

20180703

S K
I N D U S T R Y
A N A L Y S I S

월간IPO

풍성한 수확이 기대되는 하반기

스몰캡. 이지훈,나승두 3773-8880

제약/바이오. 이달미 3773-9952

화장품/의류. 전영현 3773-9181

R.A. 이소중 3773-9953



SK INDUSTRY Analysis



Analyst
이지훈
sa75you@sk.com
02-3773-8880



Analyst
이달미
talmi@sk.com
02-3773-9952



Analyst
나승두
nsdoo@sk.com
02-3773-8891



Analyst
전영현
yj6752@sk.com
02-3773-9181

Contents

Summary

상반기 IPO 시장은 당초 기대치를 하회하였습니다.
공모기업수는 적지 않았지만 공모금액면에서 지난해와 큰 차이를 보였습니다.

그러나 내용면에서는 나쁘지 않습니다.
다양한 산업의 기업들이 참여하였고 청약경쟁률도 높았습니다.
특히, 상장 후 주가수익률은 투자자들을 민족시키기에 부족함이 없었습니다.

하반기에는 다시 한번 풍성한 수확을 기대해도 좋을 것 같습니다.
현대오일뱅크를 비롯하여 키카오게임즈, 티웨이 항공 등 대어급들의 잇달은
상장이 예정되어 있습니다. 물론 정부의 청탁모멘텀도 여전히 유효합니다.

벤처펀드로의 자금 유입둔화와 부진한 수익률이 다소 걱정되는 부분입니다.

기업분석

올릭스	아시아 최초의 자체 개발 RNA 치료제 업체
<u>에스브이인베스트먼트</u>	수학의 계절
엠코르셋	국내외 온라인 판매 실적이 관건
아이큐어	꼭 필요한 개량신약 전문 기업
한국유니온제약	전문의약품에서 바이오의약품까지 영역 확대

상반기 IPO 시장, 절반의 성공

**기대치를 하회한 2018년 상반기
IPO 시장, 공모 기업수는 21개로
지난해와 같지만 공모금액은 큰
폭의 하락**

절반의 성공이었다. 2018년 IPO 시장이 사상 최대 공모금액, 기업수를 경신할 수 있을 것으로 전망했었다(2018.01.17, 2017년을 넘어서 자료 참조). 그러나 상반기만을 놓고 보면 기대치를 크게 하회하는 결과였다. 공모 기업수는 21개로 지난해와 같았지만, 공모금액은 7,800억원으로 전년도 4,760조원과 비교하면 초라한 숫자였다. 이는 초대수급으로 평가되었던 SK 루브리컨츠의 상장 철회, 삼성바이오로직스로 축발된 회계 이슈 등이 영향을 미쳤던 것으로 판단된다.

**그러나 내용면에서는 상대적으로
합격점, 상장기업들의 분야 다양화,
청약 경쟁률도 높은 수준에서 유지**

그러나 내용면에서는 비교적 합격이었다. 바이오, 의료장비뿐만 아니라 생활소비재, IT, 산업재 등 상장기업들의 분야도 다양화되었고 청약 경쟁률도 높은 수준에서 유지되었다. 정부가 추진하고 있는 코스닥 상장여건 완화 정책과 벤처펀드 활성화 방안 등이 긍정적 영향을 끼친 것으로 보인다.

2018년 상반기 신규상장 기업 요약

코드	종목명	공모청약일	상장일	희망 공모가	확정 공모가	공모금액	기관 경쟁률	청약 경쟁률	섹터
A264660	씨엔지하이테크	01.16~01.17	1.25	16,000원~20,000원	16,000원	206 억원	249:1	625:1	반도체 및 관련장비
A255220	에스지이(SG)	01.18~01.19	1.26	6,300원~7,200원	6,000원	188 억원	17:1	0.44:1	건축소재
A267790	배럴	01.22~01.23	2.01	8,000원~9,500원	9,500원	162 억원	298:1	369:1	섬유 및 의복
A219420	링크제니시스	01.25~01.26	2.05	22,000원~25,000원	30,000원	90 억원	754:1	1,154:1	일반 소프트웨어
A042000	카페24	01.30~01.31	2.08	43,000원~57,000원	57,000원	513 억원	672:1	731:1	인터넷 서비스
A260660	알리코제약	02.01~02.02	2.12	10,000원~13,000원	12,000원	282 억원	389:1	697:1	제약
A154030	아시아종묘	02.01~02.02	2.12	4,200원~5,200원	4,500원	45 억원	239:1	237:1	식료품
A006620	동구바이오제약	02.05~02.06	2.13	12,000원~14,500원	16,000원	331 억원	727:1	836:1	제약
A183490	엔지켐생명과학	02.08~02.09	2.21	45,000원~70,000원	56,000원	431 억원	258:1	342:1	바이오
A226400	오스테오닉	02.08~02.09	2.22	5,800원~7,500원	7,700원	92 억원	442:1	998:1	의료 장비 및 서비스
A064510	에코마이스터	03.05~03.06	3.15	6,000원~8,500원	5,200원	70 억원	15:1	213:1	기계
A277070	린드먼아시아	03.05~03.06	3.15	5,000원~5,500원	6,500원	221 억원	640:1	1,039:1	창업투자 및 종금
A018250	애경산업	03.13~03.14	3.22	29,100원~34,100원	29,100원	1,979 억원	24:1	2:1	개인생활용품
A263700	케어랩스	03.19~03.20	3.28	15,000원~18,000원	20,000원	260 억원	934:1	886:1	의료 장비 및 서비스
A950170	JTC	03.26~03.27	4.06	6,200원~7,600원	8,500원	895 억원	478:1	465:1	도소매
A122310	제노레이	05.16~05.17	5.28	17,500원~20,500원	23,000원	138 억원	907:1	1,028:1	의료 장비 및 서비스
A258830	세종메디칼	05.18~05.21	5.29	10,800원~13,700원	15,000원	305 억원	836:1	922:1	의료 장비 및 서비스
A016790	현대사료	05.23~05.24	6.01	5,700원~6,600원	6,600원	101 억원	839:1	1,690:1	식료품
A037030	파워넷	05.29~05.30	6.07	5,500원~6,500원	6,500원	232 억원	590:1	1,142:1	전기장비
A245620	EDGC	06.18~06.19	6.26	4,700원~5,700원	6,500원	468 억원	749:1	810:1	바이오
A088260	이리츠코크랩	06.12~06.15	6.27	4,800원~5,200원	5,000	791 억원		0.8:1	부동산 임대 및 공급업

자료: 각사, SK 증권

**상장 후 주가상승률은 양호, 상장
당일 평균 주가상승률 64.7%,
3개월 후에도 57.2%에 달해**

특히 신규상장기업들의 주가 수익률은 투자자들을 만족시키기에 부족함이 없었다. 상반기에 상장된 21 개 기업들의 상장 당일 평균 주가상승률(공모가 대비)은 64.7%에 달했다. 100% 이상의 상승률을 보인 기업도 동구바이오제약을 비롯해 총 5 개였다. 상장 후 1 주일 평균 상승률 71.1%, 3 개월도 57.2%에 이르렀다. 단기간 반짝 상승에 그친 것이 아니었다.

2018년 상반기 신규상장 기업 주가 상승률

(단위 원 %)

Code	종목명	상장일	공모가	주가			상장당일	수익률		
				1W	1M	3M		1W	1M	3M
A264660	씨엔지하이테크	2018.01.25	16,000	18,650	17,150	15,950	14,600	16.6	7.2	-0.3
A255220	에스자이	2018.01.26	6,000	5,260	5,620	5,500	6,950	-12.3	-6.3	-8.3
A267790	배럴	2018.02.01	9,500	13,500	20,100	15,500	18,300	42.1	111.6	63.2
A219420	링크제니시스	2018.02.05	30,000	8,679	9,321	17,050	9,130	35.0	45.0	165.2
A042000	카페24	2018.02.08	57,000	84,700	75,500	90,000	126,000	48.6	32.5	57.9
A260660	알리코제약	2018.02.12	12,000	23,500	25,050	20,800	17,000	95.8	108.8	73.3
A154030	아시아종묘	2018.02.12	4,500	4,570	4,415	4,365	6,960	1.6	-1.9	-3.0
A006620	동구바이오제약	2018.02.13	16,000	41,600	36,700	38,100	30,400	160.0	129.4	138.1
A183490	엔지켐생명과학	2018.02.21	56,000	85,200	81,800	112,900	87,000	52.1	46.1	101.6
A226400	오스테오닉	2018.02.22	7,700	13,100	10,150	8,620	6,210	70.1	31.8	11.9
A277070	린드먼아시아인베스트먼트	2018.03.14	6,500	16,900	11,650	8,730	7,130	160.0	79.2	34.3
A064510	에코마이스터	2018.03.15	5,200	6,030	5,120	7,610	11,900	16.0	-15	46.3
A018250	애경산업	2018.03.22	29,100	34,000	33,550	43,600	69,500	16.8	15.3	49.8
A263700	케어랩스	2018.03.28	20,000	52,000	54,800	54,000	27,700	160.0	174.0	170.0
A950170	JTC	2018.04.06	8,500	16,300	15,450	16,150		91.8	81.8	90.0
A122310	제노레이	2018.05.28	23,000	37,350	28,300	24,100		62.4	23.0	4.8
A258830	세종메디칼	2018.05.29	15,000	30,000	26,800	17,200		100.0	78.7	14.7
A016790	현대사료	2018.06.01	6,600	17,150	31,500			159.8	377.3	
A037030	파워넷	2018.06.07	6,500	7,750	7,690			19.2	18.3	
A245620	이원다이애그노믹스	2018.06.26	6,500	11,100				70.8		
A088260	이리츠코크렙기업	2018.06.27	5,000	4,600				-8.0		

자료: 각사, SK증권

하반기 IPO 시장 전망

하반기 IPO 시장이 기대되는 이유

첫째, 대어급들의 잇달은 상장 예정

하반기에는 다시 한번 풍성한 IPO 시장이 열릴 것으로 판단된다. 공모금액도 지난해 하반기 3.1조원을 넘어설 것으로 전망된다. 그 이유는 첫째, 대어급들의 잇달은 상장이 예정되어 있기 때문이다. 공모규모만 2조원에 달할 것으로 예상되는 현대오일뱅크가 4분기에, 카카오게임즈와 티웨이항공은 3분기에 상장이 유력시되고 있다. 기업가치 2조 원을 상회하는 바디프랜드도 최근 대표주관사 선정을 완료하고 상장준비에 들어갔다. 중형급으로 평가 받는 롯데정보통신, CJ CGV 베트남도 예비심사를 통과하거나 심사중에 있다.

하반기 IPO 주요 예정 및 관심 기업

상장예정기업	예상 밸류에이션	공모규모	대표 주관사	상장 예비심사 청구월	상장 예정월	공모진행 현황	특이사항(지연사유)
현대오일뱅크	8조원	2조원	NH투자증권/ 하나금융투자	'18년 7~8월	'18년 10월 중순 이전	기업실사 완료 단계	SK루브리컨츠의 상장 불발과 삼성바이오로직스의 회계 이슈로 예상 일정 지연
바디프랜드	2조5000억원 ~3조원	-	미래에셋대우/ 모간스탠리	-	-	-	VIG파트너스가 바디프랜드 지분인수를 추진하며 회사의 IPO 추진 잠정 보류한적 있음
군장에너지	2조원	-	주관사 선정 지연	'18년 7월	'18년 11월	기업실사 전 단계	자회사 부실, 5월 8일 내부적으로 상장 준비 잠정 중단
카카오게임즈	1조~ 1조5000억	1240억~ 1923억원	한국투자증권	'18년 5월	'18년 8월	예비심사 통과	-
티웨이항공	1조원	2336억~ 2672억원	신한금융투자/ 대신증권	'18년 4월	'18년 8월	예비심사 통과	새 리스회계기준에 맞춰 상장 추진 준비하면서 일정 지연
롯데정보통신	4829억원	1213억~ 1449억원	미래에셋대우	'18년 3월	'18년 7월 말	예비심사 통과	감리대상 지목에 상장예비심사 중단으로 일정 지연
CJ CGV 베트남	4000억원	1500억원	신한금융투자/ 한화투자증권	'18년 6월	'18년 10월	예비심사 중	-
이디야커피	2000억원	700억~ 800억원	미래에셋대우	-	-	기업실사 완료 단계, 상장계획 철회	최저임금 인상으로 가맹점에 부담이 생겨 본사와 가맹점 간 상생 시스템을 완비 후 상장 재추진 예정 국내외 기관으로부터 4월 수요예측에서 기관 배정물량 수요 미달로 공모 철회
SK루브리컨츠	-	-	-	-	-	상장계획 철회	-

자료 : 언론사, SK 증권

**셋째, 우호적인 정책모멘텀은 여전
=> 코스닥시장 활성화 방안 =>
성장잠재력 중심으로 상장요건 완화**

우호적인 정부 정책모멘텀도 여전하다. 지난 1월에 발표한 '코스닥시장 활성화 방안'에는 코스닥 상장요건의 전면 개편안이 포함되어 있다. 과거 수익성 중심의 평가기준이 성장잠재력으로 변경되었다. 이에 따라 해당 기업에는 원활한 투자자금 마련을, 투자자에게는 새로운 투자기회를 제공할 것으로 예상된다. 성장잠재력은 있지만 단기간 수익성 확보가 어려운 스타트업과 벤처기업들에게 희소식이 아닐 수 없다.

**벤처육성 기조에 따른 VC 시장의
고성장도 긍정적**

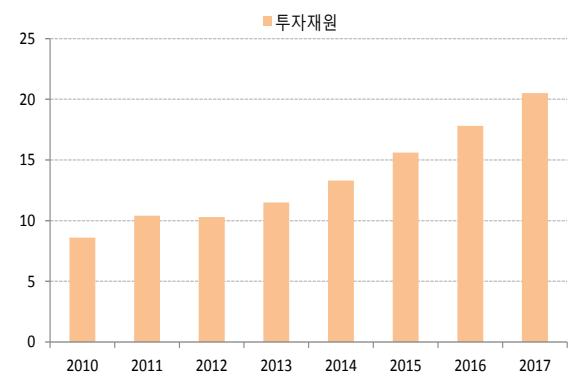
또한 정부의 벤처육성 정책기조에 따라 VC 시장의 고성장이 이루어지고 있는 점도 긍정적이다. 벤처투자촉진법 제정과 혁신모험펀드 조성 등에 힘입어 지난해 벤처 투자재원이 20조원을 돌파하였다. 특히 벤처투자조합 재원이 지난해 12월에만 1.5조원이상 증가하면서 재원증가를 주도하였다. 신규조합은 164개, 결성금액은 3.9조원에 달했다. 현재는 연금, 공제회, 정책기관이 주도하고 있지만 향후에는 민간 차원의 참여도 활발할 것으로 전망된다.

