

SK COMPANY Analysis



Analyst

서충우

choongwoo.seo@sksec.co.kr
02-3773-9005

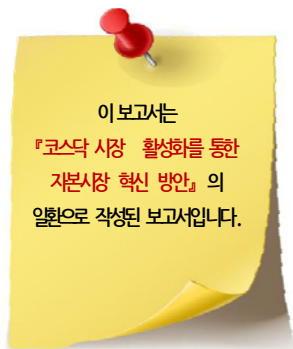
Company Data

| | |
|---------|----------|
| 자본금 | 32 억원 |
| 발행주식수 | 645 만주 |
| 자사주 | 13 만주 |
| 액면가 | 500 원 |
| 시가총액 | 2,227 억원 |
| 주요주주 | |
| 최영권(외3) | 21.43% |

| | |
|--------|-------|
| 외국인지분률 | 0.70% |
| 배당수익률 | 0.00% |

Stock Data

| | |
|--------------|-----------|
| 주가(20/01/15) | 34,550 원 |
| KOSDAQ | 679.16 pt |
| 52주 Beta | 1.87 |
| 52주 최고가 | 45,200 원 |
| 52주 최저가 | 18,750 원 |
| 60일 평균 거래대금 | 156 억원 |



아이큐어 (175250/KQ | 매수(유지) | T.P 51,000 원(상향))

세계 최초로 도네페질 치매치료 패치제 개발 가능성 높다!

- TDDS(Transdermal Drug Delivery System) 플랫폼 기반의 개량신약 개발 전문업체
- 도네페질 치매 패치제 국내 임상 3 상(셀트리온과 공동 진행) 환자모집 완료!
- 세계적으로 도네페질 패치제 전무한 상황(글로벌 제약사들 수차례 개발 실패)
- 올해 11 월경 국내 임상 3 상 종료 예정
- 올해 2 분기 미국 FDA 임상 신청 예정, 2021 년 상반기 국내 제품 출시 가능성!
- 투자의견 매수, 목표주가 51,000 원으로 상향 조정

도네페질 치매 패치제 국내 임상 3 상 환자모집 완료!

셀트리온과 아이큐어가 공동으로 진행하고 있는 국내 임상 3 상 환자모집이 완료되어 올해 11 월경에는 임상 종료가 가능할 것으로 예상된다. 동사는 2017 년부터 국내 임상 3 상을 한국, 말레이시아, 대만, 호주의 환자들을 대상으로 글로벌 임상을 진행해 왔다. 일반적으로 대부분 고령이며 질병의 특성으로 인해 임상 대상자로서 수백명의 치매환자를 모으기란 매우 힘든일로 여겨진다. 동사도 지난 꼬박 2 년간 환자모집을 하며 상당한 우여곡절을 겪었으나 이번에 환자모집을 완료함으로써 3 상 과정 중에서 가장 험난한 고개를 넘은 것으로 판단한다. 그동안 글로벌 제약사들이 도네페질 패치제 개발을 시도했으나 모두 실패했다. 도네페질 제제 오리지널 약품인 ‘아리셉트’의 개발사인 에자이(Eisai)도 과거 실패했고, 미국의 경쟁업체 코리움(Corium)도 2018 년 말에 임상은 종료했으나 작년초에 Gurnet Point capital 에 인수된 이후로는 추가적인 뉴스가 없는 상황이다. 이처럼 도네페질 패치제 개발은 전세계에 출시된 제품이 없을 정도로 매우 어려운 기술이며, 패치제의 경우 경구제 대비 치매 환자들에게 매우 선호되는 제제이다. 과거 노바티스에서 개발한 리바스그티민 패치제는 2007 년에 출시 6 년만에 92%의 경구제 대체율을 보인 바 있다. 동사의 경우에는 올해 2Q 내 미국 FDA 임상 신청 예정이며, 2021 년 상반기에는 국내 제품 출시가 가능할 것으로 전망한다.

투자의견 매수, 목표주가 51,000 원으로 상향 조정

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가를 기존 35,800 원에서 51,000 원으로 상향 조정한다. 목표주가는 2021E EPS(미상환 전환사채 희석반영) 1,760 원에 Target Multiple 29 배를 적용해 산출했다. 현재 동사는 2021E 실적 기준 P/E 17.9 배에 거래되고 있다.

영업실적 및 투자지표

| 구분 | 단위 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------|-----|-------|-------|--------|--------|-------|-------|
| 매출액 | 억원 | 273 | 398 | 333 | 585 | 978 | 1,277 |
| | yoy | % | 46.1 | 45.9 | -16.3 | 75.5 | 67.2 |
| 영업이익 | 억원 | -31 | -3 | -88 | -39 | 50 | 178 |
| | yoy | % | 적지 | 적지 | 적지 | 적지 | 흑전 |
| EBITDA | 억원 | -25 | 3 | -81 | -14 | 83 | 209 |
| 세전이익 | 억원 | -32 | 3 | -77 | 47 | 24 | 148 |
| 순이익(지배주주) | 억원 | -32 | 5 | -79 | 43 | 20 | 125 |
| 영업이익률% | % | -11.3 | -0.8 | -26.3 | -6.6 | 5.1 | 13.9 |
| EBITDA% | % | -9.2 | 0.7 | -24.2 | -2.4 | 8.4 | 16.4 |
| 순이익률 | % | -11.9 | 0.8 | -23.1 | 7.8 | 2.3 | 10.0 |
| EPS(계속사업) | 원 | -750 | 110 | -1,436 | 667 | 304 | 1,936 |
| PER | 배 | N/A | 0.0 | N/A | 54.2 | 113.5 | 17.9 |
| PBR | 배 | 0.0 | 0.0 | 2.4 | 2.5 | 2.3 | 2.1 |
| EV/EBITDA | 배 | 0.0 | 0.0 | -21.8 | -186.2 | 29.9 | 10.9 |
| ROE | % | -28.3 | 3.1 | -15.4 | 4.8 | 2.1 | 12.2 |
| 순차입금 | 억원 | 41 | 156 | -302 | 208 | 157 | -38 |
| 부채비율 | % | 86.0 | 212.0 | 42.9 | 105.1 | 118.0 | 127.9 |

