

제이브이엠

(054950)

이민영

minyoung.lee01@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 신규

6개월 목표주가

44,000

신규

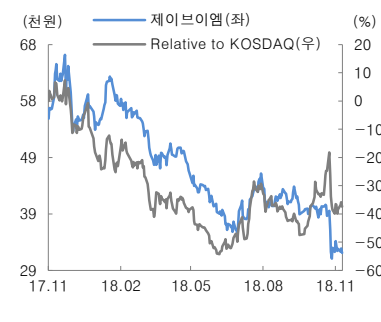
현재주가

32,000

(18.11.09)

스몰캡업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Sky Blue				
KOSDAQ	671.56			
시가총액	203십억원			
시가총액비중	0.09%			
자본금(보통주)	3십억원			
52주 최고/최저	66,200원 / 31,000원			
120일 평균거래대금	5억원			
외국인지분율	3.07%			
주요주주	한미사이언스 외 3 인 42.58% 한화자산운용 외 1 인 10.46%			
주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-20.0	-21.2	-25.8	-49.2
상대수익률	-12.9	-10.6	-5.2	-42.8



Initiation

비상(飛上)할 채비

- 투자 의견 매수, 목표주가 44,000원 제시
- 목표주가 44,000원은 2019F EPS에 Target PER 21배(글로벌 경쟁 그룹에서 직접적인 경쟁사인 파나소닉과 토쇼의 2019F PER 평균)를 적용
- 선진국에서 저변 확대중인 국내 독점 조제자동화시스템업체
- 약을 손으로 일일이 종이에 포장하면 조제 사고,약품 분실, 오염된 약품 재사용 등의 문제 발생. 이러한 조제 시장의 열악함을 해결하기 위해 제이브이엠은 조제자동화시스템(ATDPS)를 개발했음
 - ATDPS는 사람의 손을 대신해서 반투명 종이 파우치에 조제 및 포장을 하는 기계. 국내 ATDPS 시장규모는 약 620억원으로 동사의 점유율은 1위(87%). 경쟁사는 일본의 유아마, 파나소닉, 그리고 토쇼
 - 2018F 매출 비중: ATDPS 50%, MRO(주요소모품) 39%, 상품 11%

- 한미약품(128940)의 영업력에 힘입어 향후 실적 회복 예상
- 2018년 3분기 실적은 매출액 252억원(-11% YoY, -1% QoQ), 영업이익 37억원(-39% YoY, +21% QoQ)으로 발표됨. 전년동기대비 부진한 실적은 북미 대리점과의 계약서 수정 과정에서 발생한 주문 지연 때문으로 파악됨. 수출은 국내 매출 및 MRO 대비 수익성이 높기 때문에 수출 동향은 동사의 실적에 매우 중요함
 - 3분기 지역별 매출 비중: 한국 54%(+6%p YoY), 북미 15%(-6%p YoY), 유럽 25%(+4%p YoY), 기타 6%(-3%p YoY)
 - 동사는 한미사이언스(008930)의 자회사로 영업은 한미약품이 담당. 그동안 진출하지 못했던 국내외 지역까지 한미약품이 공격적으로 영업하고 있기 때문에 양사의 시너지는 2019년부터 실적 개선으로 나타날 전망
 - 2018년에는 역성장 예상되나 2019년에는 매출액 1,065억원(+6% YoY), 영업이익 146억원(+16% YoY)을 달성할 것
 - 현재 2018F PER 16.9배로 과거 5년 평균 36배 대비 53% 할인 거래 중

영업실적 및 주요 투자지표		(단위: 십억원, 원, 배, %)			
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	98	106	101	106	113
영업이익	15	19	13	15	17
세전순이익	12	15	14	16	18
총당기순이익	11	11	11	13	14
지배지분순이익	11	11	11	13	14
EPS	1,826	1,895	1,892	2,096	2,390
PER	23.5	30.3	16.9	15.3	13.4
BPS	17,717	19,135	20,645	22,350	24,334
PBR	2.4	3.0	1.6	1.4	1.3
ROE	10.2	9.8	9.0	9.3	9.7
환율민감도(원달러)분석				2019F	2020F
환율 100원 상승시 EPS(주당순이익) 변동율				2.0%(↑)	2.1%(↑)
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출					
자료: 제이브이엠, 대신증권 Research&Strategy본부					

국내기업 최초로약품관리자동화시스템(ADC) 출시

2015년에 출시된 ADC(Automatic Dispensing Cabinet)는 내장된 PC가 약품을 관리하는
고기능성 장비이다. ADC는 마약류를 포함한 전반적인 약품 오남용, 분실, 그리고 재활용
을 방지해주며 승인된 사람만 조작할 수 있다. 아직 신개념 제품으로 시장 개화기이며
향후 약 500억원의 시장규모 형성이 예상된다.

