

SK COMPANY Analysis



Analyst

서충우

Choongwoo.seo@sk.com
02-3773-9005

Company Data

| | |
|----------|----------|
| 자본금 | 63 억원 |
| 발행주식수 | 6,309 만주 |
| 자사주 | 0 만주 |
| 액면가 | 100 원 |
| 시가총액 | 1,113 억원 |
| 주요주주 | |
| 코아스템(외7) | 56.82% |
| 외국인지분률 | 0.20% |
| 배당수익률 | |

Stock Data

| | |
|--------------|-----------|
| 주가(18/03/28) | 1,765 원 |
| KOSDAQ | 850.97 pt |
| 52주 Beta | 0.51 |
| 52주 최고가 | 2,325 원 |
| 52주 최저가 | 1,450 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 31 억원 |

주가 및 상대수익률



| 주가상승률 | 절대주가 | 상대주가 |
|-------|--------|--------|
| 1개월 | 7.0% | 7.7% |
| 6개월 | 20.1% | -8.6% |
| 12개월 | -11.8% | -36.5% |

켐온 (217600/KQ | Not Rated)

신약개발 확대 및 화평법 시행의 최대 수혜주!

비임상 CRO(Contract Research Organization)를 전문으로 하는 업체이다. 최근 국내 제약사들의 신약개발 투자 확대 및 화평법(화학물질의 등록 및 평가 등에 관한 법률) 시행에 따라 관련 비임상 CRO 시장이 확대되고 있는 추세이다. 켐온은 국내 관련산업 대부분의 GLP 인증 보유 및 비임상시험 데이터를 FDA에 인정받은 국내 3 대 비임상 CRO이다. 전방산업 투자 확대 및 CAPA 증설에 따른 실적 성장이 예상된다.

전방산업의 투자 확대에 따른 수혜 예상

최근 국내 제약사들은 내수 제네릭 시장의 한계를 뛰어넘어 글로벌 신약개발 역량을 강화하고, 글로벌 시장 진출을 본격화하려 하고 있다. CRO 산업은 제약사들의 연구개발 투자규모에 따라 직접적인 수혜를 입게 된다. 또한 비임상 CRO 분야는 신약 후보물질 개발단계와 임상시험 단계 사이의 가교역할을 하는 것으로 모든 신약 후보물질들은 반드시 비임상CRO 과정을 거쳐야만 임상시험에 대한 허가 여부를 확인할 수 있다. 동사의 경우 비임상 최종보고서가 FDA의 인정을 받은 국내에서 보기드문 기업으로써 향후 국내 제약사의 신약개발 확대 추세에 따른 직접적인 수혜가 기대된다.

화평법 시행에 따른 수혜 예상

화평법은 국내에서 제조수입·유통되는 화학물질에 대한 안정성 검사를 실시하는 법안이다. 화학물질에 대한 안정성 평가는 신약개발 과정에서의 독성검사와 유사하기 때문에 비임상 CRO 의 수혜가 예상되며, 그 중에서도 대부분의 평가항목에서 GLP 인증을 받은 동사가 큰 수혜를 받을 수 있을 것으로 보인다. 참고로, 화평법 관련 시장규모는 올해에는 200 억원, 2021 년까지 누적 5,000 억원까지 성장할 것으로 추정된다.

유효성 평가부문 실적성장 예상

동사는 유효성평가로의 사업역량을 확대하기 위해 ‘유효성 평가센터’를 작년에 완공했으며, 12 월부터 정상화동하고 있다. 뿐만 아니라, 국내최초로 영상시스템을 도입하여 유효성 평가 과정을 보고서가 아닌 영상으로 구현함으로써 보다 나은 서비스를 제공할 수 있게 되었다. 향후 해당 부문의 가파른 실적증가를 예상한다.

