IPO

2018.01.25

유진투자증권

알리코제약(260660.KQ, IPO 예정)

상장 예정일: 2018.02.12 | 기관 수요예측: 2018.01.25 ~ 26



스몰캡 박종선
Tel. 368-6076 / jongsun.park@eugenefn.com
스몰캡 한상웅
Tel. 368-6139 / sangwoung@eugenefn.com

주요 제품



코자실탄 정 (고혈압, 당뇨병) | 삼바로틴 정 (관상동맥, 고지혈증) | 디오르반 정 (고혈압, 심부전)

Key Data

공모희망가(원)	10,000 ~ 13,000원
시가총액(십억원)	93.6. ~ 121.7
액면가(원)	500
자본금(십억원)	
-공모전	3.2
-공모후	4.7
공모후 주식수	9,360,575
유통가능주식수	2,633,480
보호예수기간	
최대주주 및 특수관계인	상장일로부터 6개월
벤처금융 및 전문투자자	상장일로부터 6개월
우리사주조합	상장일로부터 1년
상장주선인의무인수분	상장일로부터 3개월
소액주주	상장일로부터 6개월
주관증권사	아이비케이투자증권
공모후 주요주주(%)	
최대주주 및 특수관계인	59.1
공모주주(기관,일반)	22.6
우리사주조합	9.1
벤처금융 및 전문투자자	5.5
기타소액주주	2.9
상장주선인의무인수분	0.8

Financial Data

결산기(12월)	2016A	2017F	2018F
매출액(십억원)	48.1	71.0	89.4
영업이익(십억원)	4.0	9.7	12.9
세전계속사업이익(십억원)	2.6	7.8	12.2
당기순이익(십억원)	2.2	6.2	9.8
EPS(원)	-	-	1,046
증감률(%)	-	-	-
PER(배)	-	-	9.6 ~ 12.4
ROE(%)	-	-	-
PBR(배)	-	-	-

자료: 유진투자증권

CSO 기반으로 성장중인 제네릭의약품 제조업체

CSO 분야의 역량을 기반으로, 다변화된 사업 포트폴리오를 보유한 제약업체

- 1992년 12월 회사 설립, 2000년 5월 ㈜한국알리코팜으로 상호 변경, 2001년 5월 홍익제약 주식회사 합병, 2009년 9월 ㈜알리코제약으로 상호 변경, 2018년 2월 12일 코스닥 상장 예정
- 제네릭 의약품(전문의약품, 일반의약품)을 제조 및 판매하는 완제의약품업체로서 ①제네릭의약품의 국내 판매, ②타 제약사 제품 수탁생산(CMO 사업), ③동남아, 중남미 등 제네릭 해외수출, ④천연물 의약품 및 건강기능식품 개발 및 판매를 주요 사업으로 영위
- 매출비중(2016년 기준)은 전문의약품(ETC) 60.4%, 일반의약품(OTC) 10.4%, CMO 26.2%, 기타 0.2%
- 공모 후 주요주주(주식매수선택권 미반영): 최대주주 및 특수관계인 59.1%, 우리사주 9.1%, 벤처금융 및 전문투자자 5.5%, 기타소액주주 2.9%, 상장주선인의무인수분 0.8%, 공모주주 22.6%