표 23. 제이브이엠 분기 및 연간 실적 추이 (단위: 십억원, %)

	2017				2018				2016	2017	2018F	2019F
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QF				
매출액	22.9	28.7	28.1	26.5	22.4	25.3	25.2	27.9	98.1	106.2	100.8	106.5
증가율(%YoY)	9.4	6.3	25.9	-5.1	-1.9	-11.9	-10.5	5.2	11.0	8.2	-5.1	5.7
조제자동화시스템	11.2	15.0	15.4	13.4	10.6	12.5	12.2	15.2	48.2	55.0	50.6	55.9
MRO(주요 소모품)	9.0	10.4	9.4	9.2	9.4	9.8	10.1	9.6	38.1	37.9	38.8	39.0
상품	2.7	3.3	3.3	3.9	2.4	3.0	2.8	3.0	12.3	13.2	11.3	11.6
영업이익	2.7	6.8	6.1	3.2	2.5	3.0	3.7	3.5	14.8	18.7	12.6	14.6
영업이익률(%)	11.7	23.6	21.6	12.1	11.0	12.0	14.6	12.4	15.1	17.7	12.6	13.7
증가율(%YoY)	1,431.4	7.5	253.6	-51.4	-8.3	-55.2	-39.3	8.1	128.6	26.7	-32.5	15.5
지배주주지분순이익	1.9	4.6	4.0	0.9	2.7	2.6	3.3	2.7	11.1	11.5	11.4	12.6
지배주주지분순이익률(%)	8.4	16.2	14.3	3.3	12.0	10.4	13.2	9.8	11.3	10.8	11.3	11.8
증가율(%YoY)	232.1	8.7	58.7	-76.3	39.6	-43.1	-17.3	209.6	112.8	3.3	-0.8	10.8

자료: 제이브이엠, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 47. 약품 조제자동화시스템(ATDPS)



자료: 제이브이엠, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 48. 신제품 - 약품 관리자동화시스템(ADC)



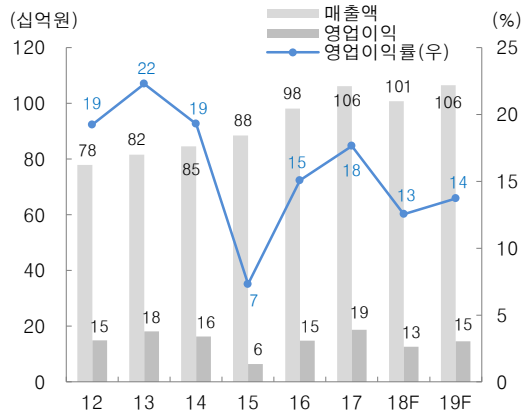
자료: 제이브이엠, 대신증권 Research&Strategy본부

표 24. 북미(Bottle), 유럽(Blister)에서 Pouch 형의 조제문화로 변화 중

구분	국내	유럽	북미	중국
ATDPS 보급률	약 85%	약 10% 미만	약 10% 미만	약 1% 미만
포장 형태	Pouch 	Blister (Bingo card) 	Bottle(vial) 	Box 

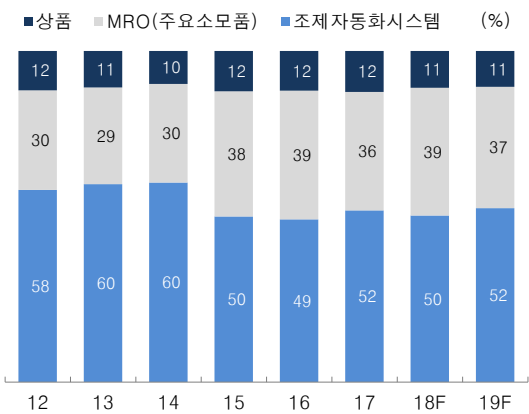
자료: 제이브이엠, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 49. 연간 실적 추이



