

2012

바이오업종전망

바이오가 미래다 !

Contents

I. Investment Summary	5
II. Valuation	9
III. 세포치료제 지속적 강세 전망	14
IV. 바이오산업 이제는 White, Green Bio로 확장이 필요	16
V. 투자유망종목	
치바이오앤 (085660/Buy/initiate, TP: 21,000원): 세포치료제 이제는 시장성을 생각할 때	22
LG생명과학 (068870/Buy/initiate, TP: 55,000원): 새로운 기회, 이제 시작이다	27
SK케미칼 (006120/Buy/initiate, TP: 100,000원): 바이오에너지 사업의 선두주자	34
이지바이오 (035810/Buy/initiate, TP: 5,500원): 애플리케이션에 대한 남보다 빠른 준비가 돋보인다	41
메디프론 (065650/Not Rated): 인구노령화 시대의 기대주	46

바이오가 미래다 !

2012년 바이오 산업은 헬스케어 중심에서 산업 영역을 확장 중

바이오 산업은 고부가가치, 고성장이 기대되는 산업으로서 바이오기술이 접목된 모든 영역을 의미한다. 지금까지 주식 시장에서 바이오는 바이오의약품, 세포치료제, 진단사업 등 헬스케어 중심의 Red Bio만을 의미했다. 그러나 바이오 기술에 의해 에너지대체나 식량의 생산성 향상 등을 목적으로 하는 새로운 바이오 영역이 등장하였으며 이것이 바로 White, Green Bio다.

White, Green Bio는 BT(bio tech)에 IT, NT(nano tech)가 결합된 비연관산업이라 여겨졌던 분야에서 태동하고 있는 바이오이며 대체에너지, 환경, 식량, 농업 등 타 산업과의 융합된 새로운 영역을 만들어 내고 있다. 이들 영역에 있는 회사들은 미래 인구 통계학상 변화와 이에 따른 자원고갈 문제 대비 등을 해결하고자 한다.

따라서 2012년에는 이러한 분야에서 외형성장은 물론 이익 성장이 빠르게 이루어지고 있거나, 각 분야 선두주자에 대한 관심이 필요한 때라고 판단한다.

바이오 업종에 대해 Overweight 의견 제시

세계 바이오 산업의 규모는 2005년 91억달러에서 2015년 309억달러로 10년간 연평균 13%(CAGR 2005-2015) 성장할 전망이다. 제약산업 성장 전망률이 약 7% 임에 비하면 월등한 수준의 고성장이다.

바이오산업의 성장을 전망하는 근거는 다음과 같다.

- 첫째, 중국, 중동, 러시아 등 선진국 이외 국가의 GDP가 빠르게 상승 중이며,
- 둘째, 노령 인구의 증가 및 자산에 대한 소유비중 증가로 건강 및 well-being 에 대한 관심 증가,
- 셋째, 각 국가의 유향에 대한 에너지 의존도를 낮추기 위한 에너지원 다변화 노력,
- 넷째, 곡물가격의 추세적 상승이 예상되는 가운데 국가의 식량 자급률을 높이기 위한 지원 확대 등이다.

그러나 바이오산업을 이끄는 2가지 축이 정부와 대기업 중심의 민간이기 때문에 각각의 정책, 전략 변화에 따라서 세부 산업의 성장 속도는 달라질 수 있다.

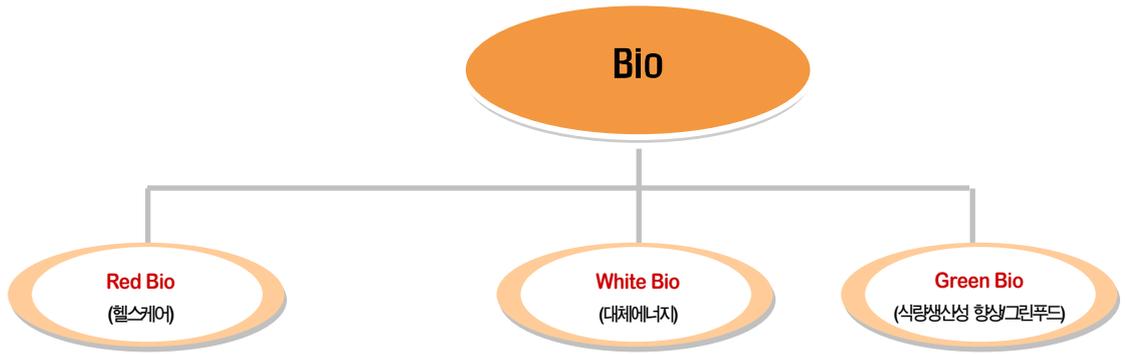
Top Picks: 차바이오앤, LG생명과학, SK케미칼, 이지바이오

매출액 및 수익성 개선뿐 아니라 R&D성과, 매니지먼트에 대한 신뢰성, 보유 현금 정도 등도 중요한 투자 판단 조건으로 봐야한다. 바이오회사들이 R&D결과를 도출하려면 투자 비용이 필요하기 때문이다. 특히 자본 대비 투자비가 클 경우에는 외부에서 자금조달을 해야만 한다. 따라서 2012년 연구 성과가 가시화 되기전까지는 구조적 risk가 낮은 회사들 중심으로 관심을 가져야 하며 이러한 요인들을 고려하여 바이오업종 Top picks로 차바이오, LG생명과학, SK케미칼, 이지바이오를 제시한다. 또한 현금 보유는 낮으나 향후 시간상 현금흐름 개선이 예상되는 메디프론을 차선호주로 추천한다.

종목명	코드	투자의견	목표주가 (원)	현주가 (원)	매출액(십억원)		영업이익(십억원)		PER(배)		ROE(%)	
					2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E	2011E	2012E
차바이오앤	085660	Buy	21,000	12,800	384.5	415.0	9.5	12.7	104.3	85.3	3.5	3.8
LG생명과학	068870	Buy	55,000	35,800	374.9	392.3	17.8	27.9	40.2	23.0	5.8	9.4
SK케미칼	006120	Buy	100,000	67,300	1,514.8	1,694.6	78.5	108.2	14.5	11.4	9.8	11.0
이지바이오	035810	Buy	5,500	3,045	84.9	93.9	14.2	15.9	4.8	4.3	19.0	18.3
메디프론	065650	Not Rated	Not Rated	9,990	12.8	18.9	1.0	4.9	240.5	48.4	2.7	12.2

주: 2011년 11월 18일 종가 기준

자료: 한화증권 리서치센터



예방
녹십자
LG생명과학
SK케미칼
의료기기 회사
마크로젠
뉴웍스
메디슨(비)

크리스탈 지노믹스
셀트리온
삼성바이오로직스
LG생명과학
한화케미칼(드림파마)
이수앱지스
바이로메드
차바이오 & 디오스텍
메디포스트
파미셀
알앤엘바이오
엔케이바이오
코오롱생명과학
세원셀론텍

SK케미칼
이지바이오

CJ제일제당
현대중공업
STX
이지바이오
팜스토리한농

진단
삼성테크윈
에스디(상폐)
씨젠
아이센스(비)
바이오니아
인포피아
나노엔텍

관리
유비케어
코오롱이넷
인성정보
비트컴퓨터
메디포스트(에임메드)

치료
한미약품, LG생명과학, 동아제약 등 전통 제약사
종근당바이오
바이오룩스텍(CRO)

I. Investment Summary

2012년 바이오 사업, 세포치료제 지속성장과 White, Green으로 영역 확대될 전망

건강보험 재정 적자폭이 커지고 있다. 이는 제약을 비롯한 헬스케어 산업에 대한 가격규제가 불가피해질 수 밖에 없음을 의미한다. 단기적으로 약가인하를 통한 단기 적자폭 완화가 시급한 정부는 현재 강력한 약가인하 정책을 펴고 있으며, 이로 인한 불안감은 제약산업 및 제약업종에 대한 부정적인 투자 심리로 이어지고 있다.

그러나 바이오 산업에 대한 상황은 사뭇 다르다. 바이오 관련주들이 시장을 크게 Outperform하면서 바이오 산업에 대한 재조명이 계속 되고 있다. 건강보험재정과는 연관성이 적은 영역에 속해 있으면서 각 국가 신성장 동력사업으로 선정되고 있기 때문에 한국정부도 바이오 산업에 대한 육성 정책을 지속적으로 펴고 있다. 정부정책 중심의 세포치료제, 바이오시밀러는 물론 삼성, LG, SK, 한화 그룹 등 민간기업 중심의 진단, u-healthcare 종목들이 관심의 중심에 있다.

그러나 정부지원이 Red Bio 영역의 헬스케어에 편중되면서 1차 산업중심의 White, Green Bio에 대한 산업 성장은 부진하였다. 늦은 감이 없지 않지만 이제 정부는 1차 산업에 대한 국가 경쟁력을 제고하고자 바이오매스를 활용한 대체에너지, 식량 자급률 증가를 위한 정책 및 지원책을 내놓고 있다.

바이오산업 연평균 성장률 13% (CAGR 2005~2015) 전망

세계 바이오 산업의 규모는 2005년 91억달러에서 2015년 309억달러로 10년간 연평균 13%(CAGR 2005-2015)성장할 전망이다. 제약산업 성장 전망률이 약 7% 임에 비하면 월등한 수준의 고성장이자다.

바이오산업의 성장을 전망하는 근거는 다음과 같다.

- 첫째, 중국, 중동, 러시아 등 선진국 이외 국가의 GDP가 빠르게 상승 중이며,
- 둘째, 노령 인구의 증가 및 자산에 대한 소비비중 증가로 건강 및 well-being 에 대한 관심 증가,
- 셋째, 각 국가의 유통에 대한 에너지 의존도를 낮추기 위한 에너지원 다변화 노력,
- 넷째, 곡물가격의 추세적 상승이 예상되는 가운데 국가의 식량 자급률을 높이기 위한 지원 확대 등이다.

다만 정부의 바이오산업에 대한 정책적 지원, 기술개발 속도 등에 따라서 편차가 있을 수 있어, 이에 적합한 대응이 필요하다.

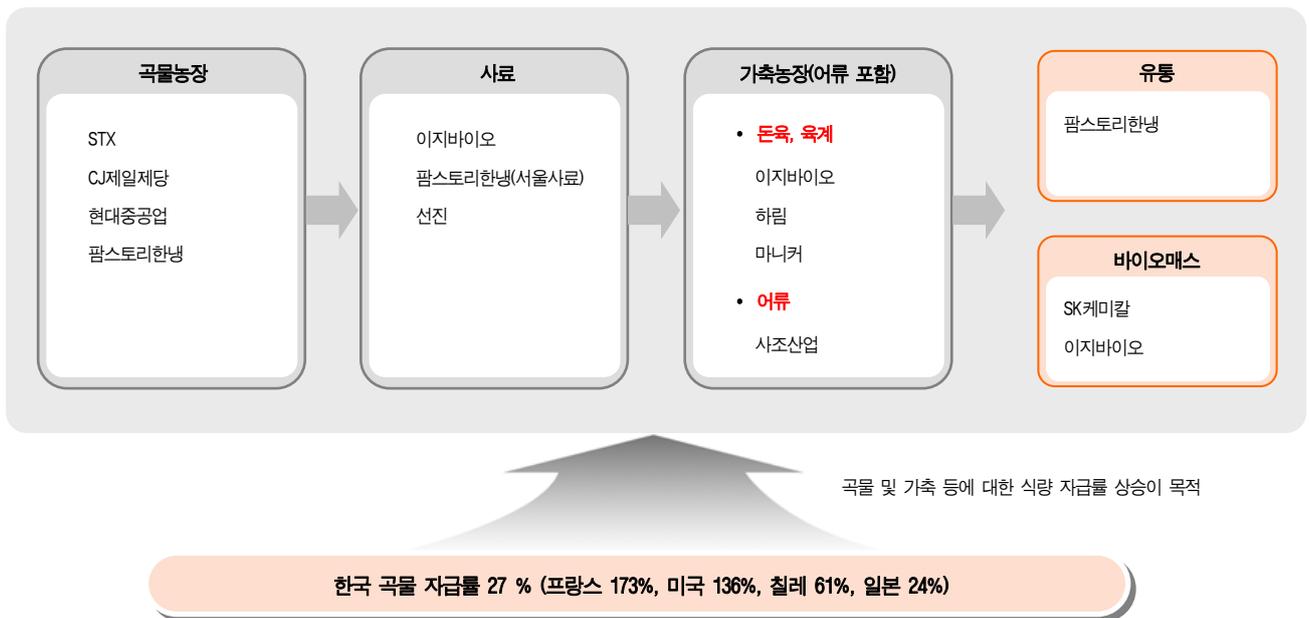
Top picks: 차바이오엔, LG생명과학, SK케미칼, 이지바이오

바이오산업에 대한 민간, 정부의 투자기간이 10년을 넘어서면서 가시적 성과가 나타나고 있다. 헬스케어 산업의 Red Bio뿐만 아니라 대체에너지 개발의 White Bio, 애그플레이션에 대비한 식량 안보 영역의 Green Bio에서도 성과가 나타나고 있다. 전통적 바이오 회사들의 실적이 가시화 되는 가운데 2012년에는 바이오 산업의 다변화 및 정책 변화가 예상된다.

우리는 바이오업종에 대해 Overweight 의견을 제시하며 특히 **1) 실적개선에 영향을 줄 수 있는 R&D 성과와 2) 국내 시장을 넘어 해외 시장으로의 시장다변화를 꾀할 수 있는 업체에 주목할 때라고 판단한다.** 바이오산업이 고부가가치, 고성장이 기대되는 산업임에는 분명하다. 그러나 R&D파이프라인에 대한 성과가 가시화되기 전에 바이오 회사들 대부분은 보유 현금 부족으로 투자비용 이슈에 직면하게 된다. 따라서 바이오 종목들 중에 R&D투자비용, 무형자산, 보유 현금, 과제 성공률 등이 R&D파이프라인의 연속성 측면에서 매우 중요한 요인이라 판단한다.

이러한 관점을 반영해 바이오업종 Top picks로 차바이오엔, LG생명과학, SK케미칼, 이지바이옌을 제시한다. 또한 현재 보유 현금이 낮지만 향후 일정상 현금흐름 개선이 예상되는 메디프론을 차선호주로 추천한다.

[그림1] White, Green 바이오 영역에 따른 분류



자료: 한화증권 리서치센터

차바이오엔: 바이오사업부의 턴어라운드 시작

차바이오엔은 배아줄기 세포치료제 연구를 기반으로 성체 줄기세포, 개량 신약을 R&D파이프라인으로 보유하고 있으며 이외는 별도로 병원사업을 영위하고 있는 토탈 의료 회사이다.

배아줄기세포 치료제인 RPE(망막퇴화 현상으로 인한 실명증, 스타가르트/노인성황반변성치료제) 과제의 미국 본 임상 중간결과가 성공적인 가운데 후기 임상을 진행하고 있다. 더불어 Montelukast 의 개량신약인 Montelukast OTF(천식치료제)의 한국시장 출시를 앞두고 있다. 한국시장에 대한 품목허가가 진행 중이며 오리지널 의약품인 Merck사의 싱클레어(Singulair) 특허가 완료되는 12월말 이후 출시가 가능할 것으로 예상된다.

동사에 대한 투자포인트는 첫째, 병원사업부의 안정적 성장으로 영업현금흐름이 개선되고 있고, 둘째, 개량신약인 Montelukast OTF 의 출시로 바이오사업부의 턴어라운드가 시작되며, 셋째, 동사가 헬스케어 산업 패러다임 변화를 주도하고 있다는 점이다. 또한 병원영리화 법안 추진이 가시화되면서 수익추구를 위해 질병진단 및 세포치료제 같은 고부가가치 사업을 활성화할 것이다. 동사는 이미 전문병원 중심으로 MSO(Management Service Organization)형태의 사업모델을 보유하고 있다.

LG생명과학: 바이오사업 강화와 신제품 출시 효과로 2012년 하반기 수익성 개선 전망

LG생명과학은 그 동안의 R&D성과를 바탕으로 2012년 하반기 2-3개의 신약을 출시할 수 있을 것으로 기대된다. 출시가 기대되는 신약은 Sr-hGH(일주일제형의 인성장호르몬), DPP-4 inhibitor(당뇨병치료제 신약), 다가백신이다.

Sr-hGH(일주일제형의 인성장호르몬)의 미국 출시를 위한 허가가 진행 중이며, 2012년 상반기 내 허가를 받고 미국시장을 위한 마케팅 파트너 선정을 마무리할 예정이다. 최근 소아용 임상 3상이 마무리 되면서 마케팅 파트너 선정 작업이 빠르게 진행되고 있다. 글로벌 당뇨병치료제 신약(DPP-4 inhibitor)의 경우 현재 3개국에서 임상 3상을 진행하고 있으며 해당 계열 내 3-4번째의 신약이 될 것이기 때문에 라이선싱 가치가 높다.

동사에 대한 투자포인트는 다음과 같다. 첫째, 국내 최고의 신약개발 경험과 바이오 R&D 연구인력 및 생산력 보유, 둘째, 동사의 백신사업은 경쟁사들의 PQ인증 박탈로 매우 유리한 상황이 되었다는 점, 셋째, 바이오의약품의 수출비중이 매출액의 45%가량으로 고부가가치 제품의 매출 증가로 고정비 감소 효과에 따른 영업이익 개선이 전망된다는 점이다.

SK케미칼: PETG 생산설비 증설효과, BD혼합사용 의무화로 그린케미칼 수익성 빠르게 개선

2011년 자회사 효과로 큰 폭의 순이익 개선이 가능했다면, 2012년에는 정부의 바이오디젤 관련 법안 상정과 매출 증가 및 PETG 증설효과로 본래의 업인 그린케미칼 사업부에서 빠른 수익성 개선이 예상된다. 동사는 PETG의 사용처 다변화에 따른 수요 증가에 따라 PET 설비의 전환을 통해 생산라인을 기존 5만톤 규모에서 12만톤으로 증설하고 있다. PET 대비 영업이익률이 2배 이상 높은 PETG(8~10%)는 생산 공정 개선으로 생산단가 인하에 성공하여 원가율 개선 효과가 기대된다. 2012년 공장 가동률을 75%로 가정하면 PETG사업의 매출액은 33.1%, 영업이익은 47.9% 증가할 것으로 전망된다.

동사에 대한 투자포인트는 첫째, 친환경 소재인 Super EP(PETG, PPS) 사업 확대와 바이오디젤(BD) 혼합 사용 의무화로 그린케미칼 사업부의 수익성 개선 예상되며, 둘째, LS사업부 SID530(항암제) 출시 및 SID 820(소화성궤양), SID710(치매패치)의 추가 라이선싱 아웃 기대되며, 셋째, 우량 자회사인 SK가스와 SK건설, 휴비스 등으로부터의 지분법 이익 증가로 P/E multiple 매력이 부각된다는 점이다.

이지바이오: 애그플레이션에 대한 수혜주이며 성장성과 Valuation 겸비

전 세계가 곡물가격 상승으로 식료품에서부터 일반소비재 물가까지 줄줄이 인상되는 이른바 애그플레이션(agriculture + inflation) 분위기에 휩싸이고 있다. 원인은 기상악화에 따른 농작물의 생산량 감소와 각국의 식량안보용 재고량 확보, 투기세력 등이며 무엇보다 바이오 에너지원으로 활용되는 새로운 사용처가 생겼다는 것이다. 이지바이오는 농장, 사료, 유통의 수직계열화 완성 이후 곡물가 상승에 대한 부담 및 고정비 감소를 통한 수익성 개선에 노력 중이다. 특히 M&A를 통한 operating cost 절감과 연해주, 아시아 등지 해외 곡물 사업 확대를 통해 수평적 사업 다각화를 진행하고 있어 안정적인 매출액 성장 및 수익성 개선이 예상된다. 곡물가격 상승은 2012년에도 사료산업 M/S변화에 영향을 줌과 동시에 1차 산업 통합화의 핵심변수가 될 것으로 전망된다.

동사에 대한 투자포인트 첫째, 생산 및 유통 중심의 축산업 수직계열화와 수평적 사업다각화 진행, 둘째, 해외 곡물사업 확대와 국내 사료시장 M&A를 통해 외형 성장 및 경쟁력 확보, 셋째, 가축분뇨를 활용한 바이오가스 생산 및 동물 백신 개발이다.

메디프론: 인구 노령화 시대 기대주

2012년 바이오 산업 내 예상되는 또 다른 테마는 복지이다. 복지라 함은 인간답게 살수 있는 물질적, 문화적 조건을 충족한 상태를 의미하며, 사회보장 개념이 등장하면서 국가적 정책이념으로 확대되었다. 주로 사회적 약자인 여성, 아이, 노령인구에 대한 복지를 말하게 되는데 이 중 노인질환의 대표인 치매에 대한 정부의 관리 법안이 2012년 3월 5일부터 시행을 앞두고 있다. 이 법은 치매의 예방, 진료, 요양 및 치매 퇴치를 위한 연구 등에 관한 정책을 종합적으로 수립, 시행함으로써 질병으로 인한 개인적 고통과 사회적 부담을 줄이겠다는 것을 목적으로 하고 있다.