투자포인트

- 1) CSO 비즈니스 역량 기반의 다각화된 사업 포트폴리오 보유: 동사는 2014년부터 CSO(Contract Sales Organization, 판매대행업체) 제도를 도입해 저비용 고효율의 영업망을 구축함. CSO 제도는 판매대행업체가 제약사의 직접 영업활동 시 발생하는 유통 및 인건비 비용을 최소화하고, CSO 업체의 현장경험과 영업전문성을 활용하여 매출을 증대시키는 영업 방식을 의미함. CSO 기반의 동사 비즈니스 모델의 지속적인 성장을 예상하는 것은 ① 2014년 100여개의 CSO 위탁업체에서 2017년 250여개로 고객사 확대가 지속되고 있고, ② CSO와 연계된 전문의약품의 매출비중이 꾸준히 증가(2014년 3.2% → 2015년 11.0% → 2016년 46.2%)하고 있기 때문임. 또한 ③ 일반의약품 대비 수익성이 높은 전문의약품의 매출비중이 확대(2014년 46.3% → 2015년 50.8% → 2016년 60.4%)되고, ④ 약 60여개 제약사의 CMO(Contract Manufacturing Organization, 수탁계약업체) 생산을 통해 확보한 설비 및 생산역량에 대한 레퍼런스 확보를 바탕으로 고객사 확대도 예상됨
- 2) 제네릭 및 신규 천연물 의약품 개발로 신규 성장 동력 확보: 내수중심의 시장인 제네릭 완제의약품시장에서는 다품목 소량 생산 체제를 기반으로 제품라인업을 확보하는 것이 주요 경쟁력임. ① 동사의 진천 공장은 GMP인증 시설로 이미 총 309개 품목에 관련한 생산역량을 보유하고 있고, ② 현재 진천에 제2공장 신축을 진행하고 있으며, 공장 증축 및 설비투자를 통해 신규 제네릭 제품 및 천연물 의약품 사업화 확대가 예상됨. ③ 우울증 치료제 제형개선을 통한 개량 신약과 같은 신규 제네릭 일부 제품은 동사가 시장독점권(우울증 치료제는 9개월)을 보유하고 있어, 개발완료 후 성장 잠재력이 높고, ④ 천연물 의약품도 KIST(한국과학기술연구원)과 공동개발을 통해 건강기능식품 등의 사업영역을 확대하는 점은 긍정적으로 평가함

2018년 기준 PER 9.6 ~ 12.4배 (공모가 밴드: 10,000 ~ 13,000원 기준)

- 공모희망가는 2018년 예상실적 기준(EPS 1,046원) PER 9.6 ~ 12.4배로 국내 유사업체(대원제약, 고려제약, 삼아제약 등) 평균 PER 14.1배 대비 11.8 ~ 32.1% 할인된 수준임
- 상장 후 유통가능 물량은 전체 주식수의 28.1% 수준으로 많지 않은 수준임
- 다만, EPS 계산에는 전환상환우선주 516,750주는 반영했으나, 주식매수선택권 284,000주는 미반영함. 주식매수선택권은 2차례에 걸쳐 부여됐으며, 1차 부여주식수 270,000주는 2019년 9월 8일, 2차 부여주식수 14,000주는 2019년 10월 16일부터 행사 가능하며, 행사가격은 4,400원임
- 또한 주관증권사에서는 당사의 IPO와 관련하여 초과배정옵션제도를 진행할 예정임. 초과배정 옵션은 공모주식수의 10%인 235,000주 범위 내에서 시행됨. 해당제도는 대표주관사가 주가하락시에 주식 매수를 통해 안정적인 주가를 유지하고, 주가상승시에는 초과배정을 통해 동사가 추가적인 자금조달이 가능한 점에 유의가 필요함

공모개요 및 보호예수 현황

도표 1 공모 개요 및 일정

희망공모가	10,000 ~ 13,000원	수요예측일	2018.01.25~2018.01.26
공모금액	235 ~ 306억원	공모청약일	2018.02.01~2018.02.02
공모주식수	2,350,000주	납입일	2018.02.06
상장후 주식수	9,360,575주	상장예정일	2018.02.12

자료: 유진투자증권
주: 전환상환우선준 516,750주 반영, 주식매수선택권 284,000주 미반영

도표 2 공모 후 주주 구성

주주명	주식수 ㈜	비중 (%)
최대주주 및 특수관계인	5,535,000	59.1
벤처금융 및 전문투자자	516,750	5.5
우리사주조합	854,545	9.1
상장주선인의무인수분	70,500	0.8
소액주주	268,780	2.9
공모주주(기관, 일반)	2,115,000	22.6
합계	9,360,575	100.0

