

KOSPI | 제약과생물공학

제일약품 (271980)

2023년 실적 턴어라운드의 원년

체크포인트

- 당사는 주로 외자사의 도입의약품과 제네릭을 판매하는 회사로 매출구조는 화이자, 다케다 등 외자사로부터 도입한 의약품 비중이 78%, 개량신약, 제네릭 등 제품 비중이 20%를 차지
- 지난 2023년 3월에 중국 상장 제약사인 리브존파마슈티컬 그룹에 역류성식도염 치료제 JP-1366를 선급금 약 200억원과 총 마일스톤 약 1,600억원에 중화권 판권을 기술수출함. 이번 선급금 유입으로 흑자전환에 성공할 전망
- 당사의 2023년, 2024년 예상 PER은 각각 23.9배, 22.4배 수준으로 국내 중소형 제약사 평균인 15.4배, 13.4배 대비 프리미엄 거래 중. 개량신약 출시를 통한 매출 성장률 상승세, 비용 절감을 통한 이익개선세, 추가적인 기술수출 등이 뒷받침 되어준다면 주가 우상향은 가능하다는 판단

주가 및 주요이벤트

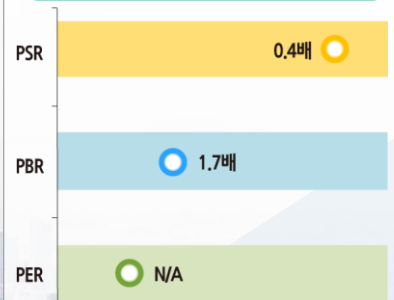


재무지표



주: 2022년 기준, Enguide WCS 분류 상 건강관리산업 내 등급화

벨류에이션 지표



주: PSR, PBR, PER은 2022년 기준, Trailing, Enguide WCS 분류 상 건강관리 산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

제일약품 (271980)

Analyst 이달미 talmi@kirs.or.kr
RA 양준호 junho.yang@kirs.or.kr

KOSPI
제약과생물공학

외자사 도입의약품 비중이 높은 회사

동사는 주로 외자사의 도입의약품과 제네릭을 판매하는 회사로 매출구조는 화이자, 다케다 등 외자사로부터 도입한 의약품 비중이 78%, 개량신약, 제네릭 등 제품 비중이 20%임. 도입의약품 중에서는 단일제품으로 화이자의 리피토 비중이 연간 1,800억원 이상으로 높고 그 이외에는 리리카, 비아그라 등이 있으며 다케다 제품으로는 란스톤 등이 있음. 하지만 높은 도입의약품 비중에 따른 원가 부담, 개량신약 관련 R&D 비용 증가로 인해 최근 실적은 2021년 이후 적자를 기록 중.

JP-1366 선급금 유입으로 2023년 흑자전환 전망

동사는 자회사인 온코넉 테라퓨틱스로 기존에 보유하던 JP-1366과 JPI-547을 이전, 자회사를 통한 신약 모멘텀 예상. 지난 2023년 3월에 중국 상장 제약사인 리브존파마슈티컬 그룹에 역류성식도염 치료제 JP-1366을 선급금 약 200억원과 총 마일스톤 약 1,600억원에 중화권 판권을 기술수출함. 이번 선급금 유입으로 흑자전환에 성공할 전망. JP-1366은 현재 국내 임상3상 단계에 있으며 2023년 중 임상 완료 후 식약처 허가신청에 들어갈 예정, 2024년말 혹은 2025년에는 출시 예상, 향후 지속적인 매출발생 전망.

업계 평균대비 높은 multiple

동사의 2023년, 2024년 예상 PER은 각각 23.9배, 22.4배 수준으로 국내 중소형 제약사 평균인 15.4배, 13.4배 대비 프리미엄 거래 중. 업계 평균대비 프리미엄 거래되고 있는 만큼 향후 실적개선 및 온코넉 테라퓨틱스의 R&D 기대감이 추가 상승 모멘텀으로 작용할 전망. 개량신약 출시를 통한 매출 성장률 상승세, 비용 절감을 통한 이익개선세, 추가적인 기술수출 등이 뒷받침 되어준다면 추가 우상향은 가능하다는 판단임.

Forecast earnings & Valuation

	2019	2020	2021	2022	2023F
매출액(억원)	6,714	6,913	7,007	7,222	7,734
YoY(%)	N/A	3.0	1.4	3.1	7.1
영업이익(억원)	2	129	-105	-135	131
OP 마진(%)	0.0	1.9	-1.5	-1.9	1.7
지배주주순이익(억원)	-102	69	-125	-131	122
EPS(원)	-696	470	-848	-890	829
YoY(%)	N/A	흑전	적전	적지	흑전
PER(배)	N/A	133.1	N/A	N/A	24.3
PSR(배)	0.8	1.3	0.7	0.4	0.4
EV/EBIDA(배)	69.1	44.0	N/A	N/A	17.5
PBR(배)	3.2	5.3	3.0	2.0	1.7
ROE(%)	-6.1	4.1	-7.3	-8.0	7.5
배당수익률(%)	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (5/24)	20,150원
52주 최고가	28,000원
52주 최저가	15,900원
KOSPI (5/24)	2,567.45p
자본금	74억원
시가총액	2,963억원
액면가	500원
발행주식수	15백만주
일평균 거래량 (60일)	6만주
일평균 거래액 (60일)	13억원
외국인지분율	2.97%
주요주주	제일파마홀딩스 외 8인 62.27%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.0	7.2	-15.5
상대주가	6.1	1.9	-14.2

- ▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 'ROE', 활동성 지표는 '순운전자본회전율', 유동성 지표는 '유동비율'임.
- 2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.



기업 개요

1 외자사 도입의약품의 비중이 높은 회사

매출구조는
 도입의약품 비중이 78%,
 개량신약,
 제네릭 비중이 20%임

동사는 주로 외자사의 도입의약품과 제네릭을 판매하는 회사로 매출구조는 화이자, 다케다 등 외자사로부터 도입한 의약품 비중이 78%, 개량신약, 제네릭 등 제품 비중이 20%이다. 도입의약품 중에서는 단일제품으로 화이자의 리피토 비중이 높는데 연간 1,800억원 이상의 매출액 시현 중, 그 이외에는 리리카, 비아그라 등이 있으며 다케다 제품으로는 란스톤 등이 있다. 하지만 높은 도입의약품 비중에 따른 원가 부담, 개량신약 관련 R&D 비용 증가로 인해 최근의 실적은 2021년 이후 적자를 기록 중에 있다.

특히 적자인 이유 중 가장 큰 부분은 연결로 인식되는 온코닉 테라퓨틱스의 적자 때문이다. 이 회사는 기존 신약 개발 부분을 2020년에 자회사로 분할하여 설립, 연결로 인식하고 있는데 매출 발생 없이 R&D 비용만 인식되다 보니 적자가 발생되고 있고 이것이 동사의 실적에도 영향을 미치고 있다.

