IPO

코스닥벤처

2020. 07. 23.



IT/5G 박종선
02)368-6076
jongsun.park@eugenefn.com

한국파마(032300.KQ, 신규상장 예정)

상장 예정일: 2020.08.10 | 기관 수요예측: 2020.07.22 ~ 23



주요 제품:



쿠에티 정
(정신분열증, 양극성장애)



바스티아 정
(알츠하이머형 치매)

Key Data

공모희망가(원)	6,500 ~ 8,500
시가총액(십억원)	70.9 ~ 92.7
액면가(원)	500
자본금(십억원)	
-공모전	3.8
-공모후	5.5
공모후 주식수	10,906,701
유통가능주식수	3,435,858
보호예수기간	
최대주주 등	상장 후 1 년
임원 12 인	상장 후 6 개월
우리사주조합	상장 후 1 년
의무인수분	상장 후 3 개월
주관증권사	미래에셋대우, SK 증권
공모후 주요주주(%)	
최대주주 등	66.2
우리사주조합	4.5
상장주선인	0.9
공모주주	28.4

Financial Data

결산기(12 월)	2018A	2019A	2020E
매출액(십억원)	60.5	66.1	75.0
영업이익(십억원)	5.7	7.2	9.2
세전계속사업손익(십억원)	4.8	7.0	7.9
당기순이익(십억원)	3.8	5.5	5.9
EPS(원)	-	-	545
PER(배)	-	-	11.9 ~ 15.61

▪ 46 년 업력을 보유한 정신신경, 소화기, 순환기 등의 전문의약품 생산업체

1974 년 9 월 민생제약사 인수, 1985 년 12 월 ㈜한국파마 법인 변경. 1990 년 향남제약단지 내 GMP(Good Manufacturing Practice) 공장 준공. **2020 년 8 월 10 일 코스닥 시장 상장 예정임**

사업 분야별 매출비중(2019 년 기준)은 **ETC(ethical, 전문의약품) 78.8%, CMO (Contract Manufacturing Organization, 의약품위탁생산기관) 19.7%**, 기타 1.5%를 차지함. ETC 부문 중에서는 정신신경계 43%, 소화기 12%, 순환기 9%, 항생항균 7%, 기타 처방의약품이 30%를 보였음. 정신신경계 전문의약품 내에서는 조현병치료제 29%, 치매치료제 29%, 항우울제 22%, 항전간제 7%, 항불안제 6%, 기타 7%임

공모 후 주주 비중은 최대주주 등 특수관계인 66.2%, 우리사주조합 4.5%, 상장주선인 0.9%, 공모주주 28.4%를 차지함

▪ 투자포인트 세 가지

1) 특화제품 차별화 및 신제품 출시로 ETC 매출 지속 상승 전망: ① **정신신경계, 소화기계 등 특화제품을 중심으로 다양한 질환군 대상 제품 포트폴리오를 구성하여 안정적인 실적 성장을 지속**하고 있음. ② 최근 **3 개년(2017~2019)간 총 32 개의 재네릭 신제품을 개발 판매**함. 신제품 매출이 지난해 매출의 10% 수준에 도달한 것도 긍정적임

2) 경쟁력 있는 제품 및 제형 등으로 꾸준한 성장하고 있는 CMO 매출: **EU GMP 인증 등을 기반으로 국내외 50 여 업체와 거래를 통해 꾸준한 실적을 달성**하고 있음. ① 품목별 Validation System 및 Automated Warehouse 등을 구축하여 제조관리 기준의 선진화와 완벽한 품질관리 체계 확보로 다양한 제품 군으로 확대하고 있음. ② 또한 외용액제, 연고크림제 등의 제형에 대한 EU GMP 승인완료도 긍정적임. ③ 성장하고 있는 CMO 사업 확대를 위해 생산설비 증설도 추진 중임