코스닥 시장 경쟁력 강화 방안

1. 코스닥 시장에 대한 세제/금융지원 확대
 - 기관투자자와 중소/벤처기업 등의 코스닥 시장 참여유인 제고
 - 개인 : 코스닥 펀드에 투자하는 개인 투자자 소득공제 혜택 부여하는 코스닥 벤처펀드 활성화
 - 기관 : 연기금 등 기관 투자자의 코스닥 투자 유인 확대
 - 기업 : 코스닥 상장기업에 대한 신성장 R&D 세액공제율 확대, 중기 정책자금 응자 지원 허용
2. 코스닥 상장요건 전면 개편
 - 성장자금 원활하게 조달할 수 있도록 성장잠재력 중심으로 개편
3. 코스닥 시장 자율성/독립성 제고
4. 코스닥 시장 견전성/신뢰성 강화

자료 : 금융위원회(자본시장 혁신을 위한 코스닥 시장 활성화 방안 발췌), SK증권

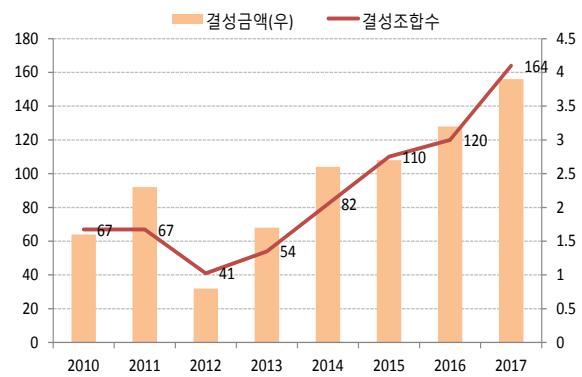
벤처투자추이



자료 : 한국벤처캐피탈협회

(단위 : 조원)

신규조합 결성액 및 조합수 추이



한국벤처캐피탈협회

(단위 : 조원, 개)

벤처펀드로의 자금유입은 다소 소강 상태

IPO 시장의 투자심리와 수급개선을 이끌었던 벤처펀드의 상황은 다소 동력이 약화되는 분위기이다. 4월 5일 벤처펀드가 처음 출시된 이후로 유입자금은 3조원을 돌파(5월 말 기준 2.7조원)한 것으로 추정된다. 출시 3주 만에 2조원이 몰렸던 것과 비교하면 시간이 지날수록 자금 유입속도 둔화가 뚜렷하다. 여기에 대부분의 공모펀드와 대표 사모펀드의 수익률이 마이너스를 기록하는 것도 자금유입에 부정적으로 작용하고 있다. 코스닥 시장의 전반적인 조정 양상과 벤처기업 신주(IPO, 메자닌) 확보의 어려움이 당분간 벤처펀드로의 유입을 제약하는 요인으로 판단된다.

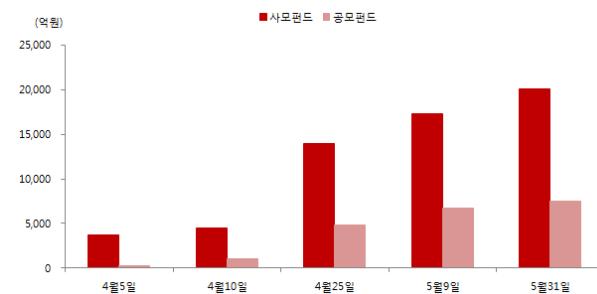
코스닥 벤처펀드 공모형 출시 현황

(단위: 억원 기준일: 7월 2일)

출시형태	운용사	펀드명	설정규모	설정일
주식혼합형	KB자산운용	KB코스닥벤처기업소득공제	546	2018.04.30
주식혼합형	KB자산운용	KB코스닥벤처기업 2	108	2018.05.18
주식혼합형	KTB자산운용	KTB코스닥벤처	3,714	2018.04.09
주식혼합형	KTB자산운용	KTB코스다벤처 2	363	2018.05.21
주식형	미래에셋자산운용	미래에셋코스닥벤처기업 1	353	2018.04.30
주식혼합형	브레이저자산운용	브레이저코스닥벤처	518	2018.04.05
주식형	삼성자산운용	삼성코스닥벤처플러스 1	192	2018.04.05
주식혼합형	에셋원자산운용	에셋원공모주코스닥벤처기업	502	2018.04.05
주식혼합형	하나UBS자산운용	하나UBS코스닥벤처기업&공모주	616	2018.04.05
주식혼합형	하이자산운용	하이코스닥벤처	68	2018.04.30
주식혼합형	현대인베스트먼트	현대인베스트벤처기업&IPO 1	502	2018.04.05
주식혼합형	현대자산운용	현대코스닥벤처 1	118	2018.04.05
합계			7,600	-

자료 : 제로인, SK 증권

코스닥 벤처펀드 설정액 추이



자료 : 금융투자협회, SK 증권

Company Analysis

SK COMPANY Analysis



Analyst

이달미

talmi@sk.com

02-3773-9952

공모개요

자본금	26억원
액면가	500 원
공모주식 수	1,200,000 주
공모가격	26,000 ~ 30,000 원
공모금액	312 ~ 360 억원
상장예정 주식수	6,441,544 주
예상 시가총액	1,675 ~ 1,932 억원
수요예측일	2018년 7월 2~3일
상장예정일	2018년 7월 18일

주요주주(보호예수 기간)

최대주주 등(1Y)	30.68 %
벤처금융(1M)	12.67 %
자발적 보호예수(3M)	5.86 %

올릭스

아시아 최초의 자체개발 RNA 치료제 업체

올릭스는 보유 중인 siRNA 신약개발 플랫폼을 바탕으로 1) 비대흉터치료제(OLX101), 2) 특발성 폐섬유화 치료제(OLX201A), 3) 노인성 황반변성(OLX301A, OLX301D) 치료제를 개발중임. 현재 비대흉터치료제는 국내 임상 1상을 완료하였고 해외임상 1상을 진행 중이며, 휴젤로 기술이전되어 임상을 주도함. 이번 공모로 유입되는 자금은 312 억원 ~ 360 억원이며 대부분 임상과 R&D 비용에 사용될 예정. 공모가 희망밴드는 장외거래가 대비 낮아 매력적인 가격대인 것으로 판단됨.

아시아 최초의 자체개발 RNA 치료제 업체

siRNA(small interfering RNA) 치료제는 1세대 저분자화합물, 2세대 항체치료제에 이은 3세대 신약개발 플랫폼으로 작은 RNA 조각으로 이루어져 있으며 주된 기능은 특정 유전자 발현을 억제하는 것임. 1세대 치료제인 저분자화합물은 활성자리가 있는 표적 단백질만 공략이 가능하고, 2세대인 항체 치료제는 세포막이나 세포 외부에 존재하는 표적 단백질만 공략이 가능함. 하지만 3세대인 올리고핵산 치료제, 즉 siRNA 치료제는 염기서열 변화로 간단하게 모든 표적 단백질 공략이 가능하다는 장점이 있음.

국소투여 질환에 집중되어 있는 R&D 파이프라인

siRNA 플랫폼으로 개발 중에 있는 신약 파이프라인은 피부, 안과, 폐 등 주로 국소투여 질환에 집중되어 있음. 이를 치료제는 국소투여를 하기 때문에 특정 조직이나 장기까지 전달되는 기술이 불필요하고, 전신 노출을 최소화 되어 독성 및 부작용으로 인한 실패 확률이 감소한다는 특징이 있음. 또한 저비용과 단기간에 다수의 신약개발이 가능하다는 장점이 있음. 현재 가장 빠르게 임상이 진행되고 있는 치료제는 비대흉터치료제(OLX101)이며 국내 임상 1상 완료, 해외임상 1상 진행 중. 2013년 11월 휴젤로 기술이전되어 휴젤이 임상을 주도하고 있음. 해외임상 2a 완료 이후 글로벌 업체로 기술 이전 예정임.

동사의 siRNA 플랫폼하에서 새로운 타겟에 대한 의약품을 만드는 경우 그 구조안에 들어가는 염기서열만 바꿔주면 다른 적응증으로 치료제 개발이 가능하기 때문에 파이프라인 다각화가 용이함.

공모자금은 임상과 R&D 투자비용에 사용될 예정

이번 코스닥 시장 상장 공모주식수는 1,200,000 주이며 공모희망가액 밴드는 26,000 원 ~ 30,000 원, 예상되는 공모시가총액은 1,675 억원 ~ 1,932 억원 수준임. 현재 장외로는 시가총액 3,000 억원 후반대에 거래 중이라 공모희망밴드는 상대적으로 낮은 가격대인 것으로 판단됨. 이번 공모로 유입되는 금액은 312 억원 ~ 360 억원이며 대부분은 임상과 R&D 투자비용에 사용되고 일부 차입금 상환을 할 예정임.

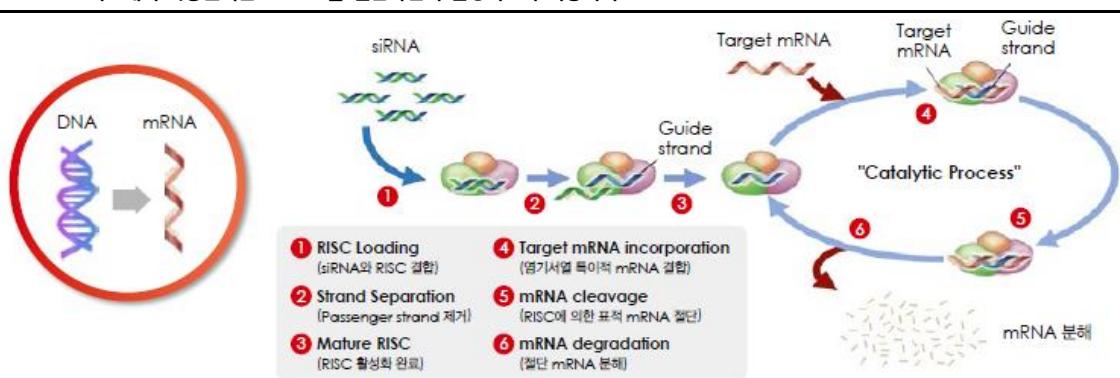
아시아 최초의 자체개발 RNA 치료제 업체

siRNA(small interfering RNA) 치료제는 1 세대 저분자화합물, 2 세대 항체치료제에 이은 3 세대 신약개발 플랫폼으로, 작은 RNA 조각으로 이루어져 있으며 주된 기능은 특정 유전자 발현을 억제하는 것이다. 1 세대 치료제인 저분자화합물은 활성자리가 있는 표적 단백질만 공략이 가능하고, 2 세대인 항체 치료제는 세포막이나 세포 외부에 존재하는 표적 단백질만 공략이 가능하다. 하지만 3 세대인 올리고핵산 치료제, 즉 siRNA 치료제는 염기서열 변화로 간단하게 모든 표적 단백질 공략이 가능하다는 장점이 있다.

siRNA의 작용기전은 다음과 같다. siRNA를 체내에 주입하게 되면 체내에 존재하는 단백질인 RISC(RNA induced silencing complex)와 결합하게 되고 RISC는 결합된 siRNA와 상보적인 mRNA(messenger RNA)를 지속적으로 절단하게 된다. mRNA는 DNA 염기서열을 읽으면서 단백질을 생성하는 역할을 하는데, mRNA가 절단되면 그 유전자에 관련된 단백질 생성이 차단되고 그렇게 되면 관련 질병의 근본적인 치료가 가능하다.

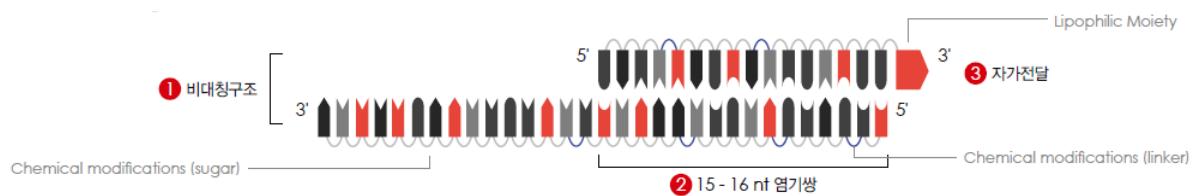
기존 siRNA 치료제들은 대칭형 구조로 표적 유전자 이외의 유전자 (*off target* 유전자)를 억제하면서 부작용이 발생하는 반면, 동사가 자체개발한 siRNA 플랫폼(자가전달 비대칭 siRNA(*cp-siRNA*))은 RNA 가닥이 비대칭구조이며 짧게 줄였기 때문에 기존 치료제의 *off target* 효과를 제거하면서 부작용을 없앴다. 또한 전달체 없이 세포막 투과가 가능할 수 있게 자가전달 물질을 붙여서 세포막 투과도 쉽게 가능하다는 장점이 있다.

