

이연제약 (102460)

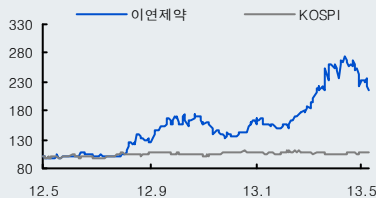
1+1= 펀더멘털, 2+2= 신약 모멘텀

제약/바이오 SmallCap

Company Report
2013. 5. 28

(Initiate)	매수
목표주가 (원, 12M)	34,000
현재주가(13/05/24, 원)	20,500
상승여력	66%

영업이익(13F, 십억원)	22		
Consensus 영업이익(13F, 십억원)			
EPS 성장률(13F, %)	4.5		
MKT EPS 성장률(13F, %)	21.6		
P/E(13F, x)	14.9		
MKT P/E(13F, x)	9.4		
KOSPI	1,973.45		
시가총액(십억원)	264		
발행주식수(백만주)	13		
유동주식비율(%)	26.3		
외국인 보유비중(%)	5.8		
베타(12M, 일간수익률)	0.21		
52주 최저가(원)	9,020		
52주 최고가(원)	26,700		
주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-18.0	37.1	125.3
상대주가	-20.0	33.9	116.5



담당업종

김성재
02-768-4103
sungjae.kim@dwsec.com

투자이건 매수, 목표주가 34,000원으로 커버리지 개시

이연제약에 대해 투자이건 매수, 목표주가 34,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표 주가는 동사 제약 사업부문가치와 유전자 신약 원료의약품 가치를 합산해 도출했다.

제약 사업부문 가치 2,670억원은 이연제약 2013년 기준 예상 당기순이익 178억원에 중소형 제약사 2013년 평균 PER 15배를 적용시킨 비교 multiple 방식으로 산출하였으며, 유전자 신약 원료의약품 가치 1,680억원은 바이로메드 VM202-PAD, VM202-DPN 파이프라인의 원료의약품 미래 추정 현금흐름을 기초로 DCF방식을 활용해 산정하였다.

조영제 + 원료의약품 = 펀더멘털 근간

약 2,500억원으로 추산되는 국내 조영제 시장은 CT촬영용 조영제가 90%를 차지한다. 조영제 시장은 정기 건강검진 수요의 증가로 향후 연평균 5~10% 성장세를 유지할 것으로 전망된다. 2012년 기준 이연제약 조영제 매출은 330억원을 기록해 국내 MS 3위를 차지, CT 촬영용 조영제 부문에서도 MS 2위를 차지하고 있다.

이연제약 고가 원료의약품 가운데 수출 기여도 측면에서 황산아르베카신의 위상이 높아지고 있다. 인도, 중국, 러시아로 수출처 다변화가 진행되고 있기 때문이다. 2013년 1Q기준 약 1억USD의 수출 계약고를 달성하였으며, 특히 2016년부터 진행될 중국향 황산아르베카신의 수출이 동사의 장기 성장성을 담보할 것으로 전망된다.

VM202 + VM206 = 신약 모멘텀

이연제약이 바이로메드와 공동개발 중인 파이프라인은 VM202와 VM206, HBV, VRaBo이다. 이 중에서 특히 미중중 의료 수요를 타겟으로 VM202-PAD(허혈성 지체질환), -DPN(당뇨병성 신경병증)이 글로벌 임상 2상 종료로 앞두고 있다. VM206은 임상1상 투약 종료 후 추적관찰을 진행 중이며, 기술적으로 단백질 치료제 대체 가능성을 타진하고 있다.

이연제약이 파이프라인 별로 보유한 권리는 VM202에 대해서는 국내 판권과 전 세계 원료 공급권이며, VM206은 일본을 제외한 아시아지역 판권 및 원료공급권이다.

실적 전망 및 리스크 요인

IFRS개별 기준 이연제약 2013년 예상 실적은 매출액 1,300억원(YoY + 13.7%), 영업이익 219억원(YoY + 3.3%), 당기순이익 178억원(YoY + 4.7%)을 기록할 것으로 예상된다. 동사의 중·장기 매출 확대 및 수익성 개선은 고가 원료의약품(API) 수출에서 비롯될 전망이다.

이연제약의 리스크 요인은 과소한 유통주식수와 VM202의 임상2상 실패 가능성이다.

결산기 (12월)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액 (십억원)	121	124	114	130	139	146
영업이익 (십억원)	27	24	21	22	24	25
영업이익률 (%)	22.4	19.6	18.6	16.9	16.9	17.3
순이익 (십억원)	20	20	17	18	19	21
EPS (원)	1,575	1,533	1,317	1,377	1,475	1,610
ROE (%)	27.2	20.6	14.7	13.1	12.3	11.9
P/E (배)	7.0	6.1	10.3	14.9	13.9	12.7
P/B (배)	1.8	1.2	1.5	2.0	1.8	1.6

주: K-IFRS 개별 기준
자료: 이연제약, KDB대우증권

Company Snapshot

이연제약 (102460 / 매수 / CP: 20,500원 / TP: 34,000원)

Investment thesis

- IFRS개별 기준 2013년 예상 순이익 178억원
- 중소형 제약사 2013년 예상 실적 기준 P/E 15배
- VM202-PAD, DPN 2017년 상업화 가정

Catalysts

- 제약사업부문, 제네릭, 오리지널(조영제), 고가 원료의약품의 품목별 안정적 실적 성장
- 바이로메드 VM202파이프라인 임상 2상 종료 및 기술 이전

Risks

- **Upside:** 바이로메드 임상 2상 성공 모멘텀
- **Downside:** 과소한 유통 주식수 및 바이로메드 임상 실패 리스크

목표주가 산정

주요 가정

1. 제약사업부문
 - IFRS개별 기준 이연제약 2013년 예상 당기순이익 178억원
 - 중소형 제약사 2013년 예상 실적 기준 평균 P/E 15배
2. 바이로메드 유전자 치료제 원료의약품
 - VM202-PAD, VM202-DPN 파이프라인 2017년 상업화 가정
 - 특허 존속기간 10년간 미래추정 현금흐름 DCF 평가

목표주가 산정

제약사업부문 가치 2,670억원에 유전자 신약 원료의약품 가치 1,680억원 합산

주요 가정

(십억원, 배)

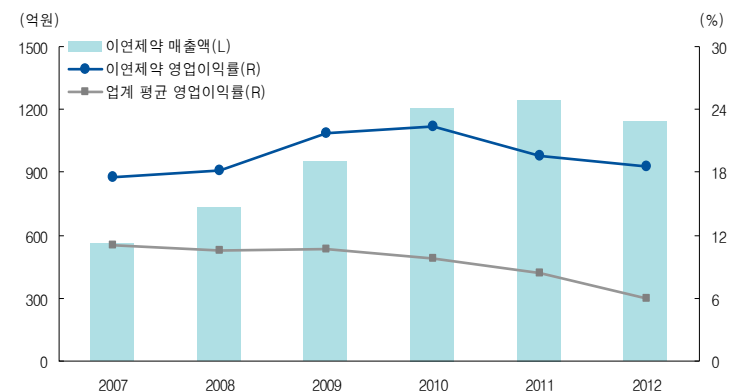
	2011	2012	2013F	2014F
매출액	124	114	130	139
영업이익	24	21	22	24
당기순이익	20	17	18	19
P/E	6.1	10.3	14.9	13.9
P/B	1.5	2.0	1.8	1.6

동종업체 밸류에이션 비교

(배, %)

	P/E		P/B		ROE	
	2013F	2014F	2013F	2014F	2013F	2014F
동국제약	12.3	9.7	1.7	1.5	16.5	18.0
대원제약	13.3	11.0	1.5	1.3	11.3	12.2
유나이티드제약	11.7	9.8	1.7	1.5	13.3	14.0
휴온스	22.3	18.6	1.7	1.5	11.5	12.4
환인제약	13.3	11.1	1.4	1.3	10.1	11.0
동성제약	15.3	10.9	1.6	1.4	11.8	14.7

Key figure



주: KOSPI 의약품 업종 32개사 평균
Source: 이연제약, KDB대우증권

C O N T E N T S

투자포인트	4
1. 기업 개요	4
2. 조영제 + 원료의약품 = 펀더멘탈 근간	5
3. VM202 + VM206 = 신약 모멘텀	7

Valuation	10
투자의견 매수, 목표주가 34,000원으로 커버리지 개시	10
1. 제약 사업부문 가치	10
2. 유전자 신약 원료의약품 가치	11

영업 실적 전망	13
1. 단기 실적 전망	13
2. 중·장기 실적 전망	13

주요 이슈 및 리스크 요인	15
주요 이슈: 증설	15
리스크 요인1 - 유통 주식수	15
리스크 요인2 - 바이로메드 임상 실패 리스크	16

이연제약 (102460)	17
----------------------	-----------

투자포인트

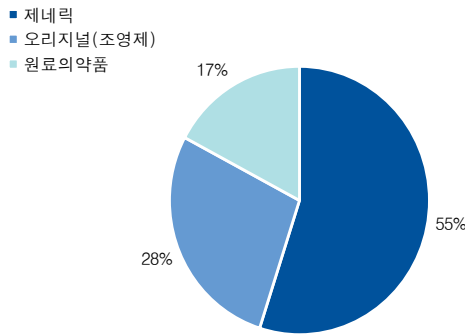
1. 기업 개요

이연제약은 1955년 이연합성연구소로부터 출발한 중견 제약사이다. 동사는 원료의약품 개발 부문에 자체적인 R&D역량을 집중시켜 왔으며, 신약부문에서는 바이로메드(084990)와 공동 연구개발 전략을 취하고 있다.

