

R&D+수출+내수 = 이상적인 제약업체로 도약

2009년에도 실적모멘텀 지속될 전망

동사는 2008년에 총매출액이 9.9% 증가한 2,819억원 영업이익은 137% 증가(2007년 유입된 일회성 로열티 유입분 제외기준)한 251억원으로 우수한 실적을 시현하였다. 2008년 사업부별로는 의약품 전체가 전년동기대비 8.6% 성장하였는데 그 중 의약품 내수부문은 4.8% 성장에 그친 반면 의약품 수출부문이 75.6%로 높은 성장을 시현하여 수출부문이 전체 성장을 견인했던 것으로 판단된다. 또한 내수보다는 수출에 주력하고 있는 동물약품 부문과 정밀화학 부문까지 가세하면 수출부문의 성장세는 더욱 컸던 것으로 판단된다.

동사의 2008년 우수한 실적은 2009년에도 지속될 전망이다.

2009년 동사의 성장동력은 2008년에 이어 수출부문이 여전히 고성장을 끌어 갈 것으로 예상되는 가운데 특히, 2008년에 상대적으로 저조했던 내수부문이 성장세를 크게 회복하며 전체 외형성장에 가세할 전망이다.

따라서 2009년 동사 총매출액은 전년동기대비 13.7% 증가한 3,206억원으로 2008년도 9.9% 성장세에 비해 성장 폭이 더욱 확대될 전망이다.

Financial Data

투자지표	단위	2006	2007	2008P	2009F	2010F
매출액	십억원	221.2	256.4	281.9	320.6	367.7
영업이익	십억원	8.8	25.6	25.1	32.1	39.2
세전이익	십억원	9.2	23.1	21.6	31.5	38.6
순이익	십억원	5.9	18.5	15.1	22.1	27.0
수정 EPS	원	353	1,103	899	1,311	1,605
증감율	%	NA	212.7	-18.5	45.8	22.4
PER	배	133.8	58.6	53.9	37.0	30.2
PBR	배	5.2	6.5	4.4	3.9	3.4
EV/EBITDA	배	33.3	26.2	19.4	15.7	13.0
ROE	%	2.5	7.4	5.6	7.6	8.5
BPS	원	8,999	9,907	11,120	12,473	14,193
Net DER	%	(1.2)	(7.0)	(7.4)	(9.0)	(13.7)

자료: LG생명과학, 하나대투증권

Upgrade Price Target

Company Analysis

TP(12M): 75,000원 ↑

CP(3/3): 48,500원

March 4, 2009

Analyst 조윤정

02-3771-7579

yjcho@hanaw.com

Key Data

KOSPI 지수(pt)		1,025.57	
52주최고/최저(원)		62,300/21,250	
시가총액(십억원)		803.9	
시가총액비중(%)		0.16	
발행주식수(주)		16,577.0	
60일 평균거래량(주)		193.0	
60일 평균거래대금(십억원)		8.1	
07년 배당금(원)		0	
08년 배당금(원)		0	
외국인 지분율(%)		6.15	
주가상승률	1M	6M	12M
절대	268	(0.2)	(6.3)
상대	37.9	27.4	34.2

Consensus Data

	2008	2009
매출액(십억원)	280.6	312.8
영업이익(십억원)	25.1	32.2
순이익(십억원)	15.8	23.2
EPS(원)	942	1,384
BPS(원)	10,468	11,387

Stock Price

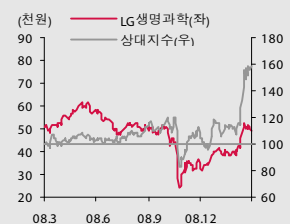
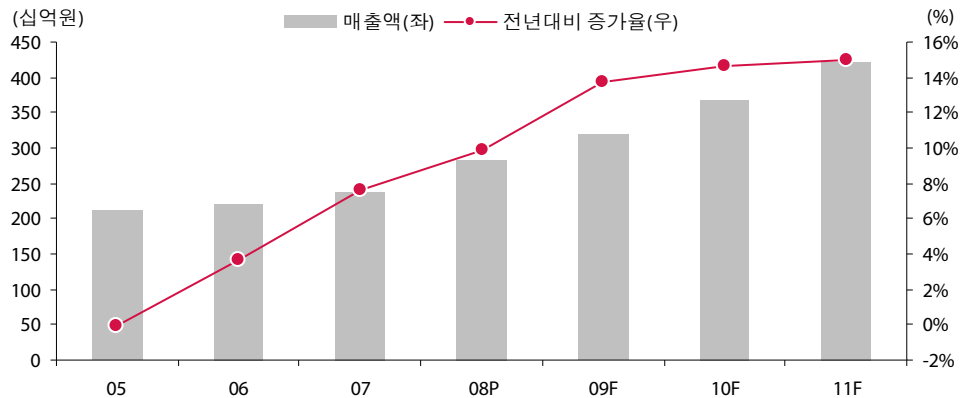


그림 1. 2009년에도 수출고성장 및 내수회복으로 성장세 지속될 전망



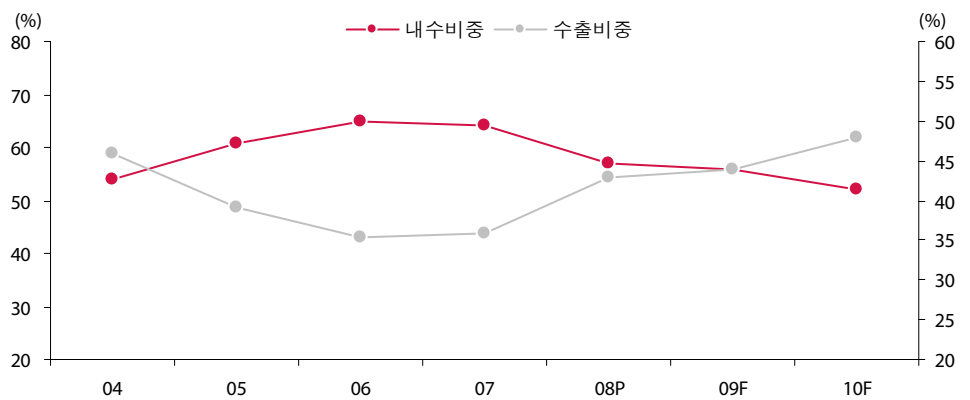
주: 2007년은 일회성수익인 간질환치료제 기술수출료 183억원을 제외한 매출기준임.
 자료: LG생명과학, 하나대투증권

수출실적 고성장의 힘은 R&D 능력의 결실

먼저 동사 수출부문은 장기적으로 동사의 핵심 성장동력으로 작용할 전망이다. 그 배경으로는 1) 동사가 주력하고 있는 수출지역인 중동, 중남미 지역에서의 의약품수요가 최근 급증세에 있어 동사 의약품 수출도 물량증가세가 지속될 전망이기 때문이며, 2) 주요 수출품목들이 동사가 자체개발한 바이오 의약품들로 구성되어 진입장벽이 높고 기술경쟁력도 높은 상황이라는 점과 3) 더불어 당분간 지속될 것으로 전망되는 환율상승 효과까지 가세하여 금액 기준으로는 더욱 높은 매출성장을 시현할 것으로 예상되기 때문이다.