1. 회사개요

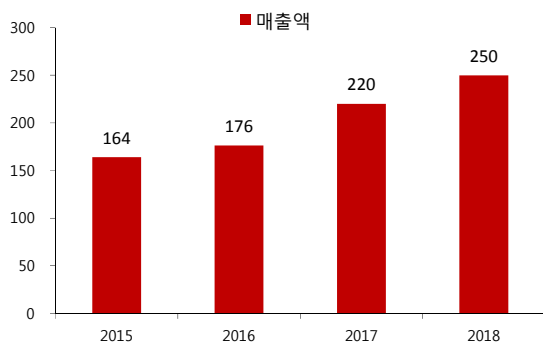
TDDS 기반 개량신약개발 업체

동사는 2000년 5월 29일에 설립된 TDDS(Transdermal Drug Delivery System, 경피 약물전달시스템) 플랫폼 기술 기반 개량신약 개발 전문업체이다. 제약/화장품 사업을 주력으로 영위하고 있으며, 제약 부문은 패치제, 플라스타 등 TDDS 기술을 적용한 일반/전문약품을 대용제약, 녹십자, 유한양행 등 국내 30여개 제약사에 납품하고 있다. 화장품 부문은 자체 브랜드인 'Meditime'의 보탈 EX 외에 마스크팩, 패치제 등을 국내 화장품 업체에 공급하고 있다. 2018년 연결기준 매출비중은 제약 48%, 화장품 52% 수준으로 화장품부문의 매출액이 제약부문의 매출액보다 많지만 향후 동사의 주력 파이프라인인 치매치료 패치제가 출시되면 제약부문 매출이 빠르게 성장할 것으로 예상된다. 주요 자회사로는 아이큐어비엔피(지분 100%, 의약품 판매), 오티케이씨엔티(지분 90%, 물티슈 제조), 바이오로제트(지분 80%, 건강기능식품), 아이큐어팍젠(지분 100%, 펩타이드 개발) 등을 보유하고 있다.

참고로 동사는 지난해 4월초 물티슈 제조를 주요 사업으로 하는 오티케이씨엔티의 지분 90%를 90억원에 양수했다. 오티케이씨엔티는 최근 5년간 연속 영업흑자를 기록한 바 있으며, 2018년의 경우 매출액 250억원, 영업이익 15.3억원, 순이익 14.2억원을 기록했다. 물티슈 산업의 경우 최근 클렌징용, 유아용 티슈 등 사용 범주가 확대되고 있는 추세이므로 오티케이씨엔티도 이에 따른 지속적인 성장이 기대된다.

오티케이씨엔티 매출액 추이

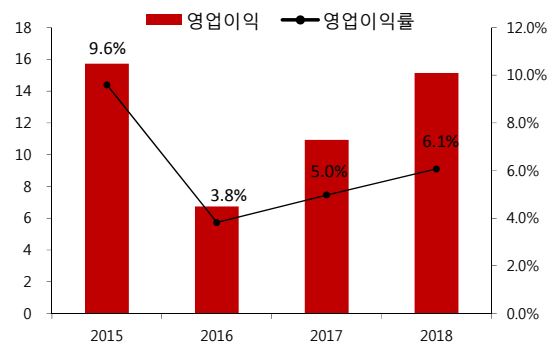
(단위: 억원)



자료: 아이큐어, SK 증권

오티케이씨엔티 영업이익(률) 추이

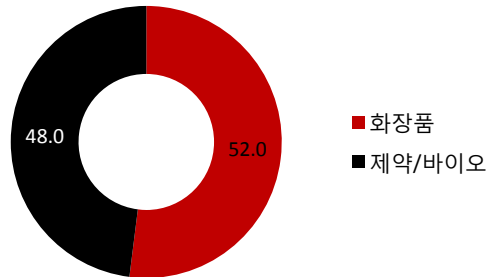
(단위: 억원 %)



자료: 아이큐어, SK 증권

부문별 매출비중(2018년 기준)

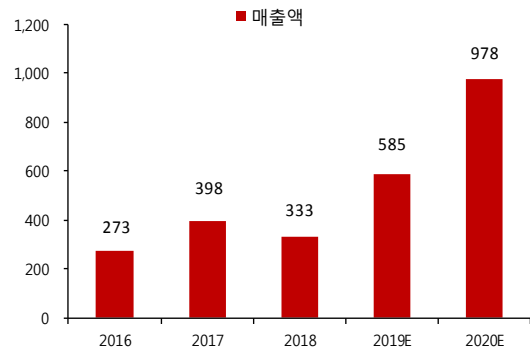
(단위: %)



자료: 아이큐어, SK 증권

아이큐어 매출액 추이

(단위: 억원)

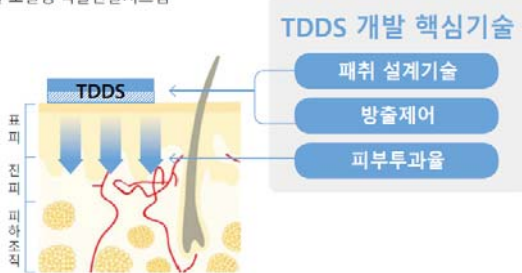


자료: 아이큐어, SK 증권 추정

TDDS 개요

경피 약물전달시스템 (TDDS)

