

KOSDAQ | 제약과생물공학

한국파마 (032300)

정신신경계 영역에 강점을 보유한 중소제약회사

체크포인트

- 한국파마는 정신신경계(조현병치료제, 우울증치료제, 수면제 등) 및 소화기계 질환에 강점을 보유한 국내 제약회사
- 대표적인 특허품목으로는 대장 내시경 전 복용하는 세계 최초 PEG(폴리에틸렌글리콜) 기반의 저용량 장세정제 플렌부산, 조현병 치료제 쿠에티정, 리스돈정 등이 있음
- 2023년 국내최초 PEG 기반의 액체타입 변비치료제 크리롤액, 비항정신성 수면제 파마독세핀정, 2024년 FDA 허가받은 경구용 빈혈치료제 아크루퍼캡슐 등의 신제품 출시를 통해 매출성장 이어갈 전망
- 현 주가수준에서 2021년 발행한 대규모 전환사채의 조기상환 가능성은 부담 요인

주가 및 주요이벤트

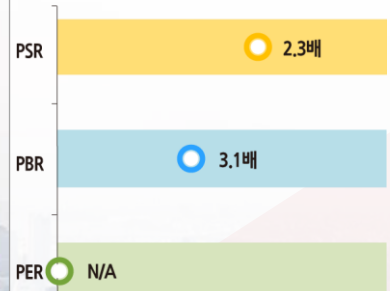


재무지표



주: 2022년 기준, Fnguide WICS 분류 상 건강관리산업 내 등급화

벨류에이션 지표



주: PSR, PER은 2022년 기준, PBR은 2023기준 Trailing, Fnguide WICS 분류 상 건강관리산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

한국파마 (032300)

Analyst 박선영 sypark@kirs.or.kr
RA 서지원 jiwon.seo@kirs.or.kr

KOSDAQ
제약과생물공학

특화제품을 통한 견고한 실적 성장

한국파마는 정신신경계(CNS) 및 소화기계 질환에 강점을 보유한 국내 제약회사. 정신신경계, 소화기계 특화제품을 기반으로 의료기관에 대한 영업력 강화를 통해 특화제품의 매출증대 및 시장점유율 상승, 기타제품까지 매출 동반 성장하는 선순환 구조 만들고 있음. 2023년에도 국내최초 PEG 기반의 액체타입 변비치료제 크리롤액, 비항정신성 수면제 파마독세핀정 등의 신제품 출시를 통해 매출성장 이어갈 전망

CMO 사업을 통한 성장

한국파마는 cGMP 인증을 획득한 내용고형제, 내용액제, 외용액제, 연고크림제 첨단 생산시설을 보유함에 따라 국내 CMO 사업 경쟁우위를 확보. 2021년 영국 쉐드 테라퓨틱스 社로부터 FDA 허가받은 경구용 변혈치료제 아크루퍼캡슐(KP-01)의 국내 독점공급계약 및 생산 기술이전 계약을 체결하였으며, KP-01의 국내 생산/판매를 넘어 향후 미국, 유럽 향 KP-01의 생산거점으로서 동사의 CMO 경쟁력 강화가 기대됨

개량신약을 통한 중장기 성장동력 확보

동사는 기존의 제네릭, 도입신약 위주의 사업 중심에서 차세대 신약/개량신약 개발을 통해 중장기 성장동력을 확보하고자 함. 동사는 지투지바이오, 휴메딕스와 공동으로 알츠하이머 치매 치료제 도네페질의 주사제형 GB-5001을 개발 중. GB-5001은 기존 경구용 치료제 대비 복용 순응도 및 투약 편의성 개선을 통해 차세대 개량신약으로서 기대가 됨

Forecast earnings & Valuation

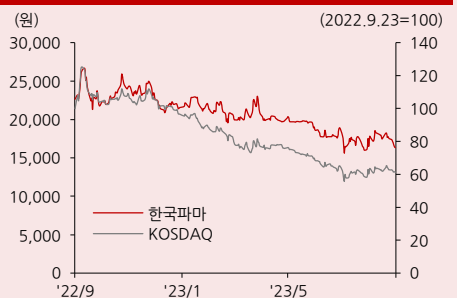
	2019	2020	2021	2022	2023F
매출액(억원)	661	715	796	810	885
YoY(%)	9.3	8.1	11.3	1.8	9.2
영업이익(억원)	72	46	50	62	66
OP 마진(%)	10.9	6.4	6.3	7.6	7.4
지배주주순이익(억원)	55	32	64	-11	-0
EPS(원)	629	323	584	-103	-0
YoY(%)	41.6	-48.6	80.7	적전	적지
PER(배)	0.0	68.7	83.1	N/A	N/A
PSR(배)	0.0	3.0	6.7	2.9	2.0
EV/EBIDA(배)	0.7	34.8	70.4	26.1	18.8
PBR(배)	0.0	5.2	9.2	3.9	3.0
ROE(%)	22.6	8.6	12.3	-1.9	-0.0
배당수익률(%)	N/A	0.2	0.1	0.2	0.3

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (9/22)	16,290원
52주 최고가	26,650원
52주 최저가	15,580원
KOSDAQ (9/22)	857.35p
자본금	55억원
시가총액	1,777억원
액면가	500원
발행주식수	11백만주
일평균 거래량 (60일)	8만주
일평균 거래액 (60일)	15억원
외국인지분율	0.41%
주요주주	박재돈 외 15인 64.60%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-6.9	-20.1	-31.7
상대주가	-3.0	-24.2	-40.1

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 '영업이익 증가율', 수익성 지표는 '영업이익률', 활동성지표는 '총자산회전율', 유동성지표는 '유동비율'임.

2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

기업 개요

1 회사 개요

한국파마는
정신신경계 및 소화기계 질환에
강점을 보유한 국내 제약회사

한국파마는 1974년 민생제약사를 인수, 1985년 법인으로 전환된 제약회사로 내분비, 호흡기, 소염제, 당뇨병 등 다양한 질환군의 처방의약품을 제조 및 판매하는 사업을 영위하고 있다. 당사는 2019년부터 플렌뷰신(장세정제), 쿠에티징(조현병치료제)과 같은 적극적인 신제품 출사를 통해 전문의약품 분야에서 정신신경계 및 소화기계 질환에 강점을 보유한 국내 제약회사이다.

2022년 매출액 810억원 기준 사업부문별 매출비중은 ETC(전문의약품) 86.0%, CMO(위수탁) 14.0%이며, 치료분야별 매출비중은 정신신경계 33.9%, 소화기계 14.6%, 순환기계 6.7%, 항생항균 4.6% 등으로 구성된다.

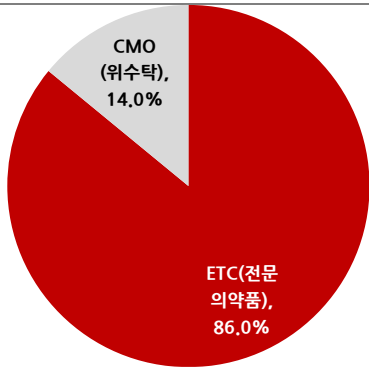
당사는 2020년 박은희 대표가 취임함에 따라 2세 경영체제로 전환되었으며, 2020년 8월 코스닥 시장에 상장하였다. 2023년 6월말 기준 주요주주는 박재돈 회장 26.0%, 박은희 대표 15.8%, 박윤석 13.8%, 박근희 7.2%로 최대주주 및 특수관계인이 64.8%의 지분을 보유하고 있다.