메디프론은 알츠하이머성 치매 치료와 신경병성통증치료제를 주력으로 개발하고 있으며 바이오마커를 활용한 치매진단키트도 개발 중에 있다. 치매 진단키트는 여러 번 식약청과 출시를 위한 허가 절차를 진행하고 있으나 아직까지 식약청의 허가를 받지 못해 시장출시가 지연되고 있다. 그러나 뇌영상 촬영과의 비교자료 200건까지 제출된 상태라 식약청이 sensitivity(민감도, 환자가 질병에 걸렸을 확률) 82%, specificity(특이도, 환자가 질병에 걸리지 않았을 확률) 72%이상을 기준 이상으로 판정해준다면 출시에 문제가 없을 것이다. 진단 검사의 정확도는 이 두 가지의 조건부 확률에 의해서 결정된다.

진단키트가 출시되면 라이선싱을 통한 마일스톤 fee의 매출액 이외에 안정적인 수익이 가능해지며 cash flow에 대한 시장우려를 극복할 수 있게 된다. 따라서 2012년은 정책 관련 이슈뿐만 아니라 동사의 턴어라운드를 위한 중요한 한 해가 될 것이다.

II. Valuation

높은 프리미엄은 성장성에 대한 기대감의 표현

2011년 제약업종 평균 P/E 는 현재 17.6배 수준으로 MSCI Korea 지수대비 약 50.8%의 프리미엄을 받고 있다. 하지만 상위 제약회사들은 신약개발로 인한 R&D비용 증가와 매출 감소로 영업이익의 성장이 둔화되었으며 이로 인한 P/E multiple 논란에 시달리고 있다. 바이오 회사들도 이익증가 보다는 성장성에 대한 기대감이 강하게 반영되면서 고 P/E 논란이 지속되고 있다.

그러나 제약 및 바이오 회사에서 R&D비용 투자 없이 성장을 기대하기란 어렵다. 제약회사들이 국내 시장 위주에서 뒤늦게 해외시장으로의 진출을 준비하고 있는 반면 바이오 회사들은 해외시장을 주요 타겟 시장으로 보고 R&D연구를 하고 있기에 해외시장에 대한 성장 가능성을 기대하게 되는 것이다.

Top picks 기업에 대한 Valuation은 다음과 같다.

차바이오엔: 바이오사업부 턴어라운드 시작

차바이오엔에 대해 투자 의견 Buy 및 목표주가 21,000원으로 신규 커버리지를 개시한다.

목표주가는 2012년 EPS 150원에 과거 2년 세포치료제 회사들의 평균 P/E 146배를 적용하여 산출하였다. 국내 세포치료제 회사 중 이익을 실현하고 있는 몇 안 되는 회사로 세포치료제 출시 전까지 병원사업과 monteleukast OTF(천식치료제) 출시로 현금흐름의 개선이 빠르게 이루어질 것을 감안한다면, 동사의 현재 주가는 매력적인 구간이라고 판단된다. 물론 동사의 P/E가 결코 낮은 수준은 아니다. 하지만 valuation 은 2011년 P/E 104.3배, 2012년 85.3배, 2013년 61.7배로 빠르게 개선될 것으로 전망된다.

[표1] 주요 세포치료제 P/E

(단위: 배)

	2009	2010	2011E	2012E
차바이오엔	72.1	91.84	104.3	85.3
메디포스트	n/a	139.29	472.29	-
파미셀	n/a	n/a	n/a	-
알앤엘바이오	n/a	n/a	n/a	-

자료: Dataguide Pro, 한화증권 리서치센터 전망

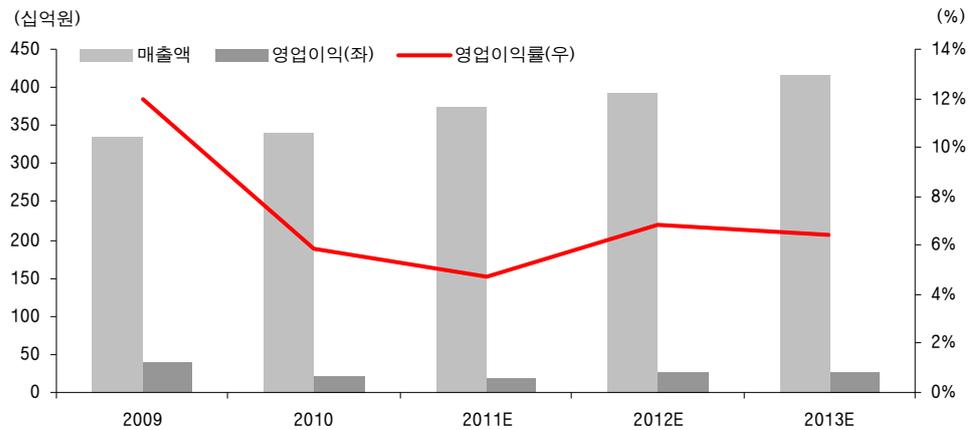
LG생명과학: 바이오회사로 재평가 필요, 시장 PER대비 높은 프리미엄은 당연

LG생명과학에 대해 투자의견 Buy 및 목표주가 55,000원으로 신규 커버리지를 개시한다.

동사는 순수 합성의약품 개발회사에서 현재 바이오의약품 개발 회사로 변모하고 있다. 전통적인 1세대 바이오의약품에서 2세대 바이오의약품과 1세대 바이오의약품의 advanced 제형으로 바이오 사업부의 전략이 바뀌고 있다. 또한 다수의 바이오시밀러와 바이오베터가 출시를 위한 임상 2상, 3상을 진행하고 있다. 따라서 바이오 의약품 회사들이 받고 있는 평균 P/E를 고려할 때, 동사의 높은 프리미엄은 당연하다. SR-hGH(일주일제형의 인성장호르몬), DPP-4 inhibitor(당뇨병치료제 신약)와 다가백신 등이 출시되는 2012년 중 동사의 수익성은 크게 개선될 것으로 예상된다. 더불어 국내 바이오의약품 개발 및 판매의 경험자로서 동사의 바이오 사업 확대에 의한 성장 잠재력은 매우 높다고 판단된다.

목표주가는 2012년 EPS 1,559원에 동사의 과거 3년간 평균 P/E 35배 적용하여 산출되었으며 현 주가 (11/18) 대비 40% 상승여력을 보유하고 있다.

[그림2] LG생명과학 매출 및 영업이익



자료: LG생명과학, 한화증권 리서치센터 전망

[표2] LG생명과학 사업부별 매출액 및 영업이익

(단위: 십억원)

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
매출액	334.7	341.0	374.9	392.3	415.7
의약품	277.4	277.7	292.6	309.8	332.9
정밀화학	57.3	63.3	82.3	82.5	82.7
영업이익	40.1	20.0	17.8	27.9	31.7
순이익	27.4	16.9	14.8	25.8	29.8

주: 2010년 실적부터 IFRS 기준

자료: LG생명과학, 한화증권 리서치센터 전망

SK케미칼: 2012년 성장을 이끌 PETG, BD(Bio Diesel)

SK케미칼에 대해 투자의견 Buy 및 목표주가 100,000원으로 신규 커버리지를 개시한다.

목표주가는 Sum-of-the-parts valuation으로 산출되었으며 2012년 P/E 11.4배 수준이다. 그린케미칼 사업부, LS사업부, 신규사업의 영업자산 가치와 SK가스, SK건설 등 자회사 가치는 각각의 사업부 성격에 따라 업종 평균 EV/EBITDA를 적용해 산출하였다.

동사는 2010년 12월 28일 SK가 보유 중이던 SK가스 지분 45.53%(392만 8,537주)를 매입한데 이어 2011년 1월 25일 SK건설 지분 7.38%를 시장에서 추가로 매입함으로써 SK건설에 대한 지분율을 동사 대주주의 지분을 포함, 35.03%로 높였다. 이를 통해 2011년부터 연결기준 현금흐름이 개선되며 지분법 수익이 크게 증가하였다. SK가스로부터의 지분법 이익은 2011년 465억원, 2012년 497억원, SK건설로부터의 지분법 이익은 2011년 223억원, 2012년 367억원으로 예상되며 이는 2012년 순이익 비중 약 65.6%에 해당하는 수준이다.

현재 동사의 주가는 2012년 기준 P/E 11.4배로 SK가스 인수 이전 P/E와 비교하면 밸류에이션 매력도가 높아졌다. 2012년 PETG 설비 증설이 완료되면 하반기부터 생산량 및 판매량이 증가하여 동사의 수익성은 크게 개선될 것으로 예상된다. 게다가 2012년부터 시행되는 바이오디젤 혼합 의무화로 면세혜택이 사라지더라도 생산에 대한 경쟁우위를 보유한 동사에 절대적 유리한 상황이라 판단된다. 경유의 공장도 가격 인상(BD5기준 리터당 11.63원)을 부담하게 될 정유사가 결국 생산업체간 경쟁을 통해 가격을 인하하려고 할 것이기 때문이다.

[표3] SK케미칼 사업부별 매출 및 영업이익 전망

(단위: 십억원)

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
매출액					
Green Chemicals	906.9	919.3	1,015.2	1,167.2	1,382.3
Life Science	307.8	350.1	389.7	443.1	502.4
기타	61.8	65.0	76.6	84.3	92.7
영업이익	84.3	68.2	78.5	108.2	130.1
순이익	124.5	273.8	98.3	124.8	152.6

자료: SK케미칼, 한화증권 리서치센터 전망

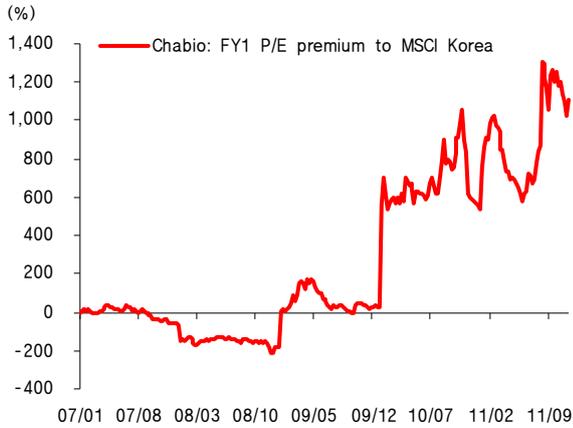
이지바이오: 애플리케이션에 대비 해외곡물 사업 확대

이지바이오에 대해 투자의견 Buy 및 목표주가 5,500원으로 신규 커버리지를 개시한다.

목표주가는 2012년 EPS 701원에 음식료 섹터 평균 P/E multiple 11.2배에 30%할인을 적용하여 산출되었으며, 이는 현주가(11/18) 대비 80.6%의 상승여력이 있다.

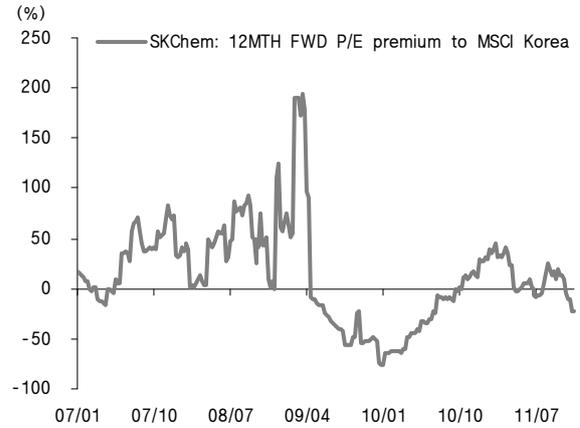
동사는 농장, 사료, 유통의 수직계열화 완성 이후 곡물가 상승에 대한 부담 및 고정비 감소를 통한 수익성 개선에 노력 중이며, M&A를 통한 operating cost 절감과 연해주, 아시아 등지 해외 곡물 사업 확대를 통해 수평적 사업 다각화를 진행하고 있어 안정적인 매출액 성장 및 수익성 개선이 예상된다. 곡물사업, 줄기세포 등의 성장 동력을 확보하였음에도 불구하고 2012년 예상실적 기준 P/E 4.3배로 음식료 기업대비 매우 저평가된 수준으로 판단된다.

[그림3] 차바이오텍 MSCI Korea 대비 P/E Premium



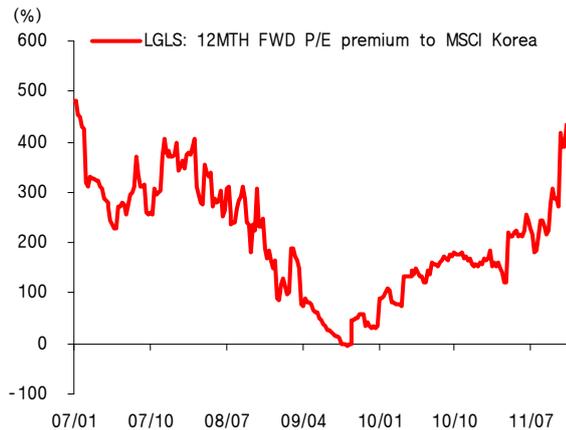
주: 차바이오텍의 시장대비 P/E Premium은 FY1 P/E 기준
 자료: Dataguide Pro, 한화증권 리서치센터

[그림4] SK케미칼 MSCI Korea 대비 P/E Premium



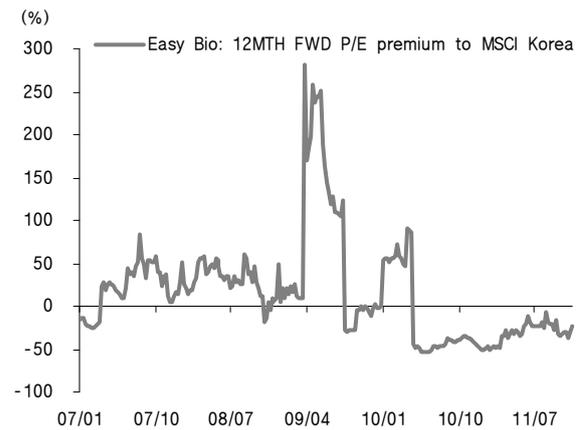
자료: Thomson Reuters, 한화증권 리서치센터

[그림5] LG생명과학 MSCI Korea 대비 P/E Premium



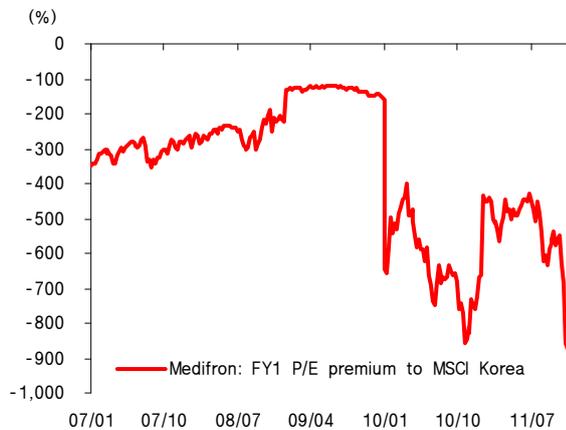
자료: Thomson Reuters, 한화증권 리서치센터

[그림6] 이지바이오 MSCI Korea 대비 P/E Premium



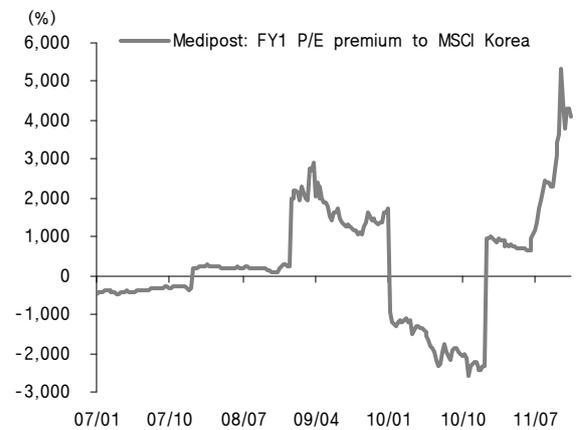
자료: Thomson Reuters, 한화증권 리서치센터

[그림7] 메디프론 MSCI Korea 대비 P/E Premium



주: 메디프론의 시장대비 P/E premium은 FY1 P/E 기준
 자료: Dataguide Pro, 한화증권 리서치센터

[그림8] 메디포스트 MSCI Korea 대비 P/E Premium



주: 메디포스트의 시장대비 P/E premium은 FY1 P/E 기준
 자료: Dataguide Pro, 한화증권 리서치센터

[표4] 바이오 업체들의 투자지표

		차바이오앤		LG생명과학		SK케미칼		이지바이오		메디프론		메디포스트		셀트리온		하림	
		한국		한국		한국		한국		한국		한국		한국		한국	
국적		K-IFRS(연결)		K-IFRS(연결)		K-IFRS(별도)		K-IFRS(별도)		K-IFRS(별도)		K-IFRS(별도)		K-IFRS(별도)		K-GAAP(개별)	
회계기준	(Bloomberg)	085660 KS	068870 KS	006120 KS	035810 KS	065650 KS	078160 KS	068270 KS	136480 KS								
현재가	(원)	12,800	35,800	67,300	3,045	9,990	141,000	37,150	4,850								
시가총액	(십억원)	819.4	593.5	1,402.7	140.1	246.5	1,004.8	4,328.8	261.6								
베타	(배)	1.64	0.79	0.71	1.05	1.34	1.86	1.00	0.76								
매출액 (십억원)	2010	384.5	374.9	1,514.8	84.9	12.3	18.1	180.9	N/A								
	2011E	415.0	392.3	1,694.6	93.9	12.8	25.4	283.5	731.3								
	2012E	477.5	415.7	1,977.5	98.2	18.9	-	372.7	845.7								
영업이익 (십억원)	2010	9.5	17.8	78.5	14.2	0.0	1.6	106.6	N/A								
	2011E	12.7	27.9	108.2	15.9	1.0	3.8	171.0	59.9								
	2012E	15.6	31.7	130.1	16.6	4.9	-	219.1	74.9								
순이익 (십억원)	2010	7.1	14.8	98.3	28.6	-2.4	1.9	108.4	N/A								
	2011E	9.6	25.8	124.8	31.5	1.0	5.7	161.3	47.1								
	2012E	13.2	29.8	152.6	35.2	5.0	-	202.3	57.8								
EPS (원)	2010	122.7	891.1	4,642.5	639.7	-112.0	300.0	945.8	N/A								
	2011E	150.0	1,558.7	5,909.6	701.4	42.0	891.0	1,386.0	873.0								
	2012E	207.5	1,798.8	7,242.2	783.6	206.0	-	1,736.0	1,071.0								
영업이익률 (%)	2010	2.5	4.7	5.2	16.7	0.0	8.8	58.9	N/A								
	2011E	3.1	7.1	6.4	16.9	7.8	15.0	60.3	8.2								
	2012E	3.3	7.6	6.6	16.9	25.9	-	58.8	8.9								
순이익률 (%)	2010	1.8	3.9	6.5	33.7	-19.5	10.5	59.9	N/A								
	2011E	2.3	6.6	7.4	33.5	7.8	22.4	56.9	6.4								
	2012E	2.8	7.2	7.7	35.8	26.5	-	54.3	6.8								
ROE (%)	2010	3.5	5.8	9.8	19.0	-7.2	3.5	20.3	N/A								
	2011E	3.8	9.4	11.0	18.3	2.7	6.6	18.9	-								
	2012E	5.0	9.9	12.1	17.4	12.2	-	20.1	-								
PER (배)	2010	104.3	40.2	14.5	4.8	N/A	140.8	35.4	N/A								
	2011E	85.3	23.0	11.4	4.3	240.5	158.3	26.8	5.6								
	2012E	61.7	19.9	9.3	3.9	48.4	-	21.4	4.5								
PBR (배)	2010	3.3	2.3	1.5	0.9	2.9	4.8	5.0	N/A								
	2011E	3.2	2.1	1.3	0.7	6.3	7.9	4.7	-								
	2012E	3.0	1.9	1.2	0.6	5.6	-	5.1	-								

주: 1) 2011년 11월 18일 증가 기준 2) 차바이오앤, LG생명과학, SK케미칼, 이지바이오, 메디프론은 당사 추정치 기준

3) 하림은 2011년 1월 풀하림에서 인적분할되어 하림홀딩스와 하림으로 분할된 후 2011년 5월 2일 재상장

자료: Dataguide Pro, 한화증권 리서치센터

[표5] Peer Analysis - 업체들의 Share Performance

		차바이오앤	LG생명과학	SK케미칼	이지바이오	메디프론	메디포스트	셀트리온	하림
주가(11월 18일)		12,800	35,800	67,300	3,045	9,990	141,000	37,150	4,850
시가총액(십억원)		819.4	593.5	1,402.7	140.1	246.5	1,004.8	4,328.8	261.6
절대수익률 (%)	1 Week	7.56	-0.97	0.00	5.73	2.15	-9.56	-1.46	-1.52
	1 Month	-10.49	-8.67	-4.67	13.41	63.77	-29.15	-10.27	3.30
	3 Months	-3.40	-11.60	-20.73	-8.83	56.83	56.42	-20.11	-23.98
	6 Months	40.66	-16.36	-1.90	-2.87	91.38	341.76	8.63	-26.63
	1 Year	33.60	-22.93	12.17	34.14	85.00	301.60	18.31	N/A

자료: Dataguide Pro, 한화증권 리서치센터

[표6] Global Peer Analysis - Market Valuation

(단위: 배, %)

		KOSPI	Dow Jones	S&P 500	SMI	FTSE 100	CAC 40
P/E	2010	14.8	13.4	14.9	14.4	13.5	12.9
	2011E	9.5	12.1	12.3	11.9	9.4	8.4
	2012E	8.3	11.0	11.1	10.6	8.7	8.0
P/B	2011E	1.2	2.4	1.9	1.8	1.5	0.9
P/Sales	2011E	0.5	1.2	1.2	1.5	0.9	0.6
P/Cash	2011E	5.3	1.2	8.2	9.9	6.4	4.5
EV/EBITDA	2011E	8.3	7.7	8.5	12.4	7.3	14.3
Div.Yield	2011E	1.6	2.7	2.2	4.0	4.2	5.3

자료: Bloomberg, 한화증권 리서치센터

III. 세포치료제 지속적 강세 전망

세포치료제, 바이오 의약품에 대한 정부지원은 지속될 예정

당사는 Red Bio의 영역인 헬스케어를 예방 → 진단 → 치료 → 관리의 value chain 으로 설명하고 있다. 예방 및 진단 사업은 대기업의 사업화 의지가 매우 강한 반면 치료와 관리는 정부의 시장 확대 의지가 강한 사업이다. 일반 제네릭 의약품의 가격 인하를 통해 확보되는 예산으로 치료효과가 월등하다 판단되는 바이오 의약품이나 질병을 예방, 진단, 관리하는 신규 정부과제들이 증가할 것으로 예상된다.

