Value & Growth

vol. 68 2021. 1. 5

1월

eBEST Mid-Small cap

Mid-Small Cap (가치)
Analyst **정홍식**
02 3779 8468
hsjeong@ebestsec.co.kr

Mid-Small Cap (성장)
Analyst **조은애**
02 3779 8951
goodkid@ebestsec.co.kr

Mid-Small Cap
Analyst **이나경**
02 3779 8697
ppflnk96@ebestsec.co.kr

Part I
Value & Growth Universe

Part II
중소형주 종목 동향

Part III
중소형주 탐방노트

Part IV
변화하는 중견·중소 제약사

eBEST
이 베스트투자증권

이베스트투자증권 **Mid-Small cap 팀**입니다.

저희 스몰캡 팀은 [Value & Growth] 라는 제목으로 월보 형식의
투자유망 중소형주 자료를 제공하고 있습니다.

Value & Growth는
안정적인 현금흐름과 Valuation 메리트를 중심으로

중소형주 투자유망 기업을 선별하고 있는 Value Part와
기업이 중장기적인 Core 경쟁력을 보유하고 있거나
시장 환경 Trend에 부합하여 성장이 진행되는 기업을 중심으로
중소형주 투자유망 기업을 선별하고 있는 Growth Part로 구성하고 있습니다.

이러한 선별 기준을 적용하여 이베스트 Mid-Small cap팀은
Value & Growth Universe 를 제공하고 있습니다.
이는 일회성적인 기업 추천을 지양하고 지속적인 업데이트를 통해
기업에 대한 투자의견을 중장기적으로 제시하기 위함입니다.

앞으로도 중소형주 투자환경에 맞춰 적절한 의사결정을 할 수 있도록
도움을 드릴 수 있는 스몰캡팀이 되도록 노력하겠습니다.

감사합니다.

Mid-Small Cap
Analyst **정홍식**
02 3779 8468
hsjeong@ebestsec.co.kr

Mid-Small Cap
Analyst **조은애**
02 3779 8951
goodkid@ebestsec.co.kr

Mid-Small Cap
Analyst **이나경**
02 3779 8697
ppflnk96@ebestsec.co.kr

1 월 eBest Mid-Small cap

Value & Growth

Contents

Part I	Value & Growth Universe	4
Part II	중소형주 종목 동향	12
Part III	중소형주 탐방노트	19
Part IV	변화하는 중견 · 중소 제약사	21

기업분석

동국제약 (086450)	40
환인제약 (016580)	46
휴온스 (243070)	53
JW 생명과학 (234080)	58
아이센스 (099190)	63
대원제약 (003220)	68
보령제약 (003850)	73
디에이치피코리아 (131030)	78
휴메딕스 (200670)	82
오스템임플란트 (048260)	87

Part I

Value & Growth Universe

이베스트투자증권 Mid-Small cap 팀은
Value & Growth 선별 방식을 적용한 중소형주 Universe를 구성하여
투자 유망 기업을 제시하고 있습니다.

2021년 1월 Universe에서 신규 편입 종목은 환인제약 · 루트로닉이며
제외 종목은 없습니다.

이번 Universe 업데이트에서는
Universe 기업에 대한 VIEW 변화 및 코멘트와
2020년 12월 신규상장(IPO) 기업들을 정리하였습니다.

Value & Growth Universe

표1 Universe 투자포인트 요약

애널리스트	기업코드	기업명	투자포인트
정홍식	A058470	리노공업	2021년에도 안정적인 성장성 유지될 듯. 다만 현재 주가 멀티플이 과거 대비는 높은 상황
	A019680	대교	안정적인 재무구조, 써밋 시리즈를 기반으로 테블릿PC를 활용한 비대면 디지털 교육 강화
	A034310	NICE	계열회사들의 성장성과 보유 지분율을 고려하였을 때 Valuation 저평가를 보이고 있음
	A030190	NICE평가정보	매년 성장하는 기업, 은행권의 대출 증가 → 개인 CB 사업의 고성장 2021년에도 이어질 듯
	A119860	다나와	국내 온라인 쇼핑의 고성장의 수혜, Valuation 저평가, 구조적인 영업이익 성장 유지될 듯
	A023910	대한약품	병원의 입원일 수 증가로 기초수액제의 수요가 증가할 시기에 성장할 수 있는 구조
	A005680	삼영전자	현재 주가는 순현금 대비로도 저평가를 보이고 있으며, 2021년에도 영업이익 고성장 가능
	A086450	동국제약	2021년에는 화장품 사업부문의 중국 진출 본격화로 Re-rating이 가능할 것으로 보임
	A016580	환인제약	정신계열에 특화된 제약회사로 알츠하이머, 우울증에 대한 수요 지속적인 증가
	A025000	KPX케미칼	PO 가격 상승에 대한 PPG 가격전가가 진행되고 있어 PPG-PO Spread가 확대되고 있음
	A063570	한국전자금융	무인주차장과 CD-VAN 사업에서 코로나19 완화로 외부활동이 확대될 시기에 회복 될 것임
	A049070	인탑스	2021년 중저가 모델들의 플라스틱 채용 증가 기대감 + 의료부문 신사업 고성장 진행 중
	A069510	에스텍	Valuation 절대 저평가, 차량용 스피커에 대한 지속적인 수요가 있기 때문에 안정성 높음
	A016800	퍼시스	글로벌 가구 기업들의 실적이 온라인 부문의 고성장을 기반으로 좋아지고 있는 상황, 저평가
	A008490	서흥	2021년에는 건기식과 함께 하드캡슐 부문에서 고성장이 진행될 가능성 높음, 저평가
	A078000	텔코웨어	5G 인프라 관련 Core부문 투자가 본격화될 시기에 구조적인 성장 가능. 2021년 기대감
	A036190	금화피에스시	Valuation 저평가, 안정적인 재무구조 및 경상정비 부문의 안정적인 사업구조 유지
	A130580	나이스디앤비	TCB 수요의 지속적인 증가 수혜, 매년 성장하는 기업으로 2021년에도 가능할 듯
	A040420	정상제이엘에스	프리미엄 교육업체로서 다른 교육업체 대비 안정적인 모습이 있음. 배당메리트 높음
	A092130	이크레더블	안정적인 사업구조 및 재무구조 & 배당메리트, 기업 신용평가 수요의 안정성 높음
조은애	A200130	콜마비앤에이치	건기식 해외 exposure 확대, 고객사 다변화에 따른 멀티플 프리미엄 가능
	A194700	노바렉스	국내 최다 개별인정형원료 보유 OEM, ODM 업체, CAPA 확대에 따른 안정적인 매출액 성장
	A054950	제이브이엠	조제문화 변화에 따른 북미, 유럽지역 수출 확대 수혜
	A048260	오스템임플란트	헬스케어 및 임플란트 업종 내 저평가, 실적 개선주
	A039840	디오	디지털 임플란트 추세에 따른 산업성장 수혜주
	A085370	루트로닉	고마진 소모품 신제품 출시에 따른 실적 개선 미용 의료기기 업체

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 2020 년 Universe 주요 Valuation 및 투자 지표

애널리스트	기업코드	기업명	투자 의견	시가 총액 (십억원)	종가 (원)	2020년 증가율(% YoY)			수익성 (%)		Valuation (x)		
						매출액	영업 이익	순이익	영업 이익률	ROE	PER	PBR	EV/ EBITDA
정홍식	A058470	리노공업	Buy	2,062.3	135,300	23.0	22.9	18.6	37.6	18.2	32.9	6.0	20.9
	A019680	대교	Hold	357.2	3,640	-17.7	적전	적전	-3.9	-3.1	-21.0	0.7	23.8
	A034310	NICE	Buy	740.6	19,550	4.8	2.6	13.7	8.0	2.7	22.3	0.6	1.7
	A030190	NICE평가정보	Buy	1,438.9	23,700	7.8	9.3	9.6	12.7	17.2	32.2	5.5	17.9
	A119860	다나와	Buy	401.4	30,700	-14.8	27.6	23.0	25.6	21.7	13.8	3.0	7.5
	A005680	삼영전자	Buy	197.4	9,870	-3.9	72.5	35.6	4.1	2.5	17.0	0.4	-2.4
	A023910	대한약품	Buy	189.9	31,650	0.9	-7.8	-14.1	18.2	12.8	7.8	1.0	3.7
	A086450	동국제약	Buy	1,307.1	29,400	17.1	28.6	17.2	15.6	14.9	19.8	2.9	11.6
	A016580	환인제약	Buy	308.8	16,600	6.0	1.9	24.6	15.8	7.9	13.3	1.0	6.1
	A025000	KPX케미칼	Buy	265.7	54,900	-8.5	-12.7	-29.6	6.0	5.9	9.3	0.5	2.6
	A063570	한국전자금융	Hold	193.6	5,670	-4.7	-33.2	-7.6	4.0	2.6	46.1	1.2	4.6
	A049070	인탑스	Buy	519.4	30,200	-17.0	-26.0	-16.4	6.9	5.5	17.4	1.0	3.4
	A069510	에스텍	Buy	126.0	11,550	-7.6	-38.2	-45.9	3.5	5.7	13.5	0.8	2.8
	A016800	퍼시스	Buy	337.5	29,350	-8.4	0.7	10.7	9.1	7.9	9.0	0.7	2.5
	A008490	서흥	Buy	584.2	50,500	23.3	51.9	61.7	12.7	13.1	11.4	1.5	8.3
	A078000	텔코웨어	Buy	118.4	12,200	-3.6	-34.6	-20.6	5.5	3.0	34.8	1.1	17.1
	A036190	금화피에스시	Buy	174.0	29,000	9.0	11.9	10.9	16.8	11.7	5.7	0.7	0.2
	A130580	나이스디앤비	Buy	148.8	9,660	7.6	7.0	10.7	16.5	16.5	12.7	2.1	5.1
	A040420	정상제이엘에스	Buy	100.5	6,410	-10.1	-36.5	-19.2	10.1	9.6	16.2	1.5	6.4
	A092130	이크레더블	Buy	283.6	23,550	7.0	6.4	4.0	40.6	24.1	20.0	4.8	11.9
조은애	A200130	콜마비앤에이치	Buy	1,533.3	51,900	42.7	66.3	77.2	19.7	29.4	15.9	4.7	10.8
	A194700	노바렉스	Buy	350.7	38,950	40.5	53.4	57.9	11.2	20.2	15.3	3.1	11.9
	A054950	제이브이엠	Buy	227.6	35,950	9.4	46.7	127.6	12.8	10.0	17.2	1.7	10.7
	A048260	오스템임플란트	Buy	728.6	51,000	6.5	61.5	-560.7	11.5	49.1	9.7	4.8	9.0
	A039840	디오	Buy	491.3	31,650	-6.7	-12.4	-15.2	25.7	11.5	26.7	3.1	14.9
	A085370	루트로닉	Buy	256.5	9,610	-2.6	흑전	흑전	3.4	2.8	77.7	2.2	32.3

주: 영업이익률, ROE, PER, PBR, EV/EBITDA 2020년 추정실적 기준, 시가총액, 종가 2020년 12월 29일 종가 기준
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 2021 년 Universe 주요 Valuation 및 투자 지표

애널리스트	기업코드	기업명	투자의견	2021년 증가율(% YoY)			수익성 (%)		Valuation (x)		
				매출액	영업이익	순이익	영업이익률	ROE	PER	PBR	EV/EBITDA
정홍식	A058470	리노공업	Buy	14.3	12.2	14.5	36.9	18.1	28.8	5.2	18.3
	A019680	대교	Hold	-1.7	흑전	흑전	1.6	1.4	46.4	0.7	6.0
	A034310	NICE	Buy	3.4	5.8	19.0	8.2	3.1	18.7	0.6	1.5
	A030190	NICE평가정보	Buy	8.4	10.7	10.5	12.9	16.8	29.1	4.9	16.0
	A119860	다나와	Buy	13.4	23.4	22.4	27.9	21.8	11.3	2.5	5.6
	A005680	삼영전자	Buy	2.3	28.8	19.0	5.2	2.9	14.3	0.4	-2.4
	A023910	대한약품	Buy	0.9	8.4	7.9	19.5	12.3	7.3	0.9	3.1
	A086450	동국제약	Buy	14.0	11.2	20.8	15.2	15.4	16.4	2.5	10.1
	A016580	환인제약	Buy	7.8	10.5	9.0	16.2	8.1	12.2	1.0	5.3
	A025000	KPX케미칼	Buy	2.6	11.1	13.6	6.5	6.4	8.2	0.5	2.3
	A063570	한국전자금융	Hold	1.0	34.6	85.7	5.3	4.6	24.8	1.1	4.2
	A049070	인탑스	Buy	13.2	19.9	9.4	7.3	5.7	15.9	0.9	2.7
	A069510	에스텍	Buy	5.8	21.3	30.1	4.0	7.1	10.4	0.7	2.4
	A016800	퍼시스	Buy	6.1	7.1	4.8	9.2	7.8	8.6	0.7	1.6
	A008490	서흥	Buy	9.8	10.7	9.6	12.8	12.7	10.4	1.3	7.8
	A078000	텔코웨어	Buy	9.4	31.8	14.7	6.6	3.5	30.4	1.0	14.2
	A036190	금화피에스시	Buy	2.6	3.6	3.3	17.0	11.1	5.5	0.6	-0.3
	A130580	나이스디앤비	Buy	5.4	6.6	6.0	16.6	15.4	12.0	1.8	5.0
	A040420	정상제이엘에스	Buy	4.8	25.9	19.4	12.1	11.2	13.6	1.5	5.6
	A092130	이크레더블	Buy	6.6	7.3	7.7	40.9	25.9	18.5	4.8	11.0
조은애	A200130	콜마비앤에이치	Buy	23.4	23.5	23.8	19.7	28.0	12.8	3.6	8.2
	A194700	노바렉스	Buy	20.9	22.4	15.7	11.3	19.2	13.2	2.5	9.1
	A054950	제이브이엠	Buy	13.5	35.1	33.3	15.2	11.9	12.9	1.5	7.8
	A048260	오스템임플란트	Buy	11.4	17.7	-39.5	12.2	22.9	16.0	3.7	7.5
	A039840	디오	Buy	17.4	32.1	50.5	28.9	14.8	17.7	2.6	11.7
	A085370	루트로닉	Buy	17.2	468.4	493.9	16.4	14.5	13.1	1.9	8.2

주: 영업이익률, ROE, PER, PBR, EV/EBITDA 2021년 당사 추정실적 기준
시가총액, 종가 2020년 12월 29일 종가 기준
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표4 Universe 실적전망(억원)

애널리스트	기업코드	기업명	매출액			영업이익			지배주주 순이익		
			2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
정흥식	A058470	리노공업	1,703	2,095	2,395	641	788	884	528	626	717
	A019680	대교	7,619	6,274	6,168	294	-247	96	169	-170	77
	A034310	NICE	18,777	19,672	20,335	1,542	1,582	1,674	292	332	395
	A030190	NICE평가정보	4,109	4,429	4,802	513	561	621	408	447	494
	A119860	다나와	1,670	1,422	1,612	285	364	449	236	290	355
	A005680	삼영전자	2,010	1,932	1,976	46	80	85	86	116	124
	A023910	대한약품	1,688	1,703	1,719	336	310	336	282	242	261
	A086450	동국제약	4,823	5,648	6,440	686	882	981	563	660	760
	A016580	환인제약	1,592	1,687	1,818	262	267	295	187	233	254
	A025000	KPX케미칼	7,657	7,010	7,193	484	423	470	408	287	326
	A063570	한국전자금융	2,829	2,697	2,724	160	107	144	45	42	78
	A049070	인탑스	9,105	7,561	8,561	707	523	627	357	298	326
	A069510	에스텍	3,380	3,122	3,302	175	108	131	172	93	121
	A016800	퍼시스	3,047	2,791	2,960	251	253	271	340	376	394
	A008490	서흥	4,607	5,680	6,239	474	720	797	317	513	562
	A078000	텔코웨어	418	403	441	34	22	29	43	34	39
	A036190	금화피에스시	2,094	2,283	2,343	343	384	398	277	307	317
	A130580	나이스디앤비	773	832	877	128	137	146	106	117	124
	A040420	정상제이엘에스	936	841	881	134	85	107	77	62	74
	A092130	이크레더블	409	438	467	167	178	191	137	142	153
조은애	A200130	콜마비앤에이치	4,389	6,263	7,727	741	1,232	1,522	545	966	1,196
	A194700	노바렉스	1,591	2,235	2,701	163	250	306	145	229	265
	A054950	제이브이엠	1,101	1,204	1,366	105	154	208	58	132	176
	A048260	오스템임플란트	5,650	6,015	6,699	429	693	816	-163	751	454
	A039840	디오	1,272	1,187	1,393	348	305	403	217	184	277
	A085370	루트로닉	1,157	1,127	1,321	-85	38	216	-114	33	196

자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

표5 Universe 신규 편입·제외

종목코드	종목명	구분	내용
A016580	환인제약	신규편입	국내 M/S 1위의 정신계 의약품 제약회사로, 고령화에 따른 알츠하이머 or 사회적 문제에 따른 우울증 등의 지속적인 수요를 기반으로 안정적인 성장이 유지되고 있는 기업. 매년 외형성장에도 불구하고 2015년이후 미래를 위한 투자 목적으로 R&D 비용을 확대하고 있는 상황(매출액 대비 R&D 비용 비중: 2015년 3.8% → 3Q20누적 9.7%)이었으나, 이미 높아진 R&D 비중이 유지된다고 하더라도 2021년 이후에는 매출액 성장에 따른 이익성장이 가능할 것으로 보임. Valuation은 RIM를 적용하였으며, Target P/E 13.2배는 동사의 과거 5년 평균 13.6배와 비슷한 수준으로 무리가 없다고 판단됨.
A085370	루트로닉	신규편입	국내 최초 의료용 레이저기기 개발 업체이다. 국내 대부분의 피부과, 대학병원이 루트로닉의 의료용 레이저 기기를 사용할 정도로 레이저 부문에서 선진 기술력을 보유하고 있다. 2019년부터는 설립이래 처음으로 소모품 장비를 출시, 신제품 출시 사이클이 지속되고 있다. 과거 클래시스 외형 및 이익 성장이 급증했던 시기와 유사하게 수출 및 소모품 매출 확대에 따른 멀티플 리레이팅이 가능할 것으로 예상한다.

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표6 Universe View 변화 & 관심종목 업데이트

기업코드	기업명	View 변화
A086450	동국제약	2021년에 대한 기대감이 높음. 이유는 3Q20 최대 실적 및 4Q20E 영업이익 최대실적 예상에 따른 실적 기대감이 높은 상황임에도 불구하고 최근 주가 상승폭이 거의 없었음. 이는 외국인 매도에 따른 수급요인으로 판단됨. 이에 상대적인 Valuation 저평가를 보이고 있음. 특히, 2021년에는 화장품 사업의 중국 진출이 본격화될 것으로 보임에 따라 멀티플 Re-rating 효과가 있을 것으로 기대됨. 이에 2021년 주가상승에 대한 기대감이 높은 기업
A119860	다나와	가격비교 플랫폼 기업으로, 1)트래픽의 지속적인 증가(2019년 26% 수준, 2020년 3분기 누적 35% 수준), 2)국내 온라인 쇼핑 고성장에 기인하여 과거 10년간 별도기준 매출액이 매년 상승하고 있음. 이러한 중· 장기적인 성장흐름에도 불구하고 현재 Valuation 저평가를 보이고 있음. 이에 성장에 대한 가치가 반영되는 2021년에는 실적성장에 대한 주가상승이 반영될 것으로 기대됨
A005680	삼영전자	3Q20 영업이익 고성장에 이어 2021년에도 영업이익이 급증할 것으로 기대됨. 이는 1)수익성이 상대적으로 높은 자동차 부문의 매출 비중 확대(전방 업체의 하이브리드·전기차 등의 신규 라인업 확대 수혜), 2)과거 정상적인 수준으로의 영업이익 회귀, 3)내부적인 원가절감 노력 등이 기대되기 때문. 그럼에도 불구하고 주당 순현금인 12,800원 대비 현재 주가 수준은 지나친 저평가 수준이라고 판단됨
A008490	서흥	2021년에는 하드캡슐 부문에서 고성장이 가능할 것으로 기대됨. 이는 Capa 증설효과에 대한 수요가 본격화되는 시기이기 때문. 물론 건강기능식품 부문도 매년 성장흐름을 보이고 있으며, 2021년에도 이러한 모습이 유지될 것으로 기대됨
A058470	리노공업	2021년에는 다시 과거의 모습대로 10% 수준의 안정적인 성장흐름을 보일 것으로 기대됨. 지난 4Q19 ~ 3Q20 어닝 서프라이즈를 지속적으로 기록하며 기대감이 높아진 상황. 다만, 이는 5G관련 Device 증가에 따른 일시적 IC TEST 소켓 수요 급증으로 해석하는 것이 바람직하며 2021년에는 다시 과거수준의 안정적인 성장으로 바라보는 것을 권고. 현재 멀티플은 다소 높아진 상황.
A049070	인탑스	현재 신사업 중에서 의료부문의 고성장이 진행되고 있는 것으로 파악됨. 동사의 신사업은 플라스틱 사출성형 Know를 기반으로 여러 고객사의 완제품을 생산해주는 것으로 최근 진단과 관련된 의료기기 주문이 급증하고 있는 상황. 3Q20에 이미 영업이익의 10~15% 수준 기여한 것으로 파악되며, 4Q20에는 이보다 높은 영업이익 기여가 가능할 것으로 기대되고 있음

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

12월 신규 상장(IPO) 기업 정리

표7 12 월 IPO 기업(1)

기업	기업코드	신규 상장일	기업개요	유사/경쟁 업체
앱코	A129890	2020-12-02	동사는 PC 게임 게이밍기어(게이밍키보드, 헤드셋, 마우스 등) 제조 및 판매 전문 기업이다. 2019 년부터는 북미시장에 아마존을 통해 유통하고 있으며, 현재 18 개국에 수출을 진행하고 있다. 2019 년에는 소형가전 및 음향기기 사업에 신규 진출하였다. 2017 년 473 억원 → 2018 년 663 억원 → 2019 년 843 억원, 1H20 740 억원으로 매출액이 고성장하고 있다.	에이텍 신일전자 Logitech
엔에프씨	A265740	2020-12-02	동사는 화장품 제조 및 유통업을 영위하고 있다. 난용성 천연 활성 물질 소재의 제품군을 개발하여 국내외 화장품 제조업체들에게 공급하고 있다.	-
포인트모바일	A318020	2020-12-03	동사는 산업용 PDA 및 주변기기를 제조, 판매하고 있다. 동사의 제품은 바코드 또는 RFID 가 적용되는 모든 상품과 산업현장에서 사용되는데, 구체적으로 상품의 바코드를 읽어 이력관리, 재고관리, 주문관리, 데이터관리 등 다양한 용도로 사용된다. 자체브랜드 운영과 ODM 사업을 동시에 영위하고 있다.	빅솔론, 코윈테크, 롯데정보통신
클리노믹스	A352770	2020-12-04	동사는 유전체 분석, 조기진단 사업, 암 진단/모니터링 등의 진단 사업을 영위하고 있다. 동사는 질병별로 다양한 유전체 검사 서비스 상품군을 보유하고 있으며, 현재 서비스 중인 7 개 진단 검사 이외에도 생체나이 검사, 영양 검사, 아동 및 청소년 검사 서비스를 개발완료하여 공급할 예정이다.	휴마시스, 녹십자엠에스, 피씨엘
명신산업	A009900	2020-12-07	동사는 핫스템핑 공법을 적용, 자동차 차체 공급 사업을 영위하고 있다. 동사는 핫스템핑용 차체 부문 분야에서 경쟁력이 있으며, 자회사인 심원미국을 통해 테슬라에 차체 부품을 납품하고 있다.	S&T 모티브, 대유에이피, 화신정공
퀀타매트릭스	A317690	2020-12-09	동사는 국내외 상급종합병원 및 검사수탁기관에 체외진단 의료기기 및 시약 제조, 판매 사업을 영위하고 있다. 주로 미생물 진단 기술을 기반으로 패혈증, 균혈증 향균제감수성 검사를 위한 체외진단기기를 판매하고 있으며, 각종 질병 조기진단 사업으로 확장할 계획이다.	-
엔젠바이오	A354200	2020-12-10	동사는 NGS 기반의 정밀 진단제품의 제조 및 판매 사업을 영위하고 있다. 2017 년 12 월 유방암/난소암 정밀 진단제품 식약처 허가를 취득하였으며, 이외에도 고형암, 혈액암, 유전성 희귀질환 정밀진단 제품을 급여 적용하여 판매하고 있다.	씨젠, 바디텍메드 나노엔텍
인바이오	A352940	2020-12-11	동사는 화학 농약 제조 및 판매업을 영위하고 있다. 중국, 인도 등 제네릭 원제 제조 업체로부터 원제를 수입하여 개발, 판매하는 구조이다. 2019 년 매출액 337 억원, 3Q20 누적 268 억원을 기록했다.	동방아그로, 경농, 남해화학

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표8 12 월 IPO 기업(2)

기업	기업코드	신규 상장일	기업개요	유사/경쟁 업체
티엘비	A356860	2020-12-14	동사는 2011 년 대덕전자에서 분사되어 설립되었다. 메모리 반도체 PCB 제조, 판매를 주력 사업으로 영위하며 반도체 후공정 테스트 사업까지 진출하였다. 주요 고객사는 삼성전자, SK 하이닉스, 마이크론 등이며 주로 SSD PCB 를 공급하고 있다.	코리아써키트, 심텍, 타이거일렉
에프앤가이드	A064850	2020-12-17	동사는 온라인 금융정보 제공사업을 영위하고 있는데, 주로 온라인을 기반으로 증권사, 자산운용사, 은행 등 금융회사와 대학교, 연구소 등 연구기관을 중심으로 금융 정보를 유통하고 있다. 엑셀 응용 프로그램인 데이터가이드, 퀀티와이즈 등을 통해 금융 데이터를 공급하고 있다. 2019 년 기준 매출액 211 억원, 3Q20 누적 156 억원을 기록했다.	나이스평가정보, 이크레더블
알체라	A347860	2020-12-21	동사는 인공지능 솔루션/제품 제조 및 판매업을 영위하고 있다. 크게 1)얼굴인식 AI, 2)이상상황 감지 AI, 3)AI 학습 데이터 제작 사업으로 분류된다. 특히 얼굴인식 기반 결제 시스템을 2019 년부터 신한카드에 공급하기 시작했으며, 외교부와 온라인 여권시스템 사업 진행, 인천공항 얼굴인식 관련 사업 등 다각화된 사업을 진행하고 있다. 2019 년 매출액 33 억원, 1H20 매출액 14 억원을 기록했다.	슈프리마, 한국정보인증, 유니온커뮤니티
프리시젼바이오	A335810	2020-12-22	동사는 체외진단기기 및 시약 제조사업을 영위하고 있다. 구체적으로 면역진단 검사기 및 카트리지를 개발하여 판매하고 있다. 2019 년 매출액 62 억원, 3Q20 누적 매출액 36 억원을 기록했다.	바디텍메드, 진매트릭스, 바이오니아
석경에이티	A357550	2020-12-23	동사는 기능성 나노소재 개발 및 제조 사업을 영위하고 있다. 특히 바이오헬스케어용 나노소재에 주력하고 있는데, 주로 치과재료와 화장품용 나노소재로 사용되며 2019 년 전사 매출액의 62% 수준을 차지하고 있다. 이외에도 칼라토너, 필름 코팅분야 등 다양한 수요처를 보유하고 있다. 2019 년 연간 매출액 63 억원, 3Q20 누적 매출액 46 억원을 기록했다.	디엔에프, 덕산테코피아, 케이디켐
지놈앤컴퍼니	A314130	2020-12-23	동사는 인체마이크로바이옴을 기반으로 질병을 예방하고 치료하는 생물학적 제제를 연구, 개발하는 신약개발 전문 기업이다. 동사는 현재 인체 마이크로바이옴 샘플 만여 개 이상을 보유하고 있으며, 이를 통해 여러 후보물질(아토피 피부염, 항암발진 등)을 발굴, 임상 추진중이다. .	-

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Part II

중소형주 종목 동향

중소형주 종목 동향

이번 섹션에서는 중소형주 종목 동향에 대해서 살펴보겠습니다.

매월 중소형주 가격변동에 의한 낙폭확대, 저평가 부각 등, 투자자분들이 궁금해 할만한 것들을 정리하려고 합니다.
이번 파트는 과거 1개월간의 데이터를 정리한 것이라고 보면 됩니다.

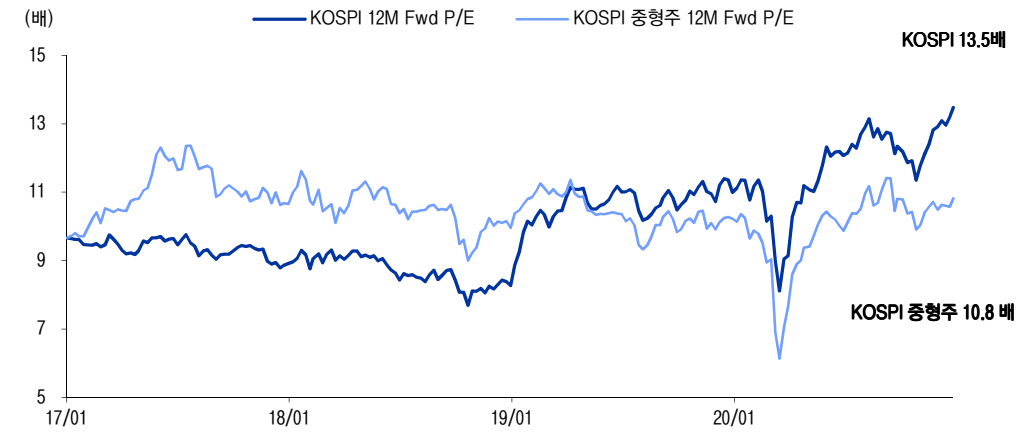
달라지는 시장흐름을 파악해 저희가 제시해드리는
중소형주 투자판단에 도움이 되시기를 바랍니다.

시장상황 점검

KOSPI 대비 KOSPI 중형주 P/E 괴리율 확대

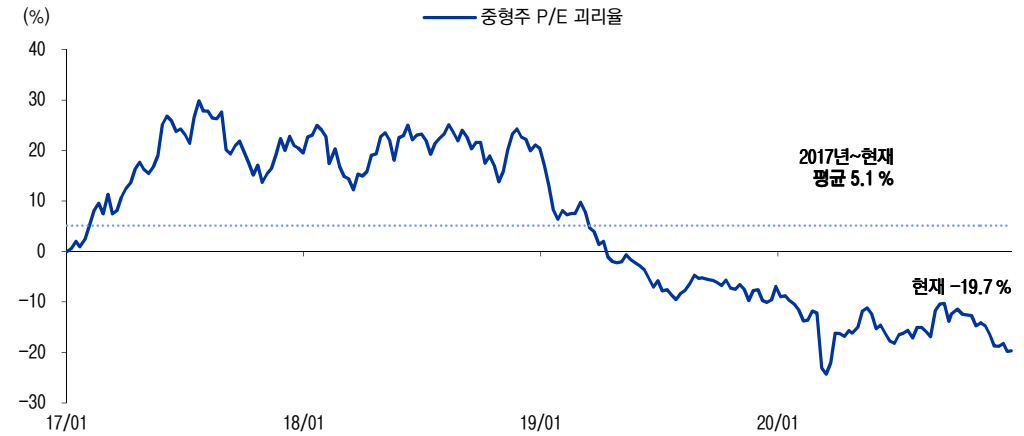
KOSPI 대비 KOSPI 중형주의 P/E 괴리도는 현재 -19.7%이다. 2017년 이후~현재까지의 평균인 5.1%를 큰 폭으로 하회하는 수준이다. 참고로 KOSPI 중형주의 12MF P/E는 13.5배, KOSPI의 12MF P/E는 10.8배 수준으로 최근 KOSPI 상승세가 지속되면서 괴리율이 크게 벌어지고 있다.

그림1 KOSPI 대형주 대비 중형주의 P/E 괴리도



주: KRX 분류기준 (시가총액 기준, 대형주: 1~100위, 중형주: 101~300위, 소형주: 300위 이하)
자료: WiseFn. 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 KOSPI 중형주 P/E 괴리율 추이

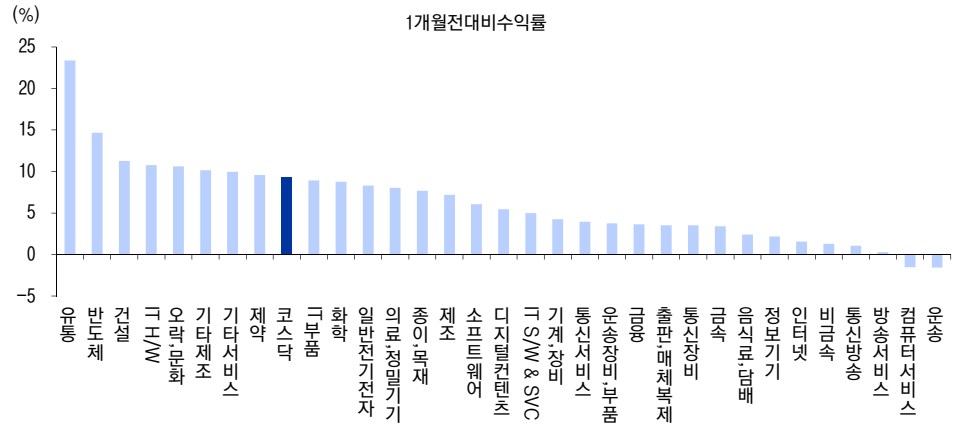


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

KOSDAQ 업종별 수익률 추이 비교(지난 1개월, 12개월)

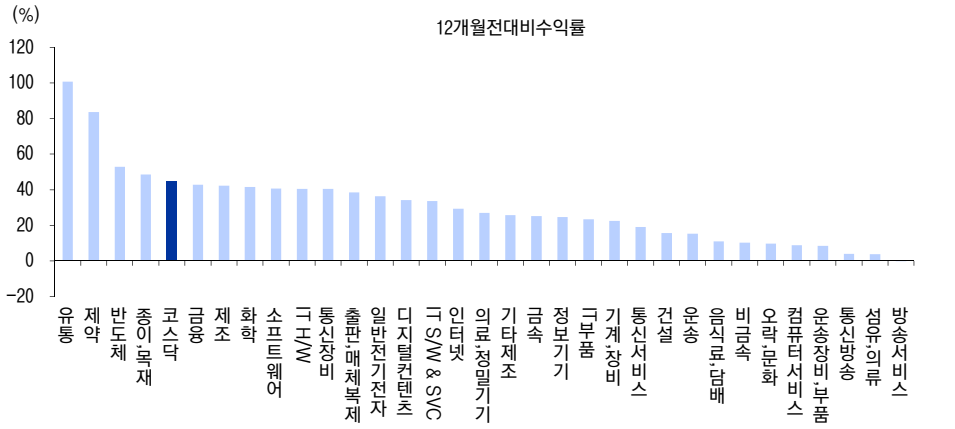
12월 코스닥 수익률은 1개월전 대비 +9.29%를 기록했다. 같은 기간 동안 유통 업종(+23.39%)의 수익률이 가장 높았으며, 반도체(+14.66%), 건설(+11.29%)업종이 뒤를 이었다. 이는 업종 내 특정 종목의 영향으로 업종 전반의 이슈는 아닌 것으로 파악된다.

그림3 KOSDAQ 업종별 1 개월전 대비 수익률



자료: WiseFn, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 KOSDAQ 업종별 12 개월전 대비 수익률



자료: WiseFn, 이베스트투자증권 리서치센터

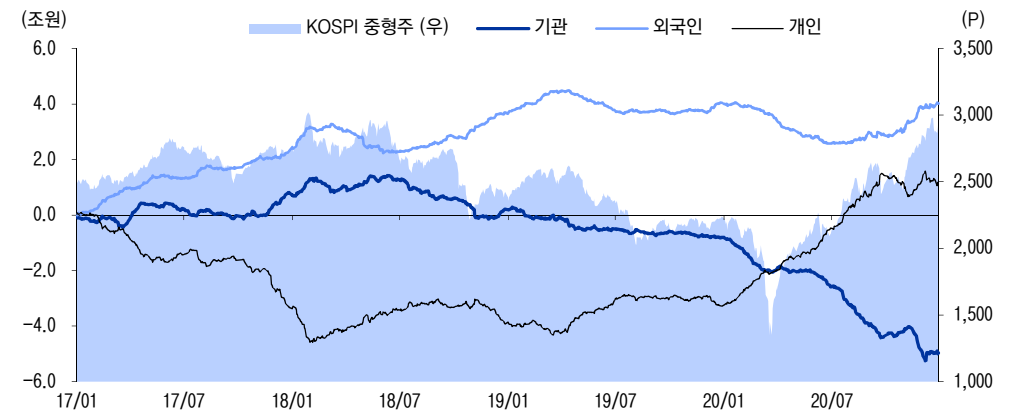
수급상황- KOSPI 중형주, KOSDAQ 외국인 매수세

표9 KOSPI 중형주 수급(2020.11.26~2020.12.30)

주체	수급	누적순매수('17~)
기관	-2,922억원	-4.9조원
외국인	2,864억원	4.0조원
개인	438억원	1.2조원

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 KOSPI 중형주 매매 주체별 수급동향



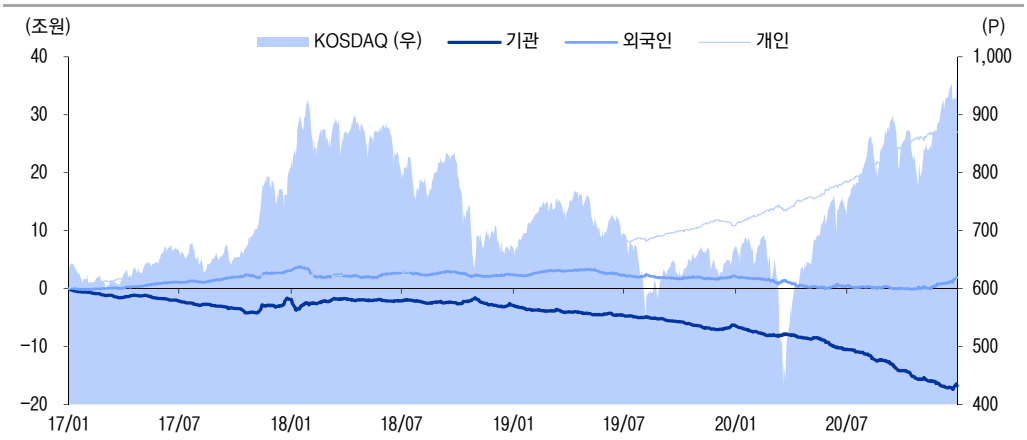
자료: 증권전산, 이베스트투자증권 리서치센터

표10 KOSDAQ 수급(2020.11.26~2020.12.30)

주체	수급	누적순매수('17~)
기관	-4,452억원	-16.8원
외국인	1.3조원	1.9조원
개인	2,129억원	27.1조원

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 KOSDAQ 매매동향



자료: 증권전산, 이베스트투자증권 리서치센터

월간 중소형주 수익률 상위

표11 MoM 중소형주 수익률 상위

구분	내용
시가총액	시가총액 1,000억원 ~ 1조원
Valuation	12M Trailing P/E 30.0배 이하, P/B 4.0배 이하
조건	지난 1개월 수익률 상위 기준으로 정렬

자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: 2020년 12월 29일 종가기준, YoY Sales & OP는 직전 4분기 실적 반영

표12 MoM 중소형주 수익률 상위

종목코드	종목명	시가 총액	1M 수익률	1Y 수익률	YoY Sales	YoY OP	P/E	P/B	순현금 비중
A077360	덕산하이메탈	2,965	75.4%	87.0%	4.6%	19.9%	18.3	1.5	12.6%
A001530	DI동일	3,578	66.8%	96.1%	-2.7%	8.8%	25.4	0.7	-66.0%
A010100	한국프랜지	1,079	66.4%	64.1%	7.4%	-3.4%	14.4	0.5	-93.9%
A004490	세방전지	9,450	60.9%	82.7%	3.3%	-34.4%	12.8	0.9	15.0%
A102120	어보브반도체	3,090	58.7%	149.0%	25.9%	157.8%	14.4	3.4	10.8%
A016250	SGC이테크건설	1,291	38.6%	103.4%	-14.7%	0.8%	7.8	0.4	-695.8%
A041520	이라이콤	2,054	34.8%	221.6%	-39.0%	170.5%	13.9	1.0	52.8%
A083500	에프엔에스테크	1,040	31.9%	47.6%	168.0%	1162.2%	13.5	2.3	1.0%
A023600	삼보판지	1,989	30.9%	46.3%	3.3%	-16.2%	7.3	0.6	-10.1%
A001120	LG상사	9,477	30.4%	63.6%	-0.7%	-14.6%	6.7	0.8	-108.0%
A001260	남광토건	1,278	28.1%	13.5%	-3.7%	-30.1%	18.3	2.4	11.6%
A049070	인탑스	5,194	26.9%	134.1%	-16.3%	-13.8%	20.3	1.2	43.6%
A095340	ISC	3,578	26.5%	165.5%	40.1%	-5458.3%	17.3	2.1	4.4%
A160980	싸이맥스	2,212	25.8%	81.6%	131.3%	-1636.5%	10.4	2.2	1.3%
A016450	한세예스24홀딩스	3,060	25.4%	3.7%	5.5%	-25.5%	20.2	1.1	-143.2%
A045100	한양이엔지	3,069	24.9%	39.8%	7.1%	-0.3%	6.8	0.9	49.2%
A090350	노루페인트	1,967	23.8%	16.4%	-3.9%	-16.4%	10.6	0.6	-37.9%
A067990	도이치모터스	2,207	23.3%	1.4%	26.9%	-35.5%	10.7	0.9	-134.1%
A077500	유니퀘스트	3,932	23.1%	121.9%	14.3%	-15.3%	27.8	1.8	-6.2%
A195870	해성디에스	4,046	22.7%	51.1%	25.4%	149.5%	12.2	1.9	-15.5%
A100790	미래에셋벤처투자	2,424	22.0%	59.0%	23.2%	180.0%	12.4	1.6	0.0%
A012200	계양전기	1,462	21.9%	46.1%	-0.6%	-66.1%	17.5	0.8	-17.1%
A036890	진성티이씨	2,810	21.4%	78.8%	-18.8%	-27.8%	20.2	2.0	-14.9%
A003380	하림지주	8,163	20.1%	4.3%	3.9%	0.8%	13.8	0.5	-414.5%
A126560	현대퓨처넷	4,374	20.0%	13.3%	-3.7%	-15.9%	13.2	0.6	82.4%
A072990	에이치시티	1,007	19.9%	43.6%	20.3%	23.8%	12.2	2.0	-3.4%
A002140	고려산업	1,221	18.7%	49.7%	-0.6%	84.0%	14.9	1.3	-28.3%
A130660	한전산업	1,532	17.9%	33.3%	28.5%	-6.8%	11.3	1.8	6.2%
A084730	팅크웨어	1,272	17.9%	71.4%	-1.8%	38.9%	22.3	0.9	15.7%
A004710	한솔테크닉스	3,259	17.6%	15.3%	16.4%	25.9%	28.9	1.2	-12.4%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

