

KOSDAQ
 제약과생물공학

기업분석 2022.10.18

진양제약 (007370)

CMO로 성장하는 제네릭 의약품 전문기업

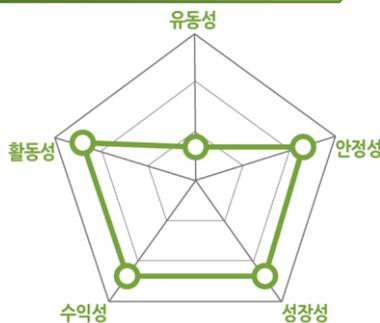
체크 포인트

- 진양제약은 2017년 cGMP 인증을 받은 원주공장과 서울대학교 약학대학 내 신약개발연구센터를 기반으로 주력 제품들의 자사전환을 성공적으로 진행하였으며, 자사전환 제품 및 CMO 제품의 매출 호조에 따라 이익을 개선을 동반한 매출성장이 전망됨
- 주력 제품들의 성공적인 자사전환: 2019년 신규 form으로 진행한 동사의 대표품목인 항혈전제 크리빅스정은 높은 매출 실적을 달성하고 있으며, 동사는 크리빅스를 통해 순환기 영역의 로컬 시장점유율 1위를 목표로 영업을 강화
- 신제품/생동제품 추가에 따른 성장: 2021년 아토젯 제네릭에 발빠르게 대응하여 대웅제약을 비롯한 26개 제약회사를 대상으로 49억원의 신규 수탁매출 달성. 2023년 당뇨병 복합제(다파글리플로진+글리메피리드) 개발/출시를 통한 매출 성장 전망됨
- 2022년 매출액 755억원(YoY +20.2%), 영업이익 104억원(YoY +49.0%), 당기순이익 88억원(YoY -7.9%)의 실적 전망. 예상실적 기준 진양제약의 밸류에이션은 PER 7.7배, PBR 0.9배 수준. 국내 동종기업 평균 밸류에이션 PER 14.0배, PBR 1.1배와 비교 시 상대적인 저평가 구간

주가 및 주요 이벤트



재무 지표



주: 2021년 기준, Fnguide WICS 분류상 건강관리산업 내 등급화

밸류에이션 지표



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

진양제약 (007370)

Analyst 박선영 sypark@kirs.or.kr
RA 양준호 junho.yang@kirs.or.kr

KOSDAQ
제약과생물공학

순환기 부문 강점을 보유한 제네릭 의약품 전문기업

진양제약은 1971년 설립된 제네릭의약품 전문기업. 항혈소판제 크리빅스를 중심으로 한 순환기 부문 전문의약품(ETC)에 강점을 보유하고 있으며 최근 신성장동력 육성을 위한 연구개발 및 신제품 개발/출시 진행중. 2015년 준공된 원주공장의 cGMP급 생산설비를 기반으로 정제, 캡슐제, 건조시럽제 등 약 200여가지의 전문의약품 제품 생산 및 위탁 생산을 수행

2023년까지 꾸준한 실적 개선 전망

진양제약은 2017년 cGMP 인증을 받은 원주공장을 토대로 주력 제품들의 자사전환을 성공적으로 진행하였으며, 자사전환 제품 및 CMO 제품의 매출 호조에 따라 이익률 개선을 동반한 매출성장이 전망됨. 특히 2021년에는 아토텟 제네릭에 발빠르게 대응하여 대응제약을 비롯한 26개 제약회사를 대상으로 49억원 신규 수탁매출 달성. 2023년에는 당뇨병 복합제(다파글리플로진+글리메피리드) 개발/출시를 통한 매출 성장 전망됨

동종기업 대비 상대적인 저평가 구간

동사는 2022년 매출액 755억원(YoY +20.2%), 영업이익 104억원(YoY +49.0%), 당기순이익 88억원(YoY -7.9%)의 실적이 전망됨. 2022년 예상실적 기준으로 진양제약의 밸류에이션은 PER 7.7배, PBR 0.9배 수준으로 국내 동종기업 평균 밸류에이션 PER 14.0배, PBR 1.1배와 비교 시 상대적인 저평가 구간이라고 판단됨

Forecast earnings & Valuation

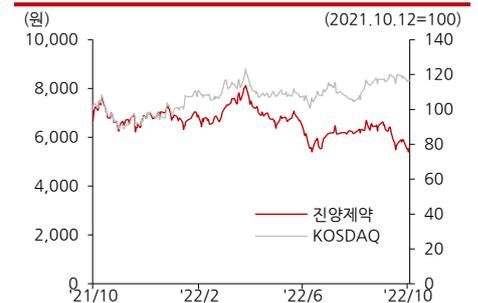
	2018	2019	2020	2021	2022F
매출액(억원)	469	474	495	628	755
YoY(%)	7.9	1.0	4.6	26.9	20.2
영업이익(억원)	15	-2	43	70	104
OP 마진(%)	3.1	-0.5	8.6	11.1	13.7
지배주주순이익(억원)	9	16	52	95	88
EPS(원)	78	137	436	795	732
YoY(%)	흑전	76.5	217.5	82.4	-7.9
PER(배)	48.4	32.1	16.1	8.9	7.7
PSR(배)	1.0	1.1	1.7	1.3	0.9
EV/EBIDA(배)	14.9	29.8	13.4	8.6	4.3
PBR(배)	1.1	1.2	1.7	1.3	0.9
ROE(%)	2.2	3.8	11.4	16.8	12.7
배당수익률(%)	2.7	2.3	1.4	1.4	1.8