피부를 통해 약물을 투여해 전신작용 또는 국소작용 효과를 얻고자 설계된 방출 조절성 약물전달시스템



자료: 아이큐어, SK 증권

화장품 브랜드



자료: 아이큐어, SK 증권

TDDS 플랫폼 기술 개선, 적응증 확대

TDDS 는 피부를 통해 약물을 투여해 전신작용 또는 국소작용 효과를 얻고자 설계된 방출 조절성 약물전달 시스템으로, 이를 활용한 개량신약 개발은 고위험의 신물질 신약 개발에 비해 비용이 적게 들고, 개발기간이 짧은 등 투자대비 효율성이 높다. TDDS 개발의 핵심기술은 패치 설계기술, 방출제어, 피부 투과율 등이다. 즉, 원하는 약물이 원하는 시간에 일정한 용량이 방출되고, 피부에 흡수가 잘되는 것이 중요하다. TDDS 가 가진 장점에도 불구하고 작용범위가 국소/전신작용에 그치고 적응증 또한 소염진통, 금연, 멀미억제 등의 경증 치료제가 많았으며, 투과량 또한 0.1-0.5mg 의 사용량에 불과해 그동안 TDDS 제품은 기존 경구제의 보조제 정도의 역할만 수행했다. 하지만 피부 투과율, 방출제어, 패치 설계기술 등 핵심 부문에서 개선이 이루어짐에 따라 TDDS 가 먹는 약의 대체제로 부각되고 있다.

현재 상업화된 TDDS 의약품(패치)은 25 개로 주요 제품은 듀로제식 디트랜스(펜타닐: 통증), 엑셀론 패치(리바스티그민: 치매), 브리테롤 패치(톨로부테롤: 천식), 니코덤 패치(니코틴: 금연) 등이 있다. 동사는 뛰어난 플랫폼 기술을 바탕으로 치매치료제 ‘도네 페질’의 패치제 개발을 위해 국내 임상 3 상을 진행하고 있으며, 2020 년 4 분기 임상료, 2021 년 상반기 제품화가 가능할 것으로 예상된다. 또한, 2020 년 2 분기내로 미국 FDA 임상 신청을 진행할 예정이다.

아이큐어 플랫폼 기술



자료 : 아이큐어, SK 증권

상용화된 주요 경피전달 의약품(패치)



자료 : 아이큐어, SK 증권

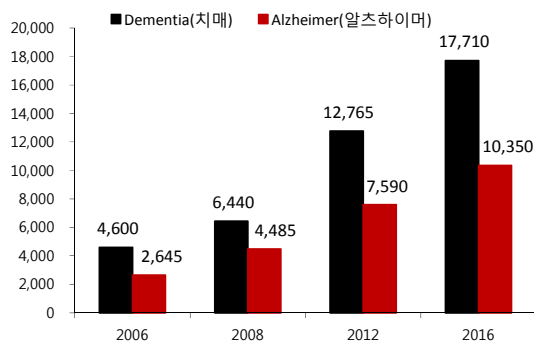
2. 투자포인트

① 도네페질 치매 치료 패치제 2021 년 상반기 상업화 예상

세계 치매인구는 급증세를 보이고 있으며 2050 년 치매인구는 1.3 억명에 달할 것으로 예상된다. 치매 유병율도 매 5 년 2 배 증가하는 등 치매인구 급증에 따른 사회적 비용이 증가하고 있다. 글로벌 치매시장은 2016 년 기준 알츠하이머 10.3 조원을 비롯한 약 28 조원 규모의 시장이 형성되어 있다. 국내 치매치료제 시장은 2016 년 기준 1,628 억 원이며, 연 10% 수준의 성장세가 지속되고 있어 2018 년은 약 2,000 억원 규모의 시장이 형성되어 있다. 국내 시장에서는 도네페질, 리바스티그민, 메만틴, 갈란타민 등 4 개 약품이 품목허가를 받고 판매중이다. 상기 약품중 약효가 좋은 도네페질이 약 70~75%의 시장을 점유하고 있으며 2025 년이면 도네페질 치료제의 국내 점유율이 82.3%까지 상승할 것으로 전망된다.

글로벌 치매시장 규모 추이

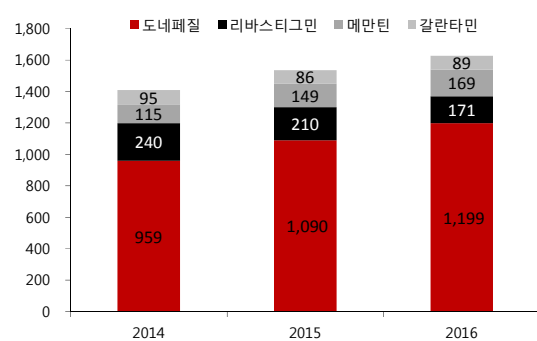
(단위: 십억원)



자료: 아이큐어, SK 증권

국내 치매치료제 시장현황 추이

(단위: 억원)

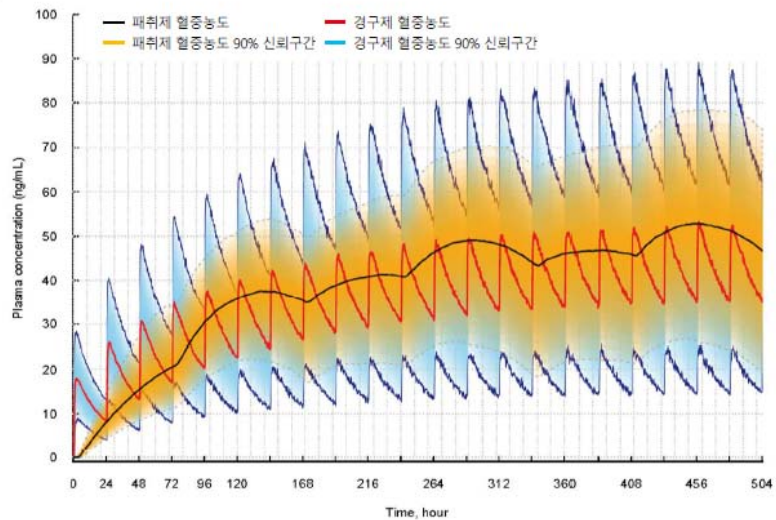


자료: 아이큐어, SK 증권

동사는 세계 최초로 도네페질 패치제 국내 임상 3 상을 진행하고 있다. 임상 스케줄을 감안시 2020 년 4 분기 임상 종료 및 2021 년 2 분기에는 제품화가 가능할 것으로 예상된다. 기존에 존재하던 ‘도네페질’ 이란 치매치료제를 용법만 ‘경구제 → 패치제’로 바꾸는 형태이므로 식약처 승인은 어렵지 않을 것으로 예상된다. 임상 1 상 결과에서도 도네페질 패치제의 혈중농도가 경구제에 비해 유효농도 범위 내에서 안정적으로 유지되는 것을 확인할 수 있다.