그림 1. siRNA 치료제의 작용원리는 mRNA를 절단하면서 질병치료가 가능하다



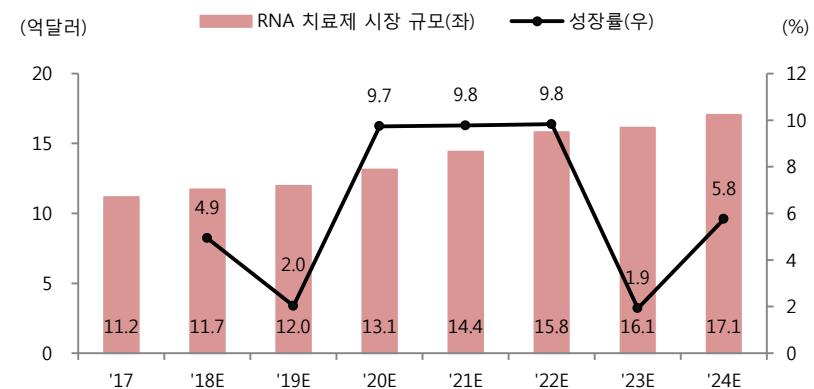
자료 : 올릭스 SK증권

그림 2. 올릭스의 자체개발 자가전달 비대칭 siRNA (cp-asiRNA)의 모형



자료 : 올릭스, SK 증권

그림 3. RNA 치료제의 시장 규모 추이

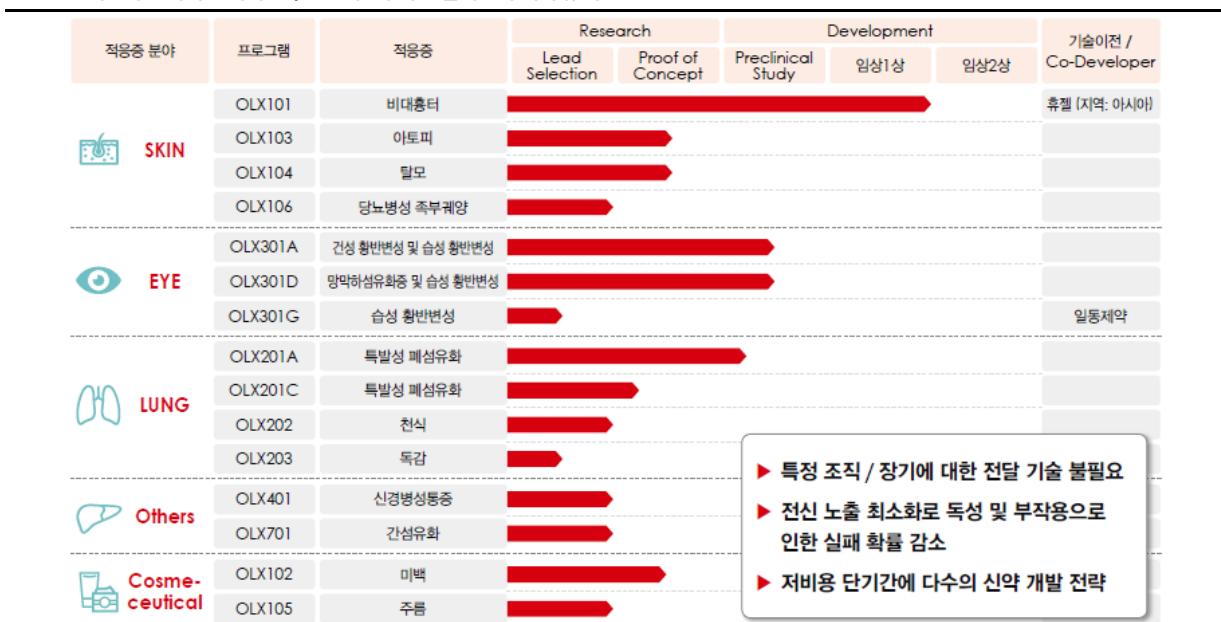


자료 : 올릭스, SK 증권

국소투여 질환에 집중되어 있는 R&D 파이프라인

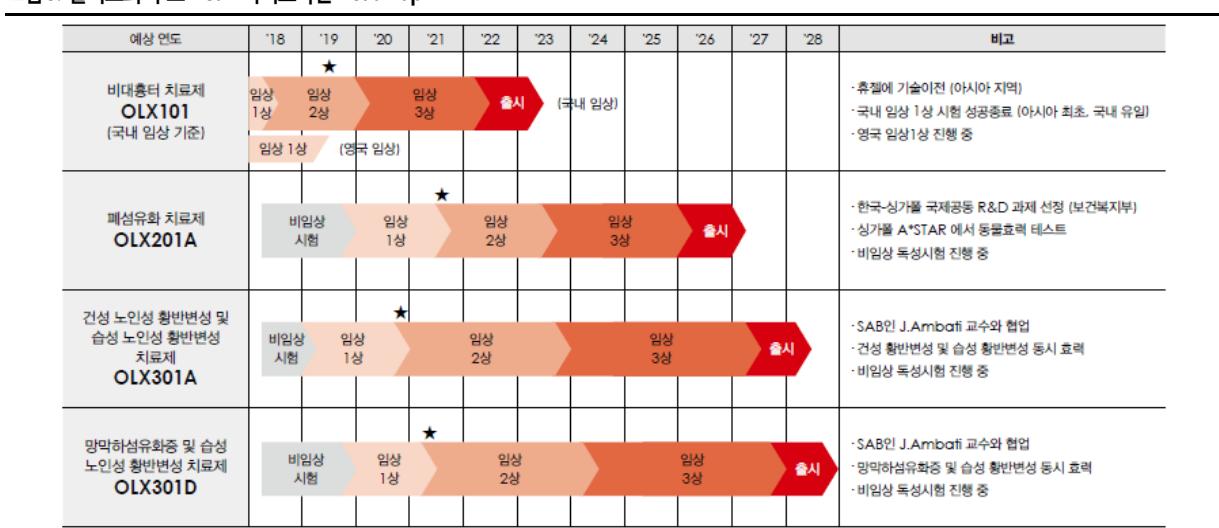
siRNA 플랫폼으로 개발 중에 있는 신약 파이프라인에는 피부, 안과, 폐 등 주로 국소 투여 질환이 집중되어 있다. 이들 치료제는 국소투여를 함으로써 특정 조직이나 장기까지 전달되는 기술이 불필요하고, 전신 노출이 최소화되어 독성 및 부작용으로 인한 실패 확률이 감소된다. 또한 저비용과 단기간에 다수의 신약개발이 가능하다는 장점이 있다.

그림4. 올릭스의 신약개발 파이프라인은 국소투여 질환에 집중되어 있어



자료 : 올릭스 SK 증권

그림 5. 올릭스의 주요 R&D 파이프라인 Roadmap

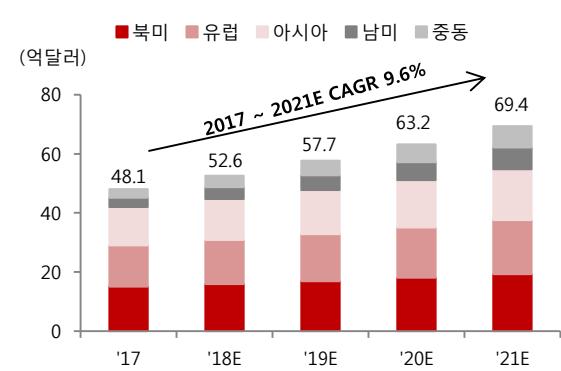


자료 : 올릭스 SK 증권

동사의 파이프라인 중 가장 빠르게 임상이 진행되고 있는 치료제는 비대흉터치료제(OLX101)인데 현재 국내 임상 1상을 완료하였고 2018년 하반기에 임상 2상을 돌입을 준비중에 있다. 해외임상은 영국 임상이 올해 3월에 임상 1상 승인을 받았으며 6월에 첫투여가 시작되었고 2019년 5월중으로 완료가 예상된다. 영국 임상 완료 후 미국 임상 2상에 들어갈 예정이다.

비대흉터치료제는 기존에 대중적인 치료법이 있으나 그 효력이 불명확하고, 아직 미국 FDA 승인을 받은 치료제가 없는 시장이라 출시 이후 큰 파급력이 예상된다. 비임상 동물실험에서 표적 유전자에 대한 발현 억제 및 섬유화 억제를 확인하였고 임상 1상 실험 종료 결과 유의미한 안정성 이슈가 없었다. 2013년 11월 휴젤(보유지분율 7.3%)로 기술수출되어 휴젤이 임상을 주도하고 있으며 한중일 포함한 아시아 지역 판권도 보유하고 있다.

그림 6. 글로벌 비대흉터 / 켈로이드 흉터 시장 전망



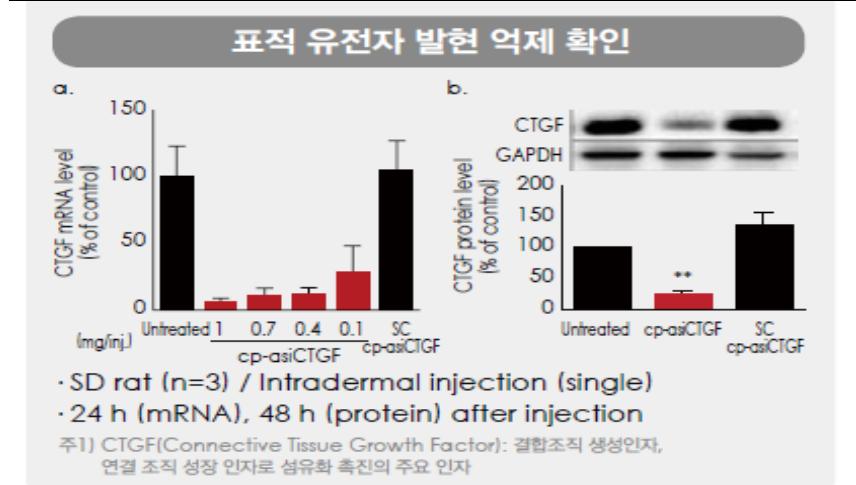
자료 : 올릭스, SK 증권

그림 7. 비대흉터 기존 치료법의 한계

기존 치료	한계 및 Unmet Needs
실리콘 시트	- 효과 불확실 및 순응도 문제 - 장기간 (6개월~1년) 치료 필요
물리적 압박요법	- 작용 기전 및 효과 불확실 - 장기간 (6개월~1년) 치료 필요
스테로이드 주사	- 높은 재발률 (9~50%), 전신 독성 위험
외과적 수술법	- 높은 재발률 (>50%), 통증등반

자료 : 올릭스, SK 증권

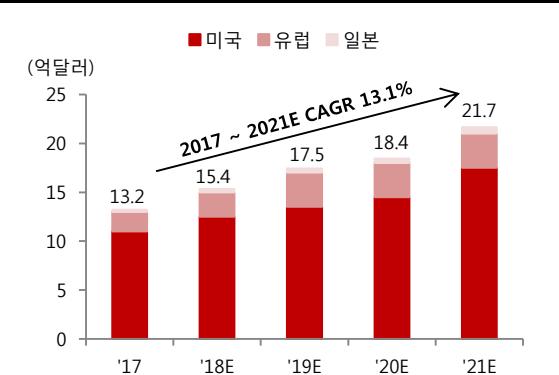
그림 8. 비대흉터치료제의 비임상 시험 결과



자료 : 올릭스, SK 증권

폐섬유화는 기존 치료제의 낮은 효능과 부작용으로 새로운 신약에 대한 수요가 높은데 동사의 특발성 폐섬유화 치료제(OLX201A)는 흡입제형으로 비대흉터치료제와 동일한 물질을 사용, 적응증만 확대하여 치료제 개발 중이다. 현재 비임상 동물실험에서 폐섬유화 억제 효과를 확인하였다.

그림 9. 글로벌 특발성 폐섬유화 치료제 시장 전망



자료 : 올릭스, SK 증권

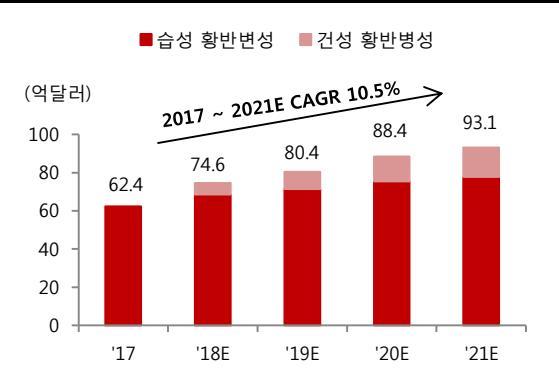
그림 10. 특발성 폐섬유화의 기존 치료법의 한계

기존 치료제	한계 및 Unmet Needs
Esbriet (Pirfenidone, Roche)	- 작용기전: TGF-β 및 TNF-α Inhibition - 부작용: 경구용 제제로서, 섬유화 진척 억제는 가능하나, 근본적 치료 불가 / 위장관계 부작용
Ofev (Nitedanib, Boehringer Ingelheim)	- 작용기전: RTK inhibitor - 부작용: '14년 개발 약물로서, 기존 치료제 대비 효과 및 편의성 제한적/ 위장관계 부작용

자료 : 올릭스, SK 증권

노인성 황반변성은 습성과 건성으로 나뉘는데 이 중 습성에 대해 루센티스, 아일리아 두가지 약물이 있으며 작년 매출이 12조에 달한 만큼 습성 황반변성 치료제의 시장 규모가 크다. 반면, 건성 황반변성은 치료제가 거의 없는 상황인데, 동사의 치료제 (OLX301A, OLX301D)는 건성 환자대상 치료제이며 섬유화가 일어난 습성 환자 또 한 동시에 치료가 가능한 First-in-class 치료제이다. 현재 비임상 독성시험 중에 있다.

그림 11. 글로벌 노인성 황반변성 치료제 시장 전망



자료 : 올릭스, SK 증권

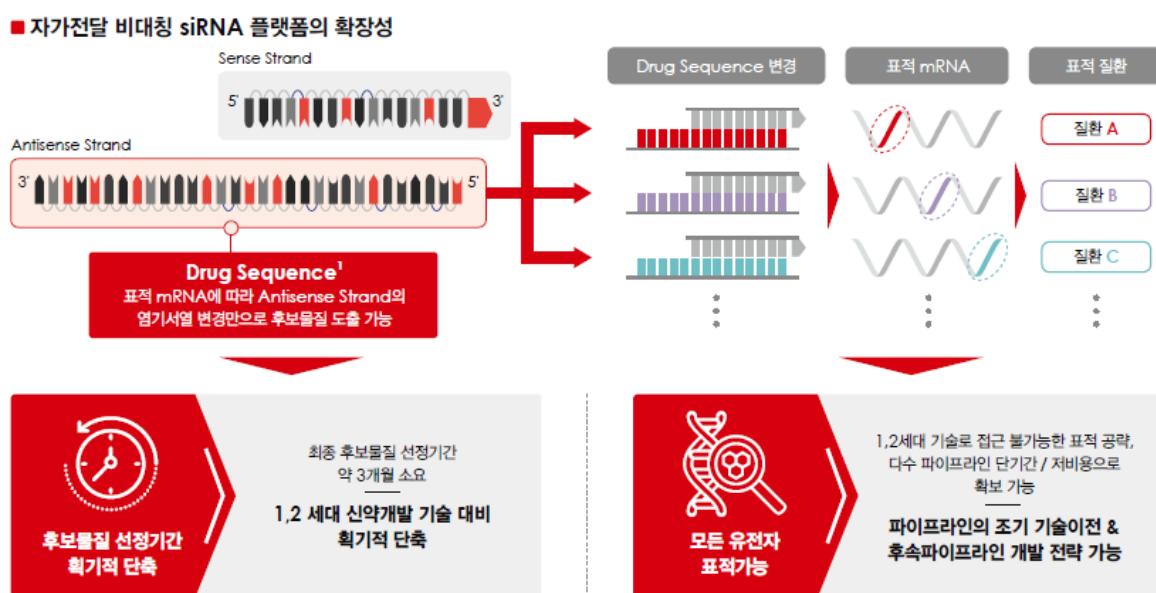
그림 12. 노인성 황반변성의 기존 치료제의 한계

구분	기존 치료제	한계 및 Unmet Needs
습성 노인성 황반변성	Lucentis (항체신약) Eylea (재조합단백질)	- 약 30% 환자에게 효과 없으며, 2년 내 45% 환자에게 섬유화 발생 - 망막하섬유화증 및 건성 황반변성 치료 불가
건성 노인성 황반변성(GA) 부재		Unmet Medical Needs
망막하섬유화증		

자료 : 올릭스, SK 증권

동사의 RNA 플랫폼으로 새로운 타겟에 대한 약물을 만들 경우 구조안에 들어가는 염기서열만 바꿔주면 다른 적응증으로 약물 개발이 가능하기 때문에 파이프라인 다각화가 용이하다. 따라서 위에 언급한 치료제 이외에도 국소 투여 가능한 질환에 대해서 새로운 파이프라인을 개발할 예정이며 흉터, 폐섬유, 망막섬유뿐만 아니라 간섬유화까지 적응증을 확대할 계획이다.

