

# 제이브이엠 (054950/KQ)

## 지속될 호실적, 리레이팅 가능성에도 주목

SK증권 리서치센터

### 매수(유지)

목표주가: 39,000 원(상향)

현재주가: 29,550 원

상승여력: 32.0%



Analyst  
이동건

dglee@sk.com  
3773-9909

#### Company Data

발행주식수	1,209 만주
시가총액	357 십억원
주요주주	
한미사이언스	39.19%
자사주	4.73%

#### Stock Data

주가(24/02/02)	29,550 원
KOSDAQ	814.77 pt
52주 최고가	39,100 원
52주 최저가	17,280 원
60일 평균 거래대금	3 십억원

#### 주가 및 상대수익률



### 4Q23 Review: 유럽 매출 고성장이 견인한 어닝 서프라이즈

4Q23 연결 매출액 및 영업이익은 각각 439억원(+11.7% YoY, 이하 YoY 생략), 99억원(+65.8%, OPM 22.5%)을 시현했다. 기존 당사 추정치에 부합, 시장 컨센서스 대비로는 영업이익이 18% 상회한 어닝 서프라이즈를 기록했다. 호실적은 유럽 조제시스템 매출 호조에 따른 수익성 큰 폭 개선에 기인한다.

1) 조제시스템 매출은 240억원(+12.1%)을 기록했다. 수출은 142억원(+30.1%)을 기록했다. 3Q23 이연 매출 및 최근 출시한 차세대 약국 자동화 시스템 '메니스(MENITH)' 출시 효과를 바탕으로 전년 대비로도 80.6% 증가했다. 특히 유럽 법인의 매출 성장이 돋보였다. 4Q23 유럽 법인 매출액은 101억원, 영업이익은 13억원을 기록하며 10%대 OPM을 이어갔다. 2) 소모품 매출액은 158억원(+11.9%)을 기록했다. 조제시스템 매출 확대와 함께 안정적 성장세를 이어가고 있다. 3) 연결 OPM은 22.5%를 기록했다. 수익성이 좋은 조제시스템 해외 매출 비중 확대(4Q23 59.2%) 속 유럽 법인 역시 흑자 전환 이후 수익성 기여가 확대되며 기대 이상의 높은 OPM을 견인했다.

### 올해도 변함없는 투자 포인트. 해외 비중 확대로 20%대 OPM 기대

2024년 연결 매출액 및 영업이익을 각각 1,740억원(+10.8%), 358억원(+20.4%, OPM 20.6%)으로 추정한다. 2024년에도 유럽을 필두로 주요 해외 시장에서의 조제시스템 매출 확대가 가속화되는 가운데 MENITH 출시 효과도 본격화됨에 따라 실적 고성장 기조를 이어갈 전망이다. MENITH는 기존 조제시스템 대비 높은 대당 단가 및 수익성이 기대되는 가운데 상반기 역시 유의미한 수주잔고를 확보한 것으로 파악되는 만큼 2024년 실적 기여에 주목할 필요가 있다. 한편 파트너사 교체로 성장이 주춤했던 복미 매출도 재차 성장폭을 확대할 전망이다. 이처럼 안정적 국내 매출 성장 속 수익성이 좋은 해외 매출 비중의 확대로 연간 영업이익률은 창사 이래 최초로 20%대를 기록할 것으로 기대된다.

### 목표주가 상향. 해외 비중 확대 구간서 멀티플 상향 가능성 주목

목표주가를 3.9만원으로 상향한다. 목표주가는 2024년 예상 순이익에 Target PER 15.5배를 적용해 도출했다. Target PER은 최근 3개년(2020~2022년) 제이브이엠의 평균 PER이다. 과거 해외 진출 기대감이 본격화되는 구간에서 30배 이상의 Target PER을 적용 받았던 사례를 고려 시 실제 해외 매출 고성장 성과 확인이 기대되는 2024년 역시 Target Multiple 상향 가능성에도 주목할 시점으로 판단한다.

#### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	115	116	142	157	174	192
영업이익	십억원	16	12	22	30	36	44
순이익(지배주주)	십억원	10	9	16	26	31	35
EPS	원	864	740	1,303	2,171	2,530	2,896
PER	배	21.8	18.8	15.7	12.2	11.7	10.2
PBR	배	1.4	1.0	1.4	1.6	1.6	1.4
EV/EBITDA	배	10.0	7.6	7.8	7.8	6.9	5.2
ROE	%	8.0	6.4	10.4	15.5	15.8	15.8

제이브이엠 4Q23 실적 요약

(십억원, %)	4Q23P	4Q22	YoY	3Q23	QoQ	Consen	vs. Consen	SKS	vs. SKS
매출액	43.9	39.3	11.7	36.8	19.1	43.3	1.4	43.7	0.3
영업이익	9.9	6.0	65.8	5.8	69.7	8.4	17.9	9.6	3.1
세전이익	10.8	4.7	131.4	6.8	59.4	9.0	20.5	9.8	10.3
(지배주주)순이익	10.7	3.0	260.8	5.4	99.1	6.9	54.9	8.9	20.7
영업이익률	22.5	15.2		15.8		19.4		21.9	
순이익률	24.4	7.5		14.6		15.9		20.2	

자료: 제이브이엠, Quantwise, SK 증권 추정 / 주: 연결 기준

제이브이엠 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023P	2024E
매출액	37.7	38.7	36.8	43.9	40.9	42.2	44.3	46.6	142.0	157.1	174.0
YoY	19.5	4.6	7.8	11.7	8.5	9.0	20.3	6.3	22.6	10.6	10.8
전체 수출	18.3	18.0	16.4	21.9	20.5	21.0	22.8	23.9	65.2	74.5	88.1
수출 비중	48.5	46.4	44.5	50.0	50.1	49.8	51.4	51.1	45.9	47.5	50.6
조제시스템	18.2	20.0	16.9	24.0	20.9	22.1	23.3	25.2	71.0	79.1	91.5
내수	8.6	9.3	9.0	9.8	8.9	9.3	9.5	10.3	35.9	36.7	37.9
수출	9.6	10.7	7.9	14.2	12.0	12.8	13.8	14.9	35.1	42.4	53.5
주요 소모품 외	15.7	15.0	16.2	15.8	16.0	16.1	17.0	17.2	56.2	62.7	66.3
내수	8.9	9.6	9.5	10.1	9.6	9.9	9.9	10.4	33.4	38.0	39.7
수출	6.8	5.4	6.7	5.7	6.5	6.2	7.1	6.8	22.9	24.6	26.6
상품	3.7	3.8	3.7	4.1	3.9	4.0	4.1	4.2	14.7	15.3	16.3
매출총이익	15.0	14.9	14.0	18.7	16.2	17.0	18.0	20.3	51.2	62.6	71.5
YoY	35.8	14.1	10.1	30.4	8.0	14.2	28.5	8.6	30.3	22.4	14.2
GPM	39.8	38.5	37.9	42.7	39.6	40.3	40.5	43.6	36.0	39.8	41.1
영업이익	7.5	6.6	5.8	9.9	7.9	8.1	9.2	10.7	22.0	29.8	35.8
YoY	69.4	10.9	2.4	65.8	4.7	22.9	58.1	8.4	76.0	35.4	20.4
OPM	19.9	16.9	15.8	22.5	19.2	19.1	20.8	23.0	15.5	19.0	20.6
세전이익	8.2	7.3	6.8	10.8	8.4	8.6	9.8	11.4	21.3	33.1	38.2
YoY	78.4	17.8	16.8	131.4	2.8	18.3	44.3	5.0	126.3	55.6	15.5
(지배주주)순이익	6.9	3.3	5.4	10.7	6.7	6.9	7.9	9.1	15.8	26.2	30.6
YoY	87.7	(26.8)	17.0	260.8	(2.1)	107.2	46.3	(14.8)	76.0	66.6	16.5
NPM	18.2	8.6	14.6	24.4	16.4	16.4	17.7	19.5	11.1	16.7	17.6

