



산업 리서치: 동물 의약품

TOP PICK: Zoetis (ZTS)

박 소 영 (2Q24, 2팀 팀장)
010-4256-1587, piscesso@hufs.ac.kr

정 예 지 (2Q24, 2팀 부팀장)
010-3997-8323, jpw01@hufs.ac.kr

김 민 섭 (2Q24, 2팀 팀원)
010-5560-5477, dndb01@hufs.ac.kr

유 형 탁 (2Q24, 2팀 팀원)
010-8220-8572, light592@hufs.ac.kr

채 설 빈 (2Q24, 2팀 팀원)
010-4089-8803, 201903504@hufs.ac.kr

C/O/N/T/E/N/T/S

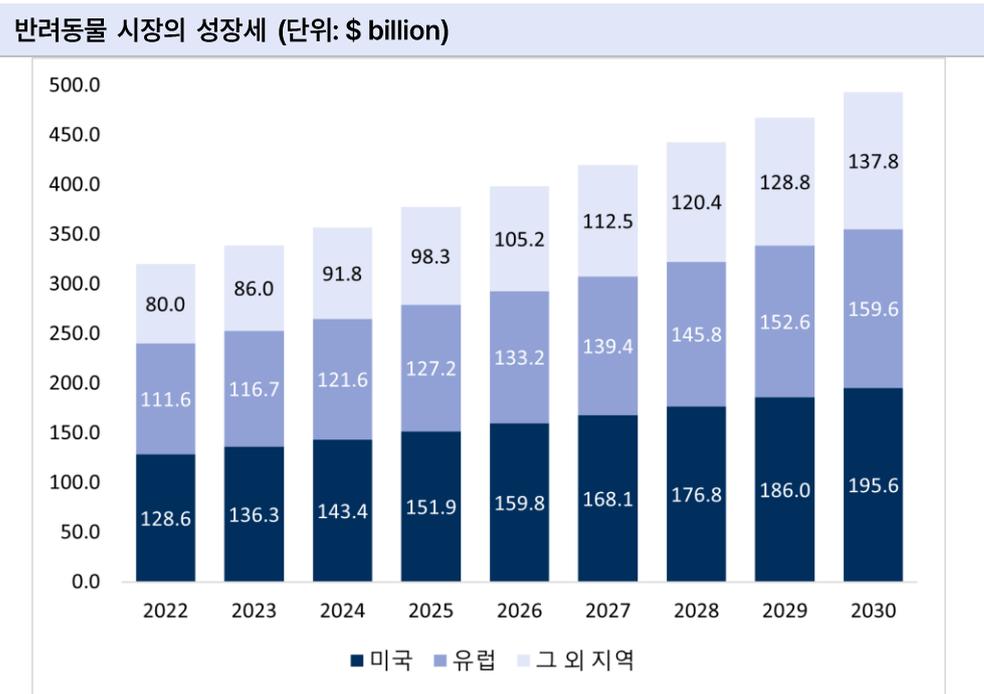
I. 반려동물 산업분석	3
1.1 펫코노미의 성장	
1.2 반려동물 의약품 시장의 성장	
1.3 반려동물 의약품 시장의 특징	
II. 가축 산업분석	11
2.1 가축 시장의 성장	
2.2 공장형 축산의 도입과 부작용 발생	
2.3 가축 의약품 시장	
III. 기업분석	21
3.1 기업소개	
IV. 투자 포인트	23
4.1 반려동물&가축 시장 성장의 최대 수혜주	
4.2 지속적 신약&기술 개발	
4.3 역사적 저평가 구간	
V. 리스크 포인트	34
5.1 반독점, 사법적 리스크	
5.2 부작용 리스크	
VI. Valuation	37

1. 반려동물 산업분석

1.1 펫코노미의 성장

펫코노미(Petconomy)란 반려동물을 뜻하는 'Pet'과 경제를 뜻하는 'Economy'를 합쳐 만든 신조어로, 반려동물에 관련된 산업과 시장을 일컫는 말이다. 반려동물 가구 수가 증가하며 각종 생활 용품을 넘어 반려동물 유치원, 보험, 의료/장례 서비스 등 이전에 없던 제품과 서비스가 탄생했다.

반려동물 시장은 2023년 3,200억 달러에서 2030년까지 5,000억 달러까지 성장할 것으로 전망된다. 단순한 반려동물 가구 수 증가를 넘어 반려동물 제품 및 서비스의 프리미엄화가 이루어지며 성장이 촉진되고 있다. 반려동물을 인격체로 대우하는 '펫 휴머니제이션(Pet Humanization)'의 심화는 펫코노미의 성장을 견인한다. 반려동물의 건강을 우선으로 생각하는 흐름에 따라 사료 산업과 헬스케어 부문의 지출이 크게 증가할 것으로 예상된다.



자료: Bloomberg, 2Q24 자본시장연구회 2팀

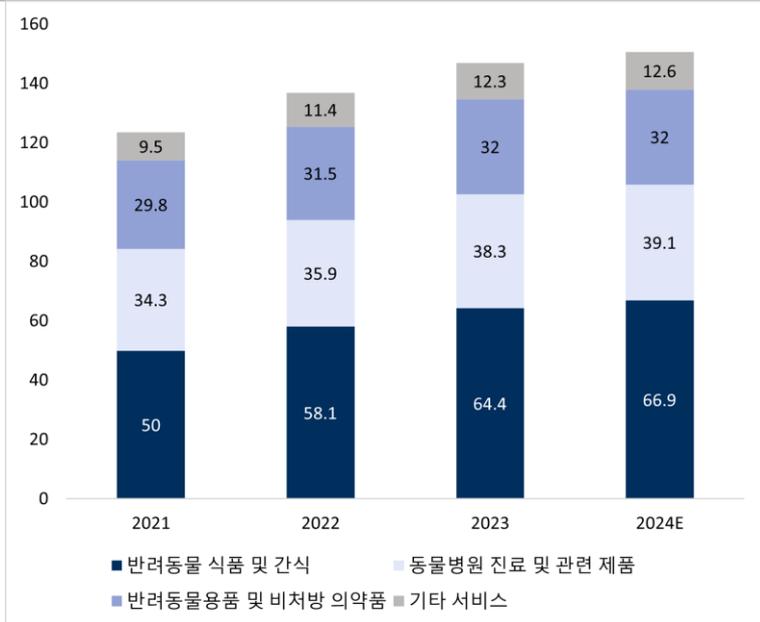
산업 최대 소비국 - 미국

반려동물 산업의 최대 소비국은 미국으로, 2030년까지 약 2,000억 달러의 매출을 기록할 것으로 전망된다. 2024년 기준 미국 가구의 66%(8,690만 가구)가 1마리 이상의 반려동물을 키우고 있다. 가장 큰 파이를 차지하는 사료/음식 산업은 건강 식품의 프리미엄화가 이루어지며 지속적인 성장세를 보여준다. 반려동물의 영양 상태가 개선되며 기대수명이 늘었고, 노령화된 반려동물을 돌보기 위해 더 큰 지출이 요구된다.

2022년 미국의 반려동물 관련 매출은 약 1,368억 달러로 집계되었다. APPA(미국 반려동물제품협회)의 추산 결과 식품 및 간식 부문은 581억 달러, 진료 및 관련 제품 부문은 359억 달러를 기록했다. 꾸준한 지출이 발생하는 식품 부문과 달리, 의료 부문은 한번에 큰 지출이 발생하기 때문에 반려동물 보호자에게는 경제적 부담이 된다. 이런 높은 의료비의 부담은 펫 보험 시장의 성장으로 이어지고 있다. NAPHA(북미 반려동물건강보험협회)의 분석 결과 보험에 가입한 반려동물의 규모는 약 23%의 CAGR로 성장하고 있다. 펫 보험은 반려동물 가구의 경제적 부담을 줄이고, 적극적인 의료 서비스 이용에 긍정적인 영향을 줄 수 있다.

미국 노동부가 추산한 2021년 미국 가정의 연평균 반려동물 관련 지출은 770달러로, 2019년보다 13% 증가했다. 이 증가율은 당시 소비자 물가 상승률 8.5%를 능가하는 수치로, 반려동물 시장의 P가 증가한 것 이상으로 Q 역시 크게 성장했음을 나타낸다. 이는 반려동물 관련 제품과 서비스의 고도화와 시장의 성장을 보여준다. 이러한 추세는 전 세계적으로 나타나고 있으며 1인당 가처분 소득의 증가와 함께 더욱 두드러진다.

2022년 미국 반려동물 산업 시장의 분야별 매출 규모 (단위: \$ billion)

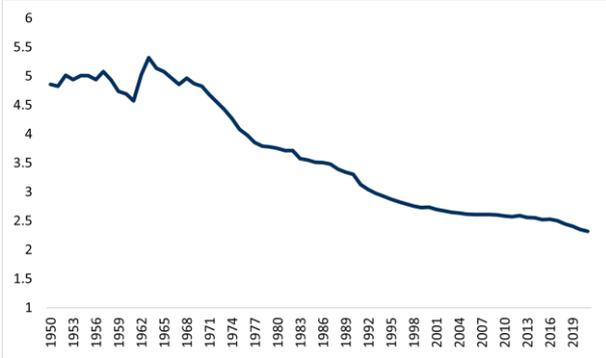


자료: APPA(미국 반려동물제품협회), 2Q24 자본시장연구회 2팀

전 세계 반려동물 가구 수 성장

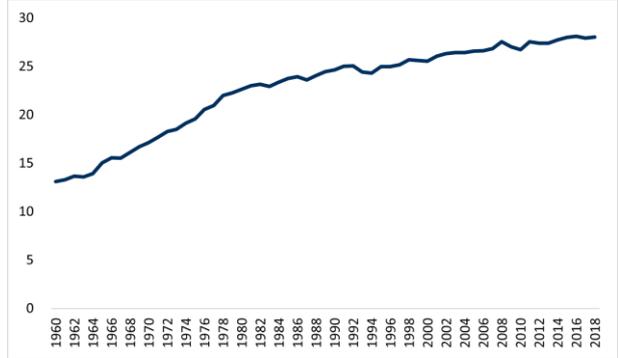
펫코노미가 성장하기 위해 제품과 서비스의 고도화도 중요하지만, 가장 견조한 수요를 불러올 수 있는 것은 반려동물 가구 수의 증가이다. 1인 가구의 증가, 고령화, 저출산 등의 현상은 전 세계적인 트렌드이고, 이와 비례해 반려동물 가구 수도 증가하고 있다. 특히 1980년대부터 1990년대 중반까지 태어난 세대를 칭하는 밀레니얼 세대는 전체 반려동물 가구의 약 33%를 차지한다. 1인 가구의 증가와 저출산 기조는 밀레니얼 세대에서 두드러진다. 많은 가정들이 출산과 육아보다 반려동물을 기르는 것이 훨씬 경제적이라는 이유로 반려동물 입양을 선호한다. 이들은 '딩크'와 '펫'을 합성한 '딩펫족'이라는 신조어로 불리며 미래 펫코노미 산업 성장을 견인할 것으로 예상된다.

전 세계 합계 출산율



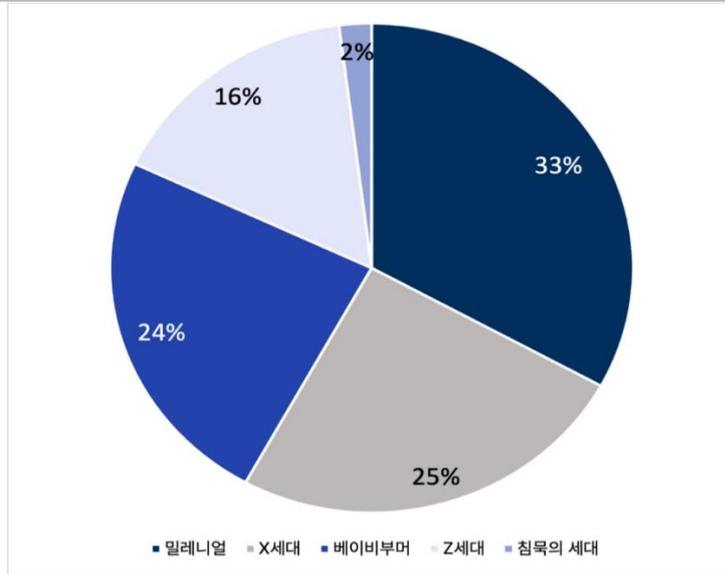
자료: Our World in Data, 2Q24 자본시장연구회 2팀

미국 1인 가구 증가 (단위: %)



자료: Our World in Data, 2Q24 자본시장연구회 2팀

반려동물 보호자의 세대 구성 비율



자료: Forbes, 2Q24 자본시장연구회 2팀

팬데믹 이후 증가한
반려동물 가구 수

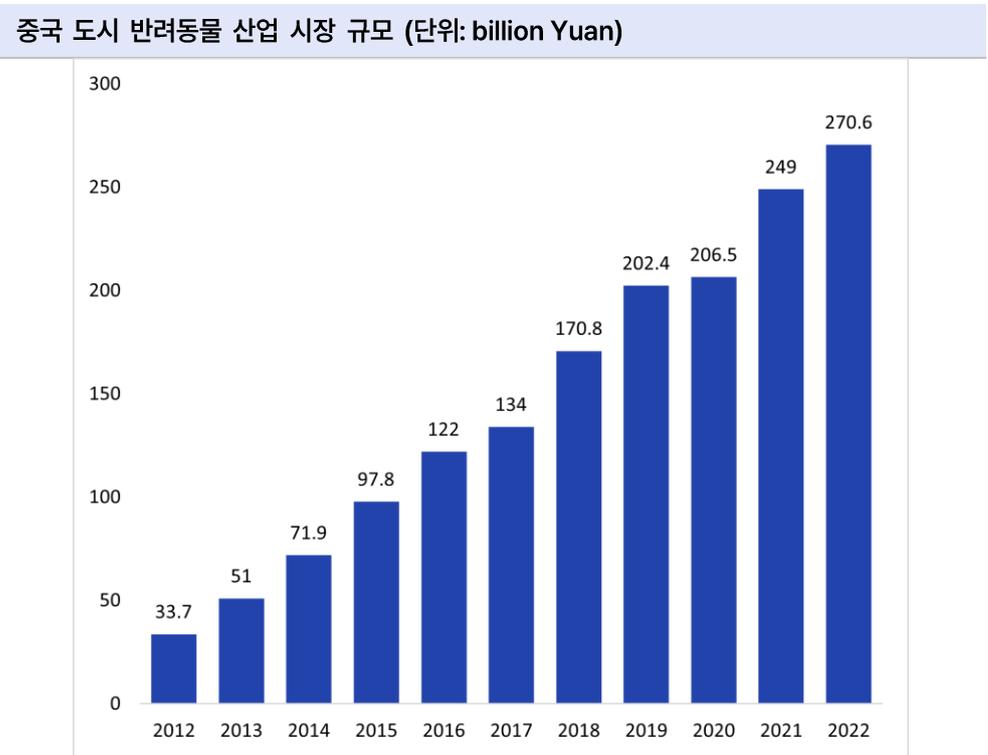
반려동물을 키우는 것은 상당한 시간과 비용을 요구한다. 따라서 가처분 소득이 증가하고 있는 신흥 시장 등에서 반려동물 가구 수의 증가가 부각되는 것은 자연스러운 일이다. 하지만 반려동물이 인간에게 미치는 긍정적 영향 역시 가구 수 증가의 큰 이유가 된다. 본 리서치 팀은 COVID-19 팬데믹 기간 동안 이루어진 가구 수 증가에 주목해보고자 한다.

반려동물의 존재가 인간의 정신과 인체 건강에 도움이 된다는 것은 자명한 사실이다. 미국 심장 협회에 따르면 반려동물 보호자는 양육 과정에서 신체적 활동이 증가해 비만과 심혈관계 질환의 위험을 낮출 수 있다. 또한 보호자들은 반려동물과 관련해 새롭게 만난 사람들로부터 정서적 지지를 받게 된다. 팬데믹 기간 동안 이어진 생활 방식 변화와 교류 단절은 '코로나 블루'라 일컫는 사회 현상을 야기했다. 반려동물은 고립된 인간에게 위안을 줄 동반자로 선택된 것이다.

Pandemic Pets의 등장

“Pandemic pets”으로 불리는 반려동물 입양 추세는 전 세계적으로 나타났다. 영국에서는 팬데믹으로 인한 봉쇄 기간 동안 200만 명 이상이 반려동물을 입양했다. 호주동물약품협회의 조사 결과 2019년 반려동물 가구는 전체 가구 중 61%였으나, 2021년 69%로 증가했다. 반려동물 산업의 최대 시장인 미국도 비슷했다. 2009년부터 10년간 미국의 반려동물 입양율은 4.7% 증가했으나, 2020년부터 2년간은 9.77% 증가했다.

