

이연제약 (102460)

회사명 : 이연제약
 대표이사 : 유성락
 최대주주 : 유성락 외 4명
 (73.72%)
 총 주식수 : 12,900,000
 코스피 / 의약품
 시가총액 : 1335억

현재가격 10350원
목표주가
2011년 3월 19일

(단위:억)	2011(e)	2010	2009
매출액	1400	1208	952
영업이익	300	270	207
순이익	240	200	163
EPS	1860	1583	1331
PER(e)	5.5배	PBR	1.51배

cafe.naver.com/stocktopia
 투자아이디어발굴

이연제약 (102460)

성장은 멈추지 않는다! 비즈니스모델 확장 시너지 효과

1. 오리지널, 제네릭, 원료의약품 안정적인 사업 영위

2010년말 기준 오리지널 31%, 제네릭 55%, 원료의약품 15% 매출비중을 차지하고 있다. 오리지널인 CT, MRI 조영제시장에서 국내2위의 점유율을 유지하며 안정적인 사업을 영위하고 있다. 제네릭 분야는 생산성 증가로 외형적인 성장을 이끌어 나갈 것으로 보인다. 또한 고마진분야이며 진입장벽이 높은 원료의약품분야에서도 품목확대, 판매 확대에 따른 성장을 기대한다.

2. 사업 다각화에 따른 추가 성장 기대

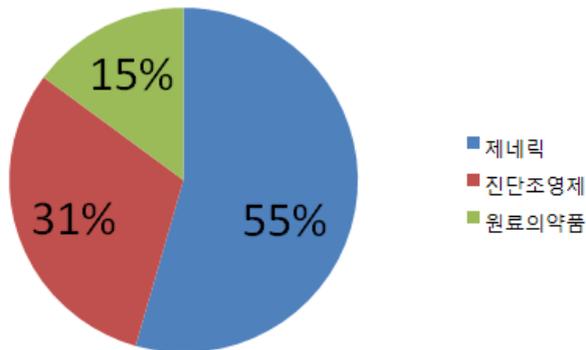
2010.03.18 주주총회를 통해 천연물신약 제조 및 판매, 나노메트릭스(신약 스크리닝 서비스), 유전공학적 의약품 제조 등 사업다각화를 지속적으로 추구하며 기존사업의 성장을 더욱 가속화하며 중견제약사로서의 도약이 가능할 것으로 판단된다. 원료 의약품 생산기술을 발판으로 완제의약품과 신약개발, 원료의약품으로 이어지는 동사의 수직계열화를 기대해본다.

3. 2011년도 외형성장이 가능하다

타크로리무스,마이코페놀레이트 개발완료 등 중장기 원료의약품 품목 확대를 통한 외형 성장과 수익성 개선이 가능할 전망이다. 최근 인도의 수출로가 확대되었으며 (11.01.26), 올해 영국과 독일 등 유럽 23개국에 타이코플라닌(항생제원료) 추가 수출을 기대할 수 있다. 이에 따라 전년대비 매출은 20%, 영업이익 15% 외형성장을 이룰 것으로 판단된다.

1. 오리지널, 제네릭, 원료의약품의 안정적인 사업 영위

동사는 2010년 말 기준 오리지널(조영제시장) 31%, 제네릭 55% 원료의약품 15% 매출비중을 차지하고 있다. 오리지널인 CT, MRI 조영제시장에서 국내2위의 점유율을 유지하며 안정적인 사업을 영위하고 있다. 제네릭 분야는 생산성 증가로 외형적인 성장을 이끌어 나갈 것으로 보인다. 또한 고마진 분야이며 진입장벽이 높은 원료의약품분야에서도 품목확대, 판매 확대에 따른 성장을 기대한다



<그림1 - 제네릭, 진단조영제(오리지널), 원료의약품 매출 비중 출처 : 사업보고서>

(1) 오리지널 의약품 (조영제시장) - 안정된 사업영위

2009년 기준 국내 조영제 시장은 약 2000억 규모의 시장으로 이루어져있다.

동사는 CT 조영제에서 90% 매출이 발생이 되며 나머지 10%는 MRI 조영제에서 발생한다. 미국 TYCO사와 협력 관계를 맺고 한국 내에서의 판권을 보유하고 현재 옵티레이, 옵티마크 등 4개 품목을 국내에 공급하고 있다. CT조영제 시장은 암검진 등 '건강검진' 활성화 영향으로 CT나 MRI 사용률이 높아지면서 급성장하고 있다. 더욱이 암 검진시 MRI 보험 적용 등으로 인해 앞으로 더욱 장밋빛 미래가 예상되는 블루오션으로 꼽힌다.