월간 중소형 낙폭과대주

표13 MoM 중소형 낙폭과대주

구분	내용
시가총액	시가총액 1,000억원 ~ 1조원
Valuation	12M Trailing P/E 30.0배 이하, P/B 4.0배 이하
조건	지난 1개월 수익률 하위 기준으로 정렬

자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: 2020년 12월 29일 종가기준, YoY Sales & OP는 직전 4분기 실적 반영

표14 MoM 중소형 낙폭과대주

종목코드	종목명	시가 총액	1M 수익률	1Y 수익률	YoY Sales	YoY OP	P/E	P/B	순현금 비중
A155650	와이엠씨	1,722	-20.9%	30.0%	-27.3%	-250.9%	25.7	2.1	22.9%
A052790	액토즈소프트	1,049	-20.2%	-25.9%	-33.0%	-31.0%	6.3	0.9	31.0%
A118000	우리들휴브레인	1,399	-18.4%	-16.9%	-29.9%	-89.3%	24.0	3.9	5.5%
A900310	컬러레이	1,064	-16.5%	5.9%	11.8%	-17.5%	5.5	0.7	83.6%
A238090	앤디포스	3,150	-16.2%	30.2%	18.6%	-10.4%	14.9	2.8	12.0%
A099220	SDN	1,737	-14.3%	24.1%	33.5%	-37.2%	29.7	2.3	-21.3%
A026890	디피씨	3,651	-12.2%	71.1%	9.2%	61.5%	21.2	2.4	5.0%
A001290	상상인증권	1,014	-11.0%	-18.2%	162.6%	-151.7%	18.7	0.7	0.0%
A002990	금호산업	3,424	-10.5%	-20.0%	7.2%	58.6%	9.2	0.9	-30.0%
A256630	포인트엔지니어링	1,577	-10.3%	45.6%	45.2%	68.7%	24.1	2.4	6.0%
A003530	한화투자증권	4,587	-9.6%	0.0%	-1.8%	-25.7%	6.3	0.4	0.0%
A038390	레드캡투어	1,645	-9.5%	22.0%	-8.7%	-6.9%	9.5	1.0	-106.1%
A002410	범양건영	1,170	-9.4%	40.2%	-30.0%	-36.6%	7.4	1.7	8.4%
A108230	톱텍	4,620	-9.0%	20.9%	123.9%	-381.9%	16.4	1.4	23.7%
A004080	신흥	1,018	-8.6%	10.4%	-3.1%	1416.8%	12.3	1.2	-29.7%
A002100	경농	2,527	-8.3%	1.3%	9.0%	132.3%	24.1	1.4	-32.0%
A004540	깨끗한나라	1,683	-8.2%	81.5%	-1.0%	-722.7%	3.4	1.1	-142.0%
A192250	케이사인	1,078	-7.3%	38.6%	50.8%	160.0%	20.8	2.0	30.0%
A001270	부국증권	2,821	-7.1%	1.7%	50.4%	99.3%	5.6	0.6	0.0%
A130580	나이스디앤비	1,488	-7.1%	16.1%	16.3%	17.5%	13.0	2.7	25.7%
A137950	제이씨케미칼	1,454	-7.1%	3.3%	27.7%	42.5%	27.4	1.6	-67.5%
A000140	하이트진로홀딩스	3,537	-6.3%	14.1%	18.1%	150.9%	8.6	0.8	-454.8%
A161000	애경유화	2,864	-6.2%	10.4%	-11.0%	11.3%	9.7	0.8	34.5%
A013310	아진산업	1,070	-6.2%	10.2%	-10.8%	-37.2%	11.2	0.5	-236.6%
A001200	유진투자증권	3,681	-6.2%	64.2%	25.0%	44.1%	5.8	0.5	0.0%
A003800	에이스침대	4,253	-6.1%	10.4%	40.2%	32.9%	10.2	0.9	4.9%
A002900	동양물산	1,966	-6.0%	24.8%	25.4%	-1350.0%	18.2	1.8	-110.1%
A003470	유안타증권	6,237	-5.9%	4.6%	12.9%	13.6%	7.6	0.5	0.0%
A090460	비에이치	7,197	-5.7%	-1.4%	-6.9%	-47.4%	22.5	2.6	-1.8%
A078140	대봉엘에스	1,197	-5.7%	58.8%	12.6%	33.8%	18.0	1.5	19.9%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

순현금 & 저평가 중소형주

표15 순현금 & 저평가 중소형주

구분	내용
시가총액	시가총액 700억원 ~ 1조원
순현금 & 성장성	순현금 재무구조, YoY 매출액 & 영업이익 상승기업(직전 4분기 기준)
Valuation	12M Trailing P/E 20.0배 이하, P/B 4.0배 이하
조건	위에 기준을 충족한 중소형 기업 중에 일부 기업을 제외하고 1M 낙폭과대 순으로 나열

자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: 2020년 12월 29일 종가기준, YoY Sales & OP는 직전 4분기 실적 반영

표16 순현금 & 저평가 중소형주

종목코드	종목명	시가 총액	1M 수익률	1Y 수익률	YoY Sales	YoY OP	P/E	P/B	순현금 비중
A130580	나이스디앤비	1,488	-7.1%	16.1%	16.3%	17.5%	13.0	2.7	25.7%
A003800	에이스침대	4,253	-6.1%	10.4%	40.2%	32.9%	10.2	0.9	4.9%
A078140	대봉엘에스	1,197	-5.7%	58.8%	12.6%	33.8%	18.0	1.5	19.9%
A003230	삼양식품	7,473	-5.1%	10.2%	29.5%	46.9%	9.8	2.6	4.9%
A217500	러셀	903	-4.9%	44.9%	21.4%	62.9%	19.5	2.2	13.3%
A080000	에스엔유	1,323	-4.8%	44.7%	48.7%	106.4%	15.8	1.1	28.1%
A122310	제노레이	1,406	-3.9%	35.0%	14.4%	9.3%	10.6	2.4	10.8%
A065710	서호전기	1,115	-3.6%	-7.3%	22.3%	86.7%	12.4	1.5	15.3%
A143160	아이디스	2,872	-3.4%	5.3%	34.0%	358.7%	19.5	1.9	23.4%
A201490	미투온	1,850	-3.1%	5.0%	20.4%	28.8%	14.6	2.6	17.7%
A144960	뉴파워프라즈마	2,818	-3.0%	53.6%	39.3%	380.7%	19.1	2.1	12.7%
A018120	진로발효	2,039	-2.2%	2.5%	20.2%	34.7%	12.1	2.6	12.2%
A052420	오성첨단소재	2,877	-1.7%	61.9%	37.3%	248.7%	13.6	1.7	14.6%
A194700	노바렉스	3,502	-1.5%	94.5%	51.9%	84.2%	15.3	3.8	2.3%
A058630	엠게임	1,048	-1.3%	56.7%	28.7%	133.8%	10.2	2.6	12.1%
A095660	네오위즈	4,925	-1.1%	35.5%	17.8%	98.3%	11.1	1.5	31.2%
A084110	휴온스글로벌	3,525	-0.8%	-12.0%	17.8%	31.1%	10.4	0.9	4.4%
A007590	동방아그로	866	-0.8%	-7.0%	7.6%	3.3%	12.0	0.6	50.4%
A284740	쿠쿠홈시스	8,638	-0.8%	-10.5%	34.4%	24.9%	11.2	2.0	3.0%
A039340	한국경제TV	1,306	-0.7%	20.1%	9.2%	15.5%	7.6	1.1	31.8%
A002460	화성산업	1,544	-0.4%	5.1%	76.7%	219.9%	3.6	0.4	117.2%
A003650	미창석유	1,120	0.0%	-18.4%	31.1%	62.6%	5.8	0.4	66.1%
A092460	한라IMS	748	0.3%	-16.1%	7.6%	3.1%	19.7	0.9	1.7%
A007540	샘표	1,395	0.3%	19.6%	11.5%	57.7%	7.7	0.9	27.1%
A033290	코웰패션	5,018	0.4%	-1.7%	9.5%	4.6%	8.5	2.1	3.4%
A079940	가비아	1,753	0.4%	63.7%	19.1%	31.6%	14.7	2.4	14.0%
A028150	GS홈쇼핑	9,148	0.4%	-8.2%	5.0%	5.6%	7.8	0.8	60.4%
A053620	태양	719	0.5%	5.8%	3.3%	198.6%	8.0	0.5	59.0%
A017960	한국카본	5,781	0.8%	69.5%	81.8%	542.7%	9.7	1.8	12.9%
A192440	슈피겐코리아	4,010	0.8%	24.0%	28.6%	58.4%	6.4	1.4	24.5%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Part III

중소형주 탐방노트

중소형주 탐방노트 부문은
지난 한달간 이베스트 스몰캡 팀에서 탐방을 다녀온
기업들 중 관심 있는 내용을 정리한 것입니다.

이는 기업에 대한 투자포인트를 정리하기 보다는
사업의 내용과 현황, 그리고 방향성 등을 살펴보는 것입니다.

그리고 탐방을 다녀온 기업뿐만 아니라
IR미팅이 어려운 기업들에 한하여
사업의 내용과 현황에 관한 부문을 정리한 것도 포함하였습니다.

동화약품 (000020)

표17 기업요약

시가총액(억원)	종가(원)	순현금 비중	12M Trailing P/E	P/B
5,489	19,650	21.7%	19.1	1.7

자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: 순현금비중=순현금/시가총액, P/E: 직전 4분기 지배주주순이익 기준, P/B: 최근 분기 지배주주지분 기준

기업개요

동화약품은 까스활명수, 후시딘연고, 판콜에스, 잇치, 쌍화탕 등 OTC제품을 주력으로 생산, 판매하는 중견제약사이다. 사업부문별 매출액 비중은 OTC 50.5%, ETC 25.0%, 식품 및 의약외품 17.7% 수준이다.

실적동향

3Q20 누적 실적은 매출액 2,034억원(-9.1% yoy), 영업이익 161억원(+664.2% yoy)을 기록했다. 주요 OTC제품(까스활명수 +8.4% yoy, 후시딘 +19.0% yoy, 판콜 +26.6% yoy, 잇치 +40.6% yoy, 쌍화탕 +16.3% yoy) 매출은 견조한 성장을 이어간 반면 GSK와의 10품목 제휴 판매 종료로 외형이 감소했다. 다만 GSK 제휴 종료는 영업이익에는 긍정적으로 작용했는데, 반품충당금, 대손충당금, 영업비용 등의 비용요소가 축소되었기 때문이다. 코로나19로 대면영업이 불가능해 판관비가 감소한 효과도 있었다.

체크포인트

1) 코로나19로 판콜 판매 호조

2020년 코로나19 영향으로 로컬 병원 감기 질환 내원객이 감소한 대신, 편의점, 약국 등에서 판매하는 종합감기약 판콜에스와 판콜에이가 수혜를 입었다. 이에 판콜은 기존의 고성장 기조(2015년 181억원 → 2019년 314억원, CAGR 11.9%)에 더해 3Q20 누적 260억원(3Q19누적 206억원, +26.6% yoy)을 기록했다.

2) M&A 및 투자 확대

동사는 순현금 1,500억원을 보유하고 있어, M&A, 지분투자, 사업제휴를 통해 신사업 기회를 모색하고 있다. 작년 9월 척추임플란트 제조업체 메디쎄이에 220억원을 투자(지분율 59.95%)하여 자회사로 편입하였으며, 이외에도 보툴리눔 톡신 업체인 제테마에 약 50억원, 인공지능 의료기기 업체 뷰노(비상장)에 약 30억원을 투자하였다. 다만, 아직 구체적인 신사업 진행여부는 파악되지 않는 것으로 보인다.

Part IV

변화하는 중견 · 중소 제약사

이번 2021년 1월 월보에서는
당사 Mid-Small Cap 팀이 지속적으로 업데이트하는 분야인
국내 중견 · 중소 제약사의 변화 흐름에 대한 내용을 담아보았습니다.

2020년 한해는 중견 · 중소 제약 업체들에게 쉽지 않은 한 해였습니다.
연초부터 코로나19로 내원객 수 감소와 대면 영업 제한으로 인한
타격을 입었으며, 약가인하 및 생동성 이슈로 인해 제네릭에 대한 규제는
심화되고 있는 상황입니다.

현 시점에서 지난 한달동안 Meeting(컨콜)을 통해 확인한
중견 · 중소 제약사들의 사업 내용 변화흐름을 업데이트 해보았습니다.

들어가며

2020년은 국내 전통 제약사들에게 여러모로 쉽지 않은 한 해였다. 연초부터 코로나19가 터지고 환자들이 병원방문을 최대한 자제하면서 내원객이 크게 줄었으며, 이에 전문의약품 판매량 역시 감소했다.

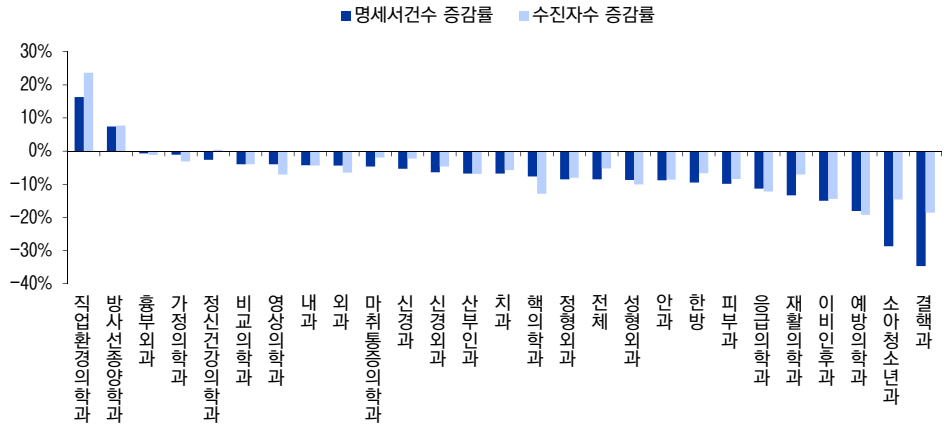
건강심사평가원의 통계자료에서 이러한 여파가 여실히 드러나고 있다. 2020년 상반기 병원급 이상의 진료과목별 요양급여비용 자료를 보면, 대부분의 진료과에서 명세서건수와 수진자수가 감소했다. 다만 피해정도는 차별적으로 나타났는데, 소아청소년과, 이비인후과, 결핵과 등 아이들을 대상으로 하거나 호흡기 관련 진료과목의 타격이 컸다. 병원 내원객 수 감소는 곧 제약업체에의 타격으로 이어졌고, 특히 이비인후과, 소아청소년과와 관련된 제네릭 판매 제약사들의 실적 부진이 나타났다.

또한 코로나19로 영업사원들의 의료기관 출입이 금지되면서 영업력이 실적과 직결되는 제약산업의 특성 상, 대면 영업 축소로 인한 타격을 크게 받았다. 이는 제약업체들 공통적으로 영업비용의 감소라는 의도치 않은 긍정적인 요인으로 작용하기도 했다.

게다가 2020년 7월 1일부터는 변경된 약가제도가 시행되면서 제네릭 위주의 중견 제약사들이 혼란을 겪고 있으며, 이외에도 리베이트 규제, 꾸준한 약가 인하 등 여러 규제들로 인해 영업환경이 더욱 까다로워지고 있다.

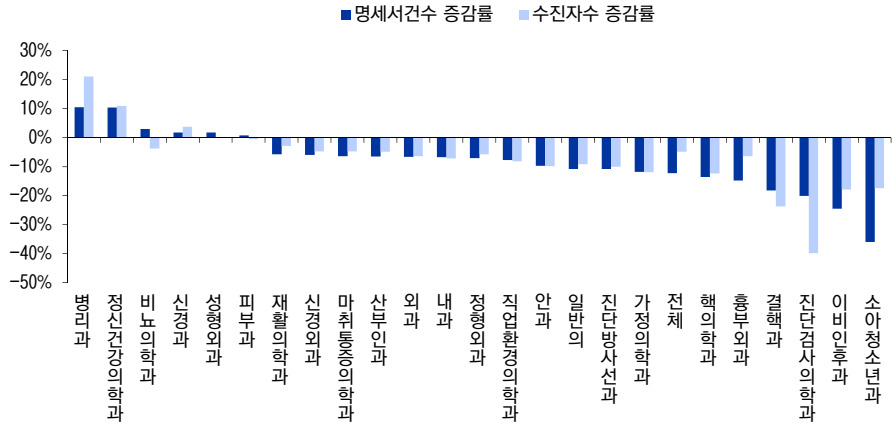
그럼에도 불구하고 우리가 제약업체에 주목해야 하는 이유는 제약산업이 분명한 성장산업이기 때문이다. 국내 전통제약사들은 시장의 흐름에 맞춰 사업 방향에 변화를 주고 있는 상황이며, 이번 월보에서 제약산업을 둘러싼 변수(규제, 시장 성장 요인)들과 각 업체별 미팅을 통해 사업 변화 내용을 점검 해보았다.

그림7 병원급 이상 진료과목별 2020년 상반기 명세서건수 및 수진자 수 증감률



자료: 건강보험심사평가원, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 병원급 이상(상급 종합병원, 종합병원, 병원, 요양병원, 정신요양병원, 치과병원, 한방종합병원, 한방병원 모두 포함) 대상

그림8 의원급 진료과목별 2020년 상반기 명세서건수 및 수진자 수 증감률



자료: 건강보험심사평가원, 이베스트투자증권 리서치센터

표18 중견·중소 제약업체 관심 종목 Valuation Table

종목코드	종목명	시가총액 (억원)	P/E	EPS growth	P/B	ROE	YoY 매출액	YoY 영업이익	순현금 비중
A086450	동국제약	13,005	16.9	15.3	2.7	16.6%	14.0	11.2	8.4%
A003850	보령제약	9,072	32.7	-15.8	2.7	8.1%	12.9	11.1	-9.3%
A170900	동아에스티	7,481	11.6	203.3	1.1	9.6%	3.4	5.4	11.3%
A214370	케어젠	7,703	21.9	418.7	4.0	18.1%	68.4	553.6	16.2%
A243070	휴온스	6,106	14.2	5.9	2.7	19.2%	14.9	25.6	1.1%
A009290	광동제약	5,373	9.8	144.9	1.1	10.7%	3.3	7.1	10.5%
A000020	동화약품	5,489	19.1	487.8	1.7	8.6%	-4.2	333.1	21.7%
A002390	한독	4,583	14.6	92.2	1.2	8.4%	8.6	33.2	-43.1%
A293480	하나제약	4,172	16.1	-11.6	1.8	11.1%	5.7	-4.4	18.2%
A003220	대원제약	3,927	16.3	-4.0	1.9	11.3%	2.4	2.9	-8.5%
A005500	삼진제약	3,788	16.0	2,218.5	1.8	11.5%	-4.9	-44.6	8.1%
A011040	경동제약	3,446	26.7	124.6	1.4	5.1%	-0.5	44.0	24.8%
A234080	JW 생명과학	3,286	11.7	30.9	2.4	20.3%	11.3	23.7	-9.7%
A016580	환인제약	3,106	10.0	9.4	1.0	8.4%	7.8	10.6	39.9%
A100700	세운메디칼	2,755	27.3	-4.0	2.7	9.7%	-2.3	-6.1	11.0%
A006620	동구바이오제약	2,406	11.4	482.6	2.6	8.8%	19.8	147.7	-0.5%
A200670	휴메딕스	2,368	20.9	12.2	1.8	22.4%	16.6	2.3	4.8%
A023910	대한약품	1,977	7.6	7.9	0.9	13.0%	0.9	8.5	21.5%
A041910	에스텍파마	1,505	13.4	-22.7	1.4	10.2%	40.5	78.8	27.5%
A131030	디에이치피코리아	1,385	9.4	21.3	1.2	12.8%	19.7	33.6	54.8%
A260660	알리코제약	1,360	12.6	12.8	1.7	13.9%	12.9	17.3	2.0%
A014570	고려제약	1,133	12.3	87.2	1.6	13.3%	17.3	180.6	17.5%
A009300	삼아제약	1,054	31.1	-65.4	0.6	2.0%	-15.5	-37.6	52.3%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주1: 2020년 12월 30일 종가 기준, 매출액, 영업이익 직전4분기 기준, 3Q20 Trailing P/E, 3Q20기준 자본총계
주2: 동국제약, 환인제약, 대한약품(당사 커버리지 종목)은 2021E 당사 실적 추정치를 적용함.

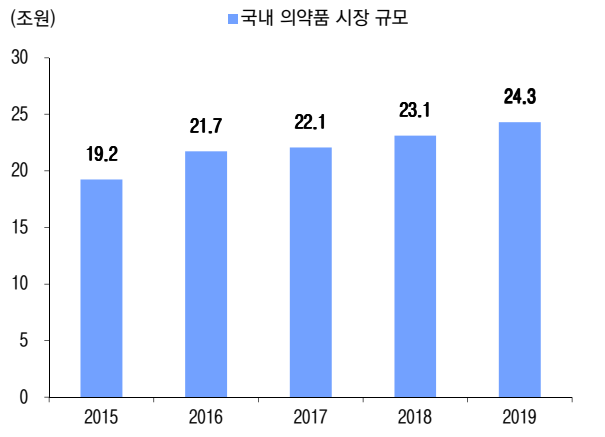
국내 제약 산업은 앞으로도 성장한다.

건강보험심사평가원에 따르면, 국내 의약품 시장 규모는 2015년~2019년까지 역성장 없이 매년 6%수준으로 성장해왔다. 국내 의약품 시장은 전문의약품(2019년 비중 90.4%) 중심으로 형성되어 있는데, 전문의약품 공급 규모가 약 6.4% 수준으로 증가하며 전체 제약시장의 성장을 주도해왔다. 일반의약품 역시 2011년부터 약 3.8%의 성장률로 꾸준히 성장해왔다.

국내 제약 시장이 성장하는 이유는 빠르게 진행되는 고령화(Q) 때문이다. 연령구간별 급여 품목 청구금액 현황을 보면, 65세 이상의 청구금액 비중이 약 41.8%로 높은데다가, 성장률은 10.6%로 타 연령층(20세미만 5.0%, 20세 이상 65세 미만 7.4%)에 비해 높은 수치를 기록하며 가파르게 증가하고 있다.

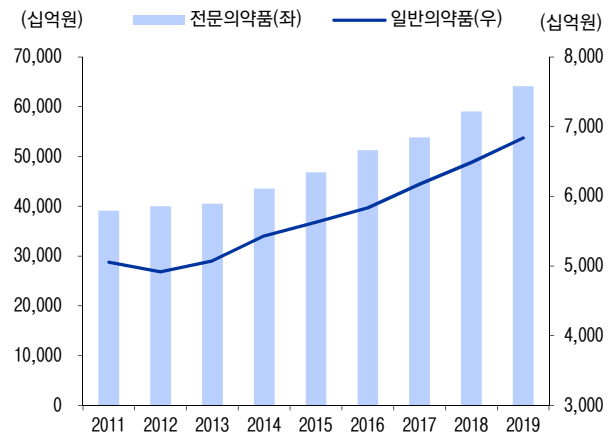
이에 당사의 관심 제약업체 23개사의 합산 매출액 역시 지난 5년간 꾸준히 성장(CAGR 9.2%)하고 있으며, 대부분의 업체들이 역성장 없이 외형성장을 이어오고 있다. 향후에도 고령화가 지속될 것이라는 점을 감안하면, 의약품 수요는 꾸준히 증가할 가능성이 매우 높다.

그림9 국내 의약품 시장 규모



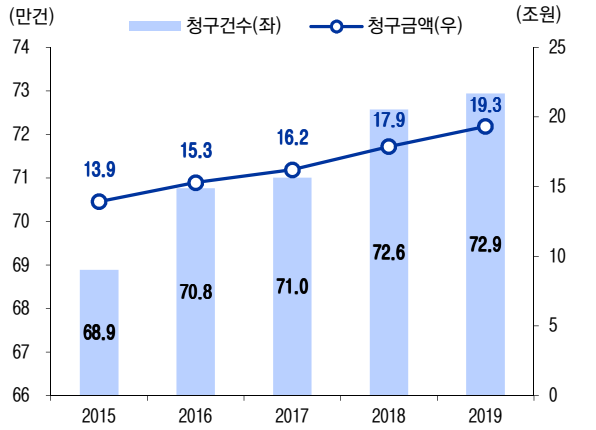
자료: 건강보험심사평가원, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 시장규모=생산-수출+수입

그림10 국내 전문의약품 및 일반의약품 공급현황



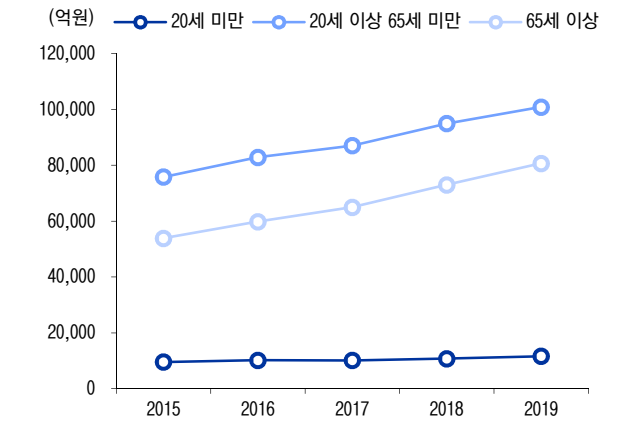
자료: 통계청, 건강보험심사평가원 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 의약품 급여 청구 건수 및 청구금액 추이



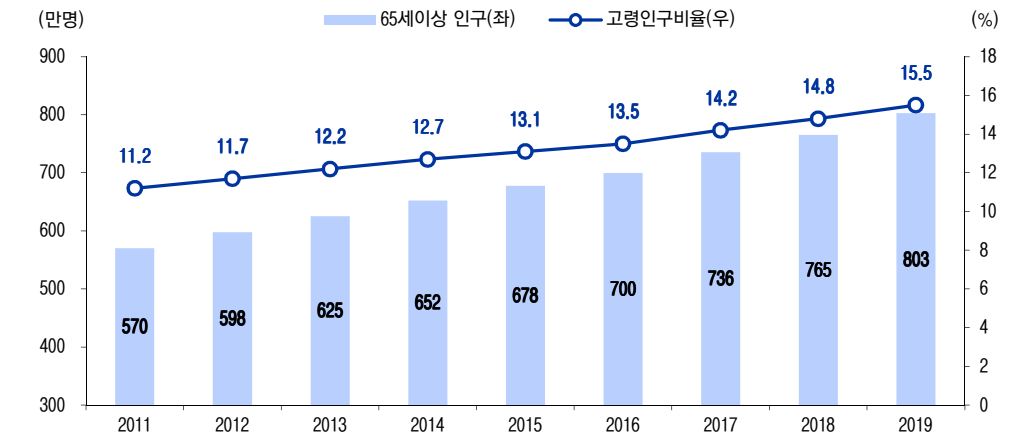
자료, 건강보험심사평가원, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 연령구간별 급여품목 청구 금액 추이



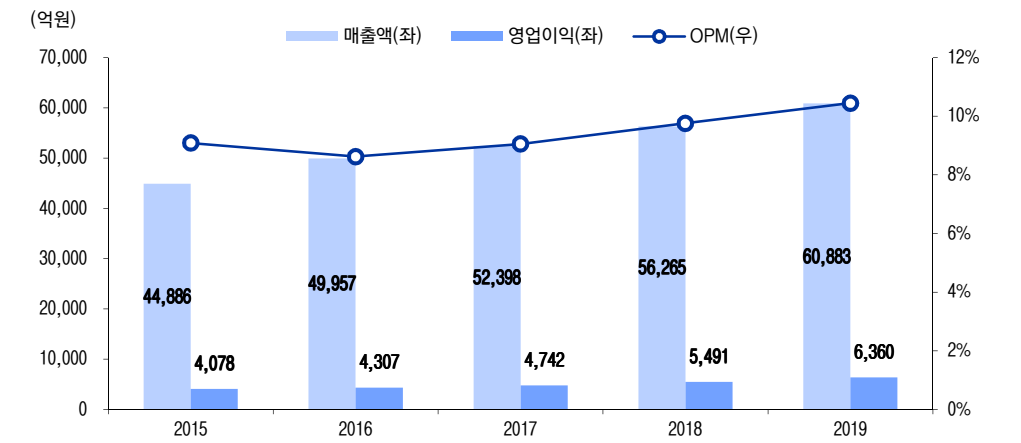
자료: 건강보험심사평가원, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 증가하는 고령인구비율



자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 국내 중견제약사 23 개사 합산 매출액 및 영업이익



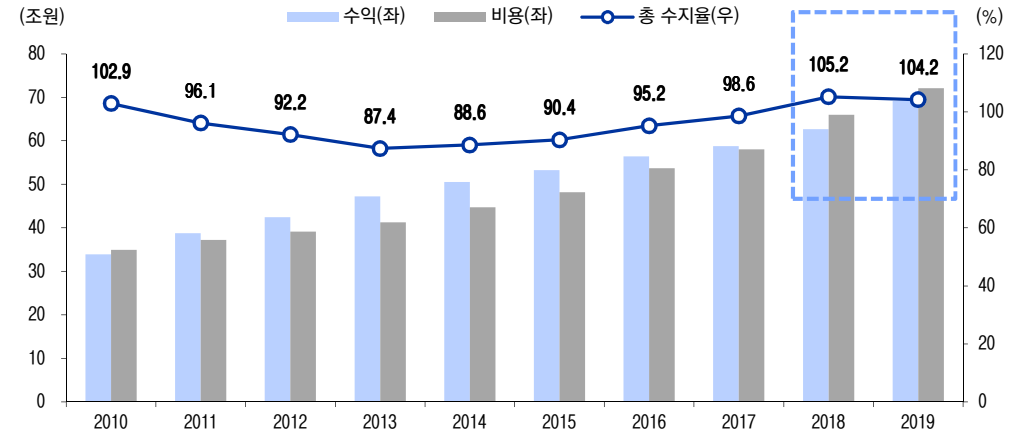
자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: 23개사는 동국제약, 보령제약, 동아에스티, 케어젠, 휴온스, 광동제약, 동화약품, 한독, 하나제약, 삼진제약, 대원제약, 경동제약, JW생명과학, 환인제약, 세운메디칼, 휴메딕스, 동구바이오제약, 대한약품, 에스텍파마, 디에이치피코리아, 알리코제약, 고려제약, 삼아제약

약가 인하 규제는 앞으로도 지속된다.

국내 의약품 가격(P) 결정권자는 정부(국민건강보험공단)이다. 보다 정확히 말하자면, 급여 품목의 가격 상한선은 건강보험공단에서 결정하게 된다. 참고로 전체 의약품 내 급여품목 비중은 2019년 기준 약 66%이다.

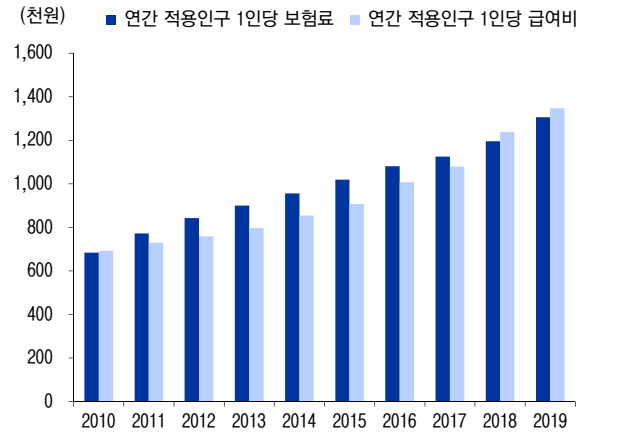
건강보험공단은 약가 인하를 지속적으로 추진하고 있는데, 이유는 건강보험재정수지가 급격하게 악화되고 있기 때문이다. 2013년 이후 보험 급여비가 보험료 수익보다 빠르게 증가하였으며 2018년부터는 비용이 수익을 초과하였다. 이에 건강보험공단은 지출과 수입의 균형을 위해 약값을 낮추기 위한 여러 정책을 제시하고 있다.

그림15 연도별 건강보험 재정 현황



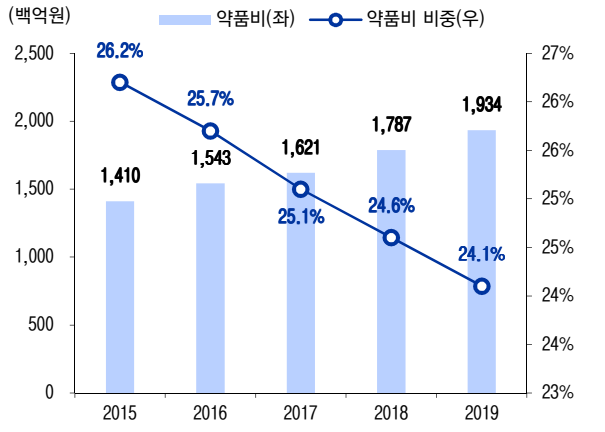
자료: 통계청, 국민건강보험공단, 이베스트투자증권 리서치센터
주: 총 수지율 = 비용/수익

그림16 연간 1 인당 보험료 및 급여비



자료: 건강보험심사평가원, 이베스트투자증권 리서치센터

그림17 건강보험 진료비 중 약품비 비중 추이



자료: 건강보험심사평가원, 이베스트투자증권 리서치센터

2019년 3월 정부는 제네릭 의약품 차등약가 제도를 발표했다. 이는 기존의 동일약품-동일가격의 원칙에서 제네릭의약품 개발 노력에 따라 가격을 차등적으로 부여하겠다는 제도이다. 2020년 7월 1일부터 시행되고 있는데, 주요 내용은 다음과 같다.

1) 동일제제가 19개 제품 이하로 등재되어 있는 경우, 기준요건(①자체 생물학적동등성시험자료 또는 임상시험 입증자료 제출 여부 & ②등록된 원료의약품 사용)충족 수준에 따라 모두 충족, 1개만 충족, 충족 요건 없음에 따라 각각 오리지날 신약 가격의 53.55%, 45.52%, 38.69%으로 산정된다.

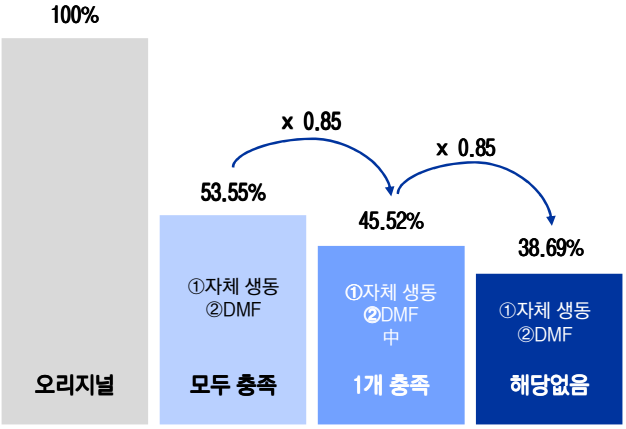
2) 동일제제가 20개 이상 제품이 등재된 경우, 20번째 이후로 등재되는 제품에 대해 동일제제 최저가의 85%로 가격이 산정된다.

즉, 위의 약가제도를 통해 제네릭 안전성(기준요건 충족 여부를 통해)을 확보하며, 제네릭 난립(동일제제 20개 이상 제품 등재 방지)을 방지하는 효과를 거둘 수 있다. 신규 제네릭의 경우, 개정된 차등약가 제도의 영향을 받지만, 기존 제네릭은 3년의 유예기간을 부여한 후 개편안을 적용하게 된다.

게다가 최근에는 공동 · 위탁 생물학적 동등성 시험 품목 허가수 1+3 제한 규제가 국회에서 발의되었다. 기존에는 A제약업체가 의약품에 대해 생물학적동등성을 입증하면, 타 제약사에서 별도로 생동시험을 수행하지 않아도, 위의 자료를 활용해 생동허가를 받을 수 있었다. 그러나 이번에 발의된 법안이 통과되면 원 개발사 제품 1개에 생동허가 3품목으로 공동생동을 제한하게 되며, 이는 중소제약업체들의 생동허가를 위한 비용증가로 직결된다.

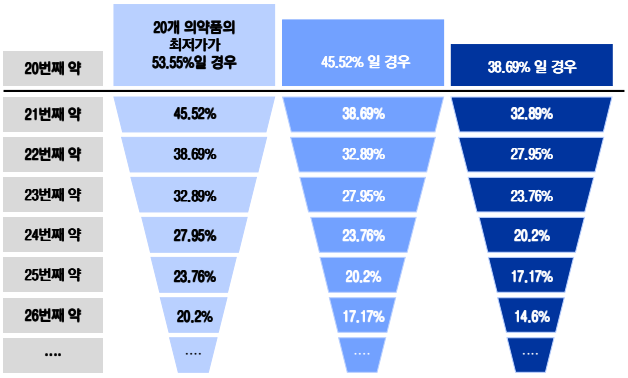
결론을 종합해보면, 1)제네릭에 대해 생동시험을 미리 수행했거나, 2)임상을 추가로 수행할 충분한 자금력을 보유한 상위 제약업체들은 금번 차등약가제 영향을 덜 받을 것으로 보인다. 반면, 1) 자체 기술력 없이 오직 영업력만으로 실적을 창출해온 업체들이나, 2)외국에서 저렴하게 원료를 매입하여 제네릭을 개발하는 방식으로 사업을 진행해오거나, 3) 임상을 추가로 진행할 자금력이 부족한 중소 제약업체들은 큰 타격을 입을 것으로 보인다.

그림18 20 번째 제네릭까지의 차등약가제 적용



자료: 언론보도, 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 20 번째 제네릭 이후의 차등약가제 적용



자료: 언론보도, 이베스트투자증권 리서치센터

건보공단은 제네릭뿐만 아니라 사용량-약가 연동 협상제도를 통해 신약과 개량신약에 대해서도 약가 인하를 진행하고 있다. 사용량-약가 연동 협상제도란, 건강보험공단과 제약회사가 신약의 가격을 협상하는 과정에서 신약의 예상 사용량을 미리 설정하게 되는데, 일정 기간이 지난 후 예상 사용량을 초과했을 경우, 제약사가 추가로 이익을 얻고 있는 것으로 판단하여 약가를 재협상하여 인하하는 제도이다.

대표적으로 보령제약의 카나브가 사용량-약가 연동 협상제도의 영향을 받고 있다. 카나브는 국산 대표 신약으로 꼽히는 고혈압 치료제이다. 올해 연간 처방액이 1,000억원을 넘어설 것으로 예상되면서 건보공단에서 금번 4분기 사용량-약가 연동 협상제도의 대상이 되었다.

급여 전문의약품의 경우, 향후에도 약가 인하와 각종 규제들의 대상이 될 것으로 보인다. 반면 급여 전문의약품 중에서도 퇴장방지의약품, 저가의약품, 희귀의약품은 약가 재평가 대상에서 제외되었으며, 일반의약품의 경우, 오히려 가격이 인상되고 있는 추세이다.

향후 성장동력을 위한 비용 집행 현황

중견 · 중소 제약 업체들은 대형 제약사들과 달리 특정 약효군별 제네릭에 특화되어 있는 경우가 많다. 가령, 대원제약은 로컬병원 중심으로 호흡기 질환 의약품 판매에 특화되어 있으며, 환인제약은 정신과 질환, 보령제약은 고혈압, 고지혈증 등 대사성 질환에 주력하고 있다. 이는 대형 제약사에 비해 CAPEX, R&D, 영업비용 등 투자 여력이 제한적이기 때문이다. 즉, 제한된 자본(Capital) 내에서 최대의 효율을 뽑아내기 위해 특정 품목에 집중 투자하며 경쟁력을 구축해왔다.