이연제약 매출은 크게 제네릭, 오리지널(조영제), 원료의약품으로 구분할 수 있으며, 2012년 기준 각각 55%, 28%, 17%를 차지하며 안정적인 매출 포트폴리오를 구성하고 있다. 특히 조영제와 고부가가치 원료의약품 매출 부문의 수익성이 높아 OPM 19% 수준의 높은 수익성을 기록해왔다.

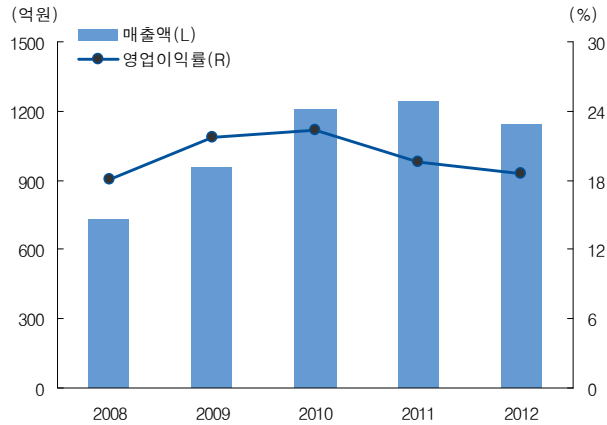
중소형 제약사들의 취약점인 신약 파이프라인의 부재를 동사는 파트너십을 통해 극복하고 있다. 특히 바이로메드(084990)와의 유기적인 협력을 통해 보강된 신약 VM202 PAD(하지 허혈성 지체질환), VM202 DPN(당뇨병성 신경병증) 및 VM206(유방암 치료 백신)의 관련 및 원료공급권은 해당 파이프라인의 임상 성공 여부에 따라 동사 기업가치에 결정적인 요소로 반영될 전망이다.

그림 1. 매출 비중(2012년 기준)



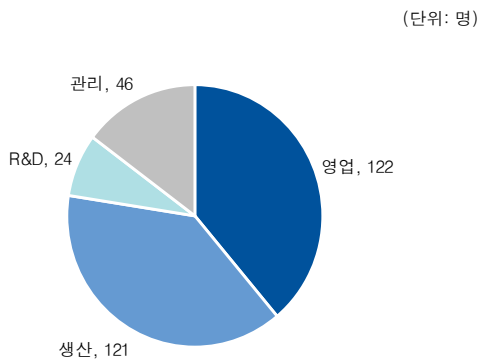
자료: 이연제약, KDB대우증권

그림 2. 매출액 및 영업이익률 추이



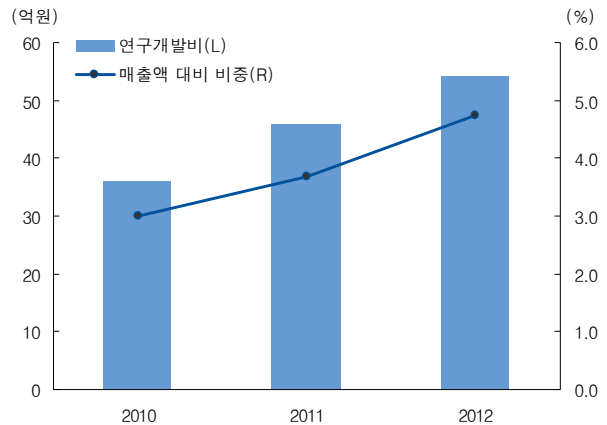
자료: 이연제약, KDB대우증권

그림 3. 인적 구성 현황



자료: 이연제약, KDB대우증권

그림 4. 연구개발비



자료: 이연제약, KDB대우증권

2. 조영제 + 원료의약품 = 펀더멘탈 근간

■ 매출 효자 품목, 조영제

약 2,500억원으로 추산되는 국내 조영제 시장은 CT촬영용 조영제가 90%를 차지한다. 제한적 급여가 적용되는 MRI 조영제와 달리 CT촬영용 조영제는 의료보험이 적용됨에 따라 수요가 안정적으로 발생하기 때문이다. 조영제 시장은 정기 건강검진 수요의 증가로 향후 연평균 5~10% 성장세를 유지할 것으로 전망된다.

이연제약이 취급하는 CT촬영용 조영제 ‘옵티레이’는 2000년 미국 TYCO社로부터 License-in한 제품으로 국내 독점공급권을 가지고 있다. 2012년 기준 동사의 조영제 매출은 330억원을 기록해 국내 MS 3위를 차지하였으며, CT촬영용 조영제 부문에서 독일 바이엘체링의 ‘울트라비스트’에 이어 MS 2위를 차지하고 있다.

조영제 매출, 보수적 시장 성향 바탕으로 안정적 성장 예상

이연제약의 조영제 매출 성장성 유지는 1) 브랜드 인지도와 2) License 지속여부가 관건이다. 첫째 요소인 브랜드 인지도는 특별한 저해요소 없이 유지될 것으로 판단된다. 원료합성이 어렵다는 점과 안정성 이슈로 인해 보수적인 시장 특성이 진입장벽으로 작용하고 있기 때문이다.

약 3년 전부터 조영제 사업에 신규 진입한 동국제약, 대웅제약, LG생명과학 등 국내 제약사의 조영제 매출은 이연제약의 MS 감소보다는 전체적인 시장 확대에 기여하면서 독자적인 매출로 이어진 것으로 추정된다. 오리지널 브랜드 인지도의 강점을 확인할 수 있는 대목이다.

License 지속 여부도 긍정적으로 전망되는데 그 배경은 동사의 기술력에 있다. 최초 TYCO社와 계약을 체결할 당시 이연제약은 이미 Generic 개발을 완료해 협상력에서 비교우위에 있었던 것으로 추정된다. 이러한 기술력과 12년간의 판매 reference가 TYCO社와의 양호한 계약 조건 및 계약 지속 여부를 보장할 것으로 판단된다.

표 1. 조영제 판매 계약 요약

계약 상대방	공급자	Tyco Healthcare Pte. Ltd
	판매자	이연제약
계약 체결시기		2012.10.1
계약 기간		2012.10.1 ~ 2016.3.30(매 1년 자동연장)
권리		한국 내 독점 판매권

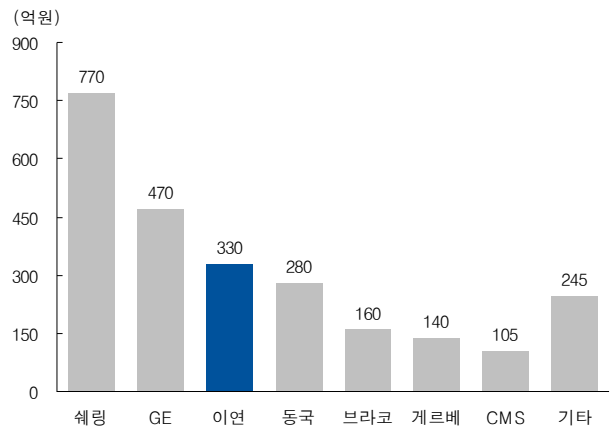
자료: 이연제약, KDB대우증권

그림 5. 이연제약 조영제 ‘옵티레이’



자료: 이연제약, KDB대우증권

그림 6. 이연제약 조영제 매출 MS 3위(CT촬영용 조영제 부문 2위)



자료: 이연제약, KDB대우증권

■ R&D선택과 집중, 고부가가치 원료의약품(API)

이연제약은 자체적인 R&D역량을 신약보다는 개발 및 생산이 까다로운 고부가가치 원료의약품(API, Active Pharmaceutical Ingredients)에 집중시켜 왔다. 그에 따른 이점은 크게 3가지이다.

원료의약품 사업 이점-
1) 수익성, 2) R&D성과
매출로 선순환, 3) 수출

첫째, 비록 특허가 만료되었지만 생산 및 개발 진입장벽이 존재하는 원료의약품을 확보함으로써 높은 수익성을 확보할 수 있다. 둘째는 완제의약품 수탁 사업이 가능해짐에 따라 R&D성과가 매출로 직결되는 선순환이 구조적으로 발생하는데 있다. 마지막은 수출이 가능하다는 점이다.

