

KYOBO 교보증권



성장하는 일곱난쟁이

[제약/바이오] 김정현 수석연구원

2024.01.17



BINEX

boditech



주 중외제약



휴온스



InBody



eubiologics



vatech

CONTENTS

3	Summary
4	Key Chart
5	1. 최근 업종 동향
6	2. 업종 추가 상승을 위한 조건
7	3. 현 시점의 투자 아이디어. 탄탄한 스몰캡
8	4. 기업분석
9	JW 중외제약(001060)
13	휴온스(243070)
20	바텍(043150)
24	바디텍메드(206640)
31	인바디(041830)
38	유바이오로직스(206650)
46	바이넥스(053030)

Summary

일곱난쟁이 성장기: 24년 스몰캡 기대주 7선

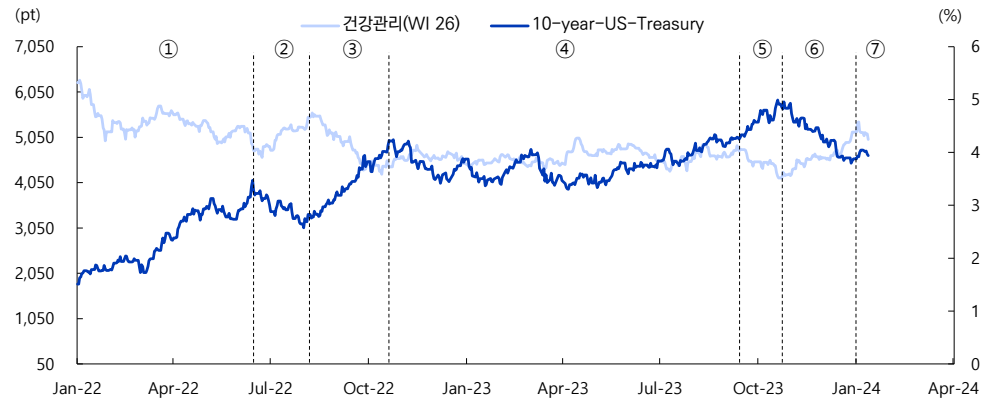
금리가 하락하며 바이오 등 성장주에 대한 기대감이 높아지고 있다. 23년 10월말 약 4.9%에 수준이던 미국 10년물 국채 금리는 24년 1월 현재 약 4%까지 하락했으며 이에 따라 국내외 헬스케어 업종의 전반적인 상승세가 확인되었다. 또한 글로벌 제약사들은 10년만인 23년 연간 전체 업종 이익이 감소한 상황에서 새로운 성장 동력을 확보하기 위해 바이오텍 인수 합병 및 라이선스 인에 적극 나서고 있다. 이에 따라 21년초 이후 약 3년 동안 약세를 이어왔던 미국의 바이오텍 투자심리도 23년 11월 이후 급격히 개선되기 시작했으며 이와 함께 국내 바이오텍 주가도 동반 상승한 상황이다.

업종이 추가적으로 상승하기 위해서는 추가적인 금리 하락이나 업종 내 Large-Cap 기업의 성과가 필요하다. 우선 이미 금리 하락과 글로벌 헬스케어 투자 심리 개선을 반영해 국내 헬스케어 업종 지수(WI 26 기준)는 1월 16일 현재 10월말 대비 약 16% 정도 상승한 상황이다. 현 시점에서 추가적인 상승을 위해서는 미국 10년물 금리가 4% 이하로 추가 하락하거나 혹은 삼성바이오로직스/셀트리온/유한양행/한미약품/SK바이오팜 같은 업종 내 Large-Cap 기업들의 기대를 상회하는 성과나 혁신이 필요하다고 판단한다. 다만 현 시점에서는 2024년 내에 업종 내 Large-Cap 기업들이 기대치를 상회할만한 성과를 거둘 근거는 많지 않다.

이익 성장 가시성이 높은 스몰캡에 대한 관심을 둘 때이다. 현 시점에서 가장 안전한 투자 선택은 2024년 이익 성장의 가시성이 높고 이익 성장을 반영해줄 수 있는 Catalyst가 있는 스몰캡이라고 판단한다. 동 기준에 맞는 교보증권의 업종 내 7개 스몰캡 추천 종목은 1) JW중외제약 2) 휴온스 3) 바텍 4) 바디텍메드 5) 인바디 6) 유바이오로직스 7) 바이넥스 등 이다. 해당 종목들은 24년 실적 개선 기대감과 함께 1) JW중외제약은 3상의 통풍치료제, AI 등 신약 개발 가치 부각 2) 휴온스는 미국 항 등 주사제 수출 지속 확대 3) 바텍은 금리 하락에 따른 치과 Capex 투자 회복 기대감 4) 바디텍메드는 중국 매출 확대 및 동물약품 사업 가시화 5) 인바디는 미국 & 메디칼 매출 확대 6) 유바이오로직스는 콜레라 백신 구조적 쇼티지 상황 부각 7) 바이넥스는 셀트리온과의 협력 강화 및 바이오텍 수요 회복 등을 Catalyst로 고려해볼 수 있다.

Key Chart

[도표 1] 미국 10년물 국채 금리와 국내 건강관리 업종 지수(WI 26)의 상관관계



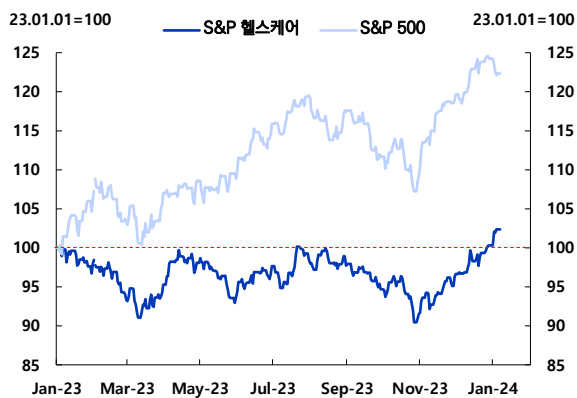
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] 국내 건강관리 업종의 13년 간의 Cycle



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] S&P 헬스케어 23년 Underperform 하다 최근 회복



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 4] 코스피 의약품 23년 Underperform 하다 최근 회복



자료: 교보증권 리서치센터

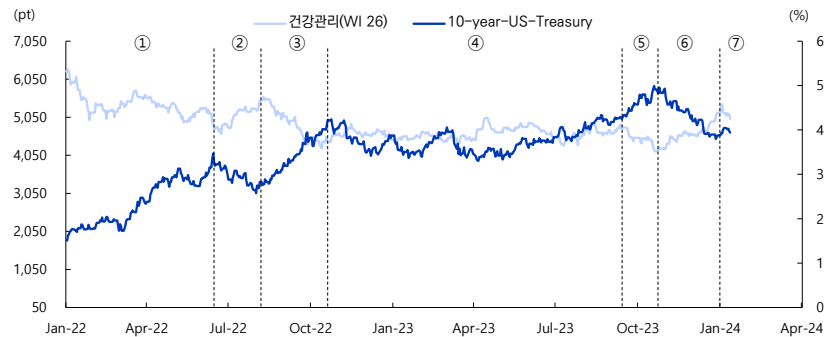
1. 최근 업종 동향

최근 미국 10년물 국채 금리가 하락하며 바이오를 포함한 성장주에 대한 기대감이 높아지고 있다. 23년 10월말 약 4.9%에 수준이던 미국 10년물 국채 금리는 24년 1월 현재 약 4%까지 하락했으며 이에 따라 글로벌 헬스케어 업종의 반등이 확인되었다. S&P 헬스케어 지수나 XBI 지수는 벤치마크를 연중 Underperform 했으나 10월말 이후 가파르게 상승한 것이다.

또한 글로벌 제약사의 양질의 임상 에셋을 확보하기 위한 적극적인 투자 움직임이 확인된다. 특히 글로벌 제약사들은 23년 지난 10년간의 이익 성장기를 종료하고 10년만에 업종 전체 이익이 감소한 바 있다. 결론적으로 글로벌 제약사들도 성장을 위한 혁신이 시급한 상황이며 이를 위해 바이오텍 M&A 및 라이선스 인에 적극 나서고 있는 것이다.

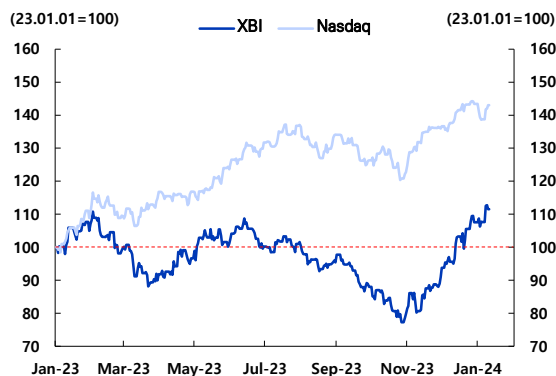
금리 하락 추세와 글로벌 제약사의 적극적인 투자와 함께 국내 헬스케어 업종도 10월 말 이후 반등했다. 특히 업종 내 Large-Cap 기업의 상승과 함께 WI 26 기준 건강관리 업종 지수도 10월말 이후 약 15% 정도 반등했다. 이는 21년초 이후 약 3년 동안 약세를 이어왔던 업종 투자 심리가 개선되는 것을 의미했다. 다만 12월 말 이후 금리가 다시 소폭 상승하고 시장 전체 투자 심리가 악화되면서 헬스케어 업종의 투자 지수는 다시 약세로 돌아선 상황이다. 현재 업종은 변동성이 크게 확대된 상황 속에서 비교적 안전한 선택지에 대한 수요가 커질 시점이다.

[도표 5] 미국 10년물 국채 금리와 국내 건강관리 업종 지수(WI 26)의 상관관계



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 6] XBI 23년 Underperform 하다 최근 회복



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 7] 코스닥 23년 Underperform 하다 최근 회복



자료: 교보증권 리서치센터

2. 업종 추가 상승을 위한 조건

업종 전체 상승을 위해서는 추가적인 금리 하락이 필요하다. 현재 헬스케어 업종 투자 심리는 금리 움직임이나 글로벌 빅파마의 투자 확대에 큰 영향을 받고 있다. 예를 들어 최근 국내 시장 투심이 악화되고 미국 10년물 국채 금리는 23년 12월말 이후 약 20bp 가량 반등하자 국내 헬스케어 업종 투자 심리가 먼저 타격을 받았다. S&P 헬스케어 지수나 XBI 지수는 여전히 강세가 유지되고 있는 것과는 대조적인 모습이다.

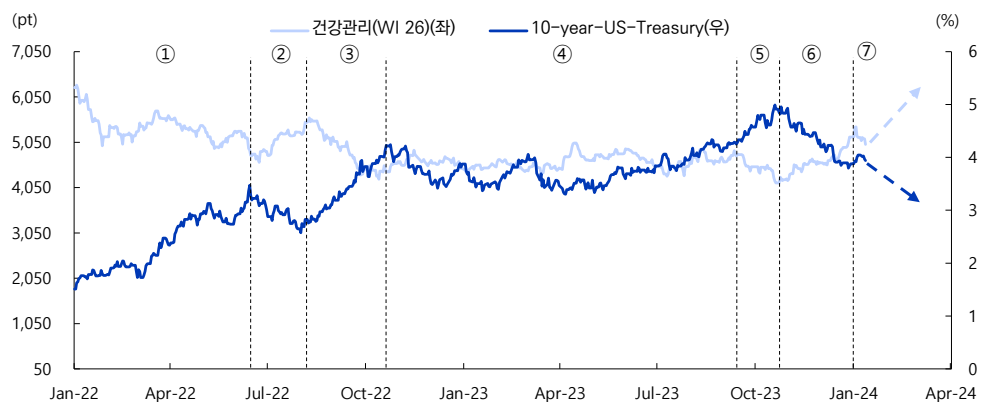
시가총액 5조원 이상 Large-Cap 기업들의 기대를 상회하는 성과가 필요하다. 국내 헬스케어 업종 시가총액 상위 종목은 삼성바이오로직스/셀트리온/SK바이오팜/유한양행/한미약품 등이 있다. 이들은 대부분 24년에도 실적 성장을 이어나갈 것으로 보이나 기대치를 크게 상회할 만한 근거는 뚜렷하지 않은 상황이다. 과거 국내 헬스케어 업종 3번의 대세 상승 구간에서 다양한 주가 모멘텀 등이 주장되었으나 그래도 항상 동반되었던 것은 삼성바이오로직스의 흑자 전환, 셀트리온 미국 진출 및 실적 개선, 한미약품의 기술 이전 계약 랠리 등 투자 심리를 크게 개선해주는 Large-Cap 기업들의 메가 모멘텀 등이 있었다.

[도표 8] 국내 건강관리 업종의 13년 간의 Cycle



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 9] 미국 10년물 국채 움직임은 국내 헬스케어 업종 기업가치에 중요, 음의 상관관계



자료: 교보증권 리서치센터

3. 현 시점의 투자 아이디어. 탄탄한 스몰캡

이익 성장 가능성이 높은 스몰캡에 대한 관심을 가져야 한다. 현 시점에서 가장 안전한 투자 선택은 2024년 이익 성장의 가능성이 높고 이익 성장을 반영해줄 수 있는 Catalyst가 있는 스몰캡이라고 판단한다. 동 기준에 맞는 교보증권의 업종 내 7개 스몰캡 추천 종목은 **1) JW중외제약 2) 휴온스 3) 바텍 4) 바디텍메드 5) 인바디 6) 유바이오로직스 7) 바이넥스** 등이다. 7개 종목은 모두 24년 이익 성장이 뚜렷하고 이를 시장에서 반영해줄 수 있는 매력적인 투자포인트를 지닌 기업들이다.

[도표 10] 스몰캡 7개 기업 투자포인트 정리, +α는 예상외의 투자 포인트로 부각될 수 있는 Catalyst

기업	시총	투자의견 목표주가	주가 (01/17)	상승 여력	24' Rev (YoY, %)	24' OP (YoY, %)	투자 포인트
JW 중외제약	8,243 억	BUY 48,000 원	36,100	33.0%	8,330 억 (10.6%)	1,007 억 (6.9%)	1) 통풍치료제 에파미뉴라드 3 상 진입 기대감 2) 리바로패밀리 등 주력 제품 10% 이상 성장 기대 3) 24년 OP 1,007 억 추정. 실적 성장 기대감 +α AI 신약 개발 기대감에 따른 멀티플 상승
휴온스	4,732 억	BUY 54,000 원	39,500	36.7%	6,008 억 (9.3%)	704 억 (15.6%)	1) 미국향 등 주사제 수출 매출 지속 확대 예상 2) 주력 제품 성장 및 뷰티웰빙 부문 수익성 고도화 3) 24년 OP 704 억 추정. 실적 성장 기대감 +α 미국 등 주사제 쇼티지 지속, 공급 추가 확대
바텍	4,612 억	BUY 46,000 원	31,050	48.1%	4,110 억 (7.4%)	805 억 (10.2%)	1) 금리 하락에 따른 글로벌 치과 Capex 수요 회복 2) 미국 1위 DSO Henry Schein 유통사 효과 확인 3) 24년 OP 1,007 억 추정. 밸류에이션 Re-Rating 기대 +α 치과 Capex 수요 조기 회복에 따른 호실적
바디텍 메드	4,216 억	BUY 26,000 원	17,950	44.8%	1,575 억 (17.7%)	390 억 (29.8%)	1) 2H24 중국 조인스타향 면역질환용 카트리지 공급 2) 25년 동물용 의약품 POCT + 카트리지 공급 기대 3) 코로나 매출 급감 + POCT 장비 누적 설치 多 +α 다양한 감염병 질환 확산에 따른 관련주 부각
인바디	3,968 억	BUY 41,000 원	29,000	41.4%	1,939 억 (13.4%)	474 억 (13.4%)	1) 미군 납품 등 미국 시장 매출 꾸준히 성장 2) ASP 높은 메디칼향 매출 비중 추가 확대 3) 헬스케어 솔루션 LB 트레이너 1H24 출시 예정 +α 미군 납품 호조 및 솔루션 구동 매출 조기 확대
유바이오 로직스	3,872 억	BUY 15,000 원	10,620	41.2%	1,167 억 (71.7%)	304 억 (785.4%)	1) 콜레라 백신 PQ 향후 3년간 상승 전망 2) 26년 이후 장티푸스, 수막구균 백신 출시 기대 3) 24년 OP 304 억 추정. 실적 성장 기대감 +α 콜레라 환자 급증 등 외신 보도 부각
바이넥스	2,652 억	BUY 12,000 원	8,350	43.7%	1,843 억 (11.2%)	178 억 (161.7%)	1) 셀트리온 협업 기대감. 상업화 제품 CMO 1H24 2) 바이오텍 임상 CMO 수요 회복 시그널 확인. 3) 24년 OP 178 억 추정. YoY +실적 성장 기대감 +α 상업용 바이오 의약품 생산 품목 확대

자료: 교보증권 리서치센터

4. 기업분석

기업명	기업코드	투자의견	제목
JW 중외제약	001060 KS	Buy (TP: 48,000 원)	신약 개발에 진심인 제약사, 밸류에이션 Re-Rating 기대
휴온스	243070 KQ	Buy (TP: 54,000 원)	주사제 수출 확대, 밸류에이션도 확대
바텍	043150 KQ	Buy (TP: 46,000 원)	글로벌 1 위 CBCT 기업, 24 년 다시 증익
바디텍메드	206640 KQ	Buy (TP: 26,000 원)	Re Start 중국, New Start 동물약품
인바디	041830 KQ	Buy (TP: 41,000 원)	LB 트레이너 출시와 함께 밸류에이션도 열린다
유바이오로직스	206650 KQ	Buy (TP: 15,000 원)	콜레라 백신으로 P / Q 구조적 동반 성장
바이넥스	053030 KQ	Buy (TP: 12,000 원)	셀트리온과의 협업과 바이오텍 수요 회복의 콜라보

Company Analysis

JW중외제약001060

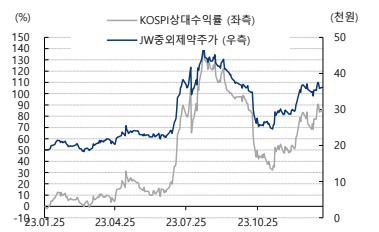
January 17, 2024

신약 개발에 진심인 제약사, 밸류에이션 Re-Rating 기대

Buy 유지
TP 48,000 원 상향

Company Data	
현재가(01/16)	36,100 원
액면가(원)	2,500 원
52 주 최고가(보통주)	47,079 원
52 주 최저가(보통주)	18,322 원
KOSPI (01/16)	2,497.59p
KOSDAQ (01/16)	854.83p
자본금	594 억원
시가총액	8,480 억원
발행주식수(보통주)	2,329 만주
발행주식수(우선주)	162 만주
평균거래량(60 일)	25.4 만주
평균거래대금(60 일)	91 억원
외국인지분(보통주)	7.60%
주요주주	
JW홀딩스 외 7 인	42.90%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.2	8.6	89.5
상대주가	12.1	14.3	82.1



제약바이오 김정현

3771-9351

jh.kim@iprovest.com

4Q23 & 23년 실적 프리뷰

4Q23 매출 2,095억(QoQ +13.7%, YoY +8.5%), OP 272억(QoQ +4.2%, YoY -5.2%, OPM 13%) 기록 예상. 이전 교보증권 추정치(2,163억/238억)나 컨센서스(2,044억/284억)와 유사할 것으로 전망. 동 분기 특이사항은 1) 리바로페밀리 등 주력제품이 꾸준히 성장하고 있으며 2) 통풍 신약 에파미뉴라드(코드명 URC102)가 국내외 3상에 진입했다는 점. 참고로 연간 기준 매출 7,530억(YoY +10.0%), OP 942억(YoY +49.6%, OPM 12.5%)

24년 실적 추정

JW중외제약의 24년 연간 실적 추정치는 매출 8,330억(YoY +10.6%), OP 1,007억(YoY 6.9%, OPM 12.1%). 이전 교보증권 추정치(8,389억/940억)를 소폭 상향하며 컨센서스(9,186억/1,017억)와는 유사한 수준 전망. 주요 실적 가정은 1) 리바로페밀리 매출 YoY +150억, 2) 기초+영양 수액 매출 YoY +120억 3) 헴리브라 YoY +200억 등이며 4) 약템라/페린젝트 등 나머지 주력 제품 매출 성장률은 YoY +10% 예상.