영업실적 및 투자지표

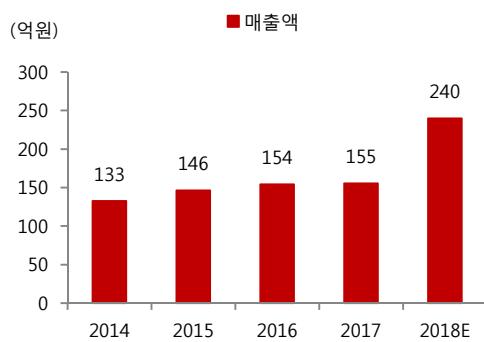
| 구분 | 단위 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|-----------|------|------|------|-----------|-------|-------|
| 매출액 | 억원 | | 133 | 146 | 154 | 155 |
| | % | | | N/A(IFRS) | 54 | 0.9 |
| 영업이익 | 억원 | | 21 | 31 | 21 | -5 |
| | % | | | N/A(IFRS) | -31.4 | 적전 |
| EBITDA | 억원 | 28 | 39 | 30 | 7 | |
| 세전이익 | 억원 | 21 | 32 | 22 | -20 | |
| 순이익(자배주주) | 억원 | 16 | 25 | 17 | -16 | |
| 영업이익률% | % | 15.8 | 21.3 | 13.9 | -33 | |
| EBITDA% | % | 20.9 | 26.7 | 19.4 | 4.2 | |
| 순이익률 | 11.7 | 17.3 | 11.2 | -10.1 | | |
| EPS | 원 | 30 | 49 | 30 | -25 | |
| PER | 배 | | 41.1 | 66.0 | N/A | |
| PBR | 배 | | 8.0 | 4.7 | 2.3 | |
| EV/EBITDA | 배 | | N/A | 2.5 | 0.3 | 131.4 |
| ROE | % | | | N/A(IFRS) | 8.7 | -5.2 |
| 순차입금 | 억원 | | -15 | -44 | -130 | -83 |
| 부채비율 | % | | 47.0 | 42.8 | 16.7 | 19.1 |

회사소개

2000년 1월 국내 최초의 민간 비임상CRO로 설립된 후 '17년 3월 스팩합병('주)이 베스트기업인수목적 2호'을 통해 코스닥에 상장된 캠온은 국내 3대 비임상 CRO(Contract Research Organization)이다. CRO란 임상시험 의뢰자로부터 신물질 개발에 필요한 임상(비임상) 시험을 수탁받아 대행하는 기관을 말한다. 국내의 경우 2000년대 초반에는 주요 제약사(동아제약 등)가 자체 연구실에서 임상시험을 진행했지만, 운영비용 대비 효율성이 낮아지면서 현재는 대부분 CRO에 위탁하는 추세이다. 동사가 영위하고 있는 '비임상CRO(의약품)'란 전임상단계에서 실험동물을 이용해 독성(안정성)과 효능(유효성)을 사전 검증 대행해 주는 것을 말하며, 국내 비임상 CRO 시장은 4,200억원(안정성 1,200억원, 유효성 3,000억원) 규모로 추정된다. '17년 매출비중은 안전성평가 85.6%, 유효성평가 9.2%, 기타 5.2%이며, 주요 경쟁사는 정부출현기관인 안전성평가연구소(KIT)와 상장사인 바이오톡스테이 있다.

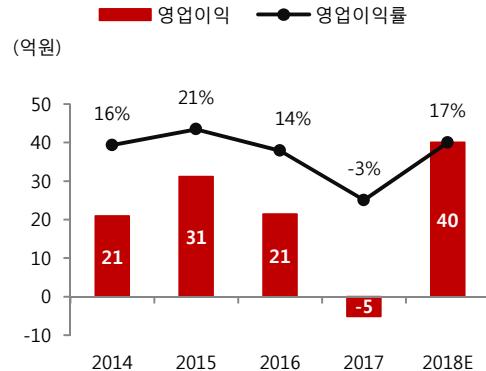
CRO 산업은 초기투자비용이 높고, 고정비 비중이 높으며, 연구기반 인프라 구축까지 많은 시간과 자원의 소요가 필요한 만큼 진입장벽이 높은 특성을 가지고 있다. 현재 안정성 부문의 국내 비임상 CRO 현황은 약 30개 기관이며, 이중 식품의약품안전처 GLP(Good Laboratory Practice)인증 기관은 24 기관이다.