회사 연혁



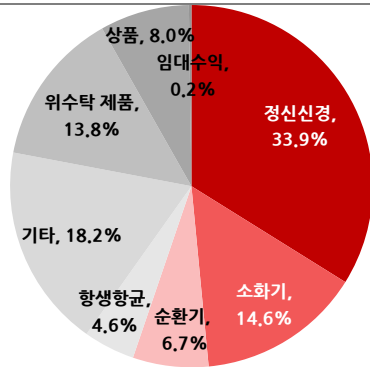
자료: 한국파마, 한국IR협의회 기업리서치센터

사업부문별 매출비중(2022년 기준)



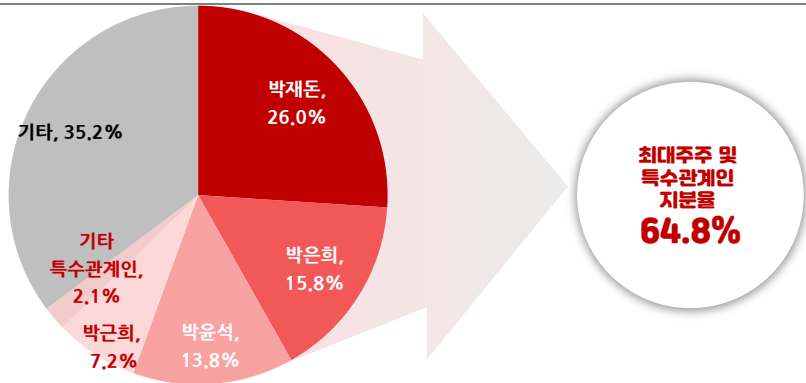
자료: 한국파마, 한국R협의회 기업리서치센터

치료분야별 매출비중(2022년 기준)



자료: 한국파마, 한국R협의회 기업리서치센터

주주현황(2023년 6월말 기준): 최대주주 및 특수관계인 64.8%



자료: 한국파마, 한국R협의회 기업리서치센터

2 주요 사업부문 및 주요 제품

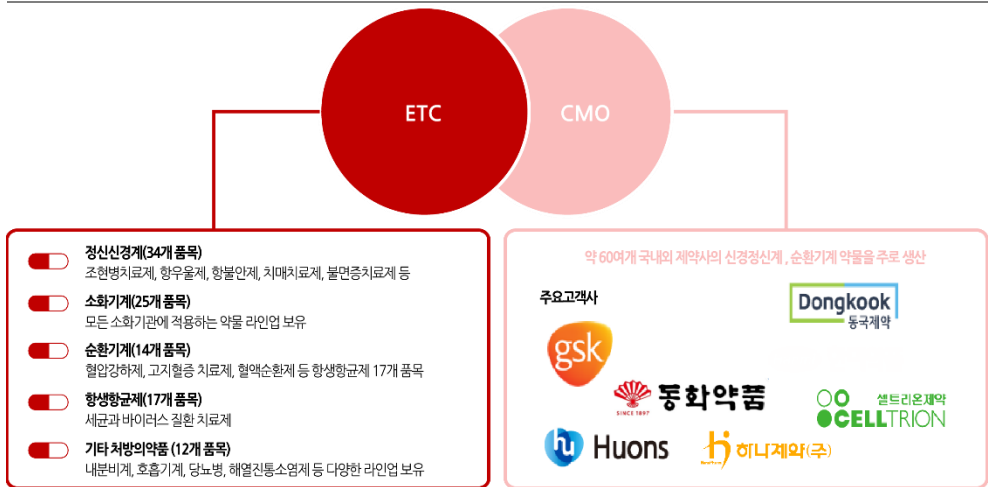
주요 사업부문 구성:
ETC 86%, CMO 14%

동사의 주요사업부문은 전문의약품(ETC) 사업부문과 위수탁(CMO) 사업부문으로 구분된다.

ETC 사업부문은 2022년 기준 동사 매출의 약 86%에 해당하며, 정신신경계, 소화기계, 순환기계, 항생항균 등 특화제품을 중심으로 다양한 제품 포트폴리오를 구축하여 꾸준한 매출 성장을 달성하고 있다. 특히 정신신경용제에서는 조현병 치료제인 쿠에티 정, 뇌기실성 정신질환 치료제 콜리타린 연질캡슐, 우울증치료제 사로프람정 등이 있다. 소화기용제에서는 2019년 11월 도입한 대장검사 장세척 용제인 플렌부산, 2022년 도입한 위점막보호제 알지겐 액 등이 있다.

위수탁(CMO)사업부문은 2022년 기준 동사 매출의 약 14%에 해당하며, 동사는 고형제(정제, 캡슐제), 내용액제, 외용액제, 연고제에 대한 생산 시스템 구축을 통해 국내외 약 60여개 제약사의 신경정신계, 순환기계 약물을 주로 생산하고 있다. 주요 고객사로는 글로벌제약사인 먼디파마, GSK 등이 있으며, 국내 제약사로는 동국제약, 셀트리온제약, 한미약품, 동화약품, 휴온스, 하나제약 등이 있다.

사업 영역



자료: 한국파마, 한국IR협의회 기업리서치센터

질환군별 주요 제품

정신신경용제					
소화기용제					
순환기용제					
항생항균				기타 처방의약품	<ul style="list-style-type: none"> • 해열진통소염제 • 호흡기계 치료제 • 당뇨병용제 • 비노기과용제 • 비타민계제 • Etc...

자료: 한국파마, 한국IR협의회 기업리서치센터

산업 현황

1 제네릭, 개량신약 위주의 국내 제약산업

신약의 높은 진입장벽으로 인해 개량신약, 제네릭 위주로 성장한 국내 제약산업

의약품은 크게 제조방식과 성분을 기준으로 Chemical과 Bio, 개발순서와 부가가치를 기준으로 Original(신약), Super Generic(개량신약), Generic(제네릭)으로 구분된다.

신약은 첨단기술과 장기간의 거액 투자가 요구되는 등의 매우 높은 진입장벽 하에서 개발 및 상업화의 높은 불확실성으로 인하여 다수 포트폴리오 형태의 투자방식이 요구되며, 기술과 자금력을 보유한 주요 다국적 제약사들은 '신약개발 → 블록버스터 출시 → 거액의 수익실현 → R&D 재투자'의 선순환 구조를 통하여 절대적 시장지배력을 행사하고 있다.

개량신약은 화학구조나 제제의 변경(염변경, 신규제제, 용도추가, 복합제 등)을 통하여 특허보호와 약가산정 우대로 투자 대비 효율적인 수익창출이 가능하며, 제네릭은 특허 만료된 신약의 복제약으로 저렴한 가격을 기본으로 빠른 출시와 기타 마케팅 역량 등이 주요 경쟁요소라고 할 수 있다.

국내 제약산업은 앞서 언급한 신약의 높은 진입장벽으로 인해 주로 개량신약과 제네릭을 주요 제품군으로 하고 있다. 국내제조 생산 기반을 둔 내수 완제품 중심이었으나 최근에는 여러 규제를 통해 내수시장의 성장동력이 약화되면서 많은 제약사들이 다국적 제약사와 협업을 통하여 해외시장 개척, 신약개발, 바이오 의약품 부문에 진출하면서 경쟁력을 키워가고 있다.

여러 규제에도 불구하고 국내 제약시장은 급속도로 진행되는 고령화와 만성질환의 증가 등으로 향후 견조한 성장세가 예상되고 있다. 또한 최근 신약 R&D 부분에서 좋은 성과가 이어지면서 과거 복제약 판매에서 탈피하여 글로벌 메이커로서의 성장이 기대되며 최근 각광받고 있는 바이오 의약품 분야와 기술융합을 통하여 시너지 효과를 거둘 수 있을 것으로 전망된다.

