

중소형 제약사 한번 볼래?



- Part I 중소형 제약사 현황
- Part II 중소형 제약사 탐방노트
- Part III 종목 의견

이베스트투자증권 스몰캡 **정홍식**, 제약바이오 **강하나**입니다.

이번에는 '중소형 제약사 점검'이라는 주제로 **스몰캡**과 **제약바이오**의 **콜라보** 자료를 준비했습니다.

전세계적으로 적자 기업에 대한 선호도가 낮아진 상황이며, 자금 이슈가 없음에도 불구하고 제약사들은 바이오 기업들과 묶여 2022년 힘든 해를 보냈습니다. 중소형 제약사들의 밸류에이션 메리트가 높아지고 있고, 성장 전략이 다양해진 지금 바이오텍보다도 매력적인 중소형 제약사들을 소개해보려 합니다.

이처럼 **실적 성장에 리오프닝의 기대감, 바이오텍의 업사이드**를 갖고 있는 제약사를 볼 때입니다. 특히 미국과 중국으로의 진출, 대면영업 증가로 인한 신제품(개량신약, 바이오시밀러 등) 성장 기대, 그리고 위드코로나로 인한 코로나19+기존 질환에 대한 더블 기저효과가 기대되는 한 해입니다. 그 외에도 전통제약사들이 성장동력으로 신약개발, 공동개발, 그리고 오픈 이노베이션을 활발히 진행하면서 돈 있는 바이오 기업의 표본이 되어주고 있습니다.

최근 제약바이오 업황은 매출창출이 가능한 파이프라인을 보유하고 있거나 실적 성장세가 돋보이는 기업들이 관심을 받고 있는 상황입니다.

본업으로 돈을 벌고, 그 성장세를 힘입어 다양한 성장전략을 추구하는 제약사가 결국엔 1)밸류에이션 메리트와 2)무한한 업사이드를 갖고 있다고 판단하며 추천 종목으로는 **대원제약**과 **동국제약**을 제시하고 관심종목으로 보령, JW중외제약, 부광약품, 환인제약, 그리고 대한약품을 소개합니다.

금번 중소형 제약사를 둘러볼 수 있는 탐방노트가 투자 판단에 도움을 드릴 수 있는 자료가 되었으면 합니다.

감사합니다.

Mid-Small Cap
Analyst **정홍식**
02 3779 8468
hsjeong@ebestsec.co.kr



제약/바이오
Analyst **강하나**
02 3779 8808
kangx687@ebestsec.co.kr



자료는 크게 3 가지 Part 로 구성했습니다.

[Part I. 중소형 제약사 현황]

글로벌 제약사와 국내 주요 제약사의 밸류에이션은 코로나 이전의 수준으로 하락했습니다. 그러나 리오프닝으로 인해 호실적 발표가 예상되고 있고, R&D, 오픈이노베이션 등의 정성적 요소가 전반적으로 강해지고 있습니다. 따라서, 밸류에이션 매력에 높아진 지금은 펀더멘탈이 우수하고 강한 성장동력을 보유한 제약사의 매력도가 높기에 이와 관련된 제약주에 주목해야 합니다.

[Part II. 중소형 제약사 탐방노트]

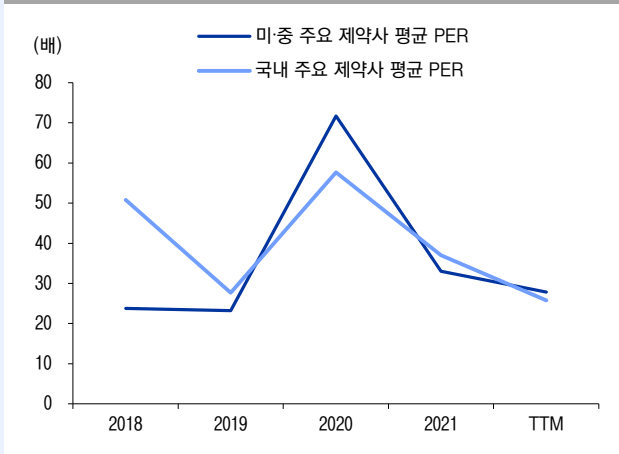
현재 국내 의약품 산업의 규모는 25.4 조원으로 2015 년부터 연간 4.7%의 성장률로 증가하는 상황임에 따라 꾸준히 생산설비 증설이 이루어지고 있습니다. 이러한 점에 주목하여 올해 설비증설 후 신공장 가동이 시작되는 기업들(하나제약, 바이넥스, 삼진제약, JW 생명과학)과의 기업 미팅을 통하여 업데이트한 내용을 싣게 되었습니다.

[Part III. 종목 의견]

매크로적인 이슈로 제약바이오 섹터는 제약사의 자금 여력과 실적 성장세에도 바이오텍의 불확실성이 극대화되면서 제약사의 매력이 가려졌습니다. 그러나 이제는 중소형제약사들이 1) 매력적인 밸류에이션과 2) 다양한 성장동력으로 '돈이 있는 제약바이오 기업'을 되기 위한 첫걸음에 있습니다. 밸류에이션 메리트와 연구개발/리오프닝/수출 가능성이라는 업사이드를 가진 7 개의 커버리지 기업(보령, JW 중외제약, 대원제약, 부광약품, 동국제약, 한인제약, 대한약품)의 실적 전망치와 투자포인트를 요약하였습니다. 밸류에이션 메리트와 성장성을 고려하여 스몰캡 Top pick 으로는 동국제약, 제약바이오 Top Pick 으로는 대원제약을 제시합니다.

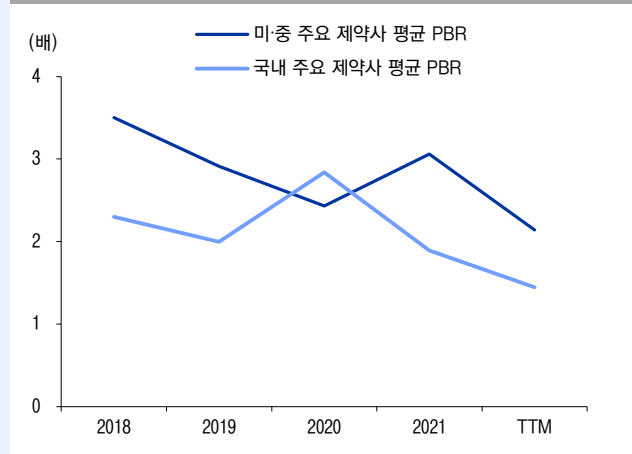
Key Charts

국내의 주요 제약사 평균 PER 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터
 주: 해외 제약사는 국내사 규모에 맞춰 시가총액 10조원 미만 기업으로 선정

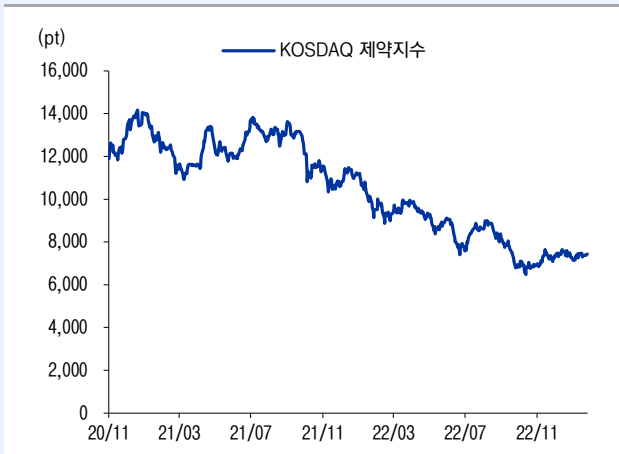
국내의 주요 제약사 평균 PBR 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

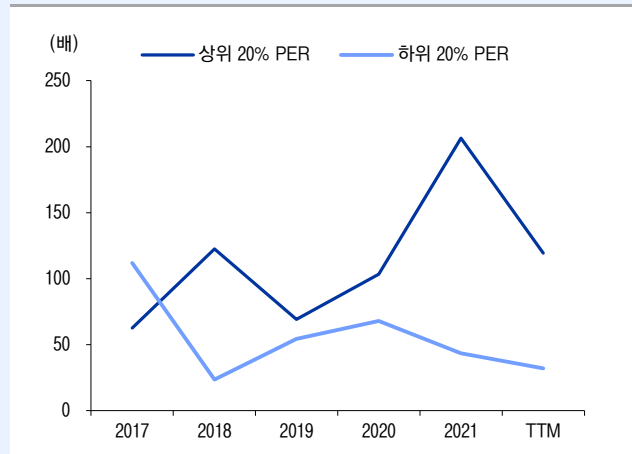
- 코로나 19로 국내외 제약사의 가치 급증, 이후 2년간 지속적인 하락세 → 밸류에이션 메리트
- 현재 국내 주요 제약사들의 PER 과 PBR 모두 글로벌 제약사 대비 낮고, 근 5년 중 저점 형성

코스닥 제약지수 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

R&D 비율 상위/하위 20% 국내제약사 평균 PER 추이

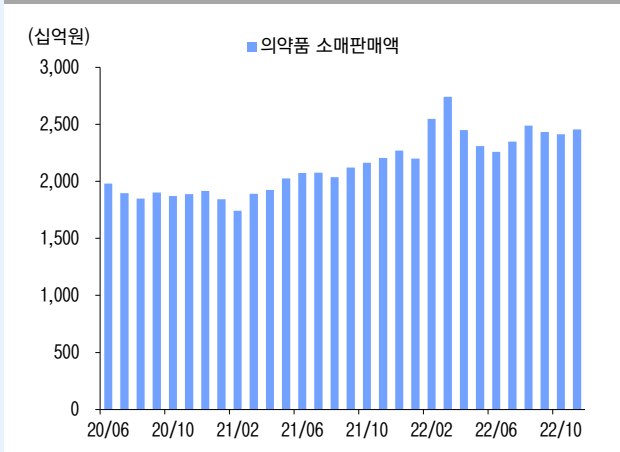


자료: DataGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

- 코로나 19 이후 2년간 코스닥 제약지수는 자금이슈 X, 실적 성장에도 바이오섹과 동일한 움직임을 보임
- 의약품 판매를 주 목적으로 하는 과거 제약사들의 낮은 밸류에이션 평가를 넘어 연구개발 비중 증가, 성장 동력으로써 연구개발을 진행중인 제약사 선호현상 지속

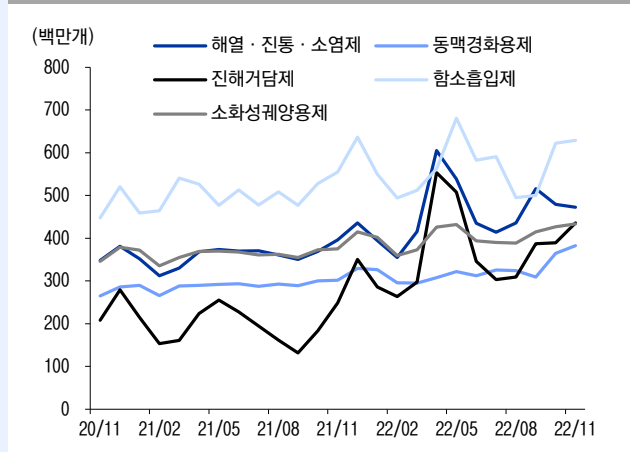
Key Charts

의약품 소매판매액 추이



자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

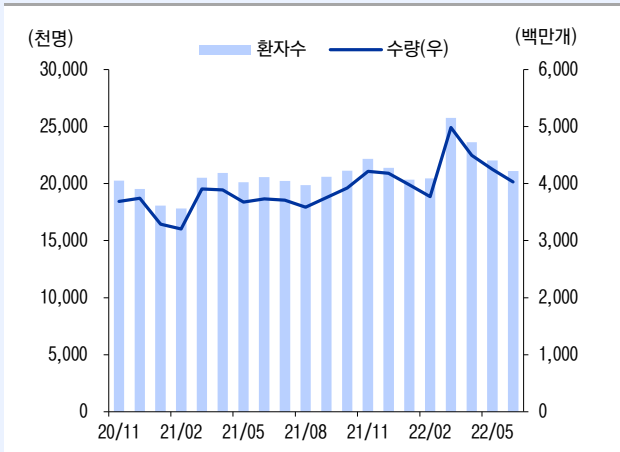
월별 의약품 수량 TOP5



자료: 보건의료빅데이터, 이베스트투자증권 리서치센터

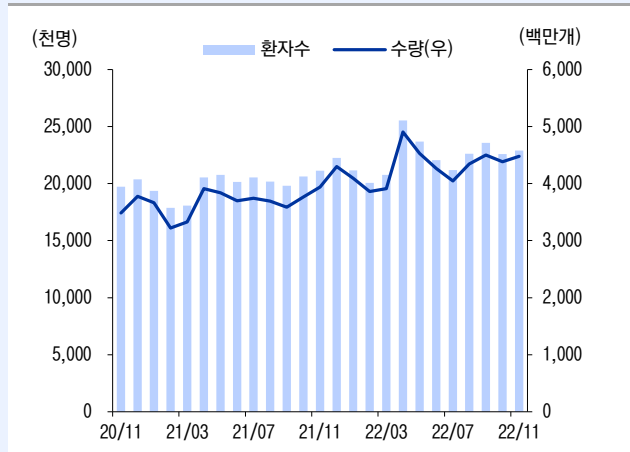
- 의약품 소매판매액은 2020 년이후 꾸준히 우상향
- 코로나 19로 인해 일반질환(감기, 코로나 19 이외 호흡기계 등) 발병률이 감소했었으나 최근 위드코로나, 리오프닝으로 기저효과 관찰 → 코로나 19 이전과 위드코로나로 급증

진료년 월별 처방조제 환자 수 및 수량 추이



자료: 보건의료빅데이터, 이베스트투자증권 리서치센터

심사년 월별 처방조제 환자 수 및 수량 추이

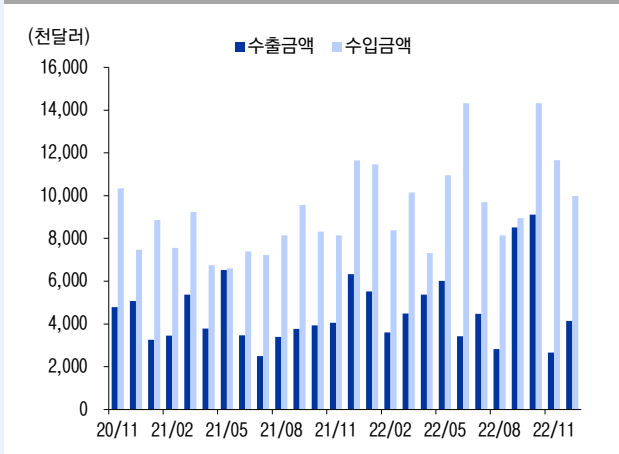


자료: 보건의료빅데이터, 이베스트투자증권 리서치센터

- 환자 수와 의약품 처방조제 수도 점진적으로 증가 중
- 병의원 방문 환자가 증가함에 따라 전문의약품 처방 증가

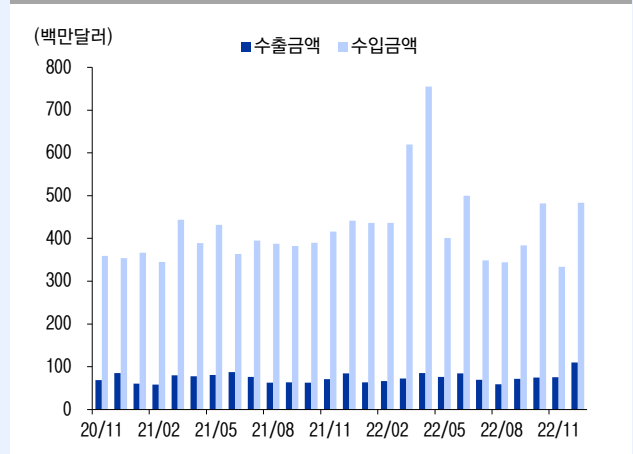
Key Charts

두 가지 이상 성분 혼합 의약품 수출입 데이터



자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

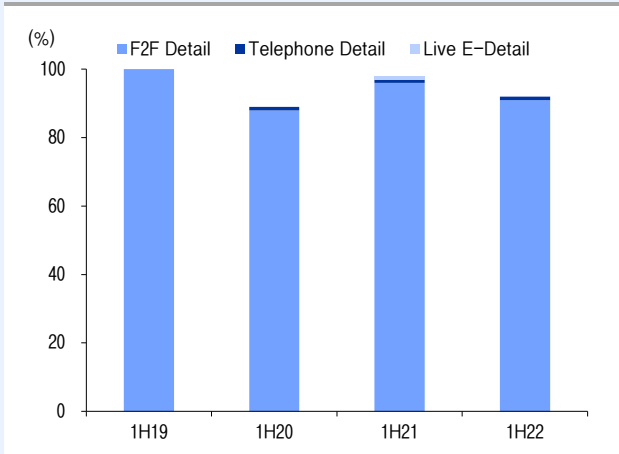
혼합 무관 의약품 수출입 데이터



자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

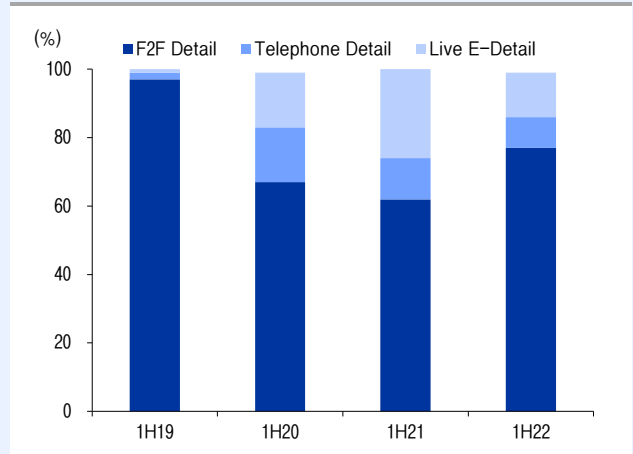
- 여전히 수출대비 수입에 의존하고 있는 의약품 추이 → 내수 업사이드 유효
- 복합제에 대한 선호도 확인, 2022년 말부터는 수출도 다소 증가, 트윈데믹에 따른 추가 수출 가능성

(한국) 채널별 1:1 인터랙티브 콘택트 시간



자료: 아이큐비아, 메디컬타임즈, 이베스트투자증권 리서치센터

(미국) 채널별 1:1 인터랙티브 콘택트 시간



자료: 아이큐비아, 메디컬타임즈, 이베스트투자증권 리서치센터

- 여전히 의약품계는 대면 미팅과 대면 영업을 선호 → 한국이 미국과 영국 대비 대면영업 선호도가 더 높음
- 코로나 19 이후 비대면 영업을 증가하기는 했으나 건강과 직결되는 의약품은 앞으로도 대면 영업을 주가 될 것

스몰캡/제약바이오

중소형 제약사 한번 볼래?

Contents

Part I	중소형 제약사 현황	8
Part II	중소형 제약사 탐방노트	16
Part III	종목 의견	23

기업분석

보령 (003850)	26
JW 중외제약 (001060)	29
대원제약 (003220)	32
부광약품 (003000)	35
동국제약 (086450)	39
환인제약 (016580)	43
대한약품 (023910)	49

Part I

중소형
제약사 현황

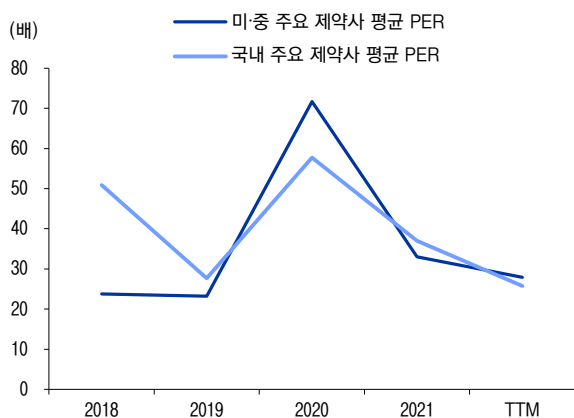
중소형 제약사가 매력적인 이유

중소형 제약사를 보기 전에 우선 글로벌 중소형 제약사의 전반적인 밸류에이션 수준의 추이를 파악해야 한다. 2018년 밸류에이션을 놓고 보면 국내 주요 제약사의 평균 PER이 해외 제약사보다 높으나 낮은 평균 PBR 수준을 보이고 있다. 이는 국내 제약사가 자기자본 대비 낮은 이익률을 보이고 있는 상황에서 해외 제약사의 이익률 대비 높은 밸류에이션을 받았음을 의미한다.

코로나19 발생 이후에는 각국 제약사들의 이익 수준이 악화되었지만 전세계 통화당국의 양적 완화 기조와 이른 신속한 백신 개발로 기대 이익수준이 하락하지 않아서 전반적인 PER이 상승하는 모습을 보였다. 최근의 시장 상황은 코로나 이후 양적 완화 정책으로 인해 높아졌던 밸류에이션이 코로나 발생 이전 수준으로 하락하여 국내를 포함한 글로벌 제약사들의 밸류에이션 부담이 완화된 상황으로 파악된다.