3) 개량 신약 개발 및 글로벌 신약 개발은 중장기 성장 모멘텀: ① Norgine, 먼디파마 등과 Co-Promotion 을 통해 우수한 오리지널 신약을 도입하여 지속적인 성장동력을 확보함. ② **축적된 노하우와 기술력, 산학협력 연계발전을 통해 차세대 신약 및 개량 신약**을 개발하고 있어 중장기적인 성장에 긍정적임

▪ 2020 년 기준 PER 11.9 ~ 15.6 배 수준

공모희망가(공모가 밴드: 6,500 ~ 8,500 원)는 2020 년 예상실적 기준 PER 11.9 ~ 15.6 배로 **국내 동종업체**(삼진제약, 유나이티드제약, 하나제약, 환인제약, 알리코제약, 삼아제약, 고려제약 등)의 **평균 PER 16.1 배(2019 년 기준) 대비 2.8 ~ 25.7% 할인된 수준임**

상장 후 유통가능 물량은 전체 주식수의 31.5%(344 만주)로 많지 않은 수준임

I. 공모개요 및 보호예수 현황

도표 1 공모 개요 및 일정

희망 공모가	6,500 ~ 8,500 원	수요예측일	2020.07.22 ~ 23
공모금액	211 ~ 276 억원	공모청약일	2020.07.29 ~ 30
공모주식수	3,243,000 주	납입일	2020.08.03
상장후 주식수	10,906,701 주	상장예정일	2020.08.10

자료: 증권신고서, 유진투자증권

도표 2 공모 후 주주 구성

주주명	주식수(주)	비중 (%)
최대주주 등	7,223,553	66.2
우리사주조합	492,858	4.5
상장주선인	97,290	0.9
공모주주	3,093,000	28.4
합계	10,906,701	100.0

자료: 증권신고서, 유진투자증권

도표 3 보호예수 및 예탁 현황

주주명	주식수(주)	비중 (%)	보호예수기간
최대주주 등	6,840,000	62.7	상장 후 1 년
임원 12 인	383,553	3.5	상장 후 6 개월
우리사주조합	150,000	1.4	상장 후 1 년
의무인수분	97,290	0.9	상장 후 3 개월
합계	7,470,843	68.5	

자료: 증권신고서, 유진투자증권

도표 4 유통 가능 주식 수

주주명	주식수(주)	비중 (%)
우리사주조합	342,858	3.1
공모 주주	3,093,000	28.4
합계	3,435,858	31.5

자료: 증권신고서, 유진투자증권

도표 5 상장 후 유통가능 및 매도금지물량

구 분		관계	주주명	종류	공모 전 주식수	공모 전 지분율	공모 후 주식수	공모 후 지분율	매각제한기간
유통제한 물량	최대주주등	**최대주주**	**박재돈**	**보통주**	**2,840,000**	**31.12%**	**2,840,000**	**26.04%**	상장일로부터 1 년
		대표이사	**박은희**	**보통주**	**1,720,000**	**18.85%**	**1,720,000**	**15.77%**	
		특수관계인	박진석	보통주	1,560,000	17.09%	-	-	-
		특수관계인	박윤석	보통주	1,500,000	16.44%	1,500,000	13.75%	상장일로부터 1 년
		특수관계인	박근희	보통주	780,000	8.55%	780,000	7.15%	
		임원	박용기외 12 인	보통주	383,553	4.20%	383,553	3.52%	상장일로부터 6 개월
		최대주주등 소계			8,783,553	96.24%	7,223,553	66.23%	-
	기타	우리사주조합(공모배정분)		보통주	-	-	150,000	1.38%	상장일로부터 1 년
		의무인수분		보통주	-	-	97,290	0.89%	상장일로부터 3 개월
	유통제한물량 소계				8,783,553	96.24%	7,373,553	68.50%	-
상장직후 유통가능 물량	기존	우리사주조합(사전배정분)		보통주	342,858	3.76%	342,858	3.14%	-
	-	-	IPO 공모주주	보통주	-	-	3,093,000	28.36%	-
	상장직후 유통가능물량 소계				342,858	3.76%	3,435,858	31.50%	-
합계					9,126,411	100.00%	10,906,701	100.00%	-

