

제이브이엠 (054950/KQ)

예상보다도 좋은 실적. 2024 년도 매력적

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 37,000 원(유지)

현재주가: 27,900 원

상승여력: 32.6%



Analyst
이동건

dglee@sk.com.kr
3773-9909

Company Data

발행주식수	1,209 만주
시가총액	337 십억원
주요주주	
한미사이언스	39.19%
자사주	4.73%

Stock Data

주가(24/01/17)	27,900 원
KOSDAQ	833.05 pt
52주 최고가	39,100 원
52주 최저가	17,280 원
60일 평균 거래대금	3 십억원

주가 및 상대수익률



4Q23 Pre: 수익성 좋은 해외 조제시스템 매출 고성장으로 호실적 전망

4Q23 연결 매출액 및 영업이익을 각각 437억원(+11.3% YoY, 이하 YoY 생략), 96억원(+60.7%, OPM 21.9%)으로 추정한다. 매출액은 시장 컨센서스 및 당사 추정치에 부합, 영업이익은 컨센서스를 약 14% 상회한 호실적이 예상된다.

1) 4Q23 조제시스템 매출은 233 억원(+8.8%)을 전망한다. 이중 수출은 133 억원(+22.0%)으로 추정된다. 3Q23 실적 발표 당시 언급한 바와 같이 조제시스템 수출 매출의 인식 시점 지연 이슈로 4Q23 조제시스템 해외 매출이 크게 증가한 것에 기인한다. 한편 유럽 법인은 흑자 전환에 성공한 이후 매출 성장 효과를 바탕으로 영업 레버리지 본격화 구간에 진입한 것으로 파악되며, 이에 따라 유럽 법인 역시 10%대 영업이익률을 달성한 것으로 판단된다. 2) 소모품 매출은 167 억원(+18.5%)을 기록, 안정적 성장세를 이어가고 있는 것으로 파악된다. 3) 수익성 측면에서는, 4Q23 인센티브 반영에 따른 인건비 소폭 증가 및 연구개발비 증가에도 불구하고 고마진의 조제시스템 해외 매출 고성장 및 전사 매출 내 수출 비중 확대를 바탕으로 영업 레버리지 효과가 두드러지게 나타남에 따라 연결 영업이익률은 21.9%를 달성, 어닝 서프라이즈로 이어질 전망이다.

2024 년에도 해외 진출 확대 및 MENITH 출시 효과로 고성장 지속

2024 년 연결 매출액 및 영업이익을 각각 1,760 억원(+12.1%), 368 억원(+25.0%, OPM20.9%)으로 추정한다. 2024 년에도 유럽, 미국 등 주력 해외 시장에서의 침투가 가속화되는 가운데 차세대 약국 자동화 시스템 '메니스(MENITH)' 출시 효과 등을 바탕으로 고성장 기초를 이어갈 전망이다. 특히 최근 출시된 MENITH 는 기존 조제시스템 대비 높은 대당 단가 및 수익성이 기대되는 만큼 매출 반영이 본격화될 2024 년 실적에 주목할 필요가 있다. 한편 국내 대비 수익성이 좋은 해외 매출 비중의 확대는 영업 레버리지 극대화로 이어질 전망으로 이를 바탕으로 첫 연간 영업이익률 20%대 달성도 기대된다.

한미사이언스 경영권 분쟁 이슈가 아닌 매력적인 펀더멘탈에 주목

한미약품그룹-OCI 그룹 통합 소식 이후 제이브이엠의 주가는 약세를 지속 중이다. 비록 최대주주인 한미사이언스의 경영권 분쟁 이슈에 따른 것으로 판단되나 이는 4Q23 및 2024 년 매 분기 호실적이 기대되는 펀더멘탈과 무관한 것인 만큼 과도한 주가 하락으로 판단한다. 2024 년 예상 PER 12.2 배 거래 중인 만큼 밸류에이션 매력은 충분하다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	115	116	142	157	176	192
영업이익	십억원	16	12	22	29	37	43
순이익(지배주주)	십억원	10	9	16	24	28	32
EPS	원	864	740	1,303	2,019	2,282	2,661
PER	배	21.8	18.8	15.7	13.1	12.2	10.5
PBR	배	1.4	1.0	1.4	1.6	1.5	1.3
EV/EBITDA	배	10.0	7.6	7.8	7.9	6.8	5.6
ROE	%	8.0	6.4	10.4	14.5	14.5	14.9

