

Initiating coverage

Korea / Pharmaceutical

15 September 2014

BUY

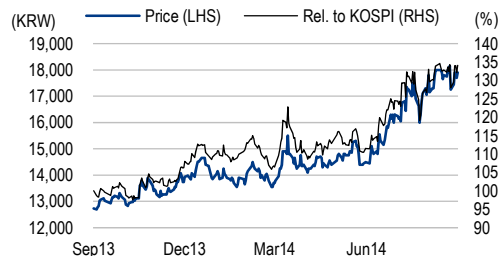
목표주가 **22,500 원**
현재주가 (12 Sep 2014) **17,600 원**

Upside/downside (%) 27.8
KOSPI 2,041.86
시가총액 (십억원) 547
52주 최저/최고 12,831 - 18,150
일평균거래대금 (십억원) 2.70
외국인 지분율 (%) 12.8

Forecast earnings & valuation

| Fiscal year ending | Dec-13 | Dec-14 E | Dec-15 E | Dec-16 E |
|--------------------|--------|----------|----------|----------|
| 매출액 (십억원) | 131 | 144 | 154 | 164 |
| 영업이익 (십억원) | 23.0 | 29.1 | 33.4 | 39.0 |
| 당기순이익 (십억원) | 19.5 | 23.8 | 27.8 | 32.3 |
| 수정순이익 (십억원) | 19.5 | 23.8 | 27.8 | 32.3 |
| EPS (원) | 630 | 764 | 896 | 1,040 |
| EPS 성장률 (%) | 18.2 | 21.3 | 17.2 | 16.1 |
| P/E (x) | 22.8 | 23.0 | 19.7 | 16.9 |
| EV/EBITDA (x) | 12.2 | 12.6 | 11.2 | 9.7 |
| 배당수익률 (%) | 3.5 | 3.1 | 3.4 | 4.0 |
| P/B (x) | 2.2 | 2.6 | 2.5 | 2.3 |
| ROE (%) | 9.8 | 11.5 | 12.9 | 14.2 |
| 순차입금/자기자본 (%) | (35.6) | (40.7) | (42.3) | (43.7) |

Performance



| Performance | 1M | 3M | 12M |
|--------------------|-----|------|------|
| 절대수익률 (%) | 3.2 | 19.8 | 37.1 |
| KOSPI 대비 상대수익률 (%) | 3.2 | 18.3 | 35.2 |

이중훈, Analyst
3774 3732 jhoonlee@miraeasset.com

부광약품 (003000 KS)

안정적인 내실 성장 + 배당 매력주

당사는 2006년 이후 지속되고 있는 정부 약가인하 및 리베이트 투아웃제 실시로 오리지널 의약품 점유율 확대가 지속될 것으로 전망하며, 오리지널 의약품 비중이 높은 부광약품의 수혜가 가능할 것이라 판단임. 또한 꾸준한 고배당성향 및 고배당 수익률을 보유하고, 관계회사 및 투자회사 보유지분 가치, 신약 파이프라인 가치 부각이 기대됨.

국내 제약시장 오리지널 의약품 점유율 상승에 따른 수혜 예상

당사는 2006년 이후 지속되고 있는 정부 약가인하 및 리베이트 투아웃제 실시로 오리지널 의약품 점유율 확대가 지속될 것으로 전망하며, 오리지널 의약품 비중이 높은 부광약품의 수혜가 가능할 것이라 판단임. 이는 1) 특허가 만료된 의약품에서 더 이상 제네릭의약품의 보험약가 저가매력이 없어지고, 2) 불법 리베이트에 대한 단속이 강화되면서 제네릭의약품의 프로모션 및 영업활동이 위축되기 때문임. 부광약품은 2013년 기준으로 전체 매출 대비 오리지널 의약품 비중이 74.4%에 이룸. 또한, 치옥타시드 개량신약 텍시드 및 기타 신제품의 출시로 2014년 매출액 1,441억원 (YoY + 10.2%)을 기록할 전망이다. 지난 2013년 창업 2세 김상훈 대표 취임 이후 이루어진 유통채널 축소는 일단락 되었으며, 판매비 축소와 내실 위주의 경영 전략으로 안정적인 이익률 이어갈 전망이다.

관계회사 및 투자회사 보유지분 가치, 신약 파이프라인 가치 부각 기대

부광약품은 이미 출시된 오리지널 품목의 라이선스 인 전략 이외에 유망 바이오벤처 지분투자 및 해당 바이오벤처 개발 의약품의 전임상 후기/ 임상 초기 라이선스 인 전략을 보유함. 미국 LSK Biopartners 가 개발 중인 표적항암제 Apatinib 은 현재 고형암을 대상으로 임상 1/2a 이 진행 중이며, 줄기세포 개발 바이오벤처 안트로젠 (지분율 24.7%)과 단백질 기반 신약개발벤처 아이진(지분율 8.9%, 코넥스 상장)의 코스닥 상장기대에 따른 보유지분가치 부각될 전망이다.