주1) 유통가능물량은 공모주식수 변동 및 수요예측 시 기관투자자의 의무보유확약, 청약 시 배정군별 배정주식수 변경 등이 발생할 경우 변동될 수 있습니다.
자료: 증권신고서, 유진투자증권

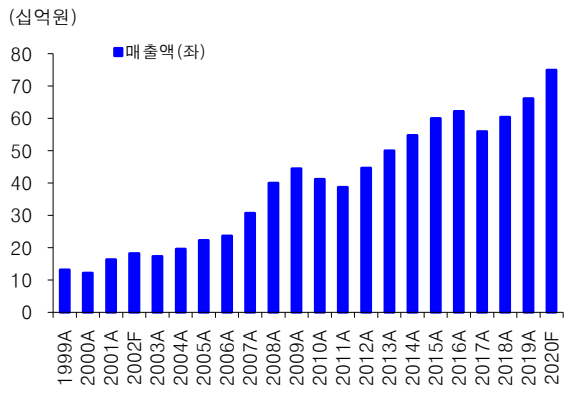
II. 실적 추이 및 전망

도표 6 연간 실적 전망 (별도 기준)

(십억원,%)	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020F
매출액	**41.2**	**38.8**	**44.7**	**50.1**	**54.8**	**60.1**	**62.2**	**56.0**	**60.5**	**66.1**	**75.0**
증가율(yoy,%)	*-7.5*	*-5.9*	*15.5*	*11.9*	*9.6*	*9.5*	*3.5*	*-9.9*	*8.0*	*9.4*	*13.4*
제품별 매출액											
정신신경	-	-	-	-	-	-	-	26.7	25.6	27.1	28.1
소화기	-	-	-	-	-	-	-	5.2	5.9	7.3	10.0
순환기	-	-	-	-	-	-	-	5.2	5.5	5.7	6.2
항생항균	-	-	-	-	-	-	-	5.2	4.9	4.2	3.4
기타 제품	-	-	-	-	-	-	-	17.1	19.0	18.6	20.3
상품 매출	-	-	-	-	-	-	-	0.2	0.8	0.4	1.1
기타 매출	-	-	-	-	-	-	-	6.6	7.0	9.8	11.7
매출 조정	-	-	-	-	-	-	-	-10.2	-8.3	-7.0	-5.8
매출 비중(%)											
정신신경	-	-	-	-	-	-	-	47.7	42.3	41.0	37.5
소화기	-	-	-	-	-	-	-	9.2	9.8	11.0	13.4
순환기	-	-	-	-	-	-	-	9.2	9.2	8.5	8.3
항생항균	-	-	-	-	-	-	-	9.4	8.2	6.4	4.5
기타 제품	-	-	-	-	-	-	-	30.6	31.4	28.2	27.1
상품 매출	-	-	-	-	-	-	-	0.4	1.4	0.5	1.4
기타 매출	-	-	-	-	-	-	-	11.7	11.5	14.9	15.6
매출 조정	-	-	-	-	-	-	-	-18.2	-13.7	-10.6	-7.7
수익											
영업이익	**2.8**	**3.5**	**4.2**	**5.6**	**7.7**	**6.5**	**6.7**	**4.4**	**5.7**	**7.2**	**9.2**
세전이익	**0.6**	**1.9**	**2.9**	**4.5**	**6.9**	**6.1**	**3.3**	**3.2**	**4.8**	**7.0**	**7.9**
당기순이익	**-4.3**	**1.6**	**2.3**	**2.9**	**5.2**	**4.3**	**-0.5**	**2.5**	**3.8**	**5.5**	**5.9**
이익률(%)											
영업이익률	**6.9**	**9.1**	**9.3**	**11.2**	**14.1**	**10.8**	**10.8**	**7.9**	**9.4**	**10.9**	**12.3**
세전이익률	**1.4**	**4.9**	**6.5**	**8.9**	**12.5**	**10.1**	**5.3**	**5.7**	**7.9**	**10.5**	**10.6**
순이익률	**-10.4**	**4.1**	**5.1**	**5.9**	**9.6**	**7.2**	**-0.7**	**4.5**	**6.3**	**8.4**	**7.9**