투자의견 BUY, 목표주가 48,000원으로 상향

투자의견 BUY, 목표주가 48,000원으로 상향. 24년 EPS 3,173원에 P/E 15배를 적용. P/E 15배의 근거는 혁신 신약 R&D 역량을 가진 국내 제약사 Peer 멀티플 평균을 10% 할인한 것. 중외제약은 23년은 22년에 이어 실적 개선세가 지속되었으며 24년에는 R&D 경쟁력이 시장에 평가받을 것. 우선 통풍치료제 파미뉴라드가 3상에 진입. 또한 기존 신약 개발 플랫폼 주열리/클로버 등을 활용해 발굴한 STAT 표적 항암제 JW2286는 1H24에 임상에 진입할 예정이며 WINT 표적 탈모치료제 JW0061(주열리)도 2Q24에 IND를 신청할 예정. 또한 Merck KGaA의 원료 합성 기술을 활용하는 등 AI를 기존 신약 개발 기술에 더해 신규 물질 도출 및 적응증 개발 과정을 보다 고도화하고자 노력 중. 신약 개발에 진심인 제약사에 보다 후한 밸류에이션으로 바라볼 시점

Forecast earnings & Valuation

12 결산(억원)	2021.12	2022.12	2023.12F	2024.12F	2025.12F
매출액(십억원)	607	684	753	833	893
YoY(%)	10.8	12.8	10.0	10.6	7.2
영업이익(십억원)	31	63	94	101	112
OP 마진(%)	5.1	9.2	12.5	12.1	12.5
순이익(십억원)	-1	30	32	68	80
EPS(원)	-65	1,411	1,475	3,173	3,735
YoY(%)	적지	흑전	4.5	115.1	17.7
PER(배)	-349.2	13.4	24.1	11.4	9.7
PCR(배)	7.3	4.3	4.2	3.9	3.6
PBR(배)	2.6	1.9	3.2	2.7	2.2
EV/EBITDA(배)	13.8	6.2	7.9	7.3	6.2
ROE(%)	-0.5	14.4	13.5	24.4	23.2

[도표 1] JW 중외제약 분기 & 연간 실적 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,734	1,859	1,842	2,095	2,046	2,077	2,095	2,112	6,844	7,530	8,330	8,930
QoQ(%)	-10.2%	7.2%	-0.9%	13.7%	-2.3%	1.5%	0.9%	0.8%				
YoY(%)	10.9%	12.7%	8.5%	8.5%	18.0%	11.7%	13.7%	0.8%	12.8%	10.0%	10.6%	7.2%
영업이익	203	206	261	272	231	245	259	272	630	942	1,007	1,116
OPM	11.7%	11.1%	14.2%	13.0%	11.3%	11.8%	12.4%	12.9%	9.2%	12.5%	12.1%	12.5%
QoQ(%)	-29.1%	1.2%	26.9%	4.2%	-15.1%	6.1%	5.7%	5.0%				
YoY(%)	52.5%	118.8%	125.9%	-5.2%	13.7%	19.1%	-0.8%	0.0%	101.8%	49.6%	6.9%	10.8%
순이익	154	160	-179	187	166	149	181	190	299	322	685	805
(%)	8.9%	8.6%	-9.7%	8.9%	8.1%	7.2%	8.6%	9.0%	4.4%	4.3%	8.2%	9.0%
QoQ(%)	-32.5%	3.7%	-212.1%	-204.5%	-11.3%	-10.4%	21.6%	4.9%				
YoY(%)	-18.5%	838.4%	-210.0%	-18.0%	7.8%	-6.9%	-200.9%	1.3%	-2172%	7.8%	112.9%	17.5%

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] JW 중외제약 4Q23 실적 컨센서스와 비교(단위: 억원)

	4Q23F	컨센서스	차이	4Q22	YoY(%)	3Q23	QoQ(%)
매출액	2,095	2,044	51	1,932	8.5%	1,842	13.7%
영업이익	272	284	-12	287	-5.2%	261	4.2%
순이익	187			228	-18.0%	-179	-204.5%
영업이익률	13.0%	13.9%		14.8%		14.2%	
순이익률	8.9%			11.8%		-9.7%	

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] JW 중외제약 4Q23 & 2024 실적 추정 변경 내역(단위: 억원)

	4Q23F					2024F				
	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	차이	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	차이
매출액	2,095	2,163	-68	2,044	51	8,330	8,389	-59	8,186	144
영업이익	272	238	34	284	-12	1,007	940	67	1,017	-10
순이익	187	160	27			685	670	15	642	
영업이익률	13.0%	11.0%		13.9%		12.1%	11.2%		12.4%	
순이익률	8.9%	7.4%				8.2%	8.0%		7.8%	

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 4] 목표주가 산정(비교 제약사)

회사	시가총액	24 년 P/E	비교 Peer 선정
유한양행	4 조 7,976 억	35.6	
한미약품	4 조 2,460 억	28.6	
종근당	1 조 4,202 억	17.6	○
녹십자	1 조 3,299 억	43.8	
대웅제약	1 조 2,907 억	16.5	○
HK 이노엔	1 조 2,267 억	17.0	○
동국제약	8,216 억	13.7	
보령	7,872 억	14.6	
평균			17

	24 년 EPS	목표 P/E	목표주가
JW 중외제약	3,173	17x0.9= 약 15 배	47,595
목표주가			48,000

자료: 교보증권 리서치센터

[JW중외제약 001060]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	607	684	753	833	893
매출원가	372	396	416	458	488
매출총이익	234	288	337	375	405
매출총이익률 (%)	38.6	42.1	44.7	45.1	45.4
판매비와관리비	203	225	242	275	294
영업이익	31	63	94	101	112
영업이익률 (%)	5.1	9.2	12.5	12.1	12.5
EBITDA	47	80	111	118	129
EBITDA Margin (%)	7.8	11.7	14.8	14.2	14.5
영업외손익	-11	-18	-41	-15	-11
관계기업손익	-1	-1	-27	-3	-2
금융수익	6	16	17	21	26
금융비용	-16	-25	-24	-26	-27
기타	1	-7	-7	-7	-7
법인세비용차감전순이익	21	45	53	86	101
법인세비용	22	16	21	17	20
계속사업순이익	-1	30	32	68	80
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-1	30	32	68	80
당기순이익률 (%)	-0.2	4.4	4.3	8.2	9.0
비지배지분순이익	0	-2	-2	-5	-5
지배지분순이익	-1	32	34	73	86
지배순이익률 (%)	-0.2	4.7	4.6	8.8	9.6
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	2	5	5	5	5
포괄순이익	0	35	37	73	85
비지배지분포괄이익	0	-2	-2	-4	-5
지배지분포괄이익	1	37	39	78	90

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	18	57	63	73	90
당기순이익	-1	30	32	68	80
비현금항목의 가감	72	69	99	70	69
감가상각비	14	14	15	16	16
외환손익	0	1	1	1	1
지분법평가손익	1	1	27	3	2
기타	56	52	56	50	49
자산부채의 증감	-46	-6	-44	-47	-42
기타현금흐름	-7	-36	-24	-18	-17
투자활동 현금흐름	-23	-19	-18	-19	-19
투자자산	-11	-7	0	0	0
유형자산	-7	-10	-20	-20	-20
기타	-4	-2	2	1	1
재무활동 현금흐름	27	-37	44	18	18
단기차입금	22	-36	35	0	0
사채	56	30	30	30	30
장기차입금	4	0	60	0	0
자본의 증가(감소)	0	10	2	0	0
현금배당	-7	-7	-9	-9	-9
기타	-48	-33	-73	-3	-3
현금의 증감	23	1	55	65	84
기초 현금	10	33	34	88	153
기말 현금	33	34	88	153	238
NOPLAT	-2	41	57	81	89
FCF	-40	42	10	31	45

자료: JW 중외제약, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	366	425	499	590	694
현금및현금성자산	33	34	88	153	238
매출채권 및 기타채권	157	153	169	187	200
재고자산	103	112	123	136	146
기타유동자산	73	126	119	114	110
비유동자산	267	203	206	210	213
유형자산	116	120	125	130	134
관계기업투자금	8	6	7	9	10
기타금융자산	97	35	35	35	35
기타비유동자산	45	41	39	37	35
자산총계	633	628	706	800	907
유동부채	283	380	352	361	368
매입채무 및 기타채무	90	133	141	151	158
차입금	82	46	81	81	81
유동성채무	40	160	40	40	40
기타유동부채	70	41	90	89	89
비유동부채	162	22	102	128	155
차입금	1	0	60	60	60
사채	120	0	30	59	89
기타비유동부채	41	22	13	8	6
부채총계	445	402	454	489	523
지배지분	201	240	268	332	408
자본금	57	59	61	61	61
자본잉여금	97	104	104	104	104
이익잉여금	59	89	115	179	255
기타자본변동	-11	-11	-11	-11	-11
비지배지분	-13	-15	-16	-20	-25
자본총계	189	226	251	311	384
총차입금	258	216	267	294	322

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	-65	1,411	1,475	3,173	3,735
PER	-349.2	13.4	24.1	11.3	9.6
BPS	8,793	10,113	10,947	13,565	16,708
PBR	2.6	1.9	3.2	2.6	2.1
EBITDAPS	2,068	3,386	4,558	4,839	5,298
EV/EBITDA	13.8	6.2	7.9	7.2	6.2
SPS	26,564	29,969	32,976	36,479	39,107
PSR	0.9	0.6	1.1	1.0	0.9
CFPS	-1,731	1,790	406	1,262	1,842
DPS	325	375	375	375	375

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	10.8	12.8	10.0	10.6	7.2
영업이익 증가율	흑전	101.8	49.6	6.9	10.8
순이익 증가율	적지	흑전	7.6	113.0	17.6
수익성					
ROIC	-0.8	17.2	23.2	30.0	30.9
ROA	-0.2	5.1	5.1	9.7	10.1
ROE	-0.5	14.4	13.5	24.4	23.2
안정성					
부채비율	235.8	178.2	180.8	157.0	136.5
순차입금비율	40.7	34.4	37.8	36.7	35.5
이자보상배율	4.3	6.7	8.0	7.7	7.7

Company Analysis

휴온스 243070

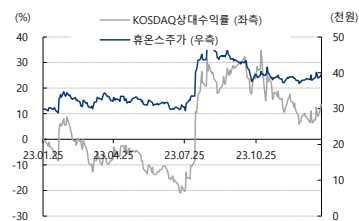
January 17, 2024

주사제 수출 확대, 밸류에이션도 확대

Buy 신규
TP 54,000 원 신규

Company Data	
현재가(01/16)	39,500 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	47,450 원
52 주 최저가(보통주)	28,800 원
KOSPI (01/16)	2,497.59p
KOSDAQ (01/16)	854.83p
자본금	60 억원
시가총액	4,732 억원
발행주식수(보통주)	1,198 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	4.3 만주
평균거래대금(60 일)	17 억원
외국인지분(보통주)	22.94%
주요주주	
휴온스글로벌 외 5 인	44.81%
FIDELITY 외 5 인	9.95%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.4	29.9	33.0
상대주가	2.3	36.2	11.5



제약바이오 김정현

3771-9351

jh.kim@iprovest.com

수출과 함께 성장하는 제약사, 휴온스

휴온스는 전문의약품과 뷰티웰빙 사업을 영위하는 중형 제약사. 휴온스의 주요 사업 부는 1) 전문의약품 43% 2) 뷰티웰빙 36% 3) 수탁 CMO 13%, 4) 기타 8% 등으로 구성. 매출원가율은 23년(e) 약 47%로 일반적인 제약사 평균 매출원가율이 50%를 상회하는 것에 비해 낮은 편. 이는 뷰티웰빙 부분 등에 건식 등이 포함되어 있기 때문으로 추정. 매출 대비 판매비용은 41.5% 수준이며 결론적으로 23년 OPM은 11.1% 전망

투자포인트 주사제 수출 확대 & 본업 꾸준한 성장 & 매력적인 밸류에이션

휴온스의 핵심 투자포인트는 1) 주사제 수출 확대 2) 꾸준한 본업 성장 3) 매력적인 밸류에이션. 1) 리도카인 등 휴온스의 주사제 수출은 21년 232억, 22년 312억 23년E 500억 이상으로 매년 빠른 속도로 확대 중. 2) 16년 분할 이후 22년 매년 CAGR 15.3%씩 성장해왔으며 올해도 전문의약품/뷰티웰빙 부분의 꾸준한 성장과 함께 매출 9.3% 성장 전망. 3) 24년 EPS 기준 24 P/E는 8.1배 수준으로 매력적. 주사제 수출 부문의 빠른 성장과 점안제 CMO 2공장 증설로 인한 성장 가시성 등을 고려할 때 밸류에이션 확장 가능성 높아.

투자의견 Buy, 목표주가 54,000원으로 커버리지 개시

목표주가 54,000원에는 24년 EPS에 P/E 11.2배 적용한 것. 목표 P/E는 비슷한 시총의 중형 제약사인 동국제약/보령의 24년 P/E에 보수적인 목표주가 산출을 위해 20% 할인한 것. 휴온스는 21년/22년 매출 성장에도 수익성 축소로 장기간 주가 약세 경험. 23년 2Q부터 회사의 주력인 주사제 수출 사업과 함께 회사의 이익 체력이 개선되고 있으며 24년에도 다시 한번 매출/영업이익 큰 폭 성장 전망. 증익의 가시성이 높아지는 시점에 미국향 수출 확대 등 의약품 수출 사업 가치가 투자자들에게 부각될 수 있을 것.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(억원)	2021.12	2022.12	2023.12F	2024.12F	2025.12F
매출액(십억원)	437	492	550	601	656
YoY(%)	7.4	12.7	11.7	9.3	9.1
영업이익(십억원)	45	41	61	70	78
OP 마진(%)	10.3	8.3	11.1	11.6	11.9
순이익(십억원)	31	23	56	57	64
EPS(원)	2,832	1,880	4,680	4,726	5,310
YoY(%)	-49.7	-33.6	148.9	1.0	12.4
PER(배)	16.8	15.5	8.2	8.1	7.3
PCR(배)	8.3	5.1	5.2	4.9	4.5
PBR(배)	1.9	1.2	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	8.9	6.5	5.9	4.9	4.1
ROE(%)	12.2	8.2	18.2	15.9	15.6

1. 기업 개요

24년 기업 체력이 다시 한번 튼튼해질 제약사, 휴온스

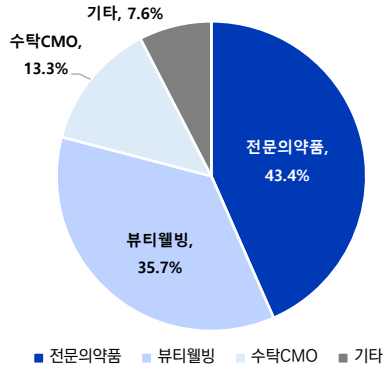
휴온스는 1965년에 설립된 광명약품공업사를 모태로 한 제약사이다. 전문의약품 중에서는 순환기계/마취제 등이 주력 의약품으로 판매되고 있으며 비급여 중심의 비타민 주사제/비만치료제 등의 웰빙·비만·통증 부문이나 메노락토 등이 포함된 건기식 사업부 등도 주요 사업 중 하나이다. 또한 점안제/주사제 중심 CMO 사업도 영위하고 있다. 23년 휴온스는 기존 기대를 상회하는 실적을 기록할 것으로 예상되는 상황 속에 24년에는 1) 미국 등 글로벌 주사제 수출 규모 2) 안정적인 뷰티웰빙 수익성 유지 3) 신규 점안제 공장의 가동을 바탕으로 다시 한번 증익을 기대해볼만한 시점이다.

[도표 1] 휴온스의 연혁

일시	내용
1965.07	광명약품공업사 설립
1993.12	KGMP(우수의약품 제조 및 품질 관리기준) 취득
2003.06	(주)휴온스로 상호변경
2006.12	KOSDAQ 상장
2010.01	(주)휴메딕스 지분취득
2016.	인적분할, 코스닥 재상장, 휴온스글로벌 지주사 전환
2018.04	1% 리도카인주사제 5ml 앰플, 미국 FDA 승인
2020.01	0.75% 부피바카인염산염주 미국 FDA ANDA 승인
2020.05	리도카인주사제 바이알 FDA 허가
2020.11	점안제 전용 제2공장 건설 추진
2022.11	휴온스, 제천공장 주사제 생산라인 증설
2023.06	휴온스, 국소마취제 '2% 리도카인' 美 FDA 승인 획득

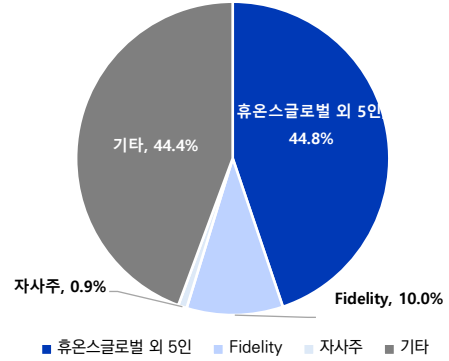
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] 휴온스 제품별 매출 비중(2023년 기준)



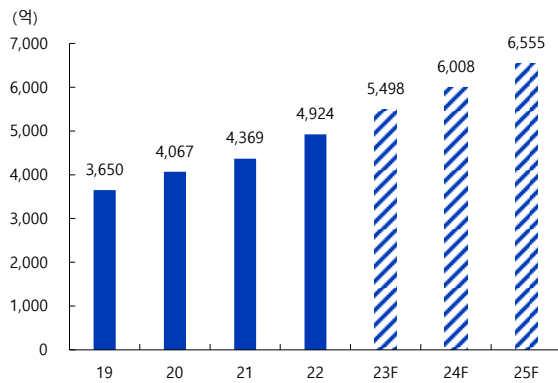
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 휴온스 지분 구성(24년 1월 기준)



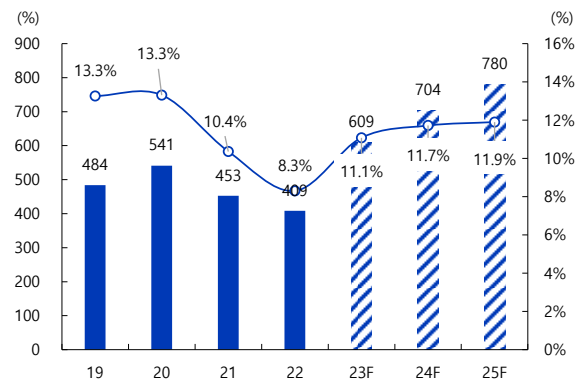
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 4] 휴온스 연간 매출 (23년 이후 추정치)



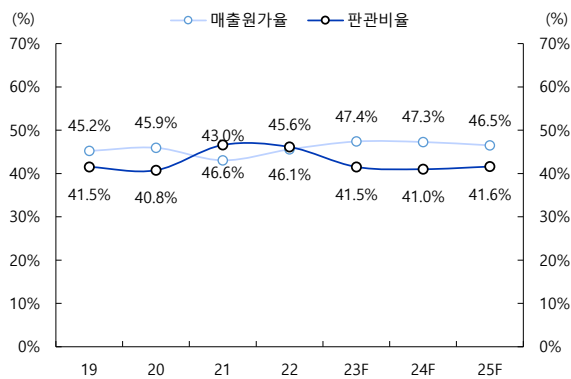
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 5] 휴온스 연간 영업이익/OPM (23년 이후 추정치)



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 6] 휴온스 매출원가율/판관비율(23년 이후 추정치)



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 7] 휴온스의 주요 수출 제품, 리도카인 주사 앰플형



자료: 교보증권 리서치센터

2. 투자 포인트

1) 주사제 2) 꾸준한 성장성과 수익성 3) 매력적인 밸류에이션

주사제 수출 확대

주사제 수출 확대가 예상된다. 리도카인 등 휴온스의 주사제 수출 사업은 21년 232억, 22년 312억 23년E 500억 이상으로 매년 빠른 속도로 확대된 바 있다. 특히, 이 중 절반인 약 250억은 미국향 매출이다. 오랫동안 준비해 2018년 처음 미국 허가를 받고 이제 본격적인 수출 사업 성과를 확인하게 된 것이다. 참고로 2018년 1% 리도카인주사제 5ml 앰플을, 2020년에는 0.75% 부피바카인 제품을 23년에는 2% 리도카인 제품으로 FDA 승인을 받았다. 또한 향후 2H24에는 치과용 카트리지 제품의 FDA 승인도 기대하고 있다. 이미 2H25에 바이알 5,300만개, 카트리지 6,600만개 등 2공장 내 주사제 설비 증설도 예정되어 있어 공급 확대를 위한 준비는 끝난 상황이다.. 참고로 24년 약 600억의 주사제 수출을 예상한다.

