제이브이엠(054950)

고마진 해외 매출 증가로 브이

Buy (신규)

목표주가(신규): 39,700원

현재 주가(10/06)	28,550원
상승여력	▲ 39.04%
시가총액	3,452억 원
발행주식수	12,090천 주
52주 최고가 / 최저가	39,850/16,000원
90일 일평균 거래대금	77억 원
외국인 지분율	4.47%
주주 구성	
한미사이언스㈜	39%
기타	61%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-8.79	-14.39	52.84	53.49
상대수익률(KOSDAQ)	2.28	-8.17	58.52	37.88

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2021	2022	2023F	2024F
매출액	116	142	172	201
영업이익	12	22	32	40
EBITDA	18	27	37	45
지배주주순이익	9	16	21	27
EPS	777	1,368	1,831	2,385
순차입금	-31	-38	-59	-81
PER	19	16	15	11
PBR	1	2	2	1
EV/EBITDA	8	8	11	9
ROE	6	10	11	13

Researcher


김혜빈
helen12@ewhain.net


백다연
100dayeon@ewhain.net


박시현
2181017@ewhain.net


진수빈
tnqlschlrh26@ewhain.net

2023F 북미 · 유럽 내 공장형 약국의 파우치형 조제 자동화 장비 수요 증가에 따라 고마진 해외향 ATDPS 매출액 증가와 수익성 개선을 전망합니다. 또한, ATDPS 누적 판매량 증가에 따른 소모품 매출 증가를 전망하는 바, 투자의견 BUY 를 제시합니다.

ATDPS랑 저 너머 같이 가자, 해외로

2Q23 아마존 약국의 원격진료 서비스 지역 확장에 따른 의약품 조제 자동화 장비 수요 증가로 2023F 동사의 북미향 ATDPS 매출액은 164억 원(+61.04%, YoY)으로 증가할 전망이다. 또한, 2024F 유럽 신규 공장형 약국에 초대형 ATDPS인 메니스를 납품함에 따라 2024F 동사의 유럽향 ATDPS 매출액은 318억 원(+82.69%, YoY)까지 상승할 것으로 예상한다. 고마진 해외향 ATDPS 매출 비중 확대로 동사의 수익성 개선을 기대한다.

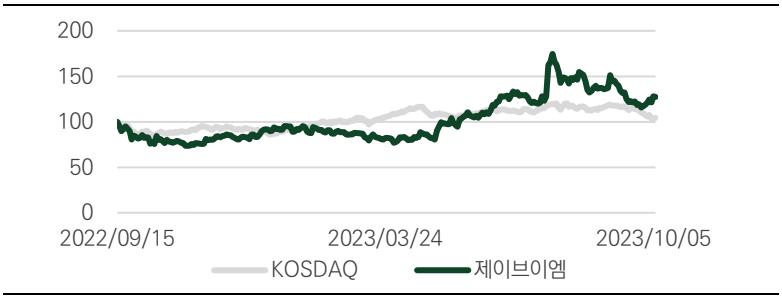
흔들리지 않는 편안함, 소모품

동사의 사업구조는 장비 매출액이 증가할수록 소모품 매출액이 증가하는 선순환 구조로, 2023F 동사의 소모품 매출액은 북미 · 유럽의 ATDPS 수요 증가에 따라 710억 원(+26.32%, YoY)까지 상승할 전망이다.

목표주가 39,700원, 투자의견 BUY

제이브이엠에 대해 투자의견 BUY, 목표주가 39,700원, 상승여력 39.04%를 제시한다. 2023F 매출액은 1,725억 원(+21.49%, YoY), 영업이익 317억 원(+43.93%, YoY)을 전망한다. 목표주가는 EV/EVITDA Valuation을 이용했으며 EV/EBITDA multiple 13.12배 반영해 산출했다.

제이브이엠 주가추이 (1개년)



자료: KRX, EIA

Valuation

EV/EBITDA Valuation – 투자의견 Buy 와 목표주가 39,700 원

EV/EBITDA Valuation 선택 근거 및 결과

제이브이엠은 약국 및 병원을 대상으로 의약품 조제 자동화 장비를 판매하는 사업을 영위하며 고마진인 해외 매출 비중이 확대돼 영업활동현금흐름이 증가할 것으로 전망한다. 또한, 동사는 파우치형 의약품 조제 자동화 장비 시장 내 국내 유일 상장 기업으로 해외 기업과의 비교를 위해 회계정책과 법인세율의 영향을 받지 않는 EV/EBITDA Valuation을 주 가치 평가 수단으로 선정했다. 동사의 2023F 예상 EBITDA를 368억 원으로 추정한다. 산출한 EV/EBITDA에 Target EV/EBITDA Multiple 13.12배를 곱한 값에서 추정 순부채를 차감하여 시가총액 4,572억 원을 도출했으며, 유통주식수로 나눠 적정주가 39,700원, 상승여력 39.04%를 도출했다.

[그림1] EV/EBITDA Valuation (단위: 십억 원, 원, 배)

23F EV/EBITDA Multiple	13.12
23F EBITDA	37
23F 순부채	26
23F 시가총액	457.22
유통주식수(천 주)	11,518
적정 주가(환산)	39,700
현재 주가 (10/06)	28,550
상승여력	39.04%

자료: 제이브이엠, EIA 추정

Peer Group 선정 이유

동사의 적정주가를 산출하기 위해 Becton Dickinson, Tosho, McKesson, Omnicell을 Peer Group으로 선정했다. Becton Dickinson은 미국의 의료 장비 업체로 2022년 의약품 조제 자동화 장비 업체인 Parata를 인수했으며 동사와 주가추이가 유사해 Peer로 선정했다. Tosho는 일본 의약품 조제 자동화 장비 업체이며, 동사와 유사하게 파우치형 조제 자동화 장비를 주력 사업으로 영위하는 경쟁사이므로 Peer로 선정했다. McKesson은 의약품 조제 자동화 장비 및 소프트웨어 솔루션을 제공하는 업체로 동사와 유사한 사업을 영위하여 Peer로 선정했다. Omnicell은 의약품 조제 및 관리 자동화 장비 제조업을 영위하는 업체이며 북미 시장 내 동사의 경쟁사이므로 Peer로 선정했다. 이에 따라 선정한 각 기업의 EV/EBITDA를 통해 Average EV/EBITDA 13.12배를 산출했다.

[그림2] Peer Group Analysis

Peer Group	영위 사업	12m Fwd P/E	Average P/E
Becton Dickinson	의약품 조제 자동화 장비 제조 및 판매업	16.40	13.12
Tosho	의약품 조제 자동화 장비 제조 및 판매업	10.20	
McKesson	의약품 자동화 장비 및 소프트웨어 솔루션 사업	9.27	
Omnicell	의약품 조제 자동화 장비 제조 및 판매업	16.60	

자료: 제이브이엠, EIA 추정

RIM Valuation

RIM Valuation 선택 근거

제이브이엠은 의약품 조제 자동화 장비 제조 및 판매 사업을 영위하는 기업이다. 북미 · 유럽의 파우치형 장비 수요가 증가함에 따라 글로벌 파우치형 조제 자동화 장비 시장 점유율 1위인 동사의 최대 수혜를 기대한다. 따라서 고마진인 해외향 ATDPS의 매출이 상승하며 동사의 당기순이익이 증가할 것으로 전망해 RIM Valuation을 보조 가치 평가 수단으로 선정했다.

RIM Valuation 결과

RIM Valuation의 가정으로 무위험 이자율은 국고채 5년물 3.8%, 시장위험 프리미엄 2.5%를 사용했으며, 베타값 0.90을 이용하여 COE 6.0%를 산출했다. 영구 성장률은 0.0%를 적용했다. 기업 가치의 경우 잔여 이익 PV 합 716억 원, 최초 자기 자본 1,581억 원, 2027F 이후 영구가치의 현재 가치 2,182억 원을 더하여 4,480억 원을 산출했다. 기업 가치에 예상 유통 주식 수 11,518천 주를 적용해 적정 주가 38,900원, 상승여력 36.23%를 도출했다.

[그림3] RIM Valuation

무위험 이자율	3.8%
시장위험 프리미엄	2.5%
베타 (52주)	0.90
COE (Cost of Equity)	6.0%
유통 주식 수(천 주)	11,518
영구성장률	0.0%

자료: 제이브이엠, EIA 추정

[그림4] RIM Valuation (단위: 십억 원, 원)

잔여 이익 PV 합(A)	72
최초 자기 자본(B)	158
27F 이후 영구가치의 현재가치(C)	218
기업 가치(A+B+C)	448
목표 주가	38,900
현재 주가(10/06)	28,550
상승여력	36.23%

자료: 제이브이엠, EIA 추정

I. 산업분석

의약품 조제 자동화 장비 개요 및 특징

약사 업무 줄이는 의약품 조제 자동화 장비

의약품 조제 자동화 장비는 소프트웨어 시스템을 통해 의료진이 환자의 처방 정보를 장비에 입력하면 자동으로 의약품을 분배하고 포장해주는 기기이다. 의약품 조제 자동화 장비는 주로 약국 및 병원에서 사용되며, 약품 분류 및 분배 이외에도 투약정보 인쇄와 재고관리 등 모든 과정을 자동으로 처리하기 때문에 의료진의 업무 부담을 줄여준다. 의약품 조제 자동화 장비의 평균 교체주기는 10년이나, 의료진의 사용빈도 및 관리방법 등에 따라 6-7년을 주기로 교체되기도 한다.

세 가지로 구분되는 의약품 조제 방식

의약품 조제 방식은 의약품 처방 방식 및 포장 형태에 따라 국가별로 다르게 발달했다. 의약품 조제 방식은 파우치, 블리스터 카드, 바이알 형태 등으로 구분된다. 파우치형은 1회 복용량을 개별 단위로 포장해 복용하는 방식이며, 주로 국내나 일본 등 아시아 국가에서 사용된다. 파우치형은 종이 필름으로 된 포장지로 만들어지며 파우치 포장지에 약물의 종류, 복용량, 투여 시간 등이 명시되어 있어 환자의 복용 편의성 향상에 유리하고 타 조제 방식 대비 제작 단가가 낮다. 블리스터 카드형은 플라스틱으로 만든 포켓에 알루미늄 호일이나 종이로 포장되어 있으며 주로 고령화율이 높은 유럽에서 복약순응도 향상을 위해 사용된다. 블리스터 카드형은 의약품을 복용 단위별로 개별 포장하기 때문에 약품을 보호할 수 있다. 바이알형은 캡슐 및 액체 형태의 의약품을 포장하는데 사용되는 플라스틱 또는 유리 형태의 병으로, 주로 의료비가 높은 미국에서 대량 처방을 위해 사용된다. 바이알형은 의약품을 처방받은 수량만큼 개별용기에 포장하므로 장기 보관에 용이하나 복용량을 혼동할 가능성이 있다.

의약품 조제 자동화 장비의 핵심, 캐니스터

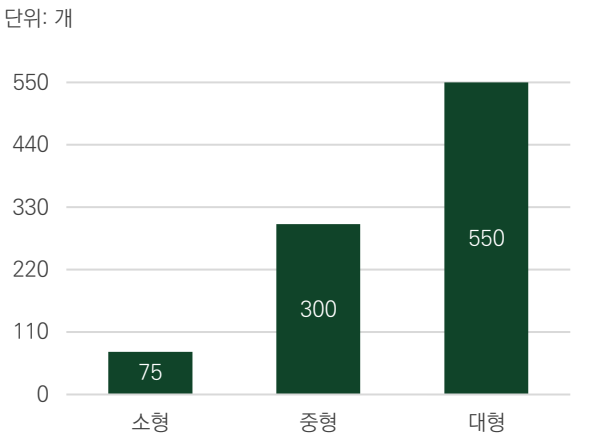
의약품 조제 자동화 장비는 수납 가능한 캐니스터 수에 따라 크기별로 구분된다. 캐니스터란 의약품을 담는 통을 의미하며, 캐니스터에는 의약품의 고유번호가 지정되어 있다. 즉, 탑재 캐니스터 수에 따라 내장 가능한 의약품의 종류 수가 달라지므로, 캐니스터 수는 의약품 조제 자동화 장비 구매 시 중요한 요소이다. 의약품 조제 자동화 장비는 캐니스터 수에 따라 75개 이상은 소형, 300개 이상은 중형, 550개 이상은 대형으로 분류된다. 의약품 조제 자동화 장비 이용 시 의료진의 단순 조제 실수로 환자가 오조제된 약을 복용하여 부작용이 발생할 가능성을 최소화하고, 의약품을 반복적으로 조제하는 노동집약적인 업무를 축소해 약사 인력 부족 문제를 해결할 수 있다. 중대형 조제 자동화 장비 기준 대당 약사 3명의 인력을 대체할 수 있어 대형 병원 및 대형 약국을 중심으로 의약품 조제 자동화 장비 수요가 증가할 전망이다.