그림 13. 올릭스의 자가전달 비대칭 siRNA 플랫폼은 염기서열 변경만으로 적응증 확대가 가능



자료 : 올릭스, SK 증권

공모자금은 임상과 R&D 투자비용에 사용될 예정

이번 코스닥 시장 상장 공모주식수는 1,200,000 주이며 공모희망가액 밴드는 26,000 원 ~ 30,000 원, 예상되는 공모시가총액은 1,675 억원 ~ 1,932 억원 수준이다. 현재 장외로는 시가총액 3,000 억원 후반대에 거래 중이라 공모희망밴드는 상대적으로 낮은 가격대인 것으로 판단된다. 이번 공모로 유입되는 금액은 312 억원 ~ 360 억원이며 대부분은 임상과 R&D 투자비용에 사용되고 일부 차입금 상환에 활용 할 예정이다.

그림 14. 공모에 관한 사항

액면가	500 원
공모주식수	1,200,000 주
배정비율	기관투자자: 80% 일반투자자: 20%
공모희망가액	주당 26,000 ~ 30,000 원
공모예정금액	31,200 ~ 36,000 백만원
공모시가총액(예정)	1,675 ~ 1,932 억원
수요예측일	2018년 7월 2일 ~ 7월 3일
청약예정일	2018년 7월 9일 ~ 7월 10일
납입예정일	2018년 7월 12일
매매개시예정일	2018년 7월 18일
대표주관회사	NH투자증권

자료 : 올릭스 SK 증권

그림 15. 주주현황

주주명	주식수(보통주)	지분율
최대주주 등	1,976,218	30.68%
주요주주	978,208	15.18%
소액주주	2,251,118	34.95%
공모주주	1,200,000	18.63%
NH투자증권(의무인수)	36,000	0.56%
합계	6,441,544	100.00%

자료 : 올릭스 SK 증권

그림 16. 보호예수 현황

주주명	주식수(주)	지분율	기간
최대주주 등	1,976,218	30.68%	1년
벤처금융 및 전문투자자	815,837	12.67%	1개월
자발적 보호예수	377,796	5.86%	3개월
상장주선인 의무인수	36,000	0.56%	3개월
기타주주	45,000	0.70%	1년
합계	3,250,851	50.47%	

자료 : 올릭스 SK 증권

그림 17. 회사 현황

회사명	올릭스 주식회사
대표이사	이동기
설립일	2010년 2월 26일
본사	경기도 수원시 영통구 이의동 에이스광교타워 101 4호
임직원수	총 37명 (29 in R&D) - 박사급: 10명, 석사급: 15명
주요사업	RNA 간섭 기술 기반 차세대 핵산 치료제 개발
홈페이지	www.olixpharma.com

자료 : 올릭스, SK 증권

그림 18. 요약 손익계산서

구분	2015	2016	2017	2018.1Q
영업수익	9.1	3.9	2.4	-
영업비용	30.9	42.1	56.5	20.1
영업이익	(21.8)	(38.2)	(54.1)	(20.1)
기타손익	0.04	0.2	1.6	0.01
금융손익	(8.1)	1.5	0.9	0.6
법인세차감전 순이익	(29.8)	(36.6)	(51.6)	(19.4)
법인세비용	-	-	-	-
당기순이익	(29.8)	(36.6)	(51.6)	(19.4)
기타포괄순익	-	-	(0.1)	-
총포괄순익	(29.8)	(36.6)	(51.8)	(19.4)

자료 : 올릭스, SK 증권

Compliance Notice

- 작성자(이달미)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 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.
- 증권별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 7월 02일 기준)

매수	91.54%	중립	8.46%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

SK COMPANY Analysis



Analyst
이지훈
sa75you@sk.com
02-3773-8880

공모개요

액면가	500 원
공모주식 수	3,900,000 주
공모가격	7,000 원
공모금액	273 억원
상장 주식수	26,617,000 주
예상 시가총액	1,863 억원
수요예측일	2018년 6월 21~22일
상장예정일	2018년 7월 6일

주요주주(보호예수 기간)

최대주주 등(6M)	45.0 %
자진보호예수(6M)	23 %
상장주선인(3M)	0.4 %

에스브이인베스트먼트

수익의 계절

중소벤처기업에 전문적으로 투자하는 벤처캐피탈(VC)이다. 2017년 기준 운용자산규모(AUM)는 6,200 억원으로 국내 10 위의 VC이다. 차별화된 투자전략을 바탕으로 안정적인 실적이 지속되고 있다. 특히 금년에 IRR 이 높은 펀드들의 청산이 예정되어 있고, 규모가 큰 해외펀드의 수익성이 좋은 점을 감안하면 밸류에이션 매력은 충분하다는 판단이다.

벤처캐피탈 운용자산 규모 국내 10 위

중소벤처기업에 전문적으로 투자하는 벤처캐피탈(VC)이다. 2017년 기준 운용자산규모(AUM)는 6,200 억원으로 국내 10 위의 VC이다. VCF 역외펀드 포함 14 개, PEF 2 개, 총 16 개의 펀드를 결성했으며 2 개의 펀드를 청산 완료(2 개 펀드는 6 월중 청산예정)하였다. 중국 VC 와 Co-GP 펀드 결성, 미국 사모투자회사와 Co-GP 펀드 결성을 앞두고 있는 등 해외진출도 활발하다.

차별화된 투자전략

대표적인 투자전략은 다음과 같다. 첫째, 트렌드 선제투자다. 성장 잠재력인 높은 산업을 특정하고 중점 투자하는 방식으로 한국과 중국 사이에 기술격차가 큰 엔터/컨텐츠, 바이오, 소비재/선도 IT 업종에 집중해서 투자하였다. 둘째, 전략종목 선택 후 리딩투자 방식이다. 리딩 투자란 2 대 주주 전략을 통해 해당 기업의 가치를 배가시킬 수 있는 전략적 가치를 제공하고 적극적으로 경영에 참여하는 방식의 투자를 뜻한다. 이를 통해 빅히트, 펩트론 등에서 높은 수익률을 거둘 수 있었다. 셋째, Cross-border 전략이다. 해외 진출과 현지의 네트워크를 통해 글로벌 경쟁력이 있는 국내기업에 투자하거나 해외자본과의 공동 펀드 결성을 통해 투자대상을 다양화하고 해외자본 유치를 꾀한다.

안정적인 실적 유지

운용자산의 꾸준한 증가에 힘입어 지속적인 외형성장과 수익성 개선이 이루어지고 있다. 특히 금년에는 운용성과가 우수한 펀드의 청산이 예정되어 있어 이익의 급격한 증가가 예상된다. 이미 4 월에 자급된 성과보수만 3 호 펀드 72 억원, 4 호 펀드 65 억원에 달한다. 1 분기 실적만으로 지난해 연간 실적을 넘어설 것으로 예상된다. 하반기에 추가적인 성과보수도 예정되어 있다. 안정적인 운용자산의 증가, 펀드 청산에 따른 성과보수 확대로 이익증가세는 이어질 전망이다.

공모가 희망밴드를 상회한 7,000 원으로 결정

공모가격은 공모희망밴드를 상회한 7,000 원으로 결정되었다. 지난해 실적기준으로 PER 은 30.3 배이다. 동종 업체들의 평균 PER 이 24.5 배임(최근 주가하락으로 크게 낮아짐)을 고려할 때 상대적으로 높은 수준이다. 그러나 동사의 경우 IRR 이 높은 펀드들의 청산이 예정되어 있고, 규모가 큰 해외펀드의 수익성이 좋은 점을 감안하면 밸류에이션 매력은 충분하다는 판단이다.

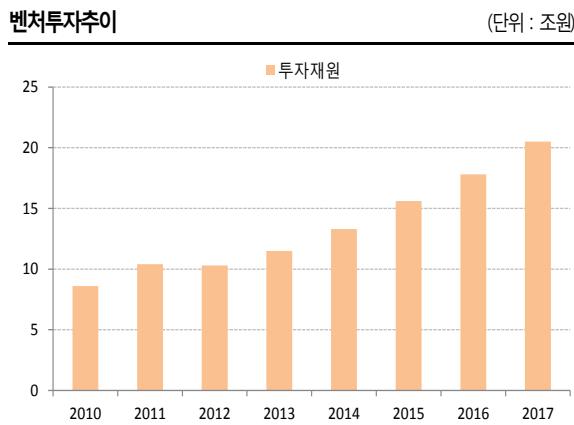
벤처캐피탈 운용자산규모 국내 10 위

**중소벤처기업에 전문적으로
투자하는 벤처캐피탈,
운용자산규모는 6,200 억원**

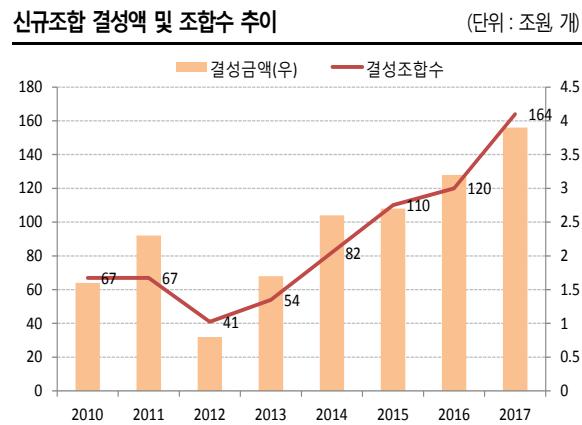
중소벤처기업에 전문적으로 투자하는 벤처캐피탈(VC)이다. 2017년 기준 운용자산규모(AUM)는 6,200 억원으로 국내 10 위의 VC이다. VCF 역외펀드 포함 14 개, PEF 2 개, 총 16 개의 펀드를 결성했으며 2 개의 펀드를 청산 완료(2 개 펀드는 6 월중 청산예정)하였다. 중국 VC 와 Co-GP 펀드 결성, 미국 사모투자회사와 Co-GP 펀드 결성을 앞두고 있는 등 해외진출도 활발하다.

**정부의 벤처육성 정책기조에 따라
VC 시장의 고성장 지속, 지난해
투자재원 20 조원 돌파**

업종의 제반 여건은 우호적이다. 정부의 벤처육성 정책기조에 따라 VC 시장의 고성장이 지속되고 있다. 벤처투자촉진법 제정과 혁신모험펀드 조성 등에 힘입어 지난해 벤처투자재원이 20 조원을 돌파하였다. 특히 벤처투자조합 재원이 지난해 12 월에만 1.5 조원 이상 증가하면서 재원증가를 주도하였다. 신규조합은 164 개, 결성금액은 3.9 조원에 달했다. 현재는 연금, 공제회, 정책기관이 주도하고 있지만 향후에는 민간 차원의 참여도 활발할 것으로 전망된다.



자료 : 한국벤처캐피탈협회



한국벤처캐피탈협회

차별화된 투자 전략

차별화된 투자 전략 1. 트렌드

선제투자

2006년 설립 이래로 단기간에 국내 VC의 강자로 자리잡았다. 이는 뛰어난 펀드수익률과 차별화된 투자전략이 있었기 때문이다. 대표적인 투자전략은 다음과 같다. 첫째, 트렌드 선제투자다. 성장 잠재력인 높은 산업을 특정하고 중점 투자하는 방식으로 한국과 중국 사이에 기술격차가 큰 엔터/컨텐츠, 바이오, 소비재/선도 IT 업종에 집중해서 투자하였다. 이렇게 결성된 펀드가 2014년 한,중 바이오펀드, 2015년 한,중 문화-ICT, 2016년 한,중 Co-GP 등이다.

2. 전략종목 선택 후 리딩투자 3.

Cross-border 전략

둘째, 전략종목 선택 후 리딩투자 방식이다. 리딩 투자란 2대 주주 전략을 통해 해당 기업의 가치를 배가시킬 수 있는 전략적 가치를 제공하고 적극적으로 경영참여하는 투자를 뜻한다. 이를 통해 빅히트, 펩트론 등에서 높은 수익률을 거둘 수 있었다. 셋째, Cross-border 전략이다. 해외 진출과 현지의 네트워크를 통해 글로벌 경쟁력이 있는 국내기업에 투자하거나 해외자본과의 공동 펀드 결성을 통해 투자대상을 다양화하고 해외자본 유치를 꾀할 수 있다.

리딩투자 개요



자료 : 에스브이인베스트먼트

지속적인 실적개선 주된 이유는 안정적인 운용자산 증가와 성과보수의 확대

운용자산의 꾸준한 증가에 힘입어 지속적인 외형성장과 수익성 개선이 이루어지고 있다. 지난해(3월 결산법인) 영업수익은 180 억원, 영업이익은 76 억원으로 전년대비 각각 67%, 192% 증가하였다. 특히 금년에는 운용성과가 우수한 펀드의 청산이 예정되어 있어 이익의 급격한 증가가 예상된다. 이미 4월에 지급된 성과보수만 3호 펀드 72 억원, 4호 펀드 65 억원에 달한다. 1분기 실적만으로 지난해 연간 실적을 넘어설 것으로 예상된다. 하반기에 추가적인 성과보수도 예정되어 있다. 안정적인 운용자산의 증가, 펀드 청산에 따른 성과보수 확대로 이익증가세는 이어질 전망이다.

