

SK COMPANY Analysis



Analyst

이지훈

sa75you@sk.com
02-3773-8880

Company Data

자본금	32 억원
발행주식수	633 만주
자사주	28 만주
액면가	500 원
시가총액	3,634 억원
주요주주	
한미사이언스(외2)	41.89%
한화자산운용(외1)	10.45%
외국인지분률	2.60%
배당수익률	0.20%

Stock Data

주가(17/08/30)	54,600 원
KOSDAQ	655.00 pt
52주 Beta	0.71
52주 최고가	63,000 원
52주 최저가	35,150 원
60일 평균 거래대금	11 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-1.5%	-1.5%
6개월	18.5%	11.1%
12개월	-9.6%	-5.8%

제이브이엠 (054950/KQ | 매수(신규편입) | T.P 71,000 원(신규편입))

성장동력 재점화

주력제품인 ATDPS(전자동 정제 분류 및 포장 시스템)의 안정적인 성장을 발판으로 한미약품과의 시너지창출에 따른 마케팅 역량 강화가 실적으로 구체화되고 있다. 또한 ADC(전자동 약품관리 시스템)의 본격적인 판매로 차세대 성장동력도 마련되었다는 판단이다. 2017년 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 27%, 78% 증가가 예상된다. 투자 의견 매수, 목표주가 71,000 원을 제시하며 신규편입한다.

주력제품인 ATDPS의 성장성은 열려 있다

주력제품인 ATDPS(Automatic Tablet Dispensing & Packaging System, 전자동 정제 분류 및 포장 시스템)의 성장성은 열려 있다. 북미에서 사용중인 Bottle 이나 유럽방식인 Blister(Bingo card)에서 동사가 집중하고 있는 파우치형 방식으로 전환이 이루어지고 있기 때문이다. 북미 시장 점유율 80%, 유럽시장은 60%에 달해 시장만 커진다면 선점효과에 따른 매출상승 가능성은 크다.

한미약품과의 시너지 창출 본격화

한미약품 계열사 편입(2016년 7월 한미사이언스에 최대주주지분 33.95% 매각)을 통한 시너지창출이 가시화되고 있다. 한미약품의 계열사인 온라인팜이 국내영업을 담당하면서 영업인력이 대폭 확대되었고 그 동안 접근이 쉽지 않았던 소규모 병원 및 약국, 요양병원까지 거래처가 확대되었다. 중국에서의 판매망 강화도 예상된다. 북경한미약품을 통해 시노팜과의 관계를 더욱 공고히 할 수 있고, 북경한미약품의 자체 영업망도 활용할 수 있는 장점이 있다.

투자의견 매수, 목표주가 71,000 원을 제시하며 신규편입

통상적인 계절성을 넘어서는 매출호조로 3분기 매출액 333 억원, 영업이익 78 억원으로 전년대비 각각 49%, 359% 증가가 예상된다. 한미약품계열사편입에 따른 시너지 창출, 신제품 출시 등을 감안할 때 수익개선은 일시적인 성격이 아니다. 2018년에도 그 기조는 유지될 전망이다. 2018년 매출액과 영업이익은 금년대비 각각 20%, 18% 증가한 1,491 억원, 310 억원이 예상된다. 투자의견 매수, 목표주가 71,000 원을 제시하며 신규 편입한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	억원	882	885	981	1,246	1,491	1,725
yoy	%	8.1	0.3	11.0	27.0	19.7	15.7
영업이익	억원	120	65	148	263	310	352
yoy	%	-33.8	-46.3	128.6	77.6	18.1	13.6
EBITDA	억원	166	125	214	332	385	432
세전이익	억원	106	68	121	231	285	314
순이익(지배주주)	억원	101	52	111	178	216	238
영업이익률%	%	13.7	7.3	15.1	21.1	20.8	20.4
EBITDA%	%	18.8	14.2	21.8	26.7	25.8	25.1
순이익률	%	11.5	5.9	11.3	14.3	14.5	13.8
EPS	원	1,596	824	1,753	2,817	3,416	3,759
PER	배	37.7	67.4	24.5	20.4	16.8	15.3
PBR	배	3.9	3.4	2.4	2.8	2.4	2.1
EV/EBITDA	배	23.7	29.2	13.5	11.1	9.2	7.7
ROE	%	10.7	5.1	10.2	14.9	15.6	14.8
순차입금	억원	119	127	138	23	-130	-325
부채비율	%	72.0	54.8	57.5	53.4	49.4	47.9

주력제품인 ATDPS의 안정적인 성장 지속

**ATDPS의 안정적인 성장을
발판으로 한미약품과의 시너지 창출
본격화**

주력제품인 ATDPS의 안정적인 성장을 발판으로 한미약품과의 시너지창출에 따른 마케팅 역량 강화가 실적으로 구체화되고 있다. 또한 ADC의 본격적인 판매로 차세대 성장동력도 마련되었다는 판단이다. 상반기 실적호조는 하반기에도 이어져 2017년 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 27%, 78% 증가가 예상된다.

