

Industry Brief

2019-01-21

[이슈 29]

황금돼지해 Bottom Fishing 하자(3)

Overweight (Maintain)

종목명	투자의견	목표주가
LG 상사(001120)	Buy	21,000 원
제이브이엠(054950)	Buy	43,000 원

달러 약세, 위안화 강세로 외국인이 우리나라 주식시장 매수하면서 1월 효과 진행 중

우리나라를 비롯하여 이머징 주식시장의 경우 향후 달러 강세 흐름이 점차적으로 완화될 것으로 예상되는 것과 더불어 지난해 이미 과도하게 하락 하였기 때문에 밸류에이션 측면에서도 외국인 매수가 들어올 수 있는 계기가 될 수 있을 것이다.

이에 대한 연장선상에서 지난 주(1월 14~18일) 우리나라 주식시장에서 외국인 투자자들이 6,001 억원 규모로 순매수 하였다. 이에 힘입어 지난 주(1월 14~18일) 코스피 지수는 2.35%, 코스닥 지수는 1.46% 상승하였다. 무엇보다 지난해 4 분기 관련 실적시즌을 맞이하여 그 동안 이익 추정치 하향 및 주가 하락 등으로 기대치가 낮아지면서 실적 발표 이후 오히려 주가가 반등하는 사례가 늘고 있다. 대표적으로 삼성전자와 골드만삭스 등이 여기에 해당된다. 이와 같이 그 동안 실적 기대치가 낮아지면서 오히려 실적 발표가 하나의 변곡점으로 작용하면서 향후 주가 상승의 기반이 마련될 수 있을 것이다.

골이 깊으면 산도 높다 ⇒ 주식시장 아싸도 인싸가 될 수 있다

환경이 변화 되거나 시간을 두고 트렌드 등에 적응 및 대응하게 되면 그런 기업의 경우 실적이나 성장성 등이 좋아질 수 있을 것이다. 무엇보다 지난해 고점 대비 코스피 및 코스닥 지수의 하락률이 커지면서 그 동안 주식시장에서 소외되었던 종목들의 경우는 그 하락폭이 더욱 더 커졌기 때문에 올해 밸류에이션 매력도 높아질 수 있을 것이다.

따라서 그 동안 주식시장에서 소외 받았던 종목들 중에서 실적이 좋아지거나 성장성 등이 가시화 될 수 있는 주식들의 경우는 올해 Bottom Fishing 할 수 있는 절호의 기회를 가져다 줄 것이다.

Bottom Fishing 투자 유망주(3):

LG 상사(001120)_ EPS 대폭 증가, 밸류에이션 매력 UP

동사의 현재 주가는 올해 예상 기준으로 PER 7.3 배, PBR 0.5 배에 거래되고 있다. 이러한 주가는 실적 부진 우려 등 모든 악재가 이미 선 반영된 수준이라고 판단된다. 이러한 환경하에서 올해 EPS 대폭 증가로 밸류에이션 매력이 돋보이면서 주가 상승의 모멘텀으로 작용할 수 있을 것이다.

제이브이엠(05950)_ 이제부터 실적도 성장도 시작이다

동사는 그 동안 영업망 정비에 따른 매출부진으로 실적이 저조함에 따라 주가도 약세 흐름이 지속되고 있다. 그러나 올해부터 매출 상승으로 인한 영업레버리지 효과로 실적이 개선되는 환경하에서 인티팜 수요증가 및 성장성 가시화 등이 동사 주가 상승의 모멘텀으로 작용할 수 있을 것이다.

I . 황금돼지해는 Bottom Fishing 의 해

1. 달러 약세, 위안화 강세로 외국인이 우리나라 주식시장 매수하면서 1 월 효과 진행 중

지난해 우리나라 증시를 비롯하여 이머징 주식시장은 미국 금리인상으로 인한 달러화 강세가 외국인 매도의 빌미로 작용하면서 하락하였다.

그러나 지난 1 월 4 일 미국경제학회(AEA)에서 제롬 파월 미국 중앙은행(Fed) 의장이 미국 경제에 대한 자신감과 함께 신중한 통화정책 운용을 강조함에 따라 올해 미국의 공격적인 금리 인상 가능성성이 낮아졌다. 이를 고려하면 향후 달러 강세 흐름이 점차적으로 완화될 것으로 예상됨에 따라 우리나라를 비롯하여 이머징 주식시장에서 외국인 매수를 기대해 볼 수 있을 것이다.

특히 우리나라를 비롯하여 이머징 주식시장의 경우 향후 달러 강세 흐름이 점차적으로 완화될 것으로 예상되는 것과 더불어 지난해 이미 과도하게 하락 하였기 때문에 밸류에이션 측면에서도 외국인 매수가 들어올 수 있는 계기가 될 수 있을 것이다.

이에 대한 연장선상에서 지난 주(1 월 14~18 일) 우리나라 주식시장에서 외국인 투자자들이 6,001 억원 규모로 순매수 하였다. 이에 힘입어 지난 주(1 월 14~18 일) 코스피 지수는 2.35%, 코스닥 지수는 1.46% 상승하였다.

무엇보다 지난해 4 분기 관련 실적시즌을 맞이하여 그 동안 이익 추정치 하향 및 주가 하락 등으로 기대치가 낮아지면서 실적 발표 이후 오히려 주가가 반등하는 사례가 늘고 있다. 대표적으로 삼성전자와 골드만삭스 등이 여기에 해당된다.

이와 같이 그 동안 실적 기대치가 낮아지면서 오히려 실적 발표가 하나의 변곡점으로 작용하면서 향후 주가 상승의 기반이 마련 될 수 있을 것이다.

