

경남제약 (053950)

BTS 효과로 턴어라운드 + 중국 진출 초읽기 + 광동제약 출신 맨파워 영업

최대주주 리스크 해소로 긍정적인 영업환경 확보

경남제약은 비타민과 일반의약품을 전문적으로 생산하는 업체이다. 매출 구성은 2019년 4분기 기준 비타민군 46.3%, 일반의약품군 11.3%, 콜라겐군 11.5%, 기타 30.9%로 이루어져 있다. 경남제약은 과거 전 최대주주의 불법적 행위로 인해 영업력이 악화되며 저조한 실적세를 나타냈다. 그러나 지속적인 지배구조 및 기업 펀더멘털 개선을 통해 2020년 1분기부터는 비타민군 제품인 레모나를 중심으로 큰 폭의 실적 성장을 보일 것이라 전망된다.

국내 브랜드 파워 강화 + 중국 진출로 매출 성장 본격화

① 광동제약의 개발·영업인력 영입 및 BTS 광고 모델 기용: 경남제약은 제품 다각화와 판매처 확대를 위해 광동제약의 주요 개발 및 영업인력을 영입하여 신제품 출시와 약국 커버리지 확대에 박차를 가하고 있다. 또한 BTS를 광고모델로 기용하며 레모나 제품의 판매 신장세가 두드러진 상황이다. BTS 효과로 레모나 제품은 1분기에만 70억원 이상의 판매고를 올릴 것으로 추정되며 BTS의 계약기간이 2020년 말까지 인 점을 감안 시 2020년 레모나 제품 매출액은 450억원을 상회할 전망이다.

② 레모나산 CFDA 승인을 통해 중국 온/오프라인 진출: 경남제약은 2017년 고함량 비타민류에 대해 CFDA 승인을 받은 바 있으며, 이를 바탕으로 2020년 상반기 중 중국 진출을 진행할 전망이다. 경남제약의 레모나 제품은 중국 온라인 시장 뿐만 아니라 약국 및 마트, H&B 스토어 등 오프라인 매장에 직접 판매가 가능하다. 코로나 19로 인해 중국 내 비타민, 유산균 등 건강보조식품에 대한 관심도가 높아진 상황인 만큼 경남제약의 비타민류 제품은 큰 폭의 매출 성장을 기록할 수 있을 것으로 판단된다.

2020년 매출액 804억원, 영업이익 71억원 전망

2020년 실적은 매출액 804억원(+79.5%, YoY)과 영업이익 71억원(흑자전환)을 전망한다. 코로나 이슈로 인해 1분기부터 호실적을 기록할 수 있을 것이라 기대되며, 하반기 또한 중국 수출 물량 본격화로 인해 상반기 대비 높은 실적 성장세를 나타낼 전망이다.

Update

Not Rated

CP(4월 27일): 8,290원

Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	646.86
52주 최고/최저(원)	17,200/4,560
시가총액(십억원)	141.4
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	17,442.6
60일 평균 거래량(천주)	370.4
60일 평균 거래대금(십억원)	2.9
20년 배당금(예상, 원)	0
20년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	1.91
주요주주 지분율(%)	
바이오제네틱스 외 1인	24.63
마일스톤KN펀드	9.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	47.5 (51.8) (51.8)
상대	19.2 (51.4) (44.8)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	N/A	
영업이익(십억원)	N/A	
순이익(십억원)	N/A	
EPS(원)	N/A	
BPS(원)	N/A	

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	41.4	44.8	80.4	91.8	105.7
영업이익	십억원	(0.8)	(3.1)	7.1	8.3	10.4
세전이익	십억원	6.3	(6.2)	5.6	8.4	10.3
순이익	십억원	3.7	(4.5)	4.3	6.5	7.8
EPS	원	327	(293)	250	371	447
증감률	%	N/A	적전	흑전	48.4	20.5
PER	배	52.65	N/A	33.11	22.34	18.54
PBR	배	7.32	2.77	2.21	2.01	1.81
EV/EBITDA	배	N/A	N/A	15.68	13.47	10.72
ROE	%	12.87	(10.09)	6.84	9.41	10.28
BPS	원	2,351	3,588	3,757	4,128	4,575
DPS	원	0	0	0	0	0



Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com



Analyst 김두현
02-3771-8542
doohyun@hanafn.com

RA 최수지
02-3771-3124
suji@hanafn.com

투자포인트

최대주주 변경 및 기업 펀더멘탈
개선으로 2020년 1분기 흑자전환
예상

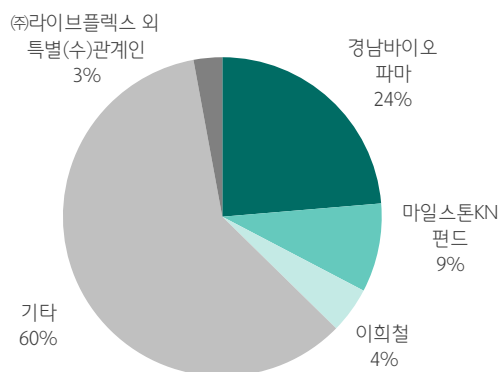
경남제약은 과거 전 최대주주의 불법적 행위로 인한 영업력 악화로 저조한 실적세를 나타냈다(영업이익: 2017년 37억원 → 2018년 -8억원 → 2019년 -31억원). 이에 2019년 4월부터 진행한 지배구조개선(공개매각 절차를 통한 최대주주 변경)을 통해 경남바이오파마(24.6% 지분/440억원 3자배정 유상증자)로 최대주주가 변경되었다. 그 후 경남제약은 기업 펀더멘탈 개선을 통해 공격적인 영업 행보를 보이고 있으며 2020년 1분기부터 흑자전환이 예상되는 상황이다. 경남제약의 강화된 펀더멘탈 요소는 다음과 같다.

1. 국내: 광동제약 개발·영업 인력 영입 및 BTS 광고 모델 기용을 통한 레모나 브랜드 인지도 확대

BTS 광고모델 기용으로 2020년
1분기 레모나 매출액은 70억원
상회 전망

경남제약은 3자배정 유상증자(최대주주 변경)를 통해 440억원의 자금력을 확보하였다. 이를 통해 광동제약 주요 인력들을 영입함으로써 신제품 출시 및 영업력 확대를 도모하고 있다. 영입한 인력들은 과거 광동제약의 제품 개발 인력들로 신제품을 차례로 출시하고 있으며(패스트팔로우 전략), 우수한 광동제약 영업진들을 필두로 약국 커버리지를 확대하고 있다. 또한 BTS를 광고모델로 기용하면서 레모나 제품의 판매 신장세가 두드러진 상황이다. 2014년 김수현을 모델로 기용했을 당시 연간 약 200억원의 레모나 제품을 판매하였으나, BTS를 모델로 기용한 이후 2020년 1분기에만 70억원 이상의 레모나 판매가 예상되는 상황이다(2019년 레모나 제품 매출액: 146억원). BTS의 광고모델 계약기간이 2020년 말까지 인 점을 감안 시 2020년 레모나 제품 매출액은 450억원을 상회할 전망이다.

그림 1. 경남제약 주주구성



자료: 경남제약, 하나금융투자

그림 2. 레모나 제품



자료: 경남제약, 하나금융투자

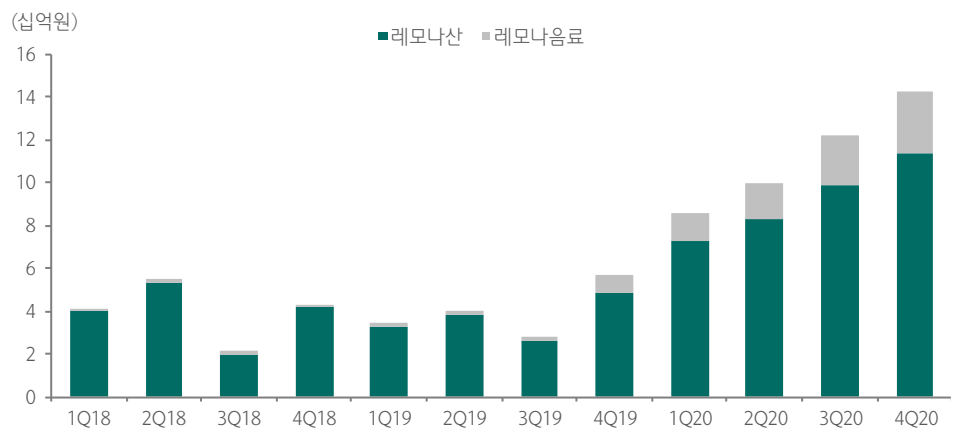
2017년 CFDA 승인을 바탕으로
2020년 상반기 중 레모나 제품
중국 진출 계획