따라서 동사 수출실적은 2007년 829억원에서 2008년에는 44.6% 증가한 1,199억원을 시현하였으며 2009년에도 16.7% 성장한 1,400억원 규모의 수출실적 시현이 예상되어 총 매출액대비 수출비중도 2007년 35.8%에서 2008년은 43%, 2009년 44% 수준으로 점진적인 상승세가 예상된다.

그림 2. 수출경쟁력 상승으로 동사 수출비중 확대추세 지속될 전망



자료: LG생명과학, 하나대투증권

내수부문에서도 품목다변화로 2009년 성장세 개선 전망

한편, 2009년 동사의 의약품 내수부문은 2008년 4.2% 성장에 이어 2009년에는 11.7% 성장한 1,800억원 규모의 매출로 확대될 전망이다.

내수부문의 매출회복은 그 동안 동사가 진출하지 않았던 성형 및 피부과 의약품 및 항암제, 순환계 질환 제품군 들로 신제품 출시를 집중하면서 제품라인을 확대 보강하고 영업력을 강화하고 있어 새로운 치료영역에서의 신규 매출이 점진적으로 증가할 것으로 예상되기 때문이다.

실제로 2008년 하반기에 발매한 통증치료제, 항산화제, 당뇨병치료제 관련 제네릭 신제품들이 2009년에 본격적으로 매출이 가시화될 전망이고, 2009년에도 공동개발 및 기술도입 개량신약, 자체개발 제네릭 등으로 당뇨병치료제, 항노화제, 항암보조제, 진통제, 전립선치료제 등 10여개의 신제품 발매를 계획하고 있다.

제품별로는 B형간염백신 ‘유박스’, 빈혈치료제 ‘에스포젠’, 관절염치료제 ‘히루안’, 성장호르몬 ‘유트로핀’ 등이 5~10%대의 안정성장을 지속하는 가운데 성인용 성장호르몬 ‘디클라제’, 불임치료제, 식욕부진제 ‘에피트룰’ 등은 20% 이상의 고성장을 시현할 전망이다. 여기에 2008년에 발매한 신제품들의 매출 본격화 및 2009년의 새로운 영역으로의 신제품 출시 등에 힘입어 주력제품 외 기타매출 부문이 전년동기대비 4배 가까이 증가한 191억원의 매출시현이 예상된다.

동물의약품 부문은 전세계 우수소비량 증가에 따른 산유촉진제 ‘부스틴’ 수요증가세가 지속되고 있어 전년동기대비 20.5% 증가한 270억원이 예상된다.

정밀화학 부문도 의약품중간체 및 농약원료 수출실적 증가에 힘입어 전년동기대비 9.4% 증가한 580억원의 실적을 시현할 전망이다.

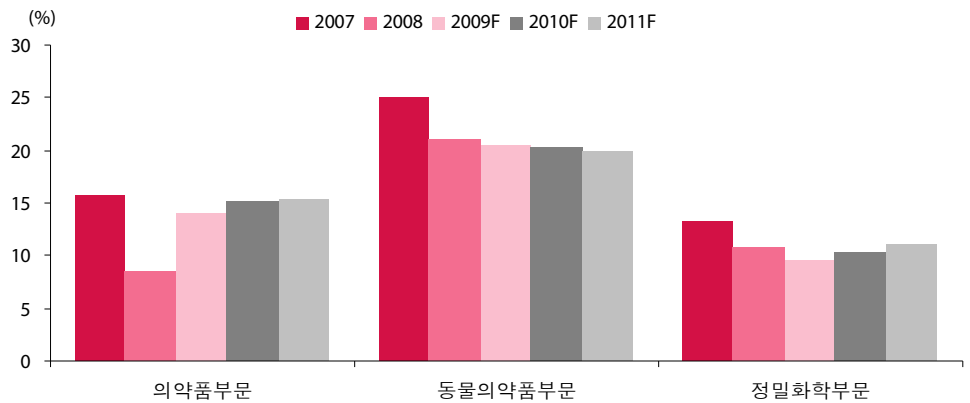
그림 3. LG생명과학의 전체 사업부별, 제품별 매출액 전망

(단위:십억원,%)

적응증	제품명	2007	증가율	2008	증가율	2009F	증가율	2010F	증가율
고혈압치료제	자니딕	25.1	-40.0	25.7	2.4	27.0	5.1	28.5	5.6
고혈압치료제	타렉/코타렉	9.0	1025.0	17.3	92.2	17.5	1.2	18.0	2.9
고지혈증치료제	자이렘	6.4	45.5	5.4	-15.6	4.5	-16.7	4.0	-11.1
빈혈치료제	에스포젠	13.5	0.7	15.3	13.3	16.5	7.8	17.7	7.3
퇴행성관절염치료제	히루안(플러스)	24.5	29.6	24.9	1.6	27.0	8.4	29.4	8.9
성장호르몬(소아): 1일제형	유트로핀	36.7	4.0	36.5	-0.5	40.0	9.6	44.0	10.0
성장호르몬(성인): 1주제형	디클라제	3.0		4.0	33.3	5.0	25.0	6.0	20.0
보조생식제(불임치료제)	불임치료제	10.8	27.1	13.7	26.9	16.5	20.4	20.0	21.2
식욕부진치료제	에피트룰	2.4		3.9	62.5	4.6	17.9	5.4	17.4
B형간염백신	유박스	17.4	0.0	31.5	81.0	30.0	-4.8	32.0	6.7
독감균주	인플루엔자	5.0	31.6	2.8	-44.0	2.9	3.6	3.0	3.4
DTP, B형간염, C형간염, 말라리아, 에이즈, 임신	진단시약(전체)	4.5	25.0	6.0	33.3	9.0	50.0	12.0	33.3
퀴놀론계 항생제	팩티브(전체)	8.7	-5.4	14.1	62.1	16.0	13.5	19.0	18.8
	팩티브(제품매출)	6.5	12.1	10.9	67.7	12.0	10.1	14.0	16.7
	팩티브(Royalty 유입분)	2.2	-35.3	3.2	45.5	4.0	25.0	5.0	25.0
의약품부문 소개		167.0	6.3	201.1	20.4	216.5	7.7	239.0	10.4
기타		23.1	225.4	5.4	-76.6	19.1	253.7	32.2	68.6
의약품부문 총계		190.1	15.8	206.5	8.6	235.6	14.1	271.2	15.1
동물의약품 부문 총계	산유촉진제	18.5	25.0	22.4	21.1	27.0	20.5	32.5	20.4
정밀화학 부문 총계	농약 및 의약품중간체	47.8	13.3	53.0	10.9	58.0	9.4	64.0	10.3
총매출액		256.4	15.9	281.9	9.9	320.6	13.7	367.7	14.7