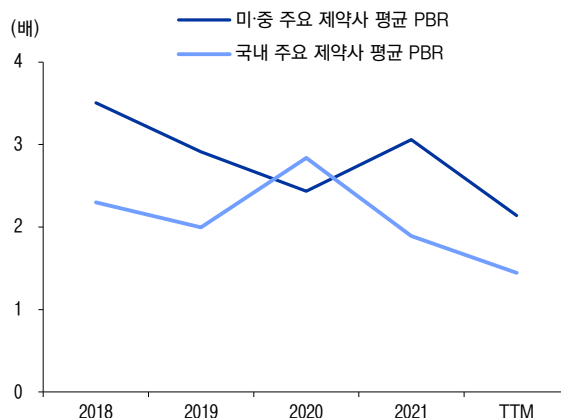
국내뿐만이 아니라 전세계적으로 '적자' 바이오텍에 대한 기대감이 낮아진 상황이며 매크로적인 이슈로 인해 선호도가 낮다. 자금조달의 문제도 없고 매출이 꾸준히 성장하고 있는 제약사의 경우 바이오 기업들과 묶이면서 현재 밸류에이션 메리트가 극대화된 상황이고, 전통 제약사들은 본업을 지키면서 캐시카우를 유지하고 있다. 본업의 성장과 더불어서 성장동력으로써 1)R&D, 2)오픈이노베이션, 3)공동개발, 4)M&A: 건강기능식품 기업, 공장 등, 그리고 5)경영권분쟁, 6)수출: 중국, 미국 등을 확보하고 있다. 밸류에이션 메리트에 바이오텍의 매력까지 더해진 지금, 중소형 제약사가 가장 매력적인 상황이라고 할 수 있다.

그림1 국내외 주요 제약사 평균 PER 추이



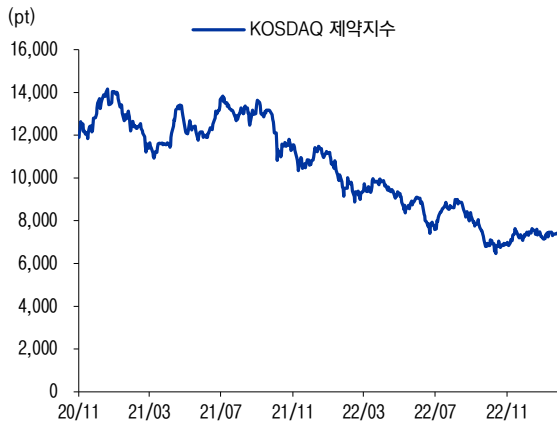
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터
 주: 해외 제약사는 국내사 규모에 맞춰 시가총액 10조원 미만 기업으로 선정

그림2 국내외 주요 제약사 평균 PBR 추이



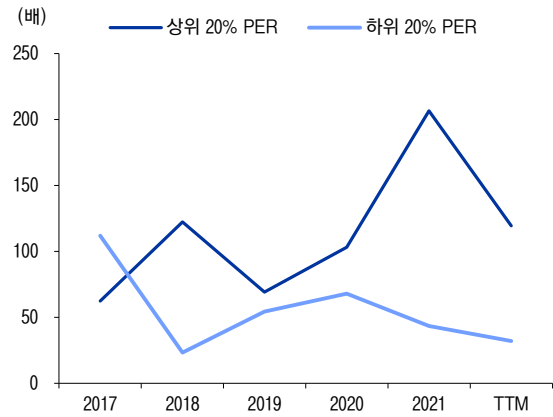
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 코스닥 제약지수 추이



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 R&D 비율 상위/하위 20% 국내제약사 평균 PER 추이

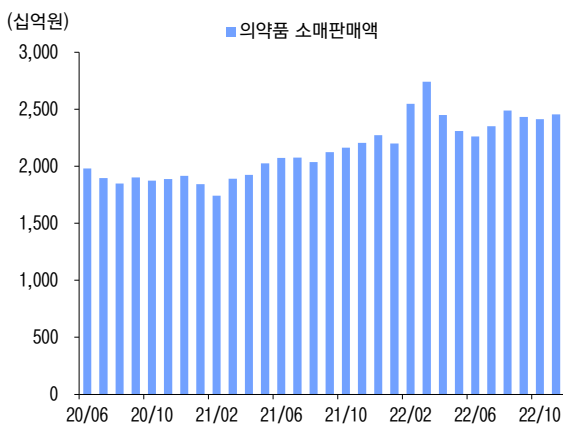


자료: DataGuide, 이베스트투자증권 리서치센터
주: R&D 비율은 2021년 연간 기준으로 산출하여 정렬함

실적동향: 위드 코로나, 리오프닝 인한 호실적

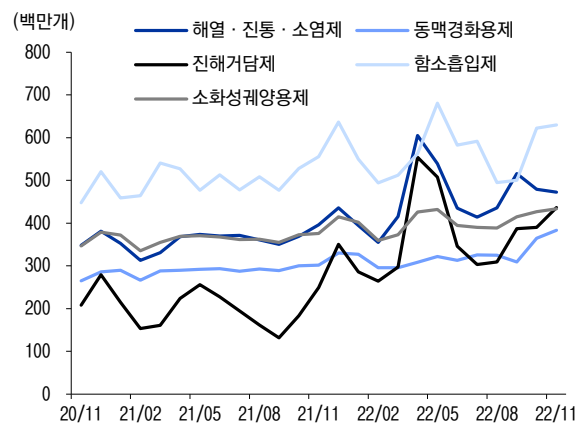
코로나19로 인해 저조했던 전통제약사들의 실적은 위드 코로나와 리오프닝 기저효과로 2021년부터 호실적을 기록하고 있다. 로컬 병원, 약국 소매판매액 추이가 반등하는 것을 기점으로 종합병원까지 선순환이 이어지고 있으며 코로나19의 가정 치료와 리오프닝으로 인한 환절기/감기 질환은 전문의약품 매출 상승의 주요 요인 중 하나로 꼽힌다. 리오프닝이 빨라지고 있는 가운데, 사람간 대면 미팅은 의약품 처방액 성장을 야기할 것이며, 그 외에도 마취제와 병동, 그리고 수액제 같은 '수술' 보조품들의 증가까지 이어질 수 있을 것이다. 특히, 1월 30일부터 의료기관과 대중교통 등 고위험시설을 제외하고 실내마스크 착용을 완화하면서 전문의약품 사업을 영위하는 전통제약사들의 행보가 기대된다.

그림5 의약품 소매판매액 추이



자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 월별 의약품 수량 TOP5

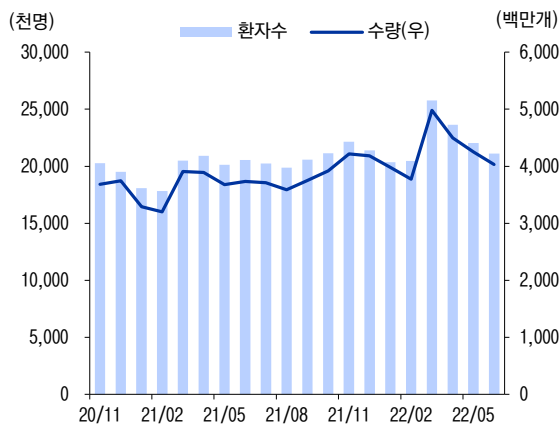


자료: 보건의료빅데이터, 이베스트투자증권 리서치센터

리오프닝이 가속화되고 있지만 코로나19 확진자는 꾸준한 상황이기 때문에 코로나19 환자에 기존 코로나19 이전 환자들의 기저효과까지 호흡기계 의약품과 소염제 의약품 수량 증가율이 가장 가파르다. 그러나 그 외에도 대부분의 전문의약품과 일반의약품 매출이 우상향 하는 모

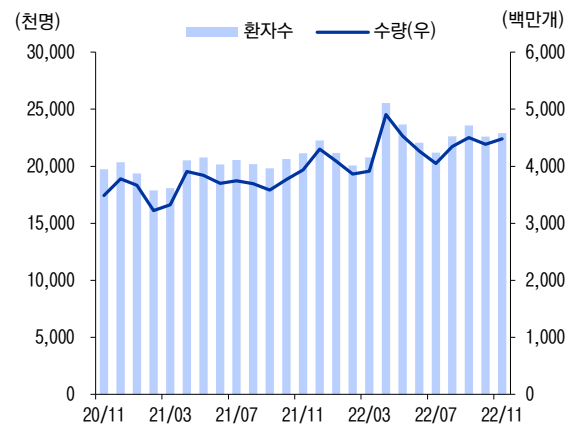
습을 보여주고 있기 때문에 전통제약사들의 본업은 2022년에 이어 2023년까지 좋아질 것으로 기대해볼 수 있다. 가장 기본적인 감기와 환절기 질환뿐만이 아니라 항암제나 뇌질환과 같은 심각한 질환에 대한 의약품 또한 종합병원 환자 증가에 따라 처방 수 증가가 확인된다. 고혈압, 고지혈증, 당뇨병을 비롯한 만성질환의 경우 코로나19나 외부 요인과는 무관하게 계속 처방 받아야 되기 때문에 코로나19로 인한 타격과 기저효과 모두 기대하기 힘들 수는 있다. 그러나 2020년 이후 출시한 의약품에 대상으로는 '대면 영업'과 병의원 방문이 증가함에 따른 시장 점유율 확대와 고성장이 가능하다.

그림7 진료년 월별 처방조제 환자 수 및 수량 추이



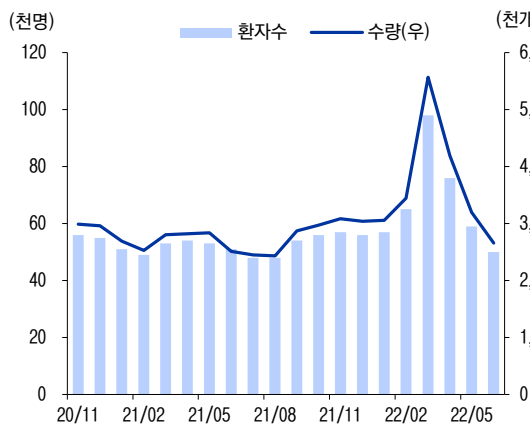
자료: 보건의료빅데이터, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 심사년 월별 처방조제 환자 수 및 수량 추이



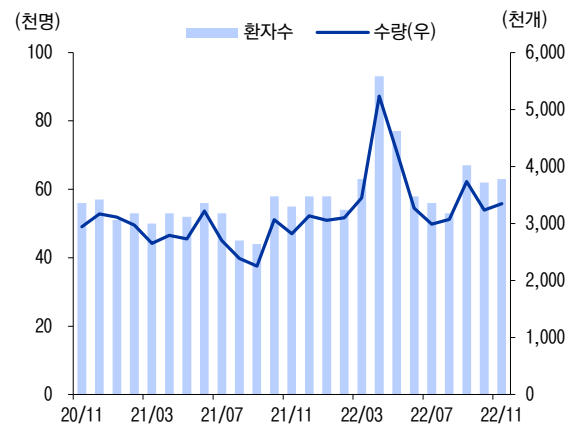
자료: 보건의료빅데이터, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 진료년 월별 직접조제 환자 수 및 수량 추이



자료: 보건의료빅데이터, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 심사년 월별 직접조제 환자 수 및 수량 추이



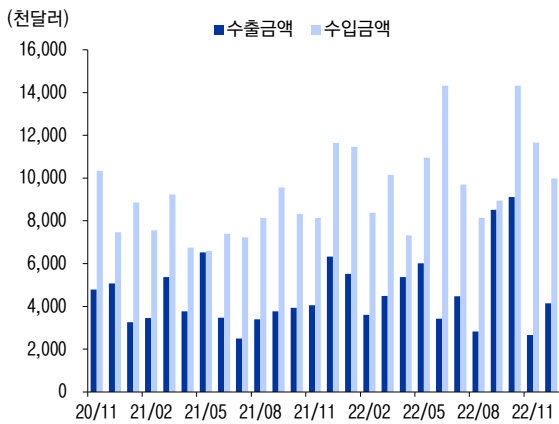
자료: 보건의료빅데이터, 이베스트투자증권 리서치센터

국내 제약 업계의 특성상 전통적인 대면 영업방식을 선호하고, 신약(개량신약, 코프로모션으로 들여온 빅파마 오리지널 포함)의 경우 대면영업과 다양한 마케팅이 초기에 방향성이 정해지므로 매우 중요하다. 예시로 p-cab 제제의 위식도역류질환 치료제인 다케다의 다케캡, hk이노엔의 케이캡, 대웅제약의 펙스클루가 있는데, 다케캡이 글로벌 선두주자임에도 불구하고 중국에서 M/S가 극도로 낮고 후발주자인 케이캡이 중국 보험급여 등재가 되었다.

나라별로 영업방식과 브랜드 메이킹이 굉장히 중요하다는 것을 뜻하고, 의약품은 건강과 가장 직결적으로 연결되어 있기 때문에 앞으로도 대면 영업 방식에 대한 선호도가 높을 수밖에 없을 것이다.

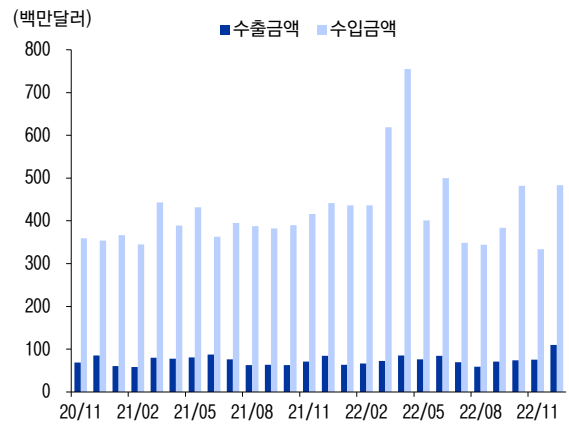
덧붙여서 국내 제약업계는 여전히 수출 의존도가 높으며 내수 시장에는 업사이드가 존재한다. 수출은 더욱 더 제약사의 가치를 극대화시킬 수 있는 요소로 자리잡고 있는 가운데 해외 기업과의 파트너십과 글로벌 판매여부가 더욱 중요해질 것이다.

그림11 두 가지 이상 성분 혼합 의약품 수출입 데이터



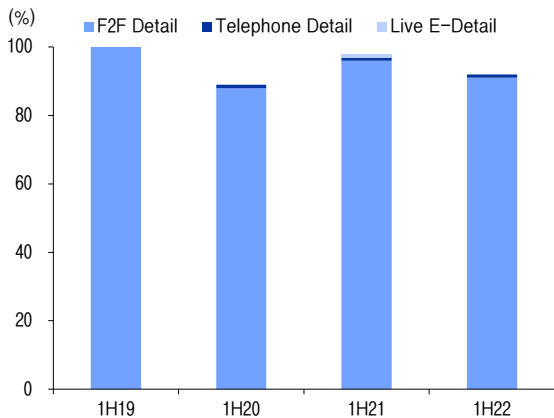
자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 혼합 무관 의약품 수출입 데이터



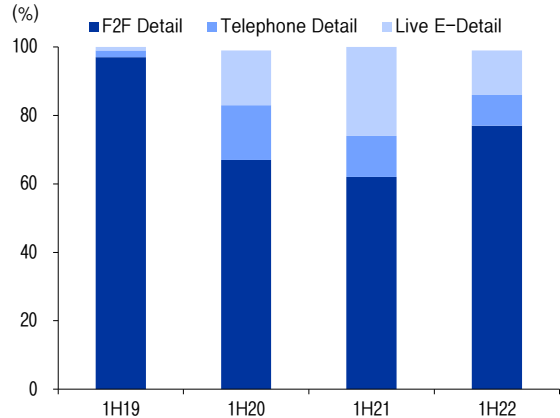
자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 (한국) 채널별 1:1 인터랙티브 컨택트 시간



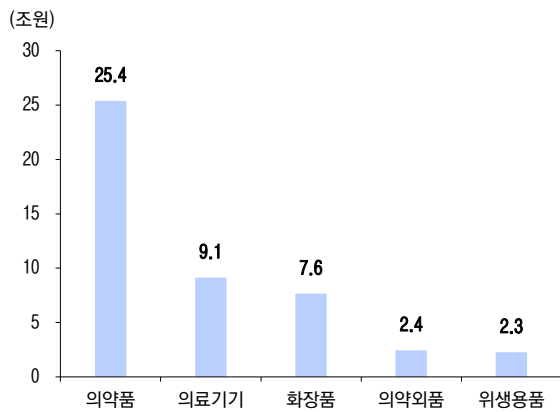
자료: 아이큐비아, 메디컬타임즈, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 (미국) 채널별 1:1 인터랙티브 컨택트 시간



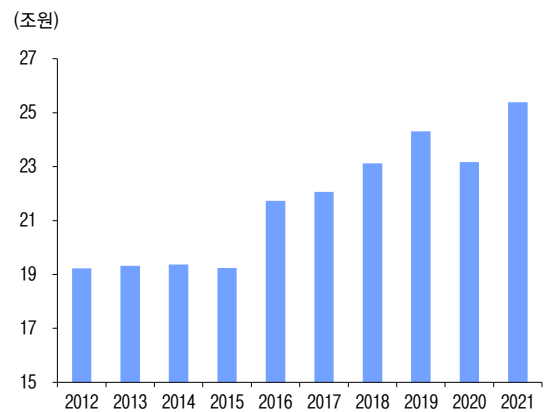
자료: 아이큐비아, 메디컬타임즈, 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 의료 관련 산업별 국내 시장규모 비중



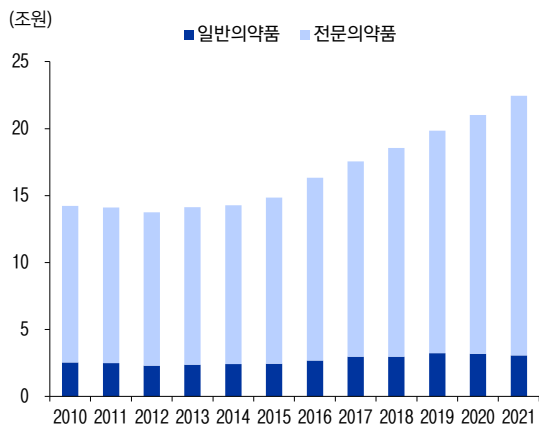
자료: 2022 식품의약품안전처 산업동향통계, 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 국내 의약품 시장규모 추이



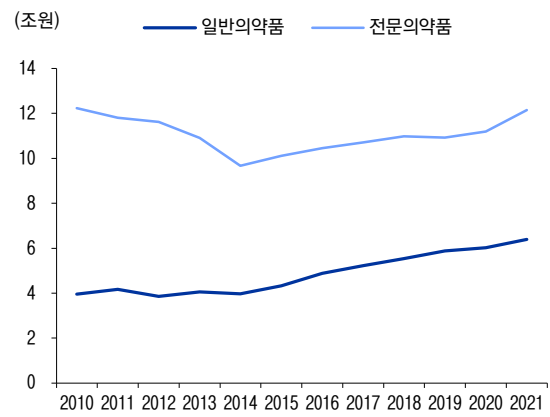
자료: 2022 식품의약품안전처 산업동향통계, 이베스트투자증권 리서치센터

그림17 각 의약품 국내 생산액 추이



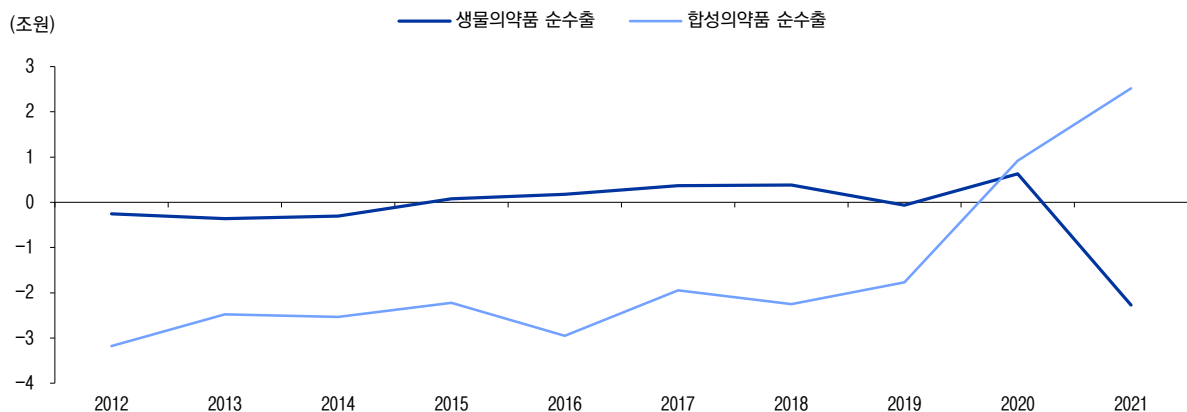
자료: 2022 식품의약품안전처 산업동향통계, 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 각 의약품 품목 당 평균 국내 생산액 추이



자료: 2022 식품의약품안전처 산업동향통계, 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 합성/생물의약품 순수출 추이



자료: 2022 식품의약품안전처 산업동향통계, 이베스트투자증권 리서치센터
 주: 순수출은 국내 생산금액에서 국내 시장규모를 뺀 값

표1 국내 주요 중소형 제약사 실적 및 밸류에이션 추이 (1)