펀드 현황

청산완료 펀드

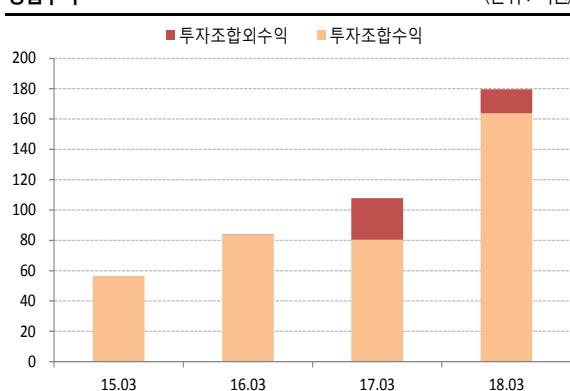
번호	펀드명	결성일 (년도)	결성액 (A)	SV출자율	운용 Status	기 배분액 (B)	Multiple (B/A, III)	총 배분액	IRR	성과보수	단위:백만원
1	에스브이 에볼루션투자조합	2006	13,000	6.15%	2013.6월 청산완료	27,889	2.1	27,889	15.20%	1,922	
2	에스브이 드러기술사업화투자조합	2007	15,000	10.0%	2008.4월 청산완료	25,963	1.8	25,963	11.52%	993	
	계		28,000			53,852				2,915	

운용중인 펀드

번호	펀드명	결성일 (년도)	결성액 (A)	SV출자율	운용 Status	기 배분액 (B)	Multiple (B/A, III)	총 배분액 (예상)	IRR (예상)	성과보수 (기준금)	단위:백만원
3	충청북도-SVC 생명과 대안 펀드 2호	2009	25,000	12.0%	2018.6월 청산예정	90,202	3.6	92,312	16.50%	8,629	
4	에스브이 M&A 1호 투자조합	2010	24,920	10.4%	2018.6월 청산예정	70,740	2.8	71,518	19.28%	6,521	
5	2011 KIF-SV IT전문투자조합	2011	25,500	9.8%	2016.10월 투자기간종료	20,300	0.8				
6	2011 KoFC-KVIC-SV 일자리창출펀드2호	2012	23,500	6.4%	2015.5월 투자기간종료	29,700	1.3				
7	에스브이 과학기술신성장펀드	2012	10,000	3.0%	2017.12월 투자기간종료	8,300	0.8				
8	2014 SV-성장시대리 Gap Coverage 펀드	2014	77,500	5.2%	2017.2월 투자기간종료	47,427	0.6				
9	SV 한 중 바이오 웰스케어펀드	2014	37,400	5.1%	2017.12월 투자기간종료	15,550	0.4				
10	SV 한 중 문화NCT융합펀드	2015	46,000	4.3%	투자기간 중						
11	Shenzhen China-Korea Industrial Investment Fund	2016	107,880	1.0%	투자기간 중	2,039	0.02				
12	SV Gap-Coverage 펀드 2호	2016	68,100	3.1%	투자기간 중	10,100	0.1				
13	SV 글로벌 바이오 웰스케어펀드2호	2017	53,000	5.2%	투자기간 중						
14	KS GF(기증)	2018	100,000	1.0%	결산 중						
	계		598,800			294,358				15,150	
	합계		626,800			348,210				18,065	

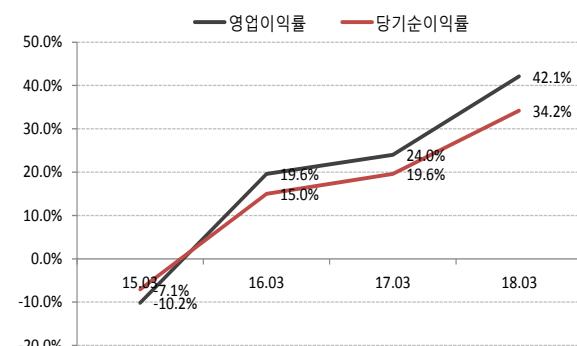
자료 : 에스브이인베스트먼트

영업수익



자료 : 에스브이인베스트먼트

수익성 추이



자료 : 에스브이인베스트먼트

**공모가격은 희망밴드를 상회한
7,000 원으로 결정, 지난해
실적기준으로 PER은 30 배, 수익
성장을 고려할 때 밸류에이션
매력은 충분**

공모가격은 공모희망밴드를 상회한 7,000 원으로 결정되었다. 지난해 실적기준으로 PER은 30.3 배이다. 동종 업체들의 평균 PER이 24.5 배임(최근 주가하락으로 크게 낮아짐)을 고려할 때 상대적으로 높은 수준이다. 그러나 동사의 경우 IRR이 높은 펀드들의 청산이 예정되어 있고, 규모가 큰 해외펀드의 수익성이 좋은 점을 감안하면 밸류에이션 매력은 충분하다는 판단이다.

동종기업 실적요약

(단위: 억원 배)

	에이티넘 인베스트먼트	린드먼아시아	큐캐피탈	디에스씨 인베스트먼트	티에스 인베스트먼트
매출액	251	69	218	68	52
영업이익	123	29	149	28	22
순이익	87	23	96	22	17
시가총액	1,334	856	1,193	746	617
PER	15.3	37.2	12.4	33.9	36.3

자료 각사

공모 개요

액면가	500원
공모가	7,000원
공모주식수	3,900,000주
공모예정금액	273억원
상장주식수	26,617,000주
예정시가총액(공모가 기준)	1,863억원

공모 일정

수요예측일	2018년 6월 21일 ~ 22일
청약일	2018년 6월 27일 ~ 28일
납입일	2018년 7월 2일
매매개시일	2018년 7월 6일(예정)
주관증권사	미래에셋대우(주)

자료 : 에스브이인베스트먼트, SK증권

공모 후 주주구성

구분	주식수(주)	지분율(%)	보호예수
최대주주 등	11,988,490	45.0	6개월
자진보호예수	600,000	2.3	6개월
상장주선인	117,000	0.4	3개월
합계	12,705,490	47.7	

자료 : 에스브이인베스트먼트, SK증권

재무상태표

(단위: 억원)	2015.03	2016.03	2017.03	2018.03
유동자산	35.3	73.6	86.0	174.5
창업투자자산	115.9	192.0	195.7	157.2
비유동자산	10.3	7.6	7.7	7.1
자산총계	161.5	273.1	289.3	338.9
유동부채	43.9	86.0	68.7	82.8
비유동부채	9.1	18.3	31.4	23.2
부채총계	53.0	104.4	100.0	106.0
자본금	93.0	103.0	113.0	113.0
자본잉여금	5.5	15.4	15.8	15.8
기타포괄손익누계액	5.1	32.4	23.8	7.2
이익잉여금	5.0	17.9	36.6	96.9
자본총계	108.5	168.7	189.3	232.9

자료 : 에스브이인베스트먼트, SK 증권

포괄손익계산서

(단위: 억원)	2015.03	2016.03	2017.03	2018.03
영업수익	564	84.0	107.8	180.0
영업비용	62.1	67.5	82.0	104.0
영업이익	(5.7)	16.5	25.9	75.6
영업외수익	0.01	0.06	0.03	0.18
영업외비용	0.6	0	0.2	0.7
법인세차감전순이익	(6.3)	16.6	25.7	75.2
법인세비용	(2.3)	4.0	4.6	13.7
당기순이익	(4.0)	12.6	21.1	61.5

Compliance Notice

- 작성자(이지훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 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 7월 02일 기준)

매수	91.54%	중립	8.46%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

SK COMPANY Analysis



Analyst

전영현

yj6752@sk.com

02-3773-9181

공모개요

자본금	44 억원
액면가	500 원
공모주식 수	2,518,500 주
공모가격	10,100 ~ 11,500 원
공모금액	254 ~ 290 억원
상장예정 주식수	10,073,715 주
예상 시가총액	1,017 ~ 1,158 억원
수요예측일	2018년 7월 5일~6일
상장예정일	2018년 7월 23일

주요주주(보호예수 기간)

문영우 (2Y)	31.28 %
최대주주 등(6M)	9.81 %
기타 개인(6M)	1.96 %

엠코르셋

국·내외 온라인 판매 실적이 관건

- 1Q18 기준 채널별 매출 홈쇼핑 62%, 오프라인 20%, 온라인 18% 비중
- 원더브라 브랜드를 주력으로 13년~17년 매출액 CAGR 5.8%를 기록
- 년도별 영업이익률 15년 6.3%, 16년 5.5%, 17년 7.7%, 1Q18 누적 5.9%
- 18년 국내 및 중국 온라인 입점 채널 확대, 신규 브랜드 런칭으로 외형성장 지속
- 공모 예상 시가총액 1,017 억원~1,158 억원, 18년 E PER 9.8X~11.1X 추정

국내 및 수입 언더웨어 브랜드들의 판권을 확보해 판매하는 업체

엠코르셋은 세계 최대 언더웨어 업체인 'Hanesbrand Inc.'로부터 '원더브라' 및 유명 브랜드들의 판권을 확보해 아시아 시장에서 해당 브랜드 제품들을 유통하는 회사이다. 1Q18 기준 브랜드별 매출 비중은 '원더브라' 48%, '플레이텍스' 20%, '크로커다일' 11%, '저스트마이사이즈' 9% 수준으로, 절반 가량의 매출이 '원더브라'에서 나오고 있다. '원더브라' 브랜드를 주력으로 동사는 최근 5개년 연평균 매출액 성장을 5.8%를 기록하며 안정적으로 성장하고 있으며, 2018년 역시 온라인 판매 확대를 중심으로 한 외형 성장 및 수익성 개선이 기대되는 상황이다.

축소되는 홈쇼핑, 늘어나는 온라인

2018년에도 성장의 축은 온라인이 될 것으로 예상된다. 수익성이 높은 온라인 채널의 매출 비중 확대가 향후 전사 수익성을 점진적으로 개선시킬 전망이다. 2017년 온라인 부문 매출액은 y-y +41.6% 증가한 181 억원으로, 전사 매출액(1,243 억원, y-y +18.4%) 성장을 견인하였다. 2017년 기준 동사의 유통채널별 매출 비중은 홈쇼핑 64%, 오프라인 21%, 온라인 15%로 홈쇼핑 매출 비중이 과반 이상을 차지하고 있다. 다만, 여기서 주목해야 할 점은 홈쇼핑 매출 비중이 추세적으로 축소 국면에 있고, 온라인 판매 비중은 지속 증가 추세에 있다는 것이다. 2017년 모든 채널이 y-y 두 자릿 수 매출액 성장을 시현한 가운데, OPM 25~30%로 수익성이 좋은 온라인 채널의 판매 비중이 큰 폭으로 확대(전사 OPM 5~10%)된 것과 온라인 중에서도 마진율이 더 높은 자사 온라인 쇼핑몰의 판매 비중이 확대('15년 19% → '17년 33%)되었다는 점이 긍정적이다.

2018년 채널별 성장 전망은 양호

1) 홈쇼핑 채널은 18년에도 신규 라인 및 브랜드 런칭과 함께 롯데, 현대홈쇼핑 등으로 채널이 다각화되며 외형 성장이 예상되나, 매출 비중은 빠른 속도로 축소될 전망이다. 2) 수출은 중국을 중심으로 본격적으로 성장해나갈 전망이다. 2017년부터 본격적으로 매출을 내기 시작한 중국법인(연매출 15억원)은 타오바오, JD 닷컴, VIP 닷컴에 모두 입점해있다. 올 상반기 실적 역시 BEP를 달성한 것으로 추정되는 바, 향후 온라인 채널을 기반으로 중국 언더웨어 시장에서의 입지를 확대해 나가며 수익성 개선에 일조할 예정이다. 3) 작년 말 기준 153개 매장이었던 오프라인 점포 수는 올해에도 비슷한 수준을 유지하며 점포 당 매출 증가를 통한 소폭의 외형 성장이 기대된다. 4) 이외 동사는 기존 히트 제품 판매 강화, '머렐', '케이스위스' 등 3Q18 예정된 신규 브랜드 런칭 효과까지도 기대해 볼 수 있는 상황이다.

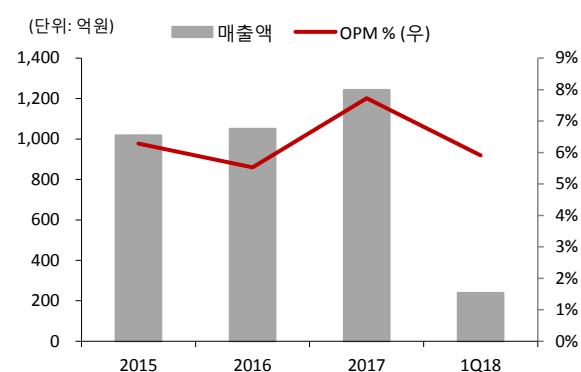
2018년 예상 실적 기준 PER 9.8X ~ 11.1X 추정

동사는 2018년 엠코르셋이 y-y +13.0% 수준의 매출 성장과 9.5%의 영업이익률을 시현할 것으로 추정한다. 이를 근거로 한 공모 희망가액 기준 2018년 E PER은 9.8X~11.1X로 추정된다. 동사의 안정적인 성장성과 의류 업종 밸류에이션 멀티플을 감안 시, 공모 희망가액을 기준으로 한 밸류에이션은 매력적인 수준이라 판단한다.