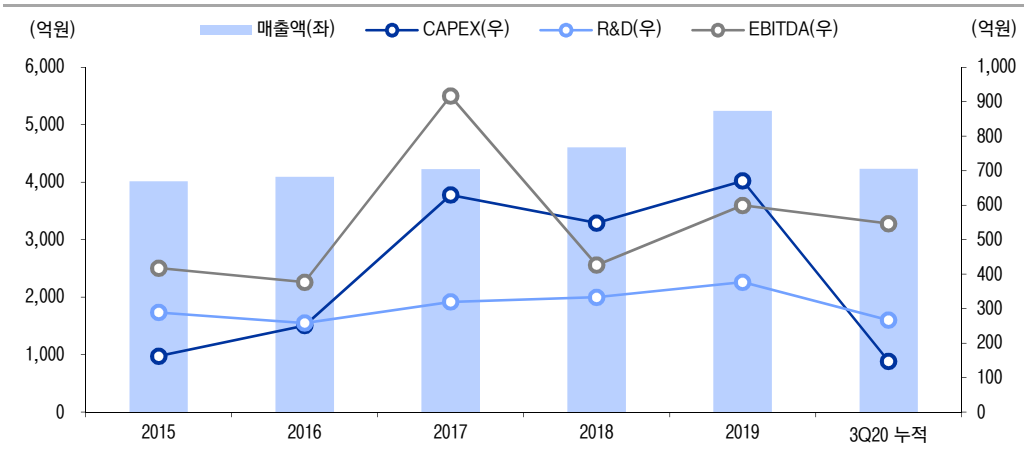
그러나 지속된 제네릭 규제 강화와 약가 인하 압박으로 중소제약사들이 일부 제네릭 품목에만 사업을 의존하기에는 리스크가 다소 커진 상황이다. 이에 중견 · 중소제약사들은 꾸준한 비용 집행 및 투자를 통해 사업에 변화를 주고 있는 상황이다. 각 업체별 사업 진행 방향성과 비용 집행 · 투자 현황을 정리해보았다.

보령제약

보령제약은 자체 개발한 고혈압 치료제 카나브의 개량신약을 지속 출시하며 라인업을 확장하고 있다. 듀카브(2016년 5월 출시), 투베로(2016년 8월 출시), 듀카로(2019년 11월 출시), 아카브(2020년 7월 출시)를 잇따라 출시했다. 매년 300억원 안팎의 연구개발비를 꾸준히 투자하고 있으며, 향후에도 추가로 고혈압 복합제를 출시할 예정이다. 동사는 이외에도 해외 항암제 상품을 들여와 판매하던 것을 제품화할 계획으로 수익성을 개선함과 동시에 항암제 영업조직을 더욱 확고히 할 예정이다.

제품 개발 이외에도 생산 시설 확충에 주력하고 있는데, 2017년 3월 예산 신공장 건설 착공, 2019년 4월 준공하였으며, 약 1,600억원을 투자하였다. 기존 안산 공장에 비해 CAPA가 약 3배 증가한 규모로 파악된다. 예산 신공장은 동사의 성장 지속을 위한 기반시설로 고형제(카나브 수출용) 및 항암주사제 생산을 위해 건설되었다.

그림20 보령제약 매출액, EBITDA, CAPEX, R&D 추이



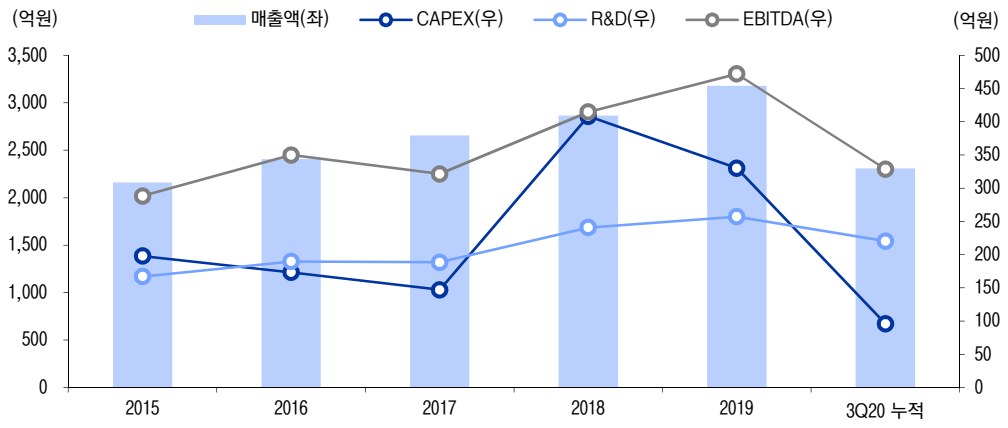
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

대원제약

대원제약 역시 매년 200억원대의 연구개발비를 집행하고 있다. 제약 시장 성장을 고령화가 견인하고 있다는 점을 감안하여, 기존의 호흡기 질환 중심의 포트폴리오에 고혈압, 고지혈증과 같은 순환기와 근골격계 등 노인성 질환 품목을 추가하기 위해 개량신약 개발, 임상진행에 주력하고 있는 상황이다. 게다가 종합병원 영업력 확보 및 종합병원향 매출 비중 확대를 위해 테로사(골형성 촉진제, 리히터-헬름 바이오텍), 신바로(소염진통제, 녹십자), 콤포나(천식/COPD흡입기, 노이텍) 등 유명 상품을 도입하여 판매하고 있다.

동사 역시 2018년 3월 진천 신공장 건설에 착공, 2019년 6월 준공하였다. 투자규모는 약 400억원이다. 동사가 경쟁력을 가지고 있는 시럽, 현탁액 제품 생산에 특화된 공장을 설계하였는데, 자동화 시스템이 완비되어, 대부분의 생산공정이 기계에 의해 수행되고 있다.

그림21 대원제약 매출액, EBITDA, CAPEX, R&D 추이



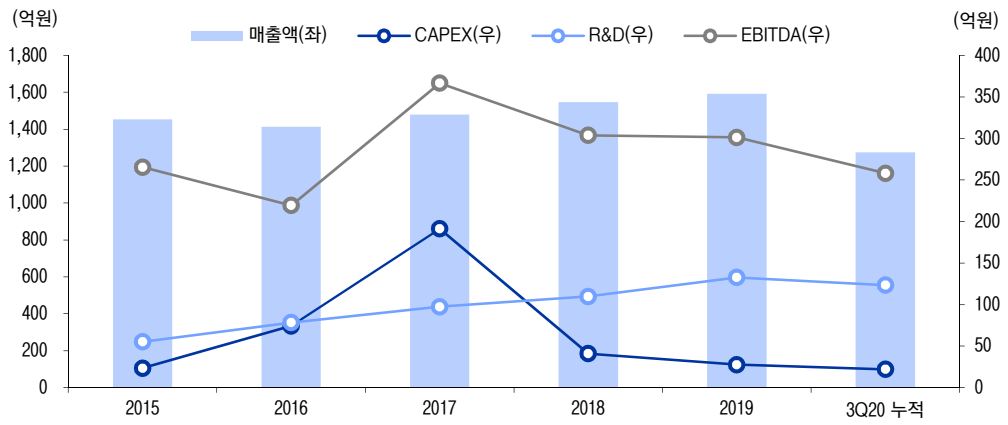
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

환인제약

환인제약은 정신과 ETC에 특화된 제약업체로 2015년 이후 매년 R&D를 확대해왔다. 참고로 매출액 대비 R&D 비용 비중은 2015년 3.8% → 3Q20 9.8%로 증가했다. 치매, 뇌전증, 우울증, 조현병 등 다양한 적응증을 대상으로 연구개발 진행 중이며, 2014년부터 연구를 시작한 WIP-RVX14(치매치료제)는 현재 임상 3상을 준비 중인 것으로 파악된다.

동사는 안정적인 외형성장과 함께 현금을 쌓아왔는데, 3Q20 기준 1,239억원의 순현금을 보유하고 있다. 지난 11월 26일 공시를 통해 한국얀센이 보유한 생산시설(경기도 화성)에 460억원을 투자, 2022년 3월에 인수할 것을 밝혔다.

그림22 환인제약 매출액, EBITDA, CAPEX, R&D 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

휴온스

휴온스는 자체 연구개발, M&A, 지분투자, L/I계약 등 다양한 형태로 비용을 지출하며 사업을 확장하고 있다. 확장하고 있는 사업으로는 일회용 점안제, 건강기능식품, 당뇨 의료기기가 있다.

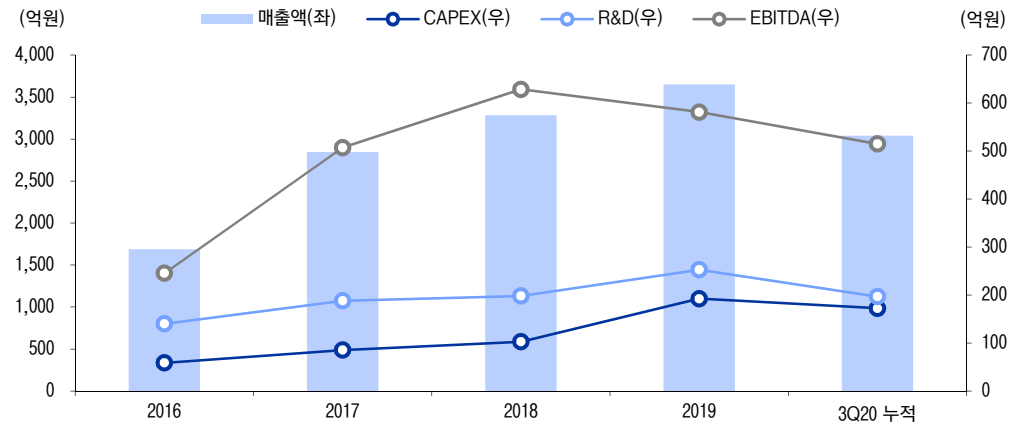
동사는 안구건조증 환자 증가 추세를 일찌감치 인식하고 일회용 점안제 사업을 확대하기 위해 CAPA를 확장했다. 2018년 1월 미국과 유럽 GMP기준에 부합한 독일 롬멜락의 'BFS 설비'를 도입하여 일회용 점안액 생산능력 연간 1.5억관 → 연간 3억관으로 증설하였다. 또한 2020년 11월 24일 공시를 통해 약 389억원을 투자, 일회용 점안액 연간 생산능력을 4억 8천만관으로 증설할 계획을 밝혔다. 동사는 증설된 CAPA를 통해 자사 점안제 생산뿐만 아니라 수탁 사업으로 확대할 계획이다.

더불어 안구건조증 복합치료제인 나노복합점안제(개량신약)의 국내 임상 3상을 종료하고 품목허가 신청 승인을 기다리고 있으며, 독일 임상 3상 IND를 승인받아 임상을 진행하고 있다.

동사는 자회사 휴온스내츄럴(2018년)과 휴온스네이처(2016년) 인수를 통해 건강기능식품부문으로 사업을 확장하였다. 연구개발을 지속하여 2020년 4월 여성 갱년기용 유산균(제품명: 메노락토 프로바이오틱스, 2019년 10월 개별인정형원료 등록)을 출시했다. 현재 남성 전립선 건강 개선용 원료(사군자를 활용한 천연물 소재)를 개발 완료해 2020년 9월 일본에 특허 취득을 완료하였으며, 국내 식약처 심사 진행 중인 것으로 파악된다.

동사는 덱스콤사의 연속혈당측정기와 이오플로우의 인슐린 펌프 독점 판권을 취득해 당뇨 포트폴리오를 구축하고 있다. 2019년 중에는 싱가포르 제약사인 프레스티지바이오파마의 HD201(투즈뉴, 허셉틴의 바이오시밀러), HD204(아바스틴 바이오시밀러), PBP1502(휴미라 바이오시킬러)의 국내 제조 생산 및 독점 판매권 계약을 공시하여 바이오시밀러 CMO 사업을 진행하고 있다.

그림23 **휴온스 매출액, EBITDA, CAPEX, R&D 추이**



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

휴메딕스

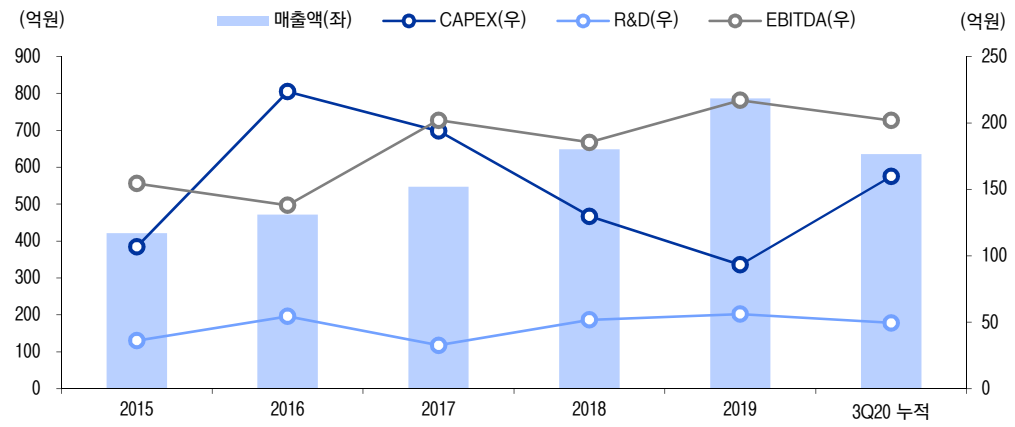
휴메딕스는 휴온스글로벌 그룹의 에스테틱 전문 업체로 히알루론산 나트륨 제제를 원료로 다양한 제품군(필러, 관절염치료제, 기능성화장품, 일회용점안제)을 생산 · 판매하고 있다. 동사는 매년 50억원 수준의 연구개발비 투자를 통해 꾸준히 신제품을 출시하고 있다.

2016년 3월, 187억원을 투자하여 필러, 관절염치료제 등의 생산을 위해 제2공장을 증설했으며, 2018년부터 가동을 시작했다. 동사는 주사제형 생산에 특화되어 있는데, 2공장에서는 앰플, 바이알, 프리필드 주사제 등 주사제 전 제형을 생산가능하며, 이를 토대로 전문의약품 수탁생산 사업을 확대하고 있다.

2020년 7월에는 독일 롬멕락사 일회용 점안제 기계설비 설치를 완료하고 9월부터 생산 및 판매에 돌입하고 있다. 연간 생산규모 1.5억관을 확보한 상황이다.

2019년 말, 동물 유래 원료의약품 개발 업체인 우리비앤비의 지분 20%를 인수하며, 헤파린나트륨 원료 국산화 사업을 진행하고 있다. 헤파린나트륨은 혈액 항응고제로 돼지 내장에서만 추출 가능하며 글로벌 공급 대부분이 중국에서 발생한다. 2021년 식약처 원료 허가를 목표로 개발을 진행 중이다.

그림24 휴메딕스 매출액, EBITDA, CAPEX, R&D 추이

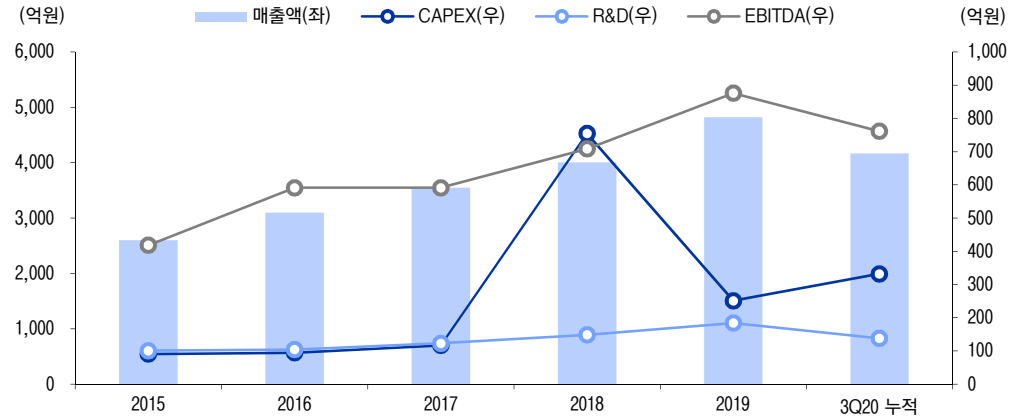


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

동국제약, 동화약품, 광동제약은 매출액에서 OTC 비중이 높아 연구개발비(약 100억원대 혹은 그 미만) 지출이 신약개발 업체에 비해 크지 않은 업체들이다. OTC는 소비재적인 성격이 강해, 하나의 인기 제품을 만들어 마케팅을 통해 잘 파는 것이 중요하다. 게다가 OTC는 ETC에 비해 신제품 개발에 소요되는 비용, 시간이 절대적으로 작다. 참고로 3Q20 누적기준 매출액 대비 연구개발비 비중은 동국제약 3.7%, 동화약품 6.2%, 광동제약 1.4% 이다.

동국제약은 OTC와 헬스케어 부문을 통해 안정적인 현금흐름을 창출하는 가운데, 2018년부터 CAPEX투자를 본격화해왔다. 마데카크림의 원재료인 TECA생산시설 확대, 동국생명과학 조영제 Capa 증설(2020년 6월 바이엘코리아 안성공장 인수), 센시안(의료용 압박밴드, 공급부족으로 Capa 증설 중)등으로 투자금이 사용되고 있는 상황이다.

그림25 **동국제약 매출액, EBITDA, CAPEX, R&D 추이**



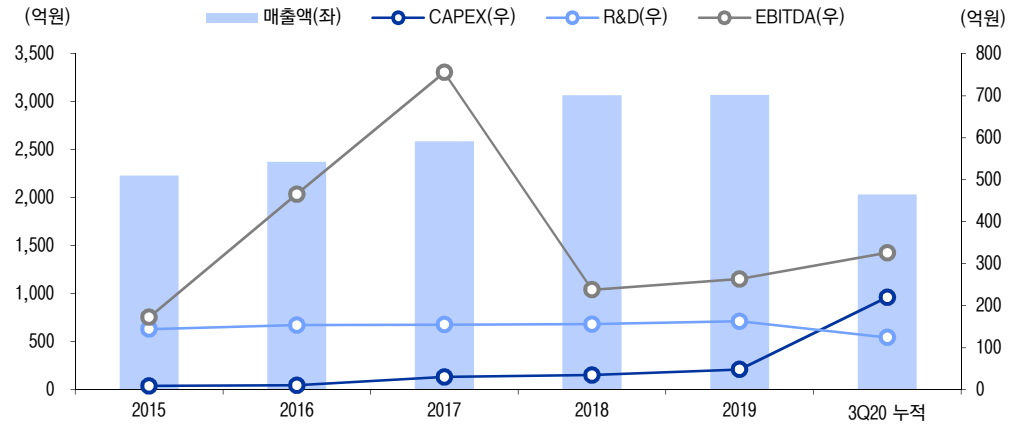
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

동화약품은 OTC(까스활명수, 판콜, 후시딘 잇치 등)와 의약외품(까스활) 매출액 증가로 안정적인 수익 및 현금을 확보해왔다. 동사는 약 1,500억원 가량의 순현금을 기반으로 R&D, 지분투자를 활발히 하고 있다.

동사는 천연물 신약(적응증: 궤양성대장염, 천식/비염)과 개량신약(적응증: 만성통증, 혈당조절보조제) 각각 2품목의 임상을 진행 중이거나 진행 예정이며, 건강기능식품 사업 진출을 위해 인지기능개선(개별인정형원료 허가 진행 중)과 체지방 개선(개발 진행 중) 기능의 프로바이오틱스 원료를 개발하고 있다.

또한 최근 지분투자를 활발히 하고 있는데, 2020년 9월 척추임플란트 제조업체 메디쎄이에 약 200억원을 투자(지분율 59.95%)하여 자회사로 편입하였으며, 이외에도 보툴리눔 톡신 업체인 제테마에 약 50억원,인공지능 의료기기 업체 뷰노(비상장)에 약 30억원을 투자하였다.

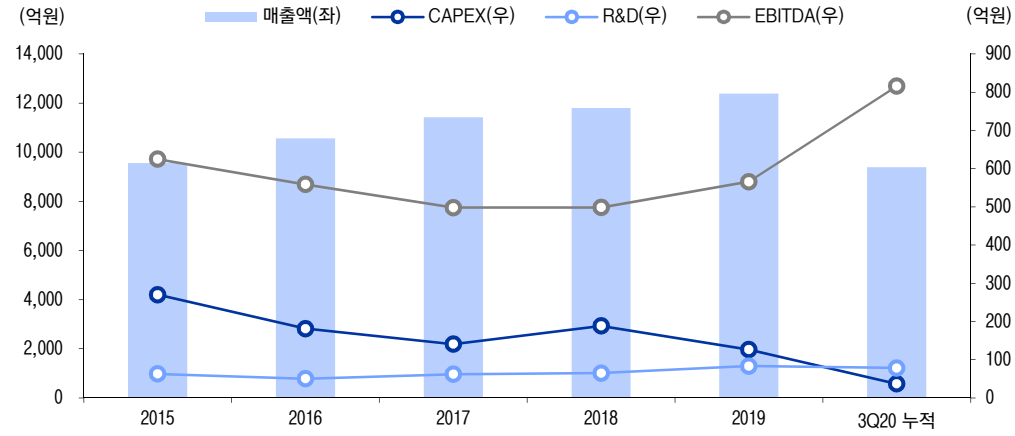
그림26 동화약품 매출액, EBITDA, CAPEX, R&D 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

광동제약 역시 일반의약품(쌍화탕, 우황청심환)과 음료(비타500, 옥수수수염차, 헛개차 등)을 통해 확보한 순현금을 기반으로 최근 바이오텍 업체에 지분투자를 활발히 하고 있다.

그림27 광동제약 매출액, EBITDA, CAPEX, R&D 추이



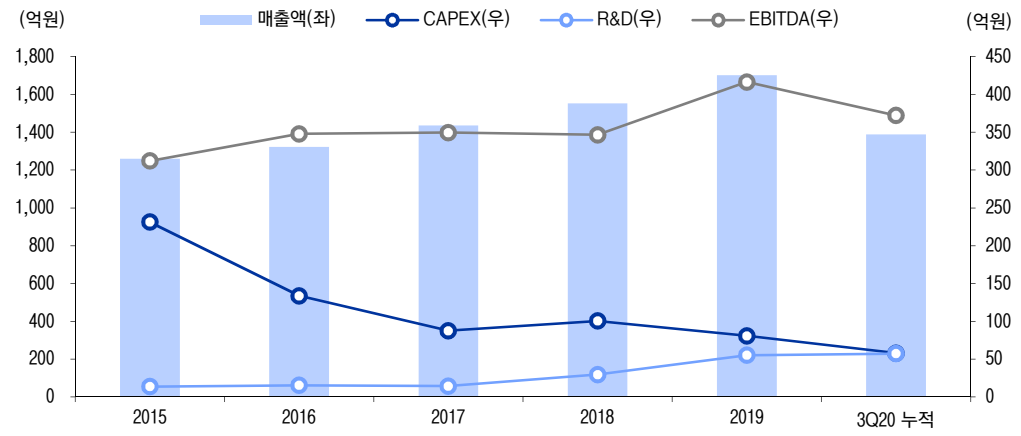
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

JW생명과학과 대한약품은 기초수액제 및 영양수액제 전문 업체이다. 수액제 제조사업은 장치산업으로써 CAPA를 선제적으로 구축해놓는 것이 진입장벽으로 작용하며, 별도의 R&D가 크게 필요하지 않다. 두 업체는 2019년 기준 수액제 생산능력 대한약품 108백만개, JW생명과학(수액제형 모두 포함) 116백만개를 보유하고 있다.

게다가 기초수액제는 퇴장방지의약품에 포함되어 약가 인하의 영향에서 벗어나 있으며, 영양수액제는 비급여 품목이라 역시 약가 인하 리스크가 덜하며, 오히려 마진이 더 높다. 따라서 두 업체는 OPM 약 20% 수준으로 수익성이 좋다.

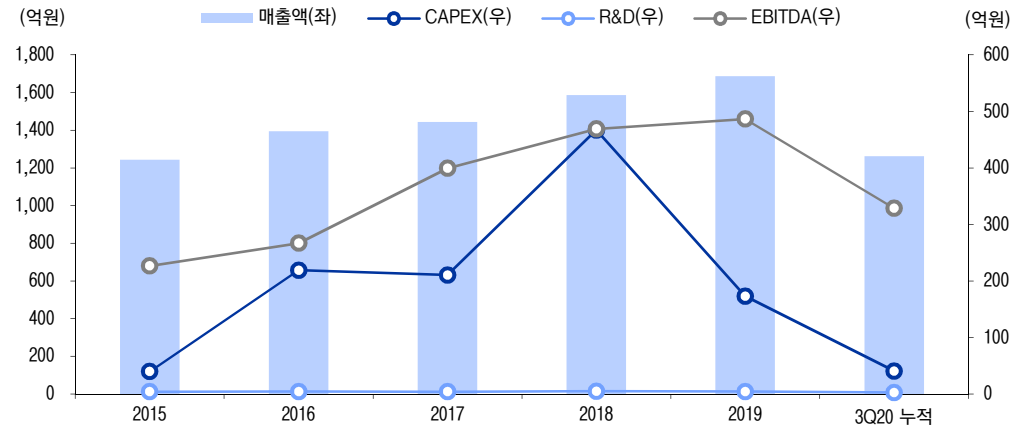
JW생명과학의 경우, 대한약품과 달리 기본적인 기초수액제 및 영양수액제 외에 특수수액제(환자의 특수한 상태에 따라 사용되는 제품), TPN(칼로리, 필수 지방산 보급 등 용도)을 취급하고 있으며, 박스터 헬스케어와 영양수액제 개발 및 공급계약 체결, 영양수액제 유럽 수출 등 사업 확장을 추진하고 있다.

그림28 JW 생명과학 매출액, EBITDA, CAPEX, R&D 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림29 대한약품 매출액, EBITDA, CAPEX, R&D 추이

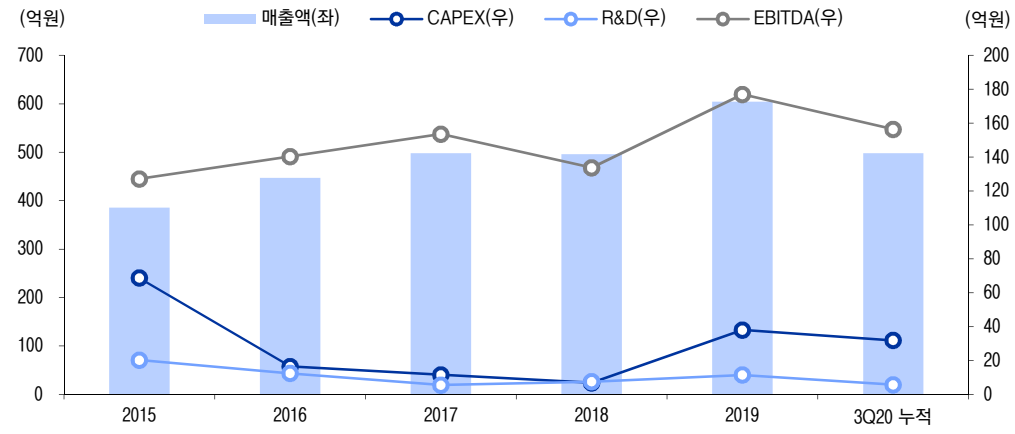


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

디에이치피코리아는 일회용 점안제 전문 제조·판매 기업으로 2015년 연간 1.9억관 → 2016년 2.5억관 → 1Q20 2.7억관으로 CAPA를 증설해왔다. 2015년 이후 따로 투자를 진행하지 않다가, 2020년 1분기 생산라인 설비 개선 및 조제탱크 용량 변경을 진행한 것이다.

동사는 일회용 점안제 수요 증가와 경쟁업체들의 CAPA확장에 따라 2020년 10월 12일 221억원의 신규 시설 투자(BFS 생산라인 증설)를 공시했다. 신규 생산라인은 2022년 말 완공 예정인데, 연간 생산능력 4억관 이상으로 CAPA가 확대될 것으로 보인다.

그림30 디에이치피코리아 매출액, EBITDA, CAPEX, R&D 추이



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

기업분석

동국제약 (086450)	40
환인제약 (016580)	46
휴온스 (243070)	53
JW 생명과학 (234080)	58
아이센스 (099190)	63
대원제약 (003220)	68
보령제약 (003850)	73
디에이치피코리아 (131030)	78
휴메딕스 (200670)	82
오스템임플란트 (048260)	87

Universe

기업명	투자판단	목표주가
동국제약	Buy(유지)	38,000 원(유지)
환인제약	Buy(신규)	22,000 원(신규)
오스템임플란트	Buy(유지)	68,000 원(유지)

동국제약 (086450)

2021. 1. 5 | Mid-Small Cap

Analyst 정홍식
02. 3779-8468
hsjeong@ebestsec.co.kr

화장품 중국 진출 기대감

Buy(maintain)

목표주가 38,000 원
현재주가 28,400 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

화장품 중국 진출 기대감

동사는 2021년 1분기부터 화장품 사업의 중국진출을 본격화 할 계획이다. 이미 3Q20에 중국시장 진출을 위한 Test 마케팅을 진행하여 시장성을 파악하였으며 1Q21에는 중국 현지의 파트너(2개 업체로 시작)를 통해 온·오프라인으로 판매를 시작할 것이다.

참고해야 할 것은 1)이미 3Q20에 인플루언서 마케팅을 통한 Test 매출로만 15억원(2명의 인플루언서의 3번 방송, 합산 약 1시간 정도)의 실적을 기록했기 때문에 인지도에 대한 기대감이 높고, 2)센텔리안24 뿐만 아니라 마데카릴리프(오프라인 유통망을 위해 2020년 런칭한 브랜드)도 중국에서 반응이 상당히 좋아 마데카크림, 마스크팩 등의 제품과 함께 중국에 진출할 것이다.

동사의 헬스케어 사업 내의 화장품 부문 매출액은 2018년 527억원 → 2019년 832억원(+57.8% yoy), 3Q19누적 581억원 → 3Q20누적 776억원(+33.4% yoy)을 기록하였으며, 2021년에도 중국시장 진출 본격화로 30% 수준의 고성장이 유지될 것으로 기대된다. 중요한 점은 2021년에는 화장품 사업내의 중국(수출) 비중이 10~20%가 전망되어 동사의 P/E Multiple Rerating이 가능할 것으로 보인다.

2021년 OP Margin 개선 가능성

동사는 2021년에도 OP Margin이 개선될 것으로 기대(OPM 3Q19누적 13.4% → 3Q20누적 15.1%, +1.6%p yoy)된다.

이는 1)핵심 원재료인 TECA의 Capa확대에 대한 설계가 진행 중으로 완공(2021년 하반기 예상)되면 규모의 경제 효과로 원가율이 하락할 것이며, 2)과거 TECA의 인증 문제로 OTC 부문 수입했던 물량을 자체 생산으로 전환하면서 수익성이 개선되고 있기 때문이다. 특히, 헬스케어 부문 고성장에 따른 고정비 절감효과로 2020년 OPM 개선 흐름이 2021년에도 지속될 것으로 보인다. 당사의 2021년 OP 추정치는 보수적인 관점이며, 향후 실적발표 상황을 고려하여 상향할 계획이 있다.

Stock Data

KOSDAQ (1/4)		977.62 pt
시가총액		12,627 억원
발행주식수		44,460 천주
52 주 최고가 / 최저가		32,192 / 13,313 원
90 일 일평균거래대금		69.2 억원
외국인 지분율		23.2%
배당수익률(20.12E)		0.6%
BPS(20.12E)		9,306 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	-5.7%
	6 개월	-23.1%
	12 개월	14.2%
주주구성	권기범(외 7 인)	47.3%
	FIDELITY	10.0%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	400.8	55.1	63.1	49.4	1,066	18.4	64.2	10.9	7.0	1.7	16.3
2019	482.3	68.6	75.6	59.1	1,279	19.9	82.2	11.9	7.1	1.9	16.7
2020E	564.8	88.2	92.4	69.1	1,502	17.5	104.1	18.9	11.2	3.1	16.9
2021E	644.0	98.1	102.6	79.7	1,730	15.1	116.2	16.4	9.8	2.6	16.6
2022E	732.6	112.0	116.5	90.5	1,963	13.5	130.3	14.5	8.3	2.2	16.1

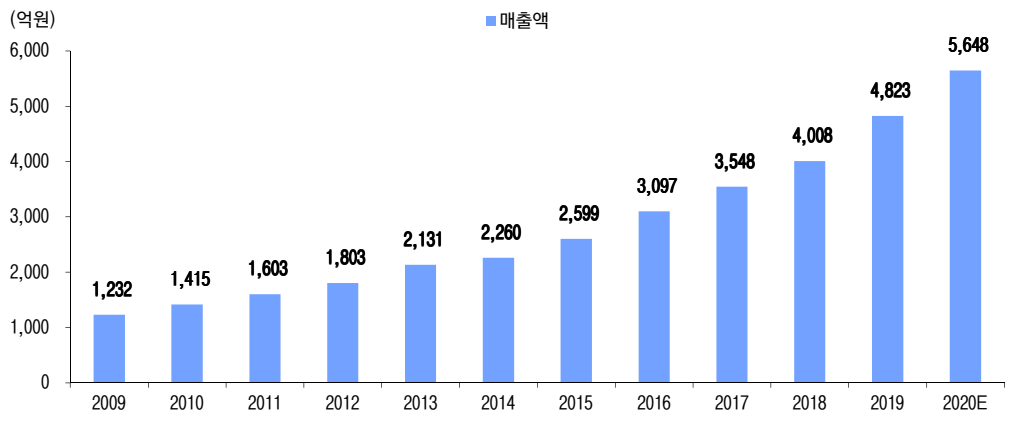
자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

표19 연간실적 전망

(단위: 억원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**2,599**	**3,097**	**3,548**	**4,008**	**4,823**	**5,648**	**6,440**	**7,326**
YoY	*15.0%*	*19.1%*	*14.6%*	*13.0%*	*20.3%*	*17.1%*	*14.0%*	*13.8%*
정제	880	942	1,051	1,202	1,357	1,539	1,716	1,933
캡슐제	103	126	158	241	282	369	452	557
연고제	177	174	187	198	204	218	247	266
수액제	624	653	709	806	912	1,000	1,070	1,177
상품	429	445	518	706	690	804	959	1,066
기타	386	757	923	855	1,378	1,718	1,996	2,327
YoY								
정제	*4.8%*	*7.0%*	*11.6%*	*14.3%*	*12.9%*	*13.4%*	*11.5%*	*12.6%*
캡슐제	*23.4%*	*22.8%*	*25.0%*	*52.5%*	*17.0%*	*31.1%*	*22.2%*	*23.4%*
연고제	*18.8%*	*-2.0%*	*7.9%*	*5.5%*	*3.4%*	*6.9%*	*13.1%*	*7.8%*
수액제	*-3.5%*	*4.7%*	*8.7%*	*13.6%*	*13.2%*	*9.6%*	*7.1%*	*9.9%*
상품	*13.4%*	*3.9%*	*16.4%*	*36.3%*	*-2.3%*	*16.5%*	*19.3%*	*11.2%*
기타	*136.5%*	*95.9%*	*22.0%*	*-7.4%*	*61.1%*	*24.7%*	*16.2%*	*16.6%*
% of Sales								
정제	33.9%	30.4%	29.6%	30.0%	28.1%	27.2%	26.6%	26.4%
캡슐제	4.0%	4.1%	4.4%	6.0%	5.8%	6.5%	7.0%	7.6%
연고제	6.8%	5.6%	5.3%	4.9%	4.2%	3.9%	3.8%	3.6%
수액제	24.0%	21.1%	20.0%	20.1%	18.9%	17.7%	16.6%	16.1%
상품	16.5%	14.4%	14.6%	17.6%	14.3%	14.2%	14.9%	14.6%
기타	14.9%	24.4%	26.0%	21.3%	28.6%	30.4%	31.0%	31.8%
영업이익	**336**	**469**	**501**	**551**	**686**	**882**	**981**	**1,112**
% of sales	12.9%	15.2%	14.1%	13.8%	14.2%	15.6%	15.2%	15.2%
% YoY	*26.6%*	*39.6%*	*6.7%*	*10.1%*	*24.4%*	*28.6%*	*11.2%*	*13.3%*

자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림31 동국제약 매출액 추이: 과거 10년 이상 매년 성장



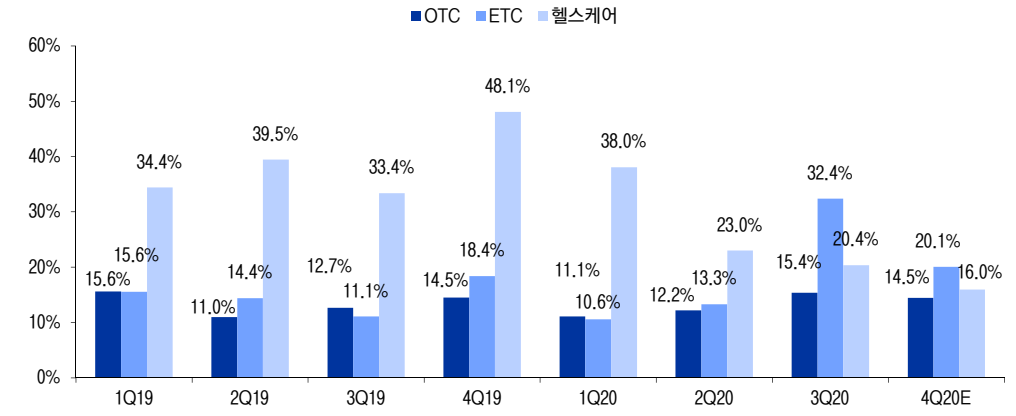
자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

표20 분기실적 전망

(단위: 억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E
매출액	**1,306**	**1,388**	**1,476**	**1,478**	**1,491**	**1,580**	**1,691**	**1,678**
YoY	*18.2%*	*15.0%*	*19.6%*	*15.8%*	*14.2%*	*13.8%*	*14.5%*	*13.6%*
정제	352	364	443	380	394	405	493	425
캡슐제	76	93	93	108	92	114	115	130
연고제	46	62	61	48	51	70	71	55
수액제	224	242	277	257	242	258	297	274
상품	192	199	207	206	220	238	254	247
기타	415	428	396	478	493	495	461	547
YoY								
정제	*10.4%*	*5.3%*	*22.7%*	*14.8%*	*11.8%*	*11.3%*	*11.3%*	*11.7%*
캡슐제	*24.2%*	*36.9%*	*43.4%*	*22.4%*	*21.2%*	*23.0%*	*23.7%*	*21.0%*
연고제	*-23.6%*	*31.0%*	*19.1%*	*8.2%*	*10.1%*	*11.8%*	*16.3%*	*13.6%*
수액제	*-1.0%*	*11.2%*	*20.6%*	*7.5%*	*7.8%*	*6.4%*	*7.2%*	*6.9%*
상품	*1.9%*	*32.8%*	*23.2%*	*12.1%*	*14.9%*	*19.5%*	*23.1%*	*19.4%*
기타	*66.5%*	*13.0%*	*10.1%*	*22.7%*	*18.6%*	*15.7%*	*16.3%*	*14.4%*
% of Sales								
정제	27.0%	26.2%	30.0%	25.7%	26.4%	25.6%	29.1%	25.3%
캡슐제	5.8%	6.7%	6.3%	7.3%	6.2%	7.2%	6.8%	7.8%
연고제	3.5%	4.5%	4.2%	3.3%	3.4%	4.4%	4.2%	3.3%
수액제	17.2%	17.4%	18.7%	17.4%	16.2%	16.3%	17.5%	16.3%
상품	14.7%	14.4%	14.0%	14.0%	14.8%	15.1%	15.0%	14.7%
기타	31.8%	30.8%	26.8%	32.4%	33.0%	31.3%	27.2%	32.6%
영업이익	**193**	**182**	**253**	**254**	**216**	**227**	**267**	**271**
% of sales	14.8%	13.1%	17.1%	17.2%	14.5%	14.4%	15.8%	16.2%
% YoY	*33.2%*	*21.9%*	*39.4%*	*20.8%*	*11.6%*	*24.3%*	*5.7%*	*7.0%*

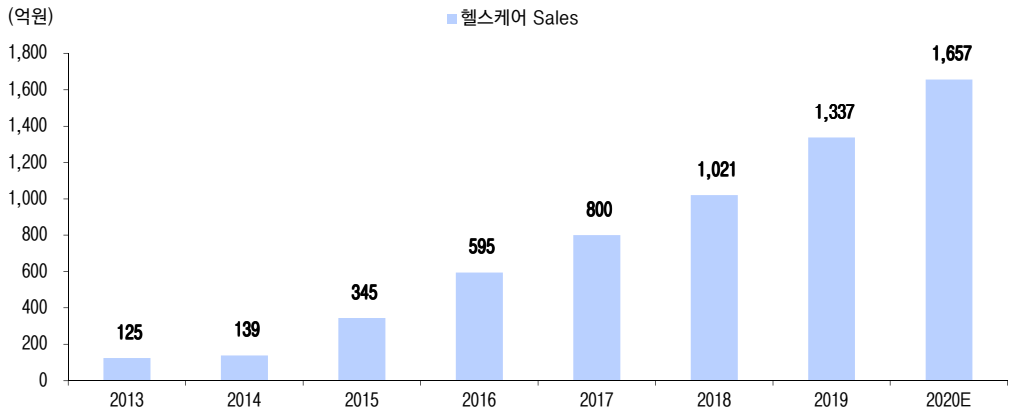
자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림32 동국제약 분기 사업부별 매출액 성장률