도네페질 패치제 임상 결과

도네페질 패치제 (175mg, 주 2회) vs 경구제 (10mg, 1일 1회)



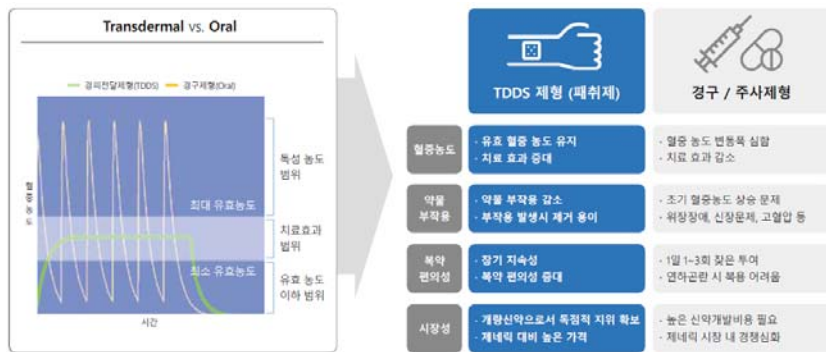
자료 : 아이큐어, SK 증권

약 28 조원에 달하는 치매시장에 진입하기 위해 화이자, 머크, 존슨앤존슨, 로슈, 일라이릴리 등 글로벌 빅파마들이 치매치료제를 개발하고 있지만 대부분 '임상 실패'를 선언하며 기존 치매치료제 제품들의 가치가 더욱 더 높아지고 있다(개발 실패율 99.6%, 16년간 신규치료제 '무'). 최근에는 바이오젠의 치매치료제 후보물질 '아두카누맵'도 임상 실패했다는 소식이 전해지며 바이오젠의 주가도 폭락한 바 있다. 동사가 기존 치매치료제 중에 가장 효능이 좋음에도 불구하고 타 제품 대비 고용량을 복용해야 해 패치제로 개발되지 못했던 '도네페질' 패치제 개발에 성공한다면 2021년 상반기 상업화 이후에는 도네페질 패치제 매출이 급성장할 것으로 예상된다.

② 패치제가 경구제를 빠르게 대체해 나갈 것으로 예상

동사가 도네페질 패치제 개발에 성공하여 제품을 출시하게 된다면, 패치제가 경구제를 빠르게 대체할 것으로 예상된다. 패치제는 기존 경구제 대비 여러가지 장점을 보유하고 있다. 우선, 패치제는 경구제와 유사한 수준의 혈중농도를 안정적으로 유지할 수 있다. 패치제의 혈중농도 90% 신뢰구간이 경구제 대비 변동폭이 낮아 안정적인 투약 상태가 유지되는 것이다. 또한 복용 초기 패치제 혈중농도가 경구제보다 낮아 기존 경구제 복용 초기에 빈번히 발생하는 부작용도 개선할 수 있다. 경구제의 경우 초기 복용시 혈중농도가 독성농도 범위까지 치솟기 때문에 구토/메스꺼움 등의 부작용이 발생하는데 패치제의 경우 혈중농도가 치료효과 범위 내에서 안정적으로 유지되기 때문이다. 환자의 복용 편의성/안전성 측면에서 보면 장점이 더욱 뚜렷하다. 기존 경구제는 1일 1회 복용을 해야 하지만 패치제는 주 2회 용법으로 복용 편의성이 대폭 개선된다. 또한 치매, 알츠하이머 환자의 경우 약을 복용했는지 아닌지 잊어버리는 경우가 많아 오복용/과복용의 우려가 큰데, 패치제의 경우 피부에 붙여놓은 것으로 복용여부를 쉽게 판단할 수 있기 때문에 이런 우려에서 자유롭다.

TDDS와 경구제 비교



자료 : 아이큐어, SK 증권

아이큐어 도네페질 패치 기술 특허 현황

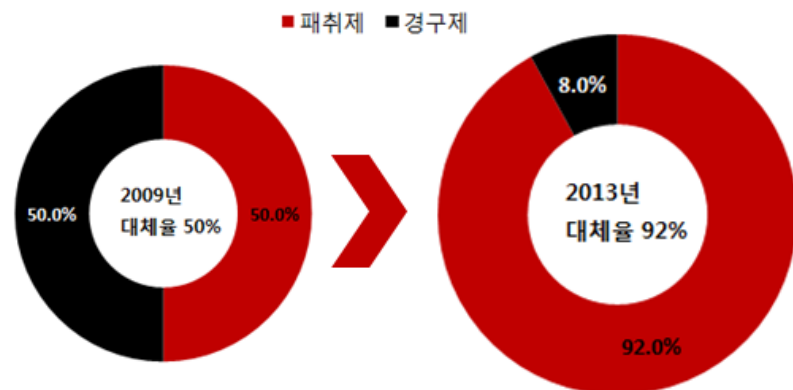
| Site | 2008 | | 2015 | | 2028 | | 2035 |
|--------------------|----------------------------|-------|----------------------------|-------|-------------------|-------|------|
| 다중 특허로 독점 판매 기간 연장 | 08.03.24 출원 14.10.17 등록 | | 1차 특허 ('08년~'28년) | | | | |
| | | | 15.12.18 출원 17.11.06 등록 | | 2차 특허 ('15년~'35년) | | |