구분	CT		MRI	
	건수	등록대수	건수	등록대수
2007	3439	1629	516	777
2008	4112	1743	566	855
2009	4785	1788	575	891
2010.06	2619	1810	285	934

<표 1 - CT, MRI 진료건수 및 등록대수 출처 : 뉴스기사검색>

CT, MRI 영상장비는 2004년 대비 국내의 설치 대수는 2배 이상 급증했다. 이는 건강검진 활성화와 보험적용에 따른 혜택에 따른 이유로도 풀이된다. 미국의 조사에서는 CT, MRI의 검사 빈도 활성화 이유로 환자의 진단과 치료의 도움 뿐만 아니라 의사의 편의를 위해 시행되는 경우도 적지 않다고 조사결과가 나왔다. 이에 국내 CT 조영제시장 2위 점유율을 기록하고 있는 동사는 오리지널(조영제시장)에서 안정적인 사업을 올해도 영위해 나갈 수 있을 것으로 판단된다.

(2) 제네릭 의약품

제네릭의약품의 경우 동사 매출의 55%를 차지하고 있다.

2008년 450억, 2009년 510억 2010년 600억의 매출을 기록하였다. 2011년 사용량-약가연동 협상으로 인한 약가 인하가 우려되긴 하지만 최대 10% 제한돼 타격은 그리 크지 않을 것으로 판단된다.

여기에 약가 인하 상한선 10%의 한계 등 제도의 실효성에 대한 문제가 지적되면서 개선방안 모색에 나서게 되고 있다. 사용량-약가 연동제에서 약가 조정폭과 가격 인하 대신 초과 약품비를 제약사로부터 환급 받는 별도의 제도를 추가 하는 방안이 검토되고 있다. 만약 이에 대한 개선방안이 된다면 10%의 약가 인하 후려의 불확실성이 해소되며 제약업계의 디스카운트 요인을 덜어 주는 작용을 해줄 수도 있다. 이에 대한 추이는 현재 지속적으로 논의 중이기에 지켜보아야 할 사항이다.

우호적이지 않은 제약 환경 속에서도 동사는 생산성 증가에 따라 전년대비 비슷한 실적을 올릴 것으로 기대된다.

(3) 원료 의약품

동사는 원료의약품의 품목이 SKD(스트렙토키나제, 도르나제, 소염효소제 원료), ABK(황산아르베카신, 슈퍼항생제 원료) 등이 있으며 SKD는 국내 독점공급, ABK는 일본과 인도로 수출되고 있다.

그 중 슈퍼 항생제 원료인 황산아르베카신(ABK)이 효자 노릇을 하고 있다. ABK는 수출 단가가 1.4kg당 1억원 이상인 고부가가치 제품이다. 이 제품을 생산해 공급하는 곳은 일본 메이지제약 을 제외하고 동사가 유일하다. 향후 각광받을 예방의학과 고령화 연관 제품을 늘려 나갈 것으로 예상된다.

특히 황산아르베카신은 발효 및 합성기술을 기반으로 하여 17개의 제조공정을 거치고 완제품까지 5개월의 기간이 소요되는 고난이도의 기술이 필요한 제품이며 중국산이나 인도산 원료의약품으로 대체될 수 없는 차별화된 상품이다. 이를 입증 하듯이 동사는 2011년1월26일 인도와의 슈퍼항생제원료 (황산아르베카신, 테이코플라닌) 수출계약을 맺게 되었다.

황산아르베카신은 ALKEM사가 테이코플라닌은 RUSKIN 사가 계약을 맺었는데 이는 중전 단일 품목의 일본으로 편향되어있던 수출에서 벗어나게 되었으며 매출 다변화를 이루었다는 점에서 의미를 부여 할 수 있다. 신흥 제약시장으로 떠오르는 인도에 교두부를 마련했다는 점도 의미가 크다.

2010년 170억 매출을 기록한것으로 예상되며 영업이익률이 50% 넘는 고마진 사업영역이기에 영업이익으로 90억 가량 기여한것으로 판단된다. 올해 또한 유럽의약청 허가에 따른 테이코플라닌 수출개시와 타크로리무스,마이코페놀레이트 개발원료 등 중장기 원료의약품 품목 확대를 통한 올해 동사의 성장을 더욱 가속화 시켜줄 수 있는 사업분야로 떠오를 것으로 판단된다.