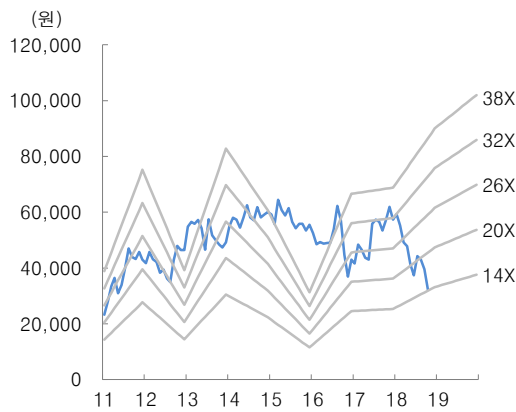
자료: 제이브이엠 대신증권 Research&Strategy본부

그림 50. 사업부별 매출 비중



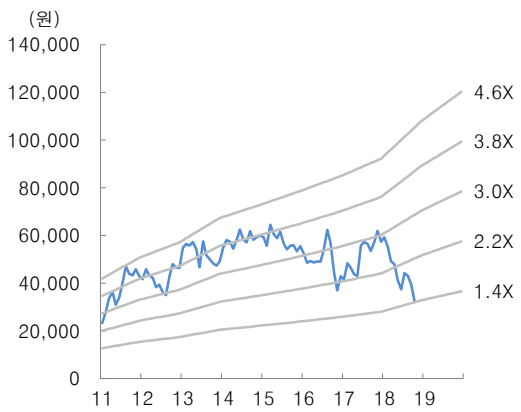
자료: 제이브이엠 대신증권 Research&Strategy본부

그림 51. 제이브이엠 PER 밴드



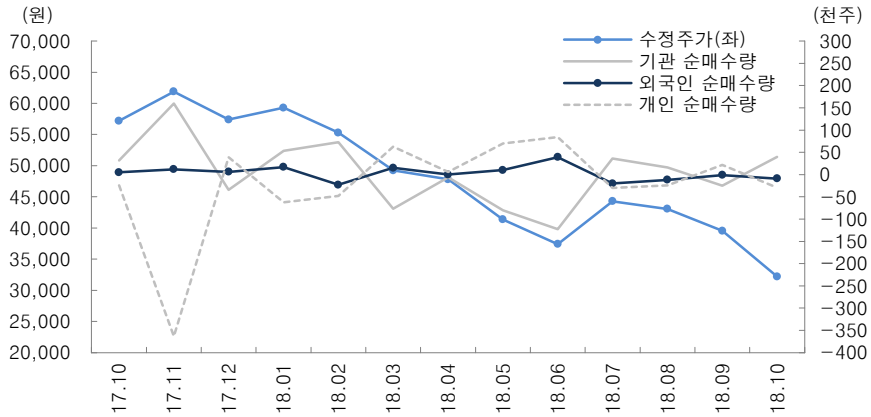
자료: 제이브이엠 대신증권 Research&Strategy본부

그림 52. 제이브이엠 PBR 밴드



자료: 제이브이엠 대신증권 Research&Strategy본부

그림 53. 월간 매매주체별 수급 동향



자료: 제이브이엠, 대신증권 Research&Strategy본부

표 25. 제이브이엠 Global Peer Group

회사명		Panasonic	Tosho	Omnice
국가		일본	일본	미국
주가(18.11.14)	(USD)	10	33	70
시가총액	(USDmn)	24,457	1,274	2,769
매출액 (USDmn)	2017A	67,933	197	716
	2018F	72,046	218	791
	2019F	73,406	246	877
영업이익 (USDmn)	2017A	2,483	55	6
	2018F	3,344	59	102
	2019F	3,758	67	132
OPM (%)	2017A	3.7	28.0	0.8
	2018F	4.6	27.2	12.9
	2019F	5.1	27.1	15.1
순이익 (USDmn)	2017A	1,382	34	21
	2018F	2,130	34	83
	2019F	2,238	40	100
NPM (%)	2017A	2.0	17.5	2.9
	2018F	3.0	15.6	10.4
	2019F	3.0	16.4	11.4
PER (배)	2017A	19.6	24.3	143.6
	2018F	15.0	41.9	34.2
	2019F	10.5	31.7	28.9
PBR (배)	2017A	1.9	4.1	3.6
	2018F	2.1	6.1	NA
	2019F	1.4	4.8	NA
EV/EBITDA (배)	2017A	5.7	20.4	31.3
	2018F	5.7	20.4	23.1
	2019F	4.3	16.0	18.6
ROE (%)	2017A	9.9	18.0	4.3
	2018F	14.4	15.6	1.1
	2019F	14.0	15.9	5.0
EPS (USD)	2017A	0.7	0.9	0.3
	2018F	1.0	0.9	2.0
	2019F	1.0	1.1	2.4
FY.M		12	3	12