제이브이엠 4Q23 실적 추정

(십억원, %)	4Q23E	4Q22	YoY	3Q23	QoQ	Consen	vs. Consen	Pre	vs. Pre
매출액	43.7	39.3	11.3	36.8	18.7	43.3	1.1	43.9	(0.4)
영업이익	9.6	6.0	60.7	5.8	64.5	8.4	14.3	8.8	8.9
세전이익	9.8	4.7	109.9	6.8	44.6	9.0	9.3	9.0	9.3
(지배주주)순이익	8.9	3.0	198.8	5.4	64.9	6.9	28.3	8.1	9.3
영업이익률	21.9	15.2		15.8		19.4		20.0	
순이익률	20.2	7.5		14.6		15.9		18.5	

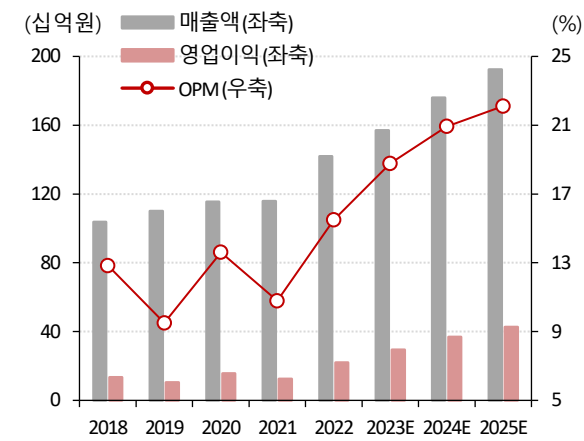
자료: 제이브이엠, Quantivise, SK 증권 추정 / 주: 연결 기준

제이브이엠 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	31.5	37.0	34.2	39.3	37.7	38.7	36.8	43.7	142.0	157.0	176.0
YoY	32.1	36.7	11.7	14.4	19.5	4.6	7.8	11.3	22.6	10.6	12.1
전체 수출	14.6	16.4	16.2	17.9	18.3	18.0	16.4	22.1	65.2	74.7	87.1
수출 비중	46.3	44.4	47.5	45.7	48.5	46.4	44.5	50.5	45.9	47.6	49.5
조제시스템	14.1	17.3	18.2	21.4	18.2	20.0	16.9	23.3	71.0	78.4	89.3
내수	7.2	9.3	9.0	10.5	8.6	9.3	9.0	10.0	35.9	36.9	39.5
수출	6.9	8.1	9.2	10.9	9.6	10.7	7.9	13.3	35.1	41.5	49.8
주요 소모품 외	13.5	16.5	12.2	14.1	15.7	15.0	16.2	16.7	56.2	63.6	71.2
내수	7.8	9.7	6.9	8.9	8.9	9.6	9.5	9.8	33.4	37.8	41.5
수출	5.7	6.7	5.2	5.2	6.8	5.4	6.7	6.9	22.9	25.8	29.7
상품	3.9	3.2	3.8	3.8	3.7	3.8	3.7	3.8	14.7	15.0	15.5
매출총이익	11.0	13.1	12.7	14.4	15.0	14.9	14.0	19.0	51.2	62.9	72.4
YoY	37.8	33.0	27.4	25.3	35.8	14.1	10.1	32.5	30.3	23.0	15.0
GPM	35.0	35.3	37.2	36.6	39.8	38.5	37.9	43.5	36.0	40.1	41.1
영업이익	4.4	5.9	5.7	6.0	7.5	6.6	5.8	9.6	22.0	29.5	36.8
YoY	172.7	76.9	61.8	48.5	69.4	10.9	2.4	60.7	76.0	34.0	25.0
OPM	14.1	16.0	16.6	15.2	19.9	16.9	15.8	21.9	15.5	18.8	20.9
세전이익	4.6	6.2	5.8	4.7	8.2	7.3	6.8	9.8	21.3	32.1	35.4
YoY	145.0	124.4	57.2	337.1	78.4	17.8	16.8	109.9	126.3	50.8	10.2
(지배주주)순이익	3.7	4.6	4.6	3.0	6.9	3.3	5.4	8.9	15.8	24.4	27.6
YoY	97.5	103.9	2.3	675.3	87.7	(26.8)	17.0	198.8	76.0	54.9	13.0
NPM	11.6	12.3	13.4	7.5	18.2	8.6	14.6	20.2	11.1	15.5	15.7

