

투자정보메모

사내 한

WE BRING THE WORLD TO YOU

동화약품 (A0002)

1999년 10월 12일 #99-400

투자의견: 장기매수

주가 (1999. 10. 8): 15,200원

투자포인트

- 약업경기의 회복, 주력품의 출하가 인상, 신제품의 가세와 금융비용부담의 완화로 영업실적 빠르게 호전될 전망
- 간암치료제 미리칸주의 발매후 10년간 세후이익 추정치의 주당 현재가치는 판매 가격에 따라 3,018원~6,035원
- 단기간 큰 폭의 주가하락으로 투자의견 장기매수로 상향조정. 간암치료제의 개발 효과를 고려한 동화약품의 적정주가는 20,000원~22,000원

결산기	매출액 (억원)	증감 (%)	순이익 (억원)	EPS (원)	증감 (%)	P/E (배)	P/CF (배)	EV/ EBITDA	BVPS (원)
3/97	1,438	6.7	20	629	53.8	67.9/29.5	26.7/11.6	8.6	15,172
3/98	1,412	-1.8	15	413	-34.4	88.5/11.9	26.5/3.6	5.8	23,307
3/99	1,363	-3.5	209	5,071	1,129.3	3.8/1.2	3.3/1.0	4.9	28,790
3/00F	1,350	-1.0	16	311	-93.9	48.9	16.0	7.2	23,451
3/01F	1,430	5.9	43	825	165.4	18.4	10.2	6.9	24,269

시가총액: 792억원

발행주식수: 521만주

외국인보유비중: 9,802주 (0.2%)

52주간의 주가범위: 29,300~11,500원

평균거래량 (60일): 101,217주

주요주주:

윤광열 외 (26.5%)

Analyst

임진균 (02-768-4194)

jklim@daewoo.securities.co.kr

투자의견 : 장기 매수, 적정주가는 20,000원~22,000원

동화약품의 투자의견을 중립에서 장기매수로 한단계 상향 조정한다. 이는 지난 7월 이후 동사의 주가가 42.2%나 하락하였기 때문이다. 동기간중 종합지수와 제약업종지수는 각각 4.9%와 23.1%씩 하락하였다. 예상실적기준 P/E, P/CF, EV/EBITDA, P/EBITDA 등 주요 투자지표(이하 예상실적에는 간암치료제의 개발효과 제외)는 여전히 업종평균보다 고평가되어 있으나 2000년 상반기중 상품화가 예상되는 간암치료제 미리칸주(임상 2상 후기)의 개발효과와 자산가치를 고려하면 상승여력이 있다고 판단된다. 발매 후 10년간 미리칸주의 판매로부터 얻을 수 있는 이익의 주당 현재가치는 판매가격 200만원일때 3,018원, 300만원일때 4,526원, 400만원일때 6,035원이다(<표 3> 참조). 2000년 3월기 예상실적기준 주당순자산과 간암치료제의 주당 현재가치를 합산한 **실질 주당순자산에 업종평균 PBR을 적용하여 구한 20,000원~22,000원을 동사의 적정주가로 제시**한다(<표 1> 참조). 미리칸주의 개발완료까지 주가가 매우 탄력적으로 움직일 전망이다. 국내 주식시장의 여건, 간암치료제를 비롯한 주요 개발과제의 진척 상황 등을 고려하여 투자의견이나 적정주가 수준을 조정해 나갈 계획이다.