중국도 반려동물 시장의 성장을 견인할 신흥시장으로 주목받고 있다. 중국 역시 출산율이 급격히 낮아지고 생활 수준이 높아지며 반려동물 가구 수가 늘어나고 있다. 2021년 중국의 반려동물 수는 2020년 대비 11.4% 증가한 약 1,230만 마리에 달했다. Petdata.cn에 따르면 2023년 중국의 도시 반려동물 시장 규모는 2,793억 위안이었으며, 2026년에는 3,613억 위안까지 성장할 것으로 예상된다.



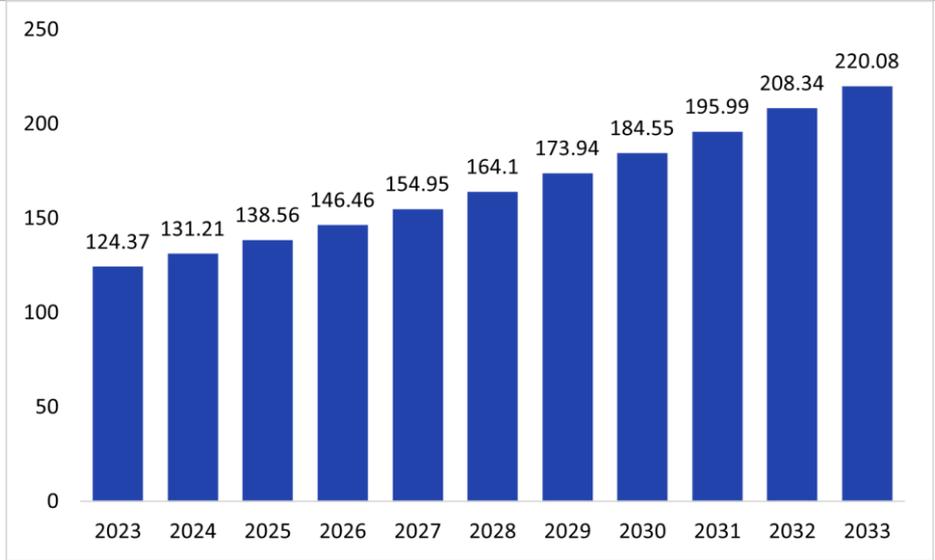
자료: Statista, 2Q24 자본시장연구회 2팀

이처럼 팬데믹 기간 동안 급격히 늘어난 반려동물 수는 향후 반려동물 시장 성장을 뒷받침한다. 특히 반려동물 의약품 산업은 그 수혜를 확실히 받을 수 있는 산업이다. 반려동물의 생애에 걸쳐 일정한 지출이 들어가는 식품 산업과는 다르게, 나이에 비례해 의료 지출이 발생하기 때문이다. 팬데믹 기간 동안 새로 입양된 반려동물들은 약 6~7년 이내로 노령견/노령묘가 된다. 해당 시기가 찾아오면 반려동물 의약품 시장은 이전보다 큰 매출 성장률을 보여줄 수 있을 것이다.

1.2 반려동물 의료 서비스, 의약품 산업의 성장

앞서 언급한 것처럼 성장하는 반려동물 산업에서 주목해야 할 분야는 의료 서비스 및 제품 분야이다. 단순한 반려동물 가구 수의 증가를 넘어, 반려동물의 수명 증가에 따라 더 복잡한 의약품에도 적극적인 투자가 이루어지고 있기 때문이다. 대표적으로 단일클론항체 (mAb)를 이용한 신약들이 등장하고 있다. 인체 의약품을 위한 mAb는 1986년 처음 승인되었으나, 동물 의약품은 2016년에 처음으로 승인되었다. 현재는 피부질환과 골관절염 분야에서만 사용되고 있으나, 연구가 진전되면 더 다양한 적용 질환을 찾을 수 있을 것으로 기대된다.

글로벌 수의학 서비스 시장 규모 전망 (단위: \$ billion)

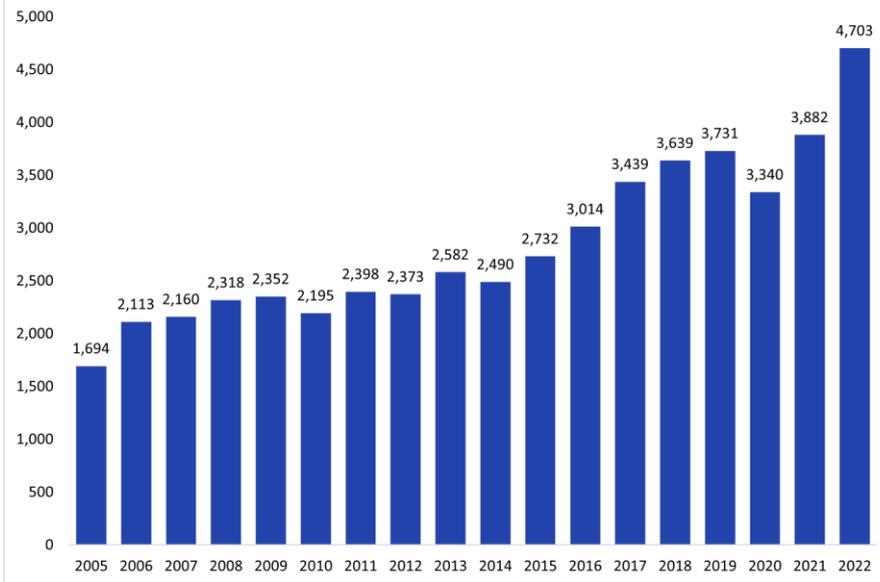


자료: Precedence Research, 2Q24 자본시장연구회 2팀

반려동물의 고령화, 질환에 대한 인식 변화

의약품 및 수의학의 발전과 동물의 수명 증가로 인해 이전에는 치료하지 않았던 질병까지 치료하게 되었다. 펫 휴머니제이션 흐름과 함께 반려동물은 가족이 되었고, 의료비 지출은 지속적으로 증가하고 있다. 의료비 절감을 위해 2003년 결성된 Pet Fund에서 당시 비용 청구 원인의 약 20%는 암이었다. 현재는 암으로 인한 청구가 약 60%를 넘겼고, 이 사실은 반려동물의 고령화와 보호자의 치료 의지를 보여준다. 실제로 동물의약품 전문 기업인 Zoetis의 10년 전 매출 비중은 가축이 64%, 반려동물이 36% 였으나, 현재는 정반대가 되었다. 이 역시 반려동물에 대한 인식 변화로 인한 지출 증가를 증명하는 사례로 볼 수 있다.

영국 반려동물 의료 지출 (단위: million GBP)



자료: Statista, 자본시장연구회 2팀

**반려동물 생애
주기에 따른 의료
서비스의 필요성**

반려동물은 수명 주기에 맞게 진단과 치료, 백신 접종 등이 필요하다. 중성화 수술 역시 대부분의 반려동물에게 이루어진다. 특히 반려견의 경우 외부 산책으로 많은 시간을 보내기 때문에 외부 기생충, 진드기 등에 의한 피해를 막기 위해 많은 의약품이 주기적으로 사용해야 한다. 반려동물도 사람처럼 고령에 진입하면 신부전, 당뇨병, 암 등의 질병 위험에 노출된다. 반려동물 사망 원인 1위는 암이며, 반려견 4마리 중 1마리는 암에 걸린다. 따라서 고령에 가까워질수록 치료비는 증가하며 이는 곧 반려동물 의약품 시장의 성장으로 이어진다는 것을 알 수 있다.

반려견 필수 백신

<반려견 필수 백신>	
1차(6주)	종합백신 1차 + 코로나 장염 백신 1차
2차(8주)	종합백신 2차 + 코로나 장염 백신 2차
3차(10주)	종합백신 3차 + 켄넬코프 백신(기관지염) 1차
4차(12주)	종합백신 4차 + 켄넬코프 백신(기관지염) 2차
5차(14주)	종합백신 5차 + 인플루엔자 백신 1차
6차(16주)	광견병 + 인플루엔자 백신 2차

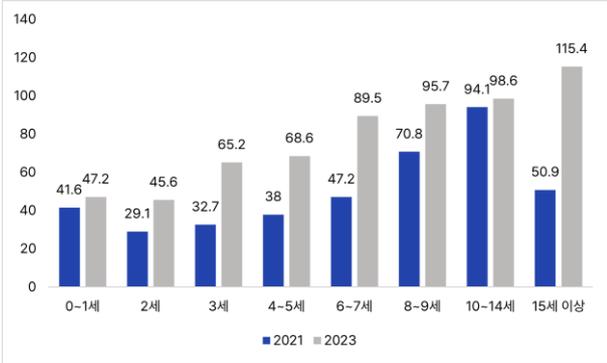
자료: 농촌진흥청, 2Q24 자본시장연구회 2팀

반려묘 필수 백신

<반려묘 필수 백신>	
1차(9주)	종합백신
2차(12주)	종합백신 예방접종
3차(15주)	종합백신 + 광묘병 예방접종
추가접종(1년마다)	종합백신 + 광묘병 예방접종

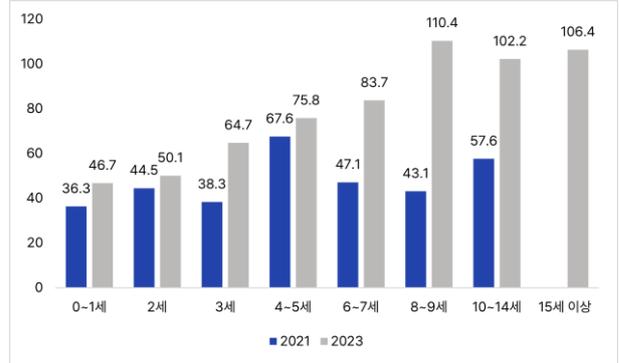
자료: 농촌진흥청, 2Q24 자본시장연구회 2팀

반려견 연령별 치료비 (단위: 만 원)



자료: KB경영연구소, 2Q24 자본시장연구회 2팀

반려묘 연령별 치료비 (단위: 만 원)



자료: KB경영연구소, 2Q24 자본시장연구회 2팀

1.3 반려동물 의약품
시장의 특징
 - 낮은 진입장벽

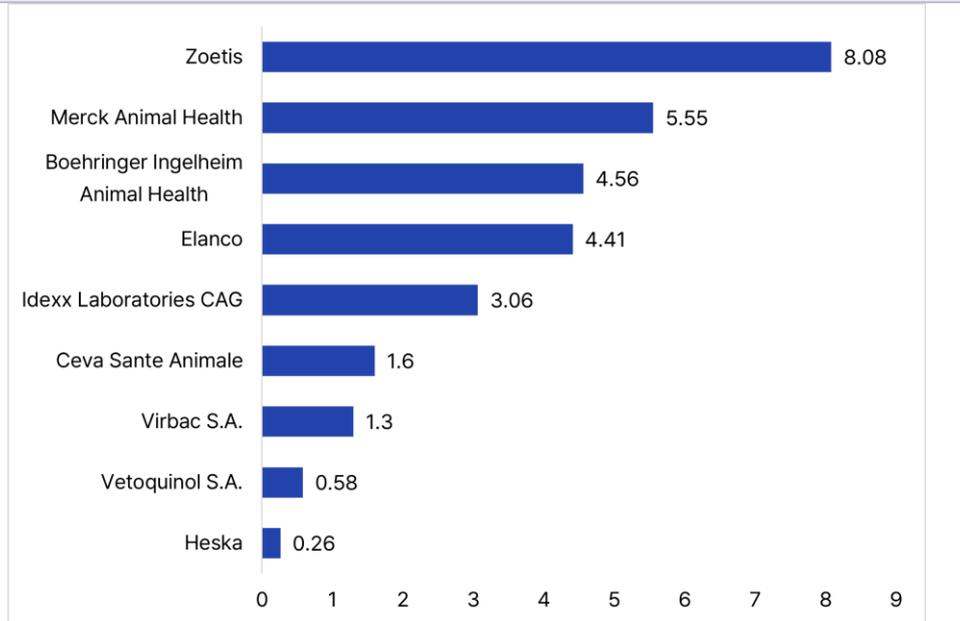
동물의약품 시장은 인체의약품 시장의 약 4% 수준의 크기로, 매우 작다. 그럼에도 불구하고 많은 제약 업체가 동물의약품 시장에 뛰어드는 이유는 동물의약품의 진입장벽이 낮기 때문이다. 개발 기간과 비용에 비해 상대적으로 긴 제품 수명을 가지고 있기 때문에 기업들에게는 매력적인 신 사업 영역으로 고려되고 있다. 동물의약품 시장의 점유율은 소수의 해외 대형 제약사가 차지하고 있으나, 인체 의약품 사업만 영위하던 국내 제약사들도 생산 설비를 갖춰 동물의약품을 개발하고 있다.

동물의약품 시장 특징

	동물의약품	인체의약품
제품 수명	상대적으로 길	상대적으로 짧음
개발 비용	1억 달러 미만	10억 달러 이상
제품 허가 소요 기간	3~7년	12~15년
복제약 적용률	15%	80%

자료: 유진투자증권, 2Q24 자본시장연구회 2팀

2022년 동물의약품 기업 매출 (단위: \$ billion)



자료: Statista, 2Q24 자본시장연구회 2팀

약가 인하 압박의 부재, 고마진 구조의 매력

현재 인체의약품 시장에는 미국의 IRA 법안에 의한 약가 인하 우려가 존재한다. 많은 기업이 진출해있는 만큼 가격 경쟁에 따른 출혈도 피하기 어려운 상황이다. 하지만 동물의약품 시장은 IRA 법안으로부터 자유로워 약가 인하에 대한 우려가 없다. 앞서 언급한 동물의약품의 긴 제품 수명 주기, 낮은 개발 비용 등과 약가 인하 압박의 부재는 동물의약품의 고마진 구조를 형성한다. 반려동물 가구 수 증가와 함께 성장 산업으로 주목된 동물의약품 산업은 매력적인 캐시 카우가 된 것이다.

2. 가축 산업분석

2.1 가축 시장의 성장

인간과 가축의 역사는 지금으로부터 약 13,000년 전으로 거슬러 올라간다. 인류는 수렵 채집 생활에서 벗어나 정착 공동체를 이루면서 동물과 새로운 관계를 형성하였다. 처음에는 무리에서 소외된 늑대를 기르기 시작하였고, 이후 양, 염소, 소, 말, 낙타 등 다양한 동물들을 가축화하였다.

인간의 역사는 가축과 함께 쓰여져 왔다. 개는 집을 지키는 역할을 하였고, 소는 풍부한 노동력과 우유를 제공하였다. 말은 효과적인 이동수단이 되어 주었고, 닭은 계란을 생산하는 용도로 길러졌다. 앞에서 살펴보았던 반려동물의 개념도 인간 역사에서 최근에 등장한 것으로, 모두 가축화된 동물로부터 분화된 것이다.

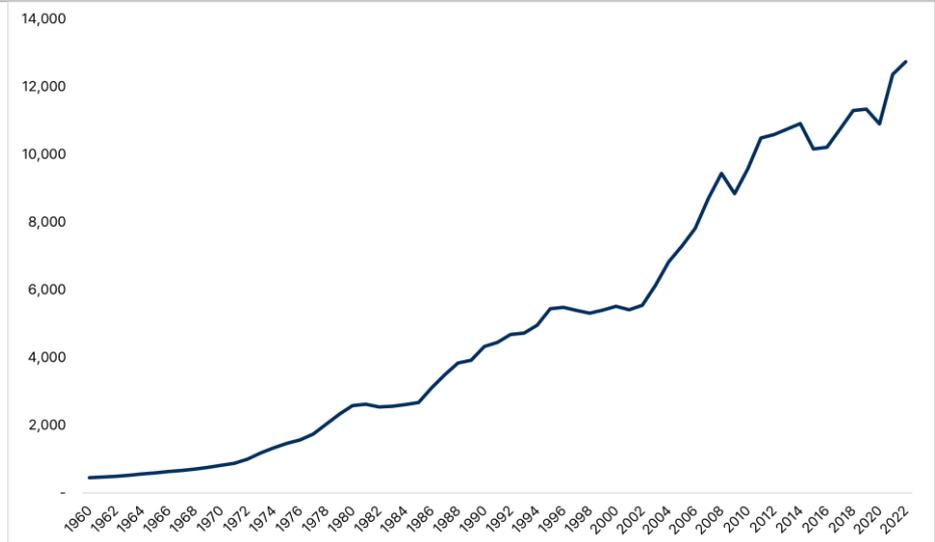
이렇게 가축은 인간의 생존에 있어 필수적인 존재가 되었다. 가축 시장은 인류의 필요와 탄탄한 수요를 기반으로 지속적으로 성장하고 있다.

