

# 대한약품 (023910)

2019. 5. 7

Mid-Small Cap

## 기초수액제 생산 기업

Analyst 정홍식

02. 3779-8468

hsjeong@ebestsec.co.kr

### 기업개요

동사는 수액제(일반적으로 100ml 이상의 용량을 가진 주사제, 수술환자 or 응급환자의 치료를 위해 사용하는데, 환자가 경구로 수분· 전해질· 영양분 섭취가 어려울 경우 체내에 순환량을 유지하기 위함)를 생산하고 있다. 주요 품목은 기초수액제· 앰플제이며, 국내에서 기초수액제를 생산하는 기업은 대한약품, JW생명과학, CJ헬스케어 3사가 있다. 동사 외에 2개사는 영양수액제에 집중도를 높이고 있다.

### 추세적인 성장성

동사는 2007년 이후 11년간 매출액과 영업이익이 매년 성장(역성장 없음, CAGR Sales 12.0%, OP, 34.5%, 과거 3년 CAGR Sales 8.5%, OP 24.7%)하고 있다. 중요한 점은 동기간(과거 11년 동안) 매년 OP Margin이 개선(OPM 2007년 3.0% → 2018년 22.8%)되고 있다는 것이다. 이는 1)외형성장에 따른 규모의 경제효과로 지속적인 수익성 개선이 진행된 이후, 2)2016년 이후에는 공장자동화 설비를 통한 원가절감 효과도 기여하고 있는 것으로 파악된다.

동사가 이처럼 추세적인 외형성장을 보이는 이유는 사업의 특성(기초수액제 생산)상 국내 병원의 입원일수가 증가할수록 기초수액제의 수요가 확대되는 구조이기 때문이다. 국내 병원의 입원일수는 2008년 1.25억일 → 2017년 2.1억일, 3Q18누적 1.67억일(+4.6% yoy)로 지속적으로 증가하고 있는데, 이는 인구고령화에 따른 것으로 추정할 수 있다.

참고로 병원의 입원환자 중에서 65세 이상 비중은 2008년 38.0% 수준에서 꾸준히 증가하여 3Q18 51.3%까지 확대되었다. 이러한 과거 흐름을 고려하면 향후에도 기초수액제의 수요는 안정적으로 증가할 가능성이 높고, 동사 또한 기초수액제 공급가격의 큰 변화가 없다면 성장흐름이 유지될 것으로 보인다.

## Buy(maintain)

목표주가 50,000 원

현재주가 40,600 원

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회

### Stock Data

KOSDAQ(5/3)		761.82pt
시가총액		2,436 억원
발행주식수		6,000 천주
52 주 최고가 / 최저가	48,400 / 36,400 원	
90 일 일평균거래대금		6.32 억원
외국인 지분율		13.3%
배당수익률(19.12E)		0.7%
BPS(19.12E)		28,181 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	-0.9%
	6 개월	-14.8%
	12 개월	-5.8%
주주구성	이윤우 외 7 인	35.1%
	VIP 투자자문	7.8%
	미래에셋자산운용	5.0%

### Stock Price



### Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	144.4	32.3	32.1	24.8	4,139	40.6	39.8	9.9	6.3	2.1	23.8
2018	158.7	36.2	37.2	28.5	4,753	14.8	45.0	8.1	5.0	1.6	22.3
2019E	167.2	38.5	39.1	30.4	5,066	6.6	48.2	8.0	5.2	1.4	19.6
2020E	175.9	40.8	41.5	32.0	5,339	5.4	50.9	7.6	4.6	1.2	17.4
2021E	184.6	42.8	43.5	33.6	5,592	4.7	53.4	7.3	4.0	1.1	15.6