자료: LG생명과학, 하나대투증권

그림 4. 전 사업부문의 높은 성장세 지속될 전망



자료: LG생명과학, 하나대투증권

매출고성장에 따른 비용부담 축소로 수익개선 지속 전망

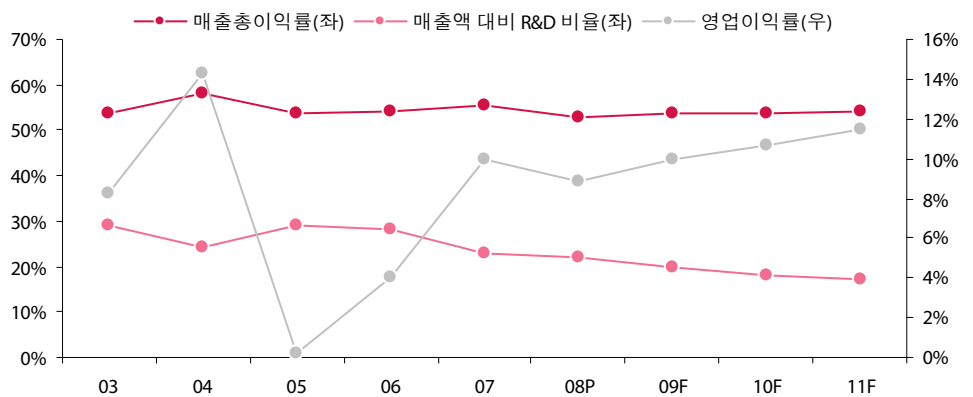
원가율이 낮은 바이오의약품의 수출실적 증가가 지속될 전망이고, 내수부문의 매출회복으로 원가구조 개선효과가 가세할 것으로 예상되어 2009년 동사 매출총이익률은 전년동기 53.0%에서 53.5%로 상승할 전망이다.

동사의 주력 연구개발과제중 B형 간염치료제(임상2상), 간질환치료제(임상2상), 서방형 성장호르몬(임상3상), 불임 치료제(임상3상) 등 다수 과제들의 임상연구 진행으로 연구개발비용의 금액규모는 증가하고 있으나 매출액대비 비율은 하락추세에 있고, 마진이 높은 수출부문의 고성장에 따른 수익개선 및 고정비부담이 높은 내수부문의 외형성장에 따른 영업 레버리지 효과로 동사 매출액대비 판매비율은 전년동기 44.1%에서 43.5%로 하락할 전망이다.

따라서 2009년 동사 영업이익률은 원가하락 효과 및 판매비율 축소에 힘입어 전년동기 8.9%에서 10.0%로 크게 상승할 전망이다.

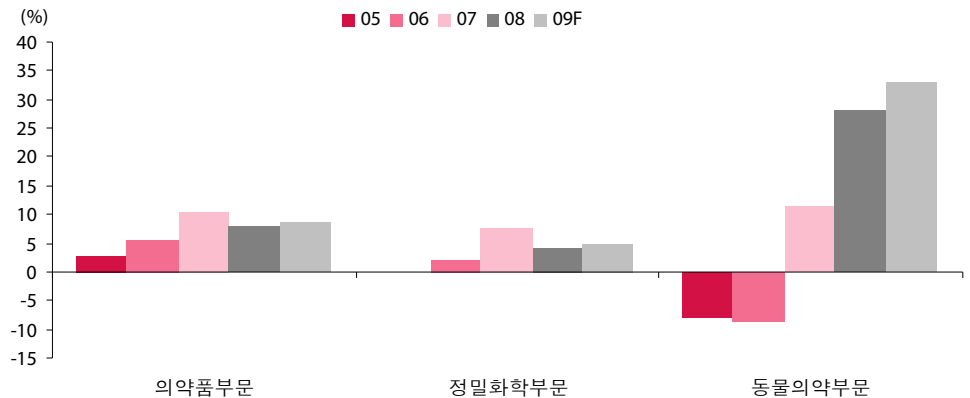
2009년 세전이익은 영업이익의 큰 폭 증가와 더불어 2008년 4분기에 발생한 정밀화학부문의 기술수출 계약지연과 관련한 총당금 22억원이 제외되면서 전년동기대비 45.8% 증가한 315억원이 예상되고 이를 제외하면 32.3% 증가한 수치이다. 따라서 세전이익률도 전년동기 7.7%에서 9.8%로 상승할 전망이다.

그림 5. 2009년 매출증가에 따른 영업레버리지 효과로 수익개선 지속 전망



자료: LG생명과학, 하나대투증권

그림 6. LG생명과학의 사업부문별 마진을 추이



주: 각 사업부문별 영업이익률 기준
 자료: LG생명과학, 하나대투증권

이상적인 제약업체로 거듭나고 있다

동사는 과거 과도한 연구개발비 투자로 취약한 수익구조를 보여왔으나 2006년부터 흑자전환이후 최근에는 수출부문의 호황과 내수부문의 매출회복으로 기술료 의존 없이도 순수한 영업기반에서 지속적인 이익을 시현하며 안정적인 수익구조를 확보했다는 점이 매우 긍정적이다.

또한 동사 총매출의 40% 이상을 차지하는 높은 수출비중은 내수에만 치중하는 대부분 국내 제약사들과는 차별되는 독보적인 경쟁력이며 특히, 주요 수출품목들이 동사가 자체개발한 바이오 의약품들이라는 점에서 최근 내수시장의 과도한 경쟁상황을 벗어나 지속성장을 시현할 수 있는 잠재력을 확보하고 있다는 점에서 매력적이다.