<표 1> 실질 자산가치와 간암치료제를 고려한 적정주가

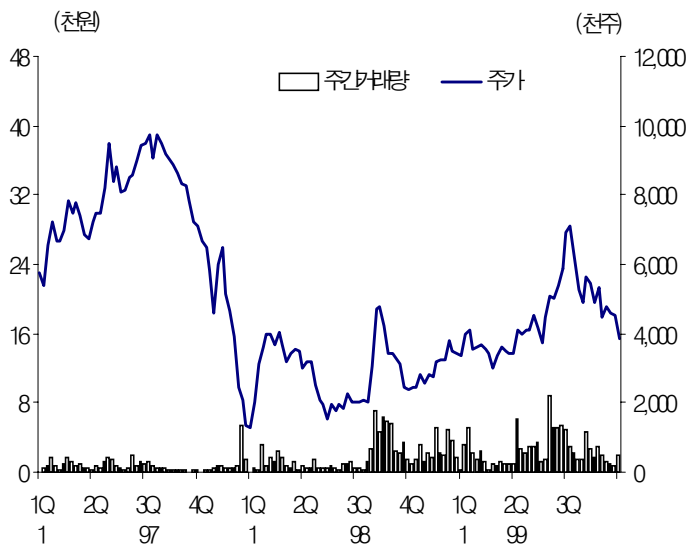
(단위 : 원)

판매가격	미리칸주 주당 현재가치	주당순자산 (2000.3F)	실질 주당순자산	업종평균 P/BV('99F)	판매가격별 적정주가
200만원	3,018	23,451	27,157	0.7	19,693
300만원	4,526	23,451	29,010	0.7	20,815
400만원	6,035	23,451	30,863	0.7	21,938

동화약품의 적정주가 : 20,000원~22,000원

자료 : 대우증권 리서치센터(임진균)

<그림> 동화약품의 주가주봉차트



<표 2> 동화약품의 주요 투자지표

	동화약품		제약업종		상대값(%)	
	00.3F	01.3F	00.3F	01.3F	00.3F	01.3F
P/E	48.9	18.4	12.7	11.2	386.1	164.1
P/CF	16.0	10.2	7.2	6.9	221.3	149.0
P/EBITDA	4.2	3.9	3.5	3.4	119.1	115.8
EV/EBITDA	7.2	6.9	6.4	6.0	112.5	115.0
P/BV	0.6	0.6	0.7	0.7	89.9	91.3

주 : 동화약품의 경우 기존 사업부문의 수익예상치만 사용하여 산정
 자료 : 대우증권 리서치센터(임진균)

신약개발과제중 항암제, 신퀴놀론계 항균제 등 유망

동화약품은 장기 신약개발과제로 항암제 DW-166HC(상품명 미리칸주)와 퀴놀론계 항균제 DW-116(상품명 프로타진정), 신퀴놀론계 항균제 DW-10102, B형 간염치료제 DW-471 등을 진행 중이다. 가장 유망한 개발과제는 간암치료제 미리칸주이고 신퀴놀론계 항균제도 개발초기단계이지만 개발후 대형화의 가능성이 높은 과제이다. 이미 2건의 과제가 임상시험에 진입하는 등 개발이 진척됨에 따라 동사는 독자개발에 부담을 느껴 항암제, 신퀴놀론계 항균제 등 신약개발과제의 기술수출을 적극적으로 추진하고 있다. 동사는 '99년 3월기에 매출액의 2.3%인 31억원을 개발비로 투자하였고 연구인력으로 전체 종업원의 8.8%인 70여명을 보유하고 있다.

간암치료제 미리칸주 2000년 상반기중 상품화될 전망

방사성 동위원소인 홀뮴과 키토산을 이용하여 간암치료제로 개발중인 미리칸주(DW-166HC)는 동사가 원자력연구소로부터 개발 및 판권을 획득¹⁾한 신약개발과제이다. 간암환자에 대한 임상 2상 후기 시험을 진행중인데, 항암제는 임상 2상 종료후 판매가 가능하다는 점을 고려하면 2000년 상반기중 식품의약품안전청으로부터 시판허가를 받을 수 있을 전망이다.

세브란스병원에서 45명의 환자를 대상으로 실시한 임상시험에서 86%의 유효율을 보인 반면, 피부두드러기, 복통, 백혈구 및 혈소판 감소 등 부작용은 경미하였고 그나마 2개월이 경과한 후 회복되었다. 그러나 시험대상자가 암세포의 직경이 5~10cm이고 1개의 암세포만 가지고 있는 초기 환자였기 때문에 발매 초기의 시장성은 당초 예상에 크게 못미칠 것으로 예상된다. 앞으로 중기 이후의 간암환자를 대상으로 한 임상시험(동맥색전술)과 피부암, 류마티스 관절염환자를 대상으로 하는 적응증 추가작업도 진행할 계획이다. 이미 류마티스 관절염 환자를 대상으로 임상 1상 시험을 실시 중이다. 아울러 동사는 간암치료제의 해외진출을 위해 기술이전을 추진하고 있다.

