

Apr.2016

제약산업

한국 제약사 글로벌 시장 문턱에 진입하다

하태기 | 3773-8872

- 한국제약사는 신약개발과 해외시장 문턱에 진입
- 2016년 각 제약사 R&D 투자 확대 전망
- 제약사의 성장전략에는 다양한 길이 있다
- 한국 제약주의 고PER 시대 지속 전망
- 제약주는 변동성 관리가 핵심



제약/바이오

한국 제약사 글로벌 시장 문턱에 진입하다

비중확대(유지)

Analyst
하태기

tgha@sk.com
02-3773-8872

한국 제약주의 주가 밸류에이션 부담이 크다는 시각이 있다. 신약 Pipe line 이 과대 평가되어 주가 밸류에이션 Multiple 도 높다는 지적이다. 당리서치는 한국 제약사가 글로벌화 초기 국면에 진입한 것으로 평가하고 이로 인한 잠재 성장성을 반영하여 제약주의 고 PER 시대가 지속될 것으로 전망한다. 다만 신약 Pipe line 가치 평가의 불확실성으로 주가 변동성은 확대될 것이다. 주가의 장기 상승추세는 유효할 것으로 전망한다.

2016 년 주요 제약사 R&D 규모 대폭 증대

2016 년 국내 제약사는 R&D 를 적극적으로 투자, 연구역량을 강화하겠다는 의지를 밝히고 있다. 2016 년은 한국 제약 역사상 가장 신약개발에 관심이 높아졌으며 R&D 투자자금도 크게 증가할 것이다.

다양한 사업구도별로 글로벌 시장 진출 전망

R&D 투자 증대로 신약 Pipe line 가치가 상승하고, 이머징 의약품 시장에 먼저 진출하고 선진 시장에도 점진적으로 진입하면서 주요 제약사의 기업가치가 점진적으로 증가하는 추세를 보일 전망이다. 다만 주가측면에서 보면 글로벌 신약 Pipe line 평가에 많은 불확실성이 존재하기 때문에 주가 변동성은 확대될 것으로 전망한다. **제약주가 장기 상승추세를 보일지라도 변동성 관리가 중요한 변수로 떠오를 것이다.**

한미약품, 동아에스티, 녹십자, 보령제약 등 주목

유망 제약사로는 글로벌 신약개발에서 **한미약품과 동아에스티**가 유망하고, 해외사업에서 **녹십자**의 성장 가능성이 높다. 한국형 신약에서는 **보령제약**이 선도하고 있으며, 개량신약에서는 **유나이티드제약**이 유망하다. 사업역량이 뛰어난 제약사로는 **동국제약**이 유망해 보인다.

제약 사업구도별 유망 종목

구분	제약사명	내용
글로벌	한미약품	2015년 6건의 대형 기술수출
신약개발	동아에스티	시벡스트로 출시, 글로벌 임상 후보물질 다수
	종근당	R&D 부문 강화 중
해외사업	녹십자	혈액제제사업 중국 및 캐나다 투자, 글로벌 제약사 추진
한국형 신약	보령제약	카나브로 국내 매출확보, 해외 수출 증가 전망
	LG생명과학	제미글로, 이브아르 등 국내 매출 증가 해외 수출 증가 전망
개량신약	유나이티드제약	실로스탄CR 등으로 국내 매출 증가, 수출계약 체결
사업역량	휴온스	자회사를 통한 신규사업 성공
	동국제약	다양한 ETC 및 OTC 품목 사업화 성공. 화장품 사업 진출

자료 SK 증권

Contents

1. 2015 년 한국제약사 신약개발의 시대를 열다	3
2. 제약사 신약개발로 글로벌 시장 진출 전망	4
3. 한국 제약사의 성장 전략	14
4. 지배구조와 신약개발 투자	21
5. 글로벌 제약시장에서 한국 제약사 위상	23
6. 한국 제약사의 R&D 비중 증가로 수익구조 변화	26
7. 신약개발/해외시장 진출시대의 제약 주가 전망	27
8. 한국 제약주는 고 PER 시대 지속 전망	29
9. 제약사업 성장전략별 유망 제약주	32
한미약품/ 34	동아에스티/ 38
녹십자/ 42	보령제약/ 46
유나이티드제약/ 50	동국제약/ 54

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 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016 년 3 월 28 일 기준)

매수	95.21%	중립	4.79%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

1. 2015 년 한국 제약사 신약개발의 시대를 열다

가. 2016 년 신약개발과 글로벌사업에 투자확대

한국 제약사는 한미약품의 대규모 기술수출을 계기로 2015 년부터 제약업의 본질에 대해 다시 한번 고민하는 기회를 가졌다고 평가하고 주요 제약사들은 신약개발과 미래 성장비전을 재조정하는 분위기이다. 신약개발에서 성공적인 모델을 보여 준 만큼 각 제약사들은 자사의 형편에 맞게 조정해서 장기 성장전략을 마련하고 있는 것으로 판단한다. 독십자같이 글로벌 시장으로 투자를 확대하는 제약사도 등장했다. 이머징 제약 시장 중심으로 수출계약을 늘리는 보령제약류의 제약사도 있다. 과거와는 확실히 다른 패턴과 분위기이다. 한국 제약사들이 신약개발과 해외사업에 대해서 나름대로 성공할 수 있는 길을 찾고 있으며 자신감을 갖고 적극적으로 투자하는 시대로 진입하고 있다.

나. 2016 년 신년사와 주총에서 R&D 투자확대 강조

주요 제약사들의 연초 CEO 신년사와 주총에서 2016 년에는 R&D 투자규모를 확대한다는 의지를 강력히 피력하고 있다. 따라서 제약사의 경영에 있어서 우선 .순위가 영업 실적 중심에서 R&D 중심으로 전환하는 것으로 평가된다.

<표1> 주요 상위 제약사 CEO 신년사 및 주총 인사

회사명	신년사, 주총 CEO 인사 말씀 정리
한미약품	Open Innovation 확대, 해외 파트너와 신약의 최종 상업화 단계까지 R&D 역량 결집 CP 기반 영업체질 혁신을 통해 2016년을 한미약품의 고성장 원년으로 함
독십자	2016년엔 북미시장 진입에 총력 집결, R&D 투자확대로 글로벌 선진 제약사로 도약 2015년엔 캐나다 공장 착공, MIG-sn 미국 FDA 허가 신청 4가 독감백신 허가
동아에스티	연구개발(R&D) 글로벌 역량 강화, 글로벌 판매 확대 수퍼항생제 시벡스트로'의 유럽 판매지역 확대, 당뇨병성신경병증 치료제의 미국 임상2상 성공 등 다수의 R&D 성과 창출
유한양행	주주 가치 제고에 총력 미래 신 성장 동력 확보 및 투자에도 최선을 다하는 한 해가 될 것
대웅제약	적극적인 투자와 연구개발(R&D) 역량강화 복합개량신약 올로스타 유럽 및 미국시장 진출 준비 나보타의 해외 진출
종근당	매출액 대비 15.4% 연구개발에 투자해 다양한 Pipe line 확보 향후 세계적 혁신 신약물질 발굴 지속

자료: 각 언론사 보도 자료 정리

2. 제약사 신약개발로 글로벌 시장 진출 전망

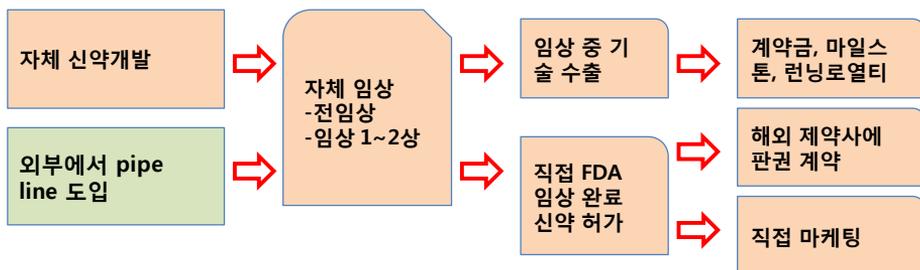
가. 신약개발 과정과 전략

한국 제약사들의 신약개발에 관한 관심이 크게 증가했다고 본다. 한미약품이 신약개발에서 큰 성과를 거둔 이후 각 제약사들은 신약개발에 대해 많은 관심을 표명하고 있다. 당장 **2016년부터 R&D 투자를 대폭 증액시킬 것**으로 전망한다. 그러나 신약개발의 길은 험난한데다 길기도 하다. 당장 시작한다고 단기적으로 성과가 나올 것도 없고 비용만 많이 드는 밀지는 장사 같은 것이다. 따라서 신약개발은 해당 제약사에 맞는 효율적인 방법을 선택할 필요가 있다. 신약개발 과정은 크게 두가지 길로 정리할 수 있다.

첫째, 신약을 탐색부터 임상까지 자체적으로 진행하다가 임상과정에서 기술수출하는 방법이다. 한미약품, 동아에스티 등 대부분의 한국 대형 제약사들이 진행하고 있는 방법이다. 자금력에서 한계가 있기 때문에 아직까지 거액의 자금이 필요한 임상 3상 이전에 해외로 기술수출하는 경우가 많다. 이 경우 계약금과 진행단계에 따른 마일스톤, 상품화되어 판매될 경우 매출액에 일정률의 로열티를 받게 된다.

둘째, Pipe line 을 외부에서 구입하는 방법이다. 전임상이나 임상단계에 있는 적당한 신약 Pipe line 을 국내외 바이오벤처에게 지분투자 하거나 역량에 맞는 가격에 매입하여 후속 임상을 진행하다가 기술수출하거나 직접 FDA 허가 단계까지 진전시켜 글로벌 판권을 확보하는 방법이 있을 수 있다. 최근 부광약품이 이러한 전략을 펴고 있고 많은 제약사들이 자금과 효율성 등을 감안하여 투자를 했거나 검토하게 될 것으로 평가한다. 구체적인 방법은 그림과 같은 과정을 거칠 수 있다.

<그림 1> 신약개발과정



*자료: SK 증권

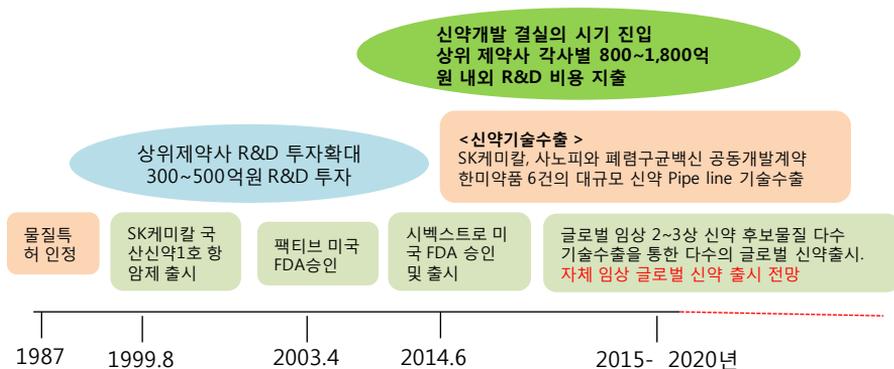
나. 한국제약사 글로벌 신약개발

1987년 물질특허를 도입한 이후 1990년부터 시작된 한국의 신약개발 역사가 이제 약 25년 이상이 지나면서 한국내에서만 통하는 한국형 신약을 넘어서 글로벌 신약을 출시하였다. 향후 이러한 흐름에 가속도가 붙으면서 신약개발이 지속될 것이다. 지금까지는 다국적 제약사에 기술수출한 형태가 대부분이므로 신약매출에 대한 수익을 배분하는 형태가 주류가 된다. 앞으로 점차 한국제약사는 자체적으로 자금을 투입하여 독자적으로 3상까지 개발하는 경우도 나타날 것이다. 한국 제약사의 신약개발력이 시간이 지날수록 강화될 것으로 전망한다.

그런데 우리나라 신약개발 역사는 1991년 SK케미칼이 백금착제 항암제(선플라)로 한국신약 1호로 허가로 시작되었다. 2003년에는 LG생명과학이 퀴롤론계 항생제 팩티브가 시행착오 끝에 미국 FDA 승인을 받아 글로벌 신약으로 출시했다. 그러나 상업성 측면에서 성공은 거두지 못했다. 2014년 동아에스티가 기술수출 형식으로 수퍼항생제 시백스트로가 미국 FDA에서 글로벌 신약으로 승인을 받았는데 상업적 성공 가능성이 높은 상황이다. 최근에는 글로벌 임상 1~3상이 진행 중인 한국형 신약 Pipe line 이 증가하는 추세이다.

신약개발을 통해서 2020년대에는 한미약품 등을 비롯해서 국내 상위 제약사 중심으로 글로벌 제약사로 도약하는 시나리오를 생각해 볼 수 있다.

<그림 2> 한국제약사의 신약개발 역사



다. R&D 규모는 아직 절대적으로 적은 상태

한국 제약사들이 R&D 비용을 늘리고 있지만 아직 절대적 규모면에서는 미미한 상태이다. 한국의 한미약품은 금년 R&D 규모가 2,000 억원대로 추정한다면 일본의 다케다제약은 연간 3 조 4 천억원을 투자하고 있고 오츠카제약은 2 조 5 천억원을 투자하고 있다. 아직 다국적 제약사에 비해 한국 제약사의 매출규모가 뒷받침되지 않는 상황이므로 R&D 규모는 매출 성장과 함께 이루어질 것이다.

<표 2> 상위 제약사 R&D 규모

(단위: 억원)

	2012	2013	2014	2015E	2016E
유한양행	477	563	580	680	800
한미약품	910	1,155	1,525	1,850	2,000
녹십자	692	756	846	980	1,100
동아에스티	분할전	538	644	595	650
(동아쏘시오홀딩스)	788	321	349	356	360
종근당	453	676	747	900	1,030
대웅제약	780	800	895	950	1,050
LG생명과학	714	730	802	770	800

자료: 각사 사업보고서, SK 증권 추정

주: 동아에스티는 지주사와 합산해서 볼 필요 있음. 한미약품은 연결기준

<표 3> 2013 년 일본제약사기업 Top 5 실적과 R&D 추이

(Unit: ¥100M, %)

	Total Sales		Operating Profit		Net Profit	
		Change(%)		Change(%)		Change(%)
Takeda	16,917	8.6	1,393	114.3	1,096	▲27.3
Otsuka	14,528	14.9	1,987	17.1	1,510	23.3
Astellas	11,399	16.1	1,168	▲3.9	908	▲1.7
Daiichi Sankyo	11,182	12.4	1,116	13.0	609	▲4.8
Eisai	6,004	4.7	712	0.9	330	▲31.7

	Geographic breakdown of net sales			Ratio of Overseas	R&D Costs	
	Japan	Overseas	Change			Change
Takeda	7,339	9,578	16.4	56.6	3,416	6.3
Otsuka	6,283	8,245	32.4	56.8	2,490	29.4
Astellas	5,306	6,093	36.8	53.5	1,915	20.3
Daiichi Sankyo	5,346	4,867	19.9	52.2	1,912	13.0
Eisai	3,322	2,494	13.1	41.5	1,305	8.4

* Data: Financial statement in 2013 (May 2014)

Otsuka

*자료: 12 회 한일제약협회세미나, 일본제약기업의 국제화

라. 각 제약사별 글로벌 신약개발 성과

한미약품은 거액의 R&D 비용을 투자하여 2015 년에 6 건의 대규모 신약 Pipe line 기술수출을 성사시켰다. 2015 년 한미약품이 기술수출한 규모는 6 건 합계로 6 억 560 만 달러의 계약금과 64 억 2 천 6 백만달러의 마일스톤, 그리고 두자리숫자의 런닝로열티이다.

<표 4> 한미약품 신약 Pipe line 기술수출 내용

Pipe line	적응증	파트너사	계약내용	비고	계약시기
Poziotinib	다중표적 항암신약	스펙트럼사	내용 비공개	한국 중국 제외 전세계 판권부여	2015.3
HM71224	면역질환 치료제 (BTK 저해제)	릴리	6억 9천만달러, 두자리 런닝로열티 (계약금 5천만달러 포함)	한국 중국 제외 전세계 판권부여	2015.3
HM61713	내성 표적 항암제	베링거인겔 하임	7억 3천만달러, 두자리 런닝로열티 (계약금 5천만달러 포함)	한국 중국 제외 전세계 판권부여	2015.7
Efpeglenatide	당뇨신약	사노피	39억유로, 두자리 런닝로열티 (계약금 4억유로 포함)	전세계 시장 독점권 부여 한국 중국시장은 공동 상업화	2015.11
LAPS-Insulin115					
LAPS-Insulin Combo					
HM12525A	당뇨-비만치료제	안센	9억 5백만달러, 두자리 런닝로열티 (계약금 1억 5백만달러 포함)	한국 중국 제외 전세계 판권부여	2015.11
HM61713	내성표적 폐암신약	ZAI	9천 2백만달러, 두자리 런닝로열티 (계약금 7백만달러 포함)	중국시장 판권부여	2015.11

자료: 한미약품 SK 증권

글로벌신약은 현재 **동아에스티**가 트리어스 테라퓨틱스(큐비스트가 합병)에 기술수출 형태로 시백스트로가 글로벌시장에 출시되었다. 상업성에서 성공할 수 있는 첫번째 글로벌 신약으로 볼 수 있다. 당뇨병성신경병증(DA9801) 치료제도 미국 FDA 임상 3 상 허가를 받는다면 상업적 가치가 높아질 것이다. **녹십자**의 면역글로블린 IVIG-sn 도 FDA 신약허가 신청 중이다. 헌터증후군 치료제도 2013 년 미국 FDA 에서 휘귀병 의약품으로 승인받았으며 현재 임상 1 상 진행 예정이다. **SK 케미칼**도 호주 CSL 사에 기술 수출하여 혈우병치료제 NBP601 이 미국 FDA 신약허가 신청 중이다. 글로벌 신약으로 상업성 성공가능성이 높아보인다. SK(주)의 신약개발 자회사인 **SK 바이오팜**이 독자 개발 중인 뇌전증 치료제(YKP3089)가 뇌전증 신약 중 세계 최초로 미국 식품의

약국(FDA)로 임상 2 상을 완료한 상태이다. 뇌전증이란 뇌 특정 부위에 있는 신경 세포가 흥분 상태에 있어 발작이 반복적으로 나타나는 질환이다. 향후 임상 3 상은 신약의 약효가 탁월해 '장기 투여에 따른 안전성 시험'만 진행하기로 했다. SK는 2017년 FDA에 신약 판매 승인을 신청하고 2018년 세계 시장에서 시판이 가능할 것으로 기대하고 있다. SK 바이오팜은 그외에도 기면증치료제와 급성반복발작증 치료제를 글로벌 신약으로 개발하고 있다. 그외 제약사 중에서 **중외제약**의 Wnt 항암제(급성골수성백혈병치료제)가 미국 임상 1 상 완료단계에 있다. 또한 **바이로메드**는 유전자치료제 VM202가 하지허혈증치료제와 당뇨병성신경병증치료제로서 임상 3 상이 진행 중이다. 유한양행은 퇴행성디스크 질환치료제(YH14618)의 임상 2 상을 진행 중이다.

<표 5> 신약 및 주요 Pipe line

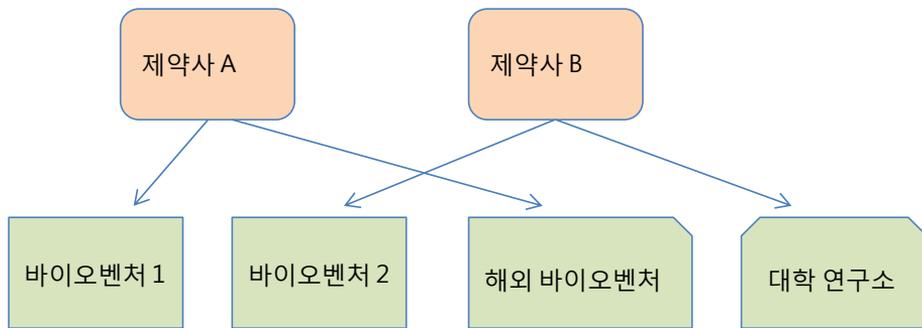
제약사명	Pipe line명	적응증	파트너사	단계
동아에스티	시벡스트로	수퍼항생제	큐비스트	미국 FDA허가
	DA9801	당뇨병성신경병증치료제	자체 개발	미국 임상2상완료
녹십자	IMG-SN	면역글로블린	자체 개발	FDA NDA
	헌러라제	헌터증후군	자체 개발	미국 임상 1상 승인
SK케미칼	NBP601	혈우병치료제	호주 CSL	미국 FDA NDA
SK바이오팜	YKP3089	뇌전증치료제	자체 개발	미국 FDA 3상
	SKL-n05	기면증		미국 FDA 3상
	Plumiz	급성반복발작		미국 NDA
중외제약	Wnt항암제	급성골수성백혈병 치료제	자체 개발	미국 1상 완료 단계
유한양행	YH14618	퇴행성 디스크질환	자체 개발	임상 2상
바이로메드	VM202	중증하지허혈증 치료제	자체 개발	미국 FDA임상 3상
		당뇨병성신경병증 치료제	자체 개발	

자료: SK 증권

마. Open Innovation 제약사의 가치를 증대시킬 것

신약개발은 자체적으로 물질탐색 초기부터 진행하기도 하겠지만 외부 역량을 활용하는 시도도 지속할 것으로 예상된다. 한미약품은 대규모 기술수출 이후 Open Innovation 의 중요성을 강조하고 있다. 실제로 한미약품은 국내외 산학연 바이오 벤처기업과 소통하여 지속적이고 다양한 협력모델을 구축, 차세대 글로벌 신약 및 혁신 기술개발을 통해서 새로운 성장동력을 확보하는 목표를 세우고 있다. 오픈 이노베이션은 신약개발 기간을 단축시킬 수 있고 비용도 절약할 수 있을 것이다. 다양한 후보군 중에서 선택할 수 있기 때문에 효율성과 유연성도 높을 것이다. 지금은 한국의 제약/바이오 사업가치가 대폭 증가하는 시기(시대)이므로 좋은 안목을 가지고 지분투자를 잘 한다면 신약 Pipe line 도 늘릴 수 있고 또한 **제약사의 기업가치를 비교적 단기간에 높일 수 있는 효율적인 모델이 될 것**으로 평가한다.