2020년 5월에는 연구개발 전문
 회사 온코닉 테라퓨틱스가
 분할, JP-1366이 지난 3월에
 기술수출되어 선급금
 약 200억원이 발생

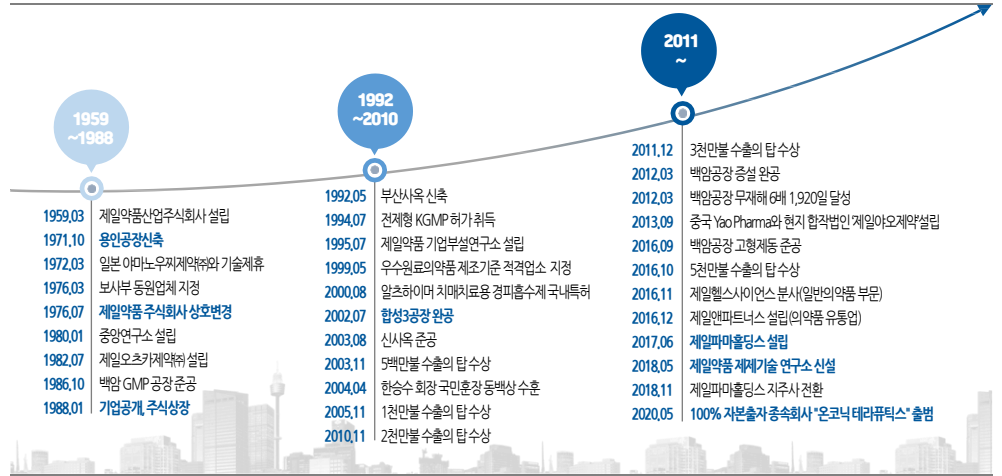
동사는 2017년 6월 제일파마홀딩스와 인적분할이 되었고 제일파마홀딩스가 49.2%의 지분을 보유하고 있다. 또한 2020년 5월에는 연구개발 전문회사 온코닉 테라퓨틱스가 동사로부터 분할되어 R&D 후보물질 중 역류성식도염 치료제 JP-1366과 항암제 JPI-547이 동사로부터 이전되어 개발되고 있다. 역류성식도염 치료제는 2023년 3월에 기술수출 되어 선급금 약 200억원이 발생, 이에 주목받고 있는 상황이다.

동사의 기업개요

회사명	제일약품 주식회사
대표이사	성석제
설립일 / 상장일	1959년 3월 7일 / 1988년 1월 22일
인적분할일	2017년 06월 01일
종업원	1,024명
자본금	74억원
주요사업	의약품, 의약품 원료, 건강보조식품 및 특수영양식품의 제조 및 판매
사업장	본사: 서울 서초구 사평대로 343 / 공장: 경기 용인시 처인구 백암면 청강가창로 7
홈페이지	www.jeilpharm.co.kr

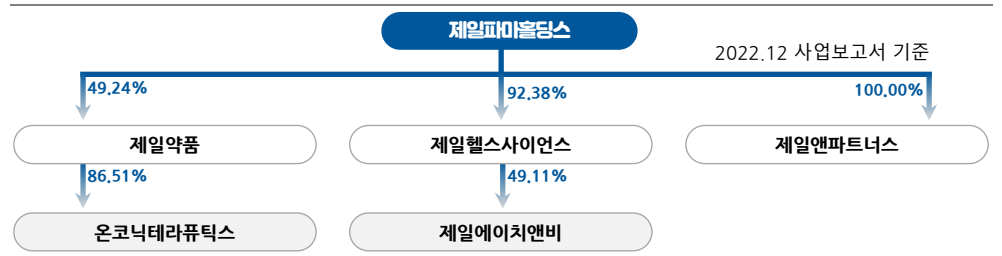
자료: 제일약품, 한국IR협의회 기업리서치센터

동사의 주요 연혁



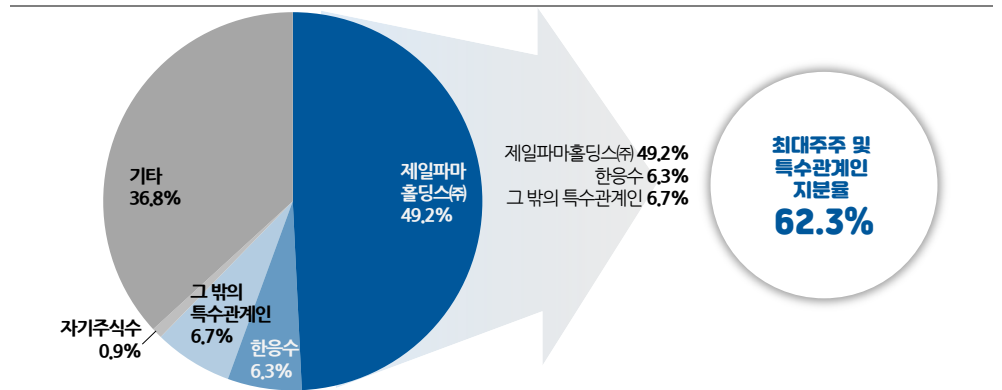
자료: 제일약품, 한국IR협회의 기업리서치센터

동사의 지분구조



자료: 제일약품, 한국IR협회의 기업리서치센터

동사의 주주구성



자료: 제일약품, 한국IR협회의 기업리서치센터

산업 현황

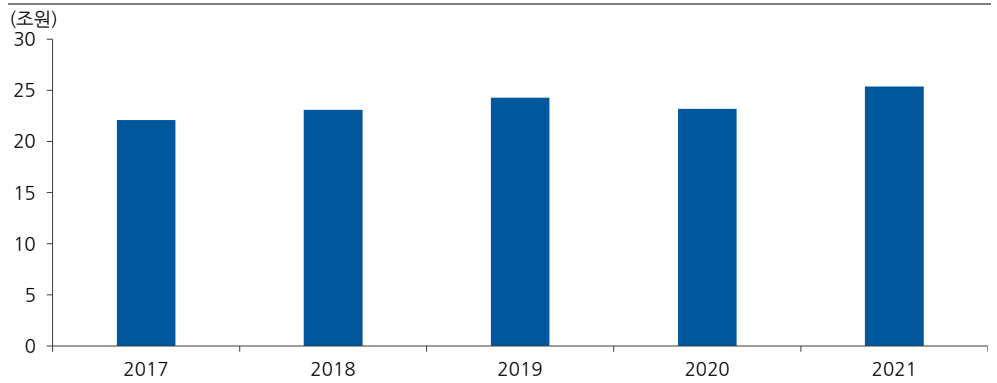
1 국내 제약산업 시장 현황

**2021년 기준 국내 제약산업
시장규모는 25.4조원 수준으로
전년대비 9.6%의 증가세 시현**

식품의약품안전처에 따르면 2021년 국내 제약산업 시장규모는 25.4조원 수준으로 전년대비 9.6% 증가하였다. 국내 제약시장은 2012년 일괄약가인하 이후 낮은 시장 성장률을 보이고 있는데 그 이유는 일괄약가인하 이후에도 제네릭 개발경쟁 심화, 영업환경 변화, 제네릭 약가제도 개편 등 때문인 것으로 판단된다.

