

이연제약 (102460)

| 제약/바이오 Analyst 오병용 02) 709-2621 byoh@ds-sec.co.kr

베팅 할 가치가 있어 보인다.

2019년 5월 22일

투자의견 **N.R**

목표주가) **-원**

현재주가(5월 21일) **16,700원**

Upside **-**

KOSPI	2,061.3pt
시가총액(보통주)	280십억원
발행주식수	16,770천주
액면가	500원
자본금	8십억원
60일 평균거래량	151천주
60일 평균거래대금	2,959백만원
외국인 지분율	2.6%
52주 최고가	24,600원
52주 최저가	13,000원
주요 대주주	
유용환외 4인	64.6%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-10.5	-3.5
3M	1.8	9.3
6M	-4.3	-3.6

주가차트



바이로메드와 VM-202 권리를 놓고 소송 중. 매우 큰 업사이드 포텐셜 보유.

- 이연제약은 바이로메드(헬릭스미스)와 'VM-202'의 한국판권 및 글로벌 원료독점생산권리를 놓고 소송중인 기업이다. 이연제약은 '04년부터 바이로메드의 VM-202 개발에 공동투자 했으며, '04년 당시 계약서상 한국 판권과 글로벌 원료독점생산권리를 확보했다고 주장하고 있다. 현재 대한상사중재원에서 두 회사의 중재를 진행 중이며, 대한상사중재원의 중재는 법원의 판결과 동일한 효력을 가진다.
- 시장에서는 위와 같은 이연제약의 잠재적 권리에 현재까지 아무런 가치를 주지 않고 있다. 그러나 우리는 좀더 냉정히 판단해 볼 필요가 있다. 이연제약은 VM-202를 생산을 염두하여 '17년부터 무려 800억원을 투자해 유전자치료제 공장을 건설 중이다. 소송에 이길 자신이 없다면 할 수 없는 일이다. 또한 만약 VM-202의 가치의 5~10%만 이연제약으로 넘어 오더라도 수천억원 단위다. 물론 소송 결과를 미리 예상할 수 없으나, 승소 확률이 5:5라고 가정하더라도 시가총액이 2,800억원에 불과한 이연제약에게는 상당한 업사이드 포텐셜이 있는 것으로 판단할 수 있다. 향후 소송관련 뉴스에 따라서 주가는 급등락할 전망이다.

현재 주가도 싸다. 베팅 해도 잃을 것이 없다.

- 1분기 말 기준 동사의 순현금은 934억원에 달한다. 또한 새로 건설중인 총주 유전자치료제 공장에 '17년부터 현재까지 571억원이 투자되어 회계상 취득원가로 기록되어 있다. 동사가 보유하고 있는 지분가치도 있다. 바이오벤처 뉴라클사이언스와 뉴라클제네틱스 지분을 각각 100억원씩 보유하고 있다. 뉴라클사이언스와 뉴라클제네틱스의 비상장 가치는 점차 높아지는 추세다. 사실상 다른걸 다 제외하고 동사의 순현금+신공장가치+지분가치만 하더라도 대략 1,500억원 이상의 가치가 있다고 보여진다. 연간 100억원 이상의 영업이익이 가능한 본업의 가치를 고려하면 현재 현재 시가총액 2,800억원은 저렴해 보이며, 베팅 하기에 잃을 것이 없는 주가다.

엄청난 투자를 단행 중. 실적도 있고 업사이드도 크다.

- 동사는 800억원 유전자치료제 생산공장과 별도로, 올해 2월 1,600억원 규모의 cGMP급 케미칼 의약품 생산공장 투자를 결정했다. 총 2,400억원 규모다. 그 동안 창출한 현금을 전부 유형자산에 재투자 중이다. 글로벌 생산 허브가 되겠다는 미래 확고한 비전 없이 이런 투자를 단행하기는 어렵다. 미래가 기대되는 기업이다. 실적도 있고 업사이드도 큰 이연제약에 주목하자.