자료: 투자설명서, 유진투자증권

도표 3 보호예수 및 예탁 현황

주주명	주식수 ㈜	비중 (%)	보호예수기간
최대주주 및 특수관계인	5,535,000	59.1	상장후 6개월
벤처금융 및 전문투자자	516,750	5.5	상장후 1개월
우리사주조합	391,095	4.2	상장후 1년
상장주선인의무인수분	70,500	0.8	상장후 3개월
소액주주	213,750	2.3	상장후 6개월
합계	6,727,095	71.9	

자료: 투자설명서, 유진투자증권

도표 4 유통가능 주식수

주주명	주식수 ㈜	비중 (%)
공모주주(기관, 일반)	2,115,000	22.6
우리사주조합	463,450	5.0
기존 소액주주 등	55,030	0.6
주식수	2,633,480	28.1

자료: 투자설명서, 유진투자증권

실적 전망 및 Valuation

도표 5 실적 추이 및 전망 (별도기준)

(십억원,%)	2008A	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017F	2018F
매출액	**29.1**	**32.9**	**40.1**	**34.5**	**33.4**	**28.7**	**29.6**	**32.9**	**48.1**	**71.0**	**89.4**
YoY(%)	*45.4*	*13.1*	*21.9*	*-14.1*	*-3.1*	*-14.0*	*3.2*	*11.0*	*46.2*	*45.4*	*13.1*
수익											
매출원가	14.7	17.7	22.6	17.6	18.3	15.6	14.6	15.6	20.7	28.2	35.1
매출총이익	14.4	15.2	17.5	16.9	15.1	13.1	15.1	17.3	27.4	42.8	54.4
판매관리비	12.4	13.1	14.1	14.5	13.3	10.9	12.8	16.0	23.4	33.1	41.5
영업이익	**2.1**	**2.1**	**3.4**	**2.4**	**1.8**	**2.2**	**2.2**	**1.2**	**4.0**	**9.7**	**12.9**
세전이익	**0.9**	**1.0**	**2.2**	**1.2**	**0.7**	**1.0**	**1.2**	**0.6**	**2.6**	**7.8**	**12.2**
당기순이익	**0.9**	**1.0**	**2.1**	**1.2**	**0.7**	**0.8**	**0.5**	**0.7**	**2.2**	**6.2**	**9.8**
이익률(%)											
매출원가율	50.4	53.8	56.3	51.0	54.8	54.3	49.2	47.5	43.0	39.7	39.2
매출총이익률	49.6	46.2	43.7	49.0	45.2	45.7	50.8	52.5	57.0	60.3	60.8
판매관리비율	42.5	39.7	35.1	42.1	39.8	38.0	43.3	48.8	48.6	46.6	46.4
영업이익률	7.1	6.5	8.6	6.9	5.4	7.7	7.5	3.8	8.4	13.7	14.4
세전이익률	3.1	3.2	5.6	3.5	2.2	3.6	4.1	1.7	5.4	10.9	13.6
당기순이익률	3.1	3.1	5.1	3.4	2.2	2.7	1.7	2.0	4.7	8.7	10.9

자료: 유진투자증권

도표 6 국내 유사기업 Valuation 비교

	비씨월드제약 200780	평균	대원제약 003220	고려제약 014570	삼아제약 009300
주력분야 (2018년 기준)	전문의약품 60.4%, 일반의약품 10.4%, CMO 26.2%, 수출 및 기타 0.2%		상/제품 72.1%, 코대원정 6.52%, 펠루비(서방)정 4.75%, 리피원정 4.43%, 오티렌(F)정 4.06%, 글래신시럽/정 3.14%, 프리비투스 2.74%	신경계용제 44.24%, 상품 20.64%, 기타 13.22%, 비타민 영양제 5.73%, 항생항균제 5.03%, 피부과용제 4.39%, 소화기계용제 2.36%, 해열진통소염제 2.17%	호흡기계 49.42%, 해열진통소염 16.61%, 항생제 12.89%, 피부기계 10.04%, 소화기계 6.96%, 순환내분비계 2.14%, 일반, 건기식 1.82%, 비뇨기계 0.12%
매출액(십억원)	89.4	140.0	298.8	55.3	65.9
영업이익(십억원)	12.9	18.0	38.4	6.1	9.6
영업이익률(%)	**14.4**	**12.8**	**12.9**	**11.0**	**14.6**
순이익(십억원)	9.8	14.4	28.4	5.0	9.9
순이익률(%)	10.9	11.2	9.5	9.0	15.0
PER(배)	**9.6 ~ 12.4**	**14.1**	**14.0**	**14.3**	**14.0**
시가총액(십억원)	93.6 ~ 121.7		398.6	88.8	113.4

