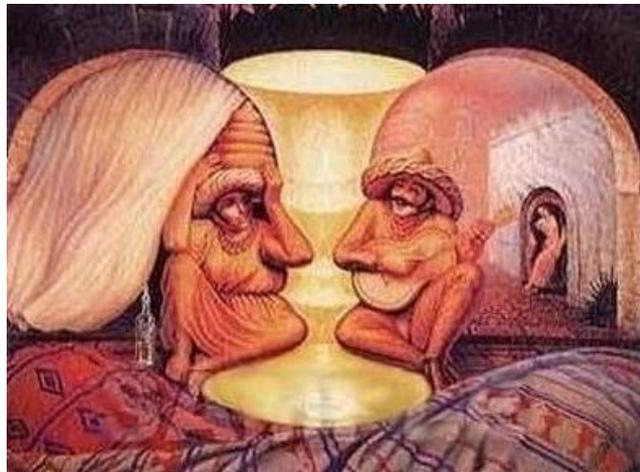


CHOOSE THE RIGHT BUSINESS

이름은 비즈니스 모델에 투자합니다.

1. 사람의 인지과정은 경험 혹은 의도에 의해 왜곡된다.

- ✓ 우리가 어떤 대상을 인지하거나 판단하는 데는 본인이 겪었던 다양한 경험이나 사전지식이 기반되는 경우가 많습니다. 아래의 [그림 1]을 보시면 같은 그림을 보더라도 보는 관점이나 생각의 틀에 따라 다양한 모습이 보일 수 있는 것을 알 수 있습니다.



[그림 1] 노부부 vs 음악가들

- ✓ 어떤 사람들은 위의 그림을 두 노부부가 마주보고 있는 것으로 볼 것이고, 또 다른 사람들은 두 음악가가 악기를 연주하며 즐기고 있는 모습을 볼 것입니다. 혹은 그 이상의 다른 것들을 보는 사람들도 있을 수 있겠지요. 이와 같이 같은 대상을 보고 있을 지라도 그것을 보고 있는 사람 본인이 갖고 있는 경험, 지식, 혹은 의도에 따라 사물을 다양하게 해석할 수 있습니다.
- ✓ 이번 달 이름 생각에서는 착시효과와 유사한 과정으로 우리가 놓치고 있을 만한 기업의 가치에 대해 다시 한 번 생각해보고자 합니다. 생각해 볼 기업은 종근당(185750)으로 네스프 바이오시밀러를 일본의 후지제약공업에 라이선스 아웃 하면서 화재가 되었던 회사입니다. 이후 많은 투자자들이 동사의 파이프라인에 대한 해석을 해왔고, 결과는 '알 수 없다'는 의견이 지배적이었습니다. 혹자는 동사의 연구능력에 혹평을 하기도 했지요. 그래서 시장에서는 포텐셜이 작은 기업으로 분류되는 듯 보입니다. 하지만 우리는 동사에게 붙어있는 옵션적 가치의 크기에 대한 평가를 차치하고도, 시가총액을 설명할 수 있는 동사의 업의 본질을 논해 보고자 합니다.

2. 종근당(185750) : 신약 파이프라인? 등잔 밑을 보자

무슨 잘? 펜잘!

- ✓ 이 카피는 1984년, 종근당이 대표적인 진통제 '펜잘'을 출시하면서 텔런트 사미자씨에 의해 유행어 반열에 올랐습니다. 그리고 펜잘의 빠른 진통효과는 세대를 거치며 다양한 카피와 함께 국민들의 두통약으로써 오랜 사랑을 받아왔습니다. 뿐만 아니라 텔런트 김청씨를 내세운 소화제 '속청'은 '속 청씨, 아니 김청씨! 속 좀 풀어줘요'와 같은 광고 카피와 함께 대표적인 소화제로 자리매김 하면서 20여 년이 지난 지금까지도 많은 사랑을 받고 있습니다.



[그림 2] 90년대 속청 광고의 일부(출처 : 한국광고단체연합회)

- ✓ 일반의약품(의사 처방 없이도 판매) 분야에서도 '종근당'하면 떠오르는 품목이 있다면, 전문의약품(처방 없이는 판매 불가) 분야에서도 종근당이 잘 하고 있는 영역이 있습니다. 바로 순환기계의 지질대사에 관련된 의약품들이 그것입니다. 주요 적응증으로는 고지혈증, 고혈압, 협심증, 심부전증 등이 이에 해당하며, 해당 의약품으로는 리피로우, 딜라트렌 등이 있습니다. 또한 우리가 익히 알고 있는 독감치료제 '타미플루'도 종근당에서 유통하고 있습니다.