2. 중국: 레모나산 CFDA 승인을 통해 중국 온/오프라인 진출

경남제약은 2017년 고함량 비타민류에 대해 CFDA 승인을 받은 기업이다. 이로 인해 경남제약의 레모나 제품은 온라인 시장 외에 약국 및 마트, H&B스토어 등 오프라인 매장에 직접 판매가 가능하다. 경남제약은 CFDA 승인을 통한 유통경쟁력을 바탕으로 2020년 상반기 중 중국 진출을 진행할 전망이다. 코로나19로 인해 중국 내 비타민, 유산균 등 건강보조 식품에 대한 관심도가 높은 상황인 만큼 경남제약의 중국 진출은 실적에 긍정적인 것으로 판단된다.

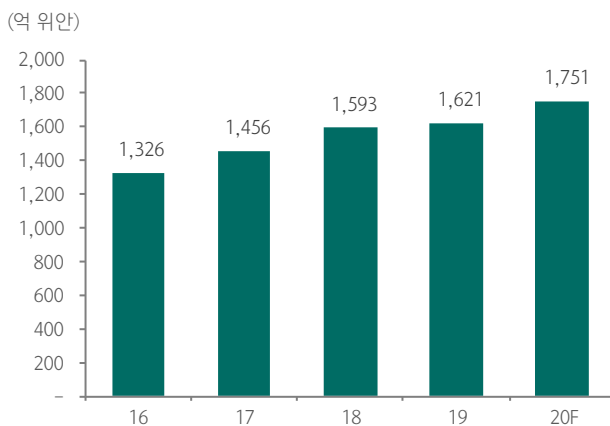
그림 3. 레모나 제품군 매출액 추이 및 전망

중국 진출 효과로 레모나 제품군의
매출은 지속 성장 전망



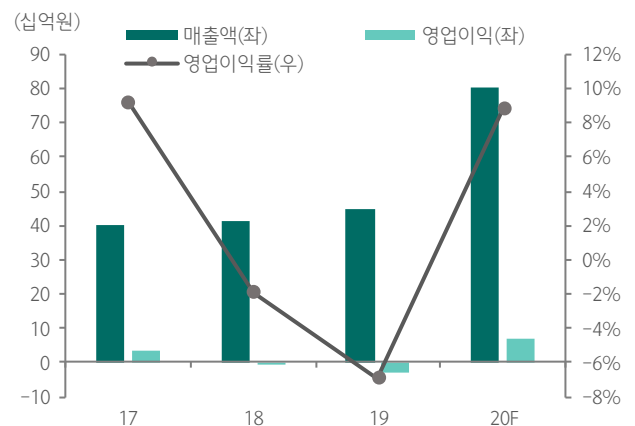
자료: 경남제약, 하나금융투자

그림 4. 중국 비타민 및 보조제 시장



자료: 유로모니터, 하나금융투자

그림 5. 경남제약 실적 추이 및 전망



자료: 경남제약, 하나금융투자

실적전망

2020년 실적 매출액 804억원과 영업이익 71억원 전망

코로나19로 인해 1분기부터 호실적을 기록할 전망
하반기 또한 중국향 수출 물량 확대
로 높은 실적 성장 기대

2020년 실적은 매출액 804억원(+79.5%, YoY)과 영업이익 71억원(흑자전환)을 전망한다. 코로나19로 인한 건강기능식품 및 비타민류 판매 호조로 1분기부터 호실적을 기록할 전망이다. 코로나19로 인한 일회성 실적 서프라이즈가 아닌 기업 체질 개선을 통한 펀더멘털 강화로 호실적을 기록하는 만큼 1분기 실적이 연간 최고치일 것이라 판단하지 않는다. 과거 경남제약의 분기 특성을 보면 2분기와 4분기가 높은 특징이 있다. 2분기는 가정의 달로 인해 선물 수요가 증가하며, 4분기는 쇼핑시즌 효과 때문이다. 2020년은 코로나19 이슈가 가세함에 따라 1분기부터 높은 실적이 예상되지만, 건강기능식품에 대한 니즈 확대 및 하반기부터 본격화될 중국향 수출 물량 확대에 의해 하반기에도 상반기 대비 높은 실적 성장세를 나타낼 전망이다.

표 1. 경남제약 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	18	19	20F
매출액	10.0	11.6	10.9	12.2	17.2	18.9	21.1	23.1	41.4	44.8	80.4
YoY(%)	5.8	-5.2	24.5	12.1	71.7	62.3	94.1	88.6	3.1	8.1	79.5
레모나산	3.3	3.8	2.6	4.8	7.3	8.3	9.9	11.4	15.5	14.6	36.9
레모나음료	0.1	0.2	0.2	0.8	1.3	1.7	2.3	2.9	0.7	1.3	8.2
자하생력	1.3	1.5	1.5	1.4	1.5	1.5	1.8	1.6	5.1	5.7	6.5
결콜라겐	0.4	0.7	1.3	1.4	1.7	1.8	1.8	1.9	0.8	3.8	7.2
유산균	0.9	0.5	0.3	0.3	0.6	0.7	0.5	0.6	2.2	2.1	2.4
기타	4.0	4.9	5.0	3.5	4.8	4.9	4.8	4.7	17.2	17.3	19.2
영업이익	(0.2)	(0.7)	(0.7)	(1.5)	1.8	1.5	1.7	2.0	(0.8)	(3.1)	7.1
OPM(%)	(1.6)	(6.3)	(6.8)	(12.4)	10.5	7.9	8.1	8.7	(1.9)	(6.9)	8.8
(지배)순이익	0.0	(0.5)	(0.7)	(3.4)	0.9	1.1	1.2	1.1	3.7	(4.5)	4.3