R&D와 수출 경쟁력은 기 확보 → 내수부문의 불균형 2009년부터 해소될 전망

당사는 제약업체가 갖추어야 할 최고의 경쟁력으로 높은 연구개발 능력과 이를 바탕으로 한 내수부문 경쟁력, 해외수출 경쟁력 3가지를 꼽는다.

이중에서 가장 경쟁력을 확보하기 어렵고 핵심적인 경쟁력으로 꼽자면 결국 1순위가 연구개발 능력이다. 이러한 측면에서 동사는 가장 경쟁력을 확보하기 어려운 연구개발 측면에서는 국내 최고의 인프라와 파이프라인을 갖추고 있는 상황이다. 더구나 최근에는 자기개발 제품을 기반으로 이머징 마켓을 중심으로 한 수출실적도 크게 증가하고 있는 상황이다.

따라서 상대적으로 경쟁력 확보가 어려운 연구개발 부문과 수출부문에서의 경쟁력을 이미 확보하게 된 동사의 경우 내수부문에서의 불균형만 해소가 관건으로 남아 있는 상황인데 이 역시도 새로운 CEO의 부임이후 2006년부터 가속화된 구조조정을 통해 품목수의 확대 및 처방군별 품목라인의 다변화, 영업력의 강화 등을 통해 점진적인 영업기반을 다져가고 있으며 2009년에는 내수의약품 부문에서 10%이상의 성장을 시현할 전망이다 이후에는 성장세 확대가 지속될 전망이다으로서 장기적으로 동사는 R&D기반을 통해 고성장, 고수익을 실현하는 이상적이고 모범적인 제약회사의 표준모델의 모습을 갖추고 국내 시장에서 상위업체로 도약하는 기반을 확보하게 될 것으로 전망된다.

특히, 동사의 연구개발 파이프라인들은 국내와 동시에 선진국에서 동시에 추진되는 글로벌 프로젝트들이고 대표적인 과제들인 서방형 인성장 호르몬은 2009년내 미국임상을 마무리하고 2011~2012년 발매에 들어갈 전망이며, 간질환치료제 '캐스페이즈'는 기술계약한 길리어드사가 최신의 간질환치료제로 개발중으로 2010년경 3상진입이 예상되는 등 순조로운 개발이 진행중이다.

따라서 동사는 향후 3년간 연평균 14%대의 양호한 성장을 지속할 전망이다이며 중기적 연구과제인 인성장호르몬, 혼합백신, 당뇨치료제 등이 가시화되는 2012년 이후에는 20% 가까운 고성장을 시현할 수 있을 것으로 전망된다. 이어 2015년이후 장기적으로는 간질환치료제와 비만치료제 연구성과 등이 장기성장 동력의 원천이 기여할 것으로 전망된다.

연구개발 과제의 진전 + 실적모멘텀 매력 = 적정주가 상향

2009년에는 동사의 대표적인 연구개발과제들의 개발단계 진척이 확연히 발생하는 시점으로 상업적 가치에 기대감은 더욱 상승할 것으로 전망된다.

1)서방형 인성장호르몬은 성인용이 2009년 하반기 미국FDA 승인을 받을 것으로 전망되고, 소아용은 성공적인 임상3상 마무리가 예상된다.

2)간질환치료제 '캐스페이즈'는 미국 길리어드사가 2009년 2분기에 후기임상인 임상II-b를 시작할 전망이다.

3)국내에서 개발중인 당뇨병치료제(MSD의 '자누비아'대비 부작용개선)는 2009년 하반기 임상 3상에 진입할 전망이다.

동사의 대표적인 연구개발 과제들의 개발 단계 진전을 반영하여 동사 적정주가는 주당 연구개발 가치 25,000원을 그대로 적용하고, 동사의 국내 연구개발비를 조정한 수정EPS에 시장대비 20% 할증율을 적용하여 기존 60,000원에서 75,000원으로 상향조정하고 BUY 의견을 유지한다.

그림 7. 주요 제약업체 추가지표 및 투자 의견 비교

업체	투자 의견	적정주가 (원)	현재주가 (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	PCFR (배)	PSR (배)	ROE (%)	Net DER (%)
한미약품	BUY	170,000	122,500	15.3	13.4	2.6	13.2	1.5	14.9	35.2
동아제약	BUY	160,000	73,800	11.7	8.3	1.8	8.0	0.9	15.6	31.0
유한양행	BUY	300,000	190,500	12.6	16.9	1.8	10.7	2.7	14.7	(23.0)
녹십자	BUY	140,000	79,500	13.5	8.9	2.2	6.0	1.2	17.4	17.0
대웅제약	BUY	60,000	48,800	9.9	6.4	1.5	7.7	0.8	15.6	(11.2)
LG생명과학	BUY	75,000	48,500	37.0	15.7	3.9	17.6	2.5	7.6	(9.0)
종근당	BUY	25,000	16,500	7.9	4.4	1.0	4.3	0.6	12.6	24.2
부광약품	BUY	26,000	15,850	11.6	6.5	1.8	7.5	2.4	16.4	(36.0)
환인제약	BUY	17,000	12,900	9.4	4.8	1.1	6.1	1.2	12.2	(44.5)
중외제약	Neutral	14,000	11,300	7.9	4.5	0.4	NA	0.2	9.7	128.0
신풍제약	Neutral	20,000	19,050	6.0	5.1	0.6	2.5	0.4	9.8	72.3
업체평균				13.0	8.6	1.7	8.4	1.3	13.3	16.7
KOSPI평균				10.5	6.2	0.8	7.0	0.6	8.3	15.9

주: 2009년 3월 3일 기준
 자료: 하나대투증권

연구개발 전략의 대폭 변화 ‘선택과 집중’

세계신약 팩티브와 성장호르몬 등을 개발한 바 있는 동사는 2006년 새로운 CEO가 부임하면서 연구개발 전략에 많은 변화를 가져왔다. 연구개발 부문의 변화를 한마디로 요약하자면 타겟의약품의 특화 및 연구 개발과정에서의 선택과 집중 전략이다.

먼저, 타겟의약품은 인구고령화에 따른 당뇨, 간질환, 관절염 등 만성질환군과 향후 국내 소득수준 향상에 따른 성장, 노화, 불임, 비만 등과 관련된 웰빙의약품, 예방의약품의 관심 증가에 대비하는 혼합백신, 진단시약 등에 개발과 판매를 주력하는 것이다.