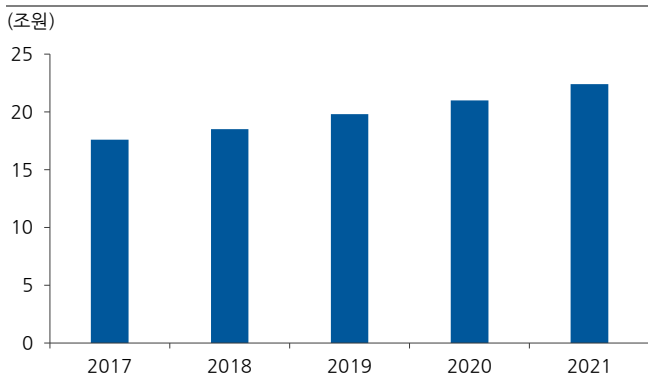
그러나 개인건강에 대한 관심증가, 노인성 질환의 보장성 강화, 신규 신약, 개량신약 수요의 증가로 국내 의약품 시장은 향후에도 안정적인 성장세를 유지할 것으로 전망된다. 특히 고령화로 인한 만성질환 증가로 인해 의약품에 대한 수요는 꾸준히 증가할 것으로 전망된다. 또한 질병 치료에 대한 필요성은 경기변동에 크게 좌우되지 않는다는 점을 감안하면 국내 제약산업은 안정적인 성장세를 꾸준히 유지할 것이다.

국내 의약품 시장규모는 25.4조원 수준



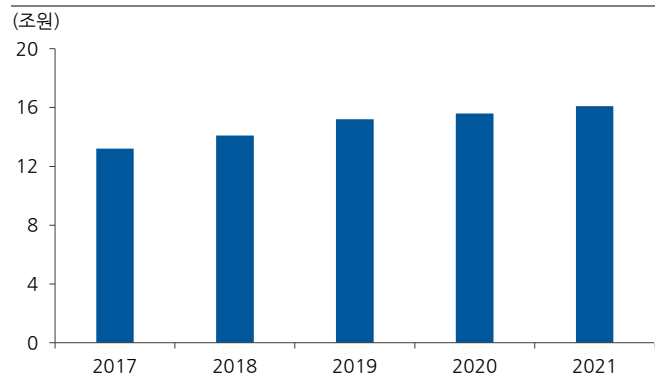
자료: 식품의약품안전처, 한국R협의회 기업리서치센터

국내 완제의약품 총생산 규모



자료: 식품의약품안전처, 한국R협의회 기업리서치센터

국내 원의처방 시장규모



자료: 식품의약품안전처, 한국R협의회 기업리서치센터

완제의약품은 전문의약품과 일반의약품으로 구분

의약품은 크게 원료의약품과 완제의약품으로 분류된다. 완제의약품은 다시 전문의약품(Ethical Drug: ETC)와 일반의약품(Over-the-Counter Drug: OTC)로 나뉜다. 일반의약품은 경기 변동과 계절성에 민감하나 전문의약품은 소비구조의 특성상 상대적으로 안정적인 성장세를 보이고 있다. 산업 특성상 제약산업 자체가 여타 산업대비 경기변동에는 덜 민감하나 환율 등 원료 수급에 영향을 미치는 부분 그리고 정부의 정책변화에 따라 수익구조가 변동될 가능성은 있다.

전문의약품(ETC)

- 약리작용, 적응증으로 볼 때 의사 또는 치과의사의 전문적 진단, 감독에 따른 사용 필요
- 심각한 부작용 발현 빈도가 높은 의약품
- 적절한 용법용량 설정 필요
- 오남용 우려가 높은 의약품
- 습관성 및 의존성, 내성문제(마약, 향정신성의약품 포함)

자료: 한국R협의회 기업리서치센터

일반약품(OTC)

- 의사나 치과의사의 처방 없이 사용하더라도 안전성 및 유효성을 기대할 수 있는 의약품
- 부작용 범위가 비교적 좁음
- 일반국민이 스스로 적응증의 선택, 용량준수, 부작용 예방 및 처치 등 직접 사용 및 판단 가능
- 오남용 우려가 적은 의약품
- 경미한 질병의 치료, 예방 또는 건강의 유지증진

자료: 한국R협의회 기업리서치센터

국내 제약산업은 제품의 개발력과 기술력이 시장의 경쟁력을 좌우하는 핵심이 되고 있다. 국내 선도 제약회사들의 경우 자체적으로 개발한 신약과 시장성이 높은 개량신약을 보유하고 있다.

또한 최근의 고령화 추세로 인해 만성질환에 대한 치료 수요가 급증하면서 관련된 약효군이 지속적으로 증가하고 있다. UN 자료에 따르면 GDP 상위 15개 국가 중 한국이 상대적으로 빠른 속도로 고령화가 나타나고 있다. 일반적으로 65세 이상의 인구가 14%를 상회하면 고령사회, 20%를 상회하면 초고령사회라 부른다. 다음 표를 보면 2020년 이후의 수치는 UN의 전망치인데 한국은 2040년대에는 초고령사회로 진입할 것으로 전망, 대부분의 선진국들은 2040년에는 초고령사회에 진입할 것을 전망하였다. 이에 따라 의약품에 대한 수요는 꾸준히 증가할 것으로 예상, 관련하여 제약산업은 지속적인 성장세를 유지할 것으로 판단된다.

글로벌 선진국들의 고령화는 빠르게 진행 중

	1960	1980	2000	2020	2040	2060	2080	2100
WORLD	5%	6%	7%	9%	14%	19%	22%	24%
US	9%	11%	12%	16%	22%	26%	29%	30%
CHINA	4%	4%	7%	13%	26%	36%	40%	41%
JAPAN	6%	9%	18%	30%	35%	38%	39%	39%
GERMANY	12%	16%	16%	22%	29%	32%	32%	34%
UK	12%	15%	16%	19%	25%	28%	32%	33%
INDIA	3%	4%	4%	7%	12%	19%	26%	30%
FRANCE	12%	14%	16%	21%	27%	30%	33%	34%
ITALY	10%	13%	18%	23%	35%	37%	38%	38%
CANADA	8%	9%	12%	18%	24%	27%	31%	32%
KOREA	3%	4%	7%	16%	34%	44%	47%	44%
RUSSIA	6%	10%	12%	15%	21%	27%	27%	28%
BRAZIL	3%	4%	6%	9%	17%	26%	31%	34%
AUSTRALIA+NEW ZEALAND	9%	10%	12%	16%	22%	27%	30%	32%
SPAIN	8%	11%	17%	20%	31%	38%	39%	39%
MEXICO	3%	4%	5%	8%	15%	23%	31%	35%

자료: UN, 한국R협의회 기업리서치센터

2 국내 제약산업의 특성

의약품은 더 큰 관점에서 봤을 때 합성약품과 바이오의약품으로 나뉘

의약품은 ETC와 OTC로 분류되기도 하지만 더 큰 관점에서 봤을 때 합성약품과 바이오의약품으로 구분되기도 한다. 합성약품은 합성신약, 개량신약, 제네릭으로 나뉜다. 국내 제약산업은 신약보다는 제네릭 의약품 비중이 높아 완전경쟁 시장을 형성하고 있다. 제네릭 약기는 정부의 규제에 크게 영향을 받아 지속적으로 낮아지고 있어 이 또한 국내 제약산업의 낮은 시장 성장률의 원인으로 작용하고 있다.