<그림 3> 오픈 이노베이션을 통한 제약사 지분가치 창출과 신약 Pipe line 확보



선진국에서도 신약개발은 외부 도입방식의 모델이 많아

신약개발은 제약사의 능력에 맞게 선택하고 진행할 수 있지만 시간과 자금을 절약하기 위해 외부와 협력하는 오픈이노베이션이 증가할 것으로 전망한다. 다음 표에서 보는 바와 같이 미국에서 FDA 승인 의약품 중에서 바이오벤처나 대학에서 발견하여 제약 업체에 이전하여 개발된 경우가 훨씬 많았다. 한국 제약사도 이러한 모델과 향후 외부 도입신약 후보물질을 이용하여 단기간에 성과를 낼 수 있는 효율적인 과정을 거치는 경우가 많아질 것으로 전망한다.

<표 6> 국가별 신약개발 형태 분석

▼ FDA 승인 의약품의 오리진(1998~2007년)

	미국	일본	UK	독일	스위스	프랑스	기타유럽	캐나다, 호주	기타
대형 제약업체	45.3	18.8	18.0	17.1	13.1	8.2	16.9	2.5	1.0
소형 제약업체	-	-	-	1.4	-	2.0	3.0	-	-
대학 발견, 제약업체에 이전	7.7	2.3	1.9	2.4	-	0.6	3.2	-	3.5
대학 발견, 타 지역 바이오테크 기업에 이전	3.3	-	0.5	0.5	-	1.4	5.5	1.1	1.0
바이오테크 기업 및 대학 발견, 동일 지역 제약업체에 이전	61.4	2.0	2.4	-	-	-	0.3	3.2	1.0

*자료: 글로벌 보건산업 동향 2014.12 보건산업연구원

한미약품 지분투자 시작

2015년 1월에는 **Allegro**에 2천만달러를 투자하여 지분을 확보하고 루미네이트를 공동개발하고 있으며, 같은 해 8월에는 바이오벤처 기업 **Repugen**과 인공항체 플랫폼 기술인 리피바디를 개발하여 유망 신약후보물질을 개발하고 있다. 한미약품은 향후에도 바이오벤처 지분투자를 지속할 것으로 추정한다.

유한양행도 오픈이노베이션 증가 전망

유한양행은 2016년 3월에 1천만 달러(약 120억원)를 투자, 미국의 항체 신약 개발 전문 회사인 '소렌토'사와 합작투자회사(JVC) '이문은시아 유한회사'를 설립했다. 유한양행은 바이오니아, 테라젠이텍스 엔소바이오사이언스 등에 지분투자를 늘려왔다. 현재 5,571억원의 현금을 보유하고 있어 R&D 투자확대와 함께 신약 Pipe line 확대나 제품관권확보 등을 위해 바이오벤처 지분투자를 지속할 것으로 전망한다.

녹십자홀딩스도 미국 벤처기업 지분투자

녹십자홀딩스도 2015년 5월에 미국 바이오 벤처회사인 유벤티스 세라퓨틱스사에 포스코 계열 투자기관인 포스코기술투자와 공동으로 750만달러를 투자했다. 유벤티스는 체내 줄기세포 유도 유전자를 이용한 심혈관 질환 유전자 치료제(JVS-100)가 현재 임상 2상 시험 중이다.

일동제약의 셀리버리와 파킨슨치료제 공동개발 계약

일동제약은 셀리버리와 파킨슨치료제 IOP-parkin 공동개발 계약을 체결했다. 양사가 셀리버리의 원천기술인 '거대분자 세포 내 전송기술(MITT)을 접목시킨 신약 후보물질 'iCP-Parkin'의 개발을 공동으로 진행하는 내용이다. 'iCP-Parkin'은 도파민 생성 뇌 신경세포의 손상을 막아 파킨슨질환 발병시 나타나는 치명적 증상을 치료하는 것이다.

바. 제약사, M&A 를 통해 기업가치 증가 가능할 것

주요 제약사들은 제약사나 바이오벤처 M&A 를 통해 성장을 추구하는 전략도 가능할 전망이다. 현재까지 제약사의 M&A 사례는 다음과 같이 정리할 수 있다.

녹십자는 이노셀, 녹십자메디스 M&A

녹십자는 이노셀을 2012 년에 인수하여 녹십자셀로 사명을 바꾸고 사업을 키워 현재 녹십자셀의 시가총액이 5 천억원 내외에 달하고 있다. 면역세포치료제에 새롭게 진입하여 성장모멘텀을 확보한 성공적인 M&A 로 평가할 수 있다. 녹십자MS 도 2015 년 1 월에 세마젠펙시스를 인수하여 2015 년 4 월에 녹십자메디스로 사명을 바꿨다.

대웅제약의 한올바이오파마 M&A

대웅제약은 2015 년에 한올바이오의 지분을 취득하면서 30.1%(특수관계인 포함시 37.6%)를 확보하며 실질적인 대주주로 자리잡았다. 한올바이오파마는 대웅제약이 M&A 한 이후 현재 신약개발 이슈로 주가가 급등하여 시가총액이 9 천억원대로 상승했다. 대웅제약은 R&D 를 보강하고 한올바이오파마는 취약한 마케팅을 보강하는 성공적인 M&A 로 평가되고 있다.

동아에스티도 엠아이텍, 지주사는 에스티팜 인수

동아에스티는 2013 년에 의료기기(비혈관 스텐트 전문)업체 엠아이텍을 인수했다. 동아에스티도 추가적인 M&A 에 대한 의지가 있는 것으로 평가한다. 동아쏘시오그룹은 2010 년 9 월에 삼천리제약을 흡수합병하고 에스티팜으로 상호를 변경했다. 현재 동아쏘시오홀딩스가 19.9% 지분을 보유하고 있다.

SK 케미칼 동신제약 M&A 는 가장 성공적인 사례

SK 케미칼이 2006 년 11 월에 백신과 혈액제제(영양수액제 등) 중심의 동신제약을 합병하고 지속적인 투자로 현재 백신매출 국내 1 위 업체로 성장했으며 이를 기반으로 글로벌신약 혈우병치료제를 호주 CSL 사를 통해 글로벌 임상을 완료하고 신약허가 신청을 한 단계이다. 또한 세포배양방식의 안동백신공장을 준공하고 2014 년에는 사노피에 약 500 억원의 기술료를 받고 폐렴구균백신 공동개발계약을 성사시킴으로서 가장 성공적인 M&A 케이스로 평가할 수 있다.

한독의 제넥신, 한독테바 설립

한독은 2013 년 10 월에 제넥신 지분 26.04%를 취득하여 소유하고 있다. 최대 주주로 있는데 지분투자 및 협력 사업으로 인한 시너지효과를 기대한다고 한다. 또한 2013 년 2 월에 한독테바를 설립하여 지분율이 49%이며 제네릭의약품 중심으로 연구, 개발,

제조, 수입, 마케팅, 판매 및 유통을 목적으로 설립된 법인이다. 또한 2014년 4월에 Neolmmune Tech를 바이오의약품 글로벌 공동임상개발 및 사업화의 목적으로 미국 법인을 설립한 바 있다.

<표 7> 주요 제약사 지분투자 현황(1)

제약사명	투자기업	지분율	사업내용	개발 프로젝트	내용	개발단계	투자시기
한미약품	Allegro	13.3%	안과전문 바이오벤처	루미네이트	당뇨병성 황반부종	한국 임상 2상	2015년 1월 취득
	Repugen		바이오벤처	리피바디	인공항체 플랫폼	항암제 등 공동개발	2015년 8월
	크리스탈지노믹스	5.2%	신약개발				2008년 5월
유한양행	이문온시아	51.0%	바이오벤처	3개의 면역항암제	면역항암제	미국 소렌토와 JV설립	
	테라젠이텍스	9.2%	유전체 분석기업	헬로진	유전체 분석서비스	경영권참여	2012년 12월
	엠지	37.0%	수액제 전문			경영권참여	2014년 3월
	바이오니아	8.7%	바이오벤처	나노입자 RNAi치료제	고형암과 특발성폐섬유증	경영권참여	2015년 9월
	엔솔바이오	15.5%	의약품 개발 및 판매			제휴	2011년 3월
부광약품	에이서 테라퓨틱스	9.3%	미국 바이오벤처	희귀약 치료제			2015년 7월
	콘테라 파마	100.0%		파킨슨병 치료제			2014년 11월 인수
	안트로젠	23.7%					2000년 3월 설립
녹십자홀딩스	유벤티스	750만 달러	바이오벤처	JVS-100	심혈관 유전자치료제	임상 2상	2015년 3월 취득
녹십자	제넥신	0.5%	바이오벤처	GX-E2	빈혈치료제	공동개발	
	녹십자셀	25.0%	면역세포 치료제				2012년 8월 취득
	녹십자메디스	51.0%	의료기기제조 판매		의료기기		2015년 1월 취득
	녹십자랩셀	49.2%	면역세포 치료제				2011년 6월 설립
	메디진바이오	50.0%	혈장연구				2010년 3월 취득
	녹십자지놈	54.7%	유전체 분석기업				2013년 8월 설립
동아에스티	에스티팜	19.9%	API 업체	삼천리제약 M&A	항바이러스 치료제 원료		
	디엠비	51.0%	바이오시밀러 CMO	일본 00과 공동	바이오시밀러		2015년 4월 물적분할
	엠아이텍	98.9%	의료기 제조				2013년 4월

자료: 각 제약사 사업보고서, SK 증권

주: 언론사 보도 참조

<표 8> 주요 제약사 지분투자 or 신약공동개발 관계 현황(2)

제약사명	투자기업	지분율	사업내용	개발 프로젝트	내용	개발단계	투자시기
한독	엔에스비 포스텍	100 억원	의료기기		체외진단 기기(분자진단)	100억원 투자(1,2차)	2010년
	제넥신	29.2%	바이오벤처	지속형성장 호르몬제 등	신약개발	지분투자	2013년 10월 취득
	한독테바	49.0%	의약품 판매		제네릭의약품	의약품 판매	2013년 2월 설립
휴온스		40.6%	의약품 부재료		바이알, 앰플 의약품 부재료		2008년
	휴메딕스	40.6%	의료기기		히알루론산 필러		2010년 1월
	휴니즈	75.7%	의료기기 소독제				2010년
환인제약	비보존	9.3%	바이오벤처	WZ-149	미바약성 진통제 개발	미국 임상 2상	
이연제약	바이로메드		유전자치료제 개발	3.83%	유전자치료제 개발 중		2007년 7월 취득
대웅제약	힐리언스	68.3%	생활습관병 예방 및 연구				
대원제약	딜라이트	67.8%	보청기제조 판매		보청기 전문 개발		2011년 4월
유나이티드 제약	케일럽멀티랩	45.0%	생동성평가		생물학적 동등성 평가		2012년 3월
광동제약	씨엘팜	12.0%	구강봉해제 연구			투자목적	2011년 5월
일동제약	일동에스테틱	52.8%	의료기기 판매			지분참여	2014년 3월
삼진제약	압타바이오		신약개발	압타머- 항암제	신약공동개발	MOU 체결	2016년 3월
동국제약	디케이메디비 전	70.0%	의료기기제조 판매		콘택트렌즈 제조 판매		2013년 4월 취득

자료: 각 제약사 사업보고서

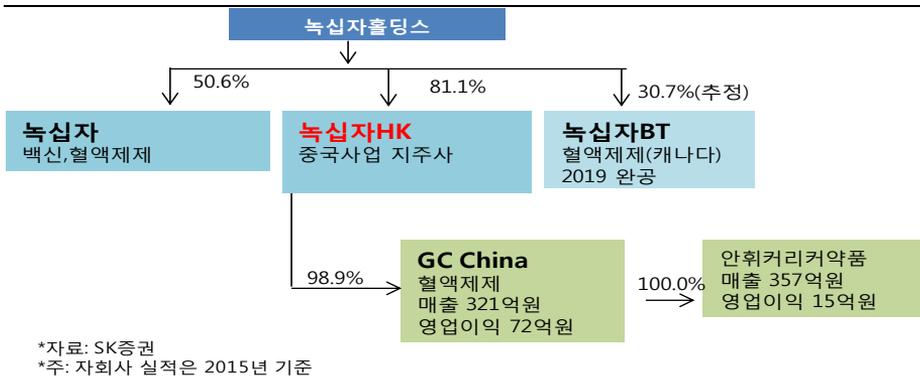
주: 언론사 보도 참조

3. 한국 제약사의 성장 전략

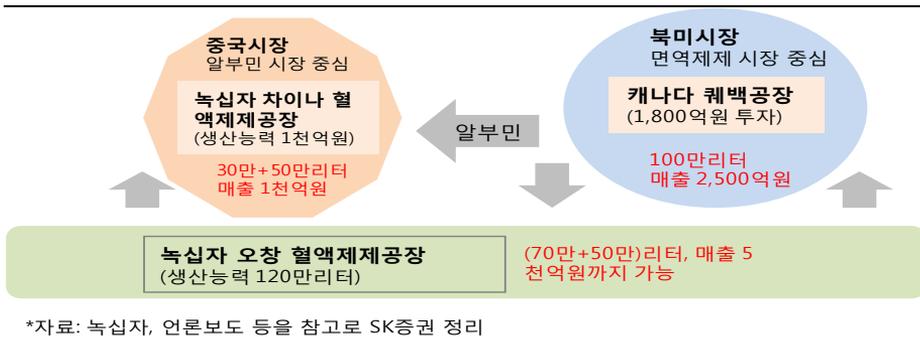
가. 글로벌 사업을 추진하는 녹십자 사업모델

녹십자그룹은 지주사를 중심으로 글로벌 혈액제제 사업을 추진 중이다. 글로벌 생산기지를 구축하고 원료와 유통까지 대규모로 투자하고 있다. 이미 중국에는 혈액제제 생산과 유통을 합쳐 약 600 억원대의 매출이 발생하고 있으며 2019년부터 캐나다 혈액공장 가동으로 북미시장에 진출하는 목표이다. 캐나다 퀘백주로부터 약 240 억원의 지원을 받고 전체 약 1,800 억원(국민연금 700)을 투자하여 2019년까지 공장을 가동할 계획이다. 혈액원료 공급은 퀘백주에서 일정부분 공급 받고, 미국에서 2017년까지 자체 혈액원을 30 곳까지 설립하여 연간 100 만리터를 확보한다는 계획이다. 북미시장에서 향후 주요 생산제품으로 자리잡을 IVIG-sn 을 미국 FDA 임상을 완료하고 2015년에 신약승인 허가 신청을 완료했다. 녹십자의 글로벌 사업화 계획이 완료되면 현재 기준 글로벌 5 위 수준의 혈액제제사가 된다.

<그림 4> 녹십자 글로벌 혈액제제 사업



<그림 5> 녹십자 글로벌 혈액제제 사업 내용

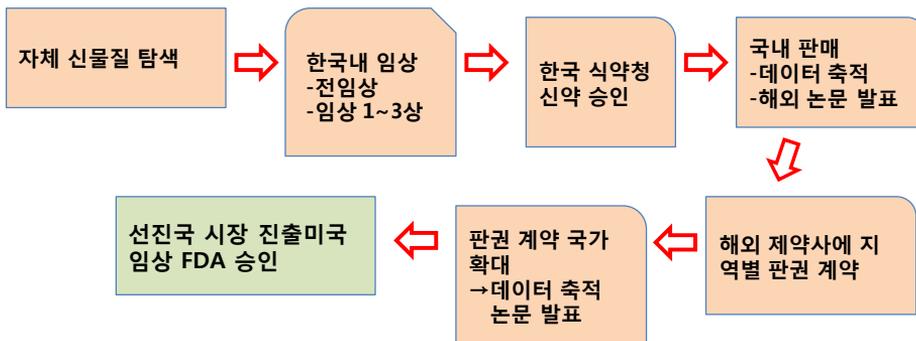


나. 한국형 신약으로 해외시장 진출하는 보령제약의 길

신약개발을 통해서 해외 시장으로 나가는 방법은 또 다른 길이 있는 것 같다. 바로 보령제약의 카나브가 가고 있는 방향이다. 우선 한국형 신약을 개발하여 국내에서 매출을 늘리고 데이터를 축적하는 방법이다. 동시에 한국에서 허가가 난 의약품은 한국 기준에 준해서 간단한 임상 후 허가를 받아 출시할 수 있는 이머징마켓에 진출하는 것이다. 보령제약의 카나브는 국내 15 호 ARB 계통의 고혈압 신약으로 세계적으로는 9 번째 신약이다. 지난 2010 년 식약청으로부터 허가를 받았으며 2011 년 출시되었다. 카나브 매출은 2015 년 351 억원 규모로 성장했다. **수출은 현재 전 세계 29 개국에서 팔리고 있거나 판매를 예정하고 있다. 현재까지 단일제 중심으로 로열티 2,290 만달러, 수출계약 29,660 만달러의 계약을 맺었다.** 카나브 복합제는 금년 9 월에 카나브+ 암로디핀 복합제를 국내 출시할 예정이며 금년 12 월에는 카나브+ 로수바스타틴 복합제를 국내 발매할 계획이다. 따라서 그동안 단일제 중심으로 고성장이 왔지만 금년 말부터는 복합제 출시로 성장세가 한 층 강화될 것으로 전망한다. ARB 고혈압치료제는 단일제 보다 복합제 시장이 2 배 이상 되기 때문에 향후 복합제가 매출성장을 견인할 것으로 판단한다. 향후 복합제 계약이 추가적으로 진입될 전망이다. 카나브(피마사르탄, 고혈압치료제)와 크레스토(로수바스타틴, 고지혈증치료제) 복합제에 대해서 미국 FDA 임상 1 상 승인을 받았다고 발표했다.

비슷한 모델로 LG 생명과학의 당뇨병치료제 제미글로도 국내 매출을 확보하고 해외 수출계약이 진행되고 있다. 향후 대응제약의 나보타(주름개선제)도 미국 Evolus 에 기술수출한 바 있어 선진국 시장 진출이 빠르긴 하지만 해외시장 진출은 비슷한 트렌드를 보일 것으로 전망한다.

<그림 6> 한국형 신약 해외 진출 전략



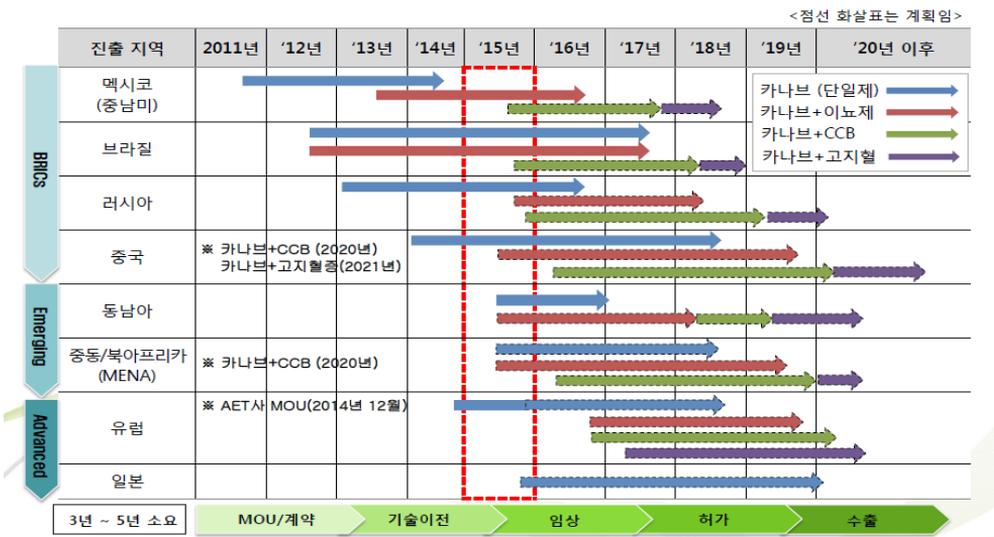
*자료: SK 증권

<표 9> 보령제약 글로벌 L/O 현황

지역	계약사	품목	로열티	수출
멕시코 12개국	Stendhal	단일제	700만달러	2,300만달러
브라질	Ache	단일제, 이노복합제	300만달	2,300만달러
러시아	R-pham	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

<그림 7> 보령제약 카나브 글로벌 시장 진출 계획



*자료: 보령제약

이머징국가 의약품시장 성장속도 높아 유망시장 부상 전망

이머징국가 의약품 시장은 중국, 인도, 러시아, 브라질 등 신흥 시장이며, 일명 파머징 시장이라고 하기도 하는데 한국 제약사가 상대적으로 쉽게 진입할 수 있는 시장이다. 한국형 신약으로 비교적 간단한 임상을 거치면 현지 국가에 의약품을 등록하고 판매할 수 있다. 글로벌 의약품 시장에서 파머징시장의 비중은 약 25% 내외로 추정할 수 있는데 파머징시장의 성장률은 세계 의약품 시장성장률보다 두 배 이상 높다. 따라서 **향후 10년 이상 길게 본다면 한국 제약사가 적극적으로 시장을 개척할 필요가 있을 것**이다. 한국형 신약으로 진출해도 좋고 경쟁력 있는 개량신약을 개발하여 진출하는 전략도 좋을 것이다. 단일 국가에 매출할 수 있는 규모가 작을 수 있지만 이머징 국가 수가 많기 때문에 수출국가 수를 늘리면 의미 있는 매출규모가 될 것이다.