이연제약의 원료의약품 주요 제품은 소염효소제인 스트렙토키네이스(Streptokinase), 스트렙토토르네이스(Streptodornase)와 슈퍼박테리아 치료제인 황산아르베카신(Arbekacin-sulfate), 테이코플라닌(Teicoplanin)이다. 황산아르베카신을 제외한 3가지 제품 모두 장기간의 발효 및 정제 공정을 통해 생산된다는 점에서 발효 생산 부문에서 이연제약이 강점을 지닌다는 것을 확인할 수 있다.

스트렙토키네이스, 스트렙토토르네이스의 국내 시장규모는 약 150억원으로 추정되며 우진비엔지를 제외하고 동사가 유일하게 생산하고 있다. 해당 제품은 오리지널 품목(Pfizer, Varidase)을 도입한 SK케미칼을 포함해 다수 제약사로 판매되고 있으며, 완제품 수탁사업을 동시에 영위 중이다.

황산아르베카신, 오리지널
제외 이연제약이 유일하게
생산

황산아르베카신은 일본 Meiji사가 개발한 하베카신주가 오리지널로써 메치실린 내성 황색포도상구균(MRSA, Methicillin resistant staphylococcus aureus) 감염증에 적용되는 1세대 슈퍼박테리아 치료제이다. 해당 원료는 오리지널을 제외하고 전 세계에서 이연제약이 유일하게 생산하는 품목으로써 일본, 중국, 러시아, 인도 4개국 기준 연간 1,300억원의 시장을 형성하고 있는 것으로 추정된다.

표 2. 이연제약 주요 원료의약품 요약

제품명	오리지널 제약사(제품명)	생산방법(생산기간)	시장규모	주요 판매처	비고
스트렙토키네이스(Streptokinase)	Pfizer(Varidase)	발효 및 정제(11일)	국내 150억원	SK케미칼 외 다수	우진비엔지 제외 전 제조업체에 공급 중
스트렙토토르네이스(Streptodornase)					
황산아르베카신 (Arbekacin-sulfate)	Meiji(하베카신주)	합성 및 정제(5개월)	일본, 중국, 러시아, 인도 4개국 기준 1,300억원	일본, 중국, 러시아, 인도(계약고 1억USD)	오리지널 제외 전 세계에서 유일하게 생산
테이코플라닌(Teicoplanin)	Sanofi(타고시드주)	발효 및 정제(1개월)	국내, 인도, 유럽 기준 300억원	국내, 인도, 유럽	유럽 의약품 등록 최종 단계 진행 중

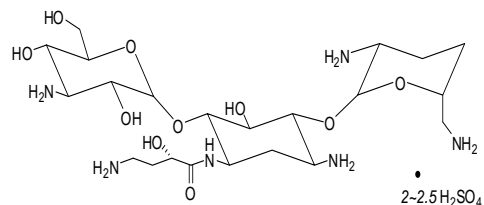
자료: 이연제약, KDB대우증권

그림 7. 스트렙토키네이스(Streptokinase) 물질 구조



Streptokinase와 Streptodornase의 효소단백질 복합체

그림 8. 황산아르베카신(Arbekacin-sulfate) 물질 구조



카-마이신 B로부터 합성 및 정제

자료: 이연제약, KDB대우증권

자료: 이연제약, KDB대우증권

이연제약 매출 품목 가운데 수출 기여도 측면에서 황산아르베카신의 위상이 높아지고 있다. 기존 수출 지역이던 일본뿐만 아니라 인도, 중국, 러시아로 수출처 다변화가 진행되고 있기 때문이다. 2011년부터 2012년까지 진행된 수출 계약을 통해 약 1억USD의 수출 계약을 달성하였으며, 특히 2016년부터 진행될 중국향 황산아르베카신의 수출이 동사의 장기 성장성을 담보할 것으로 전망된다.

테이코플라닌 역시 수출 품목으로 가세, 2011년 인도에 의약품 등록을 완료하고 현지 PUJA사와 연간 1백만USD 규모의 공급계약을 체결하였다. 또한 해당 제품은 현재 Teva사와 유럽 의약품 등록을 추진하고 있으며, EMEA(유럽식약청)의 강화된 품질 기준으로 등록 마지막 단계를 진행 중이다.

표 3. 국가별 수출 규모 및 수출 일정 요약

국가	품목	계약고(계약 체결시기)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
인도	황산아르베카신	885만 USD(2011.1)	4Q, DMF								
	테이코플라닌	352만 USD(2011.1)	3Q, DMF								
러시아	황산아르베카신	970만 USD(2012.7)	3Q, DMF								
중국	황산아르베카신	7,820만 USD(2011.10)									

주: 최소 구매 금액 기준(minimum guarantee), 음영은 수출 발생 시기
자료: 이연제약, KDB대우증권

3. VM202 + VM206 = 신약 모멘텀

■ 바이로메드와 공동개발 중인 파이프라인

이연제약이 바이로메드와 공동개발 중인 파이프라인은 VM202와 VM206, HBV, VRaBo이다. 이 가운데 특히 상업적인 측면에서 VM202, 그리고 기술적인 측면에서 VM206 파이프라인을 주목할 필요가 있다고 판단된다(2012.8.29 발간, 바이로메드 당사 보고서 참조).

VM202 파이프라인은 기술 이전 가능성을 기준으로 이상적인 시점인 글로벌 임상 2상 종료를 앞두고 있기 때문이다. 그리고 VM206 파이프라인은 치료형 유전자 백신으로써 단백질 의약품 가운데 가장 시장성이 큰 단일클론항체(mAB) 대체 가능성을 내포하고 있다.

임상을 진행 중인 VM202 파이프라인은 총 3개로 미충족 의료수요(Unmet medical needs)가 발생하는 허혈성 심장질환(CAD), 허혈성 지체질환(PAD), 당뇨병성 신경병증(DPN) 적응증을 타겟으로 하고 있다. 이연제약이 VM202에 대해 보유한 권리는 국내 판권과 전 세계 원료 공급권이다.

VM202-PAD, 2013년 3~4분기 임상2상 종료 예상

VM202 파이프라인 가운데 PAD와 DPN이 글로벌 임상2상을 진행 중에 있다. 환자 모집 속도를 근거로 PAD의 임상이 2013년 3분기~4분기에 종료, DPN은 2014년 2분기~3분기에 종료될 것으로 예상된다. 바이로메드는 두 개 파이프라인을 패키지로 묶어 기술 이전을 추진할 것으로 관측된다.

유방암을 타겟으로 하는 VM206은 국내에서 임상 1상을 진행 중이며 2013년 하반기에 종료될 것으로 예상된다. 이연제약이 보유한 권리는 일본을 제외한 아시아 전역에 대한 판권과 원료 공급권이다.

표 4. 바이로메드 파이프라인에 대한 이연제약 보유권리 요약

구분	원제품 판권	원료 공급권(지역기준)
VM202	한국	전 세계
VM206	일본제외 아시아 전역	일본제외 아시아 전역 (일본 및 기타지역 잠재적 공급권 보유)
HBV	전 세계	전 세계
VRaBo	전 세계	전 세계

자료: 이연제약, 바이로메드, KDB대우증권

표 5. 이연제약과 공동개발 중인 바이로메드 파이프라인 요약 및 임상 현황

프로젝트명	적응증	주요 효과	대상 국가	개발 현황
VM202	허혈성 지체질환(PAD)	혈관이 막힌 부위에 HGF유전자 전달, 신생 우회혈관 생성 유도	미국/한국	임상 2상 피험자 모집 완료 (총 52명), 추적 관찰 중
	당뇨병성 신경병증(DPN)	당뇨 합병증으로 손상된 미세혈관 및 신경섬유 세포의 재생	미국/한국	임상 2상 환자 모집 중 (100명 중 82명 투약 완료)
VM206	허혈성 심장질환(CAD)	직접주사, 심장내비게이션 시스템, 금속스텐트를 이용하여 신생우회혈관 생성 유도 및 혈관협착의 단점 보완	한국	임상2상 준비 중
	유방암(항암백신 유전자치료제)	Her2 발현 유방암환자 대상으로 체액성 및 세포성 면역반응 유도	한국	임상 1상 피험자 모집 완료 (총 9명), 추적 관찰 중
HBV백신	B형 간염	표적항원 유전자를 Plasmid DNA vector에 삽입, 체액성 및 세포성 면역반응 유도	전세계	전임상
VRaBo	항암항체치료제	항체치료제 개량 바이오신약, 환자의 유전적 타입에 관계없이 암세포 제거	전세계	전임상

