하지 않은 경우가 대부분이다. 개발도상국을 대상으로 할 때 개량신약을 신약으로 분류하는 국가는 대략 60% 정도이고, 나머지 30~40%국가는 제네릭으로 분류하고 있다(업계의견). 의약품 승인기준만 보면 파머징 시장 분류는 의미가 없다. 개발도상국가에서도 의약품 기준은 이미 선진국 기준을 준용하고 있기 때문에 선진국 수준의 임상데이터가 필요한 상황이다. 따라서 파머징 국가의 특정 의약품에 대한 수요가 적은 상황에서 신약으로 분류되어 임상을 다 해야 한다면 수출 채산성이 없게 된다.

* 한국 제약사의 파머징시장 진출 전략은 각 제약사 탐방을 통해 정리한 내용과 SK 증권 담당 애널리스트 의견을 종합한 것임

즉 시장규모가 작은 국가에 개량신약을 수출하려면 신약으로 분류하는 국가에 진출하는 것은 의미가 없다. 그보다는 나머지 30~40% 파머징 국가중에서, 개량신약을 제네릭 의약품으로 분류하고 있고 시장도 크게 형성되어 있는 국가를 타겟으로 하는 것이 국내 제약사의 옳은 접근법이다.

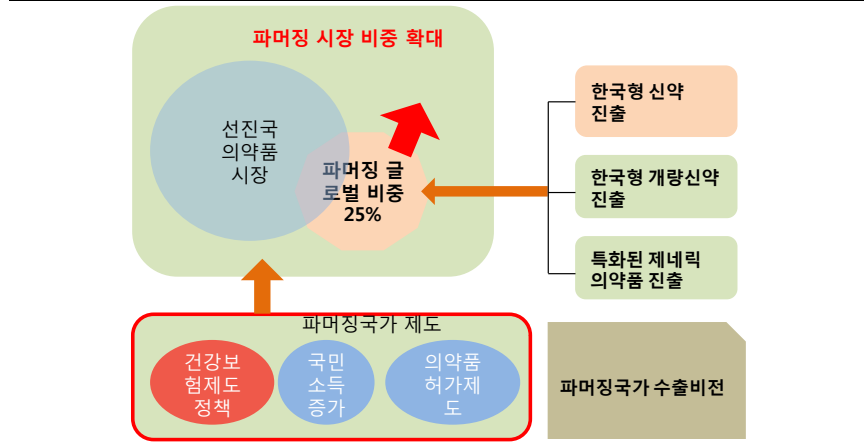
개량신약, 신약개발 초기부터 파머징시장 허가 기준에 맞추어야

앞서 지적했듯이, 파머징국가에서도 신약에 대한 허가기준은 선진국에 준하는 기준을 채택하고 있기 때문에 신약이나 개량신약을 개발하는 초기부터 이들 국가의 의약품 허가기준을 고려하면서 진행해야 하는 것이 좋다. 대부분 개량신약에 대한 이해가 부족하고 제네릭 시장이 없는 국가도 있어, 마케팅전략을 해당 국가에 맞게 추진해야 수출 가능성이 높아지는 것이다. 업계 의견을 종합해 보면, 한국 제약사는 개량신약으로 파머징시장내 프라이빗 시장에 진출하여 고품질 시장으로 접근해야 승산이 있다. 또한 앞서 언급한 30~40% 파머징 시장에서 생동시험, 비교용출시험 등으로 의약품 등록허가를 받을 수 있어 임상 건당 20~30 만불 비용이 소요되는 시장에 진출하는 것이 성공 가능성과 경제성이 있다고 한다.

2) 파머징시장 제네릭 의약품 비중 확대 전망

파머징시장은 글로벌 시장에서 25%를 차지하고 성장률도 글로벌 시장 평균의 두 배이다. 파머징시장이 급성장하면서 글로벌 의약품 시장구도 역시 바뀌고 있는 상황이다. 특히 중국, 브라질, 러시아, 인도 등의 의약품시장이 확대되면서 세계 제약시장의 판도가 바뀌어 갈 것으로 예상된다. 이와 같이 확대되는 파머징시장에서 한국 제약사의 기회가 점차 증가할 전망이다. 한국 제약사들은 향후 시장진입에 대한 분석과 투자를 활발하게 진행할 것이고 관련된 정보도 많아질 것이다. 결과적으로 파머징시장을 타겟으로 하는 한국 의약품의 개발과 생산이 증가할 것으로 예상된다. 특히 완제품의 수출이 증가할 가능성이 높다. 그동안 원료 중심의 의약품 수출이 많았고 백신이 수출비중이 높았으나 이미 개발된 한국형 완제의약품 수출이 파머징국가에 허가를 받으면서 매출이 확대될 것이다. 장기적으로 개량신약, 브랜드 제네릭 의약품의 수출도 늘어날 것이다. 국내 제약사와 다국적 제약사가 공동으로 기술수출, 제네릭 생산 및 마케팅, 국내기업 보유 신약 생산, 마케팅을 추진할 수도 있을 것이다.

파머징시장 확대로 한국 제약사 진출 가능성 확대

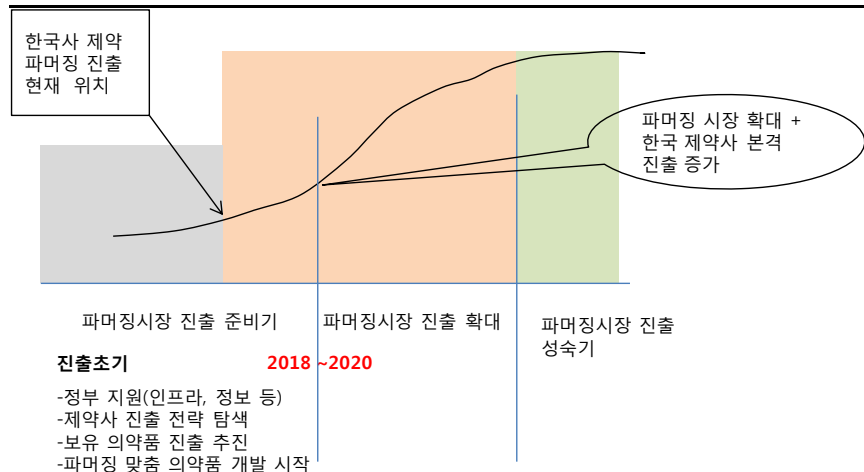


자료 : SK 증권

3) 파머징시장에 진출할 한국제약사의 기회 많아질 것이다

파머징시장은 크게 성장할 것으로 보이지만 제약요건들로 인해 한국 제약사가 쉽게 접근할 수 있는 것은 아니다. 하지만 파머징 시장을 잘 분석하고 니치 마켓을 개발하면 한국산 의약품의 파머징시장을 진입을 확대할 수 있을 것이다. 각 제약사가 의약품, R&D, 네트워크 등의 장점을 살려 장기적인 전략으로 접근한다면 파머징시장에 진출하는 한국 의약품의 규모가 증가할 것이다. 정부도 현재 부족한 현지 정보를 제공하고 제도적인 지원을 추진 중이다. 또한 몇몇 제약사의 성공케이스도 나타나고 있다. 결국 파머징시장 진출 준비단계를 지나 **2018~2020 년경에는 파머징시장에 진출하는 한국 의약품 매출이 크게 증가할 가능성이 높다.** 즉 한국 제약사가 선진국에서뿐만 아니라 파머징시장에서 큰 성과를 창출하는 시대가 도래할 것으로 전망된다. 이제부터 파머징 시장에서 기회를 찾아야 할 시기로 평가된다.

파머징시장 한국 제약사 진출 예상도



자료 : SK 증권

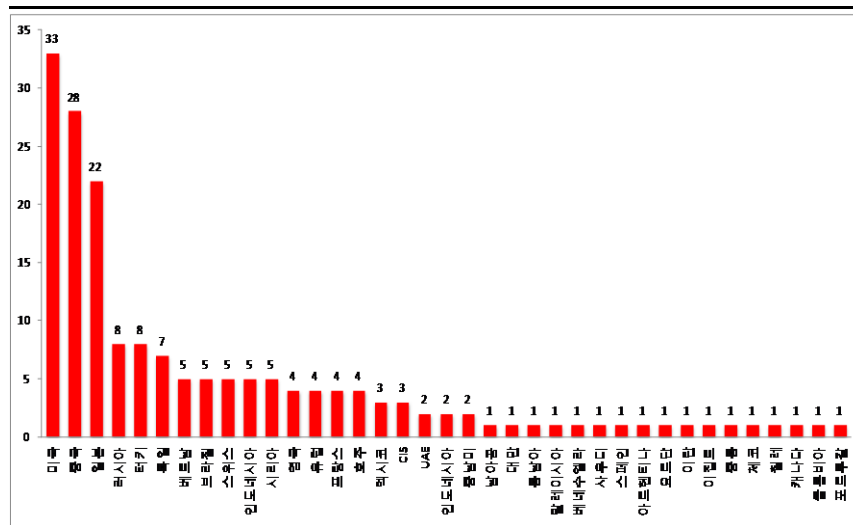
5. 파머징시장에 유망한 한국 의약품

(1) 글로벌 신약

당연히 선진국 기준으로 글로벌 임상을 진행하고 있는 의약품은 파머징국가에 진출하는 것이 쉬울 것이다. 미국 FDA를 통과하여 미국, 유럽시장에 출시된 오리지널 의약품은 파머징시장에서 경제성만 잘 파악하고 유리한 파트너를 선택한다면 진출하는데 걸림돌이 크지 않다. 글로벌 신약을 개발한 제약사는 파머징 시장진출이 쉬울 것이다. 다만 파머징 시장은 규모가 작기 때문에 국내 상위사의 파머징 시장 매출이 기업가치에 미치는 영향을 크지 않을 수 있다. 상위 제약사는 매출규모도 크고 시가총액도 크기 때문에 글로벌신약을 개발하고 시장이 큰 선진국에서 시장을 창출해야 영업실적과 주가에 미치는 영향도 클 것이다. 반면 중소형 제약사가 글로벌 신약을 개발하거나 파머징시장에 진출해서 시장을 개척한다면 영업실적에 미치는 효과가 크다. 파머징시장 진출과 관련해서 주가에 미치는 영향까지 생각한다면 단기적으로는 중소형 제약사에서 유망종목을 찾는 것이 현명할 것이다.

한국 제약사의 기술수출실적 및 상대국 현황

(단위 : 개)



자료 : 보건산업진흥원, 유라시아 경제연합의 보건산업 정책변화 및 시장진출 전략 연구

주 : 2015 한국 제약산업 연구개발 백서, 한국신약개발연구조합

(2) 한국형 신약

한국형신약은 글로벌 혁신형 신약은 아니지만 한국에서 임상을 통과하고 허가를 받은 의약품이다. 비용이 많이 소요되는 해외 임상보다는 한국 시장 출시를 먼저 타겟으로 한 의약품이다. 최근 대표적인 한국형 신약이 카나브, 제미글루, 슈펙트, 놀텍 등이다. 한국에서 상업적 측면에서 성공한 한국형 신약은 해외 진출 가능성도 크다. 물론 미국,

유럽, 일본 등 선진 시장 진출에는 막대한 임상 비용이 필요하기 때문에 먼저 수익성이 있는지 평가해야 할 것이다. 파머징시장에 진출하는 방법은 현지 제약사와 판권계약을 통해서 수출하는 경우가 대부분이다. 또한 파머징 국가 하나 하나를 보면 시장이 협소하지만 전체 파머징시장은 글로벌 시장의 25% 가까이 되기 때문에 한국형 신약을 개발할 때부터 파머징 시장 의약품 등록 기준을 참고로 하면서 동시 임상을 진행한다면 승산이 있는 전략이 될 것이다.

(3) 개량신약 및 제네릭 의약품

개량신약은 한국 제약사가 파머징시장을 타겟으로 진출할 수 있는 좋은 분야이기도 하지만 그만큼 전략도 필요할 것으로 판단된다. 앞에서 언급한 바와 같이 개량신약을 신약으로 분류하여 신약에 준하는 엄격한 임상데이터를 요구하는 국가가 많다. 따라서 개량신약도 개발초기부터 수출 타겟시장 분석을 하면서 준비하는 전략이 필요해 보인다. **또한 플랫폼 기술을 개발하여 지속적으로 후속 개량신약을 개발할 수 있는 전략이 필요하다.** 향후 이러한 전략으로 한국형 개량신약의 파머징시장 진출이 증가할 것으로 전망된다.