그런데 정부 정책에서 우리가 주목할 것이 있다. 각 국가 바이오 산업의 기술 척도로 항상 언급되는 것이 세포치료제라는 것이다. 지난 9월 16일 식약청은 정부의 줄기세포 산업 육성·촉진에 따라 줄기세포 유래 의약품에 대한 허가심사 규정을 완화하는 내용을 담은 약사법 시행규칙 개정안을 하반기 중 고시할 것으로 결정하였다. 따라서 향후 줄기세포 치료제의 임상 진행 및 시판 허가가 빨라질 수 있을 전망이다. 더불어 바이오 의약품 개발을 통해 해외진출 가능한 기업에 대한 지원이 확대될 것이다.

바이오 산업은 특성상 기대수익(Return)과 잠재위험(Risk)간의 함수 관계가 성립한다. 바이오 신약이 High Risk-High Return 인 것에 비해 세포치료제는 상대적으로 잠재위험이 낮다. 이는 세포치료제가 자가유래나 타가유래세포 등 보통은 기능이 밝혀진 세포를 기반으로 개발하고 있고, 안전성을 바탕으로 한 보다 효율적인 측면에서의 연구가 집중되고 있기 때문이다.

선진국을 비롯하여 세계 시장에서 임상단계를 거쳐 제품화된 세포 치료제는 대부분 무릎연골 재생, 피부 상처, 및 화상 치료제 골세포 치료제 등을 적응증으로 하는 자가유래 치료제이다. Genzyme, Isotis, ACT, Celgene, Genzyme, Dendreon, Geron 등 수십 개 업체가 각축을 벌이고 있고 한국업체들도 해외시장으로의 진출을 위해 진행 중이다. 세포치료제의 대표적인 제품으로는 Genzyme의 자가연골 세포치료제 'Carticel', Isotis의 피부 치료제 Alloxx, Dendreon의 Provenge 등이 있으나 대체 치료법이 존재하고 있어 큰 성장을 하지 못했다.

전 세계적으로 약 400여건의 줄기세포 치료제가 임상단계 2상에 진입해 있다. Osiris Therapeutics는 주로 성체 줄기세포를 이용하여 세포치료제를 개발 중이며 현재 3개의 과제가 임상 1, 2, 3상을 진행 중이다. Neuralstem은 루게릭 환자에 대한 신경줄기세포치료제의 임상 1상을 진행 중이다.

국내에서는 파미셀의 하티셀그램-AMI(심근경색, 자가골수 유래 중간엽 줄기세포치료제)가 시장에 출시되었으며, 메디포스트의 카티스템 역시 임상 3상을 완료하고 국내 시판을 위한 판매 허가 승인을 진행하고 있다. 차바이오는 미국 임상과 한국임상을 동시에 진행하고 있으며 RPE(망막퇴화 실명증, 스타가르트/노인성황반변성치료제, 배이줄기 세포치료제) 과제의 후기 본 임상을 진행 중이다.

[표7] 각사 주요 R&D파이프라인 정리

Company	Product	Application	Development Stage
Geron	Imetelstat (GRN163L)	Chronic Lymphoproliferative Disease	Phase I Trial (single agent)
		Refractory or Relapsed Solid Tumor Malignancies	Phase I Trial (single agent)
		Refractory or Relapsed Multiple Myeloma	Phase I Trial (single agent)
		Metastatic Non-small cell Lung Cancer	Phase I Trial (combination)
		Metastatic Breast Cancer	Phase I/II Trial (combination)
		Multiple Myeloma	Phase I Trial (combination)
	GRNVAC1	Acute Myelogenous Leukemia (AML)	Phase II Trial
Osiris	Prochymal	Steroid-Refractory Acute GvHD	Phase III Trial
		Newly Diagnosed Acute GvHD	Phase III Trial
		Crohn's Disease	Phase III Trial
		Type I Diabetes mellitus (protection of islet cells)	Phase II Trial
		Cardiac (repair of heart tissue following acute myocardial infarction(Heart attack))	Phase II Trial
Neuralstem	Spinal cord stem cells	Amyotrophic Lateral Sclerosis or Lou Gehrig's Disease	Phase I Trial
	Neural stem therapy platform	Chronic spinal cord injury	Phase I Trial
	Neurogenic small molecule drug	Brain cells injury	Preclinical pharmaceutical program
ACT	Myoblast Program	Heart failure	Phase I Trial
	Retinal pigment epithelium (RPE) program	Visual function restoration	Preclinical Trial (pre-IND meeting with FDA completed)
	Hemangioblast Program	Vascular damage repair	IND with FDA
Dendreon	Provenge TM	Early Prostate Cancer (non-metastatic)	Phase IIIB Trial
		Advanced Prostate Cancer	Phase III Trial
	ProvengeR (Sipuleucel-T)	Prostate Cancer (NeoACT)	Phase II Trial
Aastrom Biosciences	Catheter-based Cardiac Repair cell (CRC) treatment	Heart failure due to dilated cardiomyopathy (Ischemic or Non-Ischemic)	Phase II Trial
	Catheter-based Cardiac Repair cell (CRC) treatment (IMPACT-DCM)	Heart failure due to dilated cardiomyopathy (Ischemic or Non-Ischemic)	Phase II Trial
	Vascular Repair cell treatment	Peripheral vascular disease-related critical limb Ischemia	Phase IIB Trial
		Diabetes with Ischemia-induced chronic tissue ulcers affecting the lower limbs (Diabetic Foot syndrome)	Phase I/II Trial (single centre)
Genzyme	Mozobil (G-CSF + Plerixafor)	Autologous transplantation in patients with non-Hodgkin's lymphoma and multiple myeloma	Preclinical
	Carticel	Articular cartilage knee defects (knee repair)	Phase IV
Celgene Corp	PDA001	Crohn's Disease	Phase II Trial
		Multiple Sclerosis, Ulcerative colitis	Preclinical Trial
StemCells	HuCNS-SC®	Neuronal Ceroid Lipofuscinosis (NCL)- Brain disorder I children	Phase I
		Pelizaeus-Merzbacher Disease (myelination disorder)	Phase I

자료: 각사 Annual report, US National Institutes of Health (ClinicalTrials.gov), FDA, 한화증권 리서치센터

IV. 바이오산업 이제는 White, Green Bio로 확장이 필요

제약산업은 정부의 가격 정책 리스크로 인해 시장의 관심에서 점점 멀어지고 있는 반면, 바이오 산업에 대한 관심은 크게 증가하고 있다. 바이오 산업이 주목 받는 이유는 의약품뿐 만 아니라 진단, 의료장비, 의료서비스, 대체에너지, 곡물 생산성 증가를 위한 종자 개량 및 바이오 푸드 등 시장이 매우 넓다는데 있다. 특히나 합성의약품에서 새로운 신약 후보 물질을 찾기 어려워지고 약 10년이라는 개발 기간 동안의 R&D비용에 대한 투자비 회수를 장담할 수 없다. 반면, 바이오 의약품은 높은 성장성과 개발 및 생산 가능한 회사들의 수가 제한적이라는 점 때문에 합성의약품 대비 시장 독점이 가능하다는 커다란 장점이 있다.

기획재정부의 신성장 동력 산업 육성책과 더불어 복지부도 약가인하, 리베이트 등 제도적 감시로 단기 제약산업 성장을 저해하는 정책에서 벗어나 해외진출을 통해 성장을 도모하는 제약, 바이오 기업에 대한 지원을 강화할 방침이다. 물론 그 동안 정부 정책 지원은 바이오시밀러, U-헬스케어, 세포치료제 등 병원 중심의 Red Bio 영역에 편중되어 왔으며 이에 따라 우리나라의 1차 산업을 기반으로 하는 White, Green Bio산업은 상대적으로 발전하지 못하였다. 그러나 바이오 산업에 대한 영역 확장이 이루어지고 있으며 정부 정책도 균형있는 산업 발전을 이루기 위해 변화하고 있다.

White 및 Green Bio에 대한 지원 확대될 전망

바이오매스 자원은 재생이 가능하며 또 광역분산형의 자원으로서 지역 에너지원으로서 주목받고 있다. 에너지원으로서의 바이오매스의 장점은 에너지를 저장할 수 있다는 점, 재생이 가능하다는 점, 물과 온도 조건만 충족하면 어느 곳에서나 얻을 수 있다는 점, 다른 에너지원 대비 환경친화적이라는 점이다.

이 때문에 정부의 White, Green Bio에 대한 산업 육성 정책이 확대되고 있다. 지식경제부는 2012년부터 모든 경유에 대해 바이오디젤 혼합을 의무화하고 이에 대한 법제화를 추진하겠다고 밝혔다. 현행 권장사항인 혼합사용을 의무사항으로 법제화 하는 대신 바이오디젤에 대한 유류세 면세혜택은 폐지하겠다고 하는데 이는 중소기업 육성에서 한걸음 더 나아가 에너지원 다양화, 환경개선을 목적으로 바이오디젤 산업을 육성하겠다는 의지로 판단된다.

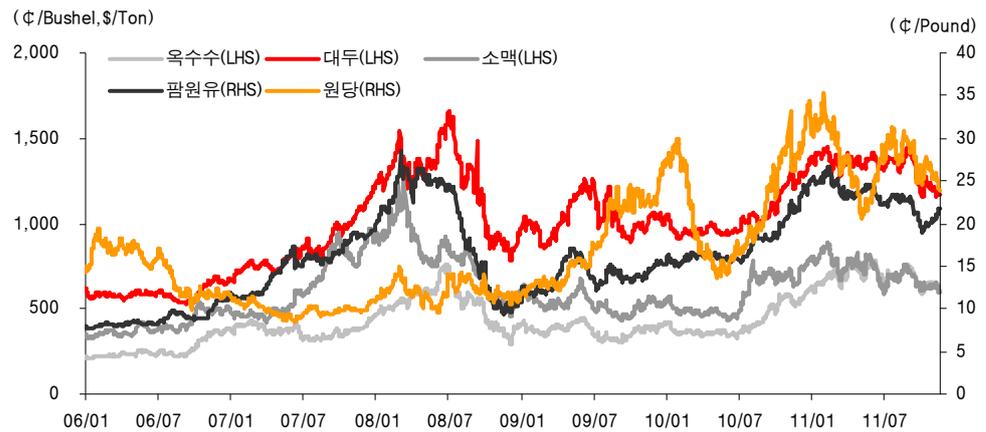
유류세 면세혜택이 사라지면 경유의 공장도가격은 BD5(5%) 기준 리터당 약 11.63원 상승할 것이며, 가격 인상분에 대한 부담은 정유사가 지게 될 것이다. 다만 정유사는 업체간 경쟁을 통해 가격을 인하하려고 할 것이기 때문에 생산에 대한 경쟁우위를 보유한 SK케미칼에 절대적 유리한 상황이 되고 있는데 이는 동사의 바이오디젤이 commodity 가격변동에 따른 부담이 없는 부산물을 활용하기 때문에 원료가 변동에 대한 부담이 상대적으로 작기 때문이다. 현재 생산 규모는 연 12만톤으로 가동률은 2010년 기준 80% 수준이다.

곡물가격 상승 추세 속에 에너지원 다양화 및 애그플레이션 가능

세계 3위 밀 수출국인 러시아가 2010년 가뭄과 폭염 피해로 모든 곡물의 수출을 중단하였다가 2011년 7월 이후 수출을 재개하였다. 미국 시카고상품거래소의 국제 밀값은 7월에만 42%가 올랐고, 옥수수 대두 가격 역시 51년 만에 최고수준이다. 이렇듯 전 세계가 곡물가격 상승으로 식료품에서부터 일반소비재 물가까지 줄줄이 인상되는 애그플레이션(agriculture + inflation) 분위기에 휩싸이고 있다. 원인은 기상악화에 따른 농작물의 생산량 감소와 각국의 식량안보용 재고량 확보, 투기세력 등으로 지적되고 있는데, 우리는 특히 바이오 에너지원으로 활용되는 새로운 사용처가 생겼다는 점에 주목한다.

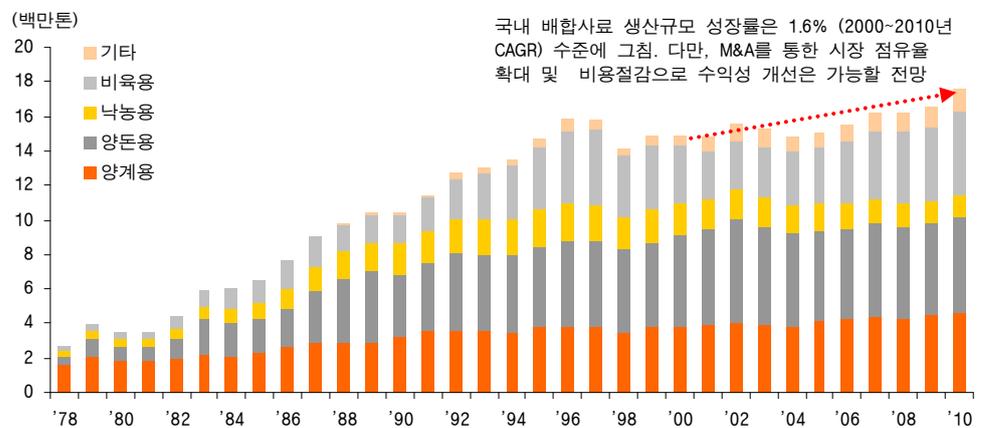
이러한 상황에서 지난 7월 10일 농림수산식품부는 식량안보 강화 일환으로 식량 지급률 목표치 재설정 및 자급률 제고 방안을 발표하고 2020년까지 10조원을 투자할 계획이라 밝혔다. 최근 해외곡물 자원 생산 기반 및 조달망 확보 전략을 마련한바 있는 정부의 국내 1차 산업 육성에 대한 의지를 재확인하였다. 정부의 식량 안보 강화방안 이전 해외곡물 개발에 적극적 나서고 있는 이지바이오는 러시아 연해주 경작 규모 확대와 아시아로 지역 확대를 통해 각 국가 정책 리스크를 회피하기 위한 사업 확장을 진행하고 있다.

[그림9] 곡물가격 추세적 상승



자료: Bloomberg, 한화증권 리서치센터

[그림10] 사료시장 M/S확대와 Cost reduction으로



자료: 통계청, 농림수산식품부 축산정책관실 축산경영과, 한화증권 리서치센터

2012년 정책이슈, 1) 복지

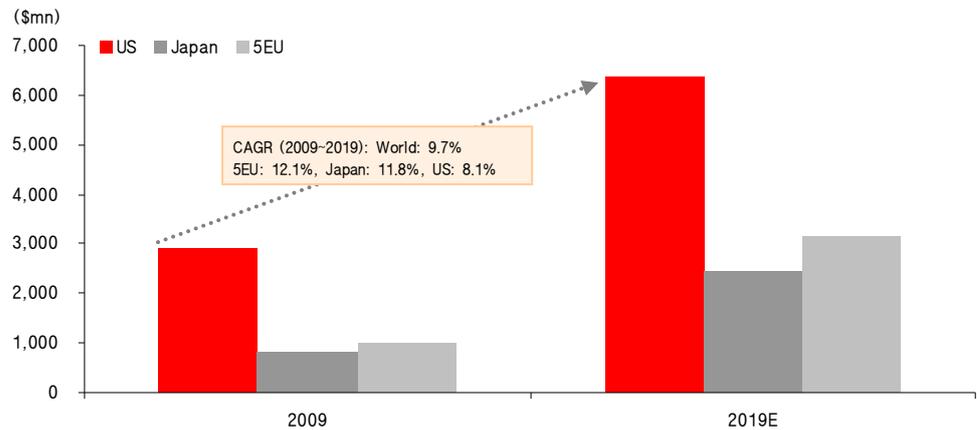
또한 2012년 정부 정책과 관련해서 1) 복지와 2) 환경이슈 및 대체 에너지화가 주목을 받을 것으로 전망한다.

복지에는 노령화 관련 여러 사업이 해당 될 수 있다. 의료서비스에서 진단 사업에까지 포괄적으로 적용되는데 특히 우리는 노인성 질환으로 알려진 알츠하이머(치매) 치료신약, 진단 키트 및 노인 생활 보조 장비개발이 빨라질 수 있을 것으로 예상된다. 치매는 65세 이상 노령인구에서 주로 발생하며, 시장규모는 2009년 47억달러에서 2019년 119억달러로 성장할 전망이다(CAGR 9.7%)이다. 현재까지 치료제는 증세 완화 목적이며 치료제로서의 역할이 미미하기 때문에 다국적 제약사들이 치매치료제 시장의 가능성과 성장성에 집중하고 있다.

메디프론은 치매 관련 신약개발 바이오 업체 중 유일하게 다국적 제약사에 라이선싱 아웃을 성공하면서 주목받았다. 그러나 라이선싱 이외에 안정적인 매출원이 없다는 현금흐름상 risk를 동시에 가지고 있어 주가 흐름이 안정적이지 못하였다. 다행스러운 건 지연되고 있던 치매 진단키트 식약청 허가가 마무리 단계로 접어들어 2012년에는 시장 출시가 가능할 것으로 보인다는 점이다. 과거 진단의 정확성에 대한 우려가 있었으나 질병 판단 의료장비와의 교차 실험을 진행하여 정확성을 높였다.

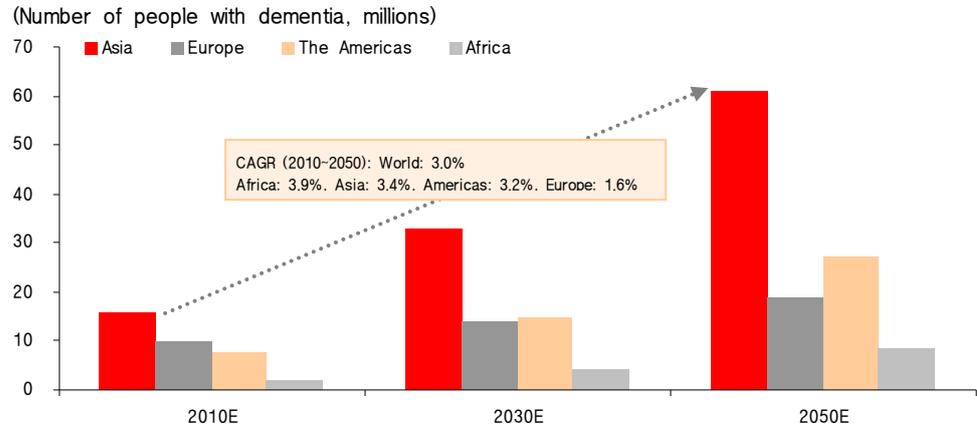
한편 2011년 내 독일 회사 그루넨탈에 라이선싱 아웃한 신경병증성 통증과제 임상 1상 진행으로 마일스톤비가 매출액에 반영될 예정이어서 진단키트 출시 전 동사의 현금흐름이 개선될 수 있을 것으로 예상된다. 다만 Roche로 라이선싱한 Rage modulator 과제는 아직까지 전임상의 독성 실험이 진행되고 있어 임상 1상 진입에 다른 running royalty가 들어오기까지는 시간이 걸릴 것이다.