[그림5] 의약품 조제 방식

종류	주요 사용 지역	장점	단점
파우치 	아시아	높은 복용 편의성 및 휴대성, 낮은 제작 단가	상대적으로 낮은 장기 보관성
블리스터 카드 	유럽	높은 복용 편의성	제작 단가가 파우치 대비 10-20배 높음
바이알 	북미	장기 보관에 용이	복용량 혼동 가능성, 상대적으로 높은 제작 단가

자료: 제이브이엠, EIA

[그림6] 캐니스터 개수별 의약품 조제 자동화 장비 크기



자료: Medscape, EIA

의약품 조제 자동화 산업 개요 및 전망

특허장벽 높은 의약품 조제 자동화 장비 산업

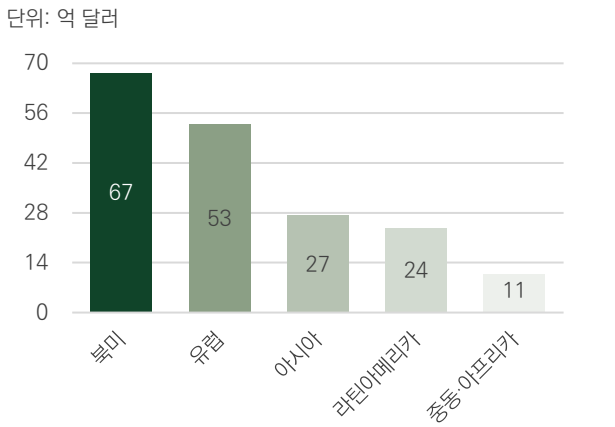
의약품 조제 자동화 장비 산업은 높은 연구개발 비용이 필요한 자본집약적 산업으로 북미 및 유럽 등의 선진국 중심으로 발전했다. 의약품 조제 자동화 장비는 높은 가격으로 인해 소형 의료시설이나 의료 서비스 수준이 발달하지 않은 지역에서는 도입하기 어렵기 때문이다. 또한, 의약품 조제 자동화 장비 시장은 장비를 설계하고 고객사별로 맞춤화된 소프트웨어 기술이 필요하기 때문에 특허장벽이 높아 신규 업체의 진입이 어렵다.

의약품 조제 자동화 장비 산업 성장의 중심, 파우치형

초고령화로 인해 약물을 4개 이상 복용하는 다제약물 복용 환자가 증가함에 따라 복약순응도 향상이 가능한 의약품 조제 방식의 필요성이 확대되고 있다. 복약순응도란 개인의 습관, 약물 복용 등의 행위가 의료진의 권고와 일치하는 정도를 의미한다. 의약품의 복약순응도에 영향을 미치는 요소에는 복용횟수, 복용하는 약의 종류, 복용방법 및 복용기간 등이 있다. 의약품 조제 방식 중 파우치형은 복용 약물을 1회분씩 포장하는 방식으로, 다양한 의약품을 1회분으로 소분할 수 있어 복약 순응도 향상에 유리하다.

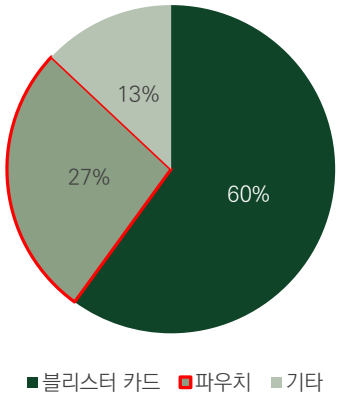
2022년 파우치형은 복약순응도 향상 패키징 시장의 점유율 27%를 차지했으며, 환자의 복약순응도 향상 노력에 따라 파우치형 조제 방식에 대한 수요가 증가하고 있다. 복약순응도 패키징 시장은 환자의 복약순응도를 높이는 의약품 포장 방식에 대한 수요를 나타낸다. 바이알형 포장 방식은 환자의 계수 능력이 낮을 경우, 약화사고 발생 확률이 높다. 블리스터 카드형 포장 방식은 장비 제작에 고가의 비용이 발생하고 장비 관리가 어려워 사용상 및 조제상의 문제점이 발생한다. 복약순응도 향상을 위한 파우치형 장비 수요 증가를 중심으로 글로벌 의약품 조제 자동화 시장은 2023F 204억 달러에서 2027F 321억 달러까지 CAGR 12%로 성장할 전망이다.

[그림7] 지역별 의약품 조제 자동화 시장규모(2022)



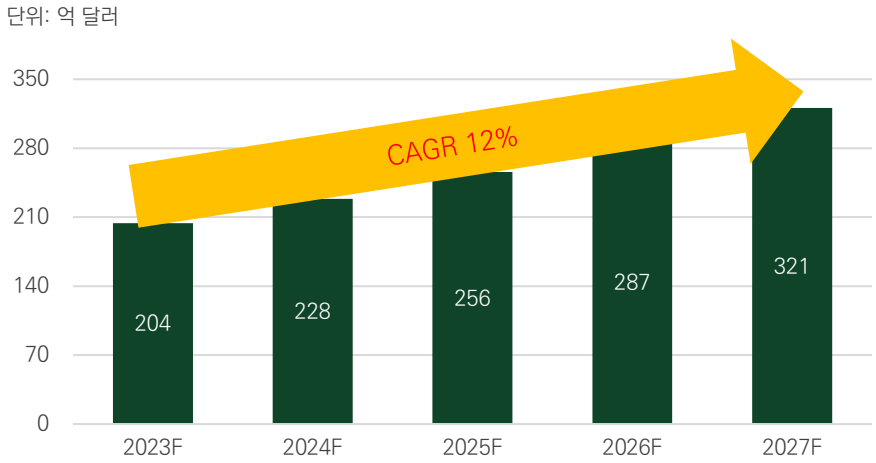
자료: Precedence Research, EIA

[그림8] 글로벌 복약순응도 패키징 시장 점유율(2022)



자료: Coherent Market Insight, EIA

[그림9] 의약품 조제 자동화 시장 규모 전망



자료: Meticulous Research, EIA

북미 의약품 조제 자동화 시장 특징 및 전망

높은 의료비로 온라인 약국 성장이 가속화

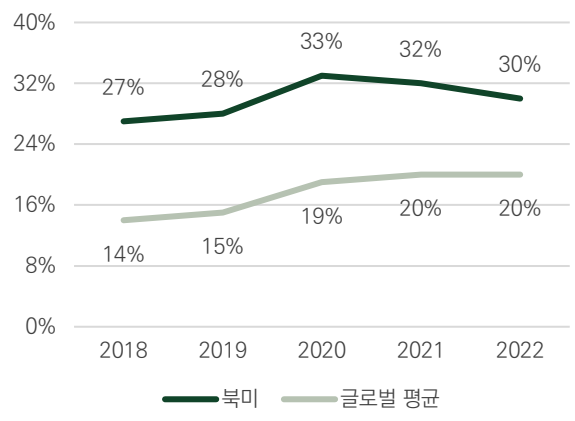
2022년 기준 북미의 온라인 약국 침투율은 30%로 글로벌 평균 대비 10%p 높다. 국토가 넓은 미국은 주거지역과 약국의 거리가 멀기 때문에, 약을 구매할 때마다 매번 약국을 방문하는 것이 의약품 장기 복용이 필요한 만성 질환 환자에게는 부담으로 작용한다. 반면에 온라인 약국 이용 시 웹사이트 혹은 스마트폰 어플을 통해 의약품을 쉽게 주문하고 배송 받을 수 있어 북미 만성 질환 환자들의 온라인 약국 서비스 수요가 높다.

타 국가 대비 높은 의료비와 LTC 시장 성장에 따라 북미 온라인 약국 시장규모는 2022년 251억 달러에서 2027F 599억 달러까지 CAGR 19%로 성장할 전망이다. 미국은 전세계에서 의료비가 가장 높은 국가로, 2022년 미국 인당 의료비 지출 규모는 타 국가 평균 대비 50% 이상 높은 11,912억 달러이다. 또한 요양 치료가 필요한 노인 등에게 제공되는 장기 간병 서비스인 북미 LTC 시장은 2022년 1조 1,007억 달러에서 2027F 1조 5,720억 달러까지 CAGR 7%로 성장할 전망이다. 이에 따라 장기간 지출하는 높은 의료비를 절감하기 위해 오프라인 대비 의료비가 낮은 온라인 약국 수요가 증가하고 있다. 실제로 온라인 약국 내에서 가장 판매가 많은 제품군은 장기 복용이 필요한 고혈압, 천식, 당뇨 약 등으로 전체 판매량의 23%를 차지했으며, 북미 온라인 약국 성장은 LTC 시장 성장에 따라 가속화될 전망이다.

온라인 약국 확대로 파우치형 장비 수요 증가

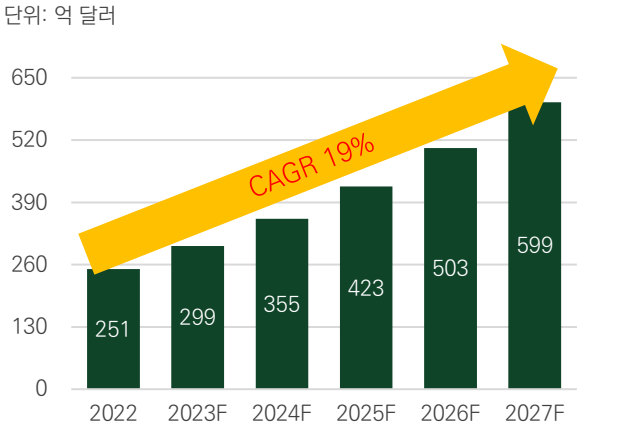
북미 온라인 약국 시장의 성장에 따른 북미 파우치형 조제 자동화 장비의 수요 증가를 기대한다. 온라인 약국은 주문받은 의약품을 대량으로 조제한 후 전국으로 배송하는 공장형 약국이므로 효율성을 향상하기 위해 의약품 조제 자동화 장비 사용이 필수적이다. 북미 의약품 조제 방식의 55%를 차지하는 바이알형은 배송 중 파손 위험이 존재하며, 블리스터 카드형은 제조원가가 높기 때문에 온라인 약국 시장이 확대될 시 파손 위험이 낮고 제조원가가 저렴한 파우치형의 침투율이 상승할 것으로 예상한다. 이에 따라 바이알형과 블리스터 카드형 조제 자동화 장비의 수요 대비 파우치형 조제 자동화 장비의 수요가 높아질 전망이다.

[그림10] 북미 · 글로벌 평균 온라인 약국 침투율



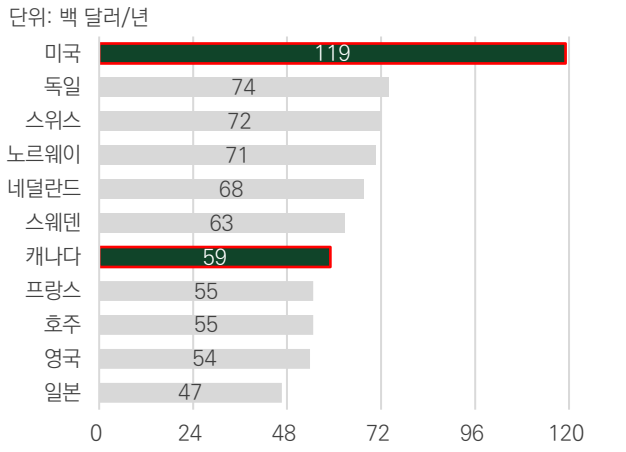
자료: Statista Market Insights, EIA

[그림11] 북미 온라인 약국 시장규모 전망



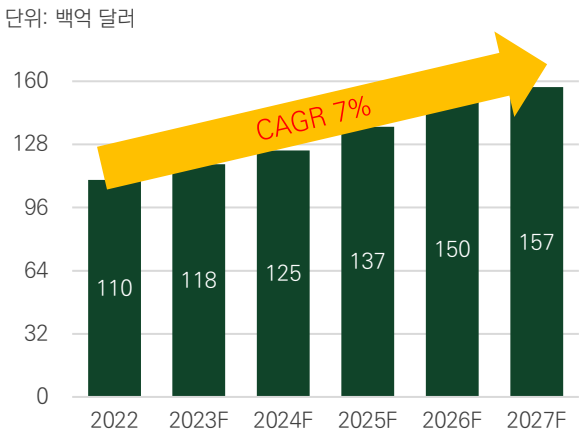
자료: Grand View Research, EIA

[그림12] 국가별 인당 의료비 지출 규모(2022)



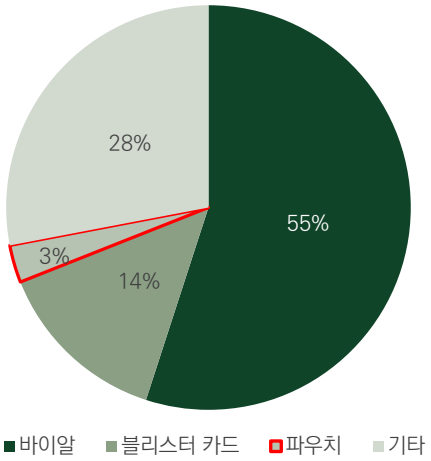
자료: OECD, EIA

[그림13] 북미 LTC 시장규모 전망



자료: Market.us, EIA

[그림14] 북미 의약품 조제 방식별 점유율(2022)



자료: Gminsights, EIA

유럽 의약품 조제 자동화 시장 특징 및 전망

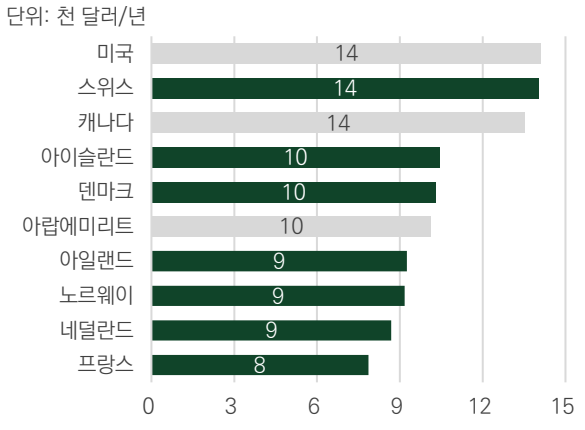
의료 인력난으로 인해 유럽 내 높은 자동화 장비 수요

2022년 약사 평균 임금 상위 10개국 중 7개국은 유럽으로, 유럽은 증가하는 의료 서비스 수요 대비 약사 인력이 부족해 약사의 임금이 높다. 2022년 유럽은 고령화율이 20%로 글로벌 평균 대비 2배 높아 만성질환 환자의 비중이 높은 반면, 환자 1,000명당 약사 수는 글로벌 평균 대비 30% 적다. 또한, 코로나19 이후 유럽 의료진의 업무 강도는 심화되었으나 의료 인력 증가 폭이 크지 않아 유럽 의료진 인력 부족 현상이 지속되고 있다. 이에 유럽은 의료진 임금이 글로벌 평균 대비 높아 약사 인력을 대체할 수 있는 의약품 조제 자동화 장비의 수요가 높다.