이에 2011년 200억 매출에 영업이익 100억을 기여할것으로 예상된다.

2. 사업 다각화에 따른 추가 성장 기대

동사는 2011년 3월 18일 주주총회를 통해 사업목적에 추가하였다.

유전공학적 의약품의 제조 및 판매업, 천연물 의약품의 제조 및 판매업, 신약스크리닝, 라이브분석 서비스 제공업 등 사업다각화를 지속적으로 추구하며 기존사업의 성장을 더욱 가속화하며 중견제약사로서의 도약이 가능할 것으로 판단된다. 원료 의약품 생산기술을 발판으로 완제의약품과 신약개발, 원료의약품으로 이어지는 동사의 수직계열화를 기대해본다.

(1) 항암유전자치료백신

[표 2] 동사의 VM202RY 치료제는 2014년부터 출시될 전망

적응증	내용	임상국가	임상단계	시판예정	
허혈성 지체질환 (PAD/족부궤양)	혈관이 막힌 부위에 HGF 유전자를 전달하여 신생우회혈관 생성 유도	국내	임상 2상 승인	2014년	
		미국	임상 2상 승인		
		중국	임상 2상 신청		
당뇨성 신경병증(DPN)	당뇨병의 합병증으로 손상된 미세혈관 및 신경섬유 세포의 재생	미국	임상 1/2상 승인	2015년	
허혈성 심장질환(CAD)	직접주사	혈관이 막힌 부위에 HGF 유전자를 전달하여 신생우회혈관 생성 유도	국내	임상 1상 완료	2016년
	Catheter	심상 네비게이션 시스템을 이용, 환자의 심장에 약물을 투여하는 방법	미국	임상 1/2상 승인	
	Stent	금속 스텐트에 약물을 입혀 금속 스텐트의 혈관협착의 단점을 보완한 치료방법	글로벌	전임상	
신장 섬유화증(Kidney)	신장이상으로 인한 단백질뇨 신장섬유화증 초기 예방 및 급만성 신장섬유화증 치료	국내	생체시험 계획 중	2017년	

주: HGF(Hepatocyte Growth Factor) -> 간세포성장인자
 자료: 이연제약, 솔로몬투자증권

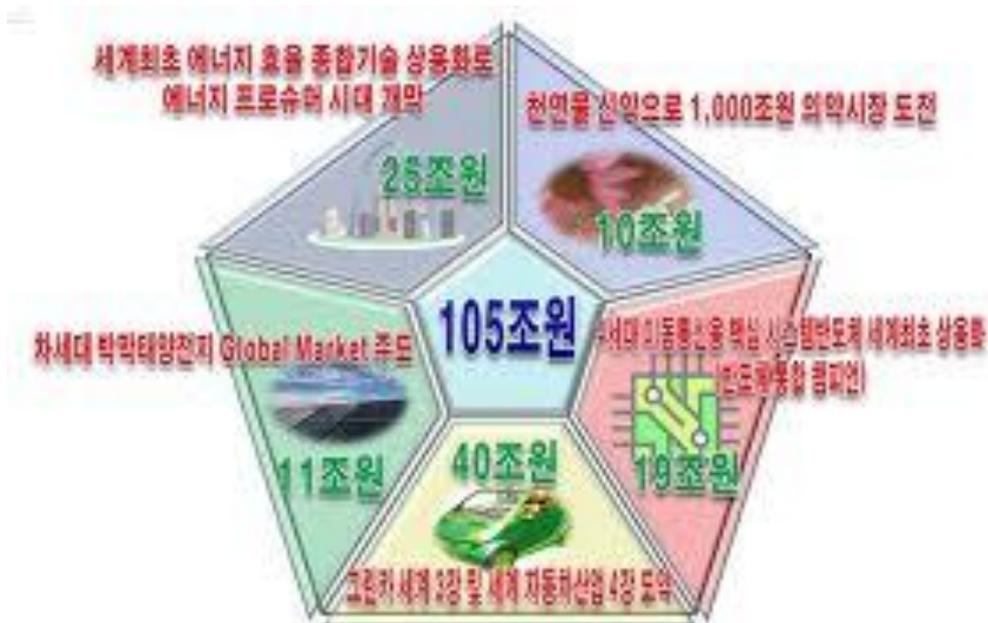
<표2. 유전자 치료제 진행상황 출처 : 솔로몬투자증권>

동사는 현재 바이로메드와 공동으로 유전자치료제를 개발 중에 있다. 유전자치료제R&D 파이프라인은 VM202RY와 VM206RY 두 가지가 있는데 신약 개발 성공 시 동사는 VM202RY에 대한 국내 독점 판매권을 보유하고 있으며 VM206RY는 아시아(일본제외), 중동 독점 판매권을 보유하게 된다. 바이로메드와 공동으로 개발중에 있는 이 두가지의 유전자치료제는 향후 동사의 장기적인 성장동력으로 작용할 것으로 전망된다.