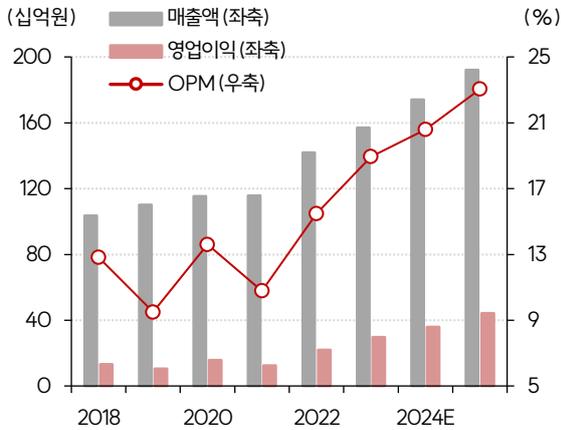
자료: 제이브이엠, SK 증권 추정 / 주: 연결 기준

제이브이엠 목표주가 산출

(십억원, 배, 천주, 원)		비고
1. 기업가치 (A*B)	474.9	
A. 제이브이엠 2024E 지배주주순이익	30.6	연결 기준
B. Target PER	15.5	최근 3년 평균 PER 15% 할인
2. 보통주주식수	12,090	
3. 적정주가 산출	39,000	
4. 현재 주가	29,550	2024년 2월 2일 종가
5. 상승여력	32.0%	