자료: 이연제약, 바이로메드, KDB대우증권

그림 9. 허혈성 지체질환(PAD) 모식도

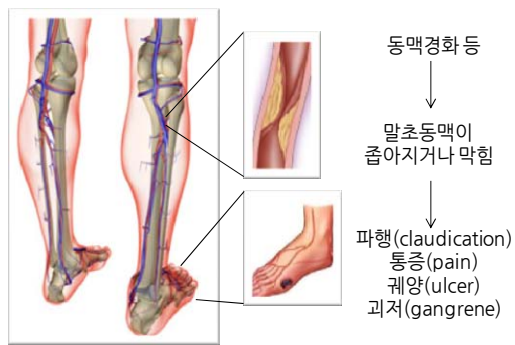
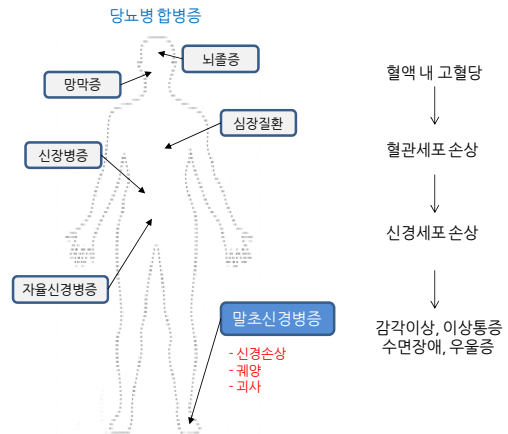


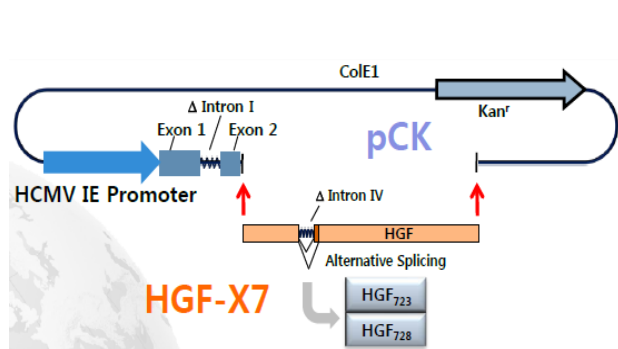
그림 10. 당뇨병성 신경병증(DPN) 모식도



자료: 이연제약, 바이로메드, KDB대우증권

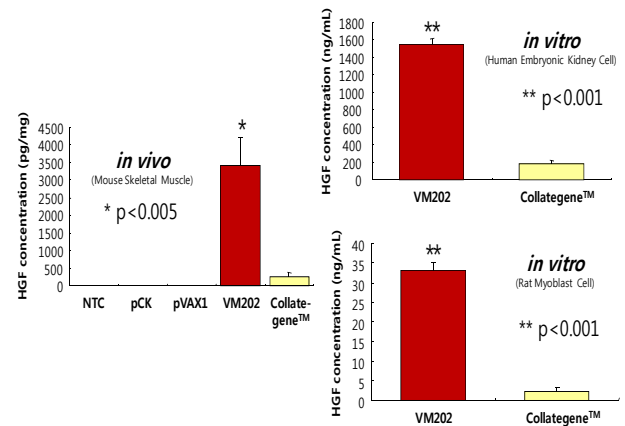
자료: 이연제약, 바이로메드, KDB대우증권

그림 11. VM202, Vector(유전자 전달체) 'pCK' 모식도



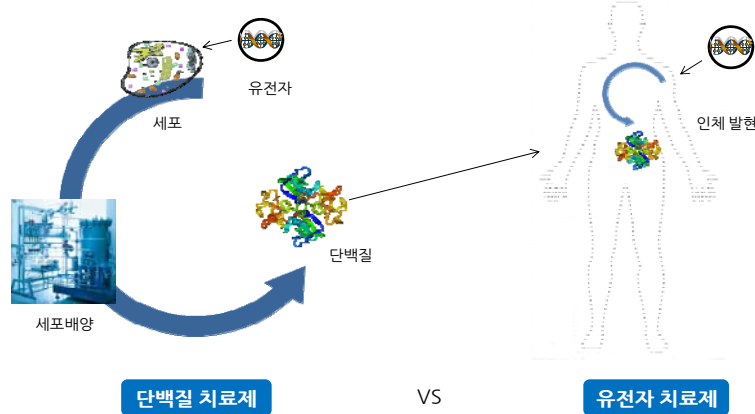
자료: 바이로메드, KDB대우증권

그림 12. VM202-PAD, 유전자 발현량 비교



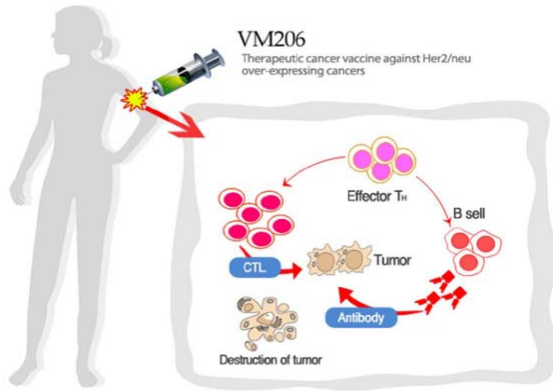
자료: 바이로메드, KDB대우증권

그림 13. 유전자 치료제 장점



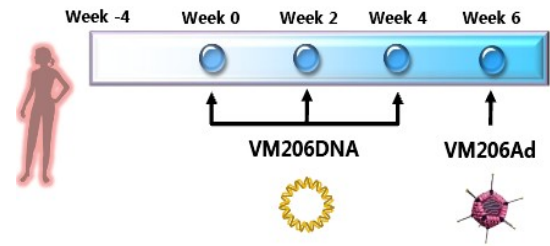
자료: KDB대우증권

그림 14. VM206 항암 백신 모식도



자료: 바이로메드, KDB대우증권

그림 15. VM206 접종 모식도



자료: 바이로메드, KDB대우증권

표 6. VM202-PAD, VM202-DPN 임상 1상 결과 요약

구분		하지허혈성 지체질환(VM202-PAD)		당뇨병성 신경병증(VM202-DPN)	
임상 단계		미국 1상	중국 1상	미국 1/2상	
피험자 수		12명	21명	12명	
안전성	이상반응	약물관련 중증이상 반응 없음		약물관련 중증이상 반응 없음	
	약력학분석 (투여 DNA의 체내 존재량 측정)	투여 후 90일 이내 사라짐		투여 후 90일 이내 사라짐	
	약동력학분석 (HGF 단백질 혈중 수준 측정)	정상 수준 유지	정상 수준 유지	정상 수준 유지	
	HGF 항체생성여부	항HGF 항체 검출되지 않음		-	
괘양 감소		69% (Ulcer #: 9/13)	80% (Ulcer #: 4/5)	휴식기 통증 감소 75% (Subject #: 10/12)	
괴저 감소		-	50% (gangren #: 2/4)		
유효성	휴식기 통증 감소	82% (Subject #: 9/11) - 측정 불가능 피험자(다리절단) 제외	100% (Subject #: 20/20) - 정상범위의 피험자(no pain) 제외	BPI-DPN (Pain severity) 감소 67% (Subject #: 8/12)	
	Ankle-Brachial Index 증가	100% (Subject #: 10/10) - 측정 불가능 피험자(다리절단) 제외	56% (Subject #: 10/18) - 정상범위의 피험자(no pain) 제외		
	Toe-Brachial Index 증가	100% (Subject #: 10/10) - 측정 불가능 피험자(다리절단) 제외	-	BPI-DPN (Pain interference) 감소 67% (Subject #: 8/12)	
	TcPO2 증가	-	85% (Subject #: 17/20) - 측정불가 피험자 제외		

자료: 바이로메드, KDB대우증권

Valuation

투자의견 매수, 목표주가 34,000원으로 커버리지 개시

이연제약에 대해 투자의견 매수, 목표주가 34,000원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 제약 사업부문가치와 유전자 신약 원료의약품 가치를 합산, sum of part valuation으로 도출했다.

표 7. 목표주가 산정(Sum of part)

(억원, 만주, 원)

제약사업부문	2,670	2013년 예상 당기순이익 178 * 중소형 제약사 평균 PER 15배
유전자 신약 원료의약품	VM202-PAD	923
	VM202-DPN	757
Total	4,350	VM202 파이프라인 원료 매출의 미래 추정 현금흐름에 기초한 DCF 평가
상장 주식수	1,290	
목표주가	34,000	

자료: KDB대우증권

제약 사업부문 가치 2,670억원은 동사 2013년 기준 예상 당기순이익 178억원에 중소형 제약사 2013년 평균 PER 15배를 적용시킨 비교 multiple 방식으로 산출하였으며, 유전자 신약 원료의약품 가치 1,680억원은 바이로메드 VM202-PAD, VM202-DPN 파이프라인의 원료의약품 미래 추정 현금흐름을 기초로 DCF방식을 활용해 산정하였다.