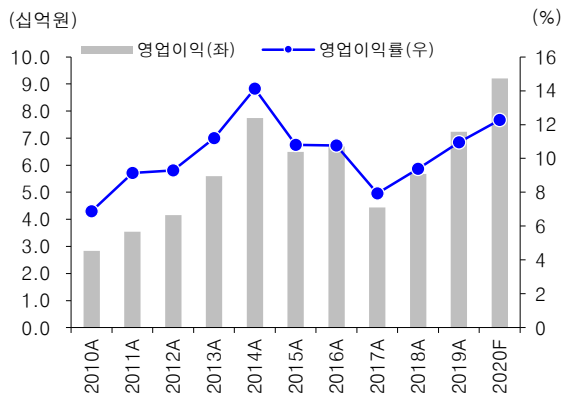
자료: 한국파마, 유진투자증권

도표 7 안정적인 실적 성장 지속 중



자료: 유진투자증권

도표 8 매출 성장과 함께 높은 수익성 유지 전망



자료: 유진투자증권

III. Peer Valuation

도표 9 국내외 동종 및 유사업체 Peer Group 비교

	평균	삼진제약	유나이티드제약	하나제약	환인제약	알리코제약	삼아제약	고려제약
		A005500	A033270	A293480	A016580	A260660	A009300	A014570
주가		29,900	24,600	22,150	15,500	15,000	20,750	12,400
시가총액(십억원)		**415.6**	**399.3**	**358.8**	**288.3**	**147.2**	**132.2**	**136.4**
PER(배)								
FY18A	25.6	21.9	11.7	11.4	16.6	94.4	11.4	12.1
FY19A	16.1	30.7	9.6	12.9	15.4	13.6	10.0	20.3
FY20F	**14.7**	**-**	**16.2**	**13.1**	**-**	**-**	**-**	**-**
FY21F	**12.8**	**-**	**13.8**	**11.8**	**-**	**-**	**-**	**-**
PBR(배)								
FY18A	2.0	2.5	1.5	1.8	1.1	1.9	0.6	1.3
FY19A	1.3	1.6	1.1	1.6	0.9	1.9	0.6	1.2
FY20F	**-**	**-**	**-**	**1.4**	**-**	**-**	**-**	**-**
FY21F	**-**	**-**	**-**	**1.3**	**-**	**-**	**-**	**-**
매출액(십억원)								
FY18A		260.0	211.9	152.8	154.7	95.3	67.0	52.0
FY19A		241.9	221.3	166.4	159.2	115.8	71.6	55.5
FY20F		0.0	218.5	170.7	0.0	-	-	-
FY21F		0.0	236.6	186.1	0.0	-	-	-
영업이익(십억원)								
FY18A		59.5	37.8	33.6	27.3	7.4	9.4	3.5
FY19A		44.1	34.5	33.6	26.2	12.5	10.4	3.4
FY20F		-	30.0	32.3	-	-	-	-
FY21F		-	35.2	35.2	-	-	-	-
영업이익률(%)								
FY18A	20.4	22.9	17.8	22.0	17.7	7.7	14.0	6.8
FY19A	16.9	18.2	15.6	20.2	16.4	10.8	14.5	6.2
FY20F	6.9	-	13.7	18.9	-	-	-	-
FY21F	7.4	-	14.9	18.9	-	-	-	-
순이익(십억원)								
FY18A		25.5	31.7	26.2	21.5	1.2	8.8	6.6
FY19A		11.3	30.9	28.3	18.6	10.0	10.2	3.9
FY20F		-	24.7	27.3	-	-	-	-
FY21F		-	28.9	30.4	-	-	-	-
EV/EBITDA(배)								
FY18A	7.6	8.0	7.2	7.3	8.7	33.4	4.5	7.7
FY19A	8.5	11.5	5.6	7.6	5.9	8.7	4.0	12.1
FY20F	-	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
FY21F	-	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**	**-**
ROE(%)								
FY18A	13.9	13.0	14.7	18.3	8.6	3.0	5.6	11.0
FY19A	9.2	5.7	12.8	13.3	0.0	15.1	0.0	6.1
FY20F	-	-	-	11.8	-	-	-	-
FY21F	-	-	-	11.9	-	-	-	-