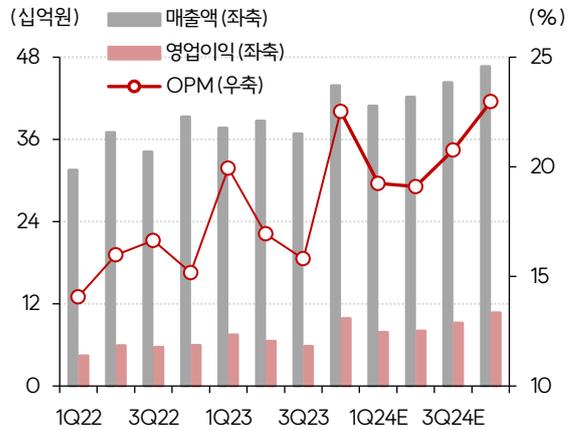
자료: Quantwise, SK 증권 추정

제이브이엠 연간 실적 추이 및 전망



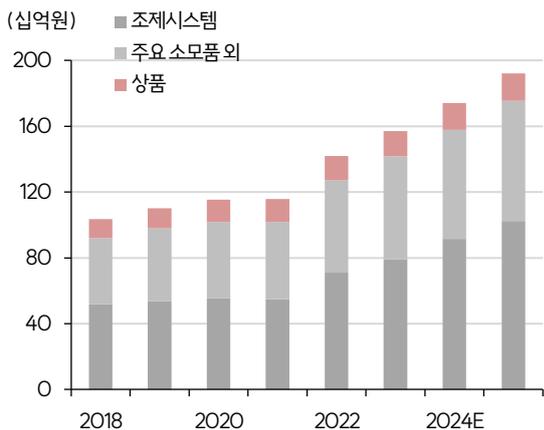
자료: 제이브이엠, SK 증권 추정 / 주: 연결 기준

제이브이엠 분기 실적 추이 및 전망



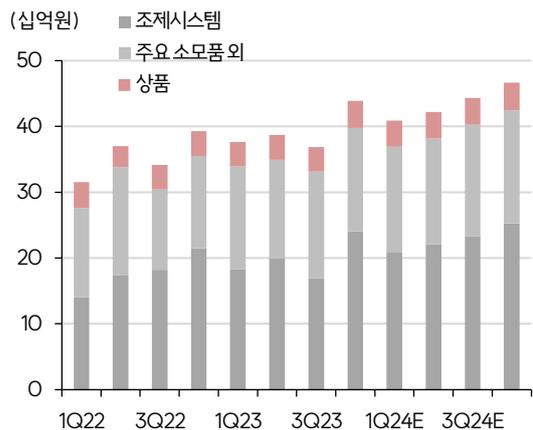
자료: 제이브이엠, SK 증권 추정 / 주: 연결 기준

제이브이엠 연간 품목별 매출 추이 및 전망



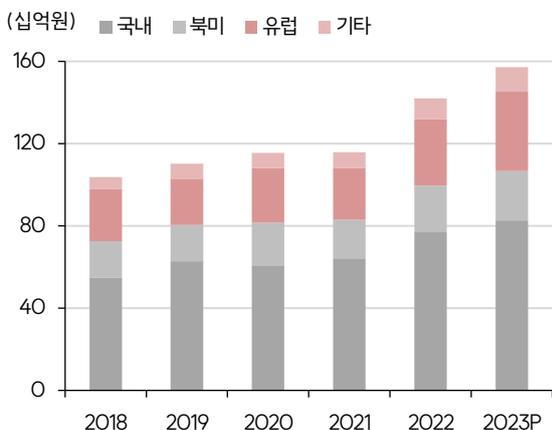
자료: 제이브이엠, SK 증권 추정 / 주: 연결 기준

제이브이엠 분기 품목별 매출 추이 및 전망



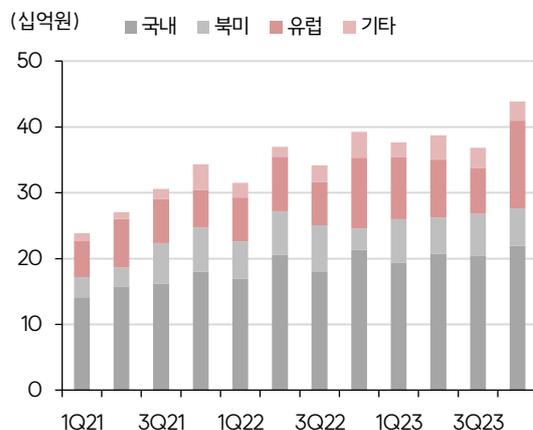
자료: 제이브이엠, SK 증권 추정 / 주: 연결 기준

제이브이엠 연간 지역별 매출 추이



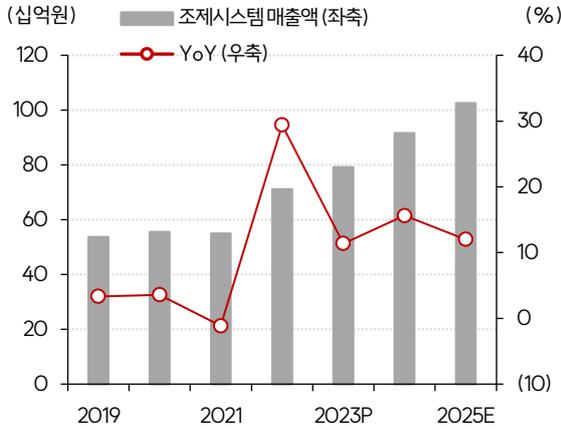
자료: 제이브이엠, SK 증권 / 주: 연결 기준

제이브이엠 분기 지역별 매출 추이



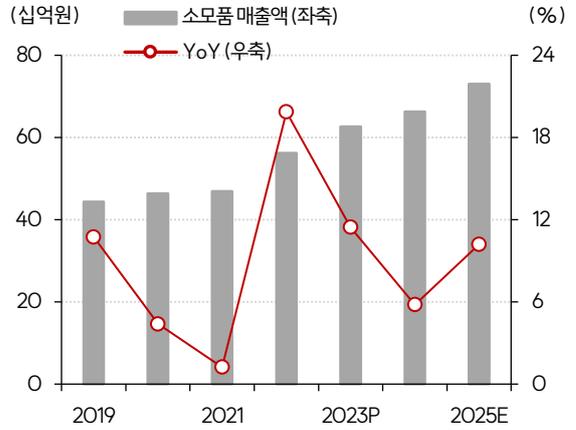
자료: 제이브이엠, SK 증권 / 주: 연결 기준

제이브이엠 조제시스템 매출 추이 및 전망



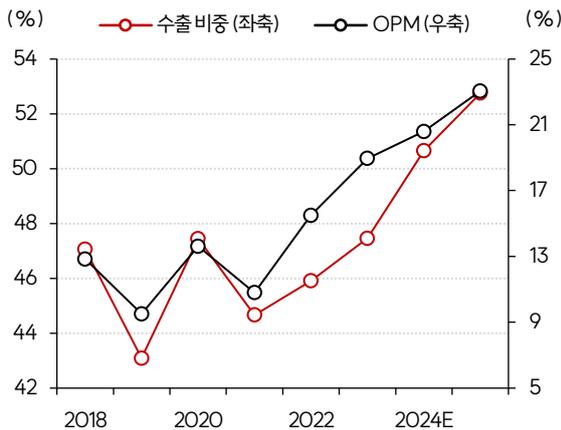
자료: 제이브이엠, SK 증권 추정

제이브이엠 주요 소모품 외 매출 추이 및 전망



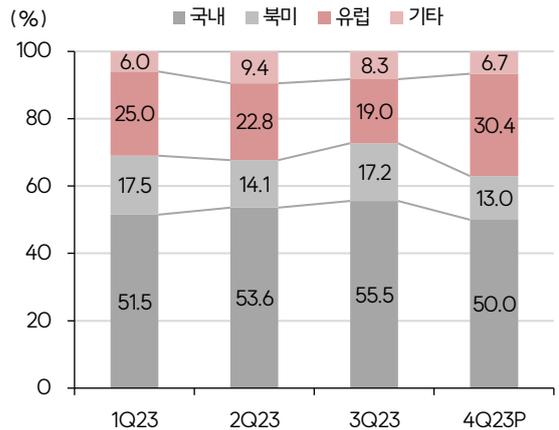
자료: 제이브이엠, SK 증권 추정

제이브이엠 전사 수출 비중 및 영업이익률 추이 및 전망



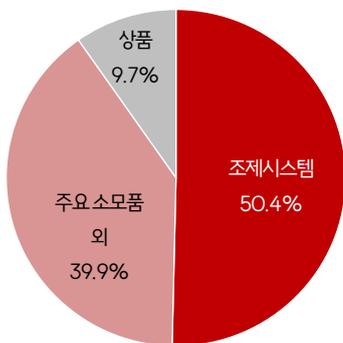
자료: 제이브이엠, SK 증권 추정 / 주: 연결 기준

제이브이엠 분기별 지역별 비중 추이



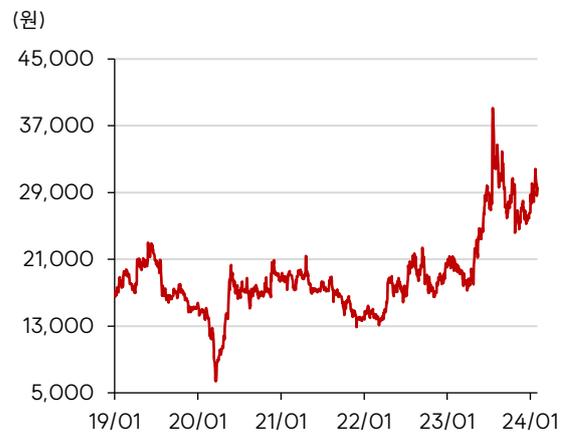
자료: 제이브이엠, SK 증권 / 주: 연결 기준

제이브이엠 2023년 제품군별 매출 비중



자료: 제이브이엠, SK 증권 / 주: 연결 기준

제이브이엠 주가 추이



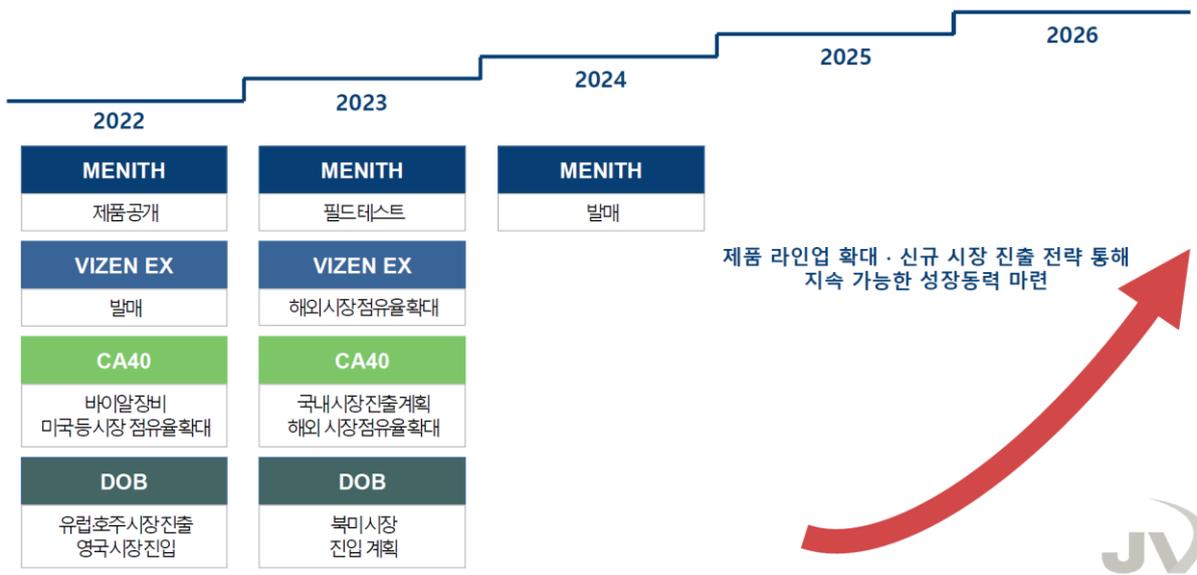
자료: Quantiwise, SK 증권

제이브이엠 조제 자동화 사업 신제품 전략