매출액



자료 : 캠온, SK 증권

영업이익 및 영업이익률 추이



자료 : 캠온, SK 증권

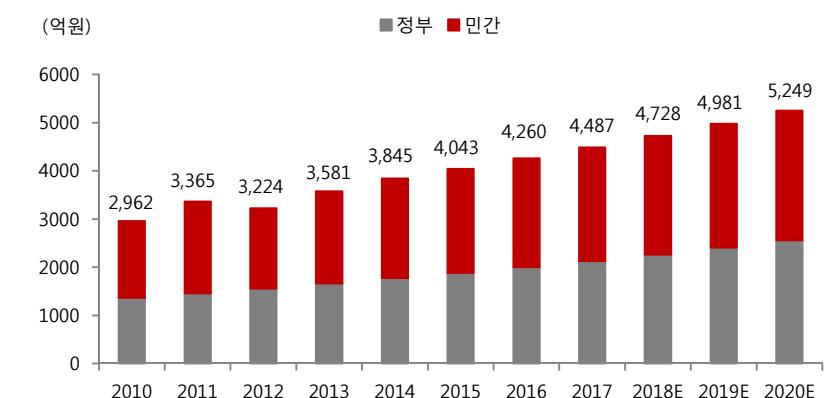
투자포인트

1) 제약/바이오산업 성장에 따른 수혜 예상

최근 국내 제약사들은 내수 제네릭 시장의 한계를 뛰어넘어 글로벌 신약개발 역량을 강화하고, 글로벌 시장 진출을 본격화하려고 노력하고 있다. 특히, '16년 한미약품의 대규모 기술이전 이후 기존 대형제약사 뿐만 아니라 중소형 제약사들도 소규모자본에도 불구하고 연구개발비 규모를 늘려가고 있다. 국내 상장 제약사의 연구개발비는 2010년 5,200억원에서 2015년 1.17조원으로 증가하였으며, 국내 임상시험 승인 수도 2010년 439 건에서 2017년 658 건으로 성장 추세를 그리고 있다. 정부도 지난 2013년부터 '제약산업 육성 및 지원에 관한 특별법'에 근거, 신약개발 연구개발 및 해외진출 역량이 우수한 44개 혁신형 제약기업에게 국가 R&D 사업 우선참여, 약가우대, 세계지원 등 매년 1,000억원 이상을 지원하고 있다.

CRO 산업은 제약사 및 바이오 업체들의 연구개발의 투자규모에 따라 직접적인 수혜를 입게 된다. 또한 비임상 CRO 분야는 신약 후보물질 개발단계와 임상시험 단계 사이의 가교역할을 하는 것으로 모든 신약 후보물질들은 반드시 비임상 CRO 과정을 거쳐야만 임상시험에 대한 허가 여부를 확인할 수 있다. 따라서 제약 및 바이오 산업에서 연구개발에 대한 투자가 활성화 될수록 2차적으로 CRO 산업에 긍정적인 영향을 미친다.

국내 비임상 시장 전망



자료 : 켐온, SK증권

대부분의 제약사 및 바이오 기업들은 신약개발을 할 때 글로벌 진출의 교두보로 여겨지는 FDA 허가를 목표로 한다. 따라서 많은 제약사들이 FDA 승인 경험이 있는 CRO 업체들을 선호하기 때문에 대부분의 경우 미국 현지 CRO에 위탁하는 것이 현실이다. 하지만, 한국 GLP 인증을 받은 비임상 시험의 최종자료도 OCED 가입국가에서는 통용 가능하도록 제도화되어 있다. 실제로 켐온의 경우 비임상 최종보고서가 FDA에서 승인받은 경험이 있다. 동사는 2011년 대형제약사의 바이오의약품 국내 최초 임상 3상 및 국내최초 천연의약품의 임상 2, 3상을 각각 승인받은 신약후보물질에 대해서 비임상 시험을 담당한 경력이 있다. 한국 제약사들이 현재 뿐만 아니라 미래에도 지속적으로 FDA의 문을 두드려야하는 상황에서 동사의 시험 데이터가 FDA에 인정을 받은 사실은 주목해서 봐야 할 부분이다. 신약개발을 준비하고 있는 대부분의 제약사들에게 FDA에 어필한 업체라는 사실은 신뢰성 및 업무 효율성 측면에서 차별적인 매력포인트로 여겨질 수 있다.