[그림11] 전세계 치매 시장 규모 전망



주: 5EU는 영국, 프랑스, 독일, 이탈리아, 스페인을 포함
 자료: IMS Health, Datamonitor, 한화증권 리서치센터

[그림12] 전 세계 치매 환자수 지속적으로 증가할 전망



주: 알츠하이머는 가장 흔한 치매의 원인질환으로 약 70% 이상을 차지
자료: Alzheimer's Association, 한화증권 리서치센터

2012년 정책이슈, 2) 해양 배출 금지법

2012년 해양 배출 금지법이 시행된다. 정부는 하수 오니와 가축분뇨는 2012년부터, 음식료 폐수는 2013년부터 해양투기를 전면 금지하는 내용의 관련법 시행령을 입법예고 하였다. 관련 시행법이 나온 배경은 1972년 런던협약과 런던의정서로 거슬러 올라간다. 1960년대 발트해에서 고농도 비소가 검출되면서 주변 국가간의 환경 분쟁을 야기했고 1972년 런던협약으로 이어졌다. 1996년 11월에 런던의정서가 채택되면서 2006년부터 발효되었는데 우리나라는 2009년에 가입하였으며 일정에 따라 2012년부터 순차적으로 해양 투기가 금지된다.

1988년 해양투기가 시작된 이후 24년간 1억 2,300만톤 이상의 폐기물이 바다에 버려졌다. 국토해양부에 따르면 2010년 바다에 버려진 폐기물은 448만 톤으로 이 중 음식물폐수가 24.5%, 하수오니 24.3%, 가축분뇨 23.3% 등으로 높은 비중을 차지하였다. 아직 시장규모에 대한 예측이 어렵지만 설비투자과 운영권 사업이라는 새로운 시장이 열리게 될 것이다. 이지바이오는 가축분뇨를 이용한 바이오가스를 개발 및 생산하고 있다. 이는 국내에서 상업적 규모로 가동되고 있는 유일한 바이오가스플랜트로 1일 100톤 이상 처리 가능한 규모이다.

www.koreastock.co.kr

Your Dreamworld, **HANWHA** | 당신 꿈에 가까이~

V. 투자유망종목

차바이오엔 (085660/Buy): 세포치료제 이제는 시장성을 생각할 때

LG생명과학 (068870/Buy): 새로운 기회, 이제 시작이다

SK케미칼 (006120/Buy): 바이오에너지 사업의 선두주자

이지바이오 (035810/Buy): 애플리케이션에 대한 남보다 빠른 준비가 돋보인다

메디프론 (065650/Not Rated): 인구노령화 시대의 기대주

Analyst 김나연 | 02.3772-7160
irene.kim@koreastock.co.kr

차바이오앤 (085660)

Buy (initiate)

목표주가: 21,000원
주가(11/18): 12,800원

Stock Data

KOSDAQ(11/18)	503.09pt
시가총액	8,194억원
발행주식수	64,018주
52주 최고가/최저가	15,250/7,870원
90일 일평균거래대금	835.18억원
외국인 지분율	1.7%
배당수익률(11.12E)	0.0%
BPS(11.12E)	3,893원

KOSDAQ대비 상대수익률	1개월	-14.6%
	3개월	-2.5%
	6개월	39.8%

주주구성

차광철외 31인	32.4%
자기주식	8.1%

세포치료제 이제는 시장성을 생각할 때

투자의견 Buy, 목표주가 21,000원 신규 제시

목표주가는 2012년 EPS 150원에 과거 2년 세포치료제 회사들의 평균 P/E 146배를 적용하여 산출. 물론 동사의 P/E가 결코 낮은 수준은 아니나 2012년, 2013년 P/E 85.3배, 61.7배로 빠르게 개선될 것으로 전망. 국내 세포치료제 회사 중 이익을 시험하고 있는 몇 안 되는 회사로 세포치료제 출시 전까지 병원사업과 montelukast OTF(천식치료제) 출시로 현금흐름의 개선이 빠르게 이루어질 것을 감안한다면 매력적인 구간이라고 판단

바이오사업 턴어라운드 시작

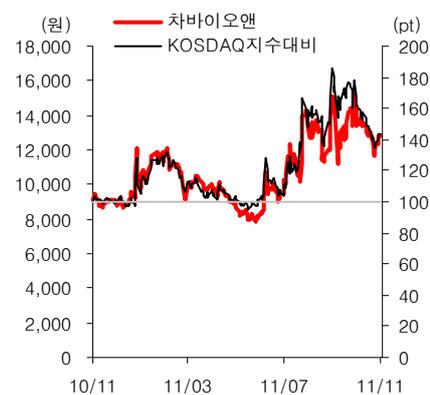
2012년 Montelukast OTF(천식치료제)의 출시와 병원사업부의 안정적인 성장으로 큰 폭의 실적개선을 예상. 오리지널 의약품인 Merck사의 싱글레이어(Singulair) 특허가 완료되는 12월말 이후 출시 가능할 것이며 아시아퍼시픽 시장의 30%를 확보하게 된다면 매출액 945억원, 영업이익 430억원 이상 등 추가실적도 가능할 전망. 병원영리화 법안 추진이 가시화되면서 수익추구를 위해 질병진단 및 세포치료제 같은 고부가 사업 활성화될 전망

글로벌 수준의 배아줄기세포 치료제 개발 회사

RPE(망막변성 실명치료제) 과제는 후기 본임상의 중간 결과가 성공적인 가운데 글로벌 가장 빠른 출시가 기대되는 배아줄기 세포치료제임. 동사에 대한 투자포인트 3가지는 다음과 같음

- 1) 병원사업부의 안정적 성장이 영업현금흐름을 개선, 2) 개량신약인 Montelukast OTF의 출시로 바이오사업부의 턴어라운드가 시작, 3) 동사가 헬스케어산업 패러다임 변화를 주도하고 있기 때문임

Stock Price



Financial Data	2009	2010	2011E	2012E	2013E
매출액(십억원)	359	382	384	415	477
영업이익(십억원)	10	15	10	13	16
세전계속사업손익(십억원)	7	14	21	20	28
순이익(십억원)	5	6	7	10	13
EPS(원)	110	90	123	150	208
증감률(%)	-64.0	-17.9	35.6	22.2	38.3
P/E(배)	70.9	96.6	104.3	85.3	61.7
P/B(배)	3.3	3.5	3.3	3.2	3.0
EV/EBITDA(배)	20.8	17.9	27.9	22.4	19.9
영업이익률(%)	2.7	4.0	2.5	3.1	3.3
EBITDA 마진(%)	5.7	8.2	7.3	8.6	8.6
ROE(%)	5.2	4.5	3.5	3.8	5.0
순부채비율(%)	9.7	7.5	-14.2	-8.0	-2.0

주 FRS 연결 기준

세포치료제 이제는 시장성을 생각할 때

각 국가 바이오 산업의 기술 척도로 항상 언급되는 것이 세포치료제이다. 따라서 지난 9월 16일 정부는 줄기세포 산업 육성외지에 발표하였고 이에 식약청은 줄기세포 유래 의약품에 대한 허가심사 규정을 완화하는 내용을 담은 약사법 시행규칙 개정안을 11월 중 논의를 통해 고시할 것으로 결정하였다. 향후 줄기세포 치료제의 임상 진행 및 시판 허가가 빨라질 수 있을 전망이다. 더불어 바이오의약품 개발을 통해 해외진출 가능한 기업에 대한 지원이 확대될 것이다.

차바이오엔은 배아줄기 세포치료제 연구를 기반으로 성체 줄기세포, 개량 신약을 R&D파이프라인으로 보유하고 있으며 이와는 별도로 병원사업도 하고있는 토탈 의료 회사이다. 최근 배아줄기세포 치료제인 RPE(망막퇴화 현상으로 인한 실명증, 스타가르트/노인성황반변성치료제) 과제의 미국 본임상 중간결과가 성공적임이 확인되면서 임상 속도가 빨라지고 있다. 더불어 Montelukast의 개량신약인 Montelukast OTF(천식치료제) 한국시장 출시를 앞두고 있다. 지난 5일 동사는 한국시장에 대한 품목허가를 신청하였으며 오리지널 의약품인 Merck사의 싱글레이어(Singulair) 특허가 완료되는 12월말 이후 출시 가능할 것으로 전망된다.

동사에 대한 투자포인트는 다음과 같다.

- 첫째, 병원사업부의 안정적 성장이 영업현금흐름을 개선하고 있다.
- 둘째, 개량신약인 Montelukast OTF 의 출시로 바이오사업부의 턴어라운드 시작된다.
- 셋째, 동사가 헬스케어산업 패러다임 변화를 주도하고 있다.

노인성 황반변성 치료제 시장 의약품 기준 약 4조원 규모

세포치료제란 질병의 치료 및 예방 등을 위해 살아있는 자가, 동종, 이종세포를 활용, 세포와 조직의 기능을 복원하는 의약품으로 전세계 줄기세포 치료제 시장은 2010년 52억달러에서 2015년 109억달러로 연평균 16% 성장할 것으로 전망된다.

세포치료제도 이제는 시장성을 생각할 때이다. R&D 단계를 넘어 이제는 시장에 출시되거나 이를 기대하는 제품들이 기대를 받고 있다. 기나긴 R&D 성과도 중요하지만 시장성에 대한 판단 근거가 필요하다. 동사는 RPE뿐만 아니라 배아줄기 및 성체줄기를 기반으로 하는 10여 개의 R&D파이프라인을 보유하고 있으며 본임상 마무리 단계에 있는 RPE는 임상 2b완료 후 희귀질환으로 허가를 받아 2012년 내 상용화할 예정이다. 이후 노인성황반변성치료제로 적응증을 확대할 예정이다. 현재 유일한 치료제인 Novartis/Genentech의 루센티스(Lucentis)와 QLT의 비주다인(Visudyne)의 2010년 글로벌 매출 기준으로 추정하면 황반변성치료제 글로벌 시장규모는 약 4조원이다.

안정적 매출은 개량신약과 미국병원으로부터 가능

더불어 Montelukast OTF의 경우, 오리지널 의약품인 싱글레어의 특허가 2011년 12월부터 국가마다 순차적으로 만료된다(미국과 유럽시장은 2012년 8월 예정). 특허만료 후 개량신약 및 제네릭 시장이 열리게 되며, 이에 따라 동사는 개량신약인 Montelukast OTF의 한국시장 출시를 위해 지난 5일 품목허가를 신청하였다.

국내의 경우 싱글레어의 특허가 만료되는 12월말 이후 출시가 가능할 것으로 예상된다. 2010년 기준 싱글레어 한국시장 규모는 약 500억원 수준으로 Montelukast OTF가 출시 후 M/S 30%를 달성할 경우 매출액 약 45억원, 영업이익 약 20억원 이상이 동사 실적에 추가될 수 있을 것으로 예상된다. 아시아퍼시픽 지역으로의 진출을 준비 중인 동사가 해당지역에서 판매에 성공, 아시아퍼시픽 시장의 30%를 확보하게 된다면 매출액 945억원, 영업이익 430억원 이상 등 추가실적을 올릴 수 있을 것이다.

미국에 위치하고 있는 종합병원에 대한 지분 100%보유하고 있어 IFRS연결기준으로 매출액 및 영업이익이 반영되고 있다. 동사는 병원영리화 법안 추진이 감안 병원 수를 늘릴 계획이며 세포치료제와 같은 고부가 사업을 병원을 통해 활성화할 전망이다.

[표8] Montelukast OTF 매출 및 영업이익 전망

	주요 가정	연간 매출	연간 영업이익
시나리오 1	- 2010년 싱글레어 한국매출의 M/S 30% 확보	45억원 이상	20억원 이상
시나리오 2	- 2010년 싱글레어 한국매출의 M/S 30% 확보 - 2010년 싱글레어 아시아퍼시픽 지역 매출의 M/S 10% 확보	345억원 이상	160억원 이상
시나리오 3	- 2010년 싱글레어 한국매출의 M/S 30% 확보 - 2010년 싱글레어 아시아퍼시픽 지역 매출의 M/S 30% 확보	945억원 이상	430억원 이상

주: 2010년 기준 싱글레어 아시아퍼시픽 지역 매출 약 1조원 가정
자료: 한화증권 리서치센터 전망

[표9] Merck의 Singulair 글로벌 매출 규모

(단위: 백만달러)

	2008	2009	2010
Global sales	4,337	4,660	4,987
Growth (% y-y)	1.7%	7.4%	7.0%
US sales	2,800	3,000	3,200
Growth (% y-y)	-	8.1%	6.7%
Korea sales	32	39	45
Growth (% y-y)	13.8%	20.8%	15.3%

주: 2008년 싱글레어 미국시장 매출의 경우 글로벌시장 규모의 64% 수준인 28억달러로 추정
자료: UBIIST, Merck, 한화증권 리서치센터

[표10] 차바이오엔 R&D pipelines

	질환	연구개발	전임상	IND	Phase I	Phase II	Phase III	품목허가	진행
배아줄기세포 유래 Pipeline									
망막색소상피세포 (RPE)	세포치료제	실명			○	→	→	→	2014 2010년 임상1상 진입
혈관형성 전구세포(EPC)	세포치료	창상(족부궤양)		○	→				
		심혈관/심근경색	○	→					
	단백질	창상(족부궤양)		○	→				
		심혈관/심근경색		○	→				
인공혈액 (HG)	적혈구	반혈, 수혈	○	→					
	혈소판	수혈	○	→					
성체줄기세포 유래 Pipeline									
하이알로그라프트3D	세포치료제	당뇨성족부궤양					○	→	허가후 임상3상 진행 중
LSK 오토그라프트	세포치료제	화상			○	→	→	→	2Q 조건부 품목허가, 3Q 임상 진입
골격손재건재	세포치료제	골격손 수복			○	→	→	→	전임상
신경전구세포(NPC)	세포치료제	파킨스	○	→					연구자 임상 중
태반줄기세포	세포치료제	간경화/간암 뇌성마비/뇌졸중 심근경색 골 및 연골질환		○	→				
NK-면역세포	세포치료제	암		○	→				
단백질/항체/면역세포 Pipeline									
태반(Placenta)	생물학적제제	갱년기장애			○	→	→	→	2012 2011년 임상 진입
H GM-CSF 등	생물의약품	구내염			○	→	→	→	2011 가글
항체(MAB)	단백질항체	B형간염치료	○	→					
	면역보조제	Adjuvant	○	→					
기타 Pipeline									
제대혈(CB)	세포치료제	요실금			○	→	→	→	2013 전임상
	세포치료제	뇌성마비		○	→				연구자 임상 중
화장품원료		피부재생						2009	LG생활건강 원료공급

주: 2010년 기준
자료: 차바이오엔

Financial Sheets

손익계산서		(단위: 십억원)				
12월결산	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
매출액	359	382	384	415	477	
매출원가	329	339	336	364	420	
매출총이익	31	43	48	51	57	
판매비및관리비	21	28	36	38	42	
영업이익	10	15	10	13	16	
영업외손익	-3	-2	11	8	13	
이자수익	1	1	3	3	3	
이자비용	4	4	4	4	8	
외환손익	-1	0	0	0	0	
지분법평가손익	-1	-2	13	10	18	
자산처분손익	-1	2	1	0	0	
기타	-4	-7	-9	-9	-16	
세전계속사업손익	7	14	21	20	28	
계속사업법인세비용	2	7	14	11	15	
계속사업이익	5	6	7	10	13	
중단사업손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	5	6	7	10	13	
(포괄손익)	6	7	9	11	15	
EBITDA	21	31	28	36	41	
매출총이익률	8.5	11.3	12.6	12.2	12.0	
EBITDA마진율(%)	5.7	8.2	7.3	8.6	8.6	
영업이익률(%)	2.7	4.0	2.5	3.1	3.3	
세전계속사업이익률(%)	1.9	3.6	5.4	4.9	5.9	
ROA(%)	3.3	2.3	1.8	2.2	2.7	
ROE(%)	5.2	4.5	3.5	3.8	5.0	
수정ROE*(%)	6.0	4.9	4.3	4.4	5.6	

주요지표		(단위: 십억원)				
12월결산	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
투자지표						
PER(배)	70.9	96.6	104.3	85.3	61.7	
수정 PER(배)	60.9	71.1	92.9	72.5	54.7	
PBR(배)	3.3	3.5	3.3	3.2	3.0	
배당수익률(%)	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a	
EV/ EBITDA(배)	20.8	17.9	27.9	22.4	19.9	
성장성(% YOY)						
매출액	404.6	6.3	0.7	7.9	15.1	
영업이익	42.6	59.1	-38.2	33.5	22.9	
세전계속사업손익	44.6	95.9	50.5	-0.7	38.3	
포괄손익	1.5	11.1	26.8	28.3	32.5	
EPS	n/a	-17.9	35.6	22.2	38.3	
안정성(%)						
유동비율	235.4	166.9	216.2	201.5	158.3	
부채비율	81.8	111.3	74.4	74.8	97.2	
이자보상배율	3.7	4.7	6.8	7.1	3.2	
순차입금/자기자본	9.7	7.5	-14.2	-8.0	-2.0	
주당지표						
EPS	110	90	123	150	208	
수정EPS	128	123	138	177	234	
BPS	2,337	2,526	3,893	4,043	4,250	
EBITDA/Share	424	553	440	558	642	
CFPS	501	585	489	384	356	
DPS	0	0	0	0	0	

* 수정 ROE, EPS, PER은 포괄손익을 기준으로 계산한 금액임

대차대조표		(단위: 십억원)				
12월결산	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
유동자산	105	168	221	219	280	
현금및 현금성자산	17	56	38	21	63	
단기금융상품	13	13	69	72	74	
단기투자자산	0	0	0	0	0	
매출채권	52	73	73	82	95	
재고자산	14	13	16	18	21	
비유동자산	123	167	213	234	256	
투자자산	28	31	43	45	47	
유형자산	94	106	120	132	147	
무형자산	2	30	50	57	63	
자산총계	228	334	435	452	536	
유동부채	45	100	102	108	177	
매입채무	21	27	44	49	57	
단기차입금	6	45	41	41	101	
유동성장기부채	0	0	0	0	0	
비유동성장기부채	58	76	83	85	87	
사채	0	0	0	0	0	
장기차입금	36	36	31	31	31	
부채총계	103	176	185	194	264	
자본금	26	27	32	32	32	
자본잉여금	114	139	202	202	202	
자본조정	-19	-18	-15	-15	-15	
기타포괄손익누계액	1	1	2	2	2	
이익잉여금	5	11	29	39	52	
자본총계	126	158	249	259	272	
순차입금	12	12	-35	-21	-6	

현금흐름표		(단위: 십억원)				
12월결산	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
영업활동 현금	24	42	28	19	14	
당기순이익	5	6	7	10	13	
비현금수익비용가감	19	27	24	15	9	
유형자산감가상각비	10	12	14	16	17	
무형자산상각비	1	4	4	7	8	
기타현금수익비용	1	0	5	-8	-16	
영업활동 자산부채변동	-1	9	0	-6	-8	
매출채권 감소(증가)	2	-20	-1	-9	-13	
재고자산 감소(증가)	-1	1	-4	-2	-3	
매입채무 증가(감소)	-5	5	3	5	8	
기타자산, 부채변동	3	23	2	0	0	
투자활동 현금	-20	-40	-108	-36	-32	
유형자산처분(취득)	-17	-23	-30	-27	-32	
무형자산감소(증가)	-6	-9	-13	-14	-14	
투자자산감소(증가)	25	1	-45	7	15	
기타투자활동	-22	-10	-19	-1	-1	
재무활동 현금	-19	37	62	0	60	
차입금의 증가(감소)	-20	39	-5	0	60	
자본의 증가(감소)	0	0	65	0	0	
배당금의 지급	0	0	0	0	0	
기타재무활동	1	-2	1	0	0	
현금의 증가	-9	39	-18	-17	42	
기초현금	26	17	56	38	21	
기말현금	17	56	38	21	63	

Analyst 김나연 | 02.3772-7160
irene.kim@koreastock.co.kr

LG생명과학 (068870)

Buy (initiate)

목표주가: 55,000원
주가(11/18): 35,800원

새로운 기회, 이제 시작이다

Stock Data		
KOSPI(11/18)		1,839.17pt
시가총액		5,935억원
발행주식수		16,577천주
52주 최고/최저가		52,800/34,300원
90일 일평균거래대금		28.93억원
외국인 지분율		6.0%
배당수익률(11.12E)		0.0%
BPS(11.12E)		15,570원
KOSPI대비 상대수익률		
	1개월	-8.7%
	3개월	-10.5%
	6개월	-2.5%
주주구성		
(주)LG외 1인		30.9%
국민연금공단		9.4%
미래에셋자산운용투자자문주		9.0%

투자의견 Buy, 목표주가 55,000원 신규 제시

2012년 EPS 1,559원으로 동사 과거 5년간 평균 P/E 35배 적용하여 목표주가 산출. 동사에 대한 투자 포인트 3가지는 다음과 같음

- 1) 국내 최고의 신약개발 경험과 바이오 R&D 연구인력 및 생산력 보유,
- 2) 동사의 백신사업은 경쟁사들의 PQ인증 박탈로 매우 유리한 상황이 되었고
- 3) 바이오의약품의 수출비중이 매출액의 45%가량으로 고부가가치 제품의 매출 증가로 고정비 감소 효과에 따른 영업이익 개선이 전망되기 때문

