



Outperform (Downgrade)

목표주가: 59,000원

주가(01/07): 51,000원

시가총액: 14,892억원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

RA 김경환

02) 3787-4904, KHkim@kiwoom.com

Stock Data

KOSDAQ (01/07)		988.86pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	69,500원	17,600원
등락률	-26.6%	189.8%
수익률	절대	상대
1M	-26.6%	-31.2%
6M	112.1%	62.8%
1Y	120.8%	48.1%

Company Data

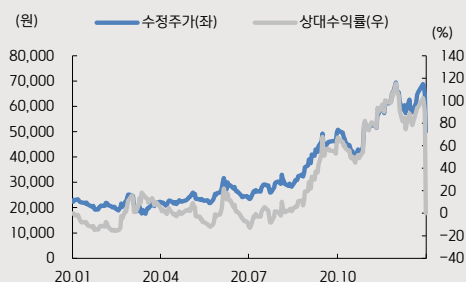
발행주식수	29,200 천주
일평균 거래량(3M)	805천주
외국인 지분율	10.4%
배당수익률(2020E)	0.0%
BPS(2020E)	1,708원
주요 주주	김정근 외 6 인 17.0%

투자지표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F
매출액	187	44	448	66
영업이익	62	-199	109	-274
EBITDA	65	-192	116	-267
세전이익	52	-227	81	-305
순이익	43	-250	90	-336
지배주주지분순이익	35	-224	81	-302
EPS(원)	127	-784	268	-996
증감률(% YoY)	흑전	적전	흑전	적전
PER(배)	178.4	-30.8	244.5	-51.2
PBR(배)	13.94	14.11	33.31	52.06
EV/EBITDA(배)	91.9	-34.3	160.5	-54.9
영업이익률(%)	33.2	-452.3	24.3	-415.2
ROE(%)	10.3	-46.0	14.5	-67.6
순차입금비율(%)	-48.2	-84.9	-82.9	-76.2

자료: 키움증권

Price Trend



오스코텍 (039200)

아쉽지만 끝난 건 아니다



7일 장 개시 전, 세비도플레넵의 2a상 1차 평가지표를 달성하지 못하여 -21.4% 하락 마감하였습니다. 아쉬운 유효성 결과이나, 아직 임상 중단을 판단하기를 이르다고 판단됩니다. 1분기내에 최종 임상보고서 결과에 따라서 적응증 확장, 용량과 타겟 환자군 변경 등의 전략이 공개 될 수 있을 것으로 보입니다. 1~2월내에 레이저티닙 국내 조건부 허가 승인 기대되며, 연말 ITP 2상 타라인 결과 발표가 예상됩니다. ITP 적응증은 Rigel 또한 성공한 사례가 있어 가능성이 높을 것으로 보입니다.

>>> 세비도플레넵 아쉬운 유효성 2a상 결과

메토트렉세이트(MTX)와 TNF 제제 비반응성 류마티스관절염 환자 163명 대상 세비도플레넵(SKI-O-703, SYK억제제) 2상 타라인 데이터에서 1차 평가 지표인 질병활성도 지수(DAS28)를 충족시키지 못했다. 1차 평가지표를 달성하지 못하였기 때문에 기술이전 협상에 디스카운트(Discount) 요소로 작용할 수 있다는 점이 아쉽다. 다만, 경증 환자 대상에서 유효성을 보였고, 안전성도 확인 되었다면 병용 투여시 부작용 우려가 적을 수 있다는 점을 어필 할 수 있을 것으로 보인다.

최종 임상보고서는 1분기내 확인할 수 있어, 세부 데이터 확인과 해석이 중요할 것으로 보인다. MTX와 TNF제제 비반응성 중증 환자는 치료가 어려운 군에 속하기 때문에 타겟 환자군 설정이 너무 높았거나 용량이 충분하지 않았을 수 있다. 세부 데이터를 통해 타겟 환자 군 설정 문제인지 여부 및 효능 세부 데이터를 확인해 볼 필요가 있다. 최종 임상보고서 이후 건선, 루프스 등의 적응증 확장과 2b상 진행 여부 등이 결정될 것으로 보인다.

세비도플레넵은 면역혈소판감소증(ITP) 환자 60명 대상으로 임상 2상도 진행하고 있는데, 올해말 타라인 결과 발표가 예정되어 있다. Rigel의 타발리스(Tavalisse, SYK억제제) 또한 류마티스관절염 임상 중단 후, ITP 적응증으로 '18년 FDA 허가 받아 '19년 매출 \$44mn을 기록 '20년 \$62mn(YoY +41%) 이 전망되고 있다. Cortellis에 따르면 '24년 타발리스의 매출은 \$380mn로 예상되고 있다.