그림1. 위안/달러 환율 추이



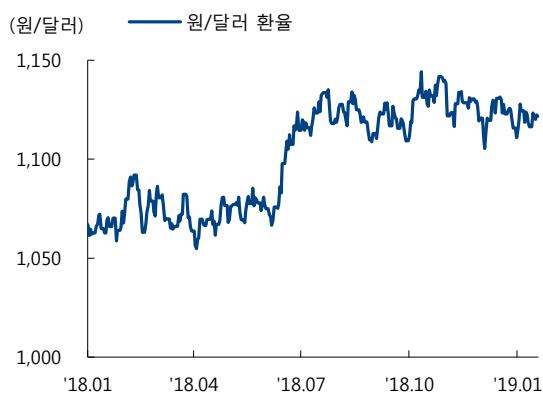
자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림2. 위안/달러 고시환율 추이



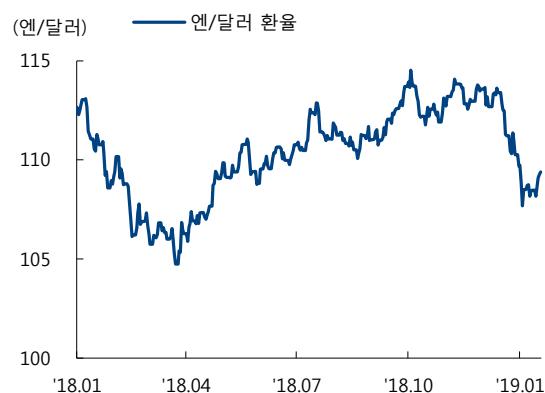
자료: Wind, 하이투자증권

그림3. 원/달러 환율 추이



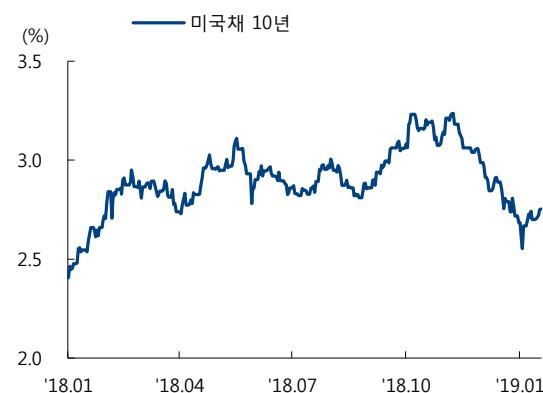
자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림4. 엔/달러 환율 추이



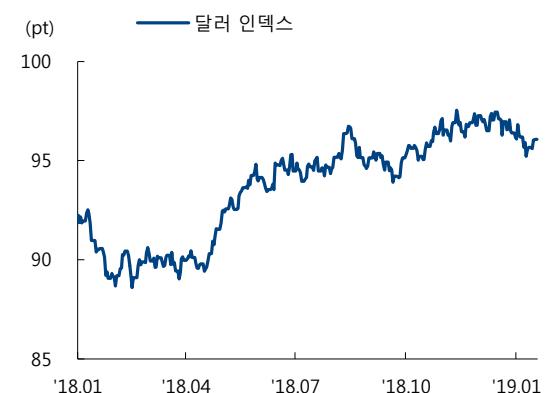
자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림5. 미국 국채 10년물 금리 추이



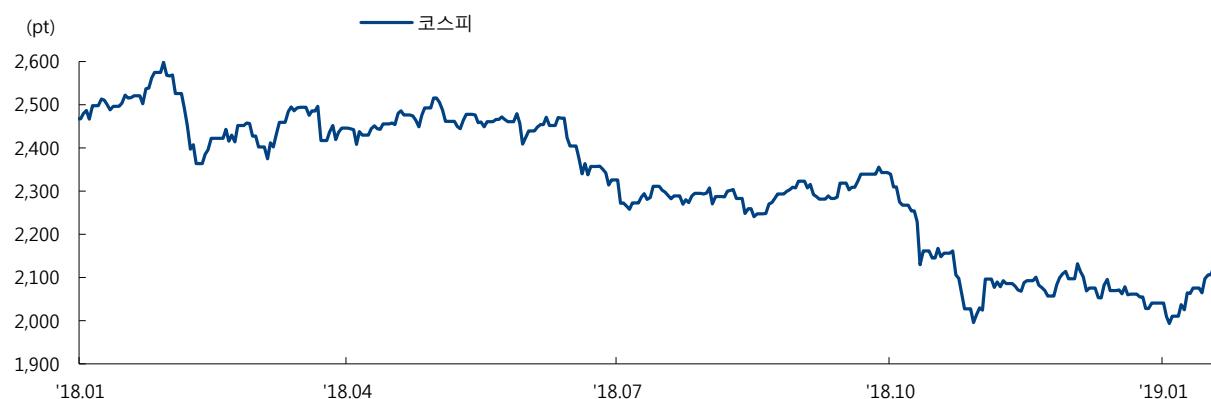
자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림6. 달러인덱스 추이



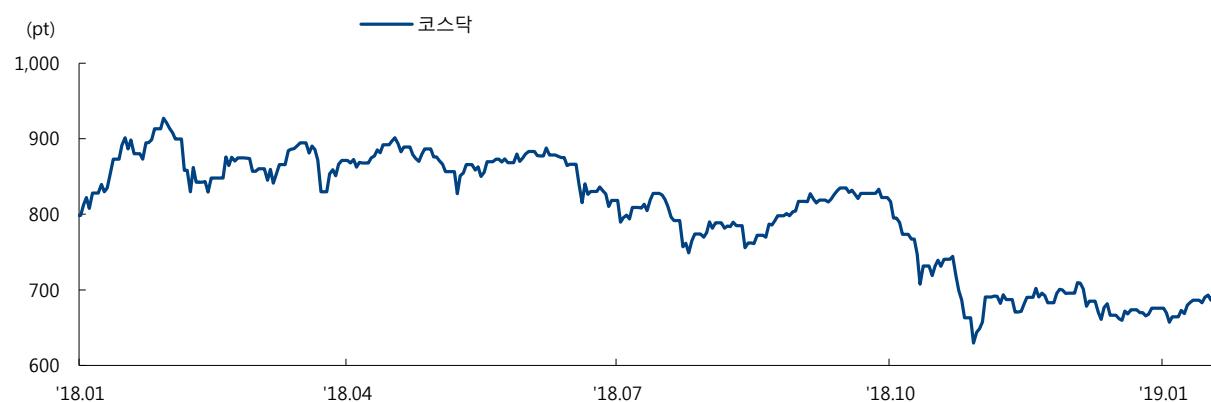
자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림7. 코스피 지수 추이