종목코드	기업명	(억원, x)	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	현재/TTM
001060	JW중외제약	매출액	4,675	5,029	5,372	5,113	5,473	6,066	6,607
		영업이익	245	217	216	-190	-13	312	465
		순이익	-109	-7	81	-253	-152	-10	121
		시가총액	10,075	8,849	8,230	6,192	7,550	5,057	4,387
		PER	-	-	121.2	-	-	-	39.3
		PBR	3.6	3.3	3.2	2.6	3.7	2.5	2.0
003220	대원제약	매출액	2,407	2,655	2,867	3,178	3,085	3,542	4,573
		영업이익	291	253	307	351	241	194	494
		순이익	202	107	237	273	176	70	347
		시가총액	3,466	3,877	3,084	3,402	3,927	3,534	3,675
		PER	16.9	35.5	12.8	12.3	22.4	49.1	10.2
		PBR	2.1	2.3	1.7	1.6	1.8	1.6	1.5
003850	보령	매출액	4,091	4,227	4,604	5,243	5,619	6,273	7,247
		영업이익	220	10	250	391	400	414	526
		순이익	56	567	203	322	269	430	539
		시가총액	5,481	4,243	4,411	7,337	9,929	10,029	6,704
		PER	94.5	7.2	20.7	21.7	37.8	21.2	11.9
		PBR	2.7	1.6	1.6	2.5	2.8	2.0	1.3
293480	하나제약	매출액	1,245	1,393	1,528	1,663	1,773	1,964	2,100
		영업이익	240	319	336	336	317	360	346
		순이익	177	243	262	283	149	280	245
		시가총액	-	-	3,645	3,653	4,172	3,581	2,824
		PER	-	-	11.4	12.7	27.2	12.0	11.2
		PBR	-	-	1.8	1.6	1.7	1.4	1.1
003000	부광약품	매출액	1,386	1,507	1,942	1,682	1,697	1,825	1,834
		영업이익	85	77	351	95	40	56	15
		순이익	158	111	1,457	-74	-72	-9	-13
		시가총액	11,765	11,533	15,756	9,554	19,969	9,167	6,417
		PER	59.9	97.2	10.7	-	-	-	-
		PBR	4.4	5.3	3.8	2.8	7.4	3.3	2.4
005500	삼진제약	매출액	2,393	2,453	2,600	2,419	2,352	2,501	2,475
		영업이익	421	469	595	449	322	339	115
		순이익	302	358	255	119	279	284	97
		시가총액	4,830	4,983	5,581	3,468	3,788	3,656	3,406
		PER	14.3	12.4	19.3	25.8	12.0	11.4	31.6
		PBR	2.6	2.3	2.4	1.6	1.6	1.4	1.3
001360	삼성제약	매출액	472	419	465	446	483	549	518
		영업이익	-63	-69	-48	-65	-100	-181	-164
		순이익	-216	-75	-21	69	-399	-403	-272
		시가총액	1,662	1,665	1,473	2,475	3,724	3,308	1,874
		PER	-	-	-	35.6	-	-	-
		PBR	2.0	1.8	1.1	1.7	3.1	2.6	1.6

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: 2023년 01월 27일 종가 기준, 순이익은 지배기업 귀속분

표2 국내 주요 중소형 제약사 실적 및 밸류에이션 추이 (2)

종목코드	기업명	(억원, x)	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019	FY2020	FY2021	현재/TTM
086450	동국제약	매출액	3,097	3,548	4,008	4,823	5,591	5,942	6,457
		영업이익	469	501	551	686	847	632	715
		순이익	407	396	469	563	559	503	589
		시가총액	5,104	5,638	5,148	7,923	13,005	9,692	7,420
		PER	12.4	14.1	10.8	13.9	23.0	19.0	12.4
		PBR	2.1	2.1	1.6	2.2	3.1	2.1	1.5
016580	환인제약	매출액	1,480	1,547	1,592	1,717	1,778	1,772	1,918
		영업이익	297	273	262	284	313	334	278
		순이익	272	215	187	234	267	263	225
		시가총액	4,139	3,562	2,874	3,106	3,311	3,311	3,255
		PER	12.5	13.6	12.6	10.9	10.2	10.3	11.9
		PBR	1.4	1.1	0.9	0.9	0.9	0.9	0.8
023910	대한약품	매출액	1,394	1,444	1,587	1,688	1,661	1,715	1,811
		영업이익	217	323	362	336	300	291	328
		순이익	177	248	285	282	174	227	262
		시가총액	1,671	2,457	2,301	1,899	1,977	1,722	1,767
		PER	9.5	9.9	8.1	6.7	11.4	7.6	6.8
		PBR	1.8	2.1	1.6	1.1	1.1	0.8	0.8
053030	바이넥스	매출액	809	780	1,040	1,253	1,330	1,344	1,550
		영업이익	-20	-75	69	113	161	131	227
		순이익	-30	-113	63	85	64	191	165
		시가총액	5,305	3,381	2,907	2,508	8,430	4,828	3,389
		PER	-	-	45.1	28.9	128.9	24.8	19.8
		PBR	3.7	2.6	1.9	1.5	4.8	2.6	1.7
243070	휴온스	매출액	1,690	2,848	3,286	3,650	4,067	4,369	4,768
		영업이익	215	362	453	484	541	453	290
		순이익	148	351	452	382	556	308	176
		시가총액	3,949	6,100	6,432	5,336	6,711	5,693	3,575
		PER	24.5	20.9	14.2	12.7	12.0	18.4	20.2
		PBR	4.0	6.0	3.9	2.5	2.8	2.1	1.2
000020	동화약품	매출액	2,375	2,589	3,066	3,072	2,721	2,930	3,323
		영업이익	113	110	112	96	232	225	331
		순이익	263	470	101	91	285	179	229
		시가총액	2,268	2,723	2,542	2,321	5,489	4,078	2,595
		PER	8.6	5.7	24.9	25.2	19.0	22.6	11.3
		PBR	0.9	0.9	0.8	0.8	1.6	1.2	0.7
234080	JW생명과학	매출액	1,323	1,436	1,552	1,702	1,835	1,698	1,831
		영업이익	216	238	235	297	395	284	258
		순이익	152	168	158	219	173	129	81
		시가총액	2,165	3,333	3,476	3,135	3,286	2,193	1,916
		PER	14.3	19.9	22.0	14.3	19.0	16.7	23.2
		PBR	2.4	3.3	3.2	2.6	2.5	1.6	1.4
195940	HK이노엔	매출액	5,208	5,205	4,907	5,399	5,984	7,698	8,396
		영업이익	679	817	566	725	870	503	614
		순이익	469	565	474	132	279	247	449
		시가총액	-	-	-	-	-	15,175	11,388
		PER	-	-	-	-	-	53.4	25.0
		PBR	-	-	-	-	-	1.3	0.9

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: 2023년 01월 27일 종가 기준, 순이익은 지배기업 귀속분

Part II

**중소형 제약사
탐방노트**

하나제약 (293480)

기업요약

시가총액(억원)	증가(원)	순현금 비중	12M Trailing P/E (x)	P/B (x)
2,824	15,890	-6.2%	11.5	1.1

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: 01월 27일 종가기준, 순현금비중=순현금/시가총액, P/E: 직전 4분기 지배주주 순이익 기준, P/B: 최근 분기 지배주주지분 기준

기업개요: 국내 1위 마취·마약류 의약품 제조 및 판매

하나제약은 마취·마약류 제품을 주력으로 순환기계 의약품, 소화기계 의약품, 진통제 및 기타전문의약품(의사 처방이 필요한 의약품)을 제조 및 판매하는 기업이다. 동사는 국내 마취·마약류 의약품 시장의 약 15%를 차지하고 있는 선도 기업이며, 2021년 3월에 발매한 레미레졸람 성분의 마취제 '바이파보주'는 기존의 프로포폴 성분의 마취제와 대체재 관계에 있다. 2022년 5월 하길 주사제 신공장(Full CAPA 2,000억원 규모)이 준공되었고 2024년 상반기에 가동을 계획하고 있다. 3Q22 기준 제품별 누적매출 비중은 마취·마약류 22.7%, 순환기용약 31.7%, 소화기용약 9.9%, 진통제 7.1% 그리고 기타전문의약품 27.7%이다.

실적동향: 추세적 외형성장, 영업이익은 원/달러 환율 영향을 받음

동사의 매출액은 2019년 1,663억원 → 2020년 1,773억원 → 2021년 1,964억원으로 코로나19의 영향에도 성장했으며, 이는 전문의약품 매출의 경기 중립적인 특성에 기인한다. 3Q22누적 매출액 1,563억원(+9.5% yoy), 영업이익 231억원 (-5.9% yoy), 순이익 174억원(-16.7% yoy)을 기록하였다. 매출액 성장에 대해서는 고령화(심혈관, 노인성질환 증가 및 암 발병율 증가)로 인한 추세적 상승과 '바이파보주'의 매출 본격화에 의한 것으로 파악된다. 반면 전쟁으로 인한 원자재 가격 상승과 달러 환율의 영향으로 마진율이 하락한 부분이 있으며, 하길 주사제 신공장의 준공으로 발생하는 분기별 10~20억원대의 감가상각비가 이익 악화의 요인으로 파악된다.

체크포인트

- ① 하길 신공장 준공
- ② 바이파보주의 프로포폴 시장 대체 가능성
- ③ 삼진제약 지분투자

- ① 2022년 5월에 하길 신공장이 준공되어 2024년 상반기에 K-GMP 인증을 계획 중이다. 해당 공장은 동사의 주력 제품인 바이파보주(1,200억원 규모), 펜타닐 주사 앰플(400억원 규모) 그리고 기타 주사제(400억 규모) 총 Full CAPA 기준 2,000억원의 매출을 달성할 것으로 파악된다. 동사는 GMP 인증 획득이 가능할 것으로 보이는 시점에서 공장 가동을 위한 인력을 보충할 계획을 가지고 있으며, 2025년에 EU GMP 및 PMDA(일본) 인증 획득도 준비 중이다.
- ② 바이파보주는 레미마졸람을 주성분으로 한 독일 '파이온'사의 오리지널 마취 신약이다. 하나제약은 바이파보주 발매 이후 10년간 국내 독점 판매 권한으로 2021년 3월 발매 이후부터 바이파보주 20, 50mg을 제조 및 판매 중이다. 동 제품은 프로포폴이 가진 부작용(마취 상태에서 적정 시간 내에 깨지 못하는 문제)을 역전제 투입 방식으로 해결할 수 있다. 그러나 아직 바이파보주가 비보험 의약품인 것을 고려했을 때 동 제품의 소비자는 프로포폴보다 더 많은 비용을 지불해야 한다. 따라서 기존 프로포폴 시장에 대한 대체 가능성에 관련해서는 바이파보주의 보험 적용 여부와 동사의 매출액을 지속적으로 체크해야 한다.
- ③ 하나제약의 지속적인 지분투자로 삼진제약과 하나제약의 경영권 분쟁에 대한 우려가 지속되고 있는 상황이다. 그러나 하나제약은 13.09%라는 대주주 지분에도 불구하고 경영권 참여 의사를 보이지 않고 있다. 그러나 차후 삼진제약의 2세간의 경영권 분쟁에 있어서 하나제약의 역할이 커질 것이라고 기대한다. 삼진제약은 타 전통 제약사들과는 다르게 2명이 창업하여 2명의 공동회장이 있는 상황이기 때문에 하나제약의 지분이 경영자 선별에 있어서 가장 중요해질 것이다. 차기 회장과 공동 경영 가능성은 여전히 남아있으나 경영권분쟁시의 시세차익과 배당을 위한 투자인 것이 주요 지분투자의 이유다.

바이넥스 (053030)

기업요약

시가총액(억원)	증가(원)	순현금 비중	12M Trailing P/E (x)	P/B (x)
3,389	10,670	-4.6%	20.0	1.9

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: 01월 27일 종가기준, 순현금비중=순현금/시가총액, P/E: 직전 4분기 지배주주 순이익 기준, P/B: 최근 분기 지배주주지분 기준

기업개요: 합성 의약품 제조 및 판매, 바이오의약품 CDMO 기업

바이넥스는 정장제, 점안제 등 150여개의 합성, 전문의약품을 제조 및 판매(3Q22 매출 비중 56.5%) 하고 있으며 국내 제약사의 전임상 및 임상실험 진행을 위한 바이오의약품을 위탁생산 하는 바이오 CDMO 사업(매출비중 42.4%)을 영위하고 있다. 합성의약품 생산 부문은 현재 동사의 캐시카우 사업부로서 매년 10%의 매출 성장을 기록하고 있다. 또한, 동사는 별도의 파이프라인을 보유하지 않고 바이오 의약품 중 항체 치료제에 대해서 전임상 시료, 임상실험용 의약품 등을 전문 위탁생산하고 있다. 2021년 말 셀트리온의 임상 3상 진행중인 바이오시밀러 한 개 의약품에 대해 상용화 단계 위탁생산 계약을 체결하면서 상용화 제품도 생산할 계획이다.

실적동향: 추세적 외형성장, 영업이익은 원/달러 환율 영향을 받음

동사의 매출액은 2019년 1,252억원 → 2020년 1,330억원 → 2021년 1,344억원으로 코로나19의 영향에도 성장했으며, 이는 고령화로 인한 전문의약품 매출의 추세적 상승이 반영된 것이다. 3Q22누적 매출액 1,152억원(+21.7% yoy), 영업이익 168억원 (+133.8% yoy), 순이익 125억원(-17.2% yoy)을 기록하였다. 매출액 증가에 대해서는 호흡기, 항생제, 정장제 등의 코로나 재유행으로 인한 의약품 판매 증가와 셀트리온 3상 임상 과정에서 발생한 바이오 의약품 CMO 매출 증가가 크게 기여했다. 반면 순이익 하락에 대해서는 환헤지용으로 매입한 파생상품 손익의 영향을 크게 받은 것으로 파악된다.

체크포인트

- ① 합성의약품 신공장 가동
- ② 셀트리온 CMO 수주

- ① 동사의 부산 공장의 Full CAPA 기준 매출액은 약 1,000억원 정도이며 3Q22 기준 연환산 872억의 합성의약품 매출액을 달성했다. 평균적으로 연간 10% 정도의 합성의약품 매출액 증가를 고려한 동사는 2023년 3월에 약 2,000억원 매출 규모의 신공장을 준공할 예정이며 동년 2분기 중 가동 예정이다. 공장 건설을 위한 신규부지는 신규 매입하였고 가동을 위한 인력은 이미 고용해서 비용으로 반영되고 있다. 신공장은 점안제, 정장제 등 다양한 기존 제품을 생산할 계획이나 동사 제품의 수요가 충분히 올라오기 전에는 타사의 합성의약품의 위탁생산 역시 가능할 것으로 파악된다.
- ② 동사는 200~5,000L의 바이오 리액터 시설을 보유한 송도·오송 공장을 가동하며 바이오 CDMO 사업을 영위한다. 해당 규모는 국내 바이오의약품 CMO CAPA 1위 기업 삼성바이오로직스의 바이오 리액터 규모(1,000~15,000L)에 비해 규모면에서 작다. 이에 따라 바이넥스는 바이오테크 기업의 비임상 시료, 초기 임상실험용 의약품 위주로 수주를 받아 매출을 기록하였고 2018년부터 동 사업부 흑자 전환에 성공했다. 이후 2021년 말 국내 1위 바이오시밀러 연구 및 제조사 셀트리온이 바이넥스와 바이오시밀러 한 개 건에 대해 위탁 공급계약(초기 임상~상용화 제품 CMO)을 체결했다. 해당 바이오 시밀러의 오리지널 의약품 시장 규모는 4조원으로 알려져 있으며 이르면 2024년 말에 상용화될 것으로 파악된다.

삼진제약 (005500)

기업요약

시가총액(억원)	증가(원)	순현금 비중	12M Trailing P/E (x)	P/B (x)
3,406	24,500	-22.1%	32.5	1.5

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: 01월 27일 종가기준, 순현금비중=순현금/시가총액, P/E: 직전 4분기 지배주주 순이익 기준, P/B: 최근 분기 지배주주지분 기준

기업개요: 전문 합성의약품과 일반의약품 제조 및 판매

삼진제약은 순환기, 소염진통제와 항생제 등의 전문의약품을 주력으로 일반의약품, 건강기능식품, 의료기기 등 다양한 부문으로 매출이 다각화된 합성의약품 제조 및 판매 기업이다. 3Q22 누적기준 매출비중은 전문의약품 75%, 일반의약품 15% 그리고 원료 6%이며, 주요 품목으로는 항혈전제 '플래리스'가 전체 매출액의 19.2%, 일반의약품 '게보린'이 6.3%를 차지하고 있다.

실적동향: 상품 판매와 신규 사업부 매출 증대로 마진율 하락

동사의 매출액은 2019년 2,420억원 → 2020년 2,352억원 → 2021년 2,501억원으로 2019년 약가 인하와 내부 영업 방식의 변화로 역성장 하였으나 다시 추세적 성장세를 이어나가고 있다. 3Q22누적 매출액 1,990억원(-1.3% yoy), 영업이익 155억원 (-59.0% yoy), 순이익 121억원(-60.8% yoy)을 기록하였다. 이러한 이익의 변화는 최근 건기식, 애보트에서 제품을 매입해 상품으로 판매하고 있는 항생제, 지사제 품목 매출 발생으로 마진율 약화 그리고 사업다각화(일반의약품 건기식·의료기기)에 의한 홍보비 및 인건비 증가에 의한 것으로 파악된다.

체크포인트

- ① 오송 신·증축 공장 준공
- ② 자체 파이프라인 구축

- ① 동사는 2022년 11월 오송공장에 신규 주사제 라인과 원료의약품 라인을 증축했다. 신규 설비의 규모는 기존의 기계장치 장부가액 기준으로 3배에 달하는 규모이다. 진행되는 GMP 인증 경과를 체크해야 한다.
- ② 동사는 기존 파이프라인을 정리하고 AI 플랫폼 기업들과 후보물질을 발굴하고 있다. 향후 면역항암제나 NASH 치료제 관련 타겟 파이프라인 개발을 계획하며, 현재는 입타바이오와 항암제를 공동 개발중이다.

JW생명과학 (234080)

기업요약

시가총액(억원)	증가(원)	순현금 비중	12M Trailing P/E (x)	P/B (x)
1,916	12,100	-17.5%	15.7	1.5

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: 12월 29일 종가기준, 순현금비중=순현금/시가총액, P/E: 직전 4분기 지배주주 순이익 기준, P/B: 최근 분기 지배주주지분 기준

기업개요: 국내 시장점유율 1위 수액제 제조 및 개발 기업

JW생명과학은 기초수액제, 종합영양수액제(Total Parenteral Nutrition, TPN)와 영양수액제 등의 수액제를 개발하고 제조하는 사업을 영위하고 있다. 제품 생산분의 90%는 JW그룹 내 수액제 제품의 판매를 담당하고 있는 JW중외제약으로 납품되며 나머지는 수액제 OEM 생산분과 JW홀딩스를 통한 수출용 제품으로 구성된다. 생산시설은 당진에 있으며 연간 129백만 개의 수액제를 생산할 수 있다. 최근 증설된 TPN 3라인으로 TPN CAPA가 700만 개에서 860~900만개 정도로 약 25% 증가한다. 3Q22 기준 매출구성은 TPN 35.5%, 기초수액 32.5%, 특수수액 14.7% 그리고 영양수액 6.6% 등이다. 동사의 시장점유율은 국내 수액제 매출액 기준 2022년 상반기에 48.5%이며 주요 경쟁사는 대한약품과 HK이노엔이다.

실적동향: TPN 매출 상승에도 환율 효과 및 원재료비 증가로 실적 악화

동사의 매출액은 2019년 1,702억원 → 2020년 1,835억원 → 2021년 1,698억원이다. 3Q22 누적 매출액 1,387억원(+10.6% yoy), 영업이익 192억원 (-11.9% yoy), 순이익 104억원(-7.0% yoy)을 기록하였다. TPN 매출 회복함에 따라 외형이 성장했으나, 환율 상승으로 인해 수액원재료의 수입 가격이 증가하면서 영업이익이 감소했다.

체크포인트

① 당진공장 TPN 신규라인 가동

- ① 동사는 당진공장의 TPN 라인 증설을 통해 TPN을 연간 160만~200만개만큼 더 생산할 수 있다. 3Q22부터 시범 생산중이며 2023년 하반기에 TPN 전라인 100% 가동을 계획중이다. 총 900만(+28.5% yoy)개의 TPN이 생산될 예정이며, 연간 약 10억원의 추가 감가상각비, 인건비, 품질검사(QC) 비용 등의 판관비도 동시에 증가한다. 이에 따라 약 30%의 TPN 생산량 증가분이 그대로 매출액 상승으로 이어지는지에 대한 여부가 실적에 영향을 끼친다. 참고로 3Q22 TPN 매출액은 482억원(연환산 643억원)이며 당진공장 가동률은 100%이다.

Part III

종목 의견

종목 의견

국내뿐만이 아니라 전세계적으로 '적자' 바이오텍에 대한 기대감이 낮아진 상황이며 매크로적인 이슈로 인해 선호도가 낮다. 자금조달의 문제도 없고 매출이 꾸준히 성장하고 있는 제약사의 경우 바이오 기업들과 묶이면서 현재 벨류에이션 메리트가 극대화된 상황이고, 전통제약사들은 본업을 지키면서 캐시카우를 유지하고 있다. 본업의 성장과 더불어 성장동력으로써 1)R&D, 2)오픈이노베이션, 3)공동개발, 4)M&A: 건강기능식품, 공장 등, 그리고 5)경영권분쟁, 6)수출: 중국, 미국 등을 확보하고 있다. 벨류에이션 메리트에 바이오텍의 매력까지 더해진 지금, 중소형 제약사가 가장 매력적인 상황이라고 할 수 있다. 벨류에이션 메리트와 성장성을 고려하여 스몰캡 Top pick으로는 동국제약, 제약바이오 Top Pick으로는 대원제약을 제시한다.