현재까지는 이러한 전략으로 엄격하게 개발된 품목은 적다. 단, 현재 파머징시장에서 한미약품의 아모잘탄 등과 같이 일부 성과를 내는 품목도 있고 중소형 제약사로서 유나이티드제약의 항혈전제 실로스탄 CR 과 클란자 CR 이 테바와 중국 JJK 사에 기술수출하면서 가능성을 보였다. 그 외 부광약품의 텍시드정도 중동수출계약을 맺었다.

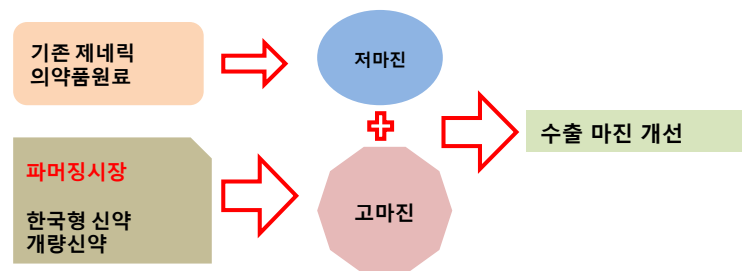
또 한가지 방법은 해외에서 L/I 한 제품을 가지고 나가는 방법이 있을 수 있다. 특허가 만료되어 약가가 대폭 인하되었지만 아직 파머징시장에서 일정한 수요가 있는 의약품을 수출하는 전략이다. 예를 들면 보령제약의 톨롤라(시나롱), 베스토(스토가) 등이 될 것이다. 보령제약은 CCB 계열 고혈압치료제 시나롱을 2000 년부터 국내 발매해 매출을 올리고 있다. 2014 년에 시나롱의 공동개발자인 UCB 재팬으로부터 해외사업권(일본제외)을 인수했다. 금년 6 월에 산도즈를 통해 태국, 필리핀, 말레이시아, 싱가포르, 대만, 홍콩 총 6 개국에 10 년간 순차적으로 7,300 만달러(850 억 원) 규모의 완제품을 공급하는 계약을 맺었다. 베스토(스토가)도 향후 해외 수출을 진행할 것으로 전망된다.

6. 의약품 수출마진 개선 전망

(1) 한국형 신약과 브랜드 제네릭 수출증가로 마진 개선 전망

의약품 수출에서도 수익성이 개선될 가능성이 높다. 현재 한국의 의약품 수출은 저가 의약품 원료, WHO 산하기관 등을 통한 저개발국향 백신, 저가 제네릭 중심이었기 때문에 일반적으로 마진이 좋지 않았다. 그러나 최근 한국형 신약이나 브랜드 제네릭 의약품의 수출이 본격 증가하면서 마진이 개선되고 있다. 대표적으로 보면 LG 생명과학의 이브아르가 있고, 메디톡스의 뉴로녹스와 뉴라미스가 있다. 또한 녹십자의 헨터라제, 동아에스터의 그로트로핀 등이 있다. 앞으로는 보령제약의 카나브, LG 생명과학의 제미글로, 일양약품의 슈펙트 등이 수출되면서 수출마진이 개선될 것으로 전망된다.

의약품 수출 마진 개선



자료 : SK 증권

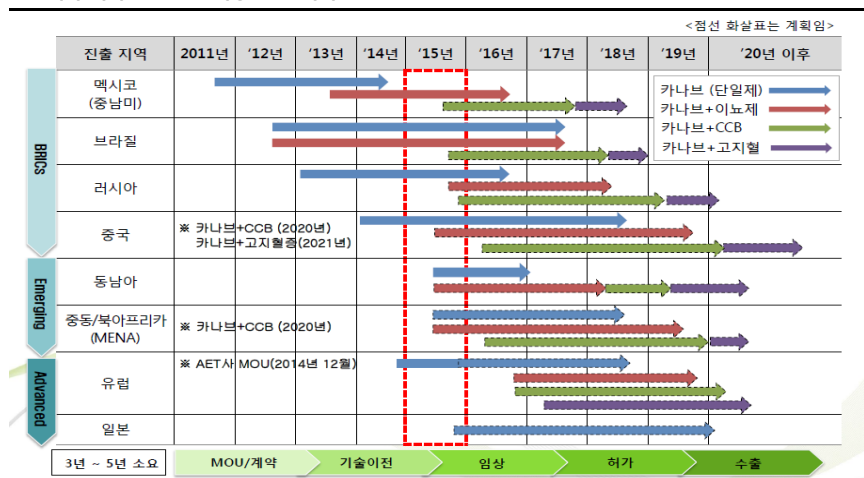
7. 주요 제약사의 파머징 진출 전략

(1) 보령제약

카나브와 카나브 복합제를 통해 파머징 시장 진출 확대 전망

보령제약이 개발한 카나브는 국내 15 호 ARB 계통의 고혈압 신약으로 세계적으로는 9 번째 신약이다. 지난 2010 년 식약청으로부터 허가를 받았으며 2011 년 출시되었다. 카나브 매출은 2015 년까지 351 억원으로 성장했고 2016 년에 400 억원으로 전망된다. 수출은 현재 전 세계 29 개국에서 팔리고 있거나 판매를 예정하고 있다. 현재까지 단일 제 중심으로 30 개국에 로열티 2,290 만달러, 수출계약 29,660 만달러의 계약을 맺었다. 카나브 복합제 듀카브(카나브+암로디핀)는 금년 8 월에 국내 출시 되었으며 금년 12 월에는 카나브+로수바스타틴 복합제를 국내 발매할 계획이다. ARB 고혈압치료제는 단일제 보다 복합제 시장이 2 배 이상 된다. 따라서 그동안 단일제 중심으로 고성장해 왔지만 금년 말부터는 복합제 출시로 성장세가 한 층 강화될 것으로 전망된다. 금년 **하반기부터 복합제 듀카브 수출계약이 추가적으로 진행될 예정이다**. 카나브(피마사르탄, 고혈압치료제)와 크레스토(로수바스타틴, 고지혈증치료제) 복합제에 대해서 미국 FDA 임상 1 상 승인을 받았다. 현재 카나브 단일제는 멕시코에 출시되었다. 멕시코 현지에서 유일하게 임상한 ARB 신약이다. 멕시코 ARB 처방시장에서 호평을 받고 있는 상황이다. 전체적으로는 10 개 국가에서 의약품 출시 허가를 받았고, 2017 년에는 15 개 국가까지 증가할 것이다. 다만 브라질은 허가기준이 미국 FDA 기준 이상으로 되어있어 신약허가 기준이 까다롭다. 따라서 허가까지는 많은 시간이 소요될 것이다. 브라질 고혈압시장은 3 조원이고 ARB 시장은 1.4 조원으로 추정된다. 러시아에서는 금년 하반기에 허가(3 년 소요되었음)를 받을 가능성이 높다. 러시아 고혈압 ARB 시장은 약 1.2 조원 내외이다.

보령제약 카나브 글로벌 시장 진출 계획



자료 : 보령제약

보령제약 글로벌 L/O 현황

지역	계약사	품목	로열티	수출
멕시코 12개국	Stendhal	단일제	700만달러	2,300만달러
브라질	Ache	단일제, 이노복합제	300만달러	2,300만달러
러시아	R-pharm	단일제	150만달러	4,000만달러
중국	Gloria	단일제	540만달러	7,060만달러
동남아 13개국	Zuellig Pharma	단일제	300만달러	12,600만달러
합계			2,290만달러	29,660만달러

자료: 보령제약. 단일제 중심, 향후 복합제 계약 이어질 것

(2) LG 생명과학

제미글로 2016년 500억원 매출 추정

현재 백신 등을 제외하면 중국을 포함한 파머징시장에서 확실하게 완제 의약품 수출실적을 기록하고 있는 제약사는 LG 생명과학이다. 제품은 **당뇨병 치료제 제미글로와 필러 이브아르** 등이다. 우선 제미글로는 국내에서 매출이 확실히 확보된 상태이다. 해외로의 수출계약이 진행되었고 일부 국가에서 제품출시 허가가 시작되고 있다. 국내시장에서는 단일제 제미글로가 2012년, 복합제 제미메트가 2013년에 출시되었다. 두 제품 합계 매출액이 2015년 248억원, 대응계약과 코프로모션 전환하면서 2016년에는 500억원 대로 증가할 전망이다. 현재 제미글로는 파머징시장을 타겟으로 100여개 국가에 라이선스 아웃했고 코스타리카, 인도 등 9개국에서 허가/승인된 상태이다. 라이선스 아웃 현황은 다음 표와 같다.

제미글로 라이선스 아웃 현황

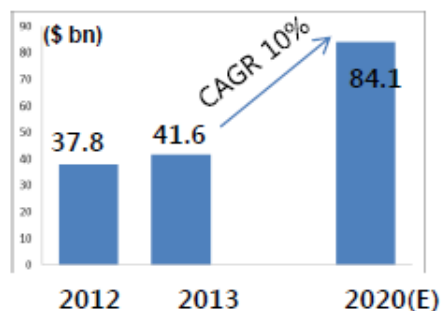
(단위: 백만달러)

계약일	파트너	대상지역	마일스톤	로열티
2009.12	DCPC	중국	4	없음
2010.11	NOBEL	터키	2	있음
2012.12	SANOI	인도, 러시아, 중동, 아프리카 79개국	92	있음
2013.12	Stendhal	중남미 23개국	25	없음

자료: LG 생명과학

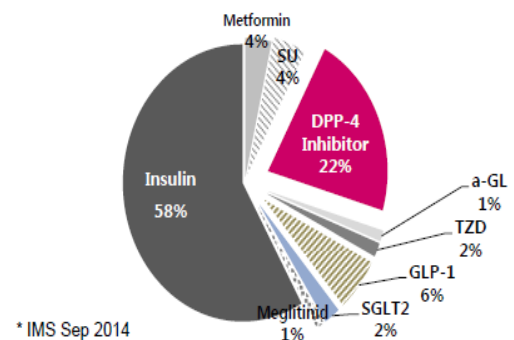
당뇨병치료제 글로벌 시장

(단위: 실억달러)



자료: Grand Research Jan 2015. LG 생명과학

글로벌 당뇨병치료제 시장 분류

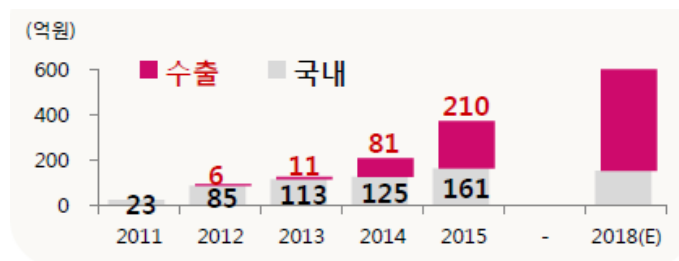


자료: LG 생명과학

이브아르는 중국을 비롯한 파마징시장에서 성장 잠재력 큼

LG 생명과학의 또 다른 성장 품목은 필러 이브아르이다. 2015 년 매출액은 371 억원 (+80.1%)이며 이중에서 수출이 210 억원, 국내매출이 161 억원이다. 2016 년 상반기에 주력 제품인 이브아르가 108.0% 증가한 185 억원이며 이중에서 수출이 174.5% 증가한 140 억원이다. 140 억원 중에서도 중국 수출이 대다수를 차지하고 있다. 이브아르는 히알루론산으로 미국 FDA 에 등재되었고 유럽 EDQM(의약품품질위원회)에서도 승인되었다. 수직 생산 체제로 되어있으며 2016 년 현재 중국, 러시아, 요르단, 이탈리아, 스페인, 터키, 페루 등 24 개국에 판매 중이다. 동사는 R&D 역량이 높아 파마징시장을 타겟으로 하는 신규 의약품 개발도 가능할 것이다.