증명된 성장성과 수익성

휴온스는 오랫동안 꾸준한 성장성과 수익성을 증명해왔다. 2016년 인적분할 후 휴온스는 2017년 매출 2,848억을 기록하나 후 2023년(e) 5,500억까지 CAGR 11.6% 꾸준히 성장해왔다. 이러한 성장에는 건기식, 주사제, 수탁(CMO) 사업 등이 골고루 기여했다. 특히 휴온스의 수익성은 2020년까지 매출 고 성장에도 OPM 13% 이상을 유지될 정도로 우수했다. 다만 21년/22년에는 건기식 판매 비중이 증가하고 판관비 중 광고선전비/지급수수료 비중이 증가하면서 OPM이 일시적으로 10% 이하로 하락한 바 있다. 23년부터는 수익성 높은 주사제 매출 확대로 기존 수익성을 다시 회복해나가고 있는 상황이다. 24년에는 1) 주사제 수출 등 전문의약품 부문의 꾸준한 성장, 뷰티웰빙 효율화, 점안제 2공장 가동 영향으로 매출이 꾸준히 성장(YoY +9.3%)할 것이며 OPM 11% 이상을 유지할 것으로 예상한다.

매력적인 멀티플

매력적인 밸류에이션 구간이다. 24년 EPS 기준 P/E는 8.1배 수준으로 시가총액 1조 이하 제약사인 동국제약(24년 P/E 13.7배), 보령(14.6배)보다 현저히 낮은 수준이다. 이 같이 상대적으로 낮은 멀티플의 원인은 그 동안 휴온스의 기존 사업이 내수 중심의 의약품 사업이 컸고 건기식 비중이 높았기 때문으로 평가된다. 향후 휴온스는 주사제 수출 사업, 특히 미국 주사제 수출이 늘어날 경우 내수 중심의 약점을 극복해할 것이며 또한 건기식 사업이 포함된 뷰티웰빙 사업 역시 효율화를 통해 수익성을 지속 강화해나가고자 한다. 밸류에이션 상향의 여지가 크다.

3. 실적 추정

24년 매출 6,008억
OP 704억 예상

휴온스의 24년 매출은 6,008억, 영업이익은 704억을 추정한다. 휴온스의 24년 실적 추정의 주요 가정은 1) 주사제 수출 YoY +100억 2) 주사제 제외 전문의약품 YoY +100억 3) 뷰티웰빙 사업부 YoY +200억 4) 점안제 2공장 가동에 따른 CMO 매출 YoY +50억, 5) 매출원가율/판매비율은 전년과 유사한 47%/41%를 등이다. 이 중 연중 점안제 2공장 신규 가동률 상향에 따른 매출원가율 하락 등이 연중 실적 추정 변수가 될 수 있다.

[도표 8] 휴온스 분기 & 연간 실적 전망

	1Q22	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F		2022	2023F	2024F
매출액	1,279	1,407	1,382	1,430	1,456	1,490	1,512	1,550		4,924	5,498	6,008
QoQ(%)	-1.1%	10.0%	-1.8%	3.5%	1.8%	2.3%	1.5%	2.5%				
YoY(%)	10.4%	13.4%	12.2%	10.6%	13.8%	5.9%	9.4%	8.4%		12.7%	11.7%	9.3%
전문의약품	572	663	665	668	615	716	720	725		2,138	2,568	2,776
QoQ(%)	-3.2%	15.9%	0.2%	0.6%	-8.0%	16.4%	0.5%	0.8%				
YoY(%)	10.6%	32.2%	26.0%	13.1%	7.5%	8.0%	8.3%	8.5%		9.1%	20.2%	8.1%
뷰티웰빙	463	494	450	499	593	504	507	505		1,756	1,907	2,109
QoQ(%)	4.8%	6.8%	-9.0%	11.0%	18.7%	-15.0%	0.7%	-0.4%				
YoY(%)	11.9%	8.8%	0.9%	13.1%	28.1%	1.9%	12.7%	1.1%		17.5%	8.6%	10.6%
수탁(CMO)	159	168	171	181	167	179	182	194		657	679	723
QoQ(%)	-0.6%	5.8%	1.3%	6.2%	-7.7%	7.3%	1.7%	6.4%				
YoY(%)	1.9%	-12.4%	14.7%	13.1%	5.0%	6.5%	7.0%	7.2%		12.9%	3.3%	6.5%
스푸디언스	97	106	117	139	101	111	122	146		441	460	480
QoQ(%)	-21.3%	9.6%	10.5%	18.7%	-27.6%	9.9%	10.6%	18.9%				
YoY(%)	12.1%	2.2%	-7.7%	13.1%	4.0%	4.2%	4.3%	4.5%		9.0%	4.3%	4.3%
매출원가	591	657	678	679	686	703	717	735		2,244	2,606	2,840
(%)	46.2%	46.7%	49.1%	47.5%	47.1%	47.2%	47.4%	47.4%		45.6%	47.4%	47.3%
QoQ(%)	-0.4%	11.2%	3.1%	0.2%	1.0%	2.6%	1.9%	2.5%				
YoY(%)	17.6%	15.1%	17.6%	14.4%	16.0%	7.0%	5.7%	8.2%		19.3%	16.1%	9.0%
판매비	576	571	554	582	603	617	616	627		2,271	2,283	2,464
(%)	45.0%	40.6%	40.1%	40.7%	41.4%	41.4%	40.8%	40.5%		46.1%	41.5%	41.0%
QoQ(%)	7.3%	-0.9%	-2.9%	5.0%	3.7%	2.2%	-0.1%	1.8%				
YoY(%)	7.0%	1.7%	-12.7%	8.4%	4.7%	8.0%	11.2%	7.8%		11.6%	0.5%	7.9%
영업이익	112	179	150	169	167	170	179	188		409	609	704
OPM	8.7%	12.7%	10.8%	11.8%	11.5%	11.4%	11.8%	12.1%		8.3%	11.1%	11.7%
QoQ(%)	-31.1%	59.8%	-16.4%	13.0%	-1.2%	1.8%	5.3%	5.0%				
YoY(%)	-4.6%	64.5%	638.4%	4.1%	49.3%	-4.9%	19.7%	11.2%		-9.7%	49.1%	15.6%
순이익	139	149	118	135	140	148	116	146		226	540	556
(%)	10.8%	10.6%	8.5%	9.4%	9.6%	9.9%	7.7%	9.4%		4.6%	9.8%	9.3%
QoQ(%)	268.5%	7.2%	-20.7%	14.6%	3.4%	6.1%	-21.6%	26.1%				
YoY(%)	59.1%	98.2%	348.1%	258.7%	0.6%	-0.4%	-1.4%	8.4%		-26.1%	138.9%	3.0%

자료: 교보증권 리서치센터

4. 목표주가 산정

Peer 제약사로
동국제약/보령 선정

휴온스에 대한 투자 의견 Buy, 목표주가는 54,000원을 제시한다. 휴온스의 24년 예상 EPS 4,726원에 목표 P/E 11.2배를 적용하였다. Peer 제약사의 기준은 국내 제약사 중 1) 수익성이 높고 2) 컨센서스가 형성 되었으며 3) 시가총액 1조 이하여야 하며 이에 부합하는 제약사는 동국제약과 보령이다. 동국제약과 보령의 24년 P/E 14.15배에 목표주가의 현재 주가와의 괴리율을 고려해 20% 할인한 11.2배를 적용하였다.

[도표 9] 목표주가 산정(비교 제약사)

회사	시가총액	24년 P/E	비교 Peer 선정
유한양행	4 조 7,976 억	35.6	
한미약품	4 조 2,460 억	28.6	
종근당	1 조 4,202 억	17.6	
녹십자	1 조 3,299 억	43.8	
대웅제약	1 조 2,907 억	16.5	
HK 이노엔	1 조 2,267 억	17.0	
동국제약	8,216 억	13.7	○
보령	7,872 억	14.6	○
평균			14.15

	24년 EPS	목표 P/E	목표주가
휴온스	4,726	14.15x0.8= 약 11.2 배	53,687
목표주가			54,000

자료: 교보증권 리서치센터

[휴온스 243070]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	437	492	550	601	656
매출원가	188	224	261	284	305
매출총이익	249	268	289	317	351
매출총이익률 (%)	57.0	54.4	52.6	52.7	53.5
판매비와관리비	204	227	228	246	273
영업이익	45	41	61	70	78
영업이익률 (%)	10.4	8.3	11.1	11.7	11.9
EBITDA	58	58	77	87	95
EBITDA Margin (%)	13.3	11.7	14.1	14.5	14.4
영업외손익	-4	-1	9	3	4
관계기업손익	-3	0	10	4	4
금융수익	6	13	13	14	15
금융비용	-12	-12	-13	-13	-14
기타	4	-2	-2	-2	-2
법인세비용차감전순이익	41	40	70	73	82
법인세비용	10	18	13	16	18
계속사업순이익	31	23	56	57	64
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	31	23	56	57	64
당기순이익률 (%)	7.0	4.6	10.2	9.5	9.8
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	31	22	56	57	64
지배순이익률 (%)	7.0	4.6	10.2	9.4	9.7
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1	0	0	0	0
포괄순이익	31	22	56	57	64
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	31	22	56	56	63

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	56	32	60	69	74
당기순이익	31	23	56	57	64
비현금항목의 가감	38	45	32	40	41
감가상각비	12	15	16	16	16
외환손익	-2	-1	-1	-1	-1
지분법평가손익	3	0	-10	-4	-4
기타	25	31	27	29	30
자산부채의 증감	-2	-15	-13	-12	-13
기타현금흐름	-11	-21	-15	-17	-19
투자활동 현금흐름	14	-67	-18	-18	-18
투자자산	-15	-1	-1	-1	-1
유형자산	-41	-41	-17	-17	-17
기타	70	-24	0	0	0
재무활동 현금흐름	-40	8	-16	-13	-13
단기차입금	-32	-4	0	0	0
사채	0	-11	0	0	0
장기차입금	0	41	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-6	-6	-7	-7	-7
기타	-2	-11	-9	-6	-6
현금의 증감	30	-27	29	37	44
기초 현금	27	57	31	59	96
기말 현금	57	31	59	96	140
NOPLAT	34	23	49	55	61
FCF	4	-16	36	43	48

자료: 휴온스, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	234	247	293	345	405
현금및현금성자산	57	31	59	96	140
매출채권 및 기타채권	82	79	88	95	103
재고자산	66	74	83	91	99
기타유동자산	30	63	63	63	63
비유동자산	202	226	226	227	228
유형자산	130	153	154	155	156
관계기업투자금	7	16	16	17	17
기타금융자산	40	32	32	32	32
기타비유동자산	26	26	25	24	23
자산총계	437	473	519	572	634
유동부채	148	103	102	105	110
매입채무 및 기타채무	43	43	45	47	49
차입금	29	0	0	0	0
유동성채무	3	3	0	0	0
기타유동부채	73	57	57	59	62
비유동부채	19	82	80	79	78
차입금	0	66	66	66	66
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	18	16	14	13	12
부채총계	166	185	182	184	189
자본총계	266	282	331	381	437
자본금	5	6	6	6	6
자본잉여금	74	70	70	70	70
이익잉여금	192	208	257	306	363
기타자본변동	-7	-2	-2	-2	-2
비지배지분	5	5	6	7	8
자본총계	271	288	337	388	445
총차입금	76	105	106	110	114

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	2,832	1,880	4,680	4,726	5,310
PER	16.8	15.5	8.2	8.1	7.3
BPS	24,503	23,665	27,656	31,787	36,503
PBR	1.9	1.2	1.4	1.2	1.1
EBITDAPS	5,353	4,826	6,483	7,261	7,897
EV/EBITDA	8.9	6.5	5.9	4.9	4.1
SPS	36,606	41,254	46,001	50,152	54,718
PSR	1.3	0.7	0.8	0.8	0.7
CFPS	403	-1,372	2,978	3,582	3,995
DPS	600	600	600	600	600

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	7.4	12.7	11.7	9.3	9.1
영업이익 증가율	-16.3	-9.8	49.0	15.6	10.8
순이익 증가율	-46.0	-26.1	149.2	1.2	12.4
수익성					
ROIC	15.5	9.3	18.4	19.4	20.4
ROA	7.2	4.9	11.3	10.4	10.6
ROE	12.2	8.2	18.2	15.9	15.6
안정성					
부채비율	61.4	64.4	54.0	47.6	42.3
순차입금비율	17.5	22.3	20.4	19.1	17.9
이자보상배율	16.9	12.9	13.5	14.9	15.8

Company Analysis

바텍043150

January 17, 2024

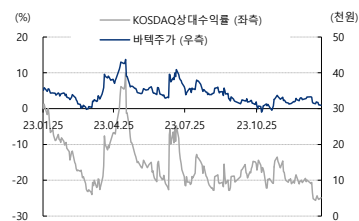
글로벌 1위 CBCT 기업, 24년 다시 증익

Buy 유지
TP 46,000 원 신규

Company Data

현재가(01/16)	31,050 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	43,700 원
52 주 최저가(보통주)	29,000 원
KOSPI (01/16)	2,497.59p
KOSDAQ (01/16)	854.83p
자본금	74 억원
시가총액	4,612 억원
발행주식수(보통주)	1,485 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	3.6 만주
평균거래대금(60 일)	12 억원
외국인지분(보통주)	27.61%
주요주주	
바텍이우홀딩스 외 4 인	53.65%
FIDELITY 외 17 인	8.82%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-4.8	-24.3	-7.5
상대주가	-7.1	-21.1	-23.4



제약바이오 김정현

3771-9351

jh.kim@iprovest.com

4Q23 & 23년 실적 프리뷰

4Q23 매출 1,020억(QoQ +16.4%, YoY -1.3%), OP 223억(QoQ +31.8%, YoY +2.1%, OPM 21.9%) 기록 예상. 이는 11/9일 교보증권 추정치(매출 1,020억/OP 203억)나 컨센서스(매출 1,094억/OP 232억)와도 유사할 것으로 전망. 미국 지역의 경우 Henry Schein 효과가 점진적으로 실현되어 가는 과정. 참고로 23년 연간 기준 추정치는 매출 3,826억(YoY -3.2%), OP 731억(YoY -8.2%, OPM 19.1%)

24년 실적 가정 & 주요 Catalyst

바텍의 24년 연간 실적 추정치는 매출 4,110억(YoY +7.4%), OP 805억(YoY +10.2%, OPM 19.6%). 이전 교보증권 추정치(4,113억/806억)이나 컨센서스(4,229억/811억)와 유사한 수준. 최근 금리 하락과 함께 치과 Capex 투자 수요 회복을 예상하며 주력 시장인 미국과 유럽 지역의 매출 성장률은 YoY +10%로 가정. 국내 및 아시아 지역을 포함한 전체 매출 성장률은 7.4% 전망. 수익성은 전년과 유사한 수준으로 유지 전망

투자의견 Buy, 목표주가 46,000원 유지

투자의견 Buy, 목표주가 46,000원 유지. 바텍에게 24년은 23년 감익을 극복하고 다시 증익으로 턴어라운드하는 한 해가 될 것. ASP가 높은 프리미엄 CT인 스마트 X(Green X12)가 현재 북미/유럽 지역에 순차 출시되고 있어 이에 따른 선진국 매출 회복 가능성 높아. 특히 미국 커버리지의 40%를 보유한 Henry Schein향 유통 효과는 24년 에 진입하면서 더욱 뚜렷하게 확인될 것. 불확실한 대내외 상황에도 글로벌 1위 CBCT 제조사의 경쟁력을 믿어볼 만한 시점.

Forecast earnings & Valuation

12 결산(억원)	2021.12	2022.12	2023.12F	2024.12F	2025.12F
매출액(십억원)	339	395	383	411	444
YoY(%)	38.7	16.5	-3.2	7.4	8.1
영업이익(십억원)	66	80	73	81	89
OP 마진(%)	19.5	20.3	19.1	19.7	20.0
순이익(십억원)	55	79	71	74	81
EPS(원)	3,449	5,176	4,705	4,932	5,401
YoY(%)	흑전	50.1	-9.1	4.8	9.5
PER(배)	10.2	6.3	7.1	6.3	5.7
PCR(배)	5.8	4.5	5.8	5.4	5.0
PBR(배)	1.9	1.4	1.2	0.9	0.8
EV/EBITDA(배)	6.0	4.8	4.4	3.0	2.1
ROE(%)	20.7	24.7	18.2	16.2	15.2

[도표 1] 바텍 분기 & 연간 실적 전망

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F		2022	2023F	2024F
매출액	860	1,067	991	1,033	910	1,020	877	1,020		3,951	3,826	4,110
QoQ(%)	-10.3%	24.1%	-7.1%	4.3%	-12.0%	12.1%	-14.0%	16.4%				
YoY(%)	14.6%	25.5%	19.1%	7.8%	5.8%	-4.4%	-11.5%	-1.3%		16.5%	-3.2%	7.4%
국내	86	94	83	84	76	104	85	90		346	355	361
QoQ(%)	-4.9%	9.3%	-11.3%	1.1%	-9.3%	37.0%	-18.4%	5.9%				
YoY(%)	-6.1%	-0.8%	5.4%	-6.7%	-11.1%	11.4%	2.4%	7.3%		-2.3%	2.7%	1.5%
아시아	194	243	259	216	184	227	194	195		912	800	844
QoQ(%)	-7.1%	25.1%	6.6%	-16.5%	-14.8%	23.1%	-14.6%	0.7%				
YoY(%)	-4.7%	15.2%	2.0%	3.6%	-5.1%	-6.7%	-25.2%	-9.8%		4.0%	-12.3%	5.6%
북미	202	288	235	321	216	235	226	325		1,046	1,001	1,107
QoQ(%)	-30.9%	42.6%	-18.5%	36.6%	-32.8%	8.9%	-3.9%	44.0%				
YoY(%)	18.0%	34.5%	15.3%	9.8%	6.7%	-18.5%	-3.9%	1.2%		18.7%	-4.3%	10.5%
유럽	272	321	275	301	290	315	243	280		1,168	1,127	1,248
QoQ(%)	-3.8%	17.8%	-14.4%	9.6%	-3.7%	8.7%	-22.8%	15.2%				
YoY(%)	27.3%	31.8%	33.2%	6.3%	6.3%	-1.9%	-11.5%	-6.9%		23.4%	-3.5%	10.7%
매출원가	431	541	484	443	432	482	406	480		1,899	1,801	1,940
(%)	50.2%	50.7%	48.8%	42.9%	47.5%	47.3%	46.3%	47.1%		48.1%	47.1%	47.2%
QoQ(%)	-13.4%	25.5%	-10.6%	-8.4%	-2.4%	11.5%	-15.8%	18.3%				
YoY(%)	8.4%	28.8%	15.7%	-11.0%	0.2%	-10.9%	-16.1%	8.4%		9.5%	-5.2%	7.7%
판매비	277	295	312	372	337	340	301	316		1,255	1,294	1,364
(%)	32.2%	27.7%	31.5%	36.0%	37.0%	33.3%	34.3%	31.0%		31.8%	33.8%	33.2%
QoQ(%)	-11.7%	6.7%	5.7%	19.1%	-9.4%	1.0%	-11.5%	5.0%				
YoY(%)	24.6%	28.4%	32.3%	18.6%	21.8%	15.2%	-3.5%	-14.9%		25.4%	3.1%	5.4%
영업이익	152	230	195	219	141	198	170	223		796	731	805
OPM	17.7%	21.6%	19.7%	21.2%	15.5%	19.4%	19.3%	21.9%		20.2%	19.1%	19.6%
QoQ(%)	3.2%	51.5%	-15.1%	12.1%	-35.8%	40.6%	-14.2%	31.8%				
YoY(%)	16.6%	15.3%	9.7%	48.6%	-7.5%	-14.2%	-13.2%	2.1%		21.5%	-8.2%	10.2%
순이익	150	233	237	166	147	173	183	203		786	706	740
(%)	17.5%	21.9%	23.9%	16.0%	16.1%	17.0%	20.9%	19.9%		19.9%	18.4%	18.0%
QoQ(%)	98.9%	55.0%	1.6%	-30.1%	-11.5%	18.0%	6.0%	10.6%				
YoY(%)	2.1%	67.2%	23.8%	118.9%	-2.6%	-25.8%	-22.6%	22.4%		41.9%	-10.2%	4.9%