2012년 바이오신약과 백신으로 실적 개선 전망

2012년 실적은 매출액 3,923억원(+4.6% y-y), 영업이익 279억원(+73% y-y)으로 전망. 이는 하반기 Sr-hGH(1주일제형의 인성장 호르몬), DPP-IV inhibitor(당뇨치료 신약) 등의 신제품 출시 효과에 따른 매출증가를 전망하기 때문

성장의 키워드 바이오의약품 확대와 해외시장 공략

2012년 상반기 Sr-hGH 미국 판매허가와 파트너사 선정이 마무리 될 것으로 예상. 현재 daily 제형인 인성장 호르몬의 전세계 시장 규모는 약 35억달러로 추정되며, 이 중 미국 약 40%, EU 약 30% 형성. 동사가 목표하는 시장은 미국의 M/S 20%(약 3,000억원), 유럽의 M/S 20%(약 2,000억원)이며, 파트너사와의 계약조건에 따라 다르겠지만 원료와 로열티 base임을 가정하면 최대 연간 약 1,000억원 이상의 추가 영업이익이 가능할 전망

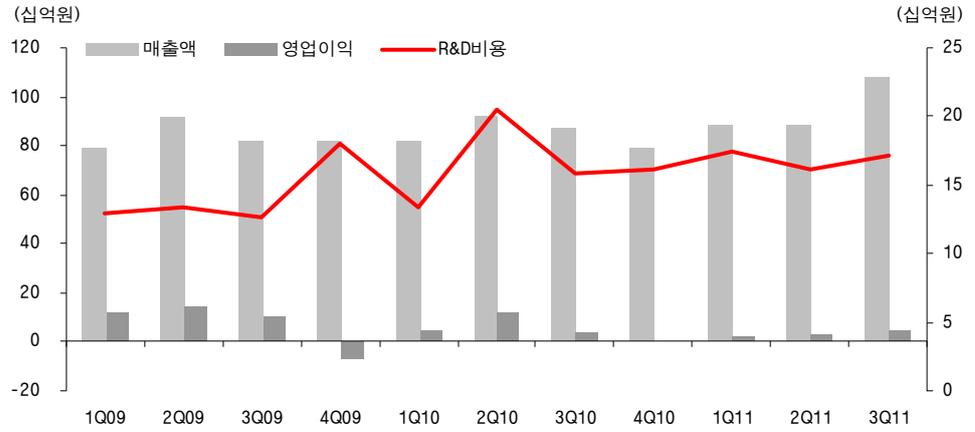
더불어 인도 백신회사들의 생산품질 이슈는 WHO 와 백신사업을 하고 있는 동사에 우호적인 상황이 되었으며, mAb 시밀러사업 역시 다국적 제약사의 생산 및 개발 파트너로 제휴를 추진 중에 있음. 현재 3개의 관절염항체치료제 바이오시밀러를 비롯해 항암제, 바이오베테라, 바이오신약 등을 개발 중임



Financial Data	2009	2010	2011E	2012E	2013E
매출액(십억원)	327	341	375	392	416
영업이익(십억원)	40	20	18	28	32
세전계속사업손익(십억원)	33	16	14	25	28
순이익(십억원)	27	17	15	26	30
EPS(원)	n/a	1,017	891	1,559	1,799
증감률(%)	n/a	n/a	-12.4	74.9	15.4
P/E(배)	n/a	51.7	40.2	23.0	19.9
P/B(배)	3.4	3.6	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA(배)	16.3	25.1	17.0	12.9	11.4
영업이익률(%)	12.3	5.9	4.8	7.1	7.6
EBITDA 마진(%)	19.2	11.0	10.8	13.8	14.5
ROE(%)	9.4	6.1	5.8	9.4	9.9
순부채비율(%)	-3.1	25.6	35.1	34.5	27.8

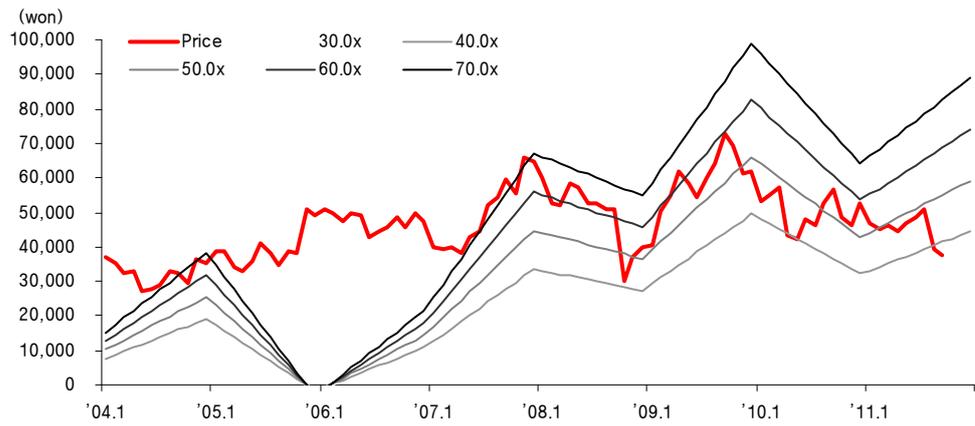
주: 2009년 이전은 K-GAPP 개별, 2010년 이후는 FRS 연결 기준임

[그림13] 매출액대비 R&D비용 추이



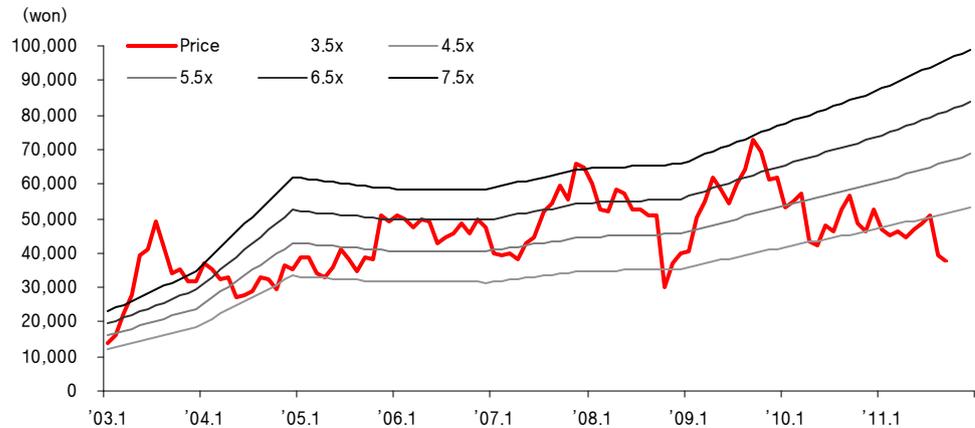
자료: LG생명과학, 한화증권 리서치센터

[그림14] LG생명과학 PER Band



자료: 한화증권 리서치센터

[그림15] LG생명과학 PBR Band



자료: 한화증권 리서치센터

**2012년 성장의 키워드, 바이오 의약품으로 국내를 넘어 해외시장 공략
새로운 시작, 한편에는 Top 10 Biosimilar player, 다른 한편으로는 해외시장 공략**

LG생명과학은 국내 바이오 연구의 선구자이면서도 제대로 평가 받지 못하고 있다. 이유는 성장성보다 수익성개선 속도에 대한 시장 우려와 CEO 교체 이후 시장 회사 전략 변화에 대한 시장과의 공감대를 형성하지 못했기 때문으로 판단된다. 그러나 2012년 하반기 3개의 신약이 출시되면 빠르게 수익성 개선을 이루어 나갈 것으로 전망되며 동사의 증장기 변화는 2가지 큰 축에서 일어날 것이다.

첫째, Top 10 Biosimilar player: 미국은 JV로, 이머징마켓은 직접 진출한다.

동사는 2세대 바이오 의약품인 mAb(항체의약품) 시밀러 사업에 대한 진행 계획을 결정하였으며 이에 따라 엔브렐, 레미케이드, 휴미라 등 3개 관절염항체치료제 바이오 시밀러를 개발하고 있다. 이 밖에도 바이오 개량신약인 바이오베터와 바이오 신약을 개발하고 있다. 선진시장에 대해서는 오리지널사의 생산 특허 회피가 어렵기 때문에 선진시장의 경우 JV를 통해 진출할 계획을 가지고 있다.

둘째, 국내를 넘어 해외시장에 집중: 현재 45%인 해외매출 비중을 2015년까지 60% 이상으로 높일 계획이다.

동사는 현재 45% 이상인 해외매출 비중을 2015년까지 60% 이상으로 높일 것이라고 밝혔다. 이를 위한 catalyst 5개 의약품은 Sr-hGH(1주일제형의 인성장 호르몬, 2012년 미국 출시 예정), 5 in 1 Vaccine(5가 백신), DPP-IV inhibitor(당뇨치료신약, 임상 3상, 2012년 한국 및 2013년 터키, 인도, 2014년 중국 출시 예정), HBV(B형간염백신), BPO, mAb Biosimilar(항체의약품)가 될 것이다.

전 세계 백신사업과 관련하여 WHO의 생산 파트너 중 다국적 제약사를 제외하면 인도회사 5곳과 일본 1곳 그리고 동사뿐이다. 이 중 최근에 인도 백신회사 2곳에서 생산품질 문제가 발생하였고WHO는 이들에 대한 PQ 승인을 철회(2010년 7월 Shantha Biotech 4, 5가 백신 PQ 인증 철회, 2011년 8월 Panacea Biotech 3가를 비롯 4,5가 백신 PQ 인증 철회) 하였는데 이는 동사에게 새로운 매출 증가 요인이 될 수 있을 것으로 전망한다.

시장의 논란의 여지가 많은 mAb 시밀러 사업의 경우 현재 3개의 관절염항체치료제 바이오 시밀러를 비롯해 항암제, 바이오베터, 바이오신약 등을 개발 중에 있다. 선진시장에 대한 단독진출이 특히 만료 시기에 용이하지 않을것으로 판단한 동사는 전략적으로 다국적 제약사의 생산 및 개발 파트너로서의 역할을 고려하고 있으며 미국 임상 및 제품 출시 경험이 있는 동사는 다국적 제약사들의 파트너로서 충분한 매력을 갖고 있다.

바이오시밀러 선진시장은 JV로, 이머징 마켓은 직접 진출을 추진

한국의 바이오시밀러 사업은 셀트리온, LG생명과학, 한화케미칼, 삼성이 중심이 되어 개발 중에 있다. 몇몇 R&D과제들이 해외임상을 진행하고 있는데 우리가 기억할 것은 바이오시밀러의 생산, 임상진행에 실패란 없다는 것이다. 다만 오리지날과의 비교 실험에서 유사성을 얼마나 입증하느냐에 따라서 임상이 지연될 수 있을 뿐이다.

바이오시밀러의 시장성에 대한 우려는 오리지날 의약품의 특허 종료 후 일어나게 될 시장점유율 변화일 것인데 긍정적인 시장 전망이 어려운 데는 몇 가지 이유가 있다.

첫째, 오리지날 의약품 개발 회사들이 새로운 바이오메터 및 신약들을 개발하고 있으며, 둘째, 국내 바이오시밀러 업체들이 오리지날 업체들 대비 높은 생산 수율이 가능한지 따라서 그로 인한 가격 경쟁력 보유 가능 여부이며, 마지막으로 선진시장 특히 미국시장에 대한 허가 가이드 라인이 발표되지 않아 선진시장 진입에 대한 여러 장벽들 때문이다.

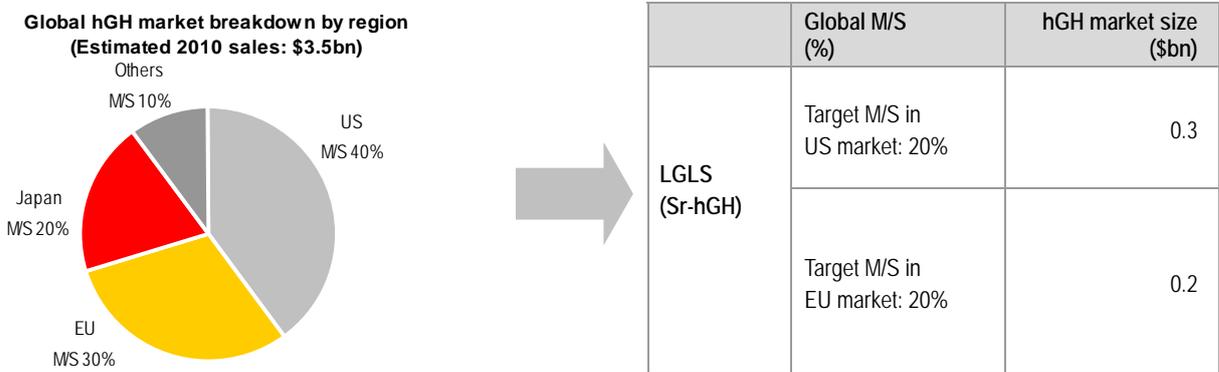
동사는 선진시장에 대해서는 가능한 JV로 진출할 계획을 보유하고 있으며 이를 위해 몇몇 다국적 제약사와 논의 중에 있으며 LG생명과학이 진출해 있는 인도, 중동 등 이머징 마켓에 대해서는 직접 진출을 목표로 임상을 진행 중이다. 타사의 fed batch 생산법이 아닌 perfusion batch로 생산시설을 증축 중에 있으며 기존 방법보다 수율, 효능 측면에서 우월하다는 것이 엔브렐시밀러의 임상 중간 결과를 통해 확인되었다.

**전 세계 최초 1주일 제형인 인성장 호르몬(Sr-hGH)
2012년 소아용 허가까지 진행하게 되면 시장의 지각변동 가능할 전망**

SR-hGH는 1주일 제형의 지속형 인성장호르몬으로 성인과 소아의 성장호르몬 결핍증에 사용되는 바이오 의약품이다. 1일 제형은 다수의 바이오시밀러가 출시되어 판매 중에 있으며 동사도 '유트로판'이라는 제품명으로 판매를 하고 있다. 1주일 제형으로 개발중인 Sr-hGH의 경우 성인용으로는 임상 3상을 마무리하고 미국 FDA의 판매허가를 기다리고 있고 소아용에 대해서도 임상 3상을 성공적으로 마무리하고 미국 FDA 허가신청을 진행할 예정이다. 성인용으로 2012년 상반기 내 미국 허가를 받을 것으로 예상되며 약가신청 기간을 감안하면 미국 마케팅 파트너 선정 작업이 상반기 중 마무리되어야 한다.

현재 daily 제형인 인성장 호르몬의 전세계 시장 규모는 약 35억달러로 추정되며, 이 중 미국시장이 약 40%, EU시장이 약 30% 가량 된다. 동사가 목표하는 시장은 미국의 M/S 20%(약 3,000억원), 유럽의 M/S 20%(약 2,000억원)이며, 파트너사와의 계약조건에 따라 다르겠지만 원료와 로열티 base임을 가정하면 최대 연간 약 1,000억원 이상의 추가 영업이익이 가능해진다.

[그림16] Global hGH 시장규모 약 35억달러로 일주일 제형 출시 시 파급 효과 클 듯



자료: LG 생명과학, Pfizer, Novo Nordisk, 한화증권 리서치센터 전망

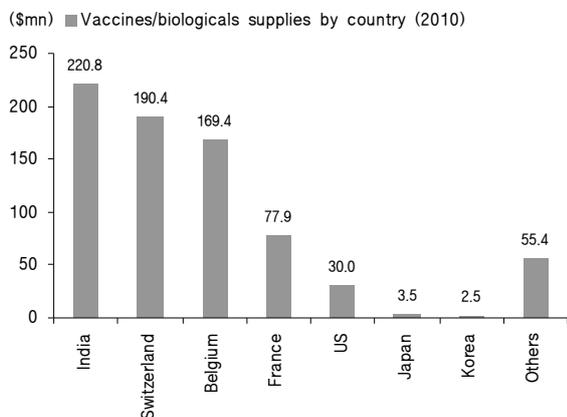
새로운 기회가 될 백신사업

인도의 백신 회사에서 생산품질 문제가 발생하였고, 이에 따라 WHO는 이들에 대한 PQ 승인을 철회하였다. 2010년 7월 28일 Shantha Biotech(산타)의 4가, 5가 백신에 대한 PQ 인증(WHO's list of prequalified vaccines)이 철회되고, 2011년 8월 17일 Panacea Biotech(파나시아)의 생산공장 정기 감사에서 관리시스템의 결함이 발견되면서 3가 백신을 비롯 4가, 5가 백신에 대한 PQ 승인이 철회되었다. 4가, 5가 백신은 DPT에 HBV, Hib를 섞는 것으로 HBV백신 생산 기술이 없으면 개발하지 못하기 때문에 이들에 대한 PQ 승인 철회는 현재 4가 백신을 판매하고 있고 2012년 5가 백신 출시를 앞둔 동시에 새로운 기회가 될 것으로 예상된다. 2011년 Hib(뇌수막염)백신, 2012년 하반기 5가(DPT-HBV-Hib)백신, 2013년 세포배양 Flu(독감)백신이 출시될 예정이다. 또한 동사는 WHO의 Polio(소아마비)백신 생산파트너로서 2014년 이후 해당 백신을 생산할 계획이다.

더불어 DPP-4 inhibitor(당뇨치료제 신약)는 2011년 내 약가를 신청하여 2012년 한국에 출시할 예정이다. 신약이기 때문에 현재 정부의 약가인하 규제와 무관하게 프리미엄을 더한 가격으로 출시될 수 있을 전망이다. DPP-4 inhibitor는 차세대 당뇨 치료제로 GLP-1(Glucagon like peptide-1)을 불활성화 시키는 효소인 DPP-4의 작용을 억제하는 것이다. 동일 메커니즘으로 개발된 의약품으로는 Merck의 Januvia, Novartis의 Galvus 2개 제품이 판매 중이며 다국적 제약사들의 R&D개발 속도가 빨라지고 있는 영역이다. AstraZeneca와 BMS의 Onglyza(saxagliptin)가 이미 미국과 유럽에 승인을 신청했으며 2011년 허가를 받으면 2012년 출시될 예정이다. 이처럼 새로운 당뇨병 치료제인 DPP-4에 다국적 제약사들의 경쟁이 심해지고 있는 가운데 LG생명과학의 임상 3상에 있는 본과제의 가치도 재평가 받아야 한다고 판단된다.

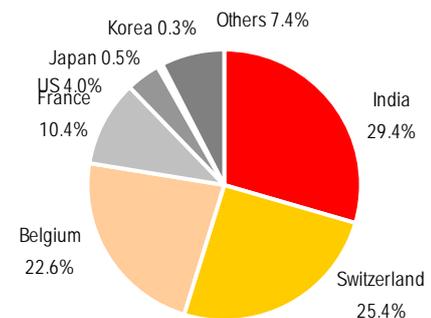
당뇨시장은 2009년 약 25조원 이상의 시장에서 연평균 4.4%(CAGR 2009~2019) 성장할 것으로 예상되며, 현재 중국, 한국, 인도에서 임상 3상을 진행중인 DPP-4 inhibitor(CAGR 2009~2019, 13.7%)의 경우 예정대로 진행이 되면 한국에서 2012년 출시될 것으로 전망된다.

