SK COMPANY Analysis

SK securities

2023-06-26

제이브이엠 (054950/KQ | 매수(신규편입) | T.P 42,000 원(신규편입))

높은 성장성, 저평가된 밸류에이션

글로벌 1 위 파우치형 의약품 자동 조제 시스템 기업. 글로벌 59 개국에 진출
높아진 약국 당 업무 부담 및 복약 순응도 상향을 위한 각국의 노력으로 높아진 수요
2023 년 연결 매출액 및 영업이익 각각 +65.9% YoY, +17.5% YoY 추정
내수 대비 ASP 높은 해외 매출 비중의 확대를 바탕으로 영업 레버리지 효과 본격화
투자의견 '매수', 목표주가 4.2 만원 신규 제시. 의료기기 강세 속 저평가 매력 높아

수익성 좋은 해외 ATDPS 매출 증가를 바탕으로 실적 고성장 전망

글로벌 1 위 파우치형 ATDPS(의약품 자동 조제 시스템) 기업이다. 국내를 포함한 파우치형 ATDPS 강세 시장에서 견조한 매출 성장을 지속 중인 가운데 유럽, 북미 등 블리스터 카드, 바이알형 ATDPS 중심의 시장에 신규 진출, 침투를 가속화 중이다. 특히 코로나 19 이후 높아진 약사들의 업무 부담과 각국의 의료 재정 부담 축소를 위한 복약 순응도 상승 정책 수혜를 바탕으로 파우치형 ATDPS 에 대한 수요는 지속적으로 증가할 전망이다. 제이브이엠은 59 개국에 진출, 지속적으로 신규 지역 확장 중이며 다양한 제품 라인업을 보유, 높은 경쟁력을 확보했다.

2023 년 매출액 및 영업이익을 1,688 억원(+17.5% YoY), 365 억원(+65.9% YoY)으로 추정한다. 수익성 높은 해외 매출 비중 확대를 바탕으로 영업 레버리지 효과가 본격화됨에 따라 영업이익 고성장이 예상된다. 1) 조제시스템은 유럽, 북미 지역에서의 파우치형 ATDPS 수요 증가와 더불어 블리스터 카드, 바이알형 ATDPS 출시에 따른 매출 성장이 예상된다. 특히 스페인, 이탈리아, 영국 등 EU5 지역에서의 침투 확대가 본격화 중인 만큼 성장 모멘텀은 풍부하다. 2) 소모품 매출 역시 ATDPS 보급 확대를 바탕으로 동반 성장이 예상된다. 3) 영업이익률은 전년대비 6.4%p 상승이 기대된다. 내수 대비 50~80% ASP 가 높은 해외 매출 비중의 확대에 기인한다.

투자의견 '매수', 목표주가 4.2 만원으로 커버리지 개시. 상승여력 44.8%

목표주가는 12 개월 선행 지배주주순이익에 Target PER 15.5 배를 적용해 산출했다. Target PER 은 최근 3 년 평균 PER 값의 15%를 보수적으로 할인해 도출했다. 현 주가는 2023 년, 2024 년 예상 PER 각각 12.0 배, 10.3 배에서 거래 중이다. 최근 의료기기 기업들의 주가 강세가 지속 중인 가운데 2023~2024 년 영업이익 고성장이 기대되는 국내 의료기기 기업들의 12 개월 선행 PER 이 20 배를 상회하는 만큼 무리 없는 밸류에이션으로 판단한다. 특히 2022 년 북미 파트너사인 Parata Systems 가 글로벌 의료기기 기업인 BD 에 약 2 조원으로 인수된 바 있는 만큼(당시 매출 약 2,900 억원) 제이브이엠의 경쟁력과 실적 성장성 감안 시 저평가 구간으로 판단한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	115	116	142	167	191	216
yoy	%	4.8	0.4	22.6	17.5	14.4	13.3
영업이익	십억원	16	12	22	36	45	53
yoy	%	50.1	-20.4	76.0	65.9	22.4	18.3
EBITDA	십억원	21	18	27	41	49	57
세전이익	십억원	13	9	21	36	43	51
순이익(지배주주)	십억원	10	9	16	29	34	41
영업이익률%	%	13.6	10.8	15.5	21.9	23.4	24.4
EBITDA%	%	18.5	15.6	19.0	24.7	25.8	26.6
EPS(계속사업)	원	864	740	1,303	2,413	2,826	3,372
PER	배	21.8	18.8	15.7	12.0	10.3	8.6
PBR	배	1.4	1.0	1.4	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	배	10.0	7.6	7.8	7.1	5.5	4.3
배당수익률	%	1.1	1.4	1.5	1.4	1.7	1.9
ROE	%	8.0	6.4	10.4	17.1	17.2	17.7
순차입금	십억원	-14	-31	-38	-52	-74	-100
부채비율	%	45.6	47.1	46.5	41.7	37.8	34.1

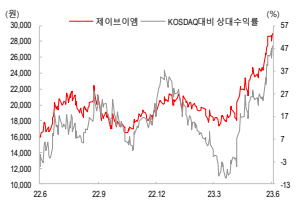


Analyst
이동건
dglee@sks.co.kr
3773-9909

Company Data	
자본금	6 십억원
발행주식수	1,209 만주
자사주	59 만주
액면가	500 원
시가총액	351 십억원
주요주주	
한미사이언스	39.19%
솔인베스트제2호사모투자전문회사(외3)	8.28%
외국인지분율	6.30%
배당수익률	1.4%

Stock Data	
주가(23/06/23)	29,000 원
KOSDAQ	874.84 pt
52주 Beta	0.26
52주 최고가	29,000 원
52주 최저가	16,000 원
60일 평균 거래대금	3 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	17.4%	15.3%
6개월	50.3%	18.7%
12개월	81.3%	48.0%

Analyst 이동건 dglee@sks.co.kr / 3773-9909

1. 투자의견 및 밸류에이션

투자의견 '매수', 목표주가 4.2 만원으로 커버리지 개시

목표주가 4.2 만원 제시. 상승여력 44.8%. 최근 의료기기 기업 주가 강세 속 높아진 밸류에이션 감안 시 밸류에이션 매력 높아

투자의견 '매수', 목표주가 4.2 만원으로 커버리지를 개시한다. 전일 종가(29,000 원) 대비 상승 여력은 44.8%다. 목표주가는 제이브이엠의 12 개월 선행 지배주주순이익 330 억원에 Target PER 15.5 배를 적용해 산출했다. Target PER 은 제이브이엠의 최근 3 년 평균 PER 값의 15%를 보수적으로 할인 적용하여 도출했다. 최근 의료기기 기업들의 주가 강세가 지속 중인 가운데 2023~2024 년 제이브이엠과 마찬가지로 높은 두 자릿수 영업이익 성장이 기대되는 주요 기업들(클래시스, 인터로조, 비올 등)의 평균 12 개월 선행 PER 이 20 배를 상회하는 만큼 무리한 밸류에이션은 아닌 것으로 판단한다.

2022 년 파트너사 Parata 는 BD 에 약 2 조원에 인수. 당시 Parata 매출액 및 제이브이엠의 실적 성장성 감안 시 저평가 근거는 충분

참고로 지난 2022 년 6 월 제이브이엠의 북미 파트너사 중 하나이기도 한 의약품 자동조제 시스템 기업 Parata Systems 는 글로벌 의료기기 기업인 BD(Becton, Dickinson and Company)에 15.3 억달러(약 2.0 조원)로 인수된 바 있다. 발표 당시 1 년 간(2Q21~1Q22) 매출액이 2.2 억달러(약 2,900 억원)를 기록했던 만큼 해당 M&A 건과 비교하더라도 제이브이엠의 밸류에이션 부담은 크지 않다고 판단한다.