(2) 천연물신약

보건복지부는 2011~2015 제 3차 천연물 신약연구개발 촉진계획을 수립하고 천연물신약 개발과 연구기반 구축, 관련제도 개정 및 정책적 지원을 통해 천연물 연구분야 세계 3위 진입, 글로벌 천연물신약 2종 이상, 미 FDA와 유럽 EMA 임상시험 승인 5종이상의 신약개발을 추진하기로 했다

식품의약품안전청에 따르면 현재 국내에서 진행되고 있는 천연물신약 임상시험은 총 48건이다. 국내 천연물신약이 국제적 기준을 충족시킬 수 있도록 식약청이 '품질 동등성 가이드라인'을 제정하면서 개발이 활성화되고 있다.



<그림 2. 보건복지부 천연물신약 촉진계획 출처 : 구글검색>

이에 당사는 '나노메트릭스'라는 신약후보 물질을 검색할 수 있는 차세대 검색기술을 통해 향후 한의학에 기반을 둔 천연물신약 개발 속도에 박차를 가할 것으로 기대되고 있다. 국내외 제약회사에서 진행중인 신약 후보물질 검색을 수탁 받아 약효 및 부작용 검색하는 신약 스크리닝 수탁사업을 새로운 비즈니스 모델로 정착할 것이다. **보건복지부의 '제3차 천연물신약 연구개발 촉진계획안' 은 관계부처 협의 등을 거쳐 올해 상반기 확정된다.** 이시기를 전후하여 당사의 천연물 신약사업에 대한 시장의 관심이 쏠릴 것을 기대해본다.

3. 리스크 요인

(1) 유통물량 부족

최대주주 비중이 73%를 넘는 가운데 유통물량으로 인해 기관에서도 선뜻 나서기가 힘든 상황이다. 동사에서는 어떠한 대책을 내놓을지 의문인 상황이다. 이를 해소하지 않는 이상 디스카운트 요인을 크게 벗어나기는 힘들 것이라 판단된다.

(2) 조영제시장 경쟁심화에 대한 우려?

국내 제약사들이 조영제 시장에 속속 뛰어들고 있어 2위 경쟁이 치열해질 전망이다. LG 생명과학과 대웅제약 등이 도전장을 내밀었다. 바이엘코리아의 '울트라비스트' 특허 만료가 다가옴에 따른 현상으로 볼 수 있다. 하지만 지난해 3월 LG생명과학이 이분야 제네릭인 '프로슈어'를 발매하며 도전장을 내밀었지만 종합병원 마케팅에 실패하며 쓸쓸한 결과를 맛봤다.

경쟁심화에 대한 우려는 걱정되지만 현 상황은 보수적인 조영제 시장의 특성을 십분 이해할 수 있는 경우라 생각된다. 조영제가 쓰이는 곳은 CT나 MRI 장비를 갖춘 종합병원이기 때문에 사용하던 제품을 쉽게 바꾸기는 어렵다. 조영제는 제품의 안정성이 매우 중요하기 때문에 오리지널 제품을 선호하는 경향이 있다. 고령화와 진단시장 성장에 따라 연 10% 이상 수요가 증가하고 있어 동사의 캐시카우로 판단하기에 무리가 없을 것으로 판단된다.

(3) 사용량-약가연동 협상중

사용량-약가연동에 따라 동사의 제품들의 약가 인하 우려가 높다. 하지만 동사의 경우 타 제약사에 비하면 그리 큰 타격은 입지 않을것으로 보인다. 연간 매출액이 100억이 넘는 대형 품목이 없고 약가인하율이 최대 10%로 제한되어 있기 때문이다. 또한 현재 10% 약가 인하율에 제도 실효성에 문제가 지적되며 개선방안이 모색중인 현 상황을 고려하면 최악의 경우보다는 기대할 수 있는 요인을 줄 것이다. 지속적인 모니터링을 통해 가격 인하 대신 초과 약품비의 일부나 전부를 환급하는 제도로 수정되는지 확인해 봐야 한다.