[그림17] 2010년 UNICEF 백신공급 매출 현황



[그림18] 2010년 UNICEF 백신공급 매출중 인도가 29.4% 차지

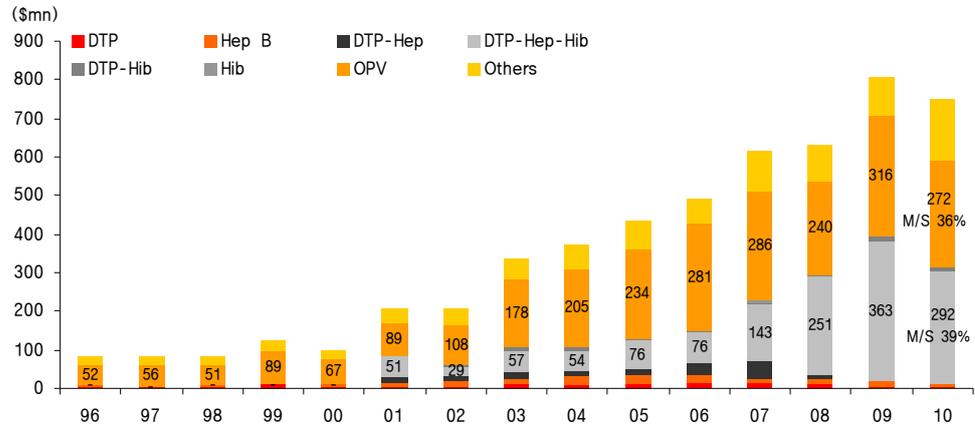
[Market share in vaccines/biologicals supply, 2010]



자료: UNICEF(Supply Annual Report 2010), 한화증권 리서치센터

자료: UNICEF(Supply Annual Report 2010), 한화증권 리서치센터

[그림19] DTP-Hep B-Hib백신과 OPV 백신에 대한 수요 급증



자료: UNICEF(Supply Annual Report 2010), 한화증권 리서치센터

[표11] UNICEF에 4가, 5가 백신을 공급중인 업체 현황

	DTP	Hep B	DTP-Hep B	DTP-Hep B-Hib	OPV
인도	- Serum Institute Of India	- <i>Panacea Biotec</i> - <i>Shantha Biotechnics</i>	- <i>Shantha Biotechnics</i> - Serum Institute Of India	- <i>Panacea Biotec</i> - <i>Shantha Biotechnics</i>	- <i>Panacea Biotec</i> - Haffkine Bio-Pharma
한국		- LGLS			
다국적제약사	- Sanofi Pasteur - Aventis Pasteur Canada - CSL Limited	- Crucell Switzerland AG - Merck & Co.	- GSK Biologicals S.A.	- Crucell Switzerland AG - GSK Biologicals S.A.	- Sanofi Pasteur - GSK Biologicals S.A. - Novartis Vaccines and Diagnostics
기타	- P.T. Bio Farma (Persero)	- Heber Biotec S.A			- P.T. Bio Farma (Persero)

주: 1) WHO는 2010년 7월 28일 품질 결함 발견으로 Shantha Biotechnics사의 'Shan5'(5가백신)와 4가백신에 대한 PQ 승인 철회 최종 결정
 2) WHO는 2011년 8월17일 Panacea Biotec사의 Laru 백신공장에서 품질 관리 시스템 결함이 발견되어 동사의 3가백신을 비롯, 4가와 5가백신에 대한 PQ 승인 철회 잠정 결정
 3) OPV(Poliovirus vaccine live oral)

자료: UNICEF(Vaccine Price Data), 한화증권 리서치센터

Financial Sheets

손익계산서		(단위: 십억원)				
12월결산	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
매출액	327	341	375	392	416	
매출원가	156	179	191	190	201	
매출총이익	171	162	184	202	214	
판매비및관리비	131	150	166	175	183	
영업이익	40	20	18	28	32	
영업외손익	-7	-4	-4	-3	-3	
이자수익	3	1	1	2	2	
이자비용	4	5	0	0	0	
외환손익	0	0	0	0	0	
지분법평가손익	1	0	0	0	0	
자산처분손익	0	0	0	0	0	
기타	-15	-10	-5	-5	-5	
세전계속사업손익	33	16	14	25	28	
계속사업법인세비용	5	-1	-1	-1	-1	
계속사업이익	27	17	15	26	30	
중단사업손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	27	17	15	26	30	
(포괄손익)	27	17	15	26	30	
EBITDA	63	38	40	54	60	
매출총이익률	52.3	47.4	49.0	51.6	51.6	
EBITDA마진율(%)	19.2	11.0	10.8	13.8	14.5	
영업이익률(%)	12.3	5.9	4.8	7.1	7.6	
세전계속사업이익률(%)	10.0	4.7	3.6	6.3	6.8	
ROA(%)	6.6	4.0	3.3	4.5	4.6	
ROE(%)	9.4	6.1	5.8	9.4	9.9	
수정ROE*(%)	9.4	6.1	5.8	9.4	9.8	

주요지표		(단위: 십억원)				
12월결산	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
투자지표						
PER(배)	n/a	51.7	40.2	23.0	19.9	
수정 PER(배)	37.5	52.0	40.4	23.1	20.0	
PBR(배)	3.4	3.6	2.3	2.1	1.9	
배당수익률(%)	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a	
EV/ EBITDA(배)	16.3	25.1	17.0	12.9	11.4	
성장성(% YOY)						
매출액	16.1	4.2	9.9	4.6	5.9	
영업이익	60.0	-50.1	-11.0	56.6	13.5	
세전계속사업손익	51.9	-51.1	-15.1	80.4	15.4	
포괄손익	79.1	-38.8	-12.5	75.4	15.5	
EPS	n/a	n/a	-12.4	74.9	15.4	
안정성(%)						
유동비율	277.3	165.9	259.1	175.1	179.3	
부채비율	44.2	64.3	91.9	120.4	109.7	
이자보상배율	41.1	6.2	-20.3	-15.4	-16.8	
순차입금/자기자본	-3.1	25.6	35.1	34.5	27.8	
주당지표						
EPS	n/a	1,017	891	1,559	1,799	
수정EPS	1,652	1,012	885	1,553	1,793	
BPS	18,138	14,690	15,570	17,107	18,880	
EBITDA/Share	3,738	2,232	2,408	3,219	3,594	
CFPS	3,992	2,611	2,611	3,117	3,505	
DPS	0	0	0	0	0	

* 수정 ROE, EPS, PER은 포괄손익을 기준으로 계산한 금액임

대차대조표		(단위: 십억원)				
12월결산	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
유동자산	179	178	232	341	352	
현금및 현금성자산	22	24	38	130	140	
단기금융상품	37	10	26	27	28	
단기투자자산	0	0	0	0	0	
매출채권	66	81	90	100	99	
재고자산	52	60	70	78	77	
비유동자산	260	228	270	293	313	
투자자산	19	34	35	36	37	
유형자산	135	174	198	198	199	
무형자산	107	20	37	58	77	
자산총계	440	406	502	634	666	
유동부채	65	107	89	195	196	
매입채무	35	37	37	41	41	
단기차입금	0	58	13	113	113	
유동성장기부채	0	0	0	0	0	
비유동성장기부채	70	51	151	151	152	
사채	0	0	0	0	0	
장기차입금	50	39	142	142	142	
부채총계	135	159	241	346	348	
자본금	84	84	84	84	84	
자본잉여금	147	147	147	147	147	
자본조정	0	0	0	0	0	
기타포괄손익누계액	0	0	0	0	0	
이익잉여금	74	16	31	57	86	
자본총계	305	247	262	288	317	
순차입금	-9	63	92	99	88	

현금흐름표		(단위: 십억원)				
12월결산	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
영업활동 현금	49	13	44	41	61	
당기순이익	27	16	14	26	30	
비현금수익비용가감	40	28	30	27	29	
유형자산감가상각비	14	15	19	20	20	
무형자산상각비	8	3	3	6	9	
기타현금수익비용	0	0	7	0	0	
영업활동 자산부채변동	-18	-26	0	-11	2	
매출채권 감소(증가)	-13	-6	-11	-9	0	
재고자산 감소(증가)	-7	-7	-11	-7	0	
매입채무 증가(감소)	1	2	19	4	0	
기타자산,부채변동	1	-14	3	1	1	
투자활동 현금	-44	-32	-80	-49	-51	
유형자산처분(취득)	-37	-56	-44	-20	-21	
무형자산감소(증가)	-12	-4	-21	-27	-27	
투자자산감소(증가)	8	27	-15	-1	-1	
기타투자활동	-3	1	0	-1	-1	
재무활동 현금	0	18	50	100	0	
차입금의 증가(감소)	0	23	53	100	0	
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0	
배당금의 지급	0	0	0	0	0	
기타재무활동	0	-5	-3	0	0	
현금의 증가	5	-1	14	92	10	
기초현금	17	25	24	38	130	
기말현금	22	24	38	130	140	

Analyst 김나연 | 02.3772-7610
irene.kim@koreastock.co.kr

SK케미칼 (006120)

Buy (initiate)

목표주가: 100,000원
주가(11/18): 67,300원

Stock Data		
KOSPI(11/18)		1839.17pt
시가총액		14,027억원
발행주식수		20,843천주
52주 최고/최저가		84,900/55,400원
90일 일평균거래대금		126.65억원
외국인 지분율		11.5%
배당수익률(11.12E)		0.8%
BPS(11.12E)		45,708원
KOSPI대비 상대수익률	1개월	-4.7%
	3개월	-19.6%
	6개월	12.0%
주주구성		
최창원의 9인		13.9%
미래에셋자산운용		7.3%
국민연금		6.2%

바이오에너지 사업의 선두주자

투자의견 Buy, 목표주가 100,000원 신규 제시

목표주가는 Sum-of-the-parts valuation으로 산출하였으며 2012년과 2013년 예상실적 기준으로 P/E가 각각 11.4배와 9.3배 수준이나 과거 5년 Historical P/E를 감안하면 상승 여력 충분하다고 판단. 동사에 대한 투자 포인트 3가지는 다음과 같음

- 1) 친환경 소재인 Super EP(PETG, PPS) 사업 확대와 바이오디젤(BD) 혼합사용 의무화로 그린케미칼 사업부의 수익성 개선 예상,
- 2) LS사업부 SID530(항암제) 출시 및 SID820, SID710의 추가 라이선싱 아웃 기대,
- 3) 우량 자회사인 SK가스과 SK건설, 휴비스 등으로부터의 지분법 이익 증가로 P/E multiple 매력에 부각되기 때문

2012년에는 그린케미칼 사업부 capex 증설 효과 전망

2012년 실적은 매출액 1조 6,946억원(+11.9% y-y), 영업이익 1,082억원(+37.8% y-y)으로 전망. 2012년 동사의 외형 및 영업이익은 PETG capex증설효과와 BD매출 증가에 따른 수익성 개선이 주요한 fundamental 측면 변화 요인. 순이익은 SK가스, SK건설 등의 지분법 수익 반영으로 지속적인 증가를 예상 당사 추정치 2012년 지분법 이익은 각각 452억원, 367억원을 전망

이번엔 건설이다

2012년 관계사인 휴비스가 상장 예정에 있으며 구주 일부 매각으로 약 1,000억원의 현금이 반영될 것이며 만약 SK그룹의 병원인수 작업이 성공리에 마무리되어 유비케어를 SKT로 매각시킬 수 있게 되면 건설지분 추가 매입도 가능할 수 있을 것으로 전망



Financial Data	2009	2010	2011E	2012E	2013E
매출액(십억원)	1,276	1,335	1,515	1,695	1,977
영업이익(십억원)	84	68	78	108	130
세전계속사업손익(십억원)	153	347	112	158	193
순이익(십억원)	124	274	98	125	153
EPS(원)	5,971	13,135	4,643	5,910	7,242
증감률(%)	1,795.5	120.0	-64.7	27.3	22.5
PER(배)	11.2	4.7	14.5	11.4	9.3
PBR(배)	1.8	1.6	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA(배)	14.8	18.4	17.8	14.6	12.6
영업이익률(%)	6.6	5.1	5.2	6.4	6.6
EBITDA 마진(%)	9.5	7.5	7.3	8.1	8.1
ROE(%)	14.3	30.1	9.8	11.0	12.1
순부채비율(%)	38.6	55.2	49.0	47.1	43.5

주: 2010년 이전은 K-GAPP 개별, 2011년 이후는 FRS 별도 기준임

[표12] Sum-of-the-parts valuation에 의한 SK케미칼의 NAV 산출

(단위: 십억원, 원)

	가정	가치
영업가치 (A, 십억원)	2010년 ~ 2015년 각 사업부별 평균 EV/EBITDA 적용	912.0
그린케미칼 사업부	상위 11개 화학회사의 평균 EV/EBITDA 5.7배 적용	433.2
- LS사업부	상위 6개 제약사의 평균 EV/EBITDA 10.5배 적용	478.8
- 신규사업 (Bio Diesel)	한국시장(Kospi & Kosdaq) 평균 EV/EBITDA 7배 적용	212.8
자회사가치 (B, 십억원)		1,305.3
- SK가스	45.53%, 시장가 적용, 동종업종 EV/EBITDA 10배 적용	413.9
- SK건설	25.41%, 2011년 예상 시총 적용 상위 4개 건설사의 평균 EV/EBITDA 8.9배 적용	891.4
투자자산가치(C, 십억원)		213.0
- SK Syntec (휴비스)		103.7
- 기타	상장사는 시장가, 비상장사는 장부가 적용	109.3
유형자산가치 (D, 십억원)	보유 부동산 장부가 가치(2011년 3분기말)	412.8
- 토지		267.1
- 건물		145.16
기업가치 (E=A+B+C+D, 십억원)		3,055.9
순차입금 (F, 십억원)	총차입금-현금성자산(2011년 3분기말)	484.8
지급보증 (G, 십억원)	지급보증금액(2011년 3분기말)	16.2
NAV (H=E-F-G, 십억원)		2,554.9
주식수 (I, 백만주)	발행주식수(20,843,047주)-자사주(3,236,603주)	17.6
주당 NAV (J=H, 원)		145,112
현재주가(원)		67,300
할인율(%)		30
목표주가 (원)	주당 NAV에 30%의 할인율 적용	101,578.1

주: 1) 상위 11개 화학업체(LG화학, S-에, 호남석유, OCI, 한화케미칼, 금호석유, 효성, KP케미칼, SK, 삼성정밀화학, 휴켄스)

2) 상위 6개 제약업체(동아제약, 유한양행, 한미약품, LG생명과학, 녹십자, 대웅제약)

3) 상위 4개 건설업체(삼성엔지니어링, GS건설, 현대건설, 삼성물산)

자료: 한화증권 리서치센터 추정

2012년에 기대되는 PETG Capex 증설 효과

최근 몇 년 사이 SK그룹 내에서는 사업 재조정이 있었다. 2009년 SK케미칼도 SK건설 지분 40%를 SK에 매각하였다. 이후 2010년 12월 28일 동사는 SK가 보유 중이던 SK가스 지분 45.53%(392만 8,537주)를 매입한 데 이어, 2011년 1월 25일 SK건설 지분 7.38%를 시장에서 사들이면서 SK건설에 대한 지분율을 35.03%로 증가하였다.

이러한 지분 변동과 관련 2011년 시장은 SK케미칼을 중심으로 한 지주사 전환 가능성을 기대하게 되었다. 이는 시간의 문제로 보이며 2012년에는 계속되는 우량 자회사의 지분법 수익 기여도 증가로 순이익 개선이 전망되는 가운데 정부의 바이오디젤 관련 법안 상정과 매출 증가 및 PETG 증설효과로 본업인 그린케미칼 사업부의 수익성 개선이 예상된다. 연결기준 영업현금흐름이 큰 폭으로 개선되면서 현금 부담이 낮아진 동사는 LS사업부의 투자를 진행하고 있으며 차량경량화 소재인 PPS의 경우 전략적 파트너와의 JV 설립 검토 등 다양한 방법의 신규투자를 검토 중에 있다. 향후 사업포트폴리오 확대와 그린케미칼 사업부와의 시너지 효과도 기대할 수 있다.

동사에 대한 투자포인트는 크게 3가지이다.

첫째, 친환경 소재인 Super EP(PETG, PPS) 사업 확대와 바이오디젤(BD) 혼합사용 의무화로 그린케미칼 사업부의 수익성 개선 예상,

둘째, LS사업부 SID530(항암제) 출시 및 SID820(소화성제양), SID710(치매패치)의 추가 라이선싱 아웃 기대

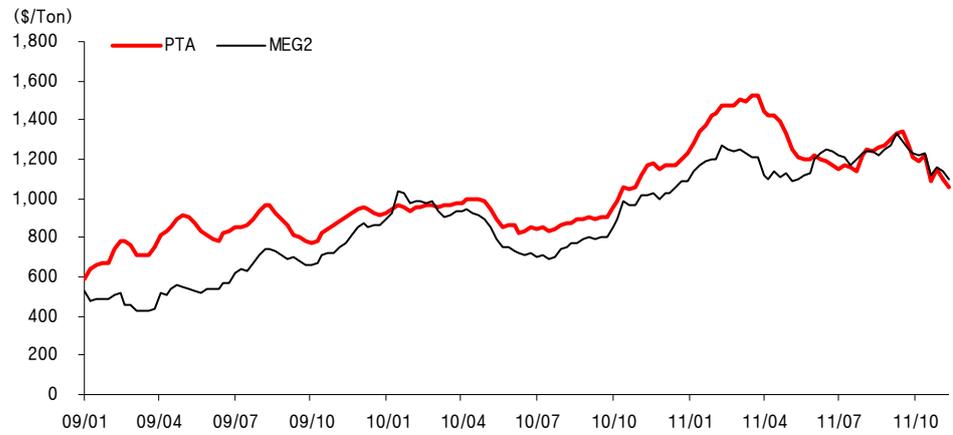
셋째, 우량 자회사인 SK가스와 SK건설, 휴비스 등으로부터의 지분법 이익 증가로 P/E 기대 가능, 셋째, 우량 자회사인 SK가스와 SK건설, 휴비스 등으로부터의 지분법 이익 증가로 P/E multiple 매력이 부각되기 때문이다.

[표13] PETG 사업부문 매출 및 영업이익 전망

	2010	2011E	2012E	2013E	2014E
생산능력(천톤)	50	50	120	120	120
가동률(%)	100	100	75	90	100
SK케미칼 공장 생산량(천톤)	50	50	90	108	120
매출액(십억원)	142.2	146.3	194.7	231.8	296.0
영업이익(십억원)	12.8	13.2	19.5	23.2	29.6
영업이익률(%)	9.0	9.0	10.0	10.0	10.0

주: 2012년 상반기 capex 증설완료
자료: 한화증권 리서치센터 전망

[그림20] PTA, EG 가격 하락 추세



자료: Sischem, 한화증권 리서치센터

[그림21] PET 의 주요 원료 PTA, EG가격 spread 상승



자료: Sischem, 한화증권 리서치센터

친환경 소재인 Super EP(PETG, PPS) 사업 확대와 바이오디젤(BD) 혼합사용 의무화로 그린케미칼 사업부의 수익성 개선 예상

동사의 그린케미칼 사업부는 PET(polyethylene terephthalate)와 친환경 고기능성 PETG(polyethylene terephthalate glycol) 사업의 원가 안정화 및 고기능성 소재 시장의 성장으로 안정적인 성장이 전망된다. 동사는 사용처 다변화에 대응하기 위해 PETG 생산라인을 PET 설비의 전환을 통해 기존 5만톤 규모에서 12만톤으로 증설하고 있다. 영업이익률이 PET 대비 2배 이상 높은 PETG(8~10%)는 생산 공정 개선으로 생산단가 인하에 성공, 원가를 개선 효과가 기대된다. 2012년 공장 가동률을 75%로 가정하면 PETG 매출액은 33.1%, 영업이익은 47.9% 각각 증가할 것으로 전망된다. 더불어 엔지니어링 플라스틱인 PPS에 대해서는 약 2만톤 규모의 설비투자가 진행될 것으로 예상되며 실질적 매출액 반영은 2013년에 가능할 것으로 예상된다.

최근 지식경제부는 2012년부터 모든 경유에 대해 바이오디젤 혼합사용을 의무화하고 이에 대한 법제화를 추진하겠다고 밝혔다. 현행 권장사항인 혼합사용을 의무사항으로 법제화하는 대신 바이오디젤에 대한 유류세 면세혜택은 폐지하겠다고 하는데 이는 중소기업 육성에서 한걸음 더 나아가 에너지원 다양화, 환경 개선을 목적으로 바이오디젤 산업을 육성하겠다는 의지로 판단된다. 2012년부터 유류세 면세혜택이 사라지면 경유의 공장도가격은 BD5(5%) 기준 리터당 약 11.63원 상승할 것으로 예상되며, 가격인상분에 대한 부담은 정유사가 지게 될 것으로 전망된다. 그러나 혼합률이 기존 2%에서 5%로 증가하면 정유사는 업체 간 경쟁을 통해 가격을 인하하려고 할 것이기 때문에 생산에 대한 경쟁우위를 보유한 동사에 절대적 유리한 상황이라 판단된다. 이는 동사가 commodity가격변동 부담이 적은 부산물을 활용해 바이오디젤을 생산함으로써 원료가 변동에 대한 부담을 상대적으로 줄였기 때문이다. 따라서 PPS매출액이 반영되기 전까지는 PETG와 BD가 그린케미칼 사업부 수익성을 개선하는 주요 아이템이 될 것이다.

2011년이 자회사 효과로 큰 폭의 순이익 개선이 가능했다면 2012년에는 정부의 바이오디젤 관련 법안 상정과 매출 증가 및 PETG 증설효과로 본업인 그린케미칼 사업부의 수익성 개선이 예상된다.

LS사업부 SID530(항암제) 출시 및 SID820(소화성궤양), SID710(치매패치)의 추가 라이선싱 아웃 기대

동사는 2009년말 SID530을 다국적 제약사 Teva에 기술 수출했다. 2011년 상반기 출시가 지연된 것은 스웨덴의 판매 허가 지연 때문이었으며 유럽 EMEA의 허가가 완료된 상황에도 현재 출시가 지연되고 있는 것은 Teva의 용법 변경(2개 vial → 1개 vial) 요청이며 이로 인해 양사간의 세부 의견 조정 때문이다. 이러한 이유에 대한 설명 없이 출시가 지연되면서 시장 우려가 높아졌으나 오리지널 의약품의 특허기간이 얼마 남지 않은 상황이라 2012년에는 출시가 가능할 것이다.