꾸준한 고배당 성향 및 고배당 수익률을 보임

부광약품은 최근 5년간 평균 65.9%의 배당성향을 보유한 고배당성향 및 고배당수익률 기업임. 동사의 배당성향(65.9%) 및 배당수익률(3.1%)은 KOSPI 내 최근 5년 평균 배당성향(27.5%) 및 배당수익률(1.3%)을 상회함(삼성전자, 현대차그룹 제외, 부광약품 최근 3년간 총 발행주식수의 5% 주식배당은 제외). 최근 세계개편으로 인한 배당 확대 기대감 고조로 고배당성향 기업들에 대한 관심 이어질 전망임에 따라 부광약품 주가에 프리미엄 요인으로 작용할 것이라 판단됨.

투자의견 BUY, 목표주가 22,500 원으로 커버리지 개시

부광약품에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 22,500 원으로 커버리지를 개시함. 목표 밸류에이션은 2015년 예상 EBITDA 에 타겟 EV/EBITDA 14.1 배를 적용한 기존사업가치 6,640 억원과 코스닥 상장 예정인 투자 바이오회사 지분가치 306 억의 합으로 산정함.

Table of contents

| | |
|-------------------------------------------|----|
| I. 투자의견 및 밸류에이션 | 3 |
| II. 투자포인트 | 6 |
| 1. 국내 제약시장 오리지널 의약품 점유율 상승에 따른 수혜 예상 | 6 |
| 2. 관계회사 및 투자회사 보유지분 가치, 신약 파이프라인 가치 부각 기대 | 8 |
| 3. 꾸준한 고배당 성향 및 고배당 수익률을 보임 | 9 |
| III. 실적 전망 | 10 |
| IV. 리스크 요인 | 10 |
| V. 회사 개요 | 12 |

1. 투자 의견 및 밸류에이션

투자 의견 BUY, 목표주가 22,500 원으로 커버리지를 개시

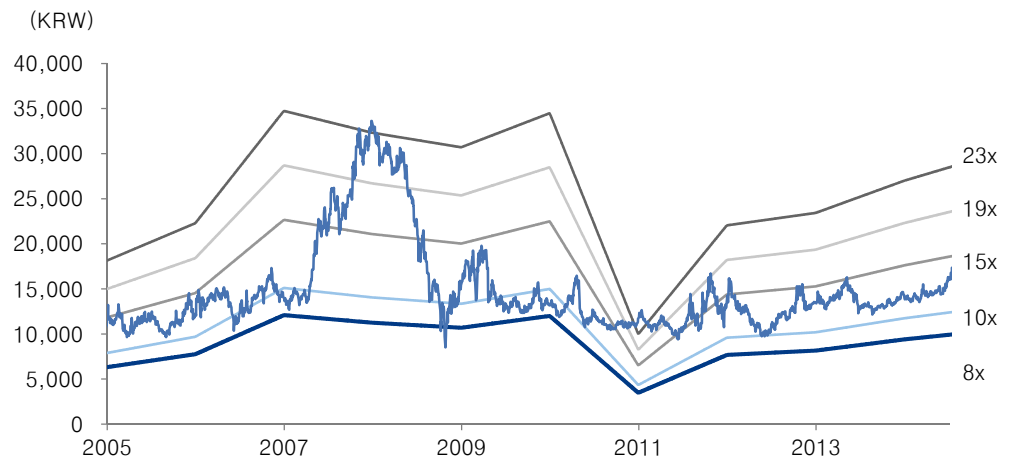
부광약품에 대한 투자 의견 BUY, 목표주가 22,500 원으로 커버리지를 개시한다. 목표 밸류에이션은 2015년 예상 EBITDA 에 타겟 EV/EBITDA 14.1배(10년 평균 EV/EBITDA)를 적용한 기존사업가치 6,640 억원과 코스닥 상장 예정인 투자 바이오회사 지분가치 306 억의 합으로 산정하였다.