의약품의 구분

구분	개발순서와 부가가치		
	Original	Super Generic	Generic
제조방식과 성분	Chemical Bio	신약 개량신약	복제약(copy) 바이오시밀러(Biosimilar)

자료: 한국R협회의 기업리서치센터

신약 vs 개량신약 vs 복제약

구분	시험항목	개발기간	개발비용	특허기간	장점	단점
신약	독성시험, 임상 I, II, III	10-20년	5-10억불	10-15년	장기 독점	거액의 투자비, 높은 불확실성
개량신약	독성시험 일부, 비교임상, 생동	3-5년	10-40억원	3-7년	적은 투자로 독점 가능	특허분쟁
복제약	생동시험	2-3년	2-5억원	-	저비용	경쟁과다

자료: 한국R협회의 기업리서치센터

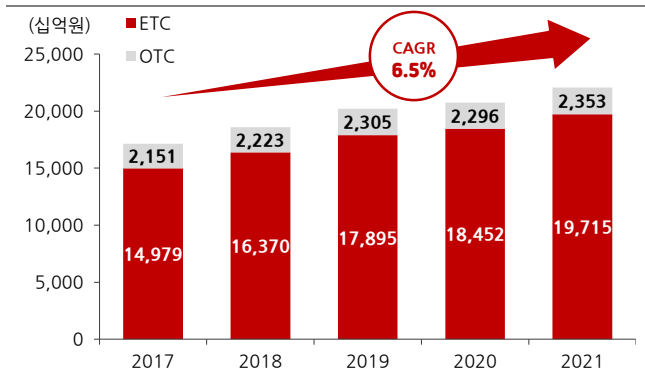
2 국내 정신건강 시장

국내 정신과 치료제 시장의 규모 및 성장성

IMS Health 2021 데이터에 따르면 국내 제약시장은 2017년 약 17조원 규모에서 2021년 약 22조원 규모로 연평균 약 6.5% 성장하였다. 국내 제약시장은 크게 처방의약품(ETC)과 일반의약품(OTC)로 구분되며, 2021년 기준으로 ETC가 약 19.7조원 규모로 전체 제약시장의 89.3%를 차지하고 있으며, OTC가 약 2.4조원 규모로 전체 제약시장의 10.7%를 차지하고 있다. 성장률 측면에서 보면 2017년부터 2021년까지 ETC는 연평균 약 7.1%, OTC는 연평균 약 2.3% 성장하며 ETC가 전체 제약시장의 성장을 견인하고 있다는 것을 알 수 있다.

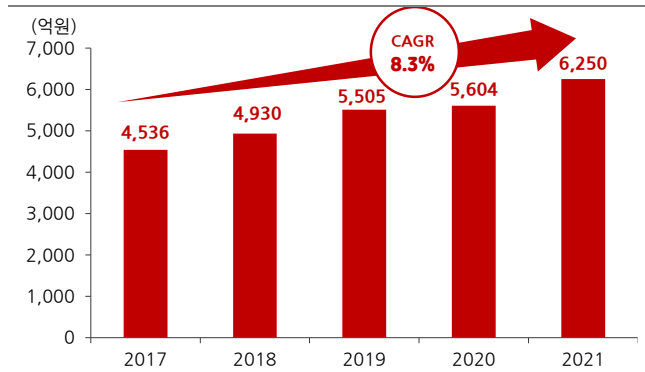
국내 정신과 치료제 시장은 2021년 기준 약 6,250억원 규모로, 국내 제약시장에서 약 2.8%의 작은 비중을 차지하고 있다. 하지만 정신과 치료제 시장은 2017년부터 2021년까지 연평균 8.3%의 성장률로 전체 시장 성장률인 연평균 6.5% 대비 높은 성장세를 보이고 있다. 대표적인 현대병으로 알려진 정신질환은 과거 정신과 진료기록 노출로 인한 입시, 취업, 직장 등 사회생활의 불이익을 걱정하는 사람들에게 꺼려지는 진료 영역이었으나, 최근에는 정신과 진료기록이 민감한 개인 정보이자 법적으로 보호받는 기록으로 분류되어 법령에서 정한 특수상황이나 본인의 동의 없이 제3자가 열람하거나 처리하는 것이 불법이라는 것이 알려지며 정신과 방문의 진입장벽을 낮추고 있다. 실제로 최근 몇 년 동안 정신건강 관련 의료기관의 수가 증가하고 있으며, 내방 환자 수의 증가가 치료제 처방 증가와 연동되며 정신과 치료제 시장 성장을 견인하고 있다.

국내 제약시장 규모



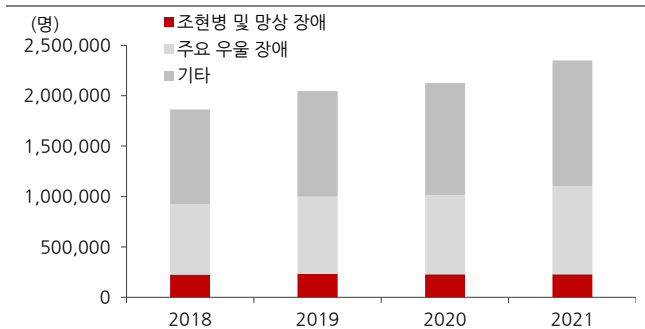
자료: 식품의약품안전처, 한국R협의회 기업리서치센터

국내 정신과 치료제 시장 규모



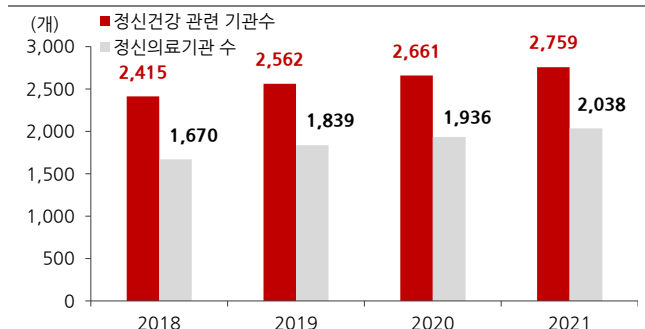
자료: 식품의약품안전처, 한국R협의회 기업리서치센터

코드(정신질환코드)로 진료받은 수진자 수 추이



자료: 보건복지부, 한국R협의회 기업리서치센터

정신건강 관련 기관 수 추이



자료: 보건복지부, 한국R협의회 기업리서치센터

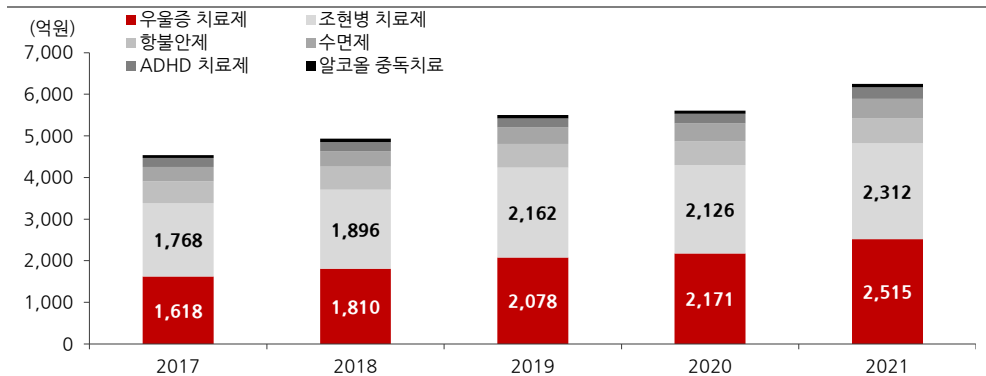
국내 정신질환 치료제 시장

중증정신질환은 특히 유병기간이 일정기간 이상이고 일상생활 장애 등 전반적으로 기능이 저조한 것을 뜻하며, 대표적으로 조현병, 분열형 및 망상장애, 양극성 장애, 중증도 이상 우울장애 등이 있다. 정신질환의 원인으로서는 생화학적 요인(뇌 속의 신경전달물질 및 호르몬의 이상), 유전적 요인, 환경적 요인 등이 있다고 알려져 있으나, 아직까지 근본적인 원인에 대해서는 밝혀지지 않았다.