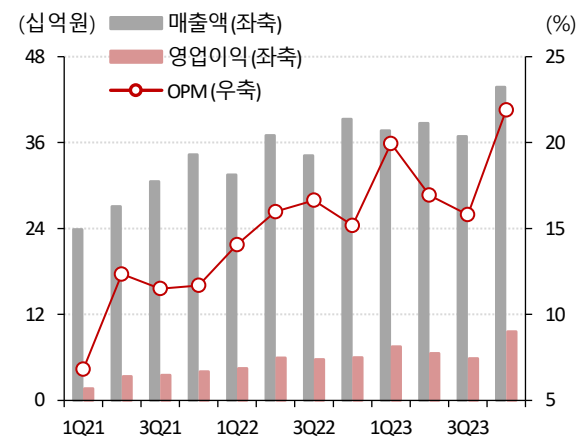
자료: 제이브이엠, SK 증권 추정 / 주: 연결 기준

제이브이엠 연간 실적 추이 및 전망



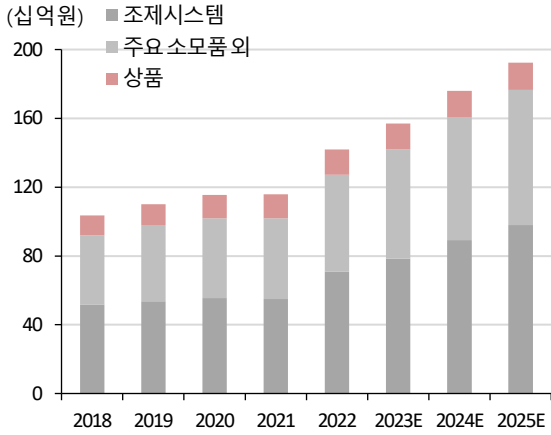
자료: 제이브이엠, SK 증권 추정 / 주: 연결 기준

제이브이엠 분기 실적 추이 및 전망



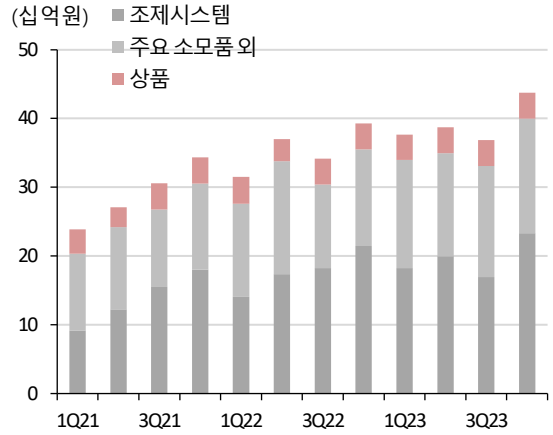
자료: 제이브이엠, SK 증권 추정 / 주: 연결 기준

제이브이엠 연간 품목별 매출 추이 및 전망



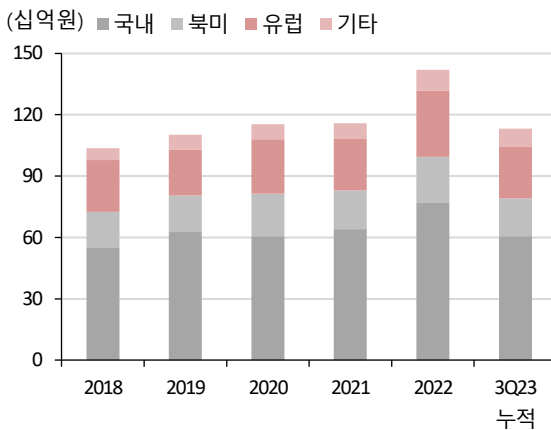
자료: 제이브이엠, SK 증권 추정 / 주: 연결 기준

제이브이엠 분기 품목별 매출 추이 및 전망



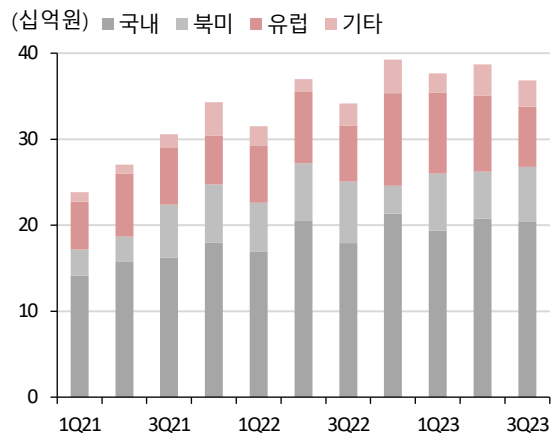
자료: 제이브이엠, SK 증권 추정 / 주: 연결 기준

제이브이엠 연간 지역별 매출 추이



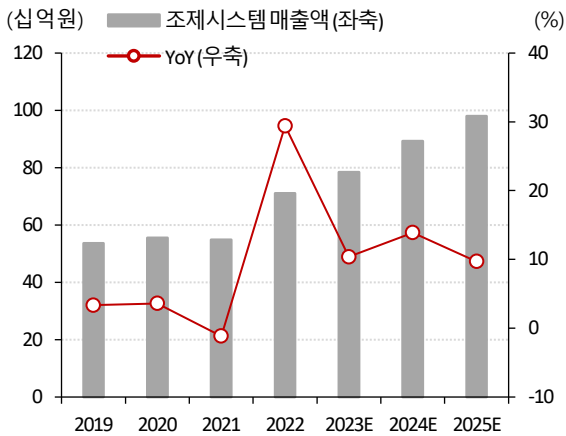
자료: 제이브이엠, SK 증권 / 주: 연결 기준

제이브이엠 분기 지역별 매출 추이



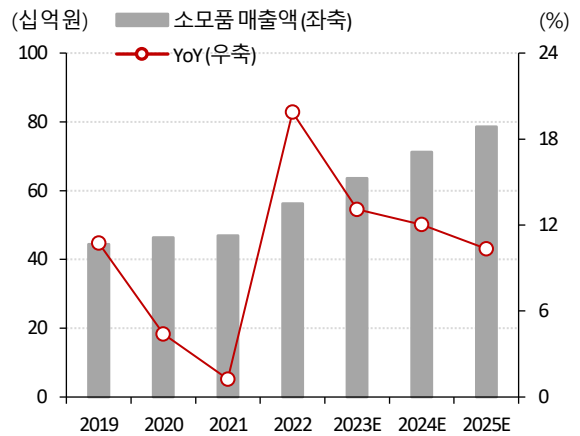
자료: 제이브이엠, SK 증권 / 주: 연결 기준