자료: 대한약품, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 별도기준

표10 연간실적 추이

(단위: 억원)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
<b>매출액</b>	<b>966</b>	<b>1,068</b>	<b>1,117</b>	<b>1,243</b>	<b>1,394</b>	<b>1,444</b>	<b>1,587</b>	<b>1,672</b>
YoY	13.3%	10.6%	4.6%	11.2%	12.2%	3.6%	9.9%	5.4%
수액제	784	861	881	1,002	1,121	1,154	1,275	1,340
앰플제	136	161	176	183	205	232	276	297
기타	46	45	60	58	69	58	36	35
YoY								
수액제	15.6%	9.8%	2.3%	13.6%	11.9%	3.0%	10.4%	5.1%
앰플제	9.7%	18.8%	8.8%	4.3%	11.8%	13.3%	19.1%	7.4%
기타	-9.2%	-0.8%	32.9%	-3.1%	17.9%	-15.0%	-37.7%	-2.5%
<b>매출비중</b>								
수액제	81.2%	80.7%	78.9%	80.6%	80.4%	79.9%	80.3%	80.1%
앰플제	14.1%	15.1%	15.7%	14.7%	14.7%	16.1%	17.4%	17.7%
기타	4.7%	4.2%	5.4%	4.7%	4.9%	4.0%	2.3%	2.1%
<b>영업이익</b>	<b>105</b>	<b>126</b>	<b>139</b>	<b>187</b>	<b>217</b>	<b>323</b>	<b>362</b>	<b>385</b>
% of sales	10.8%	11.8%	12.5%	15.0%	15.6%	22.3%	22.8%	23.0%
% YoY	45.1%	20.3%	10.8%	34.0%	16.2%	48.5%	12.3%	6.4%

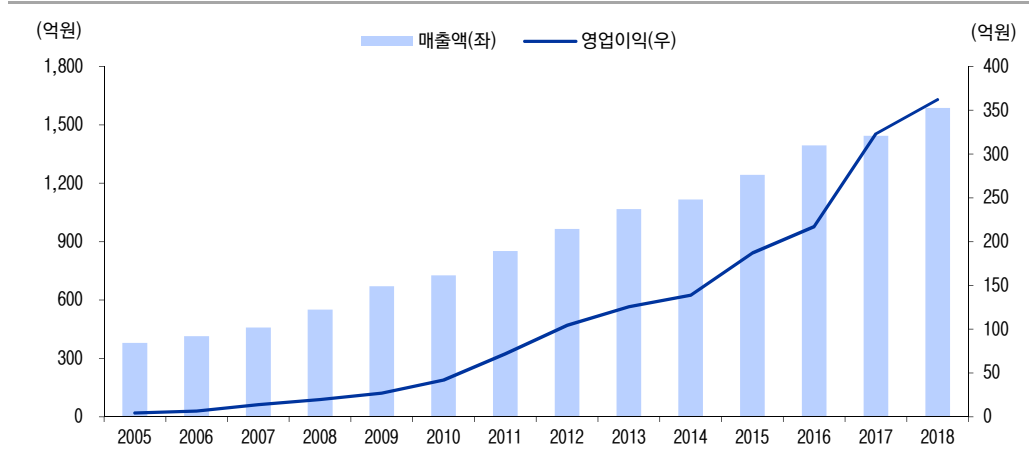
자료: 대한약품, 이베스트투자증권 리서치센터  
 주: IFRS 별도기준