제이브이엠은 파우치형 의약품 자동 조제 시스템 글로벌 1 위 업체로 현재 국내를 비롯해 59 개국에 진출, 34 개의 글로벌 네트워크를 보유 중이다. 국내 시장에서는 ATDPS 노후 장비 교체 수요를 바탕으로 지속적인 장비 매출이 발생하는 가운데 소모품 매출 또한 동반 증가 중이다. 해외 시장에서는 파우치형 제품 수요가 지속적으로 증가할 것으로 기대되는 가운데 제이브엠의 장비 침투가 가속화될 전망이다. 특히 국내 대비 높은 ASP 를 바탕으로 침투 확대를 지속 중인 만큼 해외 비중 확대에 따른 영업 레버리지 효과가 본격화되고 있다. 실제로 조제시스템 수출 비중이 46.1%를 기록했던 2021 년 영업이익률은 10.8%를 기록했으나, 이후 지속적인 수출 비중 확대를 바탕으로 2022 년 15.5%, 2023 년 1 분기 19.9%를 기록했다. 2023 년을 기점으로 수출 비중이 내수 비중을 상회할 것으로 기대되며, 이에 따라 영업이익률 역시 지속적으로 상승할 것으로 예상된다.

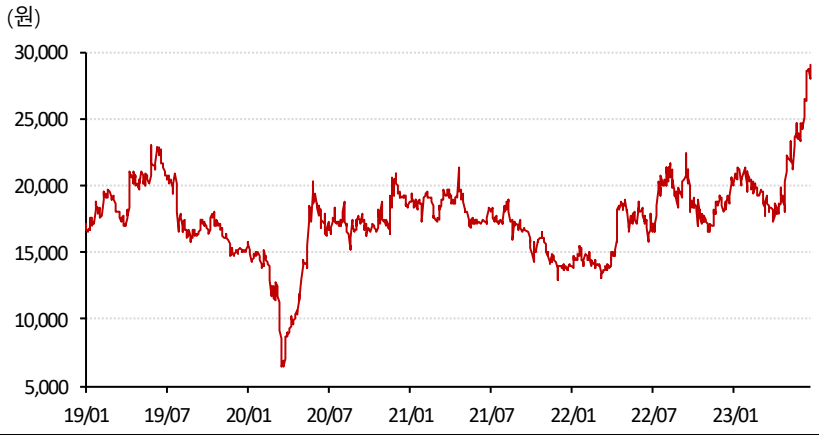
하반기부터는 신규 국가 진출이 지속되는 가운데 VIZEN EX(차세대 파우치 검수 솔루션), DOB(블리스터 카드 포장 조제기)의 미국 침투 확대 등을 바탕으로 매출 성장이 더욱 가속화될 전망이다. 또한 온라인 약국 시장으로의 침투도 확인되고 있는 점도 고무적이다. 국내 역시 2024 년 6 월부터 시행이 본격화될 맞춤형 건강기능식품 소분 및 포장 판매 사업에서의 수혜가 기대되는 만큼 판매 경로 역시 확대된다는 점에서 주목할 필요가 있다. 지속적인 실적 성장을 바탕으로 영업 레버리지가 본격화되는 구간에 진입한 가운데 매력적인 밸류에이션을 보유한 만큼 주목할 이유는 풍부하다.

제이브이엠 목표주가 산출

(십억원, 배, 천주, 원)		비고
1. 기업가치 (A*B)	**512.9**	
A. 제이브이엠 12MF 지배주주순이익	33.0	연결 기준
B. Target PER	15.5	최근 3 년 평균 PER 15% 할인
5. 보통주주식수	12,090	
6. 적정주가 산출	**42,000**	
7. 현재 주가	29,000	2023 년 6 월 23 일 종가
8. 상승여력	**44.8%**	

자료: Quantiwise, SK 증권 추정

제이브이엠 주가 추이



자료: Quantiwise, SK 증권

Analyst 이동건 dglee@sks.co.kr / 3773-9909

2. 기업 개요

글로벌 병원 및 약국 자동화 솔루션 선두 기업

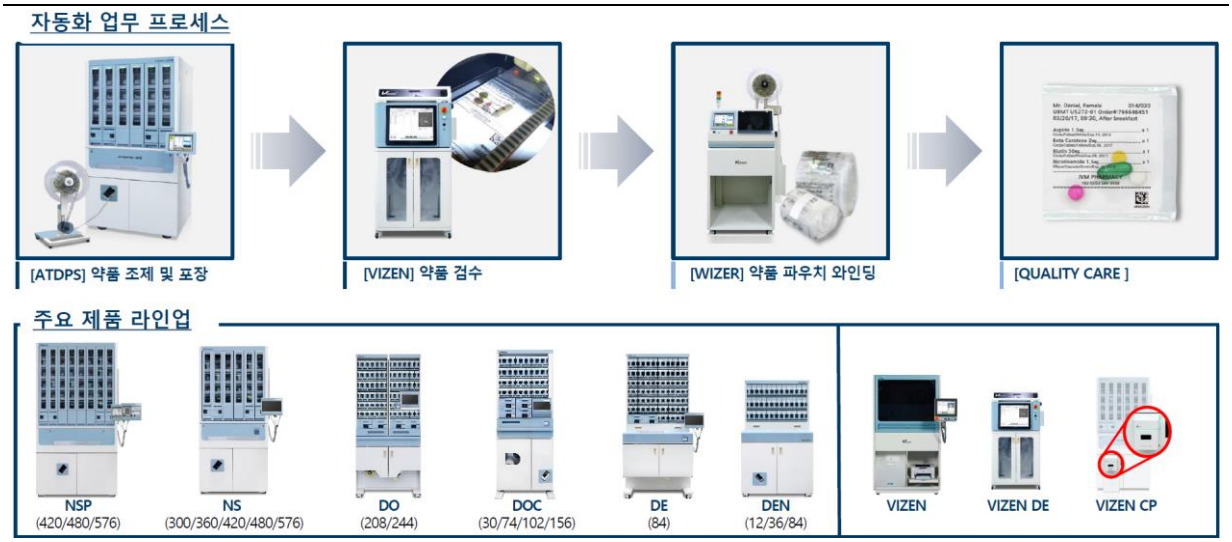
글로벌 1 위 파우치형 ATDPS 기업. 파우치형 뿐만 아니라 블리스터 카드, 바이알 ATDPS 등 다양한 제품 라인업 보유

제이브이엠은 1977 년 설립, 2006 년 코스닥 시장에 상장한 글로벌 1 위 파우치형 의약품 자동 조제 시스템(ATDPS, Automatic Tablet Dispensing & Packaging System) 제조 기업이다. 2010 년 이후 2021 년까지 누적 ATDPS 설치 대수는 21,000 대를 상회한다(반자동 장비 제외). 2016 년 7 월 한미사이언스에 편입됐으며, 2022 년 말 기준 주주 구성은 한미사이언스 39.2%, 솔인베스트 제 2 호 사모투자전문회사 7.4%, 국민연금 6.3%, 자기주식 4.7%, 기타 42.3% 순이다. 제이브이엠은 파우치형 ATDPS 뿐만 아니라 바이알(Vial), 블리스터 카드(Blister card) ATDPS 라인업을 보유하고 있으며, 그 외에도 약물 관리 자동화 장비(ADC, Automatic Dispensing Cabinet) 브랜드 '인티팜(INTIPharm)', 자동화 솔루션 소프트웨어 등 병원 및 약국 자동화 솔루션 사업을 종합적으로 영위하고 있다. 장비 매출뿐만 아니라 소모품 매출 역시 장비 보급 확대를 바탕으로 지속 성장이 기대된다. 2023 년 1 분기 기준 품목별 매출 비중은 조제시스템 48.4%, 주요 소모품 외 41.8%, 상품 9.8% 순이다.