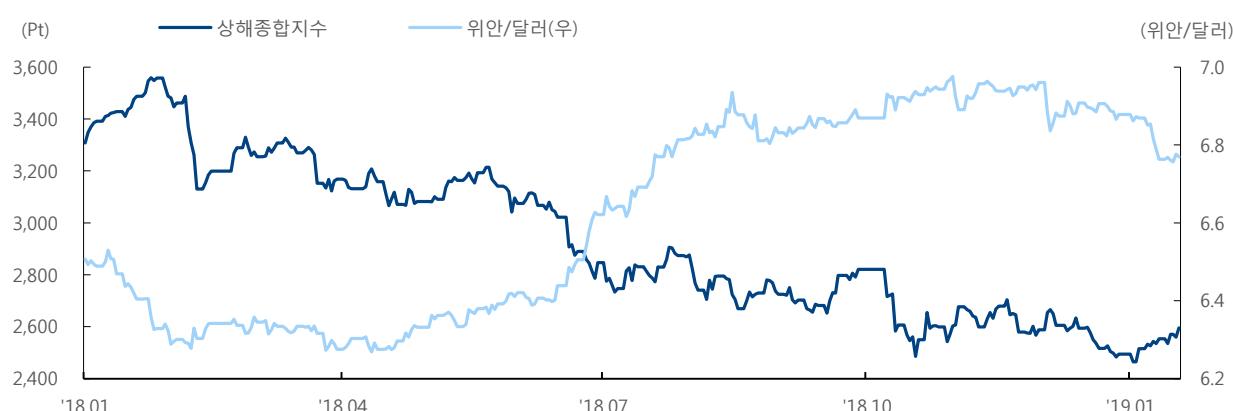
자료: Dataguide, 하이투자증권

그림8. 코스닥 지수 추이



자료: Dataguide, 하이투자증권

그림9. 중국 상해종합지수 및 위안/달러 환율 추이



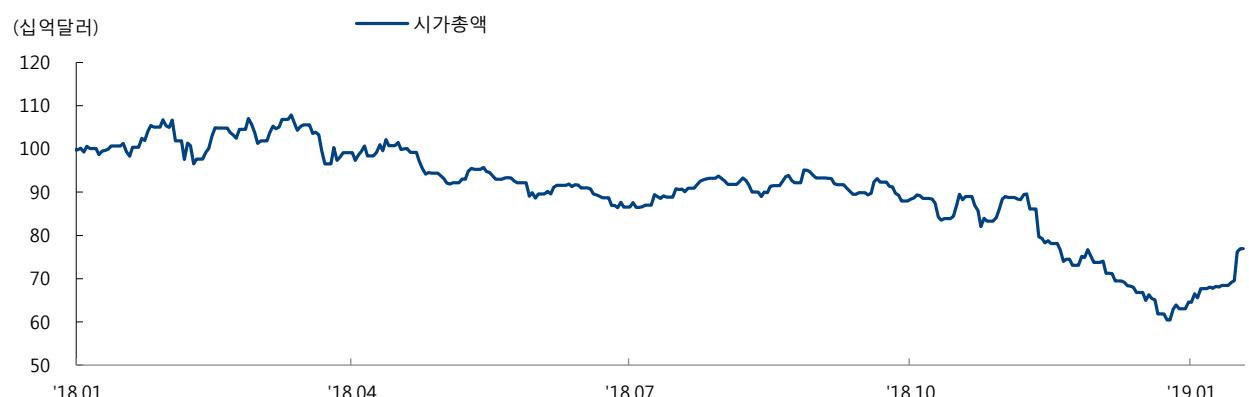
자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림10. 삼성전자 시가총액 추이



자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림11. 골드만삭스 시가총액 추이



자료: Bloomberg, 하이투자증권

2. 골이 깊으면 산도 높다 ⇒ 주식시장 아싸도 인싸가 될 수 있다

기업이라는 것이 항상 실적이 좋거나 성장성이 높을 수 없기 때문에 어느 시기에는 주가가 좋을 수도 나쁠 수도 있다. 투자, 경기사이클, 트렌드 등 여러 가지 변수 등에 대하여 기업이 타이밍 있게 적응 및 대응 못하면 어느 시기에는 도태될 수 밖에 없을 뿐만 아니라 주식시장에서는 소외주로 낙인 찍히면서 공매도의 타겟이 될 수 있을 것이다.

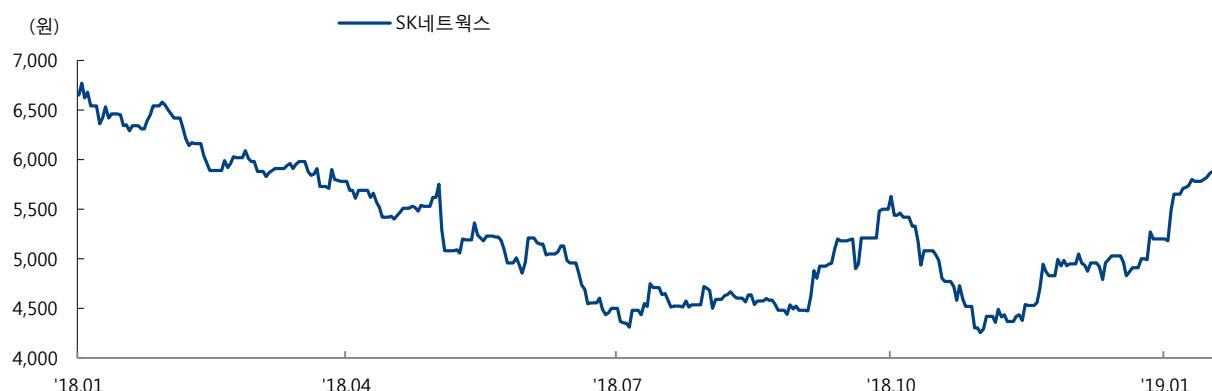
그러나 환경이 변화 되거나 시간을 두고 트렌드 등에 적응 및 대응하게 되면 그런 기업의 경우 실적이나 성장성 등이 좋아질 수 있을 것이다. 무엇보다 지난해 고점 대비 코스피 및 코스닥 지수의 하락률이 커지면서 그 동안 주식시장에서 소외되었던 종목들의 경우는 그 하락폭이 더욱 더 커졌기 때문에 올해 벌류에이션 매력도 높아질 수 있을 것이다.

지난해 주식시장에서 소외 받았던 종목들 중에서 대표적으로 SK 네트웍스가 코스피 및 코스닥 지수의 약세에도 불구하고 지난해 10 월말 주가 저점 바닥에서 현재(1/18)까지 36.8%의 상승률을 기록하고 있다.

이러한 사례 등으로 향후 Bottom Fishing 할 종목들이 많이 나올 수 있다는 가능성을 엿볼 수 있을 것이다.

따라서 그 동안 주식시장에서 소외 받았던 종목들 중에서 실적이 좋았거나 성장성 등이 가시화 될 수 있는 주식들의 경우는 올해 Bottom Fishing 할 수 있는 절호의 기회를 가져다 줄 것이다.

