



한국IR협회의

기업리서치센터

Stock Research Center

KOSDAQ
제약과생물공학

기업분석 2022.09.30

알리코제약 (260660)

CSO 영업 강점 기반의 제네릭 의약품 전문기업

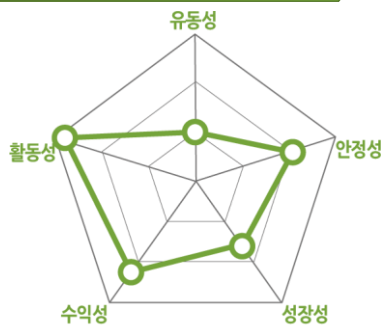
체크 포인트

- 알리코제약은 1992년 설립된 제네릭 의약품 전문기업. 의약품 영업전문 CSO(계약판매조직)를 통한 차별화 마케팅으로 2016년부터 2021년까지 연평균 23.8%의 높은 매출 성장세를 유지하고 있으며 의료기기, 여성건강 특화사업을 통한 신성장 확보 전략 추진중
- 제네릭 의약품 난립 방지를 위한 약사법 개정안('13 공동생동 제한') 시행으로 동사는 2020년부터 자사전환 21품목에 대하여 생물학적 동등성 시험을 진행함. 2020년부터 연구개발비용이 급증하였으나 현재는 품목 대부분의 생물학적 동등성 시험을 완료하였으며 2023년부터는 본격적으로 1) 임상비용 축소, 2) 자사전환 매출 발생에 따른 수익성 턴어라운드 예상됨
- 2022년 예상실적 기준 알리코제약의 밸류에이션은 PER 13.0배, PBR 0.9배 수준으로 국내 동종기업 평균 밸류에이션 PER 14.9배, PBR 1.2배와 비교하여 현 주가 수준은 상대적인 저평가 구간
- 급증하는 CSO 판매수수료 영향으로 인해 매출성장을 초과하는 비용확대가 발생하고 있는 부문은 사업적 리스크 요인

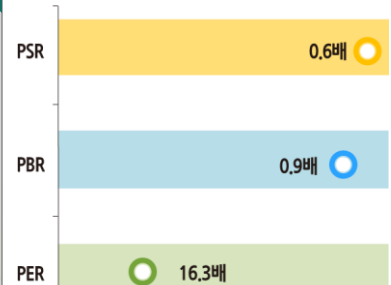
주가 및 주요 이벤트



재무 지표



밸류에이션 지표



주: PSR, PER은 2021년 기준, PBR은 2022 기준, Trailing, Fnguide WICS 분류 상 건강관리산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

알리코제약 (260660)

Analyst 박선영 sympark@kirs.or.kr

RA 양준호 junho.yang@kirs.or.kr

KOSDAQ
제약과생물공학

CSO 영업 강점 기반의 제네릭 전문 제약회사

알리코제약은 1992년 설립된 제네릭 의약품(전문의약품, 일반의약품) 전문기업. 2021년 기준 전문의약품(ETC) 85.1%, 일반의약품(OTC) 1.3%, 의약품 수탁생산(CMO) 9.7%, 기타 3.9%로 매출 구성. 의약품 영업전문 CSO(계약판매조직)를 통한 차별화 마케팅으로 2016년부터 2021년까지 연평균 23.8%의 높은 매출 성장세를 유지하고 있으며 신성장동력으로서 의로기기, 여성건강 특화사업에 진출하여 사업 확장 진행중

자사전환 21품목 임상 마무리 국면, 2023년부터 수익성 턴어라운드

알리코제약은 1+3 공동생동 제한에 대한 대응으로 2020년부터 자사전환 21품목에 대하여 생물학적 동등성 시험을 진행함. 2020년부터 연구개발비용이 급증하며 수익성이 훼손되었으나 현재는 품목 대부분의 생물학적 동등성 시험을 완료하였으며 2022년말까지 9개, 2023년 상반기까지 16개 제품의 자사전환 발매가 예정됨. 2023년부터는 본격적으로 1) 임상비용 축소, 2) 자사전환 매출 발생에 따른 수익성 턴어라운드가 전망됨

동종기업 평균 밸류에이션 대비 상대적인 저평가 구간

2022년 실적은 매출액 1,530억원(YoY +9.1%), 영업이익 68억원(YoY +41.0%), 당기순이익 60억원(YoY +20.7%)이 예상됨. 2022년 예상실적 기준 알리코제약의 밸류에이션은 PER 13.0배, PBR 0.9배 수준으로 국내 동종기업 평균 밸류에이션 PER 14.9배, PBR 1.2배와 비교하여 현 주가 수준은 상대적인 저평가 구간. 매출 성장성에 훼손이 없는 수준에서 CSO 판매 수수료를 관리를 통한 전사 수익성 회복 여부에 따라 저평가 해소가 가능할 것으로 판단됨

Forecast earnings & Valuation

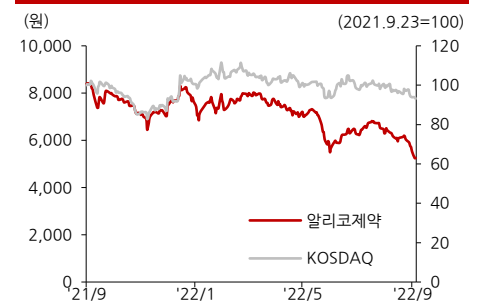
	2018	2019	2020	2021	2022F
매출액(억원)	953	1,158	1,248	1,402	1,530
YoY(%)	33.6	21.5	7.8	12.3	9.1
영업이익(억원)	74	125	106	48	68
OP 마진(%)	7.7	10.8	8.5	3.4	4.4
지배주주순이익(억원)	12	100	84	49	60
EPS(원)	84	667	547	322	388
YoY(%)	-74.4	693.2	-18.0	-41.2	20.7
PER(배)	94.3	13.6	17.0	23.9	13.0
PSR(배)	1.2	1.2	1.1	0.8	0.5
EV/EBIDA(배)	13.4	8.8	10.0	13.7	5.8
PBR(배)	1.9	1.9	1.8	1.5	0.9
ROE(%)	3.0	15.1	11.2	6.2	7.1
배당수익률(%)	0.0	1.4	0.7	0.9	1.4

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (9/28)	5,060원
52주 최고가	8,360원
52주 최저가	5,060원
KOSDAQ (9/28)	673.87p
자본금	77억원
시가총액	776억원
액면가	500원
발행주식수	15백만주
일평균 거래량 (60일)	5만주
일평균 거래액 (60일)	4억원
외국인지분율	1.29%
주요주주	이항구 외 13인 43.54%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-21.4	-35.8	-39.5
상대주가	-6.4	-11.7	-9.1

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '이자보상배율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 '매출총이익률', 활동성지표는 '총자산회전율', 유동성지표는 '유동비율'임.