자료: Quantwise, 유진투자증권
참고: 2020.07.22 종가 기준, 컨센서스 적용

IV. 회사 소개

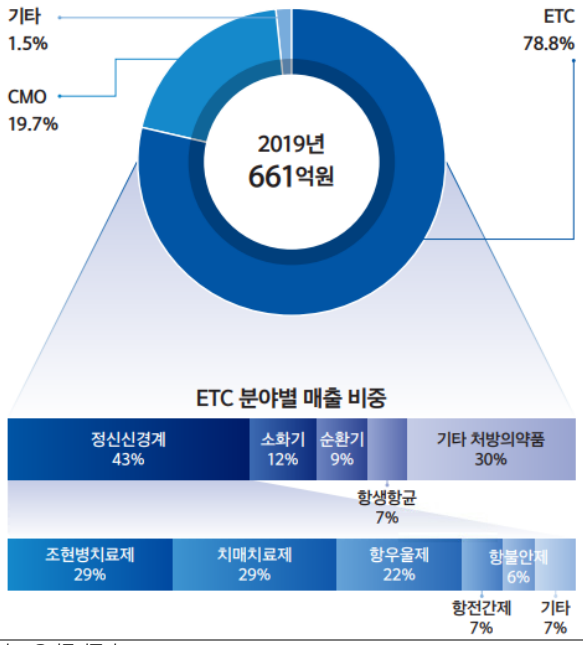
정신신경, 소화기, 순환기 등의 전문의약품 중심 제약업체

도표 10 사업 영역



주: 증권신고서 기준
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 11 사업 분야별 매출 비중 (2019년 기준)



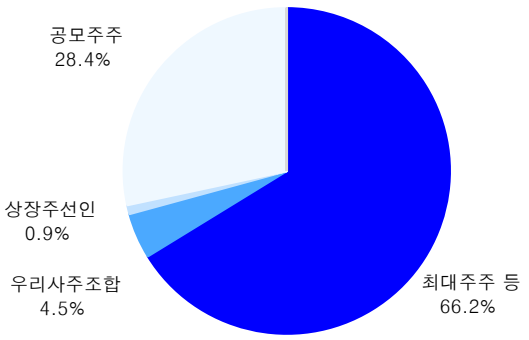
자료: 유진투자증권

도표 12 주요 연혁

연도	내용
1974.09	민생제약사 인수(개인사업자), 회사 설립
1985.12	㈜한국파마로 법인 변경
1990.02	향남제약단지내 GMP 공장 준공 (6,600m²)
2004.01	정신신경계 시장 진입
2008.10	c-GMP 공장 완공 / 품목별 Validation System 구축
2012.06	국내최초 정제 Type 장세정제 "크리콜론정" 출시
2016.10	외용액제 / 로션제 EU GMP 승인
2017.10	한국화학연구원과 서방형제형기술 공동 개발 계약 체결
2019.11	PLENVU(플렌뷰산)' (장세정제) 독점 출시
2020.08	코스닥 상장예정 (8/10)

자료: 유진투자증권

도표 13 공모 후 주주구성 (2019년 기준)

