

SK증권의 2017년 전망

2017 OUTLOOK



제약 제약주, 혼란 속에서 길을 찾다

제약. 하태기 / 3773-8872, tgha@sk.com



Contents

1. 2017년 제약산업 영업환경	3
2. 규제완화 시기	5
3. 2017년 제약이슈	7
4. R&D 투자 현황	10
5. 2017년 주요 제약사 경영전략	15
6. 주요 제약사 영업실적	20
7. 제약주 주가 밸류에이션	25
8. 유망종목	27
녹십자, 종근당, SK케미칼, 보령제약, 동국제약	28

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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다. SK케미칼은 SK증권과 계열관계에 있습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~-+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 10월 19일 기준)

매수	95.95%	중립	4.05%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----



Analyst

하태기

@sk.com

02-3773-8872

제약주, 혼란 속에서 길을 찾다

2017년, 각 제약사들은 신약개발과 파머징시장 진출, ETC와 비ETC부문에서 특화 등으로 성장을 모색할 전망이다. R&D부문이 여전히 강조되면서 영업실적에 대한 관심은 줄어들 것이나, 2015년부터 증가한 R&D투자의 영향으로 신약 Pipe line 임상은 진전될 가능성이 높다. 최근 제약주는 신약개발의 불확실성을 반영하여 변동성이 확대된 상황이다. 지금은 상승 추세대 내에서 하단으로 평가된다. 2017년 유망제약사로는 녹십자, 종근당, SK케미칼, 보령제약, 동국제약을 제시한다.

● 제약산업 영업환경은 2017년에도 어려울 전망

2017년에도 국내 내수경기 부진이 지속되는 가운데 제약사 영업환경이 크게 개선되지 못할 전망이다. 물론 건강보험재정 흑자가 확대되고, 정부규제도 완화되는 모습은 약가인하 측면에서 긍정적이다. 실례로 실거래가제도가 격년제로 시행되어 2017년 초 약가인하 이슈는 약화될 것이다. 그러나 상업성 있는 신약개발이 용이하지 않기 때문에, 2017년에도 개량신약과 제네릭 등 자체 제품개발에 집중하면서 한편으로는 해외 도입상품에 의존하는 큰 흐름은 이어질 것이다.

● 제약사별 특화된 성장 전략 추진 전망

한미약품과 녹십자 등 상위 제약사는 시장이 큰 선진국에 진출하기 위해 글로벌 신약개발에 투자를 집중하고 있다. 2017년에는 2015년부터 증가된 R&D투자의 결과로 주요 제약사의 신약 Pipe line 임상이 느린 속도지만 꾸준히 진전될 전망이다. 그리고 오픈 이노베이션 전략이 확산되면서 제약사와 바이오벤처간 신약공동개발 및 계약도 증가할 것이다. 또한 파머징시장에 주목하는 제약사도 있다. 대웅제약과 종근당, 보령제약 등이 파머징시장 진출을 목표로 투자를 늘릴 것이다. 마지막으로 중소형 제약사는 적절한 R&D투자과 ETC에 특화 하거나, 비ETC 사업을 강화할 것이다.

● 2017년, 제약주 변동성이 축소되며 주가 회복 전망

한국 제약사 주가는 영업실적 성장과 신약가치 상승(평균적)으로 장기 상승추세에 있다. 물론 신약개발의 성공 가능성이 낮아 제약주의 주가변동성은 클 수밖에 없다. 실제로 2016년에는 한미약품의 신약 기술수출계약 해지 이슈로 전체 제약주 가격이 하락하며 변동성이 확대되었고, 지금은 추세선 내 하단으로 하락해 있다. 그러나 신약후보물질의 임상 진행으로 다시 신뢰를 회복하는 시기가 도래할 것이고 제약주도 회복될 것이다. 이러한 사이클로 보면 2017년에는 제약주가 회복의 시기를 맞을 가능성이 있다. 2017년에는 북미시장 진출 가능성이 높아지고 있는 녹십자, 실적개선이 기대되는 종근당, 신제품 출시로 실적회복이 예상되는 SK케미칼, 파머징 시장에서 성과가 기대되는 보령제약, 비 ETC부문에서 성장하는 동국제약이 유망하다.

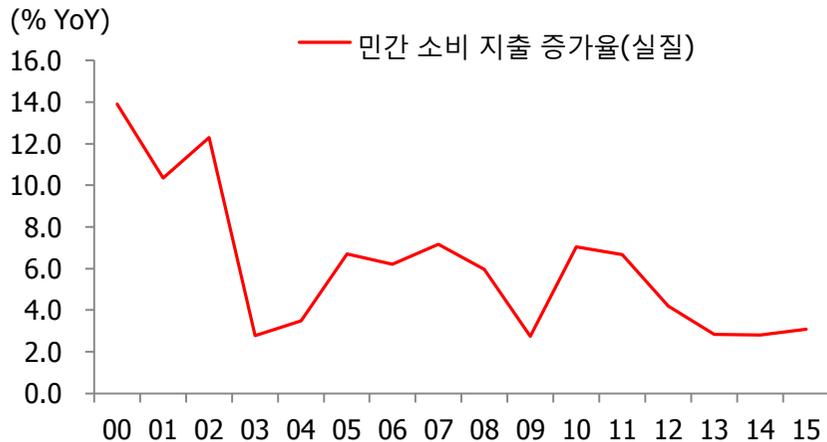
● 내수소비 위축 지속 전망

- 2016년에 이어 2017년에도 국내 내수소비의 부진이 지속될 가능성이 있음. 주요 기업들의 구조조정이 지속되고 수출증가세도 둔화되고 있어 소비가 위축될 것으로 전망됨
- 경기가 부진한 상황에서 의약품 수요도 부진할 수 밖에 없음
- 2017년 의약품 수요는 고성장하기 보다 안정적이지만 낮은 성장에 그칠 가능성이 높음

● 노령화의 급속한 진행은 의약품 수요증가 요인

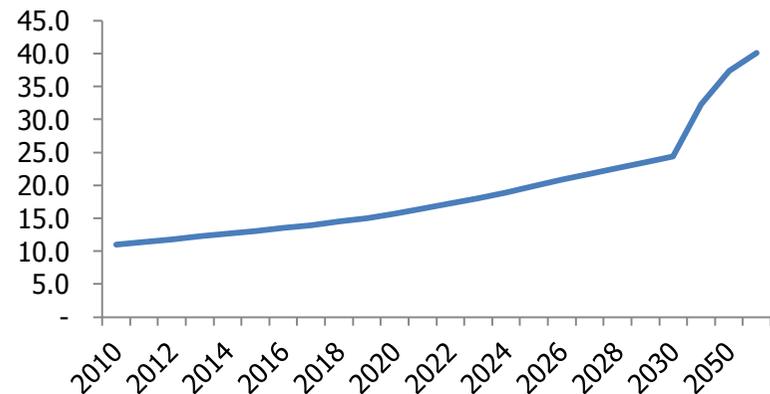
- 통계청 자료에 따르면 2015년 기준 65세 이상 인구는 전체 인구의 13.1%이며 10년 전보다 약 200만명 증가했음. 2020년에는 동 비율이 15.7%, 2030년에는 24.3%에 달할 것으로 전망함
- 따라서 향후 노인인구의 증가에 따른 의약품 수요 증가는 피할 수 없을 것임. 따라서 의약품 수요는 수량기준으로 고성장 하는 가운데 정부규제와 일부 가격경쟁 효과로 가격인하가 같이 나타나는 상황으로 판단
- 2017년 의약품시장은 이러한 트렌드 내에서 안정적인 성장이 이어질 전망임

민간소비 지출 증가율 추이 (단위 :%)



자료 : SK증권

65세 이상 노인인구 비율 추이 (단위 :%)



자료 : 통계청

1. 2017년 제약산업 영업환경

● 글로벌 의약품시장 전망

- IMS는 2015년 글로벌 의약품시장 규모를 1,068억달러, 2020년에는 1,400~1,430억달러로 추정하고 연간 4~7% 성장한다고 전망
- 글로벌 시장내에서 2015년 선진국시장이 684.3억달러였으며, 2020년까지 3~6% 성장할 것으로 전망했음. 파머징시장은 249.2억달러로 2020년까지 7~10% 성장할 것으로 전망

● 한국 의약품시장 전망

- 한국 의약품 시장은 국내 생산액 기준으로 4~5% 성장이 지속되는 것으로 전망. 다만 국내 의약품시장은 해외 도입의약품 비중이 높아지면서 내수 생산기준으로는 성장이 높다고 볼 수 없음. 약가인하가 지속되는 가운데 글로벌 신약이 부족하고 경쟁이 심한 제네릭 의약품 의존도가 높은 상황 지속 예상

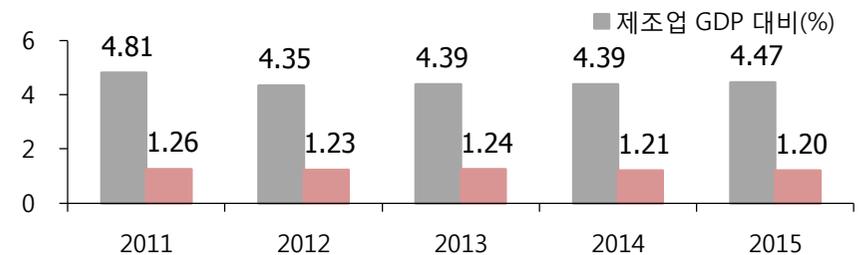
글로벌 의약품시장 성장 전망 (단위 :10억달러)

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%
US	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

한국 의약품시장 전망 (단위 :%)

연도	의약품 등 총생산액	증감률	GDP	증감률	GDP대비(%)
2011	167,258		13,326,810		1.26
2012	168,810	0.9%	13,774,567	3.4%	1.23
2013	177,369	5.1%	14,294,454	3.8%	1.24
2014	179,890	1.4%	14,850,780	3.9%	1.21
2015	186,940	3.9%	15,586,000	5.0%	1.20
2016E	194,418	4.0%	15,586,000	4.0%	1.20
2017E	204,138	5.0%	15,586,000	5.0%	1.20



자료 : 식약처, 제약협회 자료

2. 규제완화 시기

● 건강보험 재정 수지 추이

- 2016년 8월말 기준 건강보험 누적 흑자규모는 20조 1,766억원임. 금년에만 3조 1,966억원 발생
- 건강보험 흑자의 증가는 당분간 의약품 약가규제 정책을 약화시키는 요인이 될 것임
- 또한 총진료비 대비 약품비 비중이 2013년부터 정부목표에 근접하는 26%대에서 안정화되고 있어, 추가적인 약가인하 필요성이 줄어들 것으로 평가됨

● 규제 완화 움직임

- 최근 정부는 제약산업에 대한 규제와 함께 제약산업에 대한 지원에도 관심이 높아지고 있음. 기존의 규제제도는 지속적으로 유지되겠지만 새로운 제도로 제약산업을 규제하는 움직임은 완화되고 있는 것으로 평가됨
- 이미 정부는 2016년 7월, 매년 시행하기로 되어 있는 실거래제도를 격년 시행으로 결정한 상태임
- 실거래가제도로 종합병원 매출이 많은 제약사의 경우 약가인하 우려가 있었는데 2017년에는 이러한 부담이 없어진 것임

건강보험재정 수지 (단위 : 억원)

구분	2010년	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	2016년 8월
수입	335,606	379,774	418,192	451,733	485,024	524,009	377,387
지출	348,599	373,766	388,035	415,287	439,155	482,281	345,421
당기수지	- 12,994	6,008	30,157	36,446	45,869	41,728	31,966
누적 재정수지	9,592	15,600	45,757	82,203	128,072	169,800	201,766
보험료율(%)	5.33	5.64	5.80	5.89	5.99	6.07	6.12
인상률(%)	4.90	5.90	2.80	1.60	1.70	1.35	0.90

자료 : 보건복지부

건강보험 약품비 및 약품비 추이 (단위: 억원)

연도	총진료비 대비 약품비			
	총진료비	약품비	구성비	약품비 증감률
2011	460,760	134,290	29.2	
2012	482,349	130,744	27.1	-2.6%
2013	507,426	132,413	26.1	1.3%
2014	507,740	134,491	26.5	1.6%
2015	539,065	140,986	26.2	4.8%
연평균 성장률	4.0	1.2	-2.7	

자료 : 보건복지부, 제약협회자료

2. 규제완화 시기

● 규제 완화 - 실거래가 2년 주기 시행

- 제약산업은 정부규제를 받을 수밖에 없는 특성이 있음. 전문치료제는 대부분 국민건강보험공단에서 부담하기 때문에 정부의 간섭으로부터 자유로울 수 없음. 따라서 정부는 의약품 사용량 억제와 약가인하를 지속적으로 시행해 왔으며, 앞으로도 이러한 규제는 변함 없이 시행될 것임
- 다만 시기적으로 2017년은 정부규제가 완화되는 측면이 있음. 정부는 업계의견을 수용하여 실거래가 제도를 2년 주기로 시행하기로 결정하였음. 결과적으로 2017년에는 실거래가제도 시행이 없어 약가인하도 없음

각종 정부규제정책

실시시기	정부규제	규제 내용
2006.05	정부의 5.3 약제비 적정화 방안	의약품 보험등재 제도 변경으로 포지티브 리스트 제도 도입
2006.12	사용량 연동 약가인하	보험이 적용된 이후 1년이 지난 시점에서 예상 사용량보다 실제 판매량이 30% 이상 증가된 경우 최초 협상된 가격을 조정
2010.11	리베이트 쌍벌제 시행	리베이트 받은 자도 처벌
2012.04	건강보험등재약 일괄 약가인하	평균 14% 약가인하(7,500품목)
2014.01	사용량-약가 연동제 강화	청구금액이 전년대비 10% 이상, 절대금액이 50 억원 이상 증가한 제품
2014.07	리베이트 투아웃제 시행	리베이트를 지급하고 판매한 의약품에 대해 리베이트 금액과 지급횟수에 따라 최대 1년간 요양급여를 정지시키는 제도
2016.01	약가재평가	국내 약가를 선진 A7국가 조정평균가 이하로 인하는 제도, 매년 재평가함
2016.03	실거래가제도	유통 실거래가를 가중평균으로 조사하여 보험 약가를 인하시키는 제도
2016.07	실거래가제도 2년 단위 시행	1년 단위에서 2년 단위로 실시 → 약기조사 2년 단위로 기간 확대

자료 : SK증권

2017년 실거래가 제도 변경과 세제 감면

구분	항목	현행	변경예정	사유
실거래가 조사	약가인하주기	매년	2년	제약업계 요청
세제	혁신형기업 감면	30%	30%, 50%	R%D 높은 기업 우대
	주사제 감면	-	30%	제조공정 고비용

자료 : 보건복지부, SK증권

● 정신건강증진법 발효

- 2017년 5월 30일부터 정신건강 증진법이 본격 시행됨. 정신질환자 범위를 축소하고 보험가입 차별을 금지하는 등의 내용을 담고 있음. 정신과치료에 대해 국민들의 인식을 개선하고 불이익을 받지 않도록 하여 정신과 문턱을 낮추는데 목적이 있음. 정신건강 증진법이 본격 시행되면 정식과 의약품의 수요가 점진적으로 증가할 수 있을 것임