자료: 아이큐어, SK 증권

노바티스의 리바스티그민 패치제 개발 사례를 보면 상기 언급한 편리성으로 인해 패치제가 경구제를 빠르게 대체해 나가고 있음을 확인할 수 있다. 노바티스는 2007년 치매 치료제의 한 종류인 리바스티그민 오리지널 패치제 개발 및 판매허가를 획득했다. 이후 2009년 패치제의 경구제 대체율은 50%, 2013년 대체율은 92%에 달해 출시 6년만에 패치제가 경구제 시장을 대부분 대체하게 되었다. 리바스티그민 패치제의 경우 치매 패치제로는 처음 개발된 제품이었기 때문에 패치제 대체율이 50%까지 상승하는데 약 3년 정도의 시간이 소요됐다. 하지만 도네페질 패치제의 경우 리바스티그민 패치제 사례에서 이미 패치제의 우수성이 입증되었고, 약물 자체가 판매량 1위 제품이기 때문에 이보다 빠르게 경구제 시장을 대체해 나갈 것으로 추정한다.

리바스티그민 패치제 전환율 변화

(단위 : %)



자료 : 아이큐어, SK 증권

③ 2022년 미국시장 진출 예상

동사는 2021년 도네페질 패치제 국내 출시 이후 바로 미국 시장에 진출할 예정이다. 올해 2분기에 미국 임상 1상 IND을 신청할 계획이며, 2021년 4분기에는 미국 임상이 종료 가능하다는 판단이다. 이후 FDA 승인 신청 및 제반 절차에 소요되는 시간을 감안시 이르면 2022년 4분기에는 미국시장에서 신규 매출이 발생할 것으로 예상된다.

다만, 미국시장에서는 ‘코리움’이라는 경쟁사가 현재 미국에서 임상을 종료한 상황이다. 임상 결과가 좋다면 올해에도 FDA 승인 및 품목허가 신청 등을 할 수 있으며, 아이큐어보다 빠르게 미국시장에서 제품을 출시할 수 있다. 하지만, 작년초에 코리움사가 Gurnet Point Capital 에 인수된 이후로는 관련 파이프라인에 대한 추가적인 뉴스가 없는 상황이다. 아직 확인된 바 없지만, 코리움의 임상 결과가 좋지 않을 가능성도 상당히 있어 보인다.

여튼 코리움의 패치제가 미국 시장에서 약 1.5 년정도 먼저 출시되더라도 아이큐어의 미국시장 진출 및 성공 가능성은 높다고 판단한다. 코리움이 먼저 제품 판매를 시작하긴 하겠지만 시장 자체가 워낙 크기 때문에 한 회사가 독점할 수 있는 상황은 아니라는 생각이다. 또한 코리움의 도네페질 패치제 대비 용량별 패치 사이즈를 비교해 보면 아이큐어의 패치제가 코리움 제품의 1/4 에 불과하다. 패치제는 제대로 붙여야만 제대로 된 효과를 기대할 수 있는 제품이며, 치매환자가 스스로 큰 패치를 붙이기는 쉽지 않으므로 동일 용량을 기준으로 패치제 크기가 경쟁사보다 작다는 것은 충분히 경쟁우위 요소가 될 수 있다.

아이큐어와 경쟁사의 패치 사이즈 비교

(단위 : cm²)



자료 : 아이큐어, SK 증권

공장 GMP 인증 일정

| Site | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | |
|---------|------|------|------|------|------|-------------------------------|
| 제약 1공장 | | 준공 | KGMP | cGMP | | 미국FDA NDA신청 후 cGMP 심사진행 |
| 화장품 2공장 | | | 준공 | CGMP | | |