제이브이엠은 높은 기술력을 바탕으로 국내 약국 자동화 분야에서 시장 점유율 1 위를 지속함과 동시에 해외 진출 역시 가속화하고 있다. 현재 59 개국에 진출, 34 개의 글로벌 네트워크를 보유 중이며 2022 년 이후 흑자전환에 성공한 유럽 현지 법인 JVM Europe B.V 를 보유 중이다. 특히 2016 년 7 월 한미사이언스 편입 이후 한미그룹의 영업력을 기반으로 국내에서의 점유율 확대뿐만 아니라 해외 진출 역시 본격화 중이다. 실제로 2021 년 기준 지역별 매출 비중은 국내 55.3%, 북미 16.3%, 유럽 21.9%, 기타 6.6%를 기록했으나 2023 년 1 분기 기준 지역별 비중은 국내 51.5%, 북미 17.5%, 유럽 25.0%, 기타 6.0%로 지속적인 해외 비중 확대가 나타나고 있다. 특히 해외 비중의 확대는 국내 대비 높은 ASP 를 기록 중인 만큼 수익성 개선으로도 이어진다는 점에서 긍정적이다.

제이브이엠은 이탈리아, 스페인 등 신규 유럽 시장 공략을 지속 중인 가운데 각국 정부의 환자 복약순응도 상승을 위한 파우치형 ATDPS 도입 노력, 그리고 코로나 19 이후 높아진 약국 업무 부담 축소를 위한 ATDPS 수요 증가를 바탕으로 해외 시장에서의 조제시스템 매출 성장 지속이 예상된다. 국내 역시 2024 년 6 월부터 시행이 본격화될 건강기능식품 소분 및 포장 판매 사업에서의 수혜가 기대되는 만큼 약국, 병원에 제한됐던 판매 경로 역시 확대가 기대된다.

제이브이엠 주요 제품 개요



자료: 제이브이엠, SK 증권

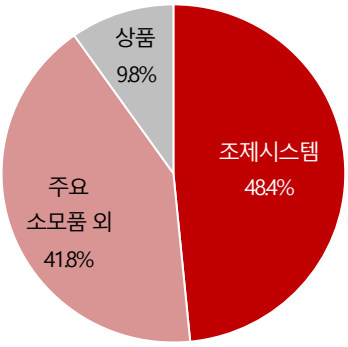
제이브이엠 글로벌 네트워크 현황



자료: 제이브이엠, SK 증권

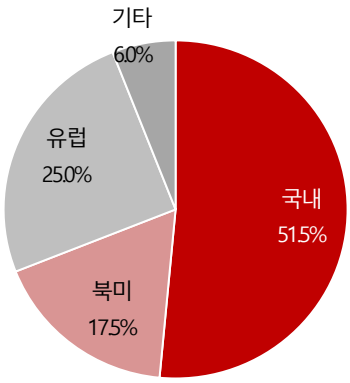
Analyst 이동건 dglee@sks.co.kr / 3773-9909

제이브이엠 품목별 매출 비중



자료: 제이브이엠, SK 증권 / 주: 2023 년 1 분기 연결 매출액 기준

제이브이엠 지역별 매출 비중



자료: 제이브이엠, SK 증권 / 주: 2023 년 1 분기 연결 매출액 기준

3. 투자 포인트

(1) ATDPS 수요 증가를 바탕으로 시장 규모 7 년간 2 배 성장 전망

글로벌 ATDPS 시장은 2020 년 약 2.6 조원에서 2027 년 약 5.2 조원으로 고성장 전망

제이브이엠은 국내를 비롯해 글로벌 시장에서의 ATDPS 수요 증가를 바탕으로 장비 매출뿐만 아니라 소모품 매출의 고성장 지속이 기대된다. 안전성, 정확성, 그리고 비용 절감을 위한 목적뿐만 아니라 온라인 약국 시장의 등장과 고성장에 따른 ATDPS 시장 성장이 예상된다. 산업 자료에 따르면 2020 년 ATDPS 시장은 20 억달러(약 2.6 조원)을 기록했으나 연평균 9.5%의 성장을 통해 2027 년 40 억달러(약 5.2 조원)를 상회할 것으로 예상된다.

ATDPS 에 대한 글로벌 수요는 약국 당 업무 부담 가중, 복약순응도 상향을 위한 각국 정부의 노력 등에 힘입어 고성장 전망

ATDPS 는 안전성, 정확성, 그리고 비용 절감을 위한 측면에서도 도입 건수가 지속적으로 증가하고 있다. 대표적으로 병원의 경우 안전하고 정확한 약물 치료 관리, 그리고 병원의 인건비 및 재고 비용 축소를 위한 노력의 일환으로 ATDPS 에 대한 수요가 증가 중이다. 약국 역시 코로나19 이후 지속적인 인건비 상승 및 약국 당 업무 부담 가중에 따른 해결책으로 ATDPS 도입이 활발해지고 있다. 산업 자료에 따르면 미국의 약국 수는 2013 년 34,939 개에서 2022 년 43,698 개로 증가한 반면 약국 당 약사의 수는 8.2 명에서 7.4 명으로 감소한 반면 의약품 조제 건수는 가파르게 증가해 업무 부담이 지속적으로 가중되고 있는 것이 확인된다.

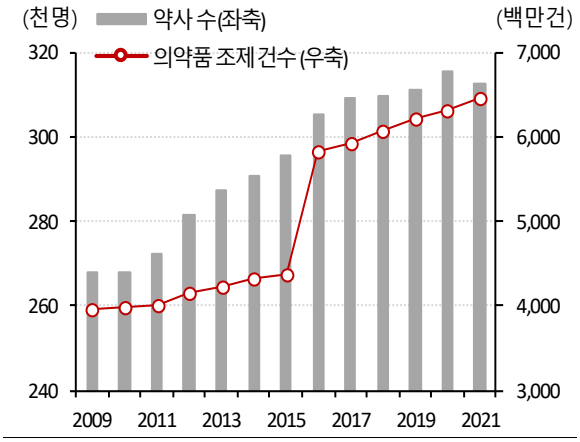
특히 ATDPS 중에서도 제이브이엠이 글로벌 1 위 시장 점유율을 유지 중인 파우치형 시장, 그리고 유럽에서 보급률이 높은 블리스터 카드형 포장 시스템에 대한 수요가 빠르게 증가 중이다. 통상적으로 최적의 치료를 위해서는 80% 이상의 복약 순응률이 요구되는데, 이에 반해 바이알형 포장 방식의 경우에는 편의성이 떨어져 복약 순응도가 떨어지게 되고 이로 인해 실제로 미국에서만 연간 12.5 만명의 사망자가 나타나는 것으로 확인된다. 이에 따라 미국의 메디케어(Medicare)에서는 처방의약품 보험사 평가 항목에 복약 순응도를 포함시키기도 했으며, 약국들 역시 파우치 또는 블리스터 카드 포장 서비스를 제공하는 경우가 증가하고 있는 것으로 파악된다.