다양한 시험물질에 대한 비임상 시험 경험 보유



자료 : 켐온, SK증권

합성신약, 개량신약, 천연물신약, 건강기능식품 및 줄기세포 치료제의 경험



자료 : 켐온, SK증권

2) 화평법 시행에 따른 수혜 예상

지난 3월 20일 환경부는 화평법 개정안을 공포하고 2019년 1월 1일부터 시행한다고 밝혔다. 화평법은 국내에서 제조·수입되는 모든 신규 화학물질과 기존 1톤 이상 제조·수입되는 화학물질에 대한 안전성 검사를 실시하는 법안으로써 가습기 살균제 사건 등 화학물질 유출사고를 사전 방지하기 위한 것이다. 화평법 시행으로 오는 7월까지 주요 화학물질 510종에 대해 안정성 검사 및 등록을 완료해야 한다. 이후 2021년까지 연간 1000 톤 이상 제조·수입되는 화학물질 등 사용량에 따라 2024년까지 단계별로 등록·유해성심사·위해성평가를 받아야 한다.

화학물질에 대한 안정성 평가는 신약개발 과정 중 비임상과정에서 독성 검사와 유사하기 때문에 국내 비임상 CRO 업체들의 수혜가 예상되며, 그 중에서도 대부분의 평가항목에서 GLP 인증을 받은 동사가 가장 큰 수혜를 받을 것으로 예상된다. 참고로, 관련 업계에서는 화평법 관련 시장규모가 올해는 200 억원, 2021년까지 누적규모로 5,000 억원까지 성장할 것으로 추정하고 있다.

신약개발에 필요한 GLP 인증 최대 보유

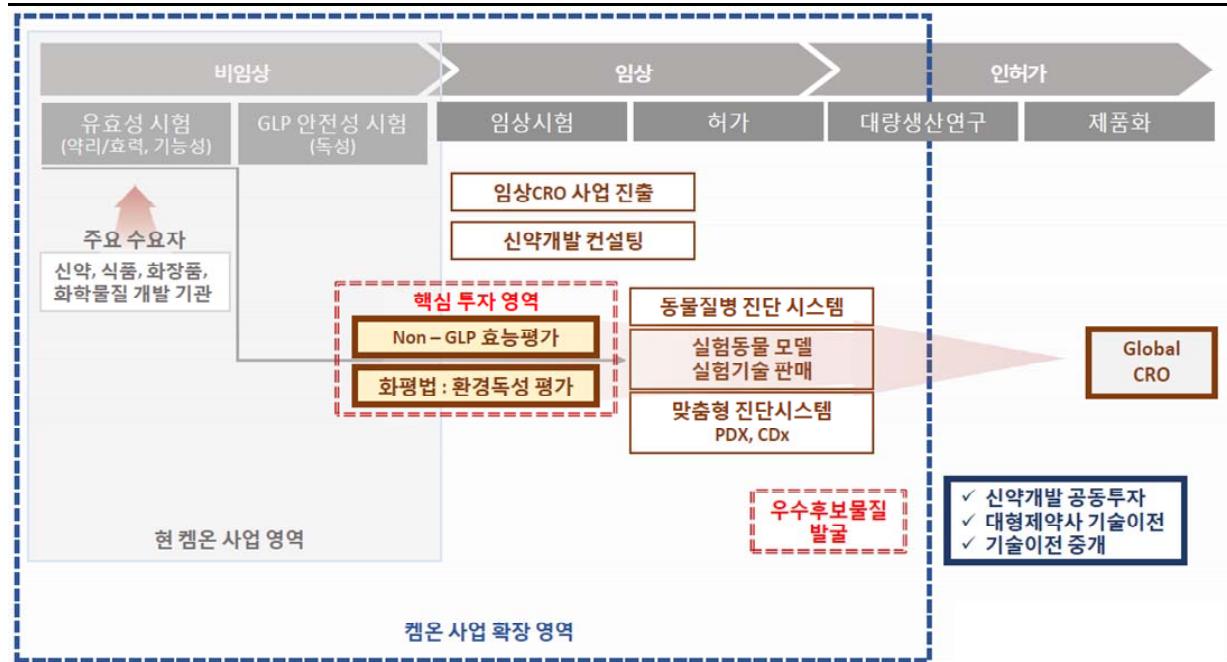
| 항목 | 단회 | 반복 | 생식 | 유전 | 항원성 | 발암성 | 국소 독성 | 국소 내성 | 기타 독성 | 안전성 약리 | 대체 시험법 |
|-----------|----|----|----|----|-----|-----|----------|----------|----------|-----------|-----------|
| 켐온 | o | o | o | o | o | o | o | o | o | o | o |
| 바이오톡스텍 | o | o | o | o | o | o | o | o | o | o | o |
| KIT | o | o | o | o | o | o | o | o | o | o | o |
| KTR | o | o | o | o | o | x | o | o | o | x | o |
| KCL | o | o | x | o | o | x | o | x | x | x | x |
| 서울대의생명연구소 | o | o | x | o | x | x | x | x | x | x | x |