다음으로 연구개발 과정의 합리화는 기존에는 연구개발의 모든 과정을 자체적으로 다 개발하는 전략을 취했던 반면 최근에는 초기 타겟발굴은 외부업체와 제휴 또는 외부자원을 활용한 Outsourcing에 의존하고 임상 2상 및 3상 단계는 해외업체와의 기술수출 및 공동 개발을 통해 성공가능성을 높이며, 자체적인 연구개발은 초기물질 개발후 개발후보 발굴과 초기임상 단계에 주력하는 전략으로 변화되었다. 따라서 과거의 많은 연구개발 자원들이 고비용에도 불구하고 저효율 구조였던 반면 향후에는 R&D전략의 변화로 인해 자체적으로 가장 기술경쟁력이 높은 부문에 개발력을 집중적으로 투입함으로써 자원의 효율적 배분을 현실화 시켰다는 점에서 과거보다 높은 R&D성과의 가시화가 예상된다.

장기 성장동력 - 합성신약 연구

현재 동사의 연구개발 파이프라인은 크게 합성신약 부문과 바이오 의약품 부문으로 나뉜다.

합성신약의 경우, 팩티브의 사례에서 알 수 있듯이 최종출시까지 오랜기간과 3-5억불의 과도한 비용이 들기 때문에 다수의 과제를 동시에 끌고 가는 것은 현재 LG생명과학의 현금흐름을 감안할 때는 다소 무리가 있는 상황이다. 따라서 동사는 합성신약분야의 핵심 주력과제로 ‘B형 간염치료제’(HBV), ‘간질환 치료제’(Caspase), ‘당뇨병 치료제’(DPP IV), ‘비만 치료제’, ‘심순환계 치료제’ 등으로 연구과제를 집중하여 개발 중이다.

1) **B형간염치료제 HBV(Hepatitis B Virus)**는 기존 단일제제의 단점인 내성과 치료후에도 투약 중단후 재발현 되는 ‘리바운드’ 문제를 개선한 치료제로서 한국과 아시아시장을 타겟으로 개발중으로 한국에서 조만간 임상2상(II-b)에 진입할 예정이다. 특히, 기존 라니부딘 제제의 내성균에 효과가 높고 신장독성이 낮아 안정성이 우수한 것으로 나타났다. 현재 국내신약으로 개발중이며 관련 국내 시장규모는 300~400억원 규모인데 향후에는 중국내 파트너를 모색하여 해외시장 진출가능 가능성도 높은 상황이다. 2014년에 국내 상품화 예정이다.

2) **간질환 치료제 Caspase**는 간손상과 간경화의 주요한 매커니즘으로 작용하는 세포사멸인자인 캐스파제를 억제해 간손상을 치료하고 궁극적으로는 간경화, 간암으로의 진행을 막는 새로운 개념의 차세대 간질환 치료제이다.

현재 유럽과 미국에서 임상실험을 진행중인데 적응증이 C형간염과 지방간염 2개로 나뉘어 개발중이다.

C형간염의 경우는 2008년말에 임상II-a를 완료하고 2009년 2분기에 II-b가 시작될 예정이며, 지방간염의 경우는 2008년 3분기에 임상II-a를 시작해서 2009년말에 II-a를 마무리할 계획이다.

2007년 11월 미국 길리어드사로 기술수출이 체결되어 길리어드사가 이후 개발과정을 진행하며 상품화 성공 시 LG생명과학은 한국, 인도 중국시장의 판권을 갖고, 길리어드는 이 지역을 제외한 전 세계시장의 개발 및 상업화에 대한 독점 권리를 갖게 되었다. 현재 해외 경쟁제품으로 동일한 임상2상단계에 있는 파이프라인이 없어 매우 높은 상품가치가 예상되며 특히, LG생명과학의 Caspase가 분자량이 낮아 효율이 높고, 1일1회 제형으로 개발가능하며, 생체이용률이 좋아 시장경쟁력이 높은 제품으로 판단된다.

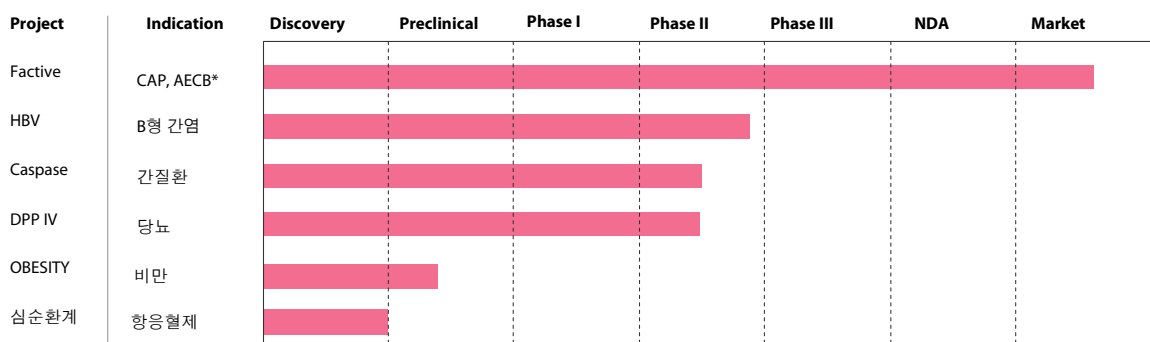
또한 길리어드사는 동물질의 적응증을 추가로 확대하여 특발성 폐섬유증에 대해 전임상중에 있으며 길리어드의 기존 파이프 라인중 폐질환치료제가 임상3상에 있음을 감안시 캐스페에즈와 연계된 치료제로 확대 개발할 가능성이 높아 이 경우 동 물질의 가치는 더욱 커질 것으로 전망된다.

3) **DPP(Dipeptidyl Peptidase)-IV**는 새로운 개념의 당뇨병치료제로서 후천성당뇨병인 2형당뇨병을 치료하는 물질로 세계 당뇨병 치료제 시장내 비중이 확대중인 신물질이다. 이미 2006년 머크가 Januvia라는 제품명으로 발매를 시작하였으며 기존제제보다 부작용이 낮고 혈당조절이 활발하여 최근 고성장을 시현하고 있다. LG생명과학은 현재 국내에서 임상1상 완료후 임상2상이 마무리단계에 있고 2009년 하반기에는 임상3상에 진입할 예정이다. 향후 해외업체로의 기술수출을 통해 중국 및 아시아 등지로의 진출을 목표로 하고 있다.