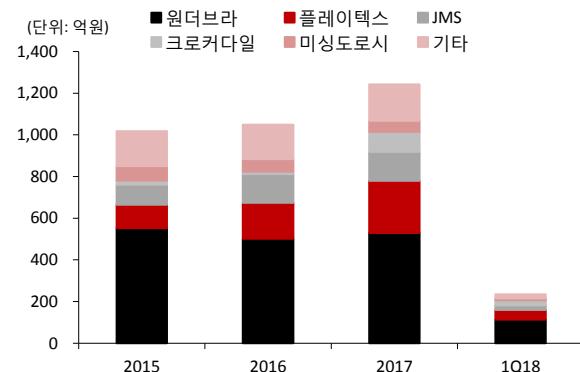
표 1. 회사 현황

회사명	엠코르셋(주)
대표이사	문영우
설립일	1999년 09월 15일
자본금	44억원 [증권신고서 제출일 기준]
임직원수	90명 [증권신고서 제출일 기준]
사업영역	남/녀 이너웨어 판매
사업장	서울시 강남구 양주로 151길 7 주성빌딩
홈페이지	www.mcorset.com

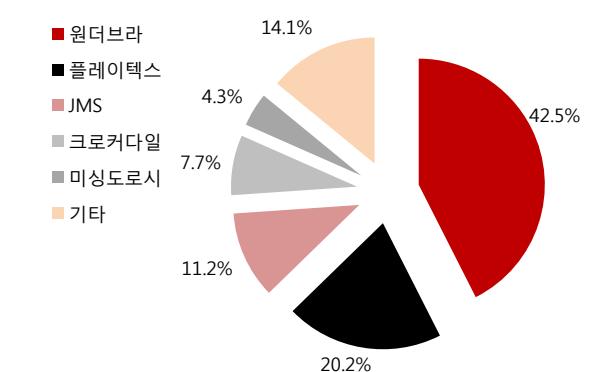
자료 : 엠코르셋 SK증권

그림 1. 연간 매출액 및 영업이익률 추이

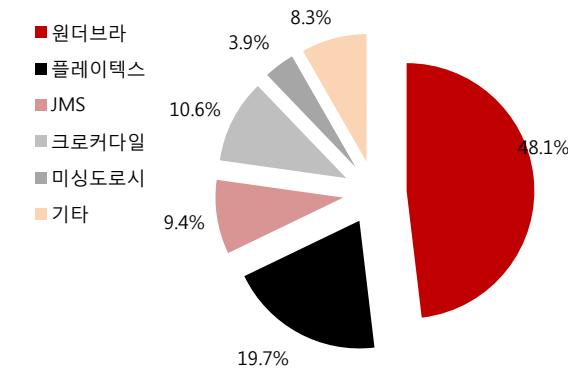
자료 : 엠코르셋 SK증권

그림 2. 브랜드 별 매출액 추이

자료 : 엠코르셋 SK증권

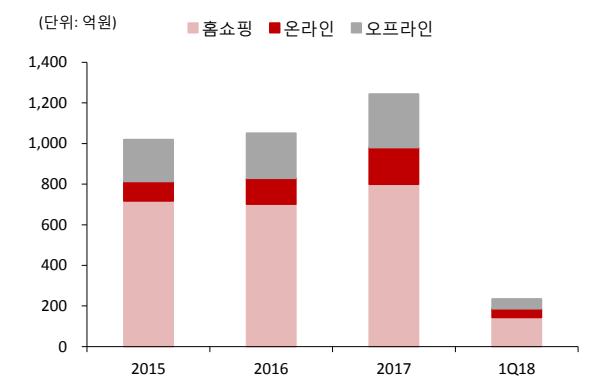
그림 3. 2017년 기준 브랜드 별 매출비중

자료 : 엠코르셋 SK증권

그림 4. 2018년 1분기 기준 브랜드 별 매출비중

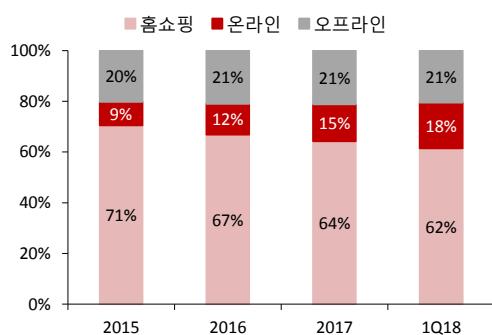
자료 : 엠코르셋 SK증권

그림 5. 유통 채널별 매출액 추이



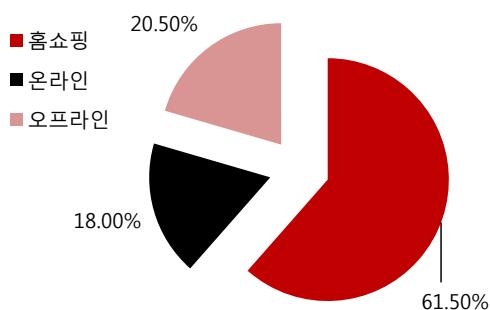
자료 : 엠코르셋 SK 증권

그림 6. 유통 채널별 매출 비중 추이



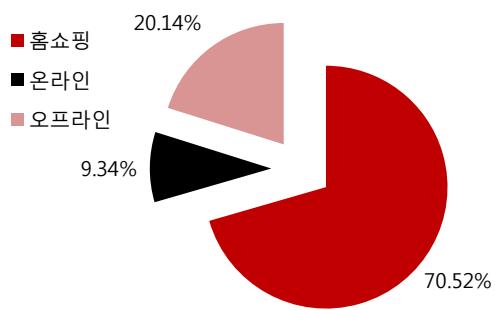
자료 : 엠코르셋 SK 증권

그림 7. 2018 1 분기 누적기준 유통채널별 매출비중



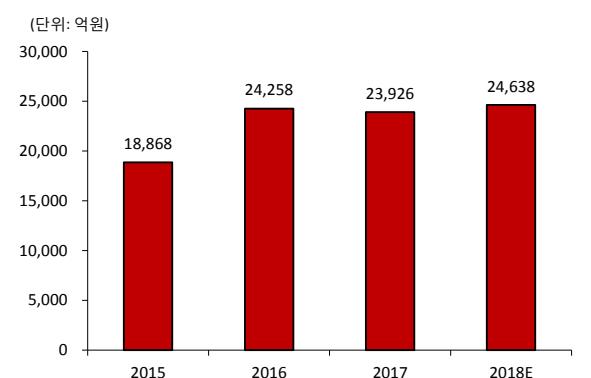
자료 : 엠코르셋 SK 증권

그림 8. 2015년 유통채널별 매출비중



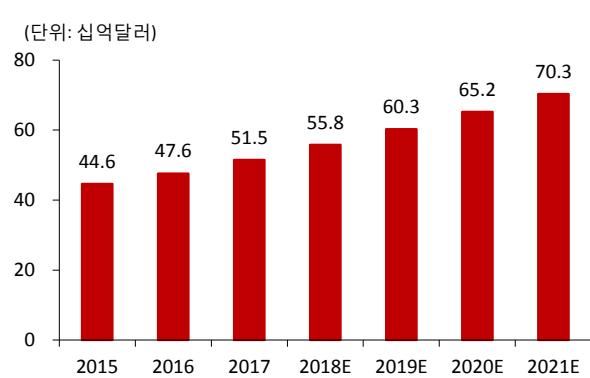
자료 : 엠코르셋 SK 증권

그림 8. 국내 언더웨어 시장 규모 추이



자료 : 한국섬유산업협회, 엠코르셋 SK 증권

그림 9. 중국 언더웨어 매출 추이



자료 : Statista, 엠코르셋 SK 증권

표 2. 엠코르셋 채널별 매출액과 매출비중

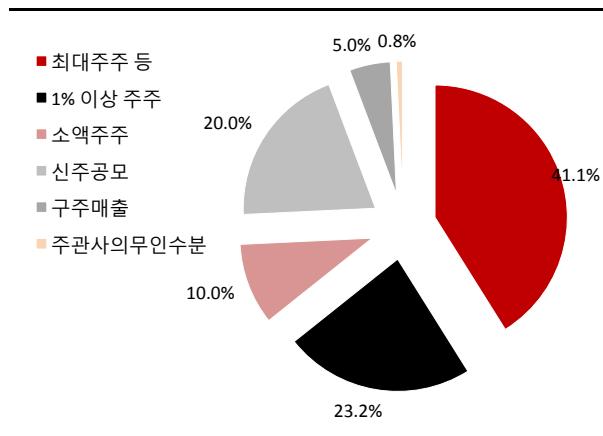
채널	유통채널별 매출액				유통채널별 매출액 매출비중				(단위 : 억원 %)
	2015	2016	2017	1Q18	2015	2016	2017	1Q18	
홈쇼핑	718.1	701.9	799.6	144.4	70.52%	66.86%	64.33%	61.50%	
온라인	95.2	127.7	180.8	42.2	9.34%	12.17%	14.55%	18.00%	
오프라인	205.1	220.1	262.6	48.2	20.14%	20.97%	21.13%	20.50%	

자료 : 엠코르셋 SK 증권

표 3. 공모에 관한 사항

액면가	500원
공모주식수	2,518,500주 (신주모집 2,014,800주)
공모희망가액	10,100원~11,500원
17년 당기순이익 77억원 유사회사 PER 17.2X, 15.2~25.5% 할인	
공모예정금액	254~290억원
예상시가총액	1,017~1,158억원
수요예측일	2018년 7월 5일 ~ 6일
청약예정일	2018년 7월 12일 ~ 13일
납입예정일	2018년 7월 17일
매매개시일	2018년 7월 23일
주관증권사	대신증권

자료 : 엠코르셋 SK 증권

표 4. 공모 후 주주현황

자료 : 엠코르셋 SK 증권

표 5. 공모 후 주주현황

주주명	주식수	지분율	(단위: 주)
최대주주 등	4,139,227	41.09%	
1% 이상 주주	2,337,178	23.20%	
소액주주	1,003,255	9.96%	
신주공모	2,014,800	20.00%	
구주매출	503,700	5.00%	
주관사의무인수분	75,555	0.75%	
합계	10,073,715	100.00%	

자료 : 엠코르셋 SK 증권

표 6. 보호예수 현황

구분	주식수	지분율	기간
문영우 (2Y)	3,150,719주	31.28 %	상장일로부터 2년*
최대주주 등(6M)	988,508주	9.81 %	상장일로부터 6개월
기타 개인(6M)	197,271주	1.96 %	상장일로부터 6개월
대신증권(3M)	75,555주	0.75%	상장일로부터 3개월
합계	4,412,053주	43.8%	-

자료 : 엠코르셋 SK 증권

Compliance Notice

- 작성자(전영현)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 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 7월 02일 기준)

매수	91.54%	중립	8.46%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

SK COMPANY Analysis



Analyst

나승두

nsdoo@sk.com

02-3773-8891

공모개요

자본금	31 억원
액면가	500 원
공모주식 수	1,200,000 주
공모가격	44,000 ~ 55,000 원
공모금액	528 ~ 660 억원
상장예정 주식수	6,130,861 주
예상 시가총액	2,697 ~ 3,371 억원
수요예측일	2018년 6월 28~29일
상장예정일	미정

주요주주(보호예수 기간)

최대주주 등(3Y)	22.42 %
우리사주조합(1Y)	0.98 %
벤처금융(1M)	7.83 %

아이큐어

꼭 필요한 개량신약 전문 기업

- 경피 약물전달시스템(TDDS)을 바탕으로 패취제 형태의 제형 변경 개량신약 전문 기업
- TDDS 기술 기반의 화장품 사업도 영위 중, 매출 비중 60% 넘는 Cash-cow
- 국내 치매 치료 물질 1 위 도네페질 패취제 글로벌 4 개국 임상 3 상 진행 중
- 도네페질 치매 치료 패취제 판매 허가 이후 빠른 시장 선점 효과 있을 것으로 판단
- 파킨슨/당뇨병 치료 등에 쓰이는 블록버스터급 의약품 패취 개량신약 개발 속도

Health & Beauty 전문기업

아이큐어는 '경피 약물전달시스템(TDDS, Transdermal Drug Delivery System)'을 바탕으로 패취제 형태의 제형 변경 개량신약 개발/생산 및 화장품 OEM/ODM 사업을 영위하고 있다. 올해 1분기 기준 매출 비중은 화장품 사업부문 60%, 제약/바이오 사업부문 40%로 화장품 사업부문의 조금 더 높지만, 현재 임상을 진행 중인 치매 치료 패취제 등의 판매 허가 이후에는 제약/바이오 개량신약 전문 업체로 자리매김 할 것으로 판단된다.

블록버스터급 개량신약 개발에 속도

아이큐어가 보유한 TDDS 기술은 피부를 통해 약물을 투여하여 전신 또는 국소부위에 약물 작용 효과를 얻고자 설계된 시스템을 말한다. 우리가 흔히 붙이는 '파스'와 같은 패취 형태가 대표적인 경피 전달 의약품이다. 일반 주사/경구제와 달리 패취제는 혈중 농도를 안정적으로 유지하면서 치료 효과를 지속적으로 볼 수 있다는 점에서 새로운 개량신약으로 각광받고 있다. 아이큐어는 도네페질 치매 치료 패취제를 개발 중인데, 이르면 내년 임상 3상을 마친 후 글로벌 4 개국을 시작으로 제품 판매가 가능할 것으로 판단된다. 2016년 기준 약 1,700억 원 정도로 추산되는 국내 치매 시장에서 도네페질 성분 치료제 점유율이 약 73% 정도인 것을 감안하면, 아이큐어 패취제가 출시될 경우 약 600억 원(대체율 50% 가정) 시장 선점 효과가 있을 것으로 판단된다. 그 밖에 지난 5월부터 정부과제로 선정되어 비임상 연구를 수행 중인 파킨슨 치료용 패취, 2016년부터 산업통상자원부의 정책과제로 선정되어 연구를 진행 중인 제2형 당뇨병 치료 패취 등도 환자들의 불편/주사 공포 등을 덜어낼 수 있다는 점에서 매우 긍정적이다.

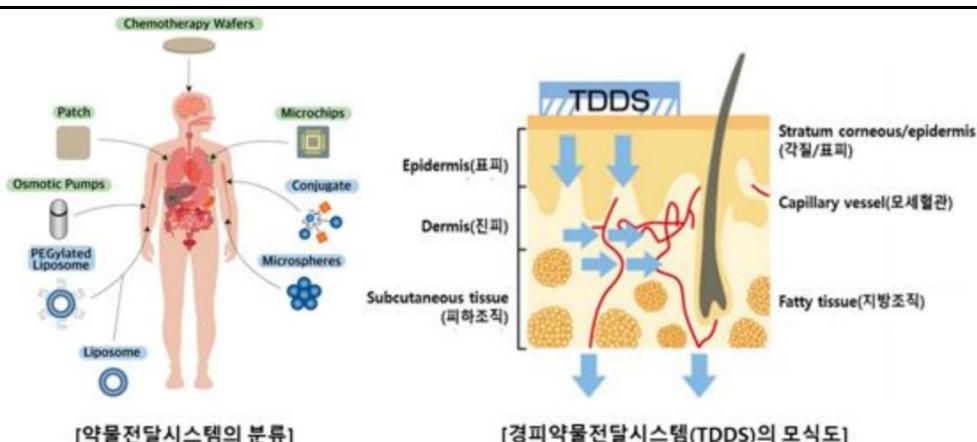
제약/바이오 전문 기업으로의 진입 초입 단계

현재는 TDDS 기술을 기반으로 한 코스메슈티컬 화장품 매출 비중이 더 높은 것이 사실이다. 2010년 치아미백 패취/아토피 패취 등을 성공적으로 런칭하며 시작된 화장품 사업부문은 자체 브랜드인 'meditime'의 홈쇼핑 완판 행진을 토대로 든든한 Cash-cow 역할을 수행 중이다. 올 하반기에는 화장품 공장 확장 이후 중국/동남아시아 등 해외 시장 개척도 준비 중이다. 제약/바이오 사업부문은 우리나라를 비롯한 글로벌 4 개국에서 임상 3상을 진행 중인 도네페질 치매 치료 패취제 판매 허가가 예상되는 2019년부터 매출의 본격적인 상승이 기대된다. 이 경우 전체 매출 중 제약/바이오 사업부문 매출이 차지하는 비중이 화장품 사업부문 비중을 넘어설 수 있을 것으로 예상된다.