온라인 약국 시장에서도 ATDPS 에 대한 높은 수요 확인 가능. 아마존 필팩에서도 제이브이엠의 장비 활용 중인 것으로 파악

또한 해외에서 먼저 개화한 온라인/비대면 의약품 시장에서 역시 파우치형 ATDPS 를 적극적으로 활용 중인 것으로 파악된다. 대표적으로 글로벌 대표 온라인 약국 중 하나인 아마존의 '필팩(Pillpack)'의 경우 제이브이엠의 파우치형 ATDPS 를 활용 중인 것으로 확인된다. 산업 자료에 따른 글로벌 온라인 약국 시장은 2017 년 97 억달러(약 12.7 조원)에서 2027 년 523 억달러(약 68.6 조원)로 폭발적인 성장을 기록할 것으로 예상된다. 이처럼 글로벌 시장에서의 고성장이 기대 온라인 약국 시장에서의 포장형 ATDPS 수요 증가를 바탕으로 제이브이엠의 지속적인 장비, 그리고 소모품 매출의 동반 고성장이 예상된다.

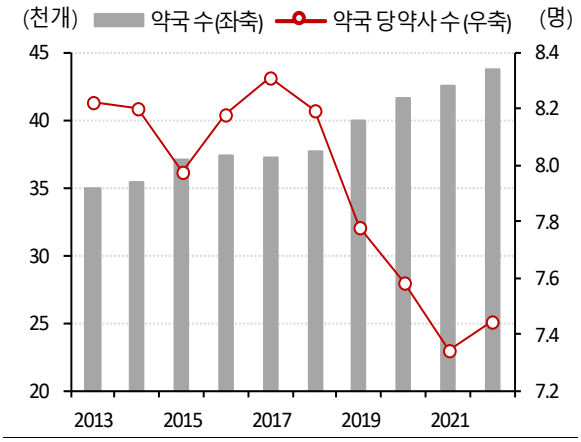
Analyst 이동건 dglee@sks.co.kr / 3773-9909

미국 약사 수 및 의약품 조제 건수 추이



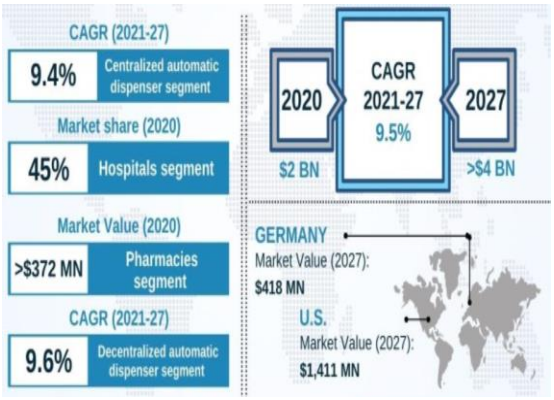
자료: statista, SK 증권

미국 약국 수 및 약국 당 약사 수 추이



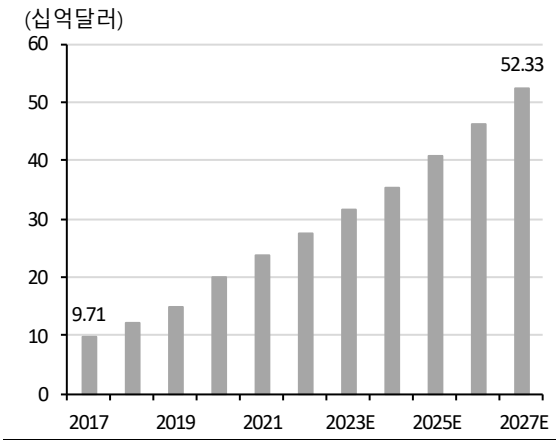
자료: statista, IBIS World, SK 증권

글로벌 의약품 자동 포장 시장 개요



자료: Global Market Insights, SK 증권

글로벌 온라인 약국 시장 규모 추이



자료: statista, SK 증권

국내에서도 여전히 신규>교체 수요 나타나. 특히 2024 년부터 시행되는 맞춤형 건강기능식품 시범사업을 통해 ATDPS 에 대한 신규 시장 개화 가능성 확인

국내의 경우 최근 약국 실습생들의 경우 ATDPS 를 필수적으로 사용하면서 졸업 이후 개업 시 ATDPS 를 도입하는 사례가 지속적으로 증가하고 있다. 이를 통해 실제 국내 ATDPS 매출에서 신규 매출이 교체 수요를 여전히 상회하고 있는 것으로 파악된다.

또한 국내 시장에서는 기존 병원, 약국에 제한됐던 판매 채널의 확장도 기대된다. 정부는 2020 년부터 '맞춤형 건강기능식품 시범사업'을 시작했으며, 이를 통해 개인의 생활습관, 건강상태, 유전자정보 등을 바탕으로 한 건강기능식품을 소분, 판매할 수 있도록 허용했다. 비록 시범사업으로 7 개 업체(풀무원건강생활, 아모레퍼시픽, 한국암웨이 등), 152 개 매장에서만 시행됐으나, 이후 법률 개정을 통해 2024 년 6 월부터 본격적으로 관련 사업을 시행하게 될 예정이다. 이에 따라 맞춤형 건강기능식품을 소분하기 위한 자동화 장비에 대한 수요 역시 증가할 것으로 기대되며, 이미 국내 및 글로벌 시장에서 파우치형 ATDPS 의 제품 경쟁력을 입증한 제이브이엠의 직접적인 수혜가 기대된다.

제이브이엠의 ATDPS 수요 확대를 바탕으로 조제시스템 매출액은 2023 년 843 억원 기록 전망

특히 해외 비중 확대는 내수 대비 50~80% 높은 ASP 감안 시 영업 레버리지로도 이어질 전망

이처럼 ATDPS 장비에 대한 국내 및 해외 시장에서의 수요는 지속적으로 증가할 전망이며, 이 가운데 파우치형 ATDPS 에 대한 수요 확대는 제이브이엠의 수혜로 이어질 전망이다. 이에 따라 제이브이엠의 조제시스템 매출액은 2018 년 519 억원에서 2022 년 710 억원으로 고성장했으며, 2023 년에는 전년대비 18.6% 증가한 843 억원, 2024 년 969 억원, 2025 년 1,084 억원으로 두 자릿수 매출 성장을 이어갈 전망이다. 한편 장비 매출 확대는 소모품 매출의 동반 성장으로 이어질 전망이다. 이에 따라 2022 년 562 억원을 기록한 소모품 등 매출액은 2023 년 672 억원, 2024 년 780 억원, 2025 년 914 억원까지 확대될 것으로 예상한다. 한편 이 과정에서 해외 매출 비중의 확대가 예상되는데 2022 년 45.9%를 기록한 수출 비중은 2023 년 48.5%, 2024 년 50.3%을 기록할 전망이다. 해외 시장에서의 ATDPS ASP 가 국내 대비 50~80% 높은 점을 감안 시 해외 비중의 확대는 매출 성장뿐만 아니라 수익성의 큰 폭 상승으로도 이어질 예정이다.