육류 수요 증가 - 세계 인구의 성장

전 세계 인구와 경제의 지속적인 성장은 육류 수요의 성장을 이끌었다. 의학 기술의 발전은 유아 사망률을 크게 낮추고 인류의 평균 수명을 연장시켰다. 동시에 깨끗한 식수의 공급, 하수 처리 시스템 개발, 예방접종 등 위생과 공공보건의 개선은 인류의 전반적인 건강 상태를 향상시켰다. 또한 국제 이주가 용이해짐에 따라 많은 사람들이 더 나은 생활환경을 찾아 이동할 수 있게 하였다. 그 결과 2023년 기준 전 세계 인구수는 약 81억명으로, 1980년 44억명에서 약 84% 이상 증가하였다.

같은 기간동안 인류는 단순히 양적 성장에 그치지 않았다. 기술의 혁신과 발전은 산업 혁명으로 이어져 생산성을 크게 향상시켰다. 또한 교육 수준의 개선은 노동 생산성을 증가시켰다. 무역의 자유화 및 세계화는 인류가 한정된 자원을 효율적으로 배분할 수 있게 도왔다. 이러한 영향은 인류 전체의 경제 발전 및 소득 수준 향상을 가능케 하였다.

전 세계 1인당 국민총소득(단위: \$)

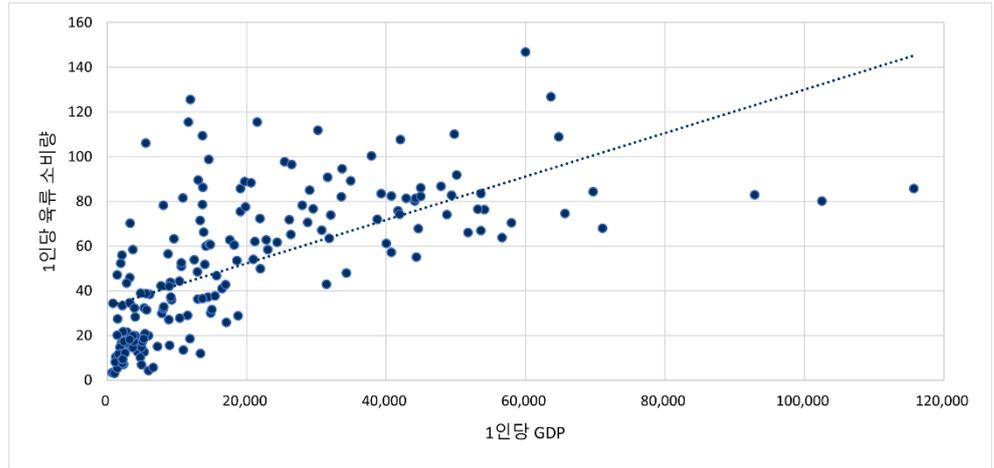


자료: KOSIS, 2Q24 자본시장연구회 2팀

육류 수요 증가
- 소득 증가에 따른
육류 소비량 성장

인구의 증가는 자연스럽게 많은 식재료의 수요 증가로 이어졌다. 영양학적으로 보았을 때, 육류는 다른 식재료에 비해 칼로리와 단백질 함량 대비 가격이 비싼 축에 속한다. 전 세계적인 경제 성장 및 소득 수준의 향상은 식비에 대한 지출을 높였고, 이에 육류의 소비량 역시 증가했다. 이러한 경향을 1인당 GDP와 육류 소비량이 양의 상관관계를 가지는 것에서 확인할 수 있다.

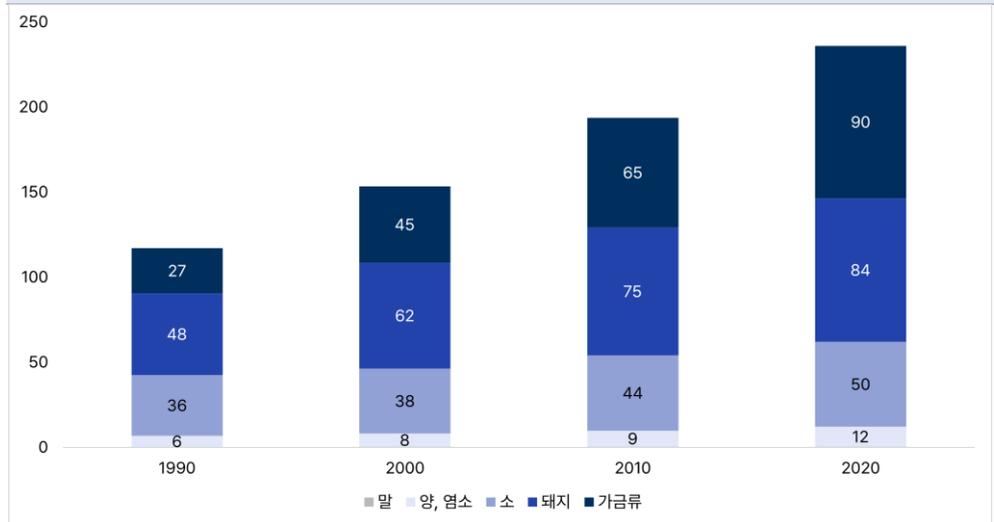
1인당 GDP와 육류 소비량(단위: kg, \$)



자료: Our World in Data, 2Q24 자본시장연구회 2팀

1961년 육류 생산량은 70.57톤이었지만, 2022년까지 5배 이상 상승하여 총 355.46톤을 기록하였다. 전체 생산량에서 소가 차지하는 비중은 줄었으나 가금류가 차지하는 비중이 크게 증가하였고, 돼지의 비중은 안정적으로 유지되었다.

종류에 따른 육류 생산량(단위: 천만 톤)

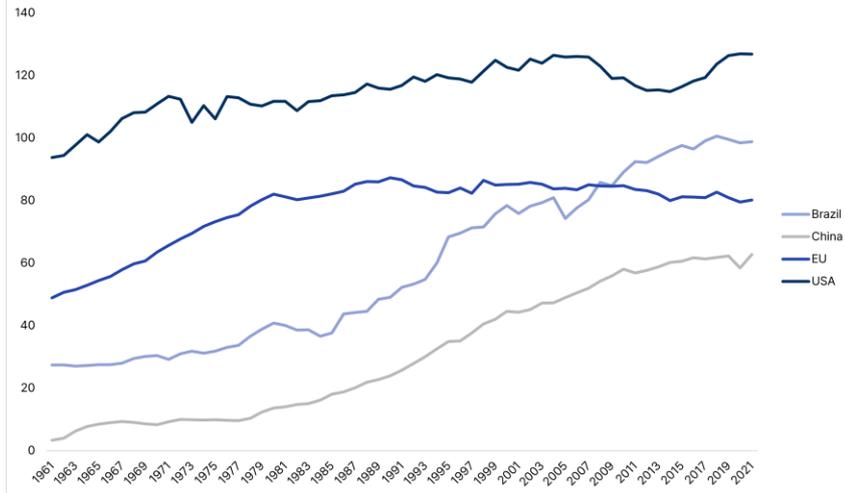


자료: Our World in Data, 2Q24 자본시장연구회 2팀

신흥국 시장의 육류 소비 증가

소득 수준과 육류 소비량의 관계는 고소득 국가와 신흥국에서 다른 양상으로 나타난다. 미국, 유럽과 같은 고소득 국가는 1인당 육류의 소비량은 높지만 경제 발전에 비해 소비량의 증가율은 높지 않다. 반면 중국, 브라질과 같은 신흥국의 경우 과거 1인당 육류의 소비량이 낮았지만 경제 발전 및 식습관의 서구화로 인해 높은 성장세를 보이고 있다.

1인당 육류 소비량(단위: kg)

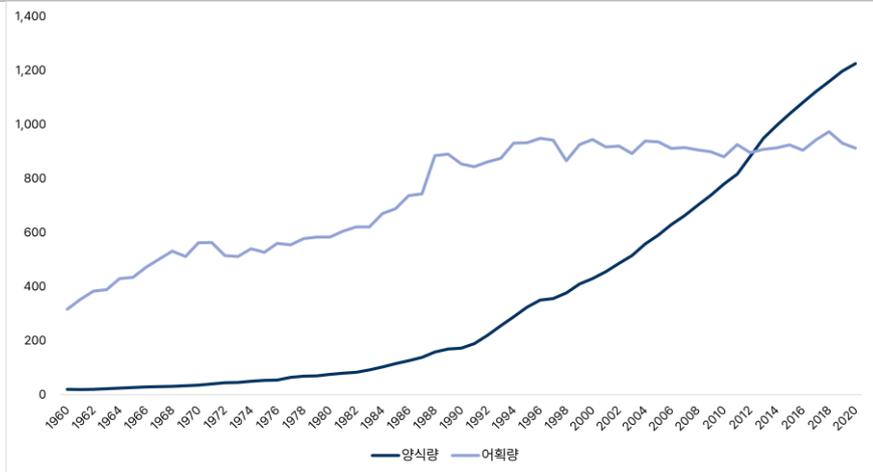


자료: Our World in Data, 2Q24 자본시장연구회 2팀

어류 수요, 소비량의 증가

어류 역시 인구 및 소득의 증가와 더불어 무역 발전, 세계화 등의 다양한 요인으로 인해 그 소비량이 꾸준히 증가하였다. 어류자원에 대한 수요 증가로 인한 공급의 압박이 커졌고, 자연 어획만으로는 그 수요를 충족할 수 없었다. 이에 부족한 공급을 채우기 위해 양식업이 발전하게 되었다. 어획량은 1990년대 초반 이후 9,000~9,500만 톤으로 상대적으로 일정하게 유지된 반면, 양식량은 1980년대 이후 현재까지 기하급수적으로 증가하였다.

어류 양식량과 어획량(단위: 십만 톤)



자료: Our World in Data, 2Q24 자본시장연구회 2팀

수요 증대에 따른
공급 방식 변화
-축산 기술 및 생산
시스템의 발전

축산업에 이용가능한 토지는 한정되어 있으나 육류에 대한 수요는 계속해서 증가하였다. 이는 기술의 발전과 생산 시스템의 변화를 불러일으켰다. 기술의 발전은 사육 및 운송 비용절감, 동물 복지향상, 작업환경 개선, 생산 모니터링 강화 등을 통해 가축 생산량 증가에 기여하였다. 정교해진 자동화 기술과 소프트웨어는 동물의 상태를 정밀하게 모니터링 하고 질병의 조기 발견 및 관리를 가능하게 하였다. 전자 기록, 착유, 발정 감지 등의 기술 발전과 더불어 유전학의 발달은 가축 생산량을 증가시켰다. 유전자 편집, 선택적 번식과 같은 기술을 활용하여 가축의 질병 저항성을 향상시키고, 성장 속도를 증가시키며, 고품질 단백질을 생산할 수 있었다. 결과적으로 축산업자들은 비용효율적인 방식으로 가축의 생산량을 극대화할 수 있었다.

어류 양식업에서도 동물성 플랑크톤의 이용, 해조류 및 어패류 양식 기술의 발전, 어류의 유전학 개선, 순환 양식 시스템 및 아쿠아 포닉 등 양식 기술이 발달함에 따라 생산량이 증가하고 있다.

2.2 공장형 축산의 도입과 부작용 발생

육류 수요의 증가는 생산 방식의 변화 또한 불러왔다. 전통적인 방목형 축산의 생산량 한계를 극복하기 위해 공장식 축산이 도입되었다. 1930년대에 돼지 도축의 기계화를 필두로 공장형 실내 축산이 도입되었고, 2010년대에는 브라질, 중국, 에티오피아 등 개발도상국에 공장식 축산이 크게 증가하였다. 이를 통해 가축의 빠른 재생산과 비육이 가능해졌다. 미국의 가축 별 공장형 축산 비중을 보면 대부분의 가축이 이러한 방식으로 생산된다는 것을 알 수 있다. 전 세계적으로는 전체 육상 가축의 74%가, 어류 포함 94%가 공장식 축산을 통해 사육되는 것으로 추정된다.

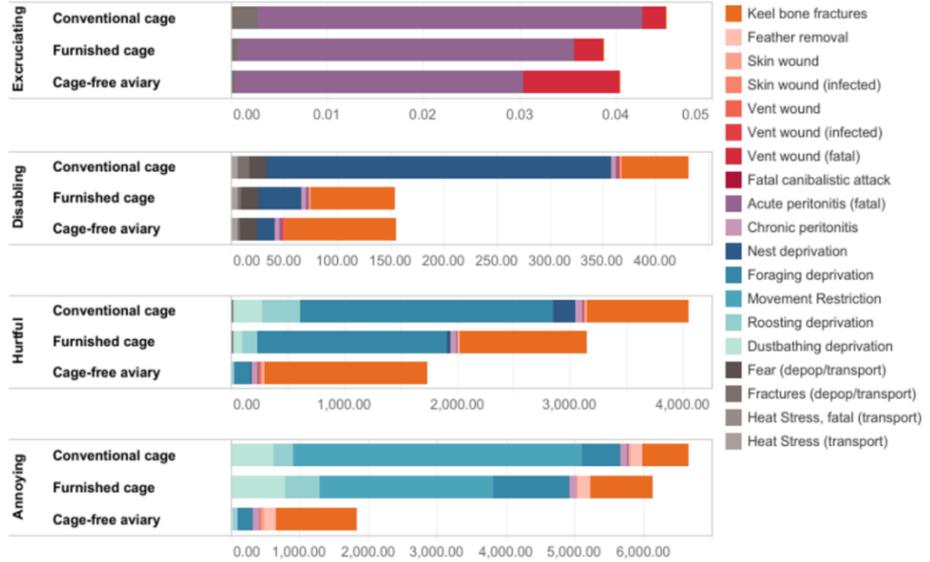
가축 별 공장형 축산 비중

	육계	어류	산란계	칠면조	소	돼지
공장형 축산 비중	99.97%	100%	98%	99.90%	70%	98%

자료: World Organization for Animal Health, 2Q24 자본시장연구회 2팀

공장형 축산의 도입은 가축과 육류 생산량을 획기적으로 증가시켰다. 그러나 최소 1,000 마리에서 많게는 10만 마리 이상의 가축이 좁은 공간에서 집약적으로 사육됨으로써 여러 부작용이 발생하였다. 비위생적인 사육 환경, 움직임 제한에 따른 과도한 스트레스 유발, 운송 중 부상, 영양 및 수면 부족이라는 문제점들이 유발되었다.

공장형 사육의 문제점

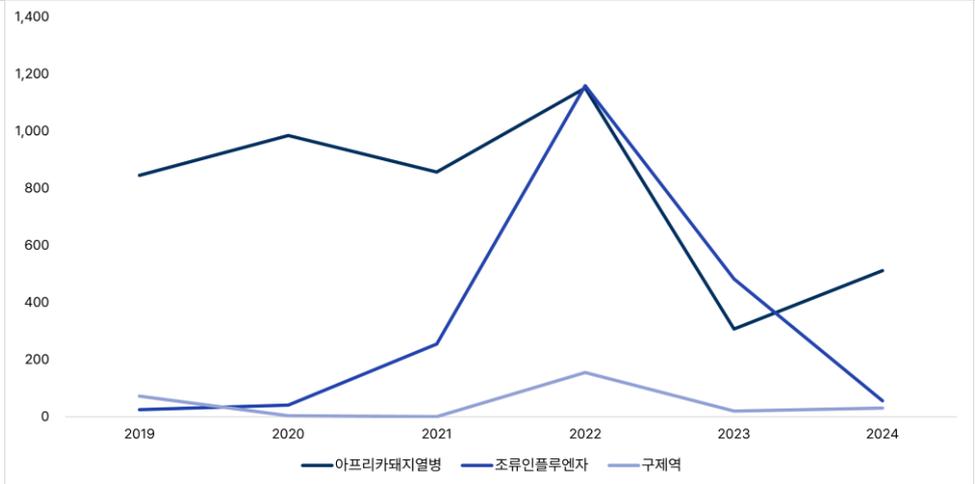


자료: World Organization for Animal Health, 2Q24 자본시장연구회 2팀

공장형 축산의 전염병 취약성 문제

이러한 열악한 환경에서 사육된 가축들은 전염병에 취약하다. 아프리카돼지열병, 조류인플루엔자, 구제역 등과 같은 전 세계적인 가축전염병 뿐만 아니라 렘피스킨병, 블루팅병 등 다양한 질병에 쉽게 감염된다.