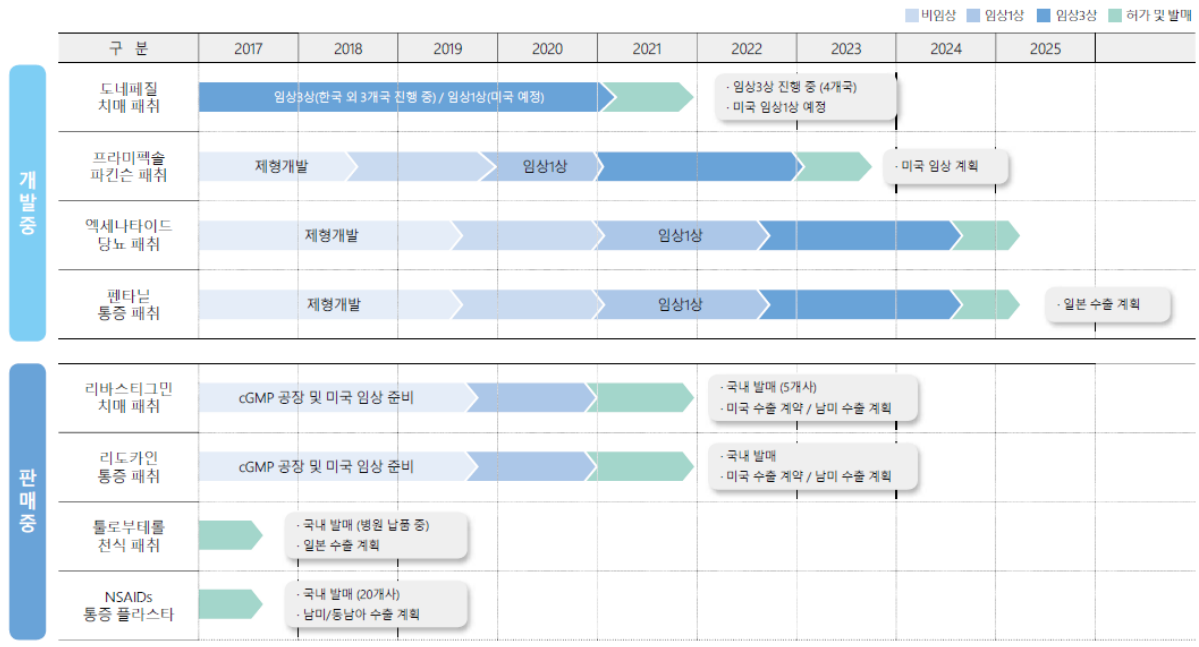
자료 : 아이큐어, SK 증권

④ 기타 파이프라인도 다수 확보

TDSS 기술을 활용한 제형변경이 동사의 핵심 역량이다. 동사는 신경계(치매, 루게릭 병, 파킨슨병), 통증(관절염, 만성통증, 신경통증, 암성통증), 당뇨병(제 2 형 당뇨병) 등으로 타겟질환을 확장해 나갈 예정이다. 치매치료제 이후 동사는 파킨슨치료제(파킨슨 패치), 당뇨병(마이크로니들 당뇨패치), 리도카인 패치(국소마취제) 등으로 사업을 확장할 예정이다. 이들 파이프라인은 모두 '제형변경을 통한 복용, 복용 편의성 향상' 이라는 동사 핵심역량의 연장선상에 있는 것들이다. 파킨슨 패치는 현재 국내 비임상 진행 중이며 내년 상반기 미국, 한국 임상을 동시에 진행할 예정이다. 당뇨병 마이크로니들 패치는 산자부 정책과제를 진행중이며, 리도카인 패치는 CGMP 설비만 갖춰지면 글로벌 최대시장인 미국을 목표로 임상에 진입할 예정이다.

화장품 사업부문은 TDSS 기반 기능성 화장품을 '메디타입'이라는 브랜드를 출시했다. 현재 국내 및 해외 영업망을 강화하고 있으며, 브랜드 전체 라인을 가지고 중국 시장에 진출할 계획도 가지고 있다. 또한 화장품 부문 역량 강화를 위해 코스맥스와 합작사를 세우는 등 투자를 늘리고 있다.

주요 제품 R&D 파이프라인 및 세계시장 출시 일정



자료 : 아이큐어 SK 증권

3. 밸류에이션

2021E EPS 기준 P/E 17.9 배에 거래

현재 동사의 주가는 2021E EPS 기준 P/E 17.9 배 수준에 거래되고 있다. 동사의 핵심 투자포인트가 도네페질 패치제 출시이므로, 2021년 상반기에 국내 출시가 예상되기 때문에 올해보다는 내년 실적을 기준으로 투자 판단을 하는 것이 옳다는 생각이다. 내년 상반기 예정대로 패치제가 출시될 경우 동사는 내년 약 155 억원의 도네페질 패치제 매출이 발생할 것으로 추정한다(패치 전환율 10%, 성공확률 90% 적용). 도네페질 패치제를 국내에서 판매하기 위해서는 임상 3 상까지 진행하여야 되므로 경쟁자의 국내 시장 진입이 용이한 상황은 아니다. 패치 전환율에 따라 달라지겠지만 몇년후에는 동사의 패치제가 도네페질 경구제 시장을 대부분 대체하며 연간 2,000 억원에 육박하는 매출을 기록할 것으로 전망한다. 미국 매출은 아직 시장 진입까지 2 년여의 시간이 남아 있는 만큼 현 시점에서 정확하게 추정하기는 어렵지만, 동사 패치제의 경쟁력 및 현재 상황을 감안시 아이큐어 또한 미국 시장에서 상당한 점유율을 차지할 수 있을 것으로 전망한다.

투자의견 매수, 목표주가 51,000 원으로 목표주가 상향 조정

아이큐어에 대해 투자의견 매수, 목표주가 51,000 원으로 목표주가를 상향 조정한다. 목표주가는 2021E EPS(미상환 전환사채 희석반영, 현가화) 1,760 원에 Target Multiple 29 배를 적용해 산출했다. 보수적인 관점에서 Target Multiple 을 국내 PEER 들의 평균 PER 을 15% 할인 적용했다. 2021 년 도네페질 패치제 출시를 감안시 현재 동사의 주가는 크게 저평가되어 있는 것으로 판단한다.

Valuation Table

(단위: 주, 억원 원 X)

| 구분 | 비고 |
|--------------------|-----------|
| 현재 주식수 | 6,413,839 |
| 미상환 전환사채 | 1,505,843 |
| 총 주식수 | 7,919,682 |
| 년도 | 2021 |
| 지배주주순이익 | 125 |
| EPS (현가화 반영) | 1,760 |
| TARGET MULTIPLE(x) | 29 |
| FAIR PRICE | 51,040 |
| TARGET PRICE | 51,000 |

자료 : SK 증권

국내 치매치료제 시장

(단위: 억원 %)

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 도네페질 | 959 | 1,090 | 1,199 | 1,300 | 1,400 | 1,500 | 1,605 | 1,717 | 1,838 | 1,966 | 2,104 | 2,251 |
| 리바스티그민 | 240 | 210 | 171 | 170 | 170 | 170 | 170 | 170 | 170 | 170 | 170 | 170 |
| 메만틴 | 115 | 149 | 169 | 200 | 240 | 280 | 308 | 339 | 373 | 410 | 451 | 496 |
| 갈란타민 | 95 | 86 | 89 | 90 | 90 | 90 | 90 | 90 | 90 | 90 | 90 | 90 |
| 합계 | 1,409 | 1,535 | 1,628 | 1,760 | 1,900 | 2,040 | 2,173 | 2,316 | 2,470 | 2,636 | 2,815 | 3,007 |
| 치매치료제 YOY | | | | | | | | | | | | |
| 도네페질 | | 13.7 | 10 | 8.4 | 7.7 | 7.1 | 7 | 7 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| 리바스티그민 | | -12.5 | -18.6 | -0.6 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 메만틴 | | 29.6 | 13.4 | 18.3 | 20 | 16.7 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 | 10 |
| 갈란타민 | | -9.5 | 3.5 | 1.1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 합계 | | 8.9 | 6.1 | 8.1 | 8 | 7.4 | 6.5 | 6.6 | 6.7 | 6.7 | 6.8 | 6.8 |