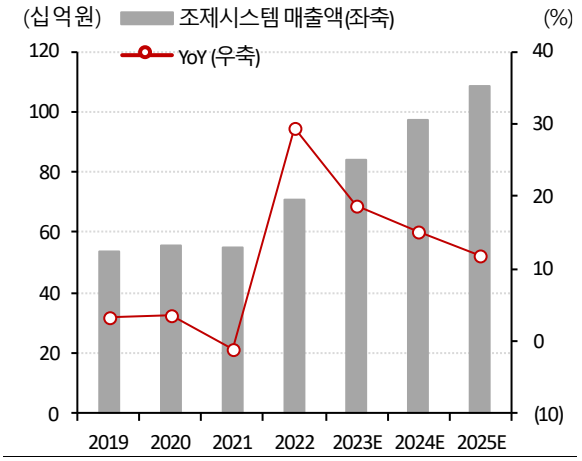
맞춤형 건강기능식품 관련 하위법령 개정안 주요 내용

분야	과제명	개선 내용	조치사항
신산업 지원	맞춤형 건강기능식품 신(新)시장 창출	기존 **건강기능식품** 완제품의 **소분·판매 금지** - 완제품에 대한 소분금지로 개인별로 다르게 조합되는 **맞춤형 제품 판매 어려움** * 규제샌드박스 실증특례 추진('20.5~, 12개사 86개 매장) 개선 **맞춤형 건강기능식품 소분업** 및 건강상담관리사를 도입하고, 건강기능식품의 **소분행위를 허용** 효과 건강기능식품의 소분·조합 판매 허용으로 **시장 활성화 및 소비자 편리성 확대**	건강기능식품법, 시행령, 시행규칙 개정 ('24.6)

자료: 식약처, 언론 보도, SK 증권

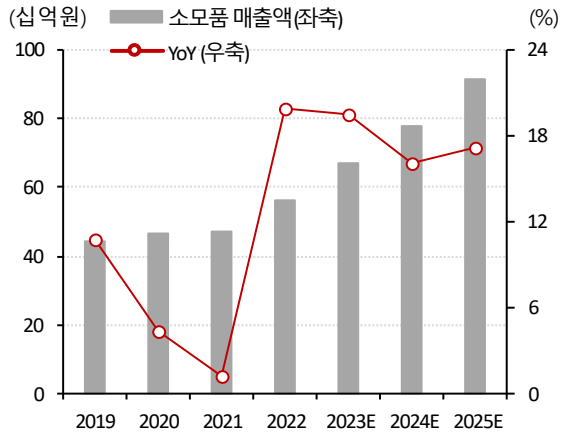
Analyst 이동건 dglee@sks.co.kr / 3773-9909

제이브이엠 조제시스템 매출 추이 및 전망



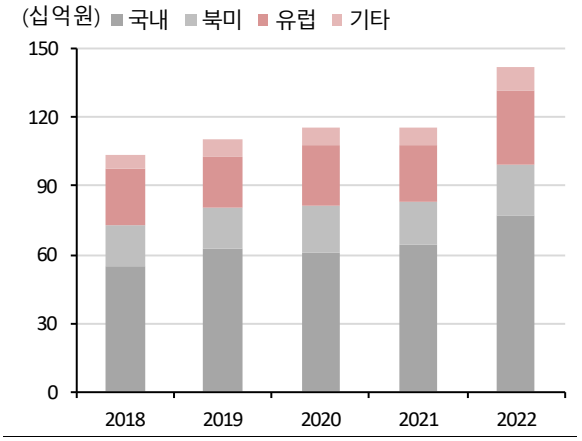
자료: 제이브이엠, SK 증권 추정

제이브이엠 주요 소모품 외 매출 추이 및 전망



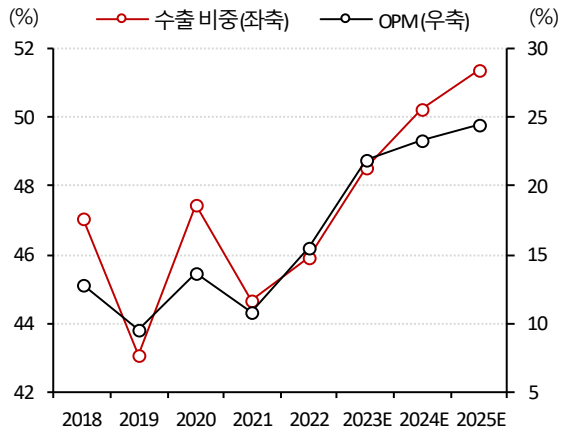
자료: 제이브이엠, SK 증권 추정

제이브이엠 연간 지역별 매출 추이



자료: 제이브이엠, SK 증권

제이브이엠 전사 수출 비중 및 영업이익률 추이 및 전망



자료: 제이브이엠, SK 증권 추정

(2) 침투 국가 확대 및 신제품 출시로 지속적인 성장 동력 확보

신규 시장 진출, 신제품 출시를 바탕으로 지속적인 성장 동력 확보

제이브이엠은 기존 진출 국가들에서의 파우치형 ATDPS 침투 확대를 바탕으로 한 매출 성장뿐만 아니라 신규 국가 진출, 그리고 신제품 출시를 바탕으로 지속적인 매출 성장 동력 확보를 이어갈 전망이다. 현재 59 개국에 진출, 34 개의 글로벌 네트워크를 보유 중이며 2022 년 이후 흑자전환에 성공한 유럽 현지 법인 JVM Europe B.V 를 보유 중이다. 지속적인 ATDPS 수요 증가를 바탕으로 신규 국가 수 확대가 기대되며, 특히 개별 파트너사 맞춤형 장비 공급이 가능하고 이미 다양한 니즈에 맞는 다수의 장비 라인업을 확보 중인 만큼 발빠른 대응을 바탕으로 한 시장 침투 가속화가 기대된다.

한편 기존 국가, 또는 신규 국가 진출을 위해 지속적으로 신규 장비를 개발, 출시 중이다. 국내를 비롯해 아시아 국가들의 경우 파우치형 ATDPS 수요가 높은 반면, 아직까지 유럽에서는 블리스터 카드형, 북미에서는 바이알형 ATDPS 점유율이 높은 만큼 해당 국가 진입을 위한 맞춤형 장비 라인업을 확대 중이다. 대표적으로 2020 년부터는 바이알 포장 장비인 CA40 출시를 통해 캐나다 월마트 입점을 시작했으며, 2022 년에는 미국 시장에서의 침투 가속화뿐만 아니라 뉴질랜드 등 영미권 침투를 지속 중이다. 또한 2021 년에는 블리스터 카드 포장 조제기인 DOB 를 출시, 호주 및 스페인을 시작으로 현재는 영국 등 유럽 주요국, 그리고 미국 진출까지도 본격화 중이다.

하반기 이후 기대되는 주요 신제품 및 신규 시장 진출 관련 모멘텀으로는 1) 차세대 파우치 검수 솔루션 VIZEN EX 의 3Q23 미국 출시, 2) DOB 의 2H23 영국 진출, 3) EU5 국가 중 하나인 이탈리아 시장 신규 진출, 4) 2024 년 다관절 협동 로봇 팔을 통해 캐나스터 교환이 가능해 조제 속도 및 생산성의 큰 폭 증가가 가능한 차세대 파우치 조제 자동화 시스템 'MENITH'의 신규 출시가 기대된다.

따라서 앞서 언급한 기존 진출 국가들에서의 지속적인 ATDPS 수요 증가뿐만 아니라 신제품 출시 및 신규 국가 진출 지속을 바탕으로 제이브이엠의 실적 성장 여력은 여전히 풍부하다고 판단되며, 성장률 측면에서도 고성장세가 이어질 것으로 기대된다.