유럽 파우치형 조제 자동화 장비 시장 성장 전망

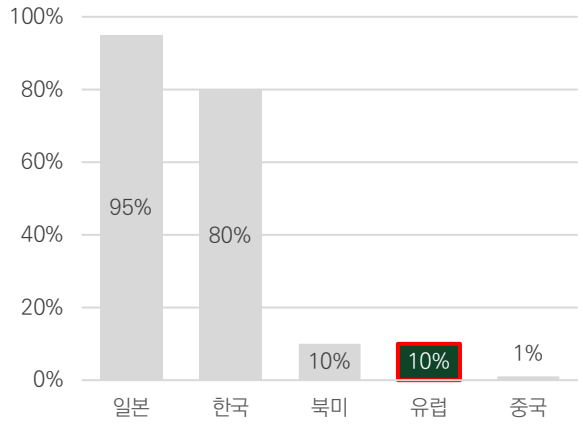
유럽 내 파우치형 의약품 조제 자동화 장비의 수요 증가로 인해 유럽 의약품 자동화 장비 시장은 2023F 53억 달러에서 2027F 85억 달러까지 CAGR 10%로 성장할 전망이다. 유럽은 온라인 약국 시장이 발달해 다제복용 및 장기 처방 고객의 수요가 많은 공장형 약국 수가 증가하고 있다. 공장형 약국은 접수받은 처방 의약품을 대량으로 조제한 후 전국 각지로 배송하기 때문에 다제약물을 1회분씩 소분할 수 있고, 배송 중 파손 위험이 없는 파우치형 장비를 필요로 한다. 또한, 파우치형 장비는 블리스터 카드형 대비 제작 단가가 낮고 복약순응도 향상에 유리해 유럽 내 파우치형 장비 수요가 증가하고 있다. 2022년 유럽 의약품 조제 방식의 80%를 차지하는 블리스터 카드형은 포장재의 원가가 높아 의료 보험금을 지원하는 유럽 정부의 건강 보험 재정 부담을 높인다. 또한, 블리스터 카드형은 팩 단위의 포장으로 인한 불용재고를 양산하고 파우치형 대비 약을 과량 복용하는 문제가 발생할 수 있다. 2022년 유럽 파우치형 장비의 침투율은 10%이나, 유럽 내 공장형 약국 증가 및 파우치형 조제 방식으로의 전환에 따라 파우치형 자동화 장비 수요는 가속화될 전망이다.

[그림15] 국가별 약사 평균 임금 상위 10 개 국가 (2022)



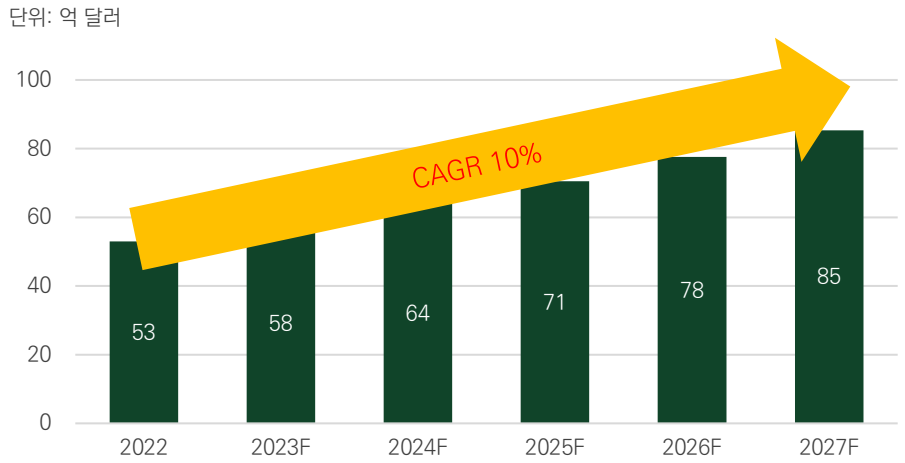
자료: Economic Research Institute, EIA

[그림16] 국가별 파우치형 장비 침투율(2022)



자료: 제이브이엠, EIA

[그림17] 유럽 조제 자동화 장비 시장규모 전망



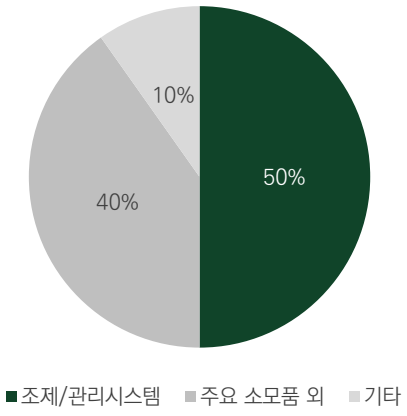
자료: Market Research, EIA

II. 기업분석

기업 개요

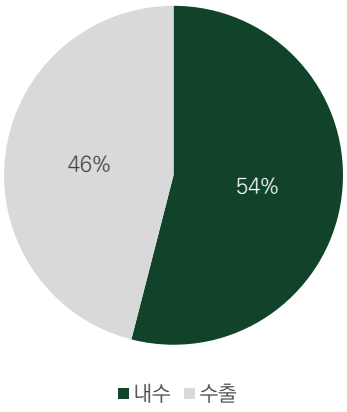
제이브이엠은 의약품 조제 자동화 장비를 제조하는 기업으로, 1977년 6월 20일 설립하여 2006년 6월 7일에 KOSDAQ에 상장했다. 최대 주주는 한미사이언스㈜로 지분 39%를 차지한다. 동사 사업부는 조제/관리시스템, 주요 소모품 외, 기타로 구성되어 있다. 동사 사업부문별 매출 비중은 조제/관리시스템 50%, 주요 소모품 외 40%, 기타 10%로 구성되어 있다. 내수 및 수출 비중은 내수 54%, 수출 46%로 구성되어 있다.

[그림18] 사업부별 매출 구성



자료: 제이브이엠, EIA

[그림19] 내수 및 수출 비중

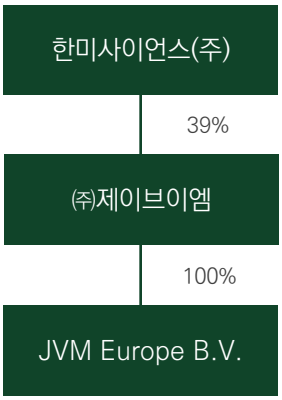


자료: 제이브이엠, EIA

지배 구조

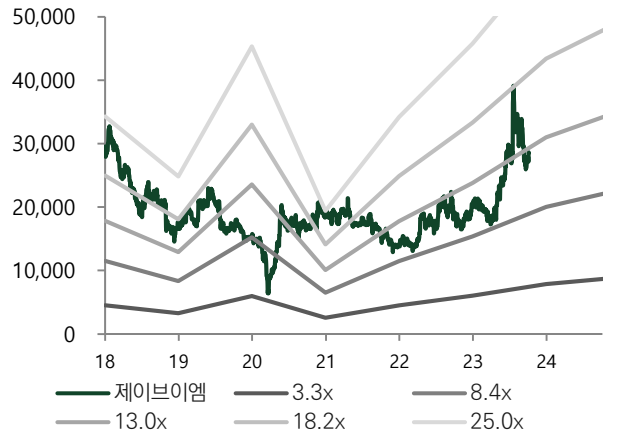
제이브이엠은 한미약품 그룹의 지주회사인 ㈜한미사이언스의 자회사이며, 네덜란드에 JVM Europe B.V. 유럽 법인 종속회사를 보유하고 있다.

[그림20] 지배구조



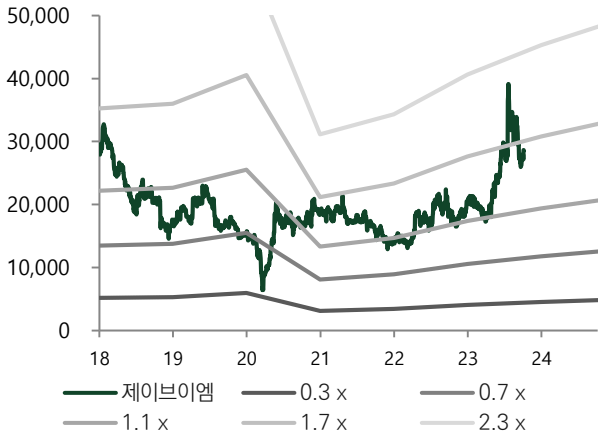
자료: 제이브이엠, EIA

[그림21] 제이브이엠의 12m fwd PER 밴드



자료: KRX, EIA

[그림22] 제이브이엠의 12m fwd PBR 밴드



자료: KRX, EIA

주주 가치 및 재무 지표

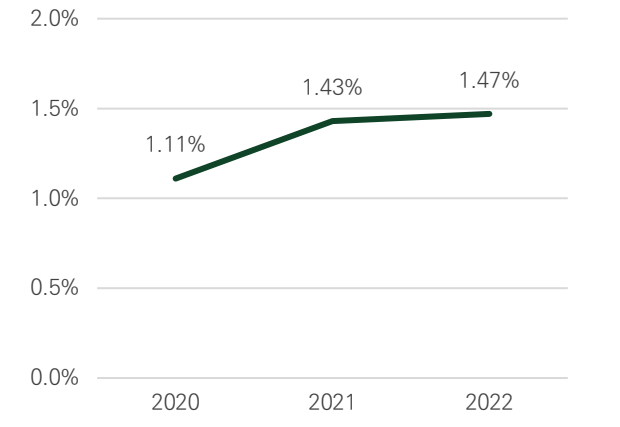
2021년 인플레이션에 의한 원재료 가격 상승으로 실적이 악화돼 DPS 대비 주가 하락하여 2021년 배당 수익률 상승했다.

2021년 코로나19로 인한 원재료 수급난으로 장비 및 소모품의 제조원가가 상승함에 따라 매출총이익률이 감소했다. 2022년 ATDPS 판가 인상과 코로나19 확진자 급증에 따른 장비 및 소모품 수요 증가로 당기순이익이 증가해 ROA, ROE, ROIC가 상승했다.

2021년 ATDPS 수요 증가에 따른 재고자산 축적으로 매입채무가 증가해 유동부채비율 상승함에 따라 부채비율 상승했다.

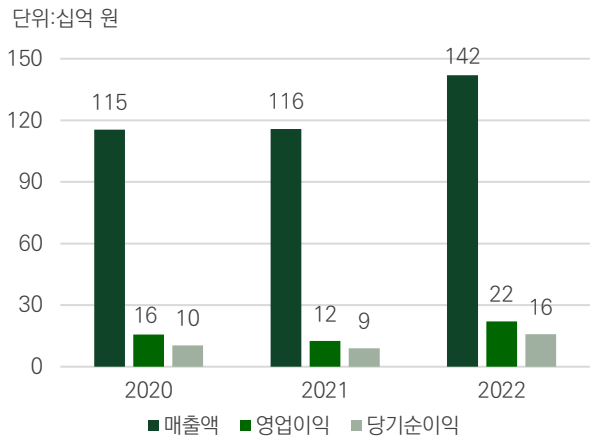
2022년 ATDPS 소모품인 파우치롤의 2H22 판가 인상 예정에 따라 소모품 수요가 증가해 매출채권회전율 상승했다.