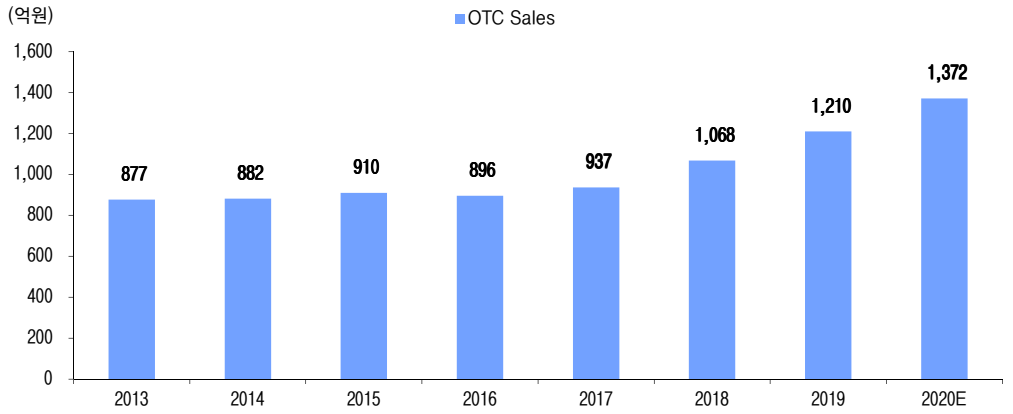
자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림33 동국제약 헬스케어 매출액 추이



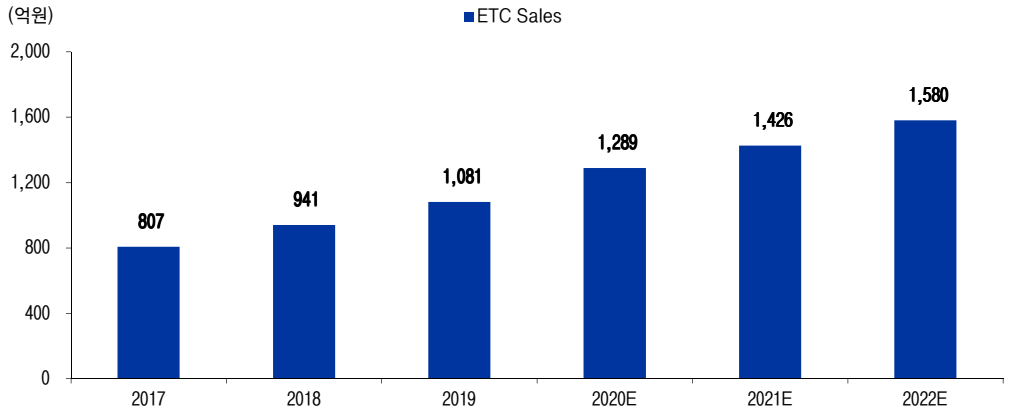
자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림34 동국제약 OTC 매출액 추이



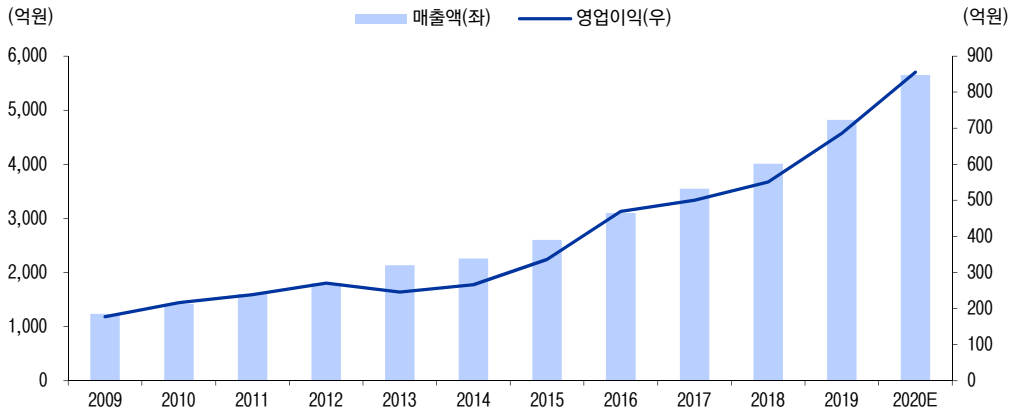
자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림35 동국제약 ETC 매출액 추이



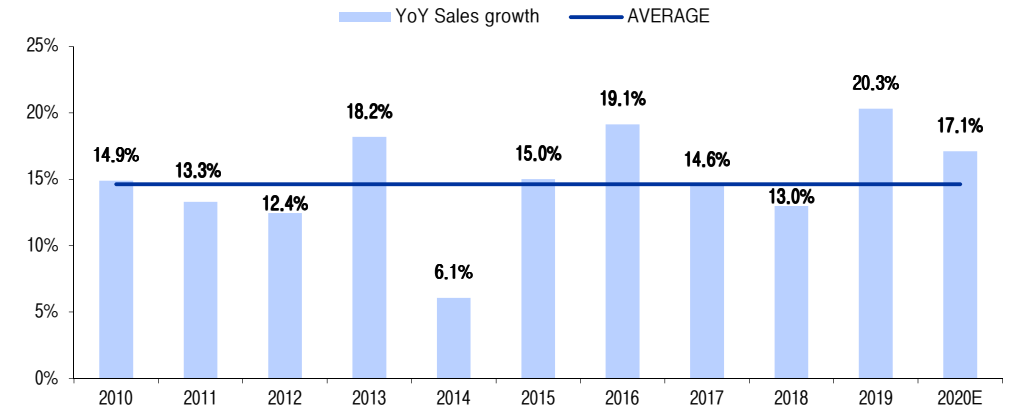
자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림36 동국제약 매출액 & 영업이익 추이



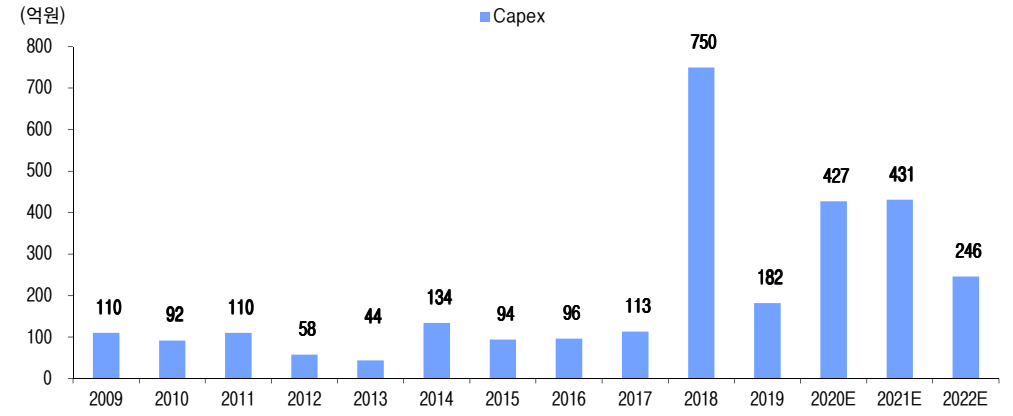
자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림37 동국제약 YoY Sales growth 추이



자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림38 동국제약 Capex 추이 및 계획



자료: 동국제약, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

동국제약 (086450)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	300.4	339.0	371.2	423.9	510.2
현금 및 현금성자산	61.8	70.3	69.6	90.5	141.6
매출채권 및 기타채권	113.7	116.2	134.6	153.5	174.6
재고자산	63.5	60.9	72.8	83.0	94.5
기타유동자산	61.4	91.7	94.2	96.8	99.5
비유동자산	179.8	205.4	237.2	265.9	272.6
관계기업투자등	7.7	6.4	7.5	8.6	9.7
유형자산	140.7	158.1	182.7	204.3	203.2
무형자산	4.4	4.2	4.2	4.1	4.0
자산총계	**480.2**	**544.4**	**608.5**	**689.8**	**782.7**
유동부채	92.4	110.0	119.1	128.7	139.5
매입채무 및 기타재무	62.8	64.0	74.3	84.7	96.3
단기금융부채	15.2	17.1	15.9	15.1	14.2
기타유동부채	14.4	28.9	28.9	28.9	28.9
비유동부채	56.3	49.0	46.0	43.3	40.9
장기금융부채	40.1	43.2	40.2	37.5	35.0
기타비유동부채	16.1	5.8	5.8	5.8	5.9
부채총계	**148.6**	**159.0**	**165.1**	**172.0**	**180.4**
지배주주지분	313.0	362.9	420.9	495.3	579.9
자본금	22.6	22.6	22.6	22.6	22.6
자본잉여금	14.3	14.1	14.1	14.1	14.1
이익잉여금	278.4	328.4	387.3	461.7	546.2
비지배주주지분(연결)	18.6	22.5	22.5	22.5	22.5
자본총계	**331.6**	**385.4**	**443.4**	**517.9**	**602.4**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**400.8**	**482.3**	**564.8**	**644.0**	**732.6**
매출원가	162.9	191.4	221.1	261.8	305.1
매출총이익	**237.9**	**290.8**	**343.7**	**382.3**	**427.5**
판매비 및 관리비	182.8	222.3	255.5	284.2	315.4
영업이익	**55.1**	**68.6**	**88.2**	**98.1**	**112.0**
(EBITDA)	64.2	82.2	104.1	116.2	130.3
금융손익	3.4	3.2	2.1	2.4	2.6
이자비용	0.4	0.6	0.9	0.8	0.8
관계기업등 투자손익	-1.8	-0.8	-0.8	-0.8	-0.8
기타영업외손익	6.4	4.6	2.9	2.9	2.6
세전계속사업이익	**63.1**	**75.6**	**92.4**	**102.6**	**116.5**
계속사업법인세비용	13.7	16.6	23.4	22.9	26.0
계속사업이익	49.4	59.1	69.1	79.7	90.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**49.4**	**59.1**	**69.1**	**79.7**	**90.5**
지배주주	46.9	56.3	66.0	76.0	86.3
총포괄이익	**49.6**	**59.1**	**69.1**	**79.7**	**90.5**
매출총이익률 (%)	59.4	60.3	60.9	59.4	58.4
영업이익률 (%)	13.8	14.2	15.6	15.2	15.3
EBITDA 마진률 (%)	16.0	17.0	18.4	18.0	17.8
당기순이익률 (%)	12.3	12.2	12.2	12.4	12.4
ROA (%)	11.0	11.0	11.5	11.7	11.7
ROE (%)	16.3	16.7	16.9	16.6	16.1
ROIC (%)	20.4	19.7	21.3	21.3	22.0

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**33.2**	**69.5**	**52.5**	**67.6**	**75.3**
당기순이익(손실)	49.4	59.1	69.1	79.7	90.5
비현금수익비용가감	16.9	33.5	3.5	6.5	5.7
유형자산감가상각비	9.0	13.5	15.8	18.1	18.2
무형자산상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
기타현금수익비용	-3.8	-0.6	-12.4	-11.6	-12.5
영업활동 자산부채변동	-21.5	-9.8	-20.1	-18.7	-20.9
매출채권 감소(증가)	-5.4	-1.0	-18.4	-18.9	-21.1
재고자산 감소(증가)	-9.9	0.8	-12.0	-10.2	-11.4
매입채무 증가(감소)	0.0	0.5	10.3	10.4	11.6
기타자산, 부채변동	-6.3	-10.1	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	**-90.7**	**-55.8**	**-44.8**	**-44.2**	**-21.7**
유형자산처분(취득)	-74.9	-25.0	-40.4	-39.7	-17.0
무형자산 감소(증가)	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산 감소(증가)	-18.0	-33.7	-4.4	-4.4	-4.6
기타투자활동	2.2	2.8	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	**56.1**	**-4.9**	**-8.4**	**-2.4**	**-2.6**
차입금의 증가(감소)	45.4	-0.6	-1.2	-0.8	-0.8
자본의 증가(감소)	7.8	-3.1	-7.2	-1.6	-1.8
배당금의 지급	4.6	4.7	7.2	1.6	1.8
기타재무활동	2.8	-1.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	**-1.3**	**8.5**	**-0.7**	**21.0**	**51.0**
기초현금	63.1	61.8	70.3	69.6	90.5
기말현금	61.8	70.3	69.6	90.5	141.6

주: IFRS 연결 기준, 자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	10.9	11.9	18.9	16.4	14.5
P/B	1.7	1.9	3.1	2.6	2.2
EV/EBITDA	7.0	7.1	11.2	9.8	8.3
P/CF	7.9	7.4	17.7	14.9	13.4
배당수익률 (%)	0.9	1.1	0.6	0.7	0.8
성장성 (%)					
매출액	13.0	20.3	17.1	14.0	13.8
영업이익	10.1	24.4	28.6	11.2	14.2
세전이익	19.5	19.8	22.2	11.0	13.6
당기순이익	21.0	19.5	17.0	15.4	13.5
EPS	18.4	19.9	17.5	15.1	13.5
안정성 (%)					
부채비율	44.8	41.2	37.2	33.2	29.9
유동비율	325.3	308.2	311.8	329.5	365.8
순차입금/자기자본(x)	-19.3	-24.5	-22.7	-24.7	-30.7
영업이익/금융비용(x)	133.4	110.8	103.5	119.1	140.5
총차입금 (십억원)	55.3	60.3	56.1	52.5	49.2
순차입금 (십억원)	-63.9	-94.5	-100.6	-127.7	-184.7
주당지표 (원)					
EPS	1,066	1,279	1,502	1,730	1,963
BPS	6,921	8,023	9,306	10,951	12,820
CFPS	1,467	2,046	1,605	1,907	2,127
DPS	104	160	180	200	220

환인제약 (016580)

2021. 1. 5 | Mid-Small Cap

매년 성장하는 정신계 특화 제약회사

Analyst 정홍식
02. 3779-8468
hsjeong@ebestsec.co.kr

Buy(initiate)

목표주가 22,000 원
현재주가 16,550 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

정신과에 특화된 제약회사

동사는 조현병, 우울증, 정신신경 안정제 등의 정신치료 약물에 특화(국내 정신과 M/S 1위)된 제약회사이다. 매출비중은 정신신경계 81.7%, 순환계 5.8%, 소화성궤양 용계 3.2% 등 정신과 의약품목이 대부분이다. 참고로 국내에서 동사와 같이 정신계 의약품을 많이 다루는 제약회사는 명인제약, 얀센코리아, 한국화이자 등이 있으며, 코로나19 이후 우울증에 대한 관심도가 높아지고 있다.

정신과 의약품 수요의 지속적인 증가

동사의 정신과 의약품은 2015년 927억원 → 2016년 1,015억원 → 2017년 1,154억원 → 2018년 1,213억원 → 2019년 1,301억원 → 2020년E 1,417억원으로 CAGR 8.9% 지속적인 성장이 유지되고 있다. 이는 고령화에 따른 알츠하이머 or 사회적 문제에 따른 우울증 등의 제약 수요가 증가하고 있기 때문이며, 향후에도 이러한 흐름이 유지될 가능성이 높다.

2021년 이후 안정적인 영업이익 성장 가능할 듯

동사는 안정적인 외형성장에도 불구하고 2015년 이후 R&D를 확대(R&D/Sales: 2015년 3.8% → 2019년 8.3%, 3Q20누적 9.7%)하여 수익성이 정체되었으나, 2021년에는 이미 높아진 R&D 비중을 반영하더라도 외형성장에 따른 영업이익 증가가 가능할 것으로 기대된다. 참고로, 동사의 영업이익은 3Q20 +30.8% yoy을 기록하였으며, 4Q20에는 전년동기 약가인하 조정이 선 반영된 기저효과로 55억원(+33.7% yoy) 수준의 강한 회복이 기대된다.

투자의견 매수, 목표주가 22,000원으로 커버리지 개시

환인제약에 대해 투자의견 매수, 목표주가 22,000원으로 커버리지를 개시한다. 이는 안정적인 성장성을 기반으로 과거대비 주가상승이 부진한 데 따른 저평가 요인을 고려한 것이다. 목표주가는 RIM Valuation(가정치: Cost of Equity 8.1%, Sustainable Growth 0%, 보수적관점)을 통해 산출하였으며, Target P/E 13.2배(2021년 추정치 기준)는 동사의 과거 5년 평균 P/E 13.6배와 비슷한 수준으로 무리가 없다는 판단이다.

Stock Data

KOSPI (1/4)		2,944.45 pt
시가총액		3,078 억원
발행주식수		18,600 천주
52 주 최고가 / 최저가		17,800 / 10,350 원
90 일 일평균거래대금		30.8 억원
외국인 지분율		14.2%
배당수익률(20.12E)		1.8%
BPS(20.12E)		15,802 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-0.9%
	6 개월	-19.0%
	12 개월	-19.4%
주주구성	이광신(외 2 인)	21.9%
	자사주	17.9%
	국민연금공단	6.3%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	154.7	27.3	29.3	21.5	1,409	-20.8	30.5	13.6	8.6	1.4	8.6
2019	159.2	26.2	28.2	18.6	1,225	-13.1	30.1	12.6	5.9	1.0	7.0
2020E	168.7	26.7	30.1	23.3	1,523	24.4	31.4	10.9	6.1	1.0	8.2
2021E	181.8	29.5	32.9	25.4	1,666	9.4	34.6	9.9	5.2	1.0	8.4
2022E	194.7	32.0	35.4	27.5	1,800	8.0	41.3	9.2	5.0	0.9	8.4

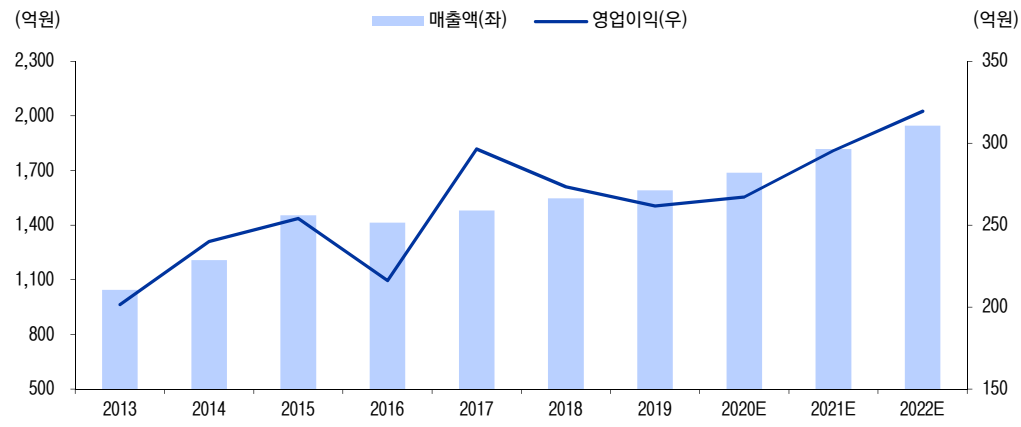
자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

표21 연간실적 전망

(단위: 억원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**1,454**	**1,414**	**1,480**	**1,547**	**1,592**	**1,687**	**1,818**	**1,947**
YoY	*20.4%*	*-2.8%*	*4.7%*	*4.5%*	*2.9%*	*6.0%*	*7.8%*	*7.1%*
정신신경용제	927	1,015	1,154	1,213	1,301	1,417	1,547	1,676
순환계용약	90	95	104	97	92	100	107	109
소화성궤양용계	84	85	91	89	63	35	34	33
골다공증	42	44	53	52	47	42	40	40
해열소염진통제	34	36	36	41	39	39	39	39
기타	277	139	42	54	50	54	52	50
YoY								
정신신경용제	*7.7%*	*9.5%*	*13.7%*	*5.2%*	*7.2%*	*9.0%*	*9.1%*	*8.4%*
순환계용약	*9.7%*	*4.7%*	*9.7%*	*-6.7%*	*-4.8%*	*8.4%*	*7.1%*	*1.4%*
소화성궤양용계	*6.7%*	*1.2%*	*7.0%*	*-1.8%*	*-30.0%*	*-43.8%*	*-3.4%*	*-1.4%*
골다공증	*19.6%*	*7.1%*	*20.1%*	*-3.1%*	*-9.7%*	*-10.5%*	*-4.0%*	*-0.7%*
해열소염진통제	*1.8%*	*3.7%*	*1.0%*	*12.8%*	*-3.1%*	*-1.6%*	*-0.7%*	*0.8%*
기타	*137.3%*	*-49.9%*	*-70.1%*	*31.0%*	*-8.1%*	*8.4%*	*-3.8%*	*-4.2%*
% of Sales								
정신신경용제	63.7%	71.8%	78.0%	78.5%	81.7%	84.0%	85.1%	86.1%
순환계용약	6.2%	6.7%	7.0%	6.3%	5.8%	5.9%	5.9%	5.6%
소화성궤양용계	5.8%	6.0%	6.2%	5.8%	3.9%	2.1%	1.9%	1.7%
골다공증	2.9%	3.1%	3.6%	3.3%	2.9%	2.5%	2.2%	2.0%
해열소염진통제	2.4%	2.5%	2.4%	2.6%	2.5%	2.3%	2.1%	2.0%
기타	19.0%	9.8%	2.8%	3.5%	3.1%	3.2%	2.9%	2.6%
영업이익	**254**	**216**	**297**	**273**	**262**	**267**	**295**	**320**
% of sales	17.5%	15.3%	20.0%	17.7%	16.4%	15.8%	16.2%	16.4%
% YoY	*5.9%*	*-14.9%*	*37.1%*	*-7.8%*	*-4.3%*	*2.1%*	*10.6%*	*8.1%*

자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림39 환인제약 연간 매출액 & 영업이익 추이



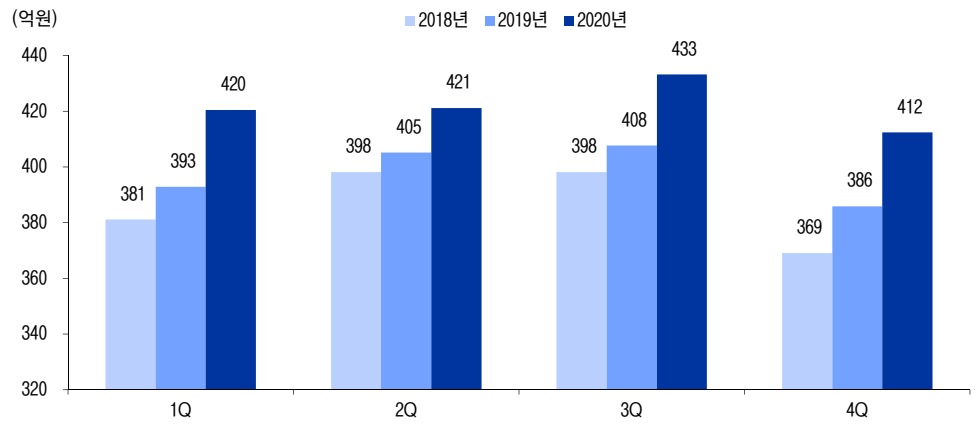
자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

표22 분기실적 전망

(단위: 억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E
매출액	**420**	**421**	**433**	**412**	**449**	**453**	**469**	**447**
YoY	*7.0%*	*4.0%*	*6.3%*	*6.9%*	*6.8%*	*7.6%*	*8.3%*	*8.3%*
정신신경용제	342	350	362	364	371	381	397	397
순환계용약	25	26	26	23	26	28	29	24
소화성궤양용계	9	13	11	2	9	13	10	2
골다공증	11	10	10	11	10	9	10	10
해열소염진통제	10	9	10	10	9	9	10	10
기타	24	14	13	3	23	13	13	3
YoY								
정신신경용제	*10.4%*	*7.6%*	*9.9%*	*8.1%*	*8.6%*	*9.1%*	*9.7%*	*9.0%*
순환계용약	*5.7%*	*12.5%*	*12.4%*	*2.7%*	*4.2%*	*7.3%*	*9.0%*	*7.7%*
소화성궤양용계	*-53.9%*	*-37.9%*	*-44.7%*	*-3.8%*	*-3.6%*	*-3.5%*	*-3.4%*	*-2.2%*
골다공증	*-8.6%*	*-14.8%*	*-8.7%*	*-9.9%*	*-4.7%*	*-4.1%*	*-3.4%*	*-3.9%*
해열소염진통제	*-3.4%*	*1.9%*	*-2.4%*	*-2.3%*	*-1.1%*	*-0.3%*	*-0.8%*	*-0.6%*
기타	*32.4%*	*-11.8%*	*1.1%*	*1.2%*	*-3.3%*	*-4.6%*	*-4.7%*	*0.7%*
% of Sales								
정신신경용제	81.3%	83.0%	83.6%	88.3%	82.6%	84.1%	84.6%	88.9%
순환계용약	6.0%	6.1%	6.1%	5.5%	5.9%	6.1%	6.1%	5.4%
소화성궤양용계	2.2%	3.1%	2.5%	0.5%	1.9%	2.8%	2.2%	0.5%
골다공증	2.6%	2.3%	2.4%	2.6%	2.3%	2.1%	2.2%	2.3%
해열소염진통제	2.3%	2.2%	2.4%	2.4%	2.1%	2.1%	2.2%	2.2%
기타	5.7%	3.3%	3.1%	0.7%	5.2%	2.9%	2.7%	0.7%
영업이익	**72**	**56**	**84**	**55**	**80**	**71**	**86**	**59**
% of sales	17.2%	13.4%	19.3%	13.3%	17.9%	15.6%	18.3%	13.1%
% YoY	*-19.9%*	*-15.2%*	*30.8%*	*33.7%*	*10.9%*	*25.8%*	*2.6%*	*6.9%*

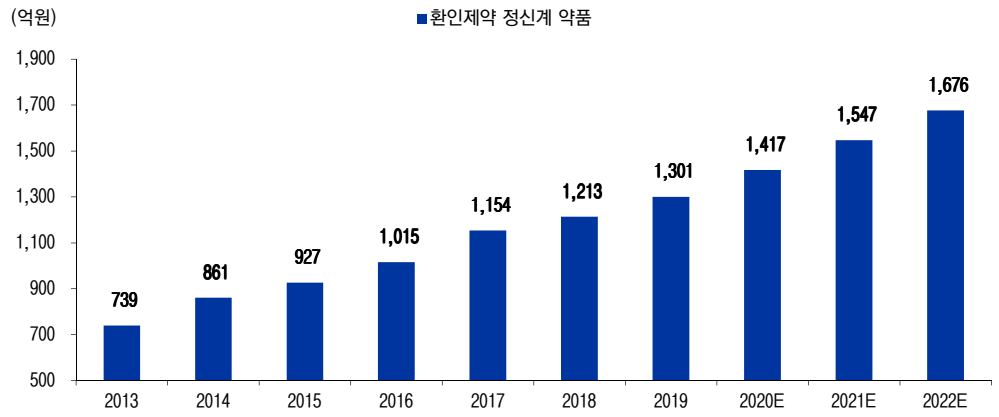
자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림40 환인제약 분기 매출액 추이: YoY 성장 흐름



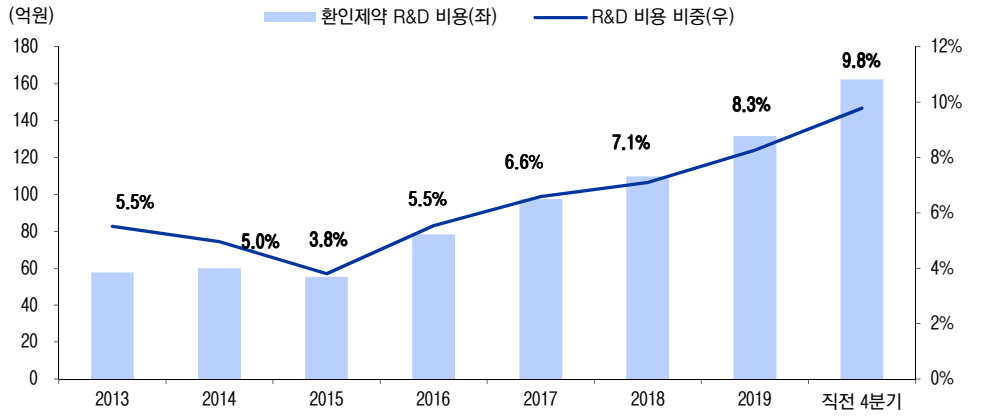
자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준, 4Q20은 당사추정치

그림41 환인제약 정신계 의약품 매출액 추이



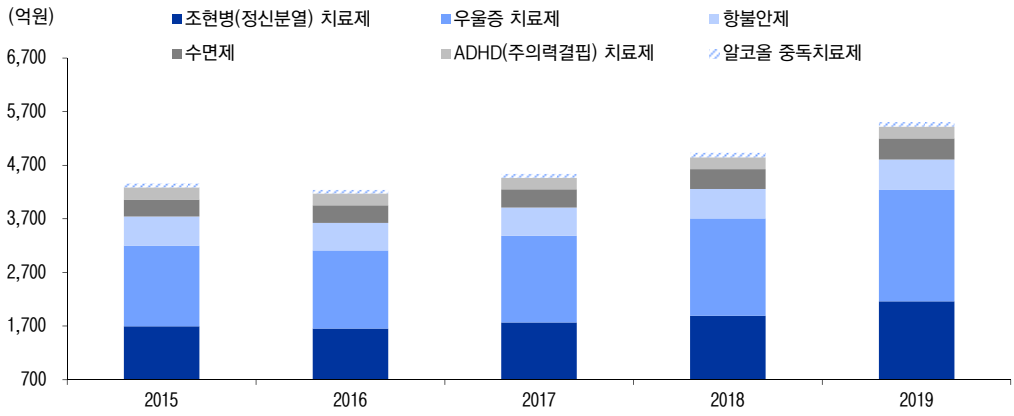
자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림42 환인제약 R&D 비중 추이



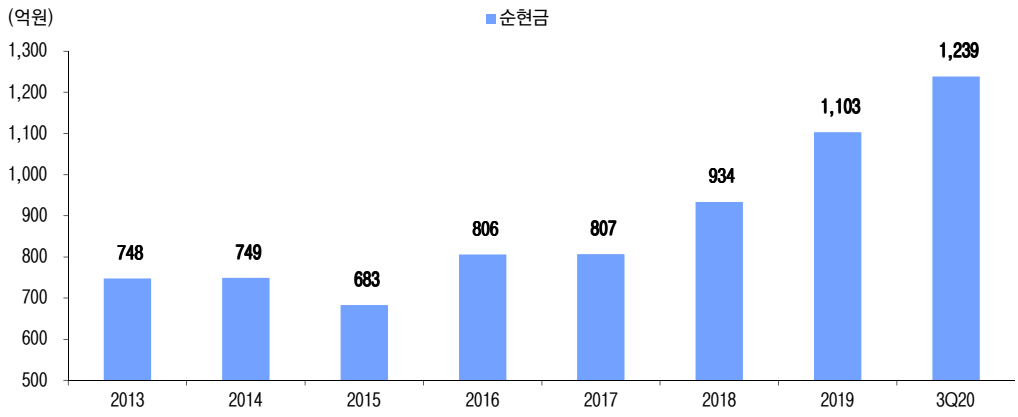
자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림43 국내 정신과 의약품 시장규모 추이



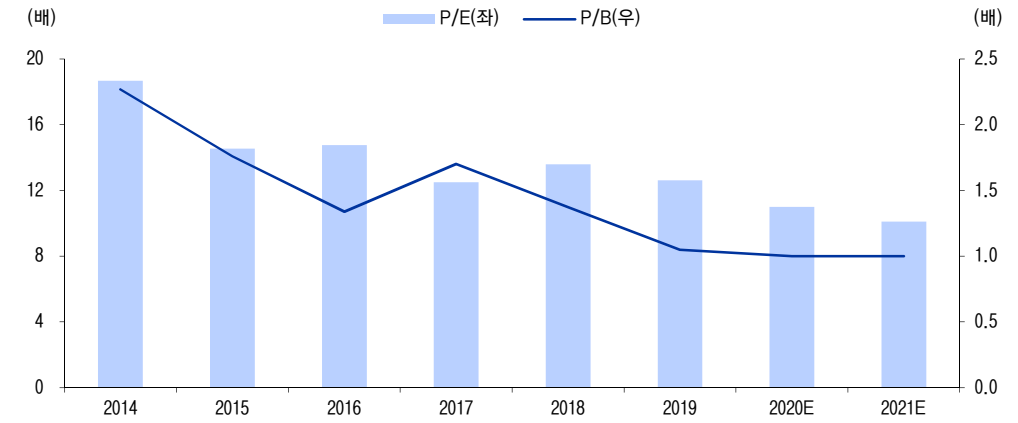
자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터

그림44 환인제약 순현금 추이



자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림45 환인제약 P/E & P/B 멀티플 추이: 안정적인 외형성장에도 불구하고 저평가 부각



자료: 환인제약, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

표23 RIM Valuation

(단위: 억원)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Total Shareholder's Equity	2,738	2,924	3,112	2,909	3,089	3,329	
Total Shareholder's Equity (Year average)	2,667	2,831	3,018	3,011	2,999	3,209	
Net Income	187	235	255	276	295	317	
Dividend	-46	-46	-46	-46	-46	-46	
Payout ratio %	-24.5%	-19.5%	-18.0%	-16.6%	-15.5%	-14.4%	
FROE (Forecasted ROE)	7.0%	8.3%	8.4%	9.2%	9.8%	9.9%	
무위험수익률	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	
E(Rm-Rf) 리스크프리미엄	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	
베타	0.76	0.76	0.76	0.76	0.76	0.76	
COE (Cost of Equity)	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	8.1%	
ROE Spread (FROE-COE)	-1.1%	0.2%	0.4%	1.1%	1.8%	1.8%	
Residual Income	-28	6	11	33	53	58	58
PVIF (including Mid-year adj. Factor)		100%	93%	86%	79%	73%	68%
추정잔여이익의 현재가치		6	10	28	42	43	
계속가치 (2025년 이후)							719
Continuing Value Calculation							
RI 증가율 (1 -normalized RI)	0.0%						
RI 계속성장률 g (%)	0.0%						
COE	8.1%						
추정RI 현재가치	129						
계속가치 현재가치	488						
Beginning Shareholder's Equity	2,738						
Equity Value for Residual Income	3,355						
Appraised company value							
발행주식수 (천주)	18,600						
자기주식수 (천주)	3,333						
추정주당가치 (원)	21,972						
현재주당가격 (원)	16,550						
Potential (%)	32.8%						

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

환인제약 (016580)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	187.8	205.0	214.5	226.7	203.9
현금 및 현금성자산	38.5	18.0	23.7	32.7	7.2
매출채권 및 기타채권	68.0	64.1	66.5	68.1	69.3
재고자산	25.9	28.2	28.7	29.4	29.9
기타유동자산	55.4	94.6	95.6	96.5	97.5
비유동자산	99.9	99.9	107.5	116.5	162.5
관계기업투자등	16.2	17.2	18.3	19.7	21.1
유형자산	39.3	38.1	41.7	45.6	86.4
무형자산	2.4	3.1	3.5	3.9	4.3
자산총계	**287.7**	**304.9**	**322.0**	**343.2**	**366.4**
유동부채	23.7	24.7	23.3	23.6	23.8
매입채무 및 기타재무	13.8	12.1	13.0	13.4	13.6
단기금융부채	0.0	0.4	0.4	0.4	0.4
기타유동부채	9.8	12.2	9.8	9.8	9.8
비유동부채	4.4	5.7	4.1	4.1	4.2
장기금융부채	0.0	1.1	1.1	1.1	1.1
기타비유동부채	4.4	4.5	3.0	3.0	3.0
부채총계	**28.1**	**30.4**	**27.4**	**27.7**	**28.0**
지배주주지분	259.6	273.8	293.9	314.8	337.7
자본금	9.7	9.7	9.7	9.7	9.7
자본잉여금	21.1	21.1	21.1	21.1	21.1
이익잉여금	240.0	254.1	272.7	293.6	316.5
비지배주주지분(연결)	0.0	0.7	0.7	0.7	0.7
자본총계	**259.6**	**274.5**	**294.6**	**315.5**	**338.3**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**154.7**	**159.2**	**168.7**	**181.8**	**194.7**
매출원가	75.4	80.0	85.1	91.0	97.9
매출총이익	**79.3**	**79.2**	**83.6**	**90.9**	**96.8**
판매비 및 관리비	52.0	53.0	56.9	61.3	64.8
영업이익	**27.3**	**26.2**	**26.7**	**29.5**	**32.0**
(EBITDA)	30.5	30.1	31.4	34.6	41.3
금융손익	2.2	2.0	2.5	2.5	2.6
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.2	0.0	0.9	0.8	0.8
세전계속사업이익	**29.3**	**28.2**	**30.1**	**32.9**	**35.4**
계속사업법인세비용	7.8	9.6	6.8	7.5	7.9
계속사업이익	21.5	18.6	23.3	25.4	27.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**21.5**	**18.6**	**23.3**	**25.4**	**27.5**
지배주주	21.5	18.7	23.3	25.4	27.5
총포괄이익	**17.8**	**18.7**	**23.3**	**25.4**	**27.5**
매출총이익률 (%)	51.3	49.7	49.6	50.0	49.7
영업이익률 (%)	17.7	16.4	15.8	16.2	16.4
EBITDA 마진률 (%)	19.7	18.9	18.6	19.0	21.2
당기순이익률 (%)	13.9	11.7	13.8	14.0	14.1
ROA (%)	7.7	6.3	7.4	7.6	7.7
ROE (%)	8.6	7.0	8.2	8.4	8.4
ROIC (%)	13.9	11.6	13.5	13.9	12.9

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**17.5**	**24.7**	**21.0**	**25.2**	**32.1**
당기순이익(손실)	21.5	18.6	23.3	25.4	27.5
비현금수익비용가감	9.6	12.7	-0.4	1.7	6.1
유형자산감가상각비	3.0	3.7	4.4	4.8	9.1
무형자산상각비	0.1	0.2	0.3	0.3	0.3
기타현금수익비용	0.0	0.0	-5.0	-3.4	-3.3
영업활동 자산부채변동	-6.0	1.8	-1.9	-2.0	-1.4
매출채권 감소(증가)	0.7	3.5	-2.4	-1.6	-1.2
재고자산 감소(증가)	-5.0	-2.4	-0.5	-0.7	-0.5
매입채무 증가(감소)	-1.0	0.2	1.0	0.3	0.2
기타자산, 부채변동	-0.7	0.5	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	**-14.3**	**-40.1**	**-10.7**	**-11.7**	**-53.0**
유형자산처분(취득)	-3.9	-2.5	-8.0	-8.6	-49.9
무형자산 감소(증가)	-0.5	-0.3	-0.7	-0.7	-0.7
투자자산 감소(증가)	-10.8	-37.7	-2.0	-2.4	-2.3
기타투자활동	0.9	0.4	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	**-4.6**	**-5.2**	**-4.6**	**-4.6**	**-4.6**
차입금의 증가(감소)	0.0	-0.6	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-4.6	-4.6	-4.6	-4.6	-4.6
배당금의 지급	4.6	4.6	4.6	4.6	4.6
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	**-1.4**	**-20.5**	**5.7**	**8.9**	**-25.4**
기초현금	39.9	38.5	18.0	23.7	32.7
기말현금	38.5	18.0	23.7	32.7	7.2

주: IFRS 연결 기준, 자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	13.6	12.6	10.9	9.9	9.2
P/B	1.4	1.0	1.0	1.0	0.9
EV/EBITDA	8.6	5.9	6.1	5.2	5.0
P/CF	11.4	9.2	13.4	11.3	9.2
배당수익률 (%)	1.6	1.9	1.8	1.8	1.8
성장성 (%)					
매출액	4.5	2.9	6.0	7.8	7.1
영업이익	-7.8	-4.3	2.1	10.6	8.1
세전이익	-19.6	-3.8	6.5	9.4	7.6
당기순이익	-20.8	-13.5	24.9	9.4	8.0
EPS	-20.8	-13.1	24.4	9.4	8.0
안정성 (%)					
부채비율	10.8	11.1	9.3	8.8	8.3
유동비율	794.0	828.4	920.4	959.8	854.9
순차입금/자기자본(x)	-36.0	-40.2	-39.7	-40.2	-30.3
영업이익/금융비용(x)	n/a	1,290.4	878.1	971.5	1,050.5
총차입금 (십억원)	0.0	1.6	1.6	1.6	1.6
순차입금 (십억원)	-93.4	-110.3	-117.0	-126.9	-102.4
주당지표 (원)					
EPS	1,409	1,225	1,523	1,666	1,800
BPS	13,956	14,719	15,802	16,923	18,154
CFPS	1,673	1,684	1,231	1,459	1,804
DPS	300	300	300	300	300

휴온스 (243070)

2021. 1. 5 | Mid-Small Cap

Analyst 정홍식
02. 3779-8468
hsjeong@ebestsec.co.kr

건기식 부문에서의 성장

NR

목표주가	NR
현재주가	59,800 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

기업개요

동사는 전문의약품(ETC 비중 46.3%, 안과용제, 마취제, 순환기계, 항생제 등), 뷰티/웰빙(비중 30.3%, 건강기능식품, 휴톡스·리즈톡스, 비타민C 주사제 등), 수탁(비중 13.5%, 점안제 수탁 등) 사업을 영위하고 있다. 자회사로는 휴온스내츄럴(지분 60.0%, 건강기능식품), 휴온스네이처(지분 73.1%, 홍삼 등)을 보유하고 있다.

점안제 수탁 사업의 외형확대

동사의 수탁 사업 중에서 점안제 부문 매출액은 2016년 80억원 → 2017년 139억원 → 2018년 180억원 → 2019년 217억원(CAGR 39.4%), 3Q19누적 148억원 → 3Q20누적 201억원(+36.3% yoy)으로 고성장이 진행 중이다. 동사는 2019년 4월에 점안제 Capa를 1.5억관 → 3.0억관(연간)으로 확대하였으며, 추가적으로 충북에 신규 공장 건설을 추진(2020년 11월 공시 참고, 389억원 투자, 2022년 완공 목표, 총 점안제 Capa 4.8억관으로 확대) 중이다.

건강기능식품 고성장

1)동사의 건강기능식품 자회사(휴온스내츄럴, 휴온스네이처)의 합산 매출액은 3Q20누적 338억원(+36.3% yoy), 영업이익은 3Q19누적 -5억원 → 3Q20누적 26억원으로 개선되고 있다. 2)뷰티·웰빙 사업 중에 건기식 매출액은 3Q19누적 46억원 → 3Q20누적 157억원(+238.5% yoy) 성장하고 있다. 이는 국내 건기식 성장 & 갱년기 여성에 특화된 엘루비(메노락토 프로바이오틱스) 출시(2020년 4월) 효과에 따른 것이다.

