

KOSDAQ | 제약과생물공학

옵투스제약 (131030)

2024년 본격적인 성장궤도 돌입

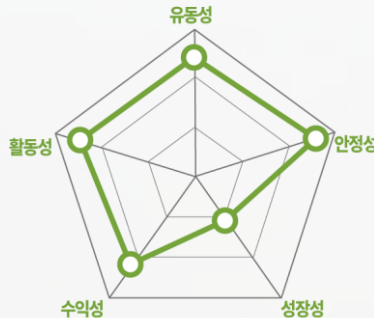
체크포인트

- 당사는 2005년에 설립되었으며 2013년 스펙 합병으로 코스닥 시장에 상장한 국내 시장점유율 1위의 일회용 점안제 회사임. 오송공장 건설 이후 지속적인 증설 확대가 이루어지면서 매출 성장세를 시현 중
- 당사의 점안제 매출액은 ETC와 CMO로 나뉨. ETC부문은 2023년 영업인력 확충 및 신제품 출시로 인해 매출 성장세를 시현 중에 있으며 CMO는 공장증설에 따라 생산능력 확대로 추가 수주가 이어지고 있음
- 2013년부터 2017년까지 당사의 실적은 일회용 점안제 시장확대로 고성장세를 시현하다 2018년 약가인하 발표 이후 2022년까지 실적부진이 이어짐. 2023년 턴어라운드를 시작으로 2024년부터는 본격적인 성장궤도에 돌입할 것으로 전망됨

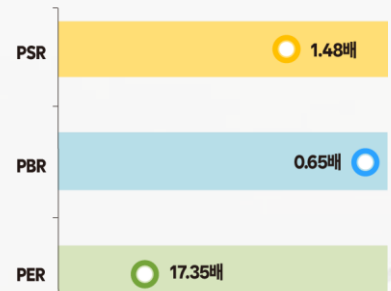
주가 및 주요이벤트



재무지표



밸류에이션 지표



주: PSR, PER은 2022년 기준, PBR은 3Q23기준 Trailing, Fnguide WICS 분류상 건강관리산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

옵투스제약 (131030)

Analyst 이달미 talmi@kirs.or.kr
RA 권용수 yongsu.kwon@kirs.or.kr

KOSDAQ
제약과생물공학

국내 일회용 점안제 시장점유율 1위 업체

동사는 2005년에 설립되었으며 2013년 스펙 합병을 통해 코스닥 시장에 상장한 점안제 및 안과 용제 전문 기업임. 국내 제약사 중에서 가장 먼저 일회용 점안제를 출시하며 시장을 선점하였고 그 결과 시장점유율 1위의 지위를 유지 중. 지속적인 생산설비 증설을 통해 오송공장 생산능력은 4억7,520만관 수준임. 매출비중의 90% 이상이 점안제가 차지하고 있으나 장기적으로 사업다각화를 위해 다양한 사업전략을 진행 중.

동사의 점안제 매출액은 ETC와 CMO로 구성

동사의 점안제 매출액은 ETC와 CMO 수탁으로 구성. 점안제 전체 매출액의 국내 시장점유율은 현재 약 30%대까지 상승함. ETC부문은 2023년부터 영업인력 확충에 따라 내부 영업망을 구축 하였고 지속적인 신제품 출시로 매출 성장세를 시현 중. CMO부문은 최근 공장 증설에 따라 기존 고객사의 수주 및 신규 수주가 확대되면서 고성장세 시현 중.

2023년 실적 턴어라운드를 시작으로 2024년 성장궤도에 오를 전망

동사의 과거 실적을 살펴보면 2013년부터 2017년까지 일회용 점안제 시장의 호황에 따라 고성장세를 시현하다 2018년 약가인하 발표를 계기로 실적부진이 시작. 2022년 실적까지 약가인하의 영향을 받았으나 2023년부터는 ETC부문 인력확충, CMO부문 공장 증설로 실적 턴어라운드가 전망됨. 또한 신규 사업으로 인한 매출 다변화로 2024년부터는 본격적인 실적 성장궤도에 오를 것으로 판단됨.

Forecast earnings & Valuation

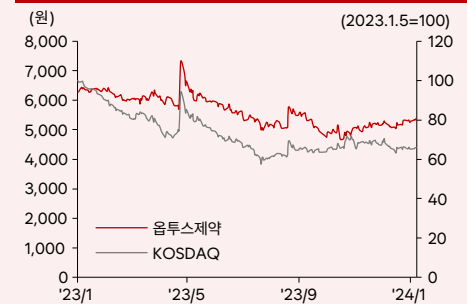
	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액(억원)	608	573	587	676	797
YoY(%)	0.6	-5.8	2.3	15.3	17.8
영업이익(억원)	155	105	53	78	102
OP 마진(%)	25.5	18.3	9.0	11.6	12.8
지배주주순이익(억원)	144	99	50	90	111
EPS(원)	870	597	308	557	686
YoY(%)	-1.3	-31.3	-48.4	80.6	23.2
PER(배)	9.6	11.3	20.4	9.6	7.9
PSR(배)	2.3	2.0	1.7	1.3	1.1
EV/EBIDA(배)	3.1	2.9	4.9	2.2	1.1
PBR(배)	1.2	0.9	0.8	0.7	0.6
ROE(%)	12.7	8.0	4.0	7.0	8.1
배당수익률(%)	1.2	1.5	1.6	1.9	1.9

자료: 한국R협의회 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (1/11)	5,390원
52주 최고가	7,350원
52주 최저가	4,675원
KOSDAQ (1/11)	882.53p
자본금	83억원
시가총액	871억원
액면가	500원
발행주식수	16백만주
일평균 거래량 (60일)	9만주
일평균 거래액 (60일)	5억원
외국인지분율	1.86%
주요주주	삼천당제약 39.36%

Price & Relative Performance



Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	4.1	0.0	-16.2
상대주가	-1.5	-0.4	-32.6

참고

1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '이자보상배율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 '영업이익률', 활동성지표는 '순운전자본회전율', 유동성지표는 '유동비율'임. 2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

기업 개요

1 점안제 및 안과용제 전문기업

국내 최초로 일회용 점안제를
개발, 선점 효과를 통해
국내 1위의 시장 지위 확보

동사는 2005년 5월 디에이치피코리아로 설립, 2013년 11월 스펙회사와의 합병을 통해 코스닥 시장에 상장한 점안제 및 안과용제 전문기업이다. 안구건조증, 녹내장, 항염증 등 다양한 안과질환 치료제 라인업을 보유하고 있으며, 주력 제품은 일회용 점안제인 '티어린프리'다. 동사는 국내 최초로 일회용 점안제를 개발해 수입 대체를 이뤄냈으며, 국내 제약사 중 가장 먼저 일회용 점안제 시장에 진입한 선점 효과를 바탕으로 안구건조증 시장에서 국내 점유율 30% 이상을 차지하며 업계 1위의 시장 지위를 유지하고 있다.

국내 생산능력 1위 업체로,
수탁 생산 확대를 통해
원가 경쟁력 강화중

동사는 시장 선점 이후에도 지속적인 생산설비 증설과 설비 개선을 통해 연간 4억 7,520만관의 일회용 점안제 생산능력을 갖추고 있다. 이는 국내 생산능력 1위로, 동사는 이를 통한 규모의 경제와 다수의 제조경험을 통한 비용 효율화에 따라 경쟁사 대비 차별화된 원가 경쟁력을 확보했다. 이러한 강점을 바탕으로 동사는 티어린프리, 디알프레쉬 등 자사 제품의 생산 뿐만 아니라 다수의 타 제약사의 점안제 제품을 수탁 생산하고 있다. 삼천당제약, 국제약품, 대우제약 등 10여개 이상의 고객사를 보유하고 있으며, 2023년 3분기 기준 점안제 수탁생산 매출 비중은 31.2%(3Q22 27.3%)까지 확대되며 수탁생산이 동사의 외형 확대를 견인하고 있다. 수탁 생산을 통해 판매량과 생산량을 증가시킴으로써 시장 점유율을 지속 확대하고 있으며, 규모의 경제 효과를 극대화하여 원가 경쟁력을 더욱 강화하고 있다.