제이브이엠 조제시스템 매출 추이 및 전망



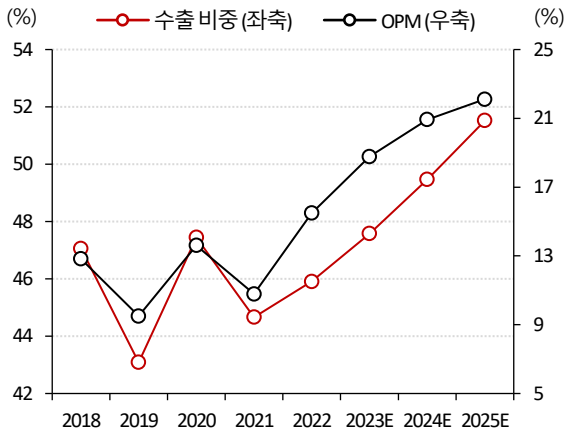
자료: 제이브이엠, SK 증권 추정

제이브이엠 주요 소모품 외 매출 추이 및 전망



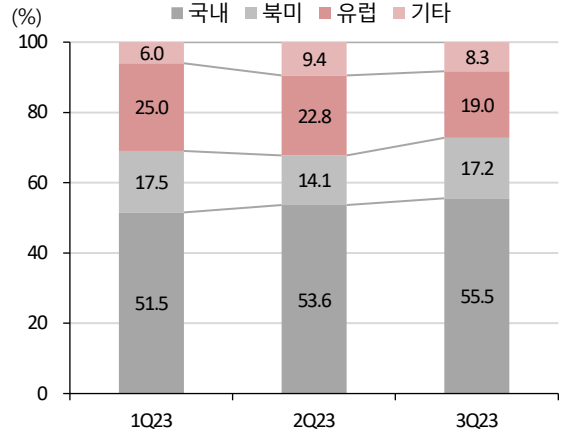
자료: 제이브이엠, SK 증권 추정

제이브이엠 전사 수출 비중 및 영업이익률 추이 및 전망



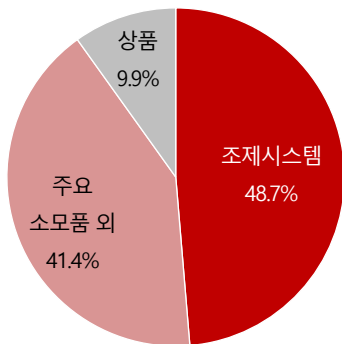
자료: 제이브이엠, SK 증권 추정 / 주: 연결 기준

제이브이엠 분기별 지역별 비중 추이



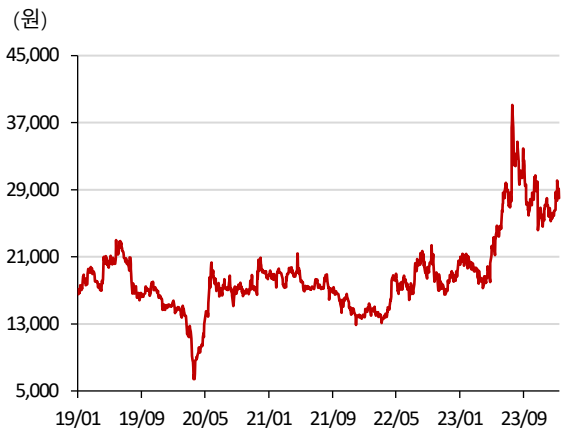
자료: 제이브이엠, SK 증권 / 주: 연결 기준

제이브이엠 3분기 누적 제품군별 매출 비중



자료: 제이브이엠, SK 증권 / 주: 연결 기준

제이브이엠 주가 추이



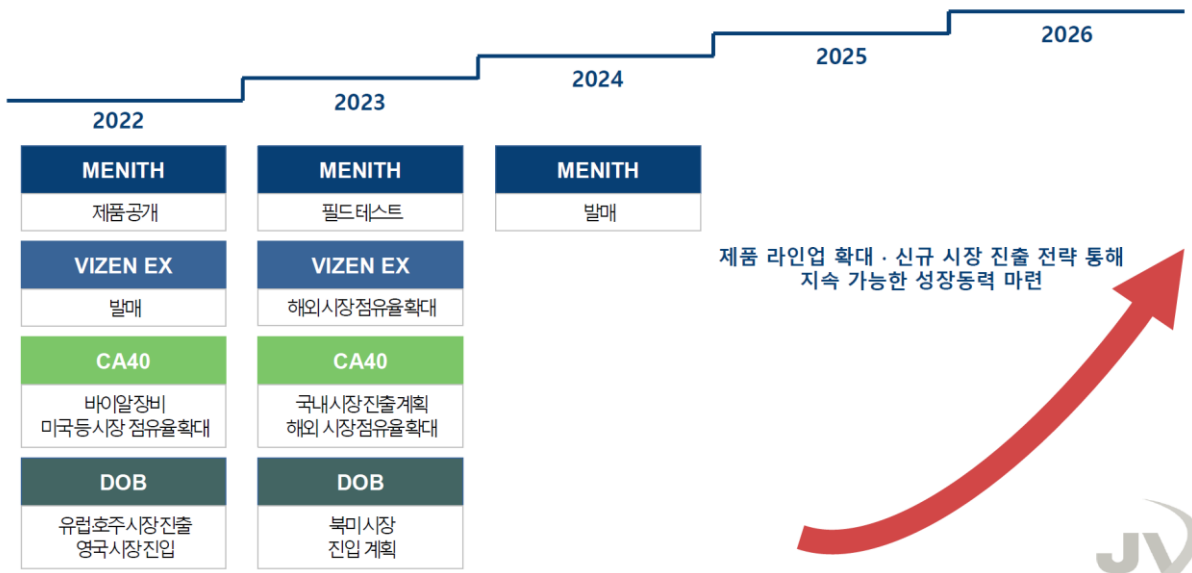
자료: Quantwise, SK 증권

제이브이엠 조제 자동화 사업 신제품 전략