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] 바텍 4Q23 실적 컨센서스와 비교(단위: 억원)

	4Q23F	컨센서스	차이	3Q22	YoY(%)	2Q23	QoQ(%)
매출액	1,020	1,094	-74	1,033	-1.3%	877	16.4%
영업이익	223	232	-9	219	2.1%	170	31.8%
순이익	203	185	18	166	22.4%	183	10.6%
영업이익률	21.9%	21.2%		21.2%		19.3%	
순이익률	19.9%	16.9%		16.0%		20.9%	

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 바텍 4Q23 & 2024 실적 추정 변경 내역(연결 기준, 단위: 억원)

	4Q23F					2024F				
	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	차이	변경 후	변경 전	차이	컨센서스	차이
매출액	1,020	1,020	0	1,094	-74	4,110	4,113	-3	4,229	-119
영업이익	223	203	20	232	-9	805	806	-1	811	-6
순이익	203	186	17	185	18	740	743	-3	700	40
영업이익률	21.9%	19.9%		21.2%		19.6%	19.6%		19.2%	
순이익률	19.9%	18.2%		16.9%		18.0%	18.1%		16.6%	

자료: 교보증권 리서치센터

[바텍 043150]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	339	395	383	411	444
매출원가	173	190	180	194	207
매출총이익	166	205	203	217	238
매출총이익률 (%)	48.9	51.9	52.9	52.8	53.5
판매비와관리비	100	126	129	136	148
영업이익	66	80	73	81	89
영업이익률 (%)	19.3	20.2	19.1	19.6	20.1
EBITDA	75	91	84	92	100
EBITDA Margin (%)	22.2	23.1	22.0	22.3	22.5
영업외손익	9	18	13	12	12
관계기업손익	4	15	4	1	-1
금융수익	4	8	10	11	13
금융비용	-1	-5	-3	-2	-2
기타	2	0	2	2	2
법인세비용차감전순이익	74	98	86	92	101
법인세비용	19	19	15	18	20
계속사업순이익	55	79	71	74	81
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	55	79	71	74	81
당기순이익률 (%)	16.3	19.9	18.5	18.0	18.2
비지배지분순이익	4	2	1	1	1
지배지분순이익	51	77	70	73	80
지배순이익률 (%)	15.1	19.5	18.3	17.8	18.1
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	2	2	2	2	2
포괄순이익	57	81	73	76	83
비지배지분포괄이익	5	2	2	2	2
지배지분포괄이익	52	79	71	74	81

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	44	33	84	77	84
당기순이익	55	79	71	74	81
비현금항목의 가감	39	31	21	25	27
감가상각비	9	11	11	11	10
외환손익	0	5	-10	-10	-10
지분법평가손익	-4	-15	-4	-1	1
기타	35	30	25	26	26
자산부채의 증감	-38	-52	5	-9	-10
기타현금흐름	-13	-24	-13	-14	-14
투자활동 현금흐름	-23	-36	-28	-28	-28
투자자산	-2	-5	0	0	0
유형자산	-12	-14	-10	-10	-10
기타	-9	-17	-18	-18	-18
재무활동 현금흐름	-15	-11	0	-11	-11
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	-10	-5	-5	-5	-5
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-1	-1	-1	-1	-1
기타	-3	-5	7	-5	-5
현금의 증감	8	-16	81	58	63
기초 현금	78	86	70	151	210
기말 현금	86	70	151	210	273
NOPLAT	49	64	60	64	71
FCF	9	10	66	57	62

자료: 바텍, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	246	270	348	421	501
현금및현금성자산	86	70	151	210	273
매출채권 및 기타채권	57	74	72	79	88
재고자산	78	99	95	102	111
기타유동자산	26	28	28	29	30
비유동자산	174	241	239	238	237
유형자산	72	82	81	81	80
관계기업투자금	57	78	78	78	78
기타금융자산	6	11	11	11	11
기타비유동자산	38	70	69	68	68
자산총계	420	511	587	659	739
유동부채	97	101	111	114	117
매입채무 및 기타채무	61	65	64	67	70
차입금	1	5	5	5	5
유동성채무	1	0	11	11	11
기타유동부채	34	31	31	31	31
비유동부채	38	47	41	36	30
차입금	13	7	2	-3	-8
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	25	40	40	39	39
부채총계	135	148	152	149	147
자본총계	285	363	435	509	591
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	5	4	4	4	4
이익잉여금	259	335	403	475	554
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배지분	11	14	17	20	23
자본총계	285	363	435	509	591
총차입금	19	24	30	25	20

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	3,449	5,176	4,705	4,932	5,401
PER	10.2	6.3	7.1	6.3	5.7
BPS	18,394	23,514	28,120	32,951	38,252
PBR	1.9	1.4	1.2	0.9	0.8
EBITDAPS	5,075	6,141	5,679	6,171	6,739
EV/EBITDA	6.0	4.8	4.4	3.0	2.1
SPS	22,820	26,595	25,757	27,669	29,904
PSR	1.5	1.2	1.3	1.1	1.0
CFPS	592	662	4,434	3,830	4,177
DPS	100	100	100	100	100

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	38.7	16.5	-3.2	7.4	8.1
영업이익 증가율	107.5	21.5	-8.2	10.3	10.7
순이익 증가율	흑전	41.9	-10.2	4.8	9.5
수익성					
ROIC	43.7	42.6	34.2	36.2	37.7
ROA	13.2	16.5	12.7	11.8	11.5
ROE	20.7	24.7	18.2	16.2	15.2
안정성					
부채비율	47.6	40.6	35.0	29.3	24.9
순차입금비율	4.4	4.6	5.1	3.8	2.7
이자보상배율	73.4	50.5	36.3	47.8	65.6

Company Analysis

바디텍메드 206640

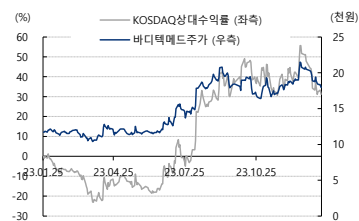
January 17, 2024

Re Start 중국, New Start 동물의학품

Buy 신규
TP 26,000 원 신규

Company Data	
현재가(01/16)	17,950 원
액면가(원)	1,000 원
52 주 최고가(보통주)	21,500 원
52 주 최저가(보통주)	10,400 원
KOSPI (01/16)	2,497.59p
KOSDAQ (01/16)	854.83p
자본금	235 억원
시가총액	4,216 억원
발행주식수(보통주)	2,349 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	24.9 만주
평균거래대금(60 일)	50 억원
외국인지분(보통주)	5.80%
주요주주	
최의열 외 4 인	22.59%
김재학 외 11 인	11.91%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-5.5	19.8	43.0
상대주가	-7.4	25.6	19.9



제약바이오 김정현

3771-9351

jh.kim@iprovest.com

코로나 매출은 사라진 정통 POCT 진단 회사, 바디텍메드

바디텍메드는 POCT 진단 장비와 카트리지를 공급하는 의료기기 회사. 바디텍메드의 주요 사업부는 1) 카트리지 76% 2) 장비 및 기타 24%(별도 기준) 등으로 구성. 바디텍메드의 사업은 POCT 진단 장비보다는 소모품인 카트리지 매출을 통해 수익성을 극대화하는 형태. 지역별 매출 비중은 유럽 23%, 아시아 20%, MENA 19%, 중남미 13%, 국내 7% 등으로 북미를 제외한 전 지역에서 골고루 사업 영위 중. 매출원가율은 40%대, 매출 대비 판매비율은 20% 초반대이며 수익성(OPM)은 20% 초반 유지(코로나 매출 제외시). 23년 OPM은 22.5% 전망

투자포인트 중국 매출 확대 & 동물 의학품 공급 & 밸류에이션 Re-rating

바디텍메드의 투자 포인트는 1) 중국 매출 다시 확대 2) 동물 의학품 공급 3) 밸류에이션 Re-rating 등. 1) 바디텍메드는 2016년까지 중국의 Joinstar향으로 매출을 바탕으로 빠르게 성장했으나 이후 사업 축소. 2H24부터는 다시 Joinstar향만 성질한 모니터링 카트리지 반제품 수출 가능성 높아. 또한 2) 25년부터 동물의학품 진단 사업도 본격 추진될 예정. 기존 POCT 장비를 기반으로 기존 카트리지 대비 ASP가 높은 제품 판매 예상. 글로벌 유통망을 갖춘 기업과 OEM 계약 기대. 3) 20년~21년 코로나 구간에 추가 설치된 기기를 바탕으로 카트리지 매출은 24년에도 확대될 것. 카트리지 매출이 확대되며 수익성이 개선되는 것을 확인될 경우 밸류에이션 Re-rating도 가능할 것.

투자의견 Buy, 목표주가 26,000원으로 커버리지 개시

투자의견 BUY, 목표주가 26,000원으로 커버리지 개시. 목표주가 26,000원에는 24년 EPS 1,419원에 P/E 18배 적용. 목표 P/E는 소모품 중심 고수익 사업을 영위하고 있는 클래스의 24년 예상 P/E 23배에 20% 할인한 것. 20% 할인의 근거는 클래스 대비 상대적으로 낮은 수익성을 감안해 보수적으로 고려한 것

Forecast earnings & Valuation

12월사(억원)	2021.12	2022.12	2023.12F	2024.12F	2025.12F
매출액(십억원)	158	118	134	158	180
YoY(%)	9.4	-25.1	13.3	17.7	14.4
영업이익(십억원)	52	25	30	39	45
OP 마진(%)	32.9	21.2	22.4	24.7	25.0
순이익(십억원)	47	25	29	35	40
EPS(원)	1,889	1,028	1,179	1,419	1,640
YoY(%)	-2.5	-45.6	14.7	20.3	15.6
PER(배)	8.9	10.0	17.4	12.7	10.9
PCR(배)	6.2	6.9	13.0	9.5	8.4
PBR(배)	2.6	1.5	2.6	1.9	1.7
EV/EBITDA(배)	5.9	6.2	11.3	7.4	6.0
ROE(%)	32.7	15.4	15.8	16.4	16.3

1. 기업 개요

코로나 매출은 사라진 POCT 진단 회사, 바디텍메드

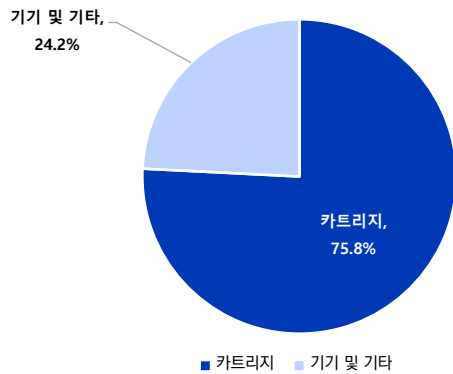
바디텍메드는 1998년에 바디텍으로 설립되었으며 POCT 진단 기기 ichroma 출시와 함께 진단 사업 사업화에 성공한다. 이후 중국 Joinstar와의 파트너십을 바탕으로 2015년 매출 약 400억까지 고속 성장하기도 했으나 이후 신제품인 ichroma2를 출시하고 Immunostics를 인수하며 미국 시장 진출을 시도한 바도 있다. 결국적으로 2020년 코로나 확산 당시 여타 진단 기업과 유사하게 POCT장비 및 코로나 진단 카트리지 매출이 크게 증가하면서 외형/수익성 역시 빠르게 성장했다. 22년부터는 코로나 관련 매출이 위축되었으나 기존에 설치되었던 POCT 장비를 활용해 비코로나 카트리지 매출을 성장시키며 다시 외형과 수익성이 회복했다. 참고로 3Q23에는 코로나 매출이 3.6% 수준으로 감소함에도 불구하고 23년 매출은 22년 대비 YoY +13% 성장세를 이어나갈 것으로 예상된다. 24년부터는 17년 이후 위축되었던 중국 Joinstar 향 매출이 다시 재개되고 25년부터는 동물약품 매출이 인식되며 다시 한번 성장 그림을 그려보고 있다.

[도표 1] 바디텍메드의 연혁

일시	내용
1998.11	바디텍(주) 설립
2000.05	중앙연구소 설립
2006.05	ichroma 중국 수출 개시
2007.08	ichroma CRP FDA 승인
2015.09	바디텍메드 상장
2016.03	Immunostics 인수, 미국 시장 진출
2017.06	중국 광서법인 생산 시작
2017~2019	연간 매출액 2017년 526억에서 2019년 728억으로 성장
2020~2021	20~21년 코로나 진단 제품 판매 증가
2023	3Q23 누적 기준 코로나 매출 3.6%로 감소

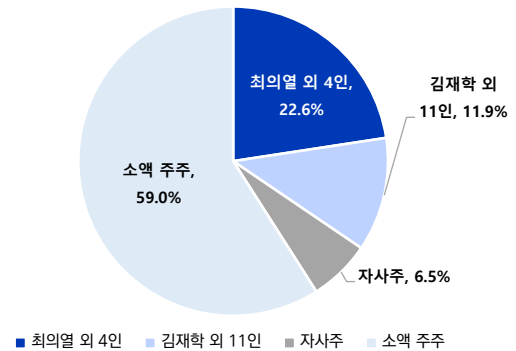
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] 바디텍메드 제품별 매출 비중(3Q23 누적, 별도)



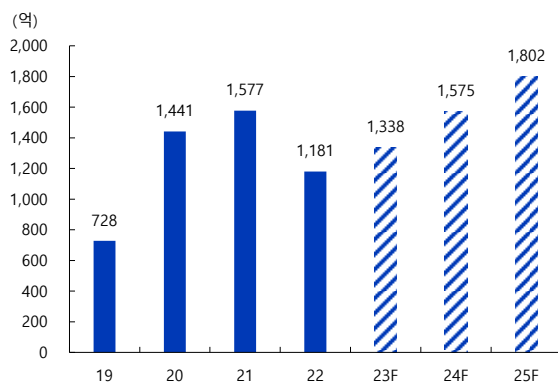
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 바디텍메드 지분 구성(24년 1월 기준)



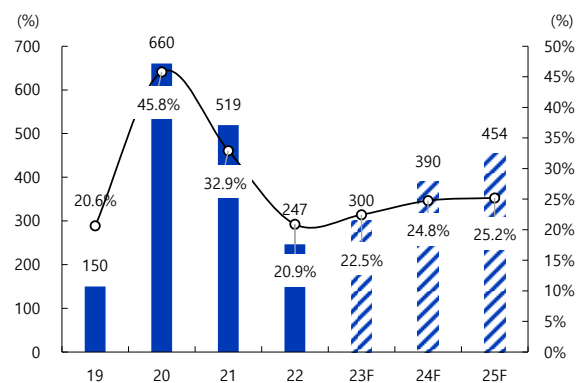
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 4] 바디텍메드 연간 매출 (23년 이후 추정치)



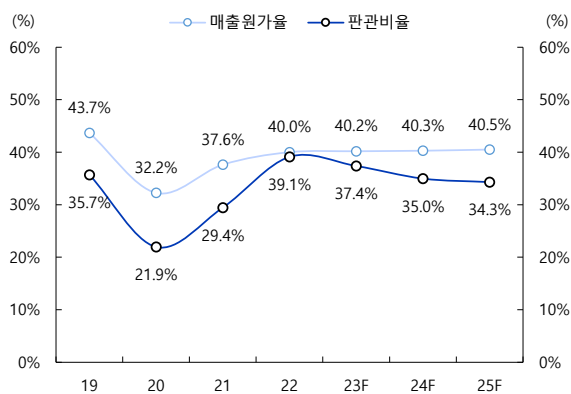
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 5] 바디텍메드 연간 영업이익/OPM (23년 이후 추정치)



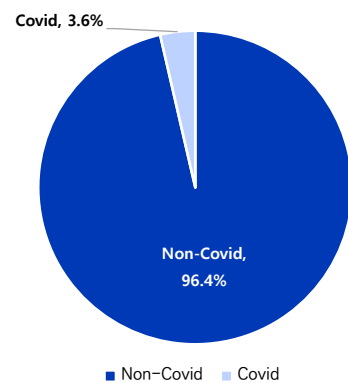
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 6] 바디텍메드 매출원가율/판관비율(23년 이후 추정치)



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 7] 바디텍메드의 코로나 관련 제품 매출 비중 (3Q23 누적)



자료: 교보증권 리서치센터

2. 투자 포인트

3가지 키워드. 1) 중국 매출 재개 2) 동물 의약품 공급 3) 밸류에이션 Re-rating

중국 매출 확대

중국 매출이 다시 확대될 것으로 판단된다. 바디텍메드는 2016년까지 중국 Joinstar향 진단 장비와 카트리지 매출을 확대하며 빠르게 성장한 바 있다. 2017년부터는 중국의 경쟁 격화와 단가 인하 부담으로 인해 22년까지 공급 규모는 다소 위축되었다. 그런데 최근 중국 내 기초의료개혁 흐름에 따라 중국 내 실시간 만성질환 모니터링 시스템 구축 움직임이 활발하게 진행되고 있으며 이에 따라 다시 카트리지 공급을 위한 Joinstar와의 협업이 다시 강화될 가능성이 높아졌다. 바디텍메드는 2024년부터 Joinstar에 HbA1c(당화혈색소), 류마티스관절염, 갑상선, 자가면역질환 TDM 카트리지 등을 공급할 것으로 기대된다.

동물의약품 카트리지 매출 기대

25년 글로벌 유통망을 갖춘 기업에게 동물의약품 카트리지 공급을 기대해볼 만하다. 현재 바디텍메드는 글로벌 유통망을 보유한 회사와 동물의약품 진단 카트리지 및 장비 공급 OEM 계약을 논의 중이다. 공급 상품은 ichroma 1과 진단 카트리지 등이다. 현재 논의되고 있는 동물의약품 카트리지의 ASP는 4\$을 넘어설 것으로 예상되어 기존 ASP 2\$ 미만에 비해 단가도 높은 편이다. 동물의약품 사업이 본격화될 경우 높은 ASP 뿐만 아니라 카트리지 증산을 위한 추가적인 비용 변화도 크지 않아 동 사업이 가시화될 경우 바디텍메드는 다시 한번 성장할 수 있는 기회를 맞이할 것으로 예상된다.

밸류에이션 Re-rating

밸류에이션 Re-rating이 기대된다. 바디텍메드는 코로나 당시 빠르게 성장했던 진단 기업 중 성공적으로 제품 포트폴리오를 전환한 몇 안 되는 진단 기업 중 하나이다. 참고로 3Q23 누적 코로나 매출은 3.6% 수준이다. 그리고 코로나 시기에 설치되었던 진단 장비는 현재 카트리지 매출 증가의 배경이 되고 있다. 이와 같은 상황에서 중국 매출 재개나 동물의약품 카트리지 공급 등을 통해 수익성이 개선될 경우 밸류에이션 Re-rating도 충분히 가능하다고 판단한다. 예를 들어 현재 소모품 중심의 미용 의료 기기 사업을 영위하고 있는 클래스시스의 경우 24년 예상 P/E는 23.0배 수준인 반면 바디텍메드의 24년 예상 P/E인 12.7배이다. 중국 매출 확대와 동물의약품 카트리지 공급 등으로 수익성 개선의 가능성이 높아질 경우 이 같은 밸류에이션 차이는 좁혀질 수 있다고 판단한다.