NPM(%)	0.4	(4.5)	(6.1)	(27.7)	5.2	5.8	5.7	4.8	8.9	(10.0)	5.3

자료: 경남제약, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	41.4	44.8	80.4	91.8	105.7
매출원가	24.8	28.0	45.8	51.3	57.2
매출총이익	16.6	16.8	34.6	40.5	48.5
판매비	17.5	20.0	27.5	32.2	38.2
영업이익	(0.8)	(3.1)	7.1	8.3	10.4
금융손익	9.2	(1.0)	(0.1)	0.1	(0.1)
총속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(2.0)	(2.1)	(1.4)	0.0	0.0
세전이익	6.3	(6.2)	5.6	8.4	10.3
법인세	2.6	(1.7)	1.3	1.9	2.5
계속사업이익	3.7	(4.5)	4.3	6.5	7.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	3.7	(4.5)	4.3	6.5	7.8
비배주주지분 손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	3.7	(4.5)	4.3	6.5	7.8
지배주주지분포괄이익	3.2	(5.3)	4.3	6.5	7.8
NOPAT	(0.5)	(2.3)	5.5	6.4	7.9
EBITDA	(0.1)	(2.0)	8.0	9.1	11.1
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	8.2	79.5	14.2	15.1
NOPAT증가율	N/A	적지	흑전	16.4	23.4
EBITDA증가율	N/A	적지	흑전	13.8	22.0
영업이익증가율	N/A	적지	흑전	16.9	25.3
(지배주주)순이익증가율	N/A	적전	흑전	51.2	20.0
EPS증가율	N/A	적전	흑전	48.4	20.5
수익성(%)					
매출총이익률	40.1	37.5	43.0	44.1	45.9
EBITDA이익률	(0.2)	(4.5)	10.0	9.9	10.5
영업이익률	(1.9)	(6.9)	8.8	9.0	9.8
계속사업이익률	8.9	(10.0)	5.3	7.1	7.4
투자지표					
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	327	(293)	250	371	447
BPS	2,351	3,588	3,757	4,128	4,575
CFPS	80	(49)	388	531	634
EBITDAPS	(12)	(131)	463	522	636
SPS	3,639	2,884	4,644	5,264	6,062
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	52.6	N/A	33.1	22.3	18.5
PBR	7.3	2.8	2.2	2.0	1.8
PCFR	214.6	N/A	21.3	15.6	13.1
EV/EBITDA	N/A	N/A	15.7	13.5	10.7
PSR	4.7	3.5	1.8	1.6	1.4
재무비율(%)					
ROE	12.9	(10.1)	6.8	9.4	10.3
ROA	7.0	(7.1)	5.3	6.9	7.4
ROIC	(1.6)	(7.0)	13.1	12.7	14.4
부채비율	83.9	21.7	35.8	37.2	38.6
순부채비율	14.4	(37.4)	(23.9)	(26.1)	(28.2)
이자보상배율(배)	(0.6)	(9.7)	133.4	0.0	51.8