그림12. SK 네트웍스 주가 추이



자료: Dataguide, 하이투자증권

II. Bottom Fishing 투자 유망주

LG 상사(001120)_ EPS 대폭 증가, 밸류에이션 매력 UP

제이브이엠(05950)_ 이제부터 실적도 성장도 시작이다

LG 상사 (001120)

Buy (Maintain)

목표주가(12M)	21,000 원(하향)
종가(2019/01/18)	16,250 원

Stock Indicator	
자본금	194십억원
발행주식수	3,876만주
시가총액	630십억원
외국인지분율	13.2%
52주주가	14,700~31,500 원
60일평균거래량	151,895주
60일평균거래대금	2.4십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.4	-15.4	-27.5	-44.0
상대수익률	-5.4	-14.2	-20.2	-28.4



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	12,827	9,903	10,172	10,805
영업이익(십억원)	212	210	204	228
순이익(십억원)	60	-2	87	98
EPS(원)	1,553	-51	2,240	2,537
BPS(원)	30,815	30,515	32,505	34,793
PER(배)	17.5	7.3	6.4	
PBR(배)	0.9	0.5	0.5	
ROE(%)	4.9	-0.2	7.1	7.5
배당수익률(%)	0.9	1.5	1.5	1.5
EV/EBITDA(배)	7.0	4.4	4.3	3.3

주 K-IFRS 연결 오류 재무제표

[지주/Mid-Small Cap] 이상현
(2122-9198) value3@hi-ib.com

EPS 대폭 증가, 밸류에이션 매력 UP

지난해 4분기 실적 시장 기대치 하회 예상됨

동사는 지난해 4 분기 K-IFRS 연결기준 매출액 25,933 억원(YoY-24.7%, QoQ+0.8%), 영업이익 484 억원(YoY+82.0%, QoQ+3.0%)으로 예상되면서 시장 기대치에 하회할 것으로 전망된다.

이는 자원부문에서는 석탄가격 하락과 더불어 인프라부문에서는 투루크메니스탄 프로젝트 종료로 인한 수익 감소가 예상되기 때문이다.

다만, 지난해 4 분기 물류부문에서는 매출성장에 따른 수익성 개선이 예상되면서 향후 수익성 향상을 기대해 볼 수 있을 것이다.

올해 지배주주순이익 대폭 증가에 주목할 시점

올해 동사 실적의 경우 K-IFRS 연결기준 매출액 101,720 억원(YoY+2.7%), 영업이익 2,035 억원(YoY-3.3%), 지배주주순이익 868 억원(YoY 흑자전환)으로 예상된다.

올해 영업이익의 경우 물류부문에서의 이익 증가 보다는 석탄생산량 증가에도 불구하고 석탄가격 하락 영향 및 인프라부문에서의 프로젝트 중단에 따른 수익 감소가 더 클 것으로 예상됨에 따라 다소 부진할 것으로 전망된다.

그러나 지배주주순이익이 지난해에는 법인세 추징 등의 영향으로 적자가 예상되지만 올해의 경우 이러한 기저효과로 흑자전환이 전망된다.

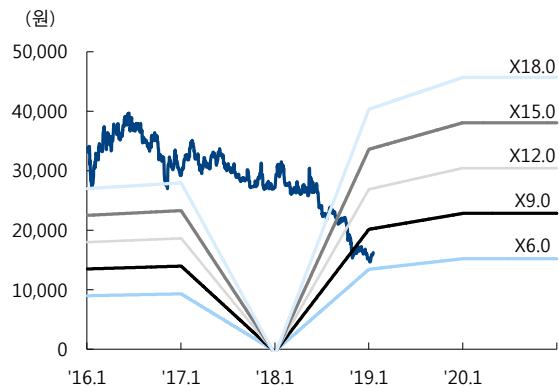
무엇보다 콜롬비아 지오파크 석유광구 매각에도 불구하고 올해 지분법이익이 250 억원으로 예상됨에 따라 지배주주순이익 향상에 지대한 영향을 미칠 것으로 기대된다. 이는 곧 EPS 가 상승하는 것으로서 밸류에이션 매력이 한층 더 돋보일 수 있을 것이다.

Bottom Fishing: 모든 악재 이미 주가에 선반영 되었으며, 올해 EPS 대폭 증가로 밸류에이션 매력 돋보일 듯

동사에 대하여 이익 추정치를 조정하여 목표주가를 21,000 원으로 하향한다. 목표주가는 2019 년 예상 EPS 2,240 원에 Target PER 9.5 배(글로벌 트레이딩 및 물류업체 평균 PER) 적용하여 산출하였다.

동사의 현재 주가는 올해 예상 기준으로 PER 7.3 배, PBR 0.5 배에 거래되고 있다. 이러한 주가는 실적 부진 우려 등 모든 악재가 이미 선 반영된 수준이라고 판단된다. 이러한 환경하에서 올해 EPS 대폭 증가로 밸류에이션 매력이 돋보이면서 주가 상승의 모멘텀으로 작용할 수 있을 것이다.