>>> 투자의견 Outperform, 목표주가 5.9만원 하향

세비도플레넵의 류마티스관절염(RA) 적응증의 신약가치 불확실성을 반영하여 50% 할인 적용 5,000억원으로 하향하고, ITP 적응증 신약가치 약 1,100억원을 추가 적용하여 동사에 대한 투자의견 Outperform, 목표주가 59,000원으로 하향한다. 세비도플레넵 타라인 실패로 급락하였으나 1) 신약 후보물질에 대한 기대감 하락이 이미 반영되었고, 2) 1~2월내 레이저티닙 국내 조건부 승인 기대되며, 3) ITP 적응증 타라인 연말 발표 등으로 주가는 바닥을 다질 수 있을 것으로 예상된다. 올해 중순 AXL 억제제의 국내 1상 임상 신청도 가능할 것으로 보인다.

목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구 분	변경 후	변경 전	비 고
① 신약 가치 합산	16,965	19,186	
- 레이저티닙	10,834	9,219	피크 점유율 33%→40%, 성공확률 76%
- SKI-O-703(RA)	5,030	9,967	피크 점유율 32%, 성공확률 54%, Discount 50%
- SKI-O-703(ITP)	1,102		피크 점유율 10%, 성공확률 17%
② 순차입금	(277)	(277)	
③ 발행주식 총수	29,200	29,200	
④ 기업가치(=①-②)	17,242	19,463	
⑤ 목표주가(=④/③)	59,000	67,000	

자료: 키움증권 리서치센터

세비도플레닙 임상 디자인 세부 내역

치료제명	세비도플레닙 (SKI-O-703)
임상 코드	NCT04057118
적응증	류머티스 관절염
기 전	SYK 선택적 억제
임상 단계	글로벌 2 상 (n=148)
대상	MTX, 항 TNF 제제 비반응성 류머티스 관절염 환자
디자인	100mg, 200mg, 400mg, 위약 1 일 2 회 경구투여
1 차 평가변수	28 개 관절에 대해 hsCRP 로 측정된 12 주차 질병 활성 점수 변화
2 차 평가변수	ACR 20 점수 환자 비율 ACR 50 점수 환자 비율 ACR 70 점수 환자 비율 HAQ-DI 점수 부작용 및 심각한 부작용 발생
결과	모든 용량에서 심각한 독성이 관찰되지 않음

주 : hsCRP : 고감도 C-반응 단백질, ACR20 : American College of Rheumatology 지표, 투약후 통증 20% 개선

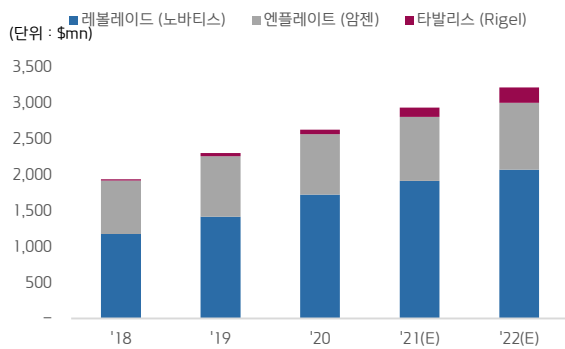
자료: ClinicalTrials.gov, 키움증권 리서치센터

SYK억제제 ITP 적응증 임상 디자인

기업	Rigel	오스코텍
프로젝트명	Fostamatinib	SKI-O-703
임상 단계	FDA 승인	2 상
임상 데이터	3 상 (n=150)	2 상 (n=60 명)
임상 디자인	24 주간 타발리스와 위약을 투여, 혈소판 안정을 확인	12 주간 투약하여 4 주의 추적 관찰
Primary endpoint	혈소판 안정적으로 안정 : 17% (vs 위약군 2%) (평균 혈소판 개수 : $97 \times 10^9/L$)	혈소판 반응
Post Hoc endpoint	혈소판 안정 : 43% (vs 위약군 14%) (평균 혈소판 개수 : $49 \times 10^9/L$)	부작용, 출혈 점수 등