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (10/14)	5,610원
52주 최고가	8,110원
52주 최저가	5,400원
KOSDAQ (10/14)	678.24p
자본금	60억원
시가총액	673억원
액면가	500원
발행주식수	12백만주
일평균 거래량 (60일)	6만주
일평균 거래액 (60일)	4억원
외국인지분율	0.60%
주요주주	최재준 외 6인 29.52%

Price & Relative Performance



Stock Data

추가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-13.7	-24.3	-22.0
상대주가	-0.4	3.6	13.1

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '이자보상배율', 성장성 지표는 '영업이익 증가율', 수익성 지표는 'EBITDA마진율', 활동성지표는 '총자산회전율', 유동성지표는 '유동비율임.'

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

기업 개요

**1971년 설립된
제네릭의약품 전문기업
항혈소판제 크리빅스를
중심으로
순환기 부문에 강점 보유**

회사 개요

진양제약은 1971년 설립된 제네릭의약품 전문기업으로 제네릭 의약품 제조 및 판매, 의약품 수탁생산(CMO)을 주요 사업으로 영위하고 있다. 항혈소판제 크리빅스를 중심으로 한 순환기 부문 전문의약품(ETC)에 강점을 보유하고 있으며 최근에는 새로운 성장동력 육성을 위한 연구개발 및 신제품 개발/출시를 통해 매출성장을 이어가고 있다.

진양제약의 2021년 기준 매출액은 628억원으로 사업부문별 매출구성은 전문의약품(ETC) 74.8%, 일반의약품(OTC) 1.9%, 수탁(CMO) 23.2%로 구성되어 있다. 주요질환별 매출구성은 순환계용약 34.3%, 중추신경계용약 11.3%, 소화기관용약 10.9%, 대사성의약품 7.1%이며, 주요 처방처는 내과 45.5%, 이비인후과 1.9%, 의원 21.4%, 외과(신경/정형) 7.7%, 종합병원 19.6%, 가정의학과 1.7%로 분포되어 있다.

수탁부문은 2015년 준공된 원주공장의 cGMP급 생산설비를 기반으로 정제, 캡슐제, 건조시럽제 등 약 200여가지의 전문의약품 제품 생산 및 위탁 생산을 수행하고 있다. 2021년에는 진토젯정(아토젯 제네릭) 생동을 완료하여 26개 제약회사의 제품 수탁을 수행함에 따라 내용고형제 생산에서 탁월한 경쟁력을 입증하였으며 매출성장 실적을 달성하였다.

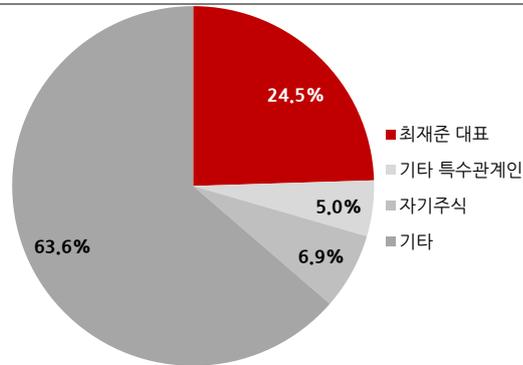
동사는 2000년 코스닥 시장에 상장하였으며, 2007년에는 창업주 최윤환 전회장 체제에서 최회장의 장남인 최재준 대표이사가 취임하여 2세경영이 시작되었다. 2022년 6월말 기준 최재준 대표이사 및 특수관계인이 29.5%의 지분을 보유하고 있다.

회사 연혁



자료: 진양제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

주주현황(2022년 6월말 기준)



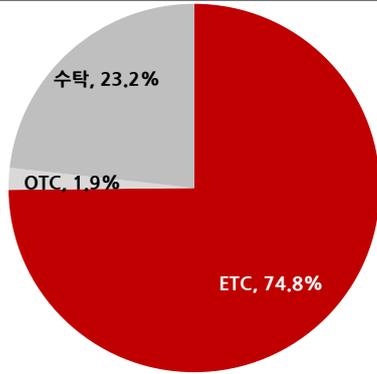
자료: 진양제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

주요 제품



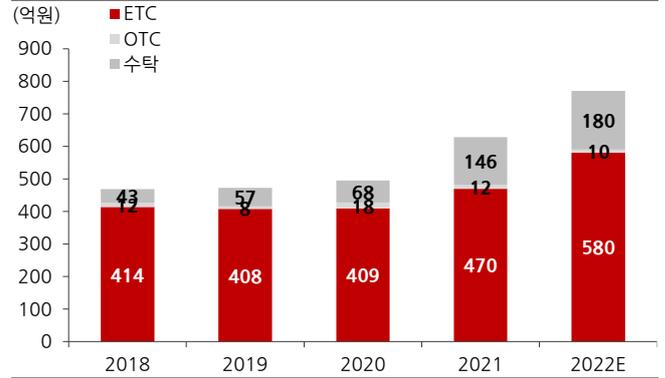
자료: 진양제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

사업부별 매출구성(2021년)