자료: Bloomberg 대신증권 Research&Strategy 본부

RIM(잔여이익모델)		(단위: 십억원, 원, %)									
		2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
I	순이익(지배지분) ^(주2)	11	13	14	15	16	17	17	18	19	20
II	자기자본(지배지분) ^(주2)	131	141	154	167	181	196	212	230	250	271
	추정ROE	9.0	9.3	9.7	9.0	8.8	8.5	8.2	8.0	7.7	7.5
III	필요수익률 ^(주3)	4.1									
	무위험이자율 ^(주4)	2.1									
	시장위험프리미엄 ^(주5)	4.0									
	베타	0.49									
IV	Spread(추정ROE-필요수익률)	5.0	5.2	5.7	5.0	4.7	4.4	4.1	3.9	3.6	3.4
V	필요수익	5	5	6	6	7	7	8	9	9	10
VI	잔여이익(Ⅰ－Ⅴ)	6	7	9	9	9	9	9	10	10	10
	현가계수	1.00	0.96	0.92	0.88	0.85	0.82	0.78	0.75	0.72	0.70
	잔여이익의 현가	6	7	8	8	8	8	7	7	7	7
VII	잔여이익의 합계	73									
VIII	추정기간 이후 잔여이익의 현가	172									
	영구성장률(g) ^(주6)	0.0%									
IX	기초자기자본	121									
X	주주지분가치(VII+VIII+IX)	366									
	총주식수(천주)	6,010									
XI	적정주당가치(원)	60,970									
	현재가치(원)	32,000									
	Potential (%)	90.5%									

주1: RIM(Residual Income Model)은 현시점에서의 자기자본 금액에 추정기간(10년)의 예상실적을 반영한 초과이익과 추정기간 이후의 잔여이익(R)을 합산하여 주주지분가치를 산출하는 Valuation 방식. 이론적으로 DDM, DCF, EVA 등의 방식과 같은 주주지분가치를 도출하게 되지만, 타 방식 대비 추정의 주관성을 최소화하면서 기업의 본질가치를 산출할 수 있는 방식으로 평가

주2: 연결대상 자회사가 존재하는 경우는 보유하고 있는 지분만큼의 가치를 반영하기 위해 비지배지분 가치를 차감하여 반영

주3: 필요수익률은 자기자본비용(Cost Of Equity)으로 리스크를 부담하는 주주 입장에서 기대수익률. CAPM(Capital Asset Pricing Model)을 통하여 산출하며, 산출방식은 자기자본비용 = 무위험이자율 + 베타 * 시장위험프리미엄

주4: 무위험이자율은 미래 장기 현금흐름에 대한 가치평가를 위해 5년만기 국고채수익률에 준하여 반영

주5: 시장위험프리미엄은 시장포트폴리오 기대수익률과 무위험이자율과의 차이. 일반적으로 6~8% 수준에서 반영되어 왔으나, 최근 저성장 국면에서의 낮아진 기대치를 반영하여 3~5% 수준에서 반영

주6: 영구성장률(g)은 추정기간(10년) 이후 잔여이익의 영구적인 성장률을 의미하며, 물가상승률을 감안하여 0%를 반영

기업개요

기업 및 경영진 현황

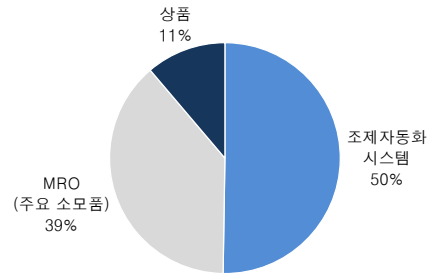
- 1977년 설립, 2006년 코스닥 상장
- 2016년 한미사이언스(008930)의 자회사로 편입
- 2018F 매출 비중: 조제자동화시스템 50%, MRO 39%, 상품 11%
- 자산 1,740억원, 부채 499억원, 자본 1,240억원(2018년 6월 기준)
(발행주식 수: 6,749,000/ 자기주식수: 283,587)