표11 분기실적 추이

(단위: 억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
<b>매출액</b>	<b>395</b>	<b>388</b>	<b>402</b>	<b>403</b>	<b>415</b>	<b>409</b>	<b>425</b>	<b>423</b>
YoY	13.3%	8.5%	3.3%	15.2%	5.1%	5.6%	5.8%	5.0%
수액제	313	313	326	323	328	330	344	338
앰플제	67	69	69	72	72	74	74	77
기타	15	6	7	9	14	6	7	8
YoY								
수액제	14.3%	8.8%	2.3%	17.8%	4.8%	5.3%	5.6%	4.8%
앰플제	17.3%	19.0%	18.3%	21.8%	8.2%	7.4%	7.2%	7.0%
기타	-14.7%	-48.2%	-44.4%	-49.1%	-2.7%	-2.7%	-2.4%	-2.3%
<b>매출비중</b>								
수액제	79.3%	80.7%	81.2%	80.1%	79.1%	80.5%	81.1%	79.9%
앰플제	17.0%	17.7%	17.2%	17.8%	17.5%	18.0%	17.4%	18.1%
기타	3.8%	1.6%	1.7%	2.1%	3.5%	1.5%	1.5%	2.0%
<b>영업이익</b>	<b>88</b>	<b>101</b>	<b>86</b>	<b>88</b>	<b>92</b>	<b>102</b>	<b>96</b>	<b>95</b>
% of sales	22.2%	26.0%	21.4%	21.8%	22.3%	24.9%	22.7%	22.3%
% YoY	20.1%	28.1%	-17.1%	30.8%	5.5%	1.1%	11.9%	7.8%

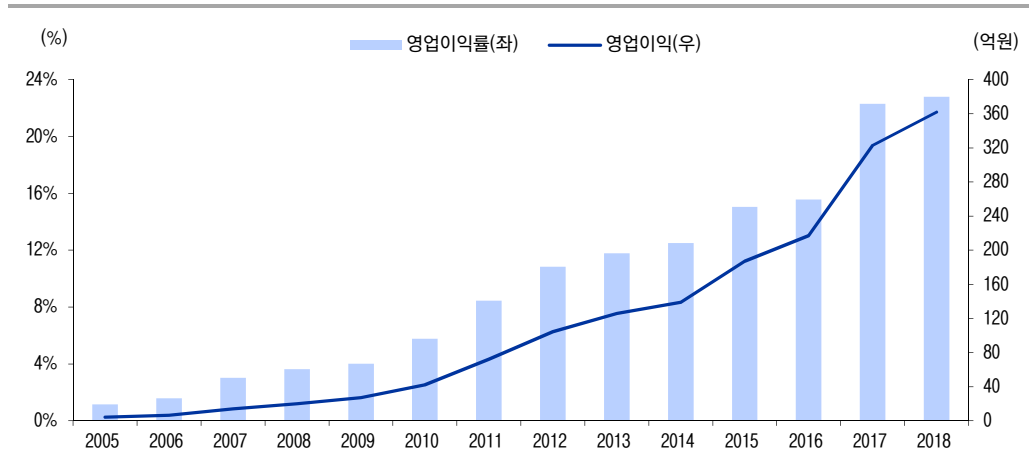
자료: 대한약품, 이베스트투자증권 리서치센터  
 주: IFRS 별도기준

그림39 매출액 & 영업이익 추이: 매년 YoY 상승 흐름



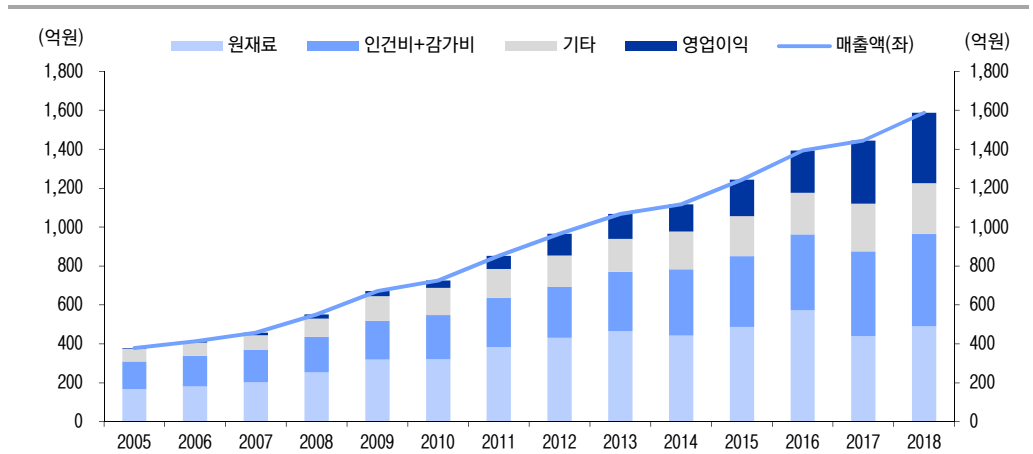
자료: 대한약품, 이베스트투자증권 리서치센터  
 주: IFRS 별도기준

