

[제약]

새로운 성장 동력을 통한 차별화

- 2008년 제약산업 전망
- 제약주의 진정한 가치 : 신약개발
- 불확실한 시장에서의 최선의 선택 : 시장 지배력
- Top pick : 대응제약(069620)

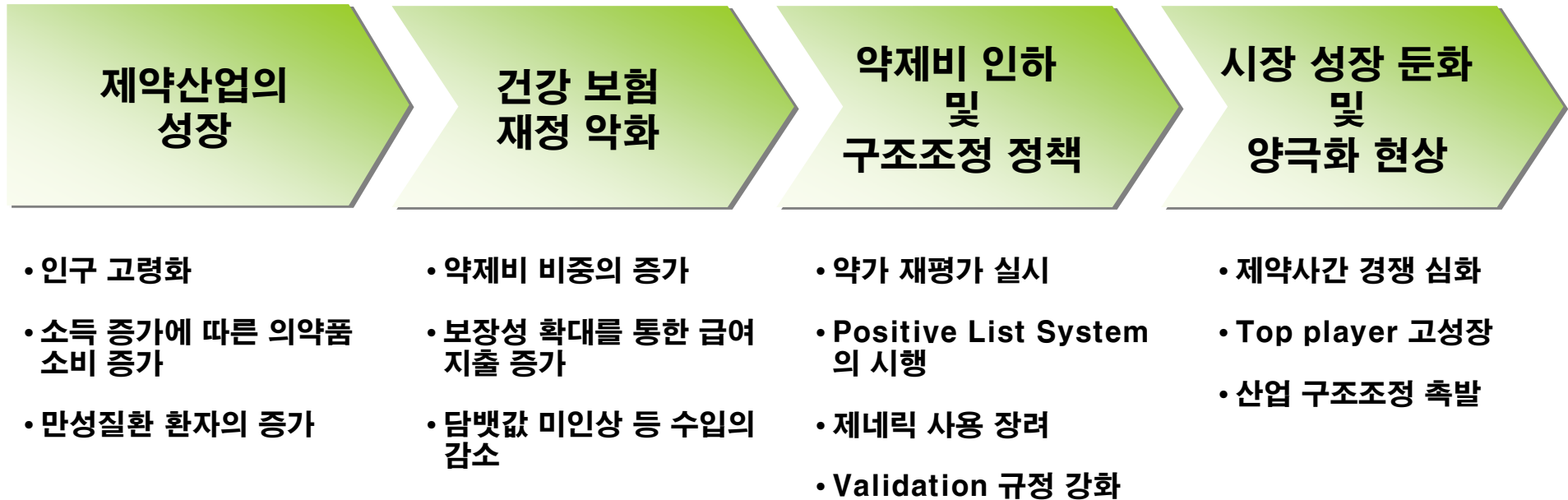
제약산업에 대해 투자의견 '중립'

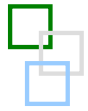
- 인구고령화, 소득 증대에 따른 의약품 소비증가, 1인당 의료비의 증가로 인한 제약시장의 성장성은 유효
- 정부의 '약제비 적정화' 정책으로 성장률은 둔화될 전망
- 산업 내 경쟁 심화와 양극화 현상으로 Top player들의 시장 점유율 확대 예상
- 해소되지 않은 시장의 불확실성으로 인해 투자의견 '중립' 제시

투자 포인트

- 제약업종에 대한 높은 valuation은 신약개발에 의한 급격한 성장에 대한 기대감에 근거
 - ▶ 제약주의 진정한 가치인 '신약 pipeline'에 대한 재평가 기대
- 한미FTA, 의약품 선별등재 제도, 품목별 GMP 시행 등으로 시장의 불확실성이 해소되지 않고 있음
 - ▶ 시장의 변화에 빠른 대응이 가능한 '강한 영업력'을 가진 회사가 고성장 가능