가축 전염병 현황(단위: 건)



자료: 농림축산검역본부, 2Q24 자본시장연구회 2팀

가축 전염병 - 생산량 손실과 인수공통감염병 피해

전염병의 발생은 가축 생산량의 손실로 이어진다. 가축 5마리 중 1마리가 질병이나 사망으로 인해 손실되고 이를 금액으로 환산하면 약 3,584억 달러에 달한다. 2018년 전염병으로 인해 전 세계 가금류의 생산은 280만톤, 계란 생산량은 300만톤 감소하였다.

가축의 건강과 생산성을 다룬 연구에 따르면, 전 세계 육우의 60%가 예방접종을 받음으로써 생산성이 50% 이상 증가하였다. 이는 약 31억명의 쇠고기 소비량에 해당하며, 육우 질병 발생률이 1% 감소할 때마다 3억명분의 쇠고기 소비를 늘릴 수 있다.

가축 생산량의 손실뿐만 아니라, 동물과 사람 사이에 전파가 가능한 인수공통감염병으로 인한 피해도 발생하고 있다. 공장식 축산에서, 근친번식으로 인해 가축의 유전적 다양성이 낮아지고 면역체계가 약화된다. 항생제 남용으로 인해 내성 병원균이 생겨나며, 급속한 전염 환경과 토양 및 수질 오염 등이 인수공통전염병의 확산을 촉진한다. 가축과 인간의 접촉 증가와 가축의 국제 이동 증가도 이러한 확산을 가속화한다. 특히 가축의 사육 환경이 열악한 개발도상국에서는 가축 전염병이 더 쉽게, 더 자주 발생한다. 그 원인으로는 효과적인 가축 질병 통제 프로그램의 부족, 인수공통전염병 해결의 낮은 우선순위, 취약한 공중보건 시스템 등에 그 원인을 찾을 수 있다.

코로나, 에볼라, 메르스, 조류인플루엔자, 탄저병 등 전염성과 치사율이 높은 질병들은 모두 인수공통전염병이다. 전 세계적으로 발생하는 신형 감염병의 60.3%가 인수공통전염병이며, 지난 30년 동안 발견된 30개 이상의 새로운 인간 병원체 중 75%가 동물에서 비롯되었다.

인수공통전염병의 확산은 공중보건을 위협하고 경제적 손실을 초래하며, 백신이 부족하기 때문에 신속한 대처가 어렵다. 따라서 공장식 축산에서 발생하는 새로운 전염병을 조기에 발견하고 예방하는 것이 중요하다.

2.3 가축 의약품 시장

육류 생산량 증대와 품질 향상 요구에 따라, 그리고 가축 전염병의 방지를 위해 가축 의약품 시장은 계속해서 성장하고 있다.

동물 복지에 대한 인식 및 동물관련 제품의 확산으로 인해, 2019년부터 2023년까지 가축 의약품 매출은 매년 6.5%씩 성장해 왔다. 2024년 추정되는 가축용 의약품 시장 규모는 약 223억 달러이며, 2034년까지 연평균 7.5% 성장하여 432억 달러의 가치에 이를 것으로 예상된다.

동물보건기구에 따르면, 전 세계의 약 13억 명의 사람들이 가축 사육에 종사하고 있으며, 특히 개발도상국에서는 축산업이 중요한 소득원으로 작용하고 있다. 이에 가축의 건강과 생산성은 식량 안보와 경제 성장에 필수적이며, 축산업 종사자들은 사회 발전을 위해 가축 질병 예방 및 통제의 중요성을 계속해서 강조하고 있다.

가축 의약품의 종류에는 크게 항생제, 구충제, 백신, 피부 치료제, 성장 촉진제, 약용 사료 첨가제 등이 있다. 또한 사용목적에 따라 생산성 향상약, 질병 예방약, 질병 방제약, 질병 치료약, 방역약 등이 있다.

항생제 시장의 성장

이 중 특히 항생제 시장이 크게 성장하였다. 이는 가축 전염병의 예방, 인수공통전염병의 심각성 인식, 가축 생산성 향상, 안전한 육류와 유제품에 대한 관심 증가에 기인한다. 2021년 기준 항생제의 매출은 전체 가축 의약품 시장에서 약 15.2%를 차지했지만, 2024년 기준 약 37.7%를 차지하여 뚜렷한 성장세를 보인다.

하지만 과도한 항생제의 사용은 소비자의 불안을 야기하고 가축의 항생제 내성 문제를 일으켜왔다. 이에 따라 항생제를 사용하지 않는 항감염 의약품도 동시에 성장 중이다. 각국의 정부는 가축 항생제의 투여량을 줄이기 위해 다양한 규제와 정책을 도입하고 있다. EU는 2022년부터 인간용 예비 항생제나 비처방 동물용 항생제 사용을 금지하는 법안을 시행했다. 미국도 가축 항생제에 대한 처방전 의무화를 도입하였다. 이로 인해 가축 의약품 시장은 더욱 분화되고 발전하고 있으며, 새로운 항감염 의약품의 개발과 도입이 활발히 이루어지고 있다.

가축 의약품의 기술 발전

다른 가축 의약품도 계속해서 발전하고 있다. 경구용 약물이 개발되면서 가축에게 식수나 음식을 통해 약물 투여를 할 수 있게 되었다. 이는 기존의 주사를 통한 투약 방법보다 사용이 간편하며 정확한 복용량 측정이 가능하고, 동물의 스트레스를 줄일 수 있다는 장점이 있다. 또한 고도화된 바이오 의약품의 사용, 약물 흡수 향상, 백신, 진단 기기 등의 기술 발달로 생산자는 더 쉬운 관리가 가능해졌고, 시간과 비용을 절감할 수 있게 되었다.

더욱이 가축 의료와 디지털 기술의 통합이 더욱 보편화되고 있다. 원격 의료 및 수의학 관련 상담이 가능해졌고, 이를 통해 수의학 서비스의 접근이 어려운 곳에서도 관련 서비스 및 전문가를 통한 상담을 받을 수 있게 되었다. 또한 생명 공학이 발전하며 가축용 백신 및 치료 방법이 새롭게 개발되었다. 맞춤형 영양 제공 기술의 발달로 개별 동물의 유전적 정보를 기반으로 한 영양 계획을 맞춤형으로 제공할 수 있게 되었다.

이렇듯 수요 증가에 대응하기 위해 공장식 축산 방식이 도입되면서 생산량은 늘어났지만, 가축 질병 발생도 함께 증가하여 가축 의약품에 대한 지출도 늘어났다. 인구의 감소나 경제 수준의 후퇴가 발생하지 않는 한, 가축 의약품 시장은 계속 성장할 것이다.

기업 리서치

I. 기업 분석	19
II. 투자 포인트	23
III. 리스크 포인트	34
IV. Valuation	37

Zoetis (ZTS)

동물 의약품계의 BTS, ZTS

- 동물 의약품 1위 기업이자 반려동물 시장 성장 모멘텀의 최대 수혜주.
- 지속적인 R&D 투자와 제품 포트폴리오 혁신으로 동물 의약품 산업의 새로운 패러다임을 제시.
- Peer Group 시장 컨센서스를 상회하는 뚜렷한 매출 성장세와 안정적 현금 흐름으로 견조한 펀더멘털을 보유한 장기적 성장주.
- 단기적 약재로 역사적 저평가 구간에 놓인 지금이 밸류에이션 리레이팅 및 투자의 적기.

자본시장연구회 2팀
박소영, 정예지, 김민섭, 유형탁, 채설빈

목표주가: \$ 202.44

※해외 비교기업:

Boehringer Ingelheim, Elanco

글로벌 동물 의약품 업계 1위 기업

글로벌 반려동물 의약품 시장은 2023년 3,200억 달러에서 2030년까지 5,000억 달러까지 성장할 것으로 전망된다. 시장의 견조한 성장이 예상되는 가운데, 동사는 동물 의약품 시장 점유율 1위이자, 동물 건강에 있어 예측-예방-진단-치료에 이르기까지 전 주기를 함께하는 밸류 체인을 형성하여 반려동물 및 가축 의약품 시장의 수혜를 온전히 받을 수 있는 기업이다.

1위 기업 담게 파이프라인이 다양하며, 펀더멘털 역시 튼튼하다. 1억 달러 이상 매출을 달성한 블록버스터가 15개이며, 일부 블록버스터에 의존하는 경쟁사와 달리 매출의 다각화가 잘 되어 있다. 동사의 ROIC는 무려 20%를 상회하며 높은 경영효율을 보인다.

시대적 수요에 맞춘 혁신 신약 & 기술 개발

동사의 파이프라인에는 시대적 수요에 발맞춘 혁신 신약 및 기술들이 있어 꾸준한 성장이 기대된다. 최근에는 반려동물의 수명이 길어지며, 노령화되고 있는 사회적 수요에 맞는 OA(관절염) 통증 mAb(단일클론항체) 치료제인 Librela와 Solensia가 매출 성장을 견인한다. 해당 제품들의 투약 주기 및 효과에서의 혁신성에 따라, 2022년 7억 달러 규모의 OA 통증 시장이 2032년에는 20~30억 달러에 이를 것이라 전망된다. 또한 원격 AI 수의학 진단 플랫폼도 구축하여 지속적인 혁신 신약 및 기술 개발로 시장을 개척하는 동물 의약품계 First-Mover 기업이다.

현재가 ('24/05/31)	\$ 169.56
업종	제약 바이오
시장	NYSE
시가총액(보통주)	\$ 77.369 B
발행주식수(보통주)	456백만주
52주 최고가	\$ 201.92
최저가	\$ 144.80
배당수익률	1.02%
PER	33.26
EPS	\$ 5.19
주요주주	
Vanguard Fiduciary Trust Co.	8.910%
주가상승률	1개월 3개월 12개월
수익률 (%)	+3.43 -8.63 +0.31

섹터	시가총액(십억달러/조원)	주가(원)	52주 최고가/최저가	주요주주 및 지분율	해외 비교기업
제약바이오	\$ 77.369 B/ 106	169.56	\$201.92/ \$144.80	Vanguard / 8.910%	Elanco

회사 개요 및 비즈니스 모델

Zoetis Inc.는 동물 보건 의약품, 백신, 진단, 서비스 분야를 전문으로 하는 글로벌 동물 의약품 기업이다. 제품군으로는 동물용 항감염제, 백신, 구충제, 진단 제품 등이 있다. 동물별로는 반려 동물(개, 고양이, 말) 제품이 매출의 65%를 차지하며, 가축(소, 돼지, 가금류 등) 제품군이 35%를 차지한다. 1952년 설립되었으며, 과거 글로벌 제약기업 화이자의 동물 의약품 부문이었으나, 2013년 화이자에서 인적 분할되어 상장하였다.

투자 포인트

- 반려동물+가축 시장 성장의 최대 수혜주
- 시대적 수요에 맞는 지속적인 신약, 기술 개발
- 역사적 저평가 구간

리스크 포인트

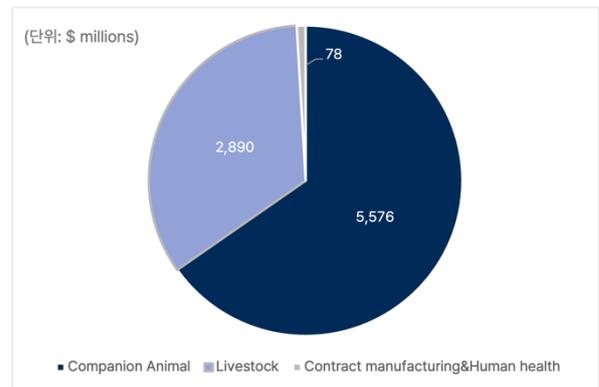
- 반독점, 사법적 리스크
- 약품 부작용 리스크

주가 및 거래량 추이



자료: 2Q24 자본시장연구회 2팀

사업 부문 및 매출 비중(2023.12)



자료: 2Q24 자본시장연구회 2팀

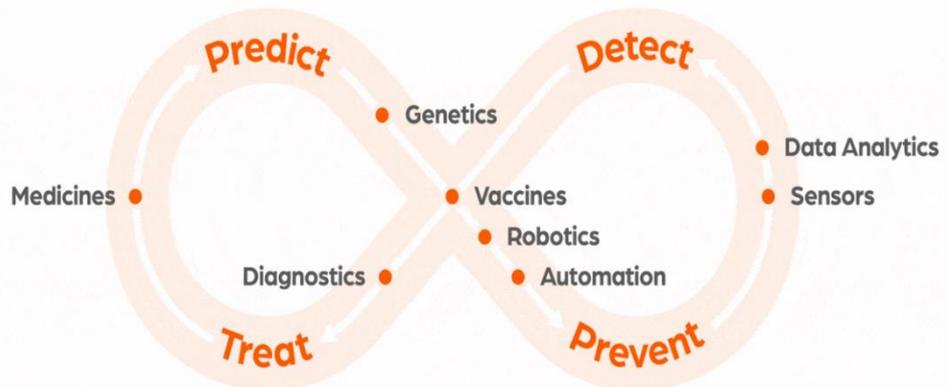
기업 분석

1. 기업 소개

Zoetis는 1952년 화이자의 농업부서로 설립되어 동물 보건 사업부로 구체화된 데에서 시작한 기업으로, 2013년 화이자에서 인적분할되어 상장한 동물 의약품 전문 기업이자 S&P 500 구성 종목 중 하나이다.

동사는 동물 의약품 분야 전 세계 1위 기업으로 300개 이상의 제품 포트폴리오를 보유 중이며, 반려동물과 가축을 위한 백신, 의약품, 진단 및 기타 기술을 개발, 제조하고 판매하는 기업이다. 또한 동사는 단순히 동물 치료에서 그치는 것이 아니라, 동물 건강에 있어 예측-예방-진단-치료에 이르는 연속적인 밸류 체인을 구성하고 있어 동물 건강의 전 주기를 함께하는 기업으로 나아가고 있다.

Zoetis 동물 건강 밸류체인



자료: Zoetis, 2Q24 자본시장연구회 2팀

반려동물 산업의 성장으로 24년 1분기 운영수익은 12% 증가하고, 조정 순이익은 15% 증가하였으며, 미국과 국제 분야 수익은 각 16%, 8% 씩 증가하는 모습을 보였다. 2023년의 경우 연간 총수익은 85억 달러(YoY +7.0%), 연간 순이익은 25억 달러 (YoY +7.0%)를 달성하였다.

동사는 반려동물 및 가축 제품 포트폴리오 중 반려동물 포트폴리오에 특히 강점을 가지며, 반려동물 수익은 혁신적인 프랜차이즈로 운영적으로 20% 성장하는 모습을 보이며 견고한 성장세를 보이고 있다. 반려동물 분야 혁신 제품들 가운데, OA 통증 완화용 단일클론항체 제품인 Librela™ 및 Solensia®, 주요 피부과 제품군 및 Simparica Trio®의 성장이 매출에 큰 기여를 하였다.

Zoetis 상위 5개 블록버스터

사업부	이름	제품종류	특징
반려동물	Simparica/Simparica Trio	구충제(반려견)	벼룩, 진드기, 심장사상충 약품
반려동물	Apoquel/Apoquel Chewable	피부약(반려견)	아토피, 알레르기 치료제
반려동물	Cytopoint	피부약(반려견)	세계 최초 아토피성 피부염 단클론항체 의약품(mAb)
반려동물	Revolution/Plus/Stronghold	구충제(반려동물)	기생충, 진드기 복합 처방 예방제
가축	Ceftiofur	항생제(가축)	다양한 세균 감염을 치료하는데 사용되는 제3세대 항생제

자료: Zoetis, 2Q24 자본시장연구회 2팀

Zoetis 15개 블록버스터 (\$100M 이상 매출)

Leading the industry in innovation and value across the continuum of care over the last 10 years

>2000
regulatory approvals

15
blockbusters¹

9 of 15
blockbusters delivered
in the last 10 years

¹ A blockbuster is a product or product line that has \$100M or more in annual revenue. Blockbusters shown on this slide are as of 2022.