Figure 1 부광약품 밸류에이션 (Sum-of-the-parts)

| 1. 기존사업가치 | 2015E | | 비고 |
|------------------------------|--------------|--------|----------------------------|
| EBITDA | 40.4 | KRW bn | |
| Target EV/EBITDA Multiple(x) | 14.1 | | 10년 평균 EV/EBITDA |
| EBITDA * Target Multiple | 570.3 | KRW bn | |
| Net Debt | (93.8) | KRW bn | |
| Equity value | 664.0 | KRW bn | |
| 2. 보유지분가치 | | | |
| Eyegene | 6.0 | KRW bn | 보유지분 8.9%, KONEX시가총액 30%할인 |
| Antrogen | 24.6 | KRW bn | 보유지분 24.7%, 장외시가총액 30%할인 |
| Sum (1+2) | 694.7 | | |
| Target Price | 22,339 | KRW | 주식수 31,097천 주 |
| Current Price | 18,000 | KRW | |
| Upside | 25.0 | % | |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

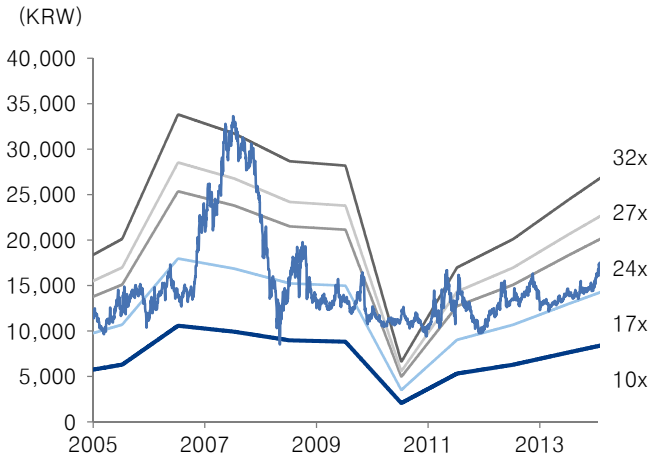
Figure 2 부광약품 12M fwd EV/EBITDA band chart



주: 2011년 회계 결산월 변경 (3-)-12)

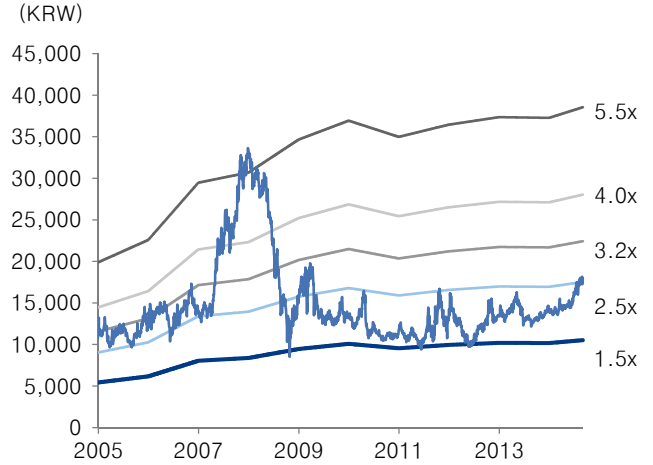
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 부광약품 12M fwd P/E band chart



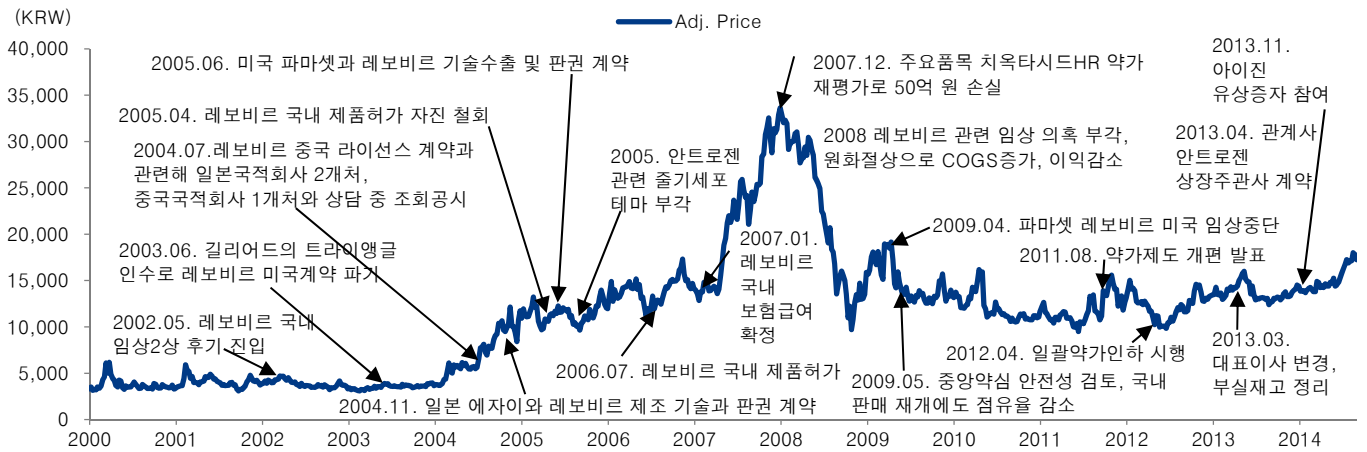
주: 2011년 회계 결산월 변경 (3→12)
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 부광약품 12M fwd P/B band chart