그림40 영업이익 & OP Margin 추이: 매년 OPM 상승하는 흐름



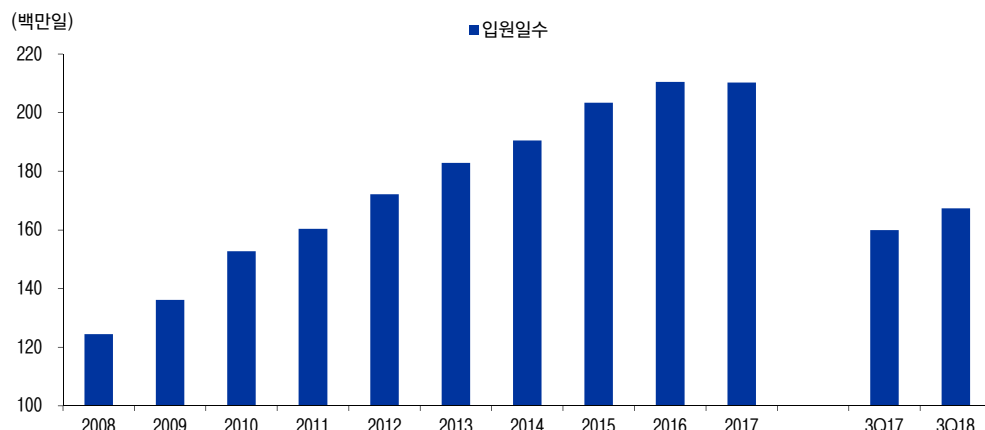
자료: 대한약품, 이베스트투자증권 리서치센터  
 주: IFRS 별도기준

그림41 대한약품 비용구조 추이



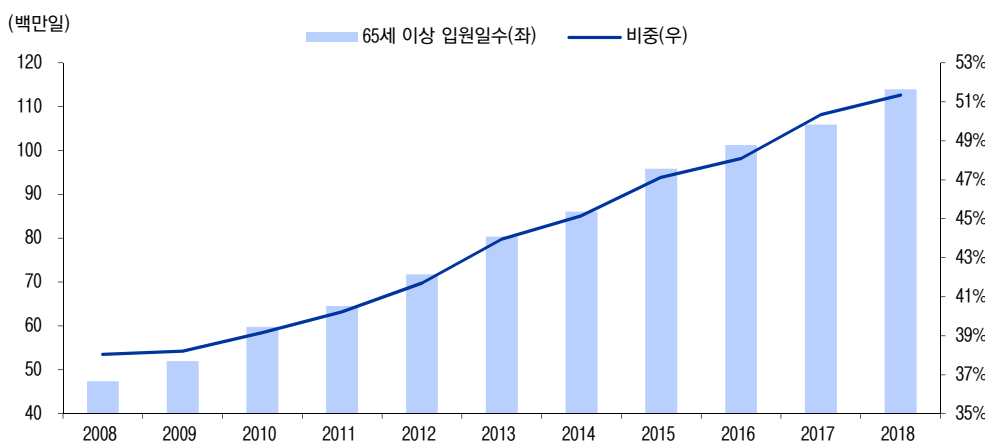
자료: 대한약품, 이베스트투자증권 리서치센터  
 주: IFRS 별도기준