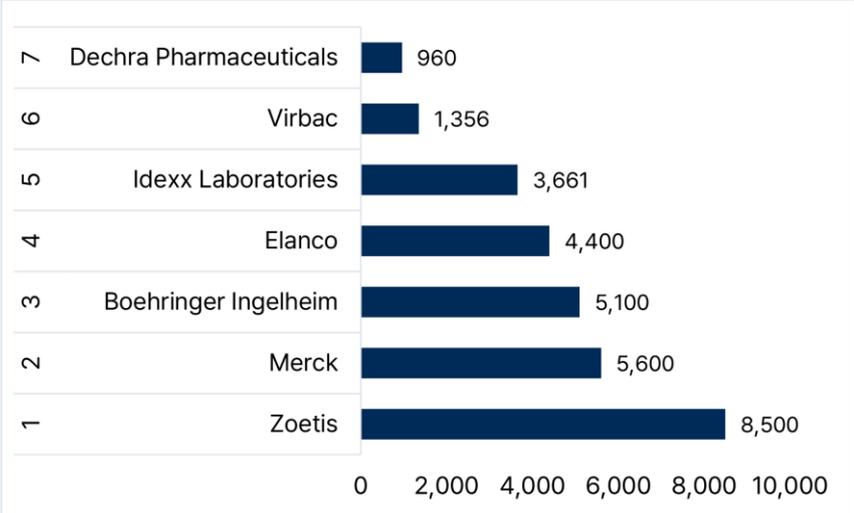
자료: Zoetis

**동물 의약품
산업의 1위 기업**

1. 반려동물 & 가축 시장 성장의 최대 수혜주

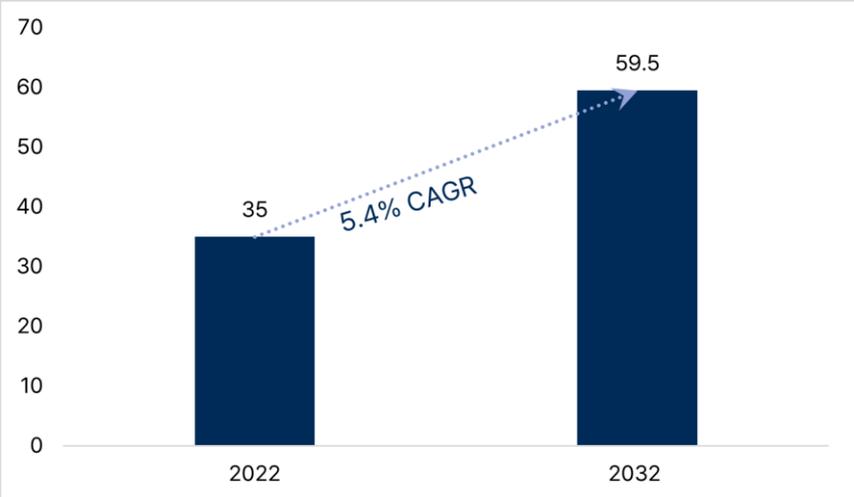
앞선 산업분석에서 다뤘던 것처럼, 반려동물과 가축 시장은 지속적으로 성장하고 있다. Zoetis는 동물 의약품 분야 시장 점유율 1위 기업이며, 제품 포트폴리오가 타 제약사와 달리 동물 의약품에만 한정되어 있어 동물 시장 성장 수혜를 온전히 받을 수 있는 기업이다. 일례로 동사의 가장 큰 경쟁사는 Merck&Co.와 Boehringer Ingelheim이다. 해당 경쟁사들은 인간 의약품과 동물 의약품 사업을 동시에 영위하기에 동사와 달리, 동물 시장 성장의 수혜가 부분적으로만 반영된다.

글로벌 동물 헬스케어 기업 매출 순위 (단위: \$ million)



자료: 각 사 연례보고서, 2Q24 자본시장연구회 2팀

글로벌 동물약품 산업 성장 지속 (단위: \$ billion)

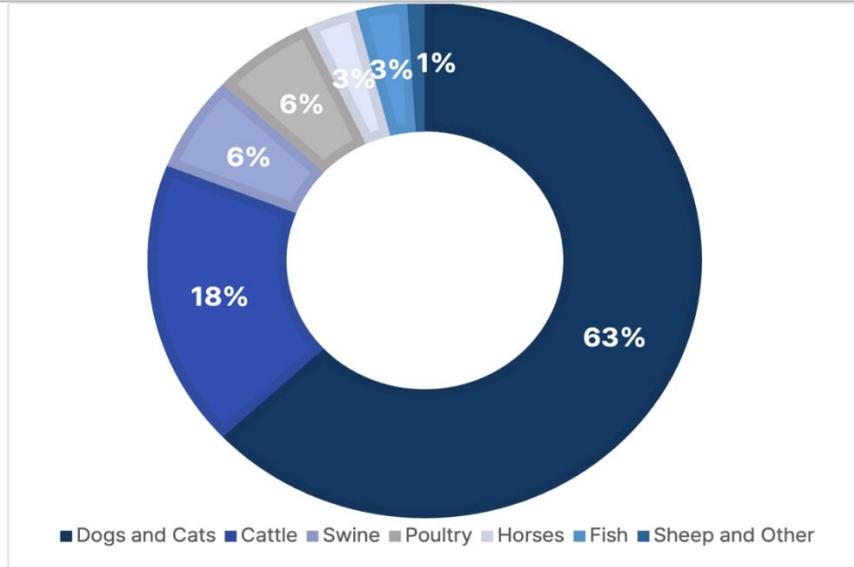


자료: Global Market Insight, 2Q24 자본시장연구회 2팀

반려동물 산업
성장이 매출
증대로 이어질 것

동사의 매출 구성을 자세히 살펴보자면, 반려동물 부문이 66%, 가축 부문이 34%를 차지한다. 이는 반려동물 부문 매출 증가가 곧 동사의 중요 매출 성장 포인트라는 것을 의미한다. 또한 Zoetis 매출의 13%, 10%를 차지하는 Simparica/Simparica Trio, Apoquel/Apoquel Chewable 라인 역시 개의 심장사상충 및 진드기 예방제, 알레르기성 가려움증 치료제라는 점에서, 동사의 주요한 매출처가 반려동물 부문이라는 것을 재확인할 수 있다.

종별 매출 구성



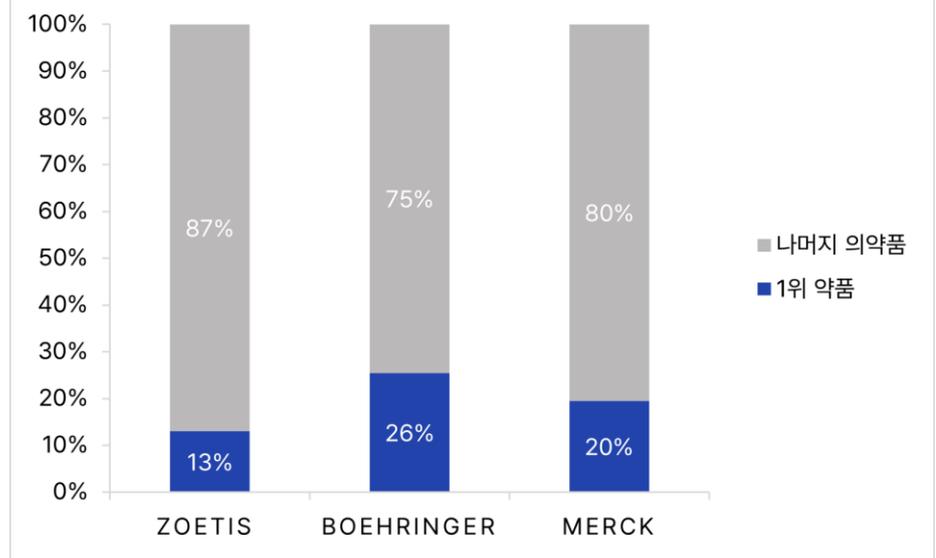
자료: Zoetis, 2Q24 자본시장연구회 2팀

15개의 블록버스터,
300개의 제품
포트폴리오 보유

동사가 반려동물, 가축 산업의 성장의 수혜를 온전히 받을 수 있다는 이유에는 타사의 제품과 비교해 동사만의 특별한 강점이 있기 때문이다. 우선 동사는 총 8개 동물군에 걸친 제품 라인을 보유하고 있으며, 그 제품 개수는 300개에 달한다. 그 중 15개 제품이 블록버스터 의약품에 해당한다.

타사는 일부 블록버스터 제품이 매출의 대부분을 차지하고 있어 블록버스터 의존도가 높은 반면, 동사는 다양한 블록버스터 제품군을 가지고 있기에 매출의 의존도가 높지 않다는 것도 장점이다. 동사의 가장 강력한 경쟁 기업인 Merck와 Boehringer Ingelheim의 경우 각사의 1위 제품이 매출에서 차지하는 비중이 20%, 26%로 높은 비중을 차지한다. (Merck-Bravecto, Boehringer Ingelheim - Nexgard) 동사의 경우 1위 제품인 Simparica/Simparica Trio가 전체에서 차지하는 비중이 13%로 타사 대비 낮은 수치를 보인다. 매출이 일부 약품에 의존되지 않고, 매출처가 다각화되어 있다는 강점을 확인할 수 있다.

동물의약품 기업 1위 제품 매출 비중



자료: 각 사 연례보고서, 2Q24 자본시장연구회 2팀

특히 동사 매출의 13%를 자랑하는 가장 큰 블록버스터 라인인 **Simparica Trio**는 최초로 심장사상충, 벼룩 및 진드기, 개회충을 한 달에 한 번 간편한 츄어블 제형으로 예방할 수 있는 3중 예방약으로 앞으로의 지속적인 매출 증대가 기대되는 약품이다.

동사 매출의 10%를 차지하는 **Apoquel**은 1,300만 마리의 개에게 처방된 알레르기 가려움 증 완화 제품이며, 24시간 이내 효과가 나타나고, 복용이 더 쉬운 츄어블 제제로도 제공이 되기 때문에 알레르기성 가려움증에서의 독점적인 지위를 갖는 약제이다. 또한 기존에 아토피, 알레르기 치료에 일반적으로 사용된 약물이 항히스타민제, 스테로이드제에 국한되었지만, **Apoquel**은 면역조절제로서 치료제 선택의 폭을 넓힐 수 있는 제품이며, 부작용 또한 거의 없다. 반면 스테로이드제는 노령견이나, 반복되는 피부질환에 대해서는 효과가 감소하고, 부작용이 증가한다는 단점이 있다.

또한 동사 매출의 14%를 차지하고 있는 이외의 3가지 제품들(**Cytopoint**, **Revolution Plus**, **Ceftiofur**)도 마찬가지로 타사 약품 대비 높은 판매량을 보이는 제품들로 동사의 동물 의약품 처방에서의 특강점을 나타낸다.

한편 동물 의약품계에서 동사의 견고한 시장 지위가 흔들릴 가능성에 대한 물음에는, '아니'라고 대답할 수 있다. 동물 의약품은 일반적으로 수의사가 진단하여 약품을 처방해주는 형태로 매출이 발생하기 때문에, 기존에 사용해왔던 제품들을 주력하여 사용하는 경우가 대다수이다. 이에 따라 다양한 제품 포트폴리오와 시장점유율 1위를 차지하는 동사의 경우, '락인 효과'(lock-in effect)를 가진다.

2. 지속적인 신약&기술 개발

동사는 2023년에 매출 대비 7.19%를, 2022년에는 6.67%를 R&D에 지속적으로 투자하고, 매출 대비 R&D 비율을 점차 높이고 있다. 2023년에는 2022년 대비 14% 증가한 비용을 연구개발에 투자하였고, 연구개발 인력 고용도 계속해서 늘리고 있다.

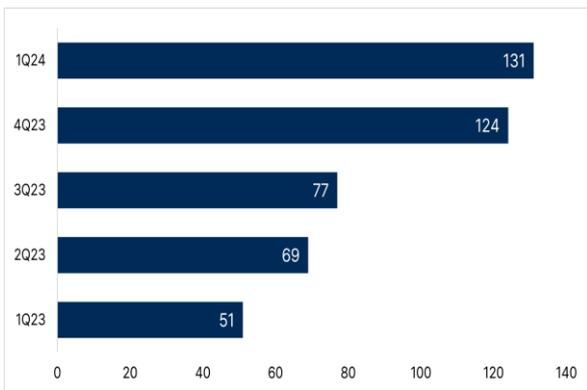
위처럼 동사는 지속적인 파이프라인 확장을 통한 혁신에 힘써오고 있다. 특히 동사는 시대적 흐름에 맞추어 지속적으로 신약 및 기술개발을 하고 있어 매출 성장을 기대할 수 있기에, 지속적인 신약/기술 개발을 두번째 투자포인트로 제시한다.

2.1 반려동물 고령화, 니즈에 맞는 신약 출시

최근 기술 발전 및 팬데믹 기간의 입양 증가로 반려동물의 고령화 현상이 대두되어, 펫 헬스케어 산업에서 노령견 및 묘종의 건강을 관리하는 것이 중요해지고 있다. 동사의 제약 포트폴리오는 혁신 기술을 활용하며, 노령동물 질병이라는 시장의 니즈를 고려하고 있다. Librela와 Solensia가 이에 해당하는 혁신 신약이다.

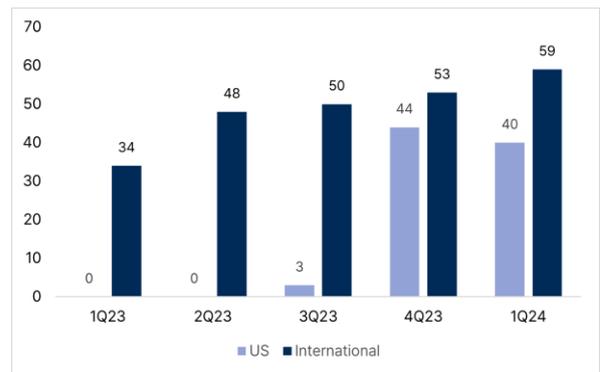
Librela는 골관절염(OA) 통증이 있는 개를 위한 최초이자 유일한 월간 주사형 단일클론항체(mAb) 치료제이다. **Solensia**는 고양이 골관절염 통증 조절을 위한 월간 주사형 mAb 치료제이다. 단일클론항체는 정확한 약리 작용이 나타날 수 있도록 특정한 항원 한 가지만을 인식하고 결합하는 항체로, 투여 횟수를 줄일 수 있다는 장점이 있다. 동사의 mAb 기술은 고유한 플랫폼으로, 동물의 면역 체계에 의해 자가적으로 인식되는 mAb를 설계한다는 점에서 타사에 비교우위를 가진다. 또한 단일클론항체(mAb) 치료제도 5종에 걸쳐 50개 이상의 mAb 표적에 R&D 투자를 진행하고 있다. 추가적인 혁신 항체의 발굴 역시 기대된다고 할 수 있다.

관절염 신약 매출 성장 (단위: \$ million)



자료: Zoetis, 2Q24 자본시장연구회 2팀

Librela의 빠른 매출 성장 (단위: \$ million)



자료: Zoetis, 2Q24 자본시장연구회 2팀

단일클론항체(mAb) 구조



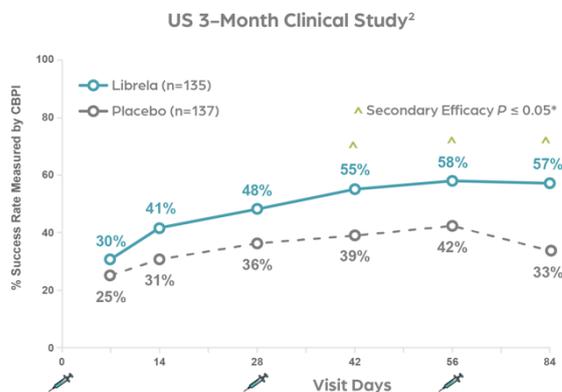
자료: 더메디컬

위 두 제품들은 최근 동사의 매출 성장에 가장 큰 기여를 하고 있다. 기존 반려동물 관절염 치료제의 경우, 매일 투약해야 한다는 투약 부담이 있었으며 오래 투약할 경우 위장관출혈, 심부전 등의 부작용 리스크까지 있었다. 반면, 동사의 위 신약들은 투약 주기와 표적 치료라는 특징으로 새로운 패러다임을 제시하였다.

Librela는 신경성장인자(NGF)라 불리는 반려견 신체의 단백질에 결합해서 작용을 차단하여 관절염 통증을 완화시킨다. 특히 노령견 중 심부전, 신부전, 간부전 질환이 있어 진통소염제를 사용하지 못하거나, 만성 퇴행성 관절염이 있을 경우 한 달에 1회 주사로 효과적인 통증 관리가 가능하다. **Solensia**도 고양이 NGF 단백질을 표적하여 통증을 완화하는 제품으로 한번의 피하주사로 한 달간 효과가 유지되어 투약의 부담이 덜한 것이 그 특징이다.