Financial Data

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	112.1	114.5	121.8	126.3	123.0
영업이익	16.7	19.8	14.1	16.0	2.5
영업이익률(%)	14.9	17.3	11.5	12.7	2.0
세전이익	15.1	20.6	13.7	16.4	0.8
지배주주지분순이익	11.6	11.3	10.7	12.9	1.3
EPS(원)	692	676	638	769	80
증감률(%)	2.7	-2.2	-5.6	20.4	-89.6
ROE(%)	7.8	6.1	5.4	6.5	0.6
PER (배)	23.3	43.1	26.2	21.7	208.5
PBR (배)	1.7	2.2	1.6	1.3	1.3
EV/EBITDA (배)	12.6	20.8	15.3	12.8	37.9

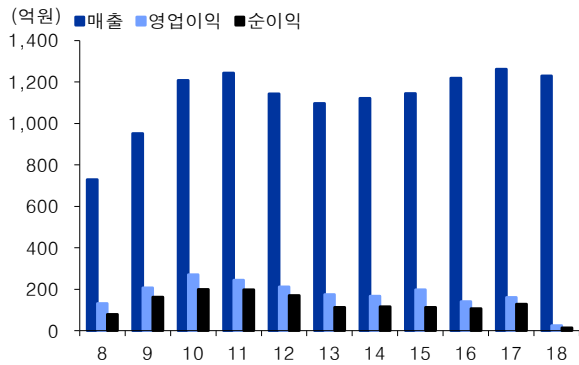
자료: 이연제약, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표 1 이연제약의 오픈이노베이션 현황

개발품목	협력회사	적응증	주요 특징	비고
항체치료제	NS100 뉴라클사이언스	알츠하이머 등 퇴행성 뇌질환	아밀로이드 플라크, 시경교흉터 등의 신경억제성 미세환경 개선 및 혈관 정상화	지분투자(100억) 지분율 : 10%
유전자치료제	- 뉴라클제네틱스	급성 신경 질환 및 퇴행성 신경질환 등	신규 물질특허 기반 플랫폼 기술로 AAV 기반 유전자치료제 개발	지분투자(100억) 지분율 : 26.1%
유전자치료제 플랫폼기술	PT1 G&P BIOSCIENCE	생체 내 유전자 전달 및 발현 증가용 특허기술	기존 DNA 기반 유전자치료제에 비해 단백질 발현을 수배~수십배 증가 가능, 치료 효능 및 투약 편의성 증대	공동 특허권 취득 (19.02.20)
	PT2 G&P BIOSCIENCE	-	바이오의약품 연구/생산을 위한 인간 정상세포주 개발 및 생산	
천연물 의약품	- G&P BIOSCIENCE 핀젤버그(독일)	천식 등 다양한 적응증	이연제약, 핀젤버그, G&P 3 사간 전략적 협력을 통한 신규 개발 추진	
CAR-T 세포치료제	- 큐로셀	-	CAR-T 세포치료제 상업생산을 위한 조인트벤처 설립 MOU	