1. 제약 사업부문 가치

제약사업부문 가치, 2013년 예상 순이익에 PER 15배 적용, 2,670억원 산출

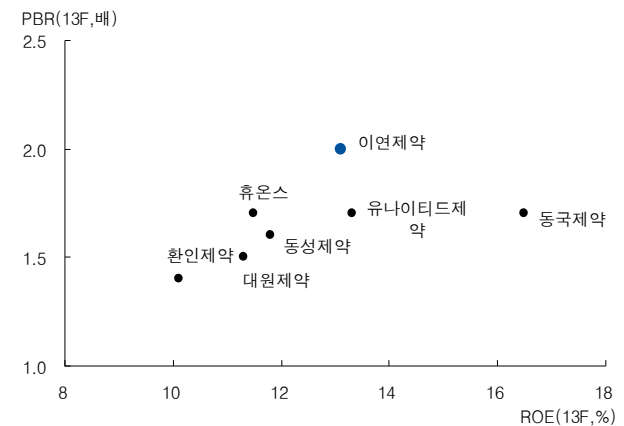
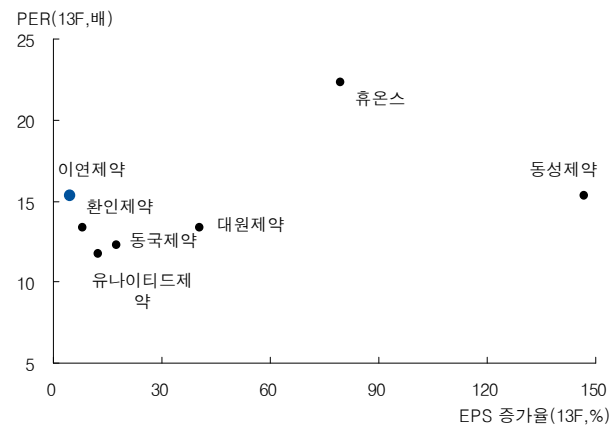
이연제약의 제약사업부문은 제네릭, 오리지널(조영제), 원료의약품으로 구성된 매출 포트폴리오를 통해 실적 안정성을 구현하면서 중장기 사업 영속성 및 성장성을 담보할 것으로 판단된다. 동사 2013년 예상 EPS는 1,377원(YoY + 4.5%)을 기록할 전망이며, 현재 주가는 PER 15.3배 수준이다.

한편, Peer group인 국내 중소형 제약사들은 2012년 4월 포괄적 약가 인하 실행 이후 불확실성이 해소됨에 따라 필수소비재 특유의 안정적인 실적 성장성이 부각되면서 대부분의 종목들이 re-rating 되었다. 현재 국내 중소형 제약사들은 2013년 예상 실적 기준 평균 PER 15배 수준에서 주가를 형성하고 있다.

따라서 이연제약의 실적가치, 즉 제약 사업부문 가치는 동사 2013년 예상 순이익 178억원에 업종 평균 PER 15배를 적용시킨다면 2,670억원으로 추산된다. 이는 동사의 현재 시가총액 수준이다.

그림 16. Peers 대비 PER-EPS Growth 비교(2013F 기준)

그림 17. Peers 대비 PBR-ROE 비교(2013F 기준)



자료: Dataguide, KDB대우증권

자료: Dataguide, KDB대우증권

표 8. 동종업체 Valuation 비교

(억원, 배, %)

	매출액		영업이익		당기순이익		P/E		P/B		ROE	
	2013F	2014F	2013F	2014F	2013F	2014F	2013F	2014F	2013F	2014F	2013F	2014F
동국제약	2,164	2,640	335	427	262	334	12.3	9.7	1.7	1.5	16.5	18.0
대원제약	1,590	1,829	171	207	135	163	13.3	11.0	1.5	1.3	11.3	12.2
유나이티드제약	1,451	1,558	241	268	189	225	11.7	9.8	1.7	1.5	13.3	14.0
휴온스	1,330	1,455	158	184	113	136	22.3	18.6	1.7	1.5	11.5	12.4
환인제약	1,128	1,248	200	218	171	204	13.3	11.1	1.4	1.3	10.1	11.0
동성제약	1,026	1,186	97	131	79	111	15.3	10.9	1.6	1.4	11.8	14.7
평균							14.7	11.8	1.6	1.4	12.4	13.7
이연제약	1,300	1,390	219	235	178	190	15.3	14.2	2.0	1.8	13.1	12.3

자료: Quantwise, Dataguide. KDB대우증권

2. 유전자 신약 원료의약품 가치

VM202-PAD, DPN 미래
추정 유한현금흐름 기초로
DCF평가, 1,680억원 도출

이연제약의 신약가치는 바이로메드 VM202-PAD, VM202-DPN 파이프라인의 원료 공급권을 기초로 2027년까지 추정된 유한현금흐름을 바탕으로 산정했다. VM202-PAD, VM202-DPN 파이프라인은 유효성을 확인할 수 있는 글로벌 임상 2상 종료를 앞두고 있어 기술이전 및 상업화에 한층 근접해지는 단계인 것으로 판단된다.

■ 주요 가정

- 현금 흐름 가정 시기는 출시 이후 특허 만료 예상 기간인 10년간을 가정(VM202-DPN 임상 진행 속도가 PAD보다 1년 가까이 후행함)
- 환자수 추정은 하지허혈성 지체질환은 Datamonitor 2007, TASCII 자료 참조, 당뇨병성 신경병증은 Diabetes Research and Clinical Practice, Mayo Clinic Proceedings 자료 참조, 중국 환자수의 경우 인구수를 기초로 추정했기 때문에 환자수가 과도하다고 판단해 예상 환자수의 25%만 적용
- 글로벌 임상2상 누적 성공확률은 2003년 Pharma Venture사가 발간한 “Probability of success by Phase”참고, VM202 CLI는 심혈관 계열 파이프라인으로 판단, 41.04%의 성공 확률을 적용, VM202 DPN의 경우 진통제 계열과 중추신경계열 모두 해당되지만, 본 보고서에는 진통제 계열로 구분해 29.86%의 성공확률을 반영
- VM202 치료제의 시장 점유율은 최대 20%를 가정, 제품 출시 이후 8년부터는 특허 만료 전 매출 감소 추세를 반영해 점유율이 감소하는 것으로 추정, 약가는 바이로메드의 제시 가격인 20,000 USD를 참고
- API(원료의약품) 매출은 통상적으로 적용되는 최종 의약품 가격 대비 10%를 기초로 가정, 추가로 이연제약 유전자 치료제 원료 매출의 10%를 바이로메드에 기술료로 지급하기로 한 계약을 반영해 최종 9%로 산정
- 현금 흐름 할인율은 Ralph Villiger & Boris Bogdan가 발표한 ‘Getting real about valuations in biotech’ 내용 가운데, 일반적인 바이오테크 벤처 기업의 할인율인 20~50% 중 30%를 선택 적용

표 9. VM202-PAD, VM202-DPN 원료의약품 가치 산정(DCF평가)

(천명, mn USD, 억원)

VM202-PAD	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	
환자 추정	250	698	710	722	734	747	759	772	786	799	813
성공확률	41.0%	286	291	296	301	306	312	317	322	328	334
점유율		3%	7%	10%	15%	20%	20%	20%	20%	15%	10%
약가(USD)	20,000	172	408	592	904	1,226	1,247	1,268	1,290	984	667
환율	1,112	1,890	4,485	6,517	9,943	13,483	13,714	13,949	14,187	10,822	7,338
API 매출	9.0%	170	404	587	895	1,214	1,234	1,255	1,277	974	660
할인율	30.0%										
NPV(2013)	60	109	122	143	149	116	91	71	42	22	
SUM	923										

VM202-DPN	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027	
환자 추정	250	1,043	1,055	1,067	1,080	1,092	1,105	1,118	1,131	1,144	1,157
성공확률	29.9%	312	315	319	322	326	330	334	338	342	346
침투율		3%	7%	10%	15%	20%	20%	20%	20%	15%	10%
약가(USD)	20,000	187	441	638	967	1,305	1,320	1,335	1,350	1,025	691
환율	1,112	2,056	4,853	7,013	10,642	14,350	14,516	14,684	14,855	11,271	7,602
API 매출	9.0%	185	437	631	958	1,291	1,306	1,322	1,337	1,014	684
할인율	30.0%										
NPV(2013)	50	90	101	117	122	95	74	57	33	17	
SUM	757										

자료: 이연계약, 바이로메드, Datamonitor 2007, TASCII, Pharma Venture, Ralph Villiger & Boris Bogdan, KDB대우증권

영업 실적 전망

1. 단기 실적 전망

2013년 실적, 약가 인하 여파에서 점진적 회복 시작

IFRS개별 기준 이연제약 2013년 예상 실적은 매출액 1,300억원(YoY + 13.7%), 영업이익 219억원(YoY + 3.3%), 당기순이익 178억원(YoY + 4.7%)을 기록할 것으로 예상된다. 동사 2013년 예상 실적은 2012년 포괄적 약가 인하의 여파로 감소한 실적이 점진적 회복을 시작하는 것에 의의를 둘 수 있다.