의약품은 크게 합성약품과 바이오의약품으로 나뉜다



자료: 제1약품, 한국R협의회 기업리서치센터

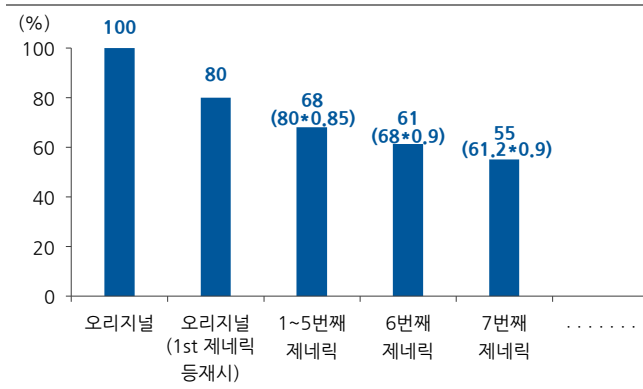
합성약품은 합성신약, 개량신약, 제네릭으로 구분

구분	정의
합성신약	이미 허가된 의약품과는 화학 구조나 본질 조성이 전혀 새로운 신물질 의약품 또는 신물질의 유효성분으로 함유한 복합제제 의약품
개량신약	기존 오리지널 의약품의 구조나 제제, 용도 등을 변형시켜 개발한 의약품
제네릭	특허가 만료된 오리지널 합성의약품을 모방해 만든 의약품으로 기허가된 의약품과 조성분, 함량, 제형 및 용법과 용량이 동일한 의약품

자료: 휴온스, 한국R협의회 기업리서치센터

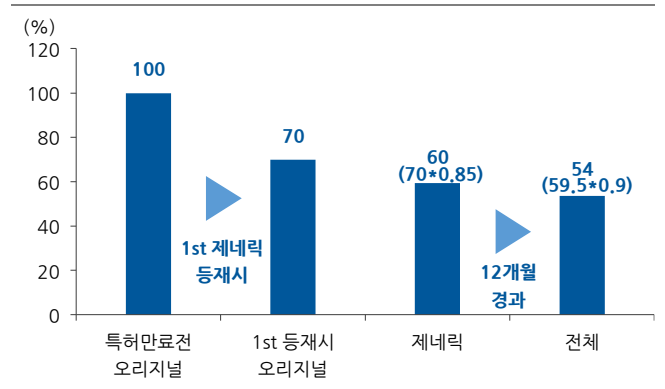
국내 제네릭 의약품은 2012년 2월 보건복지부의 일괄약가인하 시행으로 2012년 4월 1일부터 이미 특허가 만료되고 제네릭 제품이 출시된 기등재의약품 가격이 2007년 1월1일자 동일성분의약품 최고 가격의 53.55%까지 인하되었다. 2012년 이전에는 계단식으로 약가가 낮아진 반면, 2012년 이후부터는 동일성분의 제네릭일 경우 동일한 약가를 일괄적으로 적용하면서 약가가 대폭 낮아지게 되었다. First 등재시 오리지널의 경우 오리지널 가격의 70.0%, 이후 출시되는 동일성분의 제네릭은 모두 59.5%, 12개월이 경과되면 53.55%까지 낮아지게 된다.

2012년 4월 이전 제네릭 의약품의 단계별 약가인하



자료: 서울대학교 보건대학원, 한국R협의회 기업리서치센터

2012년 4월 이후 제네릭 일괄약가인하 시행



자료: 서울대학교 보건대학원, 한국R협의회 기업리서치센터

2012년 이후 7년동안 일괄약가인하가 유지되다 2020년 7월 1일에 제네릭 의약품 약가제도가 개편되었다. 우선 제네릭 의약품이 2가지 조건을 만족해야 하는데 1. 자체 생물학적 동등성 시험을 실시하거나, 2. 등록된 원료 의약품을 사용하였고 약제급여목록표에 20개 이내로 약제가 등재되었다면 오리지널 약가의 53.55%를 받을 수 있다. 만약 2가지 조건 중 1가지만 만족한다면 45.52%의 약가를, 2가지 모두 만족하는 조건이 없으면 38.69%의 약가를 적용 받게 되는 것이다.

이는 이전보다 약가산정에 있어 더 보수적으로 바뀌었음을 의미, 제네릭 의약품을 보유하고 있는 제약사들에게는 수익성 악화로 이어질 수 있는 우려가 제기되었다. 따라서 결국은 꾸준한 R&D 투자를 통한 자체개발 의약품, 높은 개량신약 개발역량, 우수한 연구 인프라를 보유한 기업이 살아남을 수 있는 시장으로 재편되고 있는 상황이다.

2020년에 개정된 제네릭 의약품의 약가산정 구조

	20개 이내		20개 이후
2개 조건 모두 만족	1개 조건 만족	만족조건 없음	최저가의 85%
53.55%	45.52%	38.69%	
	-53.55%의 85%	-45.52%의 85%	

주: 조건 1은 자체 생물학적 동등성 시험 실시, 조건 2는 식약처에 등록된 원료의약품 사용
 자료: 언론보도, 한국R협의회 기업리서치센터



투자포인트

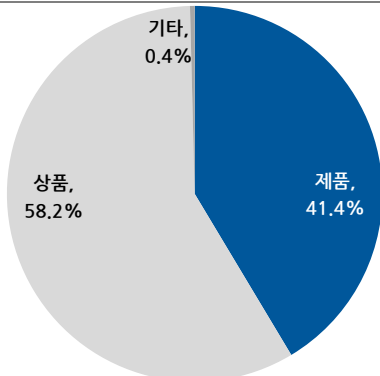
1 상품 매출의 비중이 높은 만큼 안정적인 매출 창출

외자사 오리지널 의약품 도입은
동사의 안정적인
cash cow 역할을 하고 있고
글로벌 네트워크를
제공해주고 있음

동사 매출의 78%는 외자사의 오리지널 신약을 도입한 상품 매출에서 발생, 이는 동사의 안정적인 cash cow 역할을 하고 있다는 판단이다. 특히 화이자와 다케다사로부터 도입한 의약품 비중이 높아 인지도 높은 오리지널 의약을 주로 판매하고 있다. 동사의 전체 매출 중 가장 높은 비중인 25%를 차지하는 품목이 고지혈증 치료제 리피토이다. 연간 매출액 1,800억원 이상을 시현하고 있어 동사의 cash cow 역할을 하고 있다. 리피토는 화이자 오리지널 제약사로 국내 처방율 1위의 고지혈증 치료제이다. 고객 충성도가 높고 매년 고지혈증 환자수는 꾸준하게 증가하고 있기 때문에 리피토가 동사의 메인 cash cow 역할을 하고 있다는 판단이다. 그 밖에도 다케다 제약의 당뇨병 치료제 네시나, 액토스 등의 오리지널 의약품도 꽤 큰 부분의 매출비중을 차지하면서 안정적인 매출창출을 하고 있다.