<p><b>MENITH</b></p>  <ul style="list-style-type: none"> <li>차세대 파우치 조제 자동화 시스템</li> <li>다관절 협동 로봇 팔로 캐니스터 교환</li> <li>조제 속도 기존 대비 2배 이상 높여 <b>분당 120포</b> 조제 가능</li> <li>자동 검수 기능 통합하여 효율 극대화</li> <li><b>생산성 3배 이상 향상</b></li> </ul>	<p><b>VIZEN EX</b></p>  <ul style="list-style-type: none"> <li>차세대 파우치 검수 솔루션</li> <li>기기 내부 탑재된 카메라로 촬영하여 <b>분당 최대 400개</b> 파우치 포 검사</li> <li>알약 수량, 크기, 모양 등을 처방 내역과 비교 분석</li> <li><b>빠른 검수로 생산성 확대</b></li> </ul> 
<p><b>CA40</b></p>  <ul style="list-style-type: none"> <li>약품 카운팅 시스템 (바이알 포장)</li> <li>2020년 캐나다 월마트 약국 입점</li> <li>캐나다, 미국, 뉴질랜드, 중국 등으로 시장 진출 확대 중</li> <li><b>최대 20대까지 확장 가능</b></li> </ul>	<p><b>DOB</b></p>  <ul style="list-style-type: none"> <li>블리스터카드 포장 조제기</li> <li>2021년 <b>호주 · 스페인</b> 시장 진출</li> <li>유럽 · 호주 중심의 재포장 방식</li> <li>블리스터카드 시장 내 <b>독보적 경쟁력</b></li> </ul>

자료: 제이브이엠, SK 증권

제이브이엠 조제 자동화 사업 포트폴리오 로드맵



자료: 제이브이엠, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>유동자산</b>	99	119	143	171	202
현금및현금성자산	7	7	17	32	49
매출채권 및 기타채권	18	19	21	23	25
재고자산	24	29	32	35	39
<b>비유동자산</b>	112	112	115	116	118
장기금융자산	11	13	14	14	14
유형자산	70	70	71	72	74
무형자산	5	3	2	2	1
<b>자산총계</b>	211	232	257	287	320
<b>유동부채</b>	64	70	74	77	81