다. 개량신약을 통한 유나이티드제약 성장 전략도 가능하다

R&D에 관한 한국 제약사들의 관심이 크게 증가했지만 자금력이 부족한 중소형 제약사로서는 상위 제약사와 같은 신약개발의 길을 가기는 쉽지 않다. 또한 이머징마켓 진출에도 난관이 많다. 중소형 제약사 중에서는 유나이티드약이 이러한 성장모델에서 가능성을 보여주고 있다고 평가한다. 유나이티드제약은 비록 중소형 제약사이지만 개량신약 전문 글로벌 제약사를 추구하고 있다. 90여명의 연구인력과 **매출액의 12~13%의 R&D 비용을 지출하며 개량신약을 집중적으로 개발**하고 있다. 서방성제제기술을 개발하고 이를 기반으로 항혈전제 클란자 CR과 실로스탄 CR을 출시했고 향후 추가 제품 출시도 기대된다. 특히 실로스탄 CR은 2015년 110억 원대로 성장했다. 이러한 품목을 기반으로 국내에서 외형성장과 수익성 개선이라는 목표를 달성하고, 성장성 높은 중국 동유럽 등의 해외시장에도 진출한다는 장기 계획을 추진 중이다. 실제로 **2013년에 TEVA와 중국 JJK사에 기술수출계약을 성사시켜 해외시장 진출의 발판을 마련**했다. 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 방법도 좋은 대안이 될 것이다.

<표 10> 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

라. 해외 상품도입을 통한 매출확대 모델

대형 신제품 개발이 쉽지 않는 상황에서 성장을 지속해야 하는 제약사로서는 국내외에서 상품도입은 피할 수 없는 대안으로 자리잡고 있다. 원래 의약품의 공동판매는 코프로모션과 코마케팅으로 나눌 수 있는데 코마케팅은 한 개 제품을 다른 제품으로 허가 받아 두 개 업체가 판매하는 것이다. 코프로모션은 한 개 제품을 두 개 업체가 같은 제품을 파는 것이다. 전통적으로 대용제약, 제일약품 등이 이 분야에서 주도적으로 영업을 해왔다. 강한 마케팅력을 바탕으로 외형을 키워온 것이다. 그러나 유한양행이 이러한 사업모델을 도입하면서 외형이 크게 성장했다. 한미약품도 부분적으로 다국적 제품을 도입하여 외형을 키우고 있다. 종근당은 최근 코프로모션 매출을 크게 키우고 있다. 녹십자도 2016년부터 바라크루드 상품 매출을 시작했다. 유한양행의 경우는 상품 매출 비중이 증가하면서 규모의 경제를 갖추면서 수익성도 개선되었다. 영업이익률이 최근 몇 년간 지속적으로 높아졌다. 최근에는 환인제약의 보톡스 도입, 광동제약의 백신 상품도입, 보령제약의 제넥솔 등 상품 도입 등 중형 제약사도 적극적으로 상품 매출을 서두르고 있다.

그러나 상품 매출은 수익성개선에는 한계가 있는 모델이다. 많은 제약사가 서로 상품도입을 추진한 결과 경쟁이 치열해지면서 영업마진이 크게 축소되었기 때문이다. 외형 확대에는 도움이 되겠지만 자칫 유통회사로 변질될 가능성도 있고 수익성 개선 폭은 크지 않는 상황이다.

<표 11> 주요 제약사 코프로모션 현황

제약사명	코프로모션/코마케팅 제품
대용제약	올메텍(다이이찌 산교), 프로작(릴리), 넥시움(아스트라제네카), 제미글로(LG생명과학)
유한양행	비리어드(길리어드), 트윈스타와 트라젠타(베링거인겔하임), 프리베나(화이자) 등
한미약품	프로페시아(MSD), 가브스(노바티스)
종근당	타미플루(로슈), 자누비아(MSD)
녹십자	조스타박스(MSD), 인슈린(노보노디스크), 바라크루드(BMS)
제일약품	리피토, 리리카, 카두엣(화이자), 렉사프로(룬드백)
보령제약	제넥솔(삼양바이오팜)
안국약품	비아그라(화이자)
동아에스티	아보다트(GSK), 세레타이드(GSK)

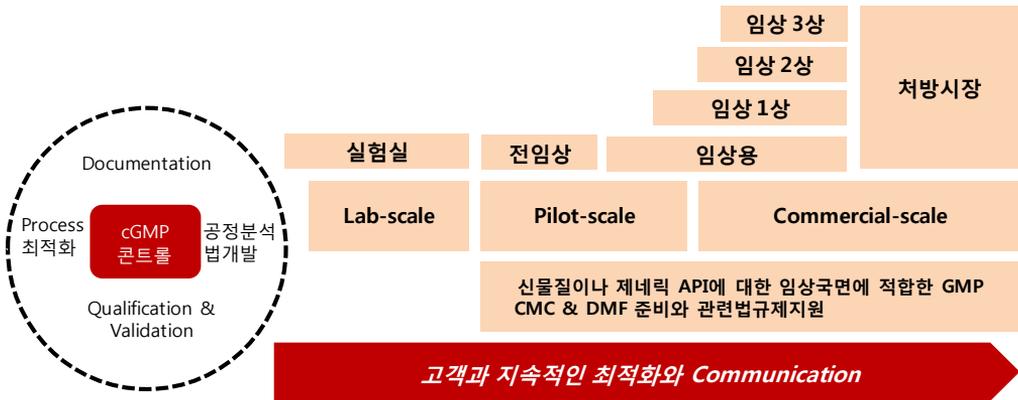
자료: 각 언론사 보도 자료 정리

마. 신약 API 로 성장하는 유한화학, 에스티팜의 사업모델

의약품 원료에 집중하는 제약사가 많이 있지만 제네릭 의약품 원료매출과 수출에 집중하는 경우가 대부분이다. 경보제약, 경동제약, 에스텍파마 등이다. 그러나 동아쏘시오 그룹의 에스티팜과 유한양행의 자회사 유한화학의 경우는 다국적 제약사의 글로벌 신약에 API 를 공급하는 사업을 주력으로 하고 있다.

에스티팜은 세계적인 빅파마 및 유망한 바이오벤처회사들과 신약개발의 초기단계부터 함께 공동연구를 진행하는 모델이다. 생산공정 개발 및 스케일업 연구에 많은 경험을 축적해 독점적인 원료 공급권을 확보하는 전략으로 성장해 왔다. 모든 API 및 중간체는 cGMP 규정에 맞추어 생산하고 있다. 미국, 유럽, 일본, 호주 및 세계보건기구 등에 실사를 받고 cGMP 인증을 받아 생산, 공급 중이다. 대표적인 제품은 small molecule APIs (뉴클레오시드계 전문)이며 신약 APIs 로는 C 형간염, 항생제, 항암제, 당뇨병, 관절염 치료제 등이 있다.

<그림 8> 에스티팜 신약API 개발 및 영업구도



*자료: 에스티팜 홈페이지

바. 휴온스, 동국제약 등 사업다각화를 통한 성장 전략

한국 제약사들 중에 신약개발 보다는 신규 사업에 진출, 성과를 창출하는 경우도 있다. 대표적인 기업이 휴온스, 동국제약, 광동제약 등이 있다. 휴온스는 비만과 웰빙의약품 을 비롯하여 점안제 시장을 확대했으며 필러와 보톡스, 비타민주사제 등에 큰 성과를 내고 있다. 휴메딕스를 인수하여 연결 매출액이 크게 성장했다. **신약개발 보다는 사업 역량에서 경쟁력이 있었다고 평가**한다. 광동제약도 비타 500 등으로 성장의 발판을 만들고 옥수수 수염차, 헛개차 등으로 성장하고 있으며 삼다수 유통에서 외형을 키웠다. 광동제약도 의약품 컨셉의 기능성 음료에서 사업역량이 높은 기업으로 평가한다. 최근에는 **동국제약**이 인사돌, 마데카솔, 오라메디, 판시딜 등 OTC 제품의 각 영역에서 확고한 입지를 구축하고 있고 ETC 에서도 독자적인 영역을 확보하고 있다. 수출비중도 원료(조영제 등, 유럽과 일본향 비중이 높음) 중심으로 15.4%(2014년에는 18%)로 비교적 높다. 2015년에는 화장품부문과 관절염치료제(히아론퍼스트) 등이 고성장했으며 2016년에 홈쇼핑용 화장품 매출 증가로 추가적인 수익성 개선이 가능할 전망이다. 새로운 사업을 성공적으로 수행하는 사업역량이 뛰어난 기업으로 평가한다.

<표 12> 동국제약 주요 사업부문별 제품

OTC	인사돌
	마데카솔
	오라메디
	탈모제 판시딜
ETC	파미레이
	포폴
	항암제
화장품	홈쇼핑 화장품

자료: SK 증권

<표 13> 동국제약 매출비중 현황

구분	상표	비중
정제	인사돌, 웨라민규정 등	32.5%
캡슐제	판시딜 등	3.7%
연고제	마데카솔, 오라메디	6.2%
수액제	파미레이, 포폴, 로렐린데포	22.2%
프리필드	히아론퍼스트, 도파민 등	10.6%
기타		7.1%
상품		15.2%
기타		2.50%

자료: SK 증권, 2015년 3분기 누적 기준

<그림 9> 동국제약 화장품브랜드 센텔리안 24



자료: SK 증권

4. 지배구조와 신약개발 및 투자

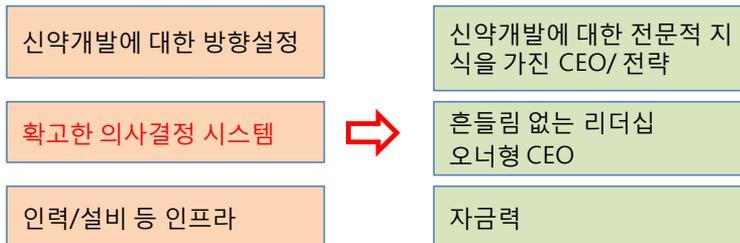
가. R&D 의사결정 구조와 의지, R&D 인프라, 자금력 등이 중요

한국 제약사들이 신약개발에 대한 관심이 크게 증가했다고 본다. 한미약품이 신약개발에서 큰 성과를 거둔 이후 각 제약사들은 2016 년 연초 신년사에서 신약개발에 대해 많은 관심을 표명하고 있다. 그러나 신약개발은 10 년 이상의 투자가 필요가 긴 호흡의 사업이다. 과거 대기업들이 제약산업 진입을 시도했지만 실패한 경우가 많았다. 대부분 어려운 마케팅 환경도 있겠지만 성공이 보장되지 않는 프로젝트에 장기간의 투자가 필요하다는 점을 이해하지 못하고 중간에 사업을 접거나 구조조정한 요인도 크게 작용했다고 본다. 신약개발에 성공한 제약사를 보면 대부분 오너형 제약사이면서 신약개발에 대한 이해도가 높으며 무엇보다 의지가 강하고 자금력도 충분히 갖춰진 경우가 많다.

이러한 기준에서 본다면 제약사는 장기간 R&D 에 투자할 수 있는 의사결정 시스템이 필요할 것으로 판단한다. 대규모 자금과 긴 투자과정에서 기업내부와 외부에서 많은 비판과 어려움을 극복해야 하는 과제가 있을 수 있다. 이러한 환경에서 흔들리지 않으려면 **오너의 강력한 의지가 작용하든지 투자에 대한 변화지 않은 내부 의사결정 시스템이 필요할** 것이다.

따라서 신약개발과 관련된 관점에서 유망한 제약사는 일단 신약개발에 대한 이해와 의지가 높은 오너형 제약사가 좋아 보인다. 한미약품이 전형적으로 이 경우에 속한다. 두 번째가 R&D 인프라가 잘 갖추어 진 제약사일 것이다. 최근에는 대부분의 상위 제약사는 R&D 인프라를 대폭 강화한 상태이다. 세번째로는 신약 개발에 대한 의지가 높고 자금력이 풍부한 제약사이다. 유한양행을 제외한 대부분의 제약사는 오너형 지배구조하에 있다. R&D 에 다소 소극적이었던 유한양행도 2016 년부터 과감한 투자를 약속하고 있다.

<그림 10> 신약개발과 관련된 의사결정 필요조건



자료 SK 증권

나. 지주사의 바이오벤처 투자에 관해서

한국 제약사의 지주사 역할이 확대될 것으로 전망한다. 다만 국내 제약사 지주사는 공정거래법상의 지주사이기 때문에 공정거래법의 규제 대상이 된다. 공정거래법상에서 행위 제한내용을 보면 다음과 같다. 지주사가 바이오벤처 투자를 하려면 일단 상장사의 경우 20% 이상, 비상장사의 경우 40% 이상의 지분을 확보해야만 한다. 그렇지 않을 경우는 5% 미만의 지분만 보유할 수 있다.

따라서 현행 공정거래법을 충족시켜면서 지분투자를 하려면 자회사로 편입할 만큼 지분을 확보하거나 5% 미만의 지분투자를 병행 하면서 공동연구나 판권계약을 추진해야 할 것이다. 또한 CB 나 EB 등에 투자하는 방법도 생각해 볼 수 있다.

상장 제약 지주사가 관심을 가질 수 있는 또 하나의 방법인 Venture Capital 설립은 원칙적으로 금지되어 있다. 일반 지주사는 금융회사를 소유할 수 없게 규정되어 있는데 Venture Capital 은 공정거래법상 금융회사로 분류되어 있다.

<표 14> 지주회사 행위제한 요약

독점규제 및 공정거래에 관한 법률 제8조의 2(지주회사 등의 행위제한 등)

지주회사 규제

- 자본총액의 2배를 초과하는 부채액을 보유하는 행위 금지
- 상장자회사 20%, 비상장 자회사 40% 보유
- 계열회사가 아닌 국내회사의 5% 초과 소유 금지
- 일반지주회사의 금융자회사 소유 금지

자회사 규제

- 자회사가 손자회사의 주식을 상장사 20%, 비상장사 40% 미만 소유 금지
- 손자회사 아닌 국내 계열사 주식 소유 금지
- 금융업이나 보험업을 영위하는 회사를 손자회사로 지배 금지

손자회사 규제

- 증손회사 발행주식수 총수를 소유하는 경우를 제외하고 국내 계열사 주식 소유 금지

증손회사 규제

- 증손회사의 국내 계열사 주식 소유 금지

자료: 법제처, SK 증권, 지주회사 변화를 선점하라

5. 글로벌 제약시장에서 한국제약사 위상

가. 글로벌 제약시장에서 한국 제약/바이오 비중은 2% 미만

글로벌 의약품시장이 약 1,000 조원 내외가 된다. 한국 의약시장을 20 조원내외로 추정한다면 1.7%~2.0%이다. 어쨌든 2% 미만으로 보는 것이 옳을 것이다. 한국경제가 글로벌 경제에서 차지 하는 위치가 수출이 2015 년에 세계에서 6 위로 올라섰다는 뉴스가 있었고 경제규모는 11 위(환율에 따라 11~14 위)내외로 알려져 있다. IMF 자료에 의하면 190 국 GDP 내에서 한국은 11 위이며 전체 GDP 에서 차지하는 비중은 1.9%로 추정된다. 이렇게 보면 한국 제약비중은 한국 경제대비 비슷한 비중을 차지하고 있으며 전체 산업내에서 제약/바이오 성장률이 산업평균보다 2 배 이상 높다고 전망하기 때문에 제약비중이 크게 확대될 것으로 추정할 수 있다.

나. 한국 제약/바이오 시가총액 비중 점진적 확대 전망

한국 제약/바이오의 시가총액비중이 실제 약 6%에 근접하는 상황이어서 현재 제약/바이오에 대한 시가총액 확장에 대한 부정적인 시각이 존재하는 것이 사실이다. 그런데 MSCI 지수내에서 제약/바이오 or 헬스케어업종의 지역/국가별 비중을 알아보면 다음 표와 같다. 중소형 제약/바이오주가 편입에서 제외된 부분이 많기 때문에 정확한 비중이 아니지만 국가간 비교 가능성이 있다고 보면 한국은 3%대에 불과하지만 선진국의 경우는 10% 이상인 경우가 많다. 이렇게 본다면 한국 제약/바이오주의 시가총액 확장성은 장기적으로 크다고 볼 수 있다. 물론 한국 제약/바이오 기업이 신약개발 등을 통해서 글로벌 경쟁력을 확보해 간다는 전제하에서 가능한 시나리오일 것이다.

<표 15> 지역/국가별 제약/바이오 시가총액 비중(MSCI 기준)

지역/국가	헬스케어 비중
미국	13.7%
일본	8.5%
유럽	11.7%
한국	3.1%

자료: Bloomberg

다. 제약산업 육성에 대한 정부의지는 확고

보건복지부는 2016년 대통령 업무보고에서 바이오헬스 산업을 한국경제의 새로운 성장동력으로 발전시켜 2016년 바이오헬스 일자리 76만개, 부가가치 65조원 규모로 확대하고 바이오헬스 규모는 12년 세계 13위에서 17년 7위로 끌어올린다는 계획을 발표했다. 바이오제약 육성으로 제2, 제3의 한미약품을 창출하기 위해 1,500억원의 글로벌 헬스케어 펀드를 본격 투자하고, 글로벌 진출 신약의 약가우대와 줄기세포 은행 등 정밀재생의료 전략적 육성, 의료기기 R&D 1,155억원 지원을 약속했다. 이와 같은 정부의 목표달성 여부를 떠나서 제약바이오 산업의 성장 가능성과 중요성을 정부가 인식하고 있다는 것이며 정부의 지원이 지속될 것이라는 점이다.

<그림 11> 정부의 바이오헬스산업 육성 계획



*자료 보건복지부 산업정책과 2016년 업무보고

제약바이오 스타트업기업과 제약사와의 협업모델은 고용창출과 신약개발의 대안

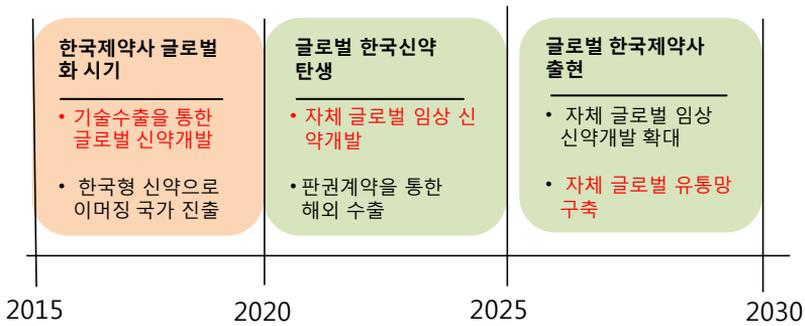
최근 한국경제의 고용절벽의 환경에서 스타트업이 강조되고 있다. 제약/바이오 R&D 분야는 스타트업기업이 설립되고 활동하기 좋은 섹터가 될 수 있을 것이다. 대형 제약사가 자금을 지원하고 스타트업기업은 아이디어나 Pipe line 을 제공하는 구조이다. 정부에서도 고용창출과 경제성장, 경제활성화를 위해 스타트업기업에 많은 관심을 갖고 지원할 것으로 전망한다. 제약/바이오섹터에 스타트업기업이 많아 질수록 신약개발 R&D 환경과 생태계가 훨씬 풍부해질 것이고 유망 신약개발 확률도 높아질 것이다. 미래의 **한국은 지식 집약산업으로 가야하고 이러한 길에 신약개발 R&D 관련 스타트업기업들이 활성화되면 고용도 창출**할 수 있는 적절한 대안이 될 수 있을 것이다.