높은 점안제 및 내수 의존도
완화를 위해

1) 신규 브랜드 출시,
2) 해외 수출 및 라이선스인 등
사업 다각화 중

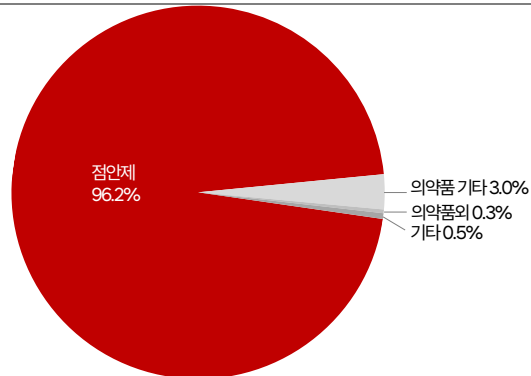
2023년 3분기 누적 기준 점안제 매출 비중은 96.2%, 내수 비중은 99.4%로 동사는 높은 점안제 및 내수 의존도를 보이고 있다. 이에 동사는 1) 신규 브랜드 출시, 2) 해외 수출 및 라이선스인 등 사업 다각화를 시도하고 있다. 1) 먼저, 동사는 2023년 2월 토털 아이케어 브랜드 '오에엔(OUE&)'을 런칭했다. 오에엔은 점안제 브랜드 오에수, 건강기능식품 브랜드 오에핏, 화장품 브랜드 오에랩으로 구성되어 있어 기존의 안과용 의약품 외의 눈 건강 시장 내 사업 영역 확대를 통해 점안제 의존도 완화가 기대된다. 2) 또한, 동사는 국내시장에 편중된 매출 리스크를 상쇄하기 위해 2018년 EU-GMP 인증을 시작으로 지속적으로 해외시장 개척을 추진하였다. 이를 통해 2021년 모회사인 삼천당제약과 녹내장 치료용 일회용 점안제 개량신약 완제품 4개 품목에 대한 수출공급 계약을 체결하였고, 2022년 유럽 수출을 시작했다. 유럽 시장 매출 안정화 후에는 cGMP 획득을 통한 미국시장 진출을 계획하고 있으며, 모회사인 삼천당제약의 해외 고객사 거래선을 활용할 수 있는 이점이 있어 시장 확대 가능성이 높다고 판단된다. 또한 삼천당제약에서 개발한 아일리아 바이오시밀러 국내 판권을 도입하여 사업 다각화에 노력 중이다.

동사의 기업개요

					
회사명	대표이사	설립연도	임직원수	사업영역	자본금
주식회사 옵투스제약	박은영	2005년 5월	206명	의약품 생산 및 판매	83억원 (2023년 3분기 기준)

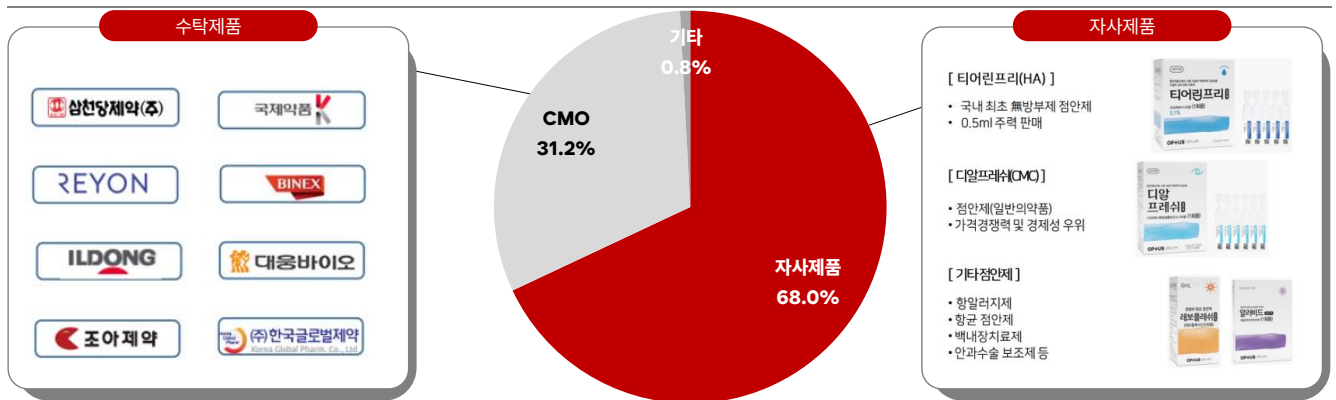
자료: 옵투스제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

동사의 매출 비중



자료: 옵투스제약, 한국IR협회의 기업리서치센터
주: 2023년 3분기 누적 기준

동사의 주요 자사제품 및 수탁 고객사



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터
주: 2023년 3분기 기준

연혁 및 주주 현황

2005년 디에이치피코리아로 설립, 2009년 오송공장 건설로 큰 폭의 매출성장세를 시현

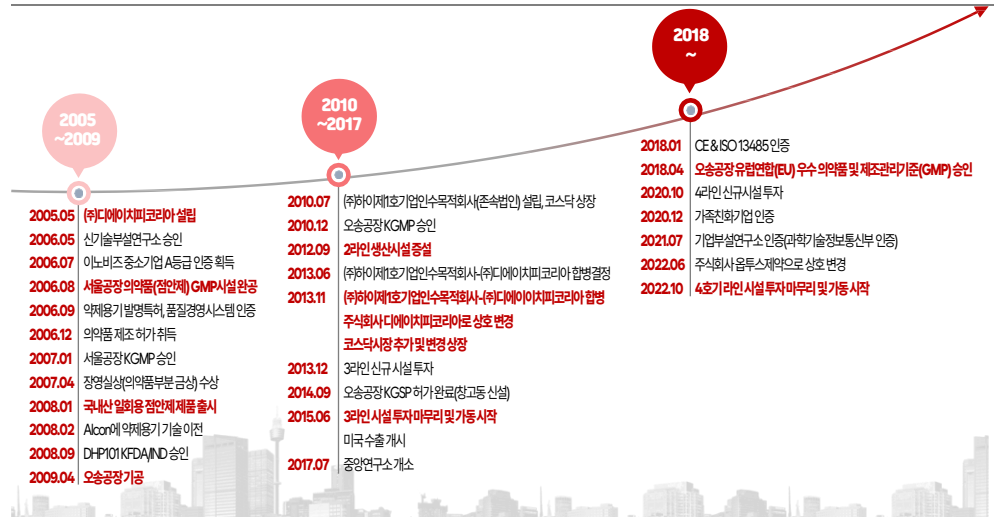
동사는 2005년 5월 디에이치피코리아로 설립되었으며, 2006년 8월 서울 아파트형 공장 점안제 GMP 시설을 완공하며 점안제 전문 기업으로 거듭났다. 2009년 4월 오송공장 기공, 2012년 9월 2라인 생산시설을 증설하며 점안제 매출 확대가 본격화되었고, 이를 바탕으로 2013년 11월 스펙회사인 하이제1호기업인수목적회사와 합병하여 코스닥 시장에 상장하였다. 이후 2015년 6월 3라인 증설, 2018년 4월 오송공장 EU-GMP 승인을 시작으로 2022년 2월 유럽 수출을 개시하며 해외 시장 진출을 시작했다. 2022년 6월 사명을 옵투스제약으로 변경했으며, 같은 해 10월 4라인까지 생산시설을 추가로 증설하며 점안제 시장 지배력을 더욱 강화했다.