참고: 2018.01.24 종가기준, 2018년 실적 기준. 단, 대원제약, 고려제약은 2016년 기준임
자료: 유진투자증권

CSO기반으로 안정적인 사업포트폴리오 보유

도표 7 주요 사업 부문: 전문의약품, 일반의약품 제조 및 제약 CMO를 통한 매출 포트폴리오 다각화



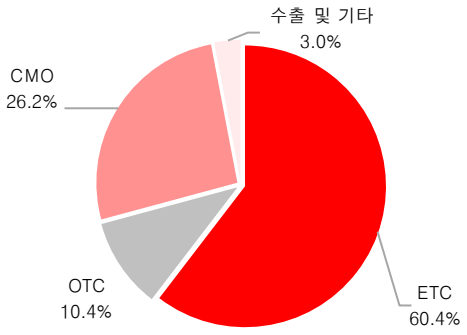
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 8 주요 연혁

연도	내용
1992.12	동산제약㈜ 설립
2000.05	㈜한국알리코팜으로 상호 변경
2001.05	홍익제약 주식회사 합병
2004.02	우수중소기업 보건복지부장관 표창
2008.10	GMP리모델링 준공
2009.09	알리코제약㈜로 상호 변경
2013.12	100만불 수출탑 수상(한국무역협회)
2015.06	스마투 유팜 MOU체결 (KIST)
2017.06	CSO위탁업체 250개 돌파
2018.02	코스닥 상장 예정(2/12)

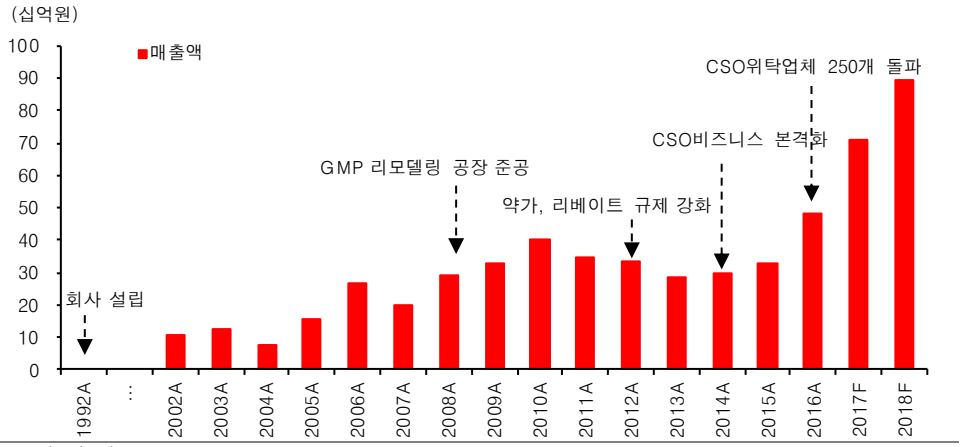
자료: 유진투자증권

도표 9 사업부문별 매출 비중(2016년 기준)