경피 약물전달시스템 TDDS(Transdermal Drug Delivery System)

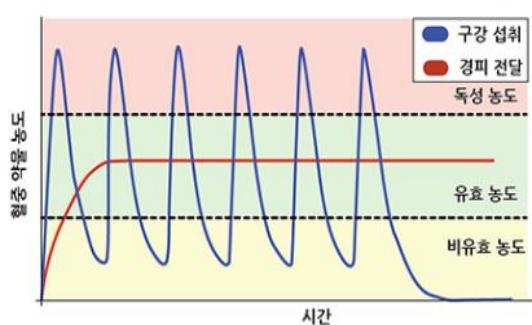
'경피 약물전달시스템(TDDS)'이란 약물전달시스템(DDS)의 일환으로, 피부를 통해 약물을 투여하여 전신 또는 국소부위에 약물 작용 효과를 얻고자 설계된 시스템을 말한다. 우리가 흔히 붙이는 '파스'와 같은 패취 형태가 대표적인 경피 전달 의약품이다. 현재 경피 전달 의약품으로 개발된 약물은 25 개에 불과하다. 대용량의 약물을 장시간 안정적으로 전달할 수 있도록 하는 패취 기술이 뒷받침되어야만 가능하기 때문이다. 기존 경구/주사제의 경우 혈중 농도 변동폭이 심하고, 혈중 농도가 감소함에 따라 치료 효과도 함께 감소한다는 단점이 있지만, 패취제의 경우 혈중 농도를 안정적으로 유지하면서 치료 효과를 지속적으로 볼 수 있다는 장점이 있다. 또 반복적으로 주사를 맞거나 약물을 복용하는 형태가 아닌, 쉽게 붙이고 뗄 수 있는 형태이기 때문에 복약 편의성이 높다는 점에서 새로운 개량신약으로 각광받고 있다.

TDDS 기본 개요



자료 : 아이큐어, SK 증권

TDDS vs 경구제 유효성 비교



자료 : 아이큐어, SK 증권

4 Key TDDS Technologies



자료 : 아이큐어, SK 증권

경피 약물전달시스템(TDDS)의 장점

장점	설명
생체내 이용률 증가	<ul style="list-style-type: none"> - 유입된 약물이 위장관에서 흡수되지 않으므로 간초회대사(First Pass Effect)를 거치지 않아 약물의 생체이용률이 경구제 대비 높음
약물 부작용의 최소화	<ul style="list-style-type: none"> - 경구제나 주사제는 유효혈중농도 범위를 벗어난 초기 혈중농도 상승에 의한 부작용이 발생 - 경구제는 투여시 위장관에서 흡수되므로 간이나 신장에 빠르게 전달되어 대사되므로 그에 따른 부작용 발생. 경피약물전달은 그에 따른 부작용을 최소화 함 - 경피약물전달은 안정적으로 유효혈중농도를 유지할 수 있으므로 경구제나 주사제보다 낮은 부작용을 보이며 부작용 발생시 제거 용이
표적 투여 가능	<ul style="list-style-type: none"> - 경구제로는 불가능한 국소 부위의 투여 가능
환자 편의성 증대	<ul style="list-style-type: none"> - 주사제나 경구제의 불편함과 거부감 해소 - 경구제 투여가 곤란한 환자들에게 쉽게 투여 가능 - 경구제에 비해 투약횟수를 줄일 수 있음
만성질환에 적합	<ul style="list-style-type: none"> - 고혈압이나 중추신경계 질환 같은 만성 질환 증가에 따른 적절한 치료 시스템
지속적 성장	<ul style="list-style-type: none"> - 약물전달시스템(DDS)이나 경피약물전달시스템(TDDS)은 전체 의약품의 성장을 보다 높으며 지속적 성장 중 (Jain PharmaBiotech Report, 2017) - 특히 만료 된 의약품의 경우 개량신약을 개발함으로써 제네릭에 비해 가격과 독점기간의 우위를 점할 수 있음 - 기존 약물 화합물의 재구성이나 이전에 실패한 의약품을 재배치 할 수 있음
신흥 시장의 확대	<ul style="list-style-type: none"> - 아시아와 같은 신진 시장의 급속한 의료비 증가와 의료 인프라 진화에 따른 시장 성장 - 중국과 인도 같은 신흥 국가의 연구 개발 참여에 따른 활성화

자료 : 아이큐어, SK 증권

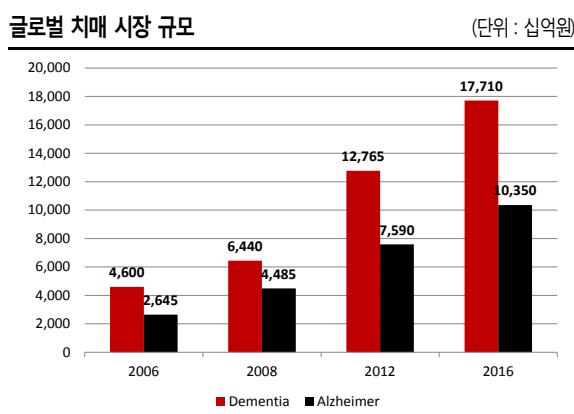
피부 점착 형태의 세가지 분류

구분	경피흡수제	첨부제	카타폴라스마제
기술	혈중농도 조절 기술, 패취구조 설계기술, 피부투과촉진 기술, 고분자 포뮬레이션기술, 방출조절기술	피부투과촉진기술, 고분자 포뮬레이션 기술	수용성 고분자 가교기술, 균질한 배합 및 전연 기술
적용범위	전신순환	국소범위	국소범위
적용약물	보통 비수용성 약물, 통증, 호흡 기계 및 중추신경계 약물 등	보통 비수용성 약물, 소염진통제 등	수용성 혹은 친수성 약물, 정유성분, 소염진통제 등
적용부형제	혈중농도 조절 기술, 패취구조 설계기술, 피부투과촉진 기술, 고분자 포뮬레이션기술, 방출조절기술	피부투과촉진기술, 고분자 포뮬레이션 기술	수용성 고분자 가교기술, 균질한 배합 및 전연 기술

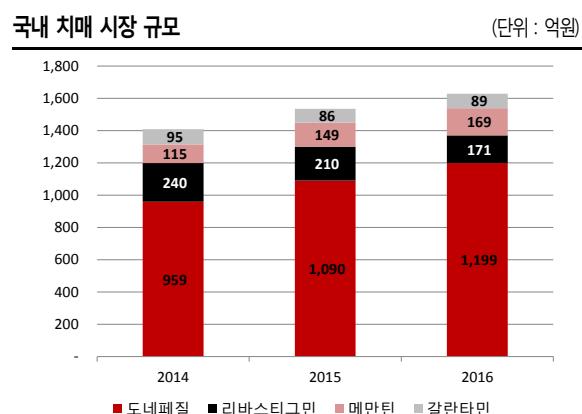
자료 : 대한민국약전 10 개정, 아이큐어, SK 증권

도네페질 치매 치료 패취제 시장 선점 기대

정부가 직접 나서 국가 책임제를 시행할 만큼 사회적 관심사로 떠오른 '치매'는 유병률이 갈수록 증가함에 따라 치료제에 대한 관심도 함께 증가할 것으로 예상된다. 아이큐어는 국내에서 가장 흔히 치매 치료 물질로 사용(약 73%) 중인 도네페질 성분의 치매 치료 패취제를 개발 중이며, 이르면 내년 임상 3상을 마친 후 글로벌 4개국(한국/대만/호주/말레이시아) 제품 판매가 가능할 것으로 판단된다. 치매 치료 패취제는 글로벌 제약사인 Novartis 가 개발한 리바스티그민 성분의 패취제(2007년)가 대표적이며, 2013년에는 경구제 대체율 90%를 넘어섰다. 국내에서 가장 많이 치료제로 사용되는 도네페질 성분의 경우 글로벌 제약사들이 패취제 개발에 도전하고 있지만, 현재 아이큐어의 기술력이 가장 앞선 것으로 판단된다. 2016년 기준 약 1,700억원 정도로 추산되는 국내 치매 시장에서 도네페질 성분 치료제 점유율이 약 73% 정도인 것을 감안하면, 아이큐어 패취제가 출시될 경우 약 600억원(대체율 50% 가정) 시장 선점 효과가 있을 것으로 판단된다.

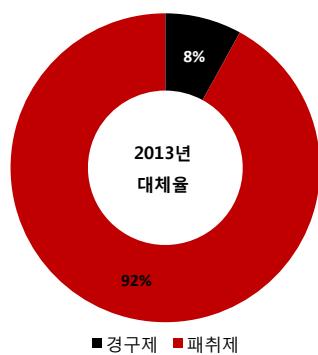


자료 : World Alzheimer Report, 아이큐어, SK 증권



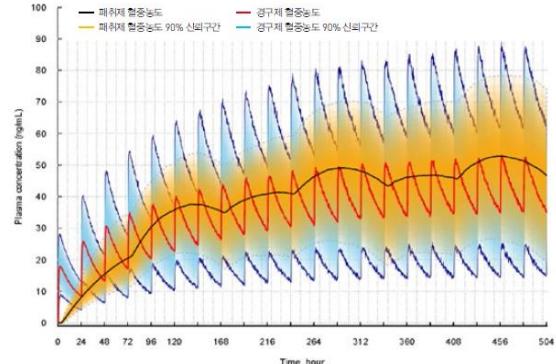
자료 : IMS Data, 아이큐어, SK 증권

노바티스 엑셀론(리바스티그민) 패취제 사례



자료 : Novartis, 아이큐어, SK 증권

도네페질 치매 패취제 임상 1상 결과



자료 : 아이큐어, SK 증권

도네페질 패취제 개발 일정

| 글로벌 임상 일정

Site	~2017		2018	2019	2020	
한국, 대만, 호주, 말레이시아	비임상	임상I		임상III	허가 / 발매	
미국			비임상	임상I	허가 / 발매	2020년 글로벌 제품 발매 목표
유럽					임상I	

| 특허 현황

Site	2008	2015	2028	2035
다중 특허로 독점 판매 기간 연장	08.03.24 출원 14.10.17 등록		1차 특허 ('08년~'28년)				

자료 : 아이큐어, SK 증권

아이큐어 주요 Pipeline 일정

구 분	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
개발 중	도네페질 치매 패취	임상3상[한국 외 3개국 진행 중]/ 임상1상[미국 예상]								
	프라미페슬 파킨슨 패취	제형개발	>	>	>	· 임상3상 진행 중 (4개국) · 미국 임상1상 예상				
	엑세나타이드 당뇨 패취	제형개발	>	>	>	· 미국 임상 계획				
	펜타닐 통증 패취	제형개발	>	>	>					일본 수출 계획
판매 중	리바스티그민 치매 패취	CGMP 공장 및 미국 임상 준비		>	· 국내 발매 (5개사) · 미국 수출 계약 / 남미 수출 계획					
	리도카인 통증 패취	CGMP 공장 및 미국 임상 준비		>	· 국내 발매 · 미국 수출 계약 / 남미 수출 계획					
	톨로부테롤 천식 패취	· 국내 발매 (병원 납품 중) · 일본 수출 계획								
	NSAIDs 통증 플라스터	· 국내 발매 (20개사) · 남미 / 동남아 수출 계획								

자료 : 아이큐어, SK 증권

블록버스터급 개량신약 개발 지속

치매 치료 패취제 다음으로 가장 속도를 내고 있는 분야는 파킨슨 치료용 패취 개발이다. 지난 5월부터 정부과제로 선정되어 비임상 연구를 수행 중인 파킨슨 치료용 패취 개발 사업은, 현재 파킨슨 치료에 가장 많이 사용되는 물질인 프라미페솔(Pramipexole)을 활용한 패취제 개발을 목표로 하고 있다. 파킨슨병은 글로벌 환자 수는 약 1,000만 명, 시장규모는 약 5.4조원(2016년 기준)으로 추정된다.

제2형 당뇨병 환자들을 위한 엑세나타이드 당뇨 니들 패취도 지난 2016년부터 산업통상자원부의 정책과제로 선정되어 연구를 진행 중인데, 제2형 당뇨병의 경우 2015년 기준 시장규모 약 36조원, 환자 수는 약 4억 5백만명 정도로 추산됨에 따라 패취 수요도 상당할 것으로 예상된다. 특히 당뇨병의 경우 환자들이 인슐린을 직접 주사하는 등 치료/관리에 어려움이 커는데, 패취가 개발될 경우 환자들의 불편/주사 공포 등을 덜어낼 수 있다는 점에서 매우 긍정적이다.

아이큐어 개량신약 연구/개발 현황



자료 : 아이큐어, SK 증권

코스메슈티컬(Cosmeceutical) 비즈니스

TDDS 기술을 화장품에 접목하여 흡수율이 좋은 코스메슈티컬 화장품을 개발하고자 시작된 화장품 사업은 2010년 치아미백 패취/아토피 패취 제품 등을 홈쇼핑에 런칭하며 본격적으로 시작되었다. 현재는 자체 브랜드인 'meditime'을 통해 안티에이징 제품인 보탈리눔 앰플/크림 등을 생산/판매 중이며, GS/NS 홈쇼핑 런칭 이후 연속 완판 기록을 세우면서 확실한 Cash-Cow 사업부문으로 자리매김했다. 올 하반기 평택소재 화장품 공장 확장 이후 중국/동남아시아 등 해외 시장 개척을 준비 중이다.

아이큐어 사업 부문별 매출 추이 (단위 : 억원)

구분	2015	2016	2017	1Q 18
제약/바이오 (비중)	85 (45.5%)	97 (35.5%)	156 (39.2%)	35 (39.3%)
화장품 (비중)	102 (54.5%)	176 (64.5%)	242 (60.8%)	54 (60.7%)
매출합계	187	273	398	89

자료 : 아이큐어, SK증권

CP-TDDS 기술 적용된 자체 브랜드 제품

meditime[®]
neo



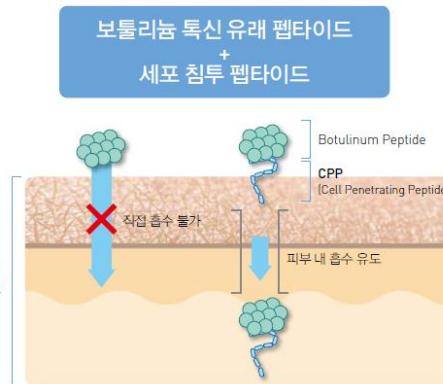
- 보툴리눔 유래 멤파이드를 결합한 신개념 안티에이징 제품
- 홈쇼핑 최초 보툴리눔 특신 컨셉 제품 런칭
(Botulinum Ampoule & Cream)
- 정제수를 사용하지 않으며, 주성분인 보툴리눔 유래성분과 히알루론산 50% 이상의 고농축 제형

자료 : 아이큐어, SK증권

TDDS 와 CPP(세포침투 기술)의 결합

CP-TDDS

[Cell Penetrating-Transdermal Drug Delivery System]
TDDS 기술과 CPP 세포침투 기술의 결합



자료 : 아이큐어, SK증권

제약/바이오 전문 기업으로의 진입 단계

올해 1분기 기준 매출 비중은 화장품 사업부문이 약 60%, 제약/바이오 사업부문이 약 40%를 차지하고 있다. 현재 매출 비중이 더 높은 화장품 사업부문은 중국/동남아시아 등 해외 시장 개척과 더불어 OEM/ODM 사업 외 브랜드의 개발/제조(OBM)까지 사업영역을 확장시켜 나갈 예정이다. 제약/바이오 사업부문은 우리나라를 비롯한 글로벌 4개국에서 임상 3상을 진행 중인 도네페질 치매 치료 패취제 판매 허가가 예상되는 2019년부터 매출의 본격적인 상승이 기대된다. 이 경우 전체 매출 중 제약/바이오 사업부문 매출이 차지하는 비중이 화장품 사업부문 비중을 넘어설 수 있을 것으로 예상된다.