¹⁾ 국내 판권에 대한 로열티는 매출액의 2%, 해외 기술수출에 따른 수익금은 동화약품과 원자력연구소가 7:3으로 배분

<표 3> 간암치료제 미리캔주의 연간 매출액과 현재가치 추정(발매후 10년 대상) (단위: 억원, 만원, 원)

판매가격 (만원/회)	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	
매출액	200	21.6	27.8	40.1	41.3	42.5	73.0	75.2	77.5	79.8	82.2
	300	32.4	41.7	60.2	62.0	63.8	109.6	112.8	116.2	119.7	123.3
	400	43.2	55.6	80.2	82.6	85.1	146.1	150.5	155.0	159.6	164.4
세후이익	200	10.9	14.0	20.2	20.8	21.4	36.8	37.9	39.1	40.2	41.4
	300	16.3	21.0	30.3	31.2	32.2	55.2	56.9	58.6	60.3	62.1
	400	21.8	28.0	40.4	41.6	42.9	73.6	75.8	78.1	80.4	82.9
현재가치	200	총액	157.3	주당 현재가치			3,018원				
	300		235.9				4,526원				
	400		314.6				6,035원				

가정 : 1. 신규 간암환자는 2000년에 9,000명 발생, 그 후 신규환자 발생수는 매년 3%씩 증가
 2. 향후 10년간 적용가능 환자는 신규발생 간암환자중 초기 5년간은 30%, 나머지 5년간은 50%
 3. 시장점유율은 적용가능 환자중 1년차 40%, 2년차 50%, 3년차부터 70% 적용
 4. 원가율은 30%, 할인율은 10%, 법인세율은 28% 적용

주 : 류마티스관절염 등 적응증 확대와 기술수출은 고려하지 않음
 자료 : 대우증권 리서치센터(임진균)

근대적 제약회사의 효시

동화약품은 1987년 국내 최초의 근대적 제약회사로 설립되었고 소화제 까스활명수큐, 살충제 흡키파 시리즈, 항생제 후시딘연고 등이 주력이다. 수출비중은 4.3%에 불과할 정도로 내수 의존도가 높다. 동사는 구조조정의 일환으로 '98년 6월 미국 크로락스 인터내셔널사에 최대 주력부문인 살충제사업부를 343억원에 매각하였다. 매각대금은 주로 차입금 상환에 사용하였고 일부는 예금으로 보유하고 있다. 살충제사업부의 매각에도 불구하고 동사는 살충제의 판매사업을 계속(위탁판매)하고 있기 때문에 단기 영업실적에는 큰 영향을 받지 않고 있다.

2000년 3월기 경상이익은 385.0% 증가할 전망

동화약품의 2000년 3월기 매출액은 회계제도 변경의 영향으로 1.0% 감소할 것이나 실질 매출액은 5.4% 증가할 전망이다. 이는 약업경기 회복과 판매자가격표시제(RPLS) 실시로 까스활명수큐, 후시딘연고 등 주력품의 매출이 회복될 것이기 때문이다. 2000년 3월기 경상이익은 385.0% 증가할 전망인데, 이는 까스활명수큐의 출하가 인상과 원재료비 부담의 완화로 매출원가율이 낮아지고²⁾ 금융비용도 크게 줄어들 것이기 때문이다. 시중 실세금리 하락과 차입금 감소로 금융비용은 전기대비 39억원이 줄어들어 매출액 대비 부담률도 2.7%p 낮아질 전망이다. 동사의 2001년 3월기 매출액과 경상이익은 각각 5.9%와 24.1%씩 증가하여 실적호조세가 이어질 전망이다. 간암치료제가 예정대로 2000년 상반기중 발매된다면, 영업실적은 더욱 좋아질 것이나 현단계에서는 수익예상에 반영하지 않았다.