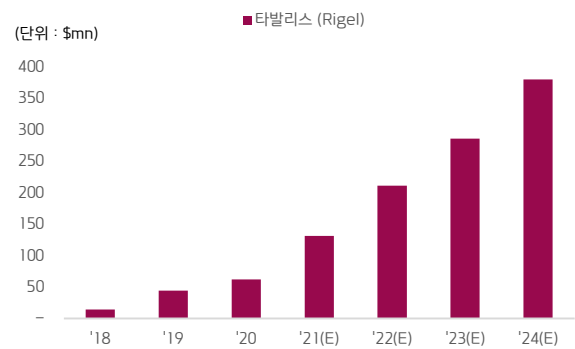
자료: ClinicalTrials.gov, 키움증권 리서치센터

혈소판감소증 치료제 주요 제품 매출 추이 및 전망



자료: Cortellis, 키움증권 리서치센터

타발리스 매출 추이 및 전망



자료: Cortellis, 키움증권 리서치센터

ITP 적응증 가치 산정 내역

(\$ mn,
억원)

구 분	2020	2021	2022	2023	2024	2025	· · · ·	2031
ITP Market	1,978	2,092	2,213	2,341	2,437	2,537	· · · ·	3,034
YOY	6%	6%	6%	6%	4%	4%		1%
SYK-O-703 일정		2 상 종료		3 상 종료	BLA 신청	승인/출시		
SYK-O-703 M/S						1%		10%
SYK-O-703 Sales						13		303
SYK-O-703 매출액(억원)						140		3,337
FCF(억원)	-	-	-	-	-	44		1,041
NPV	1,829							
NPV of TV	6,813							
NPV 합산 가치	8,642							
오스코텍 배분율 적용	6,481							
rNPV 합산 가치(억원)	1,102							

주: 환율 1,100원, 세율 22%, 이익율 40%, 오스코텍 배분율 75%, 성공확률 17%, WACC 7%, 영구 성장을 0% 적용
 자료: 키움증권 리서치센터

오스코텍 파이프라인 현황

프로젝트/ 타겟	적응증	디스커버리	전임상	1 상	2 상	3 상	파트너
SKI-O-703/ SYK	류머티스 관절염						-
	베를호프병 (ITP)						-
레이저티닙/ EGFR	비소세포폐암 (단일요법)						유한양행
	비소세포폐암 (병용요법)						얀센/유한양행
SKI-G-801/ FLT3/AXL	급성 골수성 백혈병						-
	고형암						-

자료: 오스코텍, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	187	44	448	66	114
매출원가	24	21	20	19	17
매출총이익	163	23	428	47	97
판매비	101	221	320	320	358
영업이익	62	-199	109	-274	-261
EBITDA	65	-192	116	-267	-255
영업외손익	-10	-28	-27	-31	-52
이자수익	5	7	8	4	1
이자비용	13	12	12	12	30
외환관련이익	0	0	0	0	0
외환관련손실	0	0	0	0	0
종속 및 관계기업손익	0	0	0	0	0
기타	-2	-23	-23	-23	-23
법인세차감전이익	52	-227	81	-305	-313
법인세비용	9	23	-8	31	32
계속사업손익	43	-250	90	-336	-345
당기순이익	43	-250	90	-336	-345
지배주주순이익	35	-224	81	-302	-310
증감 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	378.4	-76.5	918.2	-85.3	72.7
영업이익 증감율	흑전	-421.0	-154.8	-351.4	-4.7
EBITDA 증감율	흑전	-395.4	-160.4	-330.2	-4.5
지배주주순이익 증감율	흑전	-740.0	-136.2	-472.8	2.6
EPS 증감율	흑전	적전	흑전	적전	적지
매출총이익율(%)	87.2	52.3	95.5	71.2	85.1
영업이익률(%)	33.2	-452.3	24.3	-415.2	-228.9
EBITDA Margin(%)	34.8	-436.4	25.9	-404.5	-223.7
지배주주순이익률(%)	18.7	-509.1	18.1	-457.6	-271.9

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	-51	0	82	-280	-325
당기순이익	43	-250	90	-336	-345
비현금항목의 가감	24	67	23	65	87
유형자산감가상각비	2	5	6	5	5
무형자산감가상각비	1	1	2	2	1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	21	61	15	58	81
영업활동자산부채증감	-119	207	-35	30	-5
매출채권및기타채권의감소	-143	157	-51	48	-6
재고자산의감소	-1	0	-1	1	-1
매입채무및기타채무의증가	7	-8	17	-18	2
기타	18	58	0	-1	0
기타현금흐름	1	-24	4	-39	-62
투자활동 현금흐름	-79	18	-32	16	19
유형자산의 취득	-23	-42	0	0	0
유형자산의 처분	0	0	0	0	0
무형자산의 순취득	0	-5	0	0	0
투자자산의감소(증가)	0	2	0	0	0
단기금융자산의감소(증가)	-57	61	-33	14	17
기타	1	2	1	2	2
재무활동 현금흐름	193	208	163	162	262
차입금의 증가(감소)	89	41	0	0	100
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	2	5	1	0	0
자기주식처분(취득)	0	0	0	0	0
배당금지급	0	0	0	0	0
기타	102	162	162	162	162
기타현금흐름	4	3	-181	-181	-180.87
현금 및 현금성자산의 순증가	67	229	33	-283	-225
기초현금 및 현금성자산	197	264	492	525	242
기말현금 및 현금성자산	264	492	525	242	17