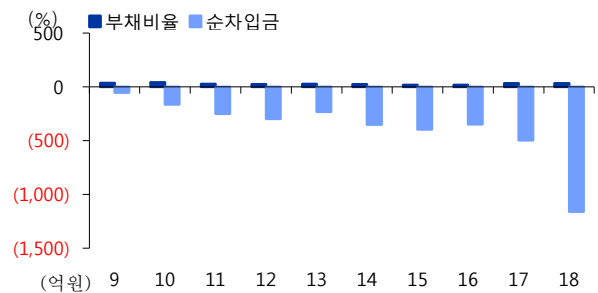
자료 : DS 투자증권 리서치센터

그림 1 연간 실적 추이 및 전망



자료 : DS투자증권 리서치센터

그림 2 부채비율, 순차입금 추이



자료 : DS투자증권 리서치센터

그림3 이연제약 R&D 파이프라인 현황



자료 : DS투자증권 리서치센터

Balance Sheet					
(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	125.3	119.8	116.8	161.7	224.4
현금및현금성자산	2.0	2.7	1.6	0.5	8.8
매출채권 및 기타채권	55.0	55.9	56.6	53.7	49.4
재고자산	19.4	21.9	21.0	21.7	20.8
기타유동자산	49.0	39.3	37.6	85.8	145.4
비유동자산	65.9	141.1	92.8	129.2	78.7
관계기업투자등	29.1	100.6	63.3	99.8	15.3
유형자산	18.8	18.4	18.9	20.7	56.2
무형자산	14.9	18.6	4.6	4.6	4.5
자산총계	191.2	260.9	209.5	290.8	303.2
유동부채	29.9	20.5	18.7	15.5	42.5
매입채무 및 기타채무	10.1	12.2	11.5	10.7	11.9
단기금융부채	14.8	2.0	2.0	0.0	0.0
기타유동부채	4.9	6.3	5.1	4.8	30.6
비유동부채	5.9	22.6	11.8	55.7	35.3
장기금융부채	0.0	0.0	0.0	34.0	35.3
기타비유동부채	5.9	22.6	11.8	21.7	0.0
부채총계	35.7	43.1	30.4	71.2	77.8
지배주주지분	155.5	217.8	179.1	219.7	223.5
자본금	6.5	6.5	6.5	8.4	8.4
자본잉여금	12.7	12.7	12.7	15.6	15.6
이익잉여금	118.1	126.2	119.8	128.2	206.3
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	1.9
자본총계	155.5	217.8	179.1	219.7	225.4

주: K-IFRS 연결 기준 / 자료: 이연제약, DS투자증권 리서치센터

Income Statement					
(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	112.1	114.5	121.8	126.3	123.0
매출원가	48.7	47.5	51.5	53.6	54.5
매출총이익	63.4	67.0	70.3	72.7	68.5
판매비 및 관리비	46.7	47.1	56.3	56.7	66.1
영업이익	16.7	19.8	14.1	16.0	2.5
(EBITDA)	18.6	21.6	16.0	18.0	4.3
금융손익	1.4	1.1	0.7	0.8	1.6
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.3	0.5
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.1
기타영업외손익	-3.0	-0.3	-1.1	-0.4	-3.1
세전계속사업이익	15.1	20.6	13.7	16.4	0.8
계속사업법인세비용	3.5	9.3	3.0	3.5	-0.5
계속사업이익	11.6	11.3	10.7	12.9	1.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	11.6	11.3	10.7	12.9	1.3
지배주주	11.6	11.3	10.7	12.9	1.3
총포괄이익	17.0	65.5	-21.6	40.4	-68.0
매출총이익률 (%)	56.6	58.5	57.7	57.5	55.7
영업이익률 (%)	14.9	17.3	11.5	12.7	2.0
EBITDA 마진률 (%)	16.6	18.9	13.1	14.3	3.5
당기순이익률 (%)	10.3	9.9	8.8	10.2	1.1
ROA (%)	6.3	5.0	4.5	5.2	0.5
ROE (%)	7.8	6.1	5.4	6.5	0.6
ROIC (%)	13.8	12.9	13.8	16.7	2.2