정신질환 진단 및 치료와 관련된 시장은 주로 약물과 정신 요법(정신과 전문의와의 상담 등)이 주를 이루고 있으며, 최근에는 빅데이터, 인공지능 등 최신 기술을 활용한 연구가 진행되고 있다. 생화학적 요인이 원인인 경우에는 약물을 통한 치료가 병행된다. 2021년 기준 국내 정신과 약물 시장 중에서 가장 큰 비중을 차지하고 있는 치료제는 ‘우울증 치료제’로, 국내 정신과 치료제 시장의 40.2%인 약 2,515억원의 시장 규모를 형성하고 있으며 2017년부터 연평균 11.7%의 높은 성장세를 나타내고 있다. ‘조현병 치료제’는 국내 정신과 치료제 시장의 37.0%인 약 2,312억원 규모로 2017년부터 연평균 6.9% 성장하고 있다.

우울증이나 조울증의 경우 꾸준한 약물 복용이 중요하며, 발병 후 재발 확률이 높은 편이기 때문에 증상이 완화된 후에도 재발 방지를 위해 장기적인 치료가 필요하다는 특징이 있다. 조현병과 우울증의 경우 뇌에 있는 특정 신경 전달물질(세로토닌, 노르에피네프린, 도파민 등)의 불균형이 원인이 되어 발생하기 때문에 뇌 안에서 신경전달물질의 불균형을 조절하는 치료제를 사용하여 증상을 개선할 수 있다. 뇌 속의 신경전달물질을 조절하는 치료제는 그 작용기전에 따라 다양한 약물이 존재하는데, 최근 증가하는 우울증 시장 수요에 대비하기 위해 국내외 제약업체가 치료제 개발에 나서고 있다. 2022년 12월 대응제약은 바이오 벤처 기업 뉴로라이브와 우울증 치료제 신약 후보물질 공동 연구개발 계약을 체결하여 우울증 치료제 시장에 진출하고 있으며, 부광약품은 2022년 10월 식품의약품안전처에 조현병 및 양극성 우울증 치료제 신약인 ‘무라시돈’의 국내 품목허가를 신청하며 우울증 치료제 시장에 적극적으로 대응하고 있다.

국내 정신질환 치료분야별 치료제



자료: IMS Health 2021, 한국R협의회 기업리서치센터



투자포인트

1 특화제품을 통한 견고한 실적 성장

특화제품을 기반으로
의료기관에 대한 영업력 강화를
통해 특화제품의 매출증대 및
시장점유율 상승

동사는 정신신경계, 소화기계 특화제품군을 중심으로 다양한 질환을 대상으로 한 제품 포트폴리오를 구축하고 있다. 특히, 특화제품을 기반으로 의료기관에 대한 영업력 강화를 통해 특화제품의 매출증대 및 시장점유율을 높이고 있으며, 이는 다시 동사에 대한 인지도 상승을 통해 기타 제품까지 매출이 동반 성장하는 선순환 구조를 만들어 가고 있다.

동사는 조현병 치료제 쿠에티징, 리스돈정 등을 바탕으로 정신신경계 시장에서 영업력을 강화하였으며, 2019년 조현병치료제 산도스올란자핀정, 2020년 항우울제 미르탁스정, 설트랄린정 등의 도입상품을 출시하며 매출증대를 이어가고 있다. 현재 동사의 정신신경계 부문은 조현병치료제, 항우울제, 치매치료제, ADHD치료제 등을 포함한 다양한 제품 포트폴리오를 보유하고 있다.

또한 동사는 소화기계 영역에서도 특화제품을 통한 영업력을 강화하고 있다. 2019년 동사는 유럽 제약사인 NORGINE B.V. 社와 오리지널 신약인 플렌부산의 국내 독점 라이선스 및 유통계약을 체결하였다. 플렌부산은 대장 내시경 전 복용하는 세계 최초 PEG(폴리에틸렌글리콜) 기반의 저용량 장세정제로, 우수한 정결효과 및 환자의 복용 순응도 향상이 강점이다. 동사는 플렌부산 독점판매를 기반으로 소화기계 시장에 진입하였으며, 위점막보호제 알지켄액, 가스제거제 시메티콘액 등을 연계하여 매출을 확대하고 있다.

동사의 특화제품을 통한 견고한 실적 성장은 2019년 이후 출시된 다수의 신제품들과 글로벌 제약사들의 오리지널 신약 도입 등을 바탕으로 이어지고 있다. 최근 5개년 신제품 출시를 살펴보면 2019년 15개, 2020년 9개, 2021년 8개, 2022년 5개로 정신신경계, 소화기계 중심으로 꾸준하게 신제품이 출시되고 있다. 동사의 매출액은 2019년 661억원에서 2022년 810억원 규모로 성장하였으며, 그중 2019년부터 본격적으로 출시한 신제품 매출 추이는 2019년 11억원에서 2022년 113억원 규모로 성장하였다. 특히 2022년 기준 전체 매출액에서 신제품 매출이 차지하는 비중이 약 14.0% 수준으로 최근 매출 성장의 대부분을 특화제품 기반의 신제품들이 이끌고 있다는 것을 알 수 있다.

동사는 2023년에도 크리롤액, 아제리아정, 파마리푸티딘정, 파마독세핀정 등의 신제품 출시를 통해 매출성장을 이어갈 것으로 기대된다. 2023년 2월 출시한 변비치료제 크리롤액은 국내최초 PEG 기반의 액체타입 변비치료제로 기존 의약품의 낮은 복용 편의성과 효율성을 개선한 개량신약으로 매출성장이 기대된다. 9월에 출시한 비항정신성 수면제 파마독세핀정은 기존의 항정신성 약물 대비 내성 및 부작용이 없는 제품으로 동사가 기존에 보유하고 있는 졸피뎀 등의 불면증 치료제 라인업 확장을 통해 동사의 정신신경계 치료영역에서의 강점을 이어갈 것으로 전망된다.

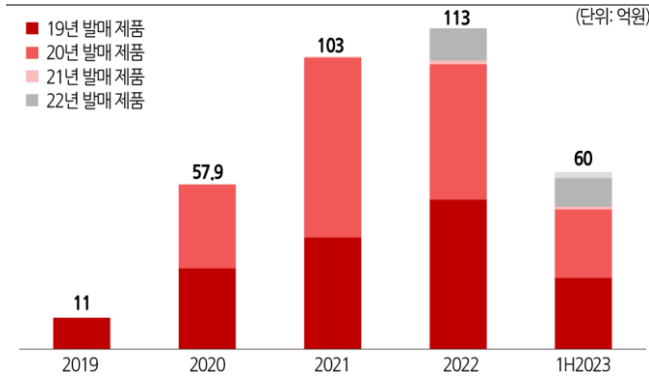
또한 2024년 하반기에는 Shield therapeutics 社로부터 국내 기술이전한 글로벌 유일 FDA 허가를 받은 경구용 철 결핍치료제 아크루퍼캡슐(KP-01)의 출시를 통한 성장이 이어질 것으로 기대된다.