그림42 국내 병원의 입원일 수



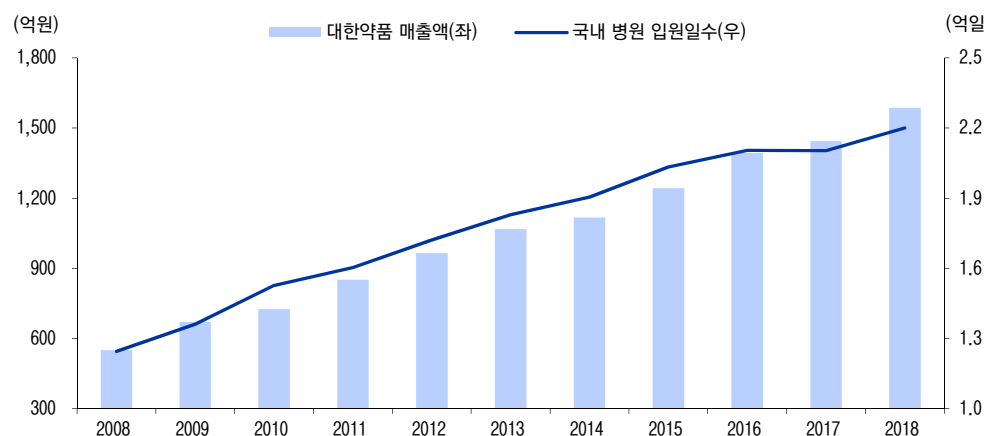
자료: 건강보험심사평가원 진료비통계지표, 이베스트투자증권 리서치센터

그림43 국내 병원의 입원일 수 & 65세 이상 비중 추이



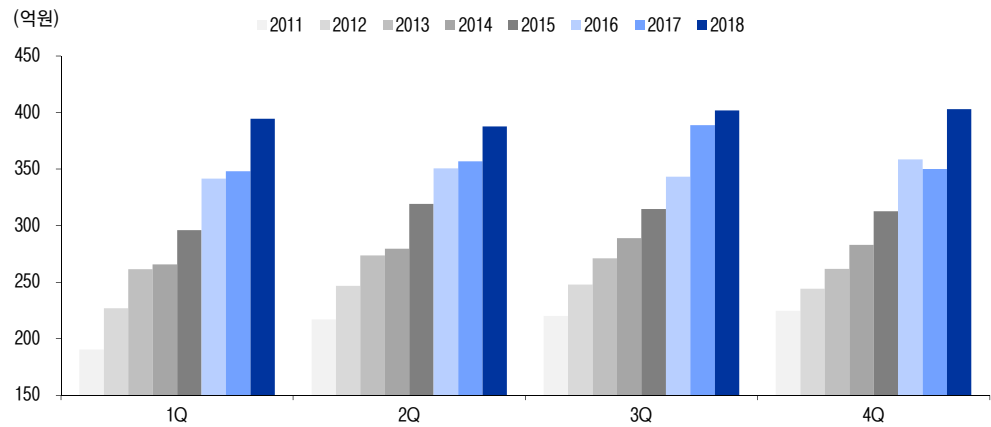
자료: 건강보험심사평가원 진료비통계지표, 이베스트투자증권 리서치센터

그림44 대한약품 매출액 & 병원 입원일 수 비교: 추세적인 성장성



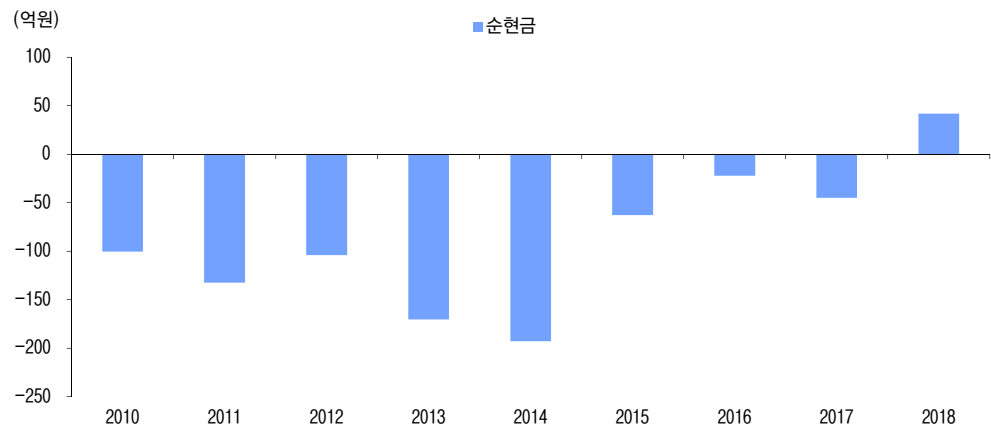
자료: 건강보험심사평가원 진료비통계지표, 대한약품, 이베스트투자증권 리서치센터