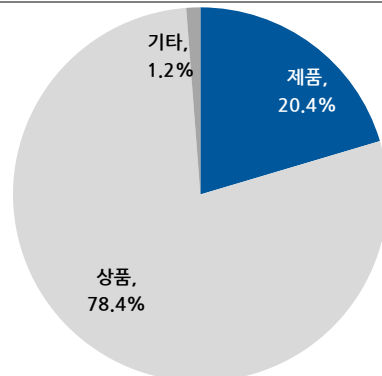
높은 글로벌 제약사 도입비중은 동사에게 견고한 글로벌 네트워크를 제공해주고 있다. 동사는 현재 화이자를 비롯하여 다케다, 교와기린, 다이치산쿄, 아스텔라스 등 글로벌 유명 제약사들과의 견고한 파트너십을 유지하고 있다. 이렇게 형성된 파트너십은 향후 기술수출 혹은 해외진출을 용이하게 해 줄 것으로 전망되어 긍정적이다.

2012년 동사의 상품매출 비중은 58.2%에 불과



자료: 제일약품, 한국IR협의회 기업리서치센터

2022년 상품매출 비중 78%까지 상승하며 안정적인 매출창출 유지



자료: 제일약품, 한국IR협의회 기업리서치센터

글로벌 주요 파트너사를 통한 협업 진행 중



자료: 제일약품, 한국R협의회 기업리서치센터

2 온코닉 테라퓨틱스를 통해 활발한 신약개발 진행 중

온코닉 테라퓨틱스를 통해 JP-1366, JP-547을 보유, JP-1366은 선급금 약 200억원과 마일스톤 약 1,600억원에 기술수출

동사는 자회사인 온코닉 테라퓨틱스로 기존에 보유하던 JP-1366과 JP-547을 이전, 자회사를 통한 신약 모델링이 예상되어 긍정적이다. 현재 주목받고 있는 후보물질은 JP-1366인데 지난 2023년 3월에 중국 상장 제약사인 리브존파마슈티컬 그룹에 역류성식도염 치료제 JP-1366을 선급금 약 200억원과 총 마일스톤 약 1,600억원에 기술수출하였다. 리브존파마슈티컬 그룹은 2021년 기준 중국내 매출액 약 2.4조원을 기록, 위식도 역류질환 분야에서 연간 약 6천억원의 매출을 시현 중이다. 중국 선전과 홍콩 거래소에 상장, 이번 계약으로 중국, 대만, 홍콩 마카오 지역의 판권을 보유하게 된다.

JP-1366은 역류성식도염 치료제 시장에서 기존 PPI(프로톤펌프저해제)보다 효능이 좋은 차세대 P-CAB(칼륨 경쟁적 위산분비 억제제) 계열 신약 후보물질이다. P-CAB 제제는 식사 여부와 무관하게 복용이 가능하고 약효 발현 시간은 1시간 이내로 짧은 반면, 지속기간은 최대 일주일로 기존 치료제 대비 길어 의사와 환자 모두가 선호하는 제제이다. 따라서 최근의 추세는 기존 PPI를 P-CAB이 대체하고 있다.

산업데이터인 아이큐비아(IQVIA)에 따르면 글로벌 소화성 궤양용제 시장규모는 16조원으로 추산되고 있다. 그중에서 중국이 3조 1,000억원으로 전체 비중의 19%를 차지하며 1위를 기록하고 있고 미국은 2조 8,000억원으로 17%로 2위를 기록하고 있다. 한국의 시장규모는 5,316억원으로 7위의 위치에 있다. 따라서 미국과 중국에 진출해야 블록버스터급 의약품으로 등극할 수 있다.

이미 HK이노엔의 케이캡이 중국과 미국 진출에 앞장서고 있고 대응계약의 펙수프라잔 역시 중국 진출을 개시, JP-1366은 국내 업체 중에서 3번째 진출이다. 따라서 후발주자로서의 우려가 있을 수 있으나 중국의 역류성식도염 시장은 조단위로 시장규모가 크며 지속 성장하고 있기 때문에 서로 간의 경쟁보다는 같이 성장할 수 있는 기회가 될 전망이다.

JP-1366은 현재 국내 임상3상 단계에 있으며 2023년 중 임상을 마치고 식약처 허가신청에 들어갈 예정, 2024년 말 혹은 2025년에는 출시가 예상되어 이에 따른 매출발생이 긍정적이라는 판단이다.

온코닉 테라퓨틱스 연구개발 진행 현황 및 향후 계획

구분	품목	적응증	현재 진행단계	비고
신약	JP-547	항암제	임상 2 상	제일약품으로부터 이전
	JP-1366	역류성식도염 치료제	임상 3 상	제일약품으로부터 이전
과제	인간배아세포로부터 줄기 세포치료제	망막질환치료제, 파킨슨치료제	기술이전	에스바이오메딕스

자료: 온코닉 테라퓨틱스, 한국R협의회 기업리서치센터

3 개량신약 개발을 통한 매출 성장세

자체적으로는 개량신약 개발을 통한 매출성장세 가능

동사는 자체 R&D로는 신약개발 보다는 매출로 빨리 이어질 수 있는 개량신약 개발에 집중하고 있다. R&D파이프라인으로는 신약과제와 개량신약 두가지 카테고리 나뉜다. 개량신약 중에서도 당뇨병 치료제인 JLP-2008의 경우 현재 국내 임상3상 진행 중, 올해 안으로 임상을 완료할 예정이다. 임상 완료 이후 2024년에는 출시가 예상되는데 동사가 개발 중인 JLP-2008은 복합제이기 때문에 2024년 하가 이후 매출 창출에 긍정적인 전망이다. 따라서 현재 가장 기대감이 큰 개량신약 후보물질은 당뇨병 치료제 JLP-2008이다.