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

기업 개요

회사 개요

CSO 영업 강점 기반
제네릭 의약품 전문 제약회사
의료기기, 여성건강 특화사업을
통한 신성장 동력 확보

알리코제약은 1992년 설립된 제네릭 의약품(전문의약품, 일반의약품) 전문기업으로 제네릭 의약품 제조 및 판매, 의약품 수탁생산(CMO)을 주요 사업으로 영위하고 있다. 2021년 기준으로 전문의약품(ETC)이 전체 매출의 85.1%를 차지하고 있으며, 동사는 전문 영업조직인 CSO(계약판매조직, 판매대행업체)를 통한 차별화 마케팅으로 전문의약품 분야의 안정적인 매출성장을 이어가고 있다.

알리코제약의 2021년 기준 매출액은 1,402억원으로 사업부문별 매출구성은 전문의약품(ETC) 85.1%, 일반의약품(OTC) 1.3%, 의약품 수탁생산(CMO) 9.7%, 기타 3.9%로 구성되어 있다. ETC 부문은 순환기, 소화기, 호흡기 등 전문의약품 약 88개 품목을 보유하고 있으며, ETC 분야별 매출비중은 뇌혈관질환용제 12.7%, 고지혈증용제 11.9%, 소화기용제 10.3%, 고혈압용제 9.2%로 주요 만성질환영역의 매출비중이 ETC 매출의 약 51.8% 수준을 차지하고 있다. CMO 부문은 cGMP급 생산설비를 기반으로 셀트리온제약, 일동제약, 동국제약, 종근당 등 약 80여개 제약사의 전문의약품 위탁생산을 수행하고 있다.

또한 동사는 ETC, CMO 비즈니스의 안정적인 매출을 기반으로 신성장동력으로서 의료기기, 여성건강 특화사업에 진출하여 사업을 확장하고 있다. 의료기기 부문은 창상피복재군(흉터치료재료, 수술 고정용 필름), 일회용 의료 소모품군(내시경 개구 고정 의료기기, 체액 흡수용 방수패드), 체내 삽입형 의료기기(이식형 의약품 주입기, 내시경용 자동문합기)가 있으며 메디칼립, 리브스메드, 씨드모젠과 같은 기술 우수기업에 전략적 투자(SI)를 통해 공동 기술개발 및 판매권을 확보하였다. 여성건강 특화사업부문은 2022년 여성 특화 브랜드 '위민업' 런칭을 바탕으로 이너수 질 세정기, 피펠러 의료기기 및 이너수 스템 세럼 미스트 등 적용제품을 확대하고 있다.

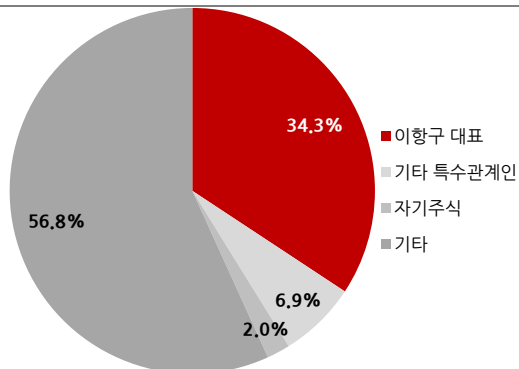
동사는 2018년 코스닥 시장에 상장하였으며 2022년 6월말 기준 이항구 대표이사 및 특수관계인이 41.2%의 지분을 보유하고 있다.

회사 연혁



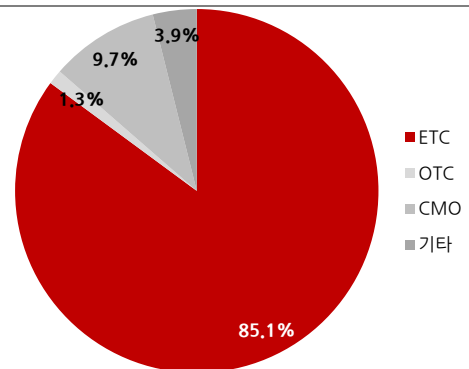
자료: 알리코제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

주주현황(2022년 6월말 기준)



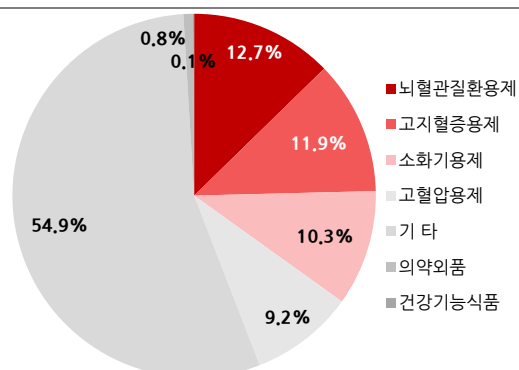
자료: 알리코제약, 한국R협의회 기업리서치센터

사업 포트폴리오 매출구성(2021년)



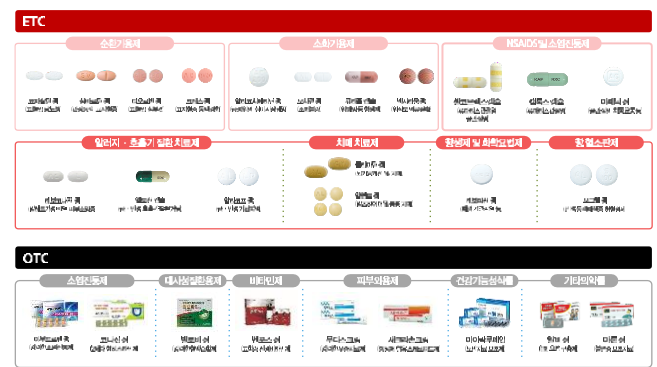
자료: 알리코제약, 한국R협의회 기업리서치센터

부문별 매출비중(2021년 기준)