표3 커버리지 기업 및 관심 기업 요약

(십억원)	구분	2022E	2023E	23/22 YoY	투자 포인트
보령 TP: 14,000원 CP: 9,480원	매출액 영업이익 OPM	740 56 7.6%	764 58 7.6%	3.2% 3.6% 0.3%	<ul style="list-style-type: none"> ■ 카나브 단일제 특허 만료에도 실적 부진 우려 없음: 복합제 고성장 ■ LBA를 통한 자사제품 수익성 강화 가시화 ■ 바이오시밀러/뇌질환 분야 초기 마케팅 비용의 기저효과 발생
JW중외제약 TP: 30,000원 CP: 19,830원	매출액 영업이익 OPM	665 46 6.9%	710 54 7.6%	6.8% 17.4% 10.0%	<ul style="list-style-type: none"> ■ 오리지널 전문의약품 10% 이상 성장, 본업 고성장 ■ 햄리브라 보험 등재, 아토피 치료제 임상2상에 따른 마일스톤 ■ ETC와 영양수액제의 고성장 기대
대원제약 TP: 23,000원 CP: 16,590원	매출액 영업이익 OPM	484 47 9.7%	494 48 9.7%	2.1% 2.1% 0.1%	<ul style="list-style-type: none"> ■ 1H23안에 중국 등록 및 출시 예상-> 수출 모멘텀 ■ 코로나19 신종변이 XBB1.5로 설사 유발, 포타겔 수요 기대 ■ 2022 이후에도 트윈데믹으로 1Q23 실적 피크 유지
부광약품 NR CP: 9,080원	매출액 영업이익 OPM	n/a n/a n/a	n/a n/a n/a	n/a n/a n/a	<ul style="list-style-type: none"> ■ 국내 시장규모 2천억원 조현병/우울증 치료제 루라시돈 개발 중 ■ 파킨슨병 이상운동증 치료제도 유럽, 미국 임상2상 순항 중 ■ 동사의 연구개발역량과 OCI의 자금력으로 시너지 발생
동국제약 TP: 22,000원 CP: 16,600원	매출액 영업이익 OPM	655 72 11.0%	728 80 11.0%	11.1% 11.1% 0.0%	<ul style="list-style-type: none"> ■ 센텔리안24 브랜드 기반으로 화장품 사업의 고성장 흐름 유지 중 ■ 마데카크림 중심에서 스킨, 앰플 등 제품 라인업 확대 추세 ■ 2023년 온라인 판매비중 확대 계획으로 수익성 증가 전망
환인제약 TP: 21,000원 CP: 17,480원	매출액 영업이익 OPM	194 29 14.9%	213 22 10.3%	10.0% -26.2% -25.0%	<ul style="list-style-type: none"> ■ 선두권 정신계 의약품 전문 제약회사로 규모의 경제 기구축 ■ 정신계 의약품은 인구고령화로 CAGR 8.7%로 꾸준히 성장중 ■ 2023년 일회성비용(물류창고 개보수, 공사비)로 2024년 실적 회복
대한약품 TP: 40,000원 CP: 29,150원	매출액 영업이익 OPM	183 33 18.0%	194 35 18.0%	6.0% 6.7% 0.0%	<ul style="list-style-type: none"> ■ 퇴장방지의약품인 기초수액제의 구조적 가격 안정성 ■ 인구 고령화에 따른 병원 입원일 수 증가로 Q 성장 ■ 코로나 시기에 병원입원일수 감소했으나 회복 중

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

기업분석

보령 (003850)	26
JW 중외제약 (001060)	29
대원제약 (003220)	32
부광약품 (003000)	35
동국제약 (086450)	39
환인제약 (016580)	43
대한약품 (023910)	47

Universe		
종목명	투자판단	목표주가
보령	Buy(유지)	14,000 원(하향)
JW 중외제약	Buy(유지)	30,000 원(유지)
대원제약	Buy(유지)	23,000 원(유지)
부광약품	Not Rated	Not Rated
동국제약	Buy(유지)	22,000 원(유지)
환인제약	Buy(유지)	21,000 원(유지)
대한약품	Buy(유지)	40,000 원(유지)

보령 (003850)

우주정거장은 당황스러웠지만

2023. 1. 31

제약/바이오

Analyst 강하나

02-3779-8808

Kangx687@ebestsec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (하향)	14,000 원
현재주가	9,480 원
상승여력	47.7 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

Stock Data

KOSPI(1/30)	2,450.47 pt
시가총액	6,512 억원
발행주식수	68,690 천주
52 주 최고가 / 최저가	13,500 / 8,960 원
90 일 일평균거래대금	20.77 억원
외국인 지분율	7.0%
배당수익률(22.12E)	1.3%
BPS(22.12E)	7,198 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -4.9%
	6개월 -15.3%
	12개월 -13.0%
주주구성	보령홀딩스 (외 6인) 53.8%
	자사주신탁 (외 1인) 2.8%
	자사주 (외 1인) 1.4%

4Q22 Preview: 컨센서스 부합, 2022년 잘했다!

4Q22 실적은 별도 매출액 1,835억원(+15.8% yoy, -2.2% qoq), 영업이익 114억원(+21.3% yoy, -28.3% qoq)으로 컨센서스에 부합할 것이라 예상된다. 외형 성장이 계속되는 가운데 4Q22 영업이익은 인센티브 등 일회성 비용이 발생하기 때문에 전분기 대비 감소할 것으로 예상되나, 2Q22에 일부 인식된 부분이 있어 감소폭은 전년 대비 줄어든 것이다. 그럼에도 다소 실망스러운 영업이익의 이유는 1)인센티브 20~30억원 추가, 2)연말 폐기 물량 증가, 3)환율로 인한 원재료비 상승 때문이다. 4Q22의 실적보다도 '엑시엄 스페이스'에 약 700억원의 대규모 투자를 진행한 것은 현금을 본업과 무관하게 투자함에 따른 우려는 있으나 본업의 성장세와 실적에는 타격이 없다고 판단한다.

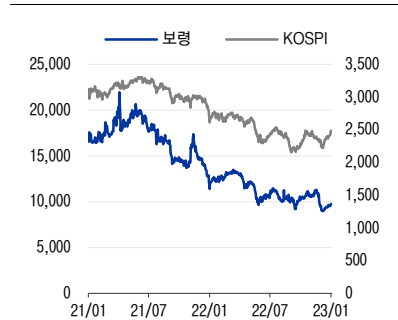
실적 성장으로 현금 이상 無, 딱히 리스크는 없다

2022년 고성장에 이어 2023년에도 10~15%의 성장을 지속할 것이라고 예상하며 2023년 카나브 단일제의 특허만료는 복합제의 성장으로 상쇄될 것이다. 3Q22 기준 단일제의 카나브 패밀리 비중은 36% 정도로 복합제의 비중이 매년 커지고 있으며 만성질환의 특성상 오리지널 선호도가 높다는 점에 주목해야 한다. 2026년 매출액 1조원에 OPM 20%는 여전히 도달이 가능한 목표로 보이고 LBA를 통한 자사제품 수익성 강화는 뚜렷하게 나타나고 있다. 본업 매출만으로도 추가 LBA 의약품 확보는 가능할 것으로 보이고, 바이오시밀러/뇌질환 마케팅에 대한 결실이 2023년부터 나타날 수 있을 것이다. 엑시엄 스페이스에 투자한 금액은 오피노베이션의 목적으로, 필요에 따른 엑시엄이 가능하며 시리즈C에 투자한 것이기 때문에 우주관련 사업을 영위하는 다른 기업 대비 리스크는 적다.

투자의견 Buy, 목표주가 14,000원으로 하향

트루리시티가 미국 내에서 쇼티지임을 감안하여 국내 공급이 다소 지연될 수 있다는 점, LBA 3가지 품목의 감가상각비 150~200억원이 반영된다는 점, 그리고 항암/뇌질환 분야의 지속적인 마케팅은 2023년이 다소 더딘 성장세를 보여줄 수 밖에 없는 이유다. 또한, 엑시엄 스페이스에 대규모 투자를 진행한 것은 현금의 감소와 투자자의 우려 증대로 이어지고 있고, 자회사(바이젠셀)와 자체 파이프라인의 임상 지연으로 비영업가치를 322억원으로 하향, EV/EBITDA를 10배로 조정하며 목표주가를 14,000원으로 하향한다.

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2020	562	40	36	27	440	-22.4	68	35.6	14.9	2.2	8.6
2021	627	41	71	43	653	48.4	74	22.4	13.8	2.1	10.6
2022E	740	56	64	53	803	22.9	92	11.8	8.0	1.3	10.9
2023E	764	58	52	39	598	-25.5	99	15.8	7.3	1.2	7.7
2024E	775	62	56	40	601	0.5	102	15.8	6.7	1.2	7.3

자료: 보령, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

4Q22 Preview

표4 보령 4Q22 Preview

(억원)	4Q22E	4Q21	YoY	3Q22	QoQ	기준추정치	컨센서스
매출액	1,835	1,584	15.8%	1,877	-2.2%	1,813	1,802
영업이익	114	94	21.3%	159	-28.3%	114	116

주: IFRS 별도 기준, 자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표5 (변경 후)보령제약 실적 추이 및 전망

(억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
별도 매출액	1,358	1,419	1,583	1,584	1,706	1,722	1,877	1,835	5,414	5,944	7,140	7,497
카나브패밀리 고혈압/고지혈	271	274	287	293	325	330	339	373	886	1,126	1,367	1421
트루리시티 당뇨 치료제	106	112	122	128	125	134	144	145	370	469	548	468
겔포스 위장병 치료제	53	44	24	40	48	31	39	42	135	162	160	171
메이액트 항생주사제	18	25	21	37	36	30	32	34	111	101	132	133
맥스핀 항생주사제	28	31	34	31	28	31	31	30	118	124	120	124
스토가 위궤양 치료제	43	46	46	49	46	42	44	44	185	185	176	180
젬자 항암 치료제	33	35	35	68	51	-1	21	40	124	172	111	145
제넥솔 항암 치료제	25	28	27	30	25	30	30	36	106	110	121	123
젤로다 항암 치료제	28	29	31	30	30	35	32	30	108	118	127	135
뮤코미스트 기침/가래	34	35	31	35	36	30	38	39	131	135	143	148
기타 CNS계열 등	719	760	925	843	956	1,030	1,127	1,022	3,140	3,242	4,135	4,449
별도 영업이익	138	85	185	94	187	140	159	114	403	502	600	605
opm	9.5%	5.6%	11.7%	5.9%	11.0%	8.1%	8.5%	6.2%	7.4%	8.4%	8.4%	8.1%
yoy	2.6%	-12.0%	43.9%	125.6%	35.5%	64.7%	-14.1%	21.3%	23.1%	24.6%	19.5%	0.8%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표6 (변경 전)보령제약 실적 추이 및 전망

(억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	2020	2021	2022E
별도 매출액	1,358	1,419	1,583	1,584	1,706	1,722	1,877	1,813	5,414	5,944	7,118
카나브패밀리 고혈압/고지혈 치료제	271	274	287	293	325	330	339	389	886	1,126	1,383
트루리시티 당뇨 치료제	106	112	122	128	125	134	144	141	370	469	544
겔포스 위장병 치료제	53	44	24	40	48	31	39	40	135	162	158
메이액트 항생주사제	18	25	21	37	36	30	32	34	111	101	132
맥스핀 항생주사제	28	31	34	31	28	31	31	30	118	124	120
스토가 위궤양 치료제	43	46	46	49	46	42	44	44	185	185	176
젬자 항암 치료제	33	35	35	68	51	-1	21	40	124	172	111
제넥솔 항암 치료제	25	28	27	30	25	30	30	36	106	110	121
젤로다 항암 치료제	28	29	31	30	30	35	32	30	108	118	127
뮤코미스트 기침/가래	34	35	31	35	36	30	38	39	131	135	143
기타 CNS계열 등	719	760	925	843	956	1,030	1,127	990	3,140	3,242	4,103
별도 영업이익	138	85	185	94	187	140	159	114	403	502	600
opm	9.5%	5.6%	11.7%	5.9%	11.0%	8.1%	8.5%	6.3%	7.4%	8.4%	8.4%
yoy	2.6%	-12.0%	43.9%	125.6%	35.5%	64.7%	-14.1%	21.3%	23.1%	24.6%	19.5%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

보령 (003850)

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	316	437	399	417	463
현금 및 현금성자산	26	151	86	94	138
매출채권 및 기타채권	114	117	136	140	142
재고자산	95	111	118	124	124
기타유동자산	81	59	59	59	59
비유동자산	332	391	457	474	463
관계기업투자등	20	57	68	70	71
유형자산	242	232	227	227	227
무형자산	56	93	152	166	154
자산총계	648	829	856	891	926
유동부채	123	156	163	166	167
매입채무 및 기타채무	72	87	94	97	99
단기금융부채	21	26	26	26	26
기타유동부채	30	42	42	42	42
비유동부채	185	198	198	199	199
장기금융부채	171	189	189	189	189
기타비유동부채	14	9	9	9	9
부채총계	308	354	361	364	366
자배주주지분	340	474	494	526	560
자본금	24	34	34	34	34
자본잉여금	41	129	129	129	129
이익잉여금	296	335	381	413	446
비자배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	340	474	495	526	560

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	45	60	42	72	79
당기순이익(손실)	27	43	53	39	40
비현금수익비용가감	47	43	9	40	40
유형자산감가상각비	23	26	25	25	25
무형자산상각비	4	6	11	16	16
기타현금수익비용	19	-43	-27	0	0
영업활동 자산부채변동	-12	-10	-19	-7	-1
매출채권 감소(증가)	6	-1	-19	-4	-2
재고자산 감소(증가)	-7	-19	-7	-6	0
매입채무 증가(감소)	5	13	7	3	1
기타자산, 부채변동	-16	-2	0	0	0
투자활동 현금	-145	-48	-100	-57	-30
유형자산처분(취득)	-18	-16	-20	-24	-25
무형자산 감소(증가)	-37	-43	-70	-30	-3
투자자산 감소(증가)	-65	19	-10	-2	-1
기타투자활동	-24	-7	0	0	0
재무활동 현금	121	112	-7	-8	-6
차입금의 증가(감소)	91	24	0	0	0
자본의 증가(감소)	30	89	-7	-8	-6
배당금의 지급	-4	-5	7	8	6
기타재무활동	0	-1	0	0	0
현금의 증가	21	125	-64	8	44
기초현금	-5	-26	151	86	94
기말현금	26	151	86	94	138

자료: 보령, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	562	627	740	764	775
매출원가	330	362	424	438	443
매출총이익	231	265	316	326	332
판매비 및 관리비	191	223	260	267	270
영업이익	40	41	56	58	62
(EBITDA)	68	74	92	99	102
금융손익	-4	-1	8	-5	-5
이자비용	3	4	7	7	7
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	30	0	-1	0
세전계속사업이익	36	71	64	52	56
계속사업법인세비용	9	28	11	13	17
계속사업이익	27	43	53	39	40
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	27	43	53	39	40
지배주주	27	43	53	39	40
총포괄이익	26	44	53	39	40
매출총이익률 (%)	41.2	42.2	42.7	42.7	42.8
영업이익률 (%)	7.1	6.6	7.5	7.6	7.9
EBITDA 마진률 (%)	12.0	11.7	12.4	12.9	13.1
당기순이익률 (%)	4.8	6.9	7.1	5.2	5.1
ROA (%)	4.6	5.8	6.3	4.5	4.4
ROE (%)	8.6	10.6	10.9	7.7	7.3
ROIC (%)	7.5	5.9	9.9	8.6	8.3

주요 투자지표

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
투자지표 (x)					
P/E	35.6	22.4	11.8	15.8	15.8
P/B	2.2	2.1	1.3	1.2	1.2
EV/EBITDA	14.9	13.8	8.0	7.3	6.7
P/CF	13.5	11.7	10.6	8.2	8.2
배당수익률 (%)	0.5	0.7	1.3	0.9	0.9
성장성 (%)					
매출액	7.2	11.6	18.0	3.2	1.4
영업이익	2.4	3.7	34.4	4.8	5.3
세전이익	-15.1	96.2	-10.1	-18.4	8.1
당기순이익	-16.6	60.5	22.7	-25.5	0.5
EPS	-22.4	48.4	22.9	-25.5	0.5
안정성 (%)					
부채비율	90.4	74.7	73.0	69.2	65.3
유동비율	256.9	280.4	245.2	251.5	276.9
순차입금/자기자본(x)	29.7	3.0	15.9	13.5	4.8
영업이익/금융비용(x)	12.0	9.3	8.3	8.7	9.2
총차입금 (십억원)	192	216	216	216	216
순차입금 (십억원)	101	14	79	71	27
주당지표 (원)					
EPS	440	653	803	598	601
BPS	7,138	6,899	7,198	7,656	8,147
CFPS	1,160	1,247	896	1,155	1,163
DPS	75	100	120	90	90

JW 중외제약 (001060)

어차피 연간 성장, R&D까지

2023. 1. 31

제약/바이오

Analyst 강하나

02-3779-8808

Kangx687@ebestsec.co.kr

4Q22 Preview: 컨센서스 하회여도 매년 고성장!

4Q22 실적은 별도 매출액 1,735억원(+3.2% yoy, +3.0% qoq), 영업이익 128억원(-4.5% yoy, +0.8% qoq)으로 컨센서스를 소폭 하회할 것이라 예상된다. 매출액은 컨센서스를 부합할 것이라고 예상하나 영업이익의 컨센서스 하회를 예상하는 이유는 1)리바로 및 리바로젯 매출이 연초 목표 대비 부진했고, 2)원가율이 높은 품목군(약템라, 엔커버 등 수입완제)이 고성장함에 따라 수익성이 하락했으며, 3)원료 수출분 원가 급증과 4)연구개발비 증가로 인한 비용증가, 그리고 5)화성물류창고 리모델링 비용 때문이다. 2023년은 주요 품목군인 오리지널 전문의약품의 10%이상 성장과 R&D 파이프라인의 마일스톤 유입 가능성이 대두됨에 따라 실적 개선이 기대된다.

본업에 더해질 헴리브라와 아토피 치료제

본업 실적만으로도 연간 고성장을 기록하고 있으나, 헴리브라(혈우병 치료제)와 아토피 치료제의 임상2상에 따른 모멘텀이 기대된다. 헴리브라의 보험 등재는 1H23로 지연되었으나 1)로슈의 헴리브라 매출 고성장, 2)기존 치료제 대비 투약 기간 편의성, 3)수술시 출혈 부작용 최소화라는 장점을 고려했을 때 2023년에는 높은 확률로 등재가 가능하며, 급여 등재에 따라 매출 성장에도 기여할 것이다. 1Q23에 약평위가 열릴 것으로 예상되며 통상 4~5개월만에 보험 등재가 가능해지기 때문에 3Q23안에는 보험 등재 여부가 확실해질 것이다. 또한, 2H23에는 후시딘 개발사 LEO파마에 L/O한 아토피 치료제 JW1601 임상2상이 완료될 예정(코로나로 환자모집 지연)이기 때문에 마일스톤 유입(약 200억원)도 가능하다.

투자의견 Buy, 목표주가 30,000원 유지

2021년 흑자전환을 필두로 실적 개선이 뚜렷해지고 있으며 리바로 패밀리외 견조한 성장세는 수익성 개선으로 이어지고 있다. 복합제인 리바로젯이 올해 두배 이상의 처방 수를 도달하게 된다면 2023년 성장세는 더욱 두드러질 것이다. 2023년은 ETC와 영양수액제의 고성장이 계속될 것이라고 기대하며 과천 R&D 센터에 입주함에 따라 연구개발역량 증대도 기대해볼 만 하기 때문에 투자의견 Buy, 목표주가 30,000원을 유지한다.

Buy (유지)

목표주가 (유지) **30,000 원**

현재주가 **19,830 원**

상승여력 **51.3 %**

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		○

Stock Data

KOSPI(1/30)	2,450.47 pt
시가총액	4,398 억원
발행주식수	22,178 천주
52 주 최고가 / 최저가	30,900 / 17,150 원
90 일 일평균거래대금	16.46 억원
외국인 지분율	7.1%
배당수익률(22.12E)	1.1%
BPS(22.12E)	9,410 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -4.7%
	6개월 -16.8%
	12개월 11.0%
주주구성	JW 홀딩스 (외 8인) 42.9%
	자사주 (외 1인) 1.3%
	JW 중외제약우리스주 0.0%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2020	547	-1	-13	-15	-715	적지	19	-47.6	45.1	3.7	-7.0
2021	607	31	21	-1	-64	적지	47	-355.2	14.1	2.6	-0.5
2022E	665	46	41	32	1,479	흑전	60	13.4	10.6	2.1	15.3
2023E	710	54	52	39	1,836	24.1	70	10.8	9.2	1.8	17.0
2024E	725	60	58	44	2,068	12.7	78	9.6	8.0	1.6	16.5

자료: JW중외제약, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

4Q22 Preview

표7 JW 중외제약 4Q22 Preview

(억원)	4Q22E	4Q21	YoY	3Q22	QoQ	기존 추정치	컨센서스
별도 매출액	1,735	1,682	+3.2%	1,684	+3.0%	1,725	1,823
별도 영업이익	128	134	-4.5%	127	+0.8%	157	136

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표8 (변경 후) JW 중외제약 실적 추이 및 전망

구분 (억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2020	2021	2022E	2023E
별도 매출액	1,543	1,630	1,684	1,735	1,741	1,753	1,778	1,805	5,426	6,018	6,592	7,077
YoY %	9.7	12.4	13.7	3.2	12.8	7.5	5.6	4.0	6.3	10.9	9.4	5.5
매출총이익	652	660	687	699	705	712	736	745	1,825	2,411	2,704	2,898
YoY %	7.6	15.0	22.9	4.0	8.1	7.9	7.1	6.6	13.2	32.1	12.2	7.2
GPM %	42.3	40.5	40.1	40.3	40.5	40.6	41.4	41.3	33.6	40.1	41.1	40.9
별도 영업이익	141	103	127	128	138	142	144	148	21	355	499	572
YoY	44.5%	173.7%	47.7%	-4.5%	-2.1%	37.9%	13.4%	15.6%	흑전	1589.9	48.7	14.6
OPM	9.1%	6.3%	7.5%	7.4%	7.9%	8.1%	8.1%	8.2%	0.4%	5.9%	8.0%	8.1%

자료: 사업보고서 품목별 사항 확인 후 업데이트 예정, 이베스트투자증권 리서치센터, 별도 기준

표9 (변경 전) JW 중외제약 실적 추이 및 전망

구분 (억원)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	2020	2021	2022E	2023E
별도 매출액	1,406	1,450	1,481	1,682	1,543	1,630	1,684	1,725	5,426	6,018	6,582	6,945
YoY %	9.4	6.9	9.2	17.6	9.7	12.4	13.7	2.6	6.3	10.9	9.4	5.5
매출총이익	606	574	559	672	652	660	687	705	1,825	2,411	2,704	2,956
YoY %	36.9	41.9	29.3	23.3	7.6	15.0	22.9	4.9	13.2	32.1	12.2	9.3
GPM %	43.1	39.6	37.7	40.0	42.3	40.5	40.1	40.9	33.6	40.1	41.1	42.6
별도 영업이익	98	38	86	134	141	103	127	157	21	355	528	592
YoY %	5753.6	흑전	702.9	166.2	44.5	173.7	47.7	17.2	흑전	1589.9	48.7	12.1
OPM	7.0%	2.6%	5.8%	8.0%	9.1%	6.3%	7.5%	9.1%	0.4	5.9%	8.0%	8.5

자료: 사업보고서 품목별 사항 확인 후 업데이트 예정, 이베스트투자증권 리서치센터, 별도 기준

JW중외제약과 독일 머크의 AI신약개발 협력

동사는 1월 30일 독일 머크와 AI기반 신약개발에 대한 공동개발계약을 체결한 바 있다. 기존에 보유하고 있던 두 가지 AI신약개발 플랫폼: 클로버, 주얼리를 활용하여 10개 이상의 파이프라인을 도출해 내었으며 그 중 아토피치료제와 통풍치료제를 라이선스 아웃까지 성공시킨 바 있다. 이번 계약은 신약개발 단계 원료의약품의 합성 경로를 분석하는 AI플랫폼 신시어로 체결되었다. JW중외제약은 다양한 AI플랫폼을 보유하고 있으며 국내 AI 플랫폼을 보유하고 있는 기업 중 선두주자로서 글로벌 바이오기업과의 협력은 차후 성장동력으로 작용될 것이다.