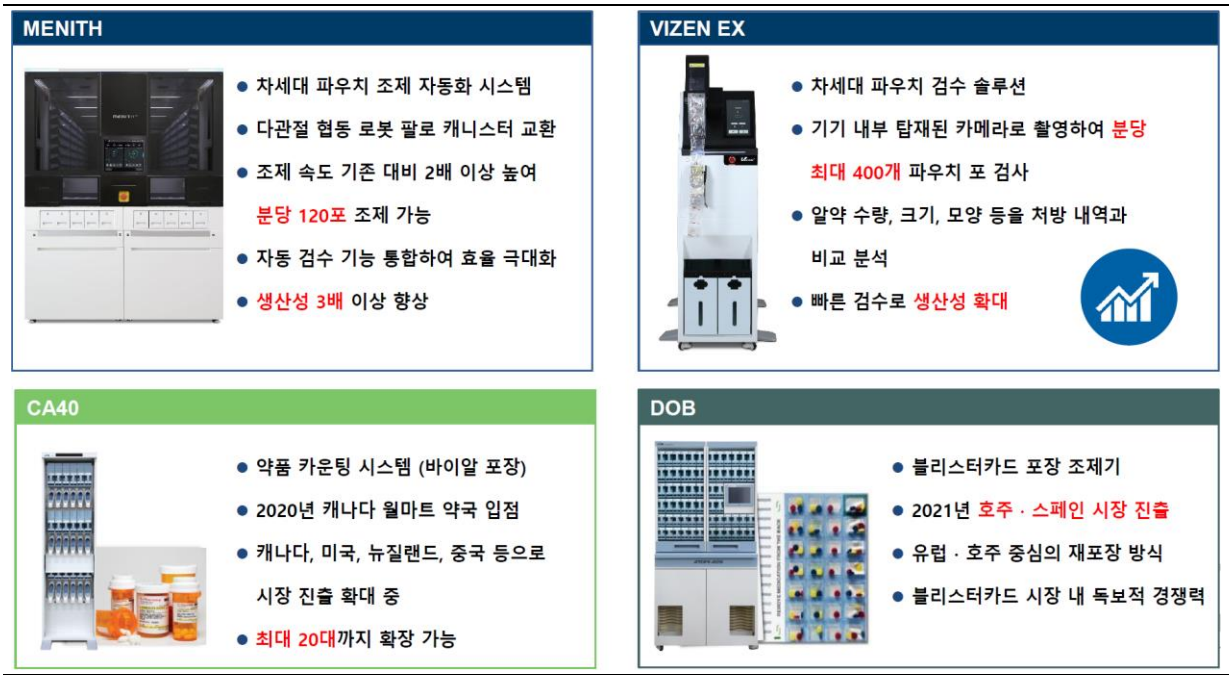
Analyst 이동건 dglee@sks.co.kr / 3773-9909

제이브이엠 글로벌 네트워크 현황



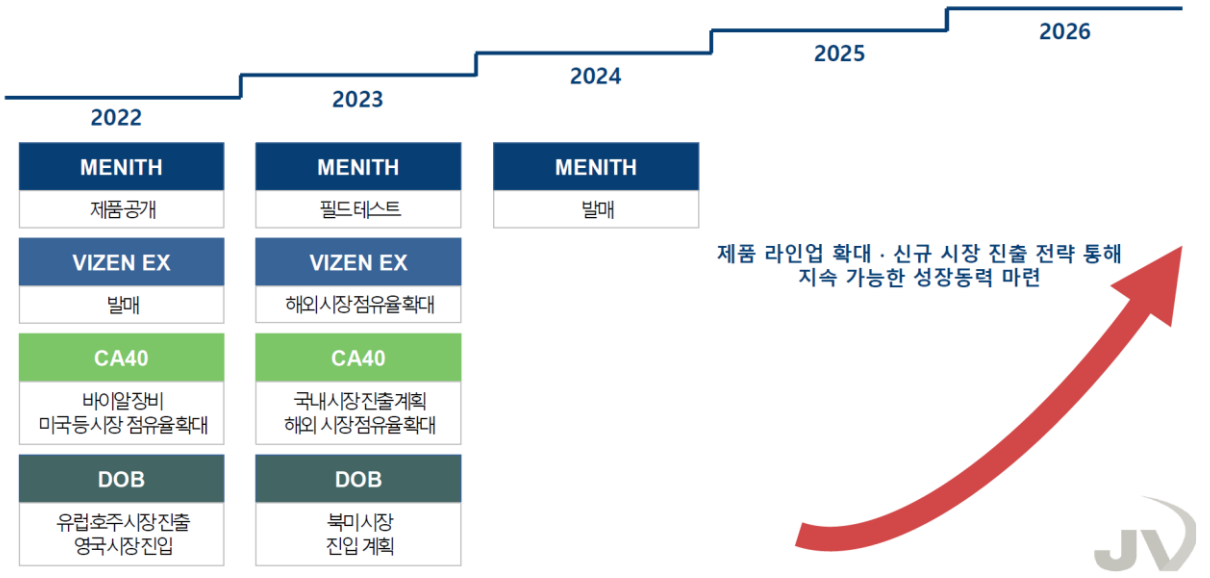
자료: 제이브이엠, SK 증권

제이브이엠 조제 자동화 사업 신제품 전략



자료: 제이브이엠, SK 증권

제이브이엠 조제 자동화 사업 포트폴리오 로드맵



자료: 제이브이엠, SK 증권

Analyst 이동건 dglee@sks.co.kr / 3773-9909

4. 실적 추정

수익성 좋은 해외 ATDPS 매출 증가를 바탕으로 실적 고성장 전망

2023 년 연결 매출액 +18% YoY, 영업이익 +66% YoY 전망. 해외 매출 비중 확대로 영업이익률은 +6.4%p YoY 추정

2023 년 연결 매출액 및 영업이익을 각각 1,668 억원(+17.5% YoY, 이하 YoY 생략), 365 억원(+65.9%, OPM 21.9%)으로 추정한다. 수익성이 높은 해외 매출 비중 확대를 바탕으로 영업 레버리지 효과가 본격화됨에 따라 큰 폭의 영업이익 성장이 예상된다.

1) 조제시스템 매출액은 843 억원(+18.6%)을 기록할 것으로 예상한다. 특히 유럽에서의 성장이 돋보이는데, 이는 파우치형 ATDPS 에 대한 수요가 증가 중인 가운데 유럽 법인을 비롯해 스페인, 영국 등 주요 지역들에서의 파트너사들의 판매 성과가 두드러지게 나타남에 따라 고성장을 지속할 전망이다. 북미 매출 역시 대형병원향 입찰 성과 등을 바탕으로 성장을 지속 중이다. 이를 바탕으로 조제시스템 해외 매출 비중은 52.6%로 창사 이래 처음으로 조제시스템 해외 비중이 내수 비중을 상회할 전망이다. 2) 소모품 매출액은 672 억원(+19.5%)을 기록할 것으로 기대된다. 꾸준한 조제시스템 판매 증가 속 소모품의 동반 성장이 예상된다. 3) 수익성 측면에서의 뚜렷한 상승도 주목할 필요가 있다. 2023 년 영업이익률은 21.9%로 예상되는데, 이는 2022 년의 15.5% 대비 6.4%p 상승할 전망이다. 주요 제품군의 고른 성장 속 ASP 가 높은 해외 매출 비중의 확대를 바탕으로 영업 레버리지 효과가 예상된다.