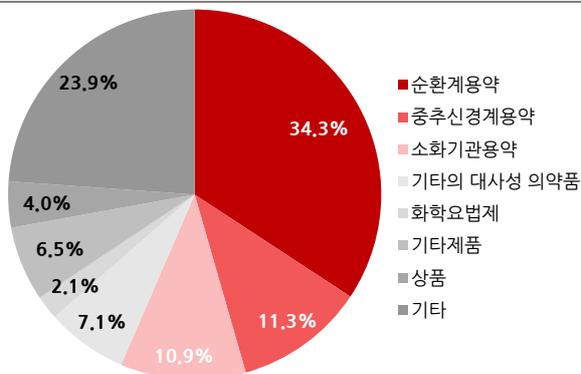
자료: 진양제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

사업부별 매출추이



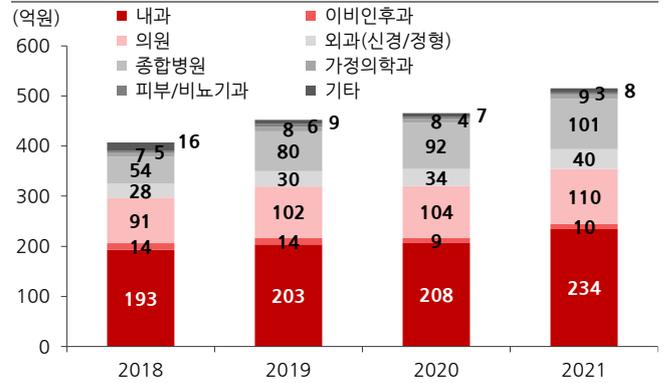
자료: 진양제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

주요 처방처별 매출구성(2021년 기준)



자료: 진양제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

주요 처방처별 매출추이



자료: 진양제약, 한국IR협의회 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 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) 바이오텔러(Biosimilar)

자료: 한국R협의회 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: 한국R협의회 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 공동생물학적동등성 제한 법안 시행으로 인해 많은 제약회사들의 생동성 임상이 급증

1+3 공동생동 제한

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**

**주력 제품들의
성공적인 자사전환,
신제품/생동제품 추가로
2023년까지 꾸준하게
이익개선을 동반한
매출성장 전망됨**

2023년까지 꾸준한 실적 개선 전망

진양제약의 매출액은 10년 이상의 기간동안 400억 내외로 성장이 정체된 국면이 오래 지속되었으나 2016년 매출액 361억원을 바닥으로 최근 5년간은 매출액이 성장세로 전환하였다. 2016년 매출 361억원에서 2021년 628억원으로 5년간 연평균 11.7% 성장하였으며, 특히 2021년에는 매출액이 전년대비 26.9% 성장하며 성장세가 가속화되고 있다. 2017년 cGMP 인증을 받은 원주공장을 토대로 주력 제품들의 자사전환을 성공적으로 진행하였으며, 자사전환 제품 및 CMO 제품의 매출 호조에 따라 이익률 개선을 동반한 매출성장이 지속되고 있다.

(1) 주력 제품들의 성공적인 자사전환

진양제약은 2017년 cGMP 인증을 받은 원주공장과 서울대학교 약학대학 내 신약개발연구센터를 기반으로 고지혈증치료제 로수바틴정, 아토란정, 위장운동조절제 모가돈정, 소화성궤양치료제 에스졸정 등 순환기, 소화기, 호흡기 주력 제네릭 제품들의 자사전환을 성공적으로 진행하였다. 특히 2019년 신규 form으로 진행한 동사의 대표품목인 항혈전제 크리빅스정은 높은 매출 실적을 달성하고 있으며, 동사는 크리빅스를 통해 순환기 영역의 로컬 시장점유율 1위를 목표로 영업을 강화하고 있다.

(2) 신제품/생동제품 추가에 따른 성장

2021년 1월, 고지혈증 치료제 아토젯(아토르바스타틴+에제티미브 복합제)의 신약재심사(PMS) 기간이 만료됨에 따라 100개 이상의 국내 제약사들이 애타투 제네릭 출시 및 도입 경쟁에 뛰어들었다. 아토젯은 연간 800억대의 규모의 대형 품목으로, 아토젯 시장은 제네릭의 급성장과 함께 분기 매출 200억원대에서 400억원대로 1년 만에 2배 이상으로 확대되었다. 진양제약은 진토젯정(아토젯 제네릭) 생동을 완료하여 발빠르게 대응하여 대응제약을 비롯한 26개 제약회사에 아토젯 제네릭을 생산-공급하는 제품 수탁을 수행하여 2021년 기준 약 49억원의 신규 매출을 달성하였다. 2022년에도 전년대비 약 22% 성장한 60억원의 수탁매출이 기대된다.

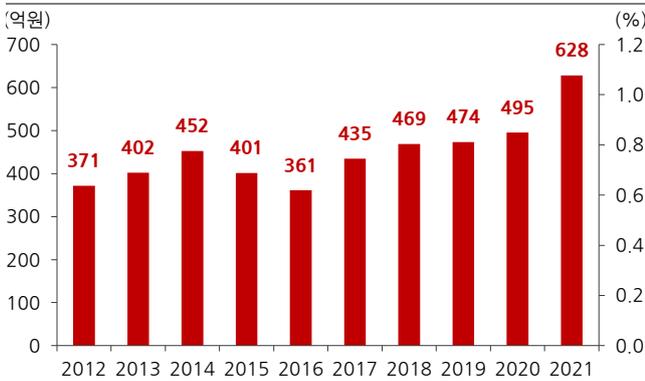
2023년 4월에는 당뇨병 치료제 다파글리플로진(SGLT-2 억제제)의 물질특허가 만료됨에 따라 다파글리플로진+글리메피리드 복합제가 개발/출시 예정이다. 다파글리플로진(오리지널: 아스트라제네카 '포시가') 단일제 시장은 2021년 기준 약 426억원, 글리메피리드(오리지널: 한독 '아마릴') 단일제 시장은 2021년 약 849억원 수준을 형성하고 있다. 진양제약은 본 복합제에 대한 제법특허, 제형특허(정제 소형화)를 출원하였으며 현재 3개의 수탁사를 모집 완료하였다. 최근 경쟁사가 해당 약물의 개발 지연으로 인해 약물개발을 포기하였으며, 진양제약은 다파글리플로진의 물질특허가 만료되는 2023년 4월에 복합제를 출시하여 시장을 빠르게 대응할 예정이다.