최근 5개년 신제품 히스토리

2023 9개	크리롤액, 아제리아정, 파마라푸티딘정 파마독세핀정 등 개량신약/제네릭허가 및 발매 예정
2022 5개	하이쥘란 등 매출113억원(22년 매출액 대비 약 14%)
2021 8개	파마에스조피클론정 1,2,3mg, 파마부스피론정 5,10mg5,10mg 등 제네릭 허가 및 발매 완료 매출103.2억원(21년 총매출액 대비 13%)
2020 9개	플루티폼흡입제 (천식) 오리지널신약, 미르탁스정 (우울증), 설트랄린 정 (우울증) 등 매출57.8억원(20년 총매출액 대비 8.1%)
2019 15개	플렌부산 (장세정제) 오리지널 신약, 산도스올란자핀 (조현병) 등 매출11억원(19년 총매출액 대비 1.7%)

자료: 한국파마, 한국R협의회 기업리서치센터

신제품 관련 매출 추이



자료: 한국파마, 한국R협의회 기업리서치센터

특화 제품을 중심으로 한 매출 성장

품목	동일성분 시장점유율	동일성분 시장순위	2023년2Q 매출비중	제품 설명
쿠에티정	7.1%	5th	4.11%	조현병 및 양극성장애 치료제
리스돈정	8.8%	4th	2.73%	조현병 및 양극성장애 치료제
알지겐액 30ml	9.4%	3th	3.23%	역류성 식도염 위염 궤양 치료제
플렌부산	9.0%	3rd	3.27%	대장(X선 내시경)검사 시의 PEG 기반 장세정제
파피온서방정	13.6%	3rd	1.03%	우울증 및 금연 치료제

자료: 한국파마, 한국R협의회 기업리서치센터

경쟁력 있는 다국적 제약사 제품 도입

품목	적응증	원개발사	도입/판매 시기	제품 설명
PLENVU® (플렌부산)	대장(X선 내시경) 검사 시의 장세척	NORGINE	2019.11	<ul style="list-style-type: none"> 세계 최초 PEG 1L 장세정제를 국내 독점 도입으로 소화기계 시장 진입 용이 위점막 보호제 알지겐액 과 가스제거제 '시메티콘액'을 묶음 품목으로 연계 매출 가능 기존 장세정제 대비 감소된 용량 우수한 맛 우수한 효능
ACCRUFER® (아크루퍼 캡슐)	철결핍치료제	shield therapeutics	2024. 하반기	<ul style="list-style-type: none"> EU(16), FDA(19) 승인 부작용이 발현이 최소화된 철결핍 치료제로 염증성장질환 만성신질환 기타 기저질환에 따른 철결핍치료 환자에게 적용될 수 있음
크리롤액	변비치료제	(주)인트로바이오팜	2023.02	<ul style="list-style-type: none"> 국내최초 PEG(폴리에틸렌글리콜)기반 액제타입 변비치료제로 복용편의성을 높인 개량신약

자료: 한국파마, 한국R협의회 기업리서치센터

2 CMO 사업을 통한 성장

cGMP 인증의 첨단 생산시설을 바탕으로 CMO 사업부문 성장 진행중

한국파마는 의약품 생산을 위한 첨단 생산시설인 항남 cGMP 공장을 보유하고 있다. 동사는 정제, 하드캡슐과 같은 내용고형제, 내용액제, 외용액제, 연고크림제와 같은 다양한 제형 생산이 가능한 공장을 보유하고 있으며, 해당 제형의 우수 의약품 제조/관리 기준인 GMP(Good Manufacturing Practice) 인증을 획득하였다. 특히 동사의 외용액제, 연고크림제에 대해서는 유럽 우수의약품 제조관리 기준인 EU GMP 인증을 획득하였으며, 국내에 의약품 제조시설 중 외용액제 전용시설을 보유한 회사는 극소수임에 따라 동사는 해당 분야의 CMO 영역에서 경쟁우위를 확보하고 있다.

동사의 주요 CMO 제품으로는 메만틴, 은행엽엑스, 네일라카 2종 등이 있으며, 메만틴 성분의 알츠하이머 치료제는 휴온스, 제일약품, 셀트리온 등 39개처의 제품을 생산하여 공급하고 있으며, 은행엽엑스 성분의 치매, 뇌기능장애 제품을 제일약품, 하나제약, 휴온스 등의 8개처에 공급하고 있다. 또한 연고크림제의 경우 GSK, 먼디파마와 같은 글로벌 제약사들의 피부연고제 위탁생산을 담당하고 있다.

이를 바탕으로 동사의 CMO 사업실적은 2018년 116억원에서 2022년 155억원으로 4년간 연평균 10.2% 수준으로 꾸준히 성장하고 있다. 동사는 2021년 영국 Shield therapeutics(실드 테라퓨틱스) 社로부터 글로벌 유일하게 FDA 허가를 받은 경구용 빈혈치료제 아크루퍼캡슐(KP-01)의 국내 독점공급계약을 체결하였으며, 공장 실사를 통해 생산 기술이전 계약을 체결하였다. KP-01은 2024년 국내 출시가 예상되는 약물로, 국내 생산 및 판매를 넘어 향후 미국, 유럽 등에 판매되는 KP-01의 생산거점으로서 동사의 CMO 경쟁력을 강화할 수 있는 품목으로 기대가 된다.

GMP 인증 및 다양한 제형 생산

GMP
 내용고형제 (Tablets, Hard Capsules)
 내용액제 (Oral Liquids)
 ✓ 품목별 Validation System 구축
 ✓ Automated Warehouse 구축

EU GMP
 외용액제 (Topical Liquids)
 연고크림제 (Ointment, Creams, Lotion)

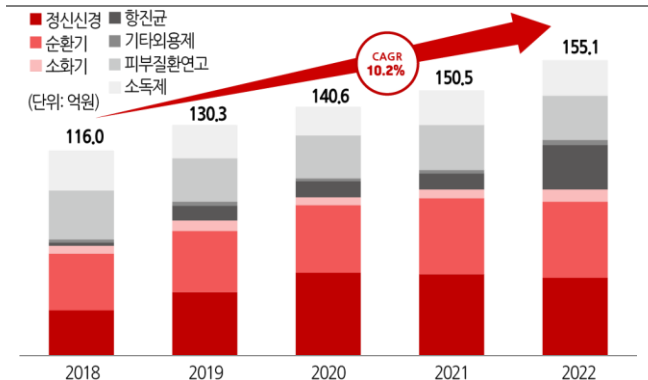
자료: 한국파마, 한국IR협의회 기업리서치센터

CMO 비즈니스 경쟁력

성분명	적응증	거래처수	업체명
메만틴	알츠하이머	39개처	휴온스 제일 셀트리온등
은행엽엑스	치매 뇌기능장애	8개처	제일 하나 휴온스등
네일라카2종	항진균	10개처	알보젠 대웅바이오 동화등
페노피브레이트	고지혈증	6개처	명문 하나 영진 대우등

자료: 한국파마, 한국IR협의회 기업리서치센터

CMO 실적 추이



자료: 한국파마, 한국IR협의회 기업리서치센터

항남 cGMP 공장



자료: 한국파마, 한국IR협의회 기업리서치센터

3 개량신약을 통한 중장기 성장동력 확보

기존의 제네릭, 도입신약

위주에서 나아가

차세대 신약/개량신약을 통한

중장기 성장 동력 확보 노력

동사는 2018년 대구경북첨단의료복합단지 신약연구센터를 설립하였으며, 정신신경계, 염증성 장질환, 소화기계 질환 치료제 연구 및 제품을 개발하고 있다. 동사는 이를 통해 기존의 제네릭, 도입신약 위주의 사업 중심에서 나아가 차세대 신약/개량신약 개발을 통해 중장기 성장동력을 확보하기 위한 노력을 진행하고 있다.