<p>MENITH</p>  <ul style="list-style-type: none"> 차세대 파우치 조제 자동화 시스템 다관절 협동 로봇 팔로 캐니스터 교환 조제 속도 기존 대비 2배 이상 높여 분당 120포 조제 가능 자동 검수 기능 통합하여 효율 극대화 생산성 3배 이상 향상 	<p>VIZEN EX</p>  <ul style="list-style-type: none"> 차세대 파우치 검수 솔루션 기기 내부 탑재된 카메라로 촬영하여 분당 최대 400개 파우치 포 검사 알약 수량, 크기, 모양 등을 처방 내역과 비교 분석 빠른 검수로 생산성 확대 
<p>CA40</p>  <ul style="list-style-type: none"> 약품 카운팅 시스템 (바이알 포장) 2020년 캐나다 월마트 약국 입점 캐나다, 미국, 뉴질랜드, 중국 등으로 시장 진출 확대 중 최대 20대까지 확장 가능 	<p>DOB</p>  <ul style="list-style-type: none"> 블리스터카드 포장 조제기 2021년 호주 · 스페인 시장 진출 유럽 · 호주 중심의 재포장 방식 블리스터카드 시장 내 독보적 경쟁력

자료: 제이브이엠, SK 증권

제이브이엠 조제 자동화 사업 포트폴리오 로드맵



자료: 제이브이엠, SK 증권

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	99	119	141	166	195
현금및현금성자산	7	7	15	25	41
매출채권 및 기타채권	18	19	21	23	25
재고자산	24	29	32	36	39
비유동자산	112	112	115	116	118
장기금융자산	11	13	14	14	14
유형자산	70	70	71	72	74
무형자산	5	3	2	2	1
자산총계	211	232	256	282	313
유동부채	64	70	74	77	81
단기금융부채	24	31	32	34	36
매입채무 및 기타채무	28	24	25	26	27
단기충당부채	1	1	1	1	1
비유동부채	4	3	3	3	3
장기금융부채	1	1	1	1	1
장기매입채무 및 기타채무	1	1	1	1	1
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	68	74	77	80	84
지배주주지분	143	158	179	202	228
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	45	45	45	45	45
기타자본구성요소	-24	-24	-24	-24	-24
자기주식	-24	-24	-24	-24	-24
이익잉여금	102	117	138	161	187
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	143	158	179	202	228
부채외자본총계	211	232	256	282	313