자료: 알리코제약, 한국R협의회 기업리서치센터

주요 제품 포트폴리오



자료: 알리코제약, 한국R협의회 기업리서치센터

신성장동력: 의료기기



자료: 알리코제약, 한국R협의회 기업리서치센터

신성장동력: 여성케어



자료: 알리코제약, 한국R협의회 기업리서치센터

산업 현황

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 약가상징 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: 한국IR협의회 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: 한국IR협의회 기업리서치센터

대다수의 중소형 제약회사는
CMO를 통해
다양한 제품 포트폴리오를
확보하고 마케팅에 집중함

의약품 위탁생산(CMO) 시장

국내 제약산업은 거액의 개발비와 장기간의 시간이 소요되는 신약 및 바이오 의약품 개발보다는 상대적으로 비용 및 시간이 적게 소요되는 개량신약과 제네릭을 주요 제품군으로 성장해왔으며 다수의 제약회사들은 자체 영업력을 바탕으로 전국의 병원을 대상으로 개량신약과 제네릭 위주의 전문의약품 ‘판매’에 집중하고 있다. 병원을 대상으로 영업하기 위해서는 기본적으로 해당 병원의 진료과목에서 사용하는 다양한 처방의약품 포트폴리오를 보유하는 것이 유리하나 대다수의 영세한 제약회사의 경우 자체적인 연구개발, 제조 및 판매사업을 영위하는 것이 현실적으로 어려운 상황이다.

특히 의약품은 국민의 안전과 직결되는 부분임에 따라 정부는 2008년 의약품 생산시설에 대해 선진국 수준의 GMP(Good Manufacturing Practice) 규정을 도입하였으며, 해외수출 확대 등을 목적으로 하는 제약회사들은 선진국 규정인 cGMP에 부합하는 설비투자를 진행하고 있다. 의약품 제조공장을 운영하기 위해서는 거액의 시설 투자금, 우수한 인력, 정부 규제 대응을 위한 경영능력 등의 직간접적 비용이 뒤따른다. 따라서 대형 제약회사들은 자체 생산을 통해 의약품을 제조 및 판매가 가능하지만, 대다수의 중소형 제약회사들은 의약품 위탁생산(CMO)을 통해 전문의약품을 직접 제조하는 사업적 진입장벽을 낮추어 적은 비용으로 다양한 품목을 확보하는 전략을 택하게 되었다. 한편 제조공장을 보유한 제약회사들은 타 제약회사들을 대상으로 CMO 사업을 통해 자사 제품 생산뿐만 아니라 공장 가동률을 높여 제조비용을 낮추고 수익성 제고를 추구하고 있다.

1+3 공동생동 제한

1+3 공동생물학적동등성
제한 법안 시행으로 인해
많은 제약회사들의
생동성 임상이 급증

2021년 7월, 제네릭 의약품 난립을 방지하기 위한 ‘1+3 공동생물학적동등성(공동생동) 제한’ 법안이 공포와 동시에 시행되었다. 1+3 공동생동 제한이란 제약사가 제네릭 의약품 및 자료제출의약품 출시를 허가 받을 때 생동성 시험 자료 또는 임상자료와 동일한 자료를 이용, 허가받을 수 있는 품목을 3개로 제한하는 약사법 개정안이다. 기존에는 하나의 생동성 임상으로 10개 이상의 제품이 허가 받았던 것과 다르게 제네릭 시장 유지 및 진입을 위해서는 제약사에서 자체적으로 생동성 임상을 진행해야 한다는 의미로, 제약사들은 공동생동 제한 시행 이후 하나의 생동성 임상으로 제네릭 원개발사(1) 외 3개 회사까지, 총 4개 회사 제품만 허가를 받을 수 있게 되었다.

1+3 공동생동 제한 시행으로 자체적으로 임상자료를 확보하지 않으면 기존 제네릭 의약품 시장에서의 지위를 잃게 됨에 따라 제약회사들은 자체 임상자료 확보 및 시장 지위 유지 전략차원에서 생동성 임상 진행을 대폭 늘리고 있다. 식품의약품안전처 의약품안전나라 내 임상시험정보에 따르면 생물학적 동등성 시험 건수는 2020년 상반기 163건, 2020년 하반기 158건으로 2020년까지는 큰 변동이 없었으나 2021년 상반기 213건, 2021년 하반기 295건으로 1+3 공동생동 제한의 본격 시행에 따라 생물학적 동등성 시험 건수가 상반기 대비 하반기에 약 38.5% 증가하였다.

투자포인트

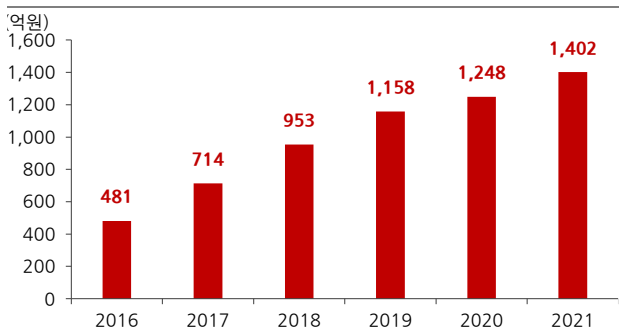
CSO 영업 강점 기반으로 꾸준한 매출 성장

의약품 영업 전문 CSO를
활용하여
2016년부터 2021년까지
연평균 23.8%의
높은 매출 성장세 유지

알리코제약은 제네릭 의약품 전문기업이다. 제네릭 의약품은 제품의 품질차이가 뚜렷하게 크지 않음에 따라 제약 회사의 영업력이 사업의 핵심 경쟁력이라고 할 수 있다. 하지만 최근 몇 년간의 비우호적인 제약 영업환경(오리지널 특허 만료에 따른 제네릭 제품 증가, 리베이트 관련 불법 영업행위 규제, 약가 인하 정책에 따른 자가 제네릭 경쟁 심화 등)으로 인해 자체 영업조직을 통한 영업력 강화에는 한계가 있었다. 당사는 2013년부터 자체 영업조직 보다는 의약품 영업 전문 CSO(계약판매조직)를 활용한 제네릭 영업을 통해 경쟁력을 강화하고 있다. 특히 타사와는 차별화된 CSO 관리와 업무 활동의 체계적 지원을 통해 당사는 2016년 매출 481억원에서 2021년 매출 1,402억원으로 연평균 23.8%라는 높은 매출 성장세를 유지하고 있으며, CSO를 통한 고정비용이 감소함에 따라 최상위권의 제약사 1인당 매출액을 달성하는 등 높은 매출효율성을 나타내고 있다.