의료기기 사업 강화

동사의 의료기기 부문 매출액은 3Q19누적 21억원 → 3Q20누적 50억원(+139.4% yoy)으로 성장하고 있다. 이는 연속혈당측정기(Dexcom)가 대부분이며, 2021년 이후에는 인슐린펌프(이오플로우) 판매도 계획하고 있어 당뇨 제품군 포트폴리오를 다각화 될 것으로 보인다.

Stock Data

KOSDAQ (1/4)		977.62 pt
시가총액		5,909 억원
발행주식수		9,881 천주
52 주 최고가 / 최저가		75,900 / 33,550 원
90 일 일평균거래대금		51.21 억원
외국인 지분율		17.3%
배당수익률(20.12E)		1.0%
BPS(20.12E)		23,306 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	3.4%
	6 개월	2.8%
	12 개월	-13.3%
주주구성	휴온스글로벌(외 9 인)	45.1%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	169.0	21.5	19.9	14.8	1,556	n/a	25.7	25.7	15.9	4.2	n/a
2017	284.8	36.2	44.8	34.8	3,558	128.6	41.5	17.4	14.5	5.0	32.4
2018	328.6	45.3	56.0	44.6	4,589	29.0	51.7	15.2	13.2	4.2	31.6
2019	365.0	48.4	47.8	37.4	3,873	-15.6	58.2	18.0	11.7	3.5	21.4
직전 4 분기	405.0	53.6	54.2	43.1	4,353	12.4	64.6	16.0	10.3	3.0	20.2

자료: 휴온스, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

표24 연간실적 추이

(단위: 억원)	2016	2017	2018	2019	직전 4분기
매출액	**2,448**	**2,848**	**3,286**	**3,650**	**4,050**
YoY		*16.4%*	*15.4%*	*11.1%*	*10.9%*
전문의약품	1,159	1,364	1,602	1,845	1,876
뷰티·웰빙	991	1,070	1,110	1,021	1,226
수탁	298	347	422	465	545
기타(연결조정)		68	152	319	403
YoY					
전문의약품		*17.6%*	*17.5%*	*15.2%*	*1.7%*
뷰티·웰빙		*8.0%*	*3.8%*	*-8.0%*	*20.0%*
수탁		*16.3%*	*21.7%*	*10.1%*	*17.3%*
기타(연결조정)		*0.0%*	*122.7%*	*109.7%*	*26.3%*
% of Sales					
전문의약품	47.4%	47.9%	48.8%	50.6%	46.3%
뷰티·웰빙	40.5%	37.6%	33.8%	28.0%	30.3%
수탁	12.2%	12.2%	12.8%	12.7%	13.5%
기타(연결조정)		2.4%	4.6%	8.7%	9.9%
전문의약품					
안과용제	74	76	52	89	87
마취제	157	172	214	228	249
순환기계	215	284	350	434	491
대사성	107	126	158	221	237
해열/진통	99	119	137	134	133
소화기계	176	203	220	249	223
항생제	145	167	187	205	165
기타	187	218	283	286	291
뷰티·웰빙					
웰빙	359	354	381	414	389
비만	216	239	246	282	276
통증	94	96	97	122	113
휴톡스/리즈톡스	23	148	127	96	119
건기식	14	15	18	52	163
에스테틱	245	172	203	1	2
의료기기			2	29	59
기타	40	46	36	25	105
수탁					
점안제 수탁	80	139	180	217	271
기타	218	208	242	248	274
자회사					
휴온스내츄럴(지분 60.0%)	5	52	62	90	148
휴온스네이처(지분 73.1%)			81	229	302
자회사 합산 영업이익	*-13*	*-28*	*-27*	*11*	*36*
영업이익	**215**	**362**	**453**	**484**	**536**
% of sales	8.8%	12.7%	13.8%	13.3%	13.2%
% YoY		*68.2%*	*24.9%*	*7.0%*	*10.8%*

자료: 휴온스, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

표25 분기실적 추이

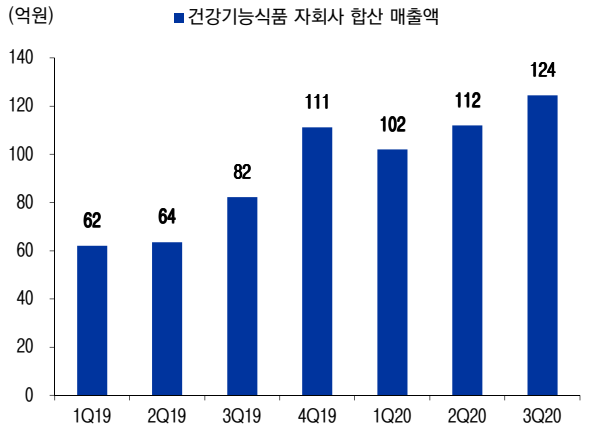
(단위: 억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20
매출액	**826**	**866**	**950**	**1,008**	**946**	**1,036**	**1,060**
YoY	*11.6%*	*8.1%*	*10.1%*	*14.3%*	*14.5%*	*19.5%*	*11.6%*
전문의약품	428	441	463	514	452	440	471
뷰티·웰빙	235	247	281	257	260	364	344
수탁	97	114	125	128	146	139	132
기타(연결조정)	66	64	80	108	88	93	113
YoY							
전문의약품	*14.3%*	*13.5%*	*14.2%*	*18.4%*	*5.6%*	*-0.2%*	*1.6%*
뷰티·웰빙	*-9.7%*	*-14.5%*	*-2.4%*	*-5.4%*	*10.5%*	*47.2%*	*22.4%*
수탁	*7.7%*	*6.8%*	*10.9%*	*14.6%*	*49.8%*	*21.8%*	*5.7%*
기타(연결조정)	*336.3%*	*277.2%*	*43.4%*	*69.8%*	*34.4%*	*44.2%*	*40.9%*
% of Sales							
전문의약품	51.8%	50.8%	48.8%	51.0%	47.7%	42.5%	44.4%
뷰티·웰빙	28.5%	28.5%	29.6%	25.6%	27.5%	35.2%	32.5%
수탁	11.8%	13.2%	13.2%	12.7%	15.4%	13.4%	12.5%
기타(연결조정)	8.0%	7.4%	8.5%	10.8%	9.4%	8.9%	10.7%
전문의약품							
안과용제	18	24	23	24	24	21	17
마취제	56	47	52	74	48	49	78
순환기계	98	104	111	121	119	124	126
대사성	51	54	53	63	56	59	60
해열/진통	32	34	34	34	32	35	33
소화기계	62	63	64	60	51	52	60
항생제	48	51	49	57	46	30	33
기타	62	65	78	81	76	70	65
뷰티·웰빙							
웰빙	96	104	107	106	101	88	95
비만	65	73	74	70	61	80	65
통증	28	29	33	32	25	28	28
휴톡스/리즈톡스	25	14	29	28	29	30	32
건기식	7	16	23	6	23	64	70
에스테틱	1	0	0	0	0	0	1
의료기기	7	7	8	9	14	16	20
기타	7	4	7	7	7	58	33
수탁							
점안제 수탁	40	49	58	70	70	69	62
기타	57	65	67	59	76	71	70
자회사							
휴온스내츄럴(지분 60.0%)	17	25	21	27	34	47	41
휴온스네이처(지분 73.1%)	45	39	62	84	68	65	84
자회사 합산 영업이익	*-2*	*-2*	*-1*	*10*	*2*	*11*	*14*
영업이익	**120**	**87**	**140**	**137**	**114**	**132**	**153**
% of sales	14.6%	10.1%	14.7%	13.6%	12.0%	12.8%	14.5%
% YoY	*5.8%*	*-28.5%*	*1.7%*	*72.2%*	*-5.5%*	*51.8%*	*9.8%*

자료: 휴온스, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림46 휴온스 뷰티/웰빙 부문의 건강기능식품 매출액

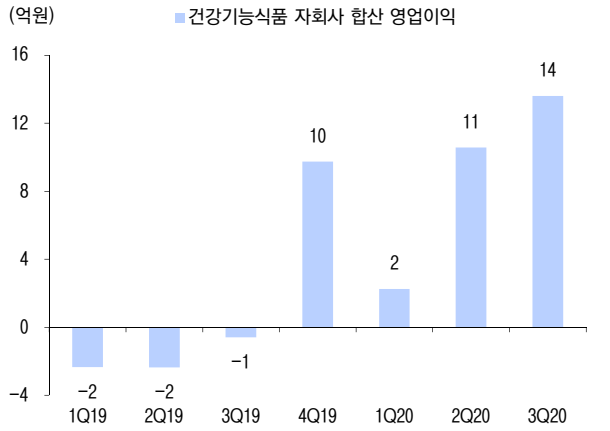
자료: 휴온스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림47 휴온스네이쳐 + 휴온스네츄럴 합산 매출액 추이



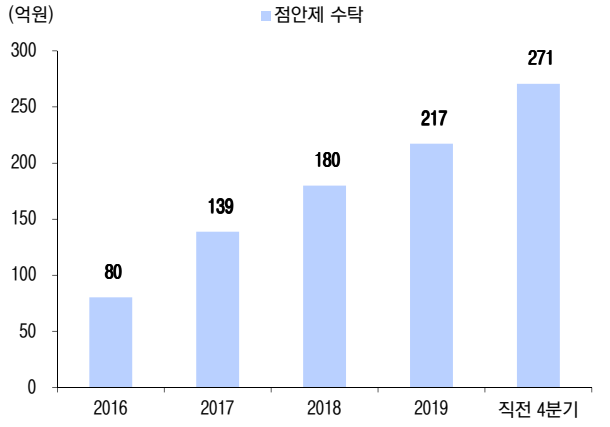
자료: 휴온스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림48 휴온스네이쳐 + 휴온스네츄럴 합산 영업이익 추이



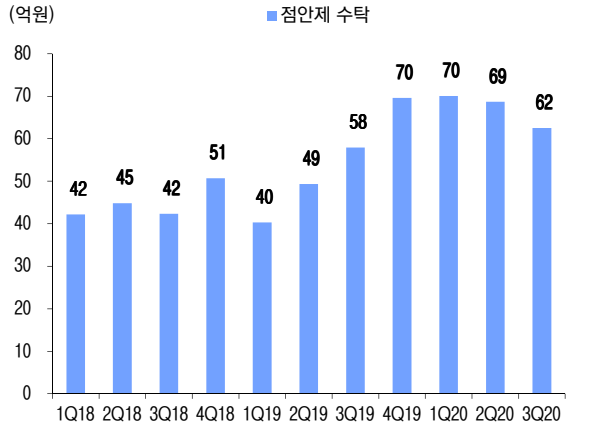
자료: 휴온스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림49 점안제 수탁 부문 연간실적 추이



자료: 휴온스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림50 점안제 수탁 부문 분기실적 추이



자료: 휴온스, 이베스트투자증권 리서치센터

휴온스 (243070)

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E
유동자산	120.7	152.2	171.9	201.0	219.3
현금 및 현금성자산	16.0	39.4	26.0	37.8	48.0
매출채권 및 기타채권	66.1	68.8	85.6	86.2	95.3
재고자산	30.2	35.2	42.0	54.1	53.3
기타유동자산	8.5	8.9	18.3	22.9	22.7
비유동자산	58.6	63.8	79.5	99.4	113.8
관계기업투자등	5.9	4.9	4.0	6.8	7.5
유형자산	45.1	51.3	62.9	71.9	82.8
무형자산	3.1	2.1	1.3	4.1	5.1
자산총계	**179.3**	**216.0**	**251.4**	**300.3**	**333.1**
유동부채	82.2	78.6	76.1	96.2	93.2
매입채무 및 기타재무	33.1	27.2	23.7	26.8	28.0
단기금융부채	35.3	26.6	22.5	35.7	35.7
기타유동부채	13.9	24.8	30.0	33.7	29.5
비유동부채	1.4	13.1	7.6	5.9	5.9
장기금융부채	0.4	12.3	6.9	5.3	5.3
기타비유동부채	1.0	0.8	0.6	0.6	0.6
부채총계	**83.6**	**91.7**	**83.7**	**102.1**	**99.1**
지배주주지분	93.9	122.7	163.3	194.5	230.3
자본금	2.9	3.1	4.1	4.5	4.5
자본잉여금	74.6	74.9	73.6	73.7	73.7
이익잉여금	15.6	46.6	87.7	118.7	155.4
비지배주주지분(연결)	1.9	1.6	4.4	3.7	3.7
자본총계	**95.7**	**124.3**	**167.7**	**198.2**	**234.0**

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E
매출액	**169.0**	**284.8**	**328.6**	**365.0**	**405.0**
매출원가	79.7	129.0	147.0	165.0	186.0
매출총이익	**89.3**	**155.9**	**181.6**	**200.0**	**218.9**
판매비 및 관리비	67.8	119.6	136.3	151.6	165.3
영업이익	**21.5**	**36.2**	**45.3**	**48.4**	**53.6**
(EBITDA)	25.7	41.5	51.7	58.2	64.6
금융손익	-0.6	-0.7	-0.3	-0.2	-0.9
이자비용	0.6	1.1	1.0	1.1	1.7
관계기업등 투자손익	-0.5	-1.3	-0.8	-2.0	-2.0
기타영업외손익	-0.6	10.6	11.8	1.6	3.5
세전계속사업이익	**19.9**	**44.8**	**56.0**	**47.8**	**54.2**
계속사업법인세비용	5.0	10.0	11.4	10.4	11.1
계속사업이익	14.8	34.8	44.6	37.4	43.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**14.8**	**34.8**	**44.6**	**37.4**	**43.1**
지배주주	15.3	35.1	45.2	38.2	42.9
총포괄이익	**16.0**	**34.5**	**44.6**	**37.4**	**43.1**
매출총이익률 (%)	52.8	54.7	55.3	54.8	54.1
영업이익률 (%)	12.7	12.7	13.8	13.3	13.2
EBITDA 마진률 (%)	15.2	14.6	15.7	16.0	16.0
당기순이익률 (%)	8.8	12.2	13.6	10.2	10.7
ROA (%)	n/a	17.7	19.4	13.9	13.6
ROE (%)	n/a	32.4	31.6	21.4	20.2
ROIC (%)	n/a	26.3	27.1	22.5	22.0

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E
영업활동 현금흐름	**28.9**	**30.2**	**20.9**	**42.1**	**42.1**
당기순이익(손실)	14.8	34.8	44.6	37.4	43.1
비현금수익비용가감	11.6	15.1	14.3	25.0	6.1
유형자산감가상각비	4.1	5.1	6.3	9.4	10.4
무형자산상각비	0.1	0.1	0.2	0.4	0.6
기타현금수익비용	-0.2	1.4	0.1	1.7	-4.9
영업활동 자산부채변동	3.1	-10.9	-28.0	-8.7	-7.2
매출채권 감소(증가)	-4.2	-2.8	-16.5	-0.5	-9.1
재고자산 감소(증가)	-6.4	-5.0	-7.6	-12.1	0.8
매입채무 증가(감소)	8.4	-6.5	-4.8	3.1	1.2
기타자산, 부채변동	5.2	3.3	0.9	0.7	0.0
투자활동 현금	**-17.2**	**-11.7**	**-25.5**	**-28.8**	**-25.6**
유형자산처분(취득)	-5.0	-8.5	-10.2	-18.7	-21.4
무형자산 감소(증가)	-0.2	0.2	0.8	-1.5	-1.5
투자자산 감소(증가)	-6.4	-1.6	-3.4	-1.2	-2.7
기타투자활동	-5.6	-1.8	-12.8	-7.4	0.0
재무활동 현금	**2.2**	**5.1**	**-9.1**	**-1.6**	**-6.3**
차입금의 증가(감소)	-2.2	5.3	-7.8	5.8	0.0
자본의 증가(감소)	5.0	0.0	-0.8	-7.3	-6.3
배당금의 지급	0.0	0.0	3.7	6.5	6.3
기타재무활동	-0.5	-0.1	-0.5	-0.1	0.0
현금의 증가	**14.0**	**23.5**	**-13.5**	**11.9**	**10.2**
기초현금	2.0	16.0	39.4	26.0	37.8
기말현금	16.0	39.4	26.0	37.8	48.0

주: IFRS 연결 기준, 자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2016	2017	2018	2019	2020E
투자지표 (x)					
P/E	25.7	17.4	15.2	18.0	16.0
P/B	4.2	5.0	4.2	3.5	3.0
EV/EBITDA	15.9	14.5	13.2	11.7	10.3
P/CF	14.9	12.2	11.7	11.0	14.0
배당수익률 (%)	-	1.0	1.1	1.0	1.0
성장성 (%)					
매출액	n/a	68.6	15.4	11.1	10.9
영업이익	n/a	68.2	24.9	7.0	10.8
세전이익	n/a	125.7	24.9	-14.5	13.4
당기순이익	n/a	134.6	28.3	-16.1	15.3
EPS	n/a	128.6	29.0	-15.6	12.4
안정성 (%)					
부채비율	87.3	73.8	49.9	51.5	42.4
유동비율	146.9	193.6	225.8	208.9	235.2
순차입금/자기자본(x)	13.5	-6.9	-5.0	-5.1	-8.7
영업이익/금융비용(x)	36.5	33.4	47.2	42.9	31.7
총차입금 (십억원)	35.7	38.9	29.4	41.0	41.0
순차입금 (십억원)	12.9	-8.6	-8.4	-10.2	-20.3
주당지표 (원)					
EPS	1,556	3,558	4,589	3,873	4,353
BPS	9,518	12,438	16,527	19,686	23,306
CFPS	2,681	5,052	5,963	6,316	4,986
DPS	n/a	600	800	700	730

JW생명과학 (234080)

2021. 1. 5 | Mid-Small Cap

Analyst 정홍식
02. 3779-8468
hsjeong@ebestsec.co.kr

수액제 사업의 장기적인 성장성

NR

목표주가	NR
현재주가	20,400 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

기업개요

동사는 수액제를 전문적으로 생산하는 기업으로 기초수액제(비중 32.0%, 수분 · 전해질 · 당 보급), TPN(비중 34.4%, 종합영양수액제로서 칼로리 · 필수 지방산 보급), 특수수액(비중 13.9%, 수술 시 사용), HEMO(비중 7.4%, 인공신장투석 관류), 영양수액제(비중 6.9%, 아미노산 보급)을 생산하고 있다. 동사는 수액제 생산을 전담하며 판매경로는 국내 JW중외제약, 수출 JW홀딩스를 통해 공급하고 있다.

TPN 고성장 진행 중

동사의 TPN(Total Parenteral Nutrition: 종합영양수액제: 칼로리 · 필수 지방산 보급)의 매출액은 2016년 363억원 → 2017년 397억원 → 2018년 470억원 → 2019년 487억원(CAGR 10.3%), 3Q19누적 348억원 → 3Q20누적 496억원(+42.5% yoy)으로 2020년 성장 폭이 확대되고 있다. 참고로 TPN 수출은 3Q20누적 40억원(+20.2% yoy)으로 증가하고 있으며, 향후 유럽지역에서 Baxter를 통한 공급 기대감이 높다.

고령화에 따른 수액제 수요 지속적인 증가

수액제는 인구 고령화의 수혜를 받아 수요가 지속적으로 확대될 수 있는 아이템이다. 기초수액제는 병원의 입원일 수와 연동되어 성장할 것이고, 영양수액제는 수술 등의 특수 목적용 or 요양병원에서 수요가 증가할 것이다. 이에 동사의 매출액은 역성장 없이 2013년 ~ 2019년 CAGR 11.5% 수준의 외형이 확대되고 있으며, 향후에도 이러한 성장흐름이 유지될 가능성이 높다.

수액제: 코로나19의 영향 미미

동사의 3Q20누적 매출액 성장률은 +11.6% yoy 수준으로 코로나로 인한 영향이 미미한 것으로 보인다. 다만, 수술 등의 특수 목적이 아닌, 병원입원 시 사용되는 기초수액제의 경우는 3Q20누적 -6.5% yoy 수준으로 일반환자의 입원이 소폭 감소한 것으로 추정된다. 참고로 상대적으로 수익성이 높은 영양수액제의 비중 증가로 영업이익 성장은 3Q20누적 +28.1% yoy를 기록하였다.

Stock Data

KOSPI (1/4)		2,944.45 pt
시가총액		3,230 억원
발행주식수		15,835 천주
52 주 최고가 / 최저가		24,800 / 10,700 원
90 일 일평균거래대금		32.63 억원
외국인 지분율		6.0%
배당수익률(20.12E)		2.4%
BPS(20.12E)		9,009 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-3.3%
	6 개월	-33.2%
	12 개월	-16.1%
주주구성	JW 홀딩스(외 7 인)	43.1%
	국민연금공단	1.4%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	132.3	21.6	19.2	15.2	958	n/a	34.8	14.3	8.2	2.4	17.5
2017	143.6	23.8	21.5	16.8	1,060	10.7	34.9	19.9	11.3	3.3	17.4
2018	155.2	23.5	21.3	15.8	999	-5.7	34.6	20.6	10.6	3.0	15.0
2019	170.2	29.7	28.3	21.9	1,385	38.7	41.4	14.8	8.7	2.7	18.9
직전 4 분기	184.8	36.1	34.2	28.0	1,765	27.4	48.7	11.6	6.9	2.3	21.1

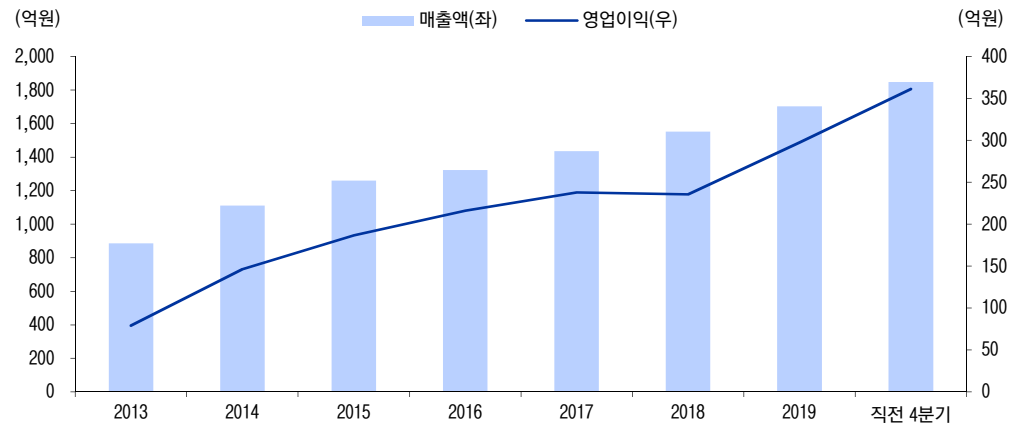
자료: JW생명과학, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

표26 연간실적 추이

(단위: 억원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	직전 4분기
매출액	**886**	**1,111**	**1,260**	**1,323**	**1,436**	**1,552**	**1,702**	**1,848**
YoY	*-0.5%*	*25.4%*	*13.3%*	*5.0%*	*8.5%*	*8.1%*	*9.7%*	*8.5%*
기초수액	386	431	476	513	544	578	622	592
TPN	160	237	317	363	397	470	487	635
특수수액	141	162	172	188	203	186	240	257
HEMO	111	154	138	120	117	119	145	137
영양수액	82	106	125	108	123	121	125	127
기타	8	22	31	31	52	78	83	100
YoY								
기초수액		*11.7%*	*10.5%*	*7.8%*	*6.1%*	*6.3%*	*7.6%*	*-4.9%*
TPN		*48.7%*	*33.7%*	*14.4%*	*9.5%*	*18.5%*	*3.5%*	*30.4%*
특수수액		*15.0%*	*6.2%*	*9.4%*	*8.0%*	*-8.4%*	*29.0%*	*7.2%*
HEMO		*39.0%*	*-10.2%*	*-13.3%*	*-2.2%*	*1.4%*	*21.7%*	*-5.3%*
영양수액		*29.0%*	*18.5%*	*-13.6%*	*13.9%*	*-1.5%*	*3.1%*	*1.9%*
기타		*182.5%*	*44.0%*	*-0.7%*	*65.0%*	*50.4%*	*7.5%*	*19.5%*
% of Sales								
기초수액	43.5%	38.8%	37.8%	38.8%	37.9%	37.3%	36.6%	32.0%
TPN	18.0%	21.3%	25.2%	27.4%	27.7%	30.3%	28.6%	34.4%
특수수액	15.9%	14.5%	13.6%	14.2%	14.1%	12.0%	14.1%	13.9%
HEMO	12.5%	13.9%	11.0%	9.1%	8.2%	7.7%	8.5%	7.4%
영양수액	9.2%	9.5%	9.9%	8.2%	8.6%	7.8%	7.3%	6.9%
기타	0.9%	2.0%	2.5%	2.4%	3.6%	5.0%	4.9%	5.4%
영업이익	**79**	**146**	**187**	**216**	**238**	**235**	**297**	**361**
% of sales	8.9%	13.1%	14.8%	16.4%	16.6%	15.2%	17.5%	19.6%
% YoY	*-9.5%*	*84.4%*	*27.7%*	*15.9%*	*9.9%*	*-1.0%*	*26.4%*	*21.4%*

자료: JW생명과학, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림51 연간 매출액 & 영업이익 추이



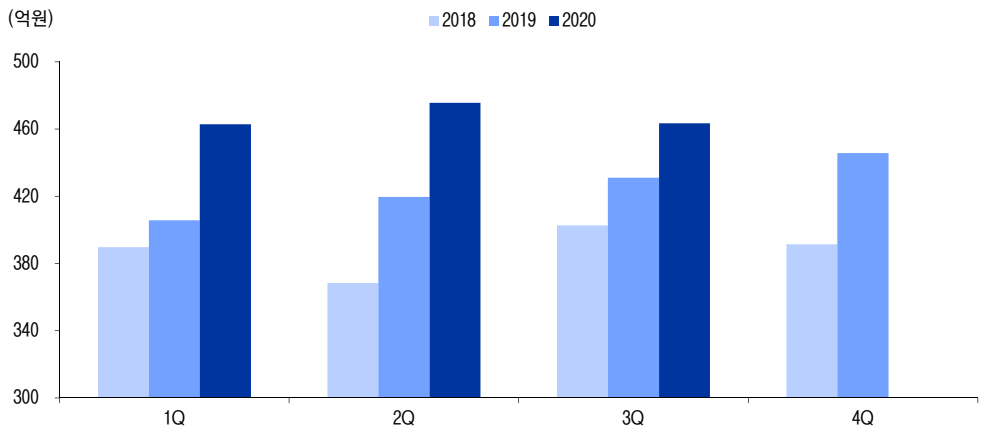
자료: JW생명과학, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

표27 분기실적 추이

(단위: 억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20
매출액	**406**	**420**	**431**	**446**	**463**	**476**	**463**
YoY	*4.1%*	*13.9%*	*7.0%*	*13.9%*	*14.1%*	*13.3%*	*7.5%*
기초수액	153	162	155	153	157	141	141
TPN	124	104	120	139	155	157	184
특수수액	47	60	69	64	62	68	62
HEMO	39	36	33	37	32	36	33
영양수액	27	38	32	28	35	35	29
기타	17	20	22	25	22	38	15
YoY							
기초수액	*9.4%*	*13.0%*	*-1.0%*	*10.1%*	*3.1%*	*-12.9%*	*-9.4%*
TPN	*23.4%*	*-5.0%*	*6.5%*	*-6.1%*	*24.8%*	*51.5%*	*53.1%*
특수수액	*-8.8%*	*8.5%*	*28.8%*	*147.3%*	*32.1%*	*14.6%*	*-9.7%*
HEMO	*29.9%*	*26.7%*	*10.7%*	*19.9%*	*-17.9%*	*-1.3%*	*-0.8%*
영양수액	*3.2%*	*10.8%*	*0.5%*	*-3.1%*	*31.1%*	*-7.9%*	*-9.4%*
기타	*-60.5%*	*-927.6%*	*21.0%*	*29.4%*	*30.4%*	*91.2%*	*-31.5%*
% of Sales							
기초수액	37.6%	38.6%	36.0%	34.3%	34.0%	29.7%	30.4%
TPN	30.6%	24.7%	27.8%	31.2%	33.5%	33.0%	39.7%
특수수액	11.5%	14.2%	15.9%	14.5%	13.4%	14.4%	13.4%
HEMO	9.5%	8.7%	7.7%	8.2%	6.8%	7.6%	7.1%
영양수액	6.6%	9.1%	7.5%	6.3%	7.6%	7.4%	6.3%
기타	4.1%	4.7%	5.0%	5.6%	4.7%	7.9%	3.2%
영업이익	**79**	**76**	**71**	**71**	**92**	**103**	**95**
% of sales	19.5%	18.2%	16.5%	15.9%	19.9%	21.7%	20.5%
% YoY	*93.9%*	*33.4%*	*-1.2%*	*8.4%*	*16.5%*	*34.8%*	*33.9%*

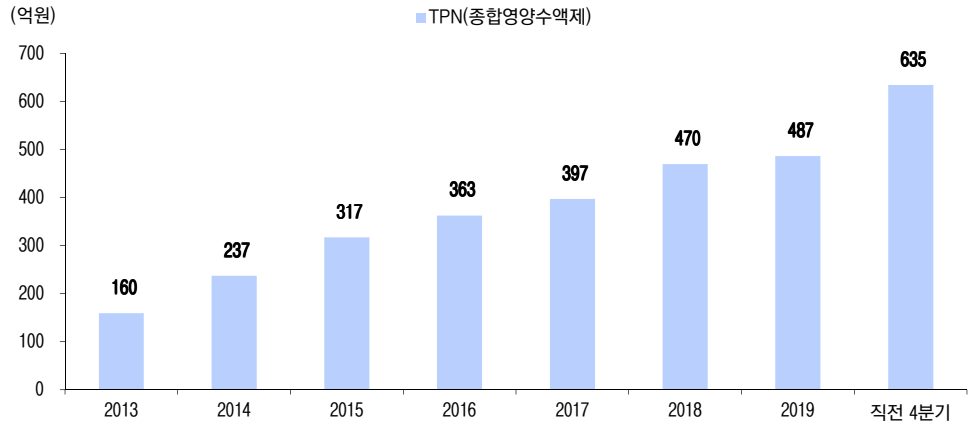
자료: JW생명과학, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림52 분기 매출액 추이: YoY 성장흐름



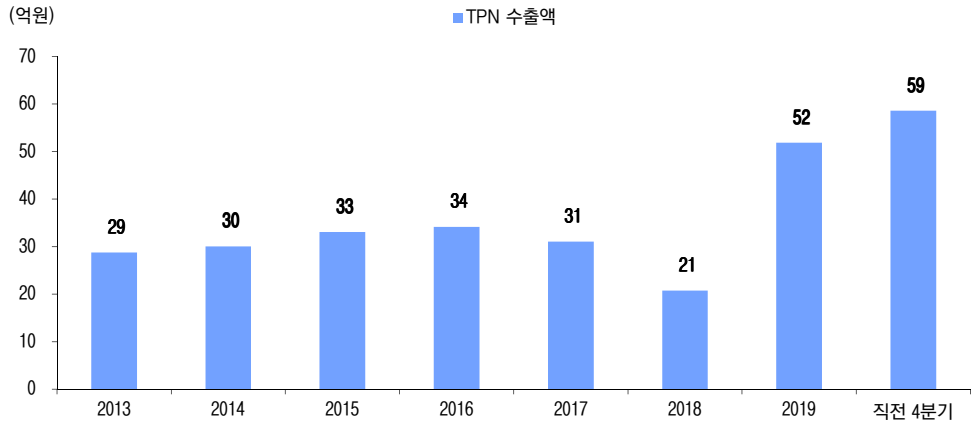
자료: JW생명과학, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림53 JW 생명과학 TPN 매출액 추이



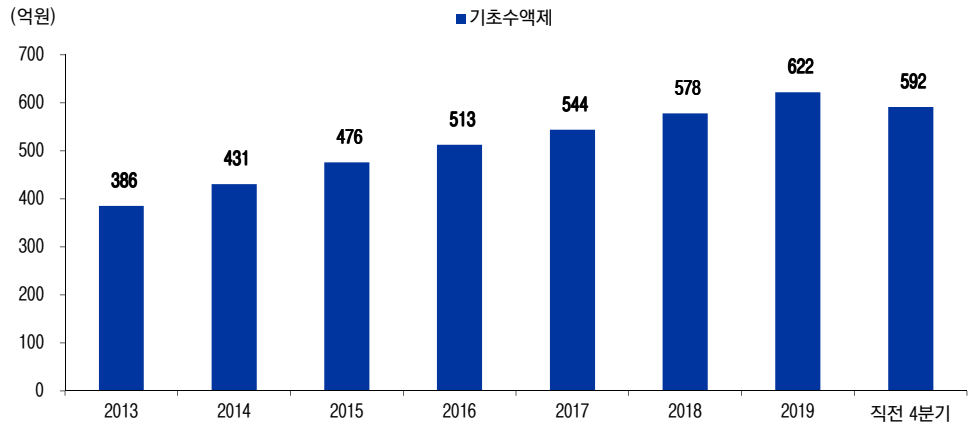
자료: JW생명과학, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림54 JW 생명과학 TPN 수출액 추이



자료: JW생명과학, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림55 JW 생명과학 기초수액제 매출액 추이



자료: JW생명과학, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

JW생명과학 (234080)

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E
유동자산	47.3	55.0	57.9	59.9	83.6
현금 및 현금성자산	0.4	0.3	12.8	9.9	32.0
매출채권 및 기타채권	33.0	42.3	30.4	34.0	34.9
재고자산	13.8	12.2	14.7	15.8	16.5
기타유동자산	0.1	0.2	0.1	0.2	0.2
비유동자산	145.0	143.6	142.9	141.5	140.6
관계기업투자등	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	136.8	135.2	132.8	131.4	130.7
무형자산	4.3	4.3	6.3	5.9	5.4
자산총계	**192.2**	**198.5**	**200.9**	**201.4**	**224.3**
유동부채	81.1	74.3	73.1	66.9	69.6
매입채무 및 기타재무	21.1	24.2	23.1	21.4	24.1
단기금융부채	54.7	44.9	44.6	39.2	39.2
기타유동부채	5.3	5.1	5.4	6.3	6.3
비유동부채	20.8	22.2	18.5	11.9	12.0
장기금융부채	14.0	15.4	10.4	5.5	5.5
기타비유동부채	6.8	6.7	8.0	6.5	6.5
부채총계	**101.9**	**96.4**	**91.6**	**78.8**	**81.6**
지배주주지분	90.3	102.1	109.3	122.6	142.7
자본금	39.6	39.6	39.6	39.6	39.6
자본잉여금	28.3	28.3	28.3	28.3	28.3
이익잉여금	22.4	34.2	41.3	54.7	74.7
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**90.3**	**102.1**	**109.3**	**122.6**	**142.7**

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E
매출액	**132.3**	**143.6**	**155.2**	**170.2**	**184.8**
매출원가	98.0	106.4	115.7	121.6	128.6
매출총이익	**34.3**	**37.2**	**39.5**	**48.6**	**56.2**
판매비 및 관리비	12.6	13.4	16.0	18.9	20.1
영업이익	**21.6**	**23.8**	**23.5**	**29.7**	**36.1**
(EBITDA)	34.8	34.9	34.6	41.4	48.7
금융손익	-2.4	-2.3	-2.3	-1.8	-1.5
이자비용	2.4	2.4	2.3	1.7	1.6
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	0.1	0.1	0.4	-0.4
세전계속사업이익	**19.2**	**21.5**	**21.3**	**28.3**	**34.2**
계속사업법인세비용	4.1	4.7	5.5	6.4	6.2
계속사업이익	15.2	16.8	15.8	21.9	28.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**15.2**	**16.8**	**15.8**	**21.9**	**28.0**
지배주주	15.2	16.8	15.8	21.9	28.0
총포괄이익	**15.2**	**16.8**	**15.8**	**21.9**	**28.0**
매출총이익률 (%)	25.9	25.9	25.5	28.6	30.4
영업이익률 (%)	16.4	16.6	15.2	17.5	19.6
EBITDA 마진률 (%)	26.3	24.3	22.3	24.3	26.4
당기순이익률 (%)	11.5	11.7	10.2	12.9	15.1
ROA (%)	8.1	8.6	7.9	10.9	13.1
ROE (%)	17.5	17.4	15.0	18.9	21.1
ROIC (%)	11.1	11.6	11.1	14.9	18.9

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E
영업활동 현금흐름	**16.1**	**22.1**	**36.1**	**24.3**	**41.4**
당기순이익(손실)	15.2	16.8	15.8	21.9	28.0
비현금수익비용가감	21.0	20.3	20.9	21.9	12.3
유형자산감가상각비	12.7	10.7	10.6	11.0	11.9
무형자산상각비	0.4	0.4	0.5	0.7	0.7
기타현금수익비용	0.1	0.0	0.0	0.0	-0.3
영업활동 자산부채변동	-14.8	-8.1	7.3	-13.1	1.1
매출채권 감소(증가)	-15.1	-9.3	11.9	-3.7	-0.9
재고자산 감소(증가)	1.0	1.7	-2.5	-1.1	-0.7
매입채무 증가(감소)	0.4	2.4	-1.1	-3.2	2.8
기타자산, 부채변동	-1.0	-2.9	-1.0	-5.2	0.0
투자활동 현금	**-11.3**	**-9.0**	**-10.4**	**-8.4**	**-11.3**
유형자산처분(취득)	-13.3	-8.8	-10.0	-8.1	-11.2
무형자산 감소(증가)	0.0	-0.1	-0.5	-0.3	-0.1
투자자산 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타투자활동	2.1	-0.2	0.2	-0.1	0.0
재무활동 현금	**-5.3**	**-13.1**	**-13.3**	**-18.8**	**-7.9**
차입금의 증가(감소)	1.1	-8.4	-5.3	-10.9	0.0
자본의 증가(감소)	-6.4	-4.8	-7.9	-7.9	-7.9
배당금의 지급	6.4	4.8	7.9	7.9	7.9
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	**-0.5**	**-0.1**	**12.5**	**-2.9**	**22.1**
기초현금	0.9	0.4	0.3	12.8	9.9
기말현금	0.4	0.3	12.8	9.9	32.0

주: IFRS 연결 기준, 자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2016	2017	2018	2019	2020E
투자지표 (x)					
P/E	14.3	19.9	20.6	14.8	11.6
P/B	2.4	3.3	3.0	2.7	2.3
EV/EBITDA	8.2	11.3	10.6	8.7	6.9
P/CF	6.0	9.0	8.8	7.4	8.1
배당수익률 (%)	2.2	2.4	2.4	2.4	2.4
성장성 (%)					
매출액	5.0	8.5	8.1	9.7	8.5
영업이익	15.9	9.9	-1.0	26.4	21.4
세전이익	20.0	11.8	-0.8	32.9	20.6
당기순이익	17.9	10.7	-5.7	38.7	27.4
EPS	n/a	10.7	-5.7	38.7	27.4
안정성 (%)					
부채비율	112.9	94.4	83.8	64.3	57.2
유동비율	58.2	74.0	79.2	89.5	120.1
순차입금/자기자본(x)	75.7	58.8	38.7	28.4	8.9
영업이익/금융비용(x)	9.0	10.1	10.4	17.2	22.8
총차입금 (십억원)	68.7	60.4	55.0	44.7	44.7
순차입금 (십억원)	68.4	60.1	42.3	34.8	12.7
주당지표 (원)					
EPS	958	1,060	999	1,385	1,765
BPS	5,703	6,448	6,900	7,744	9,009
CFPS	2,285	2,343	2,322	2,768	2,543
DPS	300	500	500	500	500

아이센스 (099190)

2021. 1. 5 | Mid-Small Cap

Analyst 정홍식
02. 3779-8468
hsjeong@ebestsec.co.kr

연속혈당측정기 기대감

NR

목표주가	NR
현재주가	29,800 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

기업개요

아이센스는 자가혈당측정기(BGM: Blood Glucose Monitoring, 측정기기 미터 & 소모성 스트립)와 병원용 현장진단 장비(POCT: Point of Care Testing, 병원용 혈당기, 당화혈색소 분석기 등)을 생산하고 있다. 동사는 혈당측정기 사업의 매출비중이 77.8%(3Q20 누적 기준)으로 절대적이며, 미국 자회사 CoaguSense(지분율 69.6%)를 통해 혈액응고 측정기 & 스트립을 생산(매출비중 11.5%)하고 있다.

연속혈당측정기 2022년 기대감

동사는 신규사업으로 연속혈당측정기(CGM: Continuous Glucose Monitoring)을 개발하고 있으며, 2022년 1분기부터 판매를 계획(현재 Test 임상 50% 완료, 2Q21 정도에 본임상 시작한 후 4Q21에 마무리 될 듯)하고 있다. 이는 복부 or 팔뚝에 부착하여 14일 정도 연속해서 혈당을 측정하는 것으로 실시간 혈당측정이 가능하다는 장점이 있고, 향후 인슐린 펌프 등과 연계하여 제품 군이 적용될 가능성도 있다.

동사의 CGM 경쟁력은 1)가격(기존 제품대비 저렴)과 편의성(콘솔 or 미터 없이 측정 =Abbott의 Freestyle Libre 제품과 유사)이 부각될 것으로 보인다. 다만, 2022년 동사의 CGM 제품 출시 이전에 2개 정도의 다른 기업에서 CGM을 런칭 할 가능성이 있고, CGM 개발에 따른 R&D 비용이 2021년 본격화(R&D 비용 비중 2018년 8.1% → 2019년 8.9% → 3Q20누적 10.5%)될 것으로 보임에 따라 OPM에 영향을 줄 수도 있다.