● ICH 가입 성공

- 2017년 11월에 오사카에서 열린 국제의약품규제 조화위원회(ICH) 정기총회에서 한국의 ICH 가입이 확정되었음. ICH는 미국, 유럽 일본 규제당국 및 해당국 제약협회 등이 참여해 국가간 의약품 허가 규정을 표준화하는 세계 기구임. 2014년 의약품실사 상호협력기구(pic/s)에 가입했으며, 이번 ICH가입은 일본, 스위스, 캐나다 등에 이어 6번째임. ICH에 가입하게 되면 정부의 의약품 규제수준이 미국, EU 등 기존 선진 회원국과 동일하다고 인정 받는 것이고, 해외 진출시 요구되는 기준이 간소화 되면서 수출이 유리하게 됨
- 향후 ICH 정회원으로서 국제 의약품 규제 관련 정책 수립, 집행, 승인 등 총회 의결권을 행사할 수 있으며, 의약품 허가·심사 관련 가이드라인 제정/개정시 우리 업계의 입장을 적극 반영할 수 있게 되었음

● 정부 신약개발 지원

- 2016년 9월에 정부는 보건산업 종합발전전략을 확정함. 보건산업을 육성하여 2020년 수출을 20조원까지 늘리고 신규 일자리 20만개를 창출한다는 목표임. 국가차원의 신약개발 프로젝트 착수(2018년), 신약개발에 따른 세액공제 공제 지원 등임

● 제약사 오픈 이노베이션을 통한 신약 Pipe line 활발 전망

- 2017년에 제약사와 바이오벤처간 오픈 이노베이션 차원의 신약 개발 제휴가 증가할 것으로 전망
- 국내 주요 제약사는 2016년에 오픈 이노베이션을 통한 외부 신약 Pipe line 도입 의지를 발표한 경우가 많았음. 향후 오픈 이노베이션을 통해 제약사와 바이오업체간 공동협약하의 신약개발활동이 증가할 것임

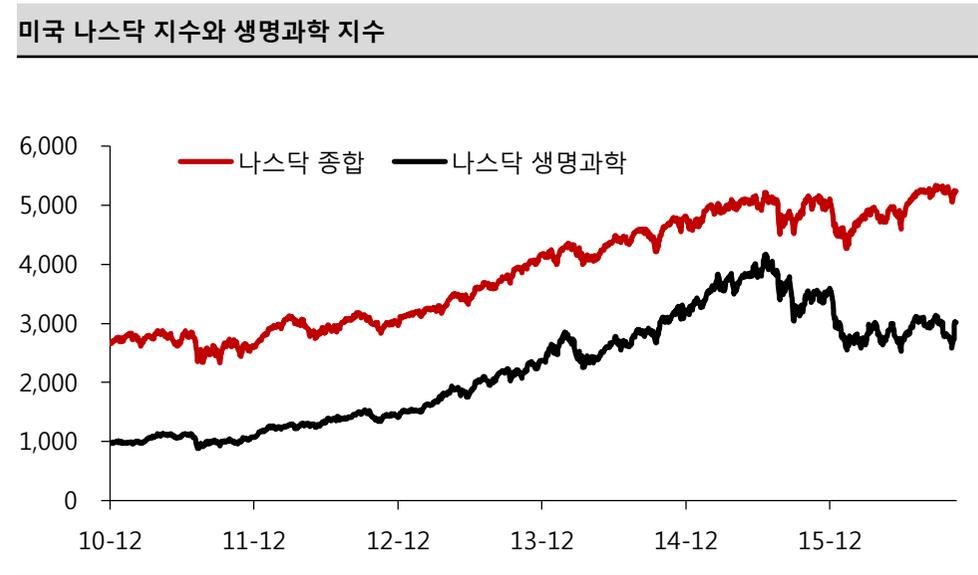
3. 2017년 제약 이슈

● 미국 트럼프 정부수립

- 트럼프 당선으로 힐러리의 고가약 인하정책이 무산되었음. 대신 트럼프 제약 헬스케어 정책이 주목 받고 있음
- 또한 힐러리의 약가인하 공약에 따라 그동안 제약주가 장기간 하락 조정이 진행 중임
- 트럼프 당선 이후 미국 제약주가 소폭 반등하는 모습임
- 그러나 트럼프 핵심 정책이 오마바 케어 폐지임. 만약 오마바 케어가 폐지되면 사실상 의약품 수요가 감소하는 영향이 있을 것으로 제약산업에는 호재가 아닐 것임. 다만 트럼프는 당선 이후 오마바 케어 폐지에 대해 변화된 의견을 내고 있음
- 트럼프는 약가에 한해서는 자유경쟁을 존중하는 정책을 피력했었기 때문에 약가인하 우려는 감소하는 것으로 평가됨
- 신약개발 의욕도 억제 되지 않을 것임. 고가약에 대한 규제가 없다면 신약개발에 대한 기존의 트렌드가 유지될 것임
- 제약산업에 대한 트럼프 공약이나 정책은 제약주에 대한 기존 우려가 감소하는 효과가 있음. 미국 제약/바이오주의 반등은 한국 제약주センチ멘탈에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 평가됨

구분	공약 내용
1	오바마 케어 폐지 (트럼프 케어의 주 공약)
2	메디케어/메디케이드 오남용 방지
3	의약품 가격 자유경쟁 원칙
4	해외 의약품 수입 제한 완화 (가격 저렴한 복제약 수입 허용 등 의약품 시장경쟁)
5	개인 건강보험 세금 공제
6	선택, 품질 및 경제성을 촉진하는 환자 중심의 의료 시스템을 구축하기 위해 의회와 협력
7	오바마 케어를 폐지하고 전국 50개 주에서 동일한 건강보험을 구입할 수 있도록 하는 새로운 프로그램을 도입 (보험상품 판매 제한 완화)
8	HSA(건강예금계좌, Health Savings Account) 사용 촉진
9	개인과 기업의 건강보험 프리미엄 공제

자료 : 언론 자료 정리



자료 : 데이터가이드

● 정부의 제약산업 지원 지속

- 정부는 2012년 3월 제약산업 육성 및 지원에 관한 특별법을 시행하여 혁신형 제약기업을 인증하고, 5년 단위 중기 계획을 세우고 있음. 또한 2020년 한국 제약산업의 비전과 로드맵 발표했음
- 2016년 9월에는 보건산업 종합발전전략을 확정. 의약품, 의료기기, 제약 등 보건산업 전반을 조망한 종합 계획으로서, 보건산업을 집중 육성하여 관련수출을 2020년 20조원으로 늘리고 신규 일자리를 18만개 창출한다는 목표임
- 우선 제약과 의료기기, `K뷰티` 열풍 주역인 화장품을 세계시장 선도 제품으로 개발. 2018년부터 암, 심장, 뇌혈관, 희소질환의 국가 차원 신약 개발 프로젝트를 착수하게 됨. 신약 개발의 국내 수행 임상 3상 세액 공제, 신약 생산 시설 투자 세액 공제도 지원
- 의약품부문에서는 차세대 의약품 및 백신 등 전략적 연구개발을 강화하기 위하여 대학, 병원 등 기초연구성과를 제약기업으로 이전/상용화하는 것을 지원하고(2018), 글로벌 항체신약 개발(2017), 백신 개발 투자 확대(2016년 95억 → 2017년(안) 116억) 등을 추진

보건산업 종합 발전전략 기본 방향

구분	내용
목표	보건산업 7대 강국
추진전략	<ol style="list-style-type: none"> 1. 제약, 의료기기, 화장품 분야 글로벌 선도 제품 확대 2. 정밀, 재생의료 등 첨단의료 전략적 투자 강화 3. 우수한 의료기술을 기반으로 의료 한류 확산 4. 보건산업 혁신생태계 조성 5. 보건산업 발전을 위한 기반 정비

자료 : 보건복지부. 국무총리 주재 제 88회 국가정책조정회의

4. R&D 투자 현황

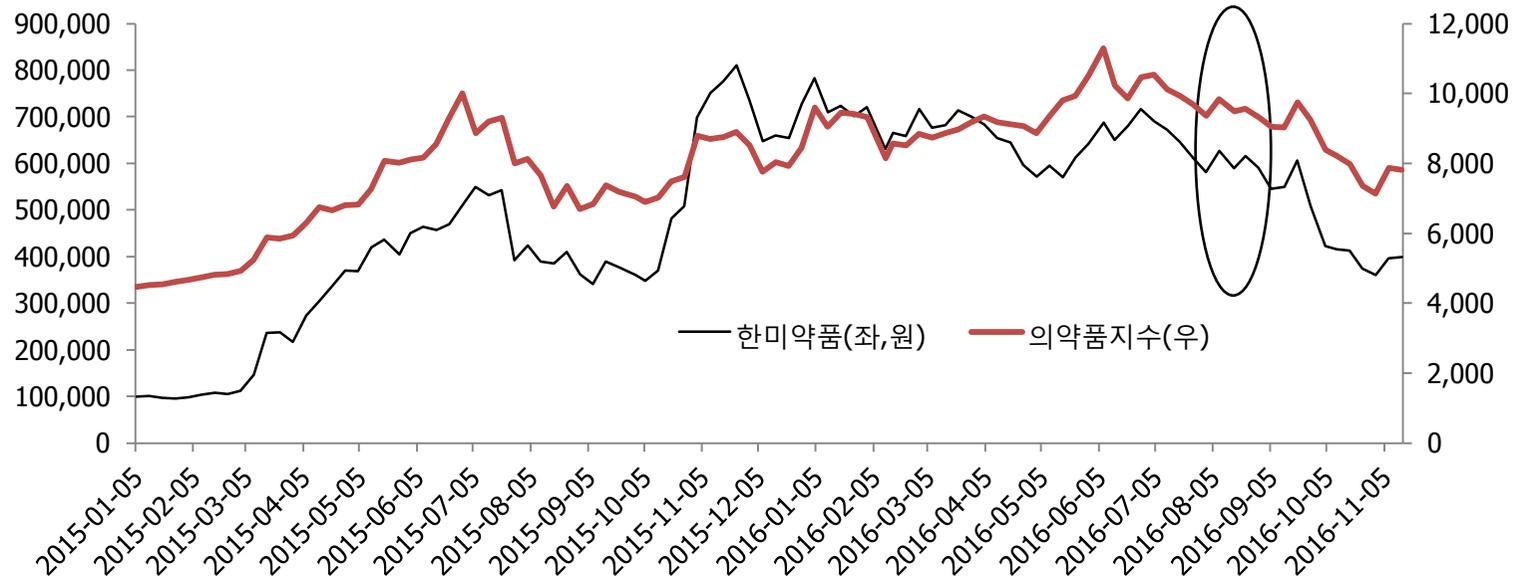
● 주식시장에서 제약사 R&D부문에 대한 신뢰도 회복이 관건

- 2016년에는 한미약품 이슈 이후 신약 Pipe line에 대한 하향 재평가가 진행. 대부분의 상위 제약사 주가는 신약개발부문에 대한 가치를 기존보다 낮게 반영하며 크게 하락함
- 그러나 신약 개발의 성공확률이 일반적으로 낮고, 신약개발과정에서 기술수출 계약 해지 케이스도 많기 때문에 2016년 하반기의 제약주 하락은 신약개발주의 일반적 변동성 현상으로 해석될 수 있음

● 2017년 의미 있는 임상 성과 현실화될 경우 주가 회복 가능할 전망

- 신약개발에 대한 신뢰하락으로 제약주가 크게 하락한 만큼 향후 신약 Pipe line 중에서 의미 있는 임상진전이나 사업화에 근접할 경우 제약주의 반등이 가능할 전망

한미약품 주가와 의약품지수 추이



자료 : SK증권

4. R&D 투자 현황

● 주요 제약사 신약개발 현황

주요 제약사 신약개발 현황

	제품명	회사	주성분	효능효과	허가일자
1	선플라주	에스케이케미칼(주)	헵타플라틴	항암제(위암)	99.7.15(93.7.20)
2	이지에프외용액	(주)대웅제약	인간상피세포성장인자	당뇨성 족부귀양치료제	01.5.30(97.3.4)
3	밀리칸주	동화약품공업(주)	질산홀몰-166	항암제(간암)	01.7.6(97.5.28)
4	큐록신정	JW중외제약(주)	발로프록사신	항균제(항생제)	01.12.17(93.5.6)
5	팩티브정	(주)엘지생명과학	메탄설폰산제미플록사신	항균제(항생제)	02.12.27미국FDA허가(03.4.4)
6	아피톡신주	구주제약(주)	건조밀봉독	관절염치료제	03.5.3(99.11.29)
7	슈도박신주	씨제이제일제당(주)	건조정제슈도모나스백신	농구균예방백신	03.5.28(99.1.26)
8	캄토벨주	(주)종근당	벨로테칸	항암제	03.10.22
9	레바넥스정	(주)유한양행	레바프라잔	항궤양제	05.9.15
10	자이데나정	동아제약(주)	유데나필	발기부전치료제	05.11.29
11	레보비르캡슐	부광약품(주)	클레부딘	B형간염치료제	06.11.13(01.06.13)
12	펠루비정	대원제약(주)	펠루비프로펜	골관절염치료제	07.4.20
13	엠빅스정	에스케이케미칼(주)	미로데나필염산염	발기부전치료제	07.7.18
14	놀텍정	일양약품(주)	일라프라졸	항궤양제	08.10.28
15	카나브정	보령제약(주)	피마살탄칼륨삼수화물	고혈압치료제	10.9.9
16	피라맥스정	신풍제약(주)	피로나리딘인산염, 알테수네이트	말라리아치료제	11.08.17
17	제피드정	JW중외제약(주)	아바니필	발기부정치료제	11.08.17
18	슈펙트캡슐	일양약품(주)	라도티닙염산염	항암제(백혈병)	12.01.05
19	제미글로정	(주)LG생명과학	제미글립틴타르타르산염1.5수화물	당요병치료제	12.06.27
20	듀비에정	(주)종근당	로베글리타존 황산염	당요병치료제	13.07.04
21	리아백스주	(주)카엘젬백스	테르토모타이드염산염	항암제(채장암)	14.09.15
22	아셀렉스캡슐	크리스탈지노믹스	폴마콕시브	소염진통제	15.02.05
23	자보란테정	동화약품(주)	자보플록사신D-, 아스파르트산염	항균제(항생제)	15.03.20
24	시백스트로정	동아에스티(주)	테디졸리드포스페이트	항균제(항생제)	15.04.17
25	시백스트로주	동아에스티(주)	테디졸리드포스페이트	항균제(항생제)	15.04.17
26	슈가논정	동아에스티(주)	에보글립틴타르타르산염	당뇨병치료제	15.10.02
27	올리타정	한미약품(주)	올무티닙염산염일수화물	폐암치료제	16.05.13

자료 : 2015년 의약품허가보고서, 식약처.()는 임상허가일

4. R&D 투자 현황

● 제약사 기술수출 급증 추세

- 최근 한미약품을 비롯한 각 제약사에서 자사가 개발중인 신약 Pipe line 기술수출이 증가하는 추세임
- 비록 금년 9월말에 한미약품의 항암제 기술수출계약이 해지되었지만 해외 기술수출은 앞으로도 증가할 전망이다
- 대형 제약사뿐만 아니라 보령제약, 일양약품, 유나이티드제약 등도 자사 제품의 수출계약을 파머징시장 중심으로 체결하고 있음
- 2017년에도 제약사의 기술수출과 판권수출 계약은 증가할 것임
- 따라서 해외에서 성장모멘텀을 확보하는 제약사에 주목할 필요가 있다고 판단됨