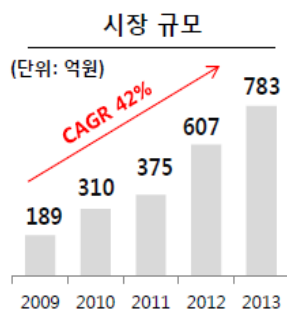
이브아르 국내 및 수출 매출 추이



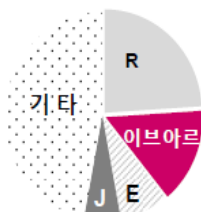
자료 : LG 생명과학

국내 필러시장

(단위 : 억원)



경쟁 현황 ('13)



글로벌 당뇨병치료제 시장 분류

◎ 'Huadong Ningbo'와 중국 판권 체결 ('13.6월)
- 보톡스 유통

◎ CFDA approval schedule



시장 현황

- 도시화('13): 7.3억명, 인구의 54%
- 미용성형 고객층 20~30대로 확산
- 성형병원 산재수 약 1,600 ('12) → 약 3,800 ('14)

경쟁 현황 ('15)

- 11개 브랜드/ 14개 제품 출시
- 수입: Restylane, YVOIRE 등
- 로컬: EME, BioHyalux 등

자료 : 의료가기 생산/수출/수입 실적 보고자료 식품의약품안전처 LG 생명과학

자료 : LG 생명과학

**개량신약을 통해서 국내 매출 성장
달성하고, 장기적으로 파머징시장
진출 전망**

(3) 유나이티드제약

유나이티드제약은 국내 의약품시장에서 제네릭 의약품의 경쟁 과다로 한계가 있다고 판단하고 매년 개량신약을 1~2 개 개발하여 성장을 지속하는 전략을 추진 중이다. 90 여명의 연구인력과 매출액의 12~13%의 R&D 비용을 지출하며 개량신약을 집중적으로 개발하고 있다. 서방성제제기술을 개발하고 이를 기반으로 항혈전제 클란자 CR 과 실로스탄 CR 을 출시했고, 2015 년에 칼로민, 2016 년 위장운동개선제 가스티인 CR 정을 개발했다. 특히 실로스탄 CR 은 2015 년 118 억원, 2016 년에는 200 억원의 매출이 전망된다. 이러한 품목을 기반으로 국내에서 외형성장과 수익성 개선이라는 목표를 달성하고, 성장성 높은 중국 동유럽 등의 해외시장에도 진출한다는 장기 계획을 추진 중이다. 실제로 2013 년에 TEVA 와 중국 JJK 사에 기술수출계약을 성사시켜 해외시장 진출의 발판을 마련했다. 개량신약 외에도 장기과제로 항암제 제네릭의 미국 FDA, EMEA 등록도 추진 중이다. 시장이 좁고 경쟁이 심한 국내 제네릭시장에서 해외시장으로 성장 잠재력을 높이려면 경쟁력 있는 개량신약을 개발하고 이머징마켓으로 진출하는 방법이 좋은 대안이 될 것이다. 최근 베트남에서 클란자CR 이 연간 100 만달러 수출되고 있고 실로스탄CR 등록도 추진 중이다. 기존 제네릭 의약품 중심으로 수출하는 구조는 수익성이 낮지만 개량신약 중심으로 현지 임상을 통해서 파머징시장에 진출한다면 수익성이 이 전보다 크게 개선될 수 있을 것이다.

기술수출 현황

품목명	진행 상황
클란자CR	2013년 2월 TEVA에 기술수출
	대상국가는 동유럽(러시아, 우크라이나, 카자흐스탄, 우즈베키스탄, 벨라루스), 남미(베네수엘라)
	2017년 러시아 우크라이나 베네수엘라 발매 목표
클란자CR 실로스탄CR	2013년 5월 중국 JJK사에 기술수출
	대상국가는 중국
	필요임상 : 클란자 CR은 1상, 실로스탄CR은 1,2상
	2018년 발매 목표
	현재 임상 허가를 받은 상황

자료: 유나이티드제약

나보타의 글로벌 시장 수출전략 추진 중

(4) 대응계약

대응계약은 2016 년 4 월에 주름개선제 나보타의 임상 3 상 완료를 발표했다. 2017 년 초에 미국 FDA 의 BLA(품목허가) 신청을 거쳐서 2018 년 초에 미국시장에 출시한다는 계획이다. 판매를 담당하고 있는 에블루스/알페온은 알려진 출신의 핵심인력과 미용성형에 영향력 있는 인력을 보유하고 있는 이를 바탕으로 미국뿐만 아니라 향후 호주, 유럽, 캐나다에도 출시할 것이다. **중국에서도 임상을 거쳐 출시하여 글로벌 의약품으로 키운다는 장기 전략을 가지고 있다.** 유럽은 유럽 3 대 필리회사 중의 하나인 Teoxoxane 에서 담당하게 된다. 유럽은 2018 년 출시 목표이다.

파머징시장 대상으로 의약품 생산/판매 거점 확보

파머징시장 중심으로 생산기지를 구축하여 해외 사업 비중을 확대하는 전략도 진행 중이다. M&A, J/V, 그리고 직접현지법인 설립 등의 방법으로 현지 공장과 연구소를 구축한다는 것이다. 지역별로 보면 **첫째, 중국이다.** 중국 심양에 소화기와 소아과용 의약품과 의료기기 생산목적으로 M&A 등을 포함해서 현지 생산공장을 설립하여 로컬생산을 한다는 계획이다. 매출액은 2018 년에 300~400 억원(수입판매 포함), 2020 년에 2 천억원을 달성한다는 것이 장기 목표이다. **두번째, 베트남이다.** 현지 업체를 인수해서 소화기 등의 의약품을 생산한다는 전략이다. 베트남 공장이 가동되면 주변 아시안국가 수출의 기지역할도 감당하게 된다. **셋째, 인도네시아이다.** 우선 인도네시아 수라바야에 대응인피온이라는 바이오 합작법인을 설립하고 금년 4 월부터 에포시스(EPO)를 생산(2017 년 200 억원 목표)하게 된다. 기타 태국에서는 미용, 성형관련 의약품사업을 전개하고 필리핀에서는 소화기 중심 의약품사업을 추진하는 계획을 세우고 있다. 향후 동사의 해외 사업 진척여부에 주목할 필요가 있다고 평가한다.

(5) 일약약품

항암제 슈펙트와 항궤양제 놀텍의 수출 잠재력에 주목

일약약품은 일찍부터 R&D 투자를 확대하여 한국형 신약개발에 집중했다. 항궤양제 놀텍(한국 14 호 신약)을 개발했고 역류성식도염 적응증을 추가했다. 현재 글로벌 시장 진출을 목표로 북미에서도 역류성식도염 임상 2 상을 완료한 상태이다. 2013 년에는 UAE 라이프파마사와 주변 유라시아(GCC)국가를 포함한 주변 12 개국에 완제 판매 기술수출 계약을 체결하여 현재 관련 국가별 판매 인허가를 준비하고 있다. 또한 터키 1 위 제약사인 압디아브라힘과 터키를 포함한 주변 6 개국에 원료를 수출하는 기술수출 계약을 완료하여 관련국 허가 관련 업무를 진행 중이다. 또한 멕시코 치노인사와 멕시코를 포함한 주변 9 개국에 완제품을 수출하는 기술수출 계약을 완료하여 현재 관련국 허가관련 업무를 진행하고 있다. 이외 다른 국가에도 기술수출을 추진 중이다. 최근에는 에콰도르 보건부가 2016 년 2 월 22 일 항궤양제 신약 '놀텍'의 시판허가를 승인했다고 24 일 밝혔다. 한국과 에콰도르 정부간 맺은 '한-에콰도르 의약품 상호인증 협정'에 따라 기존보다 상당히 단축된 기간에 놀텍 허가를 받을 수 있었다. 에콰도르 시판허가로 수출 계약을 체결한 중남미 국가의 시판허가가 순조로울 수 있다. 일약약품은 지난 2015 년 멕시코 치노인과 놀텍 수출 계약을 체결한 바 있다. 치노인은 과테말라, 엘살바도르, 코스타리카, 파나마, 니카라과, 도미니카공화국, 파라과이, 볼리비아 등 9 개 국가에 놀텍을 공급할 예정이다.

슈펙트는 1차약품 선정, 기술수출 증가

한편 국산 18 호 신약인 백혈병 치료제 "라도티닙"(제품명 슈펙트)은 2012 년 1 월에 2 차 치료제로, 2015 년 10 월에 1 차 치료제로 승인 받았다. 슈펙트는 2013 년 중국 양주일양에 원료 판매조건으로 기술수출을 완료하고, 중국 임상 준비 중이다. 터키와 주변 6 개국 기술수출은 압디이브라힘사와 완제 판매를 조건으로 계약 완료하고 터키 허가 업무를 진행하고 있다. 또한 러시아 ETC 1 위 사인 알팜사와 본 계약을 체결하고 허가 업무를 진행하고 있다. 콜롬비아 제약기업 바이오파스에도 수출했다. 이번 본 계약 체결로 일양약품은 슈펙트 완제품을 공급하고 라이선스 기술료 및 마일스톤으로 2,200 만 달러를 받는다. 이와 함께 바이오파스는 콜롬비아를 포함한 멕시코 에콰도르 베네수엘라 페루 칠레 파나마 코스타리카 도미니카 공화국 등 총 9 개국에 독점판매권을 얻게 됐다. 이번에 계약한 바이오파스그룹은 콜롬비아 자국 내 10 위의 제약사로 멕시코를 포함 남미 15 개국에 자회사를 둔 제약기업이다.

일양약품 놀텍 기술수출 현황

제품명	계약회사	체결년도	계약국가	기술이전료	계약내용
왕게양치료제 '놀텍'	림 존	2001	중국	\$250만불	- 중국내 독점 판매 계약 - 로열티 : 연 판매액의 8% - 2014년 계약 종료
	라이프파마	2013	UAE	\$75만불	- GCC(UAE, 사우디아라비아 등 6개국) 포함 중 13개국 판매 계약 - BULK 수출
	압디 이브라힘	2014	터키	비공개	- 터키 등 6개국 판매 계약 - 놀텍(원료명: 일라프라졸) 기술수출 및 원료 독점공급 계약
	아 쉘	2014 (탐싯)	브라질	-	- 브라질 외 원료 공급 및 기술수출 탐싯(Term Sheet) 계약 - 라이선스 fee 및 마일스톤 : 미화 1,850만불
	치노인	2015	멕시코	-	- 멕시코 외 8개국 완제품 공급 및 기술 수출 계약 - 라이선스 fee 및 마일스톤 : 미화 1,730만불

자료 : 일양약품

일양약품 슈펙트 기술수출 현황

제품명	계약회사	체결년도	계약국가	기술이전료	계약내용
백혈병치료제 '슈펙트'	양주일양 유한공사	2013	중국	\$300만불	- 중국내 독점판매 계약 - 일양약품에서 원료 공급하고, 양주일양에서 생산 및 판매 - 중국내 임상비용 양주일양 부담
	압디 이브라힘	2014	터키	비공개	- 터키 외 6개국 판매 계약 - 슈펙트(원료명: 라도티닙) 기술수출 및 완제품 독점공급 계약
	알 팜	2014	러시아	-	- 러시아 외 원료공급 및 기술수출 계약 - 라이선스 fee와 마일스톤 : 미화 1,300만불
	바이오파스	2016	콜롬비아	-	- 콜롬비아 외 8개국 완제품 공급 및 기술수출 계약 - 라이선스 fee와 마일스톤 : 미화 2,200만불

자료 : 일양약품

파머징국가 대상 주요 수출 품목

한국형 신약

(단위: 억원)

제품명	약효군	매출액	제약사	기술수출 파트너	비고
카나브	고혈압치료제	400	보령제약	스텐달사, 글로리아사, 아쉴사 등	중남미, 러시아, 중국, 동남아(누적4.5억달러)
카나브복합제	고혈압복합제		보령제약	줄릭파마,	동남아, 남미, 중국 등에 수출 예정
토돌라	고혈압치료제		보령제약	산도즈 AG	동남아 6개국, 854억원(10년)
제미글로	당뇨병치료제	248	LG생명과학	중남미23개국(스텐달사) 신흥국 79개국(사노피)	남미 수출, 중국 임상 중
이브아르	필러	600			중국에 수출 중
슈펙터	항암제(백혈병)		일양약품	콜롬비아 바이오파사사 러시아, 터키 수출 계약 터키 1위 제약사인 압디아브라힘 중국 양주일양에 기술수출	기술수출료와 마일스톤 2,200만달러 허가업무 진행 중 완제 허가업무 진행 중 임상 준비
놀텍	항궤양제	100	일양약품	멕시코 Chinoisa 에콰도르 아랍에미레이트 라미프파마사 터키 1위 제약사인 압디아브라힘	에코도르 시판허가, 남미 허가 가능성 시판 허가 중동 등 추가 시판허가 가능성 터키 및 주변 6개국 원료 수출
헌터라제	헌터증후군		녹십자		남미, 북아프리카에 수출 연간 200억원
매디톡신	주름개선제	776	매디톡스	해외 지사, 합작사	해외 60개국에 수출
나보타	주름개선		대웅제약		
애브서틴	고셔병치료제		이수앱지스		멕시코 13억원, 이란 30억원 수출계약
시네츄라시럽	천연물신약		안국약품	2013년 미국 및 유럽, 2015년 중동	