제약산업의 Dilemma

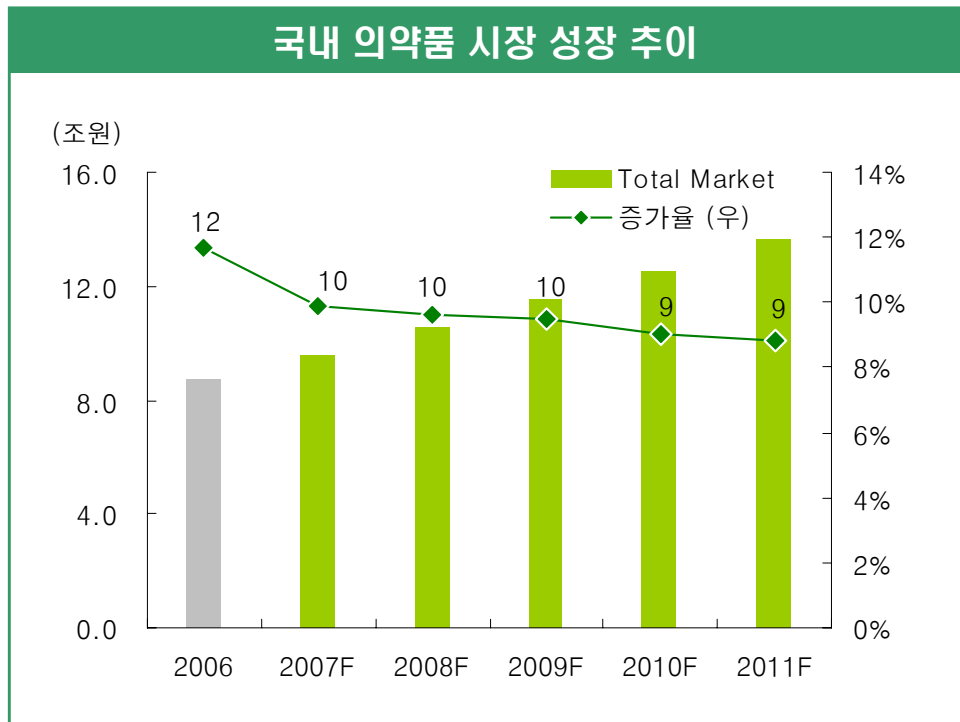




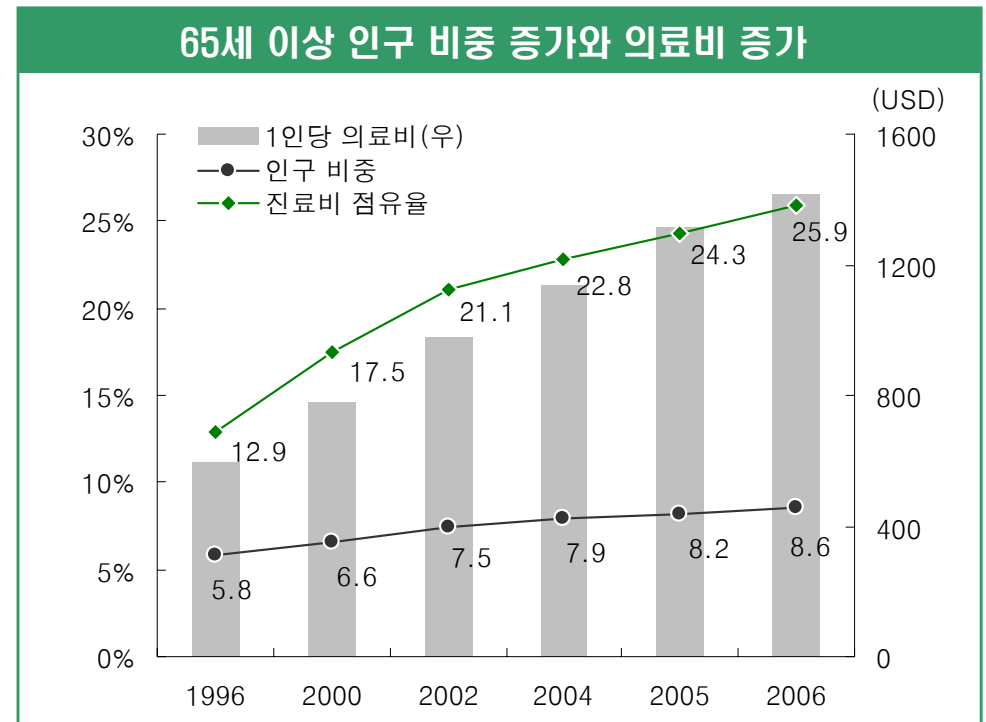
제약산업의 성장요인

- 인구 고령화와 의약품 소비 증가로 1인당 의료비 급증
- 만성 질환(당뇨병, 관절염, 고혈압 등) 환자의 증가로 약제비 증가
- 2000년 의약분업 이후 전문의약품 시장의 확대와 급속한 인구 고령화로 인해 연평균 11%의 성장 지속

▶ 의약품 시장 안정적 성장 가능



자료 : IMS, 대신증권 리서치센터 추정

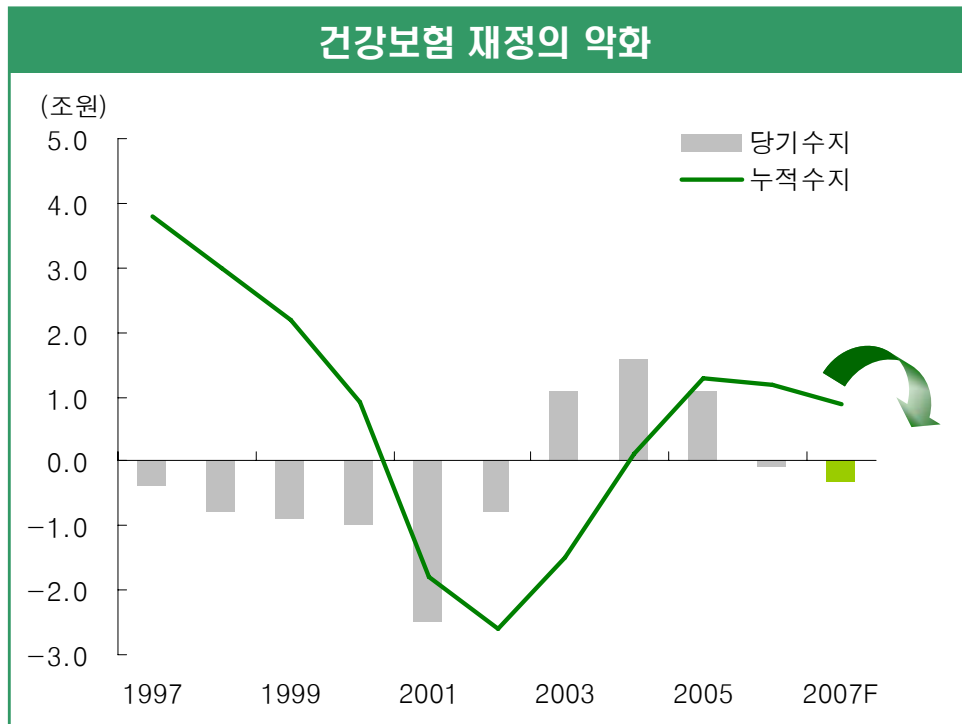


자료 : 보건복지부, OECD healthcare Data

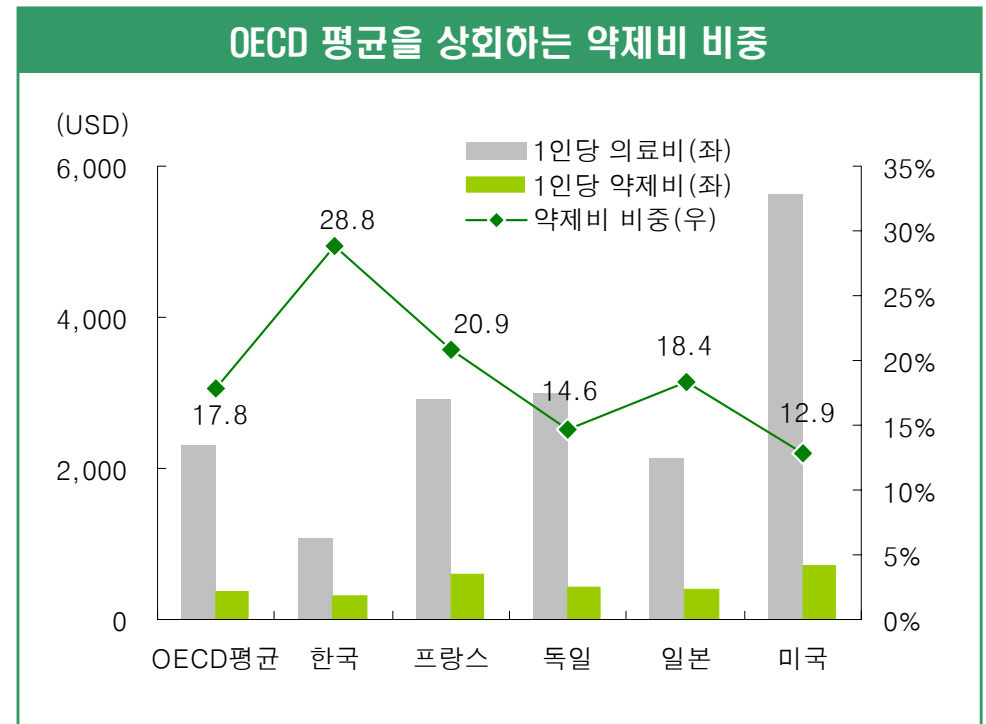
정부의 약가 인하 정책 시행

- 건강보험 재정 : 07년 약 3천억원의 적자 예상, 하반기부터 보장성 강화로 09년까지 지속적 적자 전망
- 약제비 증가 : 01년 4조 2천억원(전체 의료비 대비 23.5%) → 06년 8조 4천억원(28.8%)
- 정부의 '약제비 적정화 방안' : 2010년까지 약제비 비중을 24% 이하로 감소시키겠다는 목표 제시