**파우치형 방식의 전환 성장성은
열려 있다**

ATDPS(Automatic Tablet Dispensing & Packaging System, 전자동 정제 분류 및 포장 시스템)의 성장성은 열려 있다. 북미에서 사용중인 Bottle이나 유럽방식인 Blister(Bingo card)에서 동사가 집중하고 있는 파우치형 방식으로 전환이 이루어지고 있기 때문이다. Blister 방식은 재포장 방법으로 재료가 높은 단점이 있다. 미국은 의료보험제도 개편에 따른 자동화 수요 확대가 예상된다.

**높은 시장점유율을 바탕으로
선점효과에 따른 매출 가능성 높음**

국내의 ATDPS 보급률은 80%에 달하지만 유럽과 북미는 10%미만에 불과하다. 시장 확대 여지는 충분한 상황이다. 북미 시장 점유율 80%, 유럽시장은 60%에 달해 시장만 커진다면 선점효과에 따른 매출상승 가능성은 크다. 9월에 세계최초로 약포검수 기능(오폭제 발생 시 약품을 별도 배출한 후 재조제 진행)을 탑재한 신제품을 출시예정이다. 기능 향상 및 라인업확대에 따른 매출증대가 기대되는 부분이다.

지역별 재포장 형태 및 보급률

	국내	유럽	북미	중국
ATDPS 보급률	약 70~85%	약 7~10%미만	약 10%미만	약 1%미만
신입약사 연봉	5~6천 만원	4~6만 유로	8~9 만 달러	18~20 만 위엔
재포장 형태	Pouch 	Blister (Bingo Card) 	Bottle (Vial) 	Box 

자료 : 제이브이엠

한미약품과의 시너지 창출 본격화

**한미약품 계열사인 온라인팜이 국내
영업에 담당하면서 영업인력 대폭
확대**

한미약품 계열사 편입(2016년 7월 한미사이언스에 최대주주지분 33.95% 매각)을 통한 시너지창출이 가시화되고 있다. 한미약품의 계열사인 온라인팜(한미사이언스 지분율 75%)이 국내영업을 담당하면서 영업인력이 대폭 확대되었고 그 동안 접근이 쉽지 않았던 소규모 병원 및 약국, 요양병원까지 거래처가 확대되었다.

**북경한미약품을 통해 중국에서의
판매망 강화도 예상**

중국에서의 판매망 강화도 예상된다. 지난해 말 계열사인 북경한미약품유한공사와 시노팜은 전략적 제휴(제품은 제이브이엠이 공급)를 맺었다. 북경한미약품을 통해 시노팜(중국 시장점유율 40%, 가장 큰 규모의 의약품 물류, 제조 업체)과의 관계를 더욱 공고히 할 수 있고, 북경한미약품의 자체 영업망도 활용할 수 있는 장점이 있다. 참고로 중국시장은 ATDPS의 보급률이 1%에 불과해 성장잠재력이 매우 큰 시장이다.

**ADC는 차세대 성장동력,
북미에서만 2 조원 이상의 시장
형성**

ADC(Automatic Dispensing Cabinet, 전자동 약품관리 시스템)는 차세대 성장동력이다. 전자동 약품관리 시스템은 처방에 따라 의약품 또는 진료재료를 관리 및 인출하는 시스템으로 정확한 약품관리, 소요 인력 및 비용절감, 약제 이송업무 감소 등의 장점을 지닌 약품추적관리의 필수적인(의료분쟁, 환자 알권리 증가 등으로 인해) 장비로 부각되고 있다. 북미 시장에서는 100 병상 이상의 시설에서 80%가 넘는 보급률, 2 조원 이상의 시장을 형성하고 있다. 전세계 시장규모는 3 조원에 달하며 성장성이 매우 높은 분야이다. 선두기업인 BD는 이미 1 조원 이상의 매출실적을 기록했다.