2024 년에도 고성장세 이어질 전망. 연결 매출액 +14% YoY, 영업이익 +22% YoY 추정

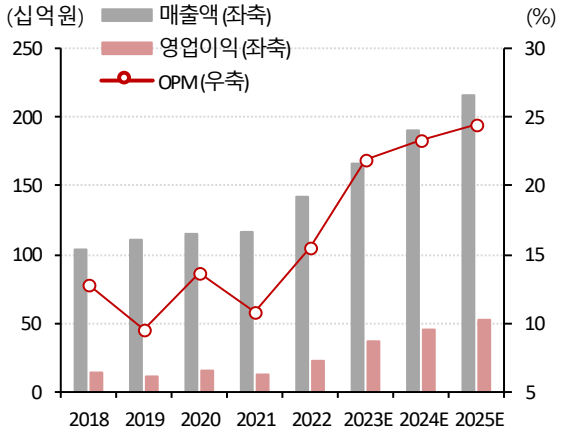
한편 2024 년 연결 매출액 및 영업이익은 각각 1,908 억원(+14.4%), 446 억원(+22.4%, OPM 23.4%)으로 추정한다. 2023 년에 이어 해외 매출 비중 확대가 지속되는 가운데 신규 출시 장비들의 매출 본격화를 바탕으로 고성장세를 이어갈 전망이다. 이탈리아, 스페인 등 신규 유럽 시장 공략을 지속 중인 가운데 각국 정부의 환자 복약순응도 상승을 위한 파우치형 ATDPS 도입 노력, 그리고 코로나 19 이후 높아진 약국 업무 부담 축소를 위한 ATDPS 수요 증가를 바탕으로 조제시스템 매출 성장 지속이 예상된다. 또한 2023 년 하반기 VIZEN EX(차세대 파우치 검수 솔루션), DOB(블리스터 카드 포장 조제기)의 미국 침투 확대 등 제품 라인업의 확대 및 신규 시장 진출 전략을 이어갈 예정인 만큼 해당 성과에 따른 추가적인 매출 성장도 가능하다. 한편 국내 역시 2024 년 6 월부터 시행이 본격화될 건강기능식품 소분 및 포장 판매 사업에서의 수혜가 기대된다.

제이브이엠 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	**31.5**	**37.0**	**34.2**	**39.3**	**37.7**	**39.9**	**42.9**	**46.4**	**142.0**	**166.8**	**190.8**
YoY	32.1	36.7	11.7	14.4	19.5	7.7	25.5	18.0	22.6	17.5	14.4
전체 수출	**14.6**	**16.4**	**16.2**	**17.9**	**18.3**	**18.9**	**20.7**	**23.1**	**65.2**	**80.9**	**95.9**
수출 비중	46.3	44.4	47.5	45.7	48.5	47.4	48.3	49.7	45.9	48.5	50.3
조제시스템	**14.1**	**17.3**	**18.2**	**21.4**	**18.2**	**20.0**	**21.9**	**24.1**	**71.0**	**84.3**	**96.9**
내수	7.2	9.3	9.0	10.5	8.6	9.9	10.3	11.0	35.9	39.9	43.7
수출	6.9	8.1	9.2	10.9	9.6	10.1	11.5	13.1	35.1	44.4	53.2
주요 소모품 외	**13.5**	**16.5**	**12.2**	**14.1**	**15.7**	**16.2**	**17.0**	**18.3**	**56.2**	**67.2**	**78.0**
내수	7.8	9.7	6.9	8.9	8.9	9.2	9.7	10.2	33.4	38.1	43.0
수출	5.7	6.7	5.2	5.2	6.8	6.9	7.3	8.0	22.9	29.1	34.9
상품	**3.9**	**3.2**	**3.8**	**3.8**	**3.7**	**3.7**	**4.0**	**4.0**	**14.7**	**15.3**	**15.9**
매출총이익	**11.0**	**13.1**	**12.7**	**14.4**	**15.0**	**16.4**	**17.8**	**19.5**	**51.2**	**68.7**	**80.7**
YoY	37.8	33.0	27.4	25.3	35.8	25.3	40.3	35.9	30.3	34.3	17.5
GPM	35.0	35.3	37.2	36.6	39.8	41.0	41.5	42.1	36.0	41.2	42.3
영업이익	**4.4**	**5.9**	**5.7**	**6.0**	**7.5**	**8.6**	**9.7**	**10.7**	**22.0**	**36.5**	**44.6**
YoY	172.7	76.9	61.8	48.5	69.4	44.9	69.9	80.3	76.0	65.9	22.4
OPM	14.1	16.0	16.6	15.2	19.9	21.5	22.5	23.2	15.5	21.9	23.4
세전이익	**4.6**	**6.2**	**5.8**	**4.7**	**8.2**	**8.1**	**9.6**	**10.6**	**21.3**	**36.4**	**42.7**
YoY	145.0	124.4	57.2	337.1	78.4	30.2	64.2	126.5	126.3	71.1	17.3
(지배주주)순이익	**3.7**	**4.6**	**4.6**	**3.0**	**6.9**	**6.4**	**7.6**	**8.4**	**15.8**	**29.2**	**34.2**
YoY	97.5	103.9	2.3	675.3	87.7	40.0	64.7	183.1	76.0	85.1	17.1
NPM	11.6	12.3	13.4	7.5	18.2	16.0	17.6	18.1	11.1	17.5	17.9