매출 품목별 성장은 제네릭, 오리지널(조영제), 원료의약품 순으로 각각 전년 대비 +19.6%, +6.9%, +6.2%를 달성할 것으로 예상된다. 매출 외형 회복을 위해 제네릭 매출 확대가 진행될 것으로 판단되며, 인도항 고가 원료의약품 수출이 개시된다는 점이 큰 특징이다.

영업이익 기여도는 제네릭, 원료의약품, 오리지널(조영제) 순으로 41%, 34%, 24%를 차지할 것으로 예상되는데 외형 회복을 위해 제네릭 사업부문이 매출을 견인함에 따라 전년대비 본격적인 수익성 개선이 이루어지기는 쉽지 않을 전망이다.

2. 중·장기 실적 전망

이연제약의 중·장기 매출 확대 및 수익성 개선은 고가 원료의약품(API) 수출에서 비롯될 것으로 판단된다. 제네릭 부문은 매출확대에 기여할 수는 있으나 OPM이 10% 수준에 불과해 수익성 개선은 제한될 전망이다. 또한 오리지널(조영제)은 전체 조영제 시장 평균 성장률에 동조될 전망으로 적극적인 매출 확대를 기대하기는 어려운 품목이다.

2014년부터는 원료의약품 수출 확대 예상

2014년부터는 인도항 황산아르베카신, 테이코플라린 수출이 각각 연간 400만, 130만 USD로 확대되며, 러시아항 황산아르베카신이 약 100만 USD 수준으로 수출에 가세함에 따라 점진적인 매출확대 및 수익성 개선이 진행될 것으로 예상된다.

특히 중국항 황산아르베카신이 본격적으로 반영되는 2016년 이후부터는 연간 1,000만 USD의 매출 확대가 예상된다. 또한 바이로메드의 임상이 성공적으로 마무리된다는 가정하에, 2017년 이후부터 유전자 치료제 원료의약품 매출이 이연제약의 장기적인 매출 확대 및 수익성 개선의 새로운 동력으로 작용할 전망이다.

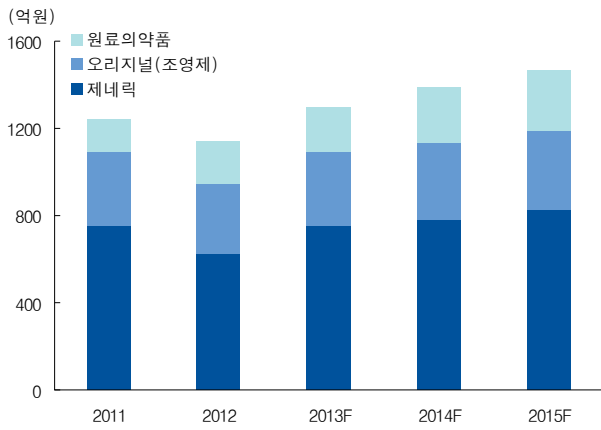
표 10. 이연제약 분기별 수익예상(K-IFRS 개별 기준)

(억원, %)

	2013F					2014F				
	1Q	2QF	3QF	4QF	FY2013	1QF	2QF	3QF	4QF	FY2014
매출액	257	346	350	346	1,300	305	358	362	365	1,390
제네릭	164	195	196	195	750	180	197	200	203	780
오리지널(조영제)	64	91	94	91	340	70	92	95	93	350
원료의약품	30	60	60	60	210	54	69	67	69	259
영업이익	31	63	73	52	219	63	56	66	50	235
영업이익률	12.0	18.4	20.8	14.9	16.8	20.7	15.7	18.1	13.7	16.9
당기순이익	24	53	62	38	178	51	48	57	35	190
당기순이익률	9.3	15.3	17.7	11.0	13.7	16.7	13.4	15.7	9.6	13.7
증가율(YoY)										
매출액	2.5	14.1	16.5	20.2	13.7	18.6	3.4	3.4	5.4	6.9
제네릭	5.6	15.7	16.7	6.2	19.6	9.8	1.0	2.0	4.1	4.0
오리지널(조영제)	-22.7	4.4	6.4	28.5	6.8	9.4	1.1	1.1	2.2	2.9
원료의약품	19.9	23.5	40.3	36.1	6.2	80.0	15.0	11.7	15.0	23.3
영업이익	-13.9	5.0	17.7	-3.7	3.3	103.2	-11.1	-9.6	-3.8	7.3
당기순이익	-22.6	17.8	29.2	-17.4	4.7	112.5	-9.4	-8.1	-7.9	6.7

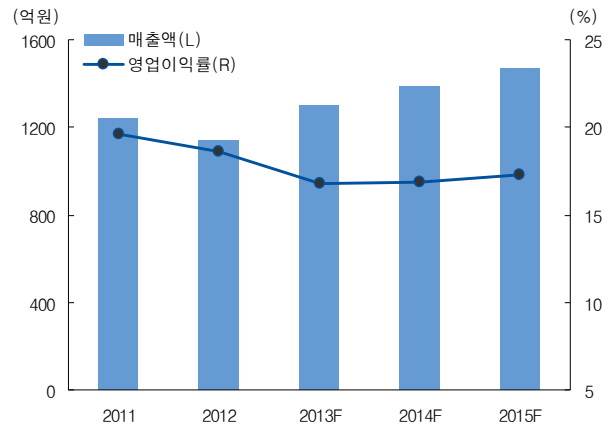
자료: KDB대우증권

그림 18. 품목별 매출 전망



자료: 이연제약, KDB대우증권

그림 19. 실적 전망



자료: 이연제약, KDB대우증권

주요 이슈 및 리스크 요인

주요 이슈: 증설

바이로메드 유전자 신약의 국내 판권은 이연제약이 자체 보유한 영업 조직이 있으므로 별도의 투자가 필요 없지만, 원료 공급권은 CAPEX를 동반할 것으로 예상된다.

충주 공장, 신·증설 추진 중 VM202 임상 경과에 맞춰 2014년 착공 예상

이연제약은 유전자 치료제 원료 생산시설 신설과 관련된 설비투자와 더불어 기존 생산시설 확충 및 효율화를 동시에 진행할 계획이다. 기 보유한 진천공장과 별도로 충주에 약 7만6천m² 규모의 부지를 확보한 상태이며, VM202파이프라인의 임상 진척도에 발맞춰 2014년부터 착공에 들어갈 것으로 예상된다.

세부적인 CAPEX 규모는 확정되지 않았지만, 회사는 신·증설과 관련된 소요자금을 약 800억원 이상으로 추정하고 있다. 동사는 2013년 1분기 기준 현금 및 현금성자산 184억원, 단기 금융자산 408억원을 확보하고 있어 단기 유동성은 충분한 수준이나 CAPEX가 본격화되는 시점 전후로 증자를 고려할 가능성이 높을 것으로 예상된다.

기술적인 측면에서 유전자 치료제 생산 시설은 cGMP를 충족하는 시설이 요구되지만 진입장벽이 매우 까다롭지는 않을 전망이다. 그 이유는 유전자 치료제 생산이 동물세포 배양이 아닌 미생물(대장균) 배양에 기초하고 있어 cGMP 기준이 단백질 치료제 생산 시설보다 낮기 때문이다.

전 세계적으로 약 3군데 하우스가 임상 수준의 유전자 치료제를 생산하는 것으로 추정되며, 바이로메드는 임상 시료 생산을 영국 코브라사에 위탁하고 있다. 이연제약 역시 코브라사 혹은 기타 위탁생산 회사로부터 생산설비와 관련된 기술 컨설팅을 진행할 것으로 예상된다.

리스크 요인 - 유통 주식수

과소한 유통주식수, 투자자 적극적인 매수세 제한 요소

이연제약 투자자로서 고려해야 할 첫 번째 리스크는 유통주식수이다. 발행주식수 1,290만주 가운데 최대주주 및 특수관계자가 73%를 보유하고 있어 유통가능 주식수는 335만주 정도이다. 고정적인 소액주주까지 포함하면 시중 유통 주식의 많지 않아 일평균 거래량이 10만주를 하회하는 수준이다.

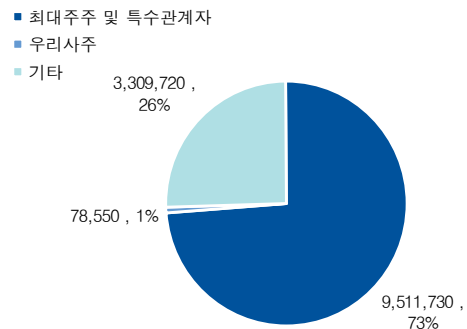
따라서 투자자들은 동사에 대한 주식 투자 이후 적절한 시점에서 현금화가 어려울 수도 있음을 감안해야 한다. 과소한 유통주식수 해소 방안은 무상증자, 주식 배당 또는 사측의 증설에 대비한 증자 등이 있다.