자료 : 켐온, SK증권

3) 유효성 평가부문 매출증가 예상

비임상 시험 중 안정성 검사가 동사의 매출 80% 이상을 차지하고 있으며, 신약 후보물질의 효능을 평가하는 유효성 검사는 매출의 9% 미만을 차지하고 있다. 유효성 검사 시장의 경우 GLP 인증시설이 필요하지 않기 때문에 진입장벽이 낮지만, 안정성 검사보다 수익성이 높은 편이다. 동사는 유효성 검사로의 사업역량을 확대하기 위해 ‘유효성 평가센터’를 작년에 완공했으며, 시험가동 과정을 거쳐 작년 12 월부터 정상 가동되고 있다. 뿐만 아니라 비임상 CRO 업체 중 국내 최초로 영상시스템을 도입하여 유효성 평가 과정을 보고서가 아닌 영상으로 구현함으로써 보다 차별적인 서비스를 제공할 수 있다. 기존 주력부문인 안정성 검사와 유효성 검사를 함께 진행하는 package 서비스도 매력적인 영업 수단이 될 수 있다는 판단이다.

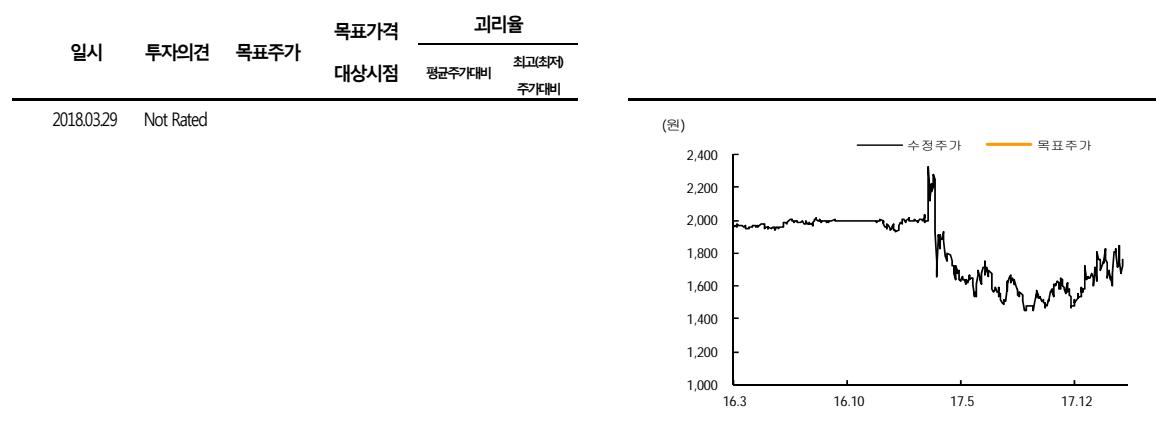
사업확장을 통한 CRO 위상 강화 및 성장성 확보



자료 : 켐온, SK증권

실적전망

2018년 연간 매출액은 240 억원(+55% yoy), 영업이익은 40 억원(흑자전환)을 기록할 것으로 전망한다. 주요 사업부문별 예상 매출액은 안정성평가 185 억원, 유효성평가 45 억원으로 기준 주력 매출부문(안정성평가)의 고성장과 연구센터 건립 및 가동에 따른 유효성평가 부문의 유의미한 실적 기여가 기대된다. 특히, 화평법 관련 매출의 경우 '16년 6.8 억원, '17년 7.6 억원을 기록한 것으로 보이며, '18년 20 억원, '19년 40 억원 정도의 매출이 가능할 것으로 예상한다.



Compliance Notice

- 작성자(서충우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 3월 29일 기준)

| | | | | | |
|----|--------|----|--------|----|----|
| 매수 | 89.51% | 증립 | 10.49% | 매도 | 0% |
