

SK COMPANY Analysis



SK 중소성장기업분석팀



Analyst

서충우

choongwoo.seo@sksec.co.kr

02-3773-9005

Company Data

자본금	32 억원
발행주식수	730 만주
자사주	13 만주
액면가	500 원
시가총액	3,647 억원
주요주주	
최영권(외3)	21.43%

외국인지분률	0.30%
배당수익률	0.00%

Stock Data

주가(20/07/14)	49,950 원
KOSDAQ	778.39 pt
52주 Beta	1.50
52주 최고가	63,900 원
52주 최저가	15,600 원
60일 평균 거래대금	220 억원

이 보고서는

『코스닥 시장 활성화를 통한
자본시장 혁신 방안』의
일환으로 작성된 보고서입니다.

아이큐어 (175250/KQ | 매수(유지) | T.P 68,000 원(상향))

도네페질 치매 패치제 국내 임상 3상 결과 발표 임박!!

- TDDS(Transdermal Drug Delivery System) 플랫폼 기반의 개량신약 개발 전문업체
- 도네페질 치매 패치제 국내 임상 3상(셀트리온과 공동 진행) 임상환자 투약 완료!
- 세계적으로 도네페질 패치제 전무한 상황(현재 Corium, 아이큐어가 선두권 개발업체)
- 올해 11 월경 국내 임상 3상 종료 예정
- 올해 4분기 미국 FDA 임상 신청 예정, 2021년 상반기 국내 제품 출시 가능성
- 투자의견 매수, 목표주가 68,000 원으로 상향 조정

도네페질 치매 치료 패치제 2021년 하반기 상업화 전망

아이큐어와 셀트리온이 공동으로 진행하고 있는 국내 임상 3상의 임상환자 약 400 명에 대한 투약을 7월초에 완료했다. 환자 투약이 마무리됨으로써 8월초부터는 임상 결과에 대한 데이터 분석에 들어가고, 11월에는 임상 결과 보고서가 나올 것으로 예상된다. 3상 데이터가 성공적일 경우 연내 품목허가 신청이 가능하며, 큰 이변이 없는 한 2021년 7월경에는 제품 출시를 기대할 수 있다. 앞서 진행했던 임상 1상에서 해당 패치제의 혈중농도가 안정적으로 유지되는 것을 확인한 바 있으므로 긍정적인 결과를 전망한다.

2022년 미국 시장 진출 기대

아이큐어는 올해내 미국 임상 1상 IND를 신청할 계획이며, 2Q21에는 1상 진입이 가능할 것으로 예상된다. 미국 도네페질 경구용 치료제는 연간 2.5조원 시장 규모이며, 패치제로써 시장 참여자는 동사와 미국 Corium 사 뿐이다. Corium의 도네페질 패치제 Corplex는 올해 1월 미국 FDA에 신약 허가신청(NDA)을 했으며 현재 최종 결과를 기다리고 있으므로 미국에서 동사 제품대비 약 1.5년 정도 출시가 빠를 것으로 예상된다. 해당 시장 자체가 워낙 크기 때문에 한 회사가 독점하기는 어려운 상황이며, 오히려 코리움의 빠른 출시를 패치제 인지도 및 홍보 측면에서 동사에 긍정적인 면도 존재한다.

투자의견 매수, 목표주가 68,000 원으로 상향 조정

동사에 대해 투자의견 매수, 목표주가를 기존 51,000 원에서 68,000 원으로 상향한다. 목표주가는 2022E EPS(미상환 전환사채 희석반영, 현가화) 1,975 원에 Target Multiple 34.6 배를 적용해 산출했다. 현재 동사는 2022E 실적기준 P/E 25 배에 거래되고 있다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	억원	398	333	609	932	1,135	1,886
yoy	%	45.9	-16.3	82.8	52.9	21.8	66.2
영업이익	억원	-3	-88	-63	-65	32	246
yoy	%	적지	적지	적지	적지	흑전	668.8
EBITDA	억원	3	-81	-27	22	116	325
세전이익	억원	3	-77	-85	-85	6	225
순이익(지배주주)	억원	5	-79	-88	-84	2	190
영업이익률%	%	-0.8	-26.3	-10.3	-7.0	2.8	13.0
EBITDA%	%	0.7	-24.2	-4.4	2.4	10.2	17.2
순이익률	%	0.8	-23.1	-14.2	-8.6	0.5	10.3
EPS(계속사업)	원	110	-1,436	-1,357	-1,149	28	2,600
PER	배	0.0	N/A	N/A	N/A	1,803.3	19.2
PBR	배	0.0	2.4	2.4	4.1	4.1	3.4
EV/EBITDA	배	0.0	-21.8	-107.8	193.7	36.4	12.2
ROE	%	3.1	-15.4	-9.6	-9.0	0.2	19.2
순차입금	억원	156	-302	482	520	458	208
부채비율	%	212.0	42.9	115.6	142.2	155.1	154.7

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. 2019년 연결기준 매출비중은 제약 30.8%, 화장품 69.2% 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), 아이큐어팜젠(지분 100%, 펩타이드 개발) 등을 보유하고 있다.