그림13. LG 상사 PER 밴드



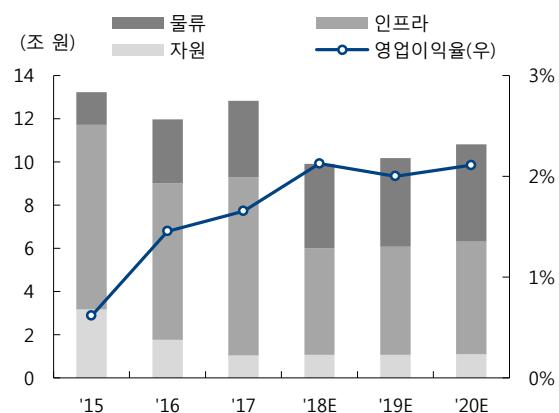
자료: LG 상사, 하이투자증권

그림14. LG 상사 PBR 밴드



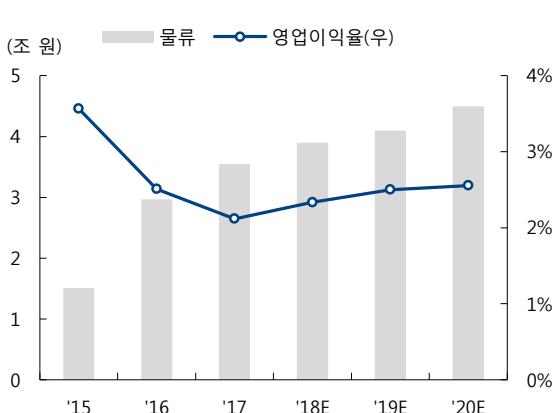
자료: LG 상사, 하이투자증권

그림15. LG 상사 부문별 매출액 및 영업이익률 추이



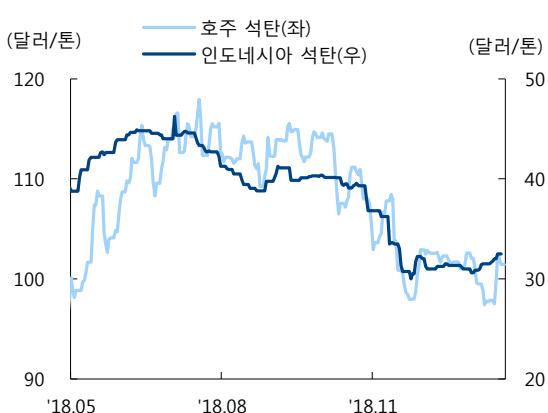
자료: LG 상사, 하이투자증권

그림16. LG 상사 물류부문 매출액 및 영업이익률 추이



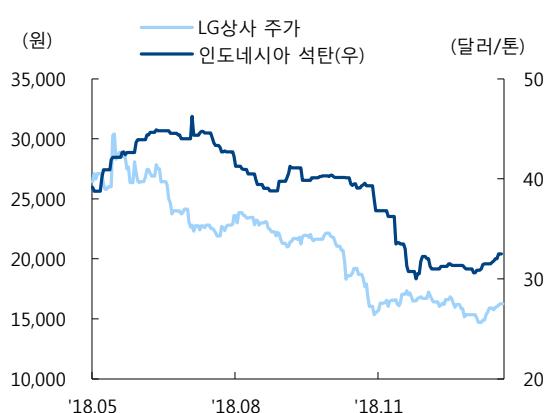
자료: LG 상사, 하이투자증권

그림17. 호주 석탄 및 인도네시아 석탄 가격 추이



자료: Bloomberg, 하이투자증권

그림18. LG 상사 주가 및 인도네시아 석탄가격 추이



자료: Bloomberg, 하이투자증권

표1. LG 상사 석탄부문 현황

	인도네시아GAM	인도네시아MPP	중국 Wantugou	호주 Ensham
위치	동부 갈리만탄	동부 갈리만탄	내몽고 자치구	퀸즈랜드 州
지분율/수익인식방법	60% / 연결	75% / 연결	30% / 지분법이익	15% / 연결
투자/생산시기	'12년 / '17년	'07년 / '09년	'08년 / '11년	'83년 / '93년
특징	- 운영권자 - Off-take 100% - 인니 내 6위권 대형광산	- 운영권자 - Off-take 100%	- 국내기업 최초로 중국에서 확보한 광산	- 노천채탄 → 지하채탄으로 채탄방 식 변경
가채매장량 ('17년 말 기준)	2.1억 톤(발전용탄)	900만 톤(발전용탄)	1.3억 톤(발전용탄)	1.5억 톤(발전용탄)

자료: LG 상사, 하이투자증권

표2. LG 상사 석유부문 현황

	오만 8	베트남 11-2	카타르 LNG	카자크 ADA	GeoPark 칠레
위치	모산담 반도	붕따부 남부	카타르 북부	북서부 악토베	남부 마젤란 분지
지분율/ 수익인식방법	30%(Bukha) 50%(W.Bukha) / 운영사 판매수익	16.125% / 운영사 판매수익	0.28% / 배당이익	35% / 지분법이익	20% / 지분법이익
투자/생산시기	'97년 / '94년(Bukha) '04년 / '09년(W.Bukha)	'92년 / '06년	'99년 / '99년	'05년 / '09년	'11년 / '06년
특징	오만 최초 해상 광구	전량 베트남 국영 석유사에 판매	세계 3대 가스전	한국기업 최초 중앙아시아 지역 내 탐사 → 생산 성공 광구	한국기업 최초 칠레 광구 확보
가채매장량 ('17년 말 기준)	1,100만 BOE(원유+가스)	2,400만 BOE(원유+가스)	-	2,000만 배럴(원유)	3,700만 BOE(원유+가스)

자료: LG 상사, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	2,554	2,330	2,600	2,918
현금 및 현금성자산	395	692	790	1,028
단기금융자산	29	32	29	23
매출채권	1,352	1,040	1,221	1,405
재고자산	598	396	407	324
비유동자산	2,413	2,361	2,296	2,243
유형자산	553	513	479	448
무형자산	882	835	791	750
자산총계	4,968	4,691	4,896	5,161
유동부채	2,130	1,858	1,947	2,087
매입채무	1,416	1,093	1,123	1,193
단기차입금	131	131	131	131
유동성장기부채	165	165	165	165
비유동부채	1,252	1,224	1,227	1,224
사채	329	330	331	332
장기차입금	782	782	782	782
부채총계	3,382	3,082	3,175	3,311
자배주주지분	1,194	1,183	1,260	1,349
자본금	194	194	194	194
자본잉여금	101	101	101	101
이익잉여금	961	949	1,026	1,115
기타자본항목	-2	-2	-2	-2
비자배주주지분	391	426	461	502
자본총계	1,585	1,609	1,721	1,850

포괄손익계산서

(단위:십억원%)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	12,827	9,903	10,172	10,805
증가율(%)	7.2	-22.8	2.7	6.2
매출원가	12,077	9,279	9,531	10,135
매출총이익	751	624	641	670
판매비와관리비	538	413	437	442
연구개발비	-	-	-	-
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	212	210	204	228
증가율(%)	21.9	-0.8	-3.3	12.0
영업이익률(%)	1.7	2.1	2.0	2.1
이자수익	14	29	35	40
이자비용	53	53	53	53
지분법이익(손실)	18	45	25	30
기타영업외손익	-11	17	-21	-25
세전계속사업이익	178	246	188	213
법인세비용	90	213	66	74
세전계속이익률(%)	1.4	2.5	1.8	2.0
당기순이익	88	33	122	139
순이익률(%)	0.7	0.3	1.2	1.3
자배주주구속 순이익	60	-2	87	98
기타포괄이익	-132	-	-	-
총포괄이익	-43	33	122	139
자배주주구속총포괄이익	-30	-2	87	98