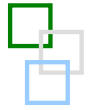
▶ 성장률은 둔화될 전망



자료 : 건강 보험공단



자료 : OECD healthcare Data



시장에 잔존하는 정책적 리스크

Positive List System

- Positive List system (의약품 선별등재 방식) : 신약이라도 비용대비 효과가 있는지 경제성을 평가하여 약가 협의 후 보험에 등재하는 방식
 - 07년 제도 시행 후 보험등재 신약 1 품목 → 신약의 보험 등재 불확실성 증가
- 국내 신약 '펠루비정', 개량신약 '프리그렐'의 사례 : 경제성을 증명하는 것이 관건, 제약사 부담 가중
- 07년부터 5년간 단계적인 경제성 평가를 통하여 기등재 의약품 2만 2천 품목을 1만 5천 품목으로 축소 계획 중

한미 FTA : 지적재산권의 강화

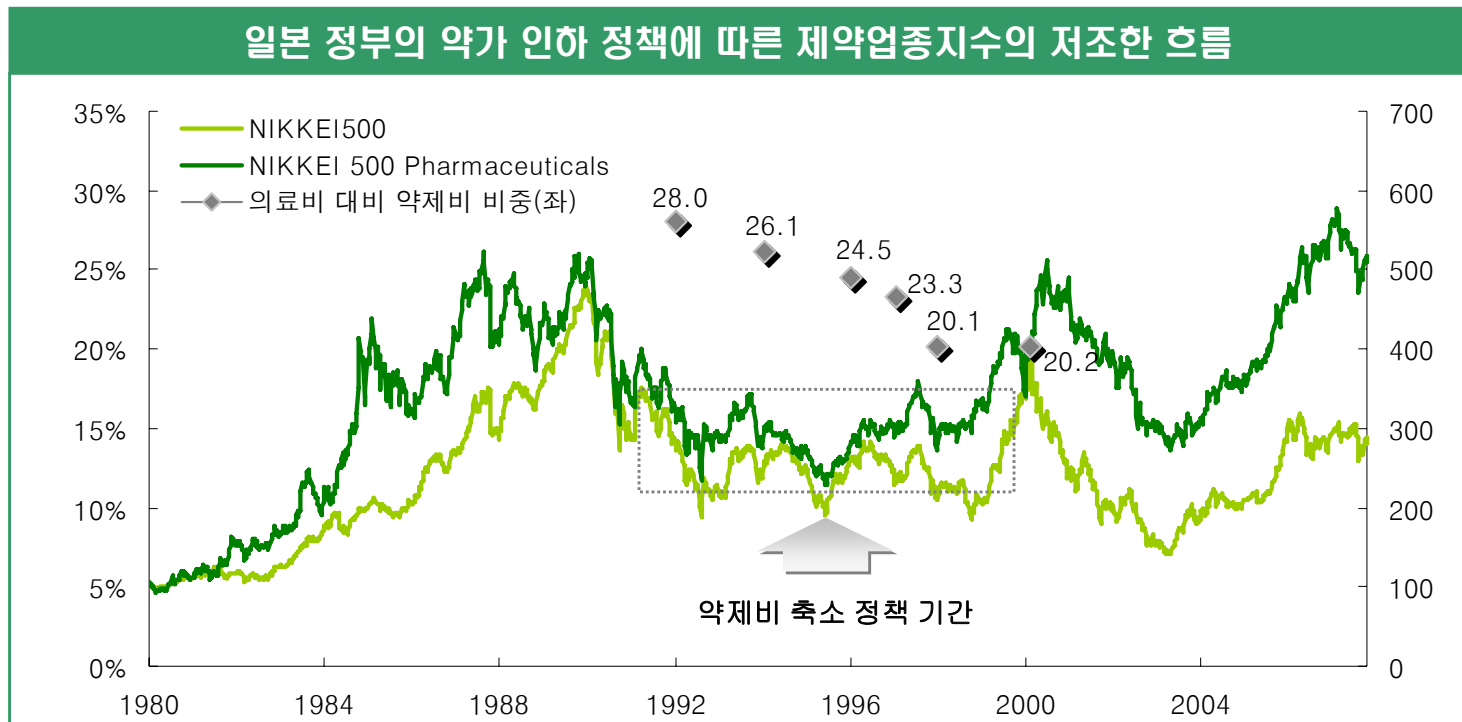
- 허가 - 특허 연계 강화 : 제네릭 품목허가 자동유예 12개월, 퍼스트 제네릭 독점권 180일
- 자료 독점권 보장 : 기존의 PMS + 개량 신약에 대한 PMS 4년 부여
 - 국내 제약사 제네릭 출시 지연 및 특허 소송에 대한 부담 가중, 개량 신약 개발 촉진

품목별 GMP 시행 : 구조 조정의 기폭제

- GMP(Good Manufacturing Practice) : 제형별 적합 판정 → 품목별 사전 GMP 확인 후 허가
- 품목별 2-5억원 추가 투자 필요, 제약사별 100-1000억원의 투자 부담 발생 예상
- 대형 제약사 : 외형 성장의 기회 / 중소형 제약사 : 보유 품목의 구조조정 및 비용 부담
 - 산업 내 차별화 및 양극화 심화 전망