[그림23] 배당 수익률



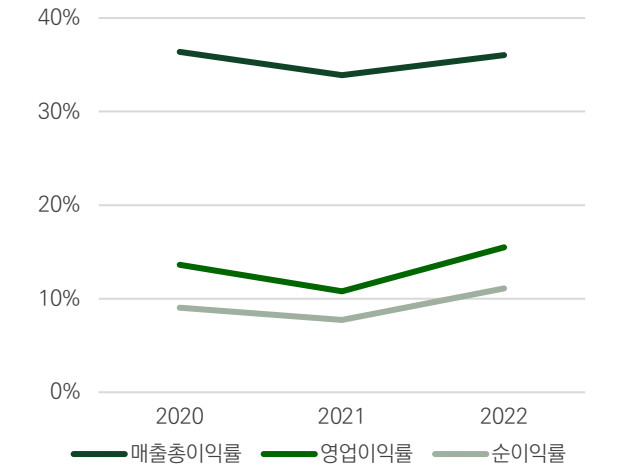
자료: 제이브이엠, EIA

[그림24] 수익성 지표



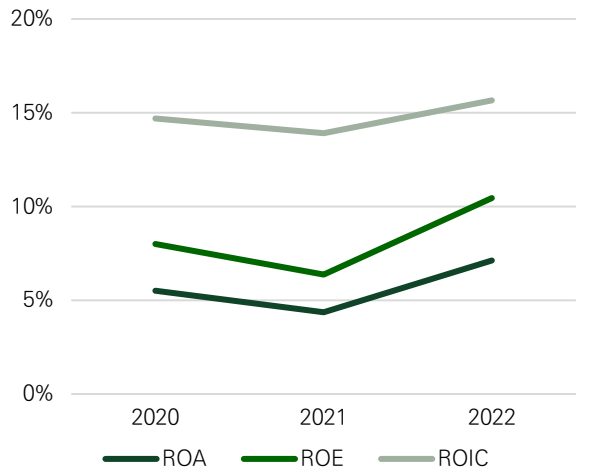
자료: 제이브이엠, EIA

[그림25] 성장성 비율



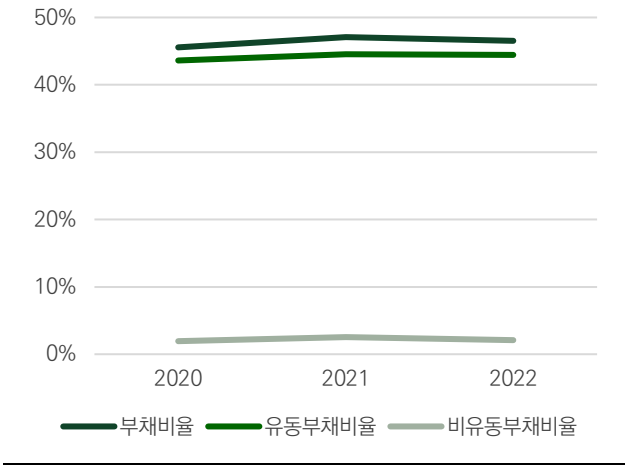
자료: 제이브이엠, EIA

[그림26] 투자 수익률



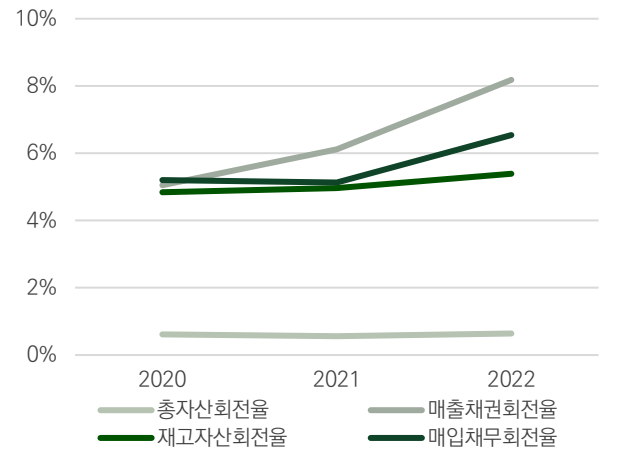
자료: 제이브이엠, EIA

[그림27] 안정성 비율



자료: 제이브이엠, EIA

[그림28] 활동성 비율



자료: 제이브이엠, EIA

주가추이

제이브이엠의 주가는 해외 파우치형 조제 자동화 장비 수요에 영향을 받으며, 수출 중심의 실적 상승 기대감이 주가 동인으로 작용한다.

2022년 5월, 정부가 건기식 소분 시범사업을 2년 연장함에 따라 건기식 소분 법제화의 불확실성이 커져 동사 주가가 하락했다.

2022년 11월, 동사는 로봇 팔을 적용해 기존의 ATDPS 대비 조제 속도를 향상시킨 신제품 메니스를 공개함에 따라 동사 주가가 상승했다

2023년 3월, 코로나19로 인한 의약품 수요 기저효과에 따른 동사 실적 악화에 대한 우려로 동사 주가 하락했다.

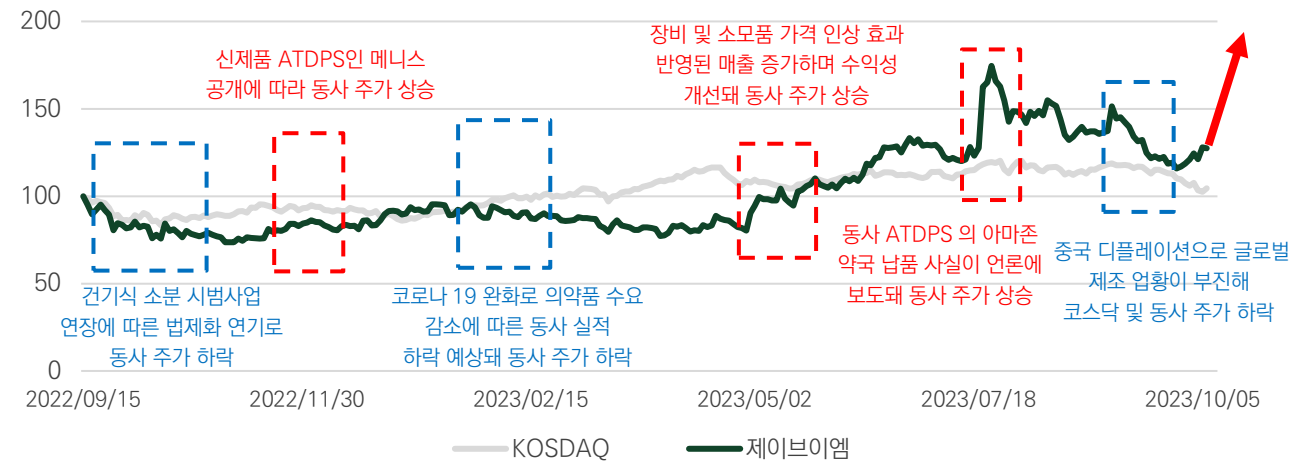
2023년 6월, 국내외 장비 및 소모품 가격 인상 효과가 반영된 해외 매출 증가로 수익성이 개선될 것으로 기대돼 동사 주가 상승했다.

2023년 7월, 동사가 파우치형 조제 자동화 장비를 아마존 약국에 납품한 사실이 언론에 보도돼 북미 매출 증가에 대한 기대감으로 동사 주가 상승했다.

2023년 9월, 중국 디플레이션에 따른 글로벌 제조 업황 부진의 영향으로 코스닥 및 동사 주가가 하락했다.

2H23F, 해외 공장형 약국의 동사 ATDPS 수요 증가로 고마진인 해외 매출의 비중이 상승함에 따라 동사 주가 상승을 전망한다.

[그림29] 제이브이엠 주가 (1개년)



자료: KRX, EIA

WHY 제이브이엠?

해외 수요 증가로 파우치형 장비 시장 성장 기대

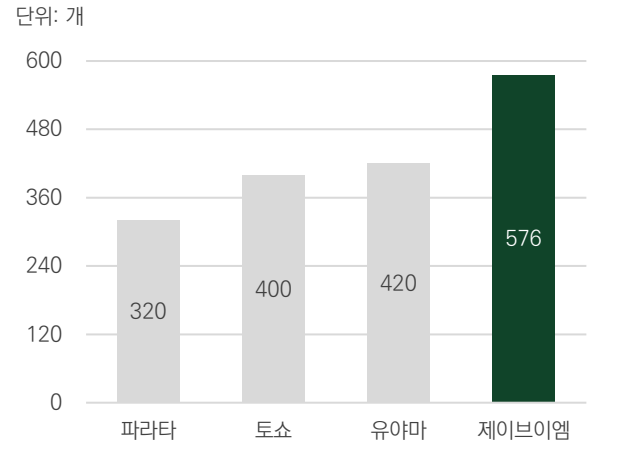
제이브이엠은 북미 · 유럽을 중심으로 파우치형 조제 자동화 장비 시장이 성장함에 따라 2023F 매출액 1,725억 원(+21.49%, YoY)을 달성할 전망이다. 파우치형 조제 자동화 장비는 북미 · 유럽에서 온라인 약국 시장이 확장됨에 따라 수요가 증가하는 추세이다. 미국은 높은 의료비와 LTC 시장의 성장에 따라, 유럽은 의료진 인력 부족에 따른 높은 약사 인건비로 인해 온라인 약국이 확대되고 있다. 온라인 약국은 의약품 처방 후 공장형 약국에서 대량 조제하여 배송하는 시스템으로, 온라인 약국이 증가하며 북미 · 유럽 내 공장형 약국은 보편화되고 있다. 따라서 파우치형 장비를 사용해 의약품을 대규모로 조제하는 공장형 약국이 증가할 전망이므로, 중대형 파우치형 조제 자동화 장비를 판매하는 업체에 주목해야 한다.

파우치형 장비 1위 제이브이엠, 최대 수혜 전망

동사는 글로벌 파우치형 조제 자동화 장비 업체 중 가장 많은 캐니스터 수를 보유해 경쟁력을 확보하고 있다. 캐니스터 수가 많을수록 다양한 약품을 조제할 수 있어 대규모로 약을 조제하는 공장형 약국에서 캐니스터 수는 중요한 요소이다. 동사의 중대형 파우치형 조제 자동화 장비에 탑재되는 최대 캐니스터 수는 경쟁사 대비 37% 이상 많은 576개로 의약품 대량 조제에 유리하다.

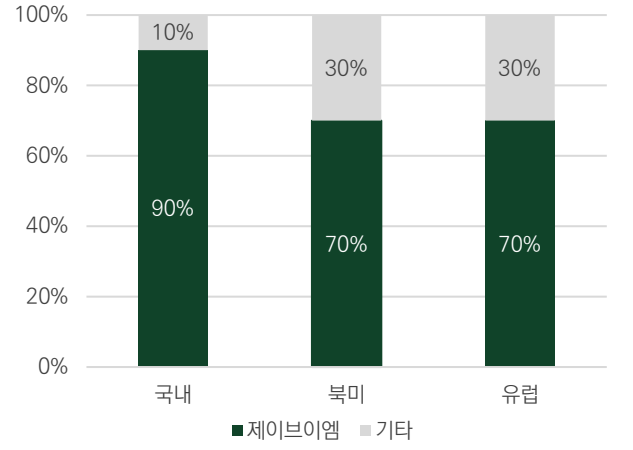
동사는 2022년 글로벌 파우치형 조제 자동화 장비 시장 점유율 70%로 1위를 차지했으며, 2023F 북미 · 유럽 파우치형 조제 자동화 장비 시장 확대에 따라 증가할 장비 수요를 흡수할 전망이다. 의약품 조제 자동화 시장은 진입장벽이 높으며 동사는 파우치형 조제 자동화 장비 시장에서 국내의 경우 90%의 점유율을, 북미와 유럽의 경우에는 70%의 점유율을 차지하고 있다. 동사는 캐니스터 수를 통해 확보한 경쟁력과 파우치형 조제 자동화 장비 시장 내 높은 점유율을 바탕으로 해외 파우치형 장비 시장 확대에 따른 최대 수혜를 받을 것으로 기대한다.

[그림30] 업체별 중대형 파우치형 장비의 최대 캐니스터 수



자료: 각사, EIA

[그림31] 지역별 파우치형 장비 시장 점유율(2022)



자료: 제이브이엠, EIA

Overview. 아마존 약국, 프라임 생태계 중심으로 성장

인수를 통한 아마존의 약국 사업 본격화

아마존은 자체 유통망과 온라인 약국 필팩 인수를 바탕으로 2020년 11월 온라인 약국 서비스인 아마존 약국 사업을 본격화했다. 아마존은 자체 유통망을 바탕으로 전자 상거래를 위한 배송 서비스를 구축해 2022년 미국 전자상거래 시장 점유율 38%로 1위를 차지했으며, 2018년 약국 사업 본격화를 위해 온라인 약국 필팩을 인수했다. 필팩은 의약품을 1회분씩 파우치형으로 포장해 요일과 복용 시간대별로 나눠 배송하며, 매월 필요한 처방약과 일반의약품의 정기 배송 서비스를 제공한다. 필팩은 이미 미국 50개 주의 온라인 의약품 유통 허가를 보유하고 있었기 때문에 아마존은 진입 장벽 높은 미국의 의약품 유통 시장에 진입할 수 있었다. 아마존은 기존에 보유하고 있는 유통 인프라와 필팩의 의료 데이터를 이용해 소비자 맞춤 서비스를 제공할 수 있는 온라인 약국 사업을 시작했다.

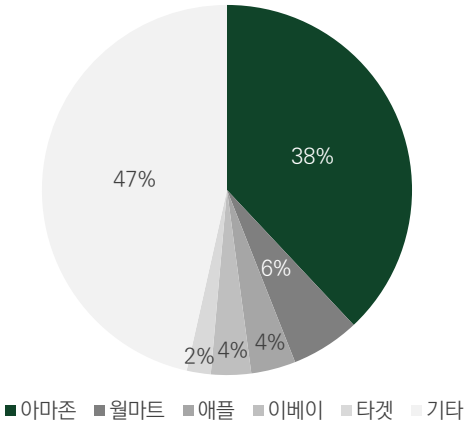
2022년 아마존은 온·오프라인 진료 기업인 원메디컬을 인수해 온라인 약국 서비스를 확대했다. 원메디컬은 200개 이상의 오프라인 진료소를 보유하고 있으며 진료소는 생활 및 쇼핑 공간과 가까운 곳에 위치해 접근성이 높아 이용자 수가 증가할 전망이다. 소비자들은 원메디컬의 진료 서비스를 이용한 후 아마존 프라임 가입 여부와 상관없이 아마존 약국에서 의약품을 구매할 수 있다. 따라서 원메디컬의 이용자 수가 증가하며 아마존 약국의 이용량이 증가할 것으로 기대한다.