제약사 기술수출 현황

계약시기	기업	제품	수출국가	파트너사	계약규모
`15.1월	파맵신	DIG-KT	중국	3SBio社	비공개
`15.2월	씨티씨바이오	경구용 약물전달체계	스위스	페링社	비공개
`15.3월	한미약품	포지오티닙 HM71224	미국	스펙트럼 일라이릴리社	비공개 6억9000만\$
`15.4월	동아ST	슈가논	브라질	유로파마社	비공개
`15.4월	노바셀	W3펩타이드	일본	아리스트社	비공개
`15.6월	인트론바이오	박테리오파지 기술	러시아	다를렉스社	220만\$
`15.6월	삼진제약	플래리스정 등 10개 품목	인도네시아	피티인터벳社외 4곳	비공개
`15.7월	우신메딕스	구강봉해 필름제제	중국	창조시아오 제약	300만\$
`15.7월	동아ST	슈가논	러시아	게로팜社	비공개
`15.7월	보령제약	카나브	동남아 13개국	줄릭파마社	1억2900만\$
`15.7월	일양약품	놀텍	멕시코	치노인社	1730만\$
`15.8월	진원생명과학	INO-3112	미국	매드이뮤社	7억3000만\$
`15.8월	휴메딕스	HUMIA14002	중국	하이빈社	400만\$
`15.8월	레고켄	ADC기술	중국	푸싱제약社	200억원
`15.8월	일양약품	슈펙트	콜롬비아	바이오파스社	2200만\$
`15.9월	비씨월드제약	전립선암 주사제	미국	아콘社	50만\$
`15.10월	알테오젠	표적항암제기술	중국	3SBIO社	비공개
`15.10월	제넥신	지속형 단백질 치료제	중국	타슬리社	1억\$

자료 : 보건복지부

제약사 기술수출 현황

`15.10월	CJ헬스케어	CJ-12420	중국	뤼신社	9179만\$
		퀀텀프로젝트	프랑스	사노피社	39억€
`15.11월	한미약품	HM12525A	미국	얀센社	9억1500만\$
		HM61713	중국	자이랩社	9200만\$
`15.12월	바이로메드	CAR-T기반 면역치료제	미국	블루버드바이오社	4900만\$
`15.12월	보령제약	젬시타빈,옥살리플라틴	사우디아라비아	SPC社	14만\$
`16.1월	종근당	CKD-11101	일본	후지제약공업社	비공개
`16.1월	안트로젠	줄기세포 치료제			
`16.2월	제넥신	GX-E2	중국	상하이푸싱社	4,450만\$
`16.4월	동아에스티	슈가논	미국	토비라社	6,150만\$
`16.5월	보령제약	카나브 플러스	동남아 13개국	줄릭파마社	2,846만\$
`16.6월	크리스탈	급성백혈병 신약 후보	미국	엠포즈바이오社	3억300만\$
`16.6월	일양약품	슈펙트	콜롬비아	바이오파스社	2,200만\$
`16.9월	일양약품	놀텍	러시아 외 2개국	알팜社	2억\$
`16.9월	한미약품	HM95573, 표적항암제	전세계, 한국제외	제넨텍	9억1,000만\$
`16.11월	유나이티드	실로스탄CR	중국	Beijing Meone 제약	80만\$

자료 : 보건복지부

4. R&D 투자 현황

● 주요 제약사 신약 Pipe line 현황

- 2017년에는 한미약품 당뇨 신약의 임상 3상 여부, 녹십자 IVIG의 미국 FDA 허가 여부 등에 주목할 필요가 있음

주요 제약사 신약 Pipe line 현황

제약사명	Pipe line명	적응증	파트너사	단계
한미약품	Poziotinib	다중표적 항암신약	스펙트럼, 중국 루예사	미국 임상 2상
	HM71224	면역질환치료제 (BTK 저해제)	릴리	미국 임상 2상 진입
	Efpeglenatide	당뇨신약	사노피	미국 임상 3상 준비
	LAPS-Insulin115			미국 임상 1상 준비
	LAPS-Insulin Combo			미국 임상 1상 준비
동아에스티	HM12525A	당뇨-비만치료제	얀센	미국 임상 2상 준비
	HM95573	RAF 표적 항암제	제넨텍	
	시벡스트로(페렴)	수퍼항생제	큐비스트	미국 임상 3상
	DA1229	NASH 치료제	토비라	임상 1상
녹십자	DA9805	파킨슨병치료제	자체 개발	미국 임상 2상 IND 승인 목표
	DA9801	당뇨병성신경병증치료제	자체 개발	미국 임상 2상 완료
	IVIG-SN	면역글로블린	자체 개발	FDA NDA
SK케미칼	헌터라제	헌터증후군	자체 개발	미국 임상
	NBP601	혈우병치료제	호주 CSL	미국 FDA NDA
SK바이오팜	YKP3089	뇌전증치료제	자체 개발	미국 FDA 3상
	SKL-n05	기면증		미국 FDA 3상
	Plumiz	급성반복발작		미국 NDA
중외제약	Wn항암제	표적항암제	자체 개발	미국 1상 완료단계
바이로메드	VM202	중증하지허혈증치료제	자체 개발	미국 FDA 임상 3상
		당뇨병성신경병증치료제	자체 개발	
종근당	CKD519	이상지질혈증치료제	자체 개발	미국 임상 2상 계획
	CKD504	헌터증후군치료제	자체 개발	미국 임상 1상 계획
	CKD506	관절염치료제	자체 개발	유럽 임상 1상
	CKD581	혈액암치료제	자체 개발	한국 임상 1/2 개시

4. R&D 투자 현황

● R&D비용 증가하나 선진국에 비해 아직 작은 수준, 신약 Pipe line은 증가 추세

- 아래 표와 같이 아직 한국 제약사의 의약품 관련 R&D비용 규모는 상대적으로 작은 연간 약 1조 1천억원 수준임. 미국은 연간 60조원, 일본은 16조원에 달하고 있음
- 작은 R&D 투자규모에도 불구하고 주요 제약사의 신약 Pipe Line 수는 의미 있게 증가하고 있음
- 제약사들이 직접 R&D 비용을 늘려서 신약 후보물질을 개발하고, 또한 외부에서 개발 중인 후보물질을 도입하여 공동 개발하는 경우도 증가하고 있음. 신약 Pipe line이 수량적인 측면에서 크게 성장 중임
- 신약 Pipe line의 질적성장도 이루어지고 있음. FDA 임상 3상에 진입하는 케이스가 증가하고, 녹십자의 IVIG 등은 상업적으로도 성공이 기대됨

주요 국가별 R&D 비용 규모

연도	미국(백만\$)	캐나다(백만\$)	영국(백만 £)	독일(백만€)
2011	48,645	992	4,914	4,900
2012	49,588	895	4,208	5,300
2013	51,614	753	4,099	5,600
2014	53,253	739	3,924	5,100
2015	58,819	-	-	-

연도	프랑스(백만€)	일본(십억円)	한국(백억)
2011	4,393	1,230	9,230
2012	4,789	1,306	10,363
2013	-	1,437	9,786
2014	-	1,495	11,017
2015	-	-	-

자료: 제약협회

주요 상위 제약사 R&D 비용 추이

(단위 :억원)

제약사명	2013	2014	2015	2016E	2017E
한미약품	1,156	1,525	1,872	1,900	2,000
녹십자	756	846	1,019	1,150	1,250
동아에스티	538	644	596	720	820
유한양행	563	580	726	820	950
대웅제약	800	895	999	1,100	1,200
종근당	-	747	914	1,100	1,200
합계	3,813	5,237	6,126	6,790	7,420
증감률		-	17.0%	10.8%	9.3%

자료 : SK증권, 동아에스티는 동아쏘시오홀딩스에서 지출하는 R&D는 포함되지 않은 수치

● 신약개발 중심 경영 지속

- 신약개발에 대한 정부의 지원과 제약사의 신약개발 의지는 지속될 전망
- 국내 시장의 경쟁심화로 단기적인 성장 활로를 찾기 어려운 상황이고, 따라서 제약사들이 신약개발을 통해 글로벌 시장 진출로 가야 한다는 것을 인식하고 있기 때문임
- 단, R&D 비용은 최근 1~2년간 큰 폭으로 증가한 만큼 증가속도는 다소 둔화될 가능성이 있음

● 파머징 중심 해외시장 진출 증가 전망

- 해외 법인이나 공장을 설립하여 해외 매출을 확대하는 제약사도 있음. 최근 대웅제약이나 종근당 등에서 동남아시아 등 파머징 국가에 대한 투자가 증가하고 있는 상황임. ICH(국제의약품규제조화위원회) 가입으로 해외 수출에 대한 관심이 더 증가할 것임

● 도입신약을 통한 상품매출 경쟁은 지속

- 한국제약사가 국내 신약개발을 통한 신제품 출시로 매출 성장을 창출하지 못함에 따라, 부족한 성장을 보완하기 위해 1)해외에서 신약을 도입하거나 2)다국적 제약사가 판매중인 오리지널 의약품을 도입하여 상품매출을 늘리는 전략이 2017년에도 지속될 전망

● 비ETC 제품 확대를 통한 성장 추진

- 외형성장에 한계를 느낀 제약사 중에서 정부규제를 덜 받은 OTC, 피부과약품, 화장품 등에 대한 사업을 확대하여 외형성장을 추진하는 경우도 증가할 것임

2017년 주요 제약사 경영전략

전략	추진 내용
신약개발	신약 Pipe line 확대 및 임상 진전, 오픈이노베이션 활용
파머징시장 진출	자체 보유 의약품의 파머징시장 진출, 해외 공장설립을 통한 파머징 시장 진출 추진
상품 도입 지속	상품도입을 통한 외형성장 추진 지속
비 ETC 확대	정부규제를 덜 받는 OTC, 피부과약품, 화장품사업 확대
개량신약 강화	개량신약 개발을 통해서 독자적 제품 경쟁력 확보

5. 2017년 주요 제약사 경영전략

● 글로벌 시장 진출

- 한국 제약사의 글로벌 시장 진출은 신약개발을 통해 우선 미국 등 선진국 시장에 진출하고 차후 글로벌 시장으로 진출하는 길이 있고,
- 글로벌 신약이나 제네릭의약품, 또는 한국형 신약으로 파머징 시장에 진출하는 길도 있음. 또한 에스티팜이나 유한화학 등과 같이 의약품원료(API)로 선진국 시장에 진출하는 길이 있음
- LG생명과학, 녹십자 등과 같이 백신으로 해외 진출이 활발한 기업도 있음
- 이와 같은 다양한 해외 진출 시도가 2017년에도 활발할 것으로 전망됨
- 한국 정부도 2014년 7월에 PIC/s(Pharmaceutical Inspection Cooperation Scheme, 의약품실사 상호협력기구)에 가입했고, 금년 11월에는 ICH에 가입이 확정되는 등 전략적 수출지원 활동을 계속하고 있음
- 또한 정부에서도 해외 현지 제약 전문가의 네트워크를 구축하여 글로벌 시장 진출에 도움을 주려고 하고 있음. 이러한 정책들은 점차 해외 시장에 대한 정보(임상, 시장동향, 허가제도 등) 획득을 용이하게 하고 한국 제약사가 파머징 시장에 진출하는데 도움이 될 것임

제약사 해외진출 정부 지원정책

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 5개년 계획 2016. 5

의약품 수출입 실적

(단위 : 백만달러,%)

구분	2011년	2012년	2013년	2014년	2015년	연평균
						성장률
수출	1,768	2,078	2,128	2,416	2,947	13.63
수입	4,988	5,195	4,821	5,218	4,950	-0.19
무역수지	-3,220	-3,117	-2,692	-2,802	-2,002	-

자료 : 보건복지부, 의약품 수출입협회

5. 2017년 주요 제약사 경영전략

● 파머징시장 성장속도 상대적으로 높아

- IMS는 2020년 파머징시장의 의약품 타입별 비중을 오리지널 브랜드 24%, 비오리지널 브랜드 38%, 순수제네릭 14%, 기타 24%로 전망. 또한 2016~2020년 기간 동안 파머징시장의 연평균 성장률은 오리지널 브랜드 8.6%, 비오리지널 브랜드 7.8%, 순수제네릭 12.0% 로 추정
- 한국 제약사는 파머징시장에서 비중이 큰 비오리지널 브랜드 의약품시장(38%)에 관심을 많이 가질 것으로 평가

● 파머징시장 진출 제약사 점진적 증가 전망

- 2018~2020년경에는 파머징시장내에서 한국 의약품 매출이 크게 증가할 가능성이 높음. 즉 한국 제약사가 선진국에서만 아니라 파머징시장에서 큰 성과를 창출하는 시대가 도래할 것으로 전망. 2017년부터 파머징시장에서 기회를 찾아야 할 시기로 평가

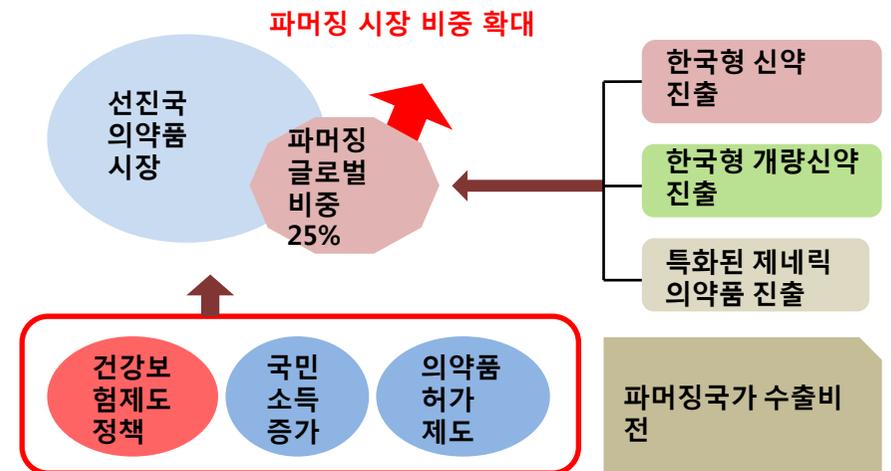
글로벌의약품 시장의 지역별, 의약품 타입별 시장 변화 (단위 :US달러)

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

2016-2000 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 : SK증권, 파머징시장이 다가온다

파머징시장에 대한 한국 제약사 진출 증가 전망



자료 : SK증권, 파머징시장이 다가온다

5. 2017년 주요 제약사 경영전략

● 한국 의약품 수출 증가 추세

- 한국의 의약품 수출 규모가 최근 크게 증가하는 추세이며 의약품 무역수지적자도 점차 감소하고 있음
- 최근 에스티팜, 유한화학 등과 같은 제약사에서 다국적 제약사향 의약품원료(API) 수출이 급증하고 있음
- 바이오시밀러 수출도 크게 증가하고 있는 상황임
- 완제의약품은 아직 저개발 국가대상으로 제네릭 의약품 등의 수출이 많고, 녹십자, LG생명과학의 백신매출 비중도 높은 상황임
- 선진국향 완제 의약품은 오리지널 의약품이 없어 아직 미미한 수준임. 향후 한국산 오리지널 신약이 개발되면 선진국향 완제의약품 수출도 증가할 것이나 아직 많은 시간이 필요할 전망
- 현재 한국 제약사 중 완제의약품을 수출하는 한국형 신약 카나브로 파머징 시장 진출을 확대하고 있는 보령제약임 이와 같은 수출 모델에 주목할 필요가 있음
- 앞으로 정부의 지원, ICH가입, 제약사의 R&D투자 증가 등으로 한국 의약품도 글로벌 시장에 점진적으로 진출할 전망

국가별 의약품 수출 현황

(단위 : 천달러, %)

순위	국가명	2014년	2015년	증감률
1	일본	385,644	495,771	28.6
2	터키	155,969	253,503	62.5
3	헝가리	9,470	173,513	1,732.2
4	중국	160,006	167,993	5.0
5	베트남	139,131	138,655	- 0.3
6	아일랜드	123,028	132,288	7.5
7	미국	120,909	103,257	- 14.6
8	브라질	87,038	90,843	4.4
9	독일	80,926	87,524	8.2
10	크로아티아	56,674	87,235	53.9
11	캐나다	57,247	85,564	49.5
12	이탈리아	68,912	68,021	- 1.3
13	인도	69,834	63,295	- 9.4
14	태국	46,831	59,635	27.3
15	스위스	9,676	51,990	437.3
16	프랑스	21,001	51,183	143.7
17	핀란드	16,724	48,718	191.3
18	필리핀	39,124	41,854	7.0
19	네덜란드	22,688	38,067	67.8
20	인도네시아	36,772	36,380	- 1.1
	기타국	708,020	671,979	- 5.1
	총계	2,415,624	2,947,265	22.0