|----|--------|----|--------|----|----|

재무상태표

| 월 결산(억원) | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|----------------|------|------|------|------|------|
| 유동자산 | | | | | |
| 현금및현금성자산 | 60 | 89 | 173 | 156 | |
| 매출채권및기타채권 | 15 | 43 | 74 | 24 | |
| 재고자산 | 43 | 45 | 42 | 62 | |
| | 2 | 0 | 0 | 0 | |
| 비유동자산 | | | | | |
| 장기금융자산 | 93 | 97 | 139 | 238 | |
| 유형자산 | 1 | 2 | 2 | 2 | |
| 무형자산 | 86 | 88 | 130 | 220 | |
| | 1 | 1 | 1 | 3 | |
| 자산총계 | | | | | 395 |
| 유동부채 | | | | | |
| 단기금융부채 | 153 | 185 | 312 | 395 | |
| 매입채무 및 기타채무 | 33 | 40 | 27 | 34 | |
| 단기증당부채 | | | | | |
| 비유동부채 | | | | | |
| 장기금융부채 | 16 | 16 | 18 | 29 | |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 0 | | | 6 | |
| 장기증당부채 | | | 1 | 1 | |
| 부채총계 | | | | | 63 |
| 지배주주지분 | | | | | |
| 자본금 | 104 | 130 | 268 | 331 | |
| 자본잉여금 | 36 | 36 | 55 | 63 | |
| 기타자본구성요소 | 30 | 30 | 133 | 283 | |
| 자기주식 | 2 | 2 | 1 | -72 | |
| 이익잉여금 | 37 | 62 | 78 | 57 | |
| 비지배주주지분 | | | | | |
| 자본총계 | | | | | 331 |
| 부채와자본총계 | | | | | 395 |