연구개발 완료실적

구분	품목	적응증	개발완료일	현재 진행단계	비고
제네릭	로수바틴정20mg, 10mg	고지혈증치료제	2017년	국내 판매중	자사전환
제네릭	모가톤정	위장운동조절제	2018년	국내 판매중	자사전환
제네릭	아토란정20mg, 10mg	고지혈증치료제	2018년	국내 판매중	자사전환
제네릭	로수바틴정5mg	고지혈증치료제	2018년	국내 판매중	자사전환
제네릭	크리빅스정	항혈전제	2019년	국내 판매중	신규 form
제네릭	자니코프캡슐	진해거담제	2019년	국내 판매중	
제네릭	에스졸정20mg, 40mg	소화성궤양치료제	2019년	국내 판매중	자사전환
제네릭	세클래신건조시럽 125mg/5ml, 250mg/5ml	항생제	2019년	국내 판매중	
개량신약	소부날에이정	기침으로 인한 발열	2020년	국내 판매중	
제네릭	진도젯정10/10mg, 10/20mg, 10/40mg	고지혈증치료제	2021년	국내 판매중	
제네릭	세브렉스캡슐100mg	소염진통제	2022년	국내 판매중	자사전환

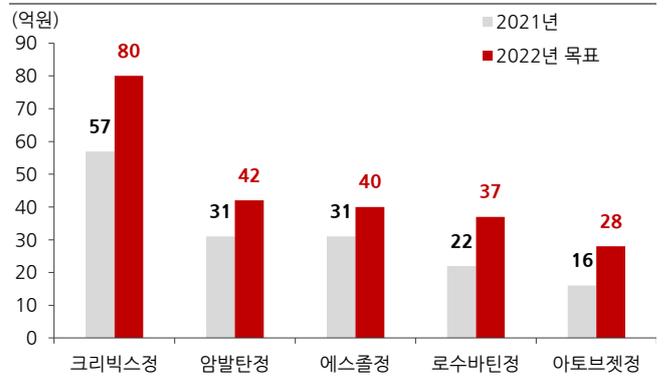
자료: 진양제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

최근 10년간 매출액 추이



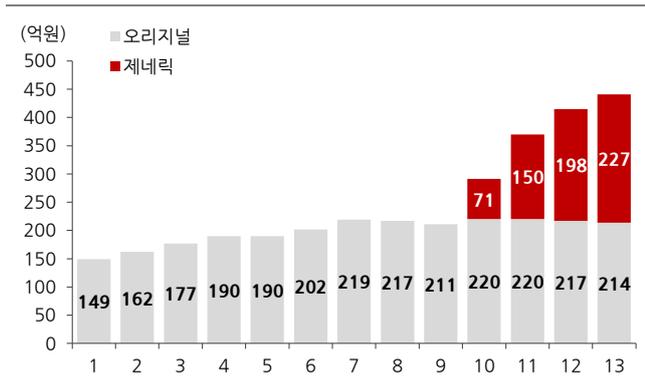
자료: 진양제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

2022년 주력제품 성장



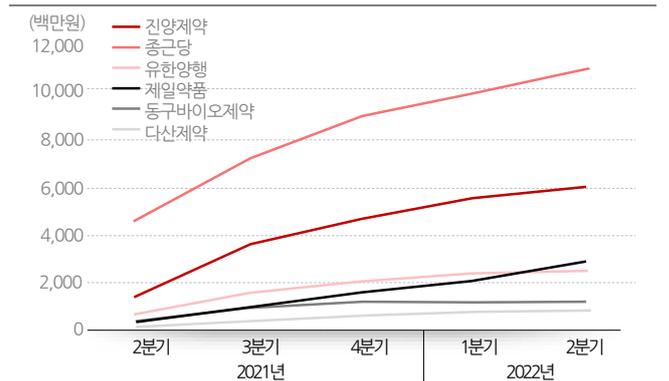
자료: 진양제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