매년 성장하는 기업

동사의 매출액은 과거 10년간 매년 성장(CAGR Sales 18.2%, OP 17.4%)하고 있다. 이는 1)글로벌 혈당측정인구 증가(고령화 요인), 2)미국으로 수출 확대(% of Sales 미국: 43.5%, 과거 5년 CAGR 27.0%, Arkray OEM/ODM 공급 증가 요인), 3)자회사 CoaguSense의 고성장(Sales 2018년 88억원 → 2019년 158억원 → 직전 4분기 170억원)에 기인한다.

Stock Data

KOSDAQ (1/4)		977.62 pt
시가총액		4,094 억원
발행주식수		13,737 천주
52 주 최고가 / 최저가		31,600 / 16,700 원
90 일 일평균거래대금		26.44 억원
외국인 지분율		38.3%
배당수익률(20.12E)		0.7%
BPS(20.12E)		16,128 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	-2.6%
	6 개월	-5.1%
	12 개월	-26.7%
주주구성	차근식(외 5 인)	24.7%
	아크레이(외 1 인)	10.4%
	밸류자산운용	7.3%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	132.5	25.7	22.7	17.5	1,280	18.8	31.5	23.0	13.1	2.7	12.5
2017	157.0	22.8	19.5	15.1	1,146	-10.5	30.0	22.1	12.1	2.1	10.1
2018	173.0	27.4	26.4	22.4	1,664	45.2	35.0	17.2	11.5	2.2	13.2
2019	189.8	30.2	29.6	23.3	1,723	3.6	40.2	16.6	9.5	2.0	12.3
직전 4 분기	201.8	31.4	34.5	24.2	1,746	1.3	42.1	16.4	8.7	1.8	11.3

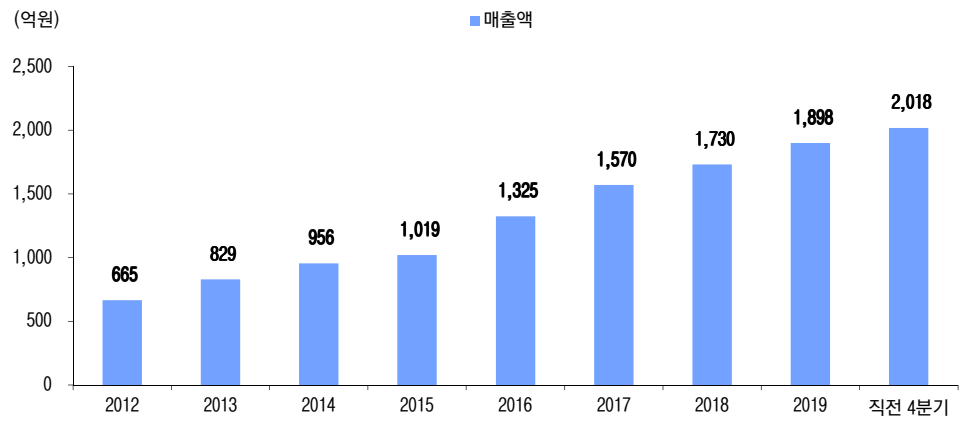
자료: 아이센스, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

표28 연간실적 추이

(단위: 억원)	2014	2015	2016	2017	2018	2019	직전 4분기
매출액	**956**	**1,019**	**1,325**	**1,570**	**1,730**	**1,898**	**2,018**
YoY	*15.4%*	*6.6%*	*30.0%*	*18.5%*	*10.2%*	*9.7%*	*6.3%*
혈당측정기 & 스트립	851	949	1,251	1,414	1,504	1,572	1,595
혈액응고측정 & 스트립	-	-	-	78	88	158	212
기타	105	70	74	78	138	169	211
지역별 매출액	**-**						
미국	244	258	361	514	560	697	851
국내	207	202	241	273	318	347	390
아시아	220	272	420	378	434	403	326
유럽	176	162	169	199	223	255	237
기타	109	125	133	206	194	197	214
주요 고객사 매출액							
Arkray Factory inc.	232	248	273	328	398	430	408
AgaMatrix	103	162	245	257	225	215	227
CoaguSense							
Sales				78	88	158	170
NP				-15	-6	1	0
%YoY							
혈당측정기 & 스트립	*8.0%*	*11.6%*	*31.8%*	*13.0%*	*6.4%*	*4.5%*	*1.5%*
혈액응고측정 & 스트립	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*12.9%*	*78.7%*	*34.6%*
기타	*157.9%*	*-33.4%*	*4.9%*	*6.1%*	*76.8%*	*22.5%*	*24.9%*
% of Sales							
혈당측정기 & 스트립	89.0%	93.1%	94.4%	90.1%	86.9%	82.8%	79.0%
혈액응고측정 & 스트립	0.0%	0.0%	0.0%	5.0%	5.1%	8.3%	10.5%
기타	11.0%	6.9%	5.6%	5.0%	8.0%	8.9%	10.5%
영업이익	**181**	**194**	**257**	**228**	**274**	**302**	**314**
% of sales	19.0%	19.0%	19.4%	14.5%	15.8%	15.9%	15.6%
% YoY	*-2.3%*	*7.1%*	*32.4%*	*-11.4%*	*20.4%*	*10.1%*	*4.1%*

자료: 아이센스, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림56 아이센스 매출액 추이



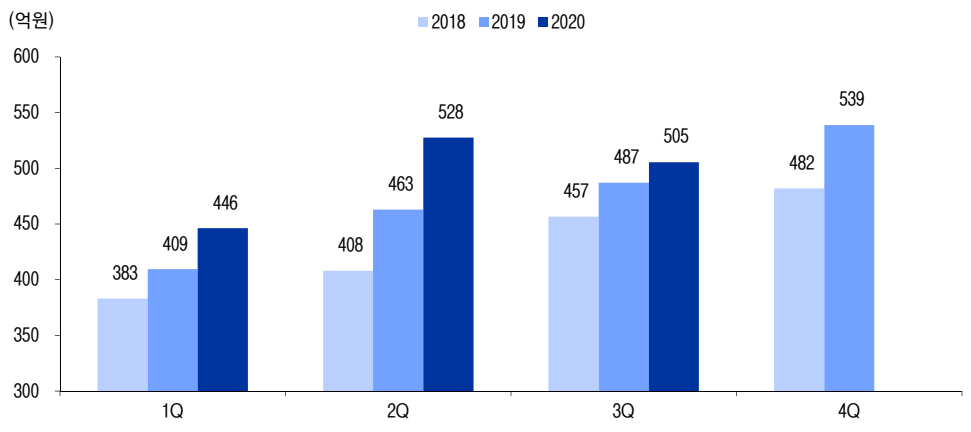
자료: 아이센스, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

표29 분기실적 추이

(단위: 억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20
매출액	**409**	**463**	**487**	**539**	**446**	**528**	**505**
YoY	*6.9%*	*13.4%*	*6.6%*	*11.8%*	*9.0%*	*13.9%*	*3.8%*
혈당측정기 & 스트립	352	393	382	445	343	408	399
혈액응고측정 & 스트립	31	35	50	42	57	70	44
기타	27	35	55	52	47	50	62
지역별 매출액							
미국	142	149	200	207	207	254	183
국내	82	82	93	91	85	93	121
아시아	90	105	92	116	51	73	85
유럽	62	62	59	71	56	55	55
기타	34	66	43	54	47	52	61
주요 고객사 매출액							
Arkray Factory inc.	82	103	122	123	93	115	77
AgaMatrix	49	50	49	67	51	61	48
CoaguSense							
Sales	31	35	50	42	57	70	44
NP	2	1	4	-5	4	5	3
%YoY							
혈당측정기 & 스트립	*4.8%*	*10.5%*	*-3.0%*	*6.3%*	*-2.5%*	*3.9%*	*4.4%*
혈액응고측정 & 스트립	*75.8%*	*63.7%*	*117.6%*	*58.8%*	*83.7%*	*99.5%*	*-12.1%*
기타	*-10.0%*	*11.9%*	*37.9%*	*41.0%*	*73.9%*	*41.2%*	*14.2%*
% of Sales							
혈당측정기 & 스트립	85.9%	84.9%	78.5%	82.6%	76.9%	77.4%	78.9%
혈액응고측정 & 스트립	7.5%	7.6%	10.3%	7.7%	12.7%	13.2%	8.7%
기타	6.6%	7.6%	11.2%	9.7%	10.5%	9.4%	12.4%
영업이익	**67**	**87**	**83**	**66**	**76**	**84**	**88**
% of sales	16.3%	18.8%	17.0%	12.2%	17.0%	16.0%	17.5%
% YoY	*17.0%*	*94.7%*	*11.8%*	*-33.5%*	*13.9%*	*-3.0%*	*6.9%*

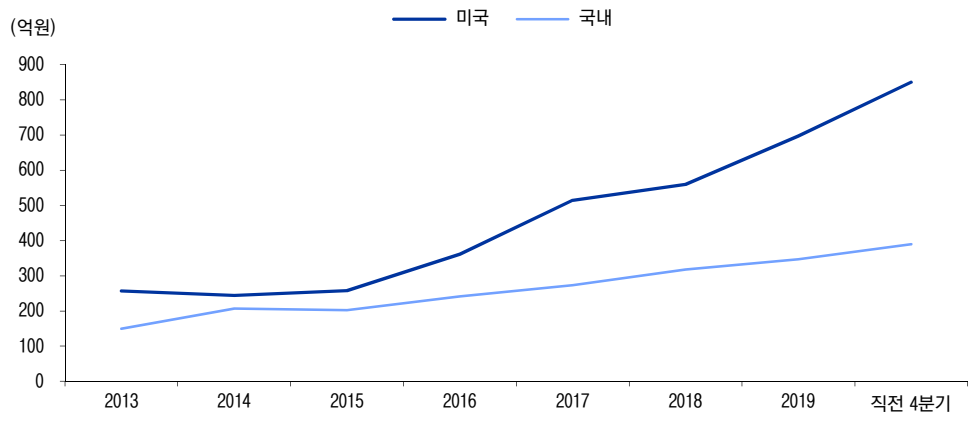
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림57 아이센스 분기 매출액 추이



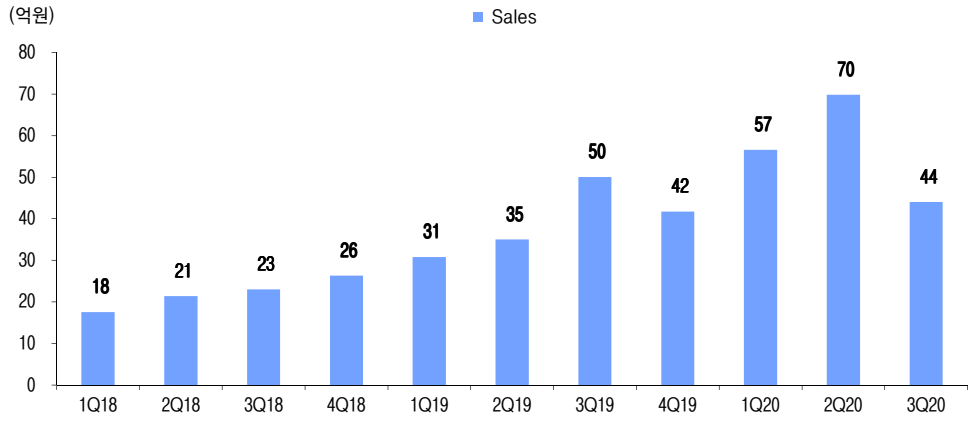
자료: 아이센스, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림58 아이센스 지역별 매출액 추이



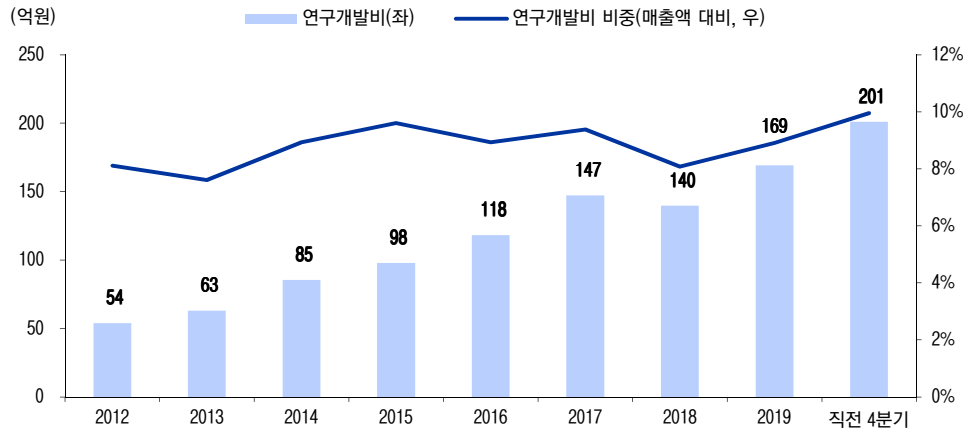
자료: 아이센스, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림59 자회사 코에규센스(지분 68.2%) 매출액 추이



자료: 아이센스, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림60 아이센스 연구개발비 & 비중 추이



자료: 아이센스, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

아이센스 (099190)

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E
유동자산	94.9	95.8	110.8	129.0	145.1
현금 및 현금성자산	25.5	27.5	27.0	34.5	44.4
매출채권 및 기타채권	34.3	37.7	49.3	45.9	50.6
재고자산	31.6	29.1	30.5	31.7	33.1
기타유동자산	3.4	1.5	3.9	16.9	17.0
비유동자산	120.2	138.3	141.3	141.1	145.2
관계기업투자등	5.1	5.3	2.5	6.1	6.5
유형자산	80.6	98.7	102.1	102.0	106.3
무형자산	21.3	19.3	20.1	16.0	14.5
자산총계	**215.1**	**234.1**	**252.0**	**270.0**	**290.4**
유동부채	32.2	25.8	28.2	41.8	41.1
매입채무 및 기타재무	13.6	15.5	17.7	18.1	19.1
단기금융부채	12.6	4.8	4.3	16.1	14.5
기타유동부채	6.1	5.4	6.1	7.6	7.6
비유동부채	30.6	43.1	40.6	27.2	25.1
장기금융부채	24.3	37.9	34.4	20.6	18.5
기타비유동부채	6.4	5.3	6.2	6.6	6.6
부채총계	**62.8**	**68.9**	**68.8**	**69.0**	**66.3**
지배주주지분	149.7	162.8	180.9	198.6	221.6
자본금	6.9	6.9	6.9	6.9	6.9
자본잉여금	45.5	45.6	45.7	45.7	45.7
이익잉여금	97.2	111.5	133.1	154.3	175.4
비지배주주지분(연결)	2.6	2.4	2.3	2.5	2.5
자본총계	**152.2**	**165.2**	**183.3**	**201.1**	**224.1**

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E
매출액	**132.5**	**157.0**	**173.0**	**189.8**	**201.8**
매출원가	70.6	87.8	95.3	103.1	106.7
매출총이익	**61.8**	**69.2**	**77.7**	**86.8**	**95.1**
판매비 및 관리비	36.1	46.4	50.3	56.6	63.7
영업이익	**25.7**	**22.8**	**27.4**	**30.2**	**31.4**
(EBITDA)	31.5	30.0	35.0	40.2	42.1
금융손익	-0.2	-2.4	-0.6	0.3	-0.6
이자비용	0.8	1.2	1.3	1.5	1.5
관계기업등 투자손익	-2.0	-2.2	-2.4	3.3	3.3
기타영업외손익	-0.8	1.3	1.9	-4.2	0.5
세전계속사업이익	**22.7**	**19.5**	**26.4**	**29.6**	**34.5**
계속사업법인세비용	5.1	4.3	4.0	6.3	10.3
계속사업이익	17.5	15.1	22.4	23.3	24.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**17.5**	**15.1**	**22.4**	**23.3**	**24.2**
지배주주	17.6	15.7	22.6	23.4	23.7
총포괄이익	**16.7**	**13.7**	**21.8**	**24.2**	**24.2**
매출총이익률 (%)	46.7	44.1	44.9	45.7	47.1
영업이익률 (%)	19.4	14.5	15.8	15.9	15.6
EBITDA 마진률 (%)	23.8	19.1	20.2	21.2	20.8
당기순이익률 (%)	13.2	9.6	13.0	12.3	12.0
ROA (%)	8.9	7.0	9.3	9.0	8.5
ROE (%)	12.5	10.1	13.2	12.3	11.3
ROIC (%)	14.2	10.7	12.7	12.7	11.7

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E
영업활동 현금흐름	**12.2**	**22.2**	**19.7**	**38.3**	**24.9**
당기순이익(손실)	22.7	19.5	26.4	29.6	24.2
비현금수익비용가감	12.8	13.1	13.5	17.4	5.8
유형자산감가상각비	5.1	5.9	6.3	8.2	8.8
무형자산상각비	0.8	1.3	1.2	1.8	1.8
기타현금수익비용	2.2	1.9	2.0	-1.9	-4.8
영업활동 자산부채변동	-16.8	-2.8	-17.4	-2.0	-5.1
매출채권 감소(증가)	-9.4	-4.6	-12.5	3.3	-4.7
재고자산 감소(증가)	-8.8	1.9	-1.6	-2.3	-1.4
매입채무 증가(감소)	2.9	1.5	1.1	1.0	0.9
기타자산, 부채변동	-1.5	-1.6	-4.4	-4.0	0.0
투자활동 현금	**-14.5**	**-27.8**	**-12.6**	**-19.4**	**-10.6**
유형자산처분(취득)	-7.6	-23.6	-8.7	-6.9	-13.1
무형자산 감소(증가)	-0.9	-0.5	-1.7	-0.7	-0.3
투자자산 감소(증가)	4.0	1.8	0.5	-10.9	2.8
기타투자활동	-9.9	-5.5	-2.6	-0.9	0.0
재무활동 현금	**4.0**	**8.2**	**-8.4**	**-11.4**	**-4.3**
차입금의 증가(감소)	3.1	9.0	-4.3	-5.7	-1.6
자본의 증가(감소)	0.0	-1.4	-1.4	-2.0	-2.7
배당금의 지급	0.0	1.4	1.4	2.0	2.7
기타재무활동	1.0	0.5	-2.7	-3.7	0.0
현금의 증가	**2.3**	**2.0**	**-0.5**	**7.4**	**9.9**
기초현금	23.2	25.5	27.5	27.0	34.5
기말현금	25.5	27.5	27.0	34.5	44.4

주: IFRS 연결 기준, 자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2016	2017	2018	2019	2020E
투자지표 (x)					
P/E	23.0	22.1	17.2	16.6	16.4
P/B	2.7	2.1	2.2	2.0	1.8
EV/EBITDA	13.1	12.1	11.5	9.5	8.7
P/CF	11.4	10.7	9.8	8.3	13.1
배당수익률 (%)	0.3	0.4	0.5	0.7	0.7
성장성 (%)					
매출액	30.0	18.5	10.2	9.7	6.3
영업이익	32.4	-11.4	20.4	10.1	4.1
세전이익	19.6	-14.0	35.5	12.2	16.6
당기순이익	21.4	-13.7	48.0	3.8	3.9
EPS	18.8	-10.5	45.2	3.6	1.3
안정성 (%)					
부채비율	41.3	41.7	37.5	34.3	29.6
유동비율	294.8	371.5	392.6	308.6	352.8
순차입금/자기자본(x)	6.0	8.9	5.7	-6.0	-11.5
영업이익/금융비용(x)	32.3	18.4	21.2	20.3	20.6
총차입금 (십억원)	36.8	42.7	38.7	36.7	33.0
순차입금 (십억원)	9.1	14.7	10.4	-12.1	-25.8
주당지표 (원)					
EPS	1,280	1,146	1,664	1,723	1,746
BPS	10,908	11,853	13,171	14,454	16,128
CFPS	2,583	2,374	2,901	3,423	2,184
DPS	100	100	150	200	200

대원제약 (003220)

2021. 1. 5 | Mid-Small Cap

Analyst 이나경, 정홍식
02. 3779-8697
ppflnk96@ebestsec.co.kr

사업 다각화 진행 중

NR

목표주가	NR
현재주가	19,250 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

기업개요

대원제약은 호흡기 질환 전문의약품(ex. 해열 · 진통소염제, 소화기계용약, 호흡기계용약)에 특화된 업체(ETC 매출비중 약 95%)이다. 동사는 내과, 이비인후과 등 로컬의원을 중심으로 강력한 영업력을 보유하고 있으며, 특히 시럽 · 현탁액 부문에서 경쟁우위를 차지하고 있다. 수요처별 매출 비중은 로컬 52.2%, 종합병원 22.3%, 수탁 19.3% 등이다. 질환군별 매출 비중은 심혈관계 23.0%, 호흡기계 15.0%, 소화/대사 18.6% 근골격계 17.6% 등으로 분포가 고르게 나타나고 있다.

실적동향

동사의 3Q20누적 실적은 매출액 2,310억원(+0.2% yoy), 영업이익 225억원(-9.0% yoy)를 기록하였다. 동사는 2012년 일괄 약가인하 도입 이후 꾸준한 R&D투자로 개량신약(펠루비서방정: 소염진통제, 코대원포르테시럽: 진해거담제, 에스원엠프: 위염, 알포콜린시럽: 치매 등)비중을 높여오며(개량신약 비중 2014년 17% → 2019년 36%), 매년 역성장 없는 매출증가를 시현하고 있다. 2020년은 코로나19로 사람들이 마스크 착용, 손씻기 등 청결에 유의하면서 감기 발병률이 감소했고 매출액이 전년수준을 유지할 것으로 보인다.

성장을 위한 준비 중

동사는 기존의 호흡기 질환 ETC중심의 사업에서 고혈압, 고지혈증 등 대사성질환과 OTC 및 건강기능식품군으로 사업으로 확장하고 있다. 이를 위해 1) 대사성 질환 영업력 확보를 위해 보령제약의 고혈압 복합제 투베로와 아카브를 상품으로 도입하여 2021년 1월부터 판매를 시작할 예정이며, 이후에도 추가 상품 도입 계획을 가지고 있다. 2) OTC부문에서 짜먹는 감기약 콜대원 시리즈의 판매 호조가 지속되고 있으며, 2020년 7월 출시한 뉴베인액(하지정맥류 및 붓기 개선, 경쟁제품: 조아제약 엘라스에이, 동국제약 센시아)을 시작으로 2021년 비타민제 등 OTC라인업을 강화할 계획이다.

3)동사는 2020년 2월부터 진천 신공장(2017년 신공장 부지 취득 120억원+2018년 공장신축 380억원) 가동을 시작하였다. 진천공장은 내용액제 생산에 사용되고 있으며, 내용액제 5억8천만포 Capa를 확충하였다.

Stock Data

KOSPI (1/4)		2,944.45 pt
시가총액		3,897 억원
발행주식수		20,244 천주
52 주 최고가 / 최저가		27,000 / 10,150 원
90 일 일평균거래대금		40.57 억원
외국인 지분율		18.7%
배당수익률(20.12E)		1.3%
BPS(20.12E)		10,721 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-10.1%
	6 개월	-23.5%
	12 개월	-15.3%
주주구성	백승열 (외 11 인)	38.7%
	FIDELITY	10.0%
	자사주 (외 1 인)	3.1%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	240.7	29.1	27.8	19.7	1,017	88.5	37	16.9	8.9	2.1	13.1
2017	265.5	25.3	23.5	10.3	539	-46.9	34	35.6	11.4	2.3	6.5
2018	286.7	30.7	31.2	23.3	1,191	120.8	41	16.3	9.8	2.1	13.5
2019	317.8	35.1	35.4	26.9	1,368	14.9	47	14.2	9.1	1.9	14.1
직전4분기	318.3	32.2	29.5	21.9	1,115	-18.5	47	17.4	9.3	1.8	10.5

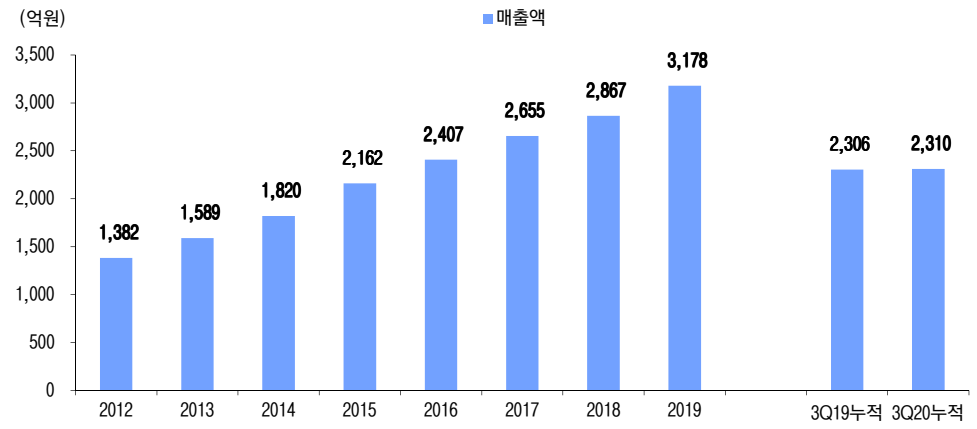
자료: 대원제약, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표30 대원제약 연간 실적

(단위: 억원)	2015	2016	2017	2018	2019	누적3Q20
매출액(연결)	**2,162**	**2,407**	**2,655**	**2,867**	**3,178**	**2,310**
% YoY	*18.8%*	*11.4%*	*10.3%*	*8.0%*	*10.9%*	*0.2%*
질환군별(별도)						
호흡기계	473	577	608	644	634	344
심혈관계	462	529	551	607	646	528
소화/대사	492	508	440	485	523	427
근골격계	136	164	382	374	558	404
신경계	175	198	200	233	262	227
전신성항감염	251	236	242	244	246	131
기타	138	172	208	250	284	234
% YoY						
호흡기계		*22.0%*	*5.5%*	*5.8%*	*-1.6%*	
심혈관계		*14.5%*	*4.0%*	*10.2%*	*6.5%*	
소화/대사		*3.2%*	*-13.4%*	*10.2%*	*7.9%*	
근골격계		*20.7%*	*132.2%*	*-2.0%*	*49.1%*	
신경계		*13.3%*	*1.2%*	*16.2%*	*12.5%*	
전신성항감염		*-6.1%*	*2.7%*	*0.6%*	*0.8%*	
기타		*24.0%*	*21.2%*	*19.9%*	*13.7%*	
% of Sales						
호흡기계	21.9%	24.0%	22.9%	22.5%	19.9%	14.9%
심혈관계	21.4%	22.0%	20.7%	21.2%	20.3%	22.9%
소화/대사	22.8%	21.1%	16.6%	16.9%	16.5%	18.5%
근골격계	6.3%	6.8%	14.4%	13.1%	17.6%	17.5%
신경계	8.1%	8.2%	7.5%	8.1%	8.2%	9.8%
전신성항감염	11.6%	9.8%	9.1%	8.5%	7.7%	5.7%
기타	6.4%	7.1%	7.8%	8.7%	8.9%	10.1%
영업이익	**231**	**291**	**253**	**307**	**351**	**225**
% of sales	10.7%	12.1%	9.5%	10.7%	11.0%	9.8%
% YoY	*29.6%*	*26.3%*	*-13.2%*	*21.6%*	*14.2%*	*-9.0%*

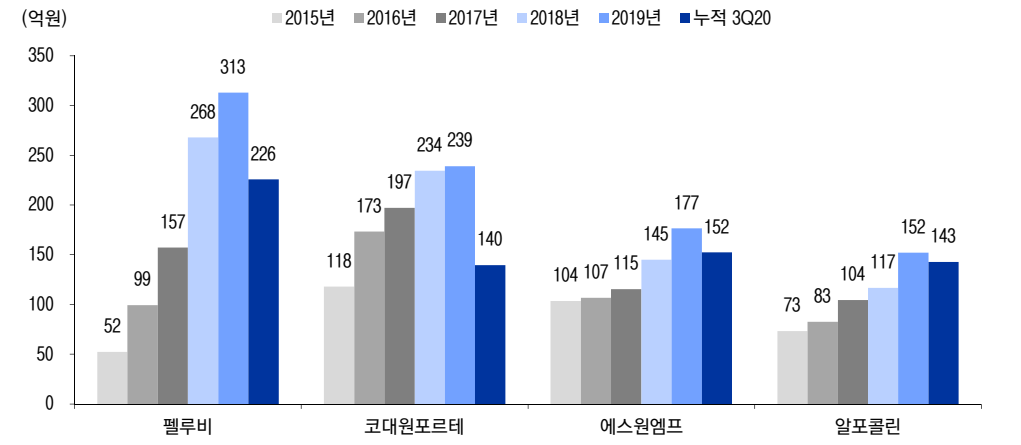
자료: 대원제약, 이베스트투자증권 리서치센터

그림61 대원제약 매출액 추이



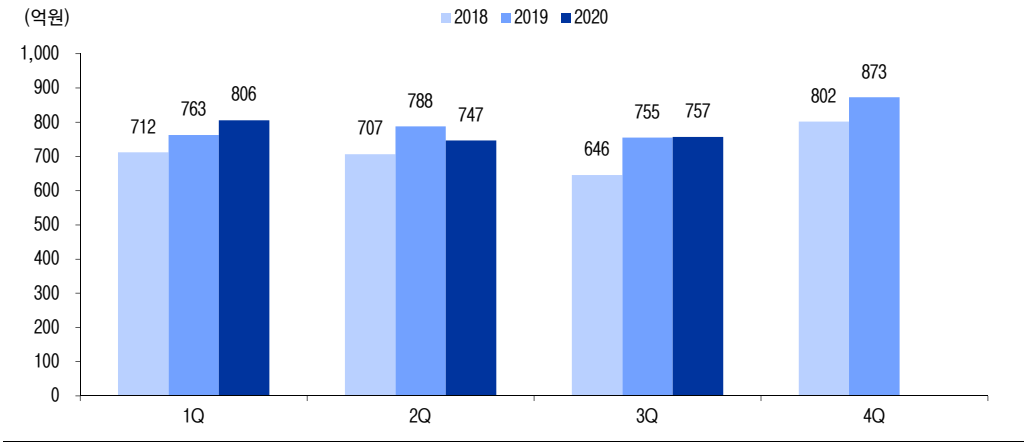
자료: 대원제약, 이베스트투자증권 리서치센터

그림62 대원제약 주요 품목별 연간 매출액 추이



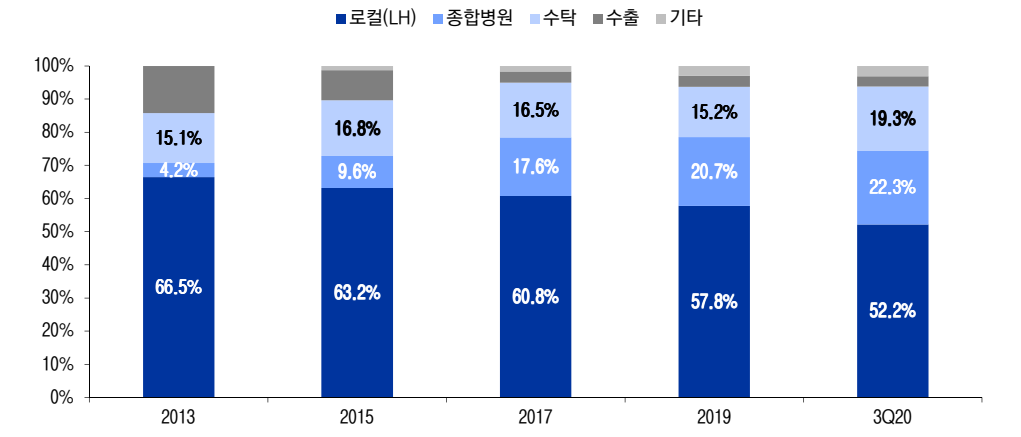
자료: 대원제약, 이베스트투자증권 리서치센터

그림63 대원제약 분기별 매출액 추이



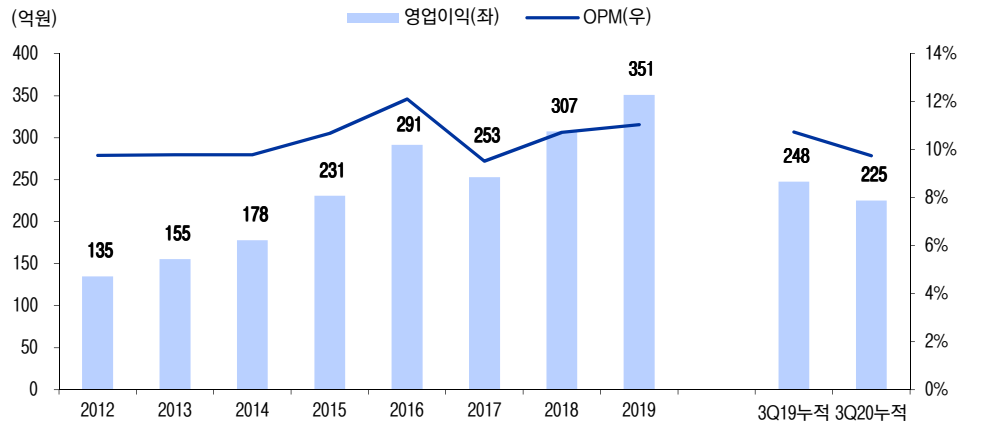
자료: 대원제약, 이베스트투자증권 리서치센터

그림64 대원제약 사업부문별 매출액 비중



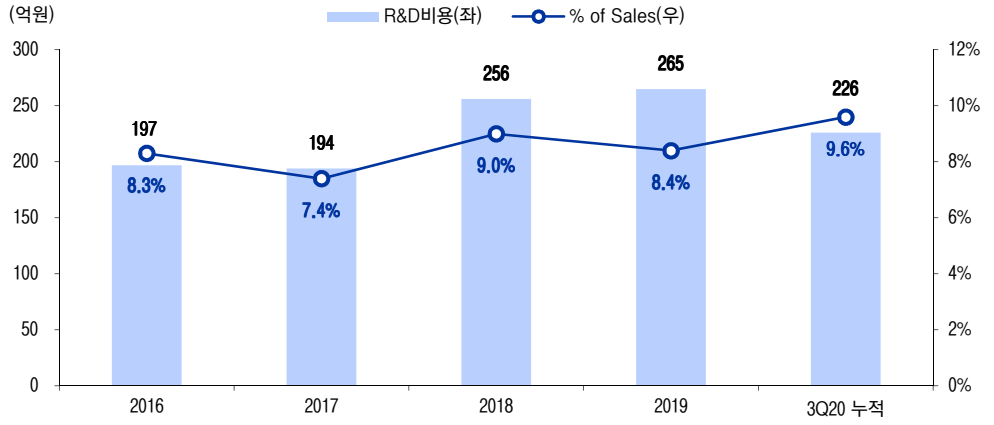
자료: 대원제약, 이베스트투자증권 리서치센터

그림65 대원제약 영업이익 및 OPM 추이



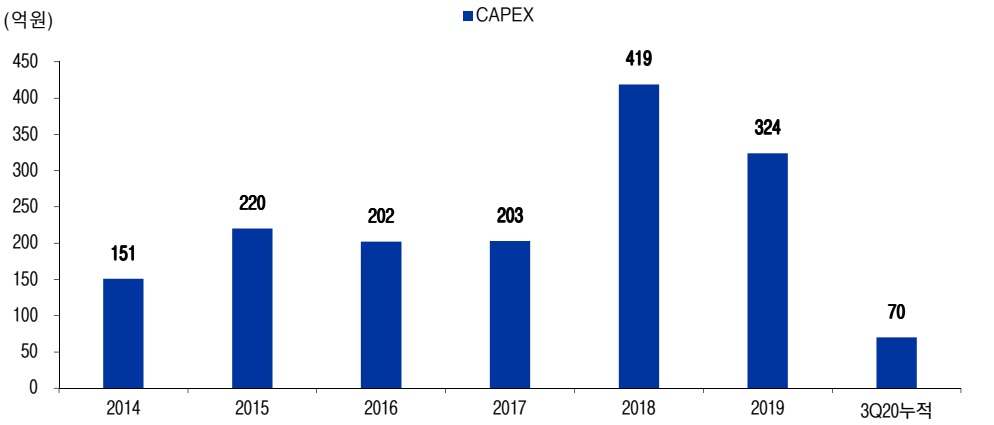
자료: 대원제약, 이베스트투자증권 리서치센터

그림66 대원제약 R&D 비용 추이



자료: 대원제약, 이베스트투자증권 리서치센터

그림67 대원제약 CAPEX 추이



자료: 대원제약, 이베스트투자증권 리서치센터

대원제약 (003220)

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E
유동자산	95.1	95.8	106.7	121.5	123.6
현금 및 현금성자산	14.0	3.7	14.9	13.0	-5.3
매출채권 및 기타채권	34.9	48.1	45.0	48.1	50.0
재고자산	40.6	37.2	44.3	52.2	64.3
기타유동자산	5.7	6.8	2.6	8.3	14.6
비유동자산	119.6	131.4	168.7	206.0	218.5
관계기업투자등	1.0	3.0	1.1	7.2	6.8
유형자산	100.9	108.1	134.7	156.5	162.8
무형자산	9.3	13.9	18.9	20.5	23.3
자산총계	**214.7**	**227.2**	**275.4**	**327.5**	**342.1**
유동부채	34.8	39.2	57.7	61.7	57.7
매입채무 및 기타재무	6.6	5.3	19.9	20.9	21.8
단기금융부채	0.0	10.0	19.0	20.8	20.3
기타유동부채	28.3	23.8	18.8	20.0	15.6
비유동부채	17.8	19.9	34.5	61.6	68.1
장기금융부채	0.0	0.0	9.0	30.3	32.4
기타비유동부채	17.8	19.9	25.5	31.3	35.7
부채총계	**52.7**	**59.1**	**92.2**	**123.3**	**125.8**
지배주주지분	161.4	168.0	183.5	204.9	217.0
자본금	8.8	9.1	9.5	9.8	10.1
자본잉여금	10.6	10.3	9.9	9.6	9.3
이익잉여금	145.5	152.1	167.8	188.3	205.4
비지배주주지분(연결)	0.6	0.1	-0.3	-0.7	-1.1
자본총계	**162.0**	**168.1**	**183.2**	**204.2**	**216.0**

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E
매출액	**240.7**	**265.5**	**286.7**	**317.8**	**318.3**
매출원가	103.2	113.4	121.2	137.7	144.0
매출총이익	**137.5**	**152.0**	**165.5**	**180.2**	**174.2**
판매비 및 관리비	108.4	126.7	134.7	145.0	141.4
영업이익	**29.1**	**25.3**	**30.7**	**35.1**	**32.2**
(EBITDA)	36.6	34.0	41.1	46.9	47.1
금융손익	0.3	-0.1	0.2	0.0	-0.8
이자비용	0.0	0.2	0.1	0.3	1.2
관계기업등 투자손익	0.1	0.2	0.2	0.1	0.4
기타영업외손익	-1.8	-1.9	0.1	0.2	-2.3
세전계속사업이익	**27.8**	**23.5**	**31.2**	**35.4**	**29.5**
계속사업법인세비용	8.0	13.3	7.9	8.5	7.7
계속사업이익	19.7	10.3	23.3	26.9	21.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**19.7**	**10.3**	**23.3**	**26.9**	**21.9**
지배주주	20.2	10.7	23.7	27.3	22.2
총포괄이익	**19.7**	**10.3**	**23.2**	**27.9**	**21.9**
매출총이익률 (%)	57.1	57.3	57.7	56.7	54.7
영업이익률 (%)	12.1	9.5	10.7	11.0	10.1
EBITDA 마진률 (%)	15.2	12.8	14.4	14.8	14.8
당기순이익률 (%)	8.2	3.9	8.1	8.5	6.9
ROA (%)	9.9	4.9	9.4	9.1	6.6
ROE (%)	13.1	6.5	13.5	14.1	10.5
ROIC (%)	15.6	7.2	12.8	12.6	9.9

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E
영업활동 현금흐름	**20.8**	**4.3**	**40.0**	**31.0**	**21.7**
당기순이익(손실)	19.7	10.3	23.3	26.9	21.9
비현금수익비용가감	22.0	31.7	29.9	30.8	28.5
유형자산감가상각비	6.4	7.3	8.2	9.6	12.4
무형자산상각비	1.1	1.4	2.2	2.2	2.4
기타현금수익비용	-0.2	-0.1	-0.1	-0.1	13.6
영업활동 자산부채변동	-13.5	-21.5	-3.9	-16.8	-18.6
매출채권 감소(증가)	-2.6	-14.0	2.6	-3.1	-1.6
재고자산 감소(증가)	-9.4	1.6	-10.8	-9.9	-13.5
매입채무 증가(감소)	-1.7	-1.7	14.2	0.9	1.2
기타자산, 부채변동	0.1	-7.3	-9.9	-4.8	-4.7
투자활동 현금	**-20.2**	**-19.8**	**-41.7**	**-47.7**	**-28.0**
유형자산처분(취득)	-17.3	-14.6	-40.7	-32.9	-18.7
무형자산 감소(증가)	-2.9	-3.0	-1.8	-3.6	-2.6
투자자산 감소(증가)	0.3	-2.2	3.6	0.6	-5.4
기타투자활동	-0.3	-0.1	-2.9	-11.7	-1.3
재무활동 현금	**-5.8**	**5.3**	**12.9**	**14.8**	**-12.0**
차입금의 증가(감소)	0.0	10.0	18.0	20.9	-0.9
자본의 증가(감소)	-3.4	-4.5	-4.7	-4.9	-5.0
배당금의 지급	3.4	4.5	4.7	4.9	5.0
기타재무활동	-2.4	-0.2	-0.4	-1.2	-6.1
현금의 증가	**-5.1**	**-10.3**	**11.2**	**-1.9**	**-18.3**
기초현금	19.1	14.0	3.7	14.9	13.0
기말현금	14.0	3.7	14.9	13.0	-5.3

자료: 대원제약, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2016	2017	2018	2019	2020E
투자지표 (x)					
P/E	16.9	35.6	16.3	14.2	17.4
P/B	2.1	2.3	2.1	1.9	1.8
EV/EBITDA	8.9	11.4	9.8	9.1	9.3
P/CF	8.3	9.2	7.4	6.8	7.8
배당수익률 (%)	1.5	1.4	1.3	1.3	1.3
성장성 (%)					
매출액	-9.3	10.3	8.0	10.9	0.1
영업이익	15.2	-13.2	21.6	14.2	-8.1
세전이익	18.0	-15.2	32.7	13.3	-16.5
당기순이익	92.0	-47.9	126.6	15.4	-18.6
EPS	88.5	-46.9	120.8	14.9	-18.5
안정성 (%)					
부채비율	32.5	35.1	50.4	60.4	58.3
유동비율	272.9	244.6	185.0	196.9	214.3
순차입금/자기자본(x)	-11.8	0.5	6.1	15.6	21.5
영업이익/금융비용(x)	n/a	167.9	343.9	130.7	27.1
총차입금 (십억원)	0	10	28	51	53
순차입금 (십억원)	-19	1	11	32	46
주당지표(원)					
EPS	1,017	539	1,191	1,368	1,115
BPS	7,987	8,312	9,067	10,124	10,721
CFPS	2,067	2,079	2,627	2,849	2,487
DPS	260	260	260	260	260

보령제약 (003850)

2021. 1. 5 | Mid-Small Cap

Analyst 이나경, 정홍식
02. 3779-8697
ppflnk96@ebestsec.co.kr

카나브F의 성장에 항암제를 더한다

NR

목표주가	NR
현재주가	18,500 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

기업개요

보령제약은 고혈압, 고지혈증 등 대사성질환 및 항암제에 특화된 중견 제약사이다. 동사는 제네릭 중심의 타 중소제약사들과 달리 자체 개발한 오리지날 신약 카나브(혈압강하제, 단일제, 2011년 출시)를 기반으로 고혈압 복합제 개량신약을 연이어 출시하며 외형성장을 이어가고 있다. 3Q20누적 기준 부문별 매출액은 ETC 80.7%(카나브F 15.7%), 수탁 9.6%, OTC 4.6%, 수출 4.5% 등이다.