'90년대 일본 제약업과의 비교

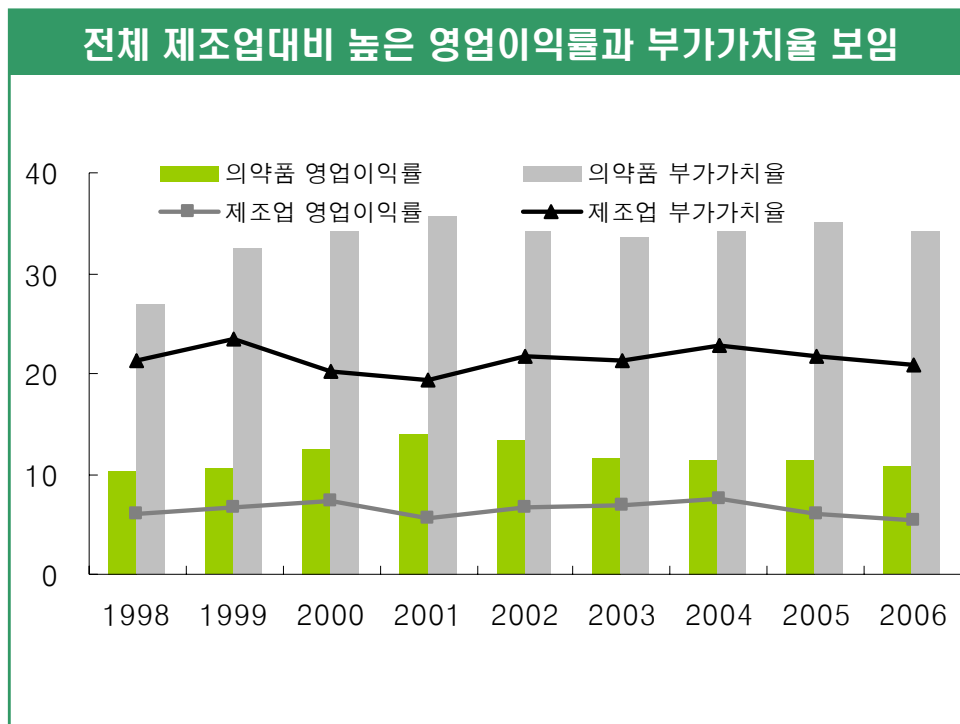
- 일본과 국내 제약산업은 급속한 고령화 진행과 정부의 약가 규제가 공통점
- 약가인하 정책 : 90년 의료비 대비 약제비 비중 29.5% → 00년 20.2%
- 시장 대비 고수익률을 보이던 Healthcare Index의 프리미엄 해소
- 2000년 이후 제약회사들의 구조조정의 성과로 Re-rating



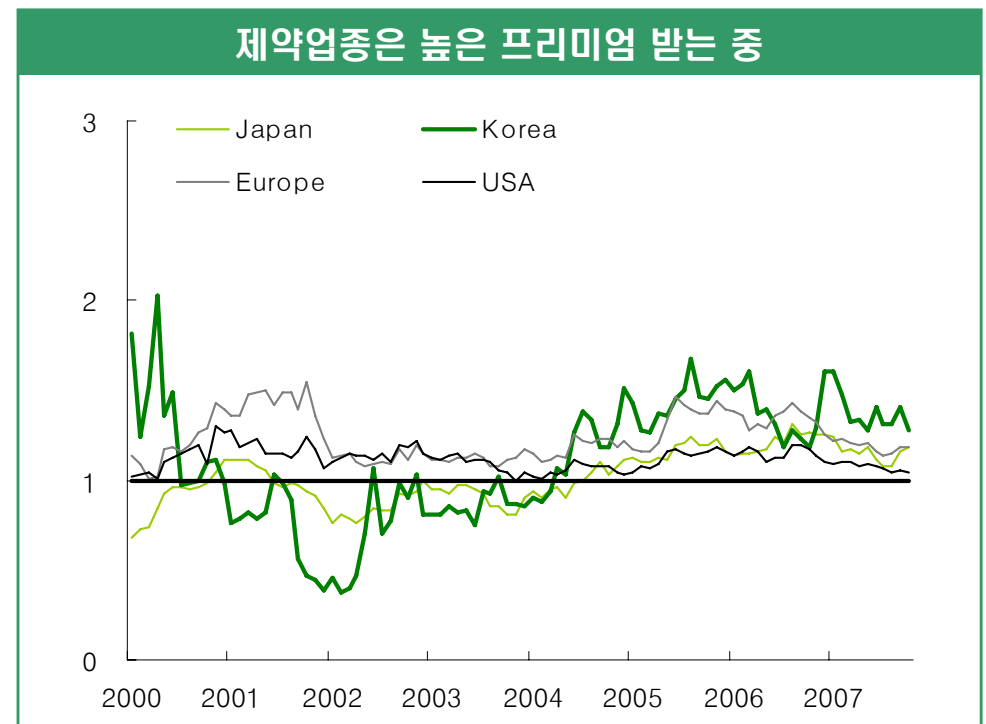
자료 : Datastream, 일본 제약협회

신약개발 - 제약업종 프리미엄의 근거

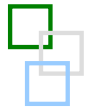
- 의약품 제조업은 일반 제조업 부가가치를 20.9%의 약1.5배인 34.3%로 고부가가치 사업
- 영업이익률은 제약업이 10.6%로 제조업 5.3%의 2배
- 대부분의 국가에서 Healthcare sector는 시장대비 프리미엄을 받고 있으며,
- 이는 신약으로 인한 고부가가치에 근거한 것으로 판단됨