아이큐어 플랫폼 기술

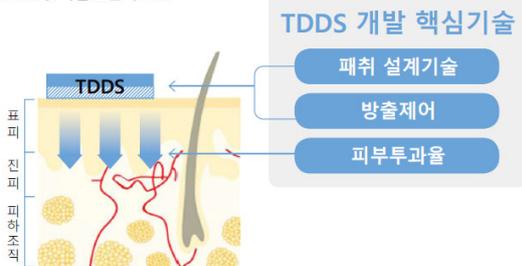


자료 : 아이큐어, SK 증권

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

2022E EPS 기준 P/E 25 배에 거래

현재 동사의 주가는 2022E EPS(미상환 전환사채 희석반영, 현가화) 기준 P/E 25 배 수준에 거래되고 있다. 동사의 핵심 투자포인트가 도네펀질 패치제 출시이므로, 2021 년 하반기에 국내 출시가 예상되기 때문에 온기로 실적이 반영되는 2022 년 실적을 기준으로 투자 판단을 하는 것이 옳다는 생각이다. 내년 하반기 예정대로 패치제가 출시될 경우 동사는 내년 약 90 억원(패치전환율 5%), 2022 년 약 786 억원(패치전환율 40%)의 도네펀질 패치제 매출이 발생할 것으로 추정한다. 패치 전환율에 따라 달라지겠지만 몇년후에는 동사의 패치제가 국내 도네펀질 경구제 시장을 대부분 대체하며 연간 2,000 억원에 육박하는 매출을 기록할 것으로 전망한다. 미국 매출은 아직 시장 진입까지 2 년여의 시간이 남아있는 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 68,000 원으로 목표주가 상향 조정

아이큐어에 대해 투자의견 매수, 목표주가를 기존 51,000 원에서 68,000 원으로 상향 조정한다. 목표주가는 2022E EPS(미상환 전환사채 희석반영, 현가화) 1,975 원에 Target Multiple 34.6 배를 적용해 산출했다. 보수적인 관점에서 Target Multiple 을 국내 PEER 들의 평균 PER 을 10% 할인 적용했다. 2021 년 도네펀질 패치제 출시를 감안시 현재 동사의 주가는 크게 저평가되어 있는 것으로 판단한다.

Valuation Table

(단위 : 주, 억원, 원, X)

구분	비고
현재 주식수	7,301,098
미상환 전환사채	651,202
총 주식수	7,952,300
년도	2022
지배주주순이익	190
EPS (현가화 반영)	1,975
TARGET MULTIPLE(X)	34.6
FAIR PRICE	68,321
TARGET PRICE	68,000

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(억원)	105	21
발행주식의총수(주)	18,224,974	15,170,500
주당순이익(원)	576	138
기준주가(원)	12,450	7,650
기준시가총액(억원)	2,269	1,161
PER(x)	21.6	55.3
적용 PER(x)	38.4	
PER 10% 할인	34.6	

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)

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									0.05	0.4	0.9	0.9
아이큐어 도네페질 패치 예상 매출									92	786	1,894	2,026

자료 : SK 증권

일시	투자의건	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2020.07.15	매수	68,000원	6개월		
2020.01.16	매수	51,000원	6개월	-41.34%	25.29%
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 투자의건은 다음과 같습니다.
- 투자판단 3 단계 (6 개월 기준) 15%이상 → 매수 / -15%~-15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2020년 7월 15일 기준)

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

재무상태표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	664	690	723	871	1,359
현금및현금성자산	20	80	155	217	467
매출채권및기타채권	54	145	108	101	160
재고자산	46	142	185	267	423
비유동자산	546	1,468	1,502	1,486	1,486
장기금융자산	100	75	77	77	77
유형자산	373	948	926	856	793
무형자산	48	193	230	265	298
자산총계	1,210	2,158	2,225	2,357	2,845
유동부채	149	367	445	519	736
단기금융부채	79	154	186	186	186
매입채무 및 기타채무	42	179	214	268	446
단기충당부채	21	16	22	31	49
비유동부채	214	790	861	914	992
장기금융부채	153	690	725	725	725
장기매입채무 및 기타채무	2	3	3	4	5
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	363	1,157	1,306	1,433	1,728
지배주주지분	847	975	890	892	1,081
자본금	31	32	32	32	32
자본잉여금	1,007	516	656	656	656
기타자본구성요소	2	113	-29	-29	-29
자기주식	0	-32	-32	-32	-32
이익잉여금	-193	314	230	232	422
비지배주주지분	0	25	29	32	36
자본총계	847	1,001	919	924	1,117
부채외자본총계	1,210	2,158	2,225	2,357	2,845