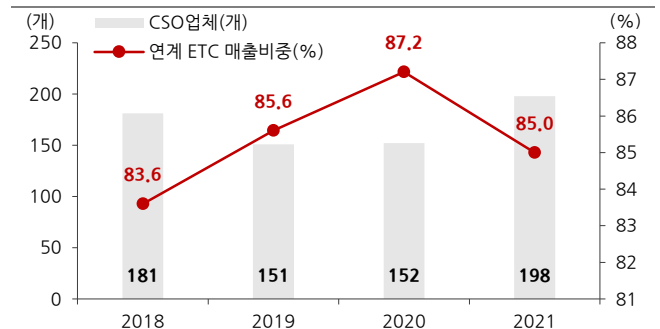
당사는 CSO를 2021년 기준 약 198개에서 올해 약 250개 정도까지 확대하며 매출 성장을 이어갈 전망이다. 또한 10년 이상 축적된 CSO 역량(CSO 정기 교육, 수수료 체계 정립 등)을 바탕으로 시스템 강화를 통하여 제네릭뿐만 아니라 OTC, 의료기기, 여성케어 등 동사의 신규사업 부문으로 확장으로 통한 추가적인 매출성장을 이어갈 것으로 전망된다.

2016년부터 5년간 연평균 23.8% 성장



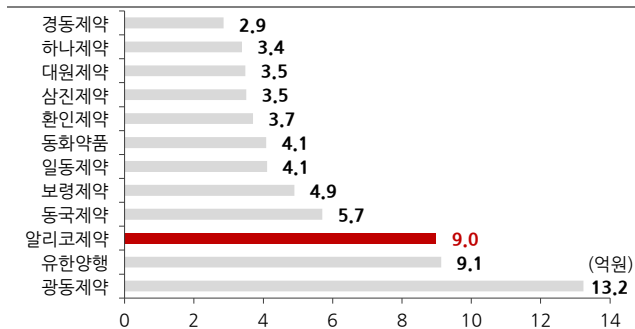
자료: 알리코제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

CSO 증가 추이 및 ETC CSO 매출 비중



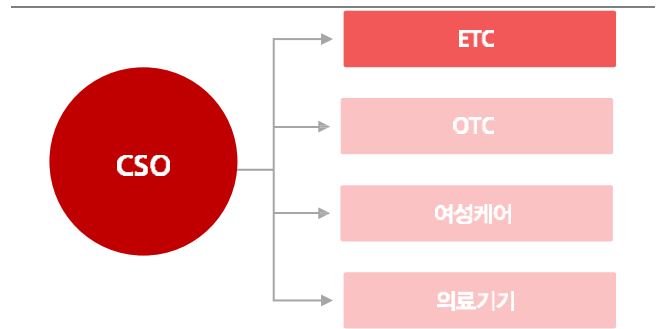
자료: 알리코제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

2021년 제약사 1인당 매출 평균



자료: 메디소비즈니스알리코제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

CSO 역량을 신규사업 영역으로 확대



자료: 알리코제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

자사전환 21품목 임상 마무리, 2023년부터 수익성 턴어라운드

금년까지 자사전환 21품목

임상이 마무리됨에 따라

2023년부터

1) 임상비용 축소,

2) 자사전환 매출 발생에 따른

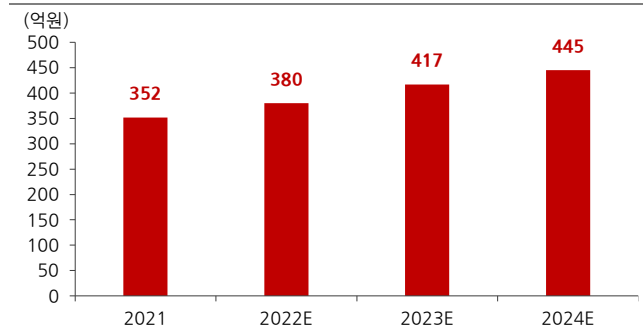
수익성 개선 시점 돌입 전망됨

알리코제약은 1+3 공동생동 제한에 대한 대응으로 2020년부터 자사전환 21품목에 대하여 생물학적 동등성 시험을 진행하였다. 2022년 반기보고서 기준 21품목 중 5품목 허가 완료, 14품목 허가 진행중, 2품목은 생물학적 동등성 시험을 완료한 상황이다. 또한 동사는 제네릭 의약품 8품목, 개량신약 5품목(순환기계 1품목, 내분기계 2품목, 호흡기계 1품목, 소화기계 1품목)에 대한 연구개발을 진행중에 있으며, 신약 파이프라인으로는 덕성여대 약대로부터 도입한 항파킨슨 신약 후보물질 개발을 진행하고 있다.

2020년부터 급증한 생물학적 동등성 시험으로 인해 동사는 2020년부터 연구개발비용이 급증하며 수익성이 훼손되었다. 경상연구개발비가 2019년 18억원에서 2020년 31억원, 2021년 82억원으로 급증하였으며, 2022년 반기기준으로도 38억원이 집행되었다. 현재는 품목 대부분의 생물학적 동등성 시험을 완료하였으며 2022년말까지 9개, 2023년 상반기까지 16개 제품의 자사전환 발매가 예정됨에 따라 2023년부터는 본격적으로 1) 임상비용 축소, 2) 자사전환 매출 발생에 따른 수익성 개선 시점에 돌입할 전망이다.