라. 한국에서 글로벌 제약사 탄생 시나리오

한국 제약사들이 신약개발에 대한 투자의 역사가 25년 이상 진행되면서 2015년부터는 기술수출을 통해 글로벌시장에 이름을 올렸다고 볼 수 있고 글로벌 임상에 진행 중인 한국 제약사의 신약 Pipe line 이 재조명 받을 수 있을 것이다. 이러한 시기에 한국 제약사가 글로벌 시장으로 활동할 수 있는 시나리오를 시기별로 생각해 보았다. 물론 여러가지 실현 가능성 중에서 있는 베스트 시나리오이다.

2020년까지는 한미약품, 녹십자가 글로벌 제약사로 도약하는 초기단계에 진입할 가능성이 높아졌다. 이외 상위 제약사도 이기간 해외시장 진출에 회사의 역량을 집중할 전망이어서 글로벌화에 진일보할 가능성이 높다. 2020~2025년간에는 자체 FDA 임상을 하고 자체적으로 글로벌 신약으로 허가를 받는 순수한 의미의 한국 신약이 탄생할 확률이 높다. 이 경우 판매는 자체 유통채널이 없어 글로벌 제약사에 판권계약을 통해서 유통하는 구조가 될 것이다. 2025~2030년에는 한국에서 개발한 글로벌 신약이 한국 제약사 유통망을 통해서 판매될 수 있는 시나리오를 생각해 볼 수 있다. 축적된 자금과 글로벌 마케팅 노하우로 글로벌 유통채널 구축도 가능한 시기로 판단되기 때문이다. 이 시기가 되면 명실공히 글로벌 한국제약사가 탄생할 수 있을 가능성이 있다.

<그림 12> 한국제약사의 글로벌 제약사 성장 시나리오



*자료: SK 증권

6. 한국 제약사의 R&D 비용증가로 수익구조 변화

2015년부터 상위 제약사 중심으로 R&D 비용을 증가시킴에 따라 영업이익 증가는 현저히 둔화되거나 감소하는 현상이 나타나고 있다. 2016년부터 대형 제약사는 우선 R&D 인프라를 강화하는 활동을 뚜렷하게 전개할 것이다. 국내외에서 전략적 제휴를 위한 바이오벤처에 대한 지분투자도 R&D 비용 개념으로 진행될 것이며, 초기 신약 Pipe line 확보를 위한 비용지출도 크게 증가할 것이다. 현재 추진 중인 글로벌 임상도 과거보다는 과감하게 추진할 가능성이 높다. 영업이익과 R&D 비용 사이에서 R&D에 대한 중요성이 더 크게 인식되면서 단기 이익을 희생해서 R&D를 강화할 수 있다고 판단한다면 과감하게 의사결정을 내릴 수 있을 것이다. **따라서 향후 1~2년간은 대형 제약사의 영업이익이 정체되거나 감소할 수도 있을 것이다.** 대표적으로 유한양행도 2015년 R&D 비용이 700억원 미만으로 추정되는데 2016년에는 1,000억원을 R&D에 투입한다고 보도된 바 있다. 녹십자도 2015년 980억원으로 추정하지만 2016년에는 1,300억원을 R&D에 투입한다고 한다.

주식시장에서도 과거에는 이익/영업실적에 주가가 민감하게 반응했지만 이제는 실적 부진이 R&D 강화의 결과라고 판단되면 충분히 이해하고 우호적인 분위기가 형성될 가능성이 높아졌다.

<표 16> 상위 제약사 R&D 규모

(단위: 억원)

	2012	2013	2014	2015E	2016E
유한양행	477	563	580	680	800
한미약품	910	1,155	1,525	1,850	2,000
녹십자	692	756	846	980	1,100
동아에스티	분할전	538	644	595	650
(동아쏘시오홀딩스)	788	321	349	356	360
종근당	453	676	747	900	1,030
대웅제약	780	800	895	950	1,050
LG생명과학	714	730	802	770	800

자료: 각사 사업보고서, SK 증권 추정

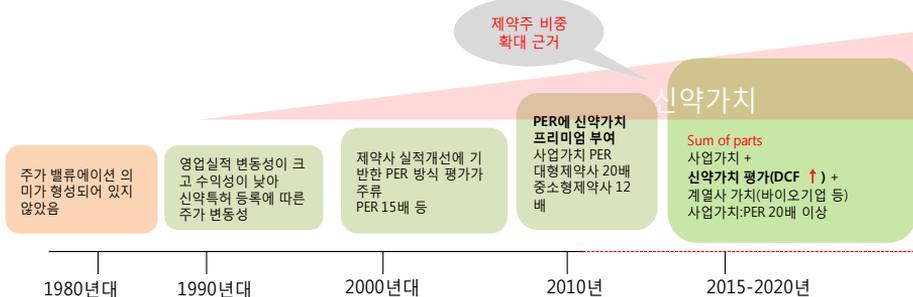
주: 동아에스티는 지주사와 합산해서 볼 필요 있음, 한미약품은 연결기준

7. 신약개발/해외시장 진출시대의 제약 주가전망

가. 제약사의 R&D 투자와 신약개발 과정

제약사들의 기업가치를 세분해 본다면 영업가치, 신약 Pipe line 가치, 계열사 지분가치로 구분할 수 있다. **첫째, 영업가치는 의약품 생산 판매하는 영업활동에 대한 부분이다.** 한국 제약사의 영업실적은 의약분업 이후에 ETC 매출이 크게 증가하면서 의미를 찾을 수 있었다. 의약분업 이전에는 주요 제약사의 세전이익률이 3~4%에 불과했다. 그러나 의약분업 이후에 ETC 시장이 급속도 확대되면서 영업이익률이 13%내외로 급속히 상승했다. 그 이후 2010 년대에 약가규제와 일괄약가인하로 지금은 10% 내외에서 안정되어 있다. 이 시기에 영업가치는 PER 방식으로 평가해 왔다. **두번째, 신약 Pipe line 가치이다.** 2010 년대 까지는 신약 Pipe line 가치가 낮아 기업가치에 미친 영향은 제한적이었다. 주가도 1990 년대에는 주로 특허관련 뉴스로 주가가 크게 상승하기도 했지만 주가는 항상 제자리 걸음을 지속했다. 2000 년대에는 R&D 부문에서 진전이 뚜렷해지면서 영업가치를 평가할 때 PER 에 R&D 프리미엄을 부여하는 방법으로 기업가치를 평가했다. 그러나 2014 년 이후 글로벌 신약 시백스트로가 출현하고 특히 2015 년 한미약품이 거액의 기술수출을 성공한 다음부터 큰 변화가 왔다. 기업가치 평가에서 글로벌 임상이 진행중인 신약 Pipe line 에 대한 개별적인 가치평가가 일반화 되었다. 이제 한국 제약사에게도 글로벌 임상에 진입한 신약후보물질 수가 증가하고 있다. 제약사들의 신약개발확대로 **향후 시간이 지나면 지날수록 각 제약사의 신약 Pipe line 수도 증가면서 그 가치도 병행해서 성장할 것이다.** 결과적으로 제약사 기업가치가 증가하는 구도가 될 것이다.

<그림 13> 제약주 시대별 기업가치 구성내용 변화와 기업가치 증가



*자료: SK증권

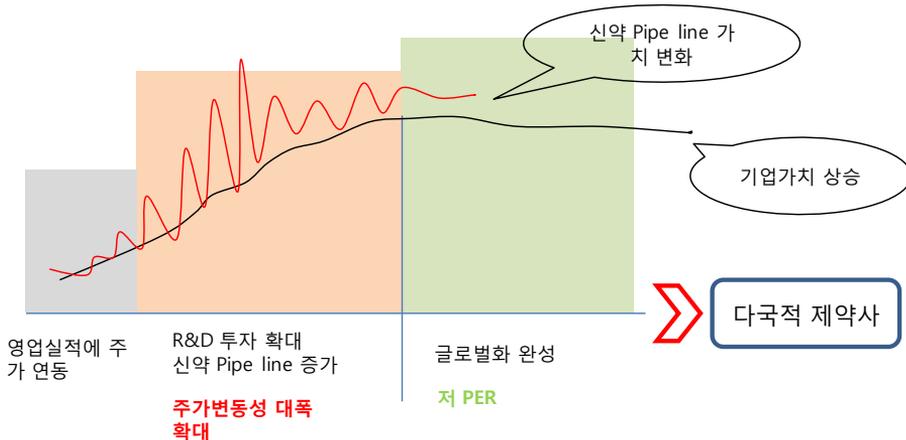
세번째, 계열사지분가치이다. 지금은 제약/바이오사업이 성장기로 접어들었다. 이러한 시기에 유망한 벤처기업에 투자하여 높은 가치를 창출할 수 있고, 기존에 보유중인 제약/바이오 계열사의 가치도 안정적으로 성장할 수 있다. 따라서 제약사가 가지고 있

는 유망한 계열사의 경우 그 지분가치가 높고 미래 성장 잠재력도 클 것이다. 2015 년 부터 2020 년 동안에는 안정적인 영업가치의 상승과 신약 Pipe line 의 급속한 증가, 그리고 계열사 지분가치의 상승으로 제약사의 성장 잠재력이 클 것으로 전망한다.

나. 신약 Pipe line 가치 증가로 주가 변동성 확대 불가피

한국 제약사의 기업가치를 시대별로 구분해 보면 2015 년까지는 주로 영업가치가 기업가치의 대부분을 차지했다. 주가도 영업실적 변화에 민감하게 반응했다. 제약사가치는 제품의 매출에 따른 영업실적이 기업가치의 중요한 요소였기 때문이다. 그러나 글로벌 입상에 진입한 신약후보물질이 증가하고 다국적 제약사에 기술수출 케이스 많아지면서 변화가 생겼다. 특히 2015 년부터는 한미약품의 대규모 기술수출 성공에 따라 한미약품 주가가 폭등하면서 주요 제약사와 바이오주의 주가가 신약 Pipe line 가치에 민감하게 반영하기 시작했다. 즉 제약사의 기업가치 중에서 신약 Pipe line 가치 비중이 크게 증가하기 시작한 것이다. 실적이 다소 악화되어도 R&D 부문에서 분명한 성과나 진전이 예상되면 주가가 상승하는 시대로 전환한 것이다. 이러한 주가 패턴은 향후 약 10 년간 2025 년 전후까지 이어질 가능성이 높다. 그 시기까지는 R&D 부문의 가치 증가가 지속될 것으로 예상해 볼 수 있기 때문이다. 다만 신약 Pipe line 가치는 평균적으로 상승하지만 개별적으로 평가해 보면 불확실성이 큰 특징이 있다. 따라서 국면별로는 가치 평가에 대한 편차가 클 수 있다. 주가도 이를 반영하여 주가변동성이 확대될 속성을 고려해야 할 것이다. 향후 제약사의 기업가치의 상승으로 제약주 주가가 상승할 것으로 전망하지만 신약가치 평가의 불확실한 속성 때문에 주가변동성이 확대될 것으로 전망한다. 제약주 투자에서 핵심변수는 주가 변동성이 될 것이며 주가 변동성 관리가 매우 중요할 것으로 생각한다.

<그림 14> 신약 Pipe line 가치상승과 제약주 변동성 확대



*자료: SK 증권

8. 한국 제약주는 고 PER 시대 지속 전망

가. 한국 제약사는 고 PER 시대에 진입

2015년 대폭적인 제약주 상승에 따라 한국 제약주의 고 PER에 대한 부담이 커진 분위기이다. 따라서 현재 제약주가의 추가적인 상승에는 부정적인 시각이 많이 존재하고 있다. 그 근거 중의 하나가 한국 제약주의 PER이 다국적 제약사보다 훨씬 높다는 것이다. 표에서 보는 바와 같이 2016년 예상치 기준 한국 주요 제약사의 PER은 37.6 배이나 미국 등 다국적 제약사의 PER은 15.9 배이고 일본 주요 제약사의 PER도 26.7 배여서 한국이 상대적으로 높은 상황이다. 또한 미국 제약/바이오주는 조정을 보이고 있지만 한국 제약주는 하락한 것이 별로 없다는 점이다. 이러한 논쟁에 대해서는 한국 제약산업의 성장단계별 위치와 기업가치 변화에 대해서 생각해 볼 수 있다.

<표 17> 한국 제약사와 글로벌 제약사 매출액 및 투자지표

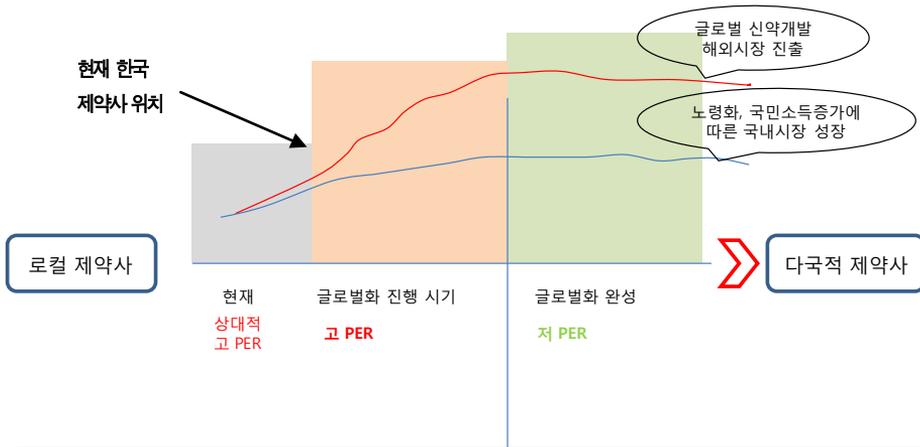
제약사명		2016년 예상(배)	매출액 (백만 USD)	영업이익 (백만 USD)
유한양행	KOR	22.4	998	76
한미약품	KOR	38.0	1,165	187
동아에스티	KOR	22.7	514	49
녹십자	KOR	25.7	926	81
LG생명과학	KOR	79.2*	398	22
한국 평균		37.6	800	
J&J	USA	16.7	70,074	17,556
Pfizer	USA	13.2	48,851	11,824
Gilead Sciences	USA	7.4	32,639	22,193
Amgen Corp	USA	13.7	21,662	8,470
Bristol-Myers SQB	USA	26.2	16,560	1,890
Eli Lilly	USA	20.1	19,959	2,689
Allergan	USA	19.7	15,071	-3,015
Merck & Co.	USA	14.3	39,498	6,928
Roche	CHE	16.3	50,050	14,368
Novartis	CHE	15.1	49,440	8,977
Sanofi	FRA	12.7	38,696	6,351
다국적제약 평균		15.9	36,591	
오츠카 홀딩스	JP	36.3	11,943	1,255
다이이치 산쿄	JP	21.7	8,405	680
다케다	JP	22.1	16,253	-1,182
일본 평균		26.7	12,200	

자료: Bloomberg, * LG 생명과학 PER은 당리서치 추정치

주: 2016년 기준

다국적 제약사는 수많은 신약을 개발하면서 성장을 거듭하여 현재 표에서 나타난 다국적 제약사의 평균 매출액은 366 억달러에 달한다. 또한 많은 신약후보물질도 보유하고 있다. 그러나 블록버스터 신약후보물질 개발이 쉽지 않는 상황에서 보유하고 있는 거대 제품의 특허만료가 가까워지면서 특허절벽의 시대를 맞고 있다. 신약후보물질의 가치 증가보다 영업가치 감소 리스크가 더 큰 상황이다. 따라서 성숙기에 진입한 다국적 제약사의 특성과 함께 주가 밸류에이션에서 Multiple 이 낮을 수밖에 없다. 그러나 한국 제약사의 경우는 금년 주요 제약사의 매출액이 8 억달러에 불과하다. 지금 한국 제약사는 해외시장 진출의 문턱에 들어선 것으로 판단하여 성장기에 진입한 것으로 평가되고 특히 신약 pipe line 가치가 본격적으로 증가하는 시기에 들어섰다. 해외시장에 대한 진출 가능성도 과거보다 크게 높아지고 있다. 국내 1 위 제약사의 매출규모가 1 조원에 불과한 상황이고 오리지날 의약품이 없어 특허절벽에 대한 우려도 없다. 글로벌 신약개발에 성공하거나 해외진출에 안착할 경우 성장모멘텀이 큰 상황이다. 당연히 주가 밸류에이션에서 Multiple 이 높은 것이 이상하지 않다고 생각한다. 이러한 논리에서 **한국 제약사는 향후에도 고 PER 시대가 지속될 것으로** 전망한다.

<그림 15> 신약개발로 제약사의 글로벌화 진행시기는 고PER 시대



*자료: SK 증권

나. 한국 제약주 역사와 전망

한국 제약사의 주가상승 국면을 단계별로 나누어보자면 다음과 같다.

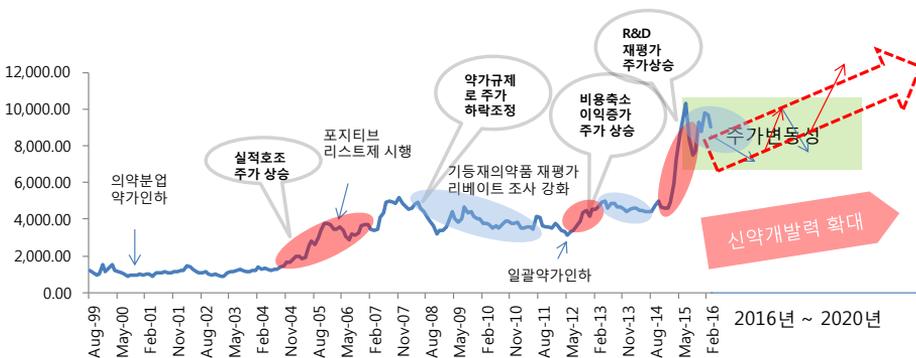
2000년 8월의 의약분업 이전이다. 1990년까지는 제약사의 수익구조가 매우 열악하여 적자가 나는 경우가 허다했다. 87년 물질특허 도입으로 90년대까지 각 제약사의 특허등록 이슈가 주가에 중요한 모멘텀이 되기도 했다. 특허등록 뉴스로 주가가 상승하기도 했지만 영업부진으로 기업가치에 변화가 없기 때문에 주가는 항상 제자리로 돌아왔다. 제약주에 대한 신뢰도는 매우 낮아 일부 작전주로 인식되기도 했다.

의약분업 이후 기업가치 상승과 정부규제 시기이다. 의약분업 이후에 ETC 부문이 고성장하면서 제약사의 영업실적이 대폭 개선되었다. 2000년 이후 2008년까지 주요 제약주가는 평균 10배 내외 상승했다. 그러나 건강보험재정의 대규모 적자로 정부의 규제가 강화되었다. 2006년의 포지티브 리스트제도, 2008년부터 2012년까지 4년간 기등재의약품 재평가 이슈 등이 제약사 실적을 압박하며 제약주도 장기간 하락했다.

약가인하 이후 주가 회복과 신약가치 반영으로 제약주 큰 폭 상승기이다. 2012년 4월에 14%의 약가인하 이후에 제약사의 비용감소(리베이트비용, 도입약가 재조정 등)로 1년만에 이익이 약가인하 이전의 70~80% 수준으로 회복하자 주가는 저점대비 3~5배 상승했다. 2015년 3월부터 한미약품이 다국적 제약사에 대규모 기술수출 성공으로 같은 해 7월까지 주가가 대폭 상승했고 주요 제약사 주가도 동반 상승했다.

큰 폭의 변동성 장세이나 장기 트렌드는 상승할 것이다. 2015년 하반기부터 미국의 나스닥 바이오주 조정과 함께 제약/바이오주 버블론이 일면서 큰 폭의 조정기를 거치고 있다. 주요 제약사들이 신약가치와 수출시장 진출 잠재력으로 기업가치가 상승할 전망이어서 주가도 추세로는 상승할 수 있을 것으로 전망한다. 다만 신약가치 추정의 불확실성으로 주가 변동성은 확대될 것이다.

<그림 16> 제약주 시대별 상승국면 구분



*자료:SK 증권

9. 제약사업 성장전략별 유망 제약주

각 사업별 유망 제약주

한국의 일부 제약사들이 이제 글로벌 시장의 문턱에 진입한 것으로 평가할 수 있다. 한국 제약사의 성장은 5 가지 그룹으로 나누어서 평가해 보았다.

가. 신약개발로 기업가치가 성장하는 제약사이다. 여기에는 **한미약품, 동아에스티**, 종근당을 추천한다.

나. 해외 사업을 추진하여 글로벌 제약사로 도약하는 제약사이다. 여기에는 혈액제제 사업 투자로 글로벌 제약사로 발전하려는 **녹십자홀딩스(녹십자)**이다.

다. 한국형 신약으로 세계시장을 진출하는 제약사이다. 국내시장을 선점한 후에 임상 데이터를 바탕으로 이머징국가로 진출하고 장기적으로 선진국 시장 진출을 추진하고 있는 제약사로 **보령제약과 LG생명과학**을 선정한다.