4) **Obesity**는 뇌신경계 조절과 관련된 비만치료제로서 2007년 3월 일본 다케다사에 기술수출하였으며 LG생명과학은 개발후보를 발굴하고 다케다는 임상후 상업화 단계를 담당하고 있다. 이미 2007년 3월에 200만달러의 계약금을 받은 바 있으며 2008년에도 전임상 후보물질 확정되면서 그 대가로 기술료 15억원이 유입되는 등 총1억달러(총 연구비 포함)의 마일스톤 계약을 체결한 상태이다. 뇌신경에 작용하는 물질이나 기존 제제에 부작용이 적고 약효가 높아 시장성이 클 것으로 전망된다. 2008년 4분기에 전임상에 진입하여 2009년말 마무리 될 전망으로 2010년경 임상실험에 진입할 예정이다.

5) 또한 파스퇴르 코리아 연구소와 2007년 6월에 전략적 제휴관계를 체결하고 심순환계 의약품(항응혈제)을 공동 개발중이다. 초기연구는 파스퇴르가 담당하고 개발후보는 LG생명과학이 담당하는데 권리: 의무는 각각 50:50이다. 이는 초기단계부터 해외제약사와 연계하는 개발전략의 사례로 연구초기 단계의 리스크를 줄이고 성공가능성을 높이는 장점이 있으며 LG생명과학의 초기 개발물질에 대한 우수성을 입증해주는 증거로 작용한다는 점에서 의의가 있다.

그림 8. LG생명과학의 합성신약 연구개발 과제 개발계획



주: 2009년 3월 기준
 자료: LG생명과학 제공

중기적 성장동력 - 바이오 제네릭 의약품 연구

바이오의약품의 경우, 합성신약에 비하여 상대적으로 적은 비용으로 성공확률도 높아 빠른 성과를 기대하고 있다. 유럽과 미국 임상중인 1주제형 인간성장호르몬(SR-HGH)은 2011년~2012년경 출시가 예상되는 상황이며 향후 5년간 동사의 매출 및 이익 성장에 기여할 것으로 예상된다.

1) **SR-HGH**는 세계 최초로 기존 인간성장호르몬 주사 1일제형을 1주제형으로 제형변경하여 개발한 슈퍼 바이오 제네릭의약품이다.

미국과 유럽에서 동시에 임상3상을 진행중이며 유럽은 이미 바이오파트너사와 50:50의 개발비용을 부담하며 공동으로 개발중이고 대신 유럽내 판권은 바이오파트너사에 귀속된다. 미국 판권은 동사에게 있으며 동사 역시 단독판매 또는 공동마케팅, 라이선싱 아웃 등의 방안 등을 검토중으로 2009년말경 마케팅 전략의 결정이 이루어질 것으로 전망된다.

현재 미국과 유럽시장 모두 같은 개발일정이 진행중인데 소아의 경우 2009년 하반기 임상3상을 마무리하고 2010년 허가신청, 2012년 발매가 예상된다.

성인의 경우는 2009년 하반기 FDA 허가신청을 하고 2011년경 발매가 예상된다. 성인용의 발매가 더 빠른 전망인데 소아용 시장이 주류를 이루는 한국시장과는 달리 미국시장은 성인시장이 매우 큰 상황으로 현재 3만 명에 이르는 성인환자들이 정상적인 치료를 받지 않고 있는 상태여서 성인용 출시를 통해 잠재시장의 표면화가 이루어질 전망이어서 긍정적이다. 따라서 미국시장에서 동사가 타겟하는 시장은 의외로 잠재적인 성인시장이 될 가능성도 높은 것으로 판단된다.

HGH시장은 오리지널업체인 ‘제넨텍’이 1980년대 중반에 개발한 이래 2006년에 산도스의 옴니트로프(Omnitrope)이라는 제네릭이 출시되면서 제네릭의약품 시장이 향후 큰 폭으로 성장할 것으로 전망된다. 그러나 산도스의 제네릭도 1일제형에 불과하고 가격만 낮춘 것이라 세계 최초의 1주제형으로 발매되는 LG생명과학의 개량신약이 미국시장에 진출하는 경우 현지내 유력한 파트너와 계약하는 경우 미국내 소아용시장 12억 달러 규모중 30%대 시장점유율이 예상되고 있다.

한편, 왜소증치료제는 동사가 기존에 개발한 세계신약 항생제 팩티브와는 달리 특수약품에 속하고 특수클리닉에 국한되는 치료가 이루어지므로 전국적인 대규모 마케팅이 필요하지 않고 개량신약으로서 제형을 바꾼 것이기 때문에 기존시장을 대체할 하는 식이어서 최신신약에 비해 매출을 확대하는 데 리스크가 크지 않을 것으로 판단되어 LG생명과학의 단독 마케팅 가능성도 높을 것으로 전망된다. 이 경우는 현지 파트너가 판매하는 것보다는 MS는 줄겠지만 상대적으로 원가율이 낮으므로 거의 비슷한 마진을 취할 것으로 예상되어 크게 뒤질 게 없는 전략으로 보여진다.

참고로 한국시장에서는 1주제형 성인용 성장호르몬이 ‘다클라제’란 제품명으로 2007년 3월에 발매되었으며 2008년 40억원, 2009년 50억원으로 매출규모는 크지 않은 상황이다. 2009년 하반기부터는 1주제형 소아용 왜소증치료제가 발매될 예정이다.

한편, 1일제형은 한국시장에서는 동사가 10년이 넘게 ‘유트로핀’이라는 제품명으로 판매되어 왔으며 이번 1주제형 발매로 기존 1일제형 시장을 대체하거나 확대하며 성장할 것으로 전망된다.

1일제형(HGH)은 미국, 유럽에서는 ‘벨트로핀’이라는 제품명으로 승인을 받은 바 있으며 2006년에 유럽에서는 바이오파트너가, 미국에서는 LG생명과학이 2007년 4월 제품승인을 받은 상태로 향후 1주제형 발매후 시장확대를 위한 전략적 차원의 선점효과를 노린 것으로도 판단된다.