자료: 키움증권

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	573	553	670	325	90
현금 및 현금성자산	264	492	525	242	17
단기금융자산	98	37	70	56	39
매출채권 및 기타채권	187	5	56	8	14
재고자산	10	10	11	10	11
기타유동자산	14	9	8	9	9
비유동자산	129	171	164	157	151
투자자산	3	1	1	1	1
유형자산	115	155	150	145	140
무형자산	11	14	13	11	10
기타비유동자산	0	1	0	0	0
자산총계	703	724	834	482	241
유동부채	157	144	161	143	245
매입채무 및 기타채무	12	4	21	3	5
단기금융부채	96	54	54	54	154
기타유동부채	49	86	86	86	86
비유동부채	29	36	36	36	36
장기금융부채	17	13	13	13	13
기타비유동부채	12	23	23	23	23
부채총계	186	180	197	179	281
지배지분	463	513	597	297	-11
자본금	143	150	152	152	152
자본잉여금	698	963	963	963	963
기타지분	-2	-1	-1	-1	-1
기타포괄손익누계액	49	54	56	58	60
이익잉여금	-425	-654	-573	-875	-1,185
비지배지분	54	31	40	6	-29
자본총계	517	544	637	303	-40

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	127	-784	268	-996	-1,023
BPS	1,621	1,708	1,969	980	-37
CFPS	242	-637	374	-893	-853
DPS	0	0	0	0	0
주당배수(배)					
PER	178.4	-30.8	244.5	-51.2	-49.8
PER(최고)	273.2	-39.5	266.5		
PER(최저)	114.9	-19.0	64.1		
PBR	13.94	14.11	33.31	52.06	-1,377.68
PBR(최고)	21.35	18.12	36.31		
PBR(최저)	8.98	8.73	8.73		
PSR	33.12	157.95	43.96	235.58	135.56
PCFR	93.3	-37.8	175.3	-57.1	-59.8
EV/EBITDA	91.9	-34.3	160.5	-54.9	-58.8
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROA	7.7	-35.0	11.5	-51.1	-95.5
ROE	10.3	-46.0	14.5	-67.6	-217.1
ROIC	23.3	-103.3	93.3	-245.5	-282.5
매출채권회전율	1.7	0.5	14.5	2.0	10.1
재고자산회전율	19.8	4.3	42.0	6.0	10.4
부채비율	36.0	33.2	31.0	59.2	-697.5
순차입금비율	-48.2	-84.9	-82.9	-76.2	-275.0
이자보상배율	4.9	-16.4	9.0	-22.6	-8.6
총차입금	112	67	67	67	167
순차입금	-249	-462	-528	-231	110
NOPLAT	65	-192	116	-267	-255
FCF	-88	-29	82	-237	-260

Compliance Notice

- 당사는 1월 7일 현재 '오스코텍' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

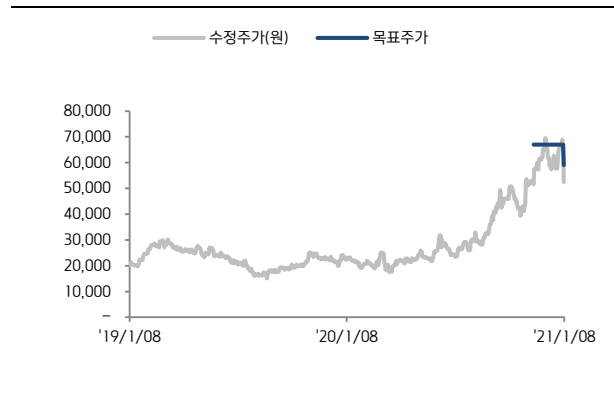
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자이전 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자이전	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
오스코텍	2020-11-17	Buy(Initiate)	67,000원	6개월	-8.11	3.73
(039200)	2021-01-08	Outperform (Downgrade)	59,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)



투자이전 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2020/01/01~2020/12/31)

매수	중립	매도
99.40%	0.60%	0.00%