3. 실적 추정

24년 매출 1,575억
OP390억 예상

바디텍메드의 24년 매출은 1,575억, 영업이익은 390억을 추정한다. 바디텍메드의 24년 실적 추정의 주요 가정은 1) 기존 카트리지 사업 YoY +160억 2) 중국 Joinstar향 매출 YoY +70억 3) 매출원가율은 전년과 유사한 40%, 4) 매출 대비 판관비율은 소폭 개선된 35%를 가정하였다. 이 중 중국 매출 규모 등에 따라 매출 추정치가 상향될 수 있다.

[도표 8] 바디텍메드 분기 & 연간 실적 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F		2022	2023F	2024F
매출액	295	350	349	345	375	384	401	415		1,181	1,338	1,575
QoQ(%)	2.1%	18.6%	-0.3%	-1.0%	8.7%	2.4%	4.4%	3.5%				
YoY(%)	-21.0%	44.9%	25.6%	19.5%	27.2%	9.9%	15.0%	20.3%		-25.1%	13.3%	17.7%
매출원가	120	139	140	138	150	154	162	168		472	538	634
(%)	40.6%	39.9%	40.3%	40.0%	40.1%	40.2%	40.3%	40.5%		40.0%	40.2%	40.3%
QoQ(%)	14.7%	16.6%	0.6%	-1.7%	9.0%	2.7%	4.7%	4.0%				
YoY(%)	-20.9%	38.4%	21.1%	32.3%	25.7%	10.7%	15.1%	21.8%		-20.4%	13.8%	18.0%
판관비	127	128	120	124	142	135	134	140		462	500	551
(%)	43.2%	36.7%	34.6%	35.9%	37.8%	35.1%	33.5%	33.7%		39.1%	37.4%	35.0%
QoQ(%)	18.2%	0.8%	-6.1%	2.9%	14.3%	-5.0%	-0.2%	4.1%				
YoY(%)	-4.5%	16.6%	8.7%	15.1%	11.4%	5.0%	11.6%	12.8%		-0.6%	8.3%	10.1%
영업이익	48	82	88	83	83	95	105	107		247	300	390
OPM	16.2%	23.4%	25.2%	24.1%	22.1%	24.7%	26.2%	25.8%		20.9%	22.5%	24.8%
QoQ(%)	-37.6%	71.0%	7.3%	-5.4%	-0.2%	14.6%	10.5%	1.9%				
YoY(%)	-46.2%	167.9%	73.0%	8.4%	73.3%	16.2%	19.6%	28.9%			21.8%	29.8%
순이익	57	65	94	74	74	85	94	96		253	290	349
(%)	19.2%	18.6%	27.0%	21.6%	19.8%	22.1%	23.3%	23.1%		21.4%	21.7%	22.1%
QoQ(%)	13.4%	14.6%	45.2%	-21.1%	-0.1%	14.1%	10.4%	2.6%				
YoY(%)	-37.2%	31.0%	49.0%	49.0%	31.2%	30.7%	-0.7%	29.0%			14.8%	20.2%

자료: 교보증권 리서치센터

4. 목표주가 산정

Peer 의료기기 회사로 클래시스 선정

바디텍메드에 대한 투자 의견 Buy, 목표주가는 26,000원을 제시한다. 바디텍메드의 24년 예상 EPS 1,419원에 목표 P/E 18.4배를 적용하였다. 목표 P/E의 기준은 국내 의료기기 회사 중 수익성 높은 소모품 기업인 클래시스의 24년 예상 P/E는 23.0배에서 20% 할인한 18.4배를 활용하였다. 20% 할인의 근거는 1) 클래시스(24E OPM 52.%)에 비해 상대적으로 낮은 수익성 2) 목표주가와외의 괴리율 등을 감안하였다. 다만 장비와 수익성 높은 카트리지 사업이라는 점에서 사업 구조가 유사하기 때문에 바디텍메드의 수익성 개선 가능성이 높아지면서 이러한 밸류에이션 차이가 줄어들 것으로 예상된다.

[도표 9] 목표주가 산정

회사	시가총액	24년 P/E	비교 Peer 선정
클래시스	2조 2,510억	23.0	

	24년 EPS	목표 P/E	목표주가
바디텍메드	1,419	23x0.8= 약 18.4배	26,110
목표주가			56,000

자료: 교보증권 리서치센터

[바디텍메드 206640]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	158	118	134	158	180
매출원가	59	47	54	63	73
매출총이익	98	71	80	94	107
매출총이익률 (%)	62.4	60.0	59.8	59.7	59.5
판매비와관리비	46	46	50	55	62
영업이익	52	25	30	39	45
영업이익률 (%)	32.9	20.9	22.4	24.8	25.2
EBITDA	58	32	37	46	53
EBITDA Margin (%)	36.8	27.2	27.9	29.4	29.2
영업외손익	4	2	6	5	5
관계기업손익	0	0	2	1	1
금융수익	5	5	5	5	5
금융비용	-1	-3	-2	-2	-2
기타	1	1	1	1	1
법인세비용차감전순이익	56	27	36	44	50
법인세비용	9	2	7	9	10
계속사업순이익	47	25	29	35	40
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	47	25	29	35	40
당기순이익률 (%)	30.1	21.4	21.7	22.1	22.4
비지배지분순이익	3	1	1	2	2
지배지분순이익	44	24	28	33	39
지배순이익률 (%)	28.1	20.5	20.7	21.2	21.4
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	1	-1	-1	-1	-1
포괄순이익	49	25	28	34	40
비지배지분포괄이익	3	1	1	1	2
지배지분포괄이익	45	24	27	33	38

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	50	23	24	28	34
당기순이익	47	25	29	35	40
비현금항목의 가감	20	10	9	12	13
감가상각비	5	7	7	7	7
외환손익	-1	1	-3	-3	-3
지분법평가손익	0	0	-2	-1	-1
기타	15	3	7	9	10
자산부채의 증감	-5	-5	-8	-11	-11
기타현금흐름	-12	-8	-7	-8	-9
투자활동 현금흐름	-16	-24	-9	-9	-9
투자자산	-3	-3	-1	-1	-1
유형자산	-18	-15	-7	-7	-7
기타	6	-6	-1	-1	-1
재무활동 현금흐름	-20	-10	-1	-2	-2
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	-5	2	2	2	2
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-5	-4	-3	-3	-3
기타	-10	-8	0	-1	-1
현금의 증감	15	-13	22	23	29
기초 현금	24	39	26	48	72
기말 현금	39	26	48	72	101
NOPLAT	44	23	24	31	36
FCF	27	11	17	21	26

자료: 바디텍메드, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	131	117	147	181	221
현금및현금성자산	39	26	48	72	101
매출채권 및 기타채권	27	24	27	31	35
재고자산	33	31	35	41	47
기타유동자산	32	36	37	37	38
비유동자산	61	78	78	79	79
유형자산	45	58	58	59	59
관계기업투자금	2	2	3	3	4
기타금융자산	6	9	9	9	9
기타비유동자산	8	9	8	7	7
자산총계	192	196	225	260	300
유동부채	27	16	17	18	18
매입채무 및 기타채무	13	8	8	9	9
차입금	2	4	4	4	4
유동성채무	2	2	3	3	3
기타유동부채	9	2	2	2	2
비유동부채	4	5	7	9	11
차입금	2	2	5	7	9
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	2	2	2	2	2
부채총계	31	21	24	27	29
자본총계	151	164	188	218	253
자본금	23	23	23	23	23
자본잉여금	20	20	20	20	20
이익잉여금	121	141	165	195	230
기타자본변동	-11	-18	-18	-18	-18
비지배지분	10	11	13	15	17
자본총계	161	175	201	233	271
총차입금	7	9	12	14	16

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	1,889	1,028	1,179	1,419	1,640
PER	8.9	10.0	17.4	12.9	11.2
BPS	6,433	6,964	8,003	9,281	10,781
PBR	2.6	1.5	2.6	2.0	1.7
EBITDAPS	2,468	1,369	1,590	1,971	2,242
EV/EBITDA	5.9	6.2	11.3	7.6	6.2
SPS	6,715	5,027	5,697	6,706	7,672
PSR	2.5	2.0	3.6	2.7	2.4
CFPS	1,130	448	730	874	1,109
DPS	200	150	150	150	150

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	9.4	-25.1	13.3	17.7	14.4
영업이익 증가율	-21.3	-52.5	21.6	30.0	16.4
순이익 증가율	-1.9	-46.7	14.7	20.3	15.6
수익성					
ROIC	54.3	23.3	21.6	25.8	27.9
ROA	24.9	12.5	13.2	13.7	13.8
ROE	32.7	15.4	15.8	16.4	16.3
안정성					
부채비율	19.2	11.9	12.0	11.5	10.8
순차입금비율	3.6	4.5	5.3	5.5	5.5
이자보상배율	264.3	121.0	108.8	119.4	120.3

Company Analysis

인바디 041830

January 17, 2024

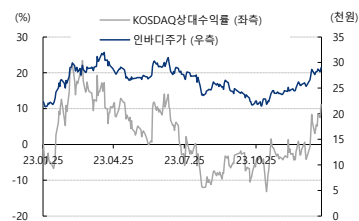
실적 성장에 솔루션 매출이 더해진다면?

Buy 신규
TP 41,000 원 신규

Company Data

현재가(01/16)	29,000 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	32,000 원
52 주 최저가(보통주)	20,250 원
KOSPI (01/16)	2,497.59p
KOSDAQ (01/16)	854.83p
자본금	68 억원
시가총액	3,968 억원
발행주식수(보통주)	1,368 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	6.2 만주
평균거래대금(60 일)	17 억원
외국인지분(보통주)	36.23%
주요주주	
차기철 외 7 인	28.70%
FIDELITY 외 9인	9.99%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	15.8	-0.2	42.5
상대주가	13.5	4.7	19.5



제약바이오 김정현

3771-9351

jh.kim@iprovest.com

글로벌 1위 체성분 분석기 회사, 인바디

인바디는 체성분 분석기 Inbody를 생산하는 의료기기 회사. 인바디의 주요 매출은 1) Inbody 시리즈 등 체성분 분석기 70% 2) 자동혈압계/가정용 기기 등 기타 30%로 구성. 국가별 매출 비중은 국내 22%, 미국 31%, 유럽 12% 일본 11%, 중국 8%, 기타 16% 등. 경쟁사 대비 고가를 받고 있는 체성분 분석기 경쟁력 덕분에 매출원가율은 20% 초반 수준에 불과. 매출 대비 판매비용은 50% 초반 수준이며 23년(e) OPM은 24.8% 추정

투자포인트 1) 미국 매출 2) 메디칼 매출 3) LB트레이너 등 소프트웨어 매출

인바디의 주요 투자포인트는 1) 24년 미국 매출 확대. 특히 24년에도 미군향 매출이 YoY 성장하며 24년 꾸준한 성장 이어나갈 것. 또한 2) 기존 피트니스/웰니스 중심의 제품에서 Inbody970/BWA 체성분분석기 등 메디칼 기기 매출 확대 기대. 메디칼 기기는 상대적으로 고가이고 경제적 해자도 큰 편. 3) LB트레이너, LB코퍼레이트 등 구독형 B2B 앱이 24년 출시 예정. 특히 LB트레이너는 기존 1억 개 이상의 체성분 데이터 바탕으로 PT 트레이너를 위한 체계화된 서비스 제공 예정. 3년 뒤인 26년 소프트웨어 매출 100억 기대.

투자의견 Buy, 목표주가 41,000원으로 커버리지 개시

인바디에 대한 투자의견 Buy, 목표주가는 41,000원을 제시. 인바디의 24년 예상 EPS 3,046원에 목표 P/E 13.6배를 적용. Peer 기업은 1) 국내 의료기기 회사 중 2) 시가총액이 1조 내외인 파마리서치/제이시스메디칼/유턜/비올 등으로 선정. 이들 4개 기업의 등의 24년 평균 P/E 15.1배에 인바디의 기기 중심의 사업구조를 감안하여 10%를 할인해 13.6배로 산정

Forecast earnings & Valuation

12월산(억원)	2021.12	2022.12	2023.12F	2024.12F	2025.12F
매출액(십억원)	138	160	171	194	216
YoY(%)	28.7	16.1	6.8	13.5	11.5
영업이익(십억원)	36	41	42	47	55
OP 마진(%)	26.1	25.6	24.6	24.2	25.5
순이익(십억원)	34	34	37	42	49
EPS(원)	2,487	2,471	2,719	3,046	3,573
YoY(%)	94.3	-0.6	10.0	12.0	17.3
PER(배)	9.3	8.2	9.3	9.5	8.1
PCR(배)	7.2	5.6	7.3	7.5	6.6
PBR(배)	1.7	1.3	1.4	1.4	1.2
EV/EBITDA(배)	6.1	4.2	5.0	4.9	3.6
ROE(%)	20.4	17.0	16.0	15.6	15.8

1. 기업 개요

글로벌 체성분 분석기 1위, 인바디

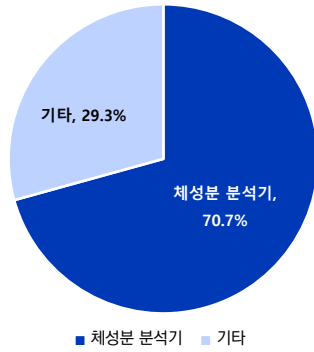
인바디는 1996년 바이오스페이스라는 이름으로 설립된 후 2000년에 KOSDAQ에 상장했다. 주력 제품은 체성분 분석기 Inbody 시리즈이며 전체 매출의 약 70%를 차지하며 이외에는 가정용 체성분분석기 등도 판매하고 있다. 인바디 제품은 국내에서 높은 기술력과 제품 경쟁력을 입증한 바 있다. 이미 국내 피트니스센터나 건강 관련 기관들은 동사 제품을 필수품처럼 구입하고 있으며 일반 소비자 대상 인바디 브랜드 인지도도 매우 높다. 그리고 다소 포화된 국내 시장을 넘어 이미 해외 100여 개국에 수출될 정도로 글로벌 진출도 활발히 진행되고 있다. 국가별 매출 비중은 국내 22%, 미국 31%, 유럽 12% 일본 11%, 중국 8%, 기타 16% 등으로 미국 매출이 이미 국내 매출 비중을 넘어선 상황이다. 이러한 수출 성장에 힘입어 2000년 상장 당시 51억에 불과했던 매출이 2023년(e) 1,710억까지 성장한 것이다. 이는 CAGR 기준 16.5% 수준으로 23년간 꾸준히 증가한 점은 창업자이자 현재 경영진의 경영 능력을 신뢰하게끔 한다. 22년부터는 고가의 인바디 장비인 770 등이 미 해병대 / 미 육군 등에 납품하면서 해외에 긍정적인 레퍼런스를 쌓고 있으며 특히 미국 매출이 꾸준히 확대되고 있다. 그리고 2024년에는 미국 수출 및 메디칼 매출 증가 등에 힘입어 다시 한 번 큰 폭의 매출 성장을 기대하고 있다.

[도표 1] 인바디의 연혁

일시	내용
1996.05	(주)바이오스페이스 설립
2000.12	KOSDAQ 상장
2002.03	천안공장 완공
2005.04	체성분분석기 전제품 InBody 시리즈로 브랜드 통합
2011.05	2012 한국거래소(KRX) 4년 연속 히든챔피언 선정
2014.09	(주)인바디 사명 변경
2015	연간 기준 최초로 매출 500억 넘어선 689억 기록
2017.10	천안 생산 공장 증축
2019	연간 기준 최초로 연매출 1,000억 넘어선 1,171억 기록
2021.10	천안 제2공장 설립
2022.04	이라미 대표이사 선임 및 차기철, 이라미 각자대표 체제 돌입

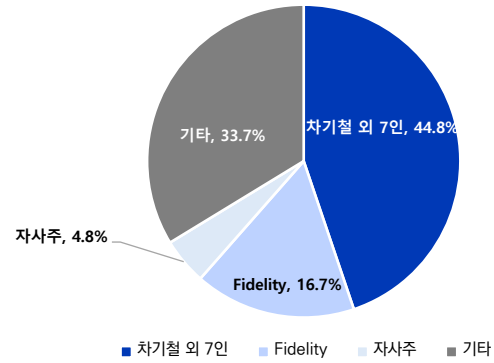
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] 인바디 제품별 매출 비중(3Q23 누적 기준)



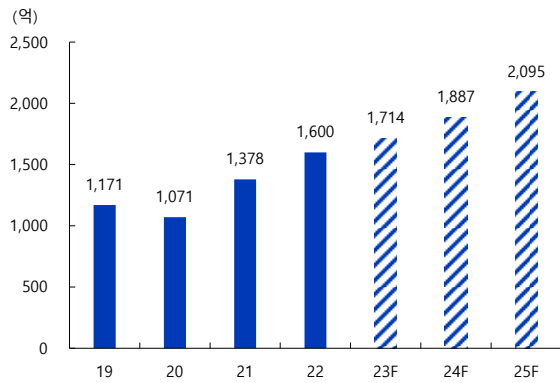
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 인바디 지분 구성(24년 1월 기준)



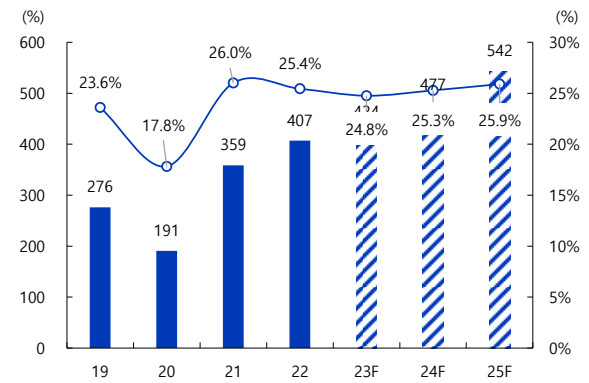
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 4] 인바디 연간 매출 (23년 이후 추정치)



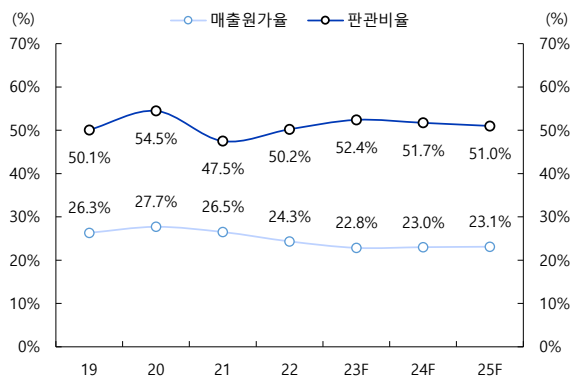
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 5] 인바디 연간 영업이익/OPM (23년 이후 추정치)



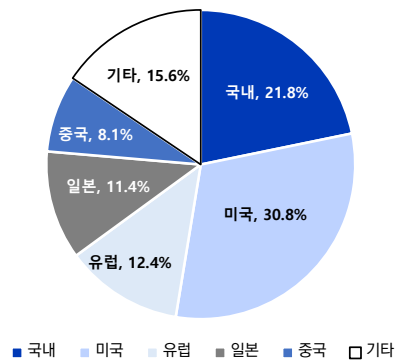
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 6] 인바디 매출원가율/판매비율(23년 이후 추정치)



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 7] 인바디 국가별 매출 비중(3Q23 누적 기준)



자료: 교보증권 리서치센터

2. 투자 포인트

3가지 키워드. 1) 미국 매출 확대 2) 메디칼 매출 확대 3) 솔루션 매출 확대

미국 매출 확대

미국 매출이 확대될 것으로 예상된다. 미국은 인바디의 가장 중요한 시장 중 하나이며 여전히 성장 가능성이 높다고 판단하고 있다. 그리고 국내 피트니스 센터 등에는 인바디 기기가 이미 필수품처럼 설치되어 있는 것에 비해 미국 지역에서는 여전히 침투율이 30% 이하인 것으로 추정되기 때문에 향후 성장 가능성도 높다. 특히 4Q22~1Q23 미국 해병대, 3Q23에는 미 육군 등에 공급하면서 긍정적인 레퍼런스를 쌓아나가고 있다. 24년에는 미군향 납품은 YoY로 확대될 것으로 예상되며 동시에 일반 피트니스 센터등에도 침투율이 더욱 확대될 것으로 예상된다. 이번 추정에서는 24년 미국 매출은 YoY +80억 증가할 것으로 예상했다.