자료: 각사 분기보고서, 언론 보도자료 등

개량신약

(단위: 억원)

제품명	약효군	국내 매출	제약사	기술수출 파트너	비고
아모잘탄	고혈압치료제	459	한미약품	MSD	세계 52개국
아모잘탄 에스메졸, 피도글	로벨리토	84	한미약품	DKSH	동남아 7개국
실로스탄CR	항혈전제	180	유나이티드제약	중국 JJK사	중국시장
클란자CR	항혈전제	50	유나이티드제약	동유럽 테바, 중국 JJK사	동유럽, 러시아, 중국 시장
멕시드정	당뇨병성신경병증	68	부광약품	싱가포르 칼베인터내셔널	필리핀, 베트남 등 6개국

자료: 각사 분기보고서, 언론 보도자료 등

제네릭 의약품, 기타

(단위: 억원)

제품명	약효군	국내 매출	제약사	기술수출 파트너	비고
옥트린라르 등	말단비대증		동국제약	브라질 베르가모사	옥트린라르, 로렐린데포 2,900만달러(5년)
벨라스트주사	필러		동국제약	중국 나시바오사	660만달러(5년간)
항생제 등	항생제 등		대원제약	동남아, 중동, 중남미 36개국	항암보조제 등 수출 모색
엘라비에	필러		휴온스	인도네시아 PT프라임메드	인도네시아 수출 계획
점안액	안구건조 등		휴온스	휴온스랜드	중국 수출 계획
박카스		517	동아에스티	캄보디아 수출 중	
그로트로핀	인성장호르몬	268	동아에스티	브라질 수출 중	
항결핵제	항결핵제	360	동아에스티	인도 유럽 남아공 등 수출	싸이크로세린, 크로세린, 테리지돈
이미페넴	항생제	250	JW중외제약	중국 일본 등 세계 40여국가 수출	브라질에 ANVISA로부터 GMP 인증

자료: 각사 분기보고서, 언론 보도자료 정리

주: 매출액은 수출포함, 금년 추정액, 박카스 및 그로트로핀은 수출액, 메디톡스 매출액은 2015년 내수+수출

8. 파머징시장 진출 유망 제약사

보령제약, LG 생명과학, 유나이티드제약 등 유망

글로벌시장에서 파머징시장 비중이 확대되는 가운데 향후 파머징시장을 타겟으로 한 한국 제약사의 완제 의약품 수출 잠재력이 확대될 것으로 전망된다. 특히 한국형 신약을 개발하면서 파머징시장 타겟으로 글로벌 임상을 동시에 진행한 의약품이나, 국내시장에서 매출을 키우고 이를 바탕으로 많은 임상데이터를 축적한 후에 파머징시장에 진출하는 의약품이 유리하다. 특별히 주가 측면에서는 상위 제약사보다는 외형이 적은 중형 및 소형 제약사가 유망하다. 파머징시장에 진출하여 성과를 창출할 수 있다면 영업실적과 기업가치에 미치는 영향이 상대적으로 크기 때문이다.

보령제약은 단일제 카나브를 통해서 영업실적이 개선되었고, 파머징시장에서 거액의 수출계약을 맺었다. 향후 카나브 복합제로 국내와 파머징시장에서 매출이 확대될 것으로 예상된다. LG 생명과학은 이브아르와 제미글로로 국내 매출이 증가하고 파머징시장에서 많은 성과를 창출할 수 있을 것이다. 유나이티드제약은 개량신약을 통해서 국내에서 실적을 내고 있으며 장기적으로 파머징시장에서 가능성이 있는 것으로 평가된다. 대웅제약은 나보타로, 일양약품은 슈펙터로 파머징시장에서 성과를 창출할 수 있는 잠재력이 크다. 다만 일양약품은 투자의견을 N/R로 제시한다.

파머징 시장 진출 유망 제약사

종목명	투자의견/목표주가	내용
보령제약	매수	카나브를 통해서 파머징시장향 수출이 증가할 것이며 복합제
	90,000원	출시로 추가 수출계약이 증가할 전망
LG생명과학	매수	이브아르의 중국 수출이 크게 증가하고 있으며, 제미글로의
	92,000원	파머징 수출계약이 확대되고 있음
유나이티드	매수	개량신약 개발을 통해서 장기적으로 파머징시장에서 수출
	27,000원	잠재력이 있는 것으로 평가됨
대웅제약	매수	나보타의 글로벌 임상이 끝난 상태이고 향후 미국 시장뿐만
	110,000원	아니라 파머징시장에서도 수출 가능성이 큼
일양약품	N/R	놀텍과 슈펙터의 파머징시장 수출 계약이 증가하고 있음
	N/R	

자료: SK 증권

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



Analyst

하태기

tgha@sk.com

02-3773-8872

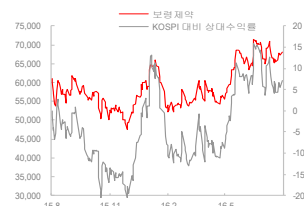
Company Data

자본금	201 억원
발행주식수	843 만주
자사주	25 만주
액면가	2,500 원
시가총액	5,741 억원
주요주주	
(주)보령(외5)	50.62%
베어링자산운용	5.03%
외국인지분률	6.10%
배당수익률	0.30%

Stock Data

주가(16/08/16)	68,100 원
KOSPI	2047.76 pt
52주 Beta	0.97
52주 최고가	71,600 원
52주 최저가	47,568 원
60일 평균 거래대금	40 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	2.7%	1.2%
6개월	26.4%	16.5%
12개월	9.5%	6.0%

보령제약 (003850/KS | 매수(유지) | T.P 90,000 원(유지))

한국 제약사가 파머징 시장에 진출하는 모범 모델 제시

보령제약은 한국형 신약 카나브를 개발하여 국내에서 대형 품목으로 키우면서 파머징국가 대상, 순차적으로 기술수출해 왔다. 그 결과 카나브는 400 억원대의 품목으로 성장했고 파머징시장 30 여개 국가에 기술했으며, 현재 10 개 국가에서 출시허가를 받았다. 하반기부터는 카나브 복합제가 순차적으로 개발되어 국내 매출과 해외 기술수출 계약이 진행될 전망이다. 또한 카나브 수출경험을 바탕으로 카나브 이외 제품의 수출도 진행 중이다.

한국형 신약을 통한 파머징시장 개척의 모델 제시

동사는 고혈압치료제 카나브를 개발하여 금년 국내에서 약 400 억원의 매출이 예상된다. 수출은 10 개 국가에서 의약품 출시 허가를 받았고, 2017년에는 15 개 국가까지 허가가 증가할 것이다. 현재까지 단일제 중심으로 30 개 국가에 로열티 2,290 만달러, 수출계약 2 억 9,660 만달러의 계약을 맺었다. 2016 년 카나브 수출액은 약 50 억원으로 전망된다.

카나브 복합제를 통해 추가 파머징시장 진출 예정

카나브 복합제 듀카브(카나브+암로디핀) 가 금년 8 월에 국내 출시되었으며 금년 12 월에는 카나브+로수바스타틴 복합제를 국내 발매할 계획이다. ARB 고혈압치료제는 단일제 보다 복합제 시장이 2 배 이상 크다. 그동안 단일제 중심으로 고성장해 왔지만 금년 8 월부터는 복합제 출시로 성장세가 한층 강화될 것으로 전망된다. 또한 금년 하반기부터는 복합제 듀카브 수출계약이 추가적으로 진행될 전망이다. 12 월에는 고지혈증 복합제(피마살탄 +로수바스타틴)가 출시되고, 2017 년에 고지혈증 복합제 (피마살탄 +아토바스타틴), 2018 년에 ARB +CCB +고지혈증 복합제 (피마살탄 +암로디핀 +로수바스타틴)를 연속 출시할 것이다.

카나브 이외 제품도 파머징시장 추가 수출

카나브 수출경험과 네트워크를 이용해서 카나브 이외 제품도 파머징시장 대상으로 수출을 진행하고 있다. 금년 6 월에 노바티스 제네릭 사업부인 산도즈와 칼슘 채널 차단제(CCB) 계열 고혈압치료제 토돌라(실니디핀) 수출 계약을 체결했다. 이번 계약으로 태국, 필리핀, 말레이시아, 싱가포르, 대만, 홍콩 총 6 개국에 10 년간 순차적으로 7,300 만달러(약 850 억원) 규모의 완제품을 공급하게 된다.

영업실적 및 투자지표

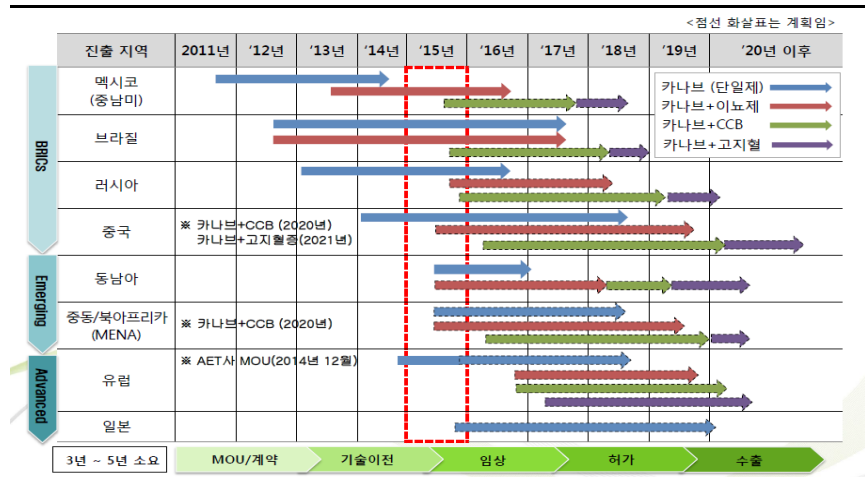
구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	3,273	3,595	4,014	4,232	4,709	5,119
yoy	%	4.9	9.8	11.6	5.5	11.3	8.7
영업이익	억원	191	244	276	347	424	512
yoy	%	467.6	27.7	12.8	26.0	22.1	20.8
EBITDA	억원	297	356	403	491	545	614
세전이익	억원	203	286	278	359	437	525
순이익(지배주주)	억원	141	216	203	280	341	410
영업이익률%	%	5.9	6.8	6.9	8.2	9.0	10.0
EBITDA%	%	9.1	9.9	10.1	11.6	11.6	12.0
순이익률	%	4.3	6.0	5.1	6.6	7.2	8.0
EPS	원	1,676	2,561	2,408	3,323	4,047	4,867
PER	배	18.2	15.0	23.4	20.5	16.8	14.0
PBR	배	1.6	1.8	2.4	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	배	9.5	10.1	12.8	11.9	10.3	8.6
ROE	%	9.2	12.8	10.9	13.4	14.3	15.0
순차입금	억원	213	308	350	68	-176	-484
부채비율	%	67.3	59.2	68.9	60.8	56.2	51.2

보령제약 글로벌 L/O 현황

지역	계약사	품목	로열티	수출
멕시코 12개국	Stendhal	단일제	700만달러	2,300만달러
브라질	Ache	단일제, 이노복합제	300만달러	2,300만달러
러시아	R-pharm	단일제	150만달러	4,000만달러
중국	Gloria	단일제	540만달러	7,060만달러
동남아 13개국	Zuellig Pharma	단일제	300만달러	12,600만달러
합계			2,290만달러	29,660만달러

자료: 보령제약. 단일제 중심, 향후 복합제 계약 이어질 것

보령제약 카나브 글로벌 시장 진출 계획



자료: 보령제약

토톨라 및 베스토의 파머징시장 수출 추진

동사는 고혈압치료제 토톨라(시나룻, CCB), 항궤양제 베스토(스토가) 등을 파머징시장 대상으로 수출할 전망이다. 시나룻은 2000년부터 국내 발매해 매출을 올리고 있다. 2014년에 시나룻의 공동개발자인 UCB 재팬으로부터 해외사업권(일본제외)을 인수했다. 금년 6월에 산도즈를 통해 태국, 필리핀, 말레이시아, 싱가포르, 대만, 홍콩 총 6개국에 10년간 순차적으로 7,300만달러(850억 원) 규모의 완제품을 공급하는 계약을 맺었다. 베스토(스토가)도 같은 방법으로 사업권을 인수하여 향후 파머징시장 대상으로 해외 수출을 진행할 것으로 전망된다.