**인티팜을 출시하며 약품관리 시스템
시장에 대응, 내년에는 매출비중
20% 상회할 것으로 전망됨**

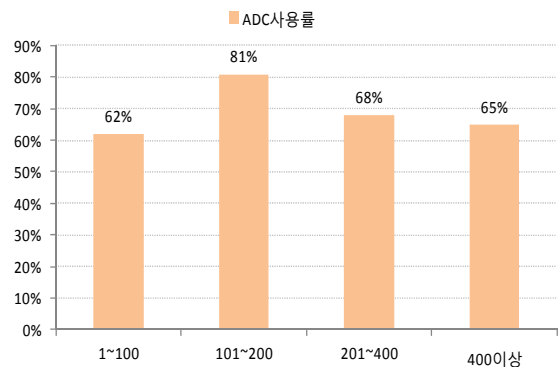
동사는 인티팜(InTipharm)이라는 제품을 출시하고 약품관리 시스템에 대응하고 있다. 적극적인 마케팅에 힘입어 지난해 2%에 불과했던 매출비중이 금년에는 18%에 달하고 내년에는 20%를 상회할 것으로 전망된다. 생산능력도 현재 월 30 대에서 200 대까지 확충할 예정이다.

InTipharm(전자동 약품관리 시스템)



자료 : 제이브이엠

북미지역 ADC 사용 현황



자료 : 제이브이엠 X 측은 침상수

투자 의견 매수, 목표주가 71,000 원을 제시하며 신규편입

한미약품계열사편입에 따른 시너지 창출, 신제품 출시 등을 감안할 때 수익개선은 일시적인 성격이 아님

하반기에도 실적호조는 지속될 전망이다. 통상적인 계절성을 넘어서는 매출호조로 3분기 매출액 333 억원, 영업이익 78 억원으로 전년대비 각각 49%, 359% 증가가 예상된다. 외형증가에 비해 수익증가폭이 큰 것은 제품믹스의 개선과 해외매출비중 증가에 기인한다. 한미약품계열사편입에 따른 시너지 창출, 신제품 출시 등을 감안할 때 수익개선은 일시적인 성격이 아니다. 2018 년에도 그 기조는 유지될 전망이다. 2018 년 매출액과 영업이익은 금년대비 각각 20%, 18% 증가한 1,491 억원, 310 억원이 예상된다.

투자 의견 매수, 목표주가 71,000 원을 제시하며 신규편입

투자 의견 매수, 목표주가 71,000 원을 제시하고 신규편입한다. 목표주가는 국내 주요 의료기기업체의 평균 PER 21 배를 적용하여 산출하였다. 선도적인 시장지배력을 바탕으로 실적성장이 이루어지고 있다. 한미약품과의 시너지 창출도 이제 시작에 불과하다. 신제품 출시를 통한 포트폴리오 다각화로 성장동력도 갖추었다는 판단이다.

부문별 실적추이

(단위: 억원)

			2015	2016	1Q17	2Q	3QE	4QE	2017E	2018E	2019E
제품	조제시스템	내수	220	265	70	83	87	105	345	390	445
		수출	219	212	42	67	88	110	307	370	432
		합계	439	477	112	150	175	215	652	760	877
	소모품 등	내수	177	197	47	48	55	63	213	275	356
		수출	156	184	43	56	66	79	244	310	341
		합계	333	381	90	104	121	142	457	585	697
	상품	내수	49	56	12	12	13	14	51	56	58
		수출	63	67	15	21	24	26	86	90	93
		합계	112	123	27	33	37	40	137	146	151
매출합			884	981	229	287	333	397	1,246	1,491	1,725
영업이익			65	148	27	68	78	90	263	310	352
영업이익률			7.4%	15.1%	11.8%	23.7%	23.4%	22.7%	21.1%	20.8%	20.4%

자료: SK 증권 추정

주요 의료기기업체 밸류에이션 요약

(단위: 십억원 배, %)

회사명	시가총액 (조원)	매출액			영업이익			PER			PBR			ROE		
		16	17E	18E	16	17E	18E	16	17E	18E	16	17E	18E	16	17E	18E
오스템플란트	1.00	344.6	403.1	445.3	34.2	42.4	52.6	52.3	32.9	26.8	8.3	7.8	6.1	22.1	26.7	25.5
덴티움	0.64	120.0	147.2	176.3	28.5	37.4	45.5		22.8	18.8		3.6	2.9	31.8	26.0	21.2
디오	0.54	88.0	94.8	114.1	26.6	26.9	32.5	28.1	27.0	21.0	7.8	4.0	3.3	22.2	16.6	17.9
바텍	0.50	238.3	215.8	240.0	45.3	41.7	47.0	21.7	21.7	14.8	3.7	2.4	2.1	19.9	41.0	15.6
뷰웍스	0.48	117.3	138.7	154.1	30.5	35.8	41.2	22.1	17.4	14.3	5.4	3.5	2.9	27.7	22.3	22.1
인바디	0.43	79.8	89.3	106.1	22.0	24.2	30.7	21.6	22.2	17.3	4.0	3.9	3.2	20.2	19.0	19.5
제이브이엠	0.36	98.1	117.3	136.8	14.8	21.5	28.9	23.6	21.0	15.1	2.3	2.6	2.2	10.2	14.1	16.9
인터로조	0.36	73.7	86.7	101.1	23.3	27.1	33.6	21.1	16.5	13.1	4.5	3.3	2.7	23.5	21.9	22.4
바디텍메드	0.35	55.0	59.7	73.5	12.4	12.3	19.0	34.3	29.7	19.5	5.8	3.8	3.3	18.7	14.1	18.0
아이센스	0.32	132.5	159.0	180.9	25.7	27.0	33.0	23.0	16.7	13.6	2.7	1.9	1.7	12.5	12.2	13.3