¹⁾ '99년 이후 시작되는 결산기부터 매출할인을 매출액에서 직접 차감함에 따라 재무회계상 매출원가율은 오히려 상승

²⁾ '99년 이후 시작되는 결산기부터 매출할인을 매출액에서 직접 차감함에 따라 재무회계상 매출원가율은 오히려 상승

재무구조 대폭 개선

살충제사업부 매각에 따른 자금유입으로 동사의 재무구조는 대폭 개선되었고 유동성 위험도 크게 줄어들었다. 부채비율은 자산재평가로 '98년 3월기에 166.1%로 낮아진 후 '99년 3월기에는 사업권 매각에 따른 자금유입에 힘입어 다시 125.9%로 낮아졌다. 차입금의존도는 '99년 3월기에 40%대로 하락하였고 보유예금을 차입금 상환에 사용할 경우 30%대로 떨어질 전망이다. 매출액대비 차입금비중은 감소 추세를 보이고 있으나 업종평균대비 여전히 높은 수준에 머물러 있다. 지난 2월 300억원 규모(평균금리 11% 수준)의 무보증 회사채 발행에 이어 4월에는 150억원 규모의 전환사채 발행으로 재무위험이 크게 감소하였다.

<표 4> 동화약품의 주요 재무비율

	95.3	96.3	97.3	98.3	99.3	00.3F	01.3F
유동비율(%)	226.6	237.2	199.3	209.3	204.3	313.3	251.9
당좌비율(%)	194.9	203.0	171.4	182.6	183.2	277.3	221.2
매출채권회전율(배)	1.4	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0	1.1
자산회전율(배)	0.8	0.7	0.7	0.6	0.5	0.5	0.5
운전자본회전율(배)	1.3	1.2	1.0	1.0	0.9	1.0	1.0
부채비율(%)	285.5	281.9	324.2	166.1	125.9	107.3	105.5
매출대비 차입금(%)	72.1	81.5	91.9	90.6	90.8	71.9	69.2
차입금의존도(%)	56.4	58.0	62.0	50.0	43.3	38.2	37.9
유보율(%)	223.9	230.8	221.8	381.0	476.9	374.7	392.3

자료 : 사업보고서, 예상은 대우증권 리서치센터(임진균)

<참고> 간암 및 류마티스관절염 치료제 DW-166HC(MILICAN 注)

미리칸주의 특징

미리칸 注는 간암 및 류마티스관절염 치료용 방사성의약품으로 2개의 바이알이 한 세트에 이루어져 있다. 하나는 무색투명한 용액(166Ho-nitrate)³⁾ 용액(Kit A)이고 다른 하나는 백색 또는 옅은 갈색의 키토산 동결건조물(Kit B)이다(그림 참조). 이 약물은 사용시 Kit A의 용액을 Kit B에 넣어 투명한 166Ho-Chitosan 착화합물 용액을 만들고 초음파 모니터로 위치를 확인하면서 간암종괴내로 경피적으로 투여하거나 관절활막내로 1회 투여한다.



미리칸주의 장점

미리칸주의 장점은 다른 장기로의 이행 없이 투여부위에 체류성이 좋아 정상세포를 비롯한 다른 신체 부위에 대한 부작용이 작고, 용액(166Ho)의 장점은 적절한 반감기(26.8h)를 가지고 있다는 점이다. 따라서 미리칸주를 사용하여 간암종괴 및 류마티스성 관절염을 수술 없이 1회 경피주사만으로 치유할 수 있다. 간암환자에 대한 임상 IIa 결과 20mci/cm 용량으로 투여시 85.7%의 높은 유효율을 보인 반면, 다소의 백혈구 및 혈소판 감소가 부작용으로 나타났으나, 2개월 경과한 후 정상상태로 회복되었다