그림 9. 바이오의약품 연구개발 과제

Project	Indication	Discovery	Preclinical	Phase I	Phase II	Phase III	NDA	Market
hGH	왜소증*	[Progress bar]						
폴리트롬	불임	[Progress bar]						
EPO	빈혈	[Progress bar]						
DTaP-HepB	혼합백신**	[Progress bar]						
DTw p-HepB	혼합백신	[Progress bar]						
SR-hGH	왜소증	[Progress bar]						
SR-IFN- α	C형	[Progress bar]						
HA유도체	성형관절염	[Progress bar]						

주: 2009년 3월 기준
 자료: LG생명과학 제공

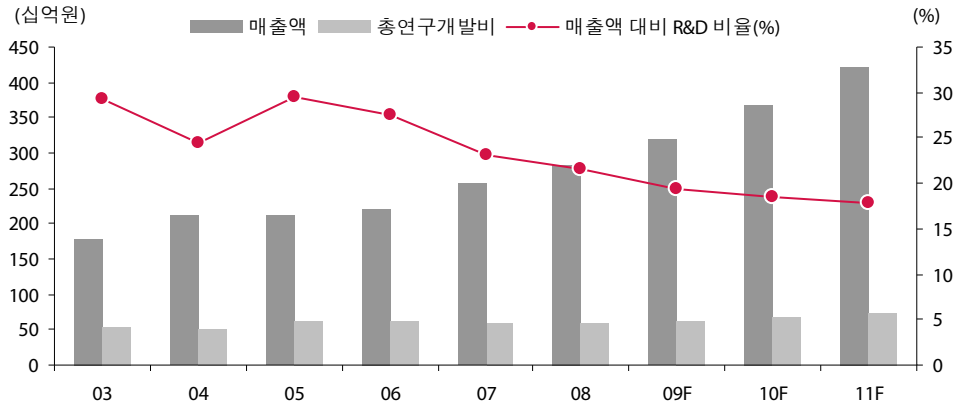
효율과 시장성을 고려한 R&D전략 전환으로 상품가치 상승

동사의 연구개발 파이프라인은 합성신약을 중심으로 장기적인 성장동력을 확보할 것으로 전망되고 바이오제네릭을 통해서 3~5년에 걸친 성과 가시화로 중기적인 성장동력을 확보할 것으로 전망된다. 또한 단기적으로는 개량신약 일부를 자체 개발하거나 일부는 다국적 제약사로부터 도입 또는 코마케팅 계약 등을 활발히 진행하여 단기 성장모멘텀으로 삼는다는 전략이다.

실제로 동사는 과거 신제품 출시가 자체 개발한 오리지널 제품위주로 집중하면서 1~2개 발매에 그쳤으나 새로운 CEO가 부임한 2006년부터는 영업부문 경쟁력 강화에 모든 에너지를 집중하면서 매년 10여개의 신제품 발매가 이루어지고 있으며 신제품의 내용도 외국제약사로부터 도입, 코마케팅, 외부제약사와의 공동개발, 자체 개량신약 개발 등으로 다각화되면서 제품력과 영업력이 점진적으로 보강되고 있어 향후 5년간 연평균 매출성장률 14.5%, 순이익증가율 31.0%의 우수한 성장세를 시현할 것으로 전망된다.

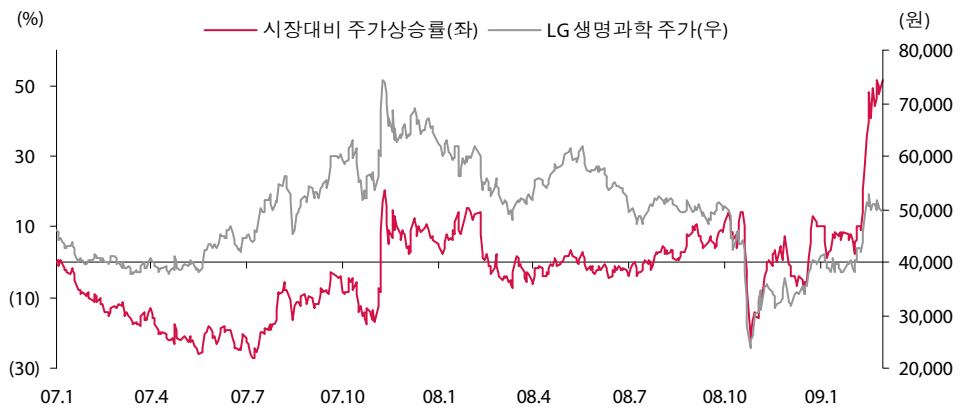
따라서 동사의 R&D 파이프라인은 과거의 이론적인 연구 중심에서 현실적으로 회사 수익에 직결되는 현실적인 유망제품 개발로 초점이 명확히 맞춰짐에 따라 개별 파이프라인들의 상업적가치는 더욱 상승하는 반면 실제적인 R&D 투자비용은 2006년 매출액대비 28% 비율에서 2008년에는 22% 비율로 하락했으며 장기적으로는 15% 수준까지 하락할 것으로 예상되고 있어 연구개발 전략의 비용대비 효율성이 극대화 될 것으로 전망된다.

그림 10. 연구개발비의 효율적 집행으로 매출대비 R&D비율은 하락할 전망



자료: LG생명과학, 하나대투증권

그림 11. LG생명과학 주가와 시장대비 상대수익률 추이



자료: LG생명과학, 하나대투증권

추정 재무제표

추정 손익계산서

(단위:십억원)

	2006	2007	2008P	2009F	2010F
매출액	221.2	256.4	281.9	320.6	367.7
매출원가	(101.2)	(114.3)	(132.6)	(149.0)	(170.0)
매출총이익	120.0	142.1	149.3	171.6	197.7
판매비 및 일반관리비	(111.2)	(116.5)	(124.2)	(139.5)	(158.5)
영업이익	8.8	25.6	25.1	32.1	39.2
EBITDA	23.6	40.5	40.8	49.8	58.9
영업외수지	0.4	(2.5)	(3.5)	(0.6)	(0.7)
순수입이자	(1.7)	(0.3)	(0.9)	(0.5)	0.0
외환차손익	(0.7)	(0.1)	0.0	0.0	0.0
순외환환산이익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
세전이익	9.2	23.1	21.6	31.5	38.6
순이익	5.9	18.5	15.1	22.1	27.0
순비경상손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수정순이익(비경상이익 제외)	5.9	18.5	15.1	22.1	27.0

현금흐름표

(단위:십억원)

	2006	2007	2008P	2009F	2010F
순이익	5.9	18.5	15.1	22.1	27.0
비현금비용 자산	25.6	31.4	25.2	25.6	28.1
비현금수익 차감	(2.6)	(1.5)	0.0	(1.2)	(1.0)
총현금흐름	29.0	48.5	40.3	46.4	54.1
설비투자	(19.1)	(29.3)	(25.6)	(25.8)	(27.3)
운전자본증감	(12.1)	(2.0)	(14.1)	(10.8)	(8.5)
잉여현금흐름	(2.2)	17.3	0.6	9.8	18.3
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
순투자액	8.1	(1.9)	0.0	0.0	0.0
자산처분	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
자본금의 증가	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
기타	4.0	(0.1)	1.6	(3.2)	0.0
순현금흐름	9.9	15.4	2.3	6.6	18.3
기초순현금(차입금)	(7.1)	2.8	18.2	20.5	27.2
기말순현금(차입금)	2.8	18.2	20.5	27.2	45.4