분기별 요약 영업실적

12월결산	2015				2016E			
(억원)	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE
매출액	869	1,007	1,120	1,017	889	1,062	1,184	1,098
영업이익	59	70	58	87	43	106	102	96
세전이익	71	75	74	58	44	113	106	96
순이익	54	53	55	41	32	95	80	73
YoY (%)								
매출액	13.8	12.1	8.1	13.4	2.3	55.5	5.6	8.0
영업이익	14.0	63.2	-16.1	9.9	-27.4	50.3	74.8	9.7
세전이익	-9.9	68.4	-3.2	-32.8	-37.8	49.8	42.9	66.0
순이익	-8.8	64.5	-8.5	-36.4	-40.4	78.5	46.3	78.0

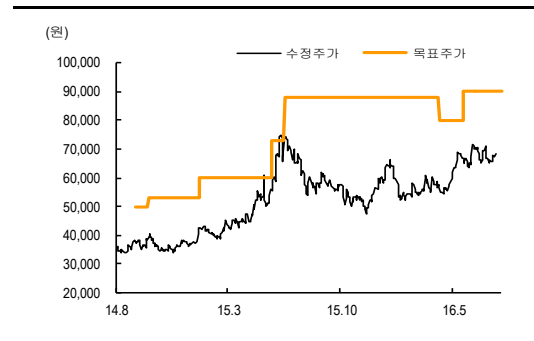
자료: 보령제약

주: 개별기준

대차대조표

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.08.24	매수	90,000원
	2016.07.26	매수	90,000원
	2016.06.14	매수	90,000원
	2016.05.02	매수	80,000원
	2016.03.27	매수	88,000원
	2016.03.09	매수	88,000원
	2016.02.18	매수	88,000원
	2016.02.01	매수	88,000원
	2016.01.19	매수	88,000원
	2015.12.22	매수	88,000원
	2015.11.04	매수	88,000원
	2015.10.05	매수	88,000원
	2015.09.11	매수	88,000원

손익계산서



Compliance Notice

- 작성자(하태기)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 8월 24일 기준)

매수	95.17%	중립	4.83%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,671	2,020	2,361	2,819	3,311
현금및현금성자산	62	221	464	708	1,017
매출채권및기타채권	1,100	1,302	1,373	1,528	1,661
재고자산	503	485	511	569	618
비유동자산	1,153	1,289	1,213	1,163	1,132
장기금융자산	5	5	5	5	5
유형자산	681	800	679	582	507
무형자산	167	185	204	221	235
자산총계	2,824	3,309	3,574	3,981	4,443
유동부채	878	1,194	1,196	1,271	1,336
단기금융부채	346	561	528	528	528
매입채무 및 기타채무	375	471	497	553	601
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	172	156	156	162	169
장기금융부채	25	13	6	6	6
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	40	44	48	52	57
부채총계	1,051	1,350	1,352	1,433	1,505
지배주주지분	1,774	1,959	2,222	2,548	2,938
자본금	192	201	211	221	221
자본잉여금	34	27	25	16	16
기타자본구성요소	-51	-50	-52	-52	-52
자기주식	-51	-50	-52	-52	-52
이익잉여금	1,599	1,782	2,039	2,363	2,753
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,774	1,959	2,222	2,548	2,938
부채와자본총계	2,824	3,309	3,574	3,981	4,443

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	105	183	340	313	382
당기순이익(손실)	216	203	280	341	410
비현금성항목등	245	257	230	204	204
유형자산감각상각비	95	108	122	97	75
무형자산감각상각비	16	20	22	25	27
기타	54	46	-1	-19	-19
운전자본감소(증가)	-296	-202	-84	-136	-117
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-137	-200	-89	-155	-133
재고자산감소(증가)	-83	19	-26	-58	-50
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-17	71	-127	56	48
기타	-59	-92	158	20	18
법인세납부	-60	-75	-86	-96	-115
투자활동현금흐름	-167	-205	-42	-40	-40
금융자산감소(증가)	1	-2	0	0	0
유형자산감소(증가)	-159	-162	0	0	0
무형자산감소(증가)	-8	-41	-41	-41	-41
기타	0	0	-1	1	1
재무활동현금흐름	20	179	-54	-29	-34
단기금융부채증가(감소)	20	186	-38	0	0
장기금융부채증가(감소)	33	17	0	0	0
자본의증가(감소)	-11	3	-2	1	0
배당금의 지급	-11	-15	-16	-16	-20
기타	-12	-12	-14	-13	-13
현금의 증가(감소)	-41	159	242	245	308
기초현금	103	62	221	464	708
기말현금	62	221	464	708	1,017
FCF	-125	55	312	275	344

자료 : 보령제약, SK증권 추정

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	3,595	4,014	4,232	4,709	5,119
매출원가	1,993	2,324	2,264	2,496	2,662
매출총이익	1,602	1,690	1,968	2,213	2,457
매출총이익률 (%)	44.6	42.1	46.5	47.0	48.0
판매비와관리비	1,357	1,414	1,621	1,789	1,945
영업이익	244	276	347	424	512
영업이익률 (%)	6.8	6.9	8.2	9.0	10.0
비영업손익	42	3	12	13	14
순금융비용	11	12	14	12	12
외환관련손익	2	9	7	7	7
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	286	278	359	437	525
세전계속사업이익률 (%)	8.0	6.9	8.5	9.3	10.3
계속사업법인세	70	75	79	96	115
계속사업이익	216	203	280	341	410
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	216	203	280	341	410
순이익률 (%)	6.0	5.1	6.6	7.2	8.0
지배주주	216	203	280	341	410
지배주주귀속 순이익률(%)	6.01	5.06	6.62	7.24	8.01
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	195	198	280	341	410
지배주주	195	198	280	341	410
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	356	403	491	545	614

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	9.8	11.6	5.5	11.3	8.7
영업이익	27.7	12.8	26.0	22.1	20.8
세전계속사업이익	40.9	-2.8	29.0	21.8	20.3
EBITDA	19.8	13.4	21.6	11.2	12.5
EPS(계속사업)	52.8	-6.0	38.0	21.8	20.3
수익성 (%)					
ROE	12.8	10.9	13.4	14.3	15.0
ROA	7.9	6.6	8.1	9.0	9.7
EBITDA마진	9.9	10.1	11.6	11.6	12.0
안정성 (%)					
유동비율	190.4	169.2	197.4	221.8	247.9
부채비율	59.2	68.9	60.8	56.2	51.2
순차입금/자기자본	17.4	17.9	3.1	-6.9	-16.5
EBITDA/이자비용(배)	31.0	34.3	34.3	40.9	46.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,561	2,408	3,323	4,047	4,867
BPS	21,039	23,243	26,362	30,226	34,851
CFPS	3,881	3,924	5,024	5,490	6,077
주당 현금배당금	200	200	200	250	280
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	16.9	31.1	21.6	17.7	14.7
PER(최저)	11.2	14.9	15.7	12.9	10.8
PBR(최고)	2.1	3.2	2.7	2.4	2.1
PBR(최저)	1.4	1.6	2.0	1.7	1.5
PCR	9.9	14.4	13.6	12.4	11.2
EV/EBITDA(최고)	11.3	16.6	12.5	10.8	9.1
EV/EBITDA(최저)	7.8	8.5	9.2	7.9	6.5

SK COMPANY Analysis



Analyst

하태기

tgha@sk.com

02-3773-8872

Company Data

자본금	841 억원
발행주식수	1,681 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	11,803 억원
주요주주	
(주)엘지(외2)	30.99%
국민연금공단	13.09%
외국인지분률	8.30%
배당수익률	

Stock Data

주가(16/08/16)	71,200 원
KOSPI	2047.76 pt
52주 Beta	1.03
52주 최고가	78,900 원
52주 최저가	47,600 원
60일 평균 거래대금	114 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	0.1%	-1.3%
6개월	14.3%	5.4%
12개월	10.7%	7.3%

LG 생명과학 (068870/KS | 매수(유지) | T.P 92,000 원(유지))

주력 제품의 파머징시장 수출 잠재력이 크다

LG 생명과학은 한국형 신약 제미글로(당뇨병치료제)를 개발하여 파머징시장 중심으로 100 여개 국가에 마일스톤 총액 1 억 2,300 만달러의 기술수출을 성사시켰으며, 인도 등 9 개국에서 출시 승인을 받았다. 또한 필러 이브아르를 개발하여 파머징시장 중심으로 수출하고 있으며 급성장 중이다. 동사는 기술력을 바탕으로 향후에도 한국형 신약을 개발하고 파머징시장에 수출을 확대할 수 있을 것으로 평가된다.

영업실적 대폭 개선

필러 이브아르와 당뇨병치료제 제미글로 등 주력 제품이 고성장하고 이들 품목의 비중이 증가하면서 영업실적 개선이 뚜렷하다. 2 분기 매출액이 전년동기대비 26.0% 증가한 1,305 억원, 영업이익이 208.1% 증가한 106 억원으로 발표되었다.

이브아르, 제미글로의 파머징시장 매출 증가 전망

LG 생명과학의 변화는 주력 제품인 이브아르와 제미글로가 고성장하고 있는 데 기인한다. 2016 년 2 분기에 이브아르가 108.0% 증가한 185 억원, 제미글로가 110.0% 증가한 133 억원이다. 의약품 중에서 수출(대부분 중국향)도 22.2% 증가한 390 억원인데 이브아르가 174.5% 증가한 140 억원이다. 그외 팩티브(항생제), 하루안, 유박스비(B 형 간염백신) 등도 크게 성장했다.

파머징시장 수출계약 증가

이브아르는 중국 수출이 증가하고 있다. 그외에도 2016 년 현재 러시아, 요르단, 이탈리아, 스페인, 터키, 페루 등 24 개국에서 판매 중이다. 제미글로는 파머징 시장을 대상으로 100 여개 국가에 기술수출했다. 현재까지 기술수출 마일스톤 총액은 1 억 2,300 만 달러이며, 코스타리카, 인도 등 9 개국에서 허가/승인된 상태이다. 동사는 이러한 제품을 앞으로도 개발하여 파머징향 수출이 증가할 것으로 전망된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	4,173	4,256	4,505	5,410	5,888	6,327
yoy	%	2.8	2.0	5.9	20.1	8.8	7.5
영업이익	억원	144	162	252	487	553	633
yoy	%	-5.6	12.5	55.6	93.2	13.7	14.3
EBITDA	억원	403	480	616	928	1,004	1,018
세전이익	억원	51	21	139	384	449	533
순이익(지배주주)	억원	33	-21	115	320	368	437
영업이익률%	%	3.5	3.8	5.6	9.0	9.4	10.0
EBITDA%	%	9.7	11.3	13.7	17.2	17.1	16.1
순이익률	%	0.8	-0.5	2.5	5.9	6.3	6.9
EPS	원	194	-125	686	1,904	2,187	2,596
PER	배	209.3	N/A	88.4	37.4	32.6	27.4
PBR	배	2.7	2.5	4.0	4.2	3.7	3.3
EV/EBITDA	배	23.0	18.6	21.7	16.3	14.8	14.1
ROE	%	1.3	-0.8	4.6	11.7	12.0	12.6
순차입금	억원	2,230	2,576	2,975	2,922	2,719	2,206
부채비율	%	141.3	161.8	174.4	171.1	156.0	140.9

제품 집중도 높아지며 수익성 개선 추정

LG 생명과학의 제품구조조정이 이루어지고 있다. 동사의 주력 제품 8 개(유티로핀, 폴리트롬(난임), 에스포젠(빈혈), 하루안, 이브아르, 부스틴(동물의약), 제미글로, 유박스)의 매출이 2015 년에는 2,265 억원으로서 전체 매출의 54.0%를 차지했다. 2015 년 2 분기에는 57.5%였다. 그러나 2016 년 2 분기에는 62.2%로 증가했다. 기타 제품의 비중이 줄어들고 이들 8 개 품목의 비중이 확대되고 있는 것이다. 당연히 **주력 제품 매출이 증가하는 제품 구조조정 효과가 나타나면서 매출원가율이 떨어지고 영업이익률이 개선되고 있다**. 2016 년 2 분기 매출원가율은 47.9%로 전년동기대비 2.5%p 개선되었다. 또한 영업이익률은 8.1%로 2015 년 연간 영업이익률 5.6% 보다 크게 개선된 모습이다.