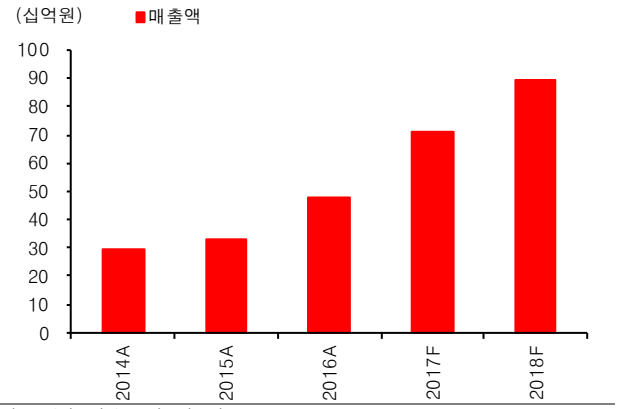
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 10 의약품 관련규제 변화로 CSO 비즈니스 성장가속화



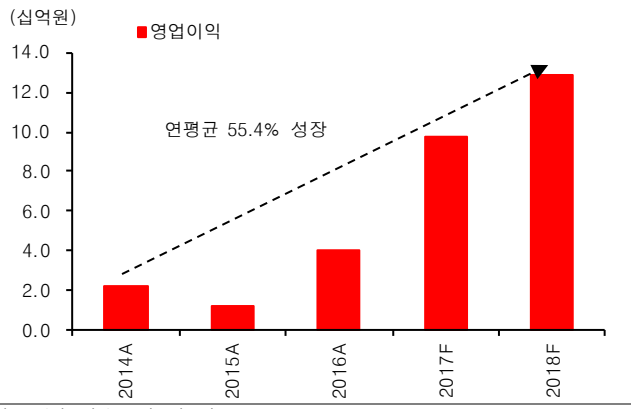
자료: 유진투자증권

도표 11 CSO 비즈니스 확대로 매출 성장



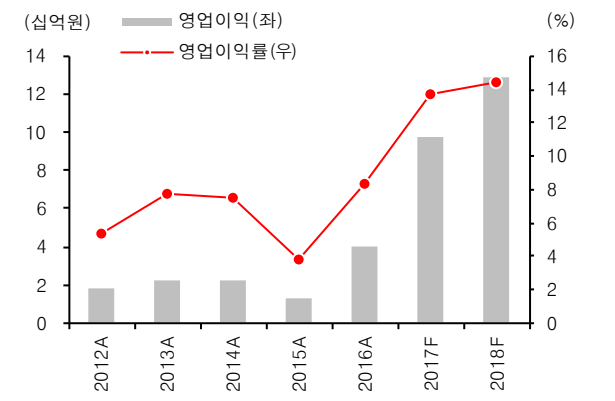
자료: 알리코제약, 유진투자증권

도표 12 영업이익 연평균 55.4% 증가



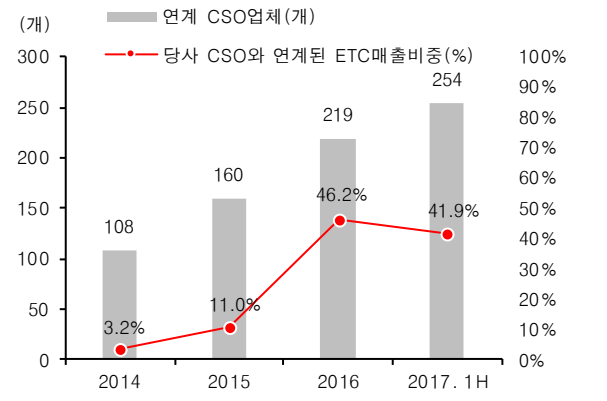
자료: 알리코제약, 유진투자증권

도표 13 매출액 성장으로 영업이익 개선



자료: 알리코제약, 유진투자증권

도표 14 당사 연계 CSO 증가 추이 및 전문의약품 매출 비중



자료: 알리코제약, 유진투자증권

CSO 비즈니스 및 연계 비즈니스를 통해 안정성 및 성장성 확보

도표 15 의약품 관련 규제 변화에 따른 비즈니스 모델 변화로 수혜 기대



자료: 유진투자증권

도표 16 CSO 제도란?