자료 : 한국은행

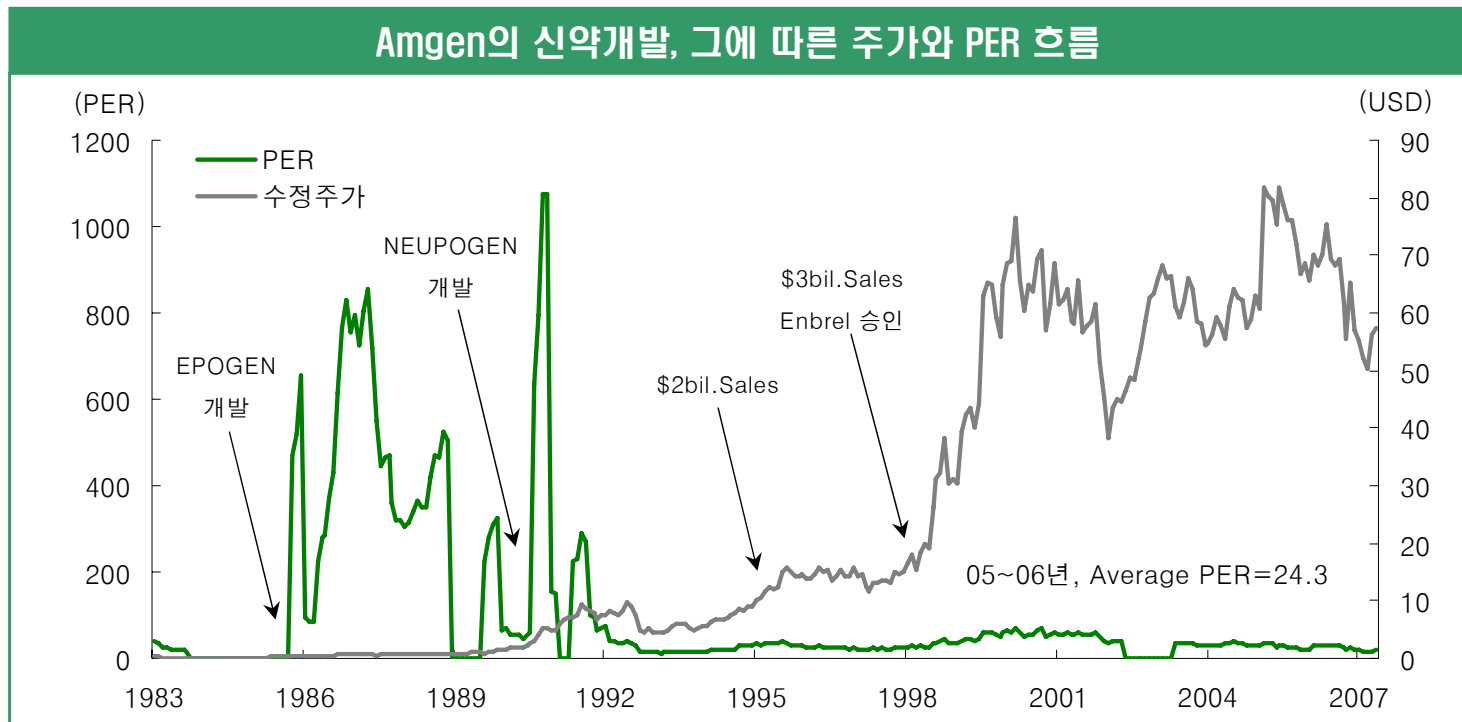


자료 : Datastream

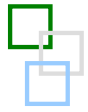


신약개발과 기업가치 - Amgen

- 신약의 의미 : 제약사의 가격 결정 시스템과 특허에 의한 시장 독점권 → 고부가 가치 창출 가능
- 암젠 사례 : 1981년 자본금 1,900만 USD로 시작
신약개발로 2006년 매출 140억 달러, 순이익 30억 달러, 2007년 10월 시가총액 620억 달러
- 신약의 상업화 단계에 따라 주가의 Level-up이 가능함

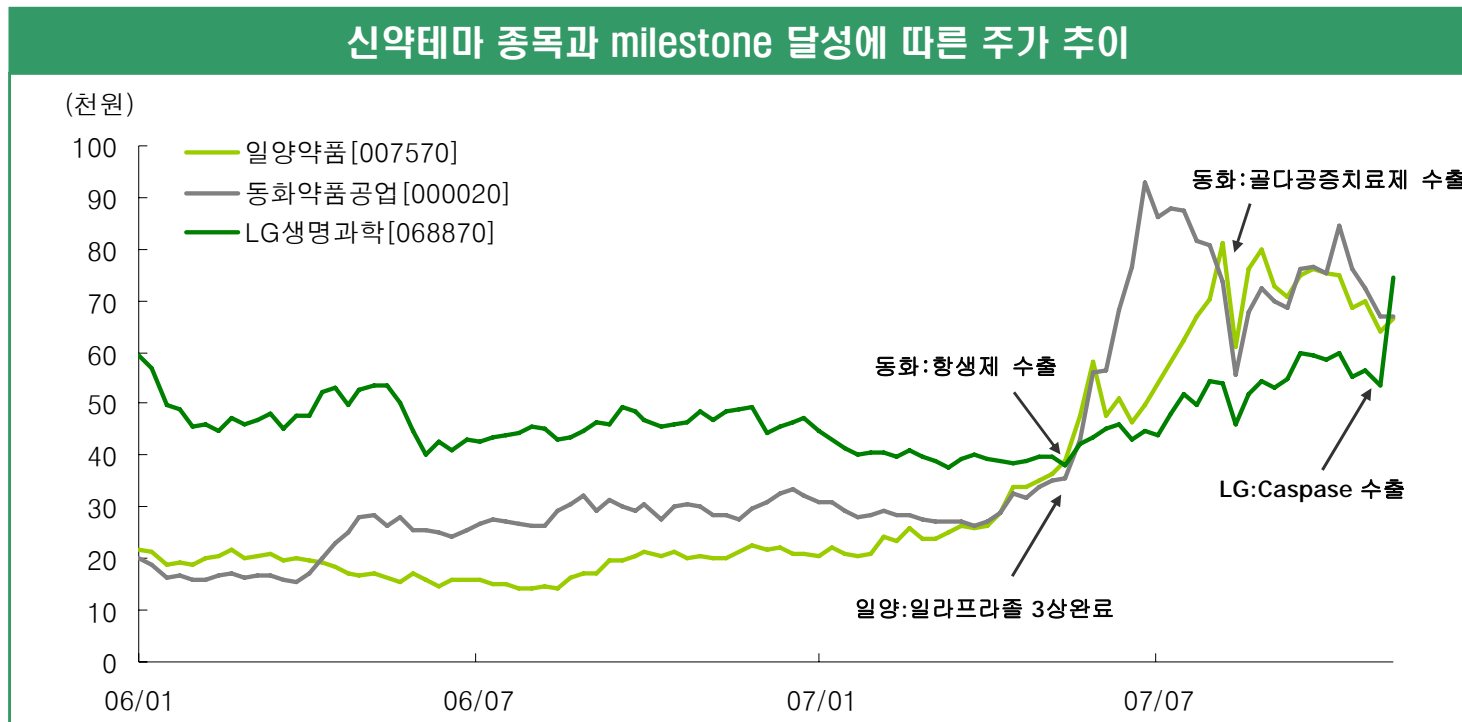


자료 : Datastream

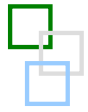


신약개발 Theme은 여전히 유효

- 국내 제약사들의 신약 pipeline 상업화가 가시화 되고 있음
- 대형 제약사들의 신약개발 의지가 확고 : R&D 투자비용 과 기술제휴 증가
- 정부의 정책적 지원으로 신약개발 촉진될 전망 : 신약개발 추진 계획에 따라 2008년 921억원 예산 지원
- 임상 성공 확률이 낮으므로 Pipeline development를 지속적으로 follow-up 할 필요가 있음