그림45 분기 YoY 매출액 비교: 매년 성장



자료: 대한약품, 이베스트투자증권 리서치센터  
 주: IFRS 별도기준

그림46 2018년을 기점으로 순현금 전환



자료: 대한약품, 이베스트투자증권 리서치센터  
 주: IFRS 별도기준

## 대한약품 (023910)

### 재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>유동자산</b>	83.5	105.0	98.0	118.3	140.4
현금 및 현금성자산	13.1	40.5	28.2	44.9	63.4
매출채권 및 기타채권	50.3	40.2	47.7	50.2	52.6
재고자산	16.9	20.8	19.9	20.9	21.9
기타유동자산	3.1	3.4	2.2	2.3	2.4
<b>비유동자산</b>	100.9	129.8	160.2	170.4	180.2
관계기업투자등	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	93.8	120.2	150.2	159.8	169.2
무형자산	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
<b>자산총계</b>	<b>184.4</b>	<b>234.8</b>	<b>258.2</b>	<b>288.6</b>	<b>320.6</b>
<b>유동부채</b>	43.4	55.5	51.2	52.3	53.5
매입채무 및 기타채무	25.0	29.9	28.9	30.4	31.9
단기금융부채	8.2	14.4	14.1	13.7	13.4
기타유동부채	10.3	11.2	8.2	8.2	8.2
<b>비유동부채</b>	25.1	38.9	37.9	37.0	36.0
장기금융부채	12.4	24.0	22.9	21.8	20.7
기타비유동부채	12.7	14.9	15.0	15.2	15.3
<b>부채총계</b>	<b>68.5</b>	<b>94.4</b>	<b>89.1</b>	<b>89.3</b>	<b>89.5</b>
<b>자배주주지분</b>	115.9	140.4	169.1	199.3	231.1
자본금	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0
자본잉여금	0.2	0.2	0.2	0.2	0.2
이익잉여금	112.7	137.2	165.9	196.1	227.9
비자배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>115.9</b>	<b>140.4</b>	<b>169.1</b>	<b>199.3</b>	<b>231.1</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>20.5</b>	<b>44.9</b>	<b>29.4</b>	<b>38.7</b>	<b>40.7</b>
당기순이익(손실)	24.8	28.5	30.4	32.0	33.6
비현금수익비용가감	11.3	21.2	6.5	8.7	9.2
유형자산감가상각비	7.6	8.8	9.7	10.2	10.7
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금수익비용	0.1	-0.2	-3.2	-1.5	-1.5
영업활동 자산부채변동	-13.6	5.5	-7.5	-2.0	-2.0
매출채권 감소(증가)	-1.9	9.6	-7.5	-2.5	-2.5
재고자산 감소(증가)	-5.0	-4.4	0.9	-1.0	-1.0
매입채무 증가(감소)	-3.7	2.5	-1.0	1.5	1.5
기타자산, 부채변동	-3.0	-2.2	0.0	0.0	0.0
<b>투자활동 현금</b>	<b>-20.8</b>	<b>-35.6</b>	<b>-39.7</b>	<b>-19.9</b>	<b>-20.1</b>
유형자산처분(취득)	-21.0	-34.5	-39.6	-19.8	-20.0
무형자산 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
투자자산 감소(증가)	3.5	3.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타투자활동	-3.3	-4.2	0.0	0.0	0.0
<b>재무활동 현금</b>	<b>4.7</b>	<b>18.0</b>	<b>-2.0</b>	<b>-2.1</b>	<b>-2.1</b>
차입금의 증가(감소)	6.0	19.8	-0.3	-0.3	-0.3
자본의 증가(감소)	-1.3	-1.8	-1.7	-1.8	-1.8
배당금의 지급	1.3	1.8	1.7	1.8	1.8
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증가</b>	<b>4.3</b>	<b>27.4</b>	<b>-12.3</b>	<b>16.7</b>	<b>18.5</b>
기초현금	8.8	13.1	40.5	28.2	44.9
기말현금	13.1	40.5	28.2	44.9	63.4