아토젯 오리지널 & 제네릭 처방실적 추이



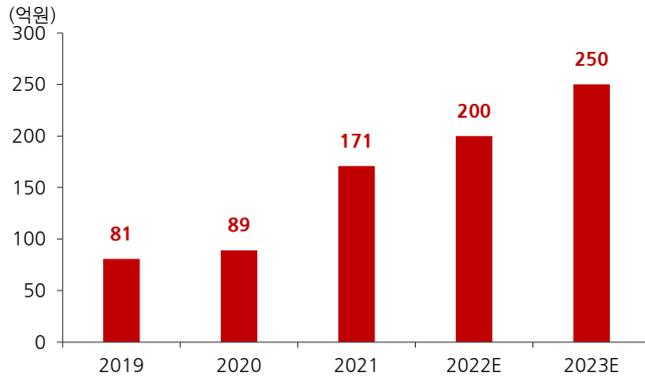
자료: 데일리팜 보도인용(유비스트), 한국IR협의회 기업리서치센터

아토젯 제네릭 수탁사별 외래 처방금액 추이



자료: 데일리팜 보도인용(유비스트), 한국IR협의회 기업리서치센터

CMO 매출액(자체+위탁생산) 추이 및 전망



자료: 진양제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

CMO 주요 예상 품목

구분	주요 거래처
Atonvastatin + Ezetimibe	아토젯 제네릭 대웅제약, 대원제약, 휴온스, 코오롱등 22개사
Esomeprazole	역류성식도염 셀트리온, 경동제약, 동국제약 등 3개사
Clopidogrel	크리빅스정 일동제약, 영진약품, 동구바이오등 15개사
Celecoxib	COX-2 inhibitor 골관절염치료제 하나제약, 팜젠사이언스 등 15개사
SGLT2 + Sulfonylurea	당뇨병 복합제 경동제약, 휴텍스제약, 마더스제약
Anti-Rheumatic Drug	류마티스관절염 한국의엠지제약, 제일약품, 구주제약등 17개사
Herbal drug for varicose vein	하나제약, 프라임제약 등 8개사

자료: 진양제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

실적 추이 및 전망

2021년 실적

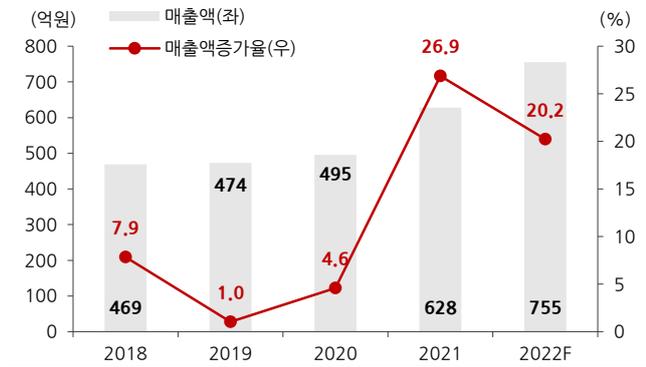
2021년 실적은 매출액 628억원(YoY +26.9%), 영업이익 70억원(YoY +63.4%), 영업이익률 11.1%(전년대비 2.5%p 개선), 세전이익 121억원(YoY +85.7%), 당기순이익 95억원(YoY +82.4%)이다. COVID-19 영향으로 병의원 내원 감소에도 불구하고 안정적인 ETC 사업부문을 기반으로 주력인 순환계용약 및 중추신경계용약이 전년 대비 각각 15.3%, 16.7% 성장하며 견조한 매출성장을 이어갔다. 특히 2021년 1분기에 아토젯 제네릭 출시에 따른 제품 및 수탁매출이 추가되며 동사의 매출이 계단식 성장을 하였다. 이익 측면에서는 자체제품 생산확대에 따라 매출원가율이 1.0%p 개선되었으며 판관비 부담 완화로 영업이익률은 전년대비 2.5%p 상승하였다. 세전이익은 일회성 기타수익(원주공장 공사대금 관련 소송, 1심 승소에 따른 잡이익 37억원 반영)이 반영됨에 따라 전년대비 높은 성장률을 달성하였다.

2022년 실적 전망

2022년 실적은 매출액 755억원(YoY +20.2%), 영업이익 104억원(YoY +49.0%), 영업이익률 13.7%(전년대비 2.6%p 개선), 세전이익 111억원(YoY -8.2%), 당기순이익 88억원(YoY -7.9%)이 전망된다. Post-COVID로 인한 병원 내원환자수 증가에 따라 ETC 매출 전반적인 성장, 아토젯 제네릭, 에소메프라졸 등의 CMO 매출확대가 2021년에 이어 동사의 매출성장을 견인할 것으로 예상된다. 이익 측면에서는 2021년에 이어 2022년에도 수익성 좋은 자사제품의 매출 증가에 따라 매출원가율 및 판관비율이 개선되어 영업이익률이 전년대비 2.6%p 개선될 것으로 전망된다.

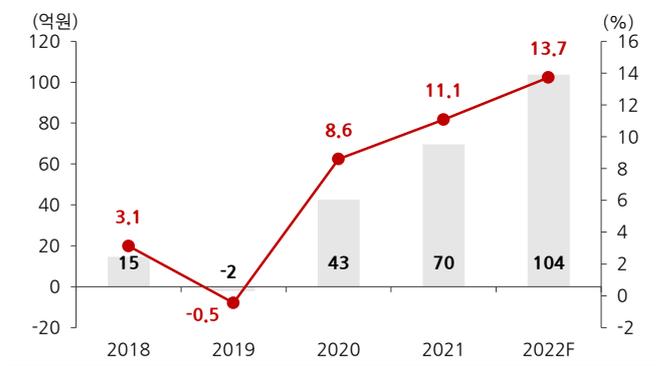
2022년 상반기 실적은 매출액 361억원(YoY +19.7%), 영업이익 46억원(YoY +57.0%), 영업이익률 12.6%(전년대비 3.6%p 개선), 세전이익 53억원(YoY -32.4%), 반기순이익 48억원(YoY -22.6%)이다. 크리빅스정 등 순환계용 및 중추신경계용 매출이 전년동기 대비 각각 13.1%, 26.1% 성장하며 연간 실적전망과 유사한 수준의 실적을 달성하였다.