자료: Bloomberg

병원 약국 및 조제 약국 자동화 시스템을 제작하는 업체, 주력 제품인 ATDPS의 시장점유율 국내 85%, 북미 60%에 달해

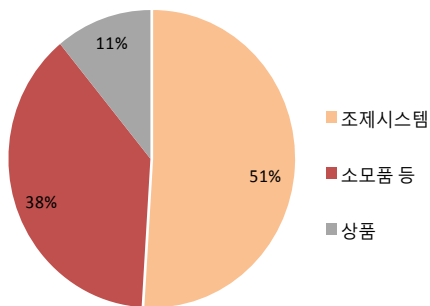
병원 약국 및 조제 약국 자동화 시스템을 제작하는 업체이다. 주력 제품인 ATDPS의 시장점유율은 국내 85%, 북미 80%, 유럽시장 60%에 달한다. 국내 영업은 한미약품 계열사인 온라인팜을 통해, 해외의 경우 북미는 전략적 독점 및 비독점 대리점 체제, 유럽은 자회사를 통해 판매하고 있다. 상반기 기준 제품별 매출비중은 조제시스템이 51%, 소모품 38%, 상품이 11%를 차지하고 있다. 주요주주로는 한미사이언스 33.95%, 김준호 부회장이 7.2%이다.

주요 주주현황

주주	지분율
한미사이언스	34.0%
김준호	7.2%
한화자산운용	10.5%
국민연금공단	5.0%

자료: 제이브이엠(8/8 일 기준)

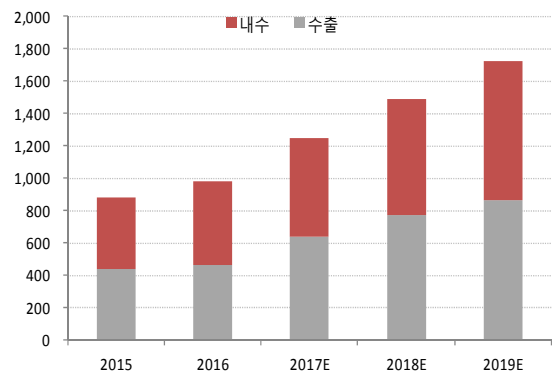
제품별 매출비중(1H17)



자료: 제이브이엠 SK 증권

내수 및 수출 추이

(단위: 억원)



자료: 제이브이엠

ATDPS(Automatic Tablet Dispensing & Packaging System)



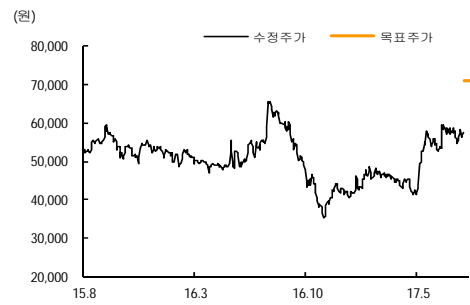
자료 : 제이브이엠

VIZEN(Automatic Medication Vision Inspection System)



자료 : 제이브이엠

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2017.08.31	매수	71,000원



Compliance Notice

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

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 8월 30일 기준)

매수	91.56%	중립	8.44%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	571	694	879	1,119	1,417
현금및현금성자산	28	93	218	351	546
매출채권및기타채권	188	227	292	349	404
재고자산	144	176	224	268	311
비유동자산	1,052	1,072	1,081	1,111	1,141
장기금융자산	43	79	82	82	82
유형자산	561	553	554	563	575
무형자산	192	187	190	212	229
자산총계	1,623	1,766	1,959	2,230	2,558
유동부채	500	558	564	589	632
단기금융부채	325	384	335	315	315
매입채무 및 기타채무	107	108	150	179	207
단기충당부채	6	5	5	6	7
비유동부채	75	86	118	148	196
장기금융부채	23	21	21	21	21
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	9	15	17	19
부채총계	574	645	682	737	829
지배주주지분	1,049	1,122	1,277	1,492	1,729
자본금	32	32	32	32	32
자본잉여금	482	482	482	482	482
기타자본구성요소	-104	-130	-145	-145	-145
자기주식	-104	-130	-145	-145	-145
이익잉여금	569	670	842	1,058	1,296
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,049	1,122	1,277	1,492	1,729
부채외자본총계	1,623	1,766	1,959	2,230	2,558