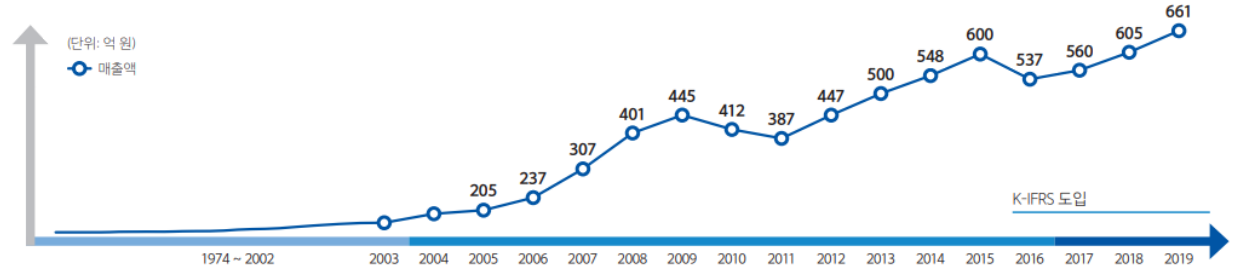


자료: 유진투자증권

V. 투자포인트 세 가지

1) 특화제품 차별화 및 신제품 출시로 ETC 매출 지속 상승 전망

도표 14 정신신경, 소화기, 순환기 등의 전문의약품(ETC) 생산에 주력하며 실적 성장 지속



설립기: 1974~2003

창업과 도전

1974. 09 회사 설립
1976. 11 부산 제약공장 준공
1985. 12 ㈜한국파마로 법인 변경
1990. 02 GMP 공장 준공 (향남제약단지)
1993. 04 내용고형제, 내용액제, 외용액제, 연고제 KGMP 인증
1996. 09 향남제약공장 증축
09 주사제 KGMP 인증 및 자동화 생산시설 완비
1999. 04 한국먼디파마와 완제품 생산공급 협약 체결
2003. 07 한국스티펠과 완제품 생산공급 협약체결

성장기: 2004~2016

연구개발 전문회사로의 성장

2004. 01 정신신경계 시장 진입
2008. 10 c-GMP 수준의 생산시설 완공/
품목별 Validation System 구축
2012. 04 GSK와 완제품 생산공급 협약 체결
2012. 06 국내최초 정제 Type 장세정제 "크리콜론정" 출시
2014. 07 국립경상대학교와 치매치료제 개발 및
공동연구에 대한 계약 체결
2015. 02 충북대학교와 산학협력 협약 체결
2016. 06 KIST와 기술이전 계약 체결
08 향남제약공장 자동화 창고 완공
10 EU GMP 승인

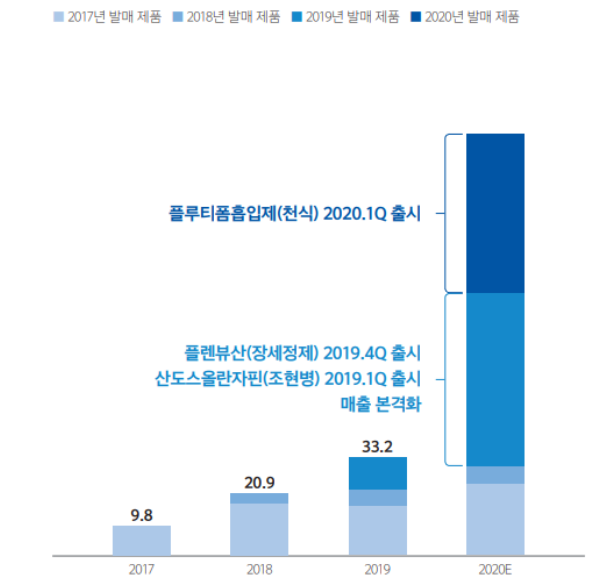
도약기: 2017~현재

처방의약품 전문기업으로 도약

2017. 01 한국먼디파마와 ADHD 치료제 비스펜틴® 조절방출캡슐 공동판매 협약 체결
04 한국생명공학연구원과 신장독성치료제 기술이전 계약 체결
10 한국화학연구원과 서방형제형기술 공동개발 계약 체결
2018. 07 신약연구센터 준공 (대구 첨단의료산업복합단지 내)
08 한국생명공학연구원과 섬유화증치료제 기술이전 계약
11 NORGINE B.V.와 PLENVU(장세정제) 국내 독점 라이선스 및 유통 계약 체결
2019. 03 한국산도스와 산도스올란자핀 독점판매 체결
11 PLENVU(장세정제) 독점 출시
2020. 01 한국먼디파마와 플루티폼흡입제 공동판매 협약 체결