매출액 추이



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

영업이익 추이



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	2018	2019	2020	2021	2022F
매출액	469	474	495	628	755
증가율(%)	7.9	1.0	4.6	26.9	20.2
순환계용약	203	163	187	215	245
중추신경계용약	50	70	61	71	90
소화기관용약	65	52	65	68	72
기타의 대사성 의약품	46	46	44	44	51
화학요법제	23	23	16	13	20
기타제품	27	53	40	41	74
상품	12	9	11	25	43
기타	43	58	71	150	160
매출원가	211	233	232	289	331
매출원가율(%)	45.0	49.2	46.9	46.0	43.8
매출총이익	258	241	263	340	424
매출총이익률(%)	55.0	50.8	53.1	54.1	56.2
영업이익	15	-2	43	70	104
영업이익률(%)	3.1	-0.5	8.6	11.1	13.7
증가율(%)	흑전	적전	흑전	63.4	49.0
세전계속사업이익	19	21	65	121	111
당기순이익	9	16	52	95	88
순이익률(%)	2.0	3.5	10.6	15.2	11.6

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

Valuation

동종기업과 비교

진양제약

2022년 예상실적기준

PER 7.7배, PBR 0.9배 수준

국내 중소형 제약회사

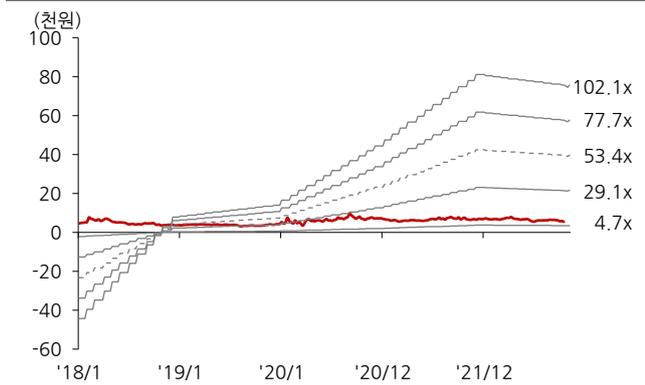
평균 밸류에이션과 비교 시

상대적인 저평가 구간

진양제약의 현재 밸류에이션 수준을 판단하기 위해 국내 상장되어 있는 제약회사 중 동사와 유사한 국내 처방의약품(ETC) 사업 기반의 안정적인 실적을 달성하고 있는 중소형제약사 5개사(삼진제약, 하나제약, 경동제약, 동구바이오제약, 알리코제약)를 동종기업으로 선정하여 비교해 보았다. 2022년 예상실적 기준으로 진양제약의 밸류에이션은 PER 7.7배, PBR 0.9배 수준으로 국내 동종기업 평균 밸류에이션 PER 14.0배, PBR 1.1배와 비교하여 현 주가 수준은 상대적인 저평가 구간이라고 판단된다.

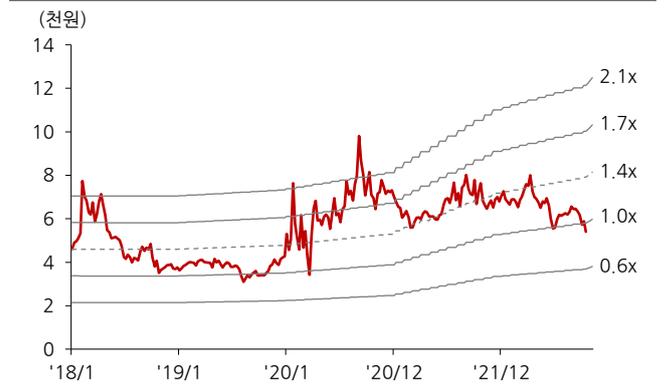
다만 동사는 동종기업들과 비교 시 자산이나 매출액, 시가총액의 규모가 적고, 따라서 상대적으로 주식거래 유동성이 떨어지는 등 동종기업 평균 밸류에이션 대비 디스카운트 요인이 있는 상황이다. 하지만 2021년부터 본격화되고 있는 동사의 CMO 실적을 기반으로 한 매출 및 이익 성장 사이클이 지속되며 실적개선추이를 계속 확인할 수 있다면 동종기업 대비 밸류에이션 저평가 요인이 해소될 수 있을 것으로 예상된다.

PER 밴드



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

PBR 밴드



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

동종기업 비교

(단위: 원, 억원, %, 배)