주: 2011년 회계 결산월 변경 (3→12)
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 5 부광약품 주요 이벤트 차트



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 6 부광약품 피어 밸류에이션

| | | 한미약품 | 유한양행 | 동아에스티 | 대웅제약 | 부광약품 |
|------------------|-------|---------|---------|----------|---------|---------|
| 종목코드 | | A128940 | A000100 | A170900 | A069620 | A003000 |
| 투자의견 | | BUY | BUY | BUY | BUY | BUY |
| 목표주가 (원) | | 125,000 | 250,000 | 135,000 | 70,000 | 22,500 |
| 현재주가 (원) | | 92,900 | 177,500 | 100,500 | 65,300 | 17,900 |
| Upside (%) | | 34.6 | 40.8 | 34.3 | 7.2 | 25.7 |
| 시가총액 (십억원) | | 905.3 | 1,979.6 | 774.0 | 756.6 | 556.6 |
| 매출액 (십억원) | 2013 | 730.1 | 931.6 | 495.8 | 674.9 | 130.8 |
| | 2014E | 783.4 | 1,022.5 | 636.8 | 730.3 | 144.1 |
| | 2015E | 851.6 | 1,128.0 | 676.0 | 768.3 | 154.3 |
| 영업이익 (십억원) | 2013 | 61.9 | 56.0 | 39.4 | 72.0 | 23.0 |
| | 2014E | 57.7 | 71.7 | 59.8 | 68.0 | 29.1 |
| | 2015E | 73.9 | 98.1 | 67.8 | 74.9 | 33.4 |
| 당기순이익 (십억원) | 2013 | 50.5 | 71.9 | (65.3) | 58.7 | 19.5 |
| | 2014E | 43.6 | 94.1 | 39.9 | 55.7 | 23.8 |
| | 2015E | 56.7 | 124.3 | 47.0 | 61.2 | 27.8 |
| EPS (지배, 원) | 2013 | 4,927 | 6,312 | (11,546) | 5,064 | 628 |
| | 2014E | 4,482 | 8,441 | 5,432 | 4,807 | 764 |
| | 2015E | 5,817 | 11,143 | 6,392 | 5,285 | 896 |
| EPS 성장률 (%) | 2013 | 94.1 | 3.3 | | 69.8 | 18.3 |
| | 2014E | (9.0) | 33.7 | (147.0) | (5.1) | 21.7 |
| | 2015E | 29.8 | 32.0 | 17.7 | 9.9 | 17.2 |
| OPM (%) | 2013 | 8.5 | 6.0 | 8.0 | 10.7 | 17.6 |
| | 2014E | 7.4 | 7.0 | 9.4 | 9.3 | 20.2 |
| | 2015E | 8.7 | 8.7 | 10.0 | 9.8 | 21.7 |
| NIM (%) | 2013 | 6.9 | 7.7 | (13.2) | 8.7 | 14.9 |
| | 2014E | 5.6 | 9.2 | 6.3 | 7.6 | 16.5 |
| | 2015E | 6.7 | 11.0 | 7.0 | 8.0 | 18.1 |
| ROE (지배, %) | 2013 | 11.4 | 6.2 | | 14.3 | 9.8 |
| | 2014E | 9.1 | 7.8 | 8.7 | 12.1 | 11.5 |
| | 2015E | 9.8 | 9.6 | 9.3 | 12.0 | 12.9 |
| P/E (지배, x) | 2013 | 22.0 | 29.6 | | 15.1 | 22.9 |
| | 2014E | 20.7 | 21.0 | 18.5 | 13.6 | 23.4 |
| | 2015E | 16.0 | 15.9 | 15.7 | 12.4 | 20.0 |
| P/B (지배, x) | 2013 | 2.4 | 1.7 | 1.7 | 1.8 | 2.1 |
| | 2014E | 1.5 | 1.6 | 1.5 | 1.4 | 2.6 |
| | 2015E | 1.3 | 1.5 | 1.3 | 1.3 | 2.5 |
| EV/EBITDA (x) | 2013 | 11.8 | 19.3 | 20.2 | 9.1 | 12.2 |
| | 2014E | 10.5 | 18.5 | 9.0 | 7.1 | 12.9 |
| | 2015E | 8.8 | 13.4 | 8.0 | 6.2 | 11.4 |
| 배당수익률 (%) | 2013 | | 0.8 | 0.3 | 1.1 | 3.5 |
| | 2014E | 0.0 | 0.9 | 0.0 | 1.3 | 3.1 |
| | 2015E | 0.0 | 0.9 | 0.0 | 1.3 | 3.4 |