자료: IR Book, 유진투자증권

도표 15 신제품 누적 추이



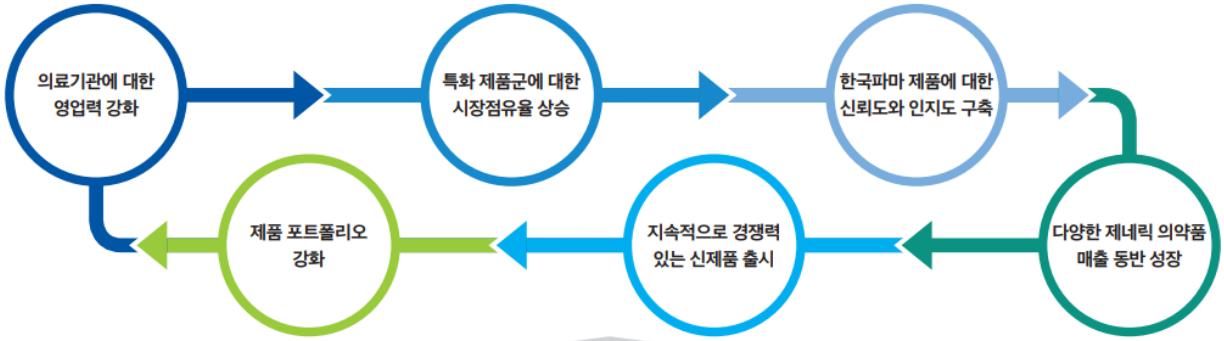
자료: 유진투자증권

도표 16 신제품 개발 추이 및 계획



자료: 유진투자증권

도표 17 특화 제품을 중심으로 다양한 제네릭 의약품과의 연계 매출로 이어지는 선순환구조 확립



품 목	동일성분 시장점유율	동일성분 시장순위	2019년 매출비중	제품 설명
크리쿨산	12.0%	2nd	4.0%	대장(X선, 내시경)검사 시의 PEG 기반 장세정제
파마파록세틴정	18.4%	3rd	2.9%	우울증 및 불안장애
리스돈정	6.2%	4th	4.5%	조현병 및 양극성장애
바스티아정	2.4%	-	4.7%	치매치료제
쿠에티정	1.8%	-	5.5%	조현병 및 양극성장애

주: 시장점유율은 MS DATA(2017) 참조
자료: IR Book, 유진투자증권

도표 18 한국파마의 주요 제품들



자료: IR Book, 유진투자증권

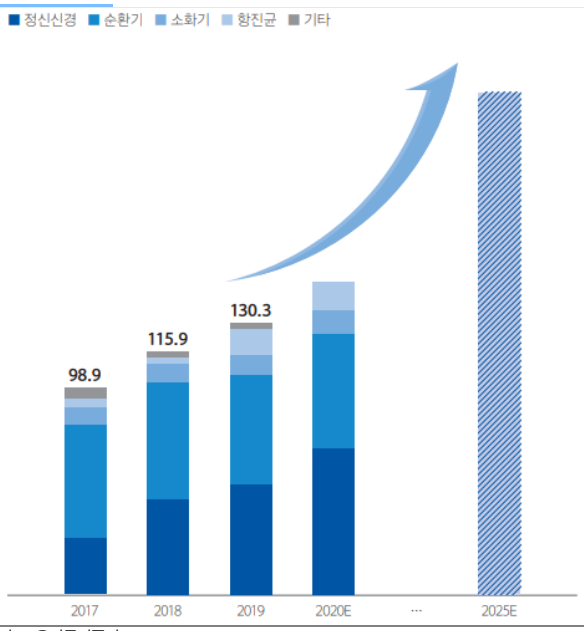
2) 경쟁력 있는 제품 및 제형 등으로 꾸준한 상상하고 있는 CMO 매출

도표 19 CMO 전략



자료: 유진투자증권

도표 20 CMO 사업부 실적 현황 및 전망 (단위: 억원)