		삼진제약	하나제약	경동제약	동구바이오제약	알리코제약	진양제약
주가(원) 2022년 10월 14일 기준		23,850	13,850	7,020	5,560	5,170	5,610
시가총액(억원) 2022년 10월 14일 기준		3,315	2,462	2,160	1,583	792	673
자산총계 (억원)	2020	2,690	2,766	2,914	1,444	1,103	716
	2021	3,325	3,035	2,920	1,548	1,211	985
	2022F	3,644	3,464	2,865	1,661	1,285	1,089
자본총계 (억원)	2020	2,135	2,324	2,622	947	776	483
	2021	2,342	2,519	2,598	1,001	811	653
	2022F	2,573	2,713	2,543	1,073	860	730
매출액 (억원)	2020	2,352	1,773	1,738	1,392	1,248	495
	2021	2,501	1,964	1,776	1,552	1,402	628
	2022F	2,713	2,131	1,807	1,763	1,530	755
매출액증가율 (%)	2020	-2.8	6.6	-1.5	11.2	7.8	4.6
	2021	6.3	10.8	2.2	11.4	12.3	26.9
	2022F	8.5	8.5	1.7	13.6	9.2	20.1
영업이익 (억원)	2020	322	317	190	76	106	43
	2021	339	360	158	81	48	70
	2022F	395	357	152	139	68	104
영업이익증가율 (%)	2020	-28.2	-5.6	-22.8	17.8	-15.5	흑전
	2021	5.2	13.7	-16.8	7.0	-54.8	63.4
	2022F	16.5	-0.9	-3.6	70.8	42.0	49.4
영업이익률 (%)	2020	13.7	17.9	10.9	5.5	8.5	8.6
	2021	13.6	18.3	8.9	5.3	3.4	11.1
	2022F	14.6	16.8	8.4	7.9	4.4	13.8
당기순이익 (억원)	2020	279	149	125	91	84	52
	2021	284	280	127	93	49	95
	2022F	330	282	76	99	60	88
당기순이익증가율 (%)	2020	134.7	-47.4	-38.1	-39.5	-16.6	217.0
	2021	1.9	88.1	1.7	2.1	-41.1	82.4
	2022F	16.2	0.7	-40.0	6.1	21.7	-7.8
ROE (%)	2020	13.6	6.6	5.1	10.1	11.3	11.4
	2021	12.7	11.6	4.9	0.0	6.2	16.8
	2022F	13.4	10.8	3.0	9.5	7.1	12.7
PER (배)	2020	13.6	28.0	27.7	26.3	16.3	16.1
	2021	12.9	12.8	27.8	25.1	23.9	8.9
	2022F	10.0	8.7	28.4	16.0	13.2	7.7
PBR (배)	2020	1.8	1.8	1.3	2.5	1.8	1.7
	2021	1.6	1.4	1.4	2.3	1.5	1.3
	2022F	1.3	0.9	0.8	1.5	0.9	0.9
배당수익률 (%)	2019	3.2	2.0	5.1	0.6	1.4	2.3
	2020	2.9	2.0	4.5	0.4	0.7	1.4
	2021	3.0	2.5	4.4	1.2	0.9	1.4

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

리스크 요인

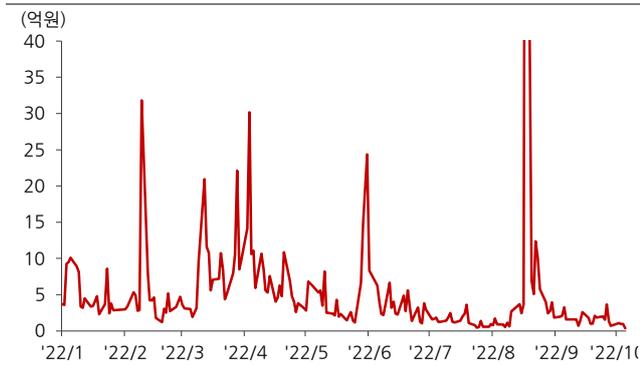
낮은 주식 거래량, 2023년 11월 이후 전환사채 물량 해소 필요

**연간 일평균 거래대금
약 5.2억원,
일평균 거래량
약 76,031주 수준으로
거래 유동성이 낮음**

진양제약은 2022년 10월 14일 기준 시가총액이 664억원으로 코스닥에서도 소형주로 분류된다. 2022년 연간 일평균 거래대금은 약 5.2억원, 일평균 거래량은 약 76,031주 수준으로 주식 거래 유동성이 낮은 편이다.

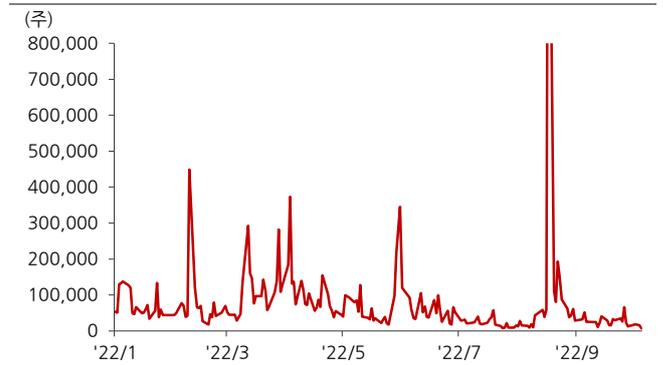
또한 동사는 2021년 11월 26일 연구개발자금조달 목적의 제1호 전환사채 160억원을 발행하였다. 표면이율 0.0%, 전환가액 6,668원(전환 시 발행할 주식수 2,399,520주, 16.7%)이며 전환청구기간은 발행 1년 후인 2022년 11월 26일부터 2026년 10월 26일까지이다. 2022년 8월 26일 시가하락에 따른 전환가액 조정으로 전환가액이 기존 6,668원에서 6,645원(전환가능 주식수 2,407,825주)으로 하향조정 되었다. 최근 추가적인 주가 하락으로 인해 본 사채의 사채권자 조기상환청구권(Put Option) 행사 우려가 있으나, 해당 풋옵션은 2023년 11월 26일 이후부터 청구가 가능한 상황으로 이는 단기적인 우려사항은 아니라고 판단된다. 또한 전환사채의 주식전환에 따른 대주주 주식 희석(지분을 하락) 우려와 관련해서는 회사측에서 최대 72억원 규모의 매도청구권(Call Option)을 보유함에 따라 우호지분 참여에 따라 지분을 하락 우려는 높지 않을 것으로 예상된다.