특히 동사는 정신신경계 분야의 강점을 바탕으로 알츠하이머 치매 치료제 개량신약 확보에 힘쓰고 있다. 2022년 동사는 국내 바이오벤처인 지투지바이오, 휴메딕스와 치매 치료용 도네페릴 주사제(GB-5001)의 공동개발 및 라이선싱을 위한 계약을 체결하였다. 지투지바이오는 약효물질을 체내 투여 시 약효가 안정적으로 오래 지속되도록 하는 고유의 약효지속성 플랫폼 기술을 보유한 회사로, 알츠하이머 치매 치료제 중 가장 많이 처방되는 성분인 도네페릴을 이용하여 1회 주사 투여 시 한 달간 약효가 유지되도록 하는 개량신약을 개발하고 있다. 기존의 도네페릴 경구용 치료제는 치매환자의 기억력 감소로 인해 적정 복용의 어려움이 있는 상황으로, 주사제형으로 개발 시 복용 순응도 및 투약 편의성 개선을 통해 약효를 높일 수 있을 것으로 기대된다.

현재 GB-5001은 임상 1상을 진행중에 있으며, 2025년 품목허가를 목표로 하고 있다. 동사는 GB-5001에 대한 기술료 및 향후 제품 상업화 시 일정 비율의 로열티를 지급하고 국내 판권을 확보할 전망이다.

장기지속 알츠하이머 치매 치료제(GB-5001) 공동 개발



자료: 한국파마, 한국IR협의회 기업리서치센터

GB-5001 연구 및 사업화 계획



자료: 한국파마, 한국IR협의회 기업리서치센터



실적 추이 및 전망

1 2022년 실적 추이

2022년 실적은 매출액 810억원(YoY +1.8%), 영업이익 62억원(YoY +23.4%), 영업이익률 7.6%(전년대비 1.3%p 개선), 당기순손실 11억원(YoY 적자전환)이다. 플렌뷰산(YoY +36%), 산도즈올라자핀(YoY +30%), 파마설트랄린 정(YoY +36%) 등 주요제품의 선전으로 기타 제품들의 부진을 만회하였으며, 회사측에서 진행하는 질적 성장 중심의 전략을 통해 영업이익률이 전년대비 1.3%p 개선되며 수익구조가 소폭 개선되었다. 다만 전환권 조정 등 비현금지출성 이자비용 계상이 증가하였으며, 전환사채 콜옵션 회계처리에 대한 감독지침에 따라 파생상품평가손실 14.6억원이 발생함에 따라 당기순손실 전환하였다.

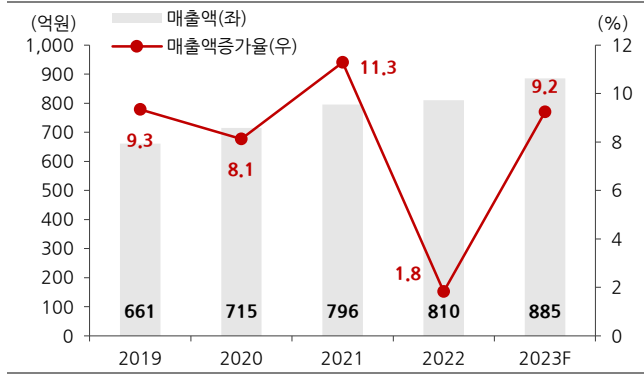
2 2023년 실적 전망

2023년 예상실적은 매출액 885억원(YoY +9.2%), 영업이익 66억원(YoY +6.5%), 영업이익률 7.4%(전년대비 0.2%p 하락), 당기순손실 0억원(YoY 적자지속)을 예상한다. 2023년에도 다양한 신규제품 출시를 통한 매출성장을 이어갈 전망이다. 2023년 2월 변비치료제 크라롤액을 출시하여 대학병원을 중심으로 본격적인 영업과 마케팅 활동을 진행 중이며, 고혈압치료제 아제리아정과 위궤양치료제 파마라푸티딘정, 조현병치료제 아라빌, 사로프람, 9월에는 비향정신성 수면제 파마독세핀정 등의 출시로 매출성장을 이어갈 것으로 전망된다.

동사는 법인세 수정 신고, 세무조정 항목 증가로 인한 지난 사업연도 소득금액 증가, 이연법인세 및 세액공제 효과 등의 요인으로 인해 2023년 상반기 법인세 비용이 증가하였다. 이로 인해 2023년 연간으로도 당기순손실이 이어질 것으로 예상된다.

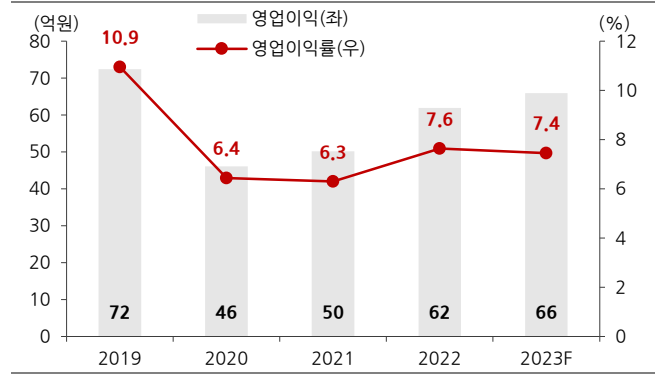
2023년 상반기 실적은 매출액 429억원(YoY +10.6%), 영업이익 39억원(YoY 14.6%), 영업이익률 9.1%(전년동기 대비 0.3%p 개선), 당기순손실 4억원(YoY 적자전환)이다. 장세정제 오리지널 신약인 플렌뷰산, 항우울제 사로프람정 등 정신신경, 소화기, 순환기 등 매출이 고르게 성장하며 매출성장을 견인하였다. 다만 상반기에도 현금 유출이 없는 전환사채(CB) 이자 비용 및 콜옵션 가치평가 등이 반영됨에 따라 약 4억원의 당기순손실이 발생하였다.