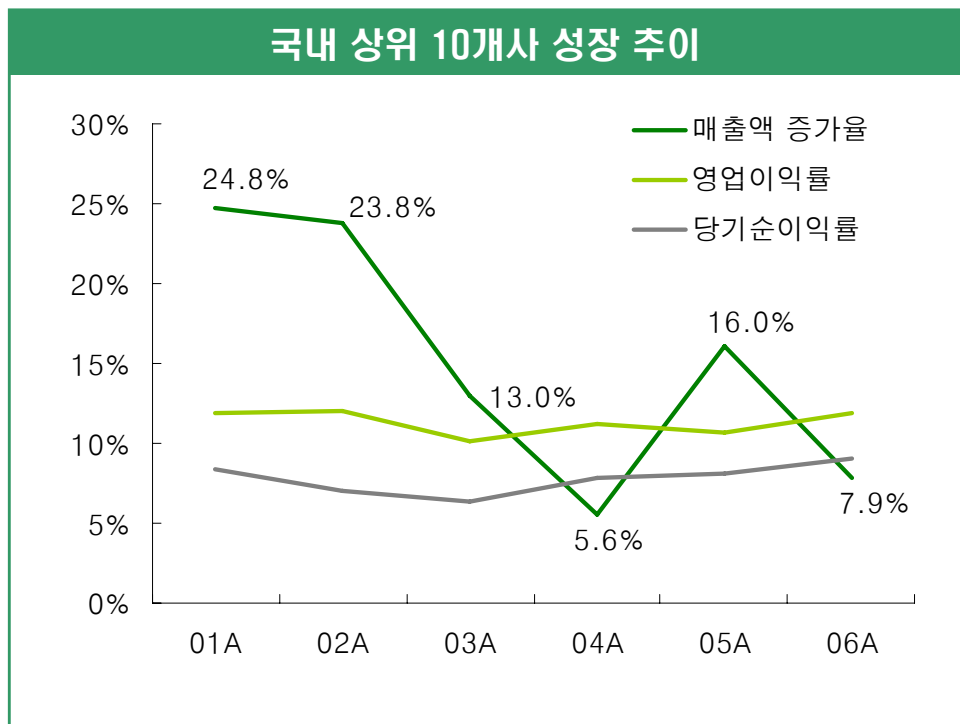


자료 : Quantiwise

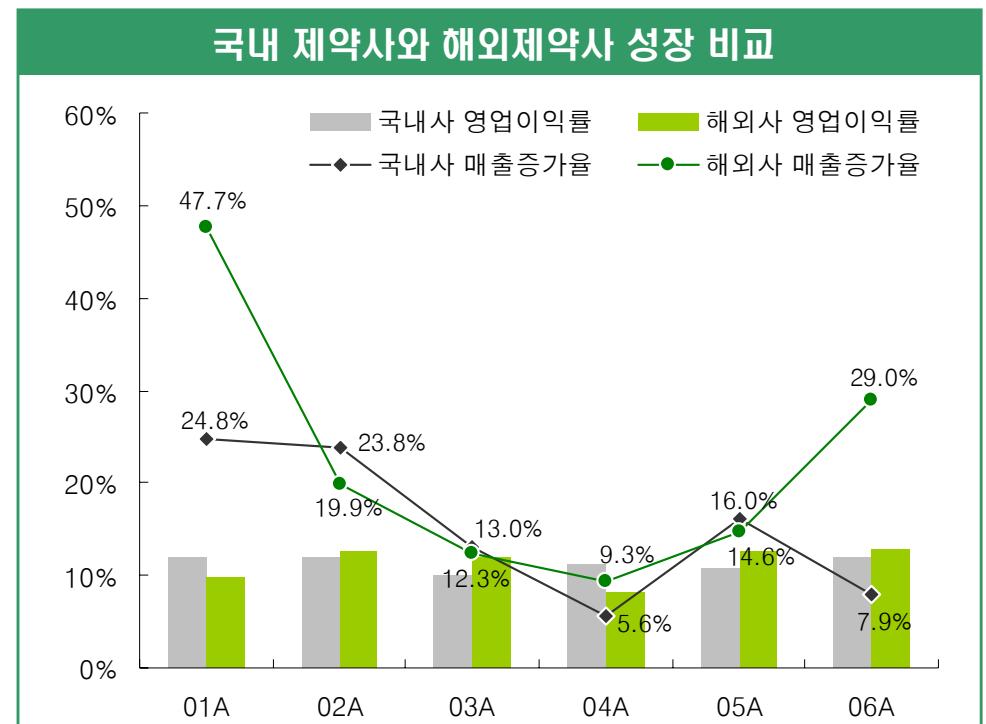


시장지배력 - 산업 내 경쟁 심화 및 외자계 제약사의 약진

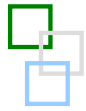
- 국내 제약사들의 성장성이 둔화되고 있으며, 정책 변화에 따른 실적 변동 폭이 큼
- 국내제조 대비 수입최고가 의약품 비율 2002년 20.23% → 2007년 상반기 34.8%
- 외자계 제약사들의 매출액 성장성과 수익성, 시장 점유율이 높아지고 있는 추세
- 한미 FTA의 지적재산권 강화 조항으로 오리지널 회사의 독점권 강화 효과