꿈을 강요하는 주식 시장

- ✓ 상기와 같이 종근당의 주요 비즈니스 모델은 의약품의 유통에 있습니다. 수십 년간의 영업활동으로 전국의 병원들과 구축된 강력한 영업망을 통해 글로벌 빅파마들이 개발한 유망한 신약들을 국내에 도입하여 유통하는 것이 이 회사의 기본적인 사업구조입니다. 한 번 구축된 영업망은 새로운 신약을 판매하기 위해 추가적인 비용이 발생하지 않아, 도입 의약품을 늘려갈수록 영업 레버리지가 발생하는 구조로 이루어져 있습니다. 따라서 지금까지의 제약사는 얼마나 좋은 의약품을 좋은 가격에 도입하여 잘 유통 시킬 수 있느냐가 실적을 좌우하는 주요한 요인이었습니다.
- ✓ 하지만 2015년, 대한민국의 제약업계에 큰 획을 그은 사건이 나타났으니, 바로 한미약품의 대규모 기술수출이 그것입니다. 미국의 대형 제약사인 일라이 릴리부터, 사노피, 베링거인겔하임 등 글로벌

빅파마들과 잇달아 빅딜이 나오면서 시장은 신약 파이프라인의 가치를 높게 평가하기 시작했습니다. 이에 따라 주식시장에는 바이로메드와 같은 바이오텍 회사들이 각광 받았으며, 상대적으로 종근당과 같은 회사는 시장의 관심에서 제외되었습니다. 다양한 복제의약품(제네릭) 파이프라인을 갖고 있었으나 한미약품과 같이 대규모의 기술수출이 기대되는 신약파이프라인이 없어 보인다는 이유 때문이었습니다.

탄탄한 토양 위에 모습을 드러내는 떡잎

- ✓ 냉정했던 시장의 평가와 같이, 종근당의 신약 파이프라인에는 한계가 보이는 듯 했습니다. '15년 10월, 동사의 비만체료제 신약 후보물질인 '벨로라닙'을 도입한 미국의 자프켄사는 임상실험 진행 도중 대상 환자가 사망하였음을 발표합니다. 벨로라닙은 '프레더-윌리 증후군(PWS)'이라는 유전성 질병 환자들이 식욕을 억제하지 못해 발생하는 비만증상에 대한 치료물질로 기대를 모았으나, 환자 사망으로 임상은 일시 중지 되었습니다(해당 파이프라인은 결국 '16년 7월 미 FDA에 의해 임상 중단 명령을 받았습니다). 또한 동사의 기타 파이프라인들은 매우 초기 단계의 것들로서 실적 가시성이 매우 낮아 보였고, 제네릭 파이프라인들은 소위 '대박'을 노릴 수 있는 것들은 아니었습니다.
- ✓ 물론 지금도 동사의 신약 파이프라인이 크게 진전된 것은 아닙니다. 하지만 매우 유망해 보이는 파이프라인들이 글로벌 진출을 준비하고 있습니다. 특히 HDAC6 inhibitor, CETP inhibitor 등은 성공 시 그 부가가치가 높을 것으로 기대되는 유망한 파이프라인입니다. HDAC6 inhibitor는 류마티스 관절염 치료제(CKD-506)와 헌팅턴 치료제(CKD-504) 두 가지 적응증으로 준비되고 있으며 조만간 유럽과 미국에서 임상 1상에 진입할 예정입니다. 또한 CETP inhibitor는 국내 임상 1상을 완료하고 올 하반기 유럽에서 임상 2상에 진입하기 위한 준비 절차에 들어간 상태입니다. 두 치료제 모두 대상으로 하고 있는 시장이 매우 크고, 글로벌 연구 트렌드의 중심에 있기 때문에 성공하게 될 경우 동사의 가치는 매우 높아질 수 있을 것으로 기대됩니다.
- ✓ 중요한 점은 이런 파이프라인들이 실적 상승세 속에서 착실하게 준비되고 있다는 것입니다. 동사의 1분기 매출은 2,019억으로 전년 동기 대비 무려 37% 성장하였습니다. 대용제약에서 유통하고 있던 머크의 당뇨병 치료제와 고지혈증 치료제 등을 도입하면서 매출이 크게 증가한 것입니다. 특히, 신규 품목들은 종근당이 강점을 갖고 있던 순환기계 제품들로서 기존 영업망에서 시너지를 특특히 발휘하고 있는 것으로 보입니다. 다만 신규품목을 도입하면서 마케팅 비용이 늘었고, 파이프라인 강화를 위한 R&D 비용이 증가하면서 영업이익은 훼손되었습니다.



[그림 3] 한국MSD로부터 신규 도입한 자누비아(정)

- ✓ 하반기를 맞이하는 동사의 비즈니스는 상반기보다 더 나은 흐름으로 갈 것으로 보입니다. 신규품

목 홍보를 위한 마케팅 비용은 하반기에 크게 감소할 전망입니다. 또한 각각 연간 40~50억의 비용이 들어가던 제네릭 파이프라인들이 시장 출시를 앞두고 있습니다. 이에 따라 동사 실적은 올 하반기를 거쳐 내년으로 넘어가면서 비용은 감소하고 이익이 늘어나는 선순환 구조로 들어갈 것으로 전망됩니다. 또한 동사의 파이프라인이 글로벌 임상에 진입하면서 그 가치는 한 단계 업그레이드 될 것입니다. 점점 탄탄해지는 실적 기반 위에 잠재력 높은 파이프라인들의 가치가 어떤 꽃을 피울 지, 관심을 갖고 지켜볼 필요가 있어 보입니다.

이룸투자자문 드림

본 서신(자료) 및 서신(자료)에 기재된 정보(이하 "본 자료")는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며, 특정 증권, 투자 상품 혹은 서비스의 매매와 관련한 권고를 제공하기 위한 것은 아닙니다. 본 자료는 고객들만을 위해 만들어진 자료이며, 어떠한 경우에도 증권 매도의 청약이나 매수 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 본 자료는 당사의 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.