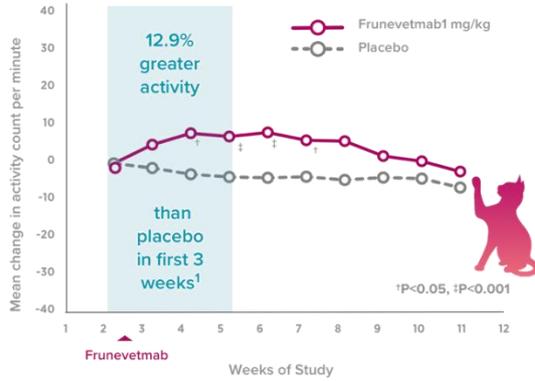
동사는 노령 반려동물이 많아지는 시대적 흐름에 맞추어 골관절염 치료제 개발에 있어 10억 달러를 투자하고 있다. 동사는 2032년까지 관절염(OA) 통증 시장이 20~30억 달러 규모의 시장이 될 것이라 예측하고 있다. Librela 와 Solensia는 앞서 말했듯이 기존 관절염 치료제에 비교해 투약 주기와 표적 치료라는 특징에서 강점을 가지기에, 해당 시장을 개척하는 역할을 특특이 할 것으로 기대된다.

Librela 치료 성과



자료: Zoetis

Solensia 치료 성과



자료: Zoetis

2.2 원격 진단 플랫폼 구축

한편 팬데믹을 거치면서 원격 진료에 대한 시대적 수요 역시 증가하였다. 동사는 AI를 활용하여 보다 정확한 원격 진단을 할 수 있는 원격 진단 플랫폼을 개발하여 위 같은 니즈를 충족하였다. 이로써 진단부터 처방까지 동물 치료의 전주기를 함께하는 기업으로 올라섰다.

VETSCAN IMAGYST는 앞서 말한 동사의 원격 진단 플랫폼으로 전문 병리학자 네트워크와 보조 AI 기술을 활용한다. 현재 혈액, 세포학, 대변과 관련해 샘플을 수의사가 업로드하면, 진단 플랫폼에서 이를 진단하여 수의사들에게 결과지로 전송해주는 형태이다. 장 내 기생충을 높은 민감도와 특이도로 분류하는 검증된 학습 시스템이며, 계속해서 추가적인 진단 기능 도입을 계획하고 있다. 현재는 서비스 대상이 수의사에 한정되지만, 일반 반려동물 보호자들 대상으로도 서비스 제공을 계획하고 있다고 밝힌 바 있어 매출 성장이 기대된다.

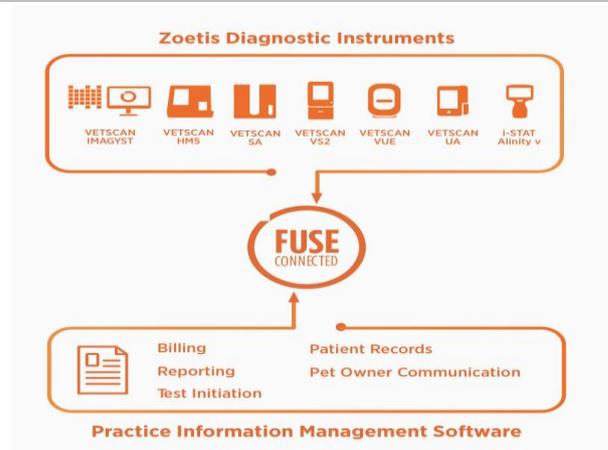
여기에 더해 VETSCAN FUSE라는 연결 시스템도 판매 중이다. 이는 동사의 진단 기기와 PIMS(진료 정보 관리 소프트웨어) 간의 향상된 양방향 통신을 제공하고, 중요한 시각적 데이터를 실시간으로 표시할 수 있다. 이로써 부속 제품에 대한 매출도 기대해볼 수 있다.

VETSCAN IMAGYST 시스템



자료: Zoetis

VETSCAN FUSE 시스템



자료: Zoetis

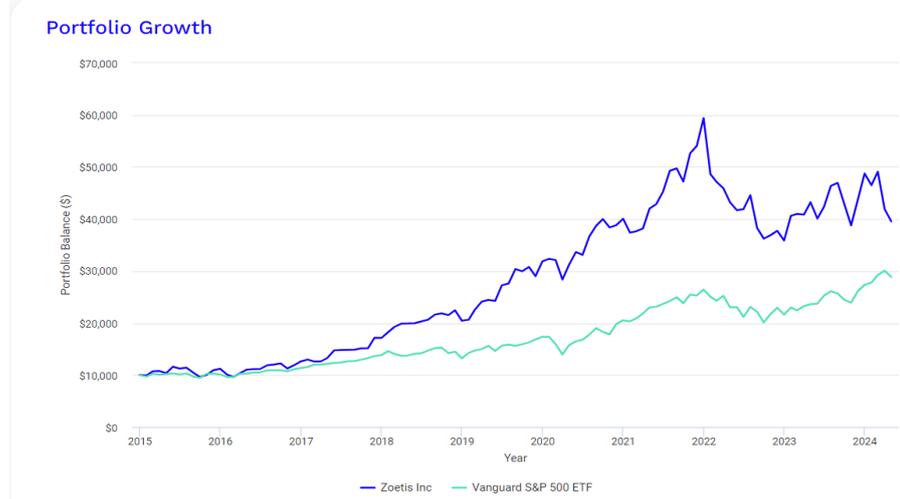
3. 역사적 저평가 구간

마지막 투자포인트로 탄탄한 동사의 펀더멘탈에 비해, 현재 주가가 역사적 저평가 구간에 있다는 것을 제시한다. 앞선 글에서 보았듯이, 동사는 동물 의약품 전문 기업으로서의 높은 시장 지위와 끊임없는 R&D 개발로 혁신적인 제품 포트폴리오를 구성하고 있다. 동물 의약품 분야에서 넓은 경제적 해자를 확보한 기업이라는 것이다.

현재 시점에서의 주가는 기업가치를 제대로 반영하지 못하고 있다. 2024년 5월 23일 기준 동사 주가는 \$172.05로 2, 3년전과 비슷한 수준의 주가를 형성하고 있다. 또한 전기간의 주가 그래프를 보면 계속해서 상승하는 추세를 그리고 있어, 주가는 우상향하지만 일시적 약재들로 인해 주춤하고 있음을 확인할 수 있다. 또한 동사 주가는 S&P 500 수익률보다 꾸준히 아웃퍼폼하는 모습을 보이며, 좋은 수익성을 증명한다.

3.13년 전과
동일한 현재 주가

Zoetis와 S&P 500 수익률 비교



자료: Portfolio Visualizer

Zoetis 주가 그래프



자료: Investing, 2Q24 자본시장연구회 2팀

동사의 주가를 분석하자면, 추세에 따라 크게 3구간으로 나눌 수 있다.

1구간은 상장일부터 21년 하반기이다. 이 구간은 코로나19로 인한 20년 3월 시장전체 하락을 제외하고는 꾸준히 우상향하는 모습을 보인다. 그 이유로는 안정적인 매출 성장과 수익성을 기록한 것이 있다. 2014년 매출액 \$4,785M에서 21년 \$7,776M으로 (CAGR 6.26%) 꾸준히 성장하였다.

또한 이 기간동안 Apoquel, Simparica, Cytopoint 등 다양한 블록버스터 제품을 출시한 것과, 반려동물 시장이 크게 성장했다는 것도 이유로 들 수 있다. 반려동물 시장은 코로나 19 당시에도 꾸준히 증가하여 타 기업과 달리 오히려 수혜를 입었다. 또한 동사는 2014년 총 수익의 24%를 신흥시장에서 올린 것에서도 볼 수 있듯이, 해외 매출 다각화를 위해서도 꾸준히 노력했다. 위 같은 요인들을 토대로 지속적인 주가 상승이라는 결과를 만들어낼 수 있었다.

2구간은 21년 하반기부터 23년초이며, 주로 거시경제 요인 때문에 주가가 하락했다. 먼저 바이오 기업인 동사의 특성상 금리인상은 부담이 되었고, 미국 달러의 강세는 해외 매출이 높은 비중을 차지하는 동사에 악영향을 미쳤다.

그리고 2023년 초 주가가 급하락한 것의 원인으로는 인플레이션으로 인한 가격 부담으로 미국 수의사 방문진료가 둔화되면서, 주로 수의사들의 처방으로 판매되는 동사의 미국 지역 영업에 일시적인 타격이 있었다는 것을 들 수 있다. 참고로 미국 반려동물 진료시장은 33조 원 규모인 것에 반해, 수의사가 턱없이 부족하여 주로 예약제로 진행된다.

3구간은 23년초부터 현재까지이다. 유럽에서 제기된 Librela와 Solensia의 약품 부작용 리스크와 반독점법 이슈로 인해 하락하였으나, 기업의 재무건전성 및 실적에는 영향이 없었고 이에 주가가 회복하는 흐름을 보이고 있다.

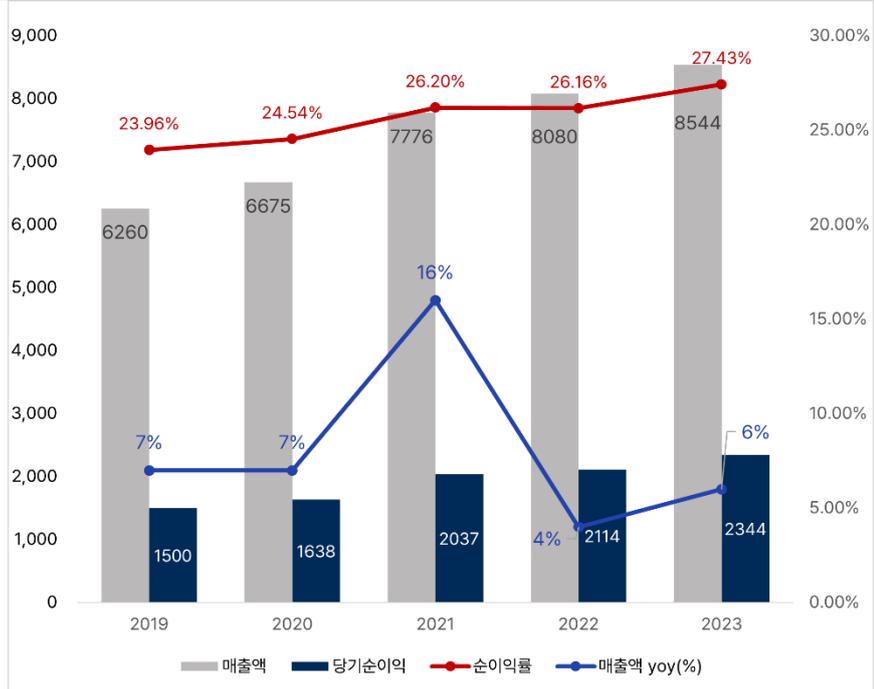
23년 이후 상승세를 보이던 주가가 2024년 4월 하락한 원인은 바로 Librela와 Solensia의 부작용 이슈 및 Librela의 반독점 이슈 때문이었다. 하지만 부작용 이슈의 경우, 아직 약 복용과 부작용 간의 상관관계가 명확하게 규명되지 않았고, 동사에서 부작용 비율이 낮다고 (Librela: 0.18%, Solensia: 0.3%) 주장한 바, 이는 일시적인 하락 구간일 것으로 짐작된다. 또한 반독점 이슈의 경우 행위 입증에 3~4년 정도가 소요될 것으로 예상되기에 동사의 주가에 제한적으로 영향을 미칠 것이다.

또한 동물 의약품계 시장점유율 1위인 동사의 PER은 32.67으로 경쟁사들과 비교해보아도 낮은 수준이기에, 현재 시점은 매력적인 매수 구간이라 할 수 있다.

3.2 탄탄한 펀더멘털

그렇다면 이제 동사의 펀더멘털을 확인해보자. 우선 2023년 매출(YoY +5.74%), 당기순이익(YoY +10.88%), EPS(YoY +12.64%), 배당성향(YoY +30.65%)은 모두 지난해에 비해 상승하였다. 또한 매출보다 조정 순이익의 증가율이 더 빠르게 나타나고 있다. 이는 동사의 높은 경영효율을 나타낸다.

Zoetis 매출액, 당기순이익 (단위: \$ million)



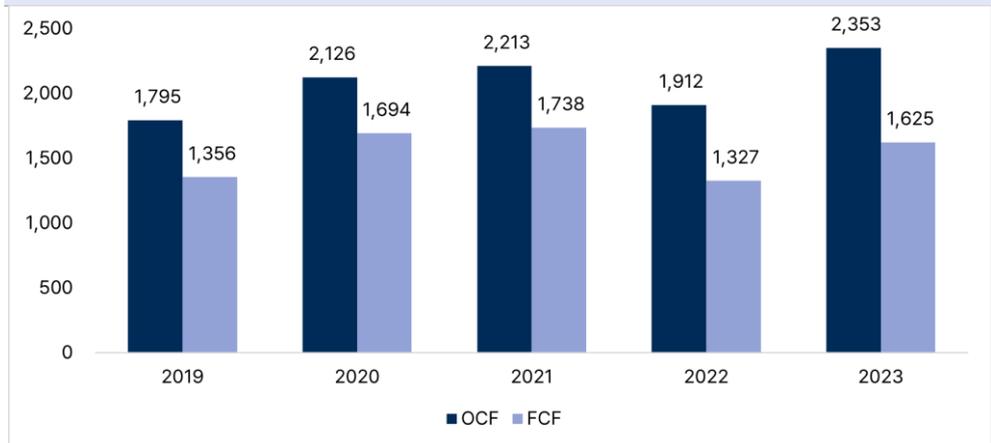
자료: Zoetis, 2Q24 자본시장연구회 2팀

양호한 현금흐름과 재무적 건전성

다음으로 동사의 현금흐름을 확인하면, FCF(잉여현금흐름)의 경우, 계속해서 증가하다가, 연준이 빅스텝을 단행한 2022년에 감소하였다. 이후 2023년에는 추가적인 연준의 기준 금리 인상이 있었음에도, 증가하는 모습을 보인다. CFO(영업활동현금흐름)도 FCF와 유사한 추세를 보인다. 이는 동사의 현금흐름이 양호하고, 계속해서 개선되고 있음을 나타낸다.

당좌비율과 이자보상비율 역시 각각 1.71, 13.06으로 경쟁사 대비 높은 수치를 보이며, 동사의 재무적 건전성이 양호하다는 것을 보여준다.

Zoetis의 CFO와 FCF (단위: \$ million)



자료: Zoetis, 2Q24 자본시장연구회 2팀

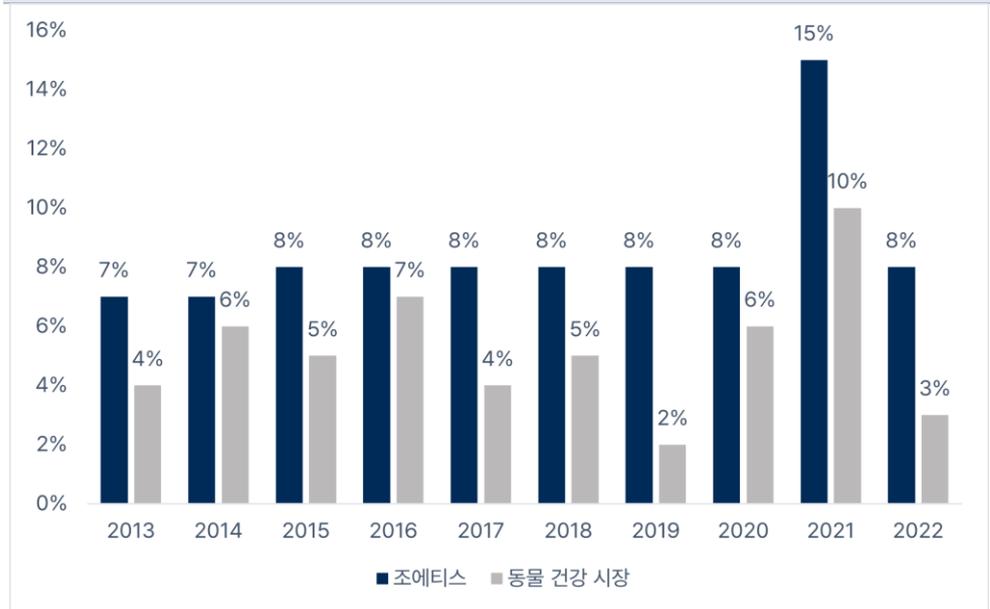
경쟁사를 압도하는 ROE, ROIC

특히 주목해야 할 부분으로, ROE(자기자본이익률)이 2024년 3월 기준 48%를 기록하고, ROIC(투자자본이익률)이 20%를 상회하며, 경쟁사 대비 압도적인 수치를 보인다. 이는 동사가 영업 활동에서 효율적으로 꾸준히 높은 실적을 내고 있음을 의미한다.

마켓 대비 아웃 퍼폼

탄탄한 펀더멘탈을 증명할 다른 증거로 동물 건강 시장 성장 대비 매출이 꾸준히 상회하는 것을 들 수 있다. 동사는 2013년에 상장한 이후 연평균 매출 성장률 8%를 기록하며, 동물 건강 시장의 평균인 5%와 대비하여 성장세가 뚜렷한 모습을 보이는데, 이는 동사의 꾸준한 수익성을 증명한다는 해석이 가능하다.