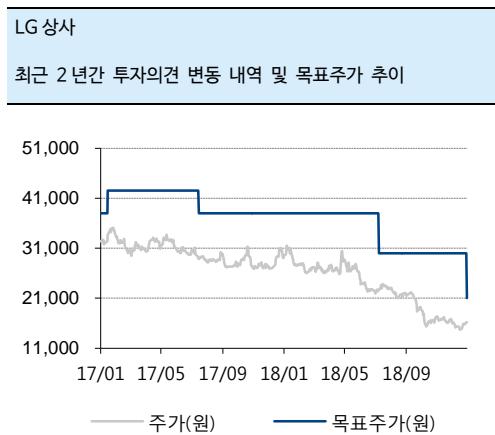
현금흐름표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	181	380	175	313
당기순이익	88	33	122	139
유형자산감가상각비	29	41	37	33
무형자산상각비	51	47	44	41
지분법관련손실(이익)	18	45	25	30
투자활동 현금흐름	-10	-36	-30	-27
유형자산의 차분(취득)	4	-	-	-
무형자산의 차분(취득)	34	-	-	-
금융상품의 증감	17	299	95	233
재무활동 현금흐름	-67	-57	-57	-57
단기금융부채의증감	64	-	-	-
장기금융부채의증감	1	1	1	4
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-19	-10	-10	-10
현금및현금성자산의증감	84	296	98	239
기초현금및현금성자산	311	395	692	790
기말현금및현금성자산	395	692	790	1,028

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	1,553	-51	2,240	2,537
BPS	30,815	30,515	32,505	34,793
CFPS	3,606	2,218	4,322	4,448
DPS	250	250	250	250
Valuation(배)				
PER	17.5		7.3	6.4
PBR	0.9	0.5	0.5	0.5
PCR	7.5	7.3	3.8	3.7
EV/EBITDA	7.0	4.4	4.3	3.3
Key Financial Ratio(%)				
ROE	4.9	-0.2	7.1	7.5
EBITDA 이익률	2.3	3.0	2.8	2.8
부채비율	213.3	191.6	184.4	179.0
순부채비율	62.0	42.5	34.3	19.4
매출채권화전율(x)	9.1	8.3	9.0	8.2
재고자산회전율(x)	23.0	19.9	25.3	29.6

자료: LG 상사, 하이투자증권



일자	투자의견	목표주가 (원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2017-02-03	Buy	42,500	6개월	-17.4%	
2017-08-03	Buy	38,000	1년	-27.9%	-17.1%
2018-07-27	Buy	30,000	1년	-37.3%	-20.5%
2019-01-21	Buy	21,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 12개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함:

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral(중립), - Underweight(비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.9%	9.1%	-

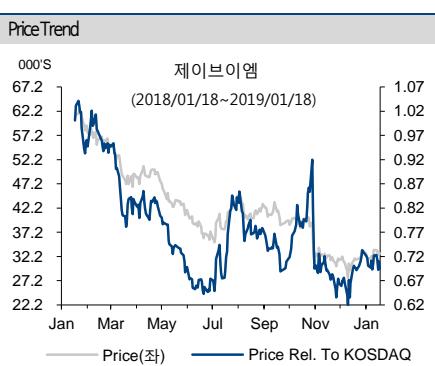
제이브이엠 (054950)

Buy (Initiate)

목표주가(12M)	43,000 원
종가(2019/01/18)	32,800 원

Stock Indicator	
자본금	3십억원
발행주식수	633만주
시가총액	208십억원
외국인지분율	3.1%
52주주가	27,800~62,500 원
60일평균거래량	19,286주
60일평균거래대금	0.6십억원

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.6	-15.1	-17.1	-46.2
상대수익률	-0.9	-10.4	-3.0	-23.8



FY	2017	2018E	2019E	2020E
매출액(십억원)	106	101	115	132
영업이익(십억원)	19	14	20	26
순이익(십억원)	11	13	16	21
EPS(원)	1,810	1,998	2,584	3,324
BPS(원)	19,135	20,853	23,160	26,206
PER(배)	31.7	16.4	12.7	9.9
PBR(배)	3.0	1.6	1.4	1.3
ROE(%)	9.8	10.0	11.7	13.5
배당수익률(%)	0.5	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	14.8	9.3	6.5	4.1

주 K-IFRS 연결 오각 재무제표

[지주/Mid-Small Cap] 이상현
(2122-9198) value3@hi-ib.com

이제부터 실적도 성장도 시작이다

올해부터 매출 상승으로 인한 영업레버리지 효과 본격화 될 듯

2016년 6월 한미약품 그룹에 편입된 이후 시너지 효과를 위하여 2017년 9월부터 한미약품을 판매 중심으로 한 국가별 영업망 정비에 들어갔으며, 지난해 상반기에 비로소 일단락 되었다. 이에 따라 2017년 4분기부터 지난해 3분기까지 영업망 정비에 따른 매출부진으로 실적이 저조하였는데, 지난해 4분기부터 매출이 정상화될 것으로 예상될 뿐만 아니라 올해부터 영업적인 측면에서 한미약품과의 시너지 효과 본격화로 매출상승이 기대된다.

이에 따라 올해 동사는 K-IFRS 연결기준 매출액 1,150 억원(YoY+14.1%), 영업이익 200 억원(YoY+41.8%)으로 호실적이 예상된다. 매출상승의 요인 중 내수는 올해부터 2~3년간 교체수요가 본격화될 것으로 예상될 뿐만 아니라 일평균 조제건수 40 건 이상 약국까지 시장을 확대할 예정이다. 또한 해외의 경우 북미는 LTC(Long Term Care) 시장 확대, 유럽은 신제품 판매 호조, 중국은 시노팜의 영업정상화 재개 등으로 매출상승이 기대된다. 무엇보다 이러한 매출상승으로 인한 영업레버리지 효과가 본격화되면서 실적이 대폭적으로 향상될 수 있을 것이다.

한편, 아마존이 미국 50개주의 유통면허를 보유한 Mail-Order Pharmacy 필팩을 인수함에 따라 향후 미국에서도 파우치형 조제문화가 확대되면서 동사의 잠재적 성장 가능성을 높일 수 있을 것이다.

올해 인티팜 수요 증가 및 성장성 가시화 될 듯

동사는 지난 2015년 약품관리자동화시스템(ADC: Automatic Dispensing Cabinet)인 인티팜을 출시하였다. 인티팜은 승인된 권한자가 처방(Order)에 따른 의약품 또는 진료 자료를 관리 및 자동/수동 인출하는 시스템으로 투약시간 단축 및 정확한 투약 관리가 가능하며 그 결과 갑에 대하여 실시간 추적관리가 가능하다.