주: IFRS 별도 기준

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>144.4</b>	<b>158.7</b>	<b>167.2</b>	<b>175.9</b>	<b>184.6</b>
매출원가	89.7	98.5	103.7	109.0	114.7
<b>매출총이익</b>	<b>54.8</b>	<b>60.3</b>	<b>63.6</b>	<b>66.9</b>	<b>69.9</b>
판매비 및 관리비	22.5	24.0	25.1	26.1	27.1
<b>영업이익</b>	<b>32.3</b>	<b>36.2</b>	<b>38.5</b>	<b>40.8</b>	<b>42.8</b>
(EBITDA)	39.8	45.0	48.2	50.9	53.4
금융손익	-0.6	-0.8	-1.0	-1.0	-0.9
이자비용	0.4	1.0	1.1	1.1	1.1
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.4	1.7	1.6	1.6	1.6
<b>세전계속사업이익</b>	<b>32.1</b>	<b>37.2</b>	<b>39.1</b>	<b>41.5</b>	<b>43.5</b>
계속사업법인세비용	7.2	8.7	8.7	9.4	9.9
계속사업이익	24.8	28.5	30.4	32.0	33.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>24.8</b>	<b>28.5</b>	<b>30.4</b>	<b>32.0</b>	<b>33.6</b>
지배주주	24.8	28.5	30.4	32.0	33.6
<b>총포괄이익</b>	<b>24.8</b>	<b>28.5</b>	<b>30.4</b>	<b>32.0</b>	<b>33.6</b>
매출총이익률 (%)	37.9	38.0	38.0	38.0	37.9
영업이익률 (%)	22.3	22.8	23.0	23.2	23.2
EBITDA 마진률 (%)	27.6	28.4	28.8	29.0	28.9
당기순이익률 (%)	17.2	18.0	18.2	18.2	18.2
ROA (%)	14.4	13.6	12.3	11.7	11.0
ROE (%)	23.8	22.3	19.6	17.4	15.6
ROIC (%)	23.2	21.7	19.2	17.4	17.1

### 주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	9.9	8.1	8.0	7.6	7.3
P/B	2.1	1.6	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	6.3	5.0	5.2	4.6	4.0
P/CF	6.8	4.6	6.6	6.0	5.7
배당수익률 (%)	0.7	0.8	0.7	0.7	0.7
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	3.6	9.9	5.4	5.2	4.9
영업이익	48.5	12.3	6.4	5.9	4.8
세전이익	50.6	16.0	5.2	5.9	4.8
당기순이익	40.6	14.8	6.6	5.4	4.7
EPS	40.6	14.8	6.6	5.4	4.7
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	59.1	67.2	52.7	44.8	38.7
유동비율	192.2	189.1	191.5	226.0	262.5
순차입금/자기자본(x)	3.9	-3.0	3.9	-5.8	-13.7
영업이익/금융비용(x)	91.8	35.2	33.8	36.5	39.0
총차입금 (십억원)	20.6	38.4	37.0	35.5	34.1
순차입금 (십억원)	4.5	-4.2	6.6	-11.6	-31.7
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	4,139	4,753	5,066	5,339	5,592
BPS	19,313	23,394	28,181	33,220	38,512
CFPS	6,030	8,293	6,148	6,789	7,127
DPS	300	300	300	300	300