자료 : 대신증권 리서치센터

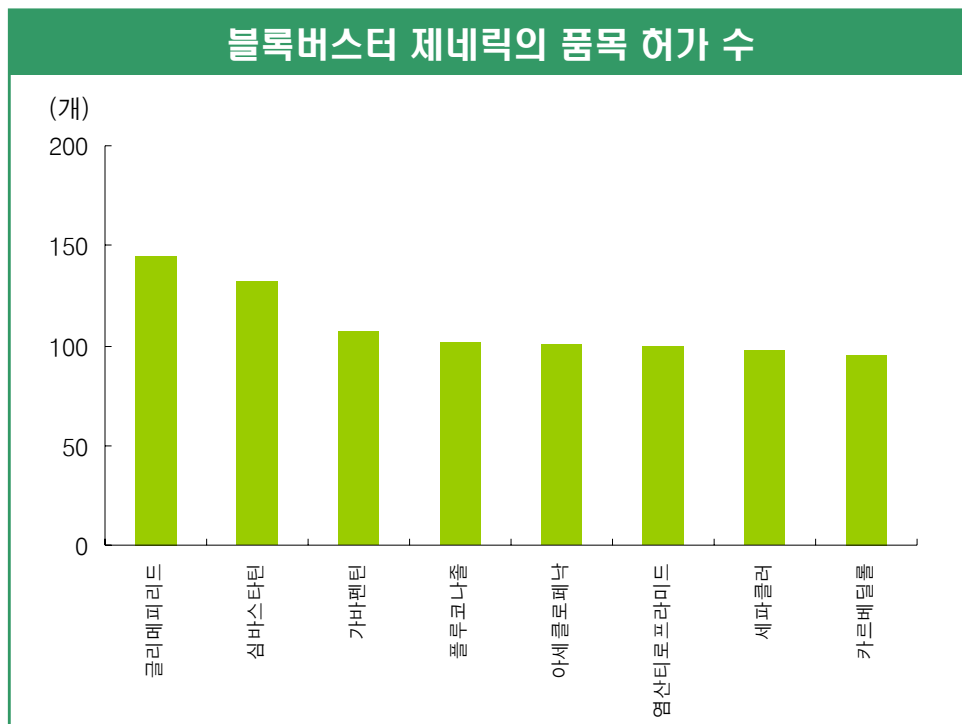


자료 : 대신증권 리서치센터

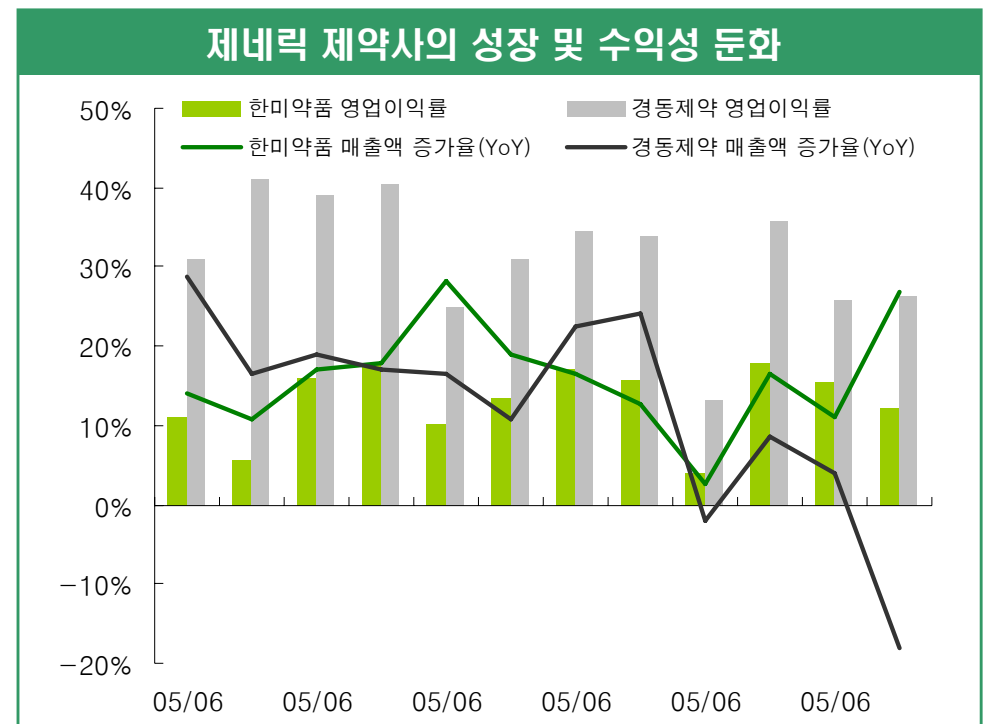


제네릭의 과다 경쟁 및 시장 불확실성 잔존

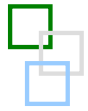
- 블록버스터급 제네릭인 당뇨치료제 아마릴의 경우 제네릭 품목이 145개
- 제네릭 사용 장려에도 불구하고 시장의 불확실성은 여전히 남아있음
- 개량신약에 대한 자료독점권 부여 vs 경제성 평가에 의한 보험 등재 및 약가 부여의 불확실성
- 상위 제약사간 제품 개발력의 Gap이 줄어들고 있음 → 차별화 요소가 필요