메디칼 매출 확대

메디칼 매출 확대가 기대된다. 인바디는 기존 Inbody 시리즈 제품으로 웰니스/피트니스향 매출에 집중해왔으나 최근에는 하이엔드급 체성분 분석기인 Inbody970이나 체수분측정기 BWA 등을 통해 메디칼 매출에도 힘을 쏟고 있다. 이미 동 장비들은 최근 병원 등에서 활용도가 높아지며 체성분/체수분 분석 수요가 증가하고 있다. 특히 이러한 메디칼 장비는 진입장벽이 높고 독일/일본 경쟁 기업과의 가격 경쟁에서도 비교적 자유롭기 때문에 향후 수익성 개선에 큰 기여를 할 것으로 예상된다.

솔루션 매출 확대

소프트웨어 등 솔루션 매출도 기대된다. 24년 6월 트레이너용 앱 서비스인 LB트레이너 출시를 시작으로 24년 내 기업용 임직원 건강 관리 및 운동 솔루션인 LB코퍼레이트 등 그동안 쌓아왔던 체성분 데이터를 바탕으로 한 B2B 서비스가 출시될 예정이다. 현재 인바디의 매출에서는 하드웨어 매출 비중이 대다수를 차지하고 있으나 26년 100억원의 소프트웨어 매출을 목표로 하고 있다.

3. 실적 추정

다시 한번 고성장 2024년

24년 매출 1,939억
OP474억 예상

인바디의 24년 매출은 1,939억, 영업이익은 474억을 추정한다. 인바디의 24년 실적 추정의 주요 가정은 1) 미국 YoY +80억 2) 일본/동남아 YoY +60억 3) 중국 YoY +30억 4) 유럽 등 기타 +60억 등이며 5) 매출원가율/판매비율은 전년과 유사한 23%/53%를 가정하였다. 이 중 실적 추정치를 상향할 수 있는 요인 등은 미국향 혹은 메디칼 기기 등 ASP 높은 기기 판매 비중 확대시 수익성을 상향 추정할 수 있을 것이다.

[도표 8] 인바디 분기 & 연간 실적 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F		2022	2023F	2024F
매출액	430	407	448	425	443	475	495	526		1,600	1,709	1,939
QoQ(%)	-0.1%	-5.5%	10.1%	-5.0%	4.2%	7.2%	4.2%	6.3%				
YoY(%)	11.5%	3.1%	15.1%	-1.4%	3.0%	16.8%	10.6%	23.8%		16.1%	6.8%	13.4%
매출원가	104	92	93	102	102	109	114	121		389	390	446
(%)	24.1%	22.6%	20.7%	24.0%	23.0%	23.0%	23.0%	23.0%		24.3%	22.8%	23.0%
QoQ(%)	23.2%	-11.2%	0.8%	10.0%	-0.1%	7.2%	4.2%	6.3%				
YoY(%)	11.2%	-10.5%	-15.1%	21.3%	-1.7%	18.8%	22.8%	18.6%		6.6%	0.3%	14.2%
판매비	222	227	230	221	234	251	259	275		804	901	1,019
(%)	51.6%	55.9%	51.5%	52.0%	52.9%	52.8%	52.4%	52.2%		50.2%	52.7%	52.6%
QoQ(%)	-3.3%	2.4%	1.3%	-4.1%	6.0%	7.0%	3.4%	5.9%				
YoY(%)	25.1%	18.4%	12.8%	-3.8%	5.5%	10.3%	12.6%	24.2%		22.8%	12.1%	13.1%
영업이익	104	87	124	102	107	115	122	130		407	418	474
OPM	24.3%	21.4%	27.8%	24.0%	24.1%	24.2%	24.6%	24.8%		25.4%	24.5%	24.4%
QoQ(%)	-10.7%	-16.6%	42.8%	-18.0%	4.7%	7.7%	5.9%	7.1%				
YoY(%)	-9.3%	-12.4%	65.0%	-12.8%	2.2%	31.9%	-2.1%	27.9%			2.7%	13.4%
순이익	103	70	120	90	93	100	105	112		338	383	417
(%)	24.0%	17.2%	26.9%	21.1%	21.1%	21.0%	21.3%	21.4%		21.1%	22.4%	21.5%
QoQ(%)	74.5%	-32.4%	72.0%	-25.5%	4.3%	7.0%	5.5%	6.6%				
YoY(%)	2.8%	-19.0%	30.5%	51.1%	-9.7%	43.0%	-12.3%	25.4%			13.3%	8.9%

자료: 교보증권 리서치센터

4. 목표주가 산정

Peer 의료기기 기업으로
파마리서치/제이시스메
디칼/원텍/비올 선정

인바디에 대한 투자 의견 Buy, 목표주가는 41,000원을 제시한다. 목표주가 산정에는 인바디의 24년 예상 EPS 3,046원에 목표 P/E 13.6배를 적용하였다. Peer 기업의 기준은 1) 국내 의료기기 회사이며 2) 시가총액이 1조 내외의 기업인 파마리서치/제이시스메디칼/원텍/비올 등을 선정하였다. 이 4개 기업의 24년 평균 P/E 15.1배에 기기 매출 중심의 사업구조를 고려하여 10%를 할인해 13.6배를 계산하였다.

[도표 9] 목표주가 산정

회사	시가총액	24년 P/E	비교 Peer 선정
클래시스	2조 2,510 억	23.0	
파마리서치	1조 2,126 억	11.9	○
제이시스메디칼	8,014 억	17.4	○
원텍	7,786 억	14.0	○
비올	5,250 억	17.0	○
평균			15.1

	24년 EPS	목표 P/E	목표주가
JW 중외제약	3,046	15.1x0.9= 약 13.6 배	41,326
목표주가			41,000

자료: 교보증권 리서치센터

[인바디 041830]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	138	160	171	194	216
매출원가	37	39	39	45	50
매출총이익	101	121	132	149	166
매출총이익률 (%)	73.5	75.7	77.2	77.0	76.9
판매비와관리비	65	80	90	102	111
영업이익	36	41	42	47	55
영업이익률 (%)	26.0	25.4	24.5	24.4	25.5
EBITDA	40	46	46	51	58
EBITDA Margin (%)	29.2	28.8	27.1	26.4	27.0
영업외손익	3	2	4	5	6
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	3	5	5	6	7
금융비용	-2	-3	-1	-1	-1
기타	2	0	0	0	0
법인세비용차감전순이익	39	42	46	52	61
법인세비용	5	9	9	10	12
계속사업순이익	34	34	37	42	49
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	34	34	37	42	49
당기순이익률 (%)	24.7	21.1	21.8	21.5	22.6
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	34	34	37	42	49
지배순이익률 (%)	24.7	21.1	21.8	21.5	22.6
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	2	0	0	0	0
포괄순이익	35	34	38	42	49
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	36	34	38	42	49

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	30	30	39	39	46
당기순이익	34	34	37	42	49
비현금항목의 가감	10	16	10	11	11
감가상각비	4	5	4	4	3
외환손익	-1	1	-2	-2	-2
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	6	9	8	9	10
자산부채의 증감	-9	-12	-2	-6	-5
기타현금흐름	-4	-7	-7	-8	-8
투자활동 현금흐름	-25	-22	-2	-2	-2
투자자산	-2	-4	-2	-2	-2
유형자산	-11	-5	0	0	0
기타	-12	-13	0	0	0
재무활동 현금흐름	-4	-5	-7	-7	-7
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-2	-3	-4	-4	-4
기타	-2	-3	-3	-3	-3
현금의 증감	2	3	38	47	72
기초 현금	17	19	22	60	106
기말 현금	19	22	60	106	178
NOPLAT	31	32	34	38	44
FCF	15	20	36	36	42

자료: 인바디, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	110	135	177	230	308
현금및현금성자산	19	22	60	106	178
매출채권 및 기타채권	17	18	19	21	24
재고자산	18	28	30	34	38
기타유동자산	56	68	68	68	68
비유동자산	94	107	105	104	103
유형자산	72	75	71	67	64
관계기업투자금	1	3	6	8	10
기타금융자산	4	6	6	6	6
기타비유동자산	17	23	23	22	22
자산총계	204	243	282	333	410
유동부채	16	19	19	19	19
매입채무 및 기타채무	5	6	6	6	6
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	11	13	13	13	13
비유동부채	4	7	13	27	59
차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	4	7	13	27	59
부채총계	20	27	32	46	78
자본총계	184	215	249	286	331
자본금	7	7	7	7	7
자본잉여금	1	1	1	1	1
이익잉여금	188	219	252	290	335
기타자본변동	-12	-12	-12	-12	-12
비지배지분	0	1	1	1	1
자본총계	184	216	249	287	333
총차입금	2	4	10	24	56

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	2,487	2,471	2,719	3,046	3,573
PER	9.3	8.2	9.3	9.5	8.1
BPS	13,427	15,731	18,165	20,925	24,212
PBR	1.7	1.3	1.4	1.4	1.2
EBITDAPS	2,944	3,367	3,385	3,743	4,269
EV/EBITDA	6.1	4.2	5.0	4.9	3.6
SPS	10,073	11,693	12,489	14,170	15,800
PSR	2.3	1.7	2.0	2.0	1.8
CFPS	1,084	1,495	2,647	2,639	3,066
DPS	200	300	300	300	300

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	28.7	16.1	6.8	13.5	11.5
영업이익 증가율	87.7	13.5	2.7	13.4	16.5
순이익 증가율	93.6	-0.5	10.0	12.0	17.3
수익성					
ROIC	34.3	31.4	31.5	34.9	39.7
ROA	18.4	15.1	14.2	13.6	13.1
ROE	20.4	17.0	16.0	15.6	15.8
안정성					
부채비율	10.9	12.3	13.0	16.0	23.4
순차입금비율	0.9	1.8	3.6	7.1	13.6
이자보상배율	346.4	333.7	342.7	388.6	452.5

Company Analysis

유바이오로직스206650

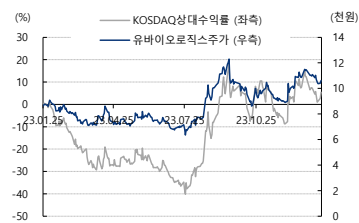
January 17, 2024

콜레라 백신 사업, 이제 확실히 돈 벌기 시작합니다

Buy 신규
TP 15,000 원 신규

Company Data	
현재가(01/16)	10,620 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	12,300 원
52 주 최저가(보통주)	6,350 원
KOSPI (01/16)	2,497.59p
KOSDAQ (01/16)	854.83p
자본금	182 억원
시가총액	3,872 억원
발행주식수(보통주)	3,645 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	34.1 만주
평균거래대금(60 일)	38 억원
외국인지분(보통주)	5.26%
주요주주	
바이오노트 외 2 인	17.31%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-2.6	53.9	14.9
상대주가	-4.5	61.4	-3.6



제약바이오 김정현

3771-9351

jh.kim@iprovest.com

백신 개발 전문 기업, 유바이오로직스

유바이오로직스는 2010년 3월에 설립된 기업. 설립 직후 경구용 콜레라 백신 개발에 나서 5년만인 2015년 상업화에 성공. 2016년부터는 콜레라 백신 유비콜의 본격적인 수출에 나섰으며 수출 물량은 꾸준히 늘어나 23년에는 약 650억 규모의 유비콜 매출 인식 기대. 매출 비중은 연간 30-40억의 CMO 매출을 제외하면 대부분 유비콜 매출 분. 콜레라 백신 이외에도 세균 감염성 질환인 장티푸스/수막구균 백신을 개발하고 있으며 바이러스성 질환인 대상포진/RSV 백신도 개발 중

투자포인트. 24년 실적 개선

유바이오로직스의 투자 포인트는 24년 큰 폭의 실적 개선. 동사의 주력 제품인 유비콜패밀리는 23년 매출 650억을 기록한 뒤 24년 매출 1,137억으로 크게 성장할 것으로 예상. 이러한 실적 개선의 이유는 Q(물량), P(가격)가 동시에 성장하기 때문. 유니세프는 콜레라 백신 주문량을 22년 3,110만, 23년 3,600만, 24년 4,900만 도즈로 매년 확대. 심지어 국제백신연구소에서는 콜레라 퇴치를 위해서는 연간 9,000만 도즈의 백신이 필요하다는 판단을 내리고 있기도 해. 또한 원부자재 가격 인상과 경쟁자 생산 중단 영향에 따라 유니세프향 공급가 역시 24년까지 3년 동안 매년 20%씩 인상되고 있는 점도 수익성 개선에 크게 기여.

투자포인트. 24년 실적 개선

유바이오로직스에 대한 투자 의견 Buy, 목표주가는 15,000원을 제시. 유바이오로직스의 24년 예상 EPS 823원에 목표 P/E 18.5배를 적용한 것. 목표 P/E의 근거가 되는 피어 그룹은 1) 국내 해외 수출 가능성이 있는 중대형 제약사 6곳으로 선정. 유바이오로직스의 판매 제품이 콜레라 백신 단일 제품인 점을 감안하여 이들 6개 제약사의 24년 평균 P/E 20.5배를 10%를 할인한 18.5배를 활용한 것.

Forecast earnings & Valuation

	2021.12	2022.12	2023.12F	2024.12F	2025.12F
12월산(억원)					
매출액(십억원)	39	55	68	117	128
YoY(%)	NA	40.8	22.6	71.6	10.0
영업이익(십억원)	-7	-4	4	30	35
OP 마진(%)	-17.9	-7.3	5.9	25.6	27.3
순이익(십억원)	-28	-3	2	30	35
EPS(원)	-778	-30	64	823	960
YoY(%)	0.0	적지	흑전	1,189.4	16.7
PER(배)	-45.1	-294.8	179.8	12.9	11.1
PCR(배)	588.6	20.5	21.9	8.9	8.3
PBR(배)	10.6	2.6	3.3	2.5	2.0
EV/EBITDA(배)	-1,880.4	78.4	39.4	9.9	8.2
ROE(%)	-46.0	-0.9	1.9	21.1	20.1

1. 기업 개요

콜레라 백신으로 24년 한글달태할 기업, 유바이오로직스

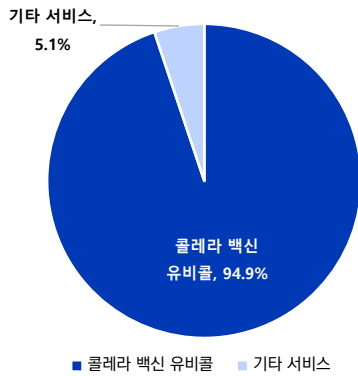
유바이오로직스는 2010년 3월 설립된 기업이다. 설립 후 IVI와의 협업으로 경구용 콜레라 백신 개발에 나섰으며 5년만인 2015년 콜레라 백신 상업화에 성공한다. 2016년부터 콜레라 백신 유비콜의 본격적인 수출에 나섰으며 수출 성과를 바탕으로 2017년 상장에도 성공한다. 이후 꾸준히 수출 물량을 늘려나갔다. 특히 20~21년에는 콜레라 백신이외에도 코로나 백신 EuCorVac 개발과 함께 투자자들의 큰 관심을 끌며 큰 폭의 주가 상승을 경험하기도 하였다. 23년에는 콜레라 백신 수출 확대에 실적 턴어라운드 예상되며 24년에는 콜레라 백신 가격, 공급 물량 동반 성장에 큰 폭의 실적 개선도 기대되고 있다.

[도표 1] 유바이오로직스의 연혁

일시	내용
2010.03	주식회사 유바이오로직스 설립
2010.09	국제백신연구소(IVI)와 경구용 콜레라백신(OCV, Oral Cholera Vaccine) 기술이전 계약
2012.07	OCV(유비콜®) 한국에서 임상 1 상 IND 승인
2014.08	OCV(유비콜®) 필리핀에서 임상 3 상 성공
2014.08	GHIF(게이츠재단 지원펀드) 투자 유치
2015.01.12	유비콜® 한국(MFDS) 수출허가, 유비콜® WHO PQ 인증
2016.10	유비콜 수출개시(아이티 1 백만 도스 외)
2017.01	코스닥 상장
2017.08	유비콜-플러스 WHO PQ 승인
2018.03-2019.04	춘천 제2공장(V Plant) 건설 착공 후 준공
2021.10	현대 최대주주인 바이오노트 5% 이상 지분 보유 최초 공시. 이후 17%까지 지분 확대
2021.12	유비콜 플러스 2 년간 총 6,710 만 (22 년 3,110 만/23 년 3,600 만) 도스 공급 계약 체결
2024.01	24 년 콜레라 백신 4,900 만 도스 공급 예정

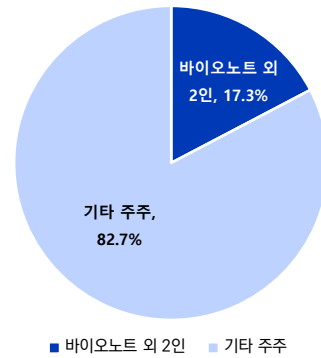
자료: Lonza, 교보증권 리서치센터

[도표 2] 유바이오로직스 제품별 매출 비중(2023년 기준)



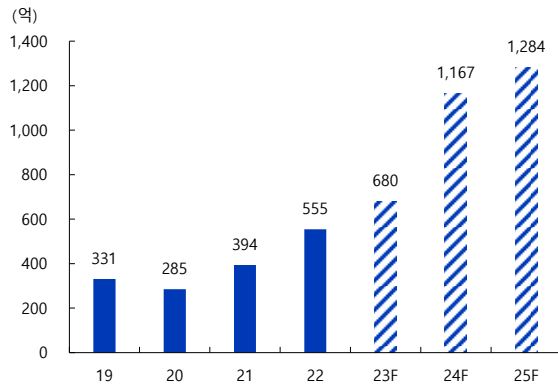
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 유바이오로직스 지분 구성(24년 1월 기준)



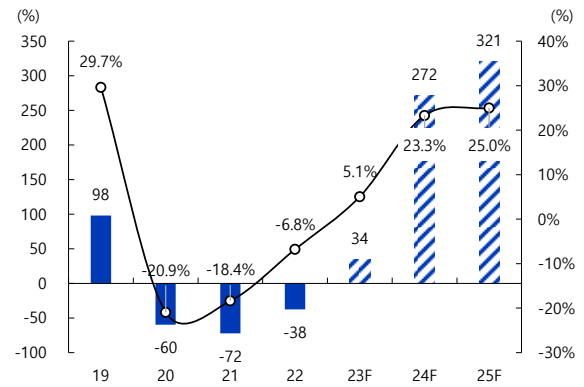
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 4] 유바이오로직스 연간 매출 (23년 이후 추정치)



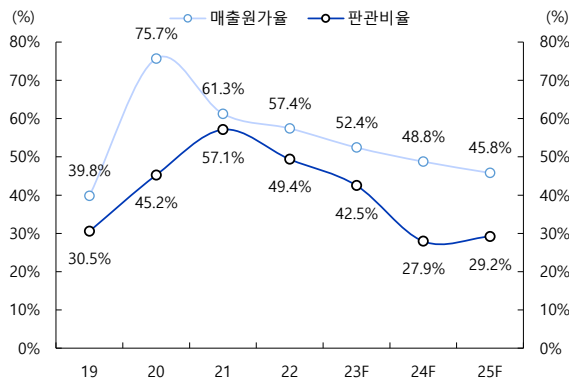
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 5] 유바이오로직스 연간 영업이익/OPM (23년 이후 추정치)



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 6] 유바이오로직스 매출원가율/판매비율(23년 이후 추정치)



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 7] 유바이오로직스 주요 제품



자료: 교보증권 리서치센터

2. 투자포인트

2.1. 콜레라 백신 유틸콜 매출 증가

콜레라 환자 수 급증

콜레라 환자 수는 급증하고 있으며 관련 외신 보도가 이어지고 있다. 예를 들어 WHO가 23년 9월에 발간한 보고서에 따르면 22년 전세계 콜레라 환자 수는 47.3만 명으로 21년 22.3만명 대비 2배 이상 증가했다. 또한 WHO는 콜레라로 인해 사망환자수는 매년 14.3만에 이를 수 있다고 경고하기도 했다. 콜레라 환자 수 급증의 원인으로는 1) 지역 분쟁 2) 기후변화 3) 제한적 인프라 투자 4) Covid 예방 활동 완화 등이 거론된다. 콜레라 환자 증가 원인은 다양하겠지만 환자 수가 증가하고 있는 점은 분명해 보인다.