파머징시장향 제미글로 라이선스 아웃 증가

현재 제미글로는 파머징시장을 타겟으로 100 여개 국가에 라이선스 아웃했고 코스타리카, 인도 등 9 개국에서 허가/승인된 상태이다. 라이선스 아웃 현황은 다음 표와 같다.

제미글로 라이선스 아웃 현황				(단위: 백만달러)
계약일	파트너	대상지역	마일스톤	로열티
2009.12	DCPC	중국	4	없음
2010.11	NOBEL	터키	2	있음
2012.12	SANOI	인도, 러시아, 중동, 아프리카 79개국	92	있음
2013.12	Stendhal	중남미 23개국	25	없음

자료: LG 생명과학

파머징시장향 이브아르 수출금액 증가 추세

LG 생명과학의 또 다른 성장 품목은 필러 이브아르이다. 2015 년 매출액은 371 억원(+80.1%)이며 이중에서 수출이 210 억원, 국내매출이 161 억원이다. 2016 년 상반기에 주력 제품인 이브아르가 108.0% 증가한 185 억원이며 이중에서 수출이 174.5% 증가한 140 억원이다. 140 억원 중에서도 중국 수출이 대다수를 차지하고 있다. 이브아르는 히알루론산으로 미국 FDA 에 등재되었고 유럽 EDQM(의약품품질위원회)에서도 승인되었다. 수직 생산 체제로 되어있으며 2016 년 현재 중국, 러시아, 요르단, 이태리, 스페인, 터키, 페루 등 24 개국에 판매 중이다.

분기별 요약 영업실적

12월결산	2015				2016E			
(억원)	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE
매출액	837	1,036	1,271	1,362	1,198	1,305	1,415	1,491
영업이익	-41	34	189*	70	171	106	99	111
세전이익	-64	12	160	31	149	82	66	86
순이익	-50	9	132	24	121	74	54	71
YoY (%)								
매출액	-6.0	4.9	18.9	4.0	43.2	26.0	11.4	9.5
영업이익	적지	흑전	239.2	-54.9	흑전	208.1	-47.7	59.0
세전이익	적지	흑전	622.2	-66.2	흑전	595.8	-58.5	174.0
순이익	적지	흑전	544.1	-43.3	흑전	792.1	-58.6	200.2

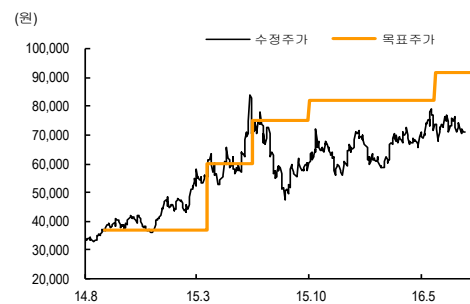
자료: SK 증권

주: 2015 년 3 분기 로열티 수입 120 억원 포함

투자의견변경

일시 투자의견 목표주가

2016.08.24	매수	92,000원
2016.07.22	매수	92,000원
2016.06.20	매수	92,000원
2016.02.11	매수	82,000원
2015.10.26	매수	82,000원
2015.10.05	매수	75,000원
2015.09.11	매수	75,000원
2015.08.17	매수	75,000원
2015.07.10	매수	75,000원
2015.04.28	중립	60,000원
2015.04.15	중립	60,000원
2014.10.01	중립	37,000원



Compliance Notice

- 작성자(하태기)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25% 이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 8 월 24 일 기준)

매수	95.17%	중립	4.83%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	2,618	2,546	3,295	3,742	4,480
현금및현금성자산	503	241	528	730	1,244
매출채권및기타채권	1,062	1,050	1,260	1,372	1,474
재고자산	1,029	1,197	1,437	1,564	1,681
비유동자산	3,913	4,524	4,530	4,564	4,366
장기금융자산	18	14	14	14	14
유형자산	3,045	3,539	3,395	3,300	2,978
무형자산	479	612	741	864	978
자산총계	6,531	7,070	7,825	8,305	8,847
유동부채	975	1,612	2,489	2,596	2,694
단기금융부채	287	602	1,276	1,276	1,276
매입채무 및 기타채무	504	737	885	963	1,035
단기충당부채	12	11	13	14	15
비유동부채	3,062	2,882	2,450	2,465	2,481
장기금융부채	2,793	2,615	2,173	2,173	2,173
장기매입채무 및 기타채무	53	39	39	39	39
장기충당부채	13	16	21	22	25
부채총계	4,037	4,494	4,938	5,060	5,175
지배주주지분	2,491	2,574	2,884	3,242	3,668
자본금	841	841	841	841	841
자본잉여금	1,470	1,470	1,470	1,470	1,470
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	192	290	610	978	1,414
비지배주주지분	3	2	3	3	4
자본총계	2,495	2,576	2,887	3,245	3,672
부채외자본총계	6,531	7,070	7,825	8,305	8,847

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	267	554	584	782	788
당기순이익(손실)	21	139	348	368	437
비현금성항목등	566	579	614	636	581
유형자산감가상각비	285	330	393	395	321
무형자산감각비	33	34	48	56	64
기타	157	123	16	-11	-11
운전자본감소(증가)	-306	-150	-324	-142	-134
매출채권및기타채권의 감소(증가)	6	15	-214	-111	-102
재고자산감소(증가)	-29	-167	-241	-127	-117
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-94	37	123	78	72
기타	-189	-36	8	18	13
법인세납부	-14	-13	-54	-81	-96
투자활동현금흐름	-512	-918	-372	-466	-162
금융자산감소(증가)	5	-24	1	0	0
유형자산감소(증가)	-319	-726	-200	-300	0
무형자산감소(증가)	-205	-178	-178	-178	-178
기타	8	10	5	12	17
재무활동현금흐름	504	102	76	-113	-113
단기금융부채증가(감소)	19	96	-42	0	0
장기금융부채증가(감소)	600	113	205	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-115	-107	-87	-113	-113
현금의 증가(감소)	260	-262	287	202	514
기초현금	244	503	241	528	730
기말현금	503	241	528	730	1,244
FCF	-557	-186	195	285	592

자료 : LG생명과학, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	4,256	4,505	5,410	5,888	6,327
매출원가	2,250	2,317	2,651	2,861	3,037
매출총이익	2,006	2,188	2,759	3,026	3,290
매출총이익률 (%)	47.1	48.6	51.0	51.4	52.0
판매비와관리비	1,844	1,936	2,272	2,473	2,657
영업이익	162	252	487	553	633
영업이익률 (%)	3.8	5.6	9.0	9.4	10.0
비영업손익	-140	-113	-103	-104	-99
순금융비용	92	95	100	101	96
외환관련손익	3	2	-14	-14	-14
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	21	139	384	449	533
세전계속사업이익률 (%)	0.5	3.1	7.1	7.6	8.4
계속사업법인세	41	25	63	81	96
계속사업이익	-20	114	321	368	437
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-20	114	321	368	437
순이익률 (%)	-0.5	2.5	5.9	6.3	6.9
지배주주	-21	115	320	368	437
지배주주귀속 순이익률(%)	-0.49	2.56	5.92	6.25	6.9
비지배주주	1	-2	1	1	1
총포괄이익	-42	82	311	358	427
지배주주	-43	83	310	357	426
비지배주주	1	-2	1	1	1
EBITDA	480	616	928	1,004	1,018

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	2.0	5.9	20.1	8.8	7.5
영업이익	12.5	55.6	93.2	13.7	14.3
세전계속사업이익	-57.5	547.4	176.3	17.1	18.7
EBITDA	19.1	28.3	50.6	8.3	1.4
EPS(계속사업)	적전	흑전	177.8	14.9	18.7
수익성 (%)					
ROE	-0.8	4.6	11.7	12.0	12.6
ROA	-0.3	1.7	4.3	4.6	5.1
EBITDA마진	11.3	13.7	17.2	17.1	16.1
안정성 (%)					
유동비율	268.6	158.0	132.4	144.2	166.3
부채비율	161.8	174.4	171.1	156.0	140.9
순차입금/자기자본	103.3	115.5	101.2	83.8	60.1
EBITDA/이자비용(배)	4.8	6.0	8.8	8.9	9.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-125	686	1,904	2,187	2,596
BPS	14,817	15,312	17,154	19,280	21,815
CFPS	1,768	2,852	4,528	4,870	4,889
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	122.5	41.4	36.1	30.4
PER(최저)	N/A	54.3	30.7	26.7	22.5
PBR(최고)	3.0	5.5	4.6	4.1	3.6
PBR(최저)	2.1	2.4	3.4	3.0	2.7
PCR	20.5	21.3	15.7	14.6	14.6
EV/EBITDA(최고)	21.6	28.1	17.6	16.1	15.4
EV/EBITDA(최저)	16.7	15.4	14.0	12.7	12.0

SK COMPANY Analysis



Analyst

하태기

tgha@sk.com

02-3773-8872

Company Data

자본금	81 억원
발행주식수	1,621 만주
자사주	80 만주
액면가	500 원
시가총액	3,201 억원
주요주주	
강덕영(외20)	41.63%
프랭클린템플턴투자	
신탁운용(주)	7.99%
외국인지분율	12.30%
배당수익률	1.10%

Stock Data

주가(16/08/16)	19,750 원
KOSPI	2047.76 pt
52주 Beta	0.91
52주 최고가	22,500 원
52주 최저가	14,650 원
60일 평균 거래대금	20 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-4.8%	-6.2%
6개월	9.7%	1.2%
12개월	-14.9%	-17.5%

유나이티드제약 (033270/KS | 매수(유지) | T.P 27,000 원(유지))

지속적인 개량신약개발로 기업가치 상승 중

유나이티드제약은 클란자 CR, 실로스탄 CR, 가스티인 등과 같은 개량신약 개발을 통해서 국내에서 성장을 지속하고 있다. 마진 좋은 개량신약 매출증가로 향후 수익성도 꾸준히 개선될 전망이다. 또한 장기적으로 동사가 개발한 개량신약으로 파머징시장 진출 잠재력이 있어 보인다. 이미 기술수출 계약을 맺은 테바, JJK 사 이외에도 새로운 품목의 해외 진출 가능성이 있는 것으로 판단된다.

개량신약 전문 강소 제약사

유나이티드제약은 제네릭 의약품 전문제약사로 성장해 왔으나 2010 년 이후에 개량신약 개발에 집중하여 성과를 나타내면서 개량신약 전문 제약사로 차별화하고 있다.

개량신약 개발 지속으로 외형 성장과 수익성 개선 전망

동사가 개발한 개량신약 중에서 실로스탄 CR 은 기존 오리지널 의약품의 부작용(구토, 오심 등)을 줄이고 약효를 유지한 제품이다. 2013 년 6 월 출시했는데 2015 년에 118 억 원, 금년에는 200 억원 이상 매출이 이루어질 것으로 전망된다. 2015 년 1 월에 출시된 기관지염제 칼로민정도 금년에는 60 억원 매출이 예상된다. 특히 금년 7 월에 출시된 위장운동개선제 가스티인은 1 일 1 회 용법으로 복용편의성을 개선한 제품인데 금년에 30 억원, 2017 년에는 100 억원에 근접하는 매출이 가능할 전망이다. 향후 마진 좋은 개량신약 매출비중이 확대면서 수익성도 크게 개선될 것이다.