자료: 이연제약, DS투자증권 리서치센터

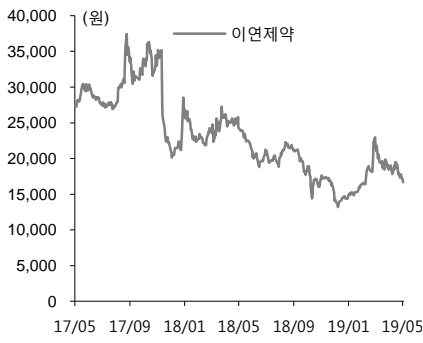
Cashflow Statement					
(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동 현금흐름	15.1	12.9	9.5	16.8	11.4
당기순이익(손실)	11.6	11.3	10.7	12.9	1.3
비현금수익비용가감	2.3	0.6	1.5	1.4	2.9
유형자산감가상각비	1.8	1.7	1.9	2.0	1.8
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금수익비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
영업활동 자산부채변동	4.1	6.5	-0.4	3.2	7.6
매출채권 감소(증가)	-3.4	-0.8	-1.1	3.1	4.9
재고자산 감소(증가)	3.6	-2.6	0.9	-0.7	0.9
매입채무 증가(감소)	1.6	2.0	-0.6	-0.9	1.3
기타자산, 부채변동	2.2	7.9	0.4	1.7	0.5
투자활동 현금	-7.3	3.9	-6.7	-50.8	7.7
유형자산처분(취득)	-2.2	-1.1	-2.4	-4.6	-39.4
무형자산 감소(증가)	-3.3	-3.8	-0.8	-0.1	0.0
투자자산 감소(증가)	-4.5	9.2	-1.8	-48.0	49.5
기타투자활동	2.7	-0.5	-1.7	1.8	-2.4
재무활동 현금	-5.9	-16.0	-3.9	33.1	-10.8
차입금의 증가(감소)	-5.9	-12.8	0.0	37.8	0.0
자본의 증가(감소)	0.0	-3.2	-3.9	-4.7	-5.9
배당금의 지급	0.0	3.2	3.9	4.5	5.9
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	-0.1	-5.0
현금의 증가	1.8	0.7	-1.1	-1.0	8.2
기초현금	0.1	2.0	2.7	1.6	0.5
기말현금	2.0	2.7	1.6	0.5	8.8
NOPLAT	12.8	10.9	11.0	12.6	1.8
FCF	10.7	22.3	5.2	-33.4	19.5

자료: 이연제약, DS투자증권 리서치센터

Valuation Indicator					
(원, 배)	2014	2015	2016	2017	2018
투자지표 (x)					
P/E	23.3	43.1	26.2	21.7	208.5
P/B	1.7	2.2	1.6	1.3	1.3
P/S	2.4	4.3	2.3	2.2	2.3
EV/EBITDA	12.6	20.8	15.3	12.8	37.9
P/CF	19.4	41.1	22.9	19.6	66.3
배당수익률 (%)	0.0	0.0	2.1	2.1	3.0
성장성 (%)					
매출액	2.2	2.1	6.4	3.6	-2.6
영업이익	-4.1	18.6	-29.1	13.8	-84.6
세전이익	-17.4	36.6	-33.4	19.1	-94.8
당기순이익	2.7	-2.2	-5.6	20.4	-89.6
EPS	2.7	-2.2	-5.6	20.4	-89.6
안정성 (%)					
부채비율	23.0	19.8	17.0	32.4	34.5
유동비율	419.8	585.1	624.8	1,044.7	528.0
순차입금/자기자본(x)	-22.6	-18.1	-19.4	-22.6	-51.4
영업이익/금융비용(x)	75,312.	-	-	5,413.5	458.3
총차입금 (십억원)	14.8	2.0	2.0	34.0	35.3
순차입금 (십억원)	-35.1	-39.4	-34.8	-49.6	-115.9
주당지표(원)					
EPS	692	676	638	769	80
BPS	9,277	12,995	10,684	13,099	13,329
SPS	6,688	6,831	7,269	7,531	7,334
CFPS	829	710	731	851	252
DPS	250	300	350	350	500

자료: 이연제약, DS투자증권 리서치센터

이연제약(102460) 투자등급 및 목표주가 추이



제시일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	과리율 (%)	
				평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019-05-22	N.R	-	-	-	-

투자의견(향후 6~12개월간 주가 등락 기준)

투자의견(향후 6~12개월간 주가 등락 기준)			투자의견 비율 (%)
기업	STRONG BUY	+ 50 % 이상의 투자수익이 예상되는 경우	13.5
	BUY	+ 20% ~ + 50% 이내의 투자수익이 예상되는 경우	84.1
	HOLD	- 20% ~ + 20% 이내의 등락이 예상되는 경우	2.4
	SELL	-20% 미만의 증가하락이 예상되는 경우	0.0
업종	OVERWEIGHT	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견	
	NEUTRAL		
	UNDERWEIGHT		

주 : 기준일 2019. 04. 01.

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 오병용)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.