라. 개량신약으로 이머징 마켓에 진출하는 제약사이다. 개량신약으로 한국시장에서 매출을 늘리고 이머징 마켓에 진출하려는 제약사로 **유나이티드제약**이 유망하다.

마. 다양한 사업을 성공시켜 사업역량에서 경쟁력이 있는 제약사이다. 휴온스, **동국제약** 등은 신규 사업을 성공시키는 추진력과 사업역량이 뛰어난 제약사로 평가한다.

<표 18> 제약 사업구도별 유망 종목

구분	제약사명	내용
글로벌	한미약품	2015년 6건의 대형 기술수출
신약개발	동아에스티	시백스트로 출시, 글로벌 임상 후보물질 다수
	종근당	R&D 부문 강화 중
해외사업	녹십자	혈액제제사업 중국및 캐나다 투자, 글로벌 제약사 추진
한국형 신약	보령제약	카나브로 국내 매출확보, 해외 수출 증가 전망
	LG생명과학	제미글로, 이브아르 등 국내 매출 증가 해외 수출 증가 전망
개량신약	유나이티드제약	실로스틴CR 등으로 국내 매출 증가, 수출계약 체결
사업역량	휴온스	자회사를 통한 신규사업 성공
	동국제약	다양한 ETC 및 OTC 품목 사업화 성공. 화장품 사업 진출

자료: SK 증권

Company Analysis

| 개별기업분석

한미약품(128940/KS)

시스템/인프라 구축, 추가 신약개발 가능

매수(유지)

T.P 1,000,000 원(유지)

Analyst

하태기

tgha@sk.com

02-3773-8872

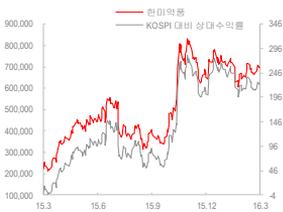
Company Data

자본금	244 억원
발행주식수	1,044 만주
자사주	0 만주
액면가	2,500 원
시가총액	73,046 억원
주요주주	
한미사이언스(외2)	41.37%
신동국(외1)	9.12%
외국인지분률	11.00%
배당수익률	0.30%

Stock Data

주가(16/03/24)	700,000 원
KOSPI	1995.12 pt
52주 Beta	1.38
52주 최고가	831,482 원
52주 최저가	214,006 원
60일 평균 거래대금	751 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	8.9%	4.4%
6개월	72.9%	68.5%
12개월	224.1%	230.9%

한미약품은 신약개발부문에 있어 한국 제약사가 나갈 방향을 정립했다. 2015 년 6 건의 대형 기술수출을 성사시켰다. 기존에 구축한 R&D 인프라로 향후 새로운 신약개발도 가능할 것으로 판단한다. 2016년에는 미인식 계약금의 매출계상, 유입될 마일스톤의 매출인식 등이 기대된다. 또한 신규 기술수출 가능성이 있고, 기존 Pipe line의 임상 진전 뉴스가 주가상승 모멘텀으로 작용할 전망이다

한미약품의 기술수출은 전략적인 신약개발의 결실로 평가

집중적이고 **전략적으로 가장 짧은 기간에 글로벌 신약 pipe line 을 효율적으로 개발**하는 성공을 거두었다. 2015년 동안 6건의 대규모 신약 Pipe line 기술수출은 오랫동안 축적된 경험에서 나온 것이며 미래에도 유효할 것이다.

구축된 R&D 인프라에서 추가적인 Pipe line 개발 가능할 전망

기술수출된 신약 Pipe line 가치평가는 제한된 정보와 가정들에 의해 많은 불확실성이 개입될 수 있다고 생각한다. 그러나 동사가 구축한 R&D 인프라와 연구인력, 신약개발 경험과 노하우로 **새로운 신약 Pipe line 은 추가될 수 있다는 점을 감안하면 동사의 기업가치평가를 좀더 긍정적으로 제시할 수 있을 것이다.** 또한 아직 미 수출된 Pipe line 이 있으며 수출된 Pipe line 도 중국시장에 추가적인 기술수출이나 관련계약 등이 가능한 상황이다. 기존 Pipe line 의 임상 진전, 마일스톤 유입뉴스도 주가상승 모멘텀으로 작용할 것이다.

오픈 이노베이션 등으로 효율적인 신약개발 추진

한미약품은 국내외 산학연과 연계해서 면역질환, 대사성질환, 소아질환 등의 신약개발 전략을 발표했다. 실제 바이오벤처 지분투자 등으로 공동연구 계약을 체결한 바 있다. 신약개발의 효율성을 높이는 적절한 전략으로 평가한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	7,301	7,613	13,175	12,234	11,808	12,642
yoy	%	8.3	4.3	73.1	-7.2	-3.5	7.1
영업이익	억원	619	345	2,118	1,835	1,771	1,896
yoy	%	28.6	-44.3	514.8	-13.4	-3.5	7.1
EBITDA	억원	890	598	2,619	2,424	2,329	2,391
세전이익	억원	548	365	2,096	1,740	1,687	1,821
순이익(지배주주)	억원	439	355	1,544	1,342	1,269	1,377
영업이익률%	%	8.5	4.5	16.1	15.0	15.0	15.0
EBITDA%	%	12.2	7.9	19.9	19.8	19.7	18.9
순이익률	%	6.9	5.7	12.3	11.4	11.4	11.5
EPS	원	4,559	3,432	14,800	14,463	13,677	13,195
PER	배	22.3	29.2	49.2	48.1	50.9	52.8
PBR	배	2.4	2.0	11.3	8.3	7.3	7.3
EV/EBITDA	배	14.6	21.8	30.1	30.5	31.2	29.9
ROE	%	11.4	7.6	25.7	18.4	15.2	14.6
순차입금	억원	1,712	1,743	1,851	315	-1,010	-2,352
부채비율	%	90.3	75.4	131.3	109.8	95.7	88.7

신약개발 임상진행 뉴스 지속

금년에는 호중구감소증 치료제 Eflapegrastim 이 다국적 임상 3 상에 대해 승인을 받았고, 유방암 치료제 Poziotinib 도 미국 FDA 임상 2 상에 진입했다. 또한 3 월에는 지속형 플랫폼 기술인 랩스커버리를 기반으로 개발한 성장호르몬 치료제의 임상 2 상 완료 뉴스가 보도되었다.

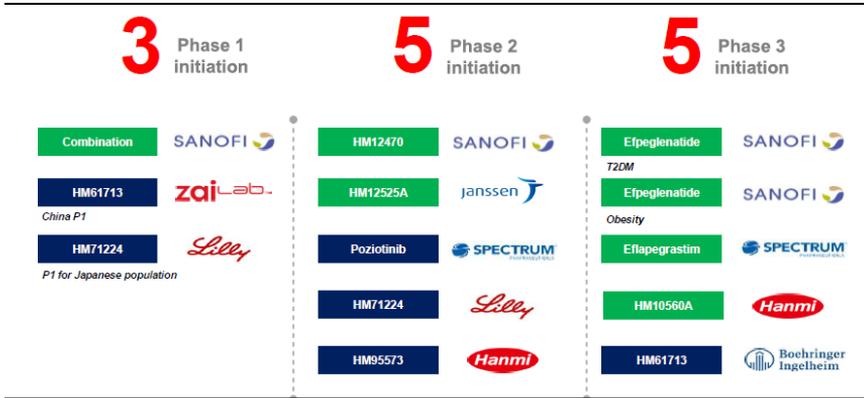
영업상황은 호조, 향후 계약금 매출 인식은 감소, 마일스톤은 증가 구조

한미약품의 실적구조를 보면 제품매출의 안정적인 성장과 최근 상품판매 가세를 통한 성장성 제고, 북경한미의 상대적 고성장 등으로 영업상황은 호조를 보일 전망이다. 여기에 기술수출 계약금(사노피 계약금, 작년 미반영분 약 2,500 억원 내외)이 2016 년에 매출로 인식되고 임상 진전에 따른 마일스톤 수익이 매출로 계상될 것이다. 따라서 제품과 상품매출은 안정적으로 성장하고, 기술수출 로열티 수입은 실적 변동성을 확대할 요인이다. 2015 년대비 2016 년은 계약금 매출액 인식은 감소하고 2017 년 이후에는 그 공백을 마일스톤 매출액이 증가하며 채우게 될 것이다.

한미약품 신약 Pipe line 기술수출 내용

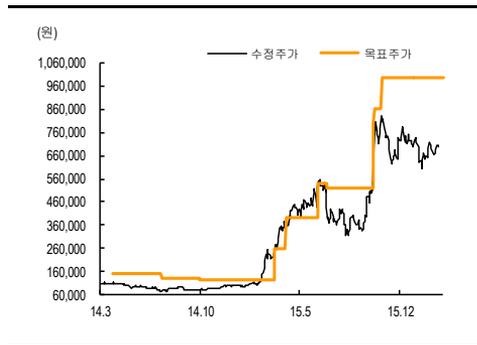
Pipe line	적응증	파트너사	계약내용	비고	계약시기
Poziotinib	다중표적 항암신약	스펙트럼사	내용 비공개	한국 중국 제외 전세계 판권부여	2015.3
HM71224	면역질환 치료제 (BTK 저해제)	릴리	6억 9천만달러, 두자리 런닝로열티 (계약금 5천만달러 포함)	한국 중국 제외 전세계 판권부여	2015.3
HM61713	내성표적항암제	베링거인겔하임	7억 3천만달러, 두자리 런닝로열티 (계약금 5천만달러 포함)	한국 중국 제외 전세계 판권부여	2015.7
Efpeglenatide	당뇨신약	사노피	39억유로, 두자리 런닝로열티 (계약금 4억유로 포함)	전세계 시장 독점권 부여 한국 중국시장은 공동 상업화	2015.11
LAPS-Insulin115					
LAPS-Insulin Combo					
HM12525A	당뇨-비만치료제	얀센	9억 5백만달러, 두자리 런닝로열티 (계약금 1억 5백만달러 포함)	한국 중국 제외 전세계 판권부여	2015.11
HM61713	내성표적 폐암신약	ZAI	9천 2백만달러, 두자리 런닝로열티 (계약금 7백만달러 포함)	중국시장 판권부여	2015.11

자료: 한미약품, SK 증권



자료: SK 증권

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.03.29	매수	1,000,000원
	2015.11.23	매수	1,000,000원
	2015.11.09	매수	860,000원
	2015.11.06	매수	800,000원
	2015.10.28	매수	520,000원
	2015.10.05	매수	520,000원
	2015.08.17	매수	520,000원
	2015.07.30	매수	520,000원
	2015.07.10	매수	540,000원
	2015.05.04	매수	395,000원
	2015.04.15	매수	260,000원
	2015.04.08	매수	260,000원
	2014.10.31	매수	120,000원



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 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 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 3월 29일 기준)

매수	95.21%	중립	4.79%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
유동자산	4,518	5,377	11,451	12,329	13,343
현금및현금성자산	693	525	1,383	2,949	4,274
매출채권및기타채권	2,212	2,903	7,846	7,285	7,032
재고자산	1,058	1,331	1,581	1,468	1,417
비유동자산	4,291	4,956	5,775	5,665	5,594
장기금융자산	663	492	423	423	423
유형자산	2,594	3,279	4,157	4,093	4,053
무형자산	800	879	672	637	612
자산총계	8,809	10,333	17,226	17,994	18,937
유동부채	2,339	1,824	6,736	6,328	6,144
단기금융부채	1,278	469	1,032	1,032	1,032
매입채무 및 기타채무	643	978	2,246	2,085	2,013
장기충당부채	42	66	226	209	202
비유동부채	1,841	2,617	3,042	3,091	3,115
장기금융부채	1,531	2,254	2,644	2,674	2,674
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	91	89	113	105	101
부채총계	4,180	4,441	9,778	9,419	9,259
지배주주지분	4,094	5,275	6,749	7,822	8,840
자본금	207	244	256	256	256
자본잉여금	3,283	4,190	4,178	4,178	4,178
기타자본구성요소	-12	-17	-22	-22	-22
자기주식	-12	-17	-22	-22	-22
이익잉여금	499	797	2,281	3,419	4,503
비지배주주지분	535	618	699	753	838
자본총계	4,629	5,892	7,448	8,575	9,678
부채외자본총계	8,809	10,333	17,226	17,994	18,937

현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
영업활동현금흐름	979	-230	1,167	2,359	2,119
당기순이익(손실)	505	433	1,621	1,392	1,349
비현금성항목등	534	334	1,191	1,032	979
유형자산감가상각비	250	232	268	414	391
무형자산상각비	21	22	233	175	167
기타	93	-1	140	-37	-37
운전자본감소(증가)	-24	-937	-1,143	283	128
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-45	-676	-4,920	561	253
재고자산감소(증가)	111	-270	-248	113	51
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-79	144	32	-161	-73
기타	-11	-135	3,993	-230	-104
법인세납부	-37	-61	-502	-348	-337
투자활동현금흐름	-293	-657	-1,154	-478	-466
금융자산감소(증가)	-15	101	164	0	0
유형자산감소(증가)	-223	-685	-1,194	-350	-350
무형자산감소(증가)	-83	-108	-141	-141	-141
기타	28	35	17	13	24
재무활동현금흐름	-531	718	806	-316	-328
단기금융부채증가(감소)	-1,059	-980	-94	0	0
장기금융부채증가(감소)	687	889	1,043	30	0
자본의증가(감소)	-3	938	-4	0	0
배당금의 지급	0	0	0	-205	-186
기타	-156	-129	-139	-141	-142
현금의 증가(감소)	141	-168	859	1,566	1,325
기초현금	552	693	525	1,383	2,949
기말현금	693	525	1,383	2,949	4,274
FCF	591	-736	-186	1,849	1,611

자료 : 한미약품, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
매출액	7,301	7,613	13,175	12,234	11,808
매출원가	3,137	3,388	3,983	3,792	3,661
매출총이익	4,165	4,225	9,193	8,441	8,148
매출총이익률 (%)	57.0	55.5	69.8	69.0	69.0
판매비와관리비	3,546	3,881	7,075	6,606	6,376
영업이익	619	345	2,118	1,835	1,771
영업이익률 (%)	8.5	4.5	16.1	15.0	15.0
비영업손익	-71	20	-22	-95	-85
순금융비용	121	85	113	128	118
외환관련손익	-3	14	46	-4	-4
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	548	365	2,096	1,740	1,687
세전계속사업이익률 (%)	7.5	4.8	15.9	14.2	14.3
계속사업법인세	43	-68	475	348	337
계속사업이익	505	433	1,621	1,392	1,349
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	505	433	1,621	1,392	1,349
순이익률 (%)	6.9	5.7	12.3	11.4	11.4
지배주주	439	355	1,544	1,342	1,269
지배주주귀속 순이익률(%)	6.02	4.66	11.72	10.97	10.75
비지배주주	66	78	76	50	80
총포괄이익	539	325	1,560	1,331	1,288
지배주주	473	243	1,479	1,277	1,204
비지배주주	66	83	81	55	85
EBITDA	890	598	2,619	2,424	2,329

주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
성장성 (%)					
매출액	8.3	4.3	73.1	-7.2	-3.5
영업이익	28.6	-44.3	514.8	-13.4	-3.5
세전계속사업이익	70.3	-33.5	474.8	-17.0	-3.1
EBITDA	9.0	-32.8	337.7	-7.5	-3.9
EPS(계속사업)	94.1	-24.7	331.2	-2.3	-5.4
수익성 (%)					
ROE	11.4	7.6	25.7	18.4	15.2
ROA	5.9	4.5	11.8	7.9	7.3
EBITDA마진	12.2	7.9	19.9	19.8	19.7
안정성 (%)					
유동비율	193.2	294.9	170.0	194.8	217.2
부채비율	90.3	75.4	131.3	109.8	95.7
순차입금/자기자본	37.0	29.6	24.9	3.7	-10.4
EBITDA/이자비용(배)	6.0	5.0	21.4	17.2	16.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	4,559	3,432	14,800	14,463	13,677
BPS	42,479	50,547	64,680	84,275	95,246
CFPS	7,369	5,887	19,604	20,808	19,681
주당 현금배당금	0	0	2,000	2,000	2,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	34.4	37.8	56.2	54.1	57.3
PER(최저)	21.6	21.9	6.4	42.0	44.4
PBR(최고)	3.7	2.6	12.9	9.3	8.2
PBR(최저)	2.3	1.5	1.5	7.2	6.4
PCR	13.8	17.0	37.1	33.5	35.4
EV/EBITDA(최고)	19.5	26.8	34.2	34.3	35.1
EV/EBITDA(최저)	13.3	17.5	4.8	26.7	27.2

동아에스티(170900/KS)

영업실적 회복과 신약 Pipe line 강화

매수(유지)

T.P 180,000 원(유지)

Analyst

하태기

tgha@sk.com

02-3773-8872

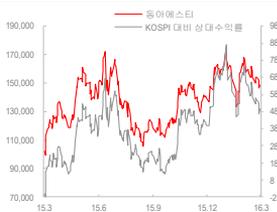
Company Data

자본금	385 억원
발행주식수	833 만주
자사주	0 만주
액면가	5,000 원
시가총액	12,374 억원
주요주주	
강정석(외36)	40.77%
국민연금공단	10.14%
외국인지분률	24.80%
배당수익률	0.70%

Stock Data

주가(16/03/25)	148,500 원
KOSPI	1985.97 pt
52주 Beta	1.35
52주 최고가	175,000 원
52주 최저가	99,100 원
60일 평균 거래대금	132 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-8.3%	-11.7%
6개월	24.8%	22.3%
12개월	45.6%	49.6%

글로벌 신약개발 경험을 바탕으로 향후 신약 창출이 유리한 제약사로 평가한다. 2016년부터 영업실적도 뚜렷하게 개선될 전망이다여서 R&D 투자도 더 적극적으로 할 수 있을 것이다. 현재 보유 중인 글로벌 임상 Pipe line의 임상이 추가적으로 진행되고, 전임상에 있는 당뇨병치료제, 항생제, 항암제, 그리고 파킨슨치료제가 임상 1 상에 진입하면 기업가치가 크게 상승하는 시나리오도 가능하다.

연간 매출 다시 성장으로 방향 전환할 것

오랫동안의 ETC 매출에 대한 조정을 마무리 하고 2016년부터 본격 실적 턴어라운드를 보일 전망이다. 스티렌의 특허만료에 따른 약가인하 이슈가 있지만 스티렌 개량신약 출시, 슈가논과 테리본의 매출가세, 아셀렉스, 바라클 등의 신제품 출시, 수출증가로 영업실적 개선이 가능할 것이다

R&D 부문 본격 강화할 전망

실적부진에 따라 R&D 부문에서도 투자가 다소 위축되었으나 점차 활력을 찾을 전망이다. R&D 비용(동아쏘시오홀딩스+ 동아에스티) 추이를 보면 2013년에 859 억원이고 2015년에는 950 억원 내외로 추정되어 완만한 증가추세를 보였다. 이는 ETC 매출성장 정체와 비용절감 효과가 영향을 미친 것으로 추정한다. 그러나 2016년부터는 적극적인 R&D 투자가 가능할 것으로 전망한다.

글로벌 신약개발 경험으로 글로벌 스타프로젝트 추진

시백스트로 개발 등 글로벌 신약개발 경험과 당뇨병성신경병증 치료제 등 다양한 신약 Pipe line 을 보유하고 있어 상업성 있는 글로벌 신약개발에 큰 자산이 될 것이다. R&D 부문은 항생제, 대사 내분비, 항암제, CNS 분야를 중점 연구분야로 선정하고 있다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	4,958	5,681	5,679	6,076	6,777	7,564
yoy	%	0.0	14.6	0.0	7.0	11.6	11.6
영업이익	억원	394	482	543	565	644	719
yoy	%	0.0	22.3	12.8	4.0	14.0	11.6
EBITDA	억원	596	726	776	812	889	938
세전이익	억원	173	442	630	496	576	653
순이익(지배주주)	억원	-653	343	480	377	439	497
영업이익률%	%	8.0	8.5	9.6	9.3	9.5	9.5
EBITDA%	%	12.0	12.8	13.7	13.4	13.1	12.4
순이익률	%	-13.2	6.0	8.4	6.2	6.5	6.6
EPS	원	-8,611	4,452	6,109	4,538	5,278	5,980
PER	배	N/A	20.6	24.1	32.7	28.1	24.8
PBR	배	1.7	1.5	2.1	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	배	16.2	12.0	16.4	16.0	14.3	13.0
ROE	%	-14.9	7.4	9.2	6.7	7.3	7.9
순차입금	억원	2,231	1,511	743	424	118	-397
부채비율	%	110.7	121.4	92.1	89.1	87.5	85.1

잘 갖춰진 신약개발 인프라

동아쏘시오그룹은 4 개의 신약관련 연구소를 두고 있고 전체 연구인력(스텝포함)은 약 300 명 내외이다. 먼저 동아쏘시오홀딩스 산하에 혁신신약연구소와 바이오텍연구소가 있는데 합쳐서 약 100 명의 연구인력 및 스텝이 있다. 역할은 기초연구와 바이오신약연구를 담당하고 있다. 동아에스티 소속으로 신약연구소와 제품개발연구소가 있는데 약 200 명의 연구인력과 스텝이 있다. 신약개발을 위한 상업화(임상 등) 단계를 맡고 있다. 업계 최상위 R&D 인프라를 갖추고 있다.