다만 당초 예상보다 출시일이 지연됐기 때문에 마일스톤 fee는 기존 300만 Euro에서 200만 Euro로 감소하고 당초 기대한 것보다는 유럽 시장 M/S 기대를 낮추어야만 할 것이다.

마케팅파트너 Teva의 제약시장 내 마케팅력(글로벌 제네릭 1위 기업)을 활용한다면 2013년 약 1조 5,000억원 규모의 유럽시장에서 최대 15%의 M/S를 달성할 수 있을 것으로 전망한다. 그러나 초년도인 2012년 약 10%의 M/S를 달성한다고 가정할 경우, 동사의 추가 매출액 및 영업이익은 각각 150억원, 136억원을 기대할 수 있을 전망이다. 더불어 2011년 4분기 NBP601의 마일스톤 fee(약 50억원) 반영과 2013년 1분기 내 SID530의 미국 판권에 대한 추가 라이선싱과 SID820(소화성궤양), SID710(치매패치)의 라이선싱도 기대할 수 있어 이로 인한 로열티 매출액 반영도 빠르면 2012년 상반기부터 기대해 볼 수 있다.

연결기준 현금흐름 부담 감소는 신규 사업에 대한 투자 결정으로 이어질 듯

2010년 12월 28일 SK가 보유 중이던 SK가스 지분 45.53%(392만 8,537주) 전량을 1,840억원에 인수하면서 동사는 최대 약점인 현금흐름에 대한 부담을 해소하게 되었다. 게다가 2011년 1월 28일 SK건설 지분 7.38%를 시장에서 매입하면서 SK건설에 대한 지분이 동사 대주주의 지분을 포함하여 35.03%로 증가하였다. 4월에는 동사 대주주가 S-Oil이 들고 있던 SK가스 지분 6.12%를 SK케미칼 지분을 담보로 매입하면서 합병가능성에 대한 시장 기대를 높였다. 휴비스가 상장을 준비 중에 있으며 상장이후에는 투자자산의 가치가 크게 상승함과 동시에 일부 차익실현도 가능할 전망이다.

동사는 2011년 우량 자회사인 SK가스, SK건설 지분 인수로 지분법 수익이 큰 폭으로 증가하였으며 2012년에도 이들 자회사의 성장에 따라 안정적인 지분법 수익이 가능할 전망이다.

SK가스를 인수하면서 대주주 입장에서는 연결기준 현금흐름에 대한 부담이 감소하였기 때문에 지속적으로 논의되었던 신규 사업에 대한 구체적인 투자계획 수립 및 이의 집행이 가능할 전망이다. 케미칼사업부의 대표적인 투자 계획으로는 2011년 1) Super EP(슈퍼 엔지니어링 플라스틱)인 PETG (polyethylene terephthalate glycol) 설비 증설(기존 5만톤에서 12만톤으로 증설)과 2) PETG 핵심 원료인 CHDM(cyclohexanedimethanol) 생산을 위한 SK NJC의 생산 설비 증설이 있으며 2012년부터 약 2년간은 1) PPS (polyphenylene sulfide) 설비 증설, 2) BD 생산 설비 증축 등이 주요 내용이 될 것이다. 더불어 수처리 제품을 바탕으로 한 하수관리 사업 확대가 예상된다. 2012년부터 가축분뇨, 하수슬러지 해양배출이 금지되면서 물관리 사업은 더욱 확대될 것으로 전망한다.

LS사업부는 기존 천연물약품과 DDS를 활용한 개량신약 개발에 집중하면서 백신사업에 투자를 해야 한다. 대표적으로는 2011년부터 **1) 백신공장(총 1,100억원 중 200억원은 토지 지원 포함 정부지원금), 고품질 공장(총 500억원) 및 임상에 따른 R&D비용(매출 비중 12%이상 예상) 집행**이 이루어져야 한다. 투자가 집중 이루어지는 동안 SID530(항암제)의 출시에 따른 로열티 매출액과 NBP601(혈우병치료제)의 임상진행에 따른 마일스톤 fee 등이 매출액에 반영되는 점을 감안하더라도 LS사업부는 매출액 및 수익성의 지속적인 개선이 필요하다.

Financial Sheets

손익계산서		(단위: 십억원)				
12월결산	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
매출액	1,276	1,335	1,515	1,695	1,977	
매출원가	991	1,037	1,213	1,315	1,535	
매출총이익	286	297	302	380	443	
판매비및관리비	201	229	224	271	313	
영업이익	84	68	78	108	130	
영업외손익	69	278	34	50	63	
이자수익	5	3	11	7	7	
이자비용	48	22	28	27	27	
외환손익	-1	-2	-1	0	0	
지분법평가손익	-38	32	64	82	95	
자산처분손익	-12	267	0	0	0	
기타	67	-43	-67	-65	-66	
세전계속사업손익	153	347	112	158	193	
계속사업법인세비용	29	73	14	33	41	
계속사업이익	124	274	98	125	153	
중단사업손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	124	274	98	125	153	
(포괄손익)	449	383	209	235	263	
EBITDA	121	100	111	137	161	
매출총이익률	22.4	22.3	20.0	22.4	22.4	
EBITDA마진율(%)	9.5	7.5	7.3	8.1	8.1	
영업이익률(%)	6.6	5.1	5.2	6.4	6.6	
세전계속사업이익률(%)	12.0	26.0	7.4	9.3	9.8	
ROA(%)	5.9	14.4	5.1	5.9	6.7	
ROE(%)	14.3	30.1	9.8	11.0	12.1	
수정ROE*(%)	51.5	42.1	20.9	20.7	20.8	

주요지표		(단위: 십억원)				
12월결산	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
투자지표						
PER(배)	11.2	4.7	14.5	11.4	9.3	
수정 PER(배)	3.1	3.4	6.7	6.0	5.3	
PBR(배)	1.8	1.6	1.5	1.3	1.2	
배당수익률(%)	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8	
EV/ EBITDA(배)	14.8	18.4	17.8	14.6	12.6	
성장성(% YOY)						
매출액	17.5	4.5	13.5	11.9	16.7	
영업이익	13.3	-19.1	15.0	37.8	20.2	
세전계속사업손익	1,634.9	126.3	-67.6	40.8	22.3	
포괄손익	9.5	-14.6	-45.5	12.7	11.8	
EPS	n/a	120.0	-64.7	27.3	22.5	
안정성(%)						
유동비율	86.7	75.3	105.1	108.2	112.9	
부채비율	121.5	96.8	89.4	84.0	77.9	
이자보상배율	2.0	3.7	4.6	5.3	6.5	
순차입금/자기자본	38.6	55.2	49.0	47.1	43.5	
주당지표						
EPS	5,971	13,135	4,643	5,910	7,242	
수정EPS	21,545	18,399	10,026	11,294	12,629	
BPS	38,147	38,836	45,708	50,475	56,407	
EBITDA/Share	5,123	4,236	4,677	5,808	6,786	
CFPS	2,105	760	8,294	3,152	3,828	
DPS	500	500	510	520	530	

* 수정 ROE, EPS, PER은 포괄손익을 기준으로 계산한 금액임

대차대조표		(단위: 십억원)				
12월결산	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
유동자산	609	509	693	751	821	
현금및 현금성자산	27	23	162	129	111	
단기금융상품	56	0	0	0	0	
단기투자자산	0	0	0	0	0	
매출채권	253	285	311	365	419	
재고자산	204	192	198	233	267	
비유동자산	1,390	1,300	1,356	1,447	1,553	
투자자산	467	719	811	843	878	
유형자산	902	563	516	580	654	
무형자산	20	17	29	24	21	
자산총계	1,999	1,808	2,049	2,198	2,375	
유동부채	703	676	660	694	728	
매입채무	204	213	188	221	254	
단기차입금	171	392	438	438	438	
유동성장기부채	0	0	0	0	0	
비유동성장기부채	394	214	308	310	312	
사채	0	0	0	0	0	
장기차입금	261	139	253	253	253	
부채총계	1,096	889	967	1,004	1,040	
자본금	118	118	118	118	118	
자본잉여금	299	286	149	149	149	
자본조정	247	12	13	13	13	
기타포괄손익누계액	325	110	111	111	111	
이익잉여금	239	502	801	914	1,054	
자본총계	903	919	1,081	1,194	1,335	
순차입금	348	508	530	562	581	

현금흐름표		(단위: 십억원)				
12월결산	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
영업활동 현금	34	52	95	19	35	
당기순이익	124	274	73	125	153	
비현금수익비용가감	-75	-256	123	-50	-62	
유형자산감가상각비	28	26	25	20	23	
무형자산상각비	9	6	7	9	8	
기타현금수익비용	45	-298	91	-79	-93	
영업활동 자산부채변동	-16	34	-45	-56	-55	
매출채권 감소(증가)	5	-25	1	-54	-54	
재고자산 감소(증가)	7	11	-7	-35	-34	
매입채무 증가(감소)	21	3	-24	33	33	
기타자산,부채변동	-49	45	-15	0	0	
투자활동 현금	566	-133	-80	-39	-41	
유형자산처분(취득)	-75	69	-87	-84	-97	
무형자산감소(증가)	-10	-3	-4	-5	-5	
투자자산감소(증가)	31	45	25	54	66	
기타투자활동	620	-244	-14	-5	-5	
재무활동 현금	-583	69	124	-12	-12	
차입금의 증가(감소)	-603	99	134	0	0	
자본의 증가(감소)	20	-11	-10	-12	-12	
배당금의 지급	2	11	10	12	12	
기타재무활동	0	-20	0	0	0	
현금의 증가	17	-4	139	-32	-18	
기초현금	10	27	23	162	129	
기말현금	27	23	162	129	111	

Analyst 김나연 | 02.3772-7160
irene.kim@koreastock.co.kr

이지바이오 (035810)

Buy (initiate)

목표주가: 5,500원
주가(11/18): 3,045원

Stock Data

KOSDAQ(11/18)	503.09pt
시가총액	1,401억원
발행주식수	46,021천주
52주 최고/최저가	3,780/1,930원
90일 일평균거래대금	45.14억원
외국인 지분율	0.0%
배당수익률(11.12E)	2.5%
BPS(11.12E)	3,498원

KOSDAQ대비 상대수익률	1개월	9.3%
	3개월	-7.9%
	6개월	-3.7%

주주구성

지원철외 4인 33.0%

애그플레이션에 대한 남보다 빠른 준비가 돋보인다

투자이견 Buy, 목표주가 5,500원 신규 제시

2012년 EPS 701원에 음식료 섹터 평균 P/E multiple 11.2 배에 30%할인하여 목표주가 산정하였으며 현주가(11/18) 대비 80.6%의 상승여력을 보유. 동사에 대한 투자포인트 3가지는 다음과 같음

- 1) 생산 및 유통 중심의 축산업 수직계열화와 수평적 사업다각화 진행 중.
- 2) 해외 곡물사업 확대와 국내 사료시장 M&A를 통해 외형 성장 및 경쟁력 확보.
- 3) 가축분뇨를 활용한 바이오가스 생산 및 동물 백신 개발

2012년 실적 추정: 순이익 315억원 예상

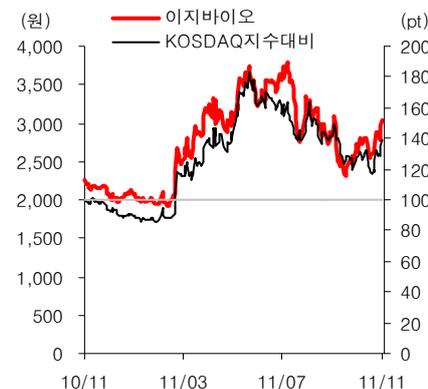
2012년 IFRS별도기준 매출액 939억원(+10.6% y-y), 영업이익 159억원(+12.1% y-y), 순이익 315(+10.2% y-y)억원으로 추정. 2011년은 구제역 여파로 돼지가격이 크게 상승하면서 도드람비티의 수익성이 크게 개선된 반면 사료부문 매출액은 감소하였으나 2012년에는 돼지가격 안정화 속에 사료 매출 증가 및 팜스토리한 냉의 매출액, 영업이익 증가로 지속적 성장 가능할 전망

애그플레이션에 대한 남다른 준비로 성장성과 Valuation 견비

동사는 농장, 사료, 유통의 수직계열화 완성 이후 곡물가 상승에 대한 부담 및 고정비 감소를 통한 수익성 개선에 노력 중. 이는 M&A를 통한 operating cost 절감과 연해주, 아시아 등지 해외 곡물 사업 확대를 통해 수평적 사업 다각화를 진행하고 있어 안정적인 매출액 성장 및 수익성 개선이 예상됨. 곡물가격 상승은 사료산업 M/S변화에 영향을 줌과 동시에 1차산업 통합화의 핵심이 될 것으로 전망

곡물사업, 줄기세포 등의 성장 동력을 확보하였음에도 불구하고 2012년 예상실적 기준 P/E 4.3배로 음식료 기업대비 매우 저평가 수준으로 판단

Stock Price



Financial Data	2009	2010	2011E	2012E	2013E
매출액(십억원)	74	82	85	94	98
영업이익(십억원)	9	14	14	16	17
세전계속사업손익(십억원)	19	19	31	40	45
순이익(십억원)	15	15	29	32	35
EPS(원)	376	345	640	701	784
증감률(%)	987.1	-8.3	85.6	9.6	11.7
PER(배)	6.1	5.8	4.8	4.3	3.9
PBR(배)	0.8	0.6	0.9	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	11.3	7.8	12.9	10.4	8.8
영업이익률(%)	12.6	17.4	16.7	16.9	16.9
EBITDA 마진(%)	14.7	19.3	19.1	19.6	19.4
ROE(%)	13.2	11.1	19.0	18.3	17.4
순부채비율(%)	24.6	24.9	44.4	27.5	12.7

주: 2010년 이전은 K-GAPP 개별, 2011년 이후는 IFRS 별도 기준임

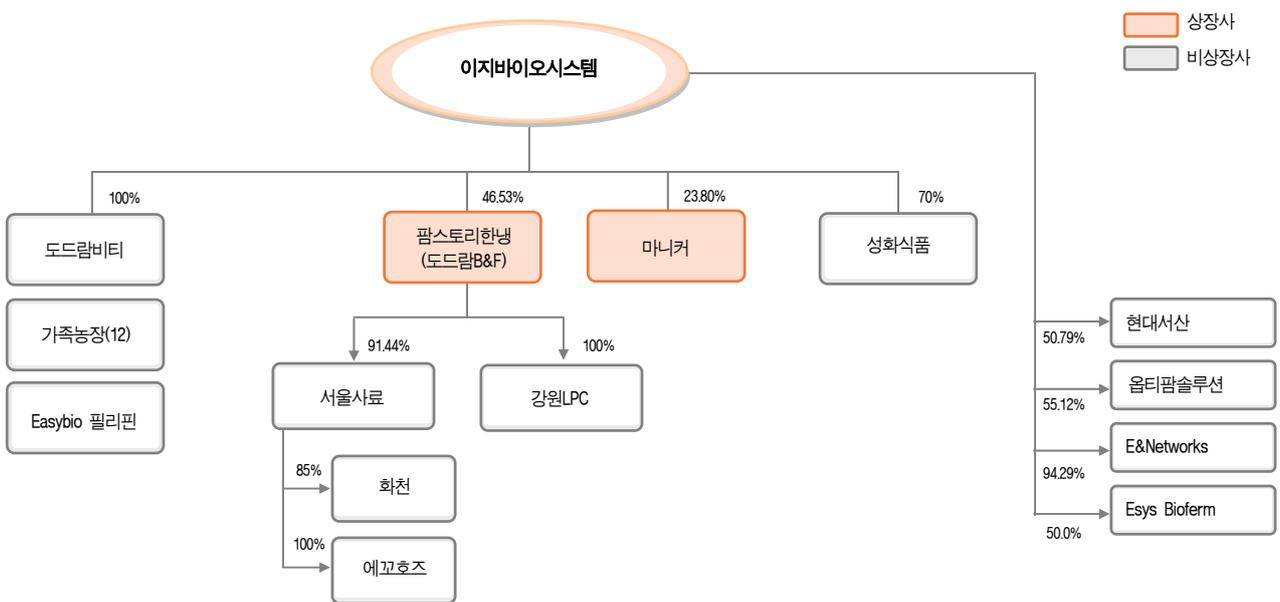
다가오는 곡물가 상승, 대안은 이지바이오

세계 3위 밀 수출국인 러시아가 2010년 가뭄과 폭염 피해로 모든 곡물의 수출을 중단하였다가 2011년 7월 이후 수출을 재개하였으나 작황상황에 따라 언제든지 다시 수출을 중단할 수 있다. 미국 시카고상품거래소의 국제 밀값은 7월에만 42%가 올랐고, 옥수수 대두가격 역시 최고수준이다. 이렇듯 전 세계가 곡물가격 상승으로 식료품에서부터 일반소비재 물가까지 줄줄이 인상되는 이른바 애플플레이션 분위기에 휩싸이고 있다. 원인은 기상악화에 따른 농작물의 생산량 감소와 각국의 식량안보용 재고량 확보, 투기세력 등이며 무엇보다 바이오 에너지원으로 활용되는 새로운 사용처가 생겼다는 것이다.

이러한 상황에서 지난 7월 10일 농림수산식품부는 식량안보 강화 일환으로 식량 지급률 목표치 재설정 및 지급률 제고 방안을 발표하고 2020년까지 10조원을 투자할 계획이라 밝혔다. 최근 해외곡물 자원 생산 기반 및 조달망 확보 전략을 마련한바 있는 정부의 국내 1차 산업 육성에 대한 의지를 재확인하였다. 정부의 식량 안보 강화방안 이전 해외곡물 개발에 적극적 나서고 있는 이지바이오는 러시아 연해주 경작 규모 확대와 아시아로 지역 확대를 통해 각 국가 정책 리스크를 회피하기 위한 사업전략을 결정하였다.

구제역 여파로 가장 피해가 컸던 돼지가격이 큰 폭으로 상승하였다가 수입량 증가로 예상보다 빠르게 안정화되고 있다. 돼지 수량의 정상화는 상대적으로 사료시장과 육가공 시장에는 호재로 작용한다. 수량의 증가로 사료 소비량이 증가하고 낮은 가격일 때 도축하여 냉동보관 하였다가 유통시키려고 하기 때문이다. 이는 결국 이지바이오의 사업구조와 연결하여 도드람비티 매출 감소는 팜스토리한냉 및 다른 계열사의 매출증가로 이어지기 때문에 시장 환경변화에 상호 보완적이라는 특징을 가지고 있다.