아마존 프라임을 중심으로 성장할 아마존 약국

아마존 약국의 이용자 수는 2023F 아마존 프라임 구독자 수가 175만 명으로 증가함에 따라 동반 성장할 전망이다. 아마존 약국은 미국 소비자들이 처방약을 온라인으로 주문할 시 거주지까지 배송해주는 서비스로, 6만 개 이상의 약국이 입점해 있다. 2022년 미국 가구 기준 아마존 프라임 구독률은 70%이며, 아마존 약국은 서비스 초기 아마존 프라임 회원을 대상으로 추가 할인 혜택을 제공해 고객을 확보했다. 아마존 프라임 비구독자가 아마존 약국에서 의약품을 구매할 경우에는 무료 4-5일 배송 서비스가 제공되지만, 프라임 구독자의 경우에는 무료 2일 배송 서비스와 최대 80%의 의약품 할인이 제공된다. 의료비가 높은 미국 특성상 저렴한 가격은 소비자들에게 큰 장점으로 작용하기 때문에 아마존 프라임 구독자 중 다제약물 복용 환자 중심의 아마존 약국 사용량 증가를 예상한다.

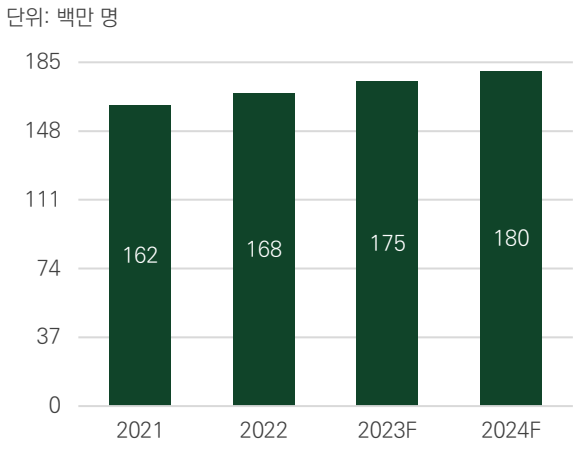
1Q23 아마존 약국이 아마존 프라임 구독자를 대상으로 일반의약품 구독 서비스인 RxPass를 출시함에 따라 아마존 약국의 의약품 조제량이 증가할 것으로 기대한다. RxPass 이용 시 아마존 프라임 구독자는 월 5달러의 추가 요금을 통해 필요한 양의 의약품을 한 달에 한 번 정기 배송 받을 수 있으며, 최대 68%의 의약품 할인 서비스를 제공받는다. 아마존 약국은 RxPass 구독을 통해 한 가지 이상의 약을 복용하는 고객이 1억 5천만 명 이상일 것으로 추정했다. RxPass 구독자가 다제약물을 정기적으로 복용하는 환자들을 중심으로 상승함에 따라 아마존 약국의 의약품 판매량 증가를 전망한다.

[그림32] 미국 전자상거래 시장 점유율(2022)



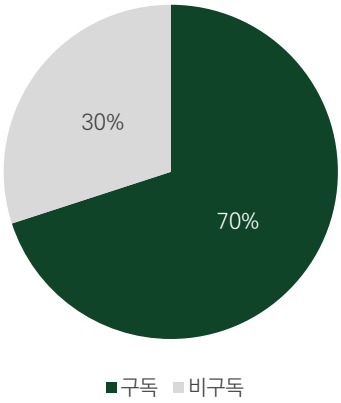
자료: Statista, EIA

[그림33] 아마존 프라임 구독자 수 추이 및 전망



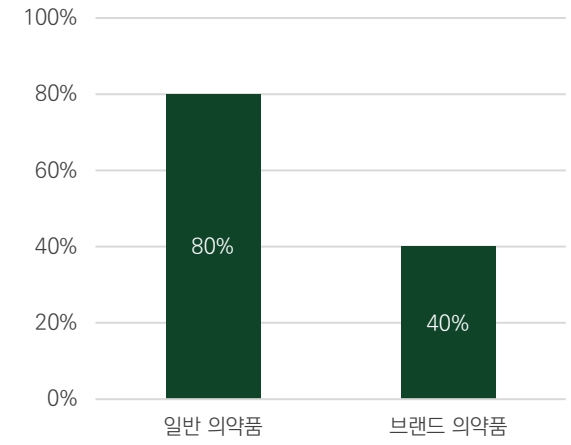
자료: Statista, EIA

[그림34] 미국 가구 기준 아마존 프라임 구독 비율(2022)



자료: Inside Intelligence, EIA

[그림35] 아마존 프라임 구독 시 의약품 할인율



자료: Amazon Pharmacy, EIA

III. 투자포인트 1. ATDPS 랑 저 너머 같이 가자, 해외로

아마존에 오신 ATDPS 를 환영합니다!

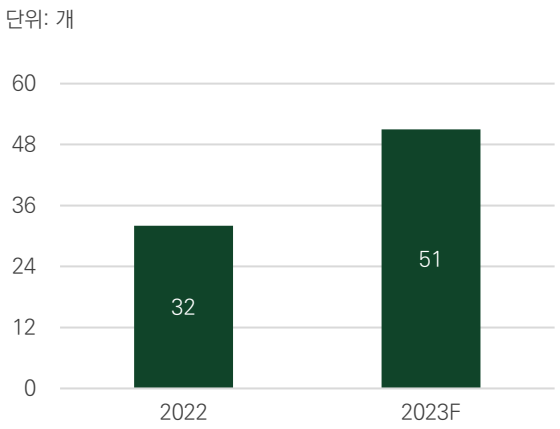
아마존 클리닉 서비스 지역 확대

2023F 제이브이엠의 북미향 ATDPS 매출액은 아마존 약국을 중심으로 164억 원(+61.40%, YoY)까지 증가할 전망이다. 아마존 클리닉은 연중무휴 24시간동안 운영되는 원격진료 서비스로, 환자가 특정 증상 및 의사를 선택해 비대면 진료를 받는 시스템이다. 진료를 받은 환자는 처방전을 통해 아마존 약국에서 의약품을 받을 수 있다. 3Q23 아마존 약국은 아마존 클리닉 서비스 지역을 기존 32개 주에서 50개 주와 워싱턴 DC까지 미국 전역으로 확대했다. 또한, 초기에는 약 20여 가지의 질병에 대한 의료서비스를 제공하였으나, 현재는 약 30여 가지의 질병에 대한 의료 서비스를 제공하고 있다. 아마존 클리닉이 서비스를 제공하는 질병 범위 및 지역이 확대됨에 따라 아마존 약국의 이용자 수가 증가할 것으로 예상하며, 이에 따른 아마존 약국의 ATDPS 추가 수요를 기대한다.

아마존 약국향 ATDPS 판매량 증가할 전망

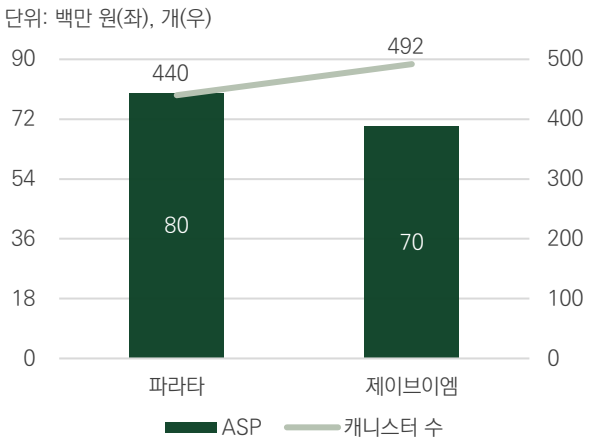
2023F 동사의 아마존향 ATDPS의 매출액은 아마존 클리닉 서비스 지역 확장에 따라 43억 원(+111.56%, YoY)까지 증가할 전망이다. 동사 장비는 아마존 약국의 기존 벤더인 유야마, 토쇼 대비 아마존 약국과의 소프트웨어 호환성이 높다. 이를 바탕으로 2022년 동사는 아마존 약국을 북미향 신규 고객사로 확보해 ATDPS 중 가장 규모가 큰 ATDPS NSP+ 모델을 납품하기 시작했다. 동사의 ATDPS NSP+는 경쟁사 파라타의 중대형 파우치형 장비 대비 12% 많은 캐니스터 수를 탑재했으나 ASP는 14% 저렴해 아마존 약국에 추가 납품될 것으로 예상한다. 아마존 클리닉 서비스 지역 확대로 인한 아마존 약국의 의약품 조제량 증가에 따라 동사의 아마존향 ATDPS의 판매량은 62대(+111.56%, YoY)까지 상승할 전망이다.

[그림36] 아마존 약국 원격진료 서비스 지역 수



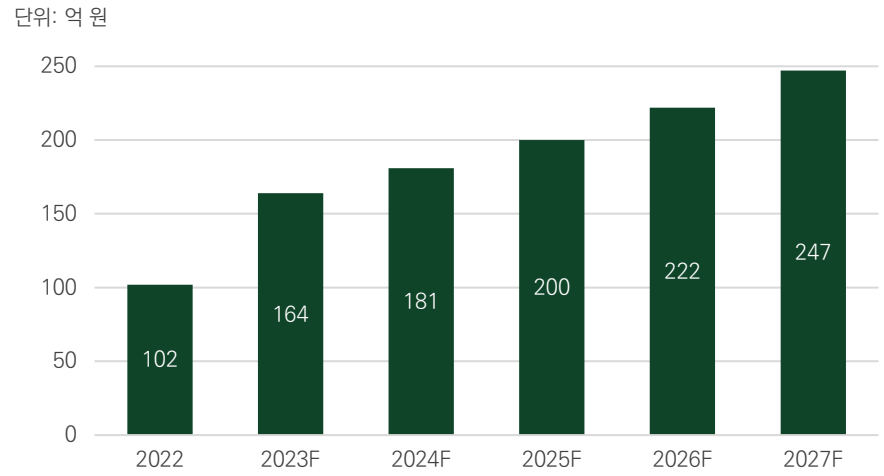
자료: Amazon Pharmacy, EIA

[그림37] 업체별 파우치형 조제 자동화 장비 ASP · 캐니스터 수



자료: 각사, EIA

[그림38] 동사 북미향 ATDPS 매출액 전망



자료: 제이브이엠, EIA 추정

메니스, 누구보다 빠르게 남들과는 다르게

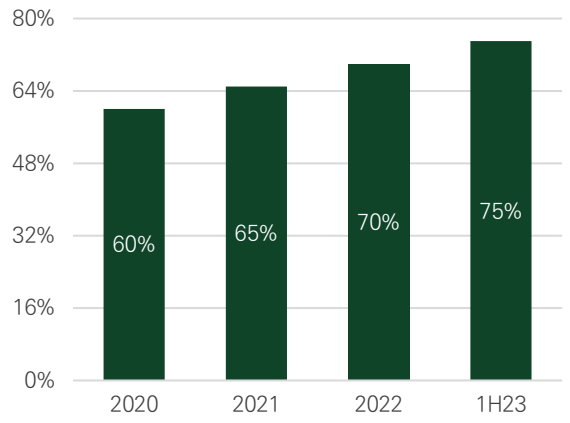
경쟁사 대비 조제 속도 빨라 유럽 내 점유율 상승 추세

제이브이엠은 유럽 공장형 약국에 파우치형 조제 자동화 장비를 납품해 2024F 유럽향 매출액이 318억 원(+82.69%, YoY)까지 상승할 전망이다. 공장형 약국은 처방된 의약품을 대량으로 조제해 조제 속도가 빠른 장비에 대한 선호도가 높다. 동사 의약품 조제 자동화 장비는 경쟁사 유야마 대비 20% 빠른 속도로 분당 60포를 조제한다. 2022년 동사는 경쟁사 대비 빠른 조제 속도를 바탕으로 글로벌 조제 자동화 전문기업인 옴니셀과 동사의 파우치형 장비를 영국 전역에 판매하는 계약을 체결했다. 동사의 ATDPS를 수출할 경우, 고객사의 장비 주문부터 설치까지 6-8개월이 소요된다. 따라서 영국향 ATDPS 매출액은 1H23부터 동사의 유럽향 ATDPS 매출에 본격적으로 반영돼 동사의 유럽 조제 자동화 장비 시장 내 점유율이 2022년 70%에서 1H23 75%까지 상승했다.

초대형 장비 출시로 유럽향 매출 증가 전망

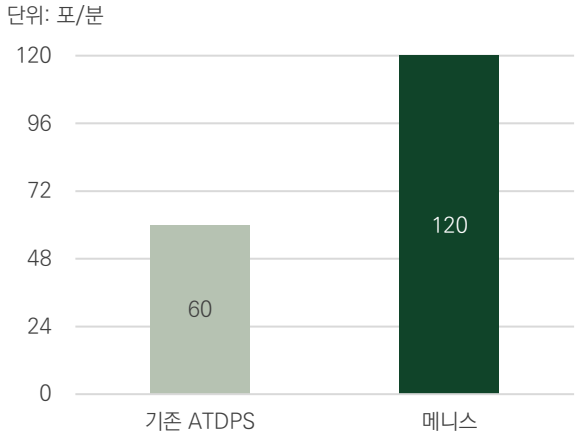
동사는 2024F 초대형 ATDPS인 메니스를 출시해 메니스향 신규 매출액 120억 원이 발생할 전망이다. 동사는 유럽 공장형 약국의 증가하는 대형 장비 수요에 대응하기 위해 2022년 신제품 메니스를 공개했다. 메니스는 파우치형 장비 시장 내 최다 캐니스터 수인 700개 대비 200개 많은 900개의 캐니스터 탑재가 가능해 다양한 약품 수납이 가능하다. 또한 메니스는 의약품 조제 자동화 장비 업계 최초로 로봇 팔을 적용해 기존 ATDPS 대비 2배 빠른 속도로 분당 120포를 조제한다. 메니스는 캐니스터 수와 조제 속도를 바탕으로 기존 ATDPS 3-4대 분량을 대체할 수 있어 공장형 약국의 효율성을 높일 수 있다. 2Q23 동사는 유럽 공장형 약국에서 메니스의 필드테스트에 성공해 3Q23 유럽 공장형 약국과 메니스 납품 계약을 체결했다. 동사의 해외향 의약품 조제 자동화 장비 리드타임을 고려할 시, 동사 메니스향 매출액은 2024F부터 발생할 예정이다. 2024F 동사는 유럽 신규 공장형 약국에 초대형 ATDPS인 메니스를 납품함에 따라 유럽향 ATDPS 판매량이 313대(+25.70%, YoY)까지 증가할 것으로 예상한다.