단기금융부채	24	31	32	34	36
매입채무 및 기타채무	28	24	25	26	27
단기충당부채	1	1	1	1	1
<b>비유동부채</b>	4	3	3	3	3
장기금융부채	1	1	1	1	1
장기매입채무 및 기타채무	1	1	1	1	1
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	68	74	77	80	84
<b>지배주주지분</b>	143	158	181	207	236
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	45	45	45	45	45
기타자본구성요소	-24	-24	-24	-24	-24
자기주식	-24	-24	-24	-24	-24
이익잉여금	102	117	140	166	195
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	143	158	181	207	236
<b>부채와자본총계</b>	211	232	257	287	320

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>영업활동현금흐름</b>	25	14	28	31	36
당기순이익(손실)	9	16	26	31	35
비현금성항목등	11	14	10	11	11
유형자산감가상각비	4	4	4	4	4
무형자산상각비	1	1	1	1	0
기타	6	9	6	6	7
운전자본감소(증가)	5	-13	-3	-4	-4
매출채권및기타채권의감소(증가)	3	-0	-2	-2	-2
재고자산의감소(증가)	-2	-5	-3	-3	-4
매입채무및기타채무의증가(감소)	3	-5	1	1	1
기타	0	-3	1	1	1
법인세납부	0	-3	-7	-8	-9
<b>투자활동현금흐름</b>	-22	-17	-14	-13	-15
금융자산의감소(증가)	-17	-13	-7	-7	-8
유형자산의감소(증가)	-3	-3	-5	-5	-6
무형자산의감소(증가)	-2	-2	0	0	0
기타	1	1	-3	-0	-0
<b>재무활동현금흐름</b>	-5	3	-2	-3	-4
단기금융부채의증가(감소)	-2	6	2	2	2
장기금융부채의증가(감소)	-0	-1	0	0	0
자본의증가(감소)	-0	0	0	0	0
배당금지급	-2	-2	-3	-5	-6
기타	-0	-0	0	-0	0
<b>현금의 증가(감소)</b>	-1	0	10	15	17
기초현금	8	7	7	17	32
기말현금	7	7	17	32	49
FCF	23	11	23	26	29