최대주주인 삼천당제약과의 시너지 효과

동사의 최대주주는 삼천당제약으로 지분 39.4%를 보유하고 있으며, 최대주주의 특수관계인 지분은 없다. 삼천당제약을 제외한 지분 5% 이상의 주요주주는 현재로서는 없는 상태다. 2012년 12월 동사의 최대주주로 올라선 삼천당제약은 동사와 유사하게 안과용제 부문에 주력하고 있어 동사와 다양한 시너지가 창출되고 있다. 먼저, 동사는 삼천당제약의 인수를 기점으로 삼천당제약의 수탁제품생산을 담당하며 수탁생산 사업을 개시해 큰 폭의 외형 성장을 이루었다. 이후 30여개 이상의 고객사를 확보했지만, 수탁매출에서 삼천당제약 비중은 약 50~60%로 실적 기여도가 가장 높

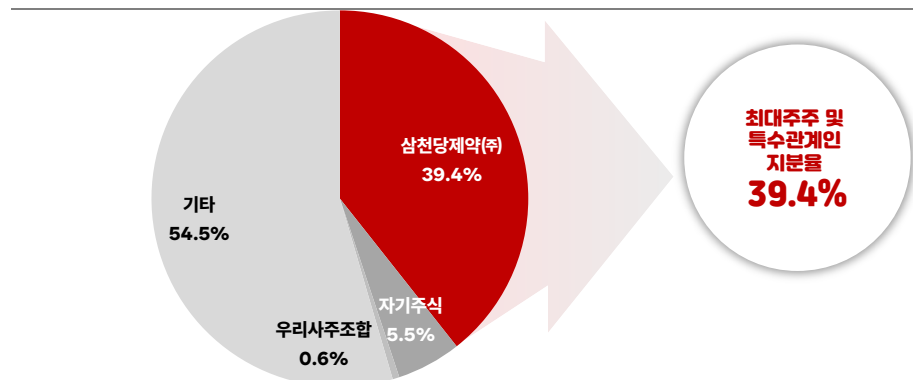
다. 또한, 삼천당제약 거래선을 활용, 삼천당제약의 해외 고객사와 상호교류해 해외 시장을 개척하고 있으며, 아일리아 바이오퍼마 국내 판권 매입 등 다양한 고부가가치제품 출시로 시장을 지속적으로 확대할 예정이다.

동사의 연혁



자료: 옵투스제약, 한국IR협회의 기업리서치센터

동사의 주주구성



자료: 옵투스제약, 한국IR협회의 기업리서치센터

주: 2023년 3분기 기준



산업 현황

1 국내 의약품 시장규모는 연평균 8.2%의 성장을 기록 중

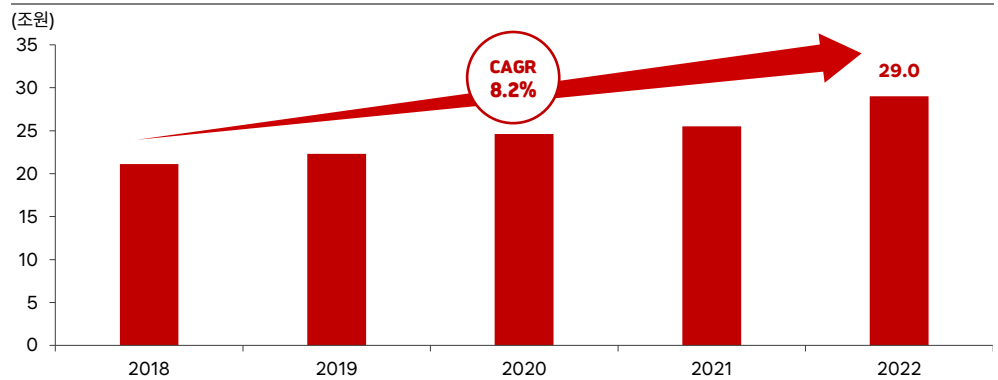
국내 의약품 시장규모는

29.0조원 수준으로

연평균 8.2%의 성장을 시현

국내 제약산업은 허가된 의약품을 개발, 생산, 판매하는 산업으로 국민의 건강과 직접적으로 연결되어 있어 정부의 규제를 심하게 받는다. 따라서 제품 개발에 있어 임상시험, 인허가 및 제조, 유통, 판매에 이르는 모든 과정이 엄격히 규제를 받고 있기 때문에 진입장벽이 다른 산업에 비해서 높은 편이다. 또한 신제품 개발을 위한 연구에 큰 비용이 투자되지만 성공적인 결과를 도출해낸다면 높은 부가가치 창출이 가능, 미래가 유망한 산업이라 할 수 있다. 식품의약품안전처에 따르면 2022년 국내 전체 시장규모는 29.0조원 수준으로 5년간 연평균 시장 성장률 8.2%를 기록하였다.

국내 의약품 시장규모는 연평균 8.2%의 성장을 시현 중



자료: 식품의약품안전처, 한국IR협의회 기업리서치센터

국내 제약산업은 완전경쟁 시장으로 완제의약품 업체수는 2010년 270개에서 2022년 399개로 약 48% 증가, 이는 향후 지속적인 증가 추세가 예상된다. 따라서 생산량과 경쟁도 더욱 치열해질 것으로 전망되고 있다. 이러한 시장 상황에서 살아남기 위해서는 각 업체별 특별한 경쟁력을 갖추어야 할 것으로 판단된다. 또한 2023년부터 제네릭 의약품에 대한 생물학적 동등성 재평가로 인해 진입장벽은 더욱 높아질 것으로 전망된다.

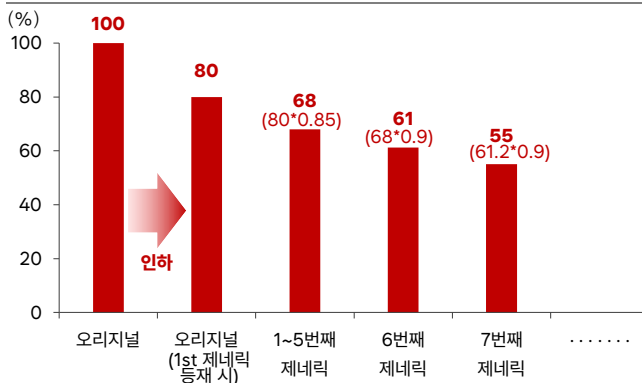
연도별 국내 완제 의약품 생산업체 수 추이

구분	총계	10억원 미만	10 ~50억원	50 ~100억원	100 ~500억원	500 ~1,000억원	1,000 ~3,000억원	3,000 ~5,000억원	5,000억원 이상	
업체 수	2010	270	57	49	28	69	29	27	6	5
	2011	267	58	41	26	71	31	29	8	3
	2012	285	54	49	28	86	35	22	8	3
	2013	285	45	61	21	85	35	27	7	4
	2014	299	51	61	28	83	36	30	5	5
	2015	356	124	50	28	77	36	31	5	5
	2016	353	111	54	27	80	39	29	8	5
	2017	357	108	56	23	84	40	32	9	5
	2018	329	107	43	16	72	43	36	6	6
	2019	349	111	54	16	70	39	45	8	6
	2020	395	137	53	23	84	40	43	9	6
	2021	399	133	57	26	80	44	40	11	8
	2022	399	125	57	26	79	47	45	9	11

자료: 식품의약품안전처, 한국R협회의 기업리서치센터

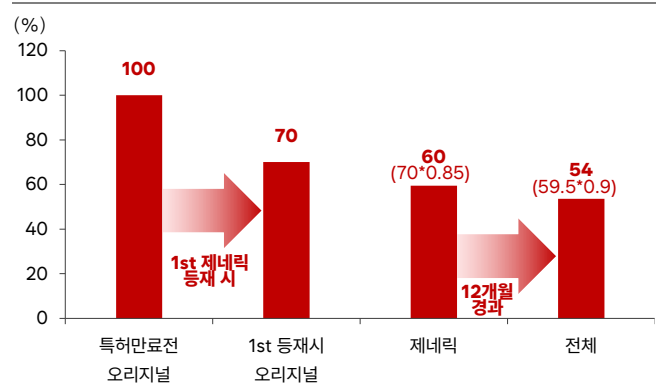
국내 제네릭 의약품은 2012년 2월 보건복지부의 일괄약가인하 시행으로 2012년 4월 1일부터 이미 특허가 만료되고 제네릭 제품이 출시된 기등재의약품 가격이 2007년 1월1일자 동일성분의약품 최고 가격의 53.6%까지 인하되었다. 2012년 이전에는 계단식으로 약가가 낮아진 반면, 2012년 이후부터는 동일성분의 제네릭일 경우 동일한 약가를 일괄적으로 적용하면서 약가가 대폭 낮아지게 되었다. First 등재 시 오리지널의 경우 오리지널 가격의 70.0%, 이후 출시되는 동일성분의 제네릭은 모두 59.5%, 12개월이 경과되면 53.6%까지 낮아지게 된다.