자료: 유진투자증권

도표 21 GMP 인증 및 다양한 제형 생산



자료: 유진투자증권

도표 22 CMO 사업 경쟁력

주요 제품 현황

성분명	적응증	거래처수	업체명
메만틴	알츠하이머	39개처	휴온스, 제일, 셀트리온 등
은행엽엑스	치매, 뇌기능 장애	8개처	녹십자, 하나, 휴온스 등
아모롤핀네일라카	항진균	7개처	알보젠, 대웅바이오 삼성 등
페노피브레이트	고지혈증	6개처	명문, 하나, 영진, 대우 등

국내외 50여 업체와 거래

gsk, mundipharma, Alvogen, 셀트리온제약 CELLTRION, ILDONG 일동제약, Hanmi 한미약품, 동화약품, GC녹십자, Huons, Dongkook 동국제약, 영진약품, Arlico 알리코제약(주), 하나제약(주)

자료: 유진투자증권

3) 개량 신약 개발 및 글로벌 신약 개발은 중장기 성장 모멘텀

도표 23 축적된 노하우와 기술력, 산학협력을 통해 차세대 신약, 개량신약을 중장기적으로 개발 중





연구분야 Portfolio

분석 연구
- 의약품동등성 확인
- 신제품 및 신약개발을 위한 분석방법 개발
- 제품의 기준 및 시험방법 Validation

기반기술연구
- 약물전달시스템(DDS)을 이용한 방출제어 연구
- 난용성 물질의 가용화 연구
- 특수제제 (Oral Disintegration 등)
- 제형변경기술 (정제화)
- 액제 및 산제의 맛 차폐

제네릭 및 개량신약 개발
- 정제, 캡슐제, 연고제, 외용액제 등의 각종 제형 연구 및 제품화
- 특화영역의 First generic 개발과 개량신약 (서방정, 복합제)

신약연구(합성의약품,천연물의약품)
- 산학협력 및 Open Innovation을 통한 신약발굴, 비임상, 임상시험
- 임상시험을 위한 시험약 생산
- 신약 규격설정및 허가자료 구비

수행연구

CNS계(치매, 우울증) 질환 치료제 연구 및 제품 개발

하부 위장관 치료제 개발

소화기계 질환 치료제 개발

자료: IR Book, 유진투자증권

도표 24 개량신약 및 신물질 신약 개발

파이프라인	적응증	특징	발매 예정 시기	국내 시장규모[2]
KP182	우울증	• 복용편의성 증대 (정제를 액제로 변경)	2020 1Q 발매	2,105억 원
KP201	위궤양	• 빠른 효과 발현	2021 1Q 발매	단일제 및 복합제 6,878억 원
KP091	항생제	• 복합처방으로 항생제 내성 경감	2021 4Q 발매	1조 410억 원
KP183	우울증	• 약효 발현 시간 향상 • 복용편의성 증대(1일1회 복용)	IND 예정 → 2022 발매	2,105억 원
KP202	파킨슨	• 시장경쟁력 있는 신규 조합으로, 효과 지속시간 및 복용편의성 증대	IND 예정 → 2022 발매 (제제연구 진행중)	단일제 및 복합제 771억 원
KP172	알츠하이머	• 질환 특성상 꾸준한 복용이 어려운 문제를 획기적으로 개선	2020 발매 (제제연구 완료)	2,077억 원
신약	3개의 신약 개발 진행 중	• 알츠하이머성 치매, 폐/간 섬유화, 신장독성완화(함암보조제) 등의 신약 치료제 전임상 진행 중 (향후 연구결과에 따라 License out 예정)		

주1) 개량신약 오리지널 의약품과 의약원료물질을 그대로 두고, 제형, 투여 경로 등을 변경한 제품
주2) MS DATA 2020 1Q MAT 기준
자료: IR Book, 유진투자증권

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 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 제 3 자에게 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 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 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: 12 개월 (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	85%
• HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	15%
• REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2020.06.30 기준)