JW중외제약 (001060)

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	299	366	370	390	400
현금 및 현금성자산	10	33	29	31	38
매출채권 및 기타채권	128	157	159	160	149
재고자산	101	103	112	131	141
기타유동자산	60	73	69	67	72
비유동자산	250	267	284	309	349
관계기업투자등	20	99	108	116	118
유형자산	184	116	112	109	107
무형자산	18	21	30	49	88
자산총계	549	633	654	699	750
유동부채	235	283	289	299	311
매입채무 및 기타채무	80	90	97	107	119
단기금융부채	108	125	125	125	125
기타유동부채	47	67	67	67	67
비유동부채	107	162	162	162	163
장기금융부채	77	136	136	136	136
기타비유동부채	30	26	26	26	27
부채총계	342	445	451	462	474
자배주주지분	207	201	215	250	288
자본금	56	57	57	57	57
자본잉여금	98	97	97	97	97
이익잉여금	65	59	83	118	156
비자배주주지분(연결)	0	-13	-13	-13	-13
자본총계	207	189	203	237	276

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	63	18	28	44	76
당기순이익(손실)	-15	-1	32	39	44
비현금수익비용가감	49	72	1	14	18
유형자산감가상각비	17	14	12	12	11
무형자산상각비	4	2	2	4	7
기타현금수익비용	25	54	-13	-2	0
영업활동 자산부채변동	35	-46	-5	-9	13
매출채권 감소(증가)	46	-41	-2	-1	11
재고자산 감소(증가)	-9	-3	-10	-19	-10
매입채무 증가(감소)	-2	4	6	10	12
기타자산, 부채변동	0	-6	0	0	0
투자활동 현금	-79	-23	-25	-37	-63
유형자산처분(취득)	-12	56	-8	-9	-9
무형자산 감소(증가)	-3	-5	-11	-23	-47
투자자산 감소(증가)	-62	-29	-6	-5	-7
기타투자활동	-2	-45	0	0	0
재무활동 현금	-14	27	-7	-5	-6
차입금의 증가(감소)	-7	34	0	0	0
자본의 증가(감소)	-7	-7	-7	-5	-6
배당금의 지급	-7	-7	7	5	6
기타재무활동	0	0	0	0	0
현금의 증가	-31	23	-5	3	7
기초현금	42	10	33	29	31
기말현금	10	33	29	31	38

자료: JW 중외제약, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	547	607	665	710	725
매출원가	370	372	396	418	425
매출총이익	178	234	270	292	300
판매비 및 관리비	179	203	224	238	240
영업이익	-1	31	46	54	60
(EBITDA)	19	47	60	70	78
금융손익	-9	-6	-5	-5	-5
이자비용	8	7	7	7	7
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	-2	0	2	3
세전계속사업이익	-13	21	41	52	58
계속사업법인세비용	2	22	10	12	13
계속사업이익	-15	-1	32	39	44
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-15	-1	32	39	44
지배주주	-15	-1	32	39	44
총포괄이익	-16	-1	32	39	44
매출총이익률 (%)	32.4	38.6	40.5	41.2	41.4
영업이익률 (%)	-0.2	5.1	6.9	7.7	8.3
EBITDA 마진률 (%)	3.5	7.8	9.1	9.9	10.8
당기순이익률 (%)	-2.8	-0.2	4.8	5.6	6.1
ROA (%)	-2.7	-0.2	4.9	5.8	6.1
ROE (%)	-7.0	-0.5	15.3	17.0	16.5
ROIC (%)	-0.3	-0.8	13.5	14.8	15.0

주요 투자지표

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
투자지표 (x)					
P/E	-47.6	-355.2	13.4	10.8	9.6
P/B	3.7	2.6	2.1	1.8	1.6
EV/EBITDA	45.1	14.1	10.6	9.2	8.0
P/CF	23.8	7.6	13.6	8.5	7.2
배당수익률 (%)	0.9	1.4	1.1	1.3	1.5
성장성 (%)					
매출액	7.0	10.8	9.7	6.7	2.0
영업이익	적지	흑전	47.1	18.5	9.9
세전이익	적지	흑전	101.7	24.6	11.9
당기순이익	적지	적지	흑전	24.1	12.7
EPS	적지	적지	흑전	24.1	12.7
안정성 (%)					
부채비율	164.7	235.8	222.5	194.5	171.8
유동비율	127.5	129.6	128.0	130.2	128.6
순차입금/자기자본(x)	62.1	87.9	85.8	73.1	58.7
영업이익/금융비용(x)	-0.2	4.3	6.2	7.3	8.1
총차입금 (십억원)	184	261	261	261	261
순차입금 (십억원)	129	166	174	174	162
주당지표 (원)					
EPS	-715	-64	1,479	1,836	2,068
BPS	9,327	8,793	9,410	10,925	12,608
CFPS	1,431	3,019	1,455	2,325	2,739
DPS	307	316	210	260	300

대원제약 (003220)

대원제약의 영광의 시대는 계속된다

2023. 1. 31

제약/바이오

Analyst 강하나

02-3779-8808

Kangx687@ebestsec.co.kr

4Q22 Preview: 일회성 비용 증가로 영업이익 컨센서스 하회

4Q22 실적은 연결 매출액 1,282억원(+26.9% YoY, +4.9% QoQ), 영업이익 84억원(-21.5% YoY, -42.5% QoQ)으로 컨센서스를 하회할 것이라 전망한다. 매출액은 콜대원 및 호흡기계 전문의약품, 건강기능식품의 성장으로 견조한 성장세를 유지할 것이나 1)영업사원 인센티브 증가, 2)고위급 임원 5명 이상 퇴사로 인한 퇴직금 지급, 3)콜대원과 뉴베인 마케팅 계약에 따른 일회성 비용 증가로 영업이익은 감소할 전망이다. 12월 중순 이후 트윈데믹이 심각해지면서 독감 및 코로나19 재확진 환자가 증가함에 따라 1Q23에는 기저효과로 매출액과 영업이익 고정장이 기대되기 때문에 4Q22 실적은 일시적인 현상이라 판단한다.

중국과 대만에 콜대원이 나가신다

대원제약의 대표 호흡기계 의약품인 콜대원/코대원포르테와 지사제 포타겔은 대만/중국 의약품 등록을 진행 중에 있다. 2년 동안 중국은 자국 제약사와 중국 생산/개발 의약품 공급을 우선시 했었기 때문에 국내 제약사들의 중국 출시가 힘들었다. 그러나 최근 트윈데믹이 심각해지고 코로나19 신종변이 XBB1.5의 등장으로 설사가 유발되고 있다는 보고가 계속되어 감기약과 지사제 한국 직접 구매 사재기와 중국 등록가능성이 대두되고 있다는 점에 주목해야 한다. 짜먹는 제형에 대한 선호도가 높고, 유통이 편리하다는 점에서 콜대원과 포타겔의 중국 등록과 판매가 1H23안에 판결할 수 있을 것이라고 예상한다.

투자 의견 Buy, 목표주가 23,000 원 유지

우리나라를 대표하는 호흡기계 제약사로서 중국의 트윈데믹 수혜를 받을 확률이 높은 기업이라고 예상한다. 국내와 중국 모두 마스크 해제와 계속되는 변이로 인해 호흡기계 질환이 단기간 내에 없어지기는 힘들 것이다. 중국 등록과 판매에 따라 매출 성장도 기대되지만 수출이 증가하게 되면 기존 짜먹는 제형 제품들(포타겔, 뉴베인 등)까지 미래 유통망이 확보되는 것이기 때문에 기업 가치가 증대될 것이다. 2022년은 매 분기 서프라이즈를 기록하여 +35% yoy를, 1H23까지는 트윈데믹으로 인해 성장세가 계속될 수 있을 것이라고 예상하므로 투자 의견 Buy와 목표주가 23,000원을 유지한다.

Buy (유지)

목표주가 (유지)	23,000 원
현재주가	16,590 원
상승여력	38.6 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회
		○

Stock Data

KOSPI(1/30)	2,450.47 pt
시가총액	3,644 억원
발행주식수	21,965 천주
52 주 최고가 / 최저가	20,200 / 13,536 원
90 일 일평균거래대금	66.65 억원
외국인 지분율	18.7%
배당수익률(22.12E)	1.3%
BPS(22.12E)	11,747 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -21.1%
	6개월 -6.2%
	12개월 25.5%
주주구성	백승열 (외 11인) 38.5%
	FIDELITY 10.0%
	자사주 (외 1인) 4.5%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2020	309	24	24	17	856	-34.4	40	21.1	10.9	1.7	8.4
2021	354	19	17	7	329	-61.5	37	49.2	11.3	1.6	3.2
2022E	484	47	45	34	1,665	405.6	67	10.0	6.4	1.4	14.6
2023E	494	48	46	35	1,714	3.4	68	9.7	5.7	1.3	13.3
2024E	500	51	48	37	1,808	5.5	72	9.2	5.4	1.1	12.6

자료: 대원제약, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

4Q22 Preview

표10 대원제약 4Q22 Preview

(억원)	4Q22E	4Q21	YoY	3Q22	QoQ	기존추정치	컨센서스
연결 매출액	1,282	1,010	26.9%	1,222	4.9%	1,282	1,242
별도 매출액	1,234	936	31.8%	1,169	5.6%	1,234	-
연결 영업이익	84	107	-21.5%	146	-42.5%	74	109
별도 영업이익	89	110	-19.1%	158	-43.7%	79	-

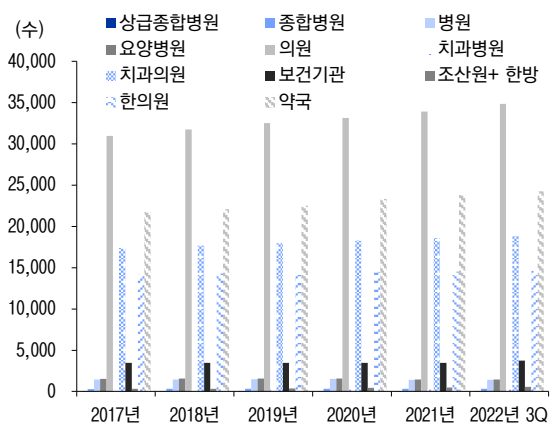
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표11 대원제약 분기실적 추정

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E
연결 매출액	117	117	122	128	136	129	115	117	354	484	494
본사 매출액	111	109	117	123	131	122	110	111	339	460	474
yoy	56.1%	27.7%	34.8%	26.9%	18.0%	11.9%	-6.0%	-9.8%	14.8%	35.7%	3.0%
펠루비/펠루비CR	9	9	10	12	13	13	13	14	30	40	53
코대원포르테/에스	13	11	14	15	15	15	12	12	17	53	54
에스원앰프	6	5	5	6	6	5	5	6	21	22	22
알포콜린	5	5	5	5	5	6	6	6	15	20	23
오티렌/오티렌F	4	3	3	4	5	5	5	5	12	14	20
레나메진	4	4	4	4	5	5	5	4	13	16	19
리피원	3	2	3	3	3	3	3	4	10	11	13
티지페논	3	3	3	4	4	4	3	4	11	13	15
기타	64	67	70	70	70	59	53	56	211	271	238
연결 자회사 (극동에치팜 외)	6	8	5	6	5	7	5	6	15	25	23
연결 영업이익	14	10	15	8	14	12	12	10	19	47	48
opm	12.5%	9.5%	11.9%	6.3%	10.7%	9.3%	9.6%	8.5%	5.4%	9.8%	9.7%
yoy	56.1%	124.4%	130.8%	-21.5%	-0.1%	20.0%	-26.7%	21.0%	111.1%	148.4%	+2.1%

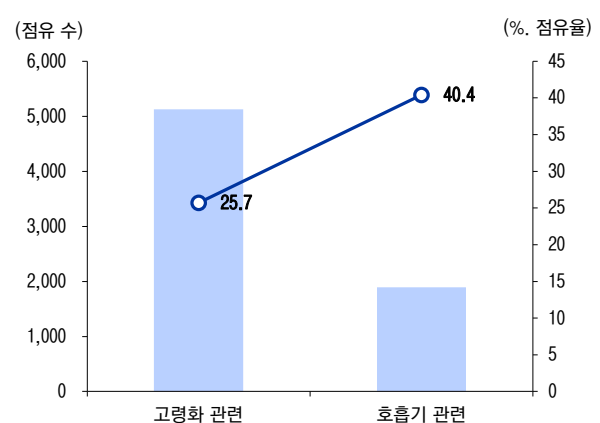
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림21 거래처 연간 추이



자료: 대원제약, 이베스트투자증권 리서치센터

그림22 주요 처방 진료과 점유율 (1H22 기준)



자료: 대원제약, 이베스트투자증권 리서치센터

대원제약(003220)

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	117	180	203	224	226
현금 및 현금성자산	10	42	51	84	83
매출채권 및 기타채권	42	54	66	56	59
재고자산	64	70	71	70	69
기타유동자산	1	15	15	15	16
비유동자산	218	249	265	274	297
관계기업투자등	24	27	36	37	37
유형자산	155	164	154	145	136
무형자산	24	40	49	66	97
자산총계	335	430	468	498	523
유동부채	56	102	110	109	100
매입채무 및 기타채무	28	39	46	47	40
단기금융부채	22	52	52	52	52
기타유동부채	6	11	12	10	9
비유동부채	66	109	109	110	110
장기금융부채	30	72	72	72	72
기타비유동부채	36	37	37	38	38
부채총계	122	211	219	219	211
자배주주지분	214	219	249	280	313
자본금	10	11	11	11	11
자본잉여금	9	10	10	10	10
이익잉여금	200	205	235	266	299
비자배주주지분(연결)	-1	-1	-1	-1	-1
자본총계	213	218	249	279	312

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	25	22	42	65	48
당기순이익(손실)	17	7	34	35	37
비현금수익비용가감	32	42	13	20	21
유형자산감가상각비	13	15	16	15	14
무형자산상각비	2	3	4	5	8
기타현금수익비용	15	23	-8	-1	-1
영업활동 자산부채변동	-14	-17	-5	10	-11
매출채권 감소(증가)	7	-9	-11	10	-3
재고자산 감소(증가)	-14	-4	-2	1	2
매입채무 증가(감소)	-1	0	7	1	-7
기타자산, 부채변동	-6	-4	1	-2	-3
투자활동 현금	-15	-42	-28	-28	-44
유형자산처분(취득)	-11	-4	-6	-6	-6
무형자산 감소(증가)	-4	-8	-13	-22	-38
투자자산 감소(증가)	6	-12	-9	0	0
기타투자활동	-5	-18	0	0	0
재무활동 현금	-13	49	-4	-5	-5
차입금의 증가(감소)	-1	53	0	0	0
자본의 증가(감소)	-10	-3	-4	-5	-5
배당금의 지급	5	3	4	5	5
기타재무활동	-1	-2	0	0	0
현금의 증가	-3	31	9	32	-1
기초현금	13	10	42	51	84
기말현금	10	42	51	84	82

자료: 대원제약, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	309	354	484	494	500
매출원가	143	178	251	261	265
매출총이익	166	176	233	232	235
판매비 및 관리비	142	157	187	184	185
영업이익	24	19	47	48	51
(EBITDA)	40	37	67	68	72
금융손익	-1	-1	-2	-2	-2
이자비용	1	2	3	3	3
관계기업등 투자손익	1	0	0	0	0
기타영업외손익	0	-1	0	0	0
세전계속사업이익	24	17	45	46	48
계속사업법인세비용	6	11	10	11	11
계속사업이익	17	7	34	35	37
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	17	7	34	35	37
지배주주	18	7	34	35	37
총포괄이익	19	7	34	35	37
매출총이익률 (%)	53.8	49.8	48.2	47.1	47.0
영업이익률 (%)	7.8	5.5	9.7	9.7	10.1
EBITDA 마진률 (%)	12.9	10.5	13.7	13.8	14.5
당기순이익률 (%)	5.6	1.9	7.1	7.2	7.4
ROA (%)	5.3	1.8	7.6	7.3	7.3
ROE (%)	8.4	3.2	14.6	13.3	12.6
ROIC (%)	7.7	3.1	13.5	13.7	13.6

주요 투자지표

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
투자지표 (x)					
P/E	21.1	49.2	10.0	9.7	9.2
P/B	1.7	1.6	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	10.9	11.3	6.4	5.7	5.4
P/CF	7.7	7.4	7.5	6.4	6.0
배당수익률 (%)	0.8	1.2	1.3	1.3	1.4
성장성 (%)					
매출액	-2.9	14.8	36.7	1.9	1.4
영업이익	-31.4	-19.4	140.9	2.8	5.2
세전이익	-33.2	-27.5	160.0	2.9	5.5
당기순이익	-36.0	-61.6	418.9	2.9	5.5
EPS	-34.4	-61.5	405.6	2.9	5.5
안정성 (%)					
부채비율	57.5	96.7	88.2	78.3	67.5
유동비율	209.4	176.7	185.1	206.1	225.1
순차입금/자기자본(x)	19.4	31.6	23.8	9.7	9.0
영업이익/금융비용(x)	20.4	9.3	15.0	15.5	16.3
총차입금 (십억원)	52	124	124	124	124
순차입금 (십억원)	41	69	59	27	28
주당지표 (원)					
EPS	856	329	1,665	1,714	1,808
BPS	10,568	10,332	11,754	13,205	14,746
CFPS	2,327	2,203	2,224	2,592	2,768
DPS	153	194	220	220	240

부광약품 (003000)

눈이 가는 파이프라인

2023. 1. 31

제약/바이오

Analyst 강하나

02-3779-8808

Kangx687@ebestsec.co.kr

오픈이노베이션을 중심으로 성장하는 전통제약사

동사는 전문의약품 중심의 전통제약사로 2022년 3Q 기준 누적 연결 매출액은 1,294억원(+0.6% YoY), 영업이익은 -39억원(적자전환)이며 별도 매출액은 1,291억원(+0.9% YoY), 영업이익은 56억원(+12.0% YoY)이다. 연결 실적 적자 전환의 이유는 덴마크 자회사인 '콘테라 파마'의 연구개발비가 가장 큰 비중을 차지한다. 부광약품은 뇌질환과 항암제 분야를 중점으로 1)콘테라 파마(덴마크), 2)다이나 테라퓨틱스(전립선암 치료제 개발기업, 제제기술 중심 자회사), 3)재규아 테라퓨틱스(싱가폴 항암제 제약사 아슬란과 JV) 등의 자회사를 연구개발을 위해 두고 있다. 투자기업 중 가장 눈에 띄는 기업은 에이서 테라퓨틱스와 임팩트 바이오로 Acer는 최근 미국 FDA로부터 올프루바(요소회로질환 치료제)에 대한 품목 허가를 받았다는 점이며 글로벌 오픈이노베이션 전략이 결실을 맺는 모습이다.

조현병과 파킨슨병 이상운동증 치료제로 전세역전!

부광약품의 핵심 파이프라인인 조현병 및 우울증 치료제 루라시돈은 일본 수미모토 파마로부터 라이선스 인한 물질이다. 한국의 독점 개발/판권을 확보하여 작년 10월 NDA를 제출한 바 있다. 국내 시장이 약 2천억원이기 때문에 차후 수익성 개선에 큰 역할을 할 것이라고 기대한다. 또한, 덴마크 자회사 콘테라 파마(지분 71.2%)가 개발중인 파킨슨병 이상운동증 치료제도 임상 순항중인 점에 주목해야 한다. JM010은 유럽과 미국에서 임상2상을 진행중이며 유럽5개국과 미국을 합친 시장은 약 40억달러 규모로 예상되고 있다. 파킨슨병 치료제의 부재로 인해 이상운동증 치료제에 대한 수요는 꾸준할 것이라고 보이기 때문에 차후 성장동력으로써 큰 역할을 할 것이다.