2012년 4월 이전 제네릭 의약품의 단계별 약가인하



자료: 서울대학교 보건대학원, 한국R협회의 기업리서치센터

2012년 4월 이후 제네릭 일괄약가인하 시행



자료: 서울대학교 보건대학원, 한국R협회의 기업리서치센터

국내 제네릭 의약품은 일괄약가인하 시행으로 지속적으로 가격이 낮아지고 있어

2012년 이후 7년동안 일괄약가 인하가 유지되다 2020년 7월 1일에 제네릭 의약품 약가제도가 개편되었다. 우선 제네릭 의약품이 2가지 조건을 만족해야 하는데 1. 자체 생물학적 동등성 시험을 실시하거나, 2. 등록된 원료의약품을 사용하였고 약제급여목록표에 20개 이내로 약제가 등재되었다면 오리지널 약가의 53.6%를 받을 수 있다. 만약 2가지 조건 중 1가지만 만족한다면 45.5%의 약가를, 2가지 모두 만족하는 조건이 없으면 38.7%의 약가를 적용 받게 되는 것이다.

이는 이전보다 약가산정에 있어 더 보수적으로 바뀌었음을 의미, 제네릭 의약품 보유하고 있는 제약사들에게는 수익성 악화로 이어질 수 있는 우려가 제기되었다. 따라서 결국은 꾸준한 R&D 투자를 통한 자체개발 의약품, 높은 개량신약 개발역량, 우수한 연구 인프라를 보유를 통해 사업이 다각화된 기업이 살아남을 수 있는 시장으로 재편되고 있는 상황이다.

2020년에 개정된 제네릭 의약품의 약가산정 구조

2개 조건 모두 만족	20개 이내		20개 이후
	1개 조건 만족	만족요건 없음	
53.55%	45.52%	38.69%	최저가의 85%
	-53.55%의 85%	-45.52%의 85%	

자료: 한국보건산업진흥원, 한국R협회의 기업리서치센터

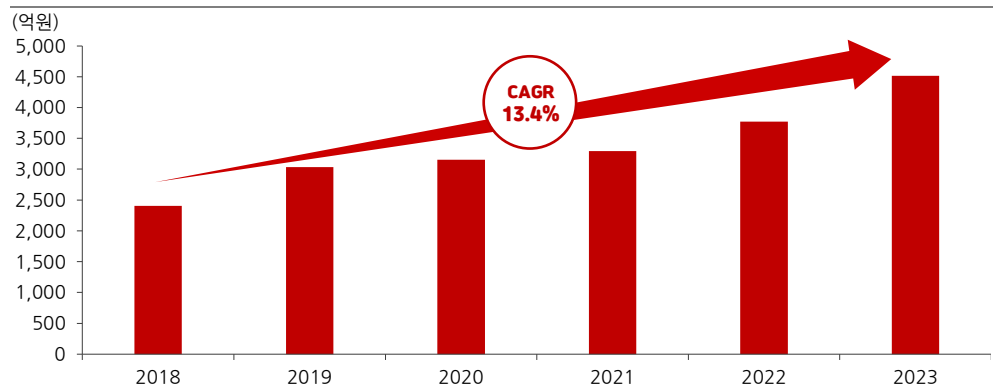
국내 일회용 점안제 시장 현황

환경 요인의 영향으로 인한
안구건조증 환자수 증가가
점안제 시장 성장을 주도

안구건조증은 눈물의 분비가 줄어들거나, 눈물이 많이 분비되더라도 그 성분에 변화가 생김으로써 눈이 건조해지면서 일상생활에 불편함을 느끼게 되는 질환이다. 과거 안구건조증 환자수 증가의 주요 원인은 노화로, 인구 고령화 현상이 지속적으로 심화되며 동반질환 등을 통해 점안제 시장 성장을 주도해왔다. 최근에는 노화 외에도 라식 수술과 같은 인위적인 요인 등 안구건조증을 유발하는 요인이 다변화되었으며, 특히 환경 요인의 영향이 더욱 증가하고 있다.

유튜브 등 영상 콘텐츠에 대한 수요가 급증함에 따라 스마트폰과 같은 영상단말기에 대한 장시간 사용이 잦아지고 있기 때문이다. 이와 더불어 미세먼지 등 대기 오염과 관련된 자연적인 요인들이 지속적으로 심화되면서 안구건조증 발병률을 높이고 있다. 이러한 요인들로 인한 안구건조증 환자 수 증가는 점안제 수요 확대로 이어지고 있으며, 이에 따라 국내 의약품 시장조사기관 유비스트(UBIST) 자료에 의하면 국내 일회용 점안제 시장은 2018년 2,405억원 규모에서 연평균 13.4% 성장하여 2023년 4,515억원 규모를 달성했다.

국내 일회용 점안제 시장 규모 추이



자료: 유비스트, 한국R협회의 기업리서치센터



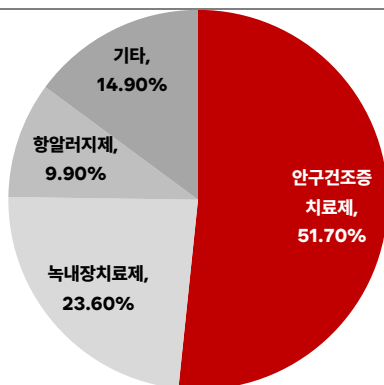
투자포인트

1 동사의 안구건조증 점안제는 국내 시장점유율 1위를 유지 중

동사는 안구건조증 점안제
국내 시장점유율 1위의 업체

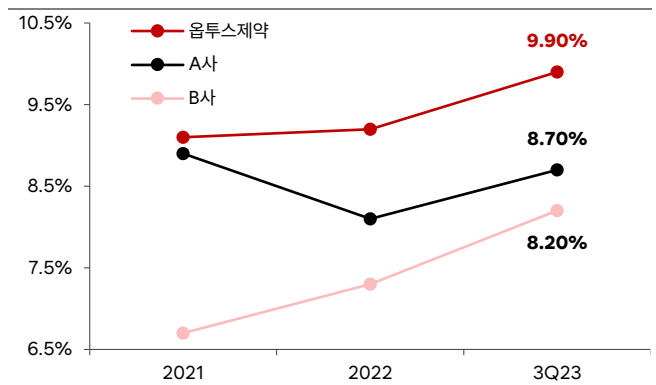
동사는 2005년 설립 이후 안구건조증 점안제 제조를 시작하여 국내 시장점유율 1위를 기록 중이다. 2023년 3분기 기준 국내 안질환 치료제 시장규모는 6,211억원 수준이며 그 중에서 안구건조증 치료제가 차지하는 비중은 51.7%로 반 이상이다. 2023년 3분기 국내 안구건조증 치료제에서 동사의 시장점유율은 1위로 9.9%를 기록하였으며 이는 2022년말의 9.2%대비 0.7%p 상승하였다. 현재 시장점유율 2위를 기록하고 있는 업체의 8.7%와는 격차가 지속적으로 벌어지고 있어 동사의 국내 안구건조증 시장내에서의 입지는 견고히 유지되고 있다.