CSO(Contracts Sales Organization)정의

계약판매조직, 판매대행업체로
제품의 공동 프로모션을 위한 서비스 계약 방식
(리베이트 규제에 대한 대응 제도)

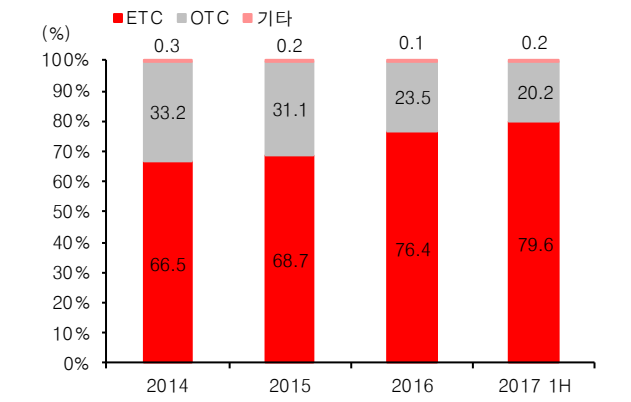
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 17 최적화된 CSO 제도

CSO 비즈니스의 적용으로 수익악화 사례	VS	CSO 비즈니스의 최적구현
그룹사간 내부거래 리베이트 비용 CSO 업체 전달		철저한 성과 중심 외부거래 CSO를 통한 마케팅비 절감

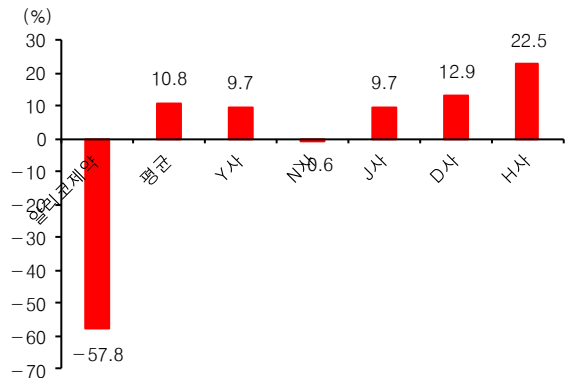
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 18 고수익의 전문의약품 매출 비중 증가



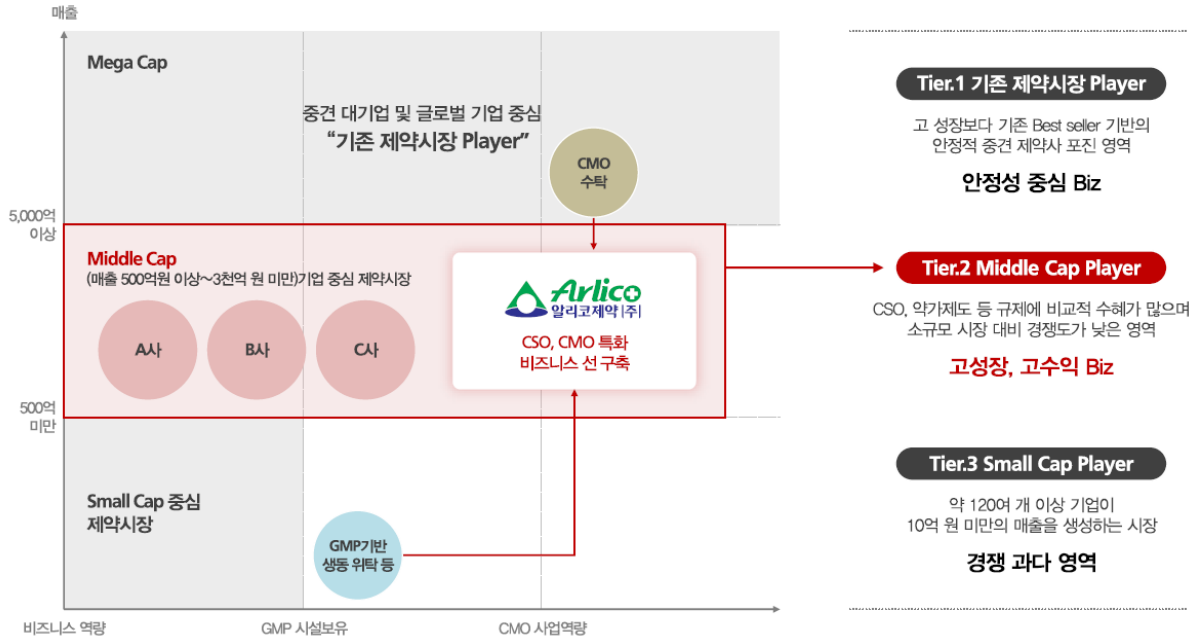
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 19 CSO 도입 제약사 판매촉진비 증감 현황