신약개발 후보물질 중 뇌졸중 치료제 JPI-289는 임상2a상이 완료된 상태로 현재 공동개발 파트너링 및 해외 기술수출을 모색 중에 있다. JPI-289는 PARP-1 저해제로 원승이 뇌졸중 동물모델 전임상 시험에서 세계 최고의 효능을 확보한 바 있다. 임상2a상에서는 1차 유효성 평가변수와 2차 유효성 평가변수 그리고 안전성 평가항목에서 모두 긍정적인 치료경향을 확인, 향후 기술수출에 유리하게 작용할 것으로 판단된다.

제일약품 연구개발 진행 현황 및 향후 계획

구분	품목	적응증	현재 진행단계(국가)	비고 (현재 정부과제는 종료 회사자체연구 진행)
신약 과제	JPI-289 (주 1)	뇌졸중 치료제	임상 2a 상 진행 완료	범부처사업단과제
	JP-2266 (주 2)	당뇨병 치료제	유럽임상 1 상 진행 완료	국가신약개발사업단과제 선정
	RA	류마티스관절염 치료제	비임상시험 진행중	자체연구
	Cancer2 (주 2)	혈액암 치료제	비임상시험 진행중	국가신약개발사업단과제 선정
	Inflammation1	염증질환 치료제	Lead 도출 진행 중	자체연구
	Cancer3	항암제	Lead 최적화 진행 중	자체연구
	Inflammation2	폐섬유화증 치료제	Hit 도출	자체연구
합성 원료	JLP-1920	항혈소판제	제제연구 진행 중	자체개발
	JLP-2002	과민성방광염	품목 허가 승인 및 발매 완료	해외 신약 도입
개량 신약	JLP-2004	진통제	임상 1 상 준비	자체개발
	JLP-2008	당뇨	임상 1 상 완료, 임상 3 상(한국) 진행 중	자체개발

주1): 보고서일 현재 정부과제는 종료, 주2): 보고일 현재 국고보조금을 수령하여 연구 진행중임

자료: 제일약품, 한국IR협의회 기업리서치센터

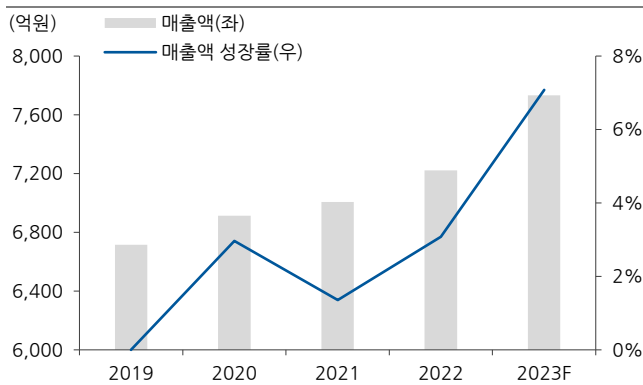
실적 추이 및 전망

1 R&D비용 증가로 최근 2년 동안 영업적자 시현

**R&D비용으로 최근 2년 연속
영업이익 적자를 기록**

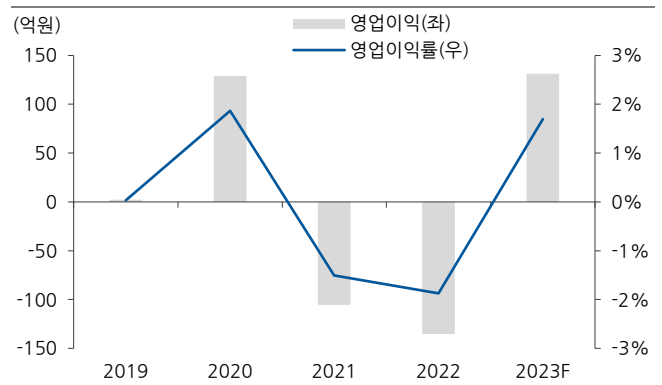
동사의 2022년 연간 실적은 연결기준 매출액 7,222억원(+3.1%YoY), 영업적자 135억원을 시현하면서 2021년 영업적자 105억원에 이어서 2022년에도 연속 적자를 기록하였다. 동사의 실적이 2년 연속 적자를 지속하는 가장 큰 이유는 R&D 비용 증가 때문이다. 자회사로 분할된 온코너 테라퓨틱스가 연결 실적으로 인식, 최근 역류성식도염 치료제 JP-1366이 임상 3상을 진행하면서 많은 R&D 비용이 발생되어 영업적자를 기록하였다. 그러나 2023년에는 JP-1366의 기술이전으로 흑자전환이 예상된다.

동사의 연도별 매출액 추이



자료: 제일약품, 한국IR협의회 기업리서치센터

동사의 연도별 영업이익 추이



자료: 제일약품, 한국IR협의회 기업리서치센터

2 2023년에는 마일스톤 유입으로 흑자전환 성공

**2023년 연결실적으로 유입되는
온코너 테라퓨틱스의 기술수출
로 선급금 200억원이 인식되면
서 흑자전환 전망**

2023년 연간 실적은 연결기준 매출액 7,734억원(+7.1%YoY), 영업이익 131억원으로 흑자전환에 성공할 것으로 전망된다. 흑자전환의 가장 큰 원인은 2023년 1분기에 인식된 JP-1366의 선급금 200억원 때문이다. 또한, 2023년 ETC 사업부문의 성장세는 기존 한자리수 성장세에서 유지될 전망이며 당뇨병 치료제 개량신약 출시의 매출 인식은 2024년부터 본격적으로 반영될 예정이다. 따라서 2023년은 실적 턴어라운드의 원년이 될 것으로 전망된다.

동사의 연간 실적 전망 Table

	2019	2020	2021	2022	2023F
매출액(억원)	6,714.1	6,913.2	7,006.9	7,222.3	7,734.0
리피토	1,679.1	1,685.6	1,766.1	1,829.1	1,884.0
리리카	619.0	647.3	669.8	720.8	742.4
상품기타	2,876.7	3,036.9	3,161.6	3,171.0	3,266.1
제품	1,511.1	1,517.9	1,381.8	1,479.1	1,641.5
마일스톤					200.0
영업이익	2.3	129.0	-105.3	-135.0	131.2
법인세차감전순이익	-5.5	125.5	-138.3	-132.5	128.1
당기순이익	-102.4	69.6	-149.9	-150.1	140.9
성장률(YoY%)					
매출액	-	3.0	1.4	3.1	7.1
영업이익	-	5414.3	적전	적지	흑전
법인세차감전순이익	-	흑전	적전	적지	흑전
당기순이익	-	흑전	적전	적지	흑전
수익성(%)					
영업이익	0.0	1.9	적자	적자	1.7
법인세차감전순이익	적자	1.8	적자	적자	1.7
당기순이익	적자	1.0	적자	적자	1.8