국내 안질환 치료제 시장규모 중 50% 이상이 안구건조증 치료제가 차지



자료: 유비스트, 한국IR협회의 기업리서치센터

동사의 안구건조증 치료제 시장점유율 추이



자료: 옵투스제약, 한국IR협회의 기업리서치센터

현재 안구건조증 치료제 시장은 대부분이 일회용 점안제로 이루어져 있다. 국내 일회용 점안제 시장은 기존에 글로벌 업체들이 주도하던 시장이었다. 과거 국내 안구건조증 치료제 생산 업체들은 대부분 다회용 점안제를 생산하였는데 2008년도에 동사가 처음으로 국내산 일회용 점안제 제품을 출시하면서 시장을 선점하였다. 따라서 현재까지 시장점유율 1위의 지위를 유지하는 중이다.

동사의 안구건조증 점안제는 크게 ETC와 CMO 수탁 매출로 구성되어 있다. 시장점유율 9.9%는 ETC만 고려했을 때의 시장점유율이며 CMO 수탁 부분까지 감안하면 국내 시장점유율은 약 30%대까지 상승하게 된다. ETC부문은 기존에는 위탁판매를 통해 매출을 창출하였으나 2023년부터 영업인력 확충에 따라 내부 영업망을 구축하며 본격적인 매출 성장세를 시현 중에 있다. 또한 지속적인 신제품 출시가 ETC 부문의 성장세를 견인하고 있는데 최근에는 안구건조증 이외에도 녹내장 관련 치료제에 대한 신제품 출시에 집중하고 있는 상황이다. 특히 녹내장 치료제는 유럽 수출허가를 획득하여 수출에 대한 기대감이 높다.

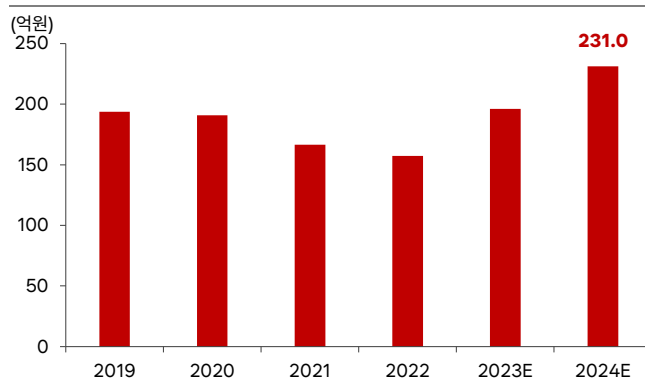
동사의 점안제 신제품 출시 또는 준비 현황

구분	프로젝트명	적응증	진행단계
Global	트라보비전사인점안액(일회용)	녹내장	허가완료(유럽수출)
	OP11010	녹내장	공정개발
Domestic	GL009 점안액(일회용)	녹내장	공정개발
	NSAID001 점안액(일회용)	염증치료제	공정개발
	OP11003	염증치료제	공정개발
	알러비드점안액 0.2%(일회용)	항알러지치료제	허가완료
	디쿠아프리점안액(일회용)	안구건조증	허가완료
	콤비프리점안액(일회용)	녹내장	허가완료
	아이로점안액(일회용)	안구건조증	허가완료
	디알프레쉬에프점안액(일회용)	안구건조증	허가완료
	알러비드점안액 0.7(일회용)	항알러지치료제	허가완료

자료: 옵투스제약, 한국IR협회의 기업리서치센터

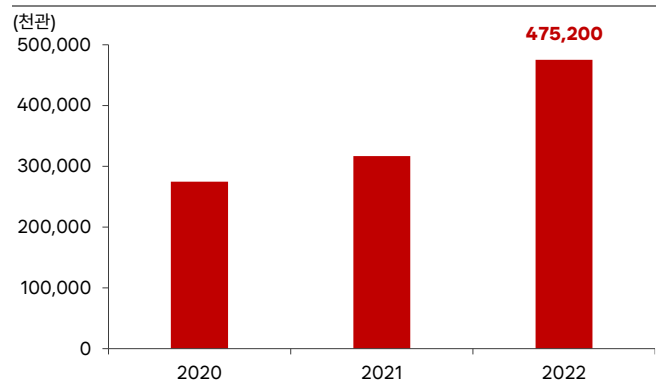
CMO 수탁 매출은 기존에 공장 생산능력 부족으로 크게 증가하지 못하다가 2022년 4분기부터 라인증설을 통해 본격적인 매출 증가세가 이루어지고 있다. 동사는 오송에 KGMP와 EU GMP 승인을 획득한 일회용 점안제 공장을 보유하고 있는데 2012년에 2 Line 증설, 2015년에 3 Line 증설, 2022년에 4 Line 증설이 이루어졌다. 이에 따라 2022년 말 기준 생산능력은 4.7억관 수준이며 이는 대략 950억원에서 1,000억원 사이 수준이다.

동사의 연도별 CMO 매출액 추이



자료: 옵투스제약, 한국IR협회의 기업리서치센터

동사의 연도별 생산능력



자료: 옵투스제약, 한국IR협회의 기업리서치센터

2022년 오송 공장 4 Line 증설 이후 동사의 CMO 매출은 지속적으로 증가하고 있는데 이러한 추세는 올해에도 지속되면서 매출 성장세를 견인할 전망이다. 이에 따라 동사의 국내 시장점유율 1위의 지위는 더욱 굳건해지면서 안정적인 cash cow 역할을 할 예정이다.

사업다각화를 위해 항반변성 치료제 아일리아 바이오시밀러 국내판권 취득

**2023년 12월 사업다각화를 위해
삼천당제약으로부터 아일리아
바이오시밀러 국내 판권 획득**

동사는 지난 2023년 12월에 사업다각화를 위해 모회사인 삼천당제약으로부터 노인성 항반변성 치료제인 아일리아 바이오시밀러 국내 판권을 획득하였다. 삼천당제약은 아일리아 바이오시밀러를 개발 중인데 지난 2023년 8월에는 캐나다 제약회사인 아포텍사에게 캐나다 판권을 판매하였다. 2023년 상반기에 글로벌 임상3상 결과에서 오리지널인 아일리아와의 동등성을 입증하며 기술수출에 박차를 가하고 있다. 국내는 2023년 12월에 허가 신청에 들어갔으며

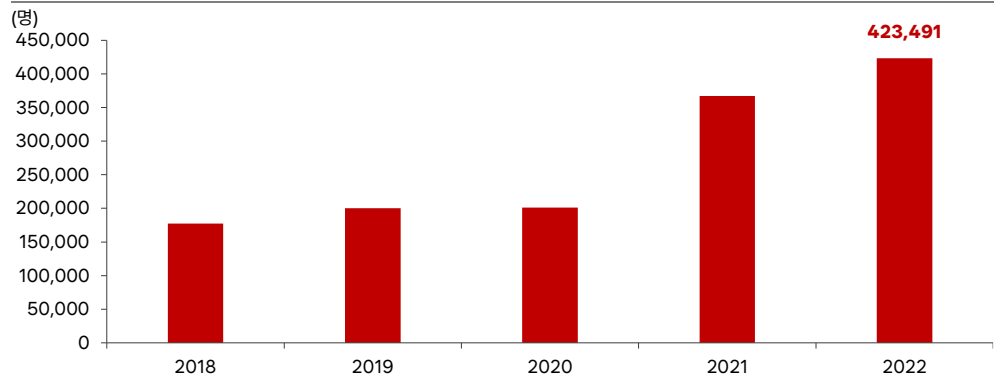
2024년 초에 허가를 획득할 예정이다. 허가 획득 이후 동사가 국내 판매를 담당하며 매출을 창출할 예정이다.