장기적으로는 파머징 시장 진출 가능성

동사가 개발하고 있는 개량신약은 파머징시장에 진출 가능성이 높다. 이미 클란자 CR 과 실로스탄 CR 을 이스라엘 제약사 테바와 중국 제약사 JJK 사에 기술수출 한 바 있다. 향후 가스티인도 기술수출 가능성이 높아 보인다. 동사가 개발하고 있는 서방성 개량신약이 시장에서 어느정도 경쟁력을 확보하며 차별화되고 있어, 장기적으로 파머징 시장에 진출 가능성이 높을 것이다. 개량신약을 개발하여 국내에서 안정적으로 매출을 창출하고 해외에도 진출하여 외형 성장을 지속할 수 있을 전망이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	1,369	1,552	1,620	1,772	1,955	2,221
yoy	%	1.5	13.4	4.4	9.4	10.3	13.6
영업이익	억원	152	220	229	260	287	327
yoy	%	-24.8	44.5	4.2	13.6	10.5	13.6
EBITDA	억원	214	291	295	337	364	392
세전이익	억원	139	228	248	289	308	350
순이익(지배주주)	억원	105	185	217	195	234	266
영업이익률%	%	11.1	14.2	14.1	14.7	14.7	14.7
EBITDA%	%	15.6	18.8	18.2	19.0	18.6	17.6
순이익률	%	7.7	11.9	13.4	11.0	12.0	12.0
EPS	원	667	1,148	1,340	1,202	1,443	1,639
PER	배	13.7	11.7	13.0	16.4	13.7	12.1
PBR	배	1.0	1.3	1.6	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	배	6.5	6.8	9.1	8.6	7.6	6.5
ROE	%	7.7	12.2	13.0	10.8	11.8	12.1
순차입금	억원	-50	-190	-146	-321	-458	-662
부채비율	%	36.9	34.2	34.0	32.5	30.9	29.8

개량신약 개발 및 출시 계획

(단위: 억원)

개량신약		출시연도	기술수출	매출액
클라자CR	소염진통	2010.5	테바 기술수출, 중국JJK사 기술수출	60
글라빅신듀오	항현전제	2012.3	2013년 조지아 수출시작	40
실로스탄CR	항현전제	2013.6	중국 JJK사 기술수출	200
칼로민정	기관지염제	2015.1		60
가스티인	위장운동개선	2016.9		40
UISTLOMSE	호흡기용약	2016.4Q	임상 진행 중	
UIDTCCAM	항암제	2016.4Q	임상 진행 중	

자료: 유나이티드제약

기술수출 현황

클라자CR	2013년 2월 TEVA에 기술수출
	대상국가는 동유럽(러시아, 우크라이나, 카자흐스탄, 우즈베키스탄, 벨라루스), 남미(베네수엘라)
	2017년 러시아 우크라이나 베네수엘라 발매 목표
클라자CR	2013년 5월 중국 JJK사에 기술수출
실로스탄CR	대상국가는 중국
	필요임상: 클라자 CR은 1상, 실로스탄CR은 1,2상
	2018년 발매 목표
	현재 임상 허가를 받은 상황

자료: 유나이티드제약

개량신약

실로스탄 CR



자료: 유나이티드제약

가스티인 CR



자료: 유나이티드제약

분기별 요약 영업실적

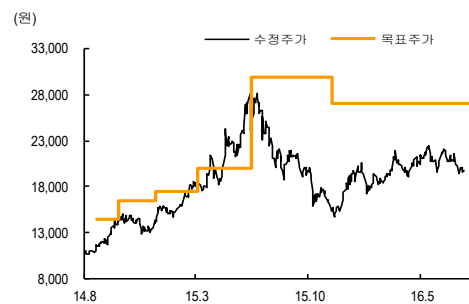
월결산	2015				2016E			
(억원)	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE
매출액	408	393	399	419	441	419	438	475
영업이익	64	61	41	64	76	60	57	67
세전이익	78	60	55	56	92	59	65	73
순이익(지배주주)	62	45	43	66	70	20	49	56
YoY (%)								
매출액	9.5	5.8	8.2	-4.3	8.0	6.5	9.6	13.2
영업이익	39.6	24.0	-24.4	-10.6	18.7	-1.5	40.7	5.5
세전이익	19.2	15.2	13.8	13.2	20.8	14.1	14.8	15.5
순이익(지배주주)	15.3	11.5	10.9	15.8	16.0	4.7	11.3	11.7

자료: SK 증권

주:

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.08.24	매수	27,000원
2016.05.04	매수	27,000원
2016.03.27	매수	27,000원
2016.02.18	매수	27,000원
2015.12.09	매수	27,000원
2015.10.05	매수	30,000원
2015.09.21	매수	30,000원
2015.08.17	매수	30,000원
2015.08.10	매수	30,000원
2015.07.10	매수	30,000원
2015.04.15	매수	20,000원
2015.03.29	매수	20,000원
2015.01.08	매수	17,500원



Compliance Notice

- 작성자(하태기)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 8월 24일 기준)

매수	95.17%	중립	4.83%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,114	1,121	1,360	1,576	1,895
현금및현금성자산	311	229	324	461	666
매출채권및기타채권	400	433	474	523	594
재고자산	272	256	280	309	351
비유동자산	1,057	1,184	1,132	1,144	1,097
장기금융자산	77	69	27	27	27
유형자산	670	766	751	746	682
무형자산	36	44	44	43	43
자산총계	2,171	2,305	2,492	2,720	2,992
유동부채	284	387	415	443	483
단기금융부채	50	145	151	151	151
매입채무 및 기타채무	73	94	103	113	128
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	268	198	195	199	205
장기금융부채	198	134	126	126	126
장기매입채무 및 기타채무	10	11	11	11	11
장기충당부채	18	16	18	21	24
부채총계	553	585	611	642	687
지배주주지분	1,618	1,720	1,881	2,078	2,305
자본금	81	81	81	81	81
자본잉여금	201	201	201	201	201
기타자본구성요소	-27	-111	-111	-111	-111
자기주식	-27	-111	-111	-111	-111
이익잉여금	1,365	1,551	1,712	1,909	2,136
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,618	1,720	1,881	2,078	2,305
부채외자본총계	2,171	2,305	2,492	2,720	2,992

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	217	260	191	241	237
당기순이익(손실)	185	217	195	234	266
비현금성항목등	95	83	156	130	126
유형자산감가상각비	70	65	75	75	64
무형자산감가상각비	1	1	1	1	1
기타	-20	-9	-13	-16	-16
운전자본감소(증가)	-45	26	-80	-49	-71
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-43	-28	-40	-49	-71
재고자산감소(증가)	-12	8	-13	-29	-42
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-6	18	11	11	15
기타	15	29	-38	19	27
법인세납부	-17	-66	-79	-74	-84
투자활동현금흐름	-205	-256	-85	-59	14
금융자산감소(증가)	-110	-56	-33	0	0
유형자산감소(증가)	-79	-170	-61	-70	0
무형자산감소(증가)	-14	-1	-1	-1	-1
기타	-2	-30	9	12	14
재무활동현금흐름	20	-91	-9	-44	-46
단기금융부채증가(감소)	10	35	-1	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	-4	0	0	0
자본의증가(감소)	28	-84	0	0	0
배당금의 지급	-8	-32	-34	-37	-39
기타	-11	-6	-8	-7	-7
현금의 증가(감소)	47	-82	95	137	204
기초현금	264	311	229	324	461
기말현금	311	229	324	461	666
FCF	140	100	150	175	241

자료 : 유나이티드제약, SK증권

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	1,552	1,620	1,772	1,955	2,221
매출원가	721	745	805	886	1,006
매출총이익	831	875	967	1,070	1,215
매출총이익률 (%)	53.5	54.0	54.6	54.7	54.7
판매비와관리비	611	646	707	782	888
영업이익	220	229	260	287	327
영업이익률 (%)	14.2	14.1	14.7	14.7	14.7
비영업손익	8	19	29	20	23
순금융비용	4	-1	-1	-4	-7
외환관련손익	5	8	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	-1	-4	2	0	0
세전계속사업이익	228	248	289	308	350
세전계속사업이익률 (%)	14.7	15.3	16.3	15.7	15.7
계속사업법인세	43	31	94	74	84
계속사업이익	185	217	195	234	266
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	185	217	195	234	266
순이익률 (%)	11.9	13.4	11.0	12.0	12.0
지배주주	185	217	195	234	266
지배주주귀속 순이익률(%)	11.91	13.4	10.99	11.96	11.96
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	184	217	195	234	266
지배주주	184	217	195	234	266
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	291	295	337	364	392

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	13.4	4.4	9.4	10.3	13.6
영업이익	44.5	4.2	13.6	10.5	13.6
세전계속사업이익	64.4	9.1	16.3	6.5	13.6
EBITDA	36.3	1.3	14.0	8.1	7.7
EPS(계속사업)	72.1	16.8	-10.3	20.1	13.6
수익성 (%)					
ROE	12.2	13.0	10.8	11.8	12.1
ROA	9.0	9.7	8.1	9.0	9.3
EBITDA마진	18.8	18.2	19.0	18.6	17.6
안정성 (%)					
유동비율	392.0	289.9	327.3	355.9	392.7
부채비율	34.2	34.0	32.5	30.9	29.8
순차입금/자기자본	-11.7	-8.5	-17.0	-22.0	-28.7
EBITDA/이자비용(배)	28.7	42.0	45.2	49.1	52.9
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,148	1,340	1,202	1,443	1,639
BPS	9,985	10,612	11,606	12,821	14,222
CFPS	1,592	1,748	1,673	1,914	2,041
주당 현금배당금	200	220	240	250	250
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	13.1	21.0	18.7	15.6	13.7
PER(최저)	7.9	10.2	14.4	12.0	10.6
PBR(최고)	1.5	2.7	1.9	1.8	1.6
PBR(최저)	0.9	1.3	1.5	1.4	1.2
PCR	8.4	10.0	11.8	10.3	9.7
EV/EBITDA(최고)	7.8	15.0	9.9	8.8	7.7
EV/EBITDA(최저)	4.3	7.0	7.4	6.5	5.5

SK COMPANY Analysis



Analyst

하태기

tgha@sk.com

02-3773-8872

Company Data

자본금	290 억원
발행주식수	1,159 만주
자사주	126 만주
액면가	2,500 원
시가총액	10,474 억원
주요주주	
(주)대웅(외7)	50.23%
대웅제약 자사주	10.19%
외국인지분률	5.60%
배당수익률	0.80%

Stock Data

주가(16/08/16)	90,400 원
KOSPI	2047.76 pt
52주 Beta	1.29
52주 최고가	114,500 원
52주 최저가	65,500 원
60일 평균 거래대금	106 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-11.4%	-12.7%
6개월	21.5%	12.1%
12개월	5.1%	1.8%

대웅제약 (069620/KS | 매수(유지) | T.P 110,000 원(하향))

파머징시장 생산기지 구축, 나보타의 글로벌 제품화에 주목

대웅제약은 신규 상품도입과 계열사 매출 편입에도 불구하고 대규모 상품매출 제외효과로 외형 성장 둔화가 지속될 것이다. 국내 의약품시장 경쟁심화에 따른 저성장을 벗어나기 위해 해외에서 사업기회를 찾고 있다. 나보타의 글로벌 의약품화, 파머징시장에 대한 생산기지구축 등이 대표적이다. 아직은 시작에 불과하지만 글로벌시장에 초점을 둔 장기 사업 전략에 주목할 필요가 있다. 다만 실적부진은 당분간 이어질 전망이다.

적극적인 파머징시장 진출 전략

대웅제약은 파머징시장에서 생산기지를 구축하는 장기 사업전략을 추진 중이다. 첫째 중국 심양에 M&A 등의 방법으로 현지 공장을 설립하여 로컬 생산을 진행한다는 것이다. 두번째, 베트남공장이다. 현지 업체 인수를 통해서 소화기 중심의 의약품 공장을 구축하고 주변 아시안국가 수출 기지역할을 하게 된다. 셋째, 인도네시아 수라바야에 대웅인피온이라는 바이오 합작법인을 설립하고 2016년 4월부터 에포시스(EPO)를 생산(2017년 200 억원 목표)하게 된다. 기타 태국에서는 미용, 성형관련 의약품사업을 전개하고 필리핀에서는 소화기 중심 의약품사업을 추진하는 계획을 세우고 있다. 향후 파머징시장 중심의 해외 사업 진척여부에 주목할 필요가 있다.

나보타의 글로벌의약품 육성 전략

2016년 4월에 주름개선제 나보타의 임상 3상이 완료되었다. 2017년 초에 미국 FDA의 BLA(품목허가) 신청을 거쳐서 2018년 초에 미국시장에 출시한다는 계획이다. 판매를 담당하고 있는 에볼루스/알페온은 알려진 출신의 핵심인력과 미용성형에 영향력 있는 인력을 보유하고 있다. 이를 바탕으로 미국뿐만 아니라 향후 호주, 유럽, 캐나다, 중국에서도 임상을 거쳐 출시할 계획이다. 한편 나보타는 미국, 남미, 중동, 러시아, CIS, 일본에 약 7 천억원 내외의 수출계약을 체결했다.