아이큐어 사업부문별 매출 추이		(단위 : 억원)			
구분		2015	2016	2017	1Q 18
제약/바이오 부문	합계	85.2	97.0	156.1	35.0
	수출	1.8	2.5	4.1	0.2
	내수	83.4	94.5	151.9	34.8
화장품 부문	합계	101.6	175.8	241.9	53.9
	수출	2.1	1.6	2.7	0.3
	내수	99.5	174.2	239.1	53.6
합계	합계	186.7	272.8	398.0	88.8
	수출	3.9	4.2	6.9	0.5
	내수	182.9	268.6	391.1	88.4
영업이익		-9.4	-30.9	-32	9.9

자료 : 아이큐어, SK 증권

Compliance Notice

- 작성자(나승우)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간접없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2018년 7월 02일 기준)

매수	91.54%	중립	8.46%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

SK COMPANY Analysis



Analyst
이지훈
 sa75you@sk.com
 02-3773-8880

공모개요

액면가	500 원
공모주식 수	1,500,000 주
공모가격	13,500 ~ 16,000 원
수요예측일	2018년 7월 9~10일

한국유니온제약

전문의약품에서 바이오의약품까지 영역 확대

전문의약품의 제조와 판매, 타 제약회사에 대한 수탁생산(CMO)을 수행하고 있다. 처방약 위주의 전문의약품을 생산하고 있으며, 주요 제품은 항생제, 균골격계, 순환기계, 소화기계류이다. 제 2 공장 신축에 따라 주력 제네릭 제품의 생산량 증대가 예상된다. 또한 성장의 한계를 극복하기 위해 개량신약개발에 역량을 집중하였고 압타머(Aptamer) 관련 바이오의약품 사업에도 진출하였다. 제품 포트폴리오가 유사한 기업들의 평균 PER 이 20 배를 상회하고 있어 공모희망가액은 적절한 수준으로 판단된다.

처방약 위주의 전문의약품 생산

전문의약품의 제조와 판매, 타 제약회사에 대한 수탁생산(CMO)을 수행하고 있다. 고형제(정제, 캡슐제), 액상주사제, 세파분말주사제 GMP 제형을 보유하고 있으며 처방약 위주의 전문의약품을 생산하고 있다. 주력 제품은 항생제, 균골격계, 순환기계, 소화기계류이다. 제품다변화를 위해 호흡기계, 비뇨기계류 제품의 생산을 늘리고 있으며 제제 및 제형 개발을 통해 CMO 사업의 확대를 꾀하고 있다.

성장동력 확보를 위한 노력

경쟁이 치열한 제네릭 품목 개발만으로 성장의 한계가 있다. 이를 극복하기 위해 개량신약개발에 역량을 집중하고 있다. 항생제 내성균에 유효한 세파클러 복합항생제를 자체 개발해 임상 3상을 완료하였고 뇌기능장애개선제 콜린알포세레이트의 신규 제형 개발을 완료하여 허가접수 단계에 있다 꾀하고 있다. 추가로 기대되는 분야는 압타머 관련 바이오의약품 사업이다. 압타머(Aptamer)란 특정물질에 특이적으로 결합능력을 가지는 DNA로 기존 항체를 대체할 수 있는 물질로 각광 받고 있다. 압타머 선별기술을 지닌 인터올리고와 압타머의 표적성을 활용한 표적조영제 및 표적국소치료제를 공동개발하고 있다.

2018년은 재차 외형확대 가능할 것

지속적인 실적개선이 이루어지고 있다. 2017년 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 6.9%, 25.4% 증가하였다. 제품믹스 개선과 비용요인이 감소하면서 실적개선을 이끌었다. 제2공장 신축에 따른 생산능력확대에 힘입어 항생제 등 기존 제품의 생산량 증가가 예상된다. 중장기적으로 바이오의약품과 화장품 원료 사업의 매출기여도 증가도 기대된다. 또한 2015, 17년 법인세 증가는 일시적인 요인인 만큼 향후 순이익에 미치는 영향은 제한적이다.

공모가액은 경쟁기업과 비교해 무난한 수준

공모주식수는 150 만주, 공모희망가액은 13,500~16,000 원이다. 상장예정주식수는 5,745,000 주로 공모희망가액 기준 예상시가총액은 775~912 억원이다. 지난해 실적기준으로 PER은 25~29.6 배로 다소 높은 수준이다. 그러나 일시적인 법인세 비용증가를 제외하면 PER은 14.1~16.8 배로 낮아진다. 제품 포트폴리오가 유사한 기업들의 평균 PER 이 20 배를 상회하고 있어 공모희망가액은 적절한 수준으로 판단된다. 수요 예측일은 2018/07/09~10 일이다.

처방약 위주의 전문의약품 생산

**전문의약품 생산, 주력 제품은
항생제, 근골격계, 순환기계,
소화기계**

전문의약품의 제조와 판매, 타 제약회사에 대한 수탁생산(CMO)을 수행하고 있다. 고형제(정제, 캡슐제), 액상주사제, 세파분말주사제 GMP 제형을 보유하고 있으며 처방약 위주의 전문의약품을 생산하고 있다. 주력 제품은 항생제, 근골격계, 순환기계, 소화기계류이다. 제품 다변화를 위해 호흡기계, 비뇨기계류 제품의 생산을 늘리고 있으며 제제 및 제형 개발을 통해 CMO 사업의 확대를 꾀하고 있다.

**매출비중이 가장 큰 것은 항생제,
매출비중은 37%, 순환기계 비중은
24%**

가장 큰 비중을 차지하는 것은 항생제이다. 지난해 기준으로 매출비중은 37%에 달한다. 항생제중에서 케포돈주, 유니온프로신주, 세프타짐주의 시장점유율이 높다. 최근에는 개량형 경구용제제제의 개발에 힘쓰고 있다. 순환기계의 매출 비중은 24%이지만 시장점유율은 미약하다. 리마스타정의 경우 1위 업체인 동아에스티의 시장점유율이 42%이지만 동사는 2% 미만이다. 제네릭 및 개량신약 개발을 추진하고 있다. 제품과 상품비중은 54%, 43%이며, CMO 비중은 3% 수준에 그치고 있다.

품목별 매출추이		(단위: 억원)		
		2015	2016	2017
항생제	제품	119	106	122
	상품	35	73	64
	합계	154	179	186
순환기계류	제품	59	48	35
	상품	33	50	84
	합계	92	98	119
근골격계류	제품	54	46	58
	상품	19	34	18
	합계	73	80	76
소화기계류	제품	45	37	33
	상품	14	21	25
	합계	59	58	58
기타	제품	32	24	25
	상품	21	25	27
	합계	53	49	52
	제품합계	309	261	273
	상품합계	122	203	218
	CMO	11	11	17
	매출합계	442	475	508

자료: 한국유니온제약 SK 증권

성장동력 확보를 위한 활발한 신규사업

**개량신약개발에 역량 집중,
복합항생제는 임상 3상 완료,
추가로 압타머 관련 바이오의약품
시장에도 진출**

경쟁이 치열한 제네릭 품목 개발만으로 성장의 한계가 있다. 이를 극복하기 위해 개량신약개발에 역량을 집중하고 있다. 항생제 내성균에 유효한 세파클러 복합항생제를 자체 개발해 임상 3상을 완료하였고 뇌기능장애개선제 콜린알포세레이트의 신규 제형 개발을 완료하여 허가접수 단계에 있다.

**차세대 성장동력은 압타머 관련
바이오의약품**

추가로 기대되는 분야는 압타머 관련 바이오의약품 사업이다. 압타머(Aptamer)란 특정물질에 특이적으로 결합능력을 가지는 DNA이다. 기존 항체를 대체할 수 있는 물질로 각광 받고 있다. 항체에 비해 면역 거부반응이 적고, 생산비용과 시간 측면에서 강점을 지니고 있다. 조합된 구조에 따라 단백질, 펩타이드 뿐만 아니라 저분자 유기화합물에도 결합능력을 지닌다. 압타머 선발기술을 지닌 인터올리고와 압타머의 표적성을 활용한 표적조영제 및 표적국소치료제를 공동개발하고 있다.

**압타머를 활용한 유방암 표적조영제
개발**

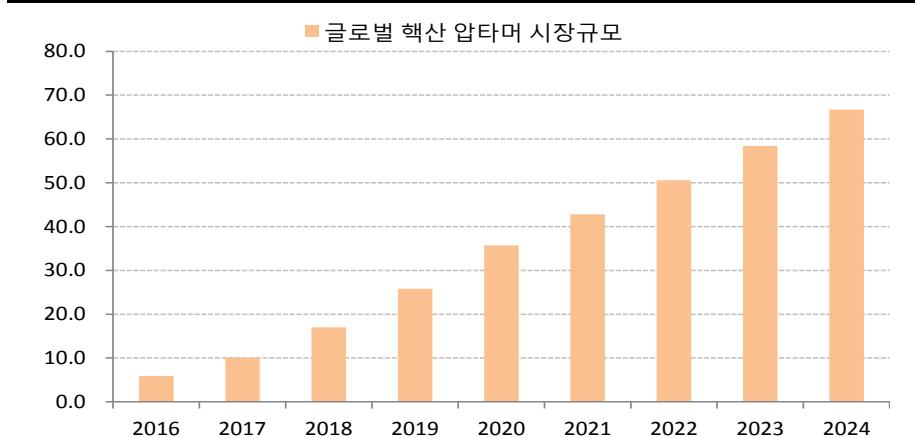
표적조영제의 경우 압타머를 활용한 유방암 표적조영제 개발을 진행하고 있다. 이를 이용하면 Her2 양성 전이 유방암의 진단확률을 크게 높이는 것으로 알려져 있다. 금년 하반기에 전임상 진입을 목표로 하고 있다. 참고로 국내 조영제 시장규모는 CT 조영제가 2,500 억원, MRI 조영제가 500 억원 규모이다. 이외에도 췌장암 표적항암제 연구개발도 진행중이다.

**화장품 원료 사업도 확대, 10 개
품목에 관해 CFDA로부터 위생허가
획득**

그 밖에 화장품 원료사업도 확대하고 있다. 화장품 원료사업은 세포생산 촉진 호르모인 타이모신 베타 4, 성장호르몬, 세포생장촉진인자 등 3 종의 펩타이드를 재조합 펩타이드로 개발 생산하여 특히 출원하였다. 고리피엘 브랜드로 판매를 개시하였고, 토너, 에센스, 크림 등 10 종의 화장품을 중국 CFDA로부터 위생허가 받았다. 추가적으로 3 제품을 등록 중에 있다.

글로벌 핵심 압타머 시장 규모 추이

(단위 : 억달러)



자료 : 업계자료

실적관련

**지속적인 실적개선, 제2 공장
신축으로 항생제 등 주력 제품의
생산량 증대 예상**

지속적인 실적개선이 이루어지고 있다. 2017년 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 6.9%, 25.4% 증가하였다. 제품믹스 개선과 비용요인이 감소하면서 실적개선을 이끌었다. 제2공장 신축에 따른 생산능력확대에 힘입어 항생제 등 기존 제품의 생산량 증가가 예상된다. 중장기적으로 바이오의약품과 화장품 원료 사업의 매출기여도 증가도 기대된다. 또한 2015, 17년 법인세 증가는 일시적인 요인인 만큼 향후 순이익에 미치는 영향은 제한적이다.

**제품포트폴리오가 유사한 기업은
비씨월드제약, 유나이티드제약,
대원제약**

상장되어 있는 유사기업(제품포트폴리오)으로는 비씨월드제약, 유나이티드제약, 대원제약 등이 있다. 이들 업체는 항생제, 순환기계, 근골격계, 소화기계를 중심으로 매출이 발생하는 업체이다. 실적규모가 가장 유사한 기업은 비씨월드제약이며 유나이티드제약과 대원제약은 개량신약과 해외진출이 활발한 상황이다.

실적추이	(단위: 억원)			
	2015	2016	2017	1Q18
매출액	442	475	508	126
영업이익	4	63	79	30
영업이익률	0.9%	13.3%	15.6%	23.8%
세전이익	-2	54	72	30
순이익	-57	44	31	24

자료 한국유니온제약

제품 포트폴리오 유사 기업 실적 요약	(단위: 억원, 배)		
	비씨월드제약	유나이티드제약	대원제약
매출액	502	1,970	2,655
영업이익	89	317	253
영업이익률	17.7%	16.1%	9.5%
세전이익	86	285	235
순이익	81	279	103
PER	26.9	15.0	37.1
시가총액	2,182	4,181	3,820

자료 각사

공모주식수는 150 만주, 공모희망가액은 13,500~16,000 원이다. 상장예정주식수는 5,745,000 주로 공모희망가액 기준 예상시가총액은 775~912 억원이다. 지난해 실적기준으로 PER 은 25~29.6 배로 다소 높은 수준이다. 그러나 일시적인 법인세 비용증가를 제외하면 PER 은 14.1~16.8 배로 낮아진다. 제품 포트폴리오가 유사한 기업들의 평균 PER 이 20 배를 상회하고 있어 공모희망가액은 적절한 수준으로 판단된다. 수요 예측일은 2018/07/09~10 일이다.

공모 개요		(단위: 주, 원)
내용	비고	
공모주식수		1,500,000
상장예정주식수		5,745,000
공모희망가		13,500~16,000
수요예측일		2018-07-09~10

자료: 한국유니온제약

Compliance Notice

- 작성자(이지훈)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 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 7 월 02 일 기준)

매수	91.54%	중립	8.46%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

memo