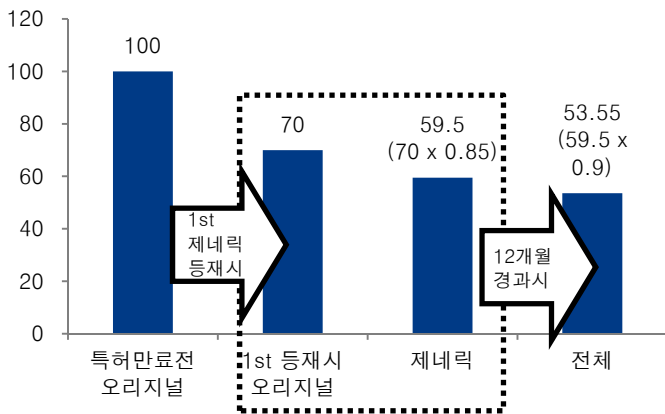
주: 한미약품은 연결 기준, 나머지는 별도 기준
자료: 미래에셋증권 리서치센터

II. 투자포인트

1. 국내 제약시장 오리지널 의약품 점유율 상승에 따른 수혜 예상

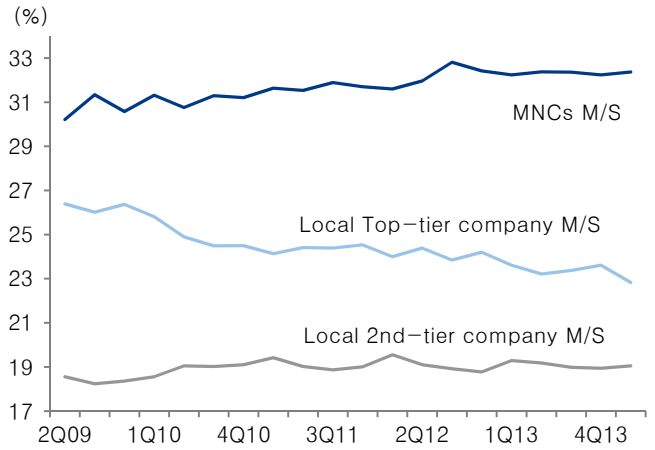
당사는 2006 년 이후 지속되고 있는 정부 약가인하 및 리베이트 투아웃제 실시로 오리지널 의약품 점유율 확대가 지속될 것으로 전망하며, 이에 따라 오리지널 의약품 비중이 높은 부광약품의 수혜가 가능할 것이라고 판단한다. 2012 년 4 월 시행된 약가제도 개편안(약품비 관리 합리화 방안, 일괄약가 인하) 이후 계단식 약가 산정 방식은 폐지되고, 신규 제네릭 및 기등재의약품 약가는 특허 만료 전 대비 53.55%로 일괄 인하되었다. 따라서 특허가 만료된 의약품에서 더 이상 제네릭 의약품의 보험약가 저가매력은 없어지게 되었다(Figure7). 한편 리베이트 연동 약가인하 및 리베이트 쌍벌제 등 불법 리베이트에 대한 단속이 강화되면서 제네릭의약품의 프로모션 및 영업활동이 위축되어 단순 제네릭 의약품에 대한 의사들의 처방 유인은 감소되는 추세이다. 실제로 국내 외자사 시장 점유율은 상승추세를 보이며, 반면 상위사 국내시장 점유율(코프로모션 제외)은 하락추세를 보이고 있다(Figure8).