OCI'S PICK으로 자금문제 NO

OCI는 2018년도부터 바이오산업을 신성장 동력 중 하나로 선정하며 바이오산업에 대한 의지를 드러낸 바 있다. 과거 부광약품과 합작법인을 설립하는데 그치지 않고 부광약품의 지분을 약 11% 매입했다. OCI의 자금여력은 부광약품 자회사들의 파이프라인이 후기 임상단계에 들어감에 따라 커지는 비용 이슈를 불식시켜줄 수 있을 것이라고 기대한다. 바이오 기업의 노하우와 OCI의 자금력이 합쳐지게 되면 꾸준한 연구개발과 오픈이노베이션이 가능할 것이다.

Not Rated

목표주가 (NR)	NR
현재주가	9,080 원
상승여력	NR

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI(1/27)	2,484.02 pt
시가총액	6,417 억원
발행주식수	71,063 천주
52 주 최고가 / 최저가	12,900 / 6,800 원
90 일 일평균거래대금	32.66 억원
외국인 지분율	5.3%
배당수익률(22.09)	0.0%
BPS(22.09)	3,819 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 -7.3%
	6 개월 -8.3%
	12 개월 -4.3%
주주구성	OCI (외 3 인) 11.8%
	김동연 (외 1 인) 9.9%
	정창수 (외 1 인) 8.5%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	150	15	21	15	207	-27.5	21	76.9	49.2	3.1	6.5
2018	193	35	198	151	2,068	901.0	41	10.5	27.1	2.5	46.2
2019	166	12	1	-3	-49	적전	18	-183.3	34.0	1.7	-0.9
2020	166	8	-4	-6	-80	적지	15	-112.3	45.0	2.0	-1.7
2021	182	13	10	2	36	흑전	18	253.5	35.2	2.1	0.8

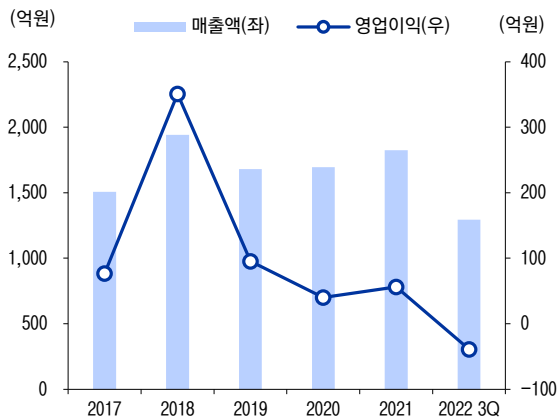
자료: 부광약품, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

부광약품과 콘테라파마

부광약품은 전문의약품을 중심으로 사업을 영위했던 과거를 넘어 오픈이노베이션을 선두하는 전통제약사로 거듭나고 있다. 덴마크 자회사인 '콘테라 파마'를 필두로 파킨슨병 이상운동증 치료제 글로벌 신약개발을 진행하고 있으며, 국내에서도 조현병/우울증 치료제를 개발 중이다. 뇌질환과 항암제 중심의 파이프라인을 개발중이기 때문에 연결 기준으로 적자가 지속될 것이라는 우려와는 달리 올해 조현병/우울증 치료제 루라시돈의 허가 기대와 2024~2025년 콘테라파마의 JM010 글로벌 출시가 기업가치에 크게 기여할 것이다.

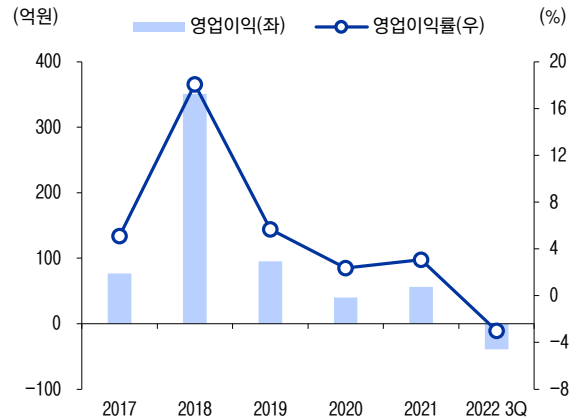
콘테라 파마는 부광약품이 71.2% 보유하고 있는 덴마크 바이오 기업으로, 노보노디스크와 노바티스 전직 연구원들에 의해 설립되었다. RNA와 AI기반의 플랫폼을 활용하고 있기 때문에 상장시에 시너지가 날 수 있는 기업이다. 콘테라 파마의 CEO 및 CBO는 룬드백에서 고위 임원을 역임한 전문가들로, 뇌질환 관련 노하우를 갖고 있는 기업이기 때문에 콘테라 파마의 파이프라인들이 후기임상 단계에 진입하더라도 신약승인 확률이 높다는 판단이다. 부광약품의 조현병 치료제와 콘테라파마의 파이프라인들이 서로 시너지를 낼 수 있는 만큼 지금의 연결 적자는 중장기적으로 필요한 상황인 것이다.

그림23 (연결)부광약품 매출액 및 영업이익 추이



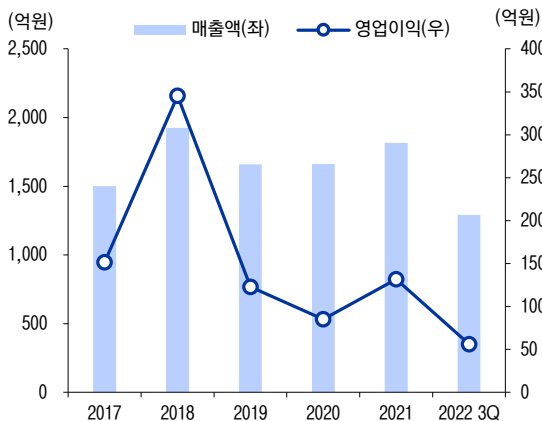
자료: DataGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림24 (연결)부광약품 영업이익 및 영업이익률 추이



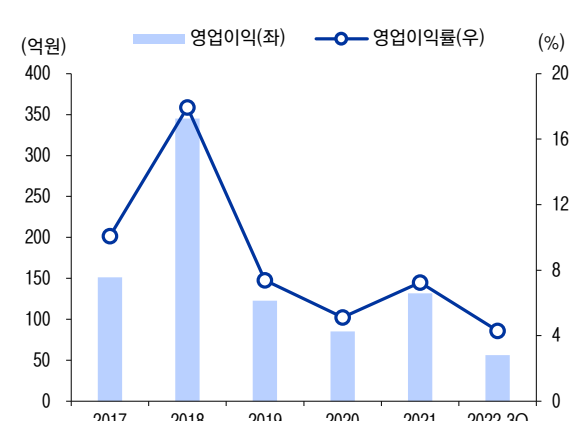
자료: DataGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림25 (별도)부광약품 매출액 및 영업이익 추이



자료: DataGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

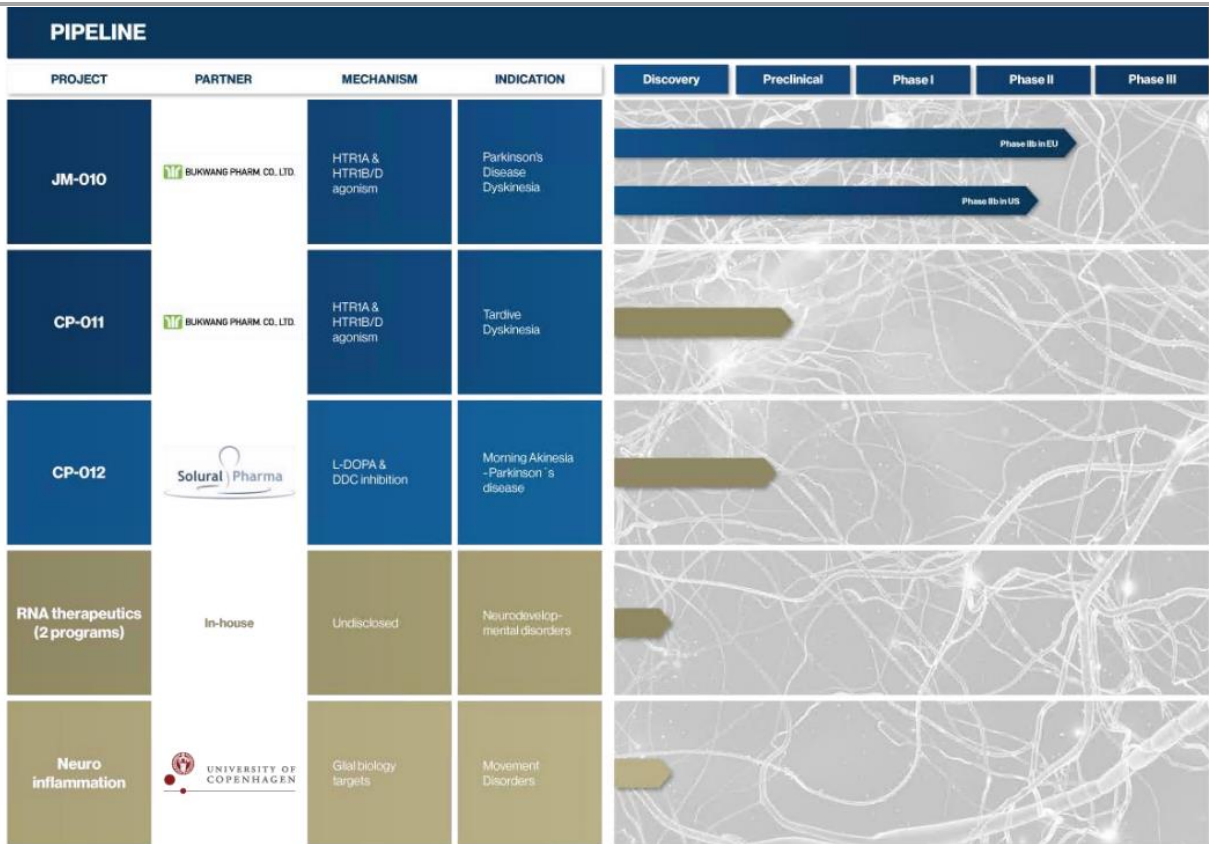
그림26 (별도)부광약품 영업이익 및 영업이익률 추이



자료: DataGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

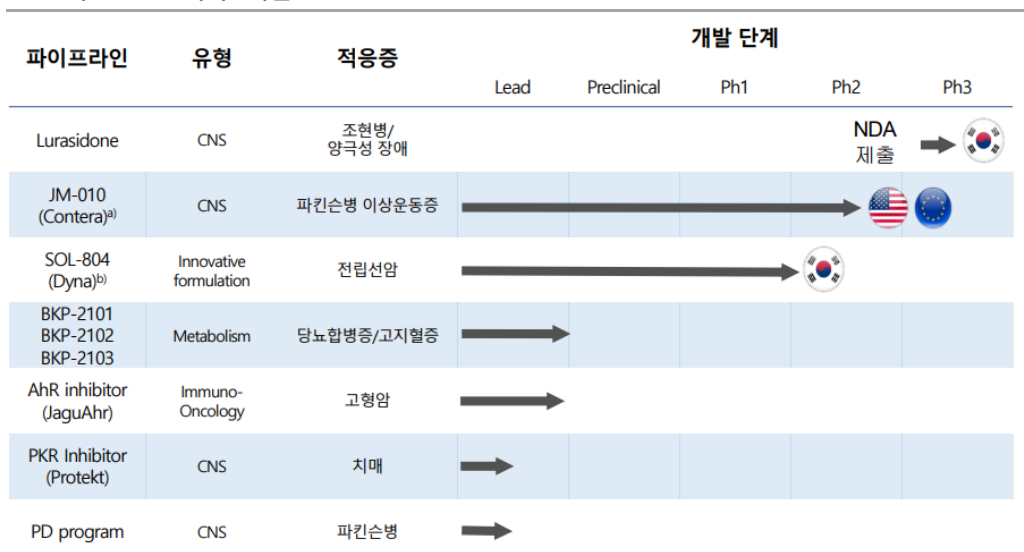
주요 파이프라인 현황

그림27 덴마크 자회사 콘테라파마 파이프라인 현황



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림28 주요 R&D 파이프라인



자료: 부광약품, 이베스트투자증권 리서치센터

부광약품 (003000)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
유동자산	124	220	177	198	186
현금 및 현금성자산	22	98	31	41	51
매출채권 및 기타채권	62	87	102	104	93
재고자산	40	35	43	51	39
기타유동자산	0	0	1	3	3
비유동자산	129	287	223	203	220
관계기업투자등	60	146	91	88	84
유형자산	57	115	113	105	123
무형자산	9	5	7	3	3
자산총계	253	507	400	401	407
유동부채	20	38	34	60	35
매입채무 및 기타채무	19	19	25	24	19
단기금융부채	0	0	0	20	2
기타유동부채	1	19	9	16	14
비유동부채	7	42	23	44	61
장기금융부채	0	0	2	36	38
기타비유동부채	7	42	21	8	22
부채총계	26	80	57	105	96
자배주주지분	227	426	343	297	311
자본금	22	24	32	33	36
자본잉여금	17	27	26	27	27
이익잉여금	215	356	336	292	287
비자배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	227	426	343	297	311

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
영업활동 현금흐름	14	8	-20	3	32
당기순이익(손실)	15	151	-3	-6	2
비현금수익비용가감	0	-159	24	24	14
유형자산감가상각비	5	5	6	6	5
무형자산상각비	1	1	0	0	0
기타현금수익비용	-5	-166	18	18	9
영업활동 자산부채변동	-8	-30	-17	-8	17
매출채권 감소(증가)	-9	-42	-7	5	12
재고자산 감소(증가)	0	8	-10	-8	12
매입채무 증가(감소)	2	-1	5	0	-3
기타자산, 부채변동	0	5	-5	-5	-3
투자활동 현금	-10	35	13	26	5
유형자산처분(취득)	-4	-4	-4	6	0
무형자산 감소(증가)	-1	0	-1	0	0
투자자산 감소(증가)	-4	38	18	20	5
기타투자활동	0	0	0	0	0
재무활동 현금	-18	34	-60	-19	-27
차입금의 증가(감소)	0	0	0	20	-20
자본의 증가(감소)	-18	34	-60	-37	-7
배당금의 지급	18	9	10	12	6
기타재무활동	0	0	0	-1	0
현금의 증가	-14	76	-68	10	11
기초현금	36	22	98	31	41
기말현금	22	98	31	41	51

자료: 부광약품, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019	2020	2021
매출액	150	193	166	166	182
매출원가	71	81	84	98	107
매출총이익	79	112	82	68	74
판매비 및 관리비	64	77	70	59	61
영업이익	15	35	12	8	13
(EBITDA)	21	41	18	15	18
금융손익	5	7	2	-2	0
이자비용	0	0	0	1	0
관계기업등 투자손익	0	156	-1	-5	0
기타영업외손익	0	0	-13	-6	-4
세전계속사업이익	21	198	1	-4	10
계속사업법인세비용	6	47	4	2	7
계속사업이익	15	151	-3	-6	2
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	15	151	-3	-6	2
지배주주	15	151	-3	-6	2
총포괄이익	18	167	-24	-9	19
매출총이익률 (%)	52.6	57.9	49.5	40.8	41.0
영업이익률 (%)	10.1	17.9	7.4	5.1	7.2
EBITDA 마진률 (%)	14.0	21.4	10.9	8.8	9.9
당기순이익률 (%)	9.9	78.5	-2.1	-3.3	1.3
ROA (%)	5.9	39.8	-0.8	-1.4	0.6
ROE (%)	6.5	46.2	-0.9	-1.7	0.8
ROIC (%)	7.6	16.1	-24.5	2.8	1.5

주요 투자지표

	2017	2018	2019	2020	2021
투자지표 (x)					
P/E	76.9	10.5	-183.3	-112.3	253.5
P/B	3.1	2.5	1.7	2.0	2.1
EV/EBITDA	49.2	27.1	34.0	45.0	35.2
P/CF	76.4	n/a	32.6	35.2	38.5
배당수익률 (%)	1.0	1.1	2.2	1.5	1.1
성장성 (%)					
매출액	5.6	28.3	-13.8	0.1	9.3
영업이익	-8.2	128.3	-64.5	-30.7	55.0
세전이익	-19.8	863.7	-99.6	적전	흑전
당기순이익	-27.5	922.1	적전	적지	흑전
EPS	-27.5	901.0	적전	적지	흑전
안정성 (%)					
부채비율	11.5	18.8	16.7	35.2	30.8
유동비율	636.0	578.0	521.2	327.9	528.1
순차입금/자기자본(x)	-9.7	-23.1	-8.1	5.2	-3.6
영업이익/금융비용(x)	n/a	n/a	139.8	8.8	40.8
총차입금 (십억원)	0	0	3	56	40
순차입금 (십억원)	-22	-98	-28	15	-11
주당지표 (원)					
EPS	207	2,068	-49	-80	36
BPS	5,097	8,725	5,398	4,577	4,378
CFPS	208	n/a	277	256	234
DPS	152	234	196	137	100

동국제약 (086450)

2023. 1. 31 Mid-Small Cap

2023년에도 안정적인 성장 기대감

Analyst 정홍식

02-3779-8468

hsjeong@ebestsec.co.kr

화장품 사업의 성장흐름 유지되고 있다.

동사의 헬스케어(화장품, 건기식, 생활용품 등) 사업부문 중에서 화장품(헬스케어 내 비중 74.6%) 부문은 2018년 527억원 → 2019년 832억원 → 2020년 922억원 → 2021년 1,215억원(CAGR 32.1%)의 고성장을 보이고 있으며, 3Q22 누적 1,110억원(+25.0% yoy)으로 성장흐름이 유지되고 있다.

이는 센텔리안24 브랜드를 기반으로 마데카크림 중심에서 스틱, 앰플, 더마펄스 뷰티디바이스(피부관리기) 등 제품 라인업을 확대하고 있기 때문이다. 참고로 동사의 화장품 라인업은 핵심원료인 TECA(마데카솔의 원재료)를 기반으로 가격대비 성능이 좋은 기능성(ex 마데카크림, 주름개선·미백·보습 기능)에 집중하고 있다.

2023년에는 수익성 강화를 위해 온라인 판매비중을 확대할 계획이며, 중국 봉쇄 완화를 기반으로 해외 파트너를 통한 중국시장 진출도 확대할 것으로 보인다.

4Q22 Preview

동국제약의 4Q22 실적은 매출액 1,602억원(+6.4% yoy), 영업이익 167억원(+2.7% yoy, OPM 10.5%)을 전망한다. 이는 당사의 기존 추정치 변경이 없는 것으로서 안정적인 흐름을 보이고 있는 것으로 파악된다.

동사의 실적은 매년 매출액 상승흐름을 보이고 있으며, 영업이익은 2021년 OTC 부문의 부진 + 마케팅비용 증가 + 동국생명과학 공장이전 비용 등의 요인으로 OPM이 크게 하락한 이후 점진적인 회복세를 보이고 있다. 이에 4Q22에도 매출액 & 영업이익 YoY 상승흐름이 가능할 것으로 보인다.

4Q22 사업부별 실적을 예상하면, 일반의약품 326억원(+6.7% yoy), 전문의약품 419억원(+10.2% yoy), 헬스케어 484억원(+6.6% yoy), 동국생명과학 260억원(+0.9% yoy), 해외사업 108억원(+7.9% yoy)으로 전 사업부문의 외형성장이 기대된다.