자료 : 보건복지부, 의약품수출입협회

● 비 ETC 사업(비 건강보험 대상) 강화

- 국내 의약품시장에서는 경쟁이 심화되고 있으며 제네릭 의약품의 약가하락, 오리지널 의약품 특허만료시 약가인하 등으로 성장의 한계가 나타나고 있음. 따라서 R&D투자 부문에서 상대적으로 취약한 제약사는 비ETC사업에서 성장기회를 찾고 있음
- 주로 OTC의약품이나 음료, 화장품, 피부/미용, 생활건강 등의 사업을 강화하고 있음
- R&D 비용을 크게 늘리지 않으면서 비 ETC사업에 집중하여 매출을 확대하고 수익성을 개선하는 제약사도 한 부류를 이룰 것임
- 이러한 제약사에는 일동제약, 동국제약, 광동제약 등이 있음
- 대웅제약도 나보타 개발을 통한 비건강보험 대상 제품의 성장 전략을 추진 중임

비 ETC 사업 강화

제약사명	특화 영역과 사업영역 확장
대웅제약	나보타를 통한 피부과 강화
유한양행	안티푸라민, 뽀콤씨 등 OTC와 유한락스 등 생활용품
보령제약	겔포스 등
환인제약	정신과 특화 → 피부과 강화
광동제약	기능성 음료
동국제약	OTC(인사돌 등) → 화장품에 성공적 진출, 헬스케어 강화
경동제약	제네릭 및 개량신약, 원료개발에 강점 → OTC 사업 진출
대원제약	순환기계 중심 → OTC 사업 진출
종근당바이오	항생제 등 의약품원료 → 유산균원료
일동제약	OTC 사업 강점

● 제품 매출 성장이 관건

- 한국 인구의 고령화로 의약품 수요가 분명 크게 증가하고 있지만 국내 제약사 매출은 동반해서 고성장이 못하고 있음. 이는 고부가 신약개발이 더딘데 근본적인 원인이 있음
- 신약개발이 어려운 상황에서 국내 제약사는 대부분 개량신약과 제네릭 의약품에 의존하고 있는 상황. 제네릭 의약품은 제약사간 경쟁이 치열하여 대형 제품으로 성장하기 쉽지 않고, 대형 품목으로 성장하지 못하면 수익성 기여도가 높지 않음
- 결국 상위 제약사는 외형 성장을 위해서 해외 상품도입에 집중할 수 밖에 없는 구조이며, 이렇게 해외 도입상품과 소량 다품목 제네릭 의약품 비중이 높아 영업이익률도 정체 상태에 있는 것으로 평가
- 여기에다 시기적으로 R&D비용이 크게 증가하고 있어 상위 제약사 중심으로 영업이익의 변동성이 확대되고 수익성이 저조한 상황임
- 이러한 상황에서 벗어나려면 고부가 신약비중이 확대되든지 자체 제품의 해외 수출이 증가해야 함
- 결국 2017년에도 주요 제약사의 영업실적은 구조적인 측면에서 2016년과 비슷한 트렌드를 보일 전망이다

제약사 영업실적 구조적 환경(2017년)



6. 주요 제약사 영업실적

● 상위 제약사 상품 도입을 통해서 성장

- 최근 신제품 개발이 용이치 않은 상황에서 외형성장이 어려워 지고 있음. 따라서 상품도입을 통해서 외형성장을 도모하는 제약사가 증가하고 있음
- 최근 제약사간 상품 도입과 관련하여 경쟁이 치열해 지고 있는 상황임
- 2016년에는 종근당이 MSD 제품을 도입하면서 외형 성장이 돋보였고, 녹십자도 상품매출에 도움을 받았음. 또한 보령제약도 2016년 하반기에 상품매출 계약을 늘리고 있음
- 2017년에도 주요 제약사의 상품매출 계약 노력이 지속될 전망이다. 향후 자체 개발 제품 출시가 증가해야 상품매출 니즈도 감소할 것

주요 제약사 도입상품 현황

기업명	도입 의약품 내용
유한양행	B형간염치료제 비리어드(길리어드, 501억원), 당뇨병치료제 트라젠타(베링거인겔하임, 397억원), 고혈압치료제 트윈스타(베링거인겔하임, 364억원)
대웅제약	올메텍, 세비카(444억원), 세비카 hct(168억원), 넥시움(412억원) 등
종근당	타미플루(로슈), MSD 도입 상품(자누비아, 바이토린, 아토젯)과 이탈파마코의 글리아티린 총 매출 2016년 3분기 505억원
녹십자	대상포진백신 조스타박스(BMS), 간염치료제 바라크루드(BMS) 등
보령제약	제넥솔(삼양바이오팜), 하누날디 및 베시케어(한국아스텔라스제약), 타세바(로슈), 트루리시티(릴리), 에어플루잘(산도스)
동아에스티	아보다트(GSK), 세레타이드(GSK)
한미약품	프로페시아(MSD), 가브스(노바티스)

자료 : SK증권

주: 매출액은 2015년 기준

6. 주요 제약사 영업실적

● 2015년 R&D 비율은 9.1% 수준

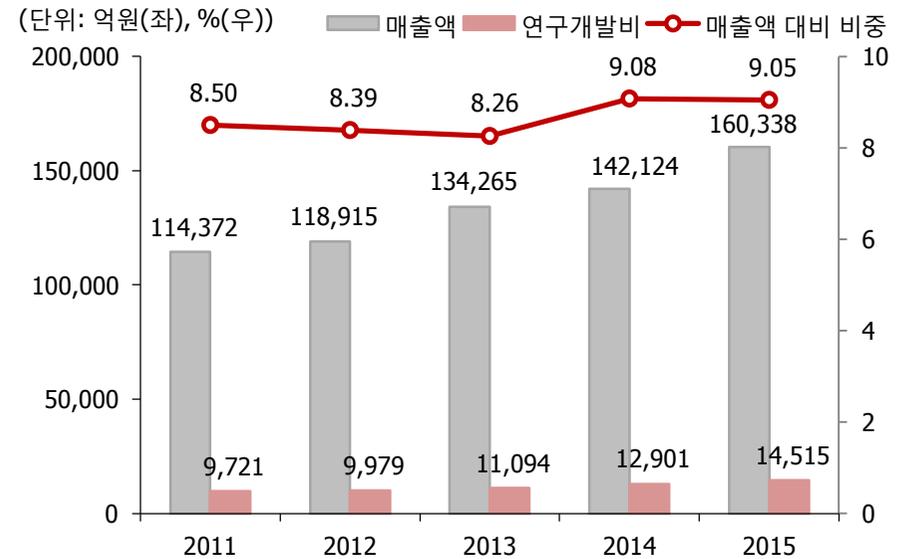
- 제약사의 R&D 비용은 꾸준히 증가, 2015년 상장 제약사의 매출액 대비 연구개발비 비중은 9.1%로 비교적 높은 수준임
- 또한 혁신형 제약사의 동 비율은 12.1%로 더 높은 상태임
- 상위 제약사와 연구개발에 집중하는 혁신형 제약사의 R&D 투자 규모가 클 수밖에 없음
- 이러한 추세는 앞으로 지속될 전망이어서 해당 제약사의 영업이익 증가폭을 제한하는 주요한 요인이 될 것임

제약사 연구개발비(2011~2015) (단위 : 개, 백만원,%)

구분		2011	2012	2013	2014	2015
의약품 제조기업	기업수	587	613	-	-	-
	매출액	172,193	173,593	164,742	175,154	-
	연구개발비	9,230	10,363	9,786	11,017	-
	매출액 대비 비중	5.36	5.97	5.94	6.29	-
상장기업	기업수	-	-	-	-	84
	매출액	114,372	118,915	134,265	142,124	160,338
	연구개발비	9,721	9,979	11,094	12,901	14,515
	매출액 대비 비중	8.50	8.39	8.26	9.08	9.05
혁신형기업 (2012~)	기업수	-	43	41	46	40(25)
	매출액	-	73,834	77,237	82,022	90,639
	연구개발비	-	8,633	9,370	11,770	10,961
	매출액 대비 비중	-	11.70	12.10	12.40	12.10

자료 : 2015 기업경영분석, 한국은행/금융감독원 공시보고서/ 2016년 혁신형 제약기업성과, 보건복지부. 혁신형기업 2015년 비용은 상장기업 25개사 대상

상장기업 매출액 대비 연구개발비(2011~2015) (단위 : 억원(좌), %(우))



자료 : 보건복지부

6. 주요 제약사 영업실적

● 2017년 R&D비용 증가율 둔화 전망, 영업이익은 회복

- 2015년에 한미약품의 대규모 기술수출에 자극 받아 대다수의 제약사가 R&D 비용을 대폭 증액함. 따라서 주요 제약사의 R&D 비용이 약 17% 증가했음
- 2016년에는 기저효과와 영업이익 감소에 따른 부담 등이 작용하여 R&D 증가율이 10% 내외에 머물렀음
- 2017년에도 R&D 비용은 2016년과 비슷한 10% 내외의 증가를 나타낼 전망
- 단, 2015~2016년에는 주요 제약사의 영업이익이 R&D비용 증가에 따라 감소했으나, 2017년에는 각 제약사가 R&D 비용 증가에 적응하여 다시 영업이익을 늘릴 것으로 전망됨

상위 제약사 R&D비용 추이 (단위 : 억원)

제약사명	매출액	연구개발비	비율
유나이티제약	1,772	240	13.0%
동국제약	3,110	115	6.8%
경동제약	1,607	55	3.4%
삼진제약	2,416	165	6.8%
광동제약	6,390	70	1.1%
환인제약	1,503	65	4.7%
대원제약	2,489	195	7.8%

자료 : SK증권, 동아에스티는 동아쏘시오홀딩스에서 지출하는 R&D비용 미 포함

중소형 제약사 R&D 비용 추이 (단위 : 억원)

제약사명	2013	2014	2015	2016E	2017E
한미약품	1,156	1,525	1,872	1,900	2,000
녹십자	756	846	1,019	1,150	1,250
동아에스티	538	644	596	720	820
유한양행	563	580	726	820	950
대웅제약	800	895	999	1,100	1,200
종근당	-	747	914	1,100	1,200
합계	3,813	5,237	6,126	6,790	7,420
증감률		-	17.0%	10.8%	9.3%

자료 : SK증권

6. 주요 제약사 영업실적

● 2017년 영업이익 회복될 전망

- 2015년 주요 상위 제약사의 영업실적은 매출액이 8.0% 증가하고 영업이익이 0.7% 증가함
- 2016년에는 상품 매출 증가 등에 의해 매출액이 12.7% 증가할 것으로 예상됨. 그러나 상품매출비중 증가로 원가율이 상승하고 R&D 비용이 증가하여 영업이익은 15.4% 감소한 것으로 추정. 단, 중소형 제약사의 영업실적은 R&D비용 부담이 적어 10%내외 꾸준히 증가할 것으로 전망됨
- 2017년에는 매출이 8%대 증가하고 영업이익이 13% 증가할 것으로 추정됨. 이는 2017년의 상품비중 증가세가 둔화되어 원가율 상승이 제자리 수준이 될 것이며, R&D 비용 증가세도 둔화될 것이기 때문. 또한 2016년 영업이익 부진의 기저효과로 반영될 것

상위 제약사 영업실적 추이 (단위 : 억원)

		2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
유한양행 (연결)	매출액	6,677	7,628	9,436	10,175	11,287	12,985	13,952
	영업이익	526	304	618	744	858	879	1,001
녹십자 (연결)	매출액	7,679	8,118	8,882	9,753	10,478	11,760	12,732
	영업이익	854	744	788	970	917	764	828
대웅제약	매출액	7,066	6,646	6,749	7,272	8,005	7,917	8,585
	영업이익	603	378	720	537	551	305	395
동아에스티	매출액			분할상장	5,681	5,679	5,769	6,253
	영업이익				482	543	271	281
종근당	매출액			분할상장	5,441	5,925	8,198	9,203
	영업이익				539	427	569	653
합계	매출액(우)	21,422	22,392	25,067	38,322	41,374	46,629	50,725
	증감률(좌)					8.0%	12.7%	8.8%
	영업이익	1,983	1,426	2,126	3,272	3,296	2,788	3,158
					0.7%	-15.4%	13.3%	
영업이익률		9.3%	6.4%	8.5%	8.5%	8.0%	6.0%	6.2%

*자료 :SK증권, 유한양행은 Fnguide 컨센서스 자료

중소형 제약사 영업실적 추이 (단위 : 억원)

		2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
유나이티드 제약	매출액	1,454	1,348	1,369	1,515	1,620	1,772	1,955
	영업이익	285	202	152	210	229	260	287
경동제약	매출액	1,273	1,247	1,331	1,533	1,519	1,607	1,689
	영업이익	294	252	300	354	260	268	282
삼진제약	매출액	2,018	1,857	1,920	2,013	2,165	2,416	2,605
	영업이익	240	173	301	316	360	401	435
환인제약	매출액	1,101	1,072	1,045	1,207	1,454	1,503	1,651
	영업이익	203	183	201	240	254	240	264
동국제약	매출액	1,603	1,803	2,131	2,260	2,599	3,091	3,407
	영업이익	238	271	245	266	336	464	514
광동제약	매출액	3,133	3,318	4,674	5,210	5,723	6,390	6,795
	영업이익	399	356	443	505	487	511	537
대원제약	매출액	1,389	1,382	1,588	1,820	2,162	2,461	2,802
	영업이익	134	135	155	178	231	283	358
합계	매출액(우)	11,971	12,027	14,058	15,558	17,242	19,240	20,904
	증감률(좌)					0.5%	16.9%	10.7%
	영업이익	1,793	1,572	1,797	2,069	2,157	2,427	2,677
					-12.3%	14.3%	15.1%	4.3%
영업이익률		15.0%	13.1%	12.8%	13.3%	12.5%	12.6%	12.8%

자료 : SK증권, 대원제약은 Fnguide 컨센서스 자료

7. 제약주 주가 밸류에이션

● 글로벌 제약사 밸류에이션 지표

- 다국적 제약사와 한국제약사의 투자지표를 평면으로 비교하면 한국제약사의 PER은 상당히 높고, PBR은 크게 낮은 수준임.
- 또한 마진 좋은 오리지널 의약품이 적기 때문에 영업이익률은 크게 낮은 수준임

● 주가 변동성 확대

- 한국 제약사의 외형은 다국적 제약사와 비교할 수 없을 정도로 작음. 또한 오리지널 의약품이 적기 때문에 자기자본 활용도가 낮게 나타나고 결과적으로 영업이익률이 낮음. 그러나 다국적제약사는 특허절벽 등이 존재하여 마이너스 성장 우려도 존재함
- 오히려 신약개발이나 해외시장 진출 시 매출규모가 절대적으로 작은 한국 제약사의 성장 잠재력이 큰 것으로 평가됨