천연물 제제 임상 3 상 승인여부 주목, 임상진입 Pipe line 증가

동아에스티가 개발한 수피항생제 시벡스트로는 미국 큐비스트(80 억달러에 머크에 M&A 됨)에 인수된 트리어스 테라퓨틱스에 L/O 되어 피부연조직 감염 적응증으로 FDA 허가를 받아 미국에서 처방되고 있다. 금년에는 유럽처방이 본격화 될 것이다. 특히 2017 년에 시장이 큰 폐렴적응증이 추가되면 매출증가가 기대되고 있다. 또한 천연물신약 당뇨병성신경병증 치료제 DA9801 도 미국 임상 2 상을 마무리하고 임상 3 상을 추진하고 있다. 아직 FDA 임상 3 상 허가를 받은 상태가 아니지만 만약 임상 허가를 받는다면 글로벌 당뇨병성신경병증 치료제 시장이 크기 때문에 Pipe line 가치가 크게 상승할 가능성이 있다. 전임상 과정에 있는 많은 후보물질 중에서 **당뇨병 치료제, 신규 항생제(그람 음성 내성균타겟, 수피항생제), 3 세대 항암면역치료제, 알츠하이머와 파킨슨병 치료제 등이 향후 임상으로 넘어지면 기업가치 상승으로 연결 될 시나리오도 생각해 볼 수 있다.**

이머징 마켓 중심으로 수출증가 전망

동사는 이머징 마켓 중심으로 수출규모가 국내 제약사중에서 최상위권이다. 연간 수출액은 2015 년에 18.5% 증가한 1,330 억원을 기록했다. 주력 수출품목은 박카스 비중이 높다. 캄보디아 중심으로 2015 년에 39.1% 증가한 517 억원이다. 2016 년에도 캄보디아 인근국가로 지역을 확대하여 매출을 늘릴 계획이다. 결핵치료제 수출비중이 높는데 2014 년에는 새롭게 중국 쑤저우시노와 5 년간 최소 250 억 원 규모의 크로세린 공급계약을 체결하기도 했다. 인성장호르몬(브라질), 신성빈혈치료제(터키)가 수출되고 있다. 특히 인성장호르몬은 생산 정상화로 금년 매출 증가가 기대된다.

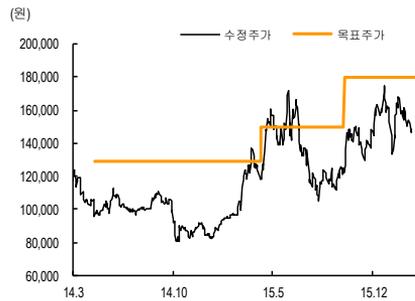
분기별 요약 영업이익

12월결산 (억원)	2015				2016E			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE
매출액	1,395	1,393	1,491	1,401	1,475	1,485	1,609	1,507
영업이익	128	156	157	103	128	156	160	121
세전이익	116	153	157	203	108	139	147	103
순이익	87	121	108	163	82	106	112	78
YoY (%)								
매출액	-3.2	-5.8	11.8	-1.9	5.7	6.6	7.9	7.6
영업이익	16.2	37.7	13.7	-14.8	0.1	0.3	1.9	17.4
세전이익	14.5	88.7	14.0	67.6	-7.6	-9.6	-6.5	-49.4
순이익	16.0	95.7	2.8	61.8	-5.7	-13.0	3.5	-52.1

자료 SK 증권
주: 연결기준

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.03.29	매수	180,000원
2016.02.05	매수	180,000원
2015.11.17	매수	180,000원
2015.11.02	매수	180,000원
2015.10.15	매수	150,000원
2015.10.05	매수	150,000원
2015.05.08	매수	150,000원
2015.04.15	매수	129,000원
2015.02.07	매수	129,000원
2014.11.13	매수	129,000원
2014.07.30	매수	129,000원
2014.05.28	매수	129,000원
2014.05.15	매수	129,000원



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 (2016년 3월 29일 기준)

매수	95.21%	중립	4.79%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
유동자산	3,252	4,755	5,191	5,748	6,336
현금및현금성자산	1,157	2,816	2,954	3,273	3,579
매출채권및기타채권	1,002	904	1,254	1,426	1,591
재고자산	916	846	931	996	1,111
비유동자산	6,005	6,025	5,400	5,275	5,152
장기금융자산	173	101	169	169	169
유형자산	4,410	4,568	4,070	4,040	4,013
무형자산	110	115	170	189	206
자산총계	9,258	10,780	10,590	11,023	11,489
유동부채	1,699	2,222	2,366	2,430	2,544
단기금융부채	816	1,279	1,445	1,445	1,445
매입채무 및 기타채무	585	535	553	591	659
단기충당부채	47	50	38	41	46
비유동부채	3,165	3,690	2,712	2,762	2,818
장기금융부채	2,709	3,214	2,283	2,283	2,283
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	4,863	5,911	5,077	5,192	5,362
지배주주지분	4,394	4,868	5,513	5,831	6,127
자본금	368	385	402	402	402
자본잉여금	2,785	2,274	2,540	2,540	2,540
기타자본구성요소	-6	-6	-6	-6	-6
자기주식	-6	-6	-6	-6	-6
이익잉여금	-593	397	967	1,345	1,700
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	4,394	4,868	5,513	5,831	6,127
부채외자본총계	9,258	10,780	10,590	11,023	11,489

현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
영업활동현금흐름	-145	832	436	560	629
당기순이익(손실)	-653	343	480	377	439
비현금성항목등	1,147	470	488	434	450
유형자산감가상각비	198	237	222	230	227
무형자산상각비	4	7	11	17	18
기타	46	50	51	-43	-43
운전자본감소(증가)	159	123	-406	-153	-142
매출채권및기타채권의 감소(증가)	50	104	-101	-172	-165
재고자산감소(증가)	67	58	-134	-65	-115
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	82	-51	32	39	68
기타	-40	13	-204	45	69
법인세납부	-798	-104	-126	-98	-117
투자활동현금흐름	-492	-230	308	-102	-100
금융자산감소(증가)	98	40	193	0	0
유형자산감소(증가)	-314	-286	-273	-200	-200
무형자산감소(증가)	-20	-12	-35	-35	-35
기타	-256	27	423	133	135
재무활동현금흐름	-139	1,010	-704	-139	-223
단기금융부채증가(감소)	-556	-1	-790	0	0
장기금융부채증가(감소)	512	1,100	-43	0	0
자본의증가(감소)	-6	0	283	0	0
배당금의 지급	0	-18	-58	0	-83
기타	-89	-70	-96	-139	-139
현금의 증가(감소)	-795	1,658	138	319	306
기초현금	1,953	1,157	2,816	2,954	3,273
기말현금	1,157	2,816	2,954	3,273	3,579
FCF	-2,615	609	-147	273	342

자료 : 동아에스티, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
매출액	4,958	5,681	5,679	6,076	6,777
매출원가	2,338	2,640	2,738	2,947	3,287
매출총이익	2,620	3,041	2,941	3,129	3,490
매출총이익률 (%)	52.8	53.5	51.8	51.5	51.5
판매비와관리비	2,226	2,559	2,398	2,564	2,847
영업이익	394	482	543	565	644
영업이익률 (%)	8.0	8.5	9.6	9.3	9.5
비영업손익	-221	-40	86	-70	-68
순금융비용	92	114	135	120	118
외환관련손익	18	36	85	8	8
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	173	442	630	496	576
세전계속사업이익률 (%)	3.5	7.8	11.1	8.2	8.5
계속사업법인세	826	99	150	118	137
계속사업이익	-653	343	480	377	439
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-653	343	480	377	439
순이익률 (%)	-13.2	6.0	8.4	6.2	6.5
지배주주	-653	343	480	377	439
지배주주귀속 순이익률(%)	-13.17	6.04	8.44	6.21	6.48
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	-591	272	420	318	379
지배주주	-591	272	420	318	379
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	596	726	776	812	889

주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
성장성 (%)					
매출액	0.0	14.6	0.0	7.0	11.6
영업이익	0.0	22.3	12.8	4.0	14.0
세전계속사업이익	0.0	154.8	42.6	-21.3	16.3
EBITDA	0.0	21.8	6.9	4.6	9.5
EPS(계속사업)	0.0	흑전	37.2	-25.7	16.3
수익성 (%)					
ROE	-14.9	7.4	9.2	6.7	7.3
ROA	-7.1	3.4	4.5	3.5	3.9
EBITDA마진	12.0	12.8	13.7	13.4	13.1
안정성 (%)					
유동비율	191.5	214.0	219.4	236.5	249.1
부채비율	110.7	121.4	92.1	89.1	87.5
순차입금/자기자본	50.8	31.0	13.5	7.3	1.9
EBITDA/이자비용(배)	5.1	5.2	5.1	5.8	6.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-8,611	4,452	6,109	4,538	5,278
BPS	57,051	63,209	68,603	69,974	73,527
CFPS	-5,950	7,619	9,069	7,504	8,222
주당 현금배당금	250	750	1,000	1,000	1,000
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	28.2	28.2	38.6	33.2
PER(최저)	N/A	18.1	13.5	29.3	25.2
PBR(최고)	3.1	2.0	2.5	2.5	2.4
PBR(최저)	1.7	1.3	1.2	1.9	1.8
PCR	-16.7	12.0	16.2	19.8	18.1
EV/EBITDA(최고)	24.8	15.0	18.7	18.3	16.4
EV/EBITDA(최저)	16.1	10.8	9.3	14.1	12.6

녹십자(006280/KS)

글로벌 제약사 지향, 바이오투자 확대

매수(유지)

T.P 250,000 원(유지)

Analyst

하태기

tgha@sk.com

02-3773-8872

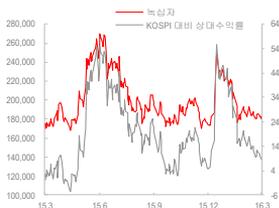
Company Data

자본금	584 억원
발행주식수	1,169 만주
자사주	12 만주
액면가	5,000 원
시가총액	21,036 억원
주요주주	
녹십자홀딩스	52.66%
국민연금공단	9.93%
외국인지분률	23.90%
배당수익률	1.00%

Stock Data

주가(16/03/25)	180,000 원
KOSPI	1985.97 pt
52주 Beta	1.30
52주 최고가	270,000 원
52주 최저가	167,500 원
60일 평균 거래대금	168 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-3.5%	-7.1%
6개월	-7.9%	-9.7%
12개월	5.6%	8.5%

녹십자는 밖으로는 혈액제제 부문에서 글로벌 제약사를 지향하고 있으며 안으로는 면역세포치료제 중심으로 바이오사업에 투자하고 있다. R&D 인프라가 국내 최상위 수준이며 금년 주총에서 R&D 투자를 확대, 글로벌 선진 제약사로 도약한다는 의지를 밝혔다. 2016년 매출은 10% 성장하지만 R&D 비용 증가로 영업이익의 성장 정체가 불가피한데 미래 성장의 기회비용으로 해석할 필요가 있다.

글로벌 혈액제제 제약사 지향

녹십자와 녹십자홀딩스는 국내 최초로 글로벌 제약사로 도약하는 장기 프로젝트를 추진 중이다. 지주사가 관할하는 중국 혈액제제사업은 현재 생산과 유통 중이며, 2019년부터는 캐나다 혈액공장(100만리터) 가동을 목표로 관련 사업을 진행 중이다. 2019년 글로벌 녹십자의 혈액생산 능력은 250~300만리터가 되는데 현재 기준 글로벌 5위 그룹권에 속하게 된다.

R&D 투자 확대로 단기 이익성장 정체는 기회비용으로 해석해야

녹십자그룹의 R&D 인프라는 백신과 기초연구를 하는 목암생명공학연구소, R&D 센터가 있다. 연구/스텝인력은 350명 내외이다. 여기에다 본사부지에 녹십자 셀센터와 짓고 있다. 셀센터에 함께 입주시키는 바이오 자회사는 R&D 인력 비중이 높다. **금년 녹십자그룹 주총에서 R&D 투자 확대로 글로벌 선진 제약사로 도약한다는 약속을 발표한 바 있다.**

성장 잠재력 있는 바이오 자회사 보유

녹십자는 녹십자셀, 녹십자랩셀, 녹십자MS, 녹십자지놈 등 바이오 자회사를 많이 두고 있다. 이들 바이오 자회사의 미래 성장 잠재력이 큰 것으로 평가하고 녹십자가 보유한 자회사 가치는 계속 상승할 것으로 전망한다. **참고로 자회사**

중에서 녹십자랩셀은 금년에 IPO를 추진하고 있다.
영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	8,882	9,753	10,478	11,547	12,584	13,758
yoy	%	9.4	9.8	7.4	10.2	9.0	9.3
영업이익	억원	788	970	917	924	969	1,059
yoy	%	6.0	23.0	-5.5	0.8	4.9	9.3
EBITDA	억원	972	1,205	1,201	1,256	1,323	1,399
세전이익	억원	910	1,167	1,289	1,008	1,054	1,143
순이익(지배주주)	억원	701	839	950	779	815	884
영업이익률%	%	8.9	9.9	8.8	8.0	7.7	7.7
EBITDA%	%	11.0	12.4	11.5	10.9	10.5	10.2
순이익률	%	8.1	8.9	9.1	6.8	6.5	6.5
EPS	원	6,201	7,183	8,126	6,668	6,974	7,568
PER	배	20.1	19.1	22.5	27.0	25.8	23.8
PBR	배	1.8	1.8	2.2	2.1	2.0	1.9
EV/EBITDA	배	15.4	14.3	18.5	17.4	16.6	15.5
ROE	%	9.4	9.8	10.3	7.9	7.8	8.0
순차입금	억원	12	684	263	200	370	35
부채비율	%	31.6	44.5	41.8	41.9	42.5	43.1

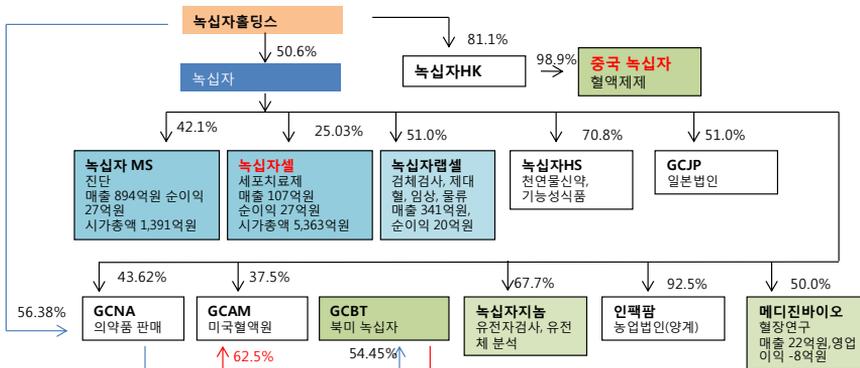
글로벌 혈액제제사로 도약 추진 중

녹십자그룹은 글로벌 제약사로 도약하는 장기 프로젝트를 추진 중이다. 한국 제약사 중에서 글로벌 생산기지를 구축하고 원료와 유통까지 담당하는 제약사로는 처음이다. 이미 중국에는 혈액제제 생산과 유통을 합쳐 약 600 억원대의 매출이 발생하고 있으며 2019 년부터는 캐나다 혈액공장 가동으로 북미시장 진출의 큰 꿈을 그리고 있다. 캐나다 퀘백주로부터 약 240 억원의 지원을 받고 전체 약 1,800 억원(국민연금 700)을 투자하여 2019 년까지 공장을 가동할 계획이다. 혈액원료 공급은 퀘백주에서 일정 부분 공급 받고, 미국에서 2017 년까지 자체 혈액원을 30 곳까지 설립하여 연간 100 만리터를 확보한다는 계획이다. 북미시장에서 향후 주요 생산제품으로 자리잡을 IVIG-sn 은 미국 FDA 임상을 완료했고, 2015 년에 신약승인 허가 신청을 완료한 상태이다. 혈우병치료제도 글로벌 임상 3 상을 진행하고 있어 글로벌 제품으로 출시될 수 있을 것이다. 녹십자의 글로벌 사업화 계획은 혈액제제 사업에서 쌓은 글로벌 경쟁력과 강력한 자금력, 그리고 신제품 개발이 뒷받침 되었기에 가능한 모델일 것이다.

바이오 투자확대로 자회사 가치 높다

동사는 미래의 성장동력을 면역세포치료제로 선정하고 자회사를 통한 바이오사업에 크게 투자할 것으로 판단한다. 녹십자의 자회사로는 우선 면역세포치료제 관련 사업을 하는 녹십자셀과 녹십자랩셀이 있다. 진단기기와 의료기기사업을 하는 녹십자MS, 그리고 유전체 분석기업 녹십자지놈도 있다. 녹십자는 그룹차원에서 녹십자 본사부지에 이들 바이오 자회사들이 함께 입주할 셀센터를 건설 중이다. 셀센터를 통해서 R&D, 생산, 유통 등에서 사업시너지를 창출하려는 것 같다. 바이오산업의 미래를 정확히 예측하기는 어렵지만 산업의 흐름이 바이오의약품의 집중될 전망이기 때문에 녹십자는 바이오 자회사를 통한 미래 성장 잠재력이 높아 보인다.

녹십자 그룹 지배구조



*자료: SK증권, 연결대상은 녹십자MS, 녹십자HS, GCJP, 녹십자랩셀, 녹십자 인팩팜, 녹십자지놈
*실적은 2015년 추정치

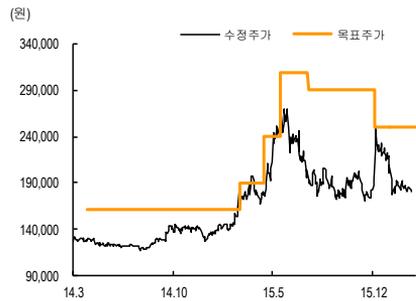
분기별 요약 영업실적

12월결산 (억원)	2015				2016E			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE
매출액	2,143	2,684	2,950	2,700	2,361	3,037	3,205	2,943
영업이익	127	302	482	6	118	262	475	68
세전이익	161	398	747	-17	111	298	482	117
순이익	124	283	573	-30	79	221	369	111
YoY (%)								
매출액	7.6	13.9	4.5	4.7	10.1	13.2	8.6	9.0
영업이익	-8.5	55.3	-6.6	-95.3	-7.1	-13.2	-1.3	1090.8
세전이익	-53.6	134.8	25.5	적전	-31.1	-25.0	-35.5	흑전
순이익	-53.8	117.6	26.6	적지	-34.5	-21.0	-35.2	흑전

자료: SK 증권
주: 연결기준

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.03.29	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
2015.10.05	매수	290,000원
2015.08.17	매수	290,000원
2015.07.29	매수	310,000원
2015.06.19	매수	310,000원
2015.05.13	매수	240,000원
2015.04.15	매수	190,000원
2015.03.24	매수	190,000원
2015.02.02	매수	161,000원



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 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 (2016년 3월 29일 기준)

매수	95.21%	중립	4.79%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
유동자산	5,610	6,629	7,435	8,141	8,595
현금및현금성자산	276	320	577	641	471
매출채권및기타채권	2,571	2,559	2,883	3,177	3,463
재고자산	2,500	2,984	3,247	3,578	3,900
비유동자산	5,433	6,675	6,717	6,969	7,298
장기금융자산	1,036	683	260	260	260
유형자산	3,681	4,089	5,004	5,105	5,291
무형자산	449	546	602	713	817
자산총계	11,043	13,304	14,151	15,109	15,892
유동부채	2,090	3,344	3,077	3,331	3,578
단기금융부채	277	1,225	587	587	587
매입채무 및 기타채무	1,146	1,378	1,512	1,666	1,816
단기충당부채	112	111	122	135	147
비유동부채	559	754	1,097	1,131	1,164
장기금융부채	206	380	809	809	809
장기매입채무 및 기타채무	1	3	4	4	4
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,649	4,097	4,174	4,462	4,742
지배주주지분	8,231	8,927	9,568	10,236	10,737
자본금	584	584	584	584	584
자본잉여금	3,139	3,165	3,113	3,113	3,113
기타자본구성요소	-139	-139	-139	-139	-139
자기주식	-139	-139	-139	-139	-139
이익잉여금	4,459	5,134	5,955	6,734	7,346
비지배주주지분	163	280	409	411	414
자본총계	8,394	9,206	9,977	10,647	11,150
부채외자본총계	11,043	13,304	14,151	15,109	15,892