자료 : SK 증권

도네페질 패치제 국내 매출 추정

(단위 : 억원 %)

| | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| 국내 도네페질 시장 | 959 | 1,090 | 1,199 | 1,300 | 1,400 | 1,500 | 1,605 | 1,717 | 1,838 | 1,966 | 2,104 | 2,251 |
| 전환율 | | | | | | | | 0.1 | 0.5 | 0.8 | 0.9 | 0.9 |
| 성공확률 | | | | | | | | 0.9 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 아이큐어 도네페질 패치 예상 매출 | | | | | | | | 155 | 919 | 1,376 | 1,894 | 2,026 |

자료 : SK 증권

Peer Group Valuation

(단위 : 억원 % 원 X)

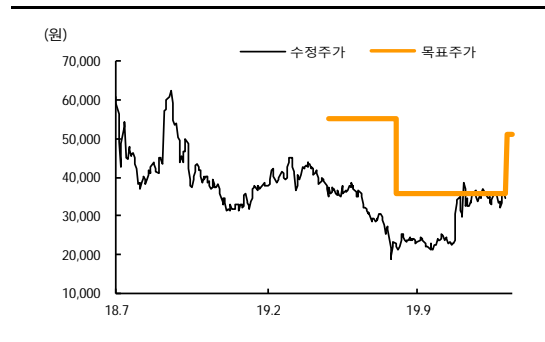
| 구 분 | 대화제약 ^(주1) | 신신제약 ^(주2) |
|-------------|----------------------|----------------------|
| 회계기준 | K-IFRS 연결 | K-IFRS 연결 |
| 지배지분 순이익(원) | 6,648,451,424 | 2,895,947,395 |
| 발행주식의총수(주) | 18,224,974 | 15,170,500 |
| 주당순이익(원) | 365 | 191 |
| 기준주가(원) | 11,850 | 6,810 |
| 기준시가총액(억원) | 2,160 | 1,033 |
| PER(x) | 32.5 | 35.7 |
| 적용 PER(x) | | 34.1 |
| PER 15% 할인 | | 29 |

자료 : SK 증권

주 1 : 블록버스터 항암제인 주사제 탁솔(Taxol)을 경구형 형태로 개량한 신제형 항암제 리포락셀로 개발 완료

주 2 : TDDS 기술을 적용해 리바스티그민 패치(치매완화 패치) 식약처로부터 판매승인(2017 년)

| 일시 | 투자이건 | 목표주가 | 목표가격 대상시점 | 과리율 | |
|------------|------|---------|--------------|---------|----------------|
| | | | | 평균주가대비 | 최고(최저) 주가대비 |
| 2020.01.16 | 매수 | 51,000원 | 6개월 | | |
| 2019.08.14 | 매수 | 35,800원 | 6개월 | -20.02% | 7.96% |
| 2019.05.10 | 매수 | 55,000원 | 6개월 | -41.81% | -30.18% |



Compliance Notice

- 작성자(서충우)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 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자이건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020 년 1 월 16 일 기준)

| | | | | | |
|----|--------|----|--------|----|----|
| 매수 | 84.89% | 중립 | 15.11% | 매도 | 0% |
|----|--------|----|--------|----|----|

재무상태표

| 월 결산(억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|----------------|------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 219 | 664 | 718 | 861 | 1,207 |
| 현금및현금성자산 | 94 | 20 | 141 | 192 | 387 |
| 매출채권및기타채권 | 53 | 54 | 70 | 97 | 104 |
| 재고자산 | 41 | 46 | 103 | 156 | 277 |
| 비유동자산 | 320 | 546 | 1,249 | 1,264 | 1,290 |
| 장기금융자산 | 0 | 100 | 164 | 164 | 164 |
| 유형자산 | 265 | 373 | 736 | 707 | 682 |
| 무형자산 | 39 | 48 | 100 | 125 | 149 |
| 자산총계 | 539 | 1,210 | 1,967 | 2,125 | 2,497 |
| 유동부채 | 128 | 149 | 227 | 304 | 439 |
| 단기금융부채 | 48 | 79 | 62 | 62 | 62 |
| 매입채무 및 기타채무 | 73 | 42 | 102 | 147 | 209 |
| 단기충당부채 | 3 | 21 | 46 | 71 | 125 |
| 비유동부채 | 239 | 214 | 781 | 846 | 961 |
| 장기금융부채 | 205 | 153 | 651 | 651 | 651 |
| 장기매입채무 및 기타채무 | 1 | 2 | 3 | 4 | 6 |
| 장기충당부채 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채총계 | 366 | 363 | 1,008 | 1,150 | 1,401 |
| 지배주주지분 | 175 | 847 | 947 | 960 | 1,078 |
| 자본금 | 25 | 31 | 32 | 32 | 32 |
| 자본잉여금 | 256 | 1,007 | 505 | 505 | 505 |
| 기타자본구성요소 | 1 | 2 | -29 | -29 | -29 |
| 자기주식 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 이익잉여금 | -107 | -193 | 445 | 465 | 590 |
| 비지배주주지분 | -2 | 0 | 12 | 15 | 18 |
| 자본총계 | 173 | 847 | 959 | 975 | 1,096 |
| 부채외자본총계 | 539 | 1,210 | 1,967 | 2,125 | 2,497 |