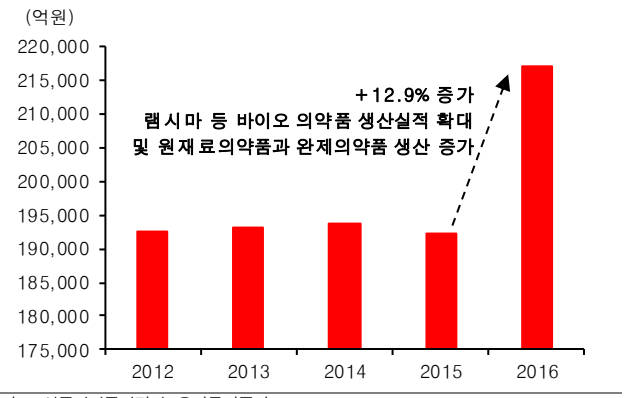
자료: IR Book, 유진투자증권, 주: 2015~2016년 비교

도표 20 고성장하는 제약산업 내 성장성 높은 마켓 포지션 확보



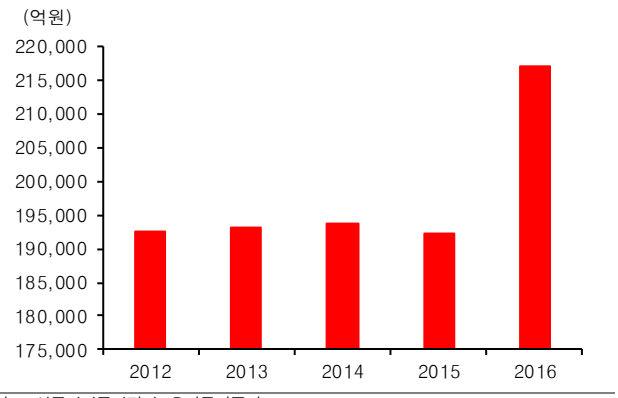
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 21 국내 의약품 시장규모



자료: 식품의약품안전처, 유진투자증권

도표 22 국내 의약품 생산 현황



자료: 식품의약품안전처, 유진투자증권

신규 제네릭 및 천연물 의약품 개발로 제2의 성장 모멘텀 확보 기대

도표 23 신규 제네릭 개발 및 일부 독점권을 통한 성장 잠재력 보유

영역	제품명	진행상황				
		품목선정	제제개발	생동/약동	허가완료	출시완료
2017	순환기용제	-	-	-	1	7
	알러지/호흡질환	-	-	-	1	1
	소염진통제	-	-	-		1
	기타	-	-	-	2	4
	합계	-	-	-	4	13
2018	순환기용제	-	-	1	-	-
	알러지/호흡질환	-	-	-	-	-
	소염진통제	-	-	-	-	-
	기타	1	3	1	-	-
	합계	1	3	2	-	-

(퍼스트 제네릭 제품출시 2017 하반기 5종, 2018 상반기 2종 예정)

자료: IR Book, 유진투자증권

도표 24 KIST와의 협업을 통한 천연물 의약품 사업화 전략



자료: IR Book, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간 : 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

		당사 투자의견 비율(%)
• STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
• BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	89%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	11%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2017.12.31 기준)