[그림39] 유럽 파우치형 시장 내 동사 점유율



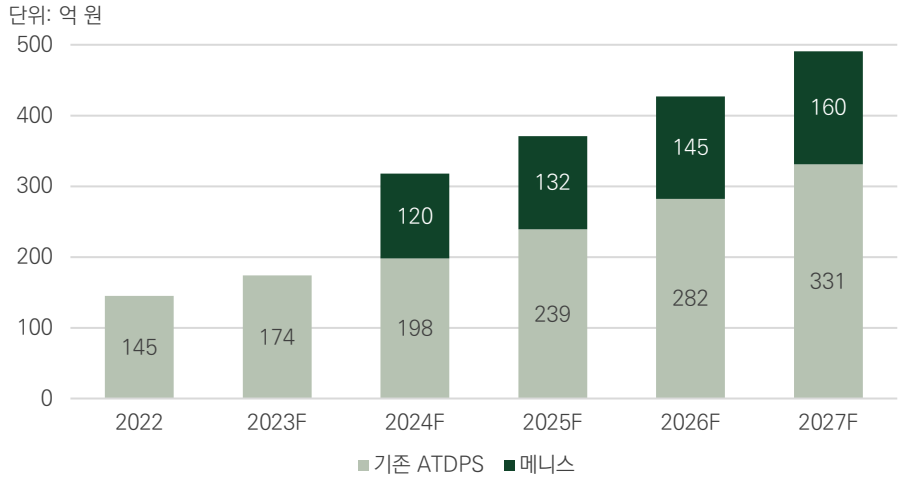
자료: 제이브이엠, EIA

[그림40] 기존 ATDPS · 메니스 조제량



자료: 제이브이엠, EIA

[그림41] 동사 유럽향 ATDPS 매출액 전망



자료: 제이브이엠, EIA 추정

고마진 해외향 ATDPS, 효자다 효자!

ASP와 마진이 높은 해외향 ATDPS

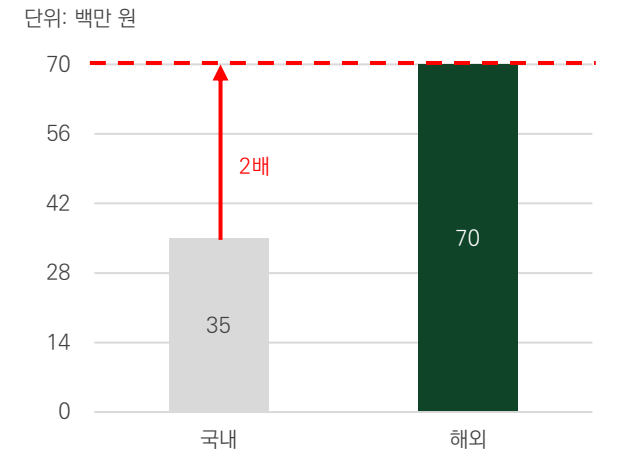
제이브이엠은 북미 · 유럽 내 공장형 약국의 파우치형 조제 자동화 장비 수요 증가로 2023F 고마진인 해외향 ATDPS의 매출 비중이 확대돼 영업이익률이 18.4%(+2.9%p, YoY)로 상승할 전망이다. 북미 · 유럽 공장형 약국의 증가에 따라 의약품을 파우치형으로 대량 조제할 수 있는 중대형 ATDPS 수요가 증가하고 있다. 의약품 조제 자동화 장비의 가격은 탑재된 캐니스터 수와 비례해 상승하기 때문에 중대형 ATDPS는 소형 ATDPS 대비 가격이 높다. 국내 시장은 영세 약국의 소형 ATDPS 수요가 많은 반면, 해외 시장은 공장형 약국 및 종합병원의 중대형 ATDPS 수요가 많아 동사의 해외향 ATDPS의 ASP는 국내향 대비 2배 높다.

동사는 동일한 의약품 조제 자동화 장비를 해외에서 판매할 경우 해외향 ATDPS 마진이 국내 대비 10%p 높다. 동사는 해외 파트너사와 계약을 체결해 파트너사가 해당 지역에 구축한 네트워크와 인지도를 이용해 해외에 의약품 조제 자동화 장비를 납품한다. 또한, 해외 파트너사가 장비의 수출 비용을 전액 부담하므로 동사의 판매비 절감이 가능하다. 이에 따라 국내 대비 높은 마진 확보가 가능한 해외 매출 증가는 동사의 수익성 개선으로 이어진다.

고마진 해외향 매출 비중 증가로 OPM 상승 전망

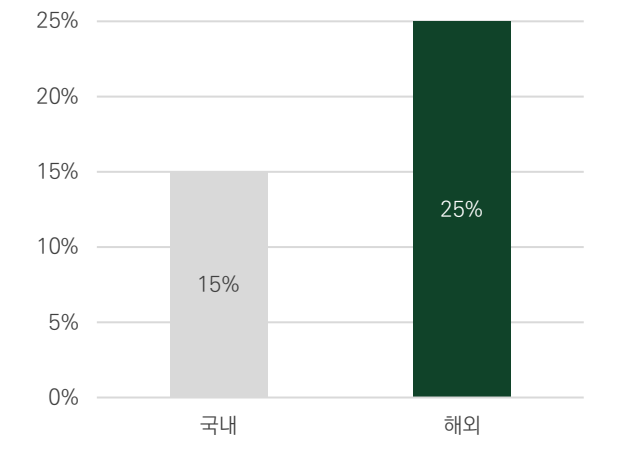
고마진인 해외향 ATDPS 판매량 증가에 따라 2023F 동사 ATDPS 내 해외 매출 비중은 50.8%(+4.9%p, YoY)까지 상승할 전망이다. 2022년 국내 파우치형 조제 자동화 장비의 침투율은 90%로 병원 및 약국의 신규 장비 수요가 크지 않다. 반면 북미 · 유럽의 파우치형 조제 자동화 장비 침투율은 10%이므로 북미 · 유럽 중심의 신규 파우치형 장비 수요 증가함에 따라 동사의 해외향 ATDPS 매출은 2023F 293억 원(+50.82%, YoY)까지 증가할 전망이다.

[그림42] 국내 · 해외향 ATDPS 의 ASP



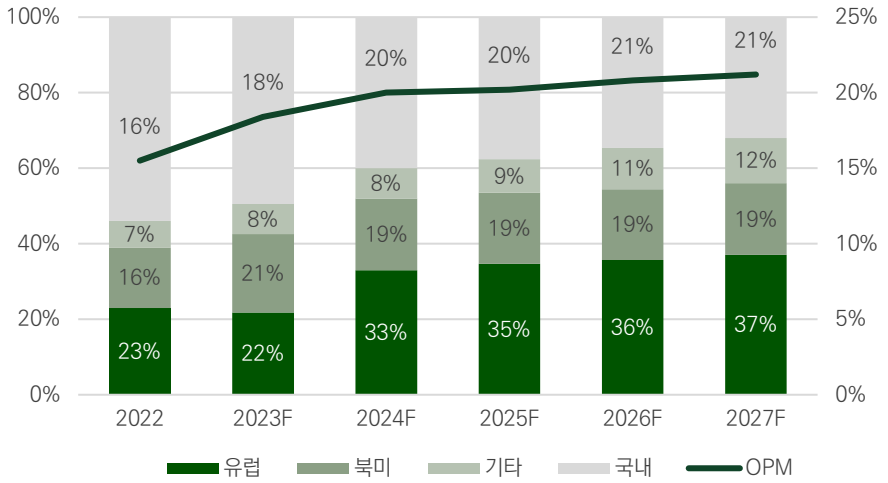
자료: 제이브이엠, EIA

[그림43] 국내 · 해외향 ATDPS 의 마진율



자료: 제이브이엠, EIA

[그림44] ATDPS 내 해외 매출 비중 및 OPM



자료: 제이브이엠, EIA 추정

Ⅳ. 투자포인트 2. 흔들리지 않는 편안함, 소모품

소모품도 장비 따라 고공행진

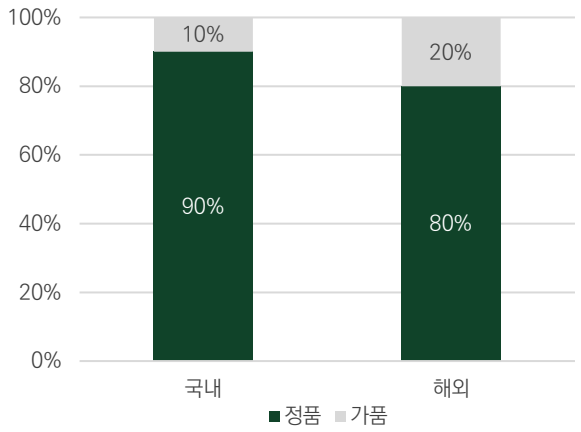
ATDPS 누적 판매량 증가로 소모품 매출 상승

2023F 제이브이엠의 소모품 매출액은 동사의 누적 ATDPS의 판매량 증가에 따라 710억 원(+26.32%, YoY)까지 성장할 것으로 예상한다. 동사의 소모품 사업부는 전사 매출의 40%를 차지하는 주요 사업부로, 파우치롤 매출과 A/S 매출로 구성되어 있다. 동사의 사업 구조는 장비 매출액이 증가할수록 소모품의 매출액도 증가하는 선순환 구조이다. 2022년 동사의 누적 ATDPS 판매량은 2만 대이며 북미 · 유럽의 파우치형 조제 자동화 장비 수요 증가로 인해 2023F 22,006대(+7.33%, YoY)로 상승할 전망이다.

의약품 포장에 필수적인 소모품, 파우치

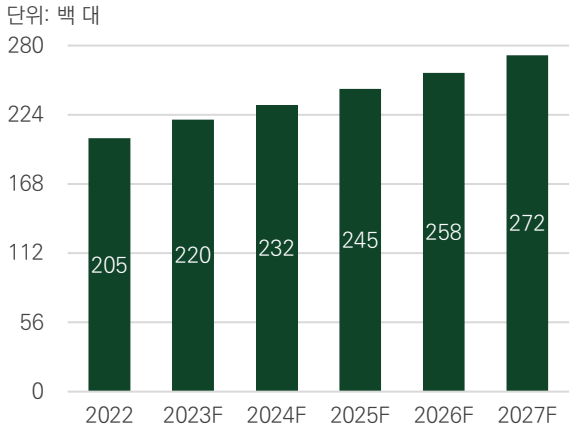
2023F 동사의 파우치롤 매출액은 643억 원(+26.97%, YoY)으로 증가할 전망이다. 의약품을 포장하는 약 봉투 묶음인 파우치롤의 매출액은 동사 소모품 매출액의 90%를 차지한다. 가품 파우치롤을 사용할 경우, 약국 및 병원은 장비 구매 후 2년 동안 동사가 무상으로 제공하는 A/S를 제공받을 수 없다. 또한 가품 파우치롤은 정품에 비해 의약품 조제 시 장비에 파우치롤 끼임 현상이 자주 발생하며, 두께가 불규칙해 종이에 수증기가 투과되는 정도인 투습도를 높여 의약품 품질에 영향을 미친다. 이에 따라 가품 파우치롤을 사용할 경우 추가 A/S 가능성이 상승할 뿐만 아니라 A/S 시 출장비 면제가 불가능하므로 국내 및 해외 고객사의 85%가 정품 파우치롤을 사용한다. 파우치롤은 처방약 조제 시 필수적으로 사용되므로 동사의 누적 ATDPS 판매량 증가에 따라 2023F 동사 파우치롤 판매량은 320만 개(+14.27%, YoY)까지 증가할 것으로 기대한다.