현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
영업활동현금흐름	298	598	489	646	714
당기순이익(손실)	720	868	957	786	822
비현금성항목등	366	428	387	470	501
유형자산감가상각비	163	210	254	299	313
무형자산상각비	22	25	30	33	41
기타	-40	138	153	-40	-40
운전자본감소(증가)	-629	-503	-548	-388	-377
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-370	12	-304	-294	-286
재고자산감소(증가)	-387	-481	-318	-331	-322
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	224	210	133	154	150
기타	-97	-245	-59	83	80
법인세납부	-159	-195	-306	-222	-232
투자활동현금흐름	-687	-1,619	91	-536	-635
금융자산감소(증가)	221	-389	423	0	0
유형자산감소(증가)	-835	-583	-1,210	-400	-500
무형자산감소(증가)	-70	-122	-145	-145	-145
기타	-3	-526	1,023	9	9
재무활동현금흐름	443	1,049	-325	-47	-249
단기금융부채증가(감소)	-507	948	-879	0	0
장기금융부채증가(감소)	153	174	660	0	0
자본의증가(감소)	935	0	0	0	0
배당금의 지급	-129	-147	-150	0	-202
기타	-9	75	44	-47	-47
현금의 증가(감소)	50	44	257	64	-170
기초현금	227	276	320	577	641
기말현금	276	320	577	641	471
FCF	-603	-26	-607	120	88

자료 : 녹십자, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
매출액	8,882	9,753	10,478	11,547	12,584
매출원가	6,133	6,648	7,088	7,840	8,532
매출총이익	2,749	3,105	3,390	3,706	4,052
매출총이익률 (%)	31.0	31.8	32.4	32.1	32.2
판매비와관리비	1,961	2,135	2,473	2,783	3,083
영업이익	788	970	917	924	969
영업이익률 (%)	8.9	9.9	8.8	8.0	7.7
비영업손익	122	197	372	85	85
순금융비용	13	41	42	38	38
외환관련손익	-4	4	80	53	53
관계기업투자등 관련손익	-29	262	395	30	30
세전계속사업이익	910	1,167	1,289	1,008	1,054
세전계속사업이익률 (%)	10.3	12.0	12.3	8.7	8.4
계속사업법인세	190	299	332	222	232
계속사업이익	720	868	957	786	822
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	720	868	957	786	822
순이익률 (%)	8.1	8.9	9.1	6.8	6.5
지배주주	701	839	950	779	815
지배주주귀속 순이익률(%)	7.89	8.61	9.06	6.75	6.48
비지배주주	20	28	7	7	7
총포괄이익	727	841	840	670	706
지배주주	707	814	838	668	703
비지배주주	21	27	2	2	2
EBITDA	972	1,205	1,201	1,256	1,323

주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
성장성 (%)					
매출액	9.4	9.8	7.4	10.2	9.0
영업이익	6.0	23.0	-5.5	0.8	4.9
세전계속사업이익	24.5	28.2	10.5	-21.8	4.5
EBITDA	8.0	23.9	-0.3	4.6	5.3
EPS(계속사업)	24.8	15.8	13.1	-17.9	4.6
수익성 (%)					
ROE	9.4	9.8	10.3	7.9	7.8
ROA	7.0	7.1	7.0	5.4	5.3
EBITDA마진	11.0	12.4	11.5	10.9	10.5
안정성 (%)					
유동비율	268.4	198.3	241.6	244.4	240.2
부채비율	31.6	44.5	41.8	41.9	42.5
순차입금/자기자본	0.2	7.4	2.6	1.9	3.3
EBITDA/이자비용(배)	54.3	26.0	24.0	26.9	28.4
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	6,201	7,183	8,126	6,668	6,974
BPS	70,432	76,384	81,873	87,586	91,872
CFPS	7,831	9,196	10,559	9,515	10,007
주당 현금배당금	1,250	1,250	1,750	1,750	1,750
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	24.2	20.2	33.2	37.4	35.8
PER(최저)	18.8	16.4	15.7	26.5	25.3
PBR(최고)	2.1	1.9	3.3	2.9	2.7
PBR(최저)	1.7	1.5	1.6	2.0	1.9
PCR	15.9	14.9	17.3	18.9	18.0
EV/EBITDA(최고)	17.7	15.0	27.0	23.8	22.8
EV/EBITDA(최저)	14.4	12.4	13.1	17.1	16.3

보령제약(003850/KS)

한국형 신약으로 해외시장 진출 모델 제시

매수(유지)

T.P 88,000 원(유지)

Analyst

하태기

tgha@sk.com

02-3773-8872

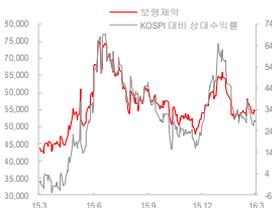
Company Data

자본금	192 억원
발행주식수	843 만주
자사주	25 만주
액면가	2,500 원
시가총액	4,611 억원
주요주주	
(주)보령(외)	50.62%
베어링자산운용	5.03%
외국인지분률	8.20%
배당수익률	0.40%

Stock Data

주가(16/03/24)	54,700 원
KOSPI	1995.12 pt
52주 Beta	1.10
52주 최고가	74,907 원
52주 최저가	42,177 원
60일 평균 거래대금	25 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	1.9%	-2.3%
6개월	-9.3%	-11.6%
12개월	25.4%	28.1%

보령제약은 한국형 신약 고혈압치료제 카나브를 개발하여 국내 시장뿐만 아니라 이머징 국가 중심으로 해외시장 진출 가능성의 모델을 개발했다. 금년 하반기부터는 카나브 복합제를 출시하여 국내외 매출성장을 견인하게 될 전망이다. 금년부터는 R&D 투자도 늘려 자체 개발뿐만 아니라 오픈 이노베이션을 통해서 신약 Pipe line 를 확대하는 노력을 하게 될 것으로 전망한다.

카나브 단일제 이후 복합제로 성장성 제고

보령제약은 한국형 신약 고혈압치료제 카나브로 국내에서 매출을 급속히 늘림과 동시에 이머징마켓 중심으로 현지 제약사와 판권계약을 지속하여 현재 수출을 시작하고 있다. 완제 한국신약으로 다국가와 수출계약을 체결하며 해외 시장을 개척하고 성과를 낸 경우는 사실상 첫 번째로 볼 수 있다. 국내 매출은 2015년 351 억원 규모로 성장했다. 아직 수출 금액은 미미 하지만 수출국가가 확대되면서 점차 의미 있는 수치를 기록할 것이다.

2017년 복합제로 매출성장 가속화 전망

카나브 단일제가 금년까지 400 억원대로 성장하면 추가적인 고성장은 쉽지 않을 것이다. 이러한 상황에서 시장이 큰 카나브 복합제를 출시하게 되었다. 카나브 복합제는 금년 9월에 카나브+암로디핀 복합제를 국내 출시하고, 금년 12월에는 카나브+로수바스타틴 복합제를 국내 발매할 계획이다.

선진국 시장 진출도 추진

카나브와 크레스토 복합제에 대해서 미국 FDA 임상 1상 승인을 받았다. 유럽에서는 독일 허가기관과 카나브 허가를 위한 사전절차를 진행하고 있고, 일본에서도 2016년 임상 1상을 위한 준비가 진행 중이라고 한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	3,273	3,595	4,014	4,384	4,752	5,171
yoy	%	4.9	9.8	11.6	9.2	8.4	8.8
영업이익	억원	191	244	276	294	318	346
yoy	%	467.6	27.7	12.8	6.6	8.4	8.8
EBITDA	억원	297	356	403	438	438	447
세전이익	억원	203	286	278	290	315	344
순이익(지배주주)	억원	141	216	203	212	230	251
영업이익률%	%	5.9	6.8	6.9	6.7	6.7	6.7
EBITDA%	%	9.1	9.9	10.1	10.0	9.2	8.6
순이익률	%	4.3	6.0	5.1	4.8	4.8	4.9
EPS	원	1,676	2,561	2,408	2,514	2,731	2,977
PER	배	18.2	15.0	23.4	21.7	20.0	18.3
PBR	배	1.6	1.8	2.4	2.1	1.9	1.8
EV/EBITDA	배	9.5	10.1	12.8	11.0	10.6	10.0
ROE	%	9.2	12.8	10.9	10.3	10.1	10.1
순차입금	억원	213	308	350	150	-28	-187
부채비율	%	67.3	59.2	68.9	65.3	62.2	59.6

카나브 비전, R&D 투자 확대 전망

고혈압시장은 한국의 고령화와 함께 성장을 지속할 것으로 전망한다. 그런데 ARB 계열 고혈압 단일제 국내시장은 약 3 천억원 내외이다. 고혈압 단일제 시장에서 카나브는 2015년 350억원의 매출로 MS 10% 이상에 진입하며 국내 ARB 시장에서 1위를 기록하고 있다. 그런데 ARB 복합제 시장은 단일제의 두 배인 약 6 천억원 이상으로 추정한다. 카나브는 경쟁력 있는 약효로 복합제 시장에서도 MS 10% 조기 달성이 가능할 것이다. 카나브 성공을 기반으로 향후 R&D 투자도 확대할 것으로 추정한다. 카나브 개발 이후 R&D 비용이 2013년에 245 억원으로 감소했으나 2015년에는 290 억원대로 증가했을 것으로 추정한다. 2016년에는 320 억원 이상으로 전망한다. 카나브 이후의 신약개발을 위해 자체 개발과 오픈이노베이션을 통해 다양한 신약 Pipeline 확보를 목표로 할 것이다.

R&D 비용 현황

(단위: 억원)

	2012	2013	2014	2015E	2016E
매출액	3,121	3,273	3,595	4,014	4,384
R&D비용	282	245	258	295	320
비율	9.0%	7.5%	7.2%	7.3%	7.3%

자료: SK 증권

카나브 출시 계획

(단위:)

(2015.3Q 현재)

과제명	적응증	탐색 연구	비임상 시험	임상			허가	비고
				1상	2상	3상		
BKC002	카나브 + 고혈압(복합)	진행						2016년 발매 목표
BKC003	카나브 + 고지혈증1(복합)	진행						2016년 발매 목표
BKC007	카나브 + 고지혈증2(복합)	진행						2017년 발매 목표
BKC004	카나브 + 고혈압 + 고지혈증(삼제)	진행						2018년 발매 목표
BKE001	고혈압 외 적응증	진행						2019년 발매 목표
BSN001	이중기전의 고혈압치료제	진행						2025년 발매 목표

후보물질 발굴 5-8년	5%	동물실험 3년	2%	IND 1개월	85%	임상1상 2-3년	71%	임상2상 2년	44%	임상3상 3년	69%	NDA 6개월	80%	시판후임상 (임상 4년) 4-6년	100억 이상	상업적 성공
10,000건		500건		10건		8.5건		6건		2.7건		1.8건		1.5건		

자료: SK 증권

분기별 요약실적

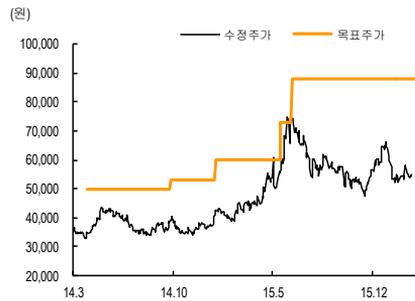
12월결산 (억원)	2015E				2016E			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE
매출액	869	1,007	1,120	1,017	982	1,094	1,211	1,097
영업이익	59	70	58	87	66	77	81	69
세전이익	71	75	74	58	65	76	81	69
순이익	54	53	55	41	47	55	59	50
YoY (%)								
매출액	13.8	12.1	8.1	13.4	13.0	8.6	8.1	7.9
영업이익	14.0	63.2	-16.1	9.9	11.3	10.0	38.4	-20.7
세전이익	-9.9	68.4	-3.2	-32.8	-8.8	0.7	9.9	18.2
순이익	-8.8	64.5	-8.5	-36.4	-12.2	3.9	8.1	21.7

자료: SK 증권

주: 연결기준

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.03.29	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
2015.08.17	매수	88,000원
2015.07.29	매수	88,000원
2015.07.13	매수	88,000원
2015.06.17	매수	73,000원



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 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 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 3월 29일 기준)

매수	95.21%	중립	4.79%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
유동자산	1,551	1,671	2,020	2,386	2,728
현금및현금성자산	103	62	221	421	599
매출채권및기타채권	994	1,100	1,302	1,422	1,542
재고자산	448	503	485	529	574
비유동자산	1,124	1,153	1,289	1,196	1,127
장기금융자산	5	5	5	5	5
유형자산	644	681	800	679	584
무형자산	175	167	185	204	220
자산총계	2,676	2,824	3,309	3,582	3,856
유동부채	899	878	1,194	1,252	1,310
단기금융부채	317	346	561	561	561
매입채무 및 기타채무	347	375	471	515	558
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	177	172	156	162	168
장기금융부채	0	25	13	13	13
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	37	40	44	48	52
부채총계	1,076	1,051	1,350	1,414	1,479
지배주주지분	1,600	1,774	1,959	2,167	2,377
자본금	183	192	201	210	220
자본잉여금	43	34	27	19	10
기타자본구성요소	-40	-51	-50	-50	-50
자기주식	-40	-51	-50	-50	-50
이익잉여금	1,414	1,599	1,782	1,994	2,208
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,600	1,774	1,959	2,167	2,377
부채외자본총계	2,676	2,824	3,309	3,582	3,856

현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
영업활동현금흐름	299	105	183	254	248
당기순이익(손실)	141	216	203	212	230
비영업성항목등	230	245	257	226	207
유형자산감가상각비	91	95	108	122	95
무형자산상각비	15	16	20	23	25
기타	45	54	46	-4	-4
운전자본감소(증가)	-48	-296	-202	-105	-105
매출채권및기타채권의 감소(증가)	70	-137	-200	-120	-119
재고자산감소(증가)	-2	-83	19	-45	-44
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-17	-17	71	43	43
기타	-99	-59	-92	16	16
법인세납부	-24	-60	-75	-78	-85
투자활동현금흐름	-69	-167	-205	-41	-40
금융자산감소(증가)	-1	1	-2	0	0
유형자산감소(증가)	-46	-159	-162	0	0
무형자산감소(증가)	-23	-8	-41	-41	-41
기타	0	0	0	0	1
재무활동현금흐름	-229	20	179	-13	-30
단기금융부채증가(감소)	-205	20	186	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	33	17	0	0
자본의증가(감소)	1	-11	3	1	1
배당금의 지급	-10	-11	-15	0	-16
기타	-15	-12	-12	-14	-14
현금의 증가(감소)	-1	-41	159	200	178
기초현금	105	103	62	221	421
기말현금	103	62	221	421	599
FCF	216	-125	55	212	206

자료 : 보령제약, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
매출액	3,273	3,595	4,014	4,384	4,752
매출원가	1,864	1,993	2,324	2,556	2,770
매출총이익	1,409	1,602	1,690	1,828	1,981
매출총이익률 (%)	43.1	44.6	42.1	41.7	41.7
판매비와관리비	1,218	1,357	1,414	1,534	1,663
영업이익	191	244	276	294	318
영업이익률 (%)	5.9	6.8	6.9	6.7	6.7
비영업손익	12	42	3	-3	-3
순금융비용	16	11	12	14	14
외환관련손익	-2	2	9	7	7
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	203	286	278	290	315
세전계속사업이익률 (%)	6.2	8.0	6.9	6.6	6.6
계속사업법인세	62	70	75	78	85
계속사업이익	141	216	203	212	230
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	141	216	203	212	230
순이익률 (%)	4.3	6.0	5.1	4.8	4.8
지배주주	141	216	203	212	230
지배주주귀속 순이익률(%)	4.32	6.01	5.06	4.83	4.84
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	151	195	198	207	225
지배주주	151	195	198	207	225
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	297	356	403	438	438

주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
성장성 (%)					
매출액	4.9	9.8	11.6	9.2	8.4
영업이익	467.6	27.7	12.8	6.6	8.4
세전계속사업이익	279.5	40.9	-2.8	4.4	8.6
EBITDA	114.3	19.8	13.4	8.6	-0.1
EPS(계속사업)	50.3	52.8	-6.0	4.4	8.6
수익성 (%)					
ROE	9.2	12.8	10.9	10.3	10.1
ROA	5.2	7.9	6.6	6.2	6.2
EBITDA마진	9.1	9.9	10.1	10.0	9.2
안정성 (%)					
유동비율	172.6	190.4	169.2	190.5	208.2
부채비율	67.3	59.2	68.9	65.3	62.2
순차입금/자기자본	13.3	17.4	17.9	6.9	-1.2
EBITDA/이자비용(배)	17.8	31.0	34.3	30.6	30.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,676	2,561	2,408	2,514	2,731
BPS	18,978	21,039	23,243	25,709	28,197
CFPS	2,928	3,881	3,924	4,224	4,145
주당 현금배당금	150	200	200	200	250
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	20.4	16.9	31.1	26.3	24.2
PER(최저)	12.0	11.2	14.9	20.8	19.2
PBR(최고)	1.8	2.1	3.2	2.6	2.3
PBR(최저)	1.1	1.4	1.6	2.0	1.9
PCR	10.4	9.9	14.4	12.9	13.2
EV/EBITDA(최고)	10.6	11.3	16.6	13.2	12.8
EV/EBITDA(최저)	6.6	7.8	8.5	10.5	10.1

유나이티드제약(033270/KS)

R&D 기반 구축, 성장 지속 가능

매수(유지)

T.P 27,000 원(유지)

Analyst

하태기

tgha@sk.com

02-3773-8872

Company Data

자본금	81 억원
발행주식수	1,621 만주
자사주	80 만주
액면가	500 원
시가총액	3,079 억원
주요주주	
강덕영(외20)	41.60%
템플턴투자신탁	7.02%
외국인지분률	12.70%
배당수익률	1.20%

Stock Data

주가(16/03/24)	19,000 원
KOSPI	1995.12 pt
52주 Beta	1.24
52주 최고가	28,150 원
52주 최저가	14,650 원
60일 평균 거래대금	19 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	4.7%	0.4%
6개월	-10.8%	-13.1%
12개월	4.7%	6.9%

유나이티드제약은 R&D 기반하의 강소 제약사로 평가한다. R&D 비용을 상대적으로 많이 지출하고 개량신약에서 의미 있는 결과가 나오고 있다. 항혈전제 실로스탄 CR 은 2015 년에 110 억원대 매출된 것으로 추정한다. 향후에도 경쟁력 있는 개량신약을 개발하여 국내에서 안정적인 영업실적 성장을 이끌어내고 해외시장 진출도 추진한다는 목표를 가지고 있다. 꾸준한 기업가치 상승이 기대된다.

강력한 R&D 기반으로 장기성장 비전 마련

유나이티드제약은 중소형사 중에서 R&D 비용을 가장 많이 지출하고 있다. 2016 년 R&D 비용이 240 억원 내외 추정되고 매출액대비 13.7%을 지출하는 규모이다. 연구인력은 90 명 내외로 확보하고 있다. 이러한 R&D 기반을 바탕으로 경쟁력 있는 개량신약 및 제네릭 의약품을 지속적으로 개발하고 있다. 특히 방출제어기술(CR)과 복합제, 제형변경 개량신약을 개발하고 있다. 이러한 것들이 유나이티드제약의 장기 성장 전망을 밝게 보고 있는 근거가 된다.

서방성제제, 복합제 개량신약 개발 지속

유나이티드제약은 서방성제제기술을 개발하고 이를 기반으로 항혈전제 클란자 CR 과 실로스탄 CR 을 출시했고 매년 1~2 개의 개량신약을 개발할 계획이다. 이러한 품목을 기반으로 국내에서 외형성장과 수익성 강화를 달성하고, 성장성 높은 중국 동유럽 등의 해외시장에도 진출한다는 장기 계획을 추진 중이다.

2016 년 8% 성장 전망, 기업가치 상승 지속 전망

동사는 2016 년에도 8% 내외의 성장이 가능할 것으로 전망한다. R&D 기반하에 장기적인 성장이 가능한 구조로 평가되어 안정적인 기업가치 증가와 주가상승이 가능할 것으로 전망한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	1,369	1,552	1,620	1,751	1,901	2,075
yoy	%	1.5	13.4	4.4	8.0	8.6	9.1
영업이익	억원	152	220	229	251	276	301
yoy	%	-24.8	44.5	4.2	9.5	9.9	9.1
EBITDA	억원	214	291	295	327	351	366
세전이익	억원	139	228	248	279	307	335
순이익(지배주주)	억원	105	185	217	244	268	293
영업이익률%	%	11.1	14.2	14.1	14.3	14.5	14.5
EBITDA%	%	15.6	18.8	18.2	18.7	18.5	17.6
순이익률	%	7.7	11.9	13.4	13.9	14.1	14.1
EPS	원	667	1,148	1,340	1,503	1,656	1,810
PER	배	13.7	11.7	13.0	12.9	11.7	10.7
PBR	배	1.0	1.3	1.6	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	배	6.5	6.8	9.1	8.6	7.5	6.6
ROE	%	7.7	12.2	13.0	13.2	12.9	12.6
순차입금	억원	-50	-190	-146	-333	-501	-745
부채비율	%	36.9	34.2	34.0	30.9	28.7	26.9

경쟁력 있는 개량신약을 개발하는 강소 제약사

유나이티드제약은 서방성제제기술을 개발하고 이를 기반으로 항혈전제 클란자 CR 과 실로스탄 CR 을 출시했고 향후 추가 제품 출시도 기대된다. 특히 실로스탄 CR 은 2015년 118 억원 내외로 성장한 것으로 추정한다. 최근 월 15 억원내외 처방이 나오고 있어 연간으로는 170 억원 이상의 매출이 기대되고 있다. 2015년에 출시한 급성 기관지염 개량신약 칼로민도 2016년에 50 억원에 근접하는 매출이 기대된다. 또한 금년 2분기 출시 예정인 소화기용 개량신약은 대형 품목으로 성장할 것으로 기대된다. 하반기 매출증가에 기여할 수 있을 전망이다.