[그림22] 이지바이오 중심으로 한 지배구조



자료: 이지바이오, 한화증권 리서치센터

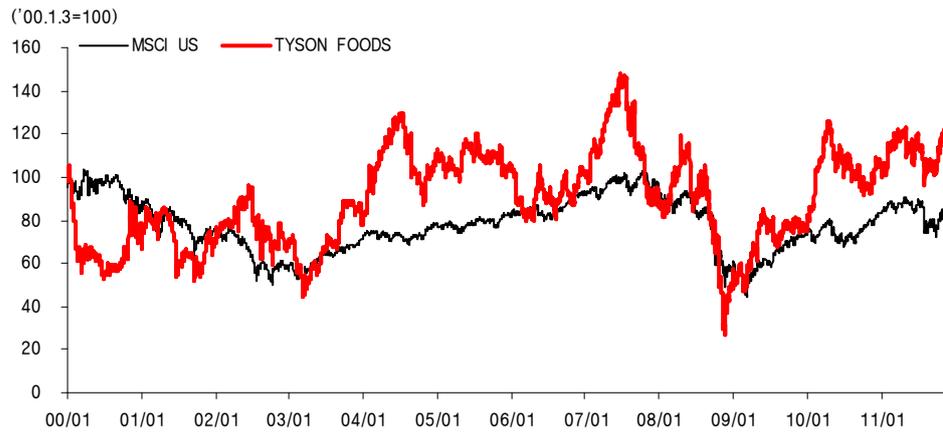
[그림23] 이지바이오시스템 주가 및 한국 MSCI 지수 흐름 비교



주: 2011년 11월18일 종가 기준

자료: Bloomberg, 한화증권 리서치센터

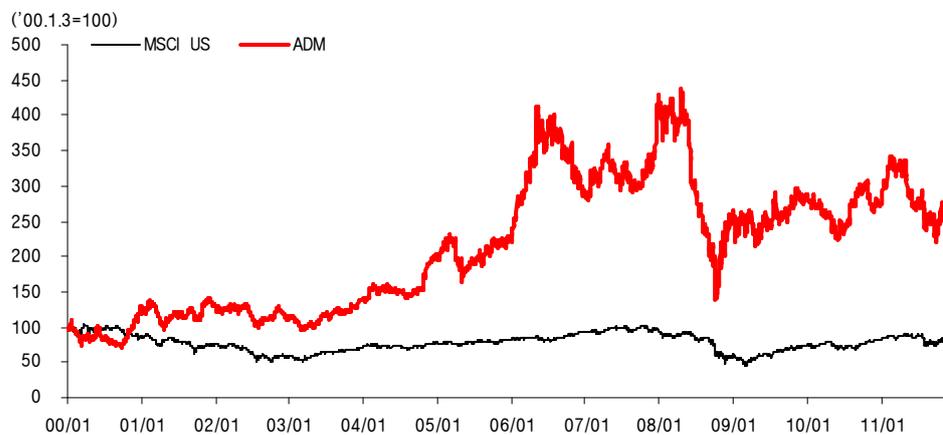
[그림24] Tyson Food 주가 및 미국 MSCI 지수 흐름 비교



주: 2011년 11월18일 종가 기준

자료: Bloomberg, 한화증권 리서치센터

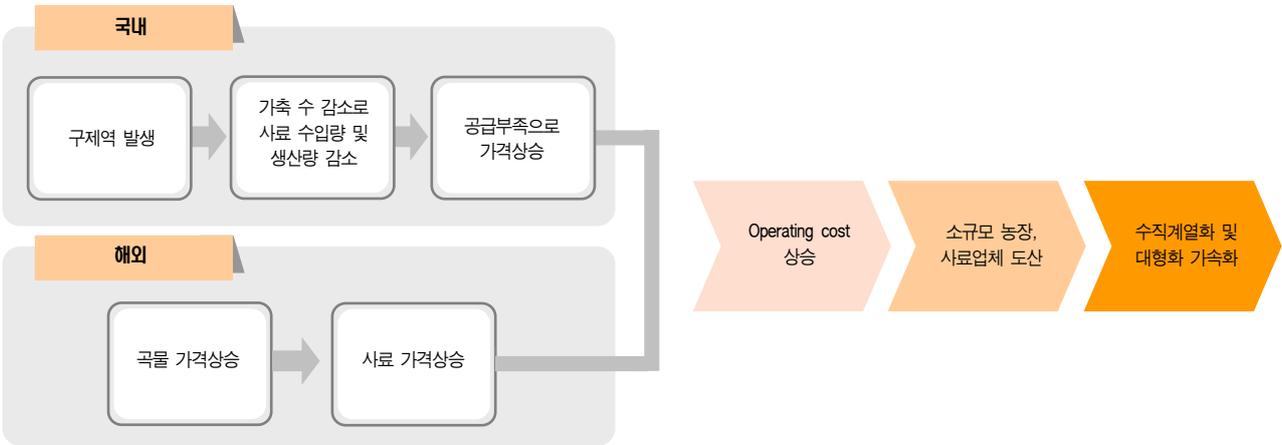
[그림25] ADM 주가 및 미국 MSCI 지수 흐름 비교



주: 2011년 11월18일 종가 기준

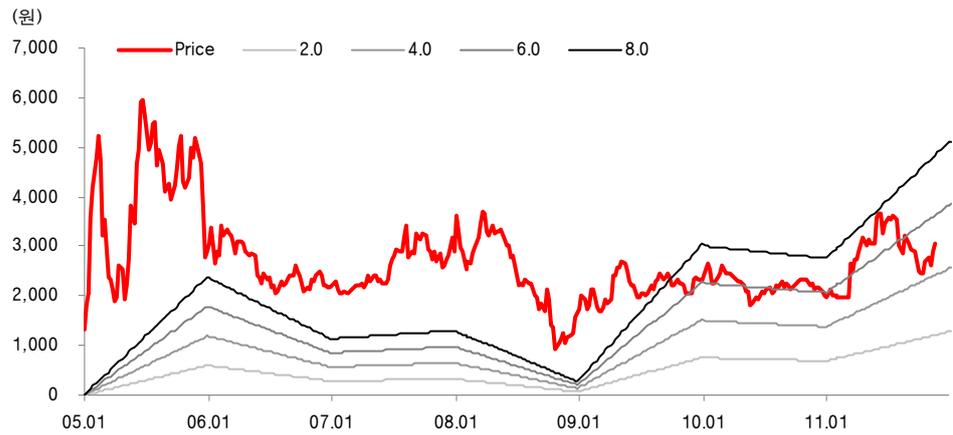
자료: Bloomberg, 한화증권 리서치센터

[그림26] 1차 산업의 수직계열화 및 대형화 가속될 전망



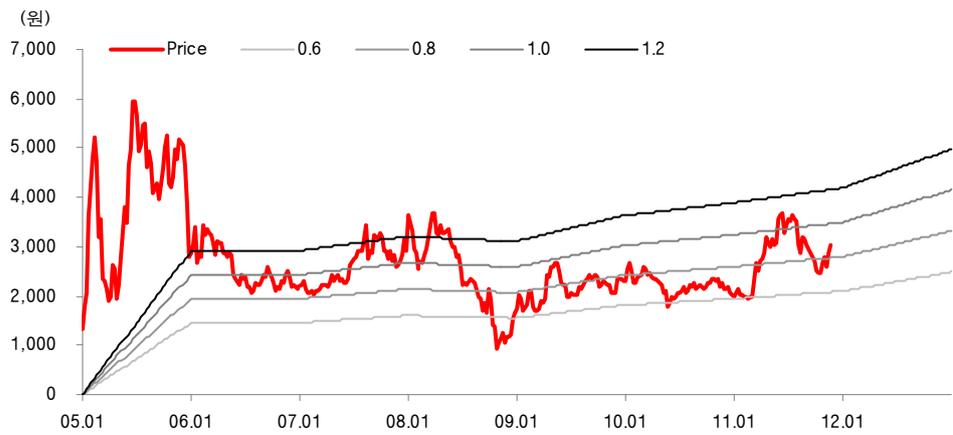
자료: 한화증권 리서치센터

[그림27] 이지바이오 P/E Band



자료: 한화증권 리서치센터

[그림28] 이지바이오 P/B Band



자료: 한화증권 리서치센터

Financial Sheets

손익계산서		(단위: 십억원)				
12월결산	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
매출액	74	82	85	94	98	
매출원가	54	55	58	62	65	
매출총이익	20	28	27	31	33	
판매비및관리비	11	13	14	16	16	
영업이익	9	14	14	16	17	
영업외손익	10	5	16	25	29	
이자수익	1	2	1	1	1	
이자비용	4	5	1	0	0	
외환손익	1	1	-6	0	0	
지분법평가손익	12	7	23	24	28	
자산처분손익	0	0	0	0	0	
기타	-9	-10	-3	0	0	
세전계속사업손익	19	19	31	40	45	
계속사업법인세비용	5	4	2	9	10	
계속사업이익	15	15	29	32	35	
중단사업손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	15	15	29	32	35	
(포괄손익)	18	20	34	37	40	
EBITDA	11	16	16	18	19	
매출총이익률	27.5	33.5	32.0	33.5	33.5	
EBITDA마진율(%)	14.7	19.3	19.1	19.6	19.4	
영업이익률(%)	12.6	17.4	16.7	16.9	16.9	
세전계속사업이익률(%)	26.1	23.0	36.1	43.1	46.1	
ROA(%)	8.2	6.5	10.6	10.5	10.5	
ROE(%)	13.2	11.1	19.0	18.3	17.4	
수정ROE*(%)	16.0	15.0	22.5	21.4	19.9	

주요지표		(단위: 십억원)				
12월결산	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
투자지표						
PER(배)	6.1	5.8	4.8	4.3	3.9	
수정 PER(배)	5.0	4.2	4.0	3.7	3.4	
PBR(배)	0.8	0.6	0.9	0.7	0.6	
배당수익률(%)	2.2	2.5	1.6	1.6	1.6	
EV/ EBITDA(배)	11.3	7.8	12.9	10.4	8.8	
성장성(% YOY)						
매출액	10.1	10.6	3.3	10.6	4.5	
영업이익	9.8	52.5	-1.1	12.1	4.5	
세전계속사업손익	1,423.3	-2.5	62.0	32.1	11.7	
포괄손익	504.7	11.0	69.3	8.6	10.0	
EPS	n/a	-8.3	85.6	9.6	11.7	
안정성(%)						
유동비율	102.2	85.5	51.3	72.8	95.8	
부채비율	60.1	77.5	80.6	70.0	60.4	
이자보상배율	3.0	4.7	26.1	-25.3	-25.4	
순차입금/자기자본	24.6	24.9	44.4	27.5	12.7	
주당지표						
EPS	376	345	640	701	784	
수정EPS	455	468	757	818	901	
BPS	3,030	3,245	3,498	4,149	4,883	
EBITDA/Share	276	371	363	409	425	
CFPS	138	250	374	231	224	
DPS	50	50	50	50	50	

* 수정 ROE, EPS, PER은 포괄손익을 기준으로 계산한 금액임

대차대조표		(단위: 십억원)				
12월결산	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
유동자산	54	70	54	79	105	
현금및 현금성자산	10	17	13	31	54	
단기금융상품	18	26	6	6	7	
단기투자자산	0	0	0	0	0	
매출채권	13	16	16	20	21	
재고자산	12	10	15	17	19	
비유동자산	143	184	230	238	247	
투자자산	126	167	203	211	220	
유형자산	16	17	26	26	27	
무형자산	0	0	0	0	0	
자산총계	197	254	284	317	352	
유동부채	53	82	105	108	110	
매입채무	6	13	16	19	21	
단기차입금	45	66	82	82	82	
유동성장기부채	0	0	0	0	0	
비유동성부채	21	29	22	22	23	
사채	0	0	0	0	0	
장기차입금	14	13	6	6	6	
부채총계	74	111	127	130	133	
자본금	21	22	23	23	23	
자본잉여금	60	64	61	61	61	
자본조점	3	5	5	5	5	
기타포괄손익누계액	3	5	5	5	5	
이익잉여금	39	52	68	97	130	
자본총계	123	143	157	186	219	
순차입금	30	36	70	51	28	

현금흐름표		(단위: 십억원)				
12월결산	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
영업활동 현금	10	25	11	7	9	
당기순이익	15	15	6	32	35	
비현금수익비용가감	-9	-4	11	-21	-25	
유형자산감가상각비	2	1	2	2	2	
무형자산상각비	0	0	0	0	0	
기타현금수익비용	-12	-8	9	-24	-28	
영업활동 자산부채변동	4	14	-3	-3	-1	
매출채권 감소(증가)	-1	-3	-1	-3	-2	
재고자산 감소(증가)	2	1	-4	-3	-1	
매입채무 증가(감소)	-1	14	3	3	2	
기타자산,부채변동	4	2	0	0	0	
투자활동 현금	-12	-42	-25	13	17	
유형자산처분(취득)	-1	-2	-2	-2	-2	
무형자산감소(증가)	0	0	0	0	0	
투자자산감소(증가)	-8	-5	-5	16	19	
기타투자활동	-3	-35	-19	0	0	
재무활동 현금	10	24	9	-2	-2	
차입금의 증가(감소)	11	26	12	0	0	
자본의 증가(감소)	-1	-2	-2	-2	-2	
배당금의 지급	1	2	2	2	2	
기타재무활동	0	0	0	0	0	
현금의 증가	8	7	-5	18	23	
기초현금	3	10	17	13	31	
기말현금	10	17	13	31	54	

Analyst 김나연 | 02.3772-7610
irene.kim@koreastock.co.kr

메디프론 (065650)

Not-Rated

주가(11/18): 9,990원

Stock Data

KOSDAQ(11/18)	503.09pt
시가총액	2,465억원
발행주식수	24,674천주
52주 최고가/최저가	10,500/4,040원
90일 일평균거래대금	104.73억원
외국인 지분율	1.4%
배당수익률(11.12E)	0.0%
BPS(11.12E)	1,534원

KOSDAQ대비 상대수익률	1개월	59.7%
	3개월	57.8%
	6개월	90.5%

주주구성

정민환외 6인	16.6%
한국투자밸류자산운용(주)	5.2%

인구 노령화 시대의 기대주

Neuropathic pain과 관련된 치매, 진통제 신약과 치매진단키트 개발 업체

동사는 알츠하이머성 치매 치료와 신경병성통증치료제를 주력으로 개발하고 있으며 바이오마커를 활용한 치매진단키트도 개발 중에 있음. 신약개발 바이오 업체 중 다국적 제약사에 라이선싱 아웃을 성공하면서 주목 받았으나 라이선싱을 통한 마일스톤 fee 매출액 이외의 제품이 없어 cash flow가 안정적이지 못하다는 시장의 우려가 있음. 따라서 치매 진단키트 출시 여부와 시기에 따라 턴어라운드 가능할 전망

정부정책 이슈와 진단키트 출시에 따라 턴어라운드 기여할 듯

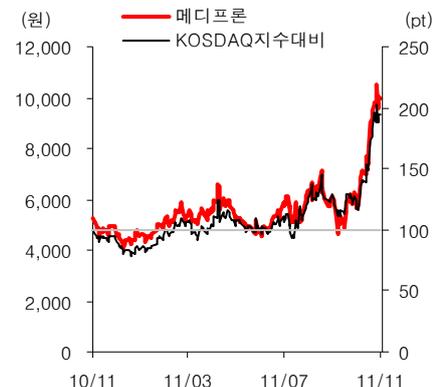
치매는 65세 이상 노령인구에서 주로 발생하며, 시장규모는 2009년 47억달러에서 2019년 119억달러로 성장할 전망(CAGR 9.7%). 동사는 신약개발의 긴 여정에 따른 현금흐름을 해소하고자 치매진단키트를 개발. 현재까지 식약청과 출시를 위한 허가 절차 진행 중에 있으며 2012년 3월 5일부터 치매 관리법 시행과 관련 년 내 출시여부가 결정 될 수 있을 것으로 판단

인구노령화 시대의 기대주가 될 듯

동사 추정에 따른 2012년 실적은 치매키트 매출액 60억원을 포함, 매출액 189억원, 영업이익 49억원, 순이익 51억원 예상. 치매진단이 생애 전환기 건강검진 사업에 선정될 경우 국내 시장에서의 빠른 성장이 예상되며 로슈를 통한 글로벌 시장 진출도 가능할 전망

독일 회사 그루넨탈에 라이선싱 아웃한 신경병증성 통증과제 임상 1상 진행으로 4Q11에 마일스톤비 매출액에 반영될 예정이며 치매 진단키트 식약청 허가 진행 중으로 2012년 출시 예상

Stock Price



Financial Data	2009	2010	2011E	2012E	2013E
매출액(십억원)	11	12	13	19	25
영업이익(십억원)	1	0	1	5	7
세전계속사업손익(십억원)	-1	-2	1	5	7
순이익(십억원)	-1	-2	1	5	7
EPS(원)	-64	-112	42	206	285
증감률(%)	적지	적지	흑전	396.5	38.1
PER(배)	0.0	0.0	240.5	48.4	35.1
PBR(배)	3.5	2.9	6.3	5.6	4.8
EV/EBITDA(배)	167.4	489.1	204.9	44.6	32.7
영업이익률(%)	4.8	-2.0	7.6	25.8	27.8
EBITDA 마진(%)	5.7	1.7	9.2	28.8	30.2
ROE(%)	-4.4	-7.2	2.7	12.2	14.7
순부채비율(%)	3.7	-15.3	-10.9	-8.9	-8.2

주: 2010년 이전은 K-GAPP 개별, 2011년 이후는 FRS 별도 기준임

노령 인구의 건강 관리 치매 관리부터 시작

치매는 65세 이상 노령인구에서 주로 발생하며, 시장규모는 2009년 47억달러에서 2019년 119억달러로 연평균 성장률 9.7%로 성장할 전망이다. 현재까지 치료제는 증세 완화가 목적이며 치료제로서의 역할이 미미하기 때문에 다국적 제약사들이 치매치료제 시장의 가능성과 성장성에 집중하고 있다.

2012년 3월 5일부터 치매 관리법이 시행된다. 이법은 치매의 예방, 진료, 요양 및 치매 퇴치를 위한 연구 등에 관한 정책을 종합적으로 수립, 시행함으로써 질병으로 인한 개인적 고통과 피해, 사회적 부담을 줄이겠다는 것을 목적으로 하고 있다. 현재까지 치매를 진단하는 방법은 paper검사를 통한 선별검사가 대부분을 차지하고 있어 사전 진단이 어렵다. K-MMSE(환자본인 답변), CDR또는 GDS(주변사람에게서 구한 정보를 통해 평가), ADL(일상생활수행능력평가), 7분 치매 검사 등이 사용되나 모두 질의 응답으로 이루어지고 있어서 확진은 뇌영상 촬영으로 한다. 노령인구의 증가는 결국 노인성 치매에 대한 건강보험재정의 부담으로 작용하게 되기 때문에 사전에 예방 진단하는 사업에 대한 정부지원은 계속 될 수 밖에 없다.

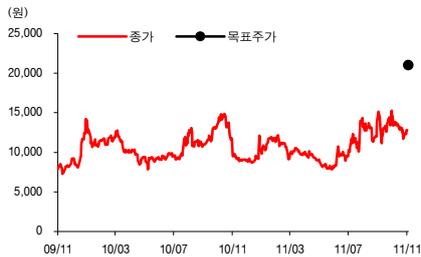
메디프론은 알츠하이머성 치매 치료와 신경병성통증치료제를 주력으로 개발하고 있으며 바이오마커를 활용한 치매진단키트도 개발 중에 있다. 치매 진단키트는 경우 여러 번 식약청과 출시를 위한 허가 절차를 진행하고 있으나 아직까지 식약청의 허가를 받지 못해 시장출시가 지연되고 있다. 문제가 되었던 뇌영상 촬영과의 비교자료 200건까지 제출된 상태라 식약청이 sensitivity(민감도, 환자가 질병에 걸렸을 확률) 82%, specificity(특이도, 환자가 질병에 걸리지 않았을 확률) 72%이상을 기준으로 판정해준다면 출시에 문제가 없을 것이다. 진단 검사의 정확도는 이 두가지의 조건부 확률에 의해서 결정된다.

진단키트가 출시 되면 라이선싱을 통한 마일스톤 fee의 매출액 이외에 안정적인 cash flow에 대한 시장 우려를 극복할 수 있게 된다. 따라서 2012년은 정책 관련 이슈뿐만 아니라 동사의 턴어라운드를 위한 중요한 한 해가 될 것이다.

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 김나연)
 상기종목에 대하여 2011년 11월 21일 기준 당사 및 조사분석 담당자는 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없습니다.
 당사는 본 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
 당사는 2011년 11월 21일 기준으로 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 유기증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
 당사는 2011년 11월 21일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 위 자료는 2011년 11월 21일 23시 43분에 한화증권 홈페이지(www.koreastock.co.kr)를 통해 공표된 자료입니다.
 본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대어될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 안전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용할 수 없습니다.

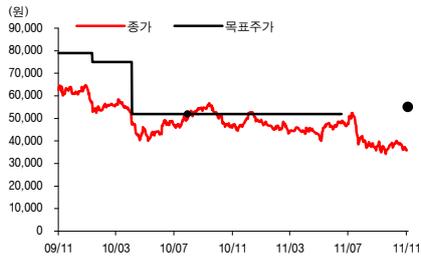
차바이오엔 증가 및 목표주가 추이



투자 의견 변동내역 (차바이오엔)

일 시	2011.10.26	2011.11.21
투자 의견	담당자변경	Buy
목표가액	김나연	21,000

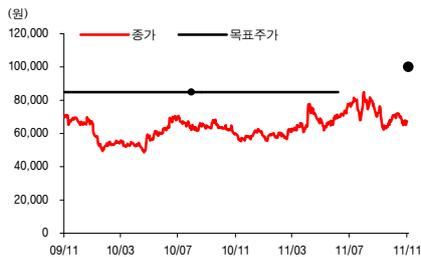
LG생명과학 증가 및 목표주가 추이



투자 의견 변동내역 (LG생명과학)

일 시	2010.01.28	2010.04.14	2010.04.21	2010.12.13	2011.10.26	2011.11.21
투자 의견	Buy	Buy	Marketperform	Marketperform	담당자변경	Buy
목표가액	75,000	75,000	52,000	52,000	김나연	55,000

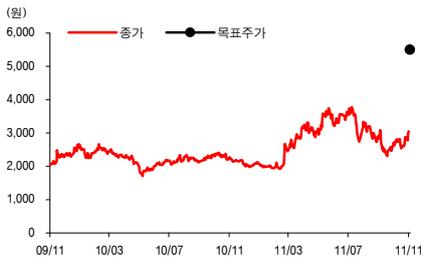
SK케미칼 증가 및 목표주가 추이



투자 의견 변동내역 (SK케미칼)

일 시	2011.10.26	2011.11.21
투자 의견	담당자변경	Buy
목표가액	김나연	100,000

이지바이오 증가 및 목표주가 추이



투자 의견 변동내역 (이지바이오)

일 시	2011.10.26	2011.11.21
투자 의견	담당자변경	Buy
목표가액	김나연	5,500

투자 등급 예시 (6개월 기준)

기업		산업	
Buy(매수)	시장대비 초과수익률 20% 이상 기대	Overweight	비중확대
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 초과수익률 10% ~ 20% 기대	Neutral	중립
Marketperform(시장수익률)	시장대비 초과수익률 -10% ~ 10% 기대	Underweight	비중축소
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 초과수익률 -10% 이하 기대		
N/R(Not Rated)	투자의견 없음		