시장 대비 매출 성장세 뚜렷



자료: Zoetis, 2Q24 자본시장연구회 2팀

또한 동사의 주주친화적 경영 또한 주목할 만하다. 우선 동사는 2013년 IPO 이후 체계적으로 자사주 매입을 지속해오고 있으며, 이는 50억 달러에 육박한다. 또한 배당금은 매년 20%씩 증가하고 있으며, 초과 자본은 영업 및 연구개발에 재투자하여 성장을 촉진하고 있다. 자사주 매입은 유통 주식수의 감소로 인해 EPS가 상승하고 ROE가 상승하는 효과를 낸다. 동사가 지속적으로 주주 환원 및 회사의 성장에도 신경을 쓰는 바람직한 기업이라는 것을 알 수 있다.

Zoetis의 주주환원 정책

Return excess capital to shareholders



Our track-record
Grew dividends by
~20%¹ annually

Bought back
>\$5B²
of Zoetis shares

Delivered total shareholder return of
~625%
since IPO³

¹ CAGR from 2014 to 2023, based on Zoetis internally estimated 2023 full-year dividend payout

² From 2013 through the end of 1Q23

³ Based on initial investment of \$26 per share at IPO in 2013 through May 15, 2023.

Path forward - next 3 to 5 years

Maintain balance between investments and return of capital

- Reinvest in the business to drive growth
- Target strategic business development to enhance innovation
- Grow dividend above adjusted net income
- Continue systematic share buybacks

자료: Zoetis

종합

투자포인트 종합

종합하자면 동사는 동물 의약품 전문 기업이자 1위 기업으로 경쟁사 대비 반려동물, 가축 시장 성장의 최대 수혜를 받을 수 있다, 또한 시장점유율 1위에서 그치지 않고, 지속적인 연구개발을 진행해 혁신을 위해 노력하는 기업이다. 마지막으로 탄탄한 펀더멘털 대비 현재의 주가는 저평가되었다는 점을 동사의 투자 포인트로 지목할 수 있다.

리스크 포인트

1. 반독점법, 사법적 리스크

Librela의 독점 의혹,
EC의 반독점법 위반
조사 착수

동사는 현재 반려동물 의약품에 관한 반독점법을 위반했다는 의혹에 당면해 있다. 유럽연합 집행당국(EC)은 경쟁사인 프랑스의 반려동물 의약품 기업 Virbac의 제보를 받고, 동사의 위법 행위에 대한 구체적 정황을 파악하고 있다. 의혹의 핵심이 된 제품은 동사의 반려견 골관절염 통증 완화제인 Librela이다. 반려동물의 골관절염은 관절의 정상적인 연골층이 마모 및 훼손되는 퇴행성 질환으로서, 전체 반려동물의 약 4분의 1 이상이 겪는 보편적 질환이다. 해당 제품은 반려동물의 골관절염 통증을 경감해주는 최초 및 유일한 단일 클론항체 의약품(mAb)으로서 큰 인기를 끌어왔다. 기존 골관절염 통증 완화제인 Rimadyl은 하루에 1~2회씩 투여해야 하지만, Librela는 1개월에 1번만 투여해도 된다는 점에서 큰 경쟁력을 갖고 있다.

경쟁사 Virbac의
파이프라인 개발
고의 중단 의혹,
동사는 전면 부정

24년 3월, EC는 음악 스트리밍 앱 시장에서 애플이 독점적 앱스토어 정책을 운용하여, 공정한 시장 질서를 침해했다는 명목으로 약 18억 유로의 과징금을 부여하였다. 동사 역시 조사 결과에 따라 반독점 법률에 의거, 글로벌 매출의 약 10%에 달하는 과징금을 부과될 수 있다. 이는 동사의 주가 하락을 야기하는 리스크 요인이 되기에 충분하다.

이번 의혹의 구체적 경위는 다음과 같다. 동사는 현재 골관절염 의약품 시장의 리딩 기업으로서, 반려견 골관절염 치료제인 Librela와 반려묘 골관절염 치료제인 Solensia를 주력 상품으로 내세우고 있다. 반려동물 골관절염 의약품 시장의 큰 잠재력을 본 경쟁사들은 Librela의 후속 치료제를 출시하기 위해 노력해왔다. 경쟁사 Virbac은 골관절염 제품의 개발을 위해 동사와의 기술 협력을 추진했다. Virbac의 후속 치료제 출시 과정 중, 동사는 Virbac의 후속 치료제 파이프라인을 인수 후, 고의로 개발을 잠정 중단함으로써 경쟁사들의 시장 진입을 저지했다는 의혹을 받고 있다.

그러나 주가에는 큰
영향을 미치지 않을 것

동사는 해당 결정이 건전한 상식과 합법적 법률에 의거한 정당한 결정이었다며, 반독점 관련 의혹을 일체 부인하였다. EC는 해당 행위의 위법성 여부를 조사 중에 있으며, 이번 조사가 제3자에 의한 파이프라인 제품의 배제적 종료와 시장 지위의 잠재적 남용에 관한 최초의 조사임을 밝혔다.

그러나 EC의 조사에도 불구하고 동사의 사법적 리스크가 주가 흐름에 큰 영향을 미치지 않는 것으로 판단된다. 실제로 1998년 마이크로소프트는 웹 브라우저 시장에서 OS Window의 시장 지배력을 남용하여 경쟁사의 진입을 차단했다는 의혹을 받은 바 있다. 해당 소송은 4년이 지난 2002년에 종결되었고, 이후 주가는 우상향의 흐름을 가지며 상승해왔다.

이처럼 동사의 반독점 행위 입증에는 약 3~4년이 소요될 것으로 예상되며, 단기적으로 주가에 큰 영향을 주지 않을 것으로 판단된다. 실제로 동사에 의혹이 제기된 후 주가는 약 8.24% 하락했지만, 저점 도달 후 약 1개월이 지난 현재, 주가는 약 13.68% 상승했다. 따라서 동사의 사법적 이슈를 예의 주시하되, 현재 시점에서 해당 요인으로 인한 주가 하락을 지나치게 우려할 필요는 없다고 판단된다.

2. 약품 부작용 리스크

동사의 골관절염 통증 완화제, 부작용 발생 의혹

현재 동사의 반려견 골관절염 통증 완화제 Librela와 반려묘 골관절염 통증 완화제 Solensia는 부작용 발생 의혹을 받고 있다. 2024년 4월 12일, 월스트리트저널(WSJ)은 미국과 유럽의 보건 규제 당국이 두 제품에 대한 수천 건의 불만 사항을 접수했다고 보도했다. 접수된 사례와 두 제품의 정확한 인과관계가 아직 규명되지 않았음에도 불구하고 보도 당일 동사의 주가는 약 8.24% 하락하였다. Solensia는 2023년 1년 간 약 8,900만 달러의 매출을 기록했고, Solensia는 동 기간 약 2억 3,200만 달러의 매출을 기록하며 동사의 상위 15개 핵심 제품으로서 자리매김해왔다. 위 두 제품의 높은 매출액을 고려하면, 해당 제품에 대한 부작용 리스크는 동사의 주가 하락을 야기하는 리스크 요인이 되기에 충분하다.

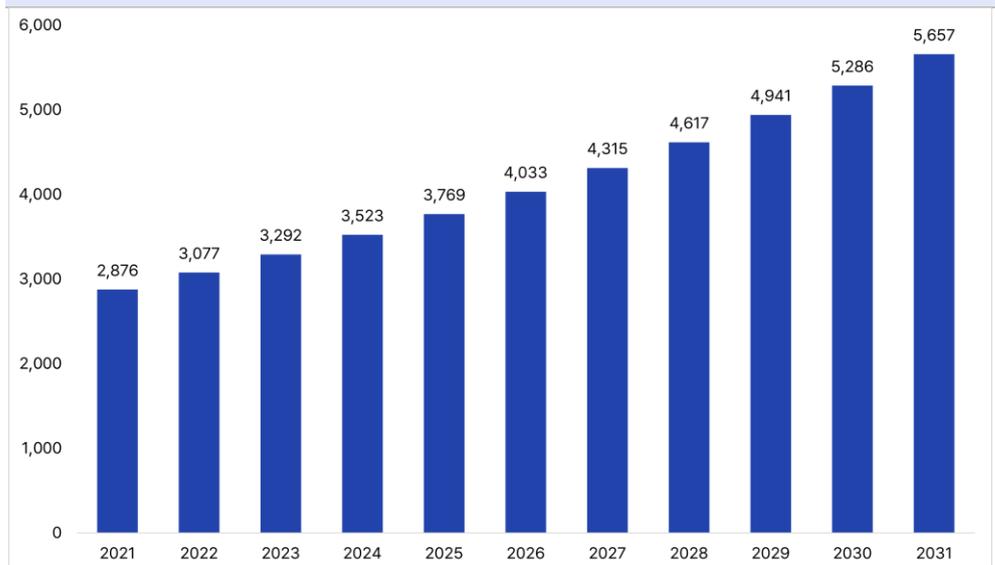
부작용은 어떤 제품이든 존재한다

그러나 동사의 약품 부작용 리스크는 총 두 가지 측면에서 재고될 수 있다. 첫째로, 의약품의 부작용은 해당 제품에만 국한되는 것이 아니다. 모든 약품에는 부작용이 존재할 수 있기 때문이다. 실제로 두 제품은 현재까지 약 1,800만 개 이상 판매되었지만 Librela는 0.18%, Solensia는 0.3%의 부작용 사례를 보고하는데 그쳤다. 이는 타 의약품 대비 특별히 큰 부작용 확률이 아니다. 동사는 이에 대해 부작용 확률이 매우 낮다고 주장하며, 수의사와 보호자는 치료 시작 전 제품의 적합성에 대해 충분히 확인해야 한다는 입장을 전했다.

단일클론항체를 이용한 유일한 치료제

둘째로, Librela와 Solensia는 최초이자 유일한 단일클론항체(mAb) 기반 반려동물 골관절염 통증 완화제로서 시장에서 이미 광범위한 수요를 갖고 있다. Librela와 Solensia가 반려동물의 약 4분의 1이 앓고 있는 골관절염의 통증을 완화하는데 가장 최신화된 약제이기 때문이다. 따라서 소비자들이 아직 검증되지 않은 부작용 사례만을 고려하여, 해당 약제를 선불리 포기하기란 어렵다.

반려동물 골관절염 시장 수익 추세 (단위: \$ million)



자료: Research Dive, 2Q24 자본시장연구회 2팀

**Librela와
Solensia의 명확한
수요 및 동사의 지속적
R&D 투자**

반려동물 골관절염 시장의 규모는 2031년까지 CAGR 7%씩 성장하며 꾸준한 수요를 가질 것으로 보인다. 결과적으로 해당 제품의 수요 역시 시장 확장에 따른 수혜를 받을 것으로 관측된다.

앞서 언급했듯, Librela와 Solensia는 그 효능과 편의성에 있어 대체 불가능한 약품이다. 더불어 현재 동사는 골관절염 시장에 약 10억 달러의 예산을 투입하며 꾸준한 R&D 투자를 이어가고 있다. 따라서 최악의 경우 Librela와 Solensia의 부작용 보고가 사실로 판명 나더라도, 동사는 이들 부작용을 보완하여 해당 제품을 재출시할 충분한 재정적 여력을 지니고 있으며 소비자의 수요는 여전히 견조할 것이다.

물론 현재 동사가 당면한 반독점법 리스크와 약품 부작용 리스크가 주가에 미칠 영향들을 경시할 수는 없다. 그럼에도 앞서 제시한 내용을 고려한다면, 해당 리스크들이 동사의 펀더멘털을 훼손할 만큼 심대한 주가 하락 요인은 아닐 것으로 판단된다.

1. 매출 추정

동사는 89개의 제품 카테고리과 약 300개의 제품 포트폴리오를 보유하고 있다. 모든 제품의 개별 매출은 확인할 수 없었고, 매출액 파악이 가능한 7개의 제품을 추려냈다. 매출액 기준 상위 4개의 제품군과 동사에서 강력한 블록버스터 의약품으로 주력하고 있는 Librela, Solensia의 P(가격)와 Q(수량)를 통해 매출액을 추정하였다. 나머지 제품은 적응증 별로 구분 후 해당 적응증의 시장 성장률을 활용해 매출액을 추정하였다.

1.1 P, Q를 활용한 매출 추정

동사가 제공한 2021~2023년 Price list를 통해 제품의 개별 P를 파악하였다. 과거 추세를 보았을 때 매년 제품 가격은 미국의 CPI와 유사한 수준으로 상승하였다. 따라서 2024년 미래 P는 2023년의 월별 평균 CPI(4.13%)를, 2025년 미래 P는 현재까지 발표된 2024년 월별 평균 CPI(3.30%)를 적용해 추정하였다. 매출 상위권의 제품들은 모두 반려동물 의약품으로, 반려동물 수가 증가하는 만큼 판매량 역시 증가할 것이라고 추정하였다. 2016~2024년의 반려견 수 CAGR인 1.27%와 반려묘 수 CAGR인 2.29%를 활용해 Q를 추정하였다.

특히 반려견 골관절염 통증 완화제 Librela는 동사의 15번째 블록버스터 의약품이 된 제품으로, 큰 성장이 기대되고 있다. 동사는 반려견의 약 40%가 골관절염을 앓고 있지만, 약 13% 정도만 적절한 치료를 받고 있다고 밝혔다. Librela와 Solensia는 단일클론항체를 활용한 최초이자 유일한 제품으로, 골관절염 시장에서 높은 침투율을 보일 것으로 예상된다. 동사는 2032년까지 OA pain(골관절염 통증 관리) 시장이 약 20~30억 달러로 성장할 것으로 예상하고 있다. 따라서 현재 치료받고 있는 반려견의 비율인 13%에서 40%까지 Librela의 Q가 성장할 것이라고 보고, Librela의 Q에 약 14.76%의 프리미엄을 적용해 미래 매출을 추정하였다.

2023 P&Q

제품명	P(\$)	Q(개)	매출(\$)
Simparica Trio	109.55	7,421,269	813,000,000
Simparica	54.99	5,414,321	297,720,000
Apoquel(Chewable)	278.53	3,067,588	854,400,000
Cytopoint	36.26	15,415,374	559,000,000
Revolution line	75.04	4,831,315	362,560,000
Librela	90.96	2,550,572	232,000,000
Solensia	40	2,225,000	89,000,000

자료: Zoetis, 2Q24 자본시장연구회 2팀

2024 P&Q

제품명	P(\$)	Q(개)	매출(\$)
Simparica Trio	114.07	7,515,519	857,328,427
Simparica	57.26	5,483,083	313,953,037
Apoquel(Chewable)	290.03	3,106,547	900,985,741
Cytopoint	37.76	15,611,149	589,479,201
Revolution line	78.14	4,971,423	388,482,206
Librela	94.72	2,964,209	280,759,980
Solensia	41.65	2,275,953	94,797,974

자료: Zoetis, 2Q24 자본시장연구회 2팀

2025 P&Q

제품명	P(\$)	Q(개)	매출(\$)
Simparica Trio	117.84	7,610,966	896,867,642
Simparica	59.15	5,552,718	328,432,269
Apoquel(Chewable)	299.60	3,146,000	942,538,393
Cytopoint	39.01	15,809,411	616,665,451
Revolution line	80.72	5,115,594	412,939,880
Librela	97.84	3,444,929	337,059,734
Solensia	43.03	2,328,072	100,168,819

자료: Zoetis, 2Q24 자본시장연구회 2팀

1.2 적응증별 제품 매출액 추정

동사의 제품 포트폴리오는 Parasitcides(구충제), Vaccines(백신), Dermatology(피부 질환), Other pharmaceuticals(그 외 약품), Anti-infectives(항감염제), Animal health diagnostics(진단), Medicated feed additives(약용사료 첨가), Other non-pharmaceuticals(그 외 비의약품), Contract manufacturing & human health(계약 제조, 인간 건강)으로 분류할 수 있다.

먼저 매출액 파악이 가능한 7개 제품을 제외한 나머지 매출을 적응증별로 분류한 후, 해당 적응증의 동물의약품 시장 성장률을 적용해 매출액을 추정하였다. 여러 시장조사기관의 리서치 결과를 비교해 가장 보수적인 수치를 추정에 활용하였다. 동사가 Other pharmaceuticals 제품군에 Oncology(종양), Sedatives(통증완화제) 제품이 포함된다고 밝혀, 해당 제품의 시장 규모에 따라 가중평균하여 CAGR를 도출하였다. 각 제품군의 예상 매출은 다음과 같다.