³⁾ 자연에 존재하는 안정 동위원소인 용액165를 원자로부터 중성자에 조사하여, 방사능을 방출하는 용액166으로 전환된 원소

예상 대차대조표 (요약) (억원)

	1999.03	2000.03F	2001.03F
유동자산	1,952.3	1,806.4	1,878.1
현금과예금	415.8	252.7	236.2
매출채권	1,279.6	1,289.8	1,354.3
재고자산	201.7	207.7	228.5
고정자산	732.8	732.2	730.9
투자자산	138.8	138.8	138.8
유형자산	591.8	591.4	587.1
자산총계	2,685.1	2,538.5	2,609.0
유동부채	955.6	576.5	745.6
매입채무	113.9	125.3	119.0
단기차입금, 유동성부채	719.8	330.0	500.0
고정부채	541.1	737.7	593.6
사채 및 장기차입금	442.4	490.0	340.0
부채총계	1,496.7	1,314.2	1,339.2
자 본 금	206.0	260.6	260.6
잉 여 금	973.2	976.4	1,006.3
자본총계	1,188.3	1,224.3	1,269.9

예상 손익계산서 (요약) (억원)

	1999.03	2000.03F	2001.03F
매 출 액	1,363.0	1,350.0	1,430.0
매출원가	764.3	793.8	835.7
매출총이익	598.7	556.2	594.3
판매관리비	362.3	400.3	425.8
영업이익	236.4	155.9	168.5
순영업외비용	226.1	105.7	106.2
순외환비용	-10.2	2.0	2.0
순금융비용	161.3	122.4	120.2
경상이익	10.3	50.2	62.3
순특별이익	297.5	-26.0	0.0
세전이익	307.9	24.2	62.3
법인세등	98.9	8.0	19.3
당기순이익	208.9	16.2	43.0
Simple Cash Flow	240.8	49.4	77.4
Free Cash Flow	264.8	208.2	58.8

주: Simple Cash flow = 당기순이익 + 감가상각비

Free CF=세후영업이익+감가상각비-운전자본의증가-유형자산의증가

예상 현금흐름표 (요약) (억원)

	1999.03	2000.03F	2001.03F
영업활동 현금흐름	123.0	36.6	7.9
당기순이익	208.9	16.2	43.0
감가상각비	31.9	33.2	34.4
무형,이연자산상각비	11.9	11.0	11.7
운전자본의 증가(순)	98.9	-4.8	-91.6
기 타	-228.6	-19.0	10.4
투자활동 현금흐름	284.6	1.9	-33.2
유형자산의 증가	-10.7	-36.1	-33.2
유형자산의 감소	7.2	68.0	0.0
투자자산의 증가(순)	-28.1	0.0	0.0
기 타	316.2	-30.0	0.0
재무활동 현금흐름	-145.7	-201.7	8.8
차입금의 증가	-122.3	-192.1	20.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0
배 당 금	-2.0	-2.1	-13.0
현금의 증가	262.0	-163.1	-16.5

자료: 사업보고서, 대우증권예상

주당가치 및 Valuation (원, %, 배)

	1999.03	2000.03F	2001.03F
EPS (원)	5,070.8	310.8	825.0
CFPS (원)	5,843.9	947.8	1,485.0
SPS (원)	33,082.8	25,901.4	27,436.3
BVPS (원)	28,789.7	23,451.3	24,268.6
P/E (배)	3.8/1.2	48.9	18.4
P/CF(배)	3.3/1.0	16.0	10.2
P/S (배)	0.6/0.2	0.6	0.6
P/BV(배)	0.7/0.2	0.6	0.6
배당률(%)	3.0(S),1.0(C)	0.0(S),5.0(C)	0.0(S),5.0(C)
배당수익률(%)	3.4	1.6	1.6
EBITDA Margin(%)	19.7	14.0	14.2
EBITDA Multiple(배)	2.1	4.2	3.9
EV/EBITDA (배)	4.9	7.2	6.9
부채비율 (%)	125.9	107.3	105.5
차입금/매출액 (%)	85.3	60.7	58.7

주가는 15,200원기준 (1999.10.8)