현금흐름표

| 월 결산(억원) | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|---------------------|------|-----------|------|------|------|
| 영업활동현금흐름 | | | | | |
| 당기순이익(순실) | 9 | 40 | 25 | -10 | |
| 비현금성항목등 | 16 | 25 | 17 | -16 | |
| 유형자산감가상각비 | 16 | 18 | 30 | 36 | |
| 무형자산상각비 | 7 | 7 | 8 | 11 | |
| 기타 | 0 | 0 | 0 | 1 | |
| 운전자본감소(증가) | 9 | 11 | 21 | 24 | |
| 매출채권및기타채권의 감소(증가) | -23 | -1 | -15 | -26 | |
| 재고자산감소(증가) | -18 | -1 | 1 | -26 | |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | -1 | 2 | 0 | 0 | |
| 기타 | 4 | 0 | -6 | 4 | |
| 법인세납부 | -43 | -4 | -7 | -55 | |
| | -4 | -8 | -8 | -8 | |
| 투자활동현금흐름 | | | | | -53 |
| 금융자산감소(증가) | -33 | -11 | -107 | | |
| 유형자산감소(증가) | 0 | -56 | 50 | | |
| 무형자산감소(증가) | -33 | -10 | -50 | -102 | |
| 기타 | -1 | -1 | 0 | -1 | |
| 재무활동현금흐름 | | | | | 0 |
| 단기금융부채증가(감소) | 1 | 0 | 112 | | |
| 장기금융부채증가(감소) | -6 | | | | |
| 자본의증가(감소) | 1 | 0 | 112 | | |
| 배당금의 지급 | | | | | |
| 기타 | | | | | |
| 현금의 증가(감소) | | | | | -50 |
| 기초현금 | -29 | 29 | 31 | | |
| 기말현금 | 44 | 15 | 43 | 74 | |
| FCF | 15 | 43 | 74 | 24 | |
| | -85 | N/A(IFRS) | -36 | -112 | |

자료 : 켐온, SK증권 추정

포괄손익계산서

| 월 결산(억원) | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|-----------------------|------|------|------|------|--------|
| 매출액 | | | | | 133 |
| 매출원가 | | | | | 96 |
| 매출총이익 | | | | | 36 |
| 매출총이익률 (%) | | | | | 27.5 |
| 판매비와관리비 | | | | | 15 |
| 영업이익 | | | | | 21 |
| 영업이익률 (%) | | | | | 15.8 |
| 비영업손익 | | | | | 1 |
| 순금융비용 | | | | | -1 |
| 외환관련손익 | | | | | 0 |
| 관계기업투자등 관련손익 | | | | | 0 |
| 세전계속사업이익 | | | | | 21 |
| 세전계속사업이익률 (%) | | | | | 162 |
| 계속사업법인세 | | | | | 6 |
| 계속사업이익 | | | | | 16 |
| 중단사업이익 | | | | | 25 |
| *법인세효과 | | | | | 5 |
| 당기순이익 | | | | | 1 |
| 순이익률 (%) | | | | | 16 |
| 지배주주 | | | | | 11.7 |
| 지배주주기록 순이익률(%) | | | | | 16 |
| 비지배주주 | | | | | 11.73 |
| 총포괄이익 | | | | | 17.28 |
| 지배주주 | | | | | 11.15 |
| 비지배주주 | | | | | -10.05 |
| EBITDA | | | | | 28 |
| | | | | | 39 |
| | | | | | 30 |
| | | | | | 7 |

주요투자지표

| 월 결산(억원) | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 |
|------------------------|------|------|------|------|-----------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 | | | | | N/A(IFRS) |
| 영업이익 | | | | | N/A(IFRS) |
| 세전계속사업이익 | | | | | N/A(IFRS) |
| EBITDA | | | | | N/A(IFRS) |
| EPS(계속사업) | | | | | N/A(IFRS) |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROE | | | | | N/A(IFRS) |
| ROA | | | | | N/A(IFRS) |
| EBITDA마진 | | | | | 20.9 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | | | | | 179.6 |
| 부채비율 | | | | | 47.0 |
| 순차입금/자기자본 | | | | | -14.1 |
| EBITDA/이자비용(배) | | | | | 251.7 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| EPS(계속사업) | | | | | 30 |
| BPS | | | | | 201 |
| CFPS | | | | | 43 |
| 주당 현금배당금 | | | | | 64 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| PER(최고) | | | | | 46.4 |
| PER(최저) | | | | | 40.7 |
| PBR(최고) | | | | | 9.0 |
| PBR(최저) | | | | | 7.9 |
| PCR | | | | | 31.4 |
| EV/EBITDA(최고) | | | | | 44.1 |
| EV/EBITDA(최저) | | | | | 0.0 |
| | | | | | 174.5 |
| | | | | | 0.0 |
| | | | | | 114 |