실적동향

동사는 카나브F 매출이 2012년 182억원 → 2019년 717억원으로 고성장함에 따라 동사의 실적 역시 매년 역성장 없이 개선(2012년 3,121억원 → 2019년 5,243억원)되고 있다. 누적 3Q20 실적은 매출액 4,235억원(+9.9% yoy), 영업이익 354억원(+8.2% yoy)로 코로나19 영향에도 불구하고 추세적인 성장을 이어갔다. 고혈압 환자의 경우, 꾸준히 약을 복용해야 하기 때문에 코로나19 타격이 비교적 적은 것으로 파악된다.

Capa 확장과 항암제 사업 확장

동사는 예산신공장 증설(1,600억원 투자, 2017년 착공, 2019년 4월 준공)을 완료하고, 본격 가동을 진행하고 있다. 예산공장에는 내용고형제 및 항암제 시설이 들어섰는데, Capa는 기존 안산공장 대비 내용고형제 3억5천만정 → 8억7천만정, 항암주사제 195만바이알 → 600만바이알로 확장된다. 고형제의 경우, 2019년 10월 GMP인증을 획득하여 2020년 하반기부터 본격 가동 중이며, 항암주사제는 최근 GMP인증을 획득하여 2021년 초부터 가동 예정이다.

더불어 동사는 상품으로 들여온 항암제를 제품화하는 계약을 추진하고 있다. 2020년에 젬자(한국릴리, 적응증: 췌장암, 폐암)의 국내 독점 제조 및 판매 계약(판권 및 허가권 인수)을 체결하였으며, 추가 제품화 전환 계약을 추진할 것으로 파악되며, 이번 Capa증설은 향후 동사 성장의 기반으로 작용할 것으로 보인다.

Stock Data

KOSPI(1/4)		2,944.45 pt
시가총액		8,810 억원
발행주식수		52,120 천주
52 주 최고가 / 최저가		20,542 / 7,823 원
90 일 일평균거래대금		215.61 억원
외국인 지분율		7.8%
배당수익률(20.12E)		0.5%
BPS(20.12E)		6,658 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-9.8%
	6 개월	-12.7%
	12 개월	-5.3%
주주구성	보령홀딩스 (외 8 인)	57.6%
	자사주신탁 (외 1 인)	3.1%
	자사주 (외 1 인)	1.7%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	409.1	22.0	21.5	5.6	117	-90.1	37	96.9	14.6	2.8	2.9
2017	422.7	1.0	76.4	56.5	1,185	909.1	17	7.4	27.4	1.7	25.5
2018	460.4	25.0	26.6	20.3	440	-62.8	41	43.3	26.1	3.6	8.0
2019	524.3	39.1	42.5	32.2	698	58.5	56	27.3	19.2	3.3	12.0
직전 4 분기	562.4	41.7	37.6	25.5	556.2	-20.3	69	34.3	16.2	2.9	8.8

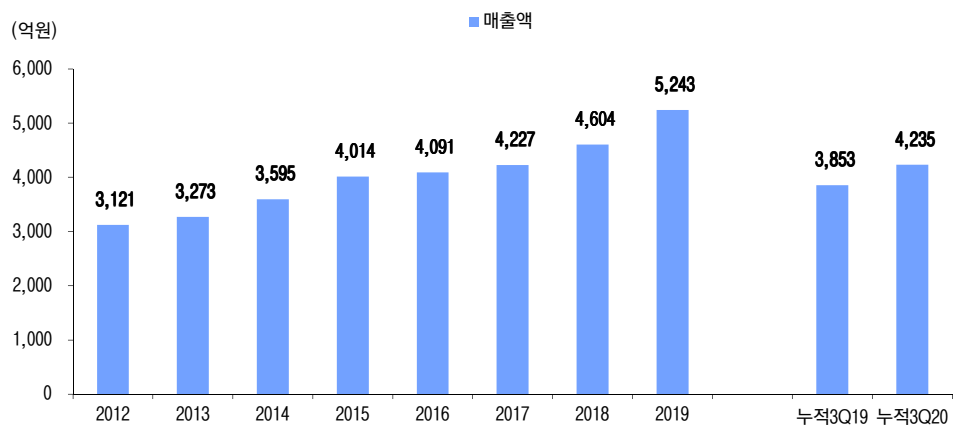
자료: 보령제약, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

표31 연간 실적 추이

(단위: 억원)	2016	2017	2018	2019	3Q20 누적
매출액	**4,091**	**4,227**	**4,604**	**5,243**	**4,235**
% YoY	*2.0%*	*3.3%*	*8.9%*	*13.9%*	*9.9%*
카나브F	447	379	575	717	666
카나브	378	288	368	418	327
듀카브	33	75	166	252	242
투베로	6	9	21	30	30
듀카로	-	-	-	-	43
아카브	-	-	-	-	11
해외 수출	31	7	20	17	13
스토가	111	91	101	144	138
뮤코미스트	96	116	130	153	100
메이액트	123	111	156	181	85
젬자	95	129	135	139	94
트루리시티	15	113	237	340	275
% YoY					
카나브F	*33.9%*	*-15.3%*	*51.7%*	*24.6%*	*30.5%*
카나브	*21.2%*	*-23.8%*	*27.6%*	*13.8%*	*7.8%*
듀카브		*127.7%*	*121.3%*	*51.5%*	*36.5%*
투베로		*56.4%*	*138.8%*	*39.9%*	*44.8%*
듀카로	-	-	-	-	-
아카브	-	-	-	-	-
해외 수출	*38.7%*	*-77.4%*	*185.9%*	*-16.0%*	*-42.4%*
스토가	*12.9%*	*-17.7%*	*11.3%*	*42.2%*	*40.9%*
뮤코미스트	*17.7%*	*21.8%*	*11.9%*	*17.8%*	*-12.1%*
메이액트	*28.1%*	*-10.3%*	*41.0%*	*15.8%*	*-30.9%*
젬자	*60.6%*	*35.6%*	*4.5%*	*3.0%*	*-11.3%*
트루리시티	*1416.0%*	*646.2%*	*109.9%*	*43.3%*	*11.8%*
영업이익	**220**	**10**	**250**	**391**	**354**
% of sales	5.4%	0.2%	5.4%	7.5%	8.3%
% YoY	*-21.6%*	*-95.5%*	*2146.4%*	*37.5%*	*8.2%*

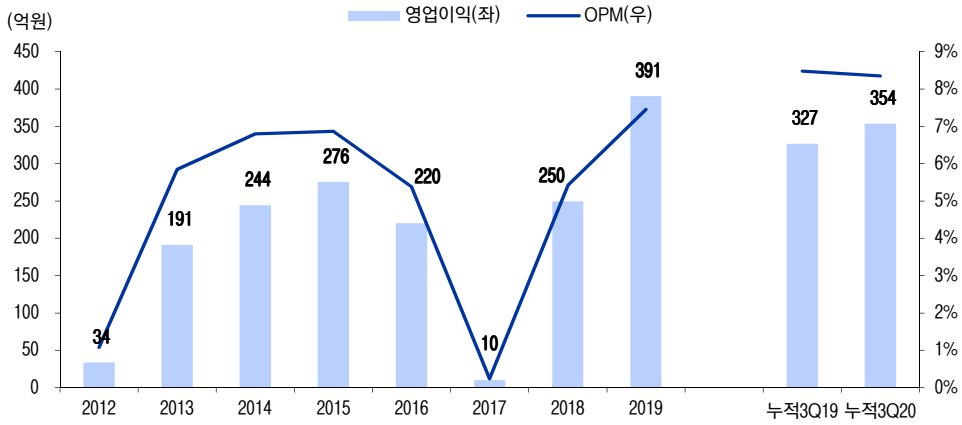
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림68 보령제약 매출액 추이



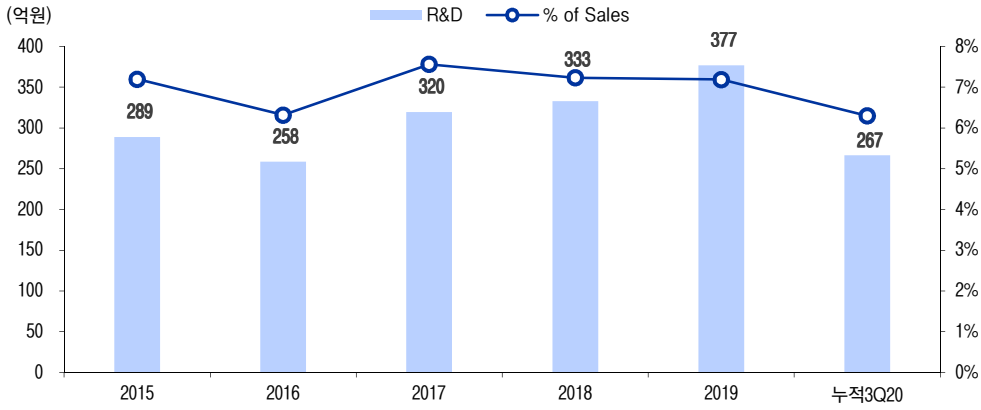
자료: 보령제약, 이베스트투자증권 리서치센터

그림69 보령제약 영업이익 및 OPM 추이



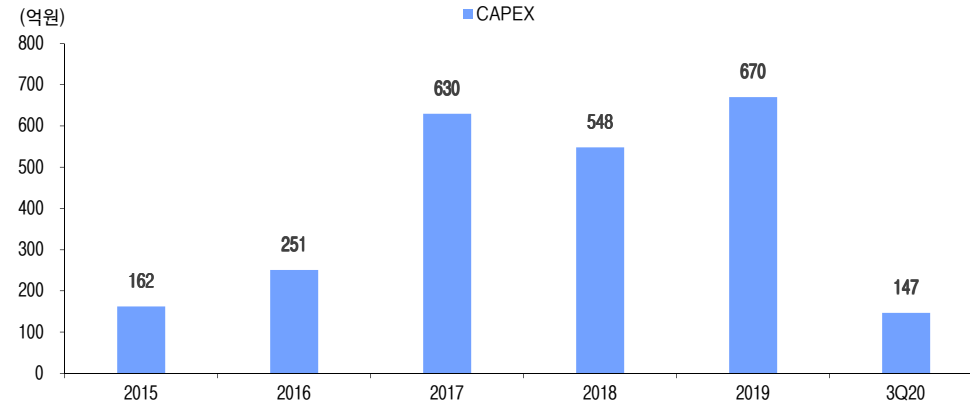
자료: 보령제약, 이베스트투자증권 리서치센터

그림70 보령제약 R&D 비용 추이



자료: 보령제약, 이베스트투자증권 리서치센터

그림71 보령제약 Capex 추이



자료: 보령제약, 이베스트투자증권 리서치센터

표32 카나브 패밀리 품목

품목	내용	성분	출시일
카나브	고혈압 단일제	피마살탄	2011년
듀카브	고혈압 복합제	피마살탄+암로디핀	2016년
투베로	고혈압·고지혈증 복합제	피마살탄+로수바스타틴	2016년
듀카로	고혈압·이상지질혈증 3제 복합제	피마살탄+암로디핀+로수바스타틴	2020년 2월
아카브	고혈압·고지혈증 복합제	피마살탄+아토르바스타틴	2020년 9월
BR1010	고혈압 3제 복합제	피마살탄+암로디핀+이뇨제	임상3상 진행 중

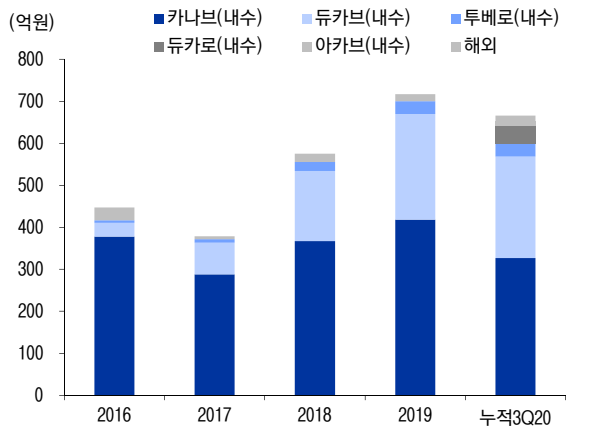
자료: 보령제약, 이베스트투자증권 리서치센터

표33 보령제약 주요 도입 품목

품목명	효능군	비고
스토가	위궤양, 위염 등 소화성궤양용제	국내독점 제조 및 판매
뮤코미스트	흡입형 진해거담제	국내독점 제조 및 판매
메이액트	항생제	국내독점 제조 및 판매
젬자	항암제(적응증: 췌장암, 폐암)	한국릴리 판권 및 허가권 인수
트루리시티	당뇨치료제(GLP-1유사체)	개발사 릴리와 공동 판매

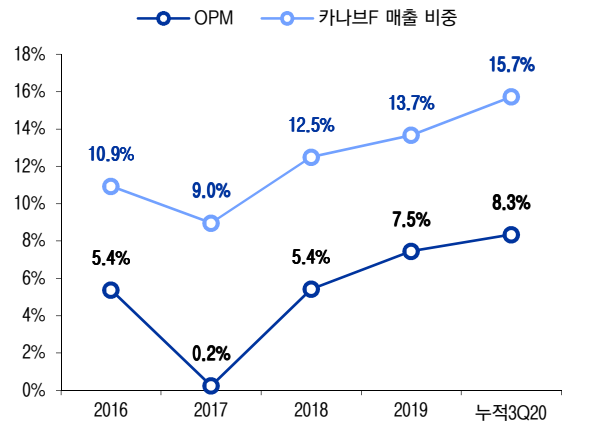
자료: 보령제약, 이베스트투자증권 리서치센터

그림72 카나브 패밀리 품목별 매출액



자료: 보령제약, 이베스트투자증권 리서치센터

그림73 카나브 패밀리 매출 비중 및 OPM



자료: 보령제약, 이베스트투자증권 리서치센터

보령제약 (003850)

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E
유동자산	262.0	228.5	224.5	231.9	307.8
현금 및 현금성자산	26.3	16.4	7.6	4.5	67.3
매출채권 및 기타채권	131.0	143.0	130.2	132.1	125.1
재고자산	73.4	60.7	75.8	85.1	101.7
기타유동자산	31.2	8.5	10.9	10.2	13.6
비유동자산	135.9	174.0	225.5	275.8	333.9
관계기업투자등	3.3	7.0	3.0	0.0	0.0
유형자산	89.3	144.5	196.3	248.8	244.3
무형자산	17.8	17.5	17.4	15.7	57.6
자산총계	**397.9**	**402.5**	**450.0**	**507.6**	**641.7**
유동부채	195.6	116.2	129.7	139.2	140.2
매입채무 및 기타재무	66.9	58.3	71.2	78.7	88.2
단기금융부채	25.5	38.9	31.8	26.2	20.9
기타유동부채	103.2	19.0	26.7	34.4	31.1
비유동부채	6.9	36.7	64.2	85.5	189.9
장기금융부채	0.0	27.4	54.3	72.6	173.3
기타비유동부채	6.9	9.3	9.9	12.9	16.6
부채총계	**202.6**	**152.9**	**193.9**	**224.7**	**330.1**
지배주주지분	195.3	249.7	256.1	283.0	346.5
자본금	21.1	22.1	22.1	22.1	23.8
자본잉여금	2.5	2.5	2.5	2.5	40.7
이익잉여금	181.9	235.4	246.8	273.7	296.5
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.6
자본총계	**195.3**	**249.7**	**256.1**	**283.0**	**347.1**

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E
매출액	**409.1**	**422.7**	**460.4**	**524.3**	**562.4**
매출원가	232.5	254.9	271.8	301.3	332.9
매출총이익	**176.6**	**167.8**	**188.6**	**223.0**	**229.5**
판매비 및 관리비	154.6	166.8	163.7	183.9	187.8
영업이익	**22.0**	**1.0**	**25.0**	**39.1**	**41.7**
(EBITDA)	37.3	17.3	41.1	56.5	69.1
금융손익	0.1	-0.4	0.5	-0.2	-3.7
이자비용	1.0	0.4	0.1	0.1	3.3
관계기업등 투자손익	-0.1	2.3	-3.5	5.5	0.0
기타영업외손익	-0.6	73.5	4.6	-1.9	-0.4
세전계속사업이익	**21.5**	**76.4**	**26.6**	**42.5**	**37.6**
계속사업법인세비용	15.8	19.9	6.3	10.2	12.2
계속사업이익	5.6	56.5	20.3	32.2	25.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**5.6**	**56.5**	**20.3**	**32.2**	**25.5**
지배주주	5.6	56.7	20.3	32.2	27.7
총포괄이익	**5.6**	**56.5**	**20.3**	**32.2**	**25.5**
매출총이익률 (%)	43.2	39.7	41.0	42.5	40.8
영업이익률 (%)	5.4	0.2	5.4	7.5	7.4
EBITDA 마진률 (%)	9.1	4.1	8.9	10.8	12.3
당기순이익률 (%)	1.4	13.4	4.4	6.1	4.5
ROA (%)	1.5	14.2	4.8	6.7	4.8
ROE (%)	2.9	25.5	8.0	12.0	8.8
ROIC (%)	2.7	0.3	6.1	8.4	6.9

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E
영업활동 현금흐름	**9.4**	**-24.6**	**38.9**	**47.0**	**61.5**
당기순이익(손실)	5.6	56.5	20.3	32.2	27.1
비현금수익비용가감	36.3	-29.1	25.4	28.2	33.0
유형자산감가상각비	13.2	13.9	13.9	15.3	21.5
무형자산상각비	2.1	2.3	2.2	2.1	5.9
기타현금수익비용	-0.9	-3.4	0.0	-5.2	5.6
영업활동 자산부채변동	-23.0	-21.4	-7.9	-5.2	14.7
매출채권 감소(증가)	-5.5	-12.7	15.6	-1.6	23.6
재고자산 감소(증가)	-26.2	5.6	-19.6	-13.9	-1.4
매입채무 증가(감소)	13.3	2.6	8.6	6.5	-0.8
기타자산, 부채변동	-4.6	-16.9	-12.5	3.8	-6.6
투자활동 현금	**32.4**	**-24.5**	**-56.4**	**-59.1**	**-127.6**
유형자산처분(취득)	-24.4	-62.9	-54.8	-66.9	-32.6
무형자산 감소(증가)	-1.5	-2.6	-1.6	-0.2	-74.6
투자자산 감소(증가)	-1.5	0.2	0.0	0.0	0.0
기타투자활동	59.9	40.8	0.0	8.0	-20.4
재무활동 현금	**-38.5**	**39.5**	**8.7**	**9.0**	**129.5**
차입금의 증가(감소)	-31.8	40.9	19.8	11.5	93.9
자본의 증가(감소)	-1.6	-1.6	-6.8	-2.5	35.8
배당금의 지급	1.6	1.6	6.8	2.5	4.2
기타재무활동	-5.1	0.2	-4.4	0.0	-0.2
현금의 증가	**4.2**	**-10.0**	**-8.8**	**-3.1**	**62.8**
기초현금	22.1	26.3	16.4	7.6	4.5
기말현금	26.3	16.4	7.6	4.5	67.3

주: IFRS 연결 기준, 자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2016	2017	2018	2019	2020E
투자지표 (x)					
P/E	96.9	7.4	43.3	27.3	34.3
P/B	2.8	1.7	3.6	3.3	2.9
EV/EBITDA	14.6	27.4	26.1	19.2	16.2
P/CF	13.1	15.5	20.1	15.2	16.5
배당수익률 (%)	0.4	1.8	0.3	0.5	0.5
성장성 (%)					
매출액	-3.2	3.3	8.9	13.9	7.3
영업이익	2,058.1	-95.4	2,346.4	56.5	6.8
세전이익	-71.9	255.9	-65.2	59.8	-11.4
당기순이익	-90.1	906.0	-64.0	58.7	-20.9
EPS	-90.1	909.1	-62.8	58.5	-20.3
안정성 (%)					
부채비율	103.7	61.2	75.7	79.4	95.1
유동비율	134.0	196.7	173.1	166.5	219.6
순차입금/자기자본(x)	-0.6	19.9	30.6	33.2	36.5
영업이익/금융비용(x)	22.9	2.8	258.5	628.8	12.5
총차입금 (십억원)	26	66	86	99	194
순차입금 (십억원)	-1	50	78	94	127
주당지표 (원)					
EPS	117	1,185	440	698	556
BPS	4,054	5,181	5,302	5,858	6,658
CFPS	871	568	948	1,251	1,155
DPS	40	160	60	100	100

디에이치피코리아 (131030)

2021. 1. 5 | Mid-Small Cap

Analyst 이나경, 정홍식
02. 3779-8697
ppflnk96@ebestsec.co.kr

약가 인하로 영업이익 타격 우려

기업개요

디에이치피코리아는 일회용 점안액(매출 비중 약 95%) 및 안과용제 전문 업체이다. 동종기업으로는 휴온스, 태준제약(비상장), 한림제약(비상장) 등이 있다. 동사의 주력 제품은 티어린프리점안액(용량 0.5ml, 히알루론산제제 함유량 0.1%)과 티어린피점안액(용량 0.5ml, 히알루론산제제 함유량 0.15%)이며, 자사제품 이외에도 주요 제약사들을 대상으로 수탁사업을 영위하고 있다.

실적동향

동사는 안구건조증 처방액 증가(2015~2019년 CAGR 12.1%)에 따라 안정적인 실적 성장(2012년 219억원 → 2019년 604억원, CAGR 13.5%)을 시현해왔다. 누적 3Q20 실적 역시 추세적인 성장을 이어갔는데, 매출액 498억원(+13.4% yoy), 영업이익 144억원(+18.6% yoy)를 기록했다.

체크포인트

1. 동사의 주력 품목인 일회용 점안액에 대한 보험약가 인하가 2020년 11월 14일부터 시행되었다. 약가 인하의 주요 내용은 제품 용량에 상관없이 히알루론산제제 함유량이 동일한 품목에 동일한 약가를 적용하는 것으로, 함유량이 높을수록 상대적으로 높은 약가가 적용된다. 동사의 경우, 주요 품목인 티어린프리점안액 기존 296원 → 198원(-33.1%), 티어린피점안액 기존 360원 → 248원(-31.1%)의 인하된 약가가 적용된다. 이미 공급된 재고물량에 대해 약가 인하 전후의 차액을 소급 보상해야 하므로, 당분간 비용 지급으로 인한 실적 타격이 예상된다.

2. 일회용 점안액 시장 고성장에 따라 동사의 CAPA증설이 진행되고 있다. 동사는 지난 10월12일 공시를 통해 221억원 규모의 공장 증설 계획을 발표했다. 2022년 말 완공 예정이며, CAPA는 기존 연간 2억7천만 관 → 연간 약 4억관 이상으로 확장될 것으로 보인다. 다만, 동사뿐만 아니라 타 경쟁업체들도 CAPA 확대에 대규모 투자를 집행하고 있어 경쟁심화가 우려된다.

NR

목표주가	NR
현재주가	8,290 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ (1/4)		977.62 pt
시가총액		1,373 억원
발행주식수		16,565 천주
52 주 최고가 / 최저가		8,880 / 4,855 원
90 일 일평균거래대금		13.73 억원
외국인 지분율		4.3%
배당수익률(20.12E)		1.2%
BPS(20.12E)		7,311 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	32.5%
	6 개월	99.4%
	12 개월	49.7%
주주구성	김재경(외 6 인)	37.9%
	FIDELITY	10.0%
	자사주	1.1%

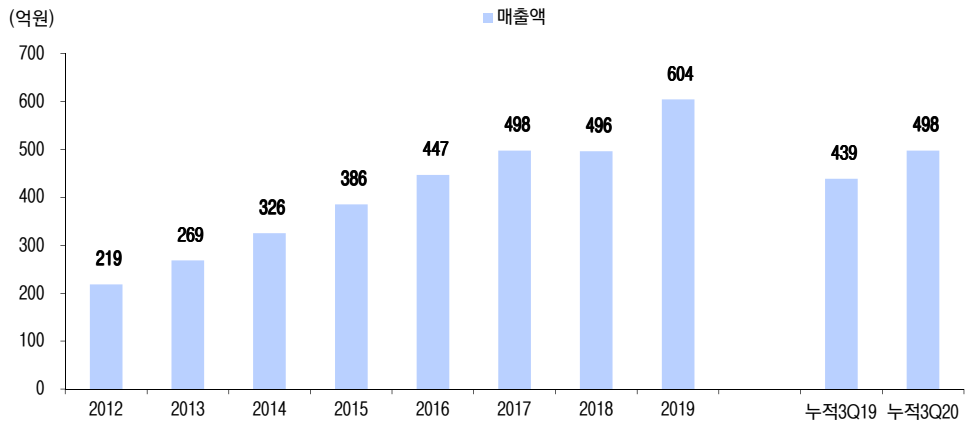
Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	44.7	11.4	11.7	11.5	704	-10.7	14.2	12.8	7.6	2.0	16.3
2017	49.8	12.6	13.1	12.9	789	12.0	15.6	10.0	4.9	1.5	15.9
2018	49.6	10.7	11.3	10.0	613	-22.3	13.9	13.6	5.7	1.5	11.0
2019	60.4	15.2	16.4	14.6	894	45.9	17.8	9.4	3.6	1.3	14.4
직전 4 분기	66.3	17.4	18.2	14.5			20.2		2.7	1.2	13.0

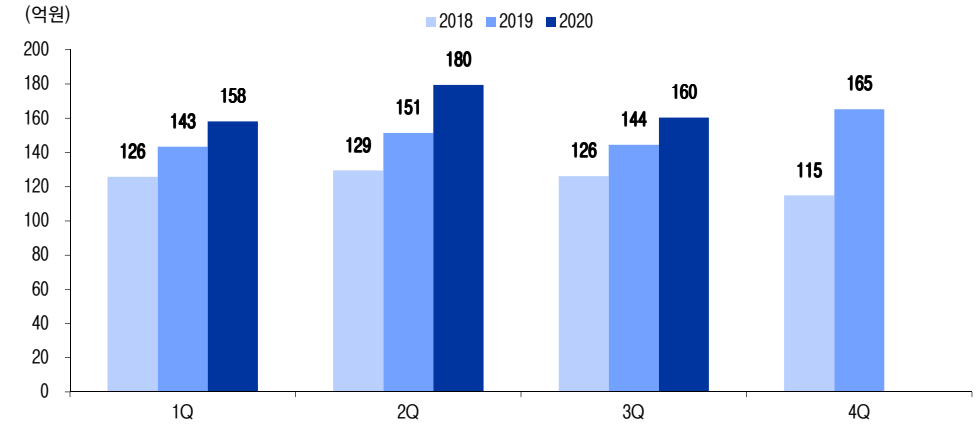
자료: 디에이치피코리아, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 별도기준

그림74 디에이치피코리아 매출액 추이



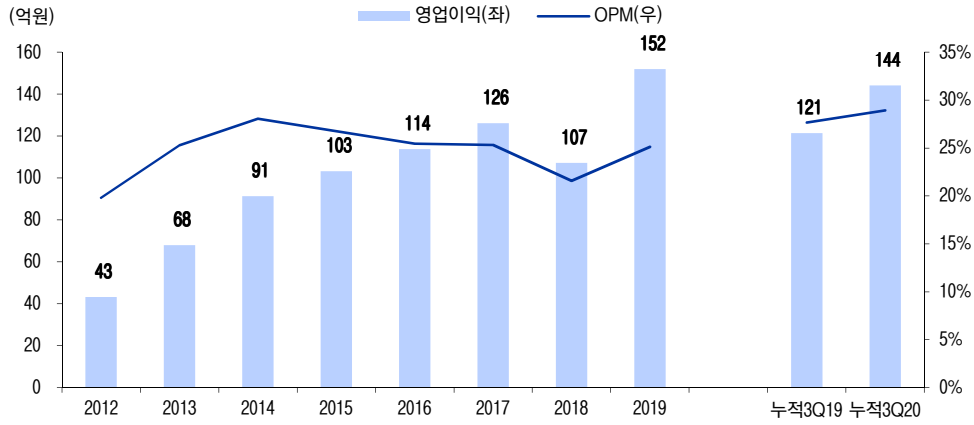
자료: 디에이치피코리아, 이베스트투자증권 리서치센터

그림75 디에이치피코리아 분기별 매출액 추이



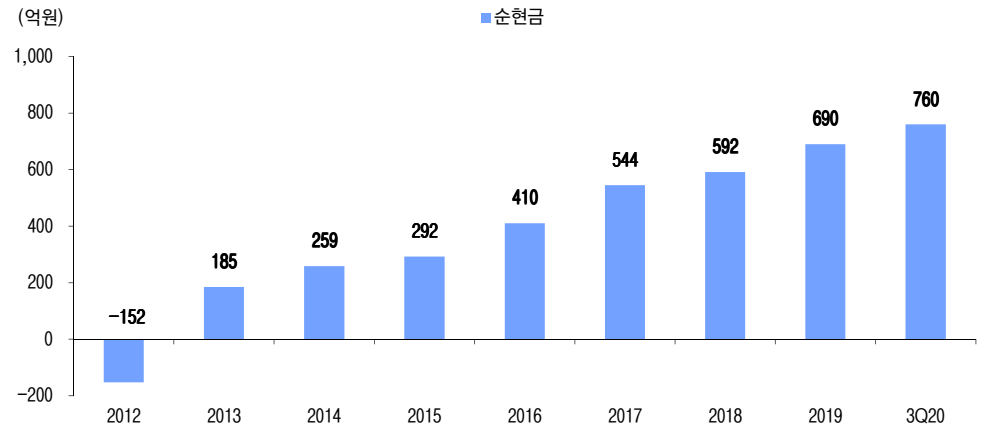
자료: 디에이치피코리아, 이베스트투자증권 리서치센터

그림76 디에이치피코리아 영업이익 및 OPM 추이



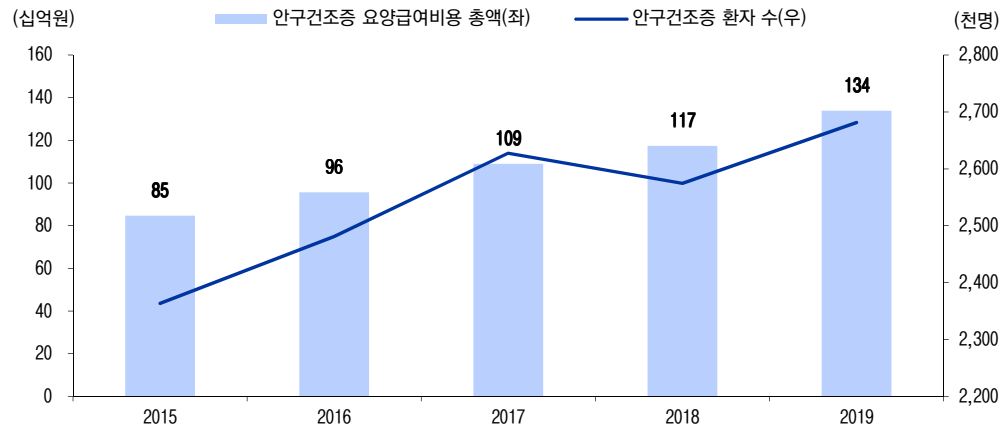
자료: 디에이치피코리아, 이베스트투자증권 리서치센터

그림77 디에이치피코리아 순현금



자료: 디에이치피코리아, 이베스트투자증권 리서치센터

그림78 안구건조증 환자 수 및 요양급여비용 추이



자료: 건강보험심사평가원, 이베스트투자증권 리서치센터

그림79 일회용 점안제 약가 인하 내용

주6) 보고서 제출일 현재 당사의 주력제품인 티어린프리점안액과 티어린피 점안액은 2020년 11월 14일 부터 하기 보험약가가 적용됩니다.

구분	약가 인하 전	약가 인하 후	증감률
티어린프리점안액(히알루론산나트륨)_(0.5mg/0.5mL)	296원	198원	-33.1%
티어린피점안액(히알루론산나트륨)_(0.75mg/0.5mL)	360원	248원	-31.1%

자료: 디에이치피코리아, 이베스트투자증권 리서치센터

디에이치피코리아(131030)

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E
유동자산	56.3	66.8	70.7	88.7	91.4
현금 및 현금성자산	42.0	54.4	33.9	35.2	35.8
매출채권 및 기타채권	9.0	7.4	6.2	7.3	7.3
재고자산	4.1	4.6	5.0	5.8	5.9
기타유동자산	1.2	0.2	25.6	40.3	42.4
비유동자산	27.6	27.8	33.2	30.3	34.0
관계기업투자등	0.0	1.9	3.0	3.0	3.0
유형자산	27.2	25.4	22.9	24.1	25.7
무형자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자산총계	**83.8**	**94.6**	**103.9**	**119.0**	**125.4**
유동부채	7.7	7.0	7.7	9.7	6.2
매입채무 및 기타재무	1.8	2.4	1.7	2.2	1.7
단기금융부채	2.0	0.0	0.0	0.1	0.1
기타유동부채	3.9	4.6	6.0	7.4	4.4
비유동부채	0.9	1.0	1.3	1.5	2.1
장기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.1	0.4
기타비유동부채	0.9	1.0	1.3	1.4	1.7
부채총계	**8.6**	**8.0**	**9.0**	**11.2**	**8.3**
지배주주지분	75.3	86.6	94.9	107.7	119.5
자본금	8.3	8.3	8.3	8.3	8.3
자본잉여금	36.7	36.7	36.7	36.7	36.7
이익잉여금	31.4	42.8	51.1	63.9	77.7
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**75.3**	**86.6**	**94.9**	**107.7**	**119.5**

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E
매출액	**44.7**	**49.8**	**49.6**	**60.4**	**61.0**
매출원가	19.6	22.1	22.5	23.5	23.8
매출총이익	**25.1**	**27.7**	**27.1**	**36.9**	**37.3**
판매비 및 관리비	13.7	15.1	16.4	21.7	22.0
영업이익	**11.4**	**12.6**	**10.7**	**15.2**	**15.3**
(EBITDA)	14.2	15.6	13.9	17.8	18.5
금융손익	0.4	0.6	1.1	1.3	1.5
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.1	-0.2	-0.5	-0.1	-0.1
세전계속사업이익	**11.7**	**13.1**	**11.3**	**16.4**	**16.8**
계속사업법인세비용	0.2	0.2	1.3	1.8	1.9
계속사업이익	11.5	12.9	10.0	14.6	15.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**11.5**	**12.9**	**10.0**	**14.6**	**15.0**
지배주주	11.5	12.9	10.0	14.6	15.0
총포괄이익	**11.5**	**12.8**	**10.1**	**14.6**	**15.0**
매출총이익률 (%)	56.2	55.6	54.7	61.1	61.1
영업이익률 (%)	25.4	25.3	21.6	25.1	25.1
EBITDA 마진률 (%)	31.7	31.2	28.0	29.5	30.2
당기순이익률 (%)	25.7	25.9	20.2	24.1	24.5
ROA (%)	14.6	14.4	10.1	13.1	11.9
ROE (%)	16.3	15.9	11.0	14.4	13.1
ROIC (%)	33.2	38.6	30.2	43.2	45.6

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E
영업활동 현금흐름	**12.0**	**18.3**	**15.0**	**16.8**	**14.3**
당기순이익(손실)	11.5	12.9	10.0	14.6	15.4
비현금수익비용가감	3.0	3.3	4.3	3.7	6.2
유형자산감가상각비	2.8	2.9	3.2	2.6	2.7
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금수익비용	0.0	0.0	0.1	-0.3	3.4
영업활동 자산부채변동	-2.8	1.8	0.2	-1.0	-5.8
매출채권 감소(증가)	-2.7	1.5	1.2	-1.1	-1.6
재고자산 감소(증가)	-0.2	-0.6	-0.3	-0.8	0.0
매입채무 증가(감소)	-0.3	0.2	-0.8	0.4	0.0
기타자산, 부채변동	0.4	0.6	0.0	0.6	-4.1
투자활동 현금	**3.4**	**-2.2**	**-34.0**	**-13.8**	**-9.8**
유형자산처분(취득)	-1.7	-1.2	-0.7	-3.7	-4.2
무형자산 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산 감소(증가)	5.0	1.0	-25.3	-8.7	-9.6
기타투자활동	0.0	-2.1	-8.0	-1.5	4.0
재무활동 현금	**-1.6**	**-3.6**	**-1.6**	**-1.7**	**-3.7**
차입금의 증가(감소)	0.0	-2.0	0.0	-0.1	-0.1
자본의 증가(감소)	-1.6	-1.6	-1.6	-1.6	-1.6
배당금의 지급	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	-2.0
현금의 증가	**13.8**	**12.4**	**-20.6**	**1.3**	**0.7**
기초현금	28.2	42.0	54.4	33.9	35.2
기말현금	42.0	54.4	33.9	35.2	35.8

주: IFRS 개별 기준, 자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2016	2017	2018	2019	2020E
투자지표 (x)					
P/E	12.8	10.0	13.6	9.4	n/a
P/B	2.0	1.5	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	7.6	4.9	5.7	3.6	3.0
P/CF	10.3	8.1	9.7	7.6	n/a
배당수익률 (%)	1.1	1.3	1.2	1.2	1.2
성장성 (%)					
매출액	-10.2	11.4	-0.4	21.8	9.7
영업이익	-9.8	10.9	-15.1	41.7	14.9
세전이익	-10.7	12.0	-13.7	45.6	10.7
당기순이익	-10.7	12.0	-22.3	45.9	-0.3
EPS	-10.7	12.0	-22.3	45.9	n/a
안정성 (%)					
부채비율	11.4	9.3	9.5	10.4	6.9
유동비율	727.2	948.5	916.5	912.6	1,482.5
순차입금/자기자본(x)	-54.6	-62.9	-62.4	-69.6	-64.7
영업이익/금융비용(x)	233.0	262.0	n/a	3,846.2	967.9
총차입금 (십억원)	2	0	0	0	0
순차입금 (십억원)	-41	-54	-59	-75	-77
주당지표 (원)					
EPS	704	789	613	894	n/a
BPS	4,543	5,225	5,729	6,505	7,215
CFPS	877	974	862	1,102	n/a
DPS	100	100	100	100	100

휴메딕스 (200670)

2021. 1. 5 | Mid-Small Cap

Analyst **이나경, 정홍식**
02. 3779-8697
ppflnk96@ebestsec.co.kr

신규 사업 진행

NR

목표주가	NR
현재주가	23,600 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

기업개요

휴메딕스는 휴온스그룹의 에스테틱 담당 계열회사로 HA필러(피부의 꺼진 부위를 도톰하게 채워 주름을 펴주는 주사제) 제조 · 판매에 주력하고 있다. 동사는 이외에도 HA원료 가공 기술을 활용해 관절염 치료제, 일회용 점안제, HA원료의약품까지 사업을 확장했다. 3Q20 누적 기준 제품별 매출액 비중은 HA필러 29.6%, 전문의약품 21.2%, 관절염치료제 11.5%, 원료의약품 9.2%, 안과용제 2.9% 등이다. 연결 자회사로는 미용의료기기 제조업체인 파나시(지분율 44.9%)를 보유하고 있다.

실적동향

누적 3Q20 연결실적은 매출액 635억원(+12.6% yoy), 영업이익 96억원(+3.3% yoy)을 기록했다. 올해 실적은 전반적으로 코로나19 타격이 있었으나, 필러(엘라비에)+보톡스(상품: 휴온스의 리즈톡스) 패키지 판매와 전문의약품 CMO 부문이 비교적 견조했다. 특히 보톡스의 경우 경쟁제품 국내 허가 취소 이슈로 반사이익이 있었다. 2020년 9월부터는 일회용 점안제 매출이 신규로 추가되었다.