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	32.6	52.1	67.7	78.2	90.8
금융자산	10.7	23.9	17.2	20.6	24.4
현금성자산	8.4	23.9	17.2	20.5	24.4
매출채권 등	14.7	14.8	26.6	30.4	35.0
재고자산	7.1	9.6	17.2	19.7	22.7
기타비유동자산	0.1	3.8	6.7	7.5	8.7
비유동자산	20.6	22.4	21.4	20.5	19.8
투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
금융자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	15.9	15.8	14.9	14.1	13.4
무형자산	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1
기타비유동자산	4.5	6.4	6.4	6.3	6.3
자산총계	53.2	74.5	89.1	98.8	110.7
유동부채	22.7	10.7	19.2	21.9	25.2
금융부채	14.9	0.7	1.2	1.3	1.5
매입채무 등	6.6	8.6	15.5	17.7	20.4
기타유동부채	1.2	1.4	2.5	2.9	3.3
비유동부채	1.5	2.6	4.3	4.9	5.6
금융부채	0.0	0.4	0.4	0.4	0.4
기타비유동부채	1.5	2.2	3.9	4.5	5.2
부채총계	24.2	13.3	23.5	26.8	30.8
지배주주지분	28.9	61.2	65.5	72.0	79.8
자본금	6.1	8.5	8.5	8.5	8.5
자본잉여금	20.5	55.7	55.7	55.7	55.7
자본조정	(1.5)	(1.5)	(1.5)	(1.5)	(1.5)
기타포괄이익누계액	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
이익잉여금	1.9	(3.4)	0.9	7.4	15.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	28.9	61.2	65.5	72.0	79.8
순금융부채	4.2	(22.9)	(15.6)	(18.8)	(22.5)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	(1.8)	(6.4)	(7.2)	3.3	3.6
당기순이익	3.7	(4.5)	4.3	6.5	7.8
조정	(3.3)	3.9	1.1	0.9	0.7
감가상각비	0.7	1.1	1.0	0.8	0.7
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(4.0)	2.8	0.1	0.1	0.0
영업활동 자산부채 변동	(2.2)	(5.8)	(12.6)	(4.1)	(4.9)
투자활동 현금흐름	(3.3)	0.8	(0.0)	(0.0)	(0.0)
투자자산감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산감소(증가)	(0.5)	(1.3)	0.0	0.0	0.0
기타	(2.8)	2.1	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	4.9	21.1	0.5	0.2	0.2
금융부채증가(감소)	14.9	(13.8)	0.5	0.2	0.2
자본증가(감소)	26.7	37.5	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(36.7)	(2.6)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	(0.1)	15.5	(6.7)	3.4	3.7
Unlevered CFO	0.9	(0.8)	6.7	9.3	11.1
Free Cash Flow	(2.3)	(7.7)	(7.2)	3.3	3.6

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

경남제약



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.4.28				-
20.4.27				-

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.3%	8.7%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 4월 27일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김두현)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 04월 28일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김두현)는 2020년 04월 28일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.