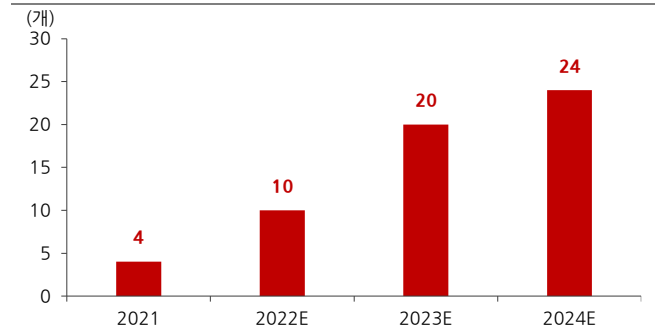
동사는 2022년 2월 진천공장 증축을 위해 100억원 규모의 전환사채를 발행하였다. 진천공장 증축을 통해 연구시설과 포장라인을 확대하고 대형생산라인을 신설하여 생산능력을 현재대비 약 2배 확대할 예정이다. 동사는 매출의 약 40~45% 수준을 차지하고 있는 위수탁 품목을 자가생산으로 대체하고, 특히 매출 규모가 큰 주요품목들의 신규라인으로 이동, CMO 비즈니스 확대 등을 통한 수익성 개선을 본격화할 전망이다.

자사전환 제품 매출예상



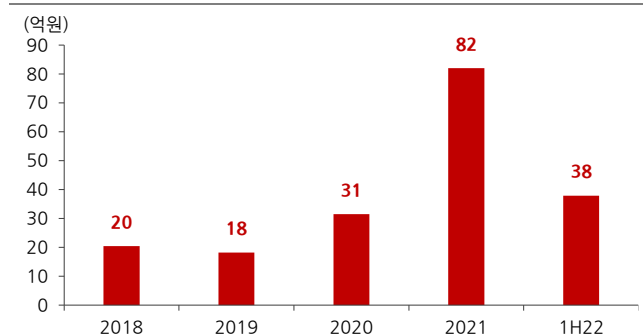
자료: 알리코제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

신제품 개발 계획(누적)



자료: 알리코제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

경상연구개발비 추이



자료: 알리코제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

R&D 파이프라인

R&D Pipeline					
구분	프로젝트	2021*	2022	2023	2024
신약	파킨슨치료제 ARLOD2	임상3상	비임상3상	임상1상	
	고혈압치료제 ALC 2106	임상1상	임상2상	임상3상	
개량신약	당뇨병치료제 ALC 2115	임상1상	임상2상	임상3상	
	당뇨병치료제 ALC 2202		임상1상	임상2상	임상3상
	진해거담제 ALC2203		임상1상	임상2상	임상3상

Generic R&D Pipeline					
프로젝트	제제형	승인일시	프로젝트	제제형	승인일시
ALC 2006	11형입자분체	2023.3Q	ALC 2205	소화제	2023.3Q
ALC 2011	11형입자분체	2023.2Q	ALC 2206	11형입자분체	2024.1Q
ALC 2013	항응고제	2026.4Q	ALC 2207	11형입자분체	2025.1Q
ALC 2204	항암성분제	2023.1Q	ALC 2208	11형입자분체	2023.1Q

자료: 알리코제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

실적 추이 및 전망

2021년 실적

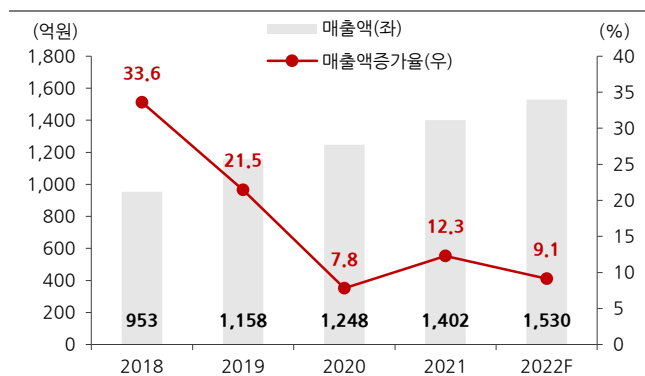
2021년 실적은 매출액 1,402억원(YoY +12.3%), 영업이익 48억원(YoY -54.8%), 영업이익률 3.4%(전년대비 5.1%p 하락), 세전이익 56억원(YoY -42.4%), 당기순이익 49억원(YoY -41.1%)이다. 안정적인 ETC 사업부문을 기반으로 뇌혈관질환용제가 전년대비 32.4%, 고지혈증용제가 전년대비 31.4% 성장하며 전체 매출은 전년대비 12.3%의 견조한 매출성장을 이어갔다. 그러나 이익측면에서는 1) 자사 전환품목의 임상개발비용 증가로 인해 경상연구개발비가 전년대비 160.8% 증가하였으며, 2) CSO 수수료 증가에 따른 판매관리비 증가로 인해 영업이익이 전년대비 54.8% 감소하였다.

2022년 실적 전망

2022년 실적은 매출액 1,530억원(YoY +9.1%), 영업이익 68억원(YoY +41.0%), 영업이익률 4.4%(전년대비 1.0%p 개선), 세전이익 75억원(YoY +34.2%), 당기순이익 60억원(YoY +20.7%)이 전망된다. 2021년 기준 약 198개에서 올해 약 250개 정도까지 CSO를 확대하며 ETC 매출 성장을 이어갈 예정이며 다수의 해외 기업과 수출계약 체결을 통한 수출시장 다각화도 기대된다. 신규사업인 의료가기 부문은 병원 영업/마케팅 확대에 따라 30억 이상의 매출이 예상된다. 이익측면에서는 하반기부터 2020년부터 급증한 생동성 임상비용 축소 및 위수탁 품목 자사전환에 따른 수익성 개선이 시작됨에 따라 전년대비 소폭 이익률이 개선될 것으로 전망된다.