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	25	14	26	28	33
당기순이익(손실)	9	16	24	28	32
비현금성항목등	11	14	11	11	12
유형자산감가상각비	4	4	4	4	4
무형자산상각비	1	1	1	1	0
기타	6	9	6	6	7
운전자본감소(증가)	5	-13	-3	-5	-4
매출채권및기타채권의감소(증가)	3	-0	-2	-3	-2
재고자산의감소(증가)	-2	-5	-3	-4	-3
매입채무및기타채무의증가(감소)	3	-5	1	1	1
기타	0	-3	1	1	1
법인세납부	0	-3	-8	-8	-9
투자활동현금흐름	-22	-17	-14	-14	-14
금융자산의감소(증가)	-17	-13	-7	-8	-7
유형자산의감소(증가)	-3	-3	-5	-5	-6
무형자산의감소(증가)	-2	-2	0	0	0
기타	1	1	-3	-0	-0
재무활동현금흐름	-5	3	-2	-3	-4
단기금융부채의증가(감소)	-2	6	2	2	2
장기금융부채의증가(감소)	-0	-1	0	0	0
자본의증가(감소)	-0	0	0	0	0
배당금지급	-2	-2	-3	-5	-6
기타	-0	-0	0	-0	0
현금의 증가(감소)	-1	0	8	10	15
기초현금	8	7	7	15	25
기말현금	7	7	15	25	41
FCF	23	11	21	22	27

자료 : 제이브이엠, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	116	142	157	176	192
매출원가	77	91	94	104	111
매출총이익	39	51	63	72	81
매출총이익률(%)	33.9	36.0	40.1	41.1	42.1
판매비와 관리비	27	29	33	36	38
영업이익	12	22	29	37	43
영업이익률(%)	10.8	15.5	18.8	20.9	22.1
비영업손익	-3	-1	3	-1	-1
순금융손익	1	1	1	2	2
외환관련손익	-0	-0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	9	21	32	35	41
세전계속사업이익률(%)	8.1	15.0	20.4	20.1	21.4
계속사업법인세	0	6	8	8	9
계속사업이익	9	16	24	28	32
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	9	16	24	28	32
순이익률(%)	7.7	11.1	15.5	15.7	16.7
지배주주	9	16	24	28	32
지배주주귀속 순이익률(%)	7.7	11.1	15.5	15.7	16.7
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	8	17	24	28	32
지배주주	8	17	24	28	32
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	18	27	34	41	47

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	0.4	22.6	10.6	12.1	9.3
영업이익	-20.4	76.0	34.0	25.0	15.5
세전계속사업이익	-25.5	126.3	50.8	10.2	16.6
EBITDA	-15.4	48.9	26.9	21.4	13.9
EPS	-14.3	76.0	54.9	13.0	16.6
수익성 (%)					
ROA	4.4	7.1	10.0	10.3	10.8
ROE	6.4	10.4	14.5	14.5	14.9
EBITDA마진	15.6	19.0	21.8	23.6	24.6
안정성 (%)					
유동비율	155.6	170.0	191.1	215.6	240.9
부채비율	47.1	46.5	42.8	39.7	36.8
순차입금/자기자본	-21.9	-24.2	-28.6	-33.8	-39.0
EBITDA/이자비용(배)	106.8	82.8	159.7	184.8	200.7
배당성향	25.7	21.9	18.9	20.9	19.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	740	1,303	2,019	2,282	2,661
BPS	13,818	15,028	16,761	18,662	20,846
CFPS	1,203	1,712	2,409	2,666	3,050
주당 현금배당금	200	300	400	500	550
Valuation지표 (배)					
PER	18.8	15.7	13.1	12.2	10.5
PBR	1.0	1.4	1.6	1.5	1.3
PCR	11.6	11.9	11.0	10.5	9.1
EV/EBITDA	7.6	7.8	7.9	6.8	5.6
배당수익률	1.4	1.5	1.5	1.7	1.9

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2023.10.31	매수	37,000원	6개월		
2023.06.26	매수	42,000원	6개월	-28.33%	-6.90%



Compliance Notice

작성자(이동건)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 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 01월 18일 기준)

매수	95.35%	중립	4.65%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------