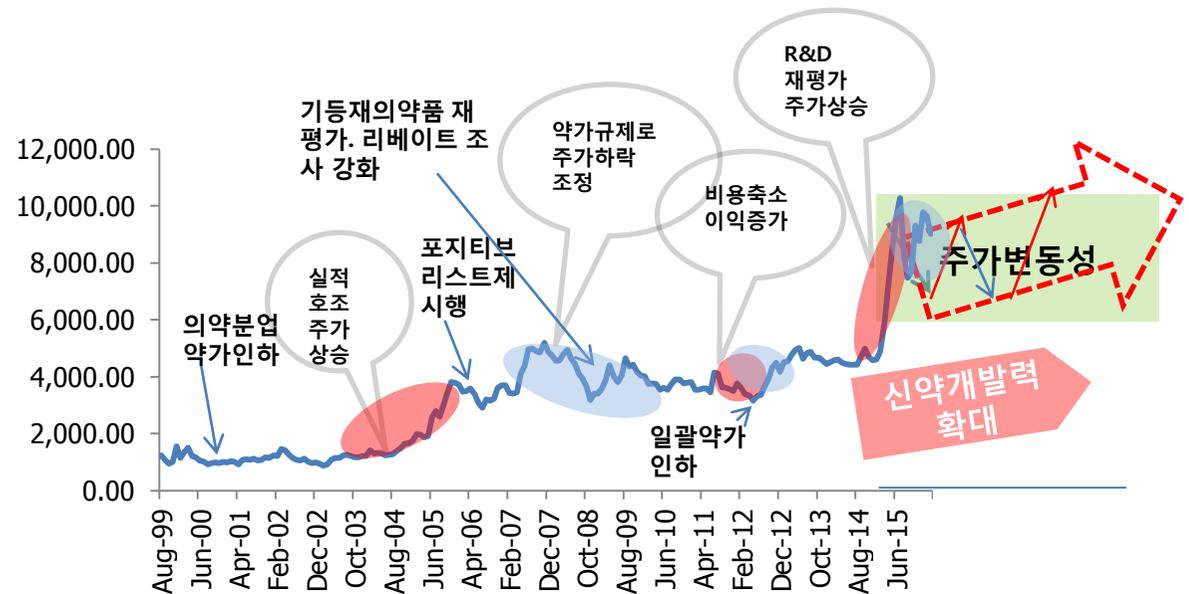
Peer 그룹 밸류에이션 Multiple

(단위 :)

NAME	PER	PBR	영업이익률
JOHNSON & JOHNSON	17.4	4.3	24.6
PFIZER INC	13.1	3.4	25.7
GILEAD SCIENCES INC	6.6	5.5	80.0
AMGEN INC	12.8	3.6	29.2
BRISTOL-MYERS SQUIBB	19.8	5.9	30.7
ELI LILLY & CO	21.9	5.4	22.1
ALLERGAN PLC	14.9	1.0	5.2
MERCK & CO. INC.	16.6	4.2	18.2
ROCHE HOLDING AG-BR	16.0	8.2	53.5
NOVARTIS AG-REG	15.0	2.2	13.3
SANOFI	13.8	1.7	12.1
OTSUKA HOLDINGS	33.7	1.5	4.5
DAIICHI SANKYO	23.2	1.3	5.8
TAKEDA PHARMACEUTICAL	28.6	1.9	5.8
유한양행	22.2	2.1	7.1
한미약품	43.9	7.9	8.3
종근당	24.8	2.8	6.8
녹십자	33.9	1.7	6.5
LG생명과학	25.8	2.1	9.0

자료 :Bloomberg

제약주 상승추세내 변동성 확대 구간



자료 : SK증권, 한국제약사 글로벌 시장 문턱에 진입하다.

7. 제약주 주가 밸류에이션

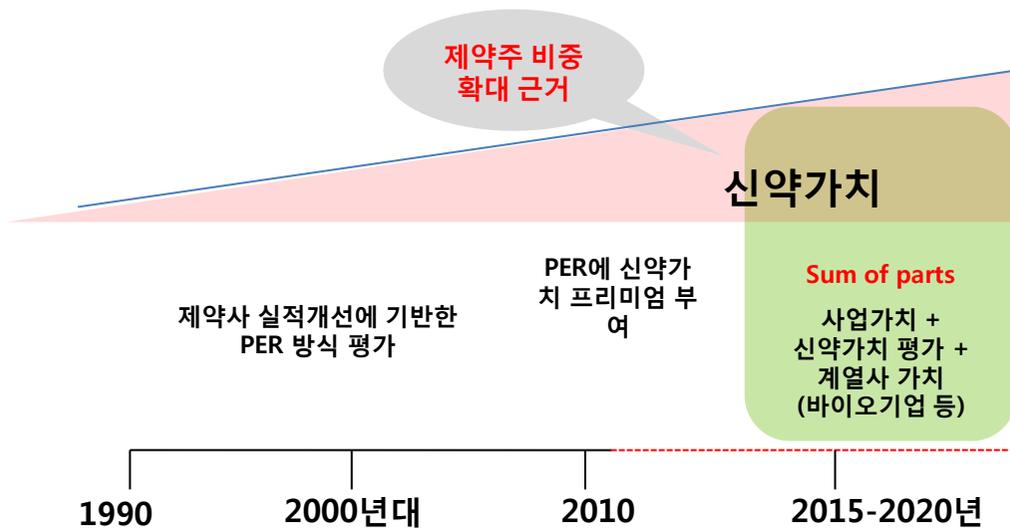
● 영업실적+R&D 가치로 본 기업가치

- 한국 제약사의 기업가치는 안정적으로 꾸준히 증가할 것으로 전망
- 단, 영업가치는 꾸준히 증가하겠지만, 신약개발과 해외진출 가치는 기업에 따라서, 그리고 시기에 따라 변동성이 확대되는 추세 예상
- 결국 영업가치와 신약가치를 합한 기업가치는 변동성이 크고 이를 반영하는 제약주의 변동성도 확대되는 모습이 될 것임

● 2017년 주가 추세 하단에서 회복 전망

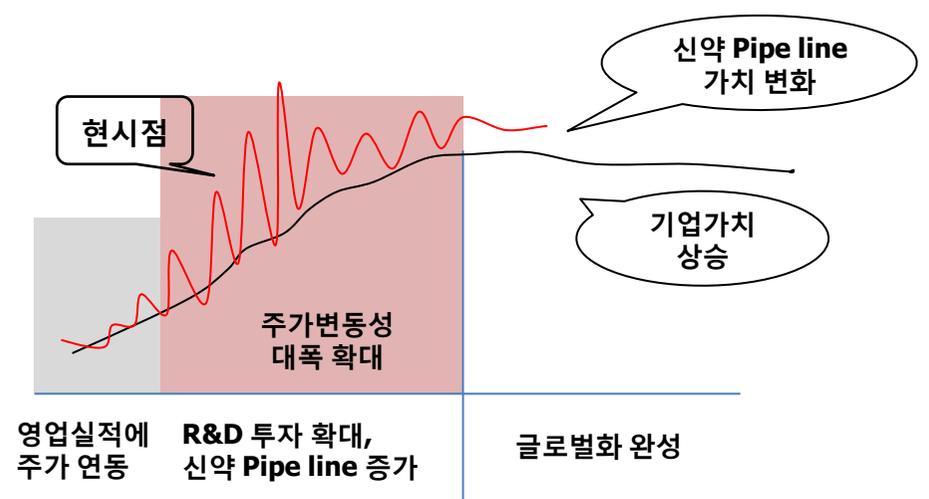
- 2015년 제약주는 한미약품의 대규모 기술수출 이후 대폭 상승했음. 2016년에는 제약주가 상반기 조정국면에 머물다 하반기에 한미약품 기술수출 1건의 해지로 신약기술수출에 대한 의구심이 확대되며 대폭 하락했음
- 2017년에는 제약주가 회복기를 맞을 전망이다. 2016년 하반기에 신약부문에 대한 신뢰 약화부분을 충분히 반영한 만큼 2017년에는 제약사의 잠재적인 기업가치 상승을 반영하여 점진적으로 회복되는 모습이 될 것임

제약주 기업가치 구성요소별 가치 변화



자료 : SK증권, 한국제약사 글로벌 시장 문턱에 진입하다.

신약가치와 제약주 주가 변동성



자료 : SK증권, 한국제약사 글로벌 시장 문턱에 진입하다.

녹십자 (006280/KS | 매수(유지) | T.P 220,000원(유지))
종근당 (185750/KS | 매수(유지) | T.P 120,000원(유지))
SK케미칼 (006120/KS | 매수(유지) | T.P 93,000원(유지))
보령제약 (003850/KS | 매수(유지) | T.P 90,000원(유지))
동국제약 (086450/KS | 매수(유지) | T.P 85,000원(유지))

● 2017년 유망 제약사

- 2017년에는 1)영업실적이 안정적으로 성장하면서 2)신약개발에서 의미 있는 진전을 보이거나, 3)글로벌 진출에 대한 비전이 있는 제약사가 유망할 전망이다
- 북미시장 진출을 위해 캐나다에 혈액제제 공장을 건설 중인 **녹십자**, 대상포진백신과 4가 독감백신, 그리고 폐렴구균백신을 개발한 **SK케미칼**, 영업실적이 대폭 개선되고 임상 Pipe line이 증가하고 있는 **종근당**, 고혈압치료제 카나브패밀리로 국내외 매출을 늘리고 있는 **보령제약**이 유망
- 중소형 제약사로 비 ETC부문에서 고성장 중인 **동국제약**, 개량신약을 개발하여 실적이 개선되고 있는 **유나이티드제약** 등이 유망. 그외 실적개선과 배당이 증가하는 **삼진제약**, 실적호조의 **대원제약** 등이 유망함

유망 제약사

종목명	투자의견/목표주가	내용
녹십자	매수/220,000원	안정적인 실적 기대. 북미시장 진출을 위해 캐나다 공장 건설 중. IMG 미국 FDA 승인 전망
종근당	매수/120,000원	상품 매출증대로 영업실적 대폭 개선. R&D 투자 확대로 신약 Pipe line 증가
SK케미칼	매수/93,000원	그린케미칼 부문에서 수익성이 점진적으로 개선, 생명과학부문에서 신제품이 추가되면서 실적이 회복될 전망. 자회사 지분가치가 증가하고 있는 것으로 평가
보령제약	매수/90,000원	고혈압치료제 카나브 매출증가로 실적 개선 중. 복합제가 추가된 카나브패밀리를 통해 국내 매출 및 해외 수출 증가가 기대됨. 오픈 이노베이션을 통한 신약 Pipe line이 증가했음
동국제약	매수/85,000원	다양한 사업구조로 안정적인 사업포트폴리오가 장점. 최근 화장품과 OTC 부문의 성장성이 높아지고 있음
유나이티드제약	매수/27,000원	제네릭의약품과 개량신약에 특화하여 안정된 영업력으로 2017년 영업실적이 상대적으로 고성장할 전망

2017년은 글로벌 제약사로의 도약을 위한 투자의 시기

● 북미 캐나다 혈액제제 공장 건설 중

녹십자는 2020년 경에 글로벌 TOP 5권 혈액제제 제약사로 도약하기 위해 글로벌 혈액제제 공장을 건설 중이다. 우선 국내에서는 오창공장 증설이 완공되어 8월부터 시험생산을 시작했다. 오창공장은 기존의 70만 리터에서 140만 리터로 확대되었다. 2015년부터 북미시장 진출을 위해 캐나다에 100만 리터 규모의 공장건설을 시작했다. 2019년 가동 목표로 금년까지 공장을 건설하고 2017년에는 시험생산을 시작할 계획이다. 현재 중국 공장은 30만 리터이다. 한국 중국 북미공장이 완공되면 270만 리터 체제가 되며 세계 5위권 혈액생산기업으로 도약하게 된다. 특히 북미 혈액제제시장은 10조원 내외인데 면역글로불린 등을 중심으로 가격 경쟁력을 내세워 약 3천원의 매출을 올릴 수 있을 것으로 전망된다. 2017년은 이러한 장기계획 내에서 이익보다는 투자가 우선되는 기간이 될 것이다.

● IVIG-sn의 FDA 승인 기대

북미시장의 핵심 제품으로 면역글로불린 IVIG-sn을 개발하고 있다. 현재 임상3상을 완료하고 미국 FDA에 신약승인 신청을 내고 허가를 기다리고 있다. 금년말이나 내년초에는 승인이 날 것으로 기대된다.

● 바이오부문 자회사를 통해 투자 증가

녹십자는 자회사를 통해 바이오부문에 적극적으로 투자하고 있다. 최근 본사 부지에 녹십자셀센터를 건립중이다. 셀센터가 완공되면 여기에 녹십자셀, 녹십자랩셀, 녹십자MS, 녹십자지놈 등의 자회사를 입주시켜 바이오사업의 시너지를 창출할 계획이다. 신약 부문에서는 IVIG-sn를 비롯해서 헌터증후군 치료제가 미국 임상 2상, 일본 1상 진행 중이다. 또한 오픈 이노베이션 전략으로 바이오벤처 와이바이오로직스와 면역항암제 공동 연구 계약을 맺기도 했다.

Company Data		StockData		주가 및 상대수익률													
자본금	584 억원	주가(16/11/18)	154,500 원	<table border="1"> <thead> <tr> <th>기간</th> <th>절대주가</th> <th>상대주가</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>1개월</td> <td>1.6%</td> <td>3.8%</td> </tr> <tr> <td>6개월</td> <td>-7.9%</td> <td>-8.4%</td> </tr> <tr> <td>12개월</td> <td>-13.6%</td> <td>-15.2%</td> </tr> </tbody> </table>		기간	절대주가	상대주가	1개월	1.6%	3.8%	6개월	-7.9%	-8.4%	12개월	-13.6%	-15.2%
기간	절대주가	상대주가															
1개월	1.6%	3.8%															
6개월	-7.9%	-8.4%															
12개월	-13.6%	-15.2%															
발행주식수	1,169 만주	KOSPI	1974.58 pt														
자사주	12 만주	52주 Beta	1.34														
액면가	5,000 원	52주 최고가	249,500 원														
시가총액	18,056 억원	52주 최저가	134,000 원														
주요주주		60일 평균 거래대금	59 억원														
이건희(외9)	52.38%																
삼성전자	8.26%																
외국인지분률	24.70%																
배당수익률	1.10%																

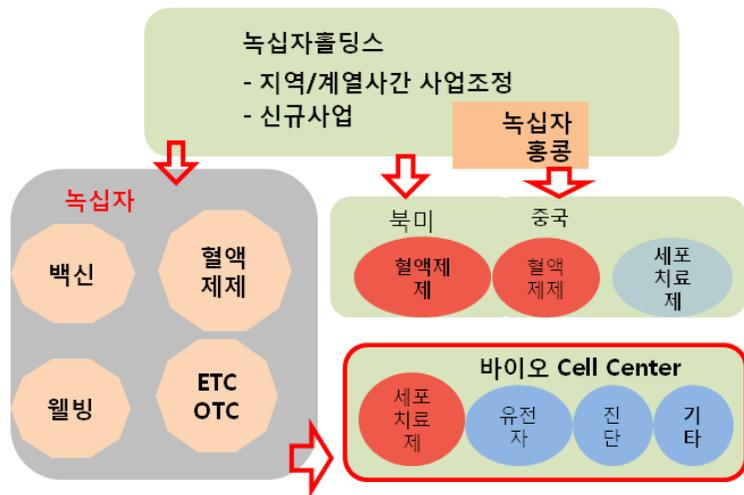
영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	8,882	9,753	10,478	11,760	12,732	13,884
yoy	%	9.4	9.8	7.4	12.2	8.3	9.0
영업이익	십억원	788	970	917	764	828	902
yoy	%	6.0	23.0	-5.5	-16.6	8.3	9.0
EBITDA	십억원	972	1,205	1,201	1,137	1,181	1,241
세전이익	십억원	910	1,167	1,289	629	754	829
순이익(지배주주)	십억원	701	839	950	498	601	663
영업이익률%	%	8.9	9.9	8.8	6.5	6.5	6.5
EBITDA%	%	11.0	12.4	11.5	9.7	9.3	8.9
순이익률	%	8.1	8.9	9.1	4.4	4.9	4.9
EPS	원	6,201	7,183	8,126	4,259	5,142	5,670
PER	배	20.1	19.1	22.5	35.5	29.4	26.6
PBR	배	1.8	1.8	2.2	1.7	1.7	1.6
EV/EBITDA	배	15.4	14.3	18.5	17.0	16.4	15.4
ROE	%	9.4	9.8	10.3	5.1	5.8	6.1
순차입금	십억원	12	684	263	837	816	563
부채비율	%	31.6	44.5	41.8	54.3	53.3	53.0