매출액 추이



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

영업이익 추이



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	2019	2020	2021	2022	2023F
매출액	661	715	796	810	885
증가율 (%)	9.3	8.1	11.3	1.8	9.2
정신신경	271	247	273	279	289
소화기	73	77	119	120	131
순환기	57	50	52	56	56
항생항균	42	36	36	38	39
기타	186	157	129	150	150
위수탁 제품	87	100	105	114	146
상품	13	53	89	66	74
매출원가	330	374	437	456	504
매출원가율 (%)	49.9	52.3	54.9	56.3	56.9
매출총이익	331	342	359	354	381
매출총이익률 (%)	50.1	47.8	45.1	43.7	43.1
영업이익	72	46	50	62	66
영업이익률 (%)	10.9	6.4	6.3	7.6	7.4
증가율 (%)	27.3	-36.4	8.9	23.4	6.5
세전계속사업이익	70	38	52	-18	32
당기순이익	55	32	64	-11	-0
순이익률 (%)	8.4	4.4	8.0	-1.4	-0.0

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Valuation

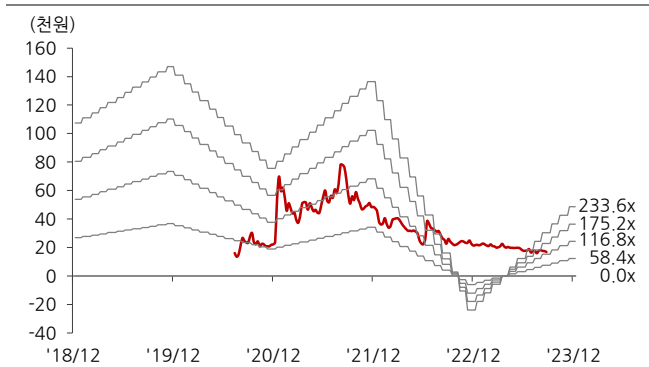
1 실적 변동성 확대로 인해 동종기업 대비 상대적인 고평가 구간

**2023년까지 실적 변동성이
큰 이벤트 반영 마무리 예상됨.
2024년부터는 회사의 본질적인
영업부문 실적이 밸류에이션과
연동될 것으로 기대**

한국파마의 현재 주가 수준을 판단하기 위해 국내 상장되어 있는 중소형 제약사(환인제약, 하나제약, 동구바이오 제약, 알리코제약)를 비교대상기업으로 선정하여 밸류에이션 수준을 비교해보고자 한다. 동사의 2022년 실적 기준 밸류에이션은 PER N/A(2022년 순이익 적자), PBR 3.9배, PSR 2.9배 수준으로 비교대상기업들의 평균 밸류에이션인 PER 16.5배, PBR 1.8배, PSR 1.5배와 비교 시 상대적인 고평가 구간이다. 또한 2023년 예상실적인 매출액 885억원, 영업이익 66억원, 당기순손실 0억원 기준으로도 동사의 밸류에이션은 PER N/A배, PBR 3.0배, PSR 2.0배 수준으로 비교대상기업들의 평균 밸류에이션인 PER 25.8배, PBR 1.4배, PSR 1.1배와 비교 시 상대적인 고평가 구간으로 판단된다.

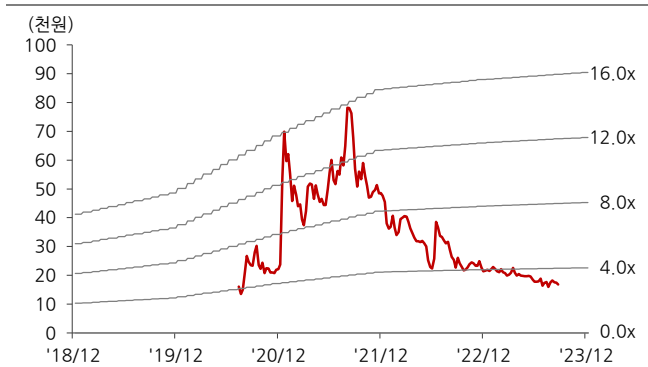
다만, 동사는 상장 이후 매출 및 영업이익이 꾸준히 개선되어 왔음에도 불구하고 2021년 발생한 전환사채 등의 영향으로 인해 영업외 부분에서 비현금유출성 비용이 많이 반영됨에 따라 실적 변동성이 커진 상황이다. 또한 2021년 경상연구개발비 법인세 환입, 2023년 법인세 수정 신고, 세무조정 항목 증가 등으로 인한 법인세 급증 등의 이벤트 발생으로 인해 순이익 변동성도 크게 발생하였으며, 이로 인한 정상적인 기업가치 비교가 쉽지 않은 상황이다. 2023년까지 대부분의 변동성이 큰 이벤트 반영은 완료될 것으로 예상되며, 2024년부터는 회사의 본질적인 영업부문에 대한 실적이 주가 밸류에이션과 연동될 수 있을 것으로 기대한다.

PER 밴드



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

PBR 밴드



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

동종기업 비교

(단위: 원, 억원, %, 배)

		한국파마	환인제약	하나제약	동구바이오제약	알리코제약
주가(원) 2023년 9월 22일 종가 기준		16,290	13,820	14,030	5,320	6,040
시가총액 (억원)		1,777	2,571	2,494	1,514	926
자산총계 (억원)	2021	1,294	3,532	3,035	1,548	1,211
	2022	1,309	3,694	3,460	1,721	1,535
	2023E	1,320	3,909	3,443	1,777	1,647
자본총계 (억원)	2021	575	3,169	2,519	1,001	811
	2022	598	3,335	2,684	1,021	885
	2023E	593	3,537	2,701	1,048	939
매출액 (억원)	2021	796	1,778	1,964	1,551	1,402
	2022	810	1,989	2,108	1,950	1,677
	2023E	885	2,280	2,205	1,995	1,841
영업이익(억원)	2021	50	313	360	81	48
	2022	62	298	312	170	99
	2023E	66	273	314	147	123
영업이익률(%)	2021	6.3	17.6	18.3	5.2	3.4
	2022	7.6	15.0	14.8	8.7	5.9
	2023E	7.4	12.0	14.2	7.4	6.7
당기순이익(억원)	2021	64	267	280	93	49
	2022	-11	239	243	66	80
	2023E	-0	248	254	87	99
ROE(%)	2021	11.1	8.4	11.1	9.3	6.1
	2022	-1.9	7.2	9.1	6.5	9.1
	2023E	-0.0	7.0	9.4	8.3	10.6
PER(배)	2021	83.2	12.4	12.8	25.1	23.9
	2022	N/A	13.7	13.3	26.4	12.5
	2023E	N/A	10.6	10.0	17.9	9.5
PBR(배)	2021	9.2	1.0	1.4	2.3	1.5
	2022	3.9	1.0	1.2	1.7	1.1
	2023E	3.0	0.7	0.9	1.5	1.0
PSR(배)	2021	6.7	1.9	1.8	1.5	0.8
	2022	2.9	1.6	1.5	0.9	0.6
	2023E	2.0	1.2	1.2	0.8	0.5

주: FY2023의 경우 환인제약은 컨센서스 적용, 그 외 기업들은 2Q23 기준 trailing 적용

자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

! 리스크 요인

1 전환사채 조기상환 가능성

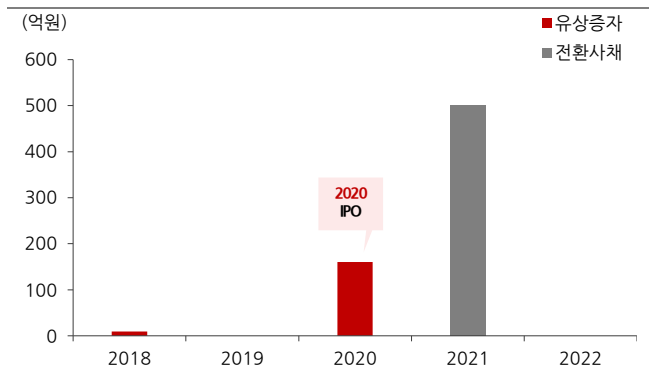
대규모 전환사채의 조기상환 가능성은 부담 요인. 다만 동사는 외부자금조달 없이 대응이 가능한 상황

동사는 2020년 8월 코스닥 시장 상장을 통해 약 160억원 규모의 자금을 조달하였다. 2021년 10월에는 약 500억원 규모의 전환사채를 발행하였으며, 전환사채 자금조달의 목적은 시설자금 250억원, 영업양수자금 100억원, 운영자금 100억원, 채무상환자금 50억원이다. 해당 전환사채는 발행일로부터 12개월이 되는 2022년 10월 26일부터 주식전환(행사)이 가능하며, 24개월이 되는 2023년 10월 26일부터 조기상환이 가능하다.