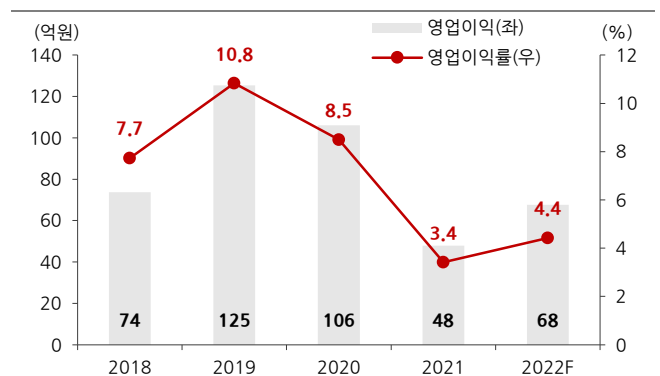
2022년 상반기 실적은 매출액 813억원(YoY +23.6%), 영업이익 60억원(YoY +44.2%), 영업이익률 7.3%(전년대비 1.0%p 개선), 세전이익 61억원(YoY +12.7%), 반기순이익 53억원(YoY +19.7%)이다. 코로나19 재확산 영향으로 알러지/호흡기 관련 품목 매출성장이 두드러졌으며 그 외에도 전문의약품 매출이 고르게 성장하였다.

매출액 추이



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

영업이익 추이



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	2018	2019	2020	2021	2022F
매출액	953	1,158	1,248	1,402	1,530
증가율(%)	33.6	21.5	7.8	12.3	9.1
전문의약품 등	949	1,156	1,246	1,388	1,499
건강기능식품	4	1	1	1	1
기타	-	0	1	12	29
매출원가	365	423	450	526	564
매출원가율(%)	38.3	36.5	36.1	37.5	36.9
매출총이익	589	735	798	875	966
매출총이익률(%)	61.8	63.4	63.9	62.5	63.2
영업이익	74	125	106	48	68
영업이익률(%)	7.7	10.8	8.5	3.4	4.4
증가율(%)	-17.0	70.2	-15.5	-54.8	41.0
세전계속사업이익	21	122	97	56	75
당기순이익	12	100	84	49	60
순이익률(%)	1.3	8.7	6.7	3.5	3.9

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Valuation

동종기업과 비교

알리코제약

2022년 예상실적기준

PER 13.0배, PBR 0.9배 수준

국내 중소형 제약회사

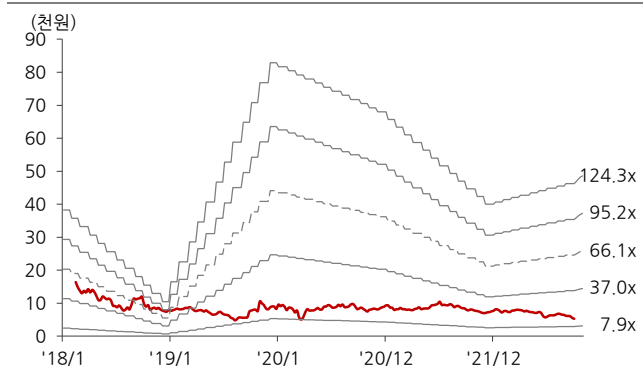
평균 밸류에이션과 비교 시

상대적인 저평가 구간

알리코제약의 현재 밸류에이션 수준을 판단하기 위해 국내 상장되어 있는 제약회사 중 동사와 유사한 국내 처방 의약품(ETC) 사업 기반의 안정적인 실적을 달성하고 있는 5개사(삼진제약, 대원제약, 하나제약, 경동제약, 동구바이오제약)를 동종기업으로 선정하여 비교해 보았다. 2022년 예상실적 기준으로 알리코제약의 밸류에이션은 PER 13.0배, PBR 0.9배 수준으로 국내 동종기업 평균 밸류에이션 PER 14.9배, PBR 1.2배와 비교하여 현 주가 수준은 상대적인 저평가 구간이라고 판단된다.

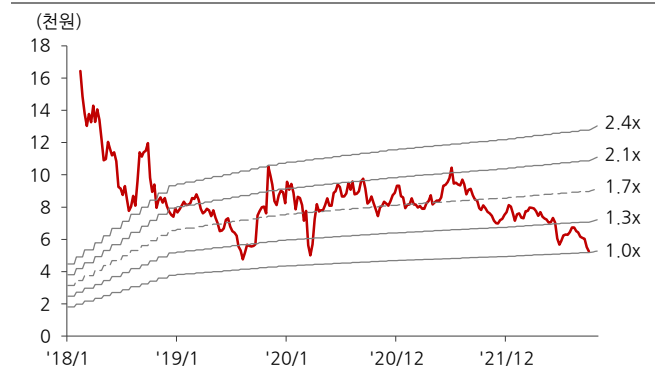
다만 현시점에서 동사는 동종기업들과 비교 시 매출액 규모도 적고, 수익성도 낮은 상황으로 동종기업 평균 밸류에이션 대비 디스카운트 요인이 있는 상황이다. 2022년 동사의 예상 영업이익률은 4.4%로 동종기업 평균인 10.3% 대비 낮은 수준이며, 예상 ROE도 7.1% 수준으로 동종기업 평균인 9.6% 대비 낮다. 동사는 2023년부터 임상비용 축소에 따른 본격적인 수익성 턴어라운드 예상됨에 따라 동종기업과의 밸류에이션 차이를 빠르게 줄여갈 수 있을 것으로 기대된다.

PER 밴드



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

PBR 밴드



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

동종기업 비교

(단위: 원, 억원, %, 배)