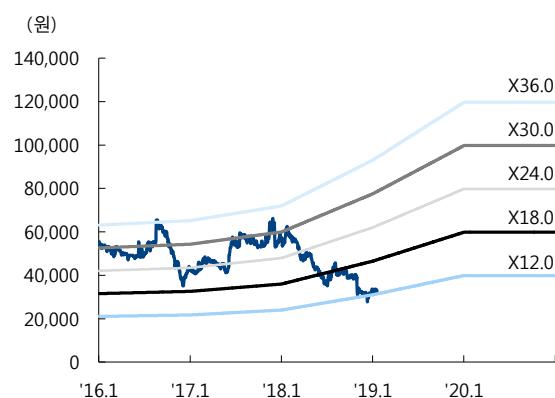
정부의 노동시간 단축 정책 및 최저임금 상승 등으로 자동/무인화에 대한 요구도 높아지고 있어서 향후 종합병원 등에서 인티팜(INTIpharm)의 수요도 증가할 것으로 예상된다. 무엇보다 지난해의 경우 마약통합관리법 진행을 위한 병원 시스템 구축으로 인하여 인티팜 실적이 부진하였지만, 올해의 경우 이러한 기저효과와 환경하에서 기존 응급실 위주에서 수술실, 중환자실, 병동 등으로 사용처를 다양화 할 뿐만 아니라 하반기 북미진출이 가시화될 시 성장성 등이 부각될 수 있을 것이다.

Bottom Fishing: 실적이 개선되는 환경하에서 성장성 가시화 될 듯

동사에 대하여 투자의견 매수에 목표주가 43,000 원을 제시한다. 목표주가는 2019년 EPS 추정치 2,584 원에 Target PER 16.8 배(건강관리 장비/서비스 12개월 Forward PER에 20% 할인)를 적용하여 산출하였다.

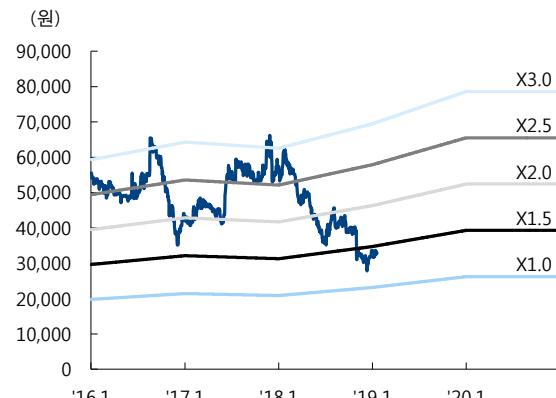
올해부터 매출 상승으로 인한 영업레버리지 효과로 실적이 개선되는 환경하에서 인티팜 수요증가 및 성장성 가시화 등이 동사 주가 상승의 모멘텀으로 작용할 수 있을 것이다.

그림19. 제이브이엠 PER 밴드



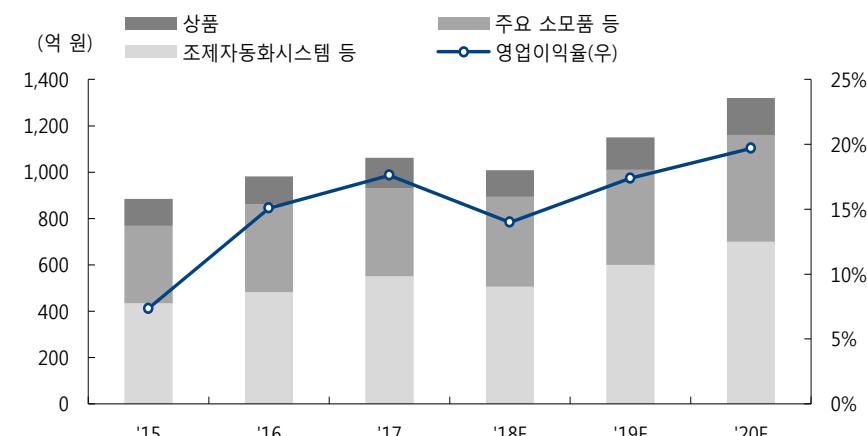
자료: 제이브이엠, 하이투자증권

그림20. 제이브이엠 PBR 밴드



자료: 제이브이엠, 하이투자증권

그림21. 제이브이엠 부문별 매출액 및 영업이익률 추이



자료: 제이브이엠, 하이투자증권

표3. 지역별 재포장 형태

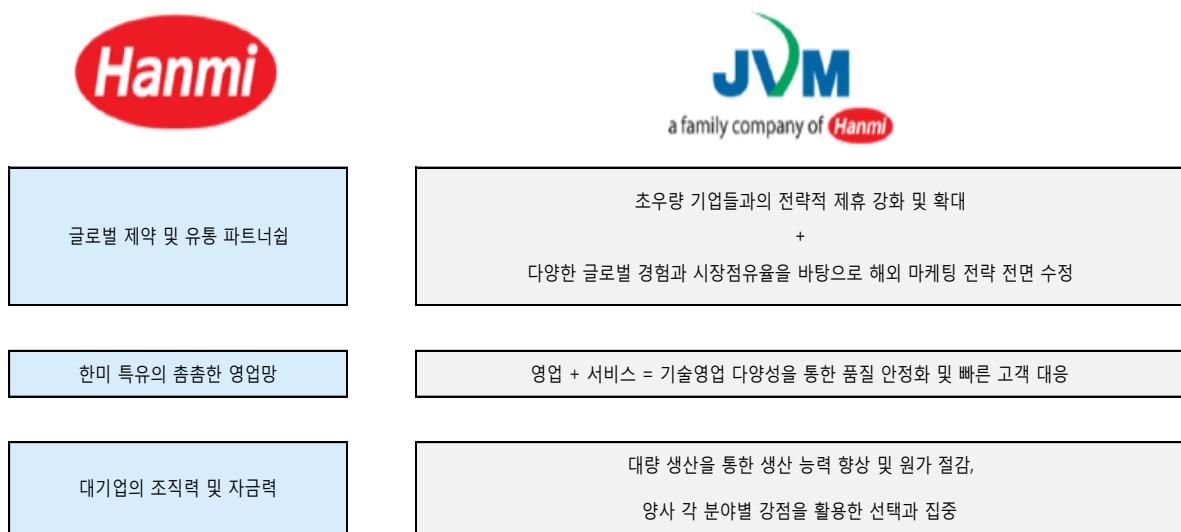
	국내	유럽	북미	중국
ATDPS 보급률	약 70-80%	약 7%-10% 미만	약 10% 미만	약 1% 미만
신입약사 연봉	5-6,000만 원	4-6만 유로	8-9만 달러	18-20만 위안
재포장 형태	Pouch 	Blister(Binggo Card) 	Bottle(Vial) 	Box