미국 리제네론이 개발한 아일리아의 2022년도 연간 매출액은 12조원 수준으로 블록버스터급 의약품이다. 국내 시장의 경우 1,000억원 규모를 형성하고 있으며 또 다른 항반변성 치료제인 루센티스가 300억원 규모이며 기타 다른 치료제들은 대부분 루센티스 바이오시밀러로 이루어져있다. 따라서 아일리아는 아직까지 바이오시밀러가 나오지 않은 상황인데 현재 셀트리온, 삼성바이오에피스, 알테오젠 그리고 동사가 비슷한 속도로 개발하고 있다. 셀트리온과 삼성바이오에피스의 경우 국내보다는 글로벌 시장에 집중하고 있기 때문에 향후 출시 이후 경쟁구도는 알테오젠과 동사가 될 것으로 판단된다. 바이오시밀러의 성공여부는 누가 먼저 출시하느냐 그리고 마케팅을 잘하느냐에 달려있다.

아일리아는 안구에 직접 주사하는 주사제로 일반 병원에서의 투여가 어렵고 종합병원에서만 투여가 가능하다. 따라서 동사는 기존 안구질환 치료제에 강점이 있다는 장점을 살려 아일리아 바이오시밀러 허가 이후 영업에 박차를 가해 시장 선점을 할 것으로 전망된다. 이는 향후 동사의 매출 증가에 긍정적인 역할을 할 것으로 예상된다.

동사는 아일리아 바이오시밀러 이외에도 VEGF Inhibitor 관련 안구 질환 치료제, 고령화 관련 안구 질환 치료제 등 안 질환 쪽에서의 라이선스인을 통해 사업다각화를 진행 중에 있다. 이에 따라 안구건조증에 집중된 매출액에서 포트폴리오를 다양화하면서 지속적인 매출 증가세를 시현할 전망이다.

국내 연도별 항반변성 환자수 추이



자료: 건강보험심사평가원, 한국R협회의 기업리서치센터

실적 추이 및 전망

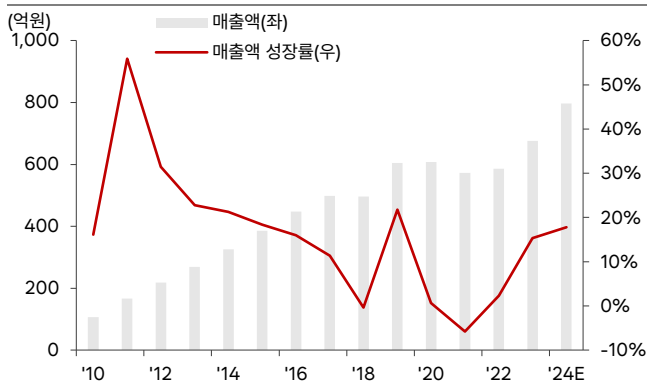
20% 이상의 높은 마진율을 기록했던 과거

2012년 오송공장 증설 이후 본격적인 성장궤도에 오르기 시작

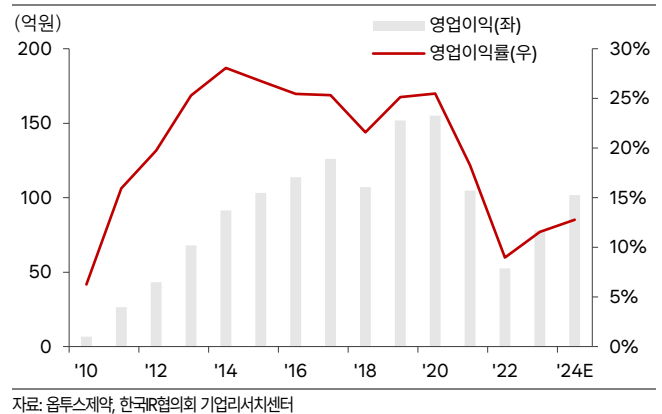
동사의 과거 실적을 살펴보면 2013년부터 2017년까지 평균적으로 25%가 넘는 높은 마진율을 기록하면서 최대 전성기를 누렸었다. 2008년 일회용 점안제 출시 당시에는 아파트형 공장에서 생산을 하다가 2009년 오송에 공장을 건설하고 2012년에 2 라인을 증설하면서 이후부터 매출액과 영업이익은 폭발적으로 증가하기 시작하였다. 일회용 점안제 시장이 개화되면서 시장 자체적인 성장률이 약 30% 이상이었으므로 이에 따라 동사의 실적도 고성장을 시현하였다.

하지만 2018년 정부에서 약가인하를 발표하면서 고성장세가 꺾였다. 2018년 9월 약가인하가 발표되었으나 동사의 소송으로 인해 집행정지가 되었고 이후 2020년 11월 대법원에서 패소 판결을 받았다. 그러나 2020년 11월 패소 이후 약가인하가 본격적으로 시행되면서 2021년과 2022년까지 실적부진은 이어졌다. 동사의 실적은 2022년에 바닥을 찍은 것으로 판단되는데 2023년부터는 실적회복이 전망되기 때문이다.

동사의 매출액 및 매출액 성장률 추이



동사의 영업이익 및 영업이익률 추이



2023년 턴어라운드 시작으로 2024년 본격적인 성장궤도 돌입 전망

2023년 연간 매출액
676억원(+15.3%YoY),
영업이익 78억원(+48.7%YoY)
전망

동사의 2023년 연간 실적은 매출액 676억원(+15.3%YoY), 영업이익 78억원(+48.7%YoY, OPM 11.6%) 시현이 전망된다. 우선 2023년 ETC 부문의 연간 매출액은 전년대비 9.6% 증가한 467억원이 예상된다. 2023년에 단행한 인적 쇄신으로 경영진이 바뀌었으며 영업인력 확충에 따라 마케팅에 집중하여 2022년까지 영향을 미쳤던 약가인하에서 벗어나 9.6% 성장을 시현이 전망된다. CMO 부문은 공장 라인 증설에 따라 기존 고객 수주 증가 및 신규 거래처 확대로 전년대비 24.7% 증가한 196억원이 전망된다.

동사는 매출 포트폴리오 다각화를 위해 일반의약품 부문에 진출하기 시작했는데 2023년 OTC 토탈 아이케어 브랜드 '오에엔'을 런칭하였다. 이는 약국에 특화된 제품으로 약국에 진출하기 위해서는 건강기능식품, 화장품 등과 같이 패키지가 구성되어 있어야 한다. 따라서 OTC 점안제 브랜드인 '오에수'와 더불어 눈 영양케어 건강기능식품인 '오에핏', 눈 관련 코스메슈티컬 '오에랩'을 같이 출시하여 2023년부터 매출을 창출하고 있다. 2023년 연간 매출액은 8억원 수준으로 전망되나 2024년부터 꾸준한 증가세를 보일 것으로 예상된다.

2023년 연간 영업이익은 전년대비 48.7% 증가한 78억원이 전망된다. 2021년과 2022년 영업이익은 각각 전년대비 32.5%, 49.8% 감소했으나 2023년부터 매출액 성장에 힘입어 영업이익도 전년대비 48.7%로 크게 증가할 전망이다.

2023년 3분기 누적 실적은 매출액 535억원(+21.4%YoY), 영업이익 63억원(+32.9%YoY, OPM 11.7%)를 시현하였다. 매출액 성장의 주된 원인은 1) ETC 부문의 신제품 출시 및 디지털 채널과 같은 신규 채널 진출, 2) CMO 부문에서 항히스타민제, 건성안 및 면역질환 공급계약 신규 체결로 인해 높은 성장세를 시현하였다. 2023년 3분기 영업이익률은 11.7%를 기록하며 높은 매출액 성장률에 힘입어 두자리 수대의 이익률을 회복하였다.