Figure 7 2012년 4월 시행된 일괄 약가 인하



자료: 보건복지부, 미래에셋증권 리서치센터

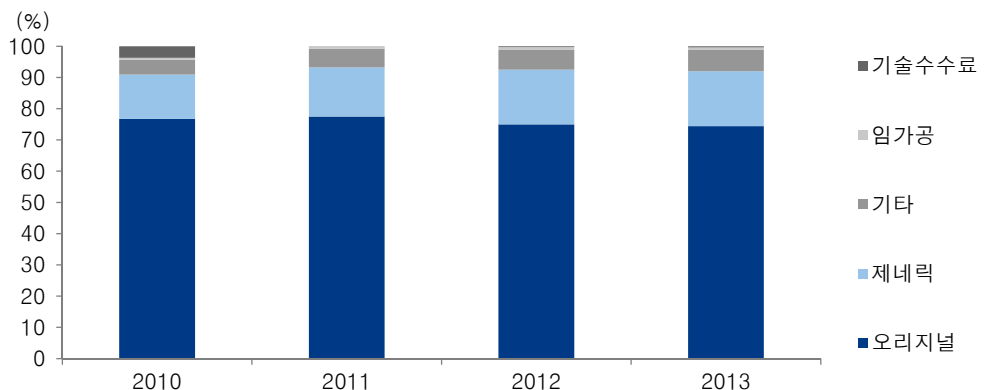
Figure 8 국내 제약시장 점유율 추이



자료: IMS Health, 미래에셋증권 리서치센터

부광약품의 사업구조는 높은 오리지널 의약품 비중 대비 높은 이익률과 판권 회수에 따른 위험이 적다는 장점이 있다. 당사는 2013 년 기준으로 전체 매출 대비 오리지널 의약품 비중이 74.4%에 이른다. 또한 대부분의 라이선스 인 품목 도입 및 출시시기가 10 년 이상 되어, 오리지널 의약품의 추가 약가 인하와 원 개발사의 국내시장 직접 진출에 의한 판권 회수 위험이 적다. 게다가 대다수의 오리지널 의약품이 원료 수입 후 자체 제조/생산 품목이며, 다년간의 제조원가 절감 노력을 통해 높은 마진율을 보유하고 있다.

Figure 9 부광약품 연도별 오리지널 매출 비중 추이



자료: 부광약품, 미래에셋증권 리서치센터

Figure 10 부광약품 도입품목 목록

| 국가 | 회사명 | 품목수 | 품목명(출시연도) | 치료영역/용도 |
|---------|--------------------|-----------|--------------|------------------|
| 독일 | Madaus | 4 | 레가논(75) | 간기능 보호 |
| | | | 아락실(84) | 완하제 |
| | | | 스파스몰리트(95) | 요실금 치료 |
| | | | 아기오(01) | 완하제 |
| | Meda | 4 | 치옥타시드(98) | 당뇨병성 다발성 신경병증 치료 |
| | | | 치옥타시드 HR(03) | 당뇨병성 다발성 신경병증 치료 |
| | | | 아젠티(91) | 항알레르기제 |
| | | | 코멜리안(91) | 항협심증/신장질환치료제 |
| | Desitin | 5 | 오리필서방정(91) | 항전간제 |
| | | | 오르필시럽(81) | 항전간제 |
| | | | 오르필주사(99) | 항전간제 |
| | | | 오르필롱서방캡슐(04) | 항전간제 |
| 티모닐(01) | | | 항전간제 | |
| Baxter | 3 | 홀록산(97) | 항암제 | |
| | | 유로미텍산(99) | 요로독성 예방제 | |
| | | 엔독산(01) | 항암제 | |
| 프랑스 | Sanofi-Aventis | 4 | 켈론(87) | 항고혈압제 |
| | | | 미졸렌(02) | 항알레르기제 |
| | | | 프리마란(78) | 항알레르기제 |
| | | | 에세푸릴(87) | 급성세균성 설사 |
| | Pierre Fabre | 3 | 훼로바유(81) | 항빈혈제 |
| 나벨빈(97) | | | 항암제 | |
| 익셀(01) | | | 항우울제 | |
| 네덜란드 | Eurodrug | 2 | 엑시마(03) | 기관지확장제 |
| | | | 펙사딘(88) | 진경제 |
| 스페인 | Ferrer | 4 | 나딕사(08) | 여드름치료제 |
| | | | 더모픽스 크림(98) | 항진균제 |
| | | | 소마지나(04) | 뇌졸중치료제 |
| | | | 알(01) | 관장/변비약 |
| 영국 | GSK | 2 | 파로돈탁스(88) | 치주염치료제 |
| | | | 파로닉스(96) | 치주염치료제 |
| 일본 | Dainippon Sumitomo | 2 | 세타프릴(99) | 항고혈압제 |
| | | | 로나센(10) | 정신분열증 치료제 |
| | Asaka Pharna | 1 | 프로페스(00) | 유도분만제 |

자료: 부광약품, 미래에셋증권 리서치센터

2. 관계회사 및 투자회사 보유지분 가치, 신약 파이프라인 가치 부각 기대

부광약품은 이미 출시된 오리지널 품목의 라이선스 인 전략 이외에 유망 바이오벤처 지분투자 및 해당 바이오벤처 개발 의약품의 전임상 후기/ 임상 초기 라이선스 인 전략을 보유하고 있다. 또한 2013년에는 1983년 독일 뮌헨에서 설립된 글로벌 벤처캐피탈인 TVM Capital 과 전략적 제휴를 통해 임상 중인 신약 후보물질에 대한 도입검토 및 연구개발을 진행 하고 있다.