		삼진제약	대원제약	하나제약	경동제약	동구바이오제약	알리코제약
주가(원) 2022년 9월 27일 기준		26,000	15,400	15,650	7,260	5,450	5,250
시가총액(억원) 2022년 9월 27일 기준		3,614	3,364	2,781	2,234	1,551	805
자산총계	2020	2,690	3,352	2,766	2,914	1,444	1,103
(억원)	2021	3,325	4,296	3,035	2,920	1,548	1,211
	2022F	3,644	4,570	3,464	2,865	1,661	1,285
자본총계	2020	2,135	2,139	2,324	2,622	947	776
(억원)	2021	2,342	2,193	2,519	2,598	1,001	811
	2022F	2,573	2,444	2,713	2,543	1,073	860
매출액	2020	2,352	3,085	1,773	1,738	1,392	1,248
(억원)	2021	2,501	3,542	1,964	1,776	1,552	1,402
	2022F	2,713	4,456	2,131	1,807	1,763	1,530
매출액증가율	2020	-2.8	-2.9	6.6	-1.5	11.2	7.8
(%)	2021	6.3	14.8	10.8	2.2	11.4	12.3
	2022F	8.5	25.8	8.5	1.7	13.6	9.1
영업이익	2020	322	241	317	190	76	106
(억원)	2021	339	194	360	158	81	48
	2022F	395	428	357	152	139	68
영업이익증가율	2020	-28.2	-31.4	-5.6	-22.8	17.8	-15.5
(%)	2021	5.2	-19.4	13.7	-16.8	7.0	-54.8
	2022F	16.5	120.5	-0.9	-3.6	70.8	41.0
영업이익률	2020	13.7	7.8	17.9	10.9	5.5	8.5
(%)	2021	13.6	5.5	18.3	8.9	5.3	3.4
	2022F	14.6	9.6	16.8	8.4	7.9	4.4
당기순이익	2020	279	176	149	125	91	84
(억원)	2021	284	70	280	127	93	49
	2022F	330	318	282	77	99	60
당기순이익증가율	2020	134.7	-35.4	-47.4	-38.1	-39.5	-16.6
(%)	2021	1.9	-60.4	88.1	1.7	2.1	-41.1
	2022F	16.2	355.5	0.7	-39.2	6.1	20.7
ROE	2020	13.6	8.4	6.6	5.1	10.1	11.3
(%)	2021	12.7	3.2	11.6	4.9	0.0	6.2
	2022F	13.4	13.7	10.8	3.0	9.5	7.1
PER	2020	13.6	22.3	28.0	27.7	26.3	16.3
(배)	2021	12.9	50.6	12.8	27.8	25.1	23.9
	2022F	11.0	10.6	9.9	29.0	15.7	13.0
PBR	2020	1.8	1.8	1.8	1.3	2.5	1.8
(배)	2021	1.6	1.6	1.4	1.4	2.3	1.5
	2022F	1.4	1.4	1.0	0.9	1.4	0.9
배당수익률	2019	3.2	1.5	2.0	5.1	0.6	1.4
(%)	2020	2.9	0.8	2.0	4.5	0.4	0.7
	2021	3.0	1.2	2.5	4.4	1.2	0.9

주: 2022년 동종기업 컨센서스는 당사 추정치. 자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

⚠ 리스크 요인

급증하는 판매수수료

급증하는 CSO 판매수수료

영향으로 인해

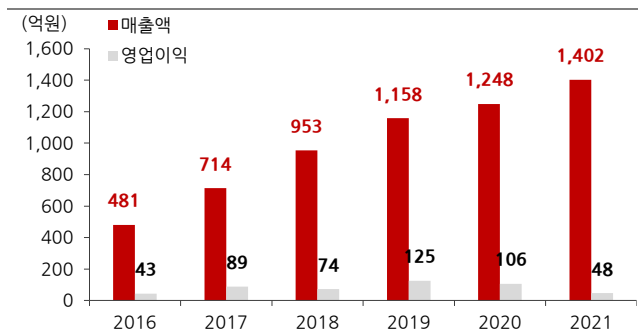
매출성장을 초과하는

비용확대가 발생하고 있는 상황

알리코제약은 2016년 매출액 481억원에서 2021년 매출액 1,402억원으로 5년간 연평균 23.8% 수준의 매출 성장을 달성하였다. 같은 기간 영업이익은 2016년 43억원에서 2019년 125억원까지 증가하였으나 2021년 48억원으로 급감하였다. 전문적인 영업조직인 CSO를 활용하여 2019년까지는 높은 수준의 매출 성장뿐만 아니라 수익성도 개선되는 실적을 달성하였으나 급증하는 CSO 판매수수료 영향으로 인해 최근에는 매출성장을 초과하는 비용확대가 발생하고 있는 상황이다.

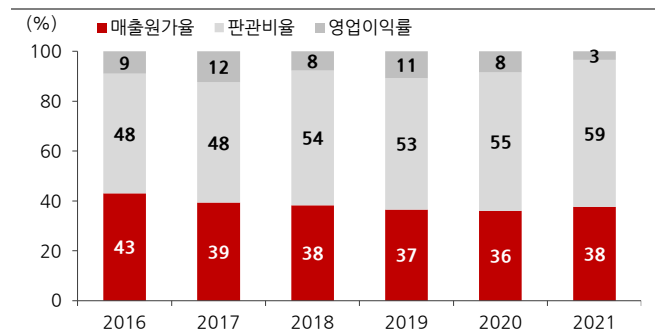
비용측면에서 살펴보면 당사는 CSO를 통한 고정비용 비용절감 효과로 2016년 43.0% 수준이었던 매출원가율이 2021년 37.5% 수준으로 하락하며 약 5.5%p의 원가율 개선이 있었다. 하지만 같은 기간 판매수수료가 2016년 164억원에서 2019년 664억원으로 급증하며 매출액 성장률을 초과하는 판매수수료 상승으로 인해 전사측면의 수익성 개선이 나타나지 않았다. 2020년부터는 생동시험에 따른 연구개발비 증가가 더해지며 2019년 10.8% 수준의 영업이익률이 2021년에는 3.4%까지 하락하였다. 단기적으로 급증했던 연구개발비는 2022년 하반기부터 축소됨에 따라 수익성 턴어라운드 예상되나, 향후 매출 성장세에 부정적인 영향을 주지 않는 수준에서 변동비 성격의 판매수수료 관리를 통해 과거 수준의 영업이익률 회복 여부가 사업성 평가의 중요한 요소라고 판단된다.