그림 20. 바이로메드 임상 시료(영국 코브라사 위탁 생산)



자료: 바이로메드, KDB대우증권

그림 21. 이연제약 주주 구성



자료: 이연제약, KDB대우증권

리스크 요인2 - 바이로메드 임상 실패 리스크

VM202 파이프라인, 상업화 까지 다양한 리스크 잔존

신약개발은 필수적으로 임상 실패 가능성을 수반한다. 바이로메드 VM202-PAD, VM202-DPN은 글로벌 임상 1상에서 안전성을 확보하고 제한적 수준에서 유효성을 확인했지만, 여전히 임상2상 및 3상에서의 실패 가능성과 허가 과정에서 허가 당국의 품목허가 불허 등 다양한 리스크가 존재한다.

다만, 생명공학 기법을 이용한 신약개발은 유기합성법을 이용한 신약보다 후보물질 도출은 어렵지만 일단 임상과정에 진입하면 합성신약 보다 높은 성공확률을 보인다. 이는 바이오의약품이 일반적으로 작용 기전에서 타겟을 한정하는 특수성을 지니기 때문이다.

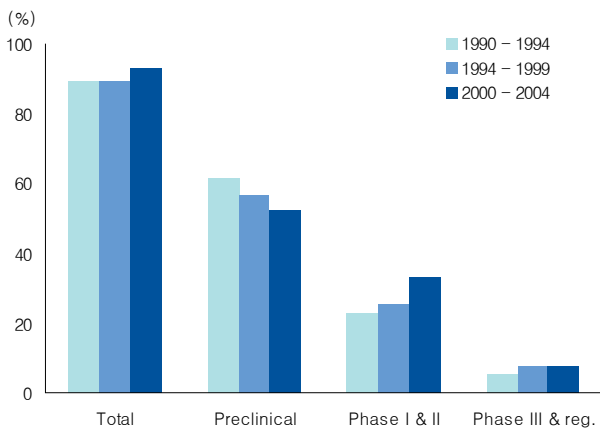
파이프라인 라인업을 통해 간접적으로 리스크 분산

신약개발 기업 총체적으로 개별 파이프라인 임상 실패 리스크는 추가적인 파이프라인의 보강을 통해 분산이 가능하다. 이연제약은 바이로메드의 VM206 및 HBV백신 그리고 VRaBo에 대한 권리 역시 보유하고 있다. 따라서 바이로메드와 마찬가지로 이연제약 역시 파이프라인 보강을 통한 리스크 분산이 적절히 이루어지고 있는 것으로 판단된다.

이연제약 주가 bottom은 Min(신약가치, 제약사업가치)

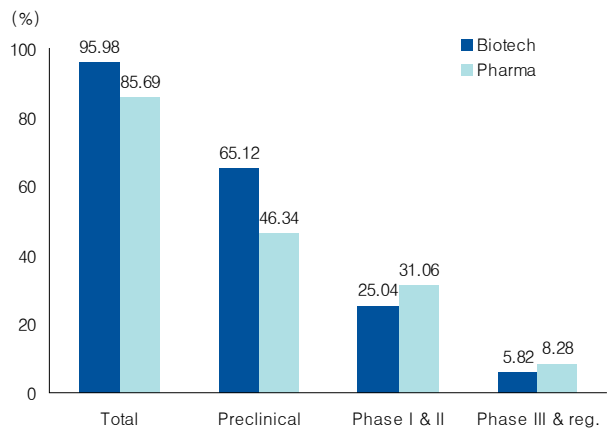
이연제약의 신약 파이프라인 가치에 대한 down side 리스크는 제약사업부문이 상쇄시킬 전망이다. 따라서 동사 주가의 bottom은 Min(신약 관련 및 원료의약품 가치, 제약사업부문 가치)이기 때문에 개별적으로 단일 리스크에 노출된 중소형 제네릭 전문제약사 또는 신약개발 전문기업보다는 리스크가 낮은 것으로 판단된다.

그림 22. 시기별 임상 실패 확률



자료: Magazzini 외(2010), KDB대우증권

그림 23. 신약개발 실패 확률, Chemical VS Biotech



자료: Magazzini 외(2010), KDB대우증권

이연제약 (102460)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
매출액	114	130	139	146
매출원가	47	55	58	61
매출총이익	67	75	81	86
판매비와관리비	46	54	58	60
조정영업이익	21	22	24	25
영업이익	21	22	24	25
비영업손익	1	2	2	2
순금융비용	-1	-2	-2	-2
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	23	23	25	27
계속사업법인세비용	6	6	6	7
계속사업이익	17	18	19	21
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	17	18	19	21
지배주주	17	18	19	21
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	24	18	19	21
지배주주	24	18	19	21
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	24	23	25	26
FCF	8	8	12	14
EBITDA마진율 (%)	20.6	17.8	17.7	18.0
영업이익률 (%)	18.6	16.9	16.9	17.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	14.9	13.7	13.7	14.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	110	121	138	156
현금 및 현금성자산	2	4	16	30
매출채권 및 기타채권	49	56	60	63
재고자산	18	20	21	22
기타유동자산	1	1	1	1
비유동자산	47	56	57	58
관계기업투자등	0	0	0	0
무형자산	20	19	18	17
무형자산	10	12	15	17
자산총계	157	177	195	215
유동부채	28	28	27	26
매입채무 및 기타채무	11	12	13	14
단기금융부채	13	12	10	8
기타유동부채	4	4	5	5
비유동부채	3	3	3	3
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	3	3	3	3
부채총계	31	31	30	29
지배주주지분	126	146	165	185
자본금	7	7	7	7
자본잉여금	13	13	13	13
이익잉여금	100	115	134	155
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	126	146	165	185

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	25	6	14	16
당기순이익	17	18	19	21
비현금수익비용가감	3	5	6	6
유형자산감가상각비	2	1	1	1
무형자산상각비	0	0	0	0
기타	-1	-1	0	0
영업활동으로인한자산및부채의변동	7	-11	-4	-3
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	4	-7	-4	-3
재고자산 감소(증가)	0	-2	-1	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	0	1	1	1
법인세납부	-2	-6	-6	-7
투자활동으로 인한 현금흐름	-23	-3	-1	0
유형자산처분(취득)	-12	0	0	0
무형자산감소(증가)	-3	-3	-3	-3
장단기금융자산의 감소(증가)	-9	-1	0	0
기타투자활동	0	1	2	2
재무활동으로 인한 현금흐름	-1	-2	-2	-2
장단기금융부채의 증가(감소)	2	-2	-2	-2
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-3	-3	0	0
기타재무활동	0	0	0	0
현금의증가	1	2	12	14
기초현금	2	2	4	16
기말현금	2	4	16	30

자료: 이연제약, KDB대우증권

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
P/E (x)	10.3	14.9	13.9	12.7
P/CF (x)	9.0	13.9	13.1	12.1
P/B (x)	1.5	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA (x)	6.1	10.0	8.8	7.6
EPS (원)	1,317	1,377	1,475	1,610
CFPS (원)	1,499	1,470	1,563	1,692
BPS (원)	9,050	10,353	11,639	13,062
DPS (원)	200	0	0	0
배당성향 (%)	15.2	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	1.5	0.0	0.0	0.0
매출액증가율 (%)	-8.1	13.7	6.9	5.3
EBITDA증가율 (%)	-11.2	-2.0	6.8	7.0
영업이익증가율 (%)	-12.9	3.2	7.4	7.7
EPS증가율 (%)	-14.1	4.5	7.1	9.1
매출채권 회전을 (회)	2.3	2.6	2.5	2.5
재고자산 회전을 (회)	6.4	7.0	6.8	6.7
매입채무 회전을 (회)	17.1	18.8	18.3	18.1
ROA (%)	11.7	10.7	10.2	10.1
ROE (%)	14.7	13.1	12.3	11.9
ROIC (%)	20.7	19.2	19.1	19.4
부채비율 (%)	24.2	21.3	18.4	15.7
유동비율 (%)	396.6	429.9	504.4	593.9
순차입금/자기자본 (%)	-23.5	-23.0	-28.5	-33.9
영업이익/금융비용 (x)	185.4	180.0	218.4	284.6