자료 : 식품의약 안전청

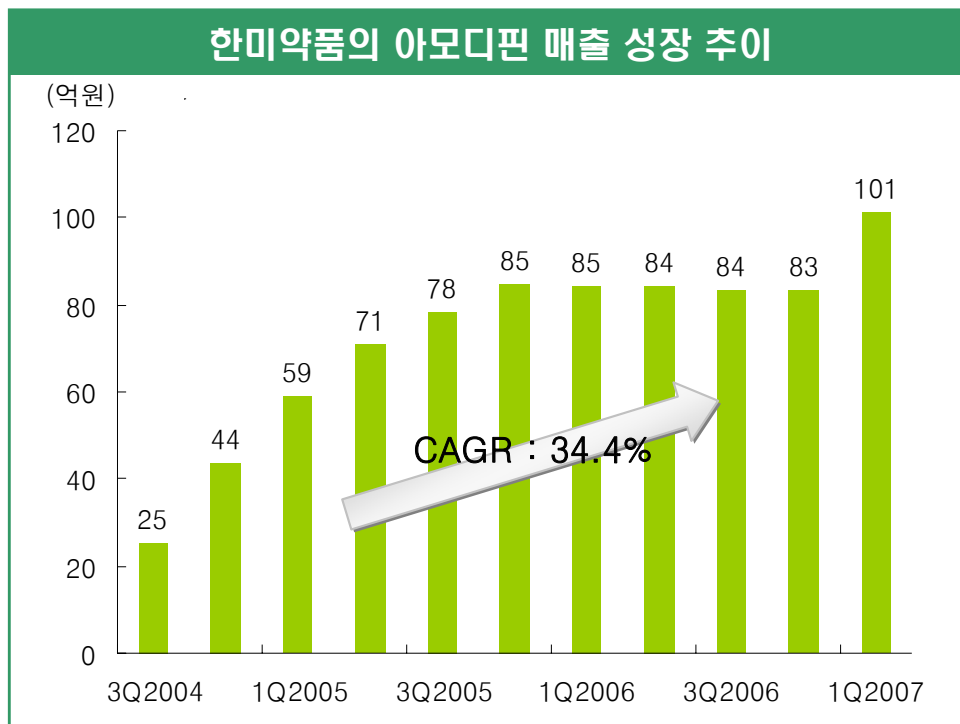


자료 : 식품의약 안전청

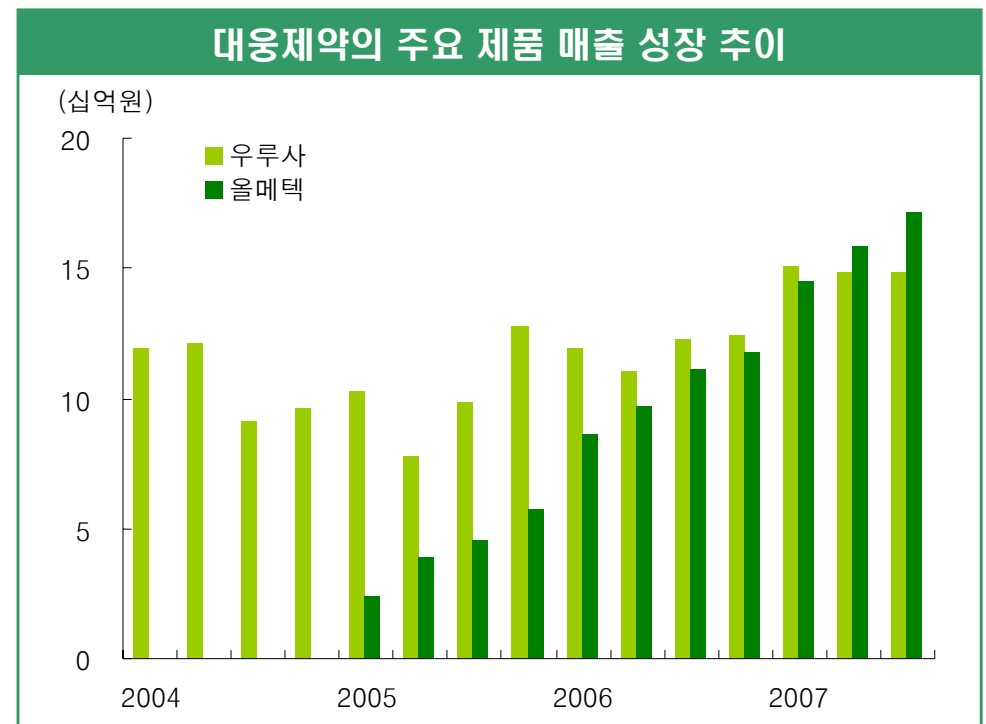


영업력 = 성장을 위한 필수 조건

- 제품간의 효능적 차이가 크지 않아 영업력은 매출 증가에 중요 요인이 되고 있음
- 매출액 1,500억원 이상인 상위 17개사의 시장 점유율 65% → 대형사 간의 경쟁 심화
- 시장의 급속한 변화에 대응하기 위한 강한 영업력이 경쟁력임



자료 : 각사



자료 : 각사

TOP PICK :대웅제약(069620)

목표주가 100,000원

- 안정적 외형성장 : 07년 2분기(9월) 매출액 성장률 6.58%(QoQ), 영업이익 성장률 28.09%(QoQ)
- Valuation 매력 부각 : 현주가는 08년 EPS 기준 12.8배로 저평가 되어 있음
- 기존 제품의 재발견 : 우루사의 적응증 확대, 가스모틴의 마케팅 전략 다변화 등으로 지속적 매출 성장

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	세전이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/ EBITDA (배)	ROE (%)
06.03A	338	51	49	35	3,567	36.1	13.2	2.6	7.6	21.4
07.03A	400	70	68	49	4,912	37.7	12.9	3.0	7.5	24.9
08.03F	494	89	91	65	6,598	34.3	12.8	2.9	6.2	27.1
09.03F	587	107	110	79	8,003	21.3	10.6	2.4	5.0	26.2
10.03F	688	132	137	99	9,989	24.8	8.5	1.9	3.8	26.2



TOP PICK :대웅제약(069620), 목표주가 100,000원

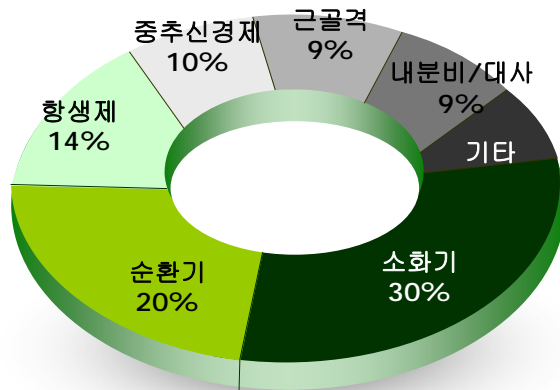
과거의 리스크가 현재의 프리미엄으로

- 과거 매출의 대부분이 라이선스 인 품목이었던 것이 동사의 Valuation discount 요인이었으나,
- 강력한 영업력을 바탕으로 한 오리지널 제품의 성장이 다국적 제약사와의 마케팅 파트너십 기회로 작용
- 향후 경쟁사들과 라이선스 인 경합 시 유리한 위치를 점할 수 있을 것으로 전망

제품 포트폴리오의 다변화

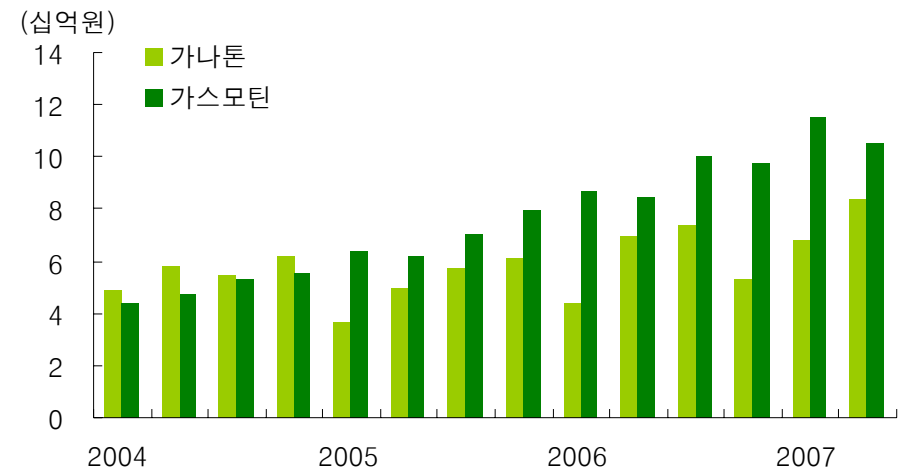
- 시장 성장률을 초과하여 성장하는 순환기, 중추신경계, 소화기 등의 영역에 제품 집중
- 피부, 항암제 등 새로운 영역 개척 시도 및 건식 등 새로운 카테고리로의 영업력 확대

제품 포트폴리오의 다변화 : 성장률 높은 질환군에 집중



자료 : 대웅제약

가스모틴(대웅제약) vs 가나톤(중외제약)



자료 : 각 사