전환사채 발행 당시 대비 주가가 크게 하락함에 따라 현재는 전환사채 행사금액 대비 현재주가가 더 낮은 상황으로, 현 주가수준을 감안할 때 전환사채 투자자들의 조기상환청구 가능성이 높아진 상황이다. 동사는 최근 IPO 이후 조달한 자금을 대하여 시설자금투자 및 채무상환, 지분투자 등으로 약 110억원의 자금을 사용하였으며, 2023년 6월말 기준 약 650억원 수준의 현금성 자산을 보유하고 있다. 따라서 혹여 발생할 수도 있는 일부 전환사채 조기상환 청구에 대해 동사는 추가적인 외부 자금조달없이 대응이 가능한 상황이다. 또한 동사는 2021년에 CMO 사업 확장을 위한 신규공장 매입을 통해 대규모 투자가 완료되었기 때문에 공장 증설과 같은 추가적인 시설투자 시에도 그 금액이 크지 않으며, 보유 현금 혹은 차입으로도 충분히 대응 가능할 것으로 예상된다.

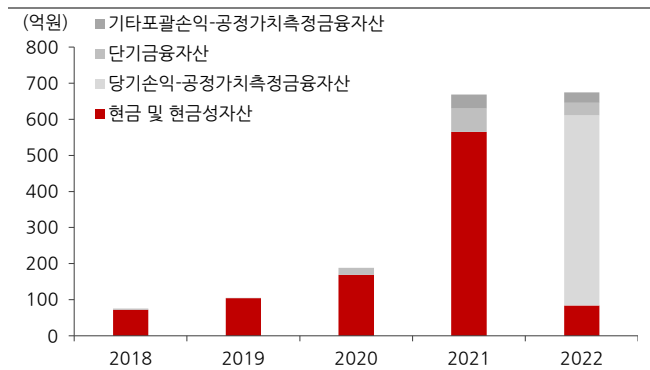
이는 주주 입장에서는 향후 대규모 전환사채의 주식전환에 따른 지분가치 희석 및 오버행 부담을 줄여준다는 측면에서 부정적이지만은 않은 이슈라고 판단된다.

신규 자금조달 추이



자료: 한국파마, 한국IR협의회 기업리서치센터

현금성 자산 추이



자료: 한국파마, 한국IR협의회 기업리서치센터

포괄손익계산서

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
매출액	661	715	796	810	885
증가율(%)	9.3	8.1	11.3	1.8	9.2
매출원가	330	374	437	456	504
매출원가율(%)	49.9	52.3	54.9	56.3	56.9
매출총이익	331	342	359	354	381
매출이익률(%)	50.1	47.8	45.1	43.7	43.1
판매관리비	259	296	309	292	316
판매비율(%)	39.2	41.4	38.8	36.0	35.7
EBITDA	89	68	74	86	89
EBITDA 이익률(%)	13.4	9.5	9.3	10.6	10.1
증가율(%)	35.9	-23.2	8.3	15.9	4.2
영업이익	72	46	50	62	66
영업이익률(%)	10.9	6.4	6.3	7.6	7.4
증가율(%)	27.3	-36.4	8.9	23.4	6.5
영업외손익	-3	-8	2	-80	-34
금융수익	3	1	1	15	5
금융비용	7	5	9	95	40
기타영업외손익	1	-4	10	0	0
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	70	38	52	-18	32
증가율(%)	45.5	-45.8	38.2	적전	혹전
법인세비용	14	6	-12	-7	32
계속사업이익	55	32	64	-11	-0
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	55	32	64	-11	-0
당기순이익률(%)	8.4	4.4	8.0	-1.4	-0.0
증가율(%)	44.4	-42.8	101.6	적전	적지
지배주주지분 순이익	55	32	64	-11	-0

현금흐름표

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
영업활동으로인한현금흐름	75	-9	72	83	5
당기순이익	55	32	64	-11	-0
유형자산 상각비	16	19	20	20	20
무형자산 상각비	0	3	4	4	4
외환손익	1	0	0	0	0
운전자본의감소(증가)	-29	-84	-28	-15	-16
기타	32	21	12	85	-3
투자활동으로인한현금흐름	-15	-47	-129	-519	-1
투자자산의 감소(증가)	0	-1	-45	-532	-0
유형자산의 감소	0	0	0	2	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-13	-20	-26	-25	0
기타	-2	-26	-58	36	-1
재무활동으로인한현금흐름	-28	120	454	-46	-5
차입금의 증가(감소)	-18	-35	-34	-34	1
사채의증가(감소)	0	0	500	0	0
자본의 증가	0	166	0	0	0
배당금	-4	-4	-5	-5	-5
기타	-6	-7	-7	-7	-1
기타현금흐름	0	0	0	0	-0
현금의증가(감소)	32	64	397	-481	-1
기초현금	72	104	169	565	84
기말현금	104	169	565	84	83

재무상태표

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
유동자산	404	548	972	981	1,014
현금성자산	104	169	565	84	83
단기투자자산	0	20	64	562	565
매출채권	150	155	168	153	167
재고자산	129	195	169	173	189
기타유동자산	20	10	6	9	10
비유동자산	264	265	322	329	306
유형자산	183	188	201	221	202
무형자산	21	25	30	29	25
투자자산	8	9	48	38	38
기타비유동자산	52	43	43	41	41
자산총계	667	813	1,294	1,309	1,320
유동부채	337	307	255	695	710
단기차입금	98	100	70	40	40
매입채무	83	87	67	71	78
기타유동부채	156	120	118	584	592
비유동부채	65	42	464	16	17
사채	0	0	431	0	0
장기차입금	10	0	0	0	0
기타비유동부채	55	42	33	16	17
부채총계	401	348	719	711	727
지배주주지분	266	465	575	598	593
자본금	44	55	55	55	55
자본잉여금	7	176	234	312	312
자본조정 등	12	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	34	34	26	14	14
이익잉여금	169	201	260	218	212
자본총계	266	465	575	598	593

주요투자지표

	2019	2020	2021	2022	2023F
P/E(배)	0.0	68.7	83.1	N/A	N/A
P/B(배)	0.0	5.2	9.2	3.9	3.0
P/S(배)	0.0	3.0	6.7	2.9	2.0
EV/EBITDA(배)	0.7	34.8	70.4	26.1	18.8
배당수익률(%)	N/A	0.2	0.1	0.2	0.3
EPS(원)	629	323	584	-103	-0
BPS(원)	3,028	4,264	5,269	5,484	5,434
SPS(원)	7,528	7,315	7,296	7,429	8,116
DPS(원)	50	50	50	50	50
수익성(%)					
ROE	22.6	8.6	12.3	-1.9	-0.0
ROA	8.6	4.3	6.0	-0.9	-0.0
ROIC	17.8	12.4	15.0	9.4	-0.0
안정성(%)					
유동비율	119.9	178.8	381.3	141.1	142.8
부채비율	150.9	74.9	125.2	118.9	122.7
순차입금비율	24.8	-10.6	-16.0	-16.6	-17.1
이자보상배율	13.0	10.6	5.5	1.6	1.7
활동성(%)					
총자산회전율	1.0	1.0	0.8	0.6	0.7
매출채권회전율	4.0	4.7	4.9	5.1	5.5
재고자산회전율	5.7	4.4	4.4	4.7	4.9

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소형 기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소형 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 중소형 기업 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.