주가 변동요인

- 원/달러 환율
- 원/유로 환율
- 신제품 ADC의 판매 실적
- 한미약품 그룹사 이슈 및 주가 흐름

자료: 제이브이엠, 대신증권 Research&Strategy본부

제이브이엠 사업부문별 매출 비중

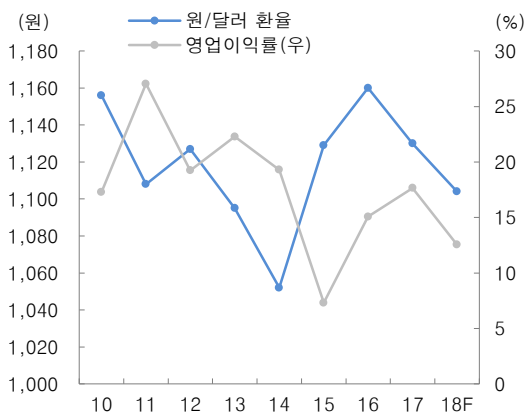


주: 2018년 전망치 기준

자료: 제이브이엠, 대신증권 Research&Strategy본부

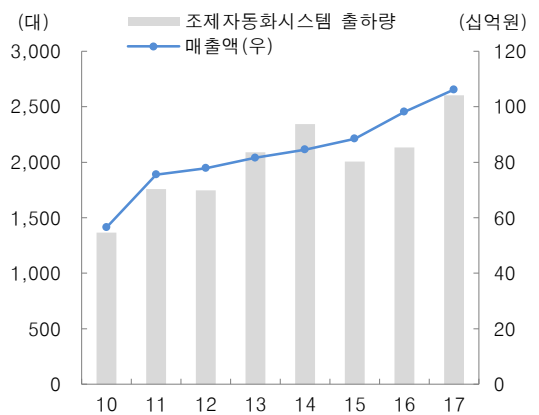
Earnings Driver

그림 54. 원/달러 vs. 영업이익률



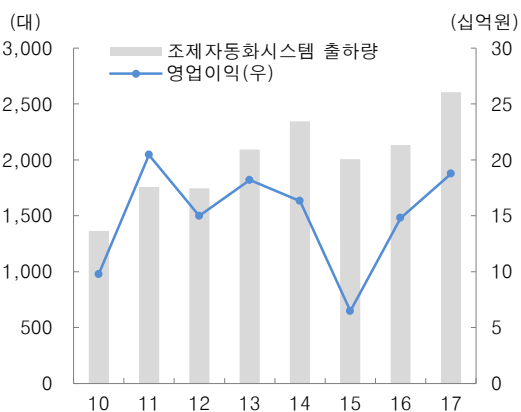
자료: 제이브이엠, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 55. 주요 제품 출하량 vs. 매출액



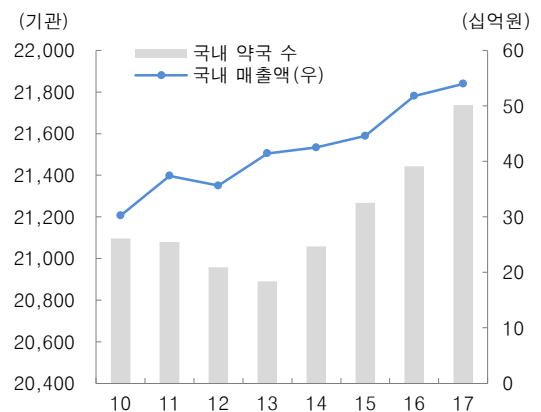
자료: 제이브이엠, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 56. 주요 제품 출하량 vs. 영업이익



자료: 제이브이엠, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 57. 국내 약국 수 vs. 국내 매출액