Buy (유지)

목표주가 (유지)	22,000 원
현재주가	16,600 원
상승여력	32.5 %

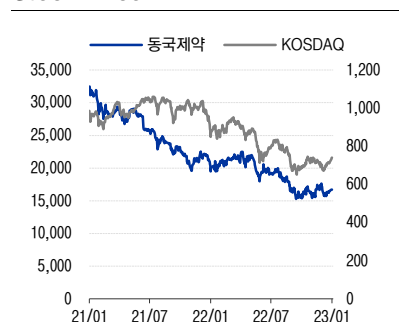
컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

Stock Data

KOSDAQ(1/30)	738.62 pt
시가총액	7,380 억원
발행주식수	44,460 천주
52 주 최고가 / 최저가	22,500 / 15,300 원
90 일 일평균거래대금	11.61 억원
외국인 지분율	18.3%
배당수익률(22.12E)	1.2%
BPS(22.12E)	11,038 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1개월 -8.7%
	6개월 -5.7%
	12개월 -8.7%
주주구성	권기범외 7인 46.1%
	FIDELITY 10.0%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2020	559.1	84.7	80.0	55.9	1,269	0.2	99.8	23.0	12.2	3.2	14.4
2021	594.2	63.2	69.8	50.3	1,142	-10.0	80.6	19.1	11.5	2.2	11.6
2022E	655.4	72.0	73.1	56.7	1,288	12.7	93.0	12.9	7.2	1.5	11.9
2023E	728.4	80.0	80.9	62.2	1,411	9.6	101.4	11.8	6.3	1.4	11.8
2024E	806.9	91.2	91.7	70.3	1,596	13.1	113.1	10.4	5.4	1.2	12.1

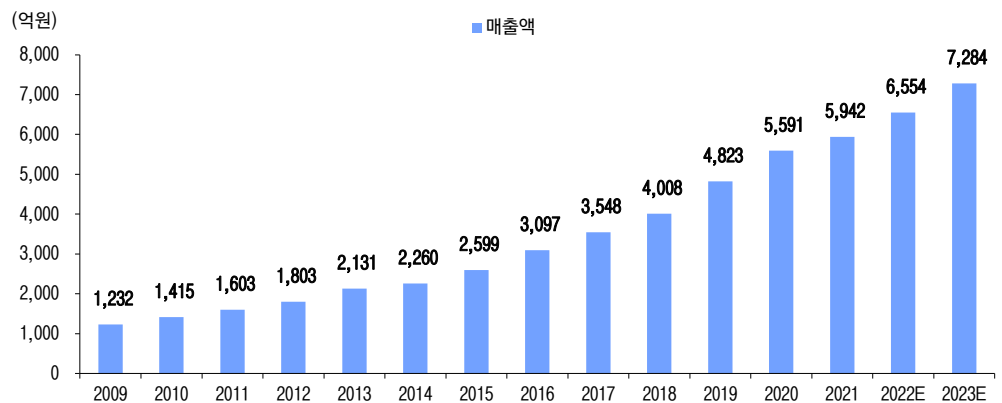
자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표12 연간실적 전망

(억원)	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	3,548	4,008	4,823	5,591	5,942	6,554	7,284	8,069
YoY	14.6%	13.0%	20.3%	15.9%	6.3%	10.3%	11.1%	10.8%
일반의약품(OTC)	948	1,099	1,210	1,355	1,187	1,320	1,411	1,503
전문의약품(ETC)	807	941	1,081	1,249	1,459	1,667	1,838	2,024
헬스케어(화장품 포함)	800	1,021	1,337	1,651	1,790	1,973	2,262	2,573
동국생명과학(자회사)	710	814	825	897	969	1,053	1,201	1,353
해외사업(수출)	364	287	351	405	488	509	560	605
기타 및 연결조정	-81	-154	19	32	49	32	12	11
YoY								
일반의약품(OTC)	5.8%	15.9%	10.1%	12.0%	-12.4%	11.2%	6.9%	6.5%
전문의약품(ETC)	-25.2%	16.6%	14.9%	15.6%	16.8%	14.2%	10.3%	10.1%
헬스케어(화장품 포함)	34.5%	27.6%	30.9%	23.5%	8.4%	10.3%	14.6%	13.7%
동국생명과학(자회사)	17.5%	14.6%	1.3%	8.8%	8.0%	8.6%	14.1%	12.6%
해외사업(수출)	0.0%	-21.2%	22.5%	15.4%	20.4%	4.4%	10.0%	8.0%
% of Sales								
일반의약품(OTC)	26.7%	27.4%	25.1%	24.2%	20.0%	20.1%	19.4%	18.6%
전문의약품(ETC)	22.7%	23.5%	22.4%	22.3%	24.6%	25.4%	25.2%	25.1%
헬스케어(화장품 포함)	22.5%	25.5%	27.7%	29.5%	30.1%	30.1%	31.1%	31.9%
동국생명과학(자회사)	20.0%	20.3%	17.1%	16.1%	16.3%	16.1%	16.5%	16.8%
해외사업(수출)	10.3%	7.2%	7.3%	7.2%	8.2%	7.8%	7.7%	7.5%
영업이익	501	551	686	847	632	720	800	912
% of sales	14.1%	13.8%	14.2%	15.2%	10.6%	11.0%	11.0%	11.3%
% YoY	6.7%	10.1%	24.4%	23.5%	-25.4%	13.8%	11.1%	14.1%

자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터
 주: IFRS 연결기준

그림29 동국제약 매출액 추이



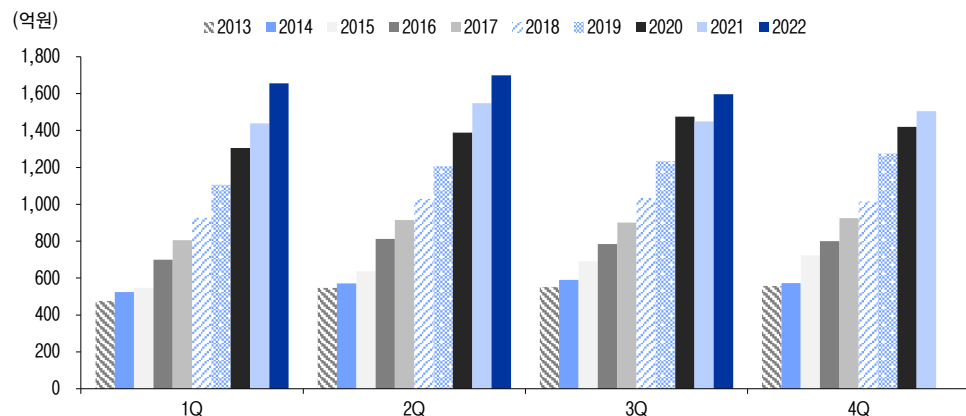
자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터
 주: IFRS 연결기준

표13 분기실적 전망

(억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E
매출액	1,657	1,699	1,597	1,602	1,768	1,854	1,826	1,835
YoY	15.1%	9.8%	10.1%	6.4%	6.7%	9.2%	14.4%	14.6%
일반의약품(OTC)	309	338	347	326	334	356	365	355
전문의약품(ETC)	414	420	414	419	447	458	462	471
헬스케어(화장품 포함)	509	512	468	484	535	564	576	587
동국생명과학(자회사)	265	268	259	260	293	307	302	299
해외사업(수출)	143	154	105	108	155	165	118	121
기타 및 연결조정	16	7	4	4	4	4	2	2
YoY								
일반의약품(OTC)	6.6%	8.7%	23.9%	6.7%	8.1%	5.4%	5.3%	8.9%
전문의약품(ETC)	22.5%	12.6%	12.4%	10.2%	8.1%	9.2%	11.6%	12.4%
헬스케어(화장품 포함)	10.2%	10.7%	13.9%	6.6%	5.0%	10.2%	23.2%	21.2%
동국생명과학(자회사)	19.5%	13.3%	2.6%	0.9%	10.4%	14.4%	16.6%	14.8%
해외사업(수출)	19.4%	12.4%	-20.3%	7.9%	8.9%	7.4%	12.8%	12.6%
% of Sales								
일반의약품(OTC)	18.7%	19.9%	21.7%	20.4%	18.9%	19.2%	20.0%	19.4%
전문의약품(ETC)	25.0%	24.7%	25.9%	26.2%	25.3%	24.7%	25.3%	25.7%
헬스케어(화장품 포함)	30.7%	30.1%	29.3%	30.2%	30.2%	30.4%	31.5%	32.0%
동국생명과학(자회사)	16.0%	15.8%	16.2%	16.3%	16.5%	16.6%	16.5%	16.3%
해외사업(수출)	8.6%	9.1%	6.6%	6.7%	8.8%	8.9%	6.5%	6.6%
영업이익	234	200	119	167	192	193	203	211
% of sales	14.1%	11.8%	7.4%	10.5%	10.9%	10.4%	11.1%	11.5%
% YoY	19.4%	26.4%	2.8%	2.7%	-17.9%	-3.2%	71.6%	25.9%

자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터
 주: IFRS 연결기준

그림30 동국제약 분기별 매출액 추이



자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터
 주: IFRS 연결기준

동국제약 (086450)

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	398.8	420.2	440.5	478.0	521.9
현금 및 현금성자산	54.5	85.4	100.3	121.7	149.4
매출채권 및 기타채권	135.4	138.0	143.2	151.2	159.2
재고자산	79.0	102.6	100.2	105.8	111.3
기타유동자산	129.8	94.2	96.7	99.4	102.1
비유동자산	264.4	329.8	343.5	359.2	376.0
관계기업투자등	46.1	70.3	77.6	86.2	95.5
유형자산	195.0	234.9	239.6	244.5	249.8
무형자산	7.3	6.9	6.9	6.8	6.7
자산총계	663.2	750.1	784.0	837.2	897.8
유동부채	164.9	242.6	232.4	232.9	233.7
매입채무 및 기타채무	92.3	110.9	106.4	112.4	118.3
단기금융부채	46.8	114.5	108.8	103.4	98.2
기타유동부채	25.8	17.2	17.2	17.2	17.2
비유동부채	62.5	25.8	25.2	24.7	24.2
장기금융부채	52.1	13.7	13.0	12.4	11.7
기타비유동부채	10.3	12.1	12.2	12.3	12.4
부채총계	227.4	268.4	257.7	257.6	257.8
자배주주지분	411.4	454.6	499.2	552.5	612.9
자본금	22.6	22.6	22.6	22.6	22.6
자본잉여금	14.3	14.5	14.5	14.5	14.5
이익잉여금	376.7	419.8	468.5	521.7	582.1
비자배주주지분(연결)	24.4	27.1	27.1	27.1	27.1
자본총계	435.8	481.6	526.3	579.5	640.0

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	59.1	44.7	64.1	73.2	81.8
당기순이익(손실)	57.9	52.9	57.3	63.1	71.3
비현금수익비용가감	48.0	34.0	14.0	17.8	18.0
유형자산감가상각비	15.0	17.2	20.9	21.3	21.8
무형자산상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
기타현금수익비용	28.3	9.4	-7.0	-3.6	-3.9
영업활동 자산부채변동	-28.6	-22.3	-7.3	-7.6	-7.6
매출채권 감소(증가)	-18.8	2.5	-5.2	-8.0	-7.9
재고자산 감소(증가)	-17.3	-24.7	2.4	-5.6	-5.5
매입채무 증가(감소)	13.5	12.5	-4.4	5.9	5.9
기타자산, 부채변동	-5.9	-12.6	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	-96.9	-43.5	-35.4	-37.5	-39.1
유형자산처분(취득)	-39.6	-51.0	-25.5	-26.3	-27.1
무형자산 감소(증가)	-1.7	1.3	-0.1	0.0	0.0
투자자산 감소(증가)	-50.0	4.2	-9.8	-11.3	-12.0
기타투자활동	-5.6	1.9	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	23.0	29.7	-13.8	-14.4	-15.0
차입금의 증가(감소)	3.5	39.2	-5.7	-5.4	-5.2
자본의 증가(감소)	-7.2	-8.0	-8.0	-8.9	-9.8
배당금의 지급	-7.2	-8.0	8.0	8.9	9.8
기타재무활동	26.7	-1.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	-15.7	30.9	14.9	21.3	27.7
기초현금	-70.3	-54.5	85.4	100.3	121.7
기말현금	54.5	85.4	100.3	121.7	149.4

자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	559.1	594.2	655.4	728.4	806.9
매출원가	221.7	243.9	274.9	306.7	344.5
매출총이익	337.4	350.3	380.5	421.7	462.4
판매비 및 관리비	252.7	287.0	308.6	341.7	371.2
영업이익	84.7	63.2	72.0	80.0	91.2
(EBITDA)	99.8	80.6	93.0	101.4	113.1
금융손익	-2.1	2.2	-1.9	-1.7	-1.5
이자비용	1.8	2.9	4.1	4.0	3.9
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-2.6	4.3	3.1	2.6	2.0
세전계속사업이익	80.0	69.8	73.1	80.9	91.7
계속사업법인세비용	22.2	16.8	15.8	17.8	20.3
계속사업이익	57.9	52.9	57.3	63.1	71.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	57.9	52.9	57.3	63.1	71.3
지배주주	55.9	50.3	56.7	62.2	70.3
총포괄이익	57.9	52.9	57.3	63.1	71.3
매출총이익률 (%)	60.3	58.9	58.1	57.9	57.3
영업이익률 (%)	15.2	10.6	11.0	11.0	11.3
EBITDA 마진률 (%)	17.9	13.6	14.2	13.9	14.0
당기순이익률 (%)	10.4	8.9	8.8	8.7	8.8
ROA (%)	9.3	7.1	7.4	7.7	8.1
ROE (%)	14.4	11.6	11.9	11.8	12.1
ROIC (%)	21.5	14.1	15.0	16.0	17.5

주요 투자지표

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
투자지표 (x)					
P/E	23.0	19.1	12.9	11.8	10.4
P/B	3.2	2.2	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	12.2	11.5	7.2	6.3	5.4
P/CF	12.5	11.3	10.5	9.3	8.4
배당수익률 (%)	0.6	0.8	1.2	1.3	1.4
성장성 (%)					
매출액	15.9	6.3	10.3	11.1	10.8
영업이익	23.5	-25.4	13.8	11.1	14.1
세전이익	5.8	-12.8	4.8	10.6	13.4
당기순이익	-2.0	-8.6	8.4	10.0	13.1
EPS	0.2	-10.0	12.7	9.6	13.1
안정성 (%)					
부채비율	52.2	55.7	49.0	44.5	40.3
유동비율	241.8	173.2	189.5	205.2	223.4
순차입금/자기자본(x)	-17.8	-8.7	-12.5	-16.5	-20.6
영업이익/금융비용(x)	47.2	21.9	17.4	19.8	23.2
총차입금 (십억원)	98.9	128.2	121.8	115.7	109.9
순차입금 (십억원)	-77.6	-42.0	-65.8	-95.8	-132.0
주당지표 (원)					
EPS	1,269	1,142	1,288	1,411	1,596
BPS	9,095	10,050	11,038	12,215	13,551
CFPS	2,341	1,921	1,577	1,788	1,975
DPS	180	180	200	220	240

환인제약 (016580)

2023. 1. 31

Mid-Small Cap

정신계 의약품 강자

Analyst 정홍식

02-3779-8468

hsjeong@ebestsec.co.kr

기업개요: 정신계 의약품에 특화

환인제약은 정신계 의약품(알츠하이머, 우울증 치료제 등)에 특화된 제약회사로 정신계 비중이 80.2%(3Q22 기준)이다. 동사의 의약품은 대부분 전문의약품 (ETC)이며 제네릭 위주로 종합병원 보다는 병·의원급을 대상으로 의약품을 공급하고 있다. 정신계 의약품 외에도 순환계 용약(비중 6.4%), 소화성 궤양용제(비중 2.3%), 해열 소염 진통제(비중 2.7%) 등의 다양한 라인업을 보유하고 있다.

경쟁력: 정신계 의약품 국내 선두권 기업

동사는 국내 선두권 정신계 의약품 전문 제약회사로서 다양한 제품 라인업과 네트워크 경쟁력을 보유하고 있다. 정신계 의약품 마케팅은 특성상 대면 영업에 있어 투입되는 시간대비 효과가 뚜렷이 발생하지 않기 때문에 이미 규모의 경제를 구축한 제약회사가 경쟁력이 높을 수 있다.

체크포인트

첫째, 정신계 의약품의 추세적인 성장: 동사의 정신계 의약품 매출액은 2013년 ~ 2021년 CAGR 8.7%(역성장 없음), 3Q22누적 +6.9% yoy 수준의 추세적인 성장을 보이고 있다. 중요한 점은 역성장 없이 매년 성장하고 있다는 것이며, 그 이유는 인구고령화에 따른 알츠하이머 등의 의약품 수요 증가 + 사회적인 인식변화로 우울증 치료제 등의 수요 증가가 진행되고 있기 때문이며, 이러한 흐름은 향후에도 지속될 가능성이 높아 중장기적인 관점에서 외형성장이 기대된다. 참고로 동사의 항우울제(아고틴+에프람정) 매출액은 2020년 46억원 → 2021년 142억원 → 2022년 188억원 → 2023년E 222억원으로 확대되고 있다.

둘째, 수익성 관점에서는 2023년 < 2024년 기대감: 동사의 OP margin은 2023년을 저점으로 점진적인 회복을 보일 것으로 기대된다. 2023년에는 1)안성 물류창고 개보수, 2)연구소 내부 공사 관련 등의 일회성 비용이 반영될 것이고, 3)2023년 3분기 가동이 시작될 것으로 보이는 향남 신공장의 선제적 고정비(인건비 등)가 상반기에는 매출기여 없이 비용으로만 반영될 것이기 때문이다.

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2020	171.7	28.4	31.1	23.2	1,532	25.1	32.5	10.9	8.1	1.0	8.2
2021	177.8	31.3	33.9	26.5	1,746	14.0	35.5	10.2	6.9	1.0	8.7
2022E	193.8	29.4	29.8	23.3	1,531	-12.3	38.2	11.4	7.3	1.0	7.2
2023E	213.3	21.7	22.5	17.5	1,149	-25.0	30.3	15.2	9.2	0.9	5.1
2024E	229.9	28.0	29.0	22.6	1,481	28.9	36.5	11.8	7.5	0.9	6.3

자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

Buy (유지)

목표주가 (유지) 21,000 원

현재주가 17,480 원

상승여력 20.1 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

Stock Data

KOSPI(1/30)	2,450.47 pt
시가총액	3,251 억원
발행주식수	18,600 천주
52 주 최고가 / 최저가	18,250 / 15,950 원
90 일 일평균거래대금	3.64 억원
외국인 지분율	14.5%
배당수익률(22.12E)	1.7%
BPS(22.12E)	18,050 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -10.3%
	6개월 2.0%
	12개월 13.6%
주주구성	이광식(외 2인) 21.9%
	자사주(외 1인) 17.9%
	FIDELITY 10.0%

Stock Price

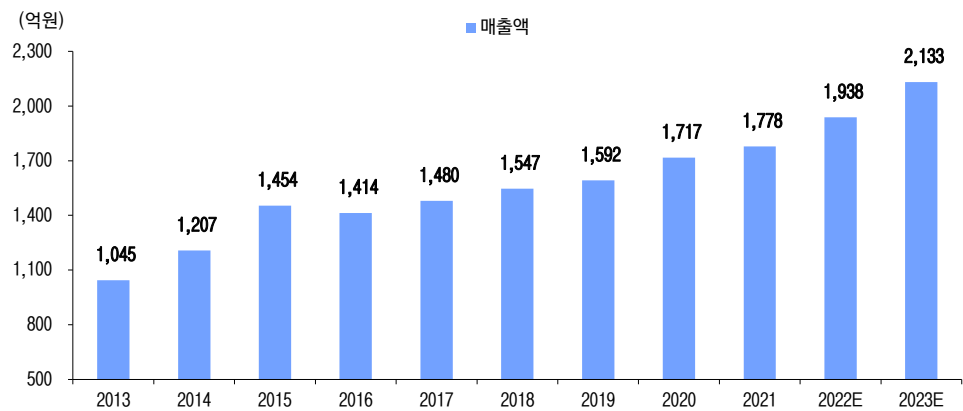


표14 연간실적 전망

(억원)	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E
매출액	1,547	1,592	1,717	1,778	1,938	2,133	2,299	2,464
YoY	4.5%	2.9%	7.9%	3.5%	9.0%	10.0%	7.8%	7.2%
정신신경용제	1,213	1,301	1,419	1,442	1,532	1,711	1,846	1,980
순환계용약	97	92	104	109	120	124	129	134
소화성궤양용제	89	63	40	47	52	53	54	54
골다공증	52	47	44	49	46	47	48	50
해열소염진통제	41	39	42	49	54	57	59	62
기타	54	50	68	82	133	140	162	185
YoY								
정신신경용제	5.2%	7.2%	9.1%	1.6%	6.3%	11.7%	7.9%	7.2%
순환계용약	-6.7%	-4.8%	13.0%	4.6%	10.2%	3.6%	3.7%	3.5%
소화성궤양용제	-1.8%	-30.0%	-36.6%	19.0%	10.6%	1.5%	1.1%	1.0%
골다공증	-3.1%	-9.7%	-6.0%	11.9%	-6.0%	2.5%	2.3%	2.2%
해열소염진통제	12.8%	-3.1%	5.8%	17.0%	11.0%	5.3%	3.6%	4.3%
기타	31.0%	-8.1%	36.1%	20.1%	62.9%	4.9%	16.2%	14.0%
% of Sales								
정신신경용제	78.5%	81.7%	82.7%	81.1%	79.1%	80.2%	80.3%	80.4%
순환계용약	6.3%	5.8%	6.1%	6.1%	6.2%	5.8%	5.6%	5.4%
소화성궤양용제	5.8%	3.9%	2.3%	2.7%	2.7%	2.5%	2.3%	2.2%
골다공증	3.3%	2.9%	2.6%	2.8%	2.4%	2.2%	2.1%	2.0%
해열소염진통제	2.6%	2.5%	2.4%	2.8%	2.8%	2.7%	2.6%	2.5%
기타	3.5%	3.1%	4.0%	4.6%	6.9%	6.5%	7.1%	7.5%
영업이익	273	262	284	313	294	217	280	310
% of sales	17.7%	16.4%	16.6%	17.6%	15.2%	10.2%	12.2%	12.6%
% YoY	-7.8%	-4.3%	8.6%	10.1%	-6.0%	-26.2%	29.3%	10.4%

자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터
 주: IFRS 연결기준

그림31 환인제약 매출액 추이



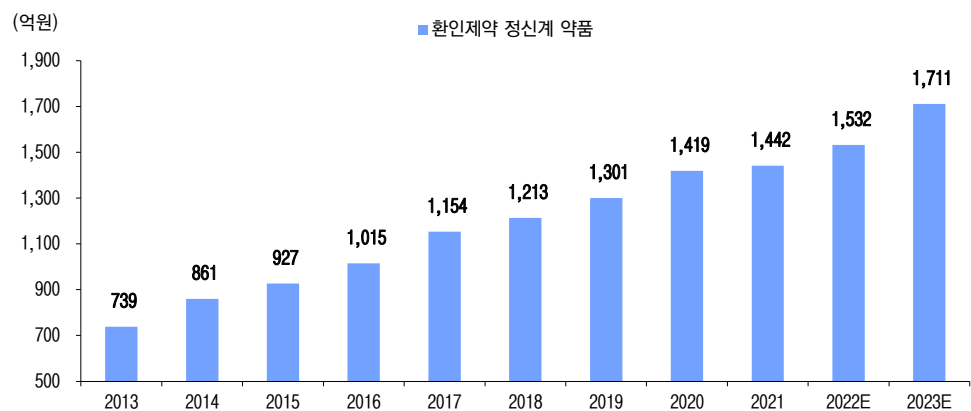
자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터
 주: IFRS 연결기준