● 다양한 사업구조, 글로벌 제약사 지향

- 녹십자의 자체 사업부문은 백신과 혈액제제, ETC와 OTC, 그리고 웰빙 제품 등으로 사업포트폴리오가 다양함
- 또한 자회사를 통해 세포치료제, 진단, 유전자 등의 사업을 진행하고 있음
- 이러한 사업구조에서 현재 북미 캐나다 공장 설립을 통해 한국, 중국, 북미를 포괄하는 글로벌 혈액제제사로 도약을 시도 중
- 한편 바이오셀센터를 설립하여 자회사를 통한 바이오산업 투자에 나서고 있음
- 백신사업도 내수 및 수출을 통해 지속적으로 성장하고 있음
- 다양한 포트폴리오로 사업의 안정성이 높고 성장 잠재력도 큰 상황. 따라서 2017년에 주목할 필요가 있는 제약사로 평가됨

녹십자 주요 사업구조



자료 : SK증권, 녹십자그룹 분석과 가치 평가

분기별 요약 영업실적

12월결산	2015				2016E			
(억원)	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE
매출액	2,143	2,684	2,950	2,700	2,458	3,035	3,276	2,990
영업이익	127	302	482	6	109	240	346	69
세전이익	161	398	747	-17	81	207	274	67
순이익	124	283	573	-30	53	161	224	60
YoY (%)								
매출액	7.6	13.9	4.5	4.7	14.7	13.1	11.0	10.7
영업이익	-8.5	55.3	-6.6	-95.3	-14.4	-20.5	-28.2	1113.3
세전이익	-53.6	134.8	25.5	적전	-49.5	-48.0	-63.4	흑전
순이익	-53.8	117.6	26.6	적지	-51.4	-42.7	-60.9	흑전

자료 : SK증권, 연결기준

● IVIG-sn은 FDA 신약허가 승인 단계

- 녹십자는 면역결핍에 따른 다양한 감염을 치료하는 IVIG-sn 의 미국 임상을 완료하고 FDA에 신약승인을 신청한 단계임
- 헌터증후군 치료제 헌터라제도 미국 임상 2상, 일본 임상 1상이 진행 중임
- IVIG와 헌터라제가 상업화되면 글로벌 제품으로 성장할 것으로 전망
- 그외 B형 간염치료제 헤파빅과 대장암 면역치료제 GC-1118A 등이 임상 진행 중

녹십자 신약 Pipe line

Pipe line	적응증	임상단계	내용
IVIG-sn	면역결핍에 따른 다양한 감염 등	미국, 캐나다 임상3상 완료 신약허가 신청완료	인간 면역글로블린 G 2016년 FDA허가, 2017년 북미시장 출시 예정
Hunterase	헌터증후군 (MPS ii)	2012년 국내 신약승인 미국임상 2상, 일본 1상 IND 승인	헌터라제 국내 2014년 122억원 매출, 2015년 140억원 추정 2017년 러시아 출시 예정 2013년 미국 FDA 희귀의약품 지정
GC-1118 (anti-EGFR mAb)	항암제 Cetuximab-refractory Model	한국 임상 1상	직장암 타겟. 세투시맙 내성 모델로 개발
Green gene F	3세대 혈우병치료제(Factor viii)	중국 임상 3상	한국 Long-acting Factor viii 차세대 혈우병 치료제
Hepabig-Gene	만성 B형 간염치료제	한국 임상 2상	재조합 B간염 면역글로블린 2013년 미국 FDA 희귀의약품 지정
GC-1118A	대장암 면역 치료제	한국 임상 1상	EGFR(상피세포성장인자수용체)이라는 암세포 성장 촉진 신호전달 단백질을 차단해 대장암을 치료

자료 : SK증권

상품 매출을 통한 외형 점프업

● MSD 상품 매출 등으로 2016년 외형 38% 성장 전망

종근당은 ETC부문이 전통적으로 강하고 자체 제품비중이 높은 제약사였다. 그러나 제네릭과 개량신약 신제품을 출시만으로 성장의 한계를 맞이하면서 해외 도입상품 비중을 높이고 있다. 타미플루(로슈)는 일찍이 도입상품으로 자리를 잡았다. 자누비아, 바이토린, 아토젯 등 MSD 도입 5개 품목(404억원) 과 이탈리아마코의 글리아티린(87억원) 등의 2016년 3분기 매출액이 505억원에 달한다. 기존 제품매출과 상품 매출 가세로 2016년 연간 매출액은 전년대비 38.4% 증가한 8,198억원, 영업이익은 33.2% 증가한 569억원으로 추정된다. 또한 2017년 매출액은 12.3% 증가한 9,203억원, 영업이익은 14.8% 증가한 653억원으로 전망된다. 종근당은 강력한 사업 추진력을 발휘하여 외형이 고성장하고 수익성이 크게 개선되었다. 다만 상품 비중이 높아진 것은 부담요인이다.

● 글로벌시장 진출에 관심

인도네시아에 현지 제약사인 오토(OTTO)사와 함께 CKD-OTTO제약을 설립하고 지분 70%를 확보하고 있다. 2016년 9월에 CKD-OTTO제약의 항암제 생산공장 건설을 시작했다. CKD-OTTO사에 종근당의 생산기술과 운영시스템을 이전해, 항암제 및 면역억제제 등을 인도네시아 시장에 공급할 계획이다. 또한 CKD-OTTO사를 아시아, 중동 및 아프리카, 유럽시장에 진출하는 교두보로 삼는다는 전략이다.

● R&D투자 증가로 신약 Pipe line 증가

종근당은 R&D 투자규모가 2015년 914억원이며, 2016년 1,050억, 2017년 1,150억원으로 전망된다. 신약 Pipe line은 합성신약으로 통증 및 소양증치료제 CKD-943이 임상 2상 중이다. 또한 항암치료제 CKD-516, CKD-581, 고지혈증치료제 CKD-519, 그리고 류마티스치료제 CKD-506이 임상 1상 중이다. 바이오신약으로 빈혈치료제가 출시되었고, 호중구감소증 치료제(CKD-1210)와 황반변성 치료제(CKD-701)도 개발 중이다.

Company Data		StockData		주가 및 상대수익률		
자본금	235 억원	주가(16/11/18)	102,000 원			
발행주식수	941 만주	KOSPI	1974.58 pt			
자사주	0 만주	52주 Beta	1.38			
액면가	2,500 원	52주 최고가	168,500 원			
시가총액	9,597 억원	52주 최저가	74,700 원			
주요주주		60일 평균 거래대금	61 억원			
이건희(외9)	33.58%					
삼성전자	12.97%					
외국인지분률	5.30%					
배당수익률	0.60%					
		주가상승률	절대주가	상대주가		
		1개월	6.8%	10.4%		
		6개월	-5.1%	-6.0%		
		12개월	19.3%	18.6%		

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	863	5,441	5,925	8,198	9,203	10,021
yoy	%	0.0	530.4	8.9	38.4	12.3	8.9
영업이익	십억원	75	539	427	569	653	712
yoy	%	0.0	615.4	-20.8	33.2	14.8	8.9
EBITDA	십억원	108	745	654	870	961	971
세전이익	십억원	60	485	151	529	600	659
순이익(지배주주)	십억원	44	352	-68	380	431	474
영업이익률%	%	8.7	9.9	7.2	6.9	7.1	7.1
EBITDA%	%	12.5	13.7	11.0	10.6	10.4	9.7
순이익률	%	5.1	6.5	-1.1	4.6	4.7	4.7
EPS	원	469	3,736	-720	4,039	4,581	5,034
PER	배	145.3	17.5	N/A	25.1	22.2	20.2
PBR	배	2.2	1.9	2.9	2.8	2.5	2.3
EV/EBITDA	배	71.6	9.7	16.1	13.2	11.9	11.4
ROE	%	1.5	11.2	-2.1	11.5	11.8	11.7
순차입금	십억원	1,084	733	1,117	1,567	1,526	1,143
부채비율	%	75.1	73.1	83.2	98.4	92.4	86.9

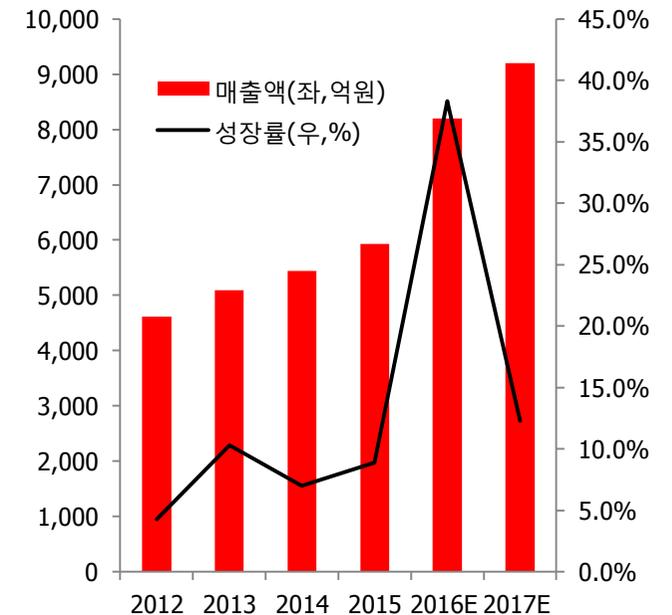
● 외형이 상위 제약사 수준으로 도약

- 종근당은 MSD 의약품 상품 매출과 기존 제품 성장으로 2016년 매출액이 38% 내외 성장하며 8천억원대로 추정됨. 2017년에는 9천억 원대로 성장하여 상위 제약사 수준으로 도약할 전망
- 영업이익은 2016년 상반기까지 도입상품 출시에 따른 초기 판관비 증가로 정체되었으나, 하반기에는 판관비 비중이 감소하며 대폭 증가할 전망. 이미 3분기 영업이익은 전년동기대비 88.7% 증가한 222억원을 기록. 2017년에는 R&D비용 증가에도 불구하고 영업이익률이 7%로 회복될 전망임
- 2017년에도 외형에 대한 고성장 전략이 이어질 것으로 전망됨

종근당 연도별 신제품 출시 내용과 매출 성장추이 (단위 : 억원)

구분	2012	2013	2014	2015	2016E	내용
제네릭	모놀레어	텔미트렌	로수로드	콕스비토	실버도신(트루패스)	제네릭 매출 성장
	코프리그렐	애니포지	오엠피에스	센돔	엘로세타(타세바)	기여도 감소
	뉴라벨	벨메텍		엔테카벨		
개량신약		테미누보	딜라트렌SR		듀비메트(당뇨복합제)	
		유파시딘S			칸타벨(고혈압복합제)	
신약	타미플루	보톨렉스	듀비에	레스타시스외 1 품목	글리아티린	2016년 매출
(라이선스)	제니칼외	스타일에이지	울트라브이	잘라탄 외 1품목	자누비아 외 2품목	대폭 증가
오리지널	6개품목	프리페민			바이토린, 아토젯 등	
매출액	4,612	5,087	5,441	5,925	8,194	
성장률	4.3%	10.3%	7.0%	8.9%	38.3%	

신제품 출시에 따른 외형 성장 추이



● R&D 비용 증가, 신약 Pipe line 수 확대

- 종근당은 R&D 투자를 크게 늘리고 있음. 기업분할 이후 2014년 747억원, 2015년 914억원으로 증가했으며 2016년 1,050억, 2017년 1,150억원으로 전망됨
- 연구인력은 2015년말 기준으로 연구소 271명, 연구개발 155명으로 전체 426명 내외임. 이는 2010년 236명, 2013년 371명, 2014년 399명으로 연구인력이 크게 증가하는 추세임
- 연구인력의 증가로 2015년말 기준으로 임상과제 48개, 탐색과제 30개에 달함. 주요 신약 Pipe line은 아래 표와 같음
- 이 중에서 합성신약으로서 통증 및 소양증치료제 CKD-943이 임상 2상 중임. 또한 항암치료제 CKD-516와 CKD-581, 고지혈증치료제 CKD-519, 그리고 류마티스치료제 CKD-506이 임상 1상 중임
- 바이오신약 관련해서는 빈혈치료제가 출시되었고, 호중구감소증 치료제(CKD-1210)와 황반변성 치료제(CKD-701)도 개발 중임

합성신약

	Discovery	Pre-clinical	Phase 1	Phase 2	Phase 3	Launch
CKD-943(통증,소양증)	Opiod Receptor Kappa Agonist					
CKD-516(고형암)	Tubulin Polymerization I Inhibitor					
CKD-581(림프종)	Histone Deacetylase Inhibitor					
CKD-519(고지혈)	CETP Inhibitor					
CKD-506(류마티스) -EU	Histone Deacetylase 6 Inhibitor					
CKD-504(헌팅턴) - US	H D 6 Inhibitor					

자료 : 종근당

바이오신약

바이오	Discovery	Pre-Clinical	Phase 1	Phase 2	Phase 3	Launch
CKD-11101(빈혈)	Darbepoetin Biosimilar					
CKD-12101(호중구감소증)	NEULASTA Biosimilar					
CKD-701(황반변성)	LUCENTIS Biosimilar					

자료 : 종근당

수익성 회복 뚜렷, 2017년 신제품 매출 증가 전망

● 연결기준 영업실적 대폭 개선

SK케미칼은 케미칼부문의 사업구조조정으로 장기간의 수익성 악화에서 점차 벗어나는 모습이다. 연결기준 세전이익은 SK가스 실적회조와 계열사 손실 감소로 대폭 개선되고 있다. 2017년에도 동사의 영업환경은 개선될 것으로 예상된다.

● 케미칼 부문 사업구조조정 효과 발생

개별기준 그린케미칼부문의 PET 수지에서 부가가치가 상대적으로 높은 PETG로 전환하여 수익성이 개선되고 있다. 2017년 2분기에 PETG 증설 가동계획이 있어 추가적인 수익성 개선이 가능할 것이다. PETG는 BPA free(환경호르몬 프리) 제품으로 기존의 PC, PVC 를 대체하는 품목인데 특히 화장품 용기, 특수 Film 용도로 중국/유럽 向수요가 증가하는 추세이다. 그 외에 바이오디젤과 유틸리티부문도 안정적으로 실적을 내고 있다. 장기적으로 자회사 이니츠를 통한 PPS 매출이 본격 가세하면 추가적인 실적개선도 가능한 구도이다. 다만 케미칼부문의 사업구조조정으로 수익구조가 개선되었지만 기본적으로 글로벌 경기영향을 받기 때문에 영업실적 개선 속도는 느린 편이다.

● 생명과학부문의 사업구조도 2017년부터 뚜렷한 개선 전망

생명과학부문의 상품(백신) 매출 감소로 영업실적이 부진했지만 2016년부터 자체 개발한 독감백신이 본격 매출되면서 점차 개선되는 추세이다. 또한 2016년 4가 독감백신에 이어서 2017년 상반기에 대상포진백신이 출시될 가능성이 있다. 2016년 5월 미국 FDA 판매승인 받은 혈우병치료제(NBP601)의 글로벌 판매가 진행중이므로 2017년에는 호주/EU 등으로 판매지역이 확대되며 로열티수입도 유입될 전망이다. 따라서 부진한 생명공학부문의 실적도 점차 회복될 것으로 전망된다.