(4) 낮은 매출채권 회전율

동종업계 타기업 대비 낮은 매출채권 회전율은 동사의 단점으로 보인다. 2009년 대비 장기 미회수 매출채권 비중은 줄어들긴 했지만 여전히 1년이상 장기 미회수 매출채권이 존재하고 있다. 매출채권 회전율은(2.1회)로 동종 타업계대비 낮은편이다.

(단위 : 원)

구분	6월 이하	6월 초과 1년 이하	1년 초과 3년 이하	3년 초과	계	
금액	일반	28,063,684,101	1,697,011,579	1,242,806,282	1,182,219,399	32,185,721,361
	특수관계자	-	-	-	-	-
	계	28,063,684,101	1,697,011,579	1,242,806,282	1,182,219,399	32,185,721,361
구성비율	87.2%	5.3%	3.9%	3.6%	100.0%	

주) 매출채권 잔액 현황에는 받을어음과 부도어음은 제외되어 있습니다.

<그림 3 - 매출채권 현황 출처 : 2010.11.15 분기보고서>

2009년 총매출채권 대비 1년이상 매출채권 비중이 13%에서 7.5%수준으로 떨어지긴 했지만 향후 조심해서 봐야 할 부분으로 판단된다.

4. 실적 및 Valuation

- (1) 제네릭 의약품의 경우 사용량-약가 협상증이라는 리스크와 기존 생산성 증가에 따른 실적 증대가 맞물려 2년간 평균성장률 15%의 3분의1인 5%의 상승만을 할 것으로 판단, 2011년 제네릭 의약품 사업부문에서 630억 매출, 15%의 영업이익률인 95억을 달성할 것으로 예상된다.
- (2) 오리지널 의약품(조영제)의 경우 건강검진의 활성화, CT장비, 검사건수의 증가 통계는 우호적이나 조영제의 경쟁심화를 적절히 고려 2년간 성장률 20% (2009,2010년)의 절반인 10%의 상승을 예상하기에 2011년 오리지널(조영제)의 사업부문에서 630억 매출을 올릴 것으로 예상하며 영업이익률은 전년 20%를 이어갈 것으로 고려, 95억의 영업이익을 예상한다.
- (3) 원료의약품의 경우 기존 일본의 독점 공급 계약에 따른 170억 매출과 최근 인도 공급계약을 고려하면 확정 매출액은 연 200억 이상은 기대된다. 또한 원료의약품의 영업이익률은 50%를 상회하기에 이부문의 성장성을 기대해본다. 올해 유럽의약품 허가(테이코플라닌) 에 따른 수출개시와 중장기 원료의약품 품목 확대(타크로리무스, 마이코페놀레이트)에 따른 추가 매출을 기대한다면 2011년 원료의약품의 사업부문에서 230억 매출, 125억 영업이익을 달성할것으로 예상된다.
- (4) 신규사업부문은 현재 정확한 목표가 없으니 + α 라 표기하고 실적에서는 제외하도록 하겠다. 향후 신규사업부문의 가시적인 목표 사업 부문 계획과 공급계약이 이루어질 때 고려해야한다.

구분	2010(e) (매출액,영업이익)	2011(e) (매출액,영업이익)
제네릭	600억, 90억	630억, 90억
오리지널(조영제)	430억, 85억	470억, 90억
원료의약품	170억, 95억	200억, 120억
신사업(천연물,신약 등)	-	+ α
매출액,영업이익	1200억, 270억	1300억 + α , 300억 + α

이에 따라 + 알파를 고려 2011년 동사의 매출액은 1,400억 영업이익 300억 보수적으로 예측해본다. 동사는 비즈니스 모델 확장에 따른 시너지 효과에 따라 2011년 이후에도 지속적으로 성장 가능 할 것으로 예상되기에 (2014년부터는 유전자치료제기대) 기존 안정적인 매출을 올리고 있는 제네릭과 오리지널의약품과 더불어 원료의약품의 매출처다변화에 따른 성장 지속을 고려한다면 2012년 이후 매출액 2000억 기업으로 발돋움 할 수 있지 않을까 생각한다. 따라서 올해 EPS 1800~2000의 PER8배 정도인 15000원 정도를 목표가격으로 설정해본다.