콜레라 백신 재고 부족

콜레라 백신 재고는 이미 부족하다. WHO는 콜레라 백신 재고가 부족하다는 점을 이미 인지하고 있다. 특히 WHO는 콜레라 창궐에 대응하기 위해 22년 10월, 기존 2회 복용인 경구용 콜레라 백신을 1회 복용으로 제형을 변경하기도 하는 등 이미 콜레라 백신 수급이 원활하지 않다는 점을 인정하고 있다. 1회 용법의 예방 기간에 대한 증거는 부족하지만 질병 창궐에 대응하는 전략으로는 유효하다고 판단할 것이다. 이러한 대응은 재고 부족에 따른 임시방편으로 향후 유바이오로직스향 주문은 지속 증가할 것으로 예상된다.

경쟁사 생산 중단

유바이오로직스 이외 경쟁 콜레라 백신 기업이 생산을 중단했다. 현재 글로벌에서 코로나 백신은 유바이오로직스의 유틸콜과 Shantha Biotech(사노피 100% 자회사)의 Shanchol 등 2종이다. 그런데 Shantha Biotech은 22년 10월 콜레라 백신 Shanchol 생산을 중단하기로 했으며 재고를 통한 공급도 23년말에는 중단될 것이라고 밝혔다. 참고로 Shantha Biotech의 콜레라 백신 Shanchol은 유니세프의 전체 콜레라 백신 재고의 15%를 차지하고 있었다.

유바이오로직스 증산 준비 중

유바이오로직스는 콜레라 백신 쇼티지에 대비해 증산 준비를 마쳤다. 유바이오로직스 기존 1공장 설비는 DS 3,300만, DP 4,000만 초반 수준으로 가동되고 있으나 여기에 DS 3,300만 규모 2공장이 2Q24에 WHO PQ 인증을 기대하고 있다. DS 2공장이 승인될 경우 공급 가능한 DS 규모는 6,600만 도즈까지 증가하게 된다. 참고로 2공장 4,000만 초반의 DP 설비는 2H25년 준공 후 26년부터 본격 매출에 반영될 것으로 예상된다.

P,Q 동시 상향 구간

결론적으로 24년에는 유니세프로부터 주문받은 물량(Q)은 증가하고 가격(P)도 인상되었다. 21년 12월 공시한 유니세프로부터 수주한 연간 콜레라 백신 공급 규모는 22년/23년 각각 3,110만/3,600만이었으나 24년 연간 4,933만 도즈까지 증가했다. 특히 22년/23년 수주량의 약 90%가 실제 주문량으로 이어진 점을 고려할 때 24년 실제 매출 추정 가시성 역시 높을 것으로 예상된다. 또한 IVI는 콜레라 종식을 위해서는 연간 9,000만 도즈가 필요하다는 의견을 내기도 한 점을 고려할 때 당분간 공급량은 꾸준히 증가할 것으로 예상된다. 가격 역시 우호적이다. 기존 공급사의 백신 생산 중단에 따라 단독 공급자가 된 유바이오로직스는 23년에 이어 24년에도 평균 ASP를 약 20% 가량 인상시킨 상황이다. 향후 가격도 우호적으로 유지될 것으로 판단된다.

2.2. 26년 이후 장티푸스 백신, 수막구균 백신 매출 발생

장티푸스 백신 매출
26년 인식 기대

장티푸스 백신 EuTYPH-C는 26년부터 매출이 발생할 것으로 기대된다. EuTYPH-C는 현재 아프리카/WHO-PQ 3상을 완료한 상황이다. 이후 24년 국내 수출용 허가 신청 및 25년 WHO-PQ 인증을 거쳐 26년부터 판매될 것으로 기대되고 있다. 현재 기대하는 매출은 연간 200억 수준이다.

수막구균 백신 매출
27년 인식 기대

수막구균 백신 EuMCV도 27년 하반기부터 매출 발생을 기대하고 있다. 현재 5가 백신 1상이 진행되고 있으며 24년 2/3상 진입 후 27년 하반기부터 매출 발생을 기대하고 있다. 수막구균 5가 시장의 경우 연간 500~1,000억 정도의 매출을 기대하고 있다. 수막구균 예상 임상 비용은 약 300억이나 글로벌 기구에서 200억을 지원을 받아 동사가 부담하는 임상 비용은 100억 수준으로 부담이 크지 않다.

2.3. 바이러스 백신 개발 진행 중

바이러스 백신
개발 역량 보유

바이러스성 질환 백신은 세균성 질환 백신보다 개발이 상대적으로 까다로우나 유바이오로지스는 동 역량을 확보하고 있다. 실제 바이러스성 질환 백신은 유전 물질 변이가 빨라 개발이 어렵다. 유바이오로지스는 코로나 19백신 EuCorVac-19를 시작으로 본격적으로 바이러스성 질환 백신 개발 역량을 입증한 상황이며 현재는 대상포진 백신 HZV, 호흡기세포융합바이러스 (Respiratory Syncytial Virus, RSV) 백신 EuRSV 등을 개발하고 있다.

[도표 8] 유바이오로지스가 개발 중인 R&D 파이프라인

백신 플랫폼	개발제품	2020	2021	2022	2023	2024
세균백신 EuMCT	장티푸스 백신 EuTYPH-C	임상 3상(필리핀)		임상 3상 (아프리카/WHO-PQ)		26년 국내 수출용 허가 신청 25년 WHO-PQ 인증
	폐렴구균 백신 EuPCV	임상 1상		Partnering L/O		
	수막구균 백신 EuMCV	임상 1상(4가)		4가 해외업체 기술 이전 / 5가 24년 임상 2/3상 진행		
바이러스 백신 EuIMT + SNAP	코로나19 백신 EuCorVac-19	비임상	임상 1/2상	임상 3상		필리핀 품목허가 신청
	호흡기세포융합 바이러스 백신 EuRSV	후보물질 도출		공정개발	비임상	임상 1상 진행
	대상포진 백신 HZV	후보물질 도출		공정개발	비임상	임상 1상 진행
EuIMT	알츠하이머 백신 AD	후보물질 도출		공정개발	비임상	

자료: 교보증권 리서치센터 추정

3. 실적 추정

24년 매출 1,167억
영업이익 304억

유바이오로직스의 24년 매출은 1,167억, 영업이익은 304억을 추정한다. 유바이오로직스의 실적 추정의 주요 가정은 1) 유니세프가 주문한 4,900만 도즈 중 실제 4,600만 도즈를 실제 매출로 추정하였으며 판가는 1.9\$을 가정하였다. 2) 매출원가율은 생산 물량 증가 및 2공장 매출인식을 고려하여 5.2%p 감소할 것으로 가정하였으며 3) 판매비율은 YoY +8% 증가할 것으로 예상하였다. 이 중 실적 추정의 변경 가능성은 1) 유니세프의 콜레라 백신 실제 주문량 2) 생산량 증가 과정에서 추가로 하락할 수 있는 매출원가율 폭 등이다.

[도표 9] 유바이오로직스 분기 & 연간 실적 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F		2022	2023F	2024F
매출액	144	166	114	255	270	285	301	311		555	680	1,167
QoQ(%)	-17.4%	15.6%	-31.3%	123.0%	5.9%	5.6%	5.6%	3.3%				
YoY(%)	34.2%	14.3%	-10.4%	46.4%	87.6%	71.2%	163.3%	22.0%		40.8%	22.5%	71.7%
매출원가	68	79	79	130	132	137	140	142		319	356	551
(%)	47.5%	47.4%	69.2%	51.0%	49.0%	48.1%	46.5%	45.5%		57.4%	52.4%	47.2%
QoQ(%)	-42.6%	15.4%	0.3%	64.3%	1.7%	3.6%	2.1%	1.1%				
YoY(%)	7.0%	18.0%	15.3%	9.2%	93.5%	73.7%	76.9%	8.8%		32.0%	11.9%	54.5%
판매비	80	68	68	73	75	77	79	81		274	289	312
(%)	55.7%	40.6%	59.7%	28.6%	27.8%	27.0%	26.2%	26.0%		49.4%	42.5%	26.7%
QoQ(%)	-6.6%	-15.6%	0.9%	6.9%	2.8%	2.7%	2.6%	2.5%				
YoY(%)	72.8%	-7.6%	-0.4%	-15.0%	-6.4%	13.9%	15.8%	11.0%		21.7%	5.5%	8.0%
영업이익	-5	20	-33	52	63	71	82	88		-38	34	304
OPM	-3.2%	12.0%	-28.9%	20.4%	23.2%	24.9%	27.3%	28.5%		-6.8%	5.1%	26.1%
QoQ(%)	-85.2%	-538.8%	-265.8%	-257.4%	20.6%	13.1%	15.7%	7.9%				
YoY(%)	49.3%	255.7%	247.7%	-269.2%	-1481.1%	256.0%	-348.4%	70.2%		-191.1%		785.4%
순이익	-5	16	-34	47	61	69	80	86		-34	23	296
(%)	-3.7%	9.4%	-29.9%	18.4%	22.5%	24.2%	26.6%	27.8%		-6.2%	3.4%	25.4%
QoQ(%)	-85.4%	-393.8%	-319.4%	-237.3%	29.1%	13.5%	16.1%	8.1%				
YoY(%)	-20.6%	54.3%	2166.2%	-229.5%	-1243.1%	341.8%	-333.9%	84.0%		-167.1%		1183.7%

자료: 교보증권 리서치센터

4. 목표주가 산정

PEER 그룹으로 국내외
중대형 제약사 선정

유바이오로직스에 대한 투자의견 Buy, 목표주가는 15,000원을 제시한다. 유바이오로직스의 24년 예상 EPS 823원에 목표 P/E 18.5배를 적용하였다. 목표 P/E의 근거가 되는 피어 그룹은 1) 국내 해외 수출 가능성이 있는 중대형 제약사 6곳으로 선정하였다. 유바이오로직스의 콜레라 백신 단일 제품만을 판매 중인 점을 감안하여 이들 6개 제약사의 24년 평균 P/E 20.5배에 10%를 할인하여 18.5배를 활용하였다..

[도표 10] 목표주가 산정(비교 제약사)

회사	시가총액	24년 P/E	비교 Peer 선정
유한양행	4 조 7,976 억	35.6	
한미약품	4 조 2,460 억	28.6	
종근당	1 조 4,202 억	17.6	○
녹십자	1 조 3,299 억	43.8	○
대웅제약	1 조 2,907 억	16.5	○
HK 이노엔	1 조 2,267 억	17.0	○
동국제약	8,216 억	13.7	○
보령	7,872 억	14.6	○
평균			20.53

	24년 EPS	목표 P/E	목표주가
유바이오로직스	823	20.5x0.9= 약 18.5 배	15,184
목표주가			15,000

자료: 교보증권 리서치센터

[유바이오로직스 206650]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	39	55	68	117	128
매출원가	24	32	36	55	60
매출총이익	15	24	32	62	69
매출총이익률 (%)	38.7	42.6	47.6	52.8	53.5
판매비와관리비	22	27	29	31	34
영업이익	-7	-4	4	30	35
영업이익률 (%)	-18.4	-6.8	5.1	26.0	27.0
EBITDA	-1	4	10	36	40
EBITDA Margin (%)	-1.7	7.4	15.3	31.2	31.2
영업외손익	-24	0	-1	0	0
관계기업손익	0	0	-2	-2	-2
금융수익	1	4	4	4	5
금융비용	-23	-2	-1	-1	-1
기타	-1	-1	-1	-1	-1
법인세비용차감전순이익	-31	-3	2	30	35
법인세비용	-3	0	0	0	0
계속사업순이익	-28	-3	2	30	35
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-28	-3	2	30	35
당기순이익률 (%)	-71.2	-6.2	3.4	25.7	27.3
비지배지분순이익	0	-2	0	0	0
지배지분순이익	-28	-1	2	30	35
지배순이익률 (%)	-70.0	-2.0	3.4	25.7	27.3
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	-28	-3	3	30	35
비지배지분포괄이익	0	-2	2	24	28
지배지분포괄이익	-27	-1	1	6	7

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-8	6	14	27	45
당기순이익	-28	-3	2	30	35
비현금항목의 가감	30	17	17	15	14
감가상각비	6	8	7	6	5
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	2	2	2
기타	23	8	8	8	7
자산부채의 증감	-9	-7	-5	-19	-5
기타현금흐름	0	0	0	0	1
투자활동 현금흐름	-38	-2	-1	-1	-1
투자자산	-3	-2	-1	-1	-1
유형자산	-7	-9	0	0	0
기타	-28	9	0	0	0
재무활동 현금흐름	-1	1	0	1	1
단기차입금	-2	6	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	2	-5	0	1	1
현금의 증감	-47	5	6	16	34
기초 현금	0	7	11	17	33
기말 현금	-47	11	17	33	67
NOPLAT	-7	-4	4	30	35
FCF	-16	-12	5	18	35

자료: 유바이오로직스, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	54	41	49	84	122
현금및현금성자산	7	11	17	33	67
매출채권 및 기타채권	3	3	4	7	7
재고자산	15	18	22	38	42
기타유동자산	30	9	6	6	6
비유동자산	97	121	115	110	106
유형자산	70	73	66	60	55
관계기업투자금	4	5	6	7	8
기타금융자산	10	14	14	14	14
기타비유동자산	12	30	29	29	29
자산총계	150	162	164	194	228
유동부채	17	25	25	26	27
매입채무 및 기타채무	5	10	10	11	11
차입금	3	9	9	9	9
유동성채무	6	0	0	0	0
기타유동부채	4	6	6	6	7
비유동부채	16	18	18	18	18
차입금	4	4	4	4	4
사채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	12	14	14	14	14
부채총계	33	43	43	44	44
자본총계	120	125	127	157	192
자본금	18	18	18	18	18
자본잉여금	220	221	221	221	221
이익잉여금	-120	-121	-119	-89	-54
기타자본변동	2	6	6	6	6
비지배지분	-3	-5	-5	-6	-8
자본총계	117	119	122	150	184
총차입금	15	15	14	14	14

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	-778	-30	64	823	960
PER	-45.1	-294.8	179.8	12.9	11.1
BPS	3,308	3,416	3,479	4,302	5,262
PBR	10.6	2.6	3.3	2.5	2.0
EBITDAPS	-19	113	286	1,000	1,098
EV/EBITDA	-1,880.4	78.4	39.4	9.9	8.2
SPS	1,111	1,524	1,866	3,201	3,522
PSR	31.5	5.8	6.1	3.3	3.0
CFPS	-438	-325	142	493	962
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	NA	40.8	22.6	71.6	10.0
영업이익 증가율	NA	적지	흑전	768.6	14.1
순이익 증가율	NA	적지	흑전	1,189.6	16.7
수익성					
ROIC	-14.8	-3.9	3.2	26.8	29.2
ROA	-36.7	-0.7	1.4	16.7	16.6
ROE	-46.0	-0.9	1.9	21.1	20.1
안정성					
부채비율	28.3	35.7	35.0	29.0	24.1
순차입금비용	9.8	9.0	8.6	7.2	6.1
이자보상배율	-12.3	-14.8	14.1	122.6	139.9

Company Analysis

바이넥스053030

January 17, 2024

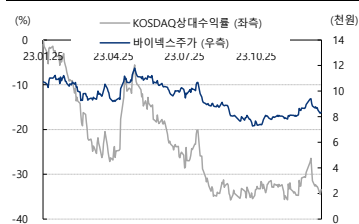
셀트리온과의 협업과 바이오텍 수요 회복의 콜라보

Buy 신규
TP 12,000 원 신규

Company Data

현재가(01/16)	8,350 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	11,800 원
52 주 최저가(보통주)	7,280 원
KOSPI (01/16)	2,497.59p
KOSDAQ (01/16)	854.83p
자본금	159 억원
시가총액	2,652 억원
발행주식수(보통주)	3,176 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	17.3 만주
평균거래대금(60 일)	15 억원
외국인지분(보통주)	4.47%
주요주주	
바이넥스홀딩스 외 2 인	11.07%
광동제약 외 1 인	5.01%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.0	-16.6	-24.4
상대주가	2.0	-12.5	-36.6



제약바이오 김정현

3771-9351

jh.kim@iprovest.com

2024년 한글달태할 중소형 CMO 기업, 바이넥스

바이넥스는 바이오의약품 CMO 사업과 케미칼 의약품 사업을 영위하는 제약사. 바이넥스의 주요 사업은 크게 1) 바이오 CMO 2) 케미칼 사업부 등으로 구성. 매출 비중은 23년 기준 바이오 45%, 케미칼 55% 등. 영업이익의 경우 22년까지는 바이오 68%, 케미칼 32%로 바이오 CMO 사업부가 수익성에 더 크게 기여했으나 23년에는 바이오텍들의 투자 부진으로 바이오 CMO 사업의 수익성이 부진할 것으로 예상되는 상황. 다만 두 사업부 중 투자자들의 큰 관심을 받는 것은 바이오 CMO 사업의 가치

투자포인트 1) 셀트리온과의 협업 확대 2) 바이오텍 CMO 수요 회복

투자포인트는 1) 셀트리온과의 협업 확대에 따른 상업용 의약품 생산과 2) 바이오텍 수요회복에 따른 24년 바이오 CMO 실적 회복. 1) 바이넥스는 이전까지 임상용 시료 생산에 집중해왔으나 1H24 상업용 의약품 생산을 위한 FDA 실사를 앞두고 있는 상황. 그 동안 임상용 의약품 중심 사업 구조에서 상업용 의약품 생산에 성공할 경우 CMO 기업으로서 한 단계 도약할 수 있는 기회가 될 것. 또한 2) 23년 바이오텍의 수요 위축에 따라 가동률이 하락하며 바이오 사업부의 실적이 부진했으나 24년부터는 다시 바이오텍 CMO 수요 회복과 함께 실적도 개선될 것.

투자의견 Buy, 목표주가 12,000원으로 커버리지 개시

바이넥스에 대한 투자의견 Buy, 목표주가는 12,000원을 제시. 바이넥스의 24년 예상 EPS 405원에 목표 P/E 28.9배를 적용. 바이넥스 피어 그룹으로 삼성바이오로직스를 제외하면 CMO 기업 찾기 어려워. 다만 바이넥스의 역사적인 주가 흐름이나 삼성바이오로직스의 24년 P/E 54.3배 고려할 때 바이넥스의 목표 P/E인 약 30배 내외의 P/E는 충분히 합리적인 것으로 판단. 또한 미국 중소형 CDMO인 Avid Bioservices가 매출 2,000억 규모, 영업 적자에 시총 5,000억 규모에서 거래 중인 점을 감안할 때 바이넥스의 목표 시총 3,800억은 무리 없는 수준

Forecast earnings & Valuation

12 결산(억원)	2021.12	2022.12	2023.12F	2024.12F	2025.12F
매출액(십억원)	134	157	166	184	203
YoY(%)	1.1	16.6	5.8	11.2	10.4
영업이익(십억원)	13	17	7	18	23
OP 마진(%)	9.7	10.8	4.2	9.8	11.3
순이익(십억원)	19	12	7	13	18
EPS(원)	601	392	214	405	569
YoY(%)	197.6	-34.8	-45.5	89.5	40.4
PER(배)	25.3	29.5	41.9	20.6	14.7
PCR(배)	22.9	13.4	18.9	11.1	9.5
PBR(배)	2.7	1.9	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA(배)	25.4	15.1	19.6	10.4	8.6
ROE(%)	10.8	6.7	3.5	6.3	8.2

1. 기업 개요

기업 체력이 완전히 바뀔 바이넥스

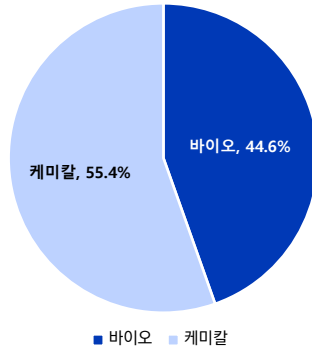
바이넥스는 1957년에 설립된 순천당제약사를 모태로 한 CDMO 전문 제약사이다. 바이넥스의 CDMO 사업은 크게 합성의약품과 바이오의약품으로 나눌 수 있다. 합성의약품 생산은 부산 공장을 통해 이뤄지고 있으며 기존 1,000억 매출 규모에서 23년 증설과 함께 3,000억 매출 규모로 3배 확대되었다. 바이오의약품 설비의 경우 송도와 오송에 각각 설비를 보유하고 있으며 송도 5,200L의 경우 한국생산기술연구원(산업통상자원부 산하기관) 소유로 바이넥스는 수탁경영 및 관리를 하고 있다. 오송 설비의 경우 한화케미칼의 설비를 600억 규모에 인수하면서 확보하였으며 전체 규모는 7,000L이다.