성장성 / 수익성 비율

(단위:%)

	2006	2007	2008P	2009F	2010F
매출액 증가율	3.7	15.9	9.9	13.7	14.7
영업이익 증가율	2,021.2	191.1	(2.0)	27.9	22.1
세전이익 증가율	NA	150.9	(6.5)	45.8	22.4
순이익(비경상손익 제외) 증가율	NA	212.7	(18.5)	45.8	22.4
EBITDA 증가율	58.4	71.4	0.8	22.1	18.3
영업이익률	4.0	10.0	8.9	10.0	10.7
세전이익률	4.2	9.0	7.7	9.8	10.5
EBITDA 마진	10.7	15.8	14.5	15.5	16.0
순이익율(비경상손익 제외)	2.7	7.2	5.4	6.9	7.3

영업실적 및 주주가치

	2006	2007	2008P	2009F	2010F
ROA(%)	1.5	4.6	3.8	5.5	6.1
ROE(%)	2.5	7.4	5.6	7.6	8.5
ROIC(%)	1.8	6.3	4.0	5.3	6.1
WACC(%)	12.8	10.5	11.0	11.0	11.0
ROIC/WACC(배)	0.1	0.6	0.4	0.5	0.6
EVA (십억원)	(35.4)	(12.4)	(25.3)	(18.8)	(17.4)

자료: LG생명과학, 하나대투증권

Country Aggregates

	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2008	2009	12M Fwd	2008	2009
Korea	12.3	8.5	11.4	0.5	44.5
Emerging Market	9.6	7.8	9.3	(15.4)	23.5
World	11.4	9.3	10.9	(5.5)	21.4

자료: MSCI I/B/E/S Aggregates

대차대조표

(단위:십억원)

	2006	2007	2008P	2009F	2010F
현금 및 예금	53.9	118.1	70.5	77.2	95.4
유가증권	48.3	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권	51.2	50.4	66.8	73.7	92.4
단기대여금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
재고자산	33.6	37.1	48.7	50.1	69.1
기타유동자산	0.6	1.2	1.2	1.1	1.3
유동자산	187.6	206.8	187.1	202.2	258.3
유형자산	100.6	97.5	103.1	109.0	111.8
무형자산	91.5	94.6	92.0	93.0	94.0
투자자산	9.6	11.1	11.1	11.1	11.1
이연자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	389.4	409.9	393.3	415.2	475.2
매입채무	24.3	27.9	39.5	36.2	66.4
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	99.9	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	10.6	10.2	12.4	13.3	12.5
유동부채	34.8	137.9	51.9	49.5	78.8
사채	99.4	0.0	50.0	50.0	50.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
외화장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	12.3	10.9	12.4	13.0	13.7
고정부채	111.7	10.9	62.4	63.0	63.7
이연부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	146.5	148.8	114.3	112.5	142.6
자본총계	242.8	261.1	279.0	302.7	332.6
부채와 자본총계	389.4	409.9	393.3	415.2	475.2

주당 실적평가

(단위:원)

	2006	2007	2008P	2009F	2010F
EPS	353	1,103	899	1,311	1,605
증감률(%)	NA	212.7	(18.5)	45.8	22.4
수정 EPS(특별손익 제외)	353	1,103	899	1,311	1,605
증감률(%)	NA	212.7	(18.5)	45.8	22.4
CFPS	1,723	2,886	2,398	2,761	3,216
증감률(%)	(3.0)	67.4	(16.9)	15.1	16.5
BPS	8,999	9,907	11,120	12,473	14,193
증감률(%)	(0.3)	10.1	12.2	12.2	13.8
주당 매출액	13,157	15,250	16,767	19,068	21,870
증감률(%)	3.7	15.9	9.9	13.7	14.7

재무구조

	2006	2007	2008P	2009F	2010F
부채비율(%)	60.3	57.0	41.0	37.2	42.9
순부채비율(%)	(1.2)	(7.0)	(7.4)	(9.0)	(13.7)
순부채(십억원)	(2.8)	(18.2)	(20.5)	(27.2)	(45.4)

Sector(계약) Aggregates

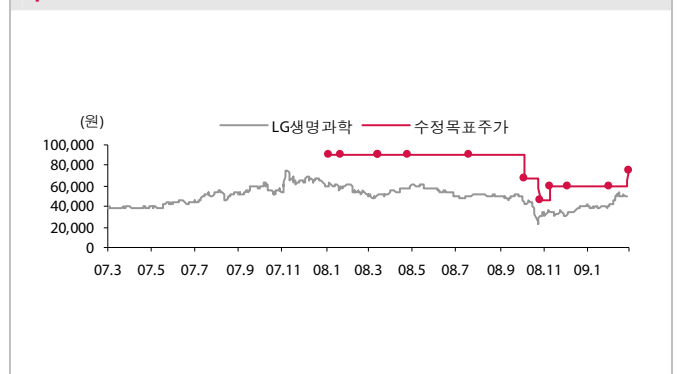
	PER(x)			EPS증가율(%)	
	2008	2009	12M Fwd	2008	2009
Korea	14.8	12.4	14.3	8.2	18.8
Emerging Market	14.2	12.1	13.8	10.6	17.6
World	10.5	9.6	10.4	8.5	8.8

* MSCI Pharmaceuticals Industry

투자의견 변동 내역

종목명	날짜	투자의견	목표주가
LG생명과학	09.3.4	BUY	75,000 원
	09.2.4	BUY	60,000 원
	08.12.9	BUY	60,000 원
	08.11.14	BUY	60,000 원
	08.10.30	BUY	46,000 원
	08.10.10	BUY	67,000 원
	08.7.24	BUY	90,000 원
	08.4.29	BUY	90,000 원
	08.3.19	BUY	90,000 원
	08.3.18	BUY	90,000 원
	08.1.24	BUY	90,000 원
	08.1.9	BUY	90,000 원
	07.9.1	투자의견 기준 변경	
	07.4.2	업종 애널리스트 변경	

목표주가 추이



투자의견 분류 및 적용

1. 기업 및 산업의 분류

기업분석

분류	적용기준
BUY(매수)	목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)	목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)	목표주가가 현재가 대비 15% 이상 하락 가능

산업분석

분류	적용기준
Overweight(비중확대)	업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)	업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)	업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 하락 가능

2. 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(조윤경)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2009년 3월 4일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(조윤경)는 2009년 3월 4일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.