체크포인트

1. 동사는 2020년 9월부터 일회용 점안제 수탁생산을 본격 시작했다. 연간 Capa 1.5억관을 확보하였으며, 3분기 가동률 100% 이상으로 가동되고 있는 상황이다. 매달 10억원 수준의 매출액이 꾸준하게 발생할 것으로 보인다.

2. 2019년 11월 우리비앤비 지분 20%를 취득하면서 헤파린나트륨 원료 공급 사업에 진출했다. 헤파린나트륨은 혈액응고억제제로 사용되는데, 돼지 내장에서만 추출이 가능하고 대부분 중국(90%)에서 공급된다. 동사는 2021년 식약처 원료 승인을 목표로 원료 개발을 진행 중이다.

3. 동사는 HA관절염치료제(1회제형, 급여상한가 35,985원)를 생산해 휴온스(하이히알원샷)와 신풍제약(하이히알원스)에 공급하고 있다. 동사는 PDRN원료 가공 기술을 활용해 2022년 하반기를 목표로 PN관절강 주사제 임상을 진행하고 있다.

Stock Data

KOSDAQ (1/4)		977.62 pt
시가총액		2,353 억원
발행주식수		9,971 천주
52 주 최고가 / 최저가		29,250 / 10,650 원
90 일 일평균거래대금		10.33 억원
외국인 지분율		3.4%
배당수익률(20.12E)		2.1%
BPS(20.12E)		11,947 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	-10.3%
	6 개월	-45.0%
	12 개월	0.0%
주주구성	휴온스글로벌 (외 16 인)	42.4%
	자사주 (외 1 인)	4.5%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2016	47.1	12.8	12.5	10.5	1,050	-15.2	15	28.6	16.6	2.7	9.4
2017	54.7	12.4	16.4	13.8	1,238	18.0	17	32.7	22.7	3.7	11.0
2018	64.8	10.7	11.8	10.8	966	-22.0	18	24.6	11.8	2.2	8.6
2019	78.6	13.3	13.1	12.1	1,094	13.2	22	21.7	9.9	2.1	9.5
직전4분기	85.7	13.6	18.5	14.8	1,191	8.9	24	19.9	9.3	2.0	9.8

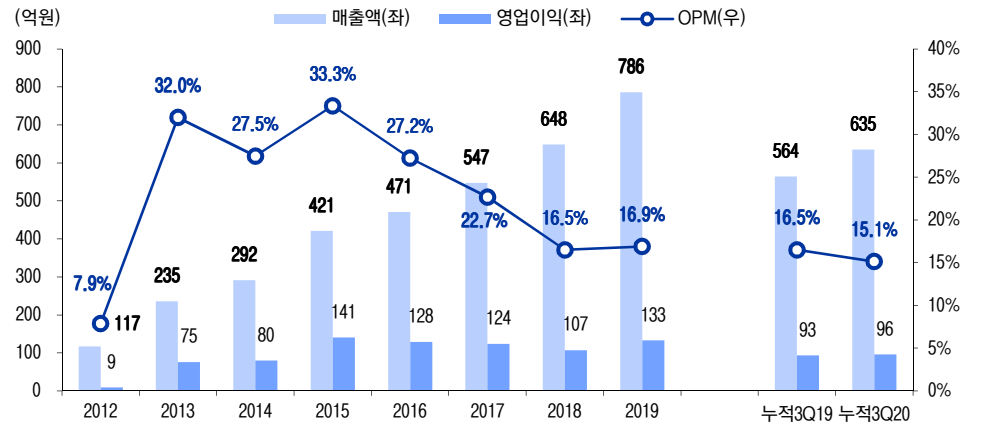
자료: 휴메딕스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표34 휴메딕스 연간실적 추이

(단위: 억원)	2016	2017	2018	2019	3Q20 누적
매출액	**471**	**547**	**648**	**786**	**635**
% YoY	*11.9%*	*16.1%*	*18.5%*	*21.3%*	*12.6%*
필러	131	144	173	208	156
전문의약품	69	75	108	146	112
관절염치료제	114	106	102	123	61
안과용제	59	46	40	25	15
화장품 등	4	24	31	9	9
원료의약품	43	63	46	70	48
상품	29	41	57	102	113
% YoY					
필러		*10.1%*	*20.6%*	*19.8%*	*5.3%*
전문의약품		*9.9%*	*43.2%*	*35.0%*	*8.0%*
관절염치료제		*-6.6%*	*-4.5%*	*20.6%*	*-32.1%*
안과용제		*-21.2%*	*-13.9%*	*-38.0%*	*-10.8%*
화장품 등		*550.6%*	*33.5%*	*-71.0%*	*72.3%*
원료의약품		*47.0%*	*-26.2%*	*50.4%*	*-1.4%*
상품		*41.8%*	*40.0%*	*78.3%*	*64.4%*
% of Sales					
필러	27.7%	26.3%	26.7%	26.4%	32.1%
전문의약품	14.5%	13.8%	16.6%	18.5%	16.7%
관절염치료제	24.2%	19.4%	15.7%	15.6%	9.9%
안과용제	12.5%	8.4%	6.1%	3.1%	7.0%
화장품 등	0.8%	4.3%	4.8%	1.2%	2.4%
원료의약품	9.1%	11.5%	7.1%	8.9%	7.3%
상품	6.1%	7.5%	8.8%	13.0%	22.1%
영업이익	**128**	**124**	**107**	**133**	**96**
% of sales	27.2%	22.7%	16.5%	16.9%	15.1%
% YoY	*-8.6%*	*-3.3%*	*-13.8%*	*24.2%*	*3.3%*

자료: 휴메딕스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림80 휴메딕스 연간 실적 추이



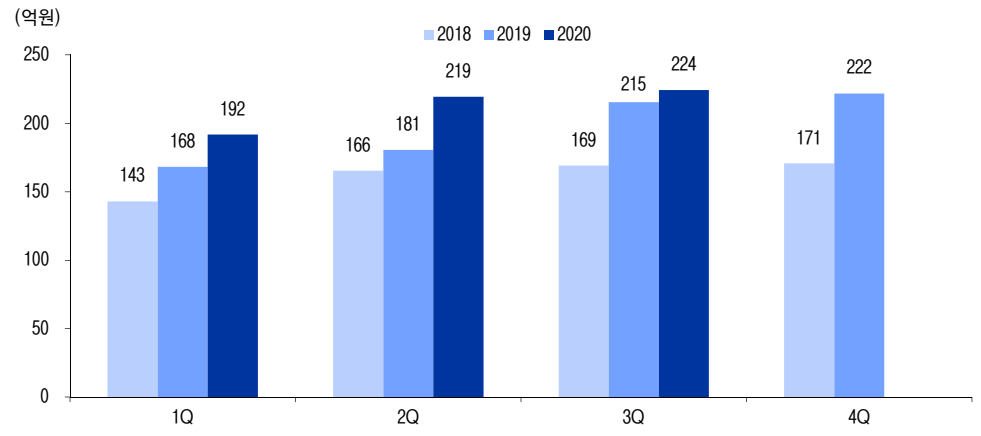
자료: 휴메딕스, 이베스트투자증권 리서치센터

표35 휴메딕스 분기실적 추이

(단위: 억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20
매출액	**168**	**181**	**215**	**222**	**192**	**219**	**224**
%yoy	17.6%	9.1%	27.5%	30.0%	14.0%	21.5%	4.1%
필러	44	54	51	59	49	52	56
전문의약품	31	31	42	42	43	40	29
관절염치료제	24	27	38	33	24	20	17
안과용제	3	5	9	8	2	1	12
화장품 등	5	-3	3	4	3	2	4
원료의약품	13	17	19	21	18	17	13
상품	21	20	27	33	31	44	38
%yoy							
필러	*16.4%*	*40.2%*	*9.0%*	*16.7%*	*13.0%*	*-3.8%*	*8.4%*
전문의약품	*26.3%*	*11.8%*	*35.3%*	*69.2%*	*39.3%*	*29.5%*	*-30.9%*
관절염치료제	*9.5%*	*-1.3%*	*65.7%*	*13.9%*	*0.4%*	*-27.4%*	*-55.5%*
안과용제	*-76.6%*	*-69.2%*	*26.3%*	*94.7%*	*-42.8%*	*-73.6%*	*34.7%*
화장품 등	*-24.2%*	*-67.2%*	*-78.9%*	*4.4%*	*-37.3%*	*-37.8%*	*57.9%*
원료의약품	*29.6%*	*46.9%*	*47.6%*	*75.1%*	*39.7%*	*4.4%*	*-34.5%*
상품	*86.8%*	*25.1%*	*89.3%*	*118.2%*	*43.6%*	*118.6%*	*40.4%*
% of Sales							
필러	26%	30%	24%	27%	26%	24%	25%
전문의약품	18%	17%	19%	19%	22%	18%	13%
관절염치료제	14%	15%	18%	15%	12%	9%	8%
안과용제	2%	3%	4%	4%	1%	1%	5%
화장품 등	3%	1%	1%	2%	2%	1%	2%
원료의약품	8%	9%	9%	9%	10%	8%	6%
상품	13%	11%	13%	15%	16%	20%	17%
영업이익	**27**	**31**	**36**	**40**	**27**	**33**	**36**
OPM	15.9%	17.0%	16.5%	17.9%	14.1%	15.3%	15.9%
% yoy	*26.0%*	*122.4%*	*10.6%*	*0.0%*	*0.5%*	*9.0%*	*0.5%*

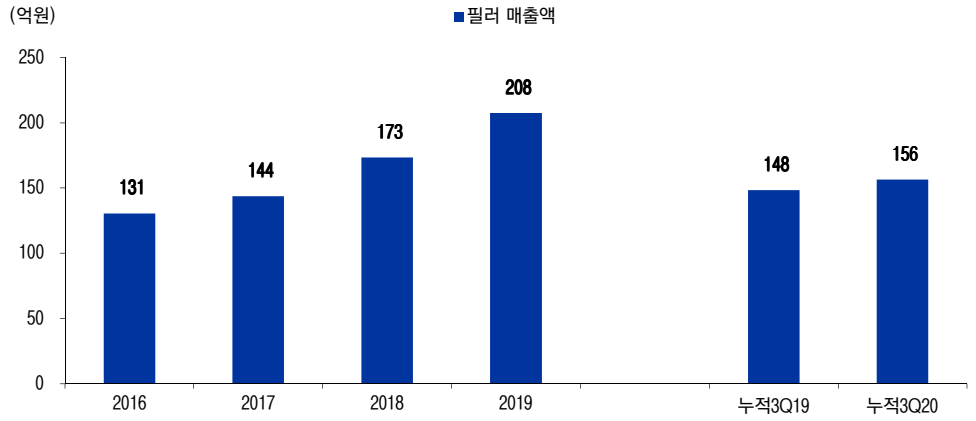
자료: 휴메딕스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림81 휴메딕스 분기별 매출액 추이



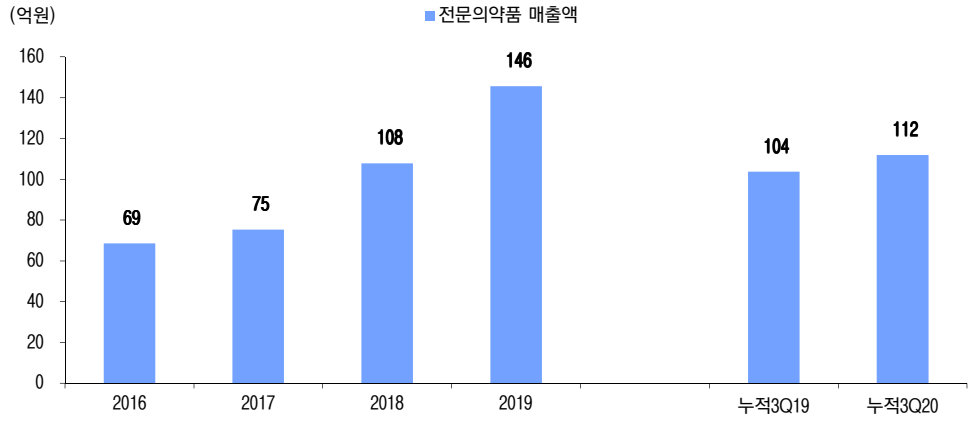
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림82 휴메딕스 필러 부문 매출액 추이



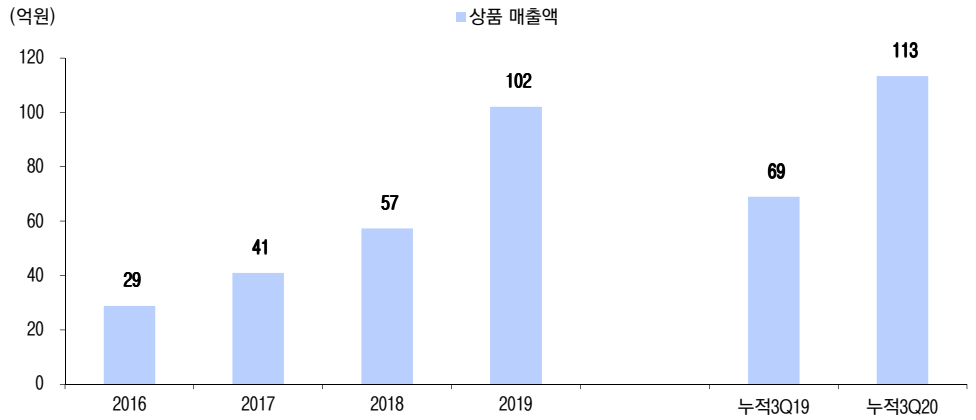
자료: 휴메딕스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림83 휴메딕스 전문의약품 부문 매출액 추이



자료: 휴메딕스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림84 휴메딕스 상품 매출액 추이



자료: 휴메딕스, 이베스트투자증권 리서치센터

휴메딕스 (200670)

재무상태표

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E
유동자산	82.4	65.3	54.3	55.8	82.9
현금 및 현금성자산	59.8	38.0	29.9	19.1	24.5
매출채권 및 기타채권	18.6	18.0	15.1	25.0	23.8
재고자산	3.7	9.0	8.6	10.2	17.2
기타유동자산	0.4	0.4	0.7	1.5	17.4
비유동자산	48.7	64.4	74.0	82.6	90.5
관계기업투자등	10.3	10.9	0.0	4.5	3.9
유형자산	31.3	46.5	53.0	54.4	62.1
무형자산	0.9	0.9	4.7	4.2	7.7
자산총계	**131.2**	**129.7**	**128.3**	**138.4**	**173.4**
유동부채	8.6	11.5	14.2	16.5	35.3
매입채무 및 기타재무	4.5	3.0	5.5	6.5	8.4
단기금융부채	1.4	6.1	3.9	1.5	24.4
기타유동부채	2.7	2.4	4.8	8.4	2.5
비유동부채	9.6	4.3	0.4	0.6	3.7
장기금융부채	9.2	3.9	0.0	0.2	0.3
기타비유동부채	0.3	0.4	0.4	0.4	3.4
부채총계	**18.2**	**15.8**	**14.6**	**17.0**	**39.0**
지배주주지분	109.1	107.9	106.1	112.1	120.3
자본금	4.4	4.5	4.7	5.0	5.0
자본잉여금	88.5	88.5	88.5	88.5	89.0
이익잉여금	30.5	38.6	42.3	47.1	55.6
비지배주주지분(연결)	3.9	6.0	7.5	9.3	13.8
자본총계	**113.0**	**113.9**	**113.7**	**121.4**	**134.1**

손익계산서

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E
매출액	**47.1**	**54.7**	**64.8**	**78.6**	**85.7**
매출원가	24.6	30.1	39.1	45.8	51.3
매출총이익	**22.5**	**24.7**	**25.7**	**32.8**	**34.4**
판매비 및 관리비	9.7	12.3	15.0	19.6	20.8
영업이익	**12.8**	**12.4**	**10.7**	**13.3**	**13.6**
(EBITDA)	15.1	16.6	17.8	22.2	23.8
금융손익	1.1	0.3	0.4	0.3	0.4
이자비용	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	-0.9	0.6
기타영업외손익	-1.5	3.7	0.7	0.5	3.9
세전계속사업이익	**12.5**	**16.4**	**11.8**	**13.1**	**18.5**
계속사업법인세비용	2.0	2.6	1.1	1.0	3.7
계속사업이익	10.5	13.8	10.8	12.1	14.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**10.5**	**13.8**	**10.8**	**12.1**	**14.8**
지배주주	10.3	11.9	9.2	10.4	11.3
총포괄이익	**10.8**	**14.3**	**10.2**	**12.1**	**14.8**
매출총이익률 (%)	47.7	45.1	39.6	41.8	40.1
영업이익률 (%)	27.2	22.7	16.5	16.9	15.8
EBITDA 마진률 (%)	32.0	30.3	27.5	28.2	27.8
당기순이익률 (%)	22.2	25.2	16.6	15.4	17.2
ROA (%)	8.3	9.2	7.1	7.8	7.3
ROE (%)	9.4	11.0	8.6	9.5	9.8
ROIC (%)	26.4	16.2	12.0	13.1	10.2

현금흐름표

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020E
영업활동 현금흐름	**7.6**	**8.8**	**23.8**	**13.8**	**16.6**
당기순이익(손실)	10.5	13.8	10.8	12.1	14.4
비현금수익비용가감	5.9	4.0	9.3	13.2	10.3
유형자산감가상각비	2.2	4.1	7.0	8.5	9.5
무형자산상각비	0.0	0.1	0.1	0.3	0.7
기타현금수익비용	1.3	-3.6	-0.6	0.3	0.1
영업활동 자산부채변동	-5.7	-6.5	5.1	-10.6	-6.4
매출채권 감소(증가)	-5.5	0.4	2.8	-10.4	0.9
재고자산 감소(증가)	-0.6	-5.8	-1.0	-3.4	-5.9
매입채무 증가(감소)	0.6	-0.4	2.4	0.9	1.1
기타자산, 부채변동	-0.2	-0.6	0.9	2.3	-2.6
투자활동 현금	**-20.5**	**-20.8**	**-15.5**	**-16.1**	**-32.3**
유형자산처분(취득)	-22.4	-19.4	-13.0	-9.3	-17.2
무형자산 감소(증가)	0.0	-0.1	-3.8	0.0	0.2
투자자산 감소(증가)	2.1	5.4	2.4	-1.0	-11.8
기타투자활동	-0.3	-6.7	-1.1	-5.8	-3.5
재무활동 현금	**4.9**	**-9.7**	**-16.4**	**-8.5**	**21.1**
차입금의 증가(감소)	10.5	-0.6	-6.1	-3.0	22.6
자본의 증가(감소)	-2.6	-4.3	-5.2	-5.3	-0.7
배당금의 지급	2.6	4.3	5.2	5.3	4.8
기타재무활동	-3.0	-4.9	-5.2	-0.2	-0.8
현금의 증가	**-8.0**	**-21.7**	**-8.1**	**-10.8**	**5.4**
기초현금	67.7	59.8	38.0	29.9	19.1
기말현금	59.8	38.0	29.9	19.1	24.5

자료: 에이치엘사이언스, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2016	2017	2018	2019	2020E
투자지표 (x)					
P/E	28.6	32.7	24.6	21.7	19.9
P/B	2.7	3.7	2.2	2.1	2.0
EV/EBITDA	16.6	22.7	11.8	9.9	9.3
P/CF	18.3	22.6	11.8	9.3	9.6
배당수익률 (%)	1.7	1.5	2.5	2.1	2.1
성장성 (%)					
매출액	-13.9	16.1	18.5	21.3	9.0
영업이익	3.5	-3.3	-13.8	24.2	2.3
세전이익	-24.1	31.7	-28.1	11.2	40.5
당기순이익	-24.2	31.9	-22.1	12.7	21.7
EPS	-15.2	18.0	-22.0	13.2	8.9
안정성 (%)					
부채비율	16.1	13.9	12.8	14.0	29.1
유동비율	960.4	569.0	381.7	338.4	234.8
순차입금/자기자본(x)	-43.6	-24.6	-23.0	-14.6	-11.9
영업이익/금융비용(x)	25,373.5	88.3	78.6	299.0	4,714.0
총차입금 (십억원)	11	10	4	2	25
순차입금 (십억원)	-49	-28	-26	-18	-16
주당지표(원)					
EPS	1,050	1,238	966	1,094	1,191
BPS	10,948	10,823	10,644	11,243	12,069
CFPS	1,643	1,788	2,008	2,544	2,476
DPS	500	600	600	500	500

오스템임플란트 (048260)

2021. 1. 5 | Mid-Small Cap

Analyst 조은애
02. 3779-8951
goodkid@ebestsec.co.kr

중국 투명교정장치 사업 진출 준비

글로벌 임플란트 시장 성장 지속

2023년까지 글로벌 치과용 임플란트 시장은 CAGR +8% 성장이 가능할 전망이다. 지역별로는 한국 +4%, 미국 +10%, 중국 +20%로 성장속도는 중국이 가장 빠르다. 치과용 임플란트 시장 내 오스템임플란트의 시장점유율은 국내 50%(1위), 글로벌 8%(4위), 중국 33%(1위)로 높은 시장점유율을 기반으로 시장 성장의 수혜를 온전히 누리는 것이 가능하다.

2021년 하반기 중국 투명교정장치 사업 진출 계획

2021년은 신규 성장동력으로 투명교정장치 사업을 준비 중이다. 국내에서는 '매직얼라인' 브랜드 네임으로 론칭이 임박했고, 올해 하반기 중국과 미국으로의 진출을 준비하고 있다. 관련 특허는 2017년부터 등록을 준비했고, 2023년 120억원 수준의 매출을 목표하고 있다.

글로벌 투명교정장치 시장규모는 2016년 3.1조원에서 2025년 8.8조원으로 CAGR +12% 성장이 전망된다. 국내 투명교정장치 시장규모는 약 150억원 수준으로 국내 보다는 해외에서의 성장 가능성이 더 높다. 투명교정장치 글로벌 시장점유율 1위 업체 얼라인테크놀로지(M/S 80%) 2021년 예상 매출액은 3.5조원(+35% yoy), 시가총액은 45.5조원이다.

동종 업계 대비 밸류에이션 저평가

2020년 예상 매출액 6,015억원(+6% yoy), 영업이익 693억원(+62% yoy)을 추정한다. 동기간 글로벌 Peer 업체 대다수가 감익이 예상되는 가운데도 동사는 중국 등 해외 수출 매출액 증가세가 지속되면서 견조한 실적을 달성한 것으로 추정된다. 기존 사업의 펀더멘털 개선이 지속되는 가운데 투명교정장치 매출이 발생하면 비교기업 대비 저평가된 밸류에이션은 정상화 될 것으로 예상한다. 현재주가는 2021F PER 기준 15배로 동종 업계평균 23배 대비 저평가 되어있다.

Buy(maintain)

목표주가	68,000 원
현재주가	50,500 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	●	

Stock Data

KOSDAQ (1/4)		977.62 pt
시가총액		7,214 억원
발행주식수		14,286 천주
52 주 최고가 / 최저가		22,800/54,400 원
90 일 일평균거래대금		118 억원
외국인 지분율		37.2%
배당수익률(20.12E)		0.0%
BPS(19.12)		10,765 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	-12.3%
	6 개월	38.2%
	12 개월	0.0%
주주구성	최규옥 (외 6 인)	20.8%
	트러스톤자산운용 (외 1 인)	5.0%
	자사주 (외 1 인)	4.7%

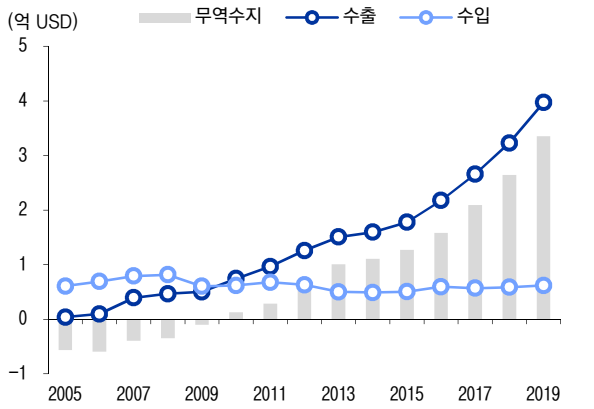
Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	460.1	31.0	18.0	6.3	925	27.4	41	57.8	19.2	7.0	11.5
2019	565.0	42.9	29.3	-22.0	-1,195	적전	65	-35.4	11.1	7.6	-17.2
2020E	601.5	69.3	74.7	72.3	5,517	흑전	98	9.2	8.8	4.7	64.2
2021E	669.9	81.6	68.8	45.4	3,336	-39.5	112	15.1	7.3	3.6	25.7
2022E	753.0	88.9	76.8	50.7	3,723	11.6	120	13.6	6.5	2.9	22.6

자료: 오스템임플란트, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림85 우리나라 치과용 임플란트 수출입 현황



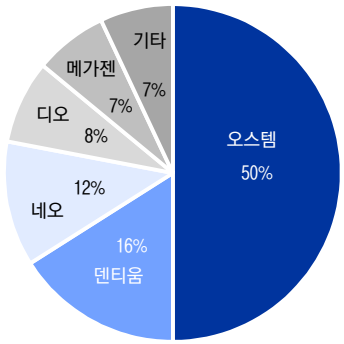
자료: KITA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림86 2019년 의료기기 수출액 상위 10개 품목

순위	품목	수출액(천USD)
1	초음파영상진단장비	481,711
2	치과용임플란트	224,962
3	조직수복생체재료	218,659
4	소프트콘택트렌즈	186,762
5	체외진단검사시약	132,863
6	치과용엑스선장치	111,634
7	의료영상획득장치	96,140
8	고위험감염체검사시약	91,182
9	치과용임플란트상부구조물	87,333
10	개인용온열기	82,409

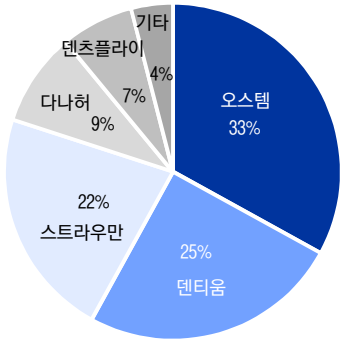
자료: KITA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림87 국내 치과용 임플란트 업체별 시장점유율 (2017)



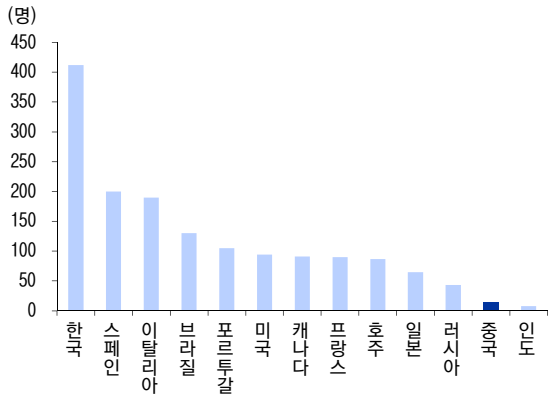
자료: MRG, 스트라우만, 오스템임플란트, 이베스트투자증권 리서치센터

그림88 중국 치과용 임플란트 업체별 시장점유율 (2017)



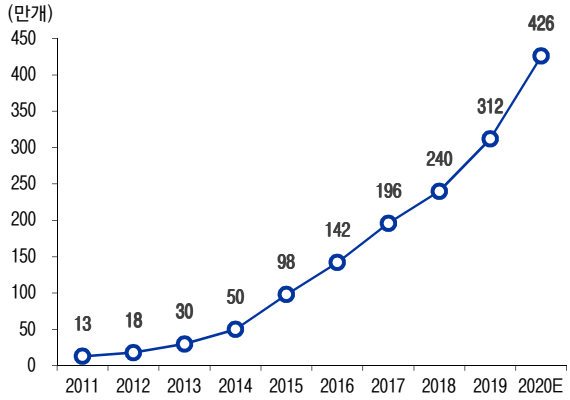
자료: 오스템임플란트, 이베스트투자증권 리서치센터

그림89 중국 1만명당 임플란트 식립수



자료: 오스템임플란트, 이베스트투자증권 리서치센터

그림90 중국 치과 임플란트 보급현황 및 전망



자료: 오스템임플란트, 이베스트투자증권 리서치센터

표36 오스템임플란트 실적 전망 테이블

(단위: 억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,290	1,409	1,478	1,474	1,306	1,412	1,650	4,601	5,650	6,015	6,699	7,530
내수	551	603	631	629	607	626	672	2,205	2,414	2,544	2,671	2,856
중국	267	316	338	339	129	410	434	890	1,260	1,478	1,774	2,128
북미	221	210	212	211	213	148	223	702	853	764	810	856
유럽	103	117	105	109	134	73	133	237	434	449	481	517
기타	195	194	235	214	242	182	239	601	838	903	1,088	1,173
매출액(% YoY)	19%	25%	30%	18%	1%	0%	12%	16%	23%	6%	11%	12%
내수	-2%	16%	20%	5%	10%	4%	6%		9%	5%	5%	7%
중국	79%	40%	51%	17%	-52%	30%	28%		42%	17%	20%	20%
북미	47%	17%	17%	10%	-3%	-29%	5%		22%	-10%	6%	6%
유럽		55%	35%	30%	30%	-38%	27%		83%	4%	7%	8%
기타	24%	27%	58%	51%	24%	-6%	2%		39%	8%	20%	8%
매출액(% Sales)	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%
내수	43%	43%	43%	43%	46%	44%	41%	48%	43%	42%	40%	38%
중국	21%	22%	23%	23%	10%	29%	26%	19%	22%	25%	26%	28%
북미	17%	15%	14%	14%	16%	10%	13%	15%	15%	13%	12%	11%
유럽	8%	8%	7%	7%	10%	5%	8%	5%	8%	7%	7%	7%
기타	15%	14%	16%	15%	19%	13%	14%	13%	15%	15%	16%	16%
매출총이익	751	755	832	853	749	865	977	2,585	3,191	3,530	3,945	4,420
% YoY	23%	18%	27%	26%	0%	15%	17%	11%	23%	11%	12%	12%
% Sales	58%	54%	56%	58%	57.3%	61.3%	59.2%	56%	56%	59%	58.9%	59%
영업이익	126	77	109	117	41	237	237	310	429	693	816	889
% YoY	84%	6%	-11%	152%	-68%	209%	118%	43%	38%	62%	18%	9%
% Sales	10%	5%	7%	8%	3%	17%	14%	7%	8%	11.5%	10%	12%
지배주주순익	111	45	-352	34	-36	213	474	127	-163	751	454	507
% YoY	107%	4%	적자전환	-13%	적자전환	378%	흑자전환	26%	-228%	-562%	-40%	12%
% Sales	9%	3%	-24%	2%	-3%	15%	29%	3%	-3%	12%	7%	7%

자료: 오스템임플란트, 이베스트투자증권 리서치센터

표37 Peer Valuation 테이블

기업명	시가총액 (억원)	매출액 (억원)			OPM (%)			PER (배)		
		2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E
오스템임플란트	7,286	5,650	6,015	6,699	8	12	12	n/a	9	15
디오	4,913	1,272	1,187	1,393	27	26	29	29	26	17
덴티움	4,549	2,526	2,227	2,829	18	16	19	40	20	12
레이	3,546	731	563	1,358	18	7	27	22	56	11
스트라우만 홀딩스	19,670	19,152	17,052	20,016	23	9	23	49	70	50
다나허	1,735,833	197,021	241,846	280,533	18	19	21	46	37	31
짐머	351,340	87,802	77,649	89,650	11	-1	17	27	27	20
덴츠플라이	125,884	44,319	35,904	40,821	9	-3	9	48	33	23
헨리 셰인	105,006	109,846	108,185	118,976	7	5	7	14	15	20
평균					15	10	18	35	36	23

자료: FnGuide, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

오스템임플란트 (048260)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	362.7	397.0	441.5	455.6	429.9
현금 및 현금성자산	111.5	122.6	172.4	169.2	132.6
매출채권 및 기타채권	91.1	92.9	106.1	117.0	121.4
재고자산	95.5	104.2	126.3	131.3	136.2
기타유동자산	64.7	77.3	36.7	38.2	39.7
비유동자산	275.2	400.4	466.8	480.8	494.3
관계기업투자등	2.9	2.0	1.5	1.6	1.7
유형자산	222.6	316.4	378.2	389.7	400.4
무형자산	11.7	9.0	7.9	7.1	6.5
자산총계	**637.9**	**797.4**	**908.3**	**936.4**	**924.2**
유동부채	479.6	531.6	547.4	566.5	584.1
매입채무 및 기타재무	27.6	38.7	36.2	39.9	41.4
단기금융부채	148.4	111.2	131.3	131.3	131.3
기타유동부채	303.7	381.6	379.8	395.2	411.3
비유동부채	44.3	183.5	207.8	171.4	90.9
장기금융부채	35.1	172.4	193.9	156.9	75.9
기타비유동부채	9.2	11.1	13.9	14.4	15.0
부채총계	**523.9**	**715.0**	**755.2**	**737.9**	**675.0**
지배주주지분	108.6	80.0	153.8	199.2	249.9
자본금	7.1	7.1	7.1	7.1	7.1
자본잉여금	56.2	56.2	56.2	56.2	56.2
이익잉여금	84.2	65.7	139.9	185.3	236.0
비지배주주지분(연결)	5.4	2.3	-0.7	-0.7	-0.7
자본총계	**114.0**	**82.3**	**153.1**	**198.5**	**249.2**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**460.1**	**565.0**	**601.5**	**669.9**	**753.0**
매출원가	201.6	245.9	248.5	275.4	311.0
매출총이익	**258.5**	**319.1**	**353.0**	**394.5**	**442.0**
판매비 및 관리비	227.6	276.2	283.7	312.9	353.1
영업이익	**31.0**	**42.9**	**69.3**	**81.6**	**88.9**
(EBITDA)	41.5	64.7	97.6	112.1	120.0
금융손익	-5.5	-1.6	-5.2	-2.5	-1.7
이자비용	5.0	4.8	4.4	3.7	3.0
관계기업등 투자손익	0.0	-0.9	-1.0	-1.0	-1.0
기타영업외손익	-7.5	-11.0	11.5	-9.3	-9.4
세전계속사업이익	**18.0**	**29.3**	**74.7**	**68.8**	**76.8**
계속사업법인세비용	11.8	51.3	2.4	23.4	26.1
계속사업이익	6.3	-22.0	72.3	45.4	50.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**6.3**	**-22.0**	**72.3**	**45.4**	**50.7**
지배주주	12.7	-16.3	75.1	45.4	50.7
총포괄이익	**7.1**	**-21.1**	**72.3**	**45.4**	**50.7**
매출총이익률 (%)	56.2	56.5	58.7	58.9	58.7
영업이익률 (%)	6.7	7.6	11.5	12.2	11.8
EBITDA 마진률 (%)	9.0	11.4	16.2	16.7	15.9
당기순이익률 (%)	1.4	-3.9	12.0	6.8	6.7
ROA (%)	2.1	-2.3	8.8	4.9	5.4
ROE (%)	11.5	-17.2	64.2	25.7	22.6
ROIC (%)	7.4	-18.8	27.9	18.5	19.7

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**41.2**	**67.3**	**75.6**	**80.0**	**90.8**
당기순이익(손실)	18.0	29.3	81.7	45.4	50.7
비현금수익비용가감	42.7	71.2	52.3	32.0	32.6
유형자산감가상각비	8.6	19.6	26.1	28.5	29.3
무형자산상각비	1.9	2.2	2.2	2.0	1.8
기타현금수익비용	10.1	2.1	24.1	1.5	1.6
영업활동 자산부채변동	0.0	2.4	-23.3	2.6	7.5
매출채권 감소(증가)	-10.8	-7.3	-14.2	-10.8	-4.4
재고자산 감소(증가)	-11.2	-13.9	-21.4	-5.0	-4.9
매입채무 증가(감소)	-3.0	10.2	-3.7	3.7	1.5
기타자산, 부채변동	24.9	13.4	15.9	14.7	15.3
투자활동 현금	**-57.3**	**-114.0**	**-57.3**	**-46.2**	**-46.4**
유형자산처분(취득)	-32.8	-101.9	-81.1	-40.0	-40.0
무형자산 감소(증가)	-2.4	-1.7	-1.1	-1.2	-1.2
투자자산 감소(증가)	-16.4	-5.1	26.6	-1.8	-1.9
기타투자활동	-5.8	-5.3	-1.7	-3.2	-3.3
재무활동 현금	**16.7**	**57.9**	**31.5**	**-37.0**	**-81.0**
차입금의 증가(감소)	12.8	66.3	31.5	-37.0	-81.0
자본의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	3.9	-8.3	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	**0.4**	**11.2**	**49.8**	**-3.2**	**-36.6**
기초현금	111.0	111.5	122.6	172.4	169.2
기말현금	111.5	122.6	172.4	169.2	132.6

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	57.8	-35.4	9.2	15.1	13.6
P/B	7.0	7.6	4.7	3.6	2.9
EV/EBITDA	19.2	11.1	8.8	7.3	6.5
P/CF	12.6	6.0	5.4	9.3	8.7
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	15.7	22.8	6.4	11.4	12.4
영업이익	42.7	38.5	61.5	17.8	8.9
세전이익	-7.2	62.7	154.6	-7.9	11.6
당기순이익	10.5	적전	흑전	-37.2	11.6
EPS	27.4	적전	흑전	-39.5	11.6
안정성 (%)					
부채비율	459.6	868.4	493.2	371.7	270.9
유동비율	75.6	74.7	80.7	80.4	73.6
순차입금/자기자본(x)	29.7	140.3	87.2	49.8	21.5
영업이익/금융비용(x)	6.2	8.9	15.9	22.0	29.8
총차입금 (십억원)	184	284	325	288	207
순차입금 (십억원)	34	116	134	99	54
주당지표(원)					
EPS	925	-1,195	5,517	3,336	3,723
BPS	7,604	5,602	10,765	13,944	17,490
CFPS	4,249	7,034	9,387	5,418	5,832
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 오스템임플란트, 이베스트투자증권 리서치센터

동국제약 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2019.07.11	신규	정홍식									
2019.07.11	Buy	95,000	-15.2		-27.1						
2019.12.16	Buy	110,000	-7.3		-20.4						
2020.05.15	Buy	130,000	-5.8		-18.3						
2020.06.16	Buy	150,000	4.7		-13.3						
2020.07.27	Buy	190,000	-15.4		-20.5						
2020.09.15	Buy	38,000									

환인제약 목표주가 추이

투자의견 변동내역

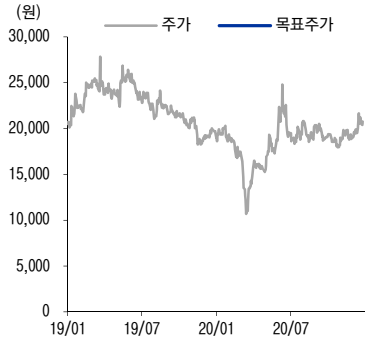
일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2021.01.05	신규	정홍식									
2021.01.05	Buy	22,000									

휴온스 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2021.01.05	신규	정홍식									
2021.01.05	NR	NR									

JW 생명과학 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2021.01.05	신규	정홍식									
2021.01.05	NR	NR									

아이센스 목표주가 추이

투자의견 변동내역

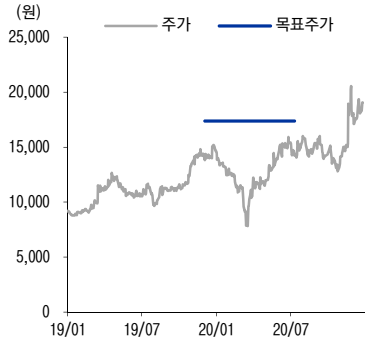
일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2021.01.05	신규	정홍식									
2021.01.05	NR	NR									

대원제약 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2020.03.30	Buy	19,000	42.1		-2.4						
2020.07.16		커버리지 제외									
2021.01.05	변경	이나경									
2021.01.05	NR	NR									

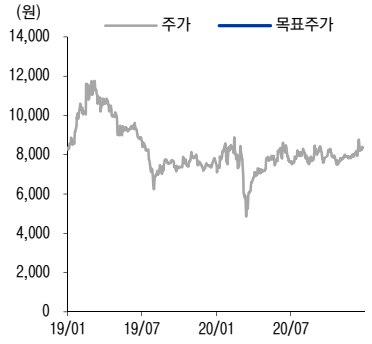
보령제약 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2019.12.09	Buy	19,000	18.2		-20.9						
2020.07.16		커버리지 제외									
2021.01.05	변경	이나경									
2021.01.05	NR	NR									

디에이치피코리아 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2021.01.05	신규	이나경									
2021.01.05	NR	NR									

휴메딕스 목표주가 추이

투자의견 변동내역

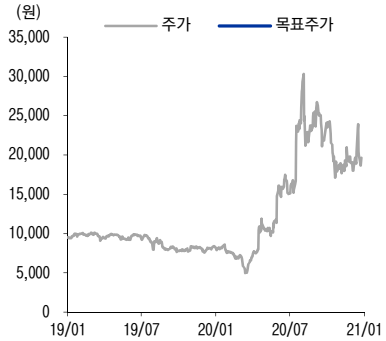
일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2021.01.05	신규	이나경									
2021.01.05	NR	NR									

오스템임플란트 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2020.11.25	신규	조은애									
2020.11.25	Buy	68,000									

동화약품 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2021.01.05	신규	이나경									
2021.01.05	NR	NR									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 정홍식, 조은애, 이나경)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	87.8% 12.2%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2020. 1. 1 ~ 2020. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨 마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)