2022년 거래대금 추이: 일평균 거래대금 약 5.2억원



자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

2022년 거래량 추이: 일평균 거래량 약 76,031주



자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

포괄손익계산서

(억원)	2018	2019	2020	2021	2022F
매출액	469	474	495	628	755
증가율(%)	7.9	1.0	4.6	26.9	20.2
매출원가	211	233	232	289	331
매출원가율(%)	45.0	49.2	46.9	46.0	43.8
매출총이익	258	241	263	340	424
매출이익률(%)	55.0	50.8	53.1	54.1	56.2
판매관리비	243	243	220	270	321
판매비율(%)	51.8	51.3	44.4	43.0	42.5
EBITDA	36	19	63	91	126
EBITDA 이익률(%)	7.6	4.0	12.7	14.5	16.7
증가율(%)	흑전	-46.9	232.3	44.5	38.3
영업이익	15	-2	43	70	104
영업이익률(%)	3.1	-0.5	8.6	11.1	13.7
증가율(%)	흑전	적전	흑전	63.4	49.0
영업외손익	4	23	23	52	8
금융수익	5	10	9	1	23
금융비용	5	3	2	5	19
기타영업외손익	4	16	16	56	3
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	19	21	65	121	111
증가율(%)	흑전	8.9	215.7	85.7	-8.2
법인세비용	10	4	13	26	24
계속사업이익	9	16	52	95	88
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	9	16	52	95	88
당기순이익률(%)	2.0	3.5	10.6	15.2	11.6
증가율(%)	흑전	76.5	217.5	82.4	-7.9
지배주주지분 순이익	9	16	52	95	88

현금흐름표

(억원)	2018	2019	2020	2021	2022F
영업활동으로인한현금흐름	11	72	62	20	85
당기순이익	9	16	52	95	88
유형자산 상각비	21	21	20	21	22
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의감소(증가)	-28	32	20	-101	-25
기타	9	3	-30	5	0
투자활동으로인한현금흐름	74	-10	14	-43	-2
투자자산의 감소(증가)	17	0	-0	-15	-1
유형자산의 감소	1	1	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-3	-7	-14	-25	0
기타	59	-4	28	-3	-1
재무활동으로인한현금흐름	-85	-46	-42	89	-11
차입금의 증가(감소)	-74	-34	-30	-60	0
사채의증가(감소)	0	0	0	160	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-11	-11	-11	-11	-11
기타	0	-1	-1	0	0
기타현금흐름	-0	-0	0	0	0
현금의증가(감소)	-0	16	35	65	72
기초현금	1	1	17	52	117
기말현금	1	17	52	117	189

재무상태표

(억원)	2018	2019	2020	2021	2022F
유동자산	298	281	287	410	535
현금성자산	1	17	52	117	189
단기투자자산	42	37	4	35	35
매출채권	163	135	135	167	200
재고자산	73	67	79	91	109
기타유동자산	20	24	17	1	1
비유동자산	402	402	429	575	554
유형자산	295	285	278	394	372
무형자산	15	15	15	19	18
투자자산	11	25	28	42	44
기타비유동자산	81	77	108	120	120
자산총계	701	683	716	985	1,089
유동부채	232	199	185	271	286
단기차입금	4	90	60	118	118
매입채무	28	33	27	3	3
기타유동부채	200	76	98	150	165
비유동부채	49	47	48	60	72
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	49	47	48	60	72
부채총계	280	246	233	332	359
지배주주지분	420	437	483	653	730
자본금	60	60	60	60	60
자본잉여금	124	124	124	124	124
자본조정 등	-31	-31	-31	-31	-31
기타포괄이익누계액	-5	5	6	94	94
이익잉여금	273	279	324	406	483
자본총계	420	437	483	653	730

주요투자지표

	2018	2019	2020	2021	2022F
P/E(배)	48.4	32.1	16.1	8.9	7.7
P/B(배)	1.1	1.2	1.7	1.3	0.9
P/S(배)	1.0	1.1	1.7	1.3	0.9
EV/EBITDA(배)	14.9	29.8	13.4	8.6	4.3
배당수익률(%)	2.7	2.3	1.4	1.4	1.8
EPS(원)	78	137	436	795	732
BPS(원)	3,504	3,639	4,023	5,443	6,085
SPS(원)	3,905	3,946	4,127	5,237	6,295
DPS(원)	100	100	100	100	100
수익성(%)					
ROE	2.2	3.8	11.4	16.8	12.7
ROA	1.3	2.4	7.5	11.2	8.5
ROIC	2.6	0.4	10.1	18.4	14.0
안정성(%)					
유동비율	128.9	140.9	155.1	151.1	187.0
부채비율	66.6	56.4	48.3	50.8	49.1
순차입금비율	19.2	8.6	1.1	-9.7	-18.6
이자보상배율	3.5	-0.7	26.2	33.4	32.5
활동성(%)					
총자산회전율	0.7	0.7	0.7	0.7	0.7
매출채권회전율	3.2	3.2	3.7	4.2	4.1
재고자산회전율	6.7	6.8	6.8	7.4	7.6

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국에탁결제원과, 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.