자료 : 제이브이엠, SK증권 추정

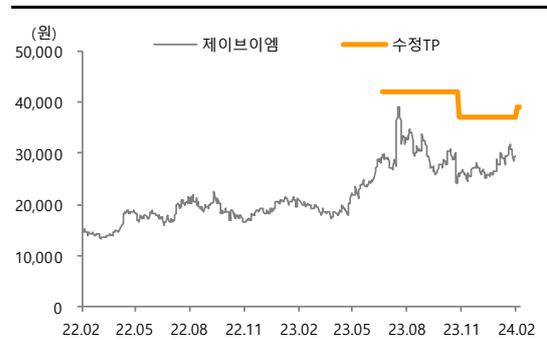
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>매출액</b>	116	142	157	174	192
매출원가	77	91	94	103	111
<b>매출총이익</b>	39	51	63	71	82
매출총이익률(%)	33.9	36.0	39.8	41.1	42.5
<b>판매비와 관리비</b>	27	29	33	36	37
<b>영업이익</b>	12	22	30	36	44
영업이익률(%)	10.8	15.5	19.0	20.6	23.1
<b>비영업손익</b>	-3	-1	3	2	-1
순금융손익	1	1	1	2	2
외환관련손익	-0	-0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	9	21	33	38	44
세전계속사업이익률(%)	8.1	15.0	21.1	22.0	22.8
<b>계속사업법인세</b>	0	6	7	8	9
<b>계속사업이익</b>	9	16	26	31	35
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	9	16	26	31	35
순이익률(%)	7.7	11.1	16.7	17.6	18.2
지배주주	9	16	26	31	35
지배주주귀속 순이익률(%)	7.7	11.1	16.7	17.6	18.2
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	8	17	26	31	35
지배주주	8	17	26	31	35
비지배주주	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	18	27	34	40	49

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	0.4	22.6	10.6	10.8	10.4
영업이익	-20.4	76.0	35.4	20.4	23.6
세전계속사업이익	-25.5	126.3	55.6	15.5	14.5
EBITDA	-15.4	48.9	28.1	17.4	21.1
EPS	-14.3	76.0	66.6	16.5	14.5
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	4.4	7.1	10.7	11.2	11.5
ROE	6.4	10.4	15.5	15.8	15.8
EBITDA마진	15.6	19.0	22.0	23.3	25.5
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	155.6	170.0	193.5	221.9	250.4
부채비율	47.1	46.5	42.3	38.8	35.6
순차입금/자기자본	-21.9	-24.2	-29.2	-35.7	-41.0
EBITDA/이자비용(배)	106.8	82.8	161.1	180.3	208.2
배당성향	25.7	21.9	17.6	18.8	18.1
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	740	1,303	2,171	2,530	2,896
BPS	13,818	15,028	16,913	19,062	21,481
CFPS	1,203	1,712	2,561	2,914	3,285
주당 현금배당금	200	300	400	500	550
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	18.8	15.7	12.2	11.7	10.2
PBR	1.0	1.4	1.6	1.6	1.4
PCR	11.6	11.9	10.3	10.1	9.0
EV/EBITDA	7.6	7.8	7.8	6.9	5.2
배당수익률	1.4	1.5	1.5	1.7	1.9

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2024.02.05	매수	39,000원	6개월		
2023.10.31	매수	37,000원	6개월	-26.05%	-14.05%
2023.06.26	매수	42,000원	6개월	-28.33%	-6.90%



### Compliance Notice

작성자(이동건)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.  
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.  
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.  
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.  
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.  
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 02월 05일 기준)

매수	94.83%	중립	5.17%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------