2024년 연간 매출액
797억원(+17.8%YoY),
영업이익 102억원(+30.3%YoY)
시현 전망

2024년에도 2023년도의 호실적이 이어질 전망이다. 2024년 연간 실적은 매출액 797억원(+17.8%YoY), 영업이익 102억원(+30.3%YoY, OPM 12.8%) 시현이 예상된다. 2024년 매출액은 ETC부문에서 녹내장 관련 신제품 출시 및 마케팅 강화를 통해 +12.7%YoY 성장세, CMO부문에서는 거래처 수 확대와 유럽 수출용 CMO 확대에 의해 +32.9%YoY 성장세를 시현할 것으로 전망된다. 일반의약품 오에엔에서는 약국 진출 확대에 의해 9억원을 넘어서는 매출액이 예상되면서 2024년에는 매출 다변화가 이루어질 전망이다. 2024년 영업이익률은 영업레버리지 효과로 전년대비 1.2%p 상승한 12.8%를 기록할 것으로 예상된다.

동사의 연간 실적 전망 Table

(단위: 억원)

	2019	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	604.4	608.3	573.2	586.6	676.3	796.7
ETC	406.7	414.4	403.6	425.8	466.7	549.7
CMO	193.8	190.7	166.5	157.2	196.1	231.0
오에옌	-	-	-	-	8.1	9.6
기타	3.9	3.2	3.1	3.6	5.4	6.4
영업이익	151.9	155.1	104.7	52.6	78.2	101.9
세전계속사업이익	164.2	185.0	104.8	68.3	112.5	138.4
당기순이익	146.0	144.1	98.9	50.1	90.0	110.7
성장률(YoY%)						
매출액	21.9	0.6	-5.8	2.3	15.3	17.8
영업이익	41.9	2.1	-32.5	-49.8	48.7	30.3
법인세차감전순이익	45.3	12.7	-43.4	-34.8	64.7	23.0
당기순이익	46.0	-1.3	-31.3	-49.3	79.5	23.0
수익성(%)						
영업이익	25.1	25.5	18.3	9.0	11.6	12.8
법인세차감전순이익	27.2	30.4	18.3	11.6	16.6	17.4
당기순이익	24.1	23.7	17.3	8.5	13.3	13.9

자료: 옵투스제약, 한국IR협의회 기업리서치센터

Valuation

1 인지도 상승이 필요한 소외주

동사의 주가는 정부의 약가인하 영향을 많이 받아

동사의 과거 주가를 살펴보면 2013년 상장 이후 실적이 고성장하면서 2015년에 16,850원으로 최고점을 기록한 이후 2016년부터는 성장률이 조금씩 둔화하면서 주가가 하락하였다. 2018년 2월에 모회사인 삼천당제약이 녹내장 치료제 1,376억원 규모를 독일로 수출계약을 체결하면서 동사의 CMO 수주에 대한 기대감으로 주가가 크게 상승하였다. 그러나 2018년 하반기 정부의 약가인하 발표 이후 주가가 급락하였고 이후 코로나19를 거치면서 실적과 주가도 지지부진하였다.

대부분의 제약, 바이오주들은 코로나 기간에 주가 변동성이 컸던 반면, 동사의 경우 오히려 변동성이 거의 없는 모습을 보였다. 그러한 이유는 동사의 매출구조 자체가 코로나19의 영향보다는 약가인하와 같은 정부정책의 영향을 많이 받기 때문인 것으로 판단된다. 동사의 주가 부진은 2023년에도 지속되면서 10월에 최저점인 4,465원을 기록한 이후 소폭의 반등세를 시현하였다. 따라서 현시점 동사의 주가는 저점을 통과 중인 것으로 판단된다.

최근의 주가 부진은 시장에서 소외되었기 때문, 따라서 시장과의 소통을 통한 인지도 상승이 필요

2023년 연중 주가추이를 살펴보면 동사는 2023년 연초대비 14.6% 하락한 반면, 코스닥 제약업종지수는 2023년 연초대비 17.8% 상승한 모습을 나타내었다. 2023년 중소형 제약업체들의 주가는 상승하였으나 동사의 주가는 하락하였는데 수급적인 영향이 컸던 것으로 판단된다. 따라서 적극적인 시장과의 소통을 통해 시장 내에서의 인지도 상승이 이루어진다면 2024년부터 주가 상승이 가능할 전망이다.

동사의 과거 3년 평균 PER은 12.8배, PBR은 0.9배를 기록하였다. 2023년, 2024년 예상 PER은 각각 10.3배, 8.5배이며 예상 PBR은 각각 0.7배, 0.6배 수준이다. 이는 과거 3년 평균의 multiple과 비교했을 때 할인 거래 중이라는 판단이다. 향후 사업다각화를 통한 실적개선으로 주가 상승이 이루어진다면 과거 평균과의 밸류에이션 갭 축소가 가능할 것으로 전망된다.

동사의 주가추이



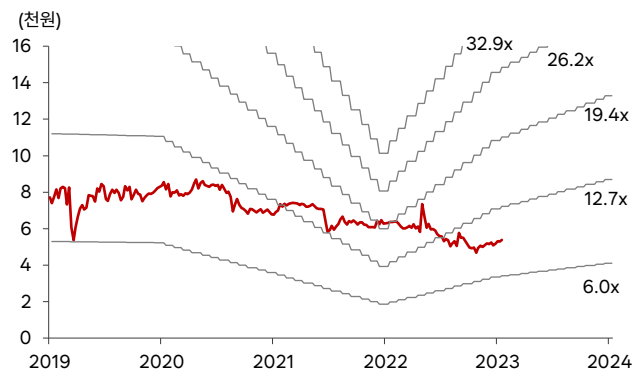
자료: 옵투스제약, 한국IR협회의 기업리서치센터

동사의 주가와 코스닥 제약업종 지수 추이



자료: 옵투스제약, 한국IR협회의 기업리서치센터

동사의 PER Band 차트



자료: Fnguide, 한국IR협회의 기업리서치센터

동사의 PBR Band 차트



자료: Fnguide, 한국IR협회의 기업리서치센터

매출 다변화로 국내 유사업체와의 밸류에이션 갭 축소 가능

매출 다변화로

밸류에이션 갭 축소 가능할 전망

동사는 국내 일회용 점안제 제조업체로 대부분의 국내 peer 업체들은 태준제약, 유니메드제약, 한림제약 등 비상장 업체들이 많다. 상장 업체 중에서 가장 유사한 업체로는 휴온스와 삼일제약을 들 수 있다. 하지만 이들은 동사처럼 매출의 90% 이상이 일회용 점안제로 이루어진 것과는 달리 점안제 이외에도 다른 사업부의 비중이 크기 때문에 직접적인 비교분석은 힘들다. 그럼에도 불구하고 2022년 PBR을 비교하면 동사는 0.8배 수준으로 삼일제약의 0.9배와는 유사하나 휴온스의 1.2배보다는 낮은 상황이다.