자료: 제이브이엠, 하이투자증권

표4. 제이브이엠 주요 제품

전자동 정제 분류 및 포장시스템 [ATDPS]	자동 정제 포장 검수 시스템 [VIZEN]	소모성자재, 서비스 [BRO]
- 처방전 온라인 접수 → 전자동 분류 및 분배 포장 기능 - Track&Trace의 필수 시스템 - 시스템 도입 시 인건비 1-4명 대체효과	- 약화(의료사고) 및 각종 규제 대응가능 - 조제 완료된 약 비전검수+Database화 - Track&Trace를 위한 필요 시스템 - 시스템 도입 시 인력 1-3명 대체효과	- 시스템에 사용되는 소모성자재 - 구동 시스템 및 SW서비스 - 시스템 판매에 따른 누진적 증가 - 꾸준한 Cash-Cow
자료: 제이브이엠, 하이투자증권		

그림22. 한미약품과 제이브이엠 시너지 효과



자료: 제이브이엠, 하이투자증권

그림23. 전자동 약품관리시스템 인티팜(INTIPharm)



자료: 제이브이엠, 하이투자증권

표5. 전자동 약품관리시스템 인티팜(INTIPharm) 주요 도입 효과

항목	내용
의약품 업무 시간 단축	약사 월 80.9시간 / 간호사 월 24.7시간(월 180만 원 상당 인건비)
업무 만족도 개선	약사 8.9점 / 간호사 9.5점 (10점 만점)
처방-투약 소요시간	30.6분 → 10.4분 66% 감소
간호사 약품관리	월 15.5시간 → 0 제로화
전화업무 감소	간호사-약사 간 전화업무 월 1,100건 → 0건
병원 이미지 상승	환자 안전 이슈 대비 "안전한 병원" 이미지 확보 가능

자료: 제이브이엠, 하이투자증권

그림24. 전자동 약품관리시스템 인티팜(INTIPharm) 향후 활동 계획

약물관리 = 전문 관리 캐비닛 시스템 = INTIPharm 인식 확대



자료: 제이브이엠, 하이투자증권

K-IFRS 연결 요약 재무제표

재무상태표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	68	90	121	166
현금 및 현금성자산	3	38	61	100
단기금융자산	13	8	9	9
매출채권	29	24	30	30
재고자산	20	17	21	25
비유동자산	105	99	94	90
유형자산	57	54	50	48
무형자산	15	12	10	9
자산총계	172	189	215	255
유동부채	47	52	64	85
매입채무	10	10	11	13
단기차입금	25	25	25	25
유동성장기부채	-	-	-	-
비유동부채	4	4	4	4
사채	-	-	-	-
장기차입금	-	-	-	-
부채총계	51	57	69	89
자배주주지분	121	132	147	166
자본금	3	3	3	3
자본잉여금	48	48	48	48
이익잉여금	78	88	103	122
기타자본항목	-15	-15	-15	-15
비자배주주지분	-	-	-	-
자본총계	121	132	147	166

포괄손익계산서

(단위:십억원%)	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	106	101	115	132
증가율(%)	8.2	-5.1	14.1	14.8
매출원가	61	58	66	74
매출총이익	45	42	49	58
판매비와관리비	26	28	29	32
연구개발비	3	3	3	4
기타영업수익	-	-	-	-
기타영업비용	-	-	-	-
영업이익	19	14	20	26
증가율(%)	26.7	-24.6	41.8	29.5
영업이익률(%)	17.7	14.0	17.4	19.7
이자수익	0	1	2	3
이자비용	0	0	0	0
지분법이익(손실)	-	-	-	-
기타영업외손익	-3	2	0	-1
세전계속사업이익	15	16	21	27
법인세비용	3	3	5	6
세전계속이익률(%)	13.9	16.0	18.2	20.5
당기순이익	11	13	16	21
순이익률(%)	10.8	12.5	14.2	15.9
자배주주구속 순이익	11	13	16	21
기타포괄이익	0	-	-	-
총포괄이익	11	13	16	21
자배주주구속총포괄이익	11	13	16	21

현금흐름표

(단위:십억원)	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	18	41	33	50
당기순이익	11	13	16	21
유형자산감가상각비	3	4	3	3
무형자산상각비	3	2	2	2
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-7	5	0	0
유형자산의 차분(취득)	1	-	-	-
무형자산의 차분(취득)	6	-	-	-
금융상품의 증감	-10	30	23	40
재무활동 현금흐름	-17	-1	-1	-1
단기금융부채의증감	-14	-	-	-
장기금융부채의증감	-	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-1	-2	-2	-2
현금및현금성자산의증감	-6	35	22	39
기초현금및현금성자산	9	3	38	61
기말현금및현금성자산	3	38	61	100

주요투자지표

	2017	2018E	2019E	2020E
주당지표(원)				
EPS	1,810	1,998	2,584	3,324
BPS	19,135	20,853	23,160	26,206
CFPS	2,804	2,922	3,378	4,005
DPS	300	300	300	300
Valuation(배)				
PER	31.7	16.4	12.7	9.9
PBR	3.0	1.6	1.4	1.3
PCR	20.5	11.2	9.7	8.2
EV/EBITDA	14.8	9.3	6.5	4.1
Key Financial Ratio(%)				
ROE	9.8	10.0	11.7	13.5
EBITDA 이익률	23.6	19.8	21.8	22.9
부채비율	42.3	43.0	46.9	53.8
순부채비율	6.7	-16.7	-30.5	-50.7
매출채권화전율(x)	4.1	3.8	4.3	4.4
재고자산회전율(x)	5.6	5.4	6.1	5.8

자료: 제이브이엠, 하이투자증권



일자	투자의견	목표주가(원)	목표주가 대상시점	괴리율	
				평균 주가대비	최고(최저) 주가대비
2018-07-23(담당자변경)	NR				
2019-01-21	Buy	43,000	1년		

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3 자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6 개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

(작성자 : 이상현)

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3 등급) 종목투자의견은 향후 12 개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함:

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral(중립), - Underweight(비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2018-12-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	90.9%	9.1%	-