[도표 1] 바이넥스의 연혁

일시	내용
1957.12	순천당제약사(현재, 바이넥스) 설립
1985.06	순천당제약사 부산으로 본점 이전
2000.04	바이넥스로 상호 변경. 부산 합성의약품 생산시설 보유
2001.08	바이넥스 상장
2009.11	송도 공장(민간 위탁 경영) 운영 시작
2012.06	송도공장 증설 완료, 1,000L 4개, 500L 2개(1개 미생물), 200L 1개(미생물)
2015.09	한화케미칼의 오송 공장 600억원에 인수. 5,000L 1개, 1,000L 2개
2015.09	바이넥스 이혁중 대표 취임(현재 대표)
2020.12	440억 규모의 부산 공장(합성의약품) 증설 결정.
2023	부산 공장 증설 준공, 기존 제조시설 3배 규모

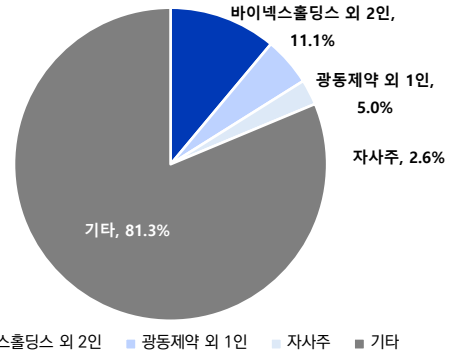
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] 바이넥스 제품별 매출 비중(2023년 기준)



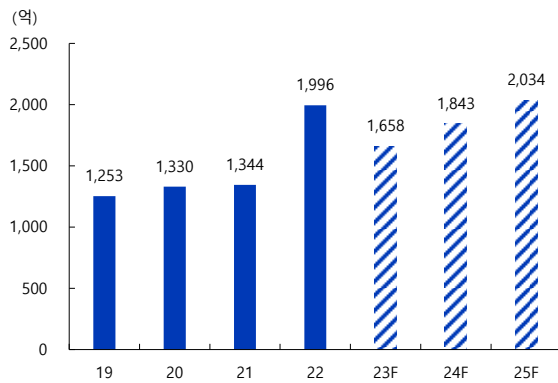
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 3] 바이넥스 지분 구성(24년 1월 기준)



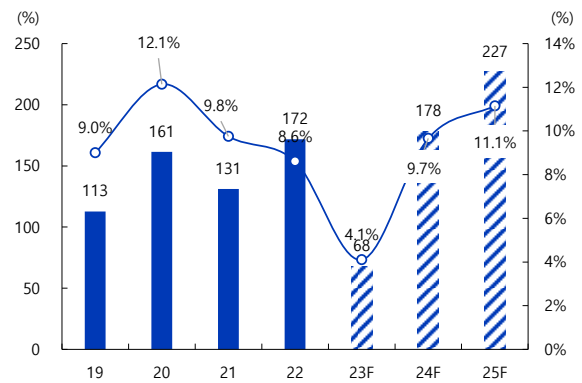
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 4] 바이넥스 연간 매출 (23년 이후 추정치)



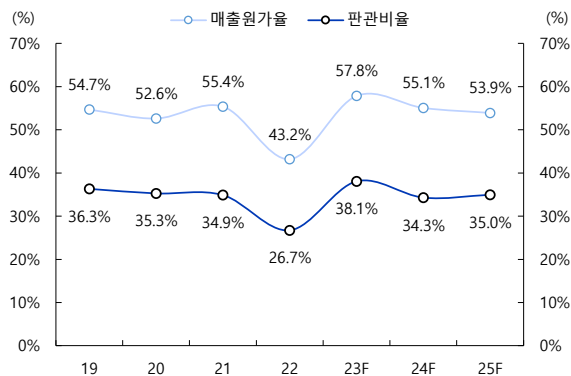
자료: 교보증권 리서치센터

[도표 5] 바이넥스 연간 영업이익/OPM (23년 이후 추정치)



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 6] 바이넥스 매출원가율/판관비율(23년 이후 추정치)



자료: 교보증권 리서치센터

[도표 7] 바이넥스의 주요 공장과 설비

오송 (바이오)	5,000L 1개, 1,000L 2개의 바이옱리액터로 구성 2015년 한화케미칼로부터 600억에 인수
송도 (바이오)	1,000L 4개, 500L 2개(1개 미생물), 200L 1개(미생물)로 구성 소유는 한국생산기술연구원, 경영/관리는 바이넥스 담당 위탁 경영/관리는 10년 단위 재계약
부산 (합성의약품)	2023년 증설로 기존 1,000억에서 3,000억으로 최대 생산량 증가 실제 매출은 YoY +10%씩 성장할 것으로 예상

자료: 교보증권 리서치센터

2. 투자포인트

2.1. 상업용 의약품 CMO 생산 임박

셀트리온과의 협업 결실 임박

바이넥스와 셀트리온의 협업이 결실을 맺을 때가 되었다. 바이넥스와 셀트리온은 21년 11월 CMO 국산화 업무 협약을 맺은 바 있다. 이후 관련 바이오시밀러 제품의 임상이 진행되었으며 최근 3상에서 비열등성과 안정성을 입증했다. 현재 바이넥스 송도 설비에 대한 FDA 실사가 1H24에 예정되어 있으며 만약 제품이 품목허가를 받을 경우 이는 바이넥스 최초의 상업용 바이오의약품 생산 사례가 된다. 그 동안 바이넥스의 바이오 CMO 사업은 다품종 소량생산 중심으로 경영되어 왔으나 이제는 FDA 승인 상업용 의약품 생산과 함께 새로운 성장의 계기로 삼을 수 있게 된다. 바이넥스가 이런 트랙 레코드는 다른 고객사와의 협업 확대를 위한 배경이 될 수 있다. 국내에서는 트랙레코드를 입증한 바이오의약품 CMO가 현저히 부족한 만큼 바이넥스의 존재감은 높아질 것이다.

2.2. 바이오텍 불황의 끝

셀트리온과의 협업 결실 임박

바이오텍의 CMO 주문 회복 시그널이 감지되고 있다. 국내 바이오텍의 주가는 21년초 고점을 형성한 후 22~23년 전반적인 하락세를 경험한 바 있다. 이러한 주가 하락은 추가적인 자본 조달에도 악영향을 주었으며 지금의 바이오텍의 자금 조달 난항은 결국 투자 축소로도 이어졌다. 이는 바이넥스의 3Q23까지의 바이오의약품 부문 실적에서도 고스란히 드러난다. 그런데 11월 이후 바이오텍들의 주가 회복과 함께 CMO 주문도 회복되고 있는 것으로 추정된다. 실적 부진의 원인이 바이오의약품 CMO 주문 감소였던 만큼 1H24에는 회복의 전기가 마련된 것으로 판단한다.

2.3. 안정적인 캐쉬카우, 부산 케미칼 공장

부산 케미칼 공장 증설 완료

합성의약품 CMO 설비인 부산 공장의 증설이 완료되었다. 20년 말 결정하였던 부산 공정 증설은 23년 준공되었다. 최대 매출 기준 CAPA는 기존 1,000억에서 현재 3,000억까지 확대되었다. 단기적으로 신규 설비의 Capa를 모두 채우는 것으로 어려우나 향후 점진적으로 매출이 증가할 것으로 예상된다. 지금까지 케미칼 사업부는 YoY +10% 내외의 성장을 꾸준히 기록해왔던 만큼 향후에도 꾸준히 성장세를 유지할 것으로 예상된다.

3. 실적 추정

24년 매출 1,843억
영업이익 178억 가정

바이넥스의 24년 매출은 1,843억, 영업이익은 178억을 추정한다. 바이넥스 실적 추정의 주요 가정은 1) 바이오 CMO 매출 YoY +19% 성장, 2) 케미칼 매출 YoY +5.2% 성장 3) 매출원가율은 바이오의약품 생산 배치 증가에 따른 효율성 개선 분을 감안하여 2.7%p 하락 4) 판매비율은 YoY 유지될 것으로 가정하였다.

[도표 8] 바이넥스 분기 & 연간 실적 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	482	395	316	465	441	452	468	482	1,996	1,658	1,843	2,034
QoQ(%)	16.2%	-18.0%	-20.0%	47.2%	-5.2%	2.5%	3.5%	3.0%				
YoY(%)	36.5%	-2.1%	-20.1%	12.1%	-8.5%	14.4%	48.1%	3.7%	48.5%	-16.9%	11.2%	10.4%
바이오	256	142	101	240	210	216	219	231	681	739	876	990
QoQ(%)	39.3%	-44.6%	-28.3%	136.5%	-12.5%	2.9%	1.4%	5.5%				
YoY(%)	88.0%	-27.3%	-39.2%	30.7%	-17.9%	52.5%	115.8%	-3.8%	16.6%	8.5%	18.6%	13.0%
케미칼	226	253	215	225	231	236	249	251	886	919	967	1,044
QoQ(%)	-2.1%	12.0%	-15.4%	4.9%	2.7%	2.2%	5.5%	0.8%				
YoY(%)	4.2%	21.3%	-6.1%	-2.6%	2.1%	-6.9%	16.1%	11.6%	16.6%	3.8%	5.2%	8.0%
매출원가	250	245	227	237	247	250	257	262	862	959	1,015	1,096
(%)	51.8%	62.0%	71.9%	51.0%	55.9%	55.2%	54.9%	54.3%	43.2%	57.8%	55.1%	53.9%
QoQ(%)	1.5%	-1.8%	-7.2%	4.4%	4.0%	1.2%	3.0%	1.9%				
YoY(%)	18.9%	25.3%	7.9%	-3.5%	-1.2%	1.9%	13.1%	10.4%	15.8%	11.3%	5.8%	8.1%
판매비	150	146	133	203	150	155	160	167	533	631	632	711
(%)	31.1%	36.9%	41.9%	43.6%	34.0%	34.3%	34.2%	34.6%	26.7%	38.1%	34.3%	35.0%
QoQ(%)	-9.1%	-2.7%	-9.2%	53.1%	-26.1%	3.3%	3.2%	4.4%				
YoY(%)	27.8%	15.1%	6.5%	23.0%	0.1%	6.3%	20.8%	-17.7%	13.8%	18.4%	0.1%	12.5%
영업이익	83	4	-44	25	40	43	46	49	172	68	178	227
OPM	17.1%	1.1%	-13.8%	5.4%	9.1%	9.5%	9.8%	10.2%	8.6%	4.1%	9.7%	11.1%
QoQ(%)	1913.9%	-94.9%	-1144%	-157.2%	60.0%	7.5%	7.0%	6.5%				
YoY(%)	218.2%	-94.9%	-172.4%	509.8%	-51.6%	926.3%	-205.2%	96.0%		-60.4%	161.7%	27.4%
바이오 OPM	67	-12	-58	3	24	25	27	29	117	0	105	148
OPM	26.2%	-8.5%	-57.1%	1.3%	11.4%	11.6%	12.3%	12.6%	17.1%	0.0%	12.0%	15.0%
QoQ(%)		-117.9%	383.3%	-105.2%	700.0%	4.2%	8.0%	7.4%				
YoY(%)					-64.2%	-308.3%	-146.6%	866.7%				41.4%
케미칼 OPM	16	16	14	25	16	18	19	20	55	68	73	78
OPM	7.0%	6.5%	6.5%	11.1%	6.9%	7.6%	7.6%	8.0%	6.2%	7.4%	7.5%	7.5%
QoQ(%)		4.0%	-15.4%	79.3%	-36.0%	12.5%	5.6%	5.3%				
YoY(%)					1.0%	9.3%	36.3%	-20.0%		23.6%	7.4%	7.3%
순이익	70	13	-55	47	28	30	33	35	124	76	126	177
(%)	14.6%	3.4%	-17.4%	10.1%	6.3%	6.7%	7.0%	7.3%	6.2%	4.6%	6.9%	8.7%
QoQ(%)	-7276%	-80.9%	-511.3%	-185.3%	-40.4%	8.6%	7.9%	7.3%				
YoY(%)	280.3%	-75.7%	-208.2%	-4896%	-60.2%	126.9%	-159.5%	-25.1%		-38.9%	67.2%	40.4%

자료: 교보증권 리서치센터

4. 목표주가 산정

목표 P/E 28.9배

바이넥스에 대한 투자 의견 Buy, 목표주가는 12,000원을 제시한다. 바이넥스의 24년 예상 EPS 405원에 목표 P/E 28.9배를 적용하였다. 바이넥스의 피어그룹은 CMO 기업으로 선정해야 하나 국내에는 삼성바이오로직스를 제외하면 아직 피어가 없다. 다만 바이넥스의 역사적인 주가 흐름이나 삼성바이오로직스의 24년 P/E 54.3배나 국내 대형 제약사인 유한양행 35.6배, 한미약품 28.6배 등을 고려할 때 바이넥스의 목표 P/E인 약 30배 내외의 P/E는 충분히 합리적일 것으로 판단한다. 또한 미국 중소형 CDMO인 Avid Bioservices가 매출 2,000억 규모, 영업 적자에 시총 5,000억 규모에서 거래 중인 점을 감안할 때 바이넥스의 목표 시총 3,800억은 무리 없는 수준

[도표 9 목표주가 산정(비교 제약사)]

회사	시가총액	24년 P/E	비교 Peer 선정
유한양행	4 조 7,976 억	35.6	○
한미약품	4 조 2,460 억	28.6	○
종근당	1 조 4,202 억	17.6	
녹십자	1 조 3,299 억	43.8	
대웅제약	1 조 2,907 억	16.5	
HK 이노엔	1 조 2,267 억	17.0	
동국제약	8,216 억	13.7	
보령	7,872 억	14.6	
평균			32.1

	24년 EPS	목표 P/E	목표주가
유바이오로직스	405	32.1x0.9= 약 28.9 배	11,700
목표주가			12,000

자료: 교보증권 리서치센터

[바이넥스 053030]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	134	157	166	184	203
매출원가	74	86	96	102	110
매출총이익	60	71	70	83	94
매출총이익률 (%)	44.6	45.0	42.2	44.9	46.1
판매비와관리비	47	53	63	65	71
영업이익	13	17	7	18	23
영업이익률 (%)	9.8	11.0	4.1	9.7	11.2
EBITDA	19	25	14	25	29
EBITDA Margin (%)	14.2	16.3	8.6	13.4	14.2
영업외손익	11	-2	2	-2	-1
관계기업손익	1	0	3	-1	0
금융수익	15	3	3	3	3
금융비용	-4	-6	-6	-6	-6
기타	0	1	1	1	1
법인세비용차감전순이익	24	15	8	16	22
법인세비용	5	3	2	3	4
계속사업순이익	19	12	7	13	18
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	19	12	7	13	18
당기순이익률 (%)	14.2	7.9	4.1	6.9	8.8
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	19	12	7	13	18
지배순이익률 (%)	14.2	7.9	4.1	7.0	8.9
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-6	-1	0	0	0
포괄순이익	13	11	7	13	18
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	13	11	7	13	18

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	29	17	12	18	21
당기순이익	19	12	7	13	18
비현금항목의 가감	2	15	8	12	12
감가상각비	6	6	5	5	5
외환손익	0	0	-1	-1	-1
지분법평가손익	-1	0	-3	1	0
기타	-3	9	7	8	8
자산부채의 증감	8	-9	-1	-4	-4
기타현금흐름	0	-1	-2	-3	-4
투자활동 현금흐름	-14	-39	-10	-11	-12
투자자산	7	-1	0	0	0
유형자산	-12	-26	-6	-6	-6
기타	-9	-12	-4	-5	-6
재무활동 현금흐름	-15	3	-3	-5	-5
단기차입금	-5	-2	-2	-2	-2
사채	0	-3	-3	-3	-3
장기차입금	-2	7	0	0	0
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	0	0	0	0	0
기타	-8	1	2	-1	-1
현금의 증감	-1	-19	17	-1	1
기초 현금	51	50	31	48	47
기말 현금	50	31	48	47	47
NOPLAT	10	14	6	14	18
FCF	12	-13	6	11	14

자료: 바이넥스, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	108	109	115	124	139
현금및현금성자산	50	31	48	47	47
매출채권 및 기타채권	18	24	27	31	38
재고자산	23	29	31	34	38
기타유동자산	17	25	10	12	16
비유동자산	164	189	187	186	186
유형자산	99	120	120	121	123
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타금융자산	51	48	48	48	48
기타비유동자산	14	22	19	17	16
자산총계	272	298	302	311	325
유동부채	33	98	99	97	96
매입채무 및 기타채무	14	16	17	17	18
차입금	5	54	52	51	49
유동성채무	0	0	3	3	3
기타유동부채	13	27	27	27	27
비유동부채	59	8	4	1	-1
차입금	0	0	0	0	0
사채	44	0	-3	-5	-8
기타비유동부채	15	8	7	6	6
부채총계	91	106	103	99	95
자본총계	180	192	198	211	229
자본금	16	16	16	16	16
자본잉여금	139	139	139	139	139
이익잉여금	30	42	49	62	80
기타자본변동	-8	-8	-8	-8	-8
비지배지분	1	1	1	1	1
자본총계	181	192	199	212	230
총차입금	56	56	53	48	44

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	601	392	214	405	569
PER	25.3	29.5	41.9	20.6	14.7
BPS	5,680	6,033	6,246	6,651	7,220
PBR	2.7	1.9	1.4	1.3	1.2
EBITDAPS	602	802	451	775	909
EV/EBITDA	25.4	15.1	19.6	10.4	8.6
SPS	4,232	4,933	5,220	5,803	6,404
PSR	3.6	2.3	1.7	1.4	1.3
CFPS	383	-415	181	350	450
DPS	0	0	0	0	0

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
성장성					
매출액 증가율	1.1	16.6	5.8	11.2	10.4
영업이익 증가율	-18.8	31.1	-60.4	161.8	27.5
순이익 증가율	199.7	-35.0	-45.5	89.5	40.4
수익성					
ROIC	8.3	10.0	3.5	9.0	10.9
ROA	7.0	4.4	2.3	4.2	5.7
ROE	10.8	6.7	3.5	6.3	8.2
안정성					
부채비율	50.4	55.2	51.7	46.6	41.2
순차입금비율	20.6	18.8	17.5	15.5	13.5
이자보상배율	7.8	8.3	3.4	9.8	13.6

JW 중외제약 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2024.01.17	매수	48,000							

자료: 교보증권 리서치센터

휴온스 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2024.01.17	매수	54,000							

자료: 교보증권 리서치센터

비텍 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2024.01.17	매수	46,000							

자료: 교보증권 리서치센터

바디텍메드 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2024.01.17	매수	26,000							

자료: 교보증권 리서치센터

인바디 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2024.01.17	매수	41,000							

자료: 교보증권 리서치센터

유바이오로직스 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2024.01.17	매수	15,000							

자료: 교보증권 리서치센터

바이넥스 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	최고/최저	일자	투자의견	목표주가	괴리율 평균	최고/최저
2024.01.17	매수	12,000							

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2023.12.29

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	94.2%	3.6%	2.2%	0.0%

[업종 투자의견]

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상

Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우

Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하