매출액 및 영업이익 추이



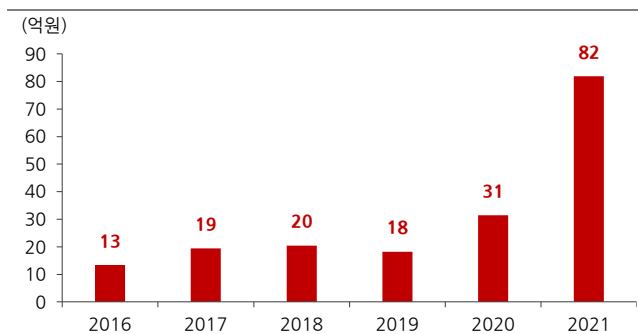
자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

매출원가율/판매비율/영업이익률 추이



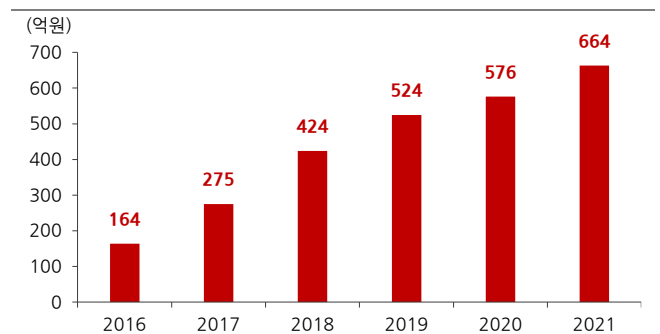
자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

연구개발비 추이



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

판매수수료 추이



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

포괄손익계산서

(억원)	2018	2019	2020	2021	2022F
매출액	953	1,158	1,248	1,402	1,530
증가율(%)	33.6	21.5	7.8	12.3	9.1
매출원가	365	423	450	526	564
매출원가율(%)	38.3	36.5	36.1	37.5	36.9
매출총이익	589	735	798	875	966
매출이익률(%)	61.8	63.4	63.9	62.5	63.2
판매관리비	515	609	692	827	898
판매비율(%)	54.0	52.6	55.4	59.0	58.7
EBITDA	86	143	126	74	95
EBITDA 이익률(%)	9.0	12.3	10.1	5.3	6.2
증가율(%)	-14.2	65.8	-11.4	-41.4	29.0
영업이익	74	125	106	48	68
영업이익률(%)	7.7	10.8	8.5	3.4	4.4
증가율(%)	-17.0	70.2	-15.5	-54.8	41.0
영업외손익	-53	-4	-9	8	8
금융수익	9	7	6	4	4
금융비용	62	10	9	4	4
기타영업외손익	0	-1	-5	8	8
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	21	122	97	56	75
증가율(%)	-54.5	484.7	-19.9	-42.4	34.2
법인세비용	9	21	14	7	16
계속사업이익	12	100	84	49	60
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	12	100	84	49	60
당기순이익률(%)	1.3	8.7	6.7	3.5	3.9
증가율(%)	-63.5	723.8	-16.5	-41.1	20.7
지배주주지분 순이익	12	100	84	49	60

현금흐름표

(억원)	2018	2019	2020	2021	2022F
영업활동으로인한현금흐름	-23	131	45	90	66
당기순이익	12	100	84	49	60
유형자산 상각비	12	17	20	25	27
무형자산 상각비	0	0	1	1	1
외환손익	1	0	1	0	0
운전자본의감소(증가)	-78	-9	-69	15	-12
기타	30	23	8	0	-10
투자활동으로인한현금흐름	-494	41	67	-61	-13
투자자산의 감소(증가)	-3	-99	8	-65	-1
유형자산의 감소	0	4	12	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-116	-25	-94	-53	0
기타	-375	161	141	57	-12
재무활동으로인한현금흐름	486	-75	-177	12	-10
차입금의 증가(감소)	187	-69	-150	28	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	319	0	3	0	0
배당금	0	0	-19	-10	-11
기타	-20	-6	-11	-6	1
기타현금흐름	-1	-0	-0	0	10
현금의증가(감소)	-32	97	-65	40	52
기초현금	55	23	120	55	95
기말현금	23	120	55	95	147

재무상태표

(억원)	2018	2019	2020	2021	2022F
유동자산	634	701	645	689	789
현금성자산	23	120	55	95	147
단기투자자산	321	251	140	192	205
매출채권	161	200	192	193	211
재고자산	120	126	189	198	216
기타유동자산	8	4	68	10	11
비유동자산	472	487	458	522	496
유형자산	273	192	266	315	288
무형자산	39	38	44	40	39
투자자산	42	44	94	122	123
기타비유동자산	118	213	54	45	46
자산총계	1,106	1,188	1,103	1,211	1,285
유동부채	359	369	270	338	359
단기차입금	167	134	42	103	103
매입채무	30	48	34	51	56
기타유동부채	162	187	194	184	200
비유동부채	131	106	57	62	65
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	113	77	22	20	20
기타비유동부채	18	29	35	42	45
부채총계	490	475	327	399	424
지배주주지분	615	713	776	811	860
자본금	48	49	49	77	77
자본잉여금	413	424	429	401	401
자본조정 등	-5	-17	-22	-28	-28
기타포괄이익누계액	-0	-0	0	2	2
이익잉여금	159	257	320	359	408
자본총계	615	713	776	811	860

주요투자지표

	2018	2019	2020	2021	2022F
P/E(배)	94.3	13.6	17.0	23.9	13.0
P/B(배)	1.9	1.9	1.8	1.5	0.9
P/S(배)	1.2	1.2	1.1	0.8	0.5
EV/EBITDA(배)	13.4	8.8	10.0	13.7	5.8
배당수익률(%)	0.0	1.4	0.7	0.9	1.4
EPS(원)	84	667	547	322	388
BPS(원)	4,110	4,680	5,061	5,293	5,613
SPS(원)	6,582	7,698	8,155	9,144	9,979
DP5(원)	0	128	64	70	70
수익성(%)					
ROE	3.0	15.1	11.2	6.2	7.1
ROA	1.4	8.7	7.3	4.3	4.8
ROIC	11.1	26.0	18.4	5.9	10.0
안정성(%)					
유동비율	176.5	190.0	238.9	203.9	219.8
부채비율	79.7	66.6	42.2	49.2	49.3
순차입금비율	-4.8	-17.4	-12.7	-19.9	-26.2
이자보상배율	9.6	12.8	16.6	17.3	21.6
활동성(%)					
총자산회전율	1.1	1.0	1.1	1.2	1.2
매출채권회전율	6.5	6.4	6.4	7.3	7.6
재고자산회전율	9.4	9.4	7.9	7.2	7.4

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 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 투자정보 등 대외제공에 관한 한국IR협의회 기업리서치센터의 내부통제 기준을 준수하고 있습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.