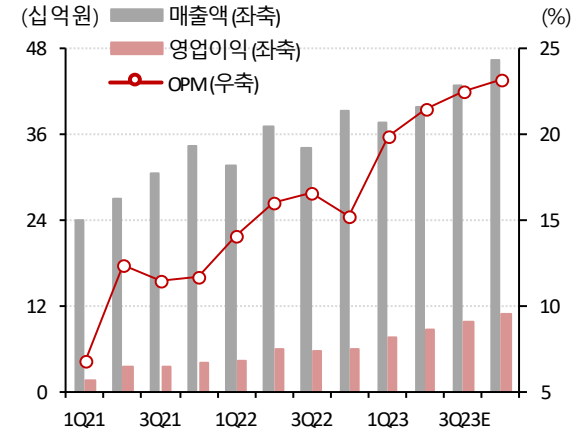
자료: 제이브이엠, SK증권 추정 / 주: 연결 기준

제이브이엠 연간 실적 추이 및 전망



자료: 제이브이엠, SK증권 추정 / 주: 연결 기준

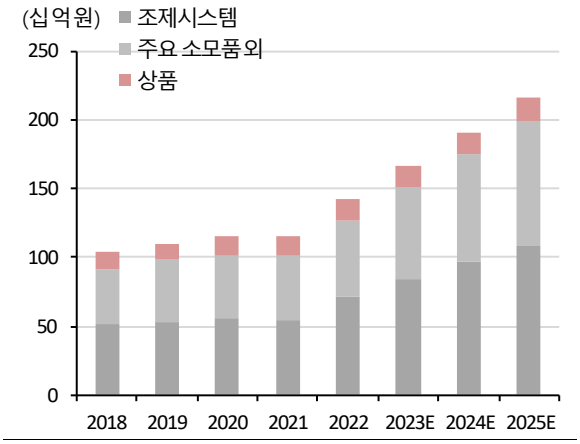
제이브이엠 분기 실적 추이 및 전망



자료: 제이브이엠, SK증권 추정 / 주: 연결 기준

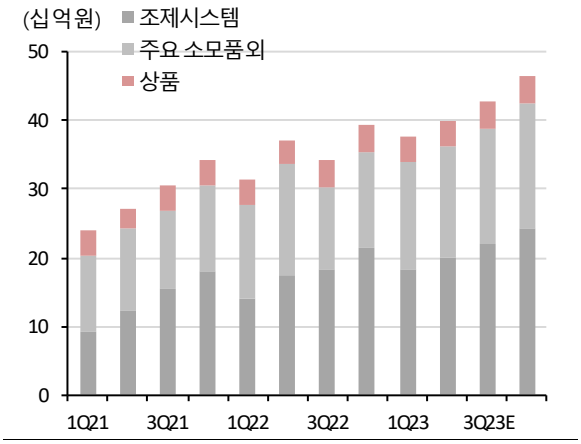
Analyst 이동건 dglee@sks.co.kr / 3773-9909

제이브이엠 연간 품목별 매출 추이 및 전망



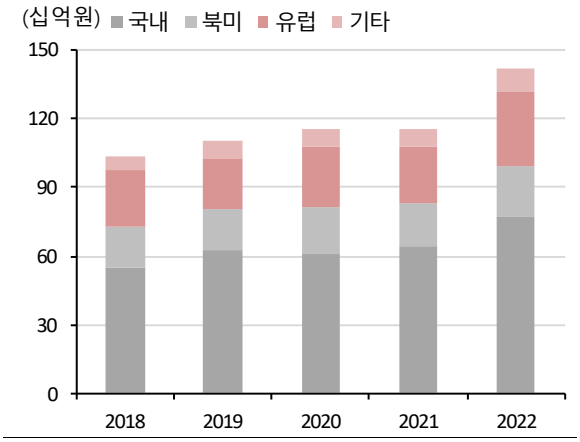
자료: 제이브이엠, SK 증권 추정 / 주: 연결 기준

제이브이엠 분기 품목별 매출 추이 및 전망



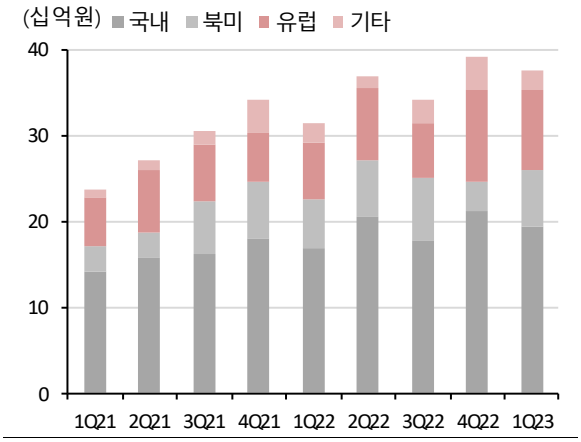
자료: 제이브이엠, SK 증권 추정 / 주: 연결 기준

제이브이엠 연간 지역별 매출 추이



자료: 제이브이엠, SK 증권 / 주: 연결 기준

제이브이엠 분기 지역별 매출 추이



자료: 제이브이엠, SK 증권 / 주: 연결 기준

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	99	119	146	178	215
현금및현금성자산	7	7	12	25	42
매출채권 및 기타채권	18	19	22	25	29
재고자산	24	29	34	39	44
비유동자산	112	112	115	116	118
장기금융자산	11	13	14	14	15
유형자산	70	70	71	72	74
무형자산	5	3	2	2	1
자산총계	211	232	261	294	333
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	4
장기금융부채	1	1	1	1	1
장기매입채무 및 기타채무	1	1	1	1	1
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	68	74	77	81	85
지배주주지분	143	158	184	213	248
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	143	172	207
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	143	158	184	213	248
부채와자본총계	211	232	261	294	333

포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	116	142	167	191	216
매출원가	77	91	98	110	123
매출총이익	39	51	69	81	93
매출총이익률(%)	33.9	36.0	41.2	42.3	42.9
판매비와 관리비	27	29	32	36	40
영업이익	12	22	36	45	53
영업이익률(%)	10.8	15.5	21.9	23.4	24.4
비영업손익	-3	-1	-0	-2	-2
순금융손익	1	1	1	2	2
외환관련손익	-0	-0	0	0	0
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	9	21	36	43	51
세전계속사업이익률(%)	8.1	15.0	21.8	22.4	23.6
계속사업법인세	0	6	7	9	10
계속사업이익	9	16	29	34	41
중단사업이익	0	0	0	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	9	16	29	34	41
순이익률(%)	7.7	11.1	17.5	17.9	18.9
지배주주	9	16	29	34	41
지배주주귀속 순이익률(%)	7.7	11.1	17.5	17.9	18.9
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	8	17	29	34	41
지배주주	8	17	29	34	41
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	18	27	41	49	57

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	25	14	27	33	39
당기순이익(손실)	9	16	29	34	41
비현금성항목등	11	14	11	11	13
유형자산감가상각비	4	4	4	4	4
무형자산상각비	1	1	1	1	0
기타	6	9	6	7	8
운전자본감소(증가)	5	-13	-7	-6	-7
매출채권및기타채권의감소(증가)	3	-0	-3	-3	-3
재고자산의감소(증가)	-2	-5	-5	-5	-5
매입채무및기타채무의증가(감소)	3	-5	1	1	1
기타	0	-3	1	1	1
법인세납부	0	-3	-7	-9	-10
투자활동현금흐름	-22	-17	-19	-17	-18
금융자산의감소(증가)	-17	-13	-11	-11	-11
유형자산의감소(증가)	-3	-3	-5	-5	-6
무형자산의감소(증가)	-2	-2	0	0	0
기타	1	1	-3	-1	-1
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	5	13	17
기초현금	8	7	7	12	25
기말현금	7	7	12	25	42
FCF	23	11	23	27	33

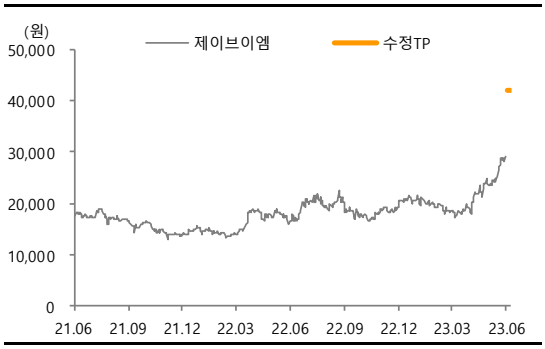
주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	0.4	22.6	17.5	14.4	13.3
영업이익	-20.4	76.0	65.9	22.4	18.3
세전계속사업이익	-25.5	126.3	71.1	17.3	19.3
EBITDA	-15.4	48.9	53.0	19.6	16.6
EPS	-14.3	76.0	85.1	17.1	19.3
수익성 (%)					
ROA	4.4	7.1	11.8	12.3	13.0
ROE	6.4	10.4	17.1	17.2	17.7
EBITDA마진	15.6	19.0	24.7	25.8	26.6
안정성 (%)					
유동비율	155.6	170.0	197.4	230.0	265.1
부채비율	47.1	46.5	41.7	37.8	34.1
순차입금/자기자본	-21.9	-24.2	-28.5	-34.8	-40.5
EBITDA/이자비용(배)	106.8	82.8	192.5	219.5	244.1
배당성향	25.7	21.9	15.8	16.9	15.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	740	1,303	2,413	2,826	3,372
BPS	13,818	15,028	17,155	19,600	22,495
CFPS	1,203	1,712	2,803	3,211	3,761
주당 현금배당금	200	300	400	500	550
Valuation지표 (배)					
PER	18.8	15.7	12.0	10.3	8.6
PBR	1.0	1.4	1.7	1.5	1.3
PCR	11.6	11.9	10.3	9.0	7.7
EV/EBITDA	7.6	7.8	7.1	5.5	4.3
배당수익률	1.4	1.5	1.4	1.7	1.9

자료 : 제이브이엠, SK증권 추정

Analyst 이동건 dglee@sks.co.kr / 3773-9909

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2023.06.26	매수	42,000원	6개월		



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.

공모 BW 인수 계약 체결

본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.

종목별 투자의견은 다음과 같습니다.

투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023 년 06 월 26 일 기준)

매수	94.92%	중립	5.08%	매도	0.00%