영업실적 정체는 당분간 이어질 전망

대웅제약은 당분간 투자주도의 시기를 거칠 전망이다. 따라서 해외투자과 R&D 비용 증가로 영업이익은 정체 수준에서 벗어나지 못할 것이다.

영업실적 및 투자지표(개별기준)

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	6,749	7,272	8,005	7,985	8,650	9,349
yoy	%	1.5	7.8	10.1	-0.3	8.3	8.1
영업이익	억원	720	537	551	295	389	421
yoy	%	90.5	-25.5	2.6	-46.4	31.8	8.1
EBITDA	억원	897	704	746	701	696	669
세전이익	억원	746	549	593	304	374	393
순이익(지배주주)	억원	587	318	492	226	278	293
영업이익률%	%	10.7	7.4	6.9	3.7	4.5	4.5
EBITDA%	%	13.3	9.7	9.3	8.8	8.1	7.2
순이익률	%	8.7	4.4	6.2	2.8	3.2	3.1
EPS	원	5,064	2,744	4,249	1,953	2,401	2,525
PER	배	15.1	24.5	16.7	46.3	37.7	35.8
PBR	배	2.0	1.7	1.7	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	배	9.2	11.2	13.0	19.0	20.2	22.1
ROE	%	14.3	7.2	10.5	4.5	5.4	5.4
순차입금	억원	-589	-32	1,476	2,822	3,555	4,339
부채비율	%	30.9	51.1	66.3	85.4	101.6	117.1

현지 생산기지 구축을 통한 해외시장 진출

대웅제약은 국내 사업의 한계를 인식하고 해외시장에서 성장을 창출하는 장기 사업전략을 추진 중이다. 금년 초에 글로벌 2020 을 목표로 하여 2020 년에 1 조 5 천억원의 매출을 해외에서 달성한다는 슬로건을 세웠다. 우선 나보타를 통해서 북미시장과 유럽 등에 진출하고 파머징국가에도 동 제품을 수출할 전망이다. 나보타는 현재 태국과 필리핀에 연간 약 20 억원 내외 수출하고 있으며 2016 년에는 30 억원으로 성장할 것이다. 중국에서는 심양에 M&A 를 통해서 공장을 확보한 상태이다. 스펙타 등 내용 액제와 의료기기를 생산할 예정이다. 인도네시아에서는 수라바야에 J/V 형태로 바이오공장을 설립하여 EPO 를 생산할 예정이다. 베트남에서 현지 업체를 인수할 예정이다. 베트남 공장은 인접 아세안국가에 진출하는 거점역할을 하게 될 것이다. **대웅제약의 파머징 진출 전략은 아직 초기국면이다. 향후 우루사, 소화제 등 자사가 가지고 있는 전략제품을 수출하고 나보타와 같은 글로벌 임상 의약품을 개발하여 시장을 확대할 것으로 전망된다.** 글로벌 2020 의 달성 가능성을 떠나서 사업성장의 방향을 해외로 정하고 기업의 역량을 집중하고 있어 시간의 경과와 함께 해외 사업에서 성장 모멘텀을 창출할 수 있을 것으로 전망된다.

대웅제약 글로벌 사업 계획

국가	지역	투자계획 내용	참고
중국	심양	내용액제+의료기기	우루사 중국 수출 증가
베트남	-	현지법인 인수 추진 중, 입찰 경쟁 확보	아세안거점
인도네시아	수라바야	바이오공장(EPO), J/V 형태	바이오사업 중심

자료: 대웅제약 IR 자료

영업실적 정체는 당분간 지속될 전망

2016 년에는 그동안 주력 상품의 자리에 있었던 클리아티린, 자누메트, 바이토린, 자누비아가 매출에서 제외되었다. 매출 감소를 줄이기 위해서 상품 크레스토(고지혈증, 연간 600 억원 내외)를 4 월부터 도입하고 작년 2 분기부터 대웅바이오의 우루사 원료수출(연간 500 억원 추정)을 매출로 계상하였다. LG 생명과학의 제미글로 판매 수수료(연간 120~130 억원 추정)가 매출로 인식되고 있지만 금년 2 분기 매출액이 전년대비 4.8% 감소한 1,927 억원, 영업이익도 62.3% 감소한 62 억원에 그쳤으며 3 분기에도 비슷한 추세로 추정된다. 또한 상품비중이 크게 낮아지면서 원가율이 큰 폭으로 떨어졌으나 R&D 를 강화하고 판관비도 증가하여 판관비율이 크게 상승하는 추세이다. 해외 사업강화를 위한 관련 비용도 증가할 것이다. 따라서 영업이익률이 지속적으로 하락하는 **수익성 정체가 당분간 지속될 전망이다. 대웅제약의 비전은 단기적인 영업실적보다는 장기 해외 사업 성장 가능성에서 찾아야 할 것이다.**

분기별 영업실적 추이

12월결산	2015				2016E			
(억원)	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE
매출액	1,919	2,024	2,140	1,922	1,905	1,927	2,114	2,040
영업이익	147	164	154	87	55	62	83	96
세전이익	163	167	165	98	57	69	84	94
순이익	125	127	121	120	42	51	63	70
YoY (%)								
매출액	13.2	11.2	12.4	3.7	-0.7	-4.8	-1.2	6.1
영업이익	-1.4	-8.3	0.7	52.3	-62.7	-62.3	-46.1	10.9
세전이익	1.1	-11.0	27.8	38.5	-65.2	-58.7	-48.9	-3.9
순이익	0.0	-14.0	흑전	16.0	-66.0	-59.5	-48.3	-41.5

자료: SK 증권

주: 개별기준

대응제약 주가 밸류에이션

(단위: 억원)

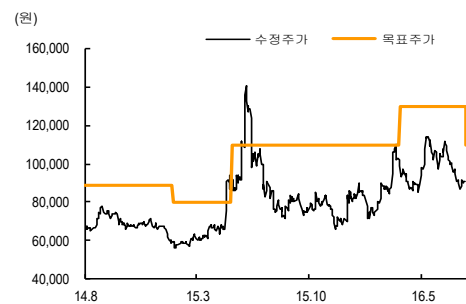
Forward 순이익	252
PER(배)	26
사업가치	6,559
신약가치(나보타등)	3,600
합계	10,159
한울바이오	11,388억원
주가변동성 10% 할인	3,083
순현금(추정치)	(1,714)
기업가치	11,528
발행주식수(주)	11,586,575
자기주식(주)	1,265,705
유통주식(주)	10,320,870
적정주가(원)	111,692

자료: SK 증권

주:

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.08.24	매수	110,000원
2016.04.14	매수	130,000원
2015.10.13	매수	110,000원
2015.10.05	매수	110,000원
2015.05.31	매수	110,000원
2015.04.15	매수	80,000원
2015.02.09	매수	80,000원
2014.10.22	매수	89,000원
2014.08.22	매수	89,000원



Compliance Notice

- 작성자(하태기)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 8월 24일 기준)

매수	95.17%	중립	4.83%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	3,583	3,417	3,138	3,567	3,999
현금및현금성자산	348	336	331	548	757
매출채권및기타채권	993	1,197	1,194	1,293	1,398
재고자산	1,111	1,226	1,223	1,325	1,432
비유동자산	3,198	4,776	6,278	7,078	7,937
장기금융자산	107	94	78	78	78
유형자산	1,293	1,845	2,290	2,004	1,775
무형자산	313	305	286	277	268
자산총계	6,782	8,193	9,416	10,645	11,935
유동부채	730	1,328	1,313	1,386	1,463
단기금융부채	24	449	437	437	437
매입채무 및 기타채무	509	576	575	622	673
단기충당부채	76	83	83	89	97
비유동부채	1,562	1,938	3,025	3,978	4,974
장기금융부채	1,395	1,894	2,980	3,930	4,923
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,292	3,266	4,338	5,364	6,437
지배주주지분	4,489	4,927	5,078	5,281	5,498
자본금	290	290	290	290	290
자본잉여금	1,004	1,004	1,004	1,004	1,004
기타자본구성요소	-449	-449	-449	-449	-449
자기주식	-449	-449	-449	-449	-449
이익잉여금	3,607	4,069	4,221	4,427	4,648
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	4,489	4,927	5,078	5,281	5,498
부채외자본총계	6,782	8,193	9,416	10,645	11,935

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	260	392	568	463	424
당기순이익(손실)	318	492	226	278	293
비현금성항목등	506	435	514	418	377
유형자산감가상각비	152	173	376	287	229
무형자산감가상각비	15	22	29	20	19
기타	112	133	15	-26	-26
운전자본감소(증가)	-226	-495	-103	-138	-145
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-102	-210	-7	-99	-105
재고자산감소(증가)	15	-141	-2	-102	-107
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	41	75	-12	48	50
기타	-180	-219	-82	16	17
법인세납부	-338	-40	-69	-96	-100
투자활동현금흐름	-1,434	-1,209	-1,600	-1,064	-1,060
금융자산감소(증가)	-718	550	261	0	0
유형자산감소(증가)	-390	-738	-800	0	0
무형자산감소(증가)	-27	-11	-11	-11	-11
기타	-298	-1,011	-1,050	-1,053	-1,049
재무활동현금흐름	923	804	1,027	818	845
단기금융부채증가(감소)	20	26	-12	0	0
장기금융부채증가(감소)	996	896	1,085	950	993
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-83	-72	-72	-72	-72
기타	-10	-46	-47	-59	-76
현금의 증가(감소)	-251	-12	-5	217	209
기초현금	599	348	336	331	548
기말현금	348	336	331	548	757
FCF	-147	-327	-182	448	406

자료 : 대응제약, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	7,272	8,005	7,985	8,650	9,349
매출원가	4,624	5,164	4,655	4,974	5,376
매출총이익	2,648	2,841	3,330	3,676	3,973
매출총이익률 (%)	36.4	35.5	41.7	42.5	42.5
판매비와관리비	2,111	2,290	3,034	3,287	3,553
영업이익	537	551	295	389	421
영업이익률 (%)	7.4	6.9	3.7	4.5	4.5
비영업손익	12	42	9	-16	-28
순금융비용	-12	10	23	47	60
외환관련손익	9	9	6	6	6
관계기업투자등 관련손익	-12	0	0	0	0
세전계속사업이익	549	593	304	374	393
세전계속사업이익률 (%)	7.6	7.4	3.8	4.3	4.2
계속사업법인세	231	101	78	96	100
계속사업이익	318	492	226	278	293
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	318	492	226	278	293
순이익률 (%)	4.4	6.2	2.8	3.2	3.1
지배주주	318	492	226	278	293
지배주주귀속 순이익률(%)	4.37	6.15	2.83	3.22	3.13
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	201	510	223	275	289
지배주주	201	510	223	275	289
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	704	746	701	696	669

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	7.8	10.1	-0.3	8.3	8.1
영업이익	-25.5	2.6	-46.4	31.8	8.1
세전계속사업이익	-26.4	8.0	-48.7	23.0	5.2
EBITDA	-21.6	6.0	-6.0	-0.7	-3.8
EPS(계속사업)	-45.8	54.9	-54.0	23.0	5.2
수익성 (%)					
ROE	7.2	10.5	4.5	5.4	5.4
ROA	5.1	6.6	2.6	2.8	2.6
EBITDA마진	9.7	9.3	8.8	8.1	7.2
안정성 (%)					
유동비율	490.6	257.3	239.0	257.3	273.3
부채비율	51.1	66.3	85.4	101.6	117.1
순차입금/자기자본	-0.7	30.0	55.6	67.3	78.9
EBITDA/이자비용(배)	51.8	22.9	17.2	11.7	8.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,744	4,249	1,953	2,401	2,525
BPS	38,747	42,523	43,825	45,575	47,449
CFPS	4,183	5,931	5,450	5,049	4,671
주당 현금배당금	700	700	700	700	800
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	29.9	33.2	58.6	47.7	45.3
PER(최저)	19.9	13.2	35.5	28.9	27.5
PBR(최고)	2.1	3.3	2.6	2.5	2.4
PBR(최저)	1.4	1.3	1.6	1.5	1.5
PCR	16.1	12.0	16.6	17.9	19.4
EV/EBITDA(최고)	13.6	23.9	23.0	24.2	26.3
EV/EBITDA(최저)	9.1	10.7	15.5	16.7	18.5

memo