[그림45] 고객사 내 정품 파우치롤 사용 비율



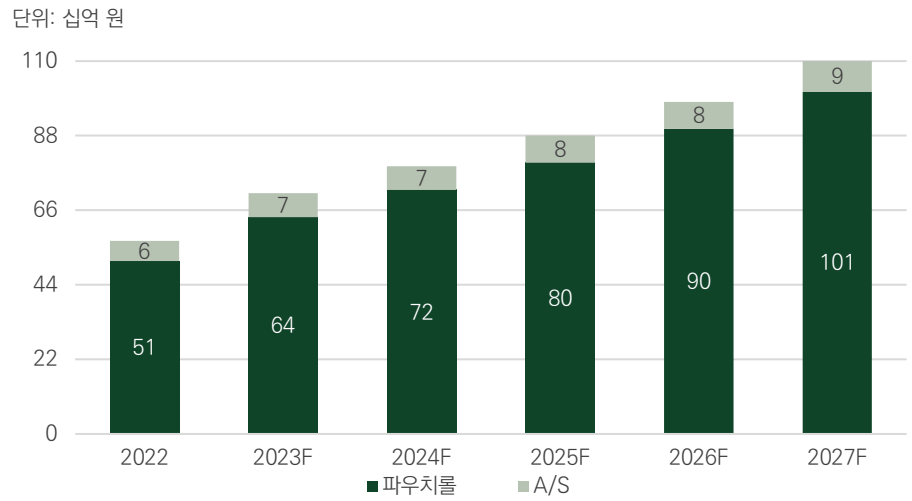
자료: 제이브이엠, EIA

[그림46] 동사 ATDPS 누적 판매량



자료: 제이브이엠, EIA 추정

[그림47] 동사 소모품 매출액 전망



자료: 제이브이엠, EIA

주) 소모품 매출액은 파우치롤 · A/S 매출액의 합계

V. ISSUE

건기식 소분 법제화로 국내 ATDPS 신규 수요 발생

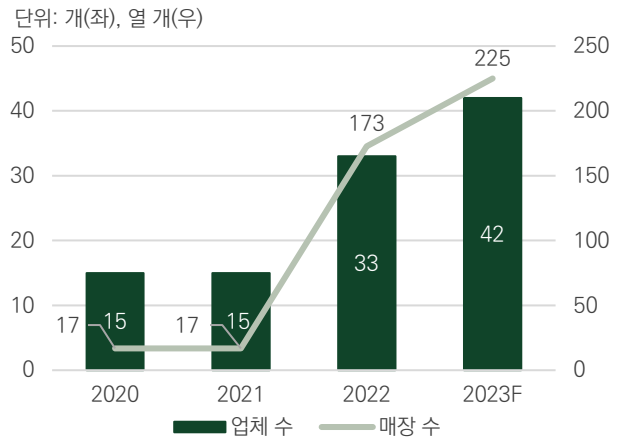
건기식 소분 법제화로 새로운 국내 시장 개화

2024F 건기식 소분 법제화 예정에 따라 국내 의약품 조제 자동화 장비의 신규 수요가 발생할 것으로 전망한다. 2020년 정부는 개인 맞춤형 소비 트렌드에 따라 건기식 소분 시범 판매 사업을 실시했으며 식품의약품안전처가 선정한 일부 업체만 건강기능식품을 소분해 판매할 수 있도록 허용했다. 건기식 소분 시범 판매 사업은 2020년에 선정된 풀무원건강생활, 한국 암웨이, 모노랩스 등 15개 업체 및 170개 매장을 대상으로 실시했다. 2022년 국회에서 발의한 건기식 소분 법안으로 법제화 시행이 구체화돼 2Q23 시범 판매에 참여하는 업체는 42개로 전년 동기 대비 27% 증가했으며, 참여 매장은 2,253개로 전년 동기 대비 30% 증가했다.

국내 건기식 소분에 필요한 ATDPS 납품 예상

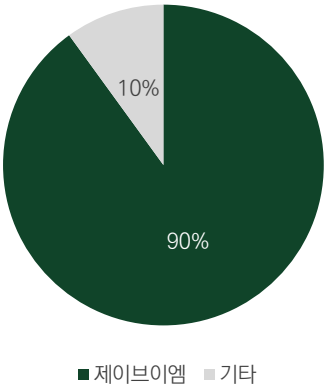
동사는 국내 의약품 조제 자동화 장비 시장에서의 높은 점유율을 바탕으로 건기식 소분용 파우치형 장비 수요를 흡수할 전망이다. 정부에서 제시한 건기식 소분 과정 가이드라인에 따르면 건기식 소분 판매 업체는 의약품 겸용 자동 조제기나 반자동 조제기, 건기식 전용 자동 조제기 중 하나를 선택해 건강기능식품을 소분해야 한다. 따라서 건기식 소분 판매 업체는 기존에 구비된 의약품 조제 자동화 장비에 추가로 건기식용 캐니스터를 구매하거나 건기식용 조제 자동화 장비를 추가로 구매해야 한다. 동사는 2022년 33개 건기식 소분 시범 판매 업체에 ATDPS를 전량 납품한 레퍼런스를 보유하고 있다. 또한 1H23 동사는 국내 점유율 90%를 차지하고 있어 추가로 선정된 건기식 업체의 조제 자동화 장비 수요를 흡수할 것으로 예상한다.

[그림48] 건기식 소분 시범사업 참여 업체 및 매장 수 추이



자료: 식품의약품안전처, EIA

[그림49] 국내 의약품 조제 자동화 시장 점유율 (1H23)



자료: 제이브이엠, EIA

Ⅵ. 매출액 추정

제이브이엠의 사업부는 조제 · 관리 시스템 사업부 / 2. 주요 소모품 외 사업부 / 3. 기타상품으로 나뉘며, 각 사업부별로 매출액을 추정했다.

[그림50] 제이브이엠 매출액 추정

(단위: 십억 원)	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
매출액	110	115	116	142	172	201	222	246	273
YoY	6.26%	4.78%	0.36%	22.58%	21.49%	16.27%	10.47%	11.08%	10.89%
조제 · 관리 시스템	54	56	55	71	86	106	117	130	145
YoY	3.31%	3.60%	-1.15%	29.41%	21.27%	22.53%	11.00%	10.87%	11.38%
비중	48.66%	48.11%	47.39%	50.03%	49.94%	52.62%	52.88%	52.78%	53.01%
주요 소모품 외	44	46	47	56	71	79	88	99	110
YoY	10.75%	4.40%	1.24%	19.87%	26.32%	11.29%	10.99%	12.66%	11.40%
비중	40.30%	40.15%	40.50%	39.61%	41.18%	39.42%	39.60%	40.16%	40.35%
기타상품	12	14	14	15	15	16	17	17	18
YoY	3.99%	11.42%	3.51%	4.91%	4.14%	4.19%	4.41%	4.25%	4.28%
비중	11.04%	11.74%	12.11%	10.36%	8.88%	7.96%	7.52%	7.06%	9.64%

자료: 제이브이엠, EIA 추정

1. 조제 · 관리 시스템 사업부 추정

조제 · 관리 시스템 사업부는 ATDPS와 기타 장비로 나누어 추정했다.

1) ATDPS 매출액 추정

ATDPS는 해외향과 국내향으로 나누어 추정했다.

1-1) 해외향 ATDPS 매출액 추정

해외향 매출액은 북미향, 유럽향, 기타향으로 나누어 추정했다.

(1) 북미향 ATDPS 매출액 추정

북미향 매출액은 북미 기타향과 아마존향으로 나누어 추정했다.

(i) 북미 기타향 ATDPS 매출액 추정

P 추정

2023F-2027F 북미 기타향 ATDPS P = 2022년 해외향 ATDPS P

동사는 향후 5년 간 장비의 가격 인상 계획이 없으므로 2022년 해외향 ATDPS P를 유지할 것으로 추정했다.

Q 추정

2023F-2027F 북미 기타향 ATDPS Q = 북미 처방의약품향 ATDPS Q + 북미 일반의약품향 ATDPS Q

2023F-2027F 북미 처방 · 일반의약품향 ATDPS Q = (해당년도 동사가 조제할 북미 파우치형 의약품 개수)/(ATDPS의 연간 생산량)

북미 기타향 ATDPS Q는 북미 의약품 판매량 증가에 따라 동반 증가할 것으로 판단해 동사가 조제할 북미 파우치형 의약품 개수를 ATDPS의 연간 생산량으로 나누어 추정했다. 2023F-2027F 동사가 조제할 북미 파우치형 의약품 개수는 북미 의약품 판매량에 북미 파우치형 조제 장비 침투율과 북미 파우치형 시장 내 동사 점유율을 곱해 구했다.

(ii) 아마존 ATDPS향 매출액 추정

P 추정

2023F-2027F 아마존 약국향 ATDPS P = 2022년 해외향 ATDPS P

동사는 향후 5년 간 장비의 가격 인상 계획이 없으므로 2022년 해외향 ATDPS P를 유지할 것으로 추정했다.

Q 추정

2023F 아마존향 ATDPS Q 식 = {(전년도 아마존향 ATDPS Q) * (1 + 2023F-2027F 북미 온라인 약국 시장 CAGR)} + (아마존 약국의 신규 장비 수요향 ATDPS Q)

2023F 아마존 약국의 신규 장비 수요향 ATDPS Q = (2023F 아마존 약국의 신규 장비 수요) * (2022년 미국 파우치형 장비 침투율) * (2022년 미국 파우치형 장비 시장 내 동사 점유율)

2Q23 아마존 약국의 원격진료 서비스 지역이 확장돼 아마존 약국의 ATDPS 장비 수요가 증가할 것으로 판단했다. 따라서 2023F 아마존향 ATDPS Q는 2023F-2027F의 북미 온라인 약국 시장 규모 CAGR을 적용해 추정한 Q와 아마존 약국의 신규 장비 수요향 ATDPS Q를 더해 추정했다. 또한, 아마존 약국의 신규 장비 수요향 ATDPS Q는 2023F 아마존 약국의 신규 장비 수요에 2022년 미국 내 파우치형 장비 침투율과 미국 파우치형 장비 시장 내 동사 점유율을 곱해 추정했다.

2024F-2027F 아마존향 ATDPS Q 식 = (전년도 아마존향 ATDPS Q) * (1 + 2024F-2027F 북미 온라인 약국 시장 CAGR)

2024F-2027F 아마존향 ATDPS Q는 온라인 약국 시장 규모가 성장함에 따라 증가할 것으로 판단해 전년도 아마존향 ATDPS Q값에 2024F-2027F 북미 온라인 약국 시장 규모 CAGR을 프리미엄 적용해 추정했다.

(2) 유럽향 ATDPS 매출액 추정

유럽향 매출액은 유럽 ATDPS향 매출과 메니스향 매출로 나누어 추정했다.

(i) 유럽 ATDPS향 매출액 추정

P 추정

2023F-2027F 유럽 ATDPS향 P = 2022년 해외향 ATDPS P

동사는 향후 5년 간 장비의 가격 인상 계획이 없으므로 2022년 해외향 ATDPS P를 유지할 것으로 추정했다.

Q 추정

2023F 유럽 ATDPS향 Q = (2023F 유럽 내 65세 이상 만성질환자 처방약 조제에 필요한 ATDPS 장비 수) * (유럽 의약품 조제 자동화 시장 내 동사 점유율)

2023F 유럽 ATDPS향 Q는 유럽 내 65세 이상 만성질환자 처방약 조제에 필요한 ATDPS 장비 수에 유럽 내 동사 ATDPS 점유율을 적용해 추정했다. 유럽 내 65세 이상 만성질환자 처방약 조제에 필요한 ATDPS 장비 수는 유럽 내 65세 이상 인구 수와 65세 이상 노인의 만성질환 유병률, 1일 복용량을 곱한 후 ATDPS의 연간 생산량으로 나누어 추정했다.

2024F-2027F 유럽 ATDPS향 Q = (전년도 유럽 ATDPS Q) * (1+유럽 ATDPS Q의 직전 3개년 평균 YoY)

2024F-2027F 유럽 ATDPS향 Q는 유럽 ATDPS향 Q의 상승 추세를 반영하기 위해 직전 3개년 YoY 평균을 적용해 추정했다.

(ii) 메니스향 ATDPS Q

P 추정

2024F 메니스향 P = (BD ROWA DOSE의 P) * (동사 해외향 ATDPS P와 BD PARATA ATDPS P의 비율)

메니스는 2024F에 출시되므로 판매가격이 공개되지 않았다. 따라서 BD사의 중대형 장비인 ATP2와 동사 중대형 장비의 가격 비율을 BD사의 초대형 장비인 DOSE에 적용하여 메니스의 가격을 추정했다.

202F5-2027F 메니스향 P = (2024F 메니스향 P)

동사는 향후 5년 간 장비의 가격 인상 계획이 없으므로 2024F 메니스 P를 유지할 것으로 추정했다.

Q 추정

2024F 메니스향 Q = (2024F 신규 유럽 공장형 약국에 필요한 메니스향 Q) * (유럽 파우치형 장비 시장 내 동사 점유율)

동사는 유럽 내 신규 공장형 약국이 증가함에 따라 대량 조제가 용이한 메니스의 수요가 발생할 것이라고 판단했다. 따라서 2024F 신규 유럽 공장형 약국에 필요한 메니스 Q에 유럽 파우치형 장비 시장 내 동사 점유율 곱해 추정했다.

2025F-2027F 메니스향 Q = (전년도 메니스향 Q) * (1 + 신규 유럽 공장형 약국 수의 직전 3개년 평균 YoY)

유럽 내 신규 공장형 약국의 증가를 전망함에 따라 메니스의 Q도 증가할 것으로 판단해 직전년도 메니스 판매량에 신규 유럽 공장형 약국 수의 직전 3개년 평균 YoY를 평균해 추정했다.

[그림51] 조제 · 관리 시스템 사업부 매출액 추정

(단위: 십억 원)	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
매출액	54	56	55	71	86	106	117	130	145
YoY	3.31%	3.60%	-1.15%	29.41%	21.27%	22.53%	11.00%	10.87%	11.38%

자료: 제이브이엠, EIA 추정

2. 주요 소모품 외 사업부 추정

1) 파우치롤 매출액 추정

P 추정

2023F 파우치롤 P = (1Q23 파우치롤 P)

동사는 1Q23 원재료 값 상승으로 인해 파우치롤 P값을 인상했으며 이를 유지할 것으로 판단해 2023F 파우치롤 P값은 공시된 1Q23 파우치롤 P값으로 추정했다.