Company Data		StockData		주가 및 상대수익률																		
자본금	1,356 억원	주가(16/11/18)	61,700 원																			
발행주식수	2,712 만주	KOSPI	1974.58 pt																			
자사주	324 만주	52주 Beta	0.92																			
액면가	5,000 원	52주 최고가	85,500 원																			
시가총액	14,995 억원	52주 최저가	55,400 원	<table border="1"> <thead> <tr> <th>기간</th> <th>주가상승률</th> <th>절대주가</th> <th>상대주가</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>1개월</td> <td>-1.8%</td> <td>1.5%</td> <td></td> </tr> <tr> <td>6개월</td> <td>-17.2%</td> <td>-17.9%</td> <td></td> </tr> <tr> <td>12개월</td> <td>-8.9%</td> <td>-9.4%</td> <td></td> </tr> </tbody> </table>			기간	주가상승률	절대주가	상대주가	1개월	-1.8%	1.5%		6개월	-17.2%	-17.9%		12개월	-8.9%	-9.4%	
기간	주가상승률	절대주가	상대주가																			
1개월	-1.8%	1.5%																				
6개월	-17.2%	-17.9%																				
12개월	-8.9%	-9.4%																				
주요주주		60일 평균 거래대금	67 억원																			
이건희(외9)	20.72%																					
삼성전자	13.31%																					
외국인지분률	10.50%																					
배당수익률	0.50%																					

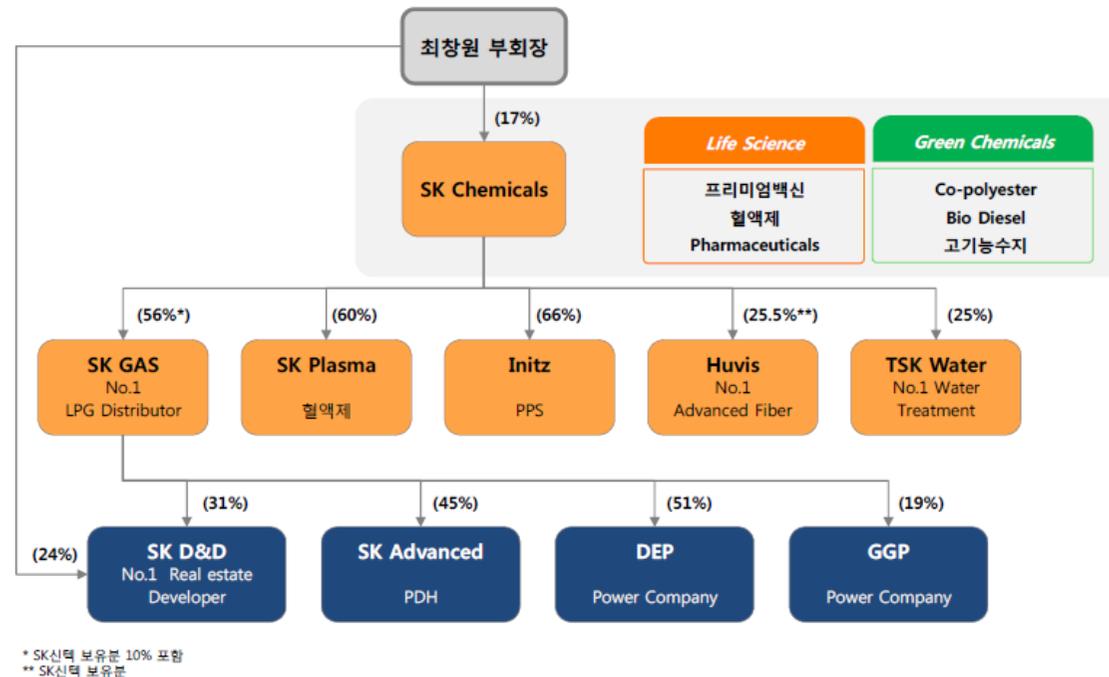
영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	82,566	72,836	52,692	62,657	64,763	66,775
yoy	%	-9.9	-11.8	-27.7	18.9	3.4	3.1
영업이익	십억원	1,940	1,496	1,143	2,381	2,526	2,604
yoy	%	1.8	-22.9	-23.6	108.4	6.1	3.1
EBITDA	십억원	2,735	2,347	2,173	3,650	3,538	3,529
세전이익	십억원	328	343	1,164	2,224	2,242	2,354
순이익(지배주주)	십억원	-309	-251	556	1,035	1,110	1,160
영업이익률%	%	2.4	2.1	2.2	3.8	3.9	3.9
EBITDA%	%	3.3	3.2	4.1	5.8	5.5	5.3
순이익률	%	0.1	0.2	1.8	3.0	2.9	3.0
EPS	원	-1,282	-1,041	2,289	3,161	3,439	3,624
PER	배	N/A	N/A	31.7	19.3	17.7	16.8
PBR	배	1.0	1.2	1.3	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	배	12.1	19.3	25.8	13.2	13.3	13.0
ROE	%	-2.4	-2.0	4.1	6.7	6.7	6.6
순차입금	십억원	15,674	23,058	26,286	21,596	19,666	17,716
부채비율	%	172.5	176.9	155.1	136.4	127.9	120.1

● 보유 계열사 지분 가치 높은 지주사 위치

- SK케미칼은 자체 사업뿐만 아니라 SK가스 등 가치 있는 계열사를 보유한 지주사 성격의 위치에 있음
- 특히 SK가스를 56% 보유하고 있고 SK D&D 31%, 휴비스 25.5%, SK플라즈마 60%, 이니츠 66% 를 보유하고 있음
- 그동안 자체 사업과 자회사를 통한 투자가 지속되었는데, 2016년부터 2019년까지 투자결실이 영업실적으로 나타날 전망임
- 또한 영업외 수지에서 큰 손실로 반영되던 SK건설도 흑자전환하고 실적이 호전되고 있음
- 따라서 2016년부터 연결 영업실적은 점진적으로 호전되고 있음

SK케미칼 계열사 현황



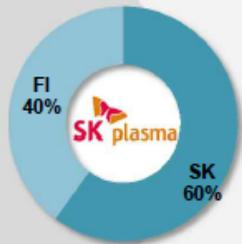
● 성장 잠재력 있는 계열사 보유

- 그동안 사업부로 존재하던 혈액제제 사업을 2015년 현물출자와 투자유치로 자회사 SK플라즈마(60% 지분)로 분사함. 향후 혈액원 확보, 투자확대로 혈액제제 사업을 성장시킬 전망이다
- 고내열성, 난연성, 내화학성 소재인 PPS를 개발하여 조인트벤처 형태인 이니츠를 설립하여 지분 66%를 확보함. 2016년 하반기부터 상업생산을 시작했음. 강하고 가벼운 경량소재의 특성을 가지고 있어 자동차의 특수 전기/전자부품으로 사용될 예정이다. 장기 사업전망도 밝은 상황임
- 혈액제제사업과 PPS사업은 향후 많은 시간이 소요되겠지만 성장 자회사로 자리잡을 것으로 전망됨

SK플라즈마

□ 소개

- 혈액제제 제조
- Capacity: 12만L(60만L in '18)
- '15년 현물출자 및 투자유치
- FI는 KDB캐피탈, 파라투스 등으로 구성



□ Business Status

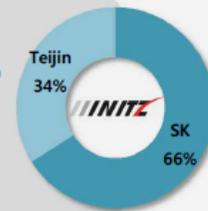
- 안정적인 국내 매출
 - 현재 오산공장 가동중이며 독과점적 국내시장에서 안정적인 매출 시현 중
 - 국내 혈액제 시장 지속 성장 중(CAGR 5% ↑)
- 안정적인 혈장 수급
 - 적십자와 장기계약을 통한 안정적인 혈장 수급
 - 해외 혈액원 인수 혹은 설립 검토 중

자료 : SK케미칼

이니츠

□ 소개

- PPS 생산 JV
- Capacity: 1.2만t (2만t in '20)
- '16년 하반기 상업생산 개시
- 차별화된 생산공정을 통한 가격경쟁력 구축



□ 차별화된 공정

- 전통적 생산공정



- 이니츠 생산공정 (친환경 및 비용절감)



자료 : SK케미칼

카나브패밀리로 미래성장 동력 창출 전망

● 카나브패밀리 출시, 상품매출도 강화

보령제약은 단일제 카나브, 고혈압복합제 듀카브, 고지혈증복합제 튜베로로 카나브패밀리를 구축했다. 그리고 카나브패밀리의 2017년 매출목표를 700억원으로 발표했다. 향후 당뇨병치료제 등 카나브 복합제가 추가적으로 출시될 예정이다. 적응증 추가임상, 신규 염 추가, 기존 ARB 비교 임상 등을 통해 카나브의 우월성 데이터를 확보한다는 계획이다. 이와 함께 2019년에 카나브 패밀리 연간 매출액을 2,000억원으로 제시했다. 또한 상품 매출도 강화하고 있다. 비노과약품 하루날디와 베시케어(한국아스텔라스제약), 폐암치료제 타쎌바(로슈), 당뇨병치료제 트루리시티(릴리), 천식치료제 에어플루잘(산도스) 등을 도입했다. 따라서 2017년 매출액은 13.4% 증가한 4,767억원으로 추정된다.

● 파머징 시장 수출 확대 계획

카나브는 2012년 멕시코 브라질 등 중남미 시장에, 2013년에 중국, 러시아, 동남아 등 파머징시장에 진출했다. 2019년에는 유럽을 시작으로 선진국시장에 진출하여 2021년경에는 미국과 일본시장에 진출할 계획이다. 특히 중국시장에서 2020년경 1천억원의 매출목표를 세웠다. 동사는 향후 포스겔과 겔포스옴, 카나브 복합제 5종, 용각산 등 주력 품목의 인허가와 마케팅을 위해 중국 현지법인설립을 추진할 계획이다.

● 오픈 이노베이션을 통해 신약 Pipe line 확대 전략 추진

동사는 최근 오픈 이노베이션 전략하에 라파스와 용해성 마이크로니들 치매치료제 개발, VIGENCELL과 T세포 면역치료제 개발, 한국화학연구원과 혈액암치료제 기술이전 계약을 체결했다. 신약 Pipe line이 강화되는 모습이다.

● 부동산 매각자금을 활용 cGMP 공장 건설

부동산 매각으로 세후 700~800억원 내외의 자금이 유입된다. 이 자금으로 연구개발을 강화하고, cGMP공장을 건설할 수 있게 되었다.

Company Data		StockData		주가 및 상대수익률												
자본금	201 억원	주가(16/11/18)	59,000 원													
발행주식수	843 만주	KOSPI	1974.58 pt													
자사주	34 만주	52주 Beta	0.84													
액면가	2,500 원	52주 최고가	71,600 원													
시가총액	4,974 억원	52주 최저가	47,568 원													
주요주주		60일 평균 거래대금	19 억원													
이건희(외9)	50.62%															
삼성전자																
외국인지분률	5.90%															
배당수익률	0.30%															
				<table border="1"> <thead> <tr> <th>주가상승률</th> <th>절대주가</th> <th>상대주가</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>1개월</td> <td>-4.4%</td> <td>-2.1%</td> </tr> <tr> <td>6개월</td> <td>7.2%</td> <td>6.5%</td> </tr> <tr> <td>12개월</td> <td>16.2%</td> <td>15.2%</td> </tr> </tbody> </table>	주가상승률	절대주가	상대주가	1개월	-4.4%	-2.1%	6개월	7.2%	6.5%	12개월	16.2%	15.2%
주가상승률	절대주가	상대주가														
1개월	-4.4%	-2.1%														
6개월	7.2%	6.5%														
12개월	16.2%	15.2%														

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	3,273	3,595	4,014	4,204	4,767	5,356
yoy	%	4.9	9.8	11.6	4.7	13.4	12.4
영업이익	십억원	191	244	276	307	372	429
yoy	%	467.6	27.7	12.8	11.4	21.2	15.2
EBITDA	십억원	297	356	403	450	471	513
세전이익	십억원	203	286	278	300	1,141	422
순이익(지배주주)	십억원	141	216	203	215	817	302
영업이익률%	%	5.9	6.8	6.9	7.3	7.8	8.0
EBITDA%	%	9.1	9.9	10.1	10.7	9.9	9.6
순이익률	%	4.3	6.0	5.1	5.1	17.1	5.7
EPS	원	1,676	2,561	2,408	2,546	9,694	3,588
PER	배	18.2	15.0	23.4	23.0	6.0	16.3
PBR	배	1.6	1.8	2.4	2.3	1.7	1.5
EV/EBITDA	배	9.5	10.1	12.8	11.1	10.8	9.6
ROE	%	9.2	12.8	10.9	10.4	32.0	9.8
순차입금	십억원	213	308	350	31	113	-38
부채비율	%	67.3	59.2	68.9	63.4	49.3	48.2

● 카나브패밀리 출시 및 추가 복합제 개발 계획

- 2016년 8월에 카나브+CCB복합제가 출시되었고, 11월에 카나브+Statin 복합제가 발매되었음
- 2018년에 카나브+CCB+Statin(로수바스타틴) 복합제, 그리고 카나브+Statin(아토바스타틴)복합제가 출시될 계획임
- 그 후에도 카나브+DPP-4 등 당뇨복합제와 카나브+혈소판응집억제제 복합제 등이 개발될 예정임
- 확대되는 카나브패밀리와 함께 매출액도 국내외에서 꾸준히 증가할 수 있을 전망임

카나브복합제 개발 계획

복합제 개발	발매	임상강화
카나브+CCB 복합제 : Fimasartan+Amlodipine	2016. 8.	적응증 추가임상 KD등추가 효능 증명 신규염 추가
카나브+Statin 복합제 : Fimasartan+Rosuvastatin	2016. 11.	
카나브+CCB+Statin 복합제 Fimasartan+Amlodipine+Rosuvastatin	2018.	기존ARB 비교임상 기존ARB 대비 카나브 임상효능의 우월성 확보
카나브+Statin 복합제 : Fimasartan+Atorvastatin	2018.	
카나브+ DPP-4 등 당뇨 복합제		
카나브+ 혈소판응집억제제 : Fimasartan+Clopidogrel		