현재 미국 LSK Biopartners(지분율 4.3%)가 개발 중인 표적항암제 Apatinib Mesylate 는 현재 고형암을 대상으로 한국과 미국에서 임상 1/2a 이 진행 중이며, 중국에서 임상을 모두 마치고 시판을 기다리고 있다. 중국 내 Apatinib 의 파트너는 항암제 병원 영업에 전문성을 가진 Hengrui 사로 중국 내 Apatinib 의 상업적 성공 여부에 따라 글로벌 성공가능성 역시 예측해 볼 수 있다는 판단이다. 부광약품은 해당 의약품의 한국, 유럽, 일본 판권을 보유함에 따라 일본 및 유럽 지역에서의 Sub-license 가능성도 높아질 전망이다.

Figure 11 주요 타법인 출자 현황

| 법인명 | 최초취득일자 | 출자목적 | 최초취득금액 | 수량 | 지분율(%) | 장부가액 | 총자산 | 당기순손익 |
|--------------------------|---------------|------|--------|-----------|--------|------|------|-------|
| (주)안트로젠 보통주(비상장) | 2000년 03월 23일 | 경영참여 | 4.8 | 1,600,171 | 24.7 | 3.5 | 14.8 | (1.8) |
| 아이진(주) 보통주(코넥스) | 2012년 11월 26일 | 단순투자 | 2.8 | 595,000 | 7.8 | 2.8 | 6.3 | (3.9) |
| LSKBIO PARTNERS 보통주(비상장) | | 단순투자 | - | 100,000 | 4.3 | - | - | - |

단위: 십억원, 주, %

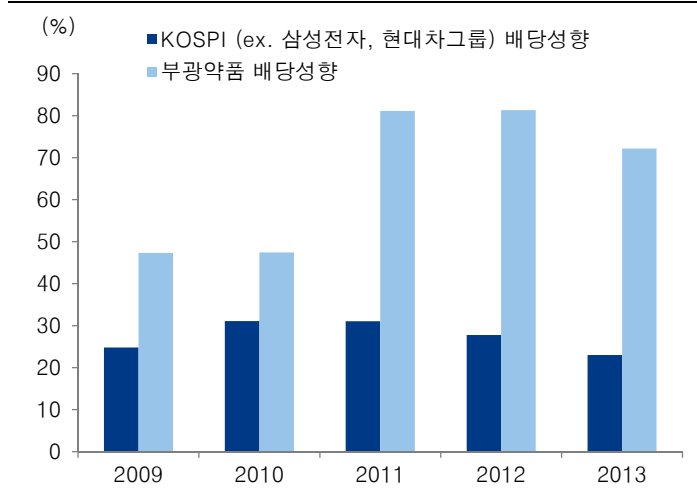
자료: 미래에셋증권 리서치센터

한편 줄기세포 개발 바이오벤처 안트로젠(지분율 24.7%)과 단백질 기반 신약개발벤처 아이진(지분율 8.9%, 코넥스 상장)의 코스닥 상장기대에 따른 보유지분가치 또한 부각될 전망이다. 24.7%의 지분을 보유한 관계사 안트로젠은 2000년 3월 설립된 바이오 벤처회사로 성체줄기세포를 이용한 조직 재생용 세포치료제를 개발하고 있다. 크론성 누공 치료제인 큐피스탐은 2009년 세포치료제 최초로 희귀의약품으로 지정, 2010년 니혼파마(다케다제약 자회사)와 기술수출 계약을 체결하였으며, 2012년 1월 식약처 품목허가 승인과 2014년 1월 최초 1회 투약에 대하여 보험약가를 승인 받았다. 8.9%의 지분을 보유한 아이진은 현재 코넥스 상장 바이오벤처로 단백질 기반의 육창치료제(국내 임상 1/2 상 동시 진행 중), 당뇨병 망막병증 치료제(유럽 임상 1상 완료), 자궁경부암 예방백신(국내 임상 1상 완료)을 개발하고 있다.

3. 꾸준한 고배당 성향 및 고배당 수익률을 보임

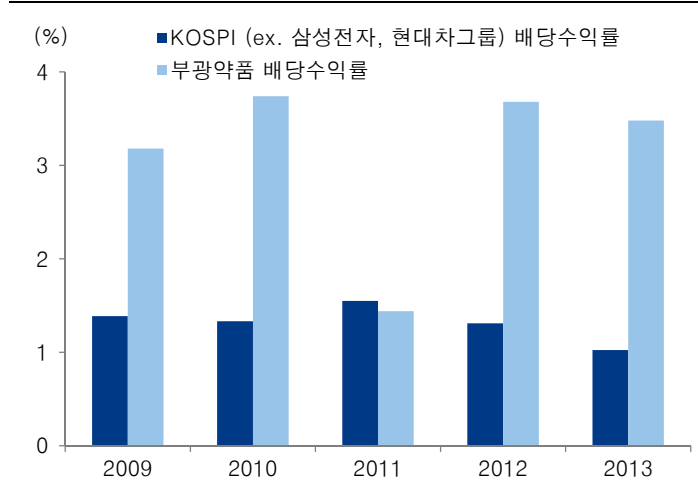
부광약품은 최근 5년간 평균 65.9%의 배당성향을 보유한 고배당성향 및 고배당수익률 기업으로 투자매력이 높다는 판단이다. 최근 당사 리서치 자료에 따르면(8월 13일자 Market Issue; 초이노믹스와 배당투자전략의 현실적 접근), 부광약품의 배당성향(65.9%) 및 배당수익률(3.1%)은 KOSPI 내 최근 5년 평균 배당성향(27.5%) 및 배당수익률(1.3%)을 상회한다(삼성전자, 현대차그룹 제외, 부광약품 최근 3년간 총 발행주식수의 5% 주식배당은 제외). 최근 세계개편으로 인한 배당 확대 기대감 고조로 고배당성향 기업들에 대한 관심 이어질 전망임에 따라 부광약품 주가에 프리미엄 요인으로 작용할 것이라 판단이다.