자료: 제이브이엠, 대신증권 Research&Strategy본부

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	98	106	101	106	113
매출원가	56	61	61	64	67
매출총이익	43	45	40	43	46
판매비와관리비	28	26	27	28	30
영업이익	15	19	13	15	17
영업이익률	15.1	17.7	12.6	13.7	14.6
EBITDA	21	25	19	20	22
영업외손익	-3	-4	2	1	1
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	2	1	2	2	2
외환관련이익	1	1	0	0	0
금융비용	-1	-2	0	0	0
외환관련손실	1	1	0	0	0
기타	-3	-3	0	0	0
법인세비용차감전순이익	12	15	14	16	18
법인세비용	-1	-3	-3	-3	-4
계속사업순이익	11	11	11	13	14
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	11	11	11	13	14
당기순이익률	11.3	10.8	11.3	11.8	12.7
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	11	11	11	13	14
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	11	11	11	13	14
비지배자분포괄이익	0	0	0	0	0
지배자분포괄이익	11	11	11	13	14

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	1,826	1,895	1,892	2,096	2,390
PER	23.5	30.3	16.9	15.3	13.4
BPS	17,717	19,135	20,645	22,350	24,334
PBR	2.4	3.0	1.6	1.4	1.3
EBITDAPS	3,378	3,954	2,944	3,228	3,518
EV/EBITDA	13.3	14.8	10.6	9.2	7.9
SPS	15,503	16,771	15,915	16,818	17,900
PSR	2.8	3.4	2.0	1.9	1.8
CFPS	3,646	4,709	4,355	4,540	4,879
DPS	320	300	300	300	300

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성					
매출액 증가율	11.0	8.2	-5.1	5.7	6.4
영업이익 증가율	128.6	26.7	-32.5	15.5	13.6
순이익 증가율	112.8	3.3	-0.8	10.8	14.0
수익성					
ROIC	13.5	13.8	9.6	11.3	12.6
ROA	8.7	10.7	7.2	7.8	8.3
ROE	10.2	9.8	9.0	9.3	9.7
안정성					
부채비율	57.5	42.3	38.6	36.1	33.6
순차입금비율	12.1	6.7	-4.1	-10.6	-16.8
이자보상배율	29.4	41.5	27.4	337.2	65.7

자료: 제이브이엠, 대신증권 Research&Strategy 본부

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	69	68	77	90	104
현금및현금성자산	9	3	10	19	30
매출채권 및 기타채권	23	29	24	26	27
재고자산	18	20	23	24	26
기타유동자산	20	15	20	20	20
비유동자산	107	105	104	103	102
유형자산	55	57	56	56	55
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	52	48	48	47	47
자산총계	177	172	181	193	206
유동부채	56	47	47	48	48
매입채무 및 기타채무	13	18	18	19	20
차입금	38	25	23	23	23
유동상채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	5	4	6	6	6
비유동부채	9	4	3	3	3
차입금	2	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	7	4	3	3	3
부채총계	64	51	51	51	52
자배자본	112	121	131	141	154
자본금	3	3	3	3	3
자본잉여금	48	48	48	48	48
이익잉여금	67	78	87	98	110
기타자본변동	-6	-8	-8	-8	-8
비지배자본	0	0	0	0	0
자본총계	112	121	131	141	154
순차입금	14	8	-5	-15	-26

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	15	18	23	22	23
당기순이익	11	11	11	13	14
비현금항목의 가감	12	18	16	16	17
감가상각비	7	6	6	6	6
외환손익	0	0	0	0	0
자본법평가손익	0	0	0	0	0
기타	5	12	10	10	11
자산부채의 증감	-6	-8	-3	-6	-6
기타현금흐름	-2	-4	-1	-2	-2
투자활동 현금흐름	-10	-7	-11	-5	-5
투자자산	0	0	-1	0	0
유형자산	-3	-5	-3	-3	-3
기타	-8	-2	-8	-2	-2
재무활동 현금흐름	1	-17	-3	-1	-1
단기차입금	6	-14	-2	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	-2	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-1	-1	-2	-2	-2
기타	-3	-1	1	1	1
현금의 증감	7	-6	7	10	11
기초 현금	3	9	3	10	19
기말 현금	9	3	10	19	30
NOPLAT	14	15	10	12	13
FCF	12	9	9	13	14