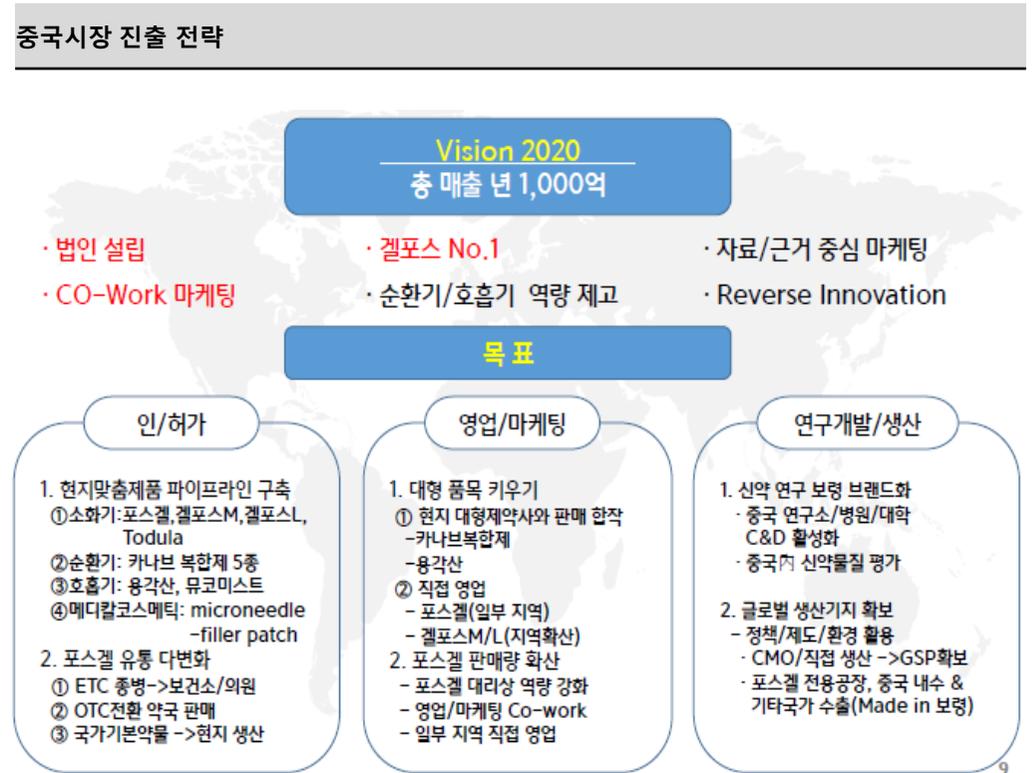
자료 : 보령제약

● 파머징시장 중심 글로벌 전략

- 우선 카나브패밀리를 중심으로 중남미, 중국, 러시아, 동남아 시장에 진출하고, 2019년에는 유럽을 시작으로 2021년에 미국과 일본시장에 진출한다는 계획임. 2017년부터는 카나브 수출에서 의미 있는 실적이 나타날 것으로 기대됨
- 특히, 시장이 크지만 진입이 쉽지 않은 중국시장에 카나브 외에도 포스겔, 겔포스M, 용각산, 뮤코미스트, 그리고 메디칼코스메틱 등의 제품으로 진출할 계획임
- 현재 중국시장에서는 포스겔 수출이 증가하고 있는 상황. 향후 카나브 등의 제품허가가날 경우 중국향 매출 증가를 기대할 수 있을 전망



자료 : 보령제약



자료 : SK케미칼

처방의약품의 안정성장, 비ETC부문 고성장

● 카나브패밀리 출시, 상품매출도 강화

동국제약은 전문치료제, 일반의약품, 건강식품, 화장품 등 다양한 사업포트폴리오를 가지고 안정적인 성장을 지속하고 있는 제약사이다. 특히 2015년부터 피부관련 기능성 화장품(마데카 성분의 화장품) 매출액이 흡소핑채널 중심으로 고성장 하면서 영업실적 개선이 뚜렷한 상황이다. 2016년에 18% 내외의 성장이 가능할 전망이고 2017년에도 10% 내외 성장할 것으로 예상된다.

● 비ETC 품목 성장에 주목

동국제약은 ETC사업을 성공적으로 진행하고 있지만 전통적으로 인사들의 마케팅 경쟁력을 활용한 OTC부문에 성장 잠재력이 큰 제약사이다. 특별히 센텔리안 24 등 기능성 화장품 매출이 2016년에 분기당 100억원대로 성장한 것으로 추정된다. 화장품 이외에도 정맥순환 개선제 센시아(100억원대 추정), 수족냉증개선제 센스온, 탈모영양제 판시달 등의 OTC 부문도 고성장하는 것으로 추정된다.

● 2016년 3분기 실적도 호조

2016년 3분기 실적에서 매출액이 전년동기대비 13.4% 증가한 784억원, 영업이익이 11.5% 증가한 117억원을 기록했다. 당리서치의 기대치를 충족한 수준이다. 4분기에도 비슷한 수준의 실적개선 추세가 이어질 전망이다.

● 2017년 투자 매력 높아

2017년에도 실적호조가 지속될 전망이고 순현금도 800~900억원 보유하고 있다. 사업포트폴리오가 비교적 잘 분산되어 있으며 사업전반적으로 영업이 호조를 보이고 있는 만큼 주가 밸류에이션에서 프리미엄을 받을 수 있는 상황이다. 2017년 예상 PER도 11배로 떨어진 만큼 현 수준에서 투자 매력이 큰 것으로 평가된다.

Company Data		StockData		주가 및 상대수익률		
자본금	222 억원	주가(16/11/18)	51,600 원			
발행주식수	889 만주	KOSPI	620.26 pt			
자사주	17 만주	52주 Beta	1.11			
액면가	2,500 원	52주 최고가	76,500 원			
시가총액	4,588 억원	52주 최저가	48,000 원			
주요주주		60일 평균 거래대금	18 억원			
이건희(외9)	46.51%					
삼성전자	7.71%					
외국인지분률	21.80%					
배당수익률	0.60%					
		주가상승률	절대주가	상대주가		
		1개월	-11.2%	-5.5%		
		6개월	-26.3%	-18.7%		
		12개월	2.4%	10.7%		

영업실적 및 투자지표

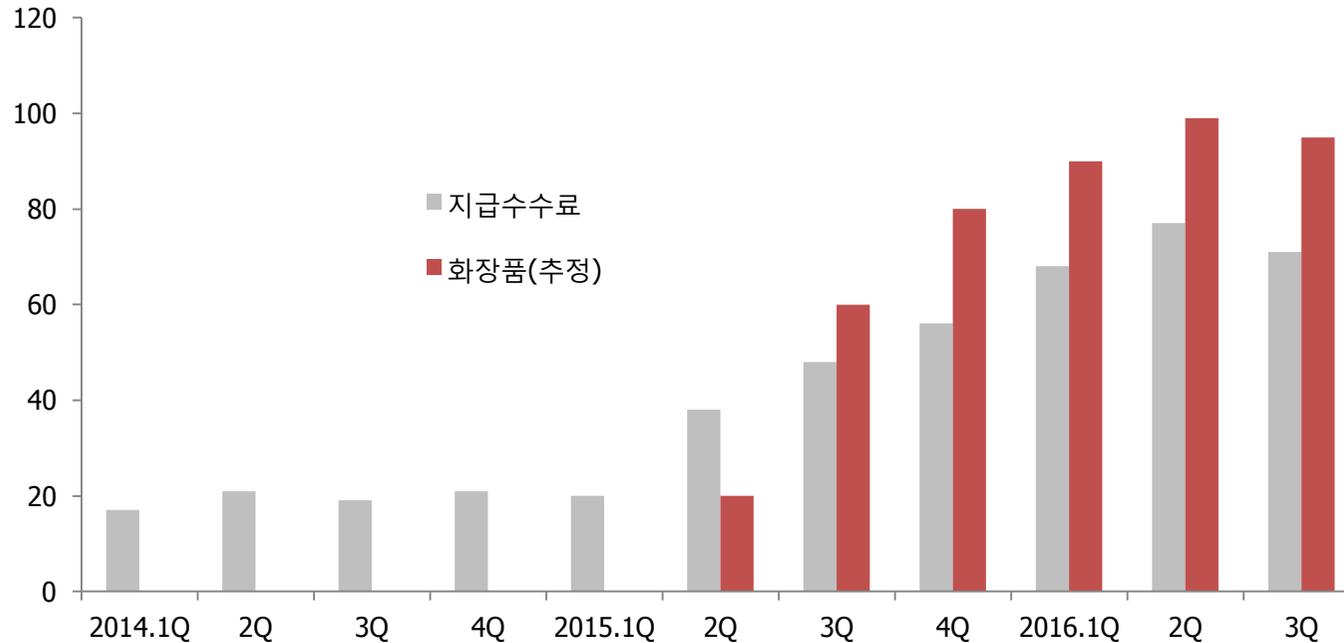
구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	십억원	2,131	2,260	2,599	3,091	3,407	3,765
yoy	%	18.2	6.1	15.0	18.9	10.2	10.5
영업이익	십억원	245	266	336	464	514	569
yoy	%	-9.4	8.3	26.6	38.0	11.0	10.5
EBITDA	십억원	297	309	393	521	561	608
세전이익	십억원	259	284	368	515	540	598
순이익(지배주주)	십억원	168	211	274	396	415	460
영업이익률%	%	11.5	11.8	12.9	15.0	15.1	15.1
EBITDA%	%	13.9	13.7	15.1	16.8	16.5	16.2
순이익률	%	7.9	9.3	10.5	12.8	12.2	12.2
EPS	원	1,885	2,373	3,084	4,456	4,667	5,175
PER	배	18.5	14.5	19.0	11.1	10.6	9.6
PBR	배	1.9	1.7	2.6	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	배	9.5	8.7	11.9	7.0	5.9	4.9
ROE	%	10.8	12.5	14.6	18.2	16.3	15.6
순차입금	십억원	-347	-448	-582	-816	-1,144	-1,496
부채비율	%	34.5	38.3	37.0	35.0	32.9	31.1

● 화장품 매출 성장률은 둔화 추정

- 동사는 화장품 매출 관련 데이터를 외부로 공시하지 않기 때문에 추정에 의존할 수 밖에 없는 상황
- 당리서치는 판관관리비 중에서 지급수수료의 규모로 화장품 매출 트렌드를 추정하고 있음
- 그동안 증가세를 유지하던 지급수수료가 3분기에는 정체되는 모습이어서 화장품 매출 증가세도 둔화된 것으로 추정함
- 그러나 화장품 이외 정맥순환 개선제, 수족냉증 개선제 등 비 ETC 제품의 매출호조로 매출 고성장이 지속될 것으로 전망함

동국제약 화장품 매출 추정

(단위:억원)



자료 : SK증권. 과거 매출액 수치도 추정치임

● 영업실적 대폭 개선

- 2015년부터 비 ETC 품목의 대폭 성장에 따라 영업이익률이 11%대에서 15%로 개선되었음
- 2016년 4분기 매출액이 전년동기대비 9.8% 증가한 796억원, 영업이익이 9.6% 증가한 122억원으로 전망됨
- 2017년에도 영업이익률이 15%대로 추정되고 영업실적 개선은 지속될 전망

분기별 요약 영업실적

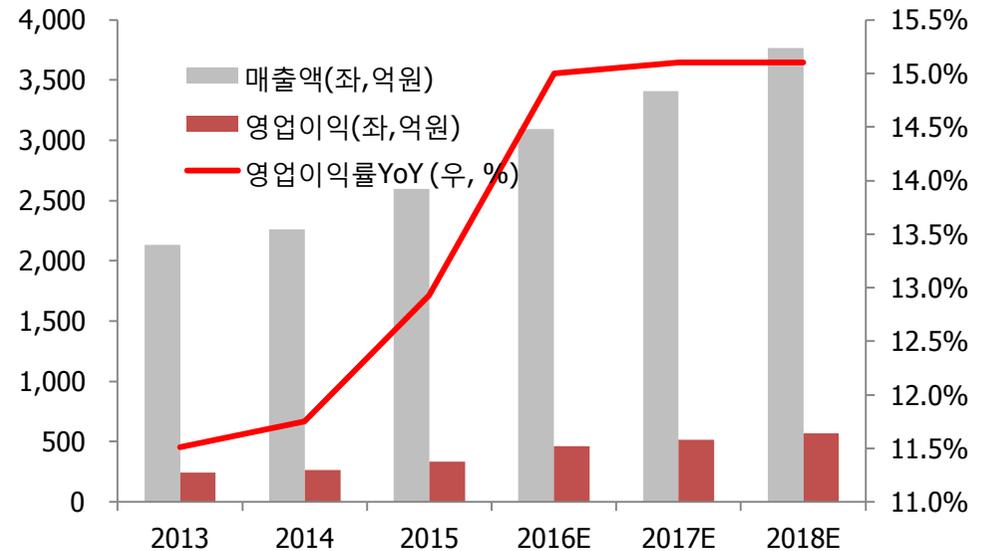
분기별 요약 영업실적 추이

12월결산 (억원)	2015				2016E			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QE
매출액	547	637	692	724	699	812	784	796
영업이익	59	61	105	111	100	125	117	122
세전이익	71	73	108	116	111	134	140	130
순이익	54	52	81	87	84	100	110	102
YoY (%)								
매출액	4.2	11.4	17.1	26.5	27.9	27.6	13.4	9.8
영업이익	-12.3	-2.8	35.7	91.8	68.6	104.3	11.5	9.6
세전이익	-10.4	13.3	26.0	111.6	56.1	81.9	29.9	12.4
순이익	-5.9	16.8	25.5	93.6	59.4	91.6	36.9	17.9

주: 연결기준

자료 : SK증권

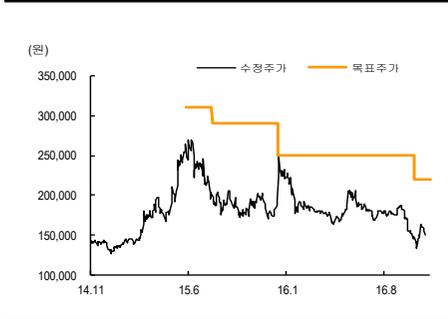
동국제약 매출액 및 영업이익 추이



자료 : SK증권

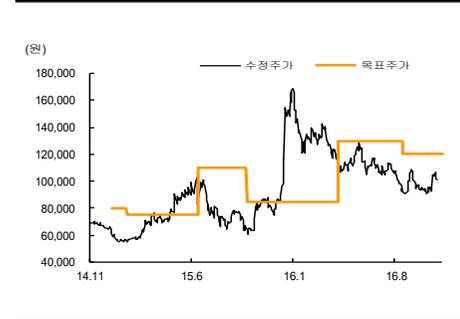
녹십자(006280/KS)

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.11.23	매수	220,000원
	2016.10.28	매수	220,000원
	2016.07.28	매수	250,000원
	2016.06.08	매수	250,000원
	2016.03.27	매수	250,000원
	2016.02.05	매수	250,000원
	2016.02.01	매수	250,000원
	2016.01.06	매수	250,000원
	2015.10.28	매수	290,000원



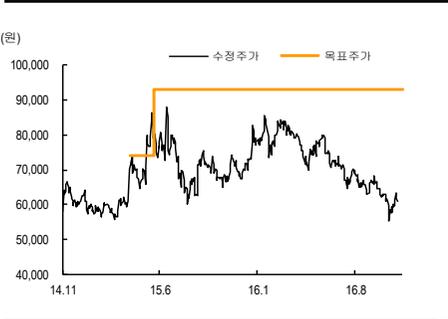
종근당(185750/KS)

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.11.23	매수	120,000원
	2016.11.01	매수	120,000원
	2016.09.09	매수	120,000원
	2016.04.28	중립	130,000원
	2015.10.19	매수	85,000원



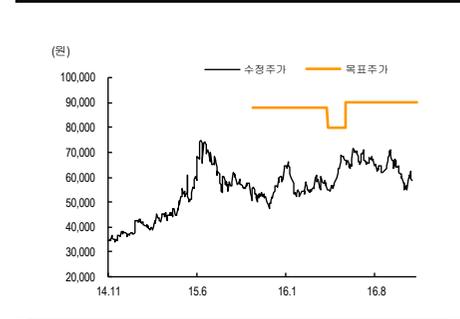
SK케미칼(006120/KS)

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.11.23	매수	93,000원
	2016.05.19	매수	93,000원
	2015.12.03	매수	93,000원
	2015.06.05	매수	93,000원
	2015.04.15	매수	74,000원



보령제약(003850/KS)

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.11.23	매수	90,000원
	2016.11.07	매수	90,000원
	2016.08.18	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



동국제약(086450/KS)

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.11.23	매수	85,000원
	2016.10.11	매수	85,000원
	2016.08.17	매수	85,000원
	2016.05.17	매수	80,000원
	2016.03.27	매수	80,000원
	2016.03.04	매수	73,000원
	2016.02.18	매수	65,000원
	2015.12.18	매수	65,000원