자료: 제일약품, 한국IR협의회 기업리서치센터

Valuation

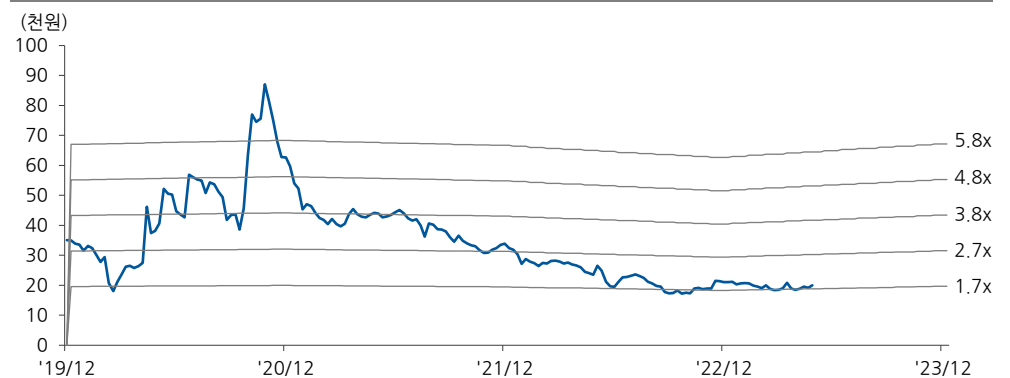
1 업계 평균대비 높은 multiple

최근의 이벤트성 주가 상승으로
국내 중소형 제약사 평균보다
프리미엄 거래되고 있어
향후 이익개선세,
추가적인 기술수출 등이
뒷받침 된다면
주가 우상향 가능

동사의 주가는 과거 코로나19 팬데믹때 화이자 백신 수주에 대한 기대감으로 크게 급등하였다. 최근에는 동사가 지분 22.5%(한국오츠카제약)를 보유한 오츠카제약과 룬드백이 공동으로 개발한 조현병 치료제가 미국 FDA 승인으로 간접적 수혜에 대한 기대감으로 주가가 상승하였다. 이와 같이 이벤트성 주가 상승으로 인해 동사는 업계 평균대비 높은 multiple이 형성되어 있다는 판단이다. 이에 따라 동사의 2023년, 2024년 예상 PER은 각각 23.9배, 22.4배 수준으로 국내 중소형 제약사 평균인 15.4배, 13.4배 대비 프리미엄 거래되고 있다.

업계 평균대비 프리미엄 거래되고 있는 만큼 향후 실적개선 및 온코너 테라퓨틱스의 R&D에 대한 기대감이 주가 상승 모멘텀으로 작용할 전망이다. 개량신약 출시를 통한 매출 성장률 상승세, 비용 절감을 통한 이익개선세, 추가적인 기술수출 등이 뒷받침 되어준다면 주가 우상향은 가능하다는 판단이다.

동사의 PBR 밴드 차트



자료: 제일약품, 한국IR협의회 기업리서치센터

국내 중소형 제약사 Valuation Table

(단위: 원, 억원, %)

	제일약품	보령	JW중외제약	동아에스티	휴온스	대원제약	평균	
코드	A271980	A003850	A001060	A170900	A243070	A003220		
현재 주가 (5/23)	19,950	9,040	24,500	57,200	33,200	14,590		
시가총액	2,934	6,210	5,595	4,928	3,963	3,205		
매출액	2021	7,007	6,273	6,066	5,932	4,369	3,542	
	2022	7,222	7,605	6,844	6,354	4,924	4,789	
	2023F	7,734	8,579	7,943	6,370	5,574	5,104	
	2024F	8,264	9,318	9,103	6,761	6,232	5,534	
영업이익	2021	-105	414	312	156	453	194	
	2022	-135	566	630	167	409	430	
	2023F	131	605	902	329	579	545	
	2024F	140	695	1,269	374	691	597	
영업이익률	2021	-1.5	6.6	5.1	2.6	10.4	5.5	
	2022	-1.9	7.4	9.2	2.6	8.3	9.0	
	2023F	1.7	7.1	11.4	5.2	10.4	10.7	
	2024F	1.7	7.5	13.9	5.5	11.1	10.8	
순이익	2021	-125	430	-10	128	308	70	
	2022	-131	419	319	136	224	319	
	2023F	123	399	308	270	444	439	
	2024F	131	454	372	330	519	495	
EPS 성장률	2021	-280.4	50.3	93.7	-52.7	-44.7	-60.4	-49.0
	2022	-5.0	-6.7	흑전	5.7	-27.0	356.9	64.8
	2023F	흑전	-4.6	-6.2	99.1	97.7	36.8	44.5
	2024F	6.5	13.7	21.3	22.3	17.0	12.7	15.6
PER	2021	N/A	22.3	N/A	47.2	16.8	50.6	34.2
	2022	N/A	14.9	14.0	37.9	15.5	12.8	19.0
	2023F	23.9	15.6	18.2	18.3	8.9	7.3	15.4
	2024F	22.4	13.7	15.0	14.9	7.6	6.5	13.4
PBR	2021	3.0	2.0	2.6	0.9	1.9	1.6	2.0
	2022	2.0	1.2	1.9	0.8	1.2	1.6	1.4
	2023F	1.7	1.1	2.3	0.7	1.2	1.1	1.4
	2024F	1.6	1.1	2.1	0.7	1.1	1.0	1.2
ROE	2021	-7.3	10.6	-0.5	2.0	12.2	3.2	3.4
	2022	-8.0	8.5	14.5	2.0	8.2	13.6	6.5
	2023F	7.5	7.7	12.3	4.0	14.7	16.3	10.4
	2024F	7.5	8.4	13.5	4.8	15.2	16.0	10.9
PSR	2021	0.7	1.5	0.9	1.0	1.2	1.0	1.1
	2022	0.4	0.8	0.7	0.8	0.7	0.9	0.7
	2023F	0.4	0.7	0.7	0.8	0.7	0.6	0.7
	2024F	0.4	0.7	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6

주:1) 제일약품과 휴온스, JW중외제약, 대원제약의 미래전망치는 당사 전망치, 경쟁사의 미래전망치는 컨센서스 기준, 2) 시가총액과 주가는 5월 23일 종가 기준
 자료: Fnguide, 한국IR협의회 기업리서치센터

리스크 요인

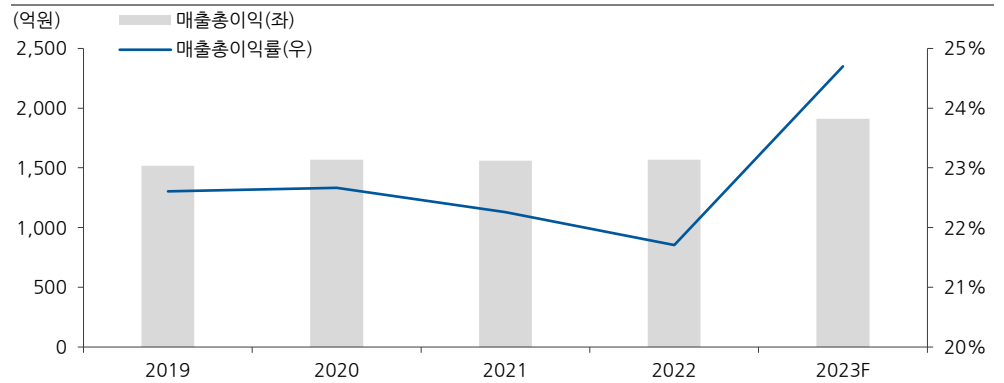
1 매출 성장률 개선과 R&D 파이프라인 강화 필요

낮은 한자리수대의
매출 성장률과
높은 도입의약품 비중으로
낮은 매출총이익률이
리스크 요인

동사는 지주사 분할 이후 한자리수대의 낮은 매출 성장률에 그치고 있는 상황이다. 이에 따라 판관비의 증가가 영업적자로 직결되는 주된 원인이 되고 있다는 판단이다. 또한 도입의약품의 경우 높은 인지도에 따른 안정적인 매출창출에는 긍정적이거나 높은 원가율로 인해 이익률 하락으로 이어지고 있다. 따라서 자체개발 제품과 같은 고마진 상품의 비중을 높이는 것이 필요하다는 판단이다.