현금흐름표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동현금흐름	-73	-70	84	139	323
당기순이익(손실)	-77	-87	-80	6	193
비현금성항목등	-2	75	105	110	131
유형자산감가상각비	7	32	76	70	63
무형자산감가상각비	0	4	11	13	16
기타	-5	34	3	5	5
운전자본감소(증가)	7	-53	41	12	18
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-1	-45	18	7	-59
재고자산감소(증가)	-4	-55	-45	-82	-156
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-20	52	48	54	178
기타	32	-5	20	34	55
법인세납부	0	-5	18	11	-20
투자활동현금흐름	-729	-541	-34	-35	-31
금융자산감소(증가)	-611	263	44	0	0
유형자산감소(증가)	-116	-622	-49	0	0
무형자산감소(증가)	-9	-43	-48	-48	-48
기타	6	-139	19	13	18
재무활동현금흐름	728	670	25	-42	-42
단기금융부채증가(감소)	31	-85	30	0	0
장기금융부채증가(감소)	-57	772	30	0	0
자본의증가(감소)	757	-32	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타	-3	15	-35	-42	-42
현금의 증가(감소)	-73	60	75	62	251
기초현금	94	20	80	155	217
기말현금	20	80	155	217	467
FCF	-212	-746	-29	65	250

자료 : 아이큐어, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	333	609	932	1,135	1,886
매출원가	220	427	712	800	1,204
매출총이익	113	182	219	335	682
매출총이익률 (%)	33.8	29.9	23.6	29.5	36.2
판매비와관리비	200	245	284	303	436
영업이익	-88	-63	-65	32	246
영업이익률 (%)	-26.3	-10.3	-7.0	2.8	13.0
비영업손익	11	-22	-20	-26	-21
순금융비용	2	13	30	29	25
외환관련손익	0	0	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	7	9	9	9	9
세전계속사업이익	-77	-85	-85	6	225
세전계속사업이익률 (%)	-23.1	-14.0	-9.2	0.6	11.9
계속사업법인세	0	1	-5	1	31
계속사업이익	-77	-87	-80	6	193
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	-77	-87	-80	6	193
순이익률 (%)	-23.1	-14.2	-8.6	0.5	10.3
지배주주	-79	-88	-84	2	190
지배주주귀속 순이익률(%)	-23.66	-14.36	-9	0.18	10.06
비지배주주	2	1	4	4	4
총포괄이익	-84	-87	-81	5	193
지배주주	-86	-88	-84	2	189
비지배주주	2	1	3	3	3
EBITDA	-81	-27	22	116	325

주요투자지표

월 결산(억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
성장성 (%)					
매출액	-16.3	82.8	52.9	21.8	66.2
영업이익	적지	적지	적지	흑전	668.8
세전계속사업이익	적전	적지	적지	흑전	3,392.7
EBITDA	적전	적지	흑전	426.8	180.9
EPS(계속사업)	적전	적지	적지	흑전	9,284.7
수익성 (%)					
ROE	-15.4	-9.6	-9.0	0.2	19.2
ROA	-8.8	-5.1	-3.7	0.2	7.4
EBITDA마진	-24.2	-4.4	2.4	10.2	17.2
안정성 (%)					
유동비율	446.3	187.7	162.4	167.8	184.7
부채비율	42.9	115.6	142.2	155.1	154.7
순차입금/자기자본	-35.7	48.2	56.6	49.6	18.6
EBITDA/이자비용(배)	-10.7	-1.0	0.5	2.7	7.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	-1,436	-1,357	-1,149	28	2,600
BPS	13,831	15,129	12,187	12,211	14,806
CFPS	-1,306	-796	39	1,172	3,675
주당 현금배당금	0	0	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	N/A	N/A	N/A	2,306.9	24.6
PER(최저)	N/A	N/A	N/A	563.2	6.0
PBR(최고)	4.5	3.0	5.2	5.2	4.3
PBR(최저)	2.3	1.2	1.3	1.3	1.1
PCR	-25.3	-45.4	1,276.5	42.6	13.6
EV/EBITDA(최고)	-44.0	-125.9	215.2	40.4	13.7
EV/EBITDA(최저)	-20.4	-65.6	73.2	13.5	4.1