현금흐름표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	130	149	237	257	302
당기순이익(손실)	52	111	178	216	238
비현금성항목등	121	120	171	169	194
유형자산감가상각비	32	35	40	41	43
무형자산감가상각비	29	31	30	34	37
기타	45	44	54	29	44
운전자본감소(증가)	-36	-65	-51	-59	-55
매출채권및기타채권의 감소(증가)	2	-33	-63	-57	-55
재고자산감소(증가)	-1	-32	-50	-44	-42
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-11	2	42	29	28
기타	-26	-1	20	13	14
법인세납부	-7	-17	-62	-69	-76
투자활동현금흐름	35	-92	-32	-99	-102
금융자산감소(증가)	97	-17	57	0	0
유형자산감소(증가)	-32	-25	-40	-50	-55
무형자산감소(증가)	-38	-55	-55	-55	-55
기타	8	5	6	6	8
재무활동현금흐름	-190	7	-79	-25	-4
단기금융부채증가(감소)	-125	51	-55	-20	0
장기금융부채증가(감소)	-4	1	0	0	0
자본의증가(감소)	-59	-26	-15	0	0
배당금의 지급	0	-12	-19	0	0
기타	-2	-7	-3	-5	-4
현금의 증가(감소)	-26	65	125	133	195
기초현금	54	28	93	218	351
기말현금	28	93	218	351	547
FCF	62	28	119	146	182

자료 : 제이브이엠 SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	885	981	1,246	1,491	1,725
매출원가	499	555	691	865	1,018
매출총이익	385	426	555	626	707
매출총이익률 (%)	43.6	43.4	44.5	42.0	41.0
판매비와관리비	321	278	292	316	355
영업이익	65	148	263	310	352
영업이익률 (%)	7.3	15.1	21.1	20.8	20.4
비영업손익	3	-27	-32	-25	-38
순금융비용	-1	1	1	-1	-4
외환관련손익	5	5	2	3	2
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	68	121	231	285	314
세전계속사업이익률 (%)	7.6	12.3	18.5	19.1	18.2
계속사업법인세	15	10	53	69	76
계속사업이익	52	111	178	216	238
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	52	111	178	216	238
순이익률 (%)	5.9	11.3	14.3	14.5	13.8
지배주주	52	111	178	216	238
지배주주귀속 순이익률(%)	5.9	11.31	14.31	14.51	13.8
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	120	111	177	215	237
지배주주	120	111	177	215	237
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	125	214	332	385	432

주요투자지표

월 결산(억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	0.3	11.0	27.0	19.7	15.7
영업이익	-46.3	128.6	77.6	18.1	13.6
세전계속사업이익	-36.1	79.2	90.6	23.6	10.0
EBITDA	-24.6	70.7	55.3	15.9	12.3
EPS(계속사업)	-48.4	112.8	60.7	21.3	10.0
수익성 (%)					
ROE	5.1	10.2	14.9	15.6	14.8
ROA	3.1	6.6	9.6	10.3	9.9
EBITDA마진	14.2	21.8	26.7	25.8	25.1
안정성 (%)					
유동비율	114.3	124.3	155.8	189.9	224.1
부채비율	54.8	57.5	53.4	49.4	47.9
순차입금/자기자본	12.1	12.3	1.8	-8.7	-18.8
EBITDA/이자비용(배)	21.0	42.6	61.5	81.2	96.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	824	1,753	2,817	3,416	3,759
BPS	16,569	17,717	20,178	23,574	27,312
CFPS	1,781	2,795	3,916	4,598	5,024
주당 현금배당금	0	320	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	81.9	37.4	21.1	17.4	15.8
PER(최저)	60.2	20.1	14.5	11.9	10.8
PBR(최고)	4.1	3.7	3.0	2.5	2.2
PBR(최저)	3.0	2.0	2.0	1.7	1.5
PCR	31.2	15.4	14.7	12.5	11.4
EV/EBITDA(최고)	35.3	20.2	11.5	9.5	8.0
EV/EBITDA(최저)	26.2	11.2	0.2	-0.3	-0.7