R&D의 경우 역류성식도염 치료제 JP-1366의 기술수출은 긍정적이거나 그 이외에도 좀더 다양한 파이프라인 구축이 필요할 것으로 판단된다. R&D 비용을 투자하며 자체개발 제품의 비중을 늘려야 중장기적으로 안정적인 이익 창출이 가능할 것이라는 판단이다.

동사의 높은 상품비중에 따라 낮은 매출총이익률



자료: 제일약품, 한국IR협의회 기업리서치센터

포괄손익계산서

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
매출액	6,714	6,913	7,007	7,222	7,734
증가율(%)	N/A	3.0	1.4	3.1	7.1
매출원가	5,196	5,346	5,447	5,654	5,824
매출원가율(%)	77.4	77.3	77.7	78.3	75.3
매출총이익	1,518	1,567	1,560	1,568	1,910
매출이익률(%)	22.6	22.7	22.3	21.7	24.7
판매관리비	1,515	1,438	1,665	1,703	1,779
판매비율(%)	22.6	20.8	23.8	23.6	23.0
EBITDA	80	219	-14	-46	230
EBITDA 이익률(%)	1.2	3.2	-0.2	-0.6	3.0
증가율(%)	N/A	174.4	적전	적지	흑전
영업이익	2	129	-105	-135	131
영업이익률(%)	0.0	1.9	-1.5	-1.9	1.7
증가율(%)	N/A	5,414.3	적전	적지	흑전
영업외손익	-9	-4	-26	4	-3
금융수익	1	1	2	36	40
금융비용	14	11	84	32	43
기타영업외손익	4	7	56	0	0
종속/관계기업관련손익	1	0	-7	-1	-1
세전계속사업이익	-6	126	-138	-132	127
증가율(%)	N/A	흑전	적전	적지	흑전
법인세비용	97	56	12	18	-13
계속사업이익	-102	70	-150	-150	140
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-102	70	-150	-150	140
당기순이익률(%)	-1.5	1.0	-2.1	-2.1	1.8
증가율(%)	N/A	흑전	적전	적지	흑전
지배주주지분 손이익	-102	69	-125	-131	122

현금흐름표

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
영업활동으로인한현금흐름	290	-190	191	-151	215
당기순이익	-102	70	-150	-150	140
유형자산 상각비	74	87	89	86	93
무형자산 상각비	3	3	3	3	6
외환손익	3	1	2	3	0
운전자본의감소(증가)	216	-398	146	-152	-3
기타	96	47	101	59	-21
투자활동으로인한현금흐름	-11	-56	-80	-129	-90
투자자산의 감소(증가)	-2	-3	-15	0	1
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-11	-24	-53	-111	-100
기타	2	-29	-12	-18	9
재무활동으로인한현금흐름	-166	151	111	336	61
차입금의 증가(감소)	-120	183	-124	113	68
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-9	-10	-10	-9	-7
기타	-37	-22	245	232	0
기타현금흐름	-2	-1	-1	-1	0
현금의증가(감소)	110	-96	221	55	186
기초현금	25	135	39	260	314
기말현금	135	39	260	314	500

재무상태표

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
유동자산	2,641	2,775	2,847	2,916	3,154
현금성자산	135	39	260	314	500
단기투자자산	0	27	40	1	2
매출채권	1,415	1,412	1,294	1,378	1,433
재고자산	841	1,093	1,025	992	972
기타유동자산	250	204	228	231	247
비유동자산	1,363	1,322	1,418	1,653	1,664
유형자산	1,204	1,155	1,257	1,384	1,391
무형자산	43	41	38	94	97
투자자산	11	19	50	94	95
기타비유동자산	105	107	73	81	81
자산총계	4,004	4,097	4,265	4,569	4,818
유동부채	2,085	2,181	2,219	2,687	2,803
단기차입금	60	304	242	406	456
매입채무	1,496	1,434	1,531	1,516	1,532
기타유동부채	529	443	446	765	815
비유동부채	230	191	372	326	327
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	138	77	15	0	0
기타비유동부채	92	114	357	326	327
부채총계	2,315	2,372	2,591	3,013	3,130
지배주주지분	1,689	1,724	1,682	1,579	1,694
자본금	74	74	74	74	74
자본잉여금	1,491	1,491	1,553	1,553	1,553
자본조정 등	-33	-36	-44	-48	-48
기타포괄이익누계액	169	167	204	204	204
이익잉여금	-12	28	-104	-203	-89
자본총계	1,689	1,725	1,673	1,556	1,688

주요투자지표

	2019	2020	2021	2022	2023F
P/E(배)	N/A	133.1	N/A	N/A	24.3
P/B(배)	3.2	5.3	3.0	2.0	1.7
P/S(배)	0.8	1.3	0.7	0.4	0.4
EV/EBITDA(배)	69.1	44.0	N/A	N/A	17.5
배당수익률(%)	0.2	0.1	0.2	0.2	0.2
EPS(원)	-696	470	-848	-890	829
BPS(원)	11,483	11,724	11,439	10,739	11,518
SPS(원)	45,659	47,013	47,650	49,115	52,595
DPS(원)	70	70	65	50	50
수익성(%)					
ROE	-6.1	4.1	-7.3	-8.0	7.5
ROA	-2.6	1.7	-3.6	-3.4	3.0
ROIC	N/A	3.1	-4.7	-6.9	6.8
안정성(%)					
유동비율	126.7	127.3	128.3	108.6	112.5
부채비율	137.1	137.5	154.9	193.6	185.4
순차입금비율	11.2	24.8	22.2	45.7	62.9
이자보상배율	0.2	12.0	-5.4	-4.5	3.5
활동성(%)					
총자산회전율	1.7	1.7	1.7	1.6	1.6
매출채권회전율	4.7	4.9	5.2	5.4	5.5
재고자산회전율	8.0	7.1	6.6	7.2	7.9

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소기업 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '小中한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설 방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.