현금흐름표

| 월 결산(억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------------|------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동현금흐름 | 8 | -73 | 60 | 117 | 259 |
| 당기순이익(손실) | 3 | -77 | 46 | 22 | 127 |
| 비현금성항목등 | 8 | 6 | -52 | 60 | 82 |
| 유형자산감가상각비 | 6 | 7 | 22 | 28 | 26 |
| 무형자산감가상각비 | 0 | 0 | 3 | 4 | 5 |
| 기타 | 5 | 3 | -96 | -1 | 5 |
| 운전자본감소(증가) | -3 | -1 | 70 | 31 | 65 |
| 매출채권및기타채권의 감소(증가) | 2 | -1 | 1 | -27 | -7 |
| 재고자산감소(증가) | -5 | -12 | -32 | -54 | -120 |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | 10 | -20 | 37 | 44 | 62 |
| 기타 | -10 | 32 | 65 | 67 | 131 |
| 법인세납부 | 0 | 0 | -5 | 3 | -15 |
| 투자활동현금흐름 | -117 | -729 | -567 | -20 | -18 |
| 금융자산감소(증가) | 3 | -611 | 90 | 0 | 0 |
| 유형자산감소(증가) | -101 | -116 | -530 | 0 | 0 |
| 무형자산감소(증가) | -20 | -9 | -29 | -29 | -29 |
| 기타 | 0 | 6 | -98 | 10 | 11 |
| 재무활동현금흐름 | 192 | 728 | 628 | -46 | -46 |
| 단기금융부채증가(감소) | -4 | 31 | -85 | 0 | 0 |
| 장기금융부채증가(감소) | 199 | -57 | 724 | 0 | 0 |
| 자본의증가(감소) | 0 | 757 | 14 | 0 | 0 |
| 배당금의 지급 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타 | -2 | -3 | -24 | -46 | -46 |
| 현금의 증가(감소) | 83 | -73 | 121 | 51 | 195 |
| 기초현금 | 11 | 94 | 20 | 141 | 192 |
| 기말현금 | 94 | 20 | 141 | 192 | 387 |
| FCF | -99 | -212 | -531 | 63 | 204 |

자료 : 아이큐어, SK증권 추정

포괄손익계산서

| 월 결산(억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|-----------------|------|--------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 398 | 333 | 585 | 978 | 1,277 |
| 매출원가 | 270 | 220 | 405 | 703 | 805 |
| 매출총이익 | 128 | 113 | 180 | 275 | 472 |
| 매출총이익률 (%) | 32.1 | 33.8 | 30.7 | 28.1 | 37.0 |
| 판매비와관리비 | 131 | 200 | 219 | 225 | 294 |
| 영업이익 | -3 | -88 | -39 | 50 | 178 |
| 영업이익률 (%) | -0.8 | -26.3 | -6.6 | 5.1 | 13.9 |
| 비영업손익 | 7 | 11 | 86 | -26 | -30 |
| 순금융비용 | 2 | 2 | 23 | 32 | 30 |
| 외환관련손익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 관계기업투자등 관련손익 | 5 | 7 | 6 | 5 | 5 |
| 세전계속사업이익 | 3 | -77 | 47 | 24 | 148 |
| 세전계속사업이익률 (%) | 0.9 | -23.1 | 8.0 | 2.5 | 11.6 |
| 계속사업법인세 | 0 | 0 | 1 | 2 | 21 |
| 계속사업이익 | 3 | -77 | 46 | 22 | 127 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| *법인세효과 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 3 | -77 | 46 | 22 | 127 |
| 순이익률 (%) | 0.8 | -23.1 | 7.8 | 2.3 | 10.0 |
| 지배주주 | 5 | -79 | 43 | 20 | 125 |
| 지배주주귀속 순이익률(%) | 1.35 | -23.66 | 7.35 | 2.01 | 9.77 |
| 비지배주주 | -2 | 2 | 3 | 3 | 3 |
| 총포괄이익 | 3 | -84 | 39 | 16 | 121 |
| 지배주주 | 5 | -86 | 36 | 13 | 118 |
| 비지배주주 | -2 | 2 | 3 | 3 | 3 |
| EBITDA | 3 | -81 | -14 | 83 | 209 |

주요투자지표

| 월 결산(억원) | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 성장성 (%) | | | | | |
| 매출액 | 45.9 | -16.3 | 75.5 | 67.2 | 30.6 |
| 영업이익 | 적지 | 적지 | 적지 | 흑전 | 256.0 |
| 세전계속사업이익 | 흑전 | 적전 | 흑전 | -48.5 | 511.9 |
| EBITDA | 흑전 | 적전 | 적지 | 흑전 | 153.6 |
| EPS(계속사업) | 흑전 | 적전 | 흑전 | -54.3 | 535.9 |
| 수익성 (%) | | | | | |
| ROE | 3.1 | -15.4 | 4.8 | 2.1 | 12.2 |
| ROA | 0.8 | -8.8 | 2.9 | 1.1 | 5.5 |
| EBITDA마진 | 0.7 | -24.2 | -2.4 | 8.4 | 16.4 |
| 안정성 (%) | | | | | |
| 유동비율 | 171.5 | 446.3 | 316.7 | 283.2 | 274.7 |
| 부채비율 | 212.0 | 42.9 | 105.1 | 118.0 | 127.9 |
| 순차입금/자기자본 | 90.6 | -35.7 | 21.7 | 16.1 | -3.5 |
| EBITDA/이자비용(배) | 1.3 | -10.7 | -0.4 | 1.8 | 4.4 |
| 주당지표 (원) | | | | | |
| EPS(계속사업) | 110 | -1,436 | 667 | 304 | 1,936 |
| BPS | 3,560 | 13,831 | 14,687 | 14,890 | 16,725 |
| CFPS | 235 | -1,306 | 1,053 | 809 | 2,420 |
| 주당 현금배당금 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| Valuation지표 (배) | | | | | |
| PER(최고) | 0.0 | N/A | 67.8 | 119.4 | 18.8 |
| PER(최저) | 0.0 | N/A | 28.1 | 105.1 | 16.5 |
| PBR(최고) | 0.0 | 4.5 | 3.1 | 2.4 | 2.2 |
| PBR(최저) | 0.0 | 2.3 | 1.3 | 2.2 | 1.9 |
| PCR | 0.0 | -25.3 | 34.3 | 42.7 | 14.3 |
| EV/EBITDA(최고) | 0.0 | -44.0 | -220.7 | 31.3 | 11.5 |
| EV/EBITDA(최저) | 0.0 | -20.4 | -105.4 | 27.9 | 10.2 |