표15 분기실적 전망

(억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E
매출액	488	486	494	470	533	538	542	519
YoY	8.0%	14.0%	9.8%	4.5%	9.2%	10.8%	9.7%	10.5%
정신신경용제	377	379	388	388	417	427	432	435
순환계용약	30	31	30	29	31	32	31	30
소화성궤양용제	14	13	13	13	14	13	13	13
골다공증	11	12	11	13	11	12	11	14
해열소염진통제	12	12	14	15	13	13	15	16
기타	45	40	37	11	47	42	39	12
YoY								
정신신경용제	2.8%	9.0%	9.0%	4.5%	10.5%	12.7%	11.4%	12.0%
순환계용약	2.8%	19.4%	16.0%	4.0%	3.3%	3.5%	3.9%	3.8%
소화성궤양용제	9.8%	17.2%	14.1%	2.2%	1.7%	1.9%	1.9%	0.7%
골다공증	-19.3%	5.4%	-12.8%	4.7%	3.4%	2.8%	1.8%	2.0%
해열소염진통제	6.4%	3.9%	27.9%	7.7%	6.7%	5.2%	5.1%	4.5%
기타	135.4%	107.7%	13.7%	5.5%	5.9%	5.4%	3.4%	4.0%
% of Sales								
정신신경용제	77.2%	78.0%	78.6%	82.6%	78.1%	79.3%	79.8%	83.7%
순환계용약	6.1%	6.3%	6.1%	6.2%	5.8%	5.9%	5.8%	5.9%
소화성궤양용제	2.8%	2.6%	2.7%	2.7%	2.6%	2.4%	2.5%	2.4%
골다공증	2.2%	2.4%	2.2%	2.8%	2.1%	2.2%	2.0%	2.6%
해열소염진통제	2.5%	2.5%	2.9%	3.3%	2.5%	2.4%	2.7%	3.1%
기타	9.2%	8.2%	7.6%	2.4%	8.9%	7.8%	7.1%	2.3%
영업이익	97	64	71	61	48	51	57	61
% of sales	19.9%	13.2%	14.5%	13.0%	8.9%	9.6%	10.6%	11.7%
% YoY	-19.5%	-15.6%	-2.0%	42.1%	-51.1%	-19.9%	-19.8%	-0.9%

자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터
 주: IFRS 연결기준

그림32 환인제약 정신계 의약품 매출액 추이



자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터
 주: IFRS 연결기준

환인제약 (016580)

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	214.4	242.4	212.0	222.2	237.4
현금 및 현금성자산	36.1	64.1	23.8	22.7	28.3
매출채권 및 기타채권	64.0	63.1	69.3	76.3	82.2
재고자산	32.8	32.7	35.7	39.3	42.4
기타유동자산	81.5	82.5	83.2	83.9	84.6
비유동자산	115.2	110.8	159.7	164.8	169.6
관계기업투자등	30.9	26.2	28.6	31.4	33.9
유형자산	43.6	45.1	88.4	86.5	85.3
무형자산	3.0	3.0	3.0	3.1	3.2
자산총계	329.6	353.2	371.8	387.0	407.0
유동부채	26.7	30.9	31.0	33.4	35.4
매입채무 및 기타채무	18.3	22.1	22.1	24.3	26.2
단기금융부채	0.5	0.4	0.3	0.2	0.1
기타유동부채	7.8	8.4	8.6	8.9	9.1
비유동부채	6.2	5.1	4.8	4.7	4.6
장기금융부채	1.6	1.3	1.0	0.8	0.8
기타비유동부채	4.6	3.8	3.8	3.8	3.8
부채총계	33.0	36.0	35.8	38.0	40.0
자배주주지분	296.1	316.9	335.7	348.7	366.7
자본금	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7
자본잉여금	21.1	21.1	21.1	21.1	21.1
이익잉여금	273.2	295.4	314.2	327.2	345.2
비자배주주지분(연결)	0.5	0.3	0.3	0.3	0.3
자본총계	296.6	317.2	336.0	349.0	367.0

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	22.8	35.3	19.7	14.0	20.9
당기순이익(손실)	23.2	26.5	23.3	17.5	22.6
비현금수익비용가감	10.6	11.4	5.3	4.5	5.1
유형자산감가상각비	3.7	3.8	8.3	8.1	8.0
무형자산상각비	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
기타현금수익비용	6.5	7.2	-3.4	-4.1	-3.4
영업활동 자산부채변동	-5.2	3.9	-9.0	-8.1	-6.8
매출채권 감소(증가)	-0.1	-0.1	-6.2	-7.0	-5.9
재고자산 감소(증가)	-5.1	0.0	-3.0	-3.6	-3.1
매입채무 증가(감소)	-0.2	3.6	-0.1	2.2	1.9
기타자산, 부채변동	0.3	0.4	0.3	0.3	0.3
투자활동 현금	0.6	-2.1	-55.2	-10.4	-10.6
유형자산처분(취득)	-7.3	-2.8	-51.6	-6.2	-6.8
무형자산 감소(증가)	-0.2	-0.4	-0.5	-0.5	-0.6
투자자산 감소(증가)	8.9	2.5	-3.1	-3.6	-3.2
기타투자활동	-0.8	-1.5	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	-5.2	-5.2	-4.7	-4.7	-4.7
차입금의 증가(감소)	-0.6	-0.6	-0.1	-0.1	-0.1
자본의 증가(감소)	-4.6	-4.6	-4.6	-4.6	-4.6
배당금의 지급	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	18.1	28.0	-40.2	-1.1	5.5
기초현금	18.0	36.1	64.1	23.8	22.7
기말현금	36.1	64.1	23.8	22.7	28.3

자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	171.7	177.8	193.8	213.3	229.9
매출원가	85.1	84.3	93.8	113.9	119.3
매출총이익	86.6	93.5	100.0	99.4	110.6
판매비 및 관리비	58.2	62.2	70.6	77.7	82.5
영업이익	28.4	31.3	29.4	21.7	28.0
(EBITDA)	32.5	35.5	38.2	30.3	36.5
금융손익	1.4	2.0	2.0	2.2	2.3
이자비용	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
관계기업등 투자손익	0.0	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타영업외손익	1.3	0.7	-1.6	-1.3	-1.3
세전계속사업이익	31.1	33.9	29.8	22.5	29.0
계속사업법인세비용	7.9	7.4	6.5	5.0	6.4
계속사업이익	23.2	26.5	23.3	17.5	22.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	23.2	26.5	23.3	17.5	22.6
지배주주	23.4	26.7	23.4	17.5	22.6
총포괄이익	26.4	25.0	23.3	17.5	22.6
매출총이익률 (%)	50.4	52.6	51.6	46.6	48.1
영업이익률 (%)	16.6	17.6	15.2	10.2	12.2
EBITDA 마진률 (%)	18.9	20.0	19.7	14.2	15.9
당기순이익률 (%)	13.5	14.9	12.0	8.2	9.8
ROA (%)	7.4	7.8	6.4	4.6	5.7
ROE (%)	8.2	8.7	7.2	5.1	6.3
ROIC (%)	9.7	11.5	9.9	6.3	7.9

주요 투자지표

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
투자지표 (x)					
P/E	10.9	10.2	11.4	15.2	11.8
P/B	1.0	1.0	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	8.1	6.9	7.3	9.2	7.5
P/CF	9.2	8.7	11.4	14.7	11.7
배당수익률 (%)	1.8	1.7	1.7	1.7	1.7
성장성 (%)					
매출액	7.9	3.5	9.0	10.0	7.8
영업이익	8.6	10.1	-6.0	-26.2	29.3
세전이익	10.1	9.0	-12.2	-24.4	28.9
당기순이익	24.6	14.1	-12.0	-24.7	28.9
EPS	25.1	14.0	-12.3	-25.0	28.9
안정성 (%)					
부채비율	11.1	11.3	10.6	10.9	10.9
유동비율	802.1	784.5	684.4	666.1	670.6
순차입금/자기자본(x)	-15.5	-26.9	-13.8	-13.2	-14.3
영업이익/금융비용(x)	904.6	606.7	412.6	341.5	485.7
총차입금 (십억원)	2.2	1.7	1.3	1.1	0.9
순차입금 (십억원)	-45.9	-85.4	-46.3	-46.1	-52.6
주당지표 (원)					
EPS	1,532	1,746	1,531	1,149	1,481
BPS	15,920	17,040	18,050	18,747	19,716
CFPS	1,815	2,037	1,539	1,186	1,489
DPS	300	300	300	300	300

대한약품 (023910)

2023. 1. 31

Mid-Small Cap

Analyst 정홍식

02-3779-8468

hsjeong@ebestsec.co.kr

고령화: 입원일수 증가 그리고 수액제 성장

기업개요

대한약품은 병·의원에서 입원의 경우 필요한 기초수액제와 앰플제, 그리고 영양수액제를 전문적으로 생산하는 기업이다. 제품 비중은 수액제 75.9%, 앰플 및 바이알 제품 22.5% 수준이며 주로 기초수액제를 공급하고 있다.

실적동향

동사의 3Q22 누적 실적은 매출액 1,364억원(+7.6% yoy), 영업이익 255억원(+17.4% yoy) 수준으로 성장을 보이고 있다. 이는 병원의 입원일수 회복(Q) 효과로 과거의 추세적인 성장흐름이 다시 재개되고 있는 것으로 파악된다.

체크포인트

첫째, 안정성: 동사의 기초수액제는 퇴장방지의약품(환자 진료에 반드시 필요하나 경제성이 없어 생산이나 수입을 기피하는 약제, 원가의 보전이 필요한 약제)로서 약가인하에 대한 리스크가 없고 원가보전이 가능하기 때문에 매년 흑자를 유지하고 있는 구조이다.

둘째, 성장성: 기초수액제는 병원에 입원할 경우 필수적으로 필요한 의약품이다. 국내 인구 고령화에 따른 병원의 입원일 수 증가로 동사의 매출액은 안정적인 성장흐름을 보이고 있다.

참고로 국내 병원입원일 수는 2008년 1.25억일 → 2019년(코로나 이전) 2.22억일 규모로 CAGR 5.4%의 성장을 보였다. 이는 국내 병원입원일 수 중에서 65세 이상 비중이 2008년 38.0% → 2019년 52.3% 수준으로 매년 확대(고령화 요인)되고 있기 때문이다. 코로나 시기에는 환경적 요인으로 2020년 일시적으로 감소하였으나, 다시 증가하는 모습(2020년 2.09억일 → 2021년 2.13억일, 1Q21 0.52억일 → 1Q22 0.55억일, +3.9% yoy)을 보이고 있다.

Buy (유지)

목표주가 (유지) **40,000 원**

현재주가 **29,150 원**

상승여력 **37.2 %**

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

Stock Data

KOSDAQ(1/30)	738.62 pt
시가총액	1,749 억원
발행주식수	6,000 천주
52 주 최고가 / 최저가	31,300 / 24,800 원
90 일 일평균거래대금	3.34 억원
외국인 지분율	16.6%
배당수익률(22.12E)	1.4%
BPS(22.12E)	38,040 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1개월 -13.5%
	6개월 14.5%
	12개월 -13.5%
주주구성	이윤우(외 7인) 35.3%
	FIDELITY 9.9%
	미래에셋자산운용 6.3%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2020	166.1	30.0	22.5	17.4	2,897	-38.3	41.3	11.4	3.8	1.1	10.0
2021	171.5	29.1	30.4	22.7	3,778	30.4	40.5	7.6	2.5	0.8	11.8
2022E	182.7	32.8	35.9	27.6	4,597	21.7	45.6	6.3	1.8	0.8	12.8
2023E	193.7	34.9	37.9	29.1	4,855	5.6	47.7	6.0	1.2	0.7	12.1
2024E	204.8	38.8	41.7	32.0	5,340	10.0	51.6	5.5	0.6	0.6	11.9

자료: 대한약품, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표16 연간실적 전망

(억원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	1,394	1,444	1,587	1,688	1,661	1,715	1,827	1,937
YoY	12.2%	3.6%	9.9%	6.3%	-1.6%	3.2%	6.5%	6.0%
수액제	1,121	1,154	1,275	1,317	1,289	1,315	1,388	1,480
앰플제	205	232	276	341	346	377	410	428
기타	69	58	36	30	26	23	28	29
YoY								
수액제	11.9%	3.0%	10.4%	3.3%	-2.1%	2.0%	5.6%	6.6%
앰플제	11.8%	13.3%	19.1%	23.3%	1.5%	9.0%	8.9%	4.2%
기타	17.9%	-15.0%	-37.7%	-17.7%	-13.7%	-10.4%	22.2%	3.4%
매출비중								
수액제	80.4%	79.9%	80.3%	78.0%	77.6%	76.7%	76.0%	76.4%
앰플제	14.7%	16.1%	17.4%	20.2%	20.8%	22.0%	22.5%	22.1%
기타	4.9%	4.0%	2.3%	1.8%	1.6%	1.3%	1.5%	1.5%
영업이익	217	323	362	336	300	291	328	349
% of sales	15.6%	22.3%	22.8%	19.9%	18.0%	17.0%	17.9%	18.0%
% YoY	16.2%	48.5%	12.3%	-7.1%	-10.9%	-3.0%	12.7%	6.7%

자료: 대한약품, 이베스트투자증권 리서치센터
 주: IFRS 연결기준

표17 분기실적 전망

(억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E
매출액	413	464	487	462	433	494	517	493
YoY	5.8%	7.9%	8.9%	3.4%	4.8%	6.3%	6.2%	6.7%
수액제	319	355	361	353	335	379	386	379
앰플제	87	101	119	104	91	106	123	108
기타	7	8	7	6	7	9	7	6
YoY								
수액제	6.7%	8.5%	4.1%	3.3%	4.9%	6.8%	7.0%	7.5%
앰플제	0.9%	5.6%	24.7%	3.9%	4.5%	4.6%	3.9%	4.0%
기타	34.6%	12.9%	46.5%	2.6%	3.0%	3.6%	3.5%	3.6%
매출비중								
수액제	77.3%	76.4%	74.2%	76.4%	77.3%	76.8%	74.8%	76.9%
앰플제	21.0%	21.8%	24.4%	22.4%	21.0%	21.5%	23.8%	21.8%
기타	1.7%	1.8%	1.4%	1.3%	1.7%	1.8%	1.4%	1.2%
영업이익	78	84	93	73	86	85	99	79
% of sales	18.9%	18.0%	19.1%	15.8%	19.8%	17.3%	19.2%	16.1%
% YoY	29.8%	18.7%	7.7%	-1.1%	9.5%	2.1%	6.8%	8.6%

자료: 대한약품, 이베스트투자증권 리서치센터
 주: IFRS 연결기준

대한약품 (023910)

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	121.7	147.5	172.1	199.1	228.3
현금 및 현금성자산	61.4	83.8	103.1	126.3	151.7
매출채권 및 기타채권	29.1	29.2	31.0	32.9	34.8
재고자산	23.7	20.6	23.6	25.1	26.5
기타유동자산	7.5	14.0	14.4	14.8	15.3
비유동자산	131.4	125.0	126.6	127.1	128.3
관계기업투자등	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	113.4	113.8	114.7	114.5	115.1
무형자산	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
자산총계	253.1	272.5	298.7	326.2	356.6
유동부채	39.2	46.1	47.0	47.9	48.9
매입채무 및 기타채무	27.4	27.3	29.1	30.9	32.7
단기금융부채	7.9	9.5	8.6	7.7	6.9
기타유동부채	3.9	9.3	9.3	9.3	9.3
비유동부채	31.9	23.6	23.4	23.2	23.1
장기금융부채	20.8	14.0	13.7	13.4	13.2
기타비유동부채	11.1	9.6	9.7	9.8	9.9
부채총계	71.2	69.7	70.5	71.2	72.0
자배주주지분	181.9	202.8	228.2	255.0	284.6
자본금	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
자본잉여금	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
이익잉여금	178.7	199.6	225.1	251.8	281.4
비자배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	181.9	202.8	228.2	255.0	284.6

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	33.6	40.6	36.5	39.4	42.4
당기순이익(손실)	17.4	22.7	27.6	29.1	32.0
비현금수익비용가감	27.7	21.8	11.9	11.9	12.0
유형자산감가상각비	11.3	11.4	12.8	12.8	12.8
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금수익비용	16.3	9.0	-0.9	-0.9	-0.9
영업활동 자산부채변동	-3.3	-0.7	-3.0	-1.6	-1.6
매출채권 감소(증가)	7.3	0.0	-1.9	-1.9	-1.9
재고자산 감소(증가)	-3.8	3.0	-3.0	-1.4	-1.4
매입채무 증가(감소)	-0.5	0.0	1.9	1.8	1.8
기타자산, 부채변동	-6.3	-3.7	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	-10.9	-11.5	-14.1	-13.0	-13.8
유형자산처분(취득)	-5.3	-11.8	-13.7	-12.6	-13.4
무형자산 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산 감소(증가)	9.0	6.2	-0.4	-0.4	-0.4
기타투자활동	-14.6	-5.9	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	-5.7	-7.4	-3.1	-3.3	-3.2
차입금의 증가(감소)	-3.5	-5.2	-1.0	-0.9	-0.8
자본의 증가(감소)	-2.1	-2.1	-2.2	-2.4	-2.4
배당금의 지급	2.1	2.1	2.2	2.4	2.4
기타재무활동	-0.1	-0.1	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	16.6	22.4	19.3	23.2	25.4
기초현금	44.8	61.4	83.8	103.1	126.3
기말현금	61.4	83.8	103.1	126.3	151.7

자료: 대한약품, 이베스트투자증권 리서치센터. 주: IFRS 연결기준

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	166.1	171.5	182.7	193.7	204.8
매출원가	109.5	115.4	122.3	129.9	135.8
매출총이익	56.5	56.0	60.3	63.8	69.0
판매비 및 관리비	26.6	27.0	27.6	28.9	30.2
영업이익	30.0	29.1	32.8	34.9	38.8
(EBITDA)	41.3	40.5	45.6	47.7	51.6
금융손익	-0.6	0.7	0.5	0.5	0.6
이자비용	0.6	0.5	0.0	0.0	0.0
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-6.8	0.6	2.6	2.5	2.4
세전계속사업이익	22.5	30.4	35.9	37.9	41.7
계속사업법인세비용	5.2	7.8	8.3	8.8	9.7
계속사업이익	17.4	22.7	27.6	29.1	32.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	17.4	22.7	27.6	29.1	32.0
지배주주	17.4	22.7	27.6	29.1	32.0
총포괄이익	17.4	22.7	27.6	29.1	32.0
매출총이익률 (%)	34.0	32.7	33.0	32.9	33.7
영업이익률 (%)	18.0	17.0	17.9	18.0	18.9
EBITDA 마진률 (%)	24.8	23.6	24.9	24.6	25.2
당기순이익률 (%)	10.5	13.2	15.1	15.0	15.6
ROA (%)	7.0	8.6	9.7	9.3	9.4
ROE (%)	10.0	11.8	12.8	12.1	11.9
ROIC (%)	16.1	15.9	19.0	19.8	21.6

주요 투자지표

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
투자지표 (x)					
P/E	11.4	7.6	6.3	6.0	5.5
P/B	1.1	0.8	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	3.8	2.5	1.8	1.2	0.6
P/CF	4.4	3.9	4.4	4.3	4.0
배당수익률 (%)	1.2	1.4	1.4	1.4	1.4
성장성 (%)					
매출액	-1.6	3.2	6.5	6.1	5.7
영업이익	-10.9	-3.0	12.7	6.6	11.0
세전이익	-39.3	35.1	18.0	5.6	10.0
당기순이익	-38.3	30.4	21.7	5.6	10.0
EPS	-38.3	30.4	21.7	5.6	10.0
안정성 (%)					
부채비율	39.1	34.4	30.9	27.9	25.3
유동비율	310.2	319.9	366.0	415.2	466.5
순차입금/자기자본(x)	-21.4	-35.9	-41.1	-46.5	-51.1
영업이익/금융비용(x)	48.6	61.9	n/a	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	28.8	23.5	22.3	21.2	20.1
순차입금 (십억원)	-38.8	-72.9	-93.8	-118.6	-145.4
주당지표 (원)					
EPS	2,897	3,778	4,597	4,855	5,340
BPS	30,321	33,801	38,040	42,495	47,435
CFPS	7,516	7,412	6,583	6,839	7,336
DPS	400	400	400	400	400

보령 목표주가 추이		투자이견 변동내역												
		일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%)			
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
		2021.11.08	변경	강하나										
		2021.11.08	Buy	20,000	-13.3		-33.0							
		2022.06.02	Buy	17,500	-30.9		-39.4							
		2022.10.07	Buy	15,500	-27.1		-34.4							
		2023.01.30	Buy	14,000										

JW 중외제약 목표주가 추이		투자이견 변동내역												
		일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%)			
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
		2022.04.20	변경	강하나										
		2022.04.20	Buy	40,000	-22.8		-36.8							
		2022.07.12	Buy	37,500	-32.3		-41.1							
		2022.09.30	Buy	30,000										

대원제약 목표주가 추이		투자이견 변동내역												
		일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%)			
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
		2021.11.08	신규	강하나										
		2021.11.08	Buy	23,000										

부광약품 목표주가 추이		투자이견 변동내역												
		일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%)			
					최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비	
		2023.01.31	변경	강하나										
		2023.01.31	NR	NR										

동국제약 목표주가 추이	투자이견 변동내역														
	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%)					
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비			
	20190711	변경	정홍식												
	20210319	Buy	38,000	-22.6		-28.6									
	20210908	Buy	35,000	-30.6		-34.5									
	20211116	Buy	30,000	-24.8		-32.8									
	20221019	Buy	22,000												

환인제약 목표주가 추이	투자이견 변동내역														
	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%)					
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비			
	20210106	변경	정홍식												
	20210209	Buy	24,000	-12.1		-21.3									
	20210429	Buy	26,000	-10.4		-26.5									
	20220404	Buy	21,000												

대한약품 목표주가 추이	투자이견 변동내역														
	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%)					
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비			
	20150420	변경	정홍식												
	20210525	Buy	40,000	-10.3		-24.2									
	20220526	Buy	40,000												

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 정홍식, 강하나).
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 - _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
 - _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
 - _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.0% 7.0% 100.0%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±15%로 변경 투자의견 비율은 2022. 1. 1 ~ 2022. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)