경쟁력 있는 개량신약은 해외 진출 가능성 있음

이러한 품목을 기반으로 국내에서 외형성장과 수익성 강화를 달성하고, 성장성 높은 중국 동유럽 등의 해외시장에도 진출한다는 장기 계획을 추진 중이다. 실제로 2013년에 TEVA 와 중국 JJK 사에 기술수출계약을 성사시켜 해외시장 진출의 발판을 마련했다. 개량신약 외에도 장기적인 프로젝트로 항암제 제네릭의 미국 FDA, EMEA 등록도 추진 중이다. 시장이 좁고 경쟁이 심한 국내 제네릭시장에서 해외시장으로 성장 잠재력을 높이려면 경쟁력 있는 개량신약을 개발하고 이머징마켓 등의 해외시장 진출하는 방법도 좋은 대안이 될 것이다.

개량신약 출시 스케줄

코드	약효군	개발단계	발매시기
칼로민정	급성기관지염	발매	발매
로자스크5/50	순환기용	발매	발매
로자스크5/100	순환기용	발매	발매
UI05MSP015CT	소화기용	임상 3상	2016년 2분기
UISTL0MSE	호흡기용	임상 1상	2016년 4분기
UIDTCCAM	항암제	기시법 심사중	2016년 4분기
UI04LDP090CT	호흡기용	임상 3상	2017년 1분기
UI03SPG300CT	순환기용	임상 3상	2017년 1분기

자료: 유나이티드제약

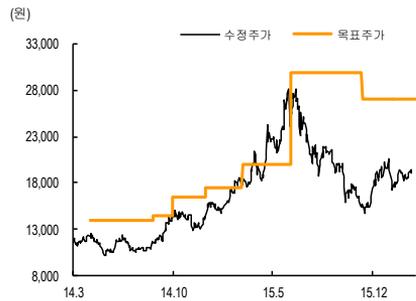
분기별 요약실적

12월결산	2015E				2016E			
(억원)	1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE
매출액	408	393	399	419	434	433	444	439
영업이익	65	61	41	63	68	65	57	62
세전이익	73	60	55	60	70	67	60	81
순이익	58	45	43	71	61	59	52	71
YoY (%)								
매출액	9.5	5.8	8.2	-	6.4	10.1	11.1	4.8
영업이익	41.6	24.0	-24.4	-	4.5	5.6	39.8	-1.3
세전이익	35.3	80.9	-17.4	-	-4.6	13.1	8.7	34.8
순이익	26.6	76.6	-16.4	-	6.1	30.6	20.4	0.2

주: 2015년 4분기부터 개별기준으로 전환. 미국법인과 계열사 바이오켄이 연결에서 제외됨에 따라 개별기준으로 전환. 따라서 2015년 4분기는 전년동기와 비교 가능성이 떨어짐. 실제로는 매출이 4.5%, 영업이익이 9.9% 증가한 것임

투자이건변경

일시	투자이건	목표주가
2016.03.29	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
2014.10.30	매수	16,500원
2014.09.19	매수	14,500원



Compliance Notice

- 작성자(하태기)는 본 조사분석자료에 기재된 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.
- 종목별 투자이건은 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 3월 29일 기준)

매수	95.21%	중립	4.79%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
유동자산	926	1,114	1,121	1,364	1,597
현금및현금성자산	264	311	229	416	584
매출채권및기타채권	363	400	433	468	509
재고자산	270	272	256	277	301
비유동자산	996	1,057	1,184	1,205	1,227
장기금융자산	93	77	69	69	69
유형자산	653	670	766	761	757
무형자산	23	36	44	44	43
자산총계	1,922	2,171	2,305	2,570	2,824
유동부채	267	284	387	406	429
단기금융부채	55	50	145	145	145
매입채무 및 기타채무	90	73	94	101	110
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	251	268	198	200	202
장기금융부채	183	198	134	134	134
장기매입채무 및 기타채무	5	10	11	11	11
장기충당부채	21	18	16	17	18
부채총계	518	553	585	607	630
지배주주지분	1,404	1,618	1,720	1,963	2,194
자본금	77	81	81	81	81
자본잉여금	166	201	201	201	201
기타자본구성요소	-17	-27	-111	-111	-111
자기주식	-27	-27	-111	-111	-111
이익잉여금	1,176	1,365	1,551	1,794	2,026
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,404	1,618	1,720	1,963	2,194
부채외자본총계	1,922	2,171	2,305	2,570	2,824

현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
영업활동현금흐름	192	217	260	257	271
당기순이익(손실)	105	185	217	244	268
비영업금성항목등	105	95	83	84	83
유형자산감가상각비	60	70	65	75	74
무형자산상각비	2	1	1	1	1
기타	-12	-20	-9	-10	-10
운전자본감소(증가)	27	-45	26	-35	-41
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-14	-43	-28	-35	-40
재고자산감소(증가)	27	-12	8	-21	-24
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	14	-6	18	8	9
기타	0	15	29	13	14
법인세납부	-46	-17	-66	-35	-39
투자활동현금흐름	-43	-205	-256	-63	-59
금융자산감소(증가)	68	-110	-56	0	0
유형자산감소(증가)	-118	-79	-170	-70	-70
무형자산감소(증가)	-3	-14	-1	-1	-1
기타	10	-2	-30	8	12
재무활동현금흐름	-52	20	-91	-7	-44
단기금융부채증가(감소)	-108	10	35	0	0
장기금융부채증가(감소)	114	0	-4	0	0
자본의증가(감소)	-27	28	-84	0	0
배당금의 지급	-19	-8	-32	0	-37
기타	-12	-11	-6	-7	-7
현금의 증가(감소)	96	47	-82	187	168
기초현금	168	264	311	229	416
기말현금	264	311	229	416	584
FCF	47	140	100	190	204

자료: 유나이티드제약, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
매출액	1,369	1,552	1,620	1,751	1,901
매출원가	647	721	745	802	865
매출총이익	722	831	875	949	1,036
매출총이익률 (%)	52.7	53.5	54.0	54.2	54.5
판매비와관리비	570	611	646	698	761
영업이익	152	220	229	251	276
영업이익률 (%)	11.1	14.2	14.1	14.3	14.5
비영업손익	-14	8	19	28	31
순금융비용	0	4	-1	-1	-5
외환관련손익	-1	5	8	0	0
관계기업투자등 관련손익	-19	-1	-4	16	16
세전계속사업이익	139	228	248	279	307
세전계속사업이익률 (%)	10.1	14.7	15.3	15.9	16.2
계속사업법인세	33	43	31	35	39
계속사업이익	105	185	217	244	268
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	105	185	217	244	268
순이익률 (%)	7.7	11.9	13.4	13.9	14.1
지배주주	105	185	217	244	268
지배주주귀속 순이익률(%)	7.7	11.91	13.4	13.91	14.12
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	105	184	217	243	268
지배주주	105	184	217	243	268
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	214	291	295	327	351

주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
성장성 (%)					
매출액	1.5	13.4	4.4	8.0	8.6
영업이익	-24.8	44.5	4.2	9.5	9.9
세전계속사업이익	-33.8	64.4	9.1	12.1	10.2
EBITDA	-13.5	36.3	1.3	10.8	7.3
EPS(계속사업)	-37.3	72.1	16.8	12.1	10.2
수익성 (%)					
ROE	7.7	12.2	13.0	13.2	12.9
ROA	5.5	9.0	9.7	10.0	10.0
EBITDA마진	15.6	18.8	18.2	18.7	18.5
안정성 (%)					
유동비율	347.6	392.0	289.9	335.9	372.6
부채비율	36.9	34.2	34.0	30.9	28.7
순차입금/자기자본	-3.6	-11.7	-8.5	-17.0	-22.8
EBITDA/이자비용(배)	21.8	28.7	42.0	44.0	47.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	667	1,148	1,340	1,503	1,656
BPS	8,892	9,985	10,612	12,111	13,536
CFPS	1,057	1,592	1,748	1,974	2,123
주당 현금배당금	50	200	220	240	250
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	24.8	13.1	21.0	13.7	12.4
PER(최저)	12.9	7.9	10.2	11.5	10.4
PBR(최고)	1.9	1.5	2.7	1.7	1.5
PBR(최저)	1.0	0.9	1.3	1.4	1.3
PCR	8.7	8.4	10.0	9.8	9.1
EV/EBITDA(최고)	12.0	7.8	15.0	9.2	8.1
EV/EBITDA(최저)	6.1	4.3	7.0	7.6	6.6

동국제약(086450/KQ)

경쟁력 있는 사업역량으로 성장 지속 전망

매수(유지)

T.P 80,000 원(상향)

Analyst

하태기

tgha@sk.com

02-3773-8872

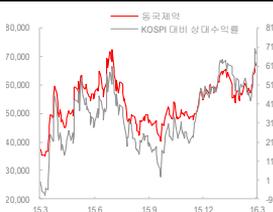
Company Data

자본금	222 억원
발행주식수	889 만주
자사주	17 만주
액면가	2,500 원
시가총액	5,949 억원
주요주주	
권기범(외7)	46.51%
FIDELITY (외3)	7.71%
외국인지분률	16.40%
배당수익률	0.40%

Stock Data

주가(16/03/25)	66,900 원
KOSDAQ	686.26 pt
52주 Beta	1.40
52주 최고가	72,500 원
52주 최저가	35,100 원
60일 평균 거래대금	32 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	23.0%	15.4%
6개월	39.5%	39.0%
12개월	79.4%	67.8%

동국제약은 인사돌, 마데카솔 등 OTC 에서 성과를 내었고, ETC 사업에서 성공적으로 성장해 왔다. 최근에는 발모제, 관절염치료제 등으로 사업을 확대했고 작년엔 홈쇼핑 화장품 사업도 성공적이다. 신규사업 수행에서 뛰어난 경영역량을 확인할 수 있었다. 신약보다는 M&A 나 신규 사업에 진출하여 높은 기업가치를 창출할 수 있을 것으로 판단되어 장기적인 투자 매력이 커 보인다.

2016 년 영업실적 고성장 전망, 수익성 대폭 개선

OTC 와 ETC 가 안정 성장하고 화장품 매출 증가로 2016 년에도 높은 성장을 기대할 수 있다. 화장품 매출이 2015 년 하반기부터 본격 발생한 만큼 금년 상반기까지는 고성장할 수 있다. 금년 하반기에도 유통채널 확대효과로 추가적인 성장이 가능할 것이다. 기존의 **ETC 와 OTC 의 안정 성장분을 감안하면 2016년에는 13% 내외 성장할 수 있을 것으로** 전망한다. 화장품 매출증가는 외형 성장과 함께 마진이 개선되면서 2016 년 **영업이익률은 13~14%로** 전망한다.

신규 사업역량 경쟁력 확인

인사돌과 마데카솔, 오라메디 등 시장지배력이 있는 OTC 제품을 개발하여 안정적인 성장의 기반을 마련했다. 2000 년대에는 ETC 부문을 강화, 파미레이주사, 포폴주사, 조영제 등을 개발하여 사업기반을 튼튼히 하고 있다. 이러한 부문은 계열사를 통해서 원료를 공급받고 있어 경쟁력이 있다. 2015 년부터 화장품 사업까지 성공함으로써 뛰어난 사업역량을 증명하고 있다.

실적 추정치 상향 조정, 목표주가 80,000 원으로 상향

경쟁력 있는 사업역량으로 지속적인 주주가치 상승이 가능할 전망이다. 2016 년 영업실적 추정치를 대폭 상향 조정하고 목표주가도 80,000 원으로 상향 조정했다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	2,131	2,260	2,599	2,942	3,176	3,432
yoy	%	18.2	6.1	15.0	13.2	8.0	8.1
영업이익	억원	245	266	336	412	435	470
yoy	%	-9.4	8.3	26.6	22.6	5.7	8.1
EBITDA	억원	297	309	393	469	483	511
세전이익	억원	259	284	368	449	458	497
순이익(지배주주)	억원	168	211	274	334	341	370
영업이익률%	%	11.5	11.8	12.9	14.0	13.7	13.7
EBITDA%	%	13.9	13.7	15.1	15.9	15.2	14.9
순이익률	%	7.9	9.3	10.5	11.3	10.7	10.7
EPS	원	1,885	2,373	3,084	3,757	3,832	4,157
PER	배	18.5	14.5	19.0	17.8	17.5	16.1
PBR	배	1.9	1.7	2.6	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	배	9.5	8.7	11.9	11.0	10.1	9.0
ROE	%	10.8	12.5	14.6	15.5	13.8	13.3
순차입금	억원	-347	-448	-582	-848	-1,126	-1,418
부채비율	%	34.5	38.3	37.0	35.5	33.6	32.0

다양한 사업구조, 각 부문 경쟁력 확보

동국제약은 다양한 사업구조를 가지고 있고 각 사업별로 경쟁력을 확보하고 있다는 장점이 있다. 인사돌, 마데카솔, 오라메디, 판시딜 등의 OTC 제품이 각 영역에서 확고한 입지를 구축하고 있고 ETC 에서도 높은 MS 를 확보하고 있다. 수출비중도 원료(조영제 등, 유럽과 일본향 비중이 높음) 중심으로 15.4%(2014년에는 18%)로 비교적 높다. 특히 인사돌 등과 같은 대형 제품비중이 많아 수익성도 안정적으로 나오고 있다. 2015년에는 화장품부문과 관절염치료제(히야론퍼스트) 등이 고성장했으며 2016년에 흡소핑용 화장품 매출 증가로 추가적인 수익성 개선이 가능할 전망이다.

센텔리안 24



자료: SK 증권

주가 밸류에이션	(단위: 억원)
2016년 순이익	334
PER(배)	21
사업가치	7,015
발행주식수(주)	8,892,000
자기주식수(주)	102,336
유통주식수(주)	8,789,664
적정주가(원)	79,808

자료: SK 증권

분기별 요약실적

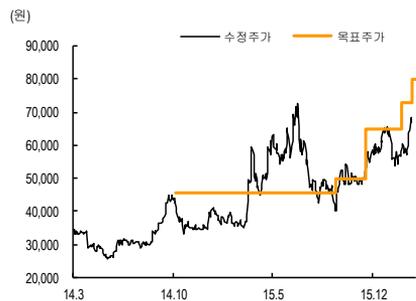
12월결산	2015E				2016E			
(억원)	1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE	4QE
매출액	547	637	692	724	663	759	754	766
영업이익	59	61	105	111	93	108	109	101
세전이익	71	73	108	116	107	127	119	96
순이익	54	52	81	87	80	94	88	72
YoY (%)								
매출액	4.2	11.4	17.1	17.3	26.5	21.2	19.3	9.0
영업이익	-12.3	-2.8	35.7	39.2	91.8	58.2	76.7	4.2
세전이익	-10.4	13.3	26.0	52.7	111.6	51.0	72.5	10.5
순이익	-5.9	16.8	25.5	40.7	93.6	49.4	79.3	9.1

자료: SK 증권

주: 연결기준

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2016.03.29	매수	80,000원
2016.03.04	매수	73,000원
2016.02.18	매수	65,000원
2015.12.18	매수	65,000원
2015.10.15	매수	50,000원
2015.04.15	중립	45,500원
2014.11.05	중립	45,500원



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 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 3월 29일 기준)

매수	95.21%	중립	4.79%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
유동자산	1,526	1,732	1,952	2,388	2,781
현금및현금성자산	134	264	370	637	915
매출채권및기타채권	807	881	948	1,073	1,158
재고자산	326	315	325	368	397
비유동자산	656	710	796	764	720
장기금융자산	117	80	123	123	123
유형자산	444	534	569	514	467
무형자산	56	50	53	55	57
자산총계	2,183	2,442	2,748	3,151	3,501
유동부채	437	528	588	657	703
단기금융부채	29	45	70	70	70
매입채무 및 기타채무	327	386	400	452	488
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	123	148	154	169	177
장기금융부채	7	16	15	15	15
장기매입채무 및 기타채무	12	8	10	10	10
장기충당부채	49	59	70	82	89
부채총계	560	676	742	826	881
지배주주지분	1,619	1,763	1,996	2,317	2,614
자본금	222	222	222	222	222
자본잉여금	133	133	133	133	133
기타자본구성요소	-2	-30	-31	-31	-31
자기주식	-2	-30	-31	-31	-31
이익잉여금	1,252	1,429	1,664	1,998	2,308
비지배주주지분	4	3	10	8	7
자본총계	1,622	1,766	2,006	2,325	2,620
부채외자본총계	2,183	2,442	2,748	3,151	3,501

현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
영업활동현금흐름	199	227	271	263	301
당기순이익(손실)	168	210	272	332	339
비영업성항목등	152	142	180	137	145
유형자산감가상각비	51	42	55	56	47
무형자산상각비	1	1	1	1	1
기타	11	28	35	-23	-5
운전자본감소(증가)	-33	-61	-102	-89	-63
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-30	-77	-72	-125	-85
재고자산감소(증가)	-46	3	-19	-43	-29
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	55	60	14	53	36
기타	-12	-46	-25	26	16
법인세납부	-88	-63	-78	-117	-119
투자활동현금흐름	-112	-81	-173	6	10
금융자산감소(증가)	-85	36	-94	0	0
유형자산감소(증가)	-40	-135	-91	0	0
무형자산감소(증가)	-4	1	-3	-3	-3
기타	16	17	15	10	13
재무활동현금흐름	-29	-13	7	-3	-33
단기금융부채증가(감소)	5	12	21	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	13	3	0	0
자본의증가(감소)	-1	-28	-1	0	0
배당금의 지급	-34	-25	-26	0	-31
기타	1	15	12	-3	-3
현금의 증가(감소)	53	130	106	266	278
기초현금	81	134	264	370	637
기말현금	134	264	370	637	915
FCF	151	114	196	269	304

자료 : 동국제약, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
매출액	2,131	2,260	2,599	2,942	3,176
매출원가	901	980	1,116	1,236	1,343
매출총이익	1,230	1,280	1,484	1,706	1,833
매출총이익률 (%)	57.7	56.6	57.1	58.0	57.7
판매비와관리비	984	1,014	1,147	1,294	1,397
영업이익	245	266	336	412	435
영업이익률 (%)	11.5	11.8	12.9	14.0	13.7
비영업손익	14	19	32	37	23
순금융비용	-8	-8	-6	-7	-11
외환관련손익	-13	-2	8	7	7
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	259	284	368	449	458
세전계속사업이익률 (%)	12.2	12.6	14.2	15.3	14.4
계속사업법인세	91	74	96	117	119
계속사업이익	168	210	272	332	339
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	168	210	272	332	339
순이익률 (%)	7.9	9.3	10.5	11.3	10.7
지배주주	168	211	274	334	341
지배주주귀속 순이익률(%)	7.87	9.33	10.55	11.35	10.73
비지배주주	0	-1	-2	-2	-2
총포괄이익	158	196	259	319	326
지배주주	158	197	261	321	327
비지배주주	0	-1	-2	-2	-2
EBITDA	297	309	393	469	483

주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015	2016E	2017E
성장성 (%)					
매출액	18.2	6.1	15.0	13.2	8.0
영업이익	-9.4	8.3	26.6	22.6	5.7
세전계속사업이익	-11.3	9.8	29.5	22.0	2.0
EBITDA	-8.5	4.0	27.0	19.4	3.1
EPS(계속사업)	-24.9	25.9	30.0	21.8	2.0
수익성 (%)					
ROE	10.8	12.5	14.6	15.5	13.8
ROA	8.2	9.1	10.5	11.3	10.2
EBITDA마진	13.9	13.7	15.1	15.9	15.2
안정성 (%)					
유동비율	349.0	328.1	331.7	363.6	395.4
부채비율	34.5	38.3	37.0	35.5	33.6
순차입금/자기자본	-21.4	-25.4	-29.0	-36.5	-43.0
EBITDA/이자비용(배)	377.9	172.8	173.7	178.7	184.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,885	2,373	3,084	3,757	3,832
BPS	18,205	19,828	22,449	26,055	29,393
CFPS	2,469	2,863	3,720	4,398	4,376
주당 현금배당금	280	300	300	350	380
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	22.1	19.0	23.5	18.2	17.9
PER(최저)	11.6	10.8	11.1	14.3	14.0
PBR(최고)	2.3	2.3	3.2	2.6	2.3
PBR(최저)	1.2	1.3	1.5	2.1	1.8
PCR	14.1	12.0	15.8	15.2	15.3
EV/EBITDA(최고)	11.5	11.7	15.1	11.3	10.4
EV/EBITDA(최저)	5.5	6.1	6.4	8.5	7.7

memo