국내 안구건조증 치료제 Peer Valuation Table

(단위: 원, 억원, 배, %)

		옵투스제약	휴온스	삼일제약	삼천당제약
코드		A131030	A243070	A000520	A000250
현재 주가 (01/11)		5,390	39,450	8,280	78,900
시가총액		871	4,726	1,261	18,508
매출액	2021	573	4,369	1,342	1,673
	2022	587	4,924	1,797	1,773
	2023F	676	5,503	N/A	N/A
	2024F	797	6,172	N/A	N/A
영업이익	2021	105	453	4	(153)
	2022	53	409	40	122
	2023F	78	609	N/A	N/A
	2024F	102	733	N/A	N/A
영업이익률	2021	18.3	10.4	0.3	(9.1)
	2022	9.0	8.3	2.2	6.9
	2023F	11.6	11.1	N/A	N/A
	2024F	12.8	11.9	N/A	N/A
순이익	2021	99	308	(53)	(166)
	2022	50	224	(0)	58
	2023F	90	524	N/A	N/A
	2024F	111	554	N/A	N/A
EPS 성장률	2021	(31.3)	(44.7)	(489.1)	(1,586.8)
	2022	(48.4)	(27.0)	99.5	135.3
	2023F	80.8	135.2	N/A	N/A
	2024F	22.8	6.0	N/A	N/A
PER	2021	11.3	16.8	N/A	N/A
	2022	20.4	15.5	N/A	170.8
	2023F	9.6	9.0	N/A	N/A
	2024F	7.9	8.5	N/A	N/A
PBR	2021	0.9	1.9	1.6	5.5
	2022	0.8	1.2	0.9	5.6
	2023F	0.7	1.4	N/A	N/A
	2024F	0.6	1.3	N/A	N/A
ROE	2021	8.0	12.2	(8.3)	(9.2)
	2022	4.0	8.2	(0.0)	3.4
	2023F	7.0	17.2	N/A	N/A
	2024F	8.1	15.9	N/A	N/A
PSR	2021	2.0	1.2	0.8	5.9
	2022	1.7	0.7	0.7	5.6
	2023F	1.3	0.9	N/A	N/A
	2024F	1.1	0.8	N/A	N/A

주:1) 옵투스제약의 미래전망치는 당사 전망치, 경쟁사의 미래전망치는 컨센서스 기준, 2) 시가총액과 주가는 1월 11일 종가 기준

자료: Fnguide, 한국IR협회의 기업리서치센터

**리스크 요인****1 한가지 카테고리에 집중된 매출구조**

동사는 매출액의 90% 이상이 일회용 점안액으로 이루어져 있는데 이는 ETC와 CMO 두 부문으로 나뉜다. 동사의 매출 구성 대부분은 약가인하의 영향을 받는다. 따라서 정책적인 리스크가 가장 크다고 볼 수 있다. 동사가 사업을 시작한 이후 정부의 약가인하 발표는 2012년과 2018년에 있었다. 약가인하는 통상적으로 5년 혹은 6년마다 한번씩 시행될 수 있기 때문에 향후 몇 년 안에 추가적인 약가인하에 대한 리스크는 존재한다는 판단이다. 따라서 이러한 리스크를 상쇄하기 위해서 일반의약품 등 사업을 다각화할 필요가 있을 것으로 전망된다.

포괄손익계산서

(억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
매출액	608	573	587	676	797
증가율(%)	0.6	-5.8	2.3	15.3	17.8
매출원가	225	248	270	278	320
매출원가율(%)	37.0	43.3	46.0	41.1	40.2
매출총이익	383	325	317	398	477
매출이익률(%)	63.0	56.7	54.1	58.9	59.9
판매관리비	228	221	264	320	375
판매비율(%)	37.5	38.6	45.0	47.3	47.1
EBITDA	181	129	87	118	149
EBITDA 이익률(%)	29.7	22.5	14.9	17.4	18.7
증가율(%)	1.6	-28.7	-32.4	35.1	26.5
영업이익	155	105	53	78	102
영업이익률(%)	25.5	18.3	9.0	11.6	12.8
증가율(%)	2.1	-32.5	-49.8	48.7	30.3
영업외손익	30	0	16	34	37
금융수익	11	8	14	25	27
금융비용	0	0	1	1	1
기타영업외손익	19	-8	3	11	11
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	185	105	68	112	139
증가율(%)	12.7	-43.4	-34.8	64.7	23.2
법인세비용	41	6	18	22	28
계속사업이익	144	99	50	90	111
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	144	99	50	90	111
당기순이익률(%)	23.7	17.3	8.5	13.3	13.9
증가율(%)	-1.3	-31.3	-49.3	79.5	23.2
자배주주지분 순이익	144	99	50	90	111

현금흐름표

(억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
영업활동으로인한현금흐름	174	71	20	99	119
당기순이익	144	99	50	90	111
유형자산 상각비	26	24	35	40	47
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	0	0	0	0	0
운전자본의감소(증가)	0	-58	-68	-13	-21
기타	4	6	3	-18	-18
투자활동으로인한현금흐름	-64	-152	-163	-54	-91
투자자산의 감소(증가)	1	-26	-130	-20	-18
유형자산의 감소	0	0	13	2	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-58	-106	-60	-30	-40
기타	-7	-20	14	-6	-33
재무활동으로인한현금흐름	-38	-17	-79	-18	-14
차입금의 증가(감소)	0	0	0	-3	1
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-16	-16	-16	-15	-15
기타	-22	-1	-63	0	0
기타현금흐름	-0	0	0	5	18
현금의증가(감소)	73	-99	-221	32	32
기초현금	352	424	326	104	136
기말현금	424	326	104	136	168

재무상태표

(억원)	2020	2021	2022	2023F	2024F
유동자산	934	910	814	905	1,012
현금성자산	424	326	104	136	168
단기투자자산	400	420	512	534	567
매출채권	39	63	75	98	115
재고자산	67	98	116	129	152
기타유동자산	4	3	7	8	10
비유동자산	365	490	549	553	564
유형자산	283	387	437	426	419
무형자산	0	0	0	0	0
투자자산	81	96	102	121	139
기타비유동자산	1	7	10	6	6
자산총계	1,299	1,400	1,362	1,458	1,576
유동부채	86	114	98	120	141
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	12	15	15	18	21
기타유동부채	74	99	83	102	120
비유동부채	24	16	20	19	20
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	24	16	20	19	20
부채총계	110	130	118	139	161
자배주주지분	1,189	1,270	1,245	1,319	1,415
자본금	83	83	83	83	83
자본잉여금	367	367	367	367	367
자본조정 등	-31	-31	-64	-64	-64
기타포괄이익누계액	-0	-1	-8	-8	-8
이익잉여금	770	853	866	941	1,037
자본총계	1,189	1,270	1,245	1,319	1,415

주요투자지표

	2020	2021	2022	2023F	2024F
P/E(배)	9.6	11.3	20.4	9.6	7.9
P/B(배)	1.2	0.9	0.8	0.7	0.6
P/S(배)	2.3	2.0	1.7	1.3	1.1
EV/EBITDA(배)	3.1	2.9	4.9	2.2	1.1
배당수익률(%)	1.2	1.5	1.6	1.9	1.9
EPS(원)	870	597	308	557	686
BPS(원)	7,177	7,668	7,705	8,168	8,760
SPS(원)	3,672	3,460	3,609	4,187	4,932
DPS(원)	100	100	100	100	100
수익성(%)					
ROE	12.7	8.0	4.0	7.0	8.1
ROA	11.6	7.3	3.6	6.4	7.3
ROIC	45.1	22.6	9.1	12.0	14.7
안정성(%)					
유동비율	1,088.7	800.1	833.8	755.2	716.9
부채비율	9.3	10.2	9.5	10.5	11.4
순차입금비율	-68.9	-58.5	-47.4	-45.6	-50.2
이자보상배율	880.9	1,178.7	61.2	52.9	71.5
활동성(%)					
총자산회전율	0.5	0.4	0.4	0.5	0.5
매출채권회전율	10.9	11.3	8.5	7.8	7.5
재고자산회전율	9.7	6.9	5.5	5.5	5.7

최근 3개월간 한국거래소 시장경보제도 지정 여부

시장경보제도란?

한국거래소 시장감시위원회는 투기적이거나 불공정거래 개연성이 있는 종목 또는 주가가 비정상적으로 급등한 종목에 대해 투자자주의 환기 등을 통해 불공 정거래를 사전에 예방하기 위한 제도를 시행하고 있습니다. 시장경보제도는 '투자주의종목 투자경고종목 투자위험종목'의 단계를 거쳐 이루어지게 됩니다. ※관련근거: 시장감시규정 제5조의2, 제5조의3 및 시장감시규정 시행세칙 제3조~제3조의 7

종목명	투자주의종목	투자경고종목	투자위험종목
옵투스제약	X	X	X

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소형 기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소형 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 텔레그램에서 "한국IR협의회(<https://t.me/kirsofficial>)" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '소중한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설방송인 '소중한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.