이연계약(102460)
1+1= 펀더멘탈, 2+2= 신약 모멘텀

이연계약 (102460) 예상 포괄손익계산서

(십억원)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F	03/13	06/13F	09/13F	12/13F
매출액	121	124	114	130	139	146	26	35	35	35
매출원가	43	45	47	55	58	61	11	15	14	15
매출총이익	78	79	67	75	81	86	15	20	21	20
판매비와관리비	51	55	46	54	58	60	12	13	14	15
조정영업이익	27	24	21	22	24	25	3	6	7	5
영업이익	27	24	21	22	24	25	3	6	7	5
비영업손익	0	0	1	2	2	2	0	1	1	0
금융손익	-1	-1	-1	-2	-2	-2	0	0	0	0
외화관련손익	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
기타비영업손익	-1	-1	0	0	0	0	0	0	1	-1
세전계속사업손익	27	25	23	23	25	27	3	7	8	5
계속사업법인세비용	7	5	6	6	6	7	1	2	2	1
계속사업이익	20	20	17	18	19	21	2	5	6	4
중단사업이익	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
*법인세 효과	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
당기순이익	20	20	17	18	19	21	2	5	6	4
지배주주	20	20	17	18	19	21	2	5	6	4
비지배주주	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
총포괄이익	19	21	24	18	19	21	2	5	6	4
지배주주	19	21	24	18	19	21	2	5	6	4
비지배주주	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EPS (원)	1,575	1,533	1,317	1,377	1,475	1,610	188	413	484	292
EBITDA	29	27	24	23	25	26	4	7	8	5
유형자산감가상각비	2	2	2	1	1	1	1	0	0	0
무형자산상각비	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
이익률										
매출총이익 (%)	64.5	63.7	58.9	58.0	58.5	58.5	57.6	57.2	59.9	57.1
영업이익 (%)	22.4	19.6	18.6	16.9	16.9	17.3	12.0	18.4	20.8	14.9
EBITDA (%)	23.8	21.3	20.6	17.8	17.7	18.0	14.5	18.9	21.4	15.5
지배주주귀속 순이익 (%)	16.5	15.9	14.9	13.7	13.7	14.2	9.4	15.4	17.8	10.9
증가율(YoY)										
매출액 (%)	26.9	2.9	-8.1	13.7	6.9	5.3	2.5	14.1	16.5	20.2
영업이익 (%)	30.8	-9.9	-12.9	3.2	7.4	7.7	-14.4	5.9	17.9	-4.8
EBITDA (%)	24.1	-7.9	-11.2	-2.0	6.8	7.0	-11.2	-0.5	10.7	-11.3
지배주주귀속 순이익 (%)	22.1	-0.5	-14.1	4.5	7.1	9.1	-22.6	18.4	31.1	-18.0
주당순이익 (%)	18.4	-2.7	-14.1	4.5	7.1	9.1	-22.6	18.4	31.1	-18.0
기타비율										
판매비/매출액 (%)	42.1	44.1	40.3	41.2	41.6	41.2	45.6	38.9	39.1	42.2
법인세율 (%)	22.0	24.2	24.2	24.2	24.2	24.2	24.2	24.2	24.2	24.2
영업이익/금융비용 (x)	87.0	106.7	185.4	180.0	218.4	284.6	409.1	166.9	191.7	135.8

자료: 이연계약, KDB대우증권

이연계약(102460)
 1+1= 펀더멘탈, 2+2= 신약 모멘텀

이연계약 (102460) 예상 재무상태표

(십억원)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
유동자산	102	108	110	121	138	156
현금 및 현금성자산	2	2	2	4	16	30
매출채권 및 기타채권	50	53	49	56	60	63
재고자산	19	19	18	20	21	22
기타유동자산	1	1	1	1	1	1
비유동자산	22	26	47	56	57	58
관계기업투자등	0	0	0	0	0	0
유형자산	9	10	20	19	18	17
무형자산	6	7	10	12	15	17
기타비유동자산	1	1	0	1	1	1
자산총계	124	134	157	177	195	215
유동부채	36	28	28	28	27	26
매입채무 및 기타채무	13	11	11	12	13	14
단기금융부채	16	12	13	12	10	8
기타유동부채	7	5	4	4	5	5
비유동부채	1	1	3	3	3	3
장기금융부채	0	0	0	0	0	0
기타비유동부채	0	0	3	3	3	3
부채총계	37	29	31	31	30	29
지배주주지분	86	106	126	146	165	185
자본금	7	7	7	7	7	7
자본잉여금	13	13	13	13	13	13
기타자본구성요소	0	0	0	0	0	0
이익잉여금	68	85	100	115	134	155
비지배주주지분	0	0	0	0	0	0
자본총계	86	106	126	146	165	185
평균발행주식수(천주)	12,622	12,900	12,900	12,900	12,900	12,900
활동성 지표						
매출채권 회전을 (회)	2.9	2.5	2.3	2.6	2.5	2.5
재고자산 회전을 (회)	7.0	6.7	6.4	7.0	6.8	6.7
매입채무 회전을 (회)	15.4	15.2	17.1	18.8	18.3	18.1
운전자본회전을 (회)	2.9	2.4	2.1	2.3	2.3	2.2
총자산회전을 (회)	1.2	1.0	0.8	0.8	0.8	0.7
안전성 지표						
현금성자산/자산총계 (%)	1.8	1.2	1.4	2.4	8.1	13.8
유동비율 (%)	284.5	394.5	396.6	429.9	504.4	593.9
부채비율 (%)	43.2	27.2	24.2	21.3	18.4	15.7
순차입금/자기자본 (%)	-18.9	-23.6	-23.5	-23.0	-28.5	-33.9
수익성 지표						
ROA (%)	19.4	15.4	11.7	10.7	10.2	10.1
ROE (%)	27.2	20.6	14.7	13.1	12.3	11.9
ROIC (%)	37.7	26.7	20.7	19.2	19.1	19.4

자료: 이연계약, KDB대우증권

이연제약(102460)
 1+1= 펀더멘탈, 2+2= 신약 모멘텀

이연제약 (102460) 예상 현금흐름표

(십억원)	12/10	12/11	12/12	12/13F	12/14F	12/15F
영업활동으로 인한 현금흐름	16	15	25	6	14	16
당기순이익	20	20	17	18	19	21
비현금수익비용가감	4	3	3	5	6	6
유형자산감가상각비	2	2	2	1	1	1
무형자산상각비	0	0	0	0	0	0
기타	-2	-1	-1	-1	0	0
영업활동으로인한자산및부채의변동	-10	-6	14	-21	-8	-7
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-9	-4	4	-7	-4	-3
재고자산 감소(증가)	-3	0	0	-2	-1	-1
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	2	-2	0	1	1	1
기타자산, 부채변동	5	2	4	-2	0	0
법인세납부	-3	-5	-2	-6	-6	-7
투자활동으로 인한 현금흐름	-24	-9	-23	-3	-1	0
유형자산처분(취득)	-1	-3	-12	0	0	0
무형자산감소(증가)	-2	-1	-3	-3	-3	-3
장기금융자산의 감소(증가)	0	0	-3	-1	0	0
단기금융자산의 감소(증가)	-22	-4	-6	-1	0	0
기타투자활동	0	0	0	1	2	2
재무활동으로 인한 현금흐름	8	-7	-1	-2	-2	-2
장단기금융부채의 증가(감소)	-2	-5	2	-2	-2	-2
자본의 증가(감소)	10	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-1	-2	-3	-3	0	0
기타재무활동	0	0	0	0	0	0
현금의증가	-1	0	1	2	12	14
기초현금	3	2	2	2	4	16
기말현금	2	2	2	4	16	30
EBITDA	29	27	24	23	25	26
(-)CAPEX	1	3	12	0	0	0
(-)법인세	7	5	6	6	6	7
(-)순이자비용	-1	-1	-1	-2	-2	-2
(-)운전자본증감	-10	-6	14	-21	-8	-7
(=) FCF (Free Cash Flow)	5	10	8	8	12	14
Per Share Data						
EPS (원)	1,575	1,533	1,317	1,377	1,475	1,610
BPS (원)	6,251	7,626	9,050	10,353	11,639	13,062
CFPS (원)	1,715	1,701	1,499	1,470	1,563	1,692
DPS (원)	200	200	200	0	0	0
Valuation						
P/E (x)	7.0	6.1	10.3	14.9	13.9	12.7
P/CF (x)	6.4	5.5	9.0	13.9	13.1	12.1
P/B (x)	1.8	1.2	1.5	2.0	1.8	1.6
EV/EBITDA (x)	4.4	3.6	6.1	10.0	8.8	7.6

자료: 이연제약, KDB대우증권

이연제약(102460)

1+1= 펀더멘털, 2+2= 신약 모멘텀

Compliance Notice

- 당사는 자료작성일 현재 해당 회사와 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인함. 본 자료는 당사 홈페이지에 게시된 자료로, 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없음을 확인함. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인함.
- 투자위원 분류 및 적용기준 (시장대비 상대이익 기준, 주가(—), 목표주가(==), Not covered(☒))
 - ▲매수(20% 이상), ■Trading Buy(10% 이상 예상되거나 주가에 영향을 주는 변수의 불확실성이 높은 경우), ●중립(±10 등락), ◆비중축소(10% 이상 하락)
- 본 조사분석자료는 당시의 투자정보지원부가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