2024F-2027F 파우치롤 P = (전년도 파우치롤 P) * (1 + 파우치롤 P의 직전 3개년 YoY 평균)

동사의 파우치롤의 가격 상승 추세를 반영하기 위해 2024F-2027F 파우치롤 P는 직전 3개년 YoY 평균을 사용해 추정했다.

Q 추정

2023F-2027F 파우치롤 Q = (해당년도 누적 ATDPS Q) * (ATDPS 1대 당 연간 파우치롤 사용량)

2023F-2027F 파우치롤 Q는 해당년도 누적 ATDPS Q값에 ATDPS 1대 당 연간 사용하는 파우치롤 개수를 곱하여 추정했다.

2) A/S 매출액 추정

2023F-2027F A/S 매출액 = (전년도 A/S 매출액) * (1+ 해당년도 ATDPS Q의 YoY)

A/S 매출액은 동사 ATDPS 판매량 증가에 따라 동반 증가할 것으로 판단해 해당연도 ATDPS Q의 YoY를 프리미엄 적용해 추정했다.

[그림52] 주요 소모품 외 사업부 매출액 추정

(단위: 십억 원)	2019	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
매출액	44	46	47	56	71	79	88	99	110
YoY	10.75%	4.40%	1.24%	19.87%	26.32%	11.29%	10.99%	12.66%	11.40%

자료: 제이브이엠, EIA 추정

Ⅶ. 비용 추정

매출원가 동사의 매출원가는 해당년도 매출액에서 매출총이익을 차감해 산출했으며, 매출총이익의 경우 사업별로 각각의 GPM 추이를 반영하여 추정했다. 아마존 약국의 원격 진료 서비스 확장에 따라 동사의 북미향 ATDPS 매출액이 상승할 것으로 판단해 2023F 조제 · 관리 시스템 사업부 GPM은 북미 매출 비중이 증가한 2018-2020년 GPM 평균으로 추정했다. 2024F는 유럽 내 니스 출시에 따라 동사 유럽향 ATDPS 매출액이 상승할 것으로 전망해 유럽 매출 비중이 가장 높았던 2018년과 2023F GPM을 평균해 추정했다. 2025F-2027F는 국내 대비 판가가 높은 해외 ATDPS 매출이 상승함에 따라 동사 매출총이익이 증가하는 추세를 반영하기 위해 직전 2개년 GPM 평균으로 추정했다. 주요 소모품 외 사업부는 2023F GPM은 아마존 약국의 원격진료 서비스가 확대됨에 따라 파우치롤 매출액이 증가할 것으로 판단해 직전 2개 분기 GPM을 평균해 추정했다. 2024F는 초대형 ATDPS인 메니스 출시로 유럽 공장형 약국향 파우치롤 매출이 증가할 것으로 판단해 해외 매출 비중이 50%를 초과한 2023F GPM을 사용해 추정했다. 2025F-2027F ATDPS의 누적 판매량이 증가함에 따라 소모품 매출액이 증가하는 최근 추세 반영하기 위해 직전 2개년 GPM 사용해 추정했다.

판매비와 관리비 동사의 판매관리비는 각 계정을 고정비와 변동비로 구분해 분석했으며 인건비, 판매비, 일반관리비, 기타판관비로 구성되어 있다. 인건비는 매출액의 증감에 상관없이 의약품 조제 자동화 장비 제조를 위한 비용이 지속적으로 발생하기 때문에 고정비로 분류했다. 2023F 인건비는 동사가 스마트 공장 구축을 지원하는 국비 지원 사업에 선정돼 자동화 생산 설비를 설치하여 인건비가 감소하는 추세이므로 매출액 YoY가 유사한 2022년 인건비 YoY 값을 사용해 추정했다. 2024F- 2027F는 동사 매출액 상승에 따라 인건비가 상승할 것으로 판단해 직전 2개년 인건비 YoY를 평균해 추정했다. 판매비는 매출액 증감에 따라 변하는 특성을 고려해 변동비로 분류했다. 2023F는 아마존 약국 성장에 따른 북미향 ATDPS 판매량 증가로 해외 매출이 증가 시, 해외 파트너사의 수출 비용 부담으로 매출액 대비 판매비 비중 감소할 것으로 판단해 해외 매출 비중이 높았던 2018년, 2020년, 2022년 % of revenue 평균해 추정했다. 2024F는 유럽 내 메니스 출시로 해외 매출 비중이 50%를 초과해 매출액 대비 판매비 비중 감소할 것으로 판단해 직전 년도 변동비 % of revenue 값과 동일하게 추정했다. 2025F는 해외 매출 비중 증가에 따른 판매비 감소를 반영하기 위해 2022년 이전 해외 매출 비중이 가장 높았던 2020년 판매비 % of revenue와 직전 년도 판매비 % of revenue 값을 평균해 추정했다. 2026F -2027F는 해외 매출 비중 상승에 따른 매출액 대비 판매비 비중 감소세 반영하기 위해 직전 2개년 평균 사용해 추정했다.

[표1] 제이브이엠 비용추정 (단위: 십억 원)

	2021	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
매출액	116	142	172	201	222	246	273
매출원가	77	91	107	123	137	152	168
매출총이익	39	51	65	77	85	94	105
판매비와관리비	27	29	34	37	40	43	47
영업이익	12	22	32	40	45	51	58
영업외손익	-3	-1	-1	-0	0	1	2
세전계속사업이익	9	21	30	40	45	52	59
당기순이익	9	16	21	27	31	36	41

자료: 제이브이엠, EIA 추정

[표2] 연도별 실적 추이 (단위: 십억 원)

	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
매출액	115	116	142	172	201	222	246	273
조제/관리시스템 사업부	56	55	71	86	106	117	130	145
주요 소모품 외 사업부	46	47	56	71	79	88	99	110
기타상품	14	14	15	15	16	17	17	18
인건비	10	9	9	9	9	8	8	8
판매비	3	4	5	6	7	7	8	9
일반관리비	5	5	4	6	7	8	9	10
기타판관비	7	7	8	10	12	13	14	16
감가상각비	2	2	2	2	2	2	2	2
매출원가	73	77	91	108	124	137	152	169
판관비	26	27	29	33	36	38	41	44
매출총이익	42	39	51	65	77	84	94	104
영업이익	16	12	22	32	41	46	53	60
영업외손익	(3)	(3)	(1)	(1)	(0)	0	1	2
세전이익	13	9	21	30	40	46	54	61
법인세	2	0	6	9	12	14	16	19
당기순이익	10	9	16	21	28	32	37	42

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	115.8	142.0	172.5	200.6	221.6
증가율 (%)	0.4	22.6	21.5	16.3	10.5
매출원가	76.6	90.8	107.1	123.3	136.9
매출총이익	39.2	51.2	65.4	77.3	84.6
매출총이익률 (%)	33.9	36.0	37.9	38.5	38.2
판매관리비	26.8	29.2	33.8	37.2	39.8
영업이익	12.5	22.0	31.7	40.1	44.9
증가율 (%)	(20.4)	76.0	43.9	26.7	11.9
영업이익률 (%)	10.8	15.5	18.4	20.0	20.2
영업외손익	(3.1)	(0.7)	(1.2)	(0.5)	0.1
금융손익	0.7	1.4	1.8	2.5	2.8
기타영업외손익	(3.8)	(2.1)	(3.0)	(3.0)	(2.7)
종속및관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	9.4	21.3	30.4	39.6	44.9
법인세비용	0.5	5.5	9.3	12.2	13.8
계속사업이익	9.0	15.8	21.1	27.5	31.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	9.0	15.8	21.1	27.5	31.1
증가율 (%)	(14.3)	76.0	33.9	30.2	13.3
순이익률 (%)	7.7	11.1	12.2	13.7	14.0
(지배주주)당기순이익	9.0	15.8	21.1	27.5	31.1
(비지배주주)당기순이익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
총포괄이익	8.5	16.9	20.1	28.6	29.5
(지배주주)총포괄이익	8.5	16.9	20.1	28.6	29.5
(비지배주주)총포괄이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
EBITDA	18.1	26.9	36.8	45.3	49.9
증가율 (%)	(15.4)	48.9	36.8	22.9	10.2
EBITDA 이익률 (%)	15.6	19.0	21.4	22.6	22.5

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	211.0	231.7	276.9	308.2	335.7
유동자산	99.5	119.5	165.6	197.1	224.6
현금및현금성자산	6.8	7.2	11.1	12.6	11.7
매출채권	17.9	18.7	25.8	30.6	29.1
재고자산	24.0	28.7	41.7	40.2	49.9
비유동자산	111.6	112.2	111.3	111.0	111.1
유형자산	69.9	70.0	70.3	70.2	70.3
무형자산	4.6	3.1	3.0	2.8	2.7
투자자산	11.5	11.0	11.2	11.1	11.2
기타금융업자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	67.6	73.6	89.7	99.5	109.6
유동부채	63.9	70.3	86.4	96.1	106.3
단기차입금	23.8	30.3	36.1	42.4	46.6
매입채무	30.4	26.2	38.6	40.9	47.4
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	3.6	3.3	3.3	3.5	3.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타금융업부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	143.5	158.1	187.2	208.7	226.2
자본금	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0
자본잉여금	45.3	45.3	45.3	45.3	45.3
기타자본	(23.6)	(23.6)	(23.6)	(23.6)	(23.6)
기타포괄이익누계액	13.6	13.5	13.5	13.5	13.5
이익잉여금	102.2	116.9	145.9	167.4	184.9
지배주주지분	143.5	158.1	187.2	208.7	226.2
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
*총차입금	24.7	31.6	37.2	43.5	47.8
*순차입금(순현금)	(31.4)	(38.2)	(59.1)	(81.1)	(95.9)

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	26.1	14.8	32.4	51.6	53.8
당기순이익	9.0	15.8	21.1	27.5	31.1
유형자산상각비	4.4	3.8	3.9	3.9	3.7
무형자산상각비	1.2	1.1	1.3	1.3	1.3
외화환산손실(이익)	0.0	0.0	(0.2)	(0.1)	(0.2)
지분법,종속,관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	9.0	13.6	30.0	21.9	17.3
(법인세납부)	(0.5)	(5.5)	(9.3)	(12.2)	(13.8)
기타	(8.3)	(8.0)	(7.7)	(7.7)	(7.8)
투자활동으로인한현금흐름	(22.6)	(18.4)	(24.4)	(28.0)	(21.1)
유형자산의증가(CAPEX)	(2.8)	(3.1)	(2.3)	(2.3)	(2.2)
유형자산의감소	0.0	0.1	(0.6)	(0.4)	(0.3)
무형자산의감소(증가)	(2.3)	(1.6)	2.5	2.5	2.5
투자자산의감소(증가)	(1.0)	0.5	(0.3)	0.1	(0.1)
기타	0.1	(1.1)	(1.1)	(1.1)	(1.1)
FCF	3.1	19.1	17.7	33.0	33.6
재무활동으로인한현금흐름	(4.4)	4.1	2.8	3.5	1.4
차입금의 증가(감소)	(1.9)	6.4	5.9	6.2	4.2
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채의증가	0.0	0.0	(0.1)	0.0	0.0
기타	(2.5)	(2.3)	(3.0)	(2.7)	(2.8)
기타현금흐름	0.0	0.0	(0.0)	0.0	(0.0)
연결범위변동-현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.0	0.0	(0.0)	0.0	(0.0)
현금의증가(감소)	(0.9)	0.4	10.8	27.1	34.1
기초현금	7.7	6.8	7.2	18.0	45.1
기말현금	6.8	7.2	18.0	45.1	79.3

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS(당기순이익, 원)	777	1,368	1,831	2,385	2,702
EPS(지배순이익, 원)	777	1,368	1,831	2,385	2,702
BPS(자본총계, 원)	12,458	13,728	16,251	18,115	19,636
DPS (원)	200	300	367	356	341
PER(당기순이익, 배)	19	16	15	12	10
PER(지배순이익, 배)	19	16	15	12	10
PBR(자본총계, 배)	1	2	2	2	1
PBR(지배지분, 배)	1	2	2	2	1
EV/EBITDA (배)	7.6	7.8	11.3	9.4	8.7
배당성향 (%)	25.7	21.9	20.0	14.9	12.6
배당수익률 (%)	1.4	1.5	1.3	1.3	1.2
수익성					
EBITTDA 이익률 (%)	15.6	19.0	21.4	22.6	22.5
영업이익률 (%)	10.8	15.5	18.4	20.0	20.2
순이익률 (%)	7.7	11.1	12.2	13.7	14.0
ROA (%)	4.4	7.1	7.6	8.9	9.3
ROE (지배순이익, %)	6.4	10.4	11.3	13.2	13.8
ROIC (%)	14.3	18.8	9.8	10.8	11.2
안정성					
부채비율 (%)	47.1	46.5	47.9	47.7	48.4
순차입금비율 (%)	(21.9)	(24.2)	(31.6)	(38.9)	(42.4)
현금비율 (%)	10.7	10.3	12.9	13.1	11.0
이자보상배율 (배)	73.8	67.6	147.9	169.8	173.6
활동성					
순운전자본회전율 (회)	3.3	2.9	2.2	2.0	1.9
재고자산회수기간 (일)	4.8	4.9	4.1	5.0	4.4
매출채권회수기간 (일)	6.5	7.6	6.7	6.6	7.6

주: IFRS 연결 기준

[Compliance Notice]

(공표일: 2023 년 10 월 06 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 이화투자분석회(EIA)는 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 이화투자분석회(EIA)는 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
이화투자분석회(EIA)는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 저작권이 이화투자분석회(EIA)에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 이화투자분석회(EIA) 리서치 팀이 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 이화투자분석회(EIA)는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 독자의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.