적응증별 예상 매출

적응증	CAGR	2023(\$)	2024E(\$)	2025E(\$)
Parasiticides(구충제)	6.10%	473,720,000	502,616,920	533,276,552
Vaccines(백신)	8.13%	1,771,000,000	1,914,982,300	2,070,670,361
Dermatology(피부질환)	9.40%	13,600,000	14,878,400	16,276,970
Other pharmaceuticals (그 외 약품)	7.00%	959,000,000	1,026,130,000	1,097,959,100
Anti-infectives(항생제)	-4.17%	1,057,000,000	1,013,000,000	971,000,000
Animal health diagnostics(진단)	10.40%	376,000,000	415,104,000	458,274,816
Medicated feed additives (약용사료 첨가)	5.30%	354,000,000	372,762,000	392,518,386
Others (기타 비의약품, 계약 제조, 인체 건강)	2.99%	332,000,000	341,926,800	352,150,411

자료: Zoetis, 2Q24 자본시장연구회 2팀

2. 비용 추정

2.1 매출원가 추정

본 리서치 팀은 비용을 매출원가, 판매관리비, 연구개발비, 무형자산 상각비, 구조조정과 인수관련비용, 이자비용, 기타 손익, 유효 세율로 나누어 추정하였다.

매출원가 추정 테이블 (단위: \$ million)

(\$ millions)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
Revenue	6,260	6,675	7,776	8,080	8,544	9,027	9,527
COGS	1,992	2,057	2,303	2,454	2,561	2,755	2,908
<i>% of Revenue</i>	<i>31.82%</i>	<i>30.82%</i>	<i>29.62%</i>	<i>30.37%</i>	<i>29.97%</i>	<i>30.52%</i>	<i>30.52%</i>
Gross Profit	4,268	4,618	5,473	5,626	5,983	6,272	6,619

자료: Zoetis, 2Q24 자본시장연구회 2팀

동사는 구체적으로 매출원가의 구성요소를 공개하고 있지 않다. 하지만 의약품 원재료의 안정적인 수급, 꾸준히 증가세를 보이고 있는 종업원 수, 29.62~31.82%로 안정적인 직전 5개년의 매출원가율을 미루어 보아, 추정기간에도 비슷한 비율이 도출될 것이라 예측하였다. 따라서 직전 5개년 매출 대비 비중인 30.52%를 적용하여 추정하였다.

2.2 영업비용 추정

(\$ millions)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
SG&A	1,638	1,726	2,001	2,009	2,151	2,321	2,449
<i>% of Revenue</i>	<i>26.17%</i>	<i>25.86%</i>	<i>25.73%</i>	<i>24.86%</i>	<i>25.18%</i>	<i>25.71%</i>	<i>25.71%</i>
Marketing, Promotion	167	233	292	287	281	302	319
<i>% of Revenue</i>	<i>2.67%</i>	<i>3.49%</i>	<i>3.76%</i>	<i>3.55%</i>	<i>3.29%</i>	<i>3.35%</i>	<i>3.35%</i>
Shipping, Handling	59	66	80	82	101	107	112
<i>% of Revenue</i>	<i>0.94%</i>	<i>0.99%</i>	<i>1.03%</i>	<i>1.01%</i>	<i>1.18%</i>	<i>1.18%</i>	<i>1.18%</i>
Other SG&A	1,412	1,427	1,629	1,640	1,769	1,912	2,018
<i>% of Revenue</i>	<i>22.56%</i>	<i>21.38%</i>	<i>20.95%</i>	<i>20.30%</i>	<i>20.70%</i>	<i>21.18%</i>	<i>21.18%</i>
R&D	457	463	508	539	614	632	667
<i>% of Revenue</i>	<i>7.30%</i>	<i>6.94%</i>	<i>6.53%</i>	<i>6.67%</i>	<i>7.19%</i>	<i>7%</i>	<i>7%</i>
Amortization	155	160	161	150	149	155	155
restructuring&acquisition related cost	51	25	43	11	53	37	37

자료: Zoetis, 2Q24 자본시장연구회 2팀

판매관리비

판매관리비는 광고 및 홍보비용, 운임 및 관리비용, 기타 판매관리비로 나누어 추정하였다. 광고 및 홍보비용은 고정비적인 성격이 강하고, Simparica Trio, Librela 등 주요 의약품의 신규 출시 기간에 급격한 증가세를 보이는 것을 확인할 수 있다. 따라서 주요 의약품의 신규 출시가 예정되어 있지 않은 추정기간 동안의 해당 비용은, 뚜렷한 신규 의약품 출시가 부재했던 직전 2개년 평균 매출 대비 비중인 3.35%를 적용하여 추정하였다. 운임 및 관리비용은 유가가 큰 영향을 미친다. 추정기간 동안의 합리적인 유가 수준의 반영을 위해 팬데믹 이후 유가 안정세에 돌입한 23년도의 매출 대비 비중인 1.18%를 적용하여 추정하였다. 그 외 동사가 제시하지 않고 있는 판매관리비의 구성항목을 모두 기타 판매관리비로 묶어 추정하였다. 세부적인 정보를 공개하지 않고, 합리적으로 추정이 불가능하다고 판단하여 직전 5개년 평균 매출 대비 비중인 21.18%를 적용하여 추정하였다.

연구개발비

연구개발비의 경우, 동사는 매출의 7% 비중을 목표로 연구개발에 투자 중이며, 실제 직전 5개년의 평균 매출 대비 비중이 6.93%인 것으로 보아, 7%를 적용하여 추정하였다.

무형자산 상각비

무형자산 상각비 파악을 위해 상각 대상을 분석하였다. 상각 대상이 되는 무형자산은 개발 기술 권리 75%, 브랜드와 상호권 14.5%, 기타 10%로 이루어져 있다. 이에 개발 기술 권리를 주요하게 고려하기 위해 동사의 블록버스터 의약품 만료일을 고려하여 무형자산 상각비의 변화를 추정하였다. 추정기간 동안 블록버스터 약물의 특허 만료가 존재하지 않아 이전 5개년 평균치인 \$ 155M를 적용하여 추정하였다.

구조조정, 인수 비용 추정

구조조정과 인수 관련 비용은 비경상적으로 발생하며, 추정기간 동안의 해당 비용 발생의 근거를 합리적으로 예측할 수 없기에 직전 5개년의 평균치인 \$37M를 적용하여 추정하였다.

2.3 영업외손익 추정

영업외손익 추정 테이블 (단위: \$ million)

(\$ millions)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
interest expense	223	231	224	221	239	272	272
other income&deductions	-57	17	48	40	-159	0	0
Income before Tax	1,801	1,996	2,488	2,656	2,936	2,869	3,054
<i>% of Revenue</i>	<i>29%</i>	<i>30%</i>	<i>32%</i>	<i>33%</i>	<i>34%</i>	<i>35%</i>	<i>36%</i>
Effective Tax rate	16.7%	18%	18.20%	20.50%	20.30%	20%	20%

자료: Zoetis, 2Q24 자본시장연구회 2팀

이자 비용 추정

동사는 추정기간의 예상 부채 만기액과 이자 비용을 연례보고서에 기술해 놓았다. 이를 근거로 \$272M을 적용하여 추정하였다.

기타 손익 추정

기타 손익은 동사의 사업부 매각 같은 이벤트가 영향을 미치지 때문에, 합리적으로 추정이 불가능한 비경상적 손익이다. 이 같은 특성상 0으로 flat 처리하였다.

유효 세율 추정

유효 세율은 동사가 공개한 미국과 해외의 유효세율을 근거로 이전 년도의 세율을 차용하여 20%를 적용하여 추정하였다.

3. 목표 주가 도출 – Peer PER Method

순이익 추정 테이블 (단위: \$ million)

(\$ millions)	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E
Revenue	6,260	6,675	7,776	8,080	8,544	9,027	9,527
COGS	1,992	2,057	2,303	2,454	2,561	2,755	2,908
<i>% of Revenue</i>	<i>31.82%</i>	<i>30.82%</i>	<i>29.62%</i>	<i>30.37%</i>	<i>29.97%</i>	<i>30.52%</i>	<i>30.52%</i>
Gross Profit	4,268	4,618	5,473	5,626	5,983	6,272	6,619
SG&A	1,638	1,726	2,001	2,009	2,151	2,321	2,449
<i>% of Revenue</i>	<i>26.17%</i>	<i>25.86%</i>	<i>25.73%</i>	<i>24.86%</i>	<i>25.18%</i>	<i>25.71%</i>	<i>25.71%</i>
Marketing, Promotion	167	233	292	287	281	302	319
<i>% of Revenue</i>	<i>2.67%</i>	<i>3.49%</i>	<i>3.76%</i>	<i>3.55%</i>	<i>3.29%</i>	<i>3.35%</i>	<i>3.35%</i>
Shipping, Handling	59	66	80	82	101	107	112
<i>% of Revenue</i>	<i>0.94%</i>	<i>0.99%</i>	<i>1.03%</i>	<i>1.01%</i>	<i>1.18%</i>	<i>1.18%</i>	<i>1.18%</i>
Other SG&A	1,412	1,427	1,629	1,640	1,769	1,912	2,018
<i>% of Revenue</i>	<i>22.56%</i>	<i>21.38%</i>	<i>20.95%</i>	<i>20.30%</i>	<i>20.70%</i>	<i>21.18%</i>	<i>21.18%</i>
R&D	457	463	508	539	614	632	667
<i>% of Revenue</i>	<i>7.30%</i>	<i>6.94%</i>	<i>6.53%</i>	<i>6.67%</i>	<i>7.19%</i>	<i>7%</i>	<i>7%</i>
Amortization	155	160	161	150	149	155	155
restructuring&acquisition related cost	51	25	43	11	53	37	37
interest expense	223	231	224	221	239	272	272
other income&deductions	-57	17	48	40	-159	0	0
Income before Tax	1,801	1,996	2,488	2,656	2,936	2,856	3,040
<i>% of Revenue</i>	<i>29%</i>	<i>30%</i>	<i>32%</i>	<i>33%</i>	<i>34%</i>	<i>35%</i>	<i>36%</i>
Effective Tax rate	16.7%	18%	18.20%	20.50%	20.30%	20%	20%
tax expense	301	359	453	544	596	571	608
Net income before allocation to noncontrolling interests	1,500	1,636	2,034	2,111	2,340	2,285	2,432
Less: Net loss attributable to noncontrolling interests	-	-2	-3	-3	-4	-3	-3
Net Income	1,500	1,638	2,037	2,114	2,344	2,282	2,429
<i>% of Revenue</i>	<i>24%</i>	<i>25%</i>	<i>26%</i>	<i>26%</i>	<i>27%</i>	<i>26%</i>	<i>26%</i>
WA Common Shares (unit : 1,000 shares)	478128	475502	474348	468891	461172	453972	446772
EPS	3.14	3.44	4.29	4.51	5.08	5.03	5.44

자사주 매입

앞선 매출 및 원가 추정에 더해, 동사는 2021년 12월부터 다년간 최대 35억 달러 규모의 자사주 매입 프로그램을 진행하고 있다. 2024년 1분기 기준 12억 달러 자사주 매입이 남았으며, 과거 5개년간 특정한 만료기한을 두고 있지 않다는 동사의 언급에 따라 향후 2년간에도 자사주 매입이 계속될 것이라 예측하였다. 2023년 분기별 자사주 매입액과 주식 수를 보니, 각 분기별 차이가 크지 않음을 확인하였다. 이에 따라 동사가 24년 1분기 매입한 주식 수인 180만 주를 평균 분기별 매입 주식수라 가정하여, 향후 2년간의 발행 주식 수를 추정하였다.

매출 및 원가추정에 더해 자사주 매입을 반영한 동사의 당기순이익과 EPS는 위의 표와 같이 정리할 수 있다.

Peer Group

선정 기준

- 동물 의약품 매출액

본 2팀은 동사의 기업 가치를 측정하기 위해 PER valuation을 활용하였다. Peer Group은 총 2가지 기준을 활용하여 선정하였는데, 첫째는 매출액 규모이다. 동사는 동물 헬스케어 글로벌 1위 기업으로서, 2023년 85억 달러의 매출을 기록하였다. 경쟁사는 동사의 후발주자로서, 동물 의약품 글로벌 매출 기준 10위안에 드는 기업들 중에서 채택하였다. 선정 과정에서 적자로 인해 내 PER이 도출되지 않는 경우에는 제외하였다.



자료: Pharma shots

Peer Group의 두 번째 선정 기준: 동물 의약품 사업 육성 여부

두번째 기준은 동물 의약품 사업에 대한 전략적 육성 여부이다. 동사는 반려동물 의약품 사업을 전략적으로 육성함으로써, 대대적인 매출 증대를 목표로 하고 있다. 실제로 동사는 2023년, 6억 1,400만 달러를 R&D 투자에 지출하였다. 따라서 경쟁사 역시 추후 반려동물 의약품 사업에 대한 지속적 투자를 진행하고 있는 기업들 중에서 선정하였다.

PEER Group Multiple 및 선정이유

Peer 그룹 Multiple 및 선정이유			
Peer 그룹	Trailing P/E	Total sales rank in animal healthcare sector	선정이유 (매출액 규모, 동물 의약품 사업 투자 정도)
Idexx Laboratories	48.15	5	-전세계 동물의약품 매출액 순위 5위 -175개국 동물병원에 의료용 검사기기 및 서비스를 제공 -반려동물 검진(CAG), 수질검사, 가축 검진 등 다양한 사업 부문을 보유 중이지만 반려동물 부문이 매출액의 90%를 차지
Virbac	24.9	6	-전세계 동물의약품 매출액 순위 6위 -동물 건강 장애를 진단, 예방, 치료하고 삶의 질을 향상시키기 위한 제품과 서비스 제공 -2023년 매출액의 약 8.5%를 R&D 투자에 지출 -전세계 각지에 R&D 센터를 운영하며 동물 의약품 사업을 꾸준히 확장
Phibro Animal Health	54.27	8	-전세계 동물의약품 매출액 순위 8위 -동물의 건강을 유지 및 향상시킬 수 있는 다양한 솔루션 제공, 80개국에서 가축 및 반려동물을 위한 780개의 제품라인 운영 -멕시코, 브라질, 캐나다, 호주, 남아프리카 등 각지에서 반려동물 의약품 시장을 활발히 개척
Vetoquinol	21.62	9	-전세계 동물의약품 매출액 순위 9위 -소, 돼지 등 가축과 개, 고양이 등 애완동물을 위한 의약품 및 의약외품 개발, 유통 -항감염제, 통증, 염증, 심장학 및 신장학을 포함한 주요 치료 분야 동물의약품을 개발
Average PER: 37.235			

Peer Group PER
도출 및 추후 상승여력

최종적으로 선정된 기업은 IDEXX Laboratories, Virbac, Phibro Animal Health, Vetoquinol 등 4개 기업이다. 특히 동사의 23년도 4분기 보고서에 따르면, 동사는 동사의 주요 경쟁사에 IDEXX Laboratories가 포함됨을 명시하였다. 따라서 본 Peer Group 채택은 동사의 공식적 견해와도 일치한다. Peer Group 평균 PER은 총 37.235로서 현재 동사의 PER인 32.67을 상회한다. 따라서, 동사의 PER은 상승 여력 약 4.565 정도임을 파악할 수 있다.

적정 주가 도출

주가 도출 테이블

적정주가 도출

2025E 매출액(\$ millions)	9,527
2025E 당기순이익(\$ millions)	2,429
발행주식 수	446,772
2025E EPS(\$)	5.44
Target PER Multiple	37.24
적정 주가(\$)	202.44
현재 주가(\$)	169.56
상승 여력	19.39%

Target Price:
\$202.44, Buy

따라서 동사의 2025 Forward EPS와 Peer PER을 곱하여 \$202.44를 적정 주가로 제시하며, 현재 주가 기준 상승여력 19.39%를 가진 것으로 보아 '매수(Buy)' 의견을 제시한다.



Compliance Notice

본 보고서는 한국외국어대학교 자본시장연구회의 리서치 결과를 기반으로 작성되었습니다. 본 보고서의 내용은 어떠한 경우에도 투자 추천이나 금융 조언으로 간주되어서는 안 됩니다. 이 보고서에 수록된 내용은 현재의 시장 조건 및 회사의 업적에 대한 종합적인 평가를 반영하고 있습니다. 그러나 미래의 사건이나 결과는 예측할 수 없으며, 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자자는 본 보고서의 정보를 참고하여 자신의 판단에 따라 투자 결정을 내리도록 권장됩니다. 특히, 본 보고서에 기재된 내용은 변경될 수 있으며, 그에 따라 추가적인 조사와 분석이 필요할 수 있습니다.