Figure 12 KOSPI 대비 배당성향



주: 부광약품은 2011년 회계월 (3-)12) 변경
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 13 KOSPI 대비 배당수익률



주: 부광약품은 2011년 회계월 (3-)12) 변경
자료: 미래에셋증권 리서치센터

III. 실적 전망

부광약품 매출은 치옥타시드 개량신약인 텍시드의 출시, 일반의약품 진통소염제 타벡스겔 광고효과, 기타 신제품의 출시로 2014년 매출액 1,441억원(YoY + 10.2%), 2015년 1,543억원(YoY + 7%)을 기록할 전망이다. 또한 영업이익률은 지난 2013년 창업 2세 김상훈 대표 취임 이후 이루어진 유통재고 축소가 일단락 됨에 따라 판관비 축소와 내실 위주의 경영 전략으로 2014년 20.2%에서 2015년 21.7%로 안정적인 이익률을 이어갈 전망이다.

Figure 14 부광약품 주요품목 매출 추이

| (KRW bn) | 1Q13 | 2Q13 | 3Q13 | 4Q13 | 1Q14 | 2Q14 | 3Q14E | 4Q14E | 1Q15E | 2Q15E | 3Q15E | 4Q15E | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E |
|----------------------|---------|--------|--------|--------|--------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|------|--------|-------|-------|
| Thioctacid | 3.8 | 4.4 | 4.6 | 4.5 | 4.9 | 5.0 | 5.3 | 5.0 | 5.6 | 5.9 | 6.1 | 5.7 | 20.3 | 17.3 | 20.1 | 23.3 |
| YoY (%) | 13.5 | (10.0) | (22.5) | (26.6) | 29.2 | 5.0 | 15.0 | 10.0 | 15.0 | 18.0 | 15.0 | 15.0 | 72.4 | (14.9) | 16.6 | 15.7 |
| Legalon | 3.0 | 3.2 | 3.3 | 3.3 | 3.4 | 3.6 | 3.5 | 3.5 | 3.6 | 3.8 | 3.6 | 3.7 | 13.7 | 12.8 | 14.1 | 14.7 |
| YoY (%) | 23.1 | (3.9) | (23.9) | (8.7) | 15.8 | 6.0 | 6.0 | 6.0 | 4.0 | 6.0 | 4.0 | 4.0 | 76.3 | (6.7) | 10.4 | 4.5 |
| Levovir | 0.5 | 0.0 | 0.0 | 0.6 | 0.8 | 0.1 | 0.2 | 0.9 | 0.8 | 0.1 | 0.2 | 0.9 | 7.5 | 1.2 | 2.0 | 2.0 |
| YoY (%) | (80.8) | (99.3) | (98.2) | (62.9) | 42.6 | 1,000.0 | 1,000.0 | 40.0 | 2.0 | 2.0 | 2.0 | 2.0 | 32.5 | (84.1) | 68.6 | 2.0 |
| Orfill | 1.8 | 1.6 | 1.6 | 1.5 | 1.7 | 1.7 | 1.6 | 1.5 | 1.7 | 1.6 | 1.5 | 1.5 | 7.6 | 6.6 | 6.5 | 6.3 |
| YoY (%) | 12.2 | (22.3) | (25.6) | (11.9) | (6.8) | (3.0) | (3.0) | (3.0) | (3.0) | (3.0) | (3.0) | (3.0) | 31.7 | (13.4) | (2.0) | (3.0) |
| Asima | 1.0 | 1.2 | 1.1 | 1.2 | 1.4 | 1.3 | 1.2 | 1.4 | 1.4 | 1.4 | 1.3 | 1.4 | 6.2 | 4.5 | 5.3 | 5.5 |
| YoY (%) | (37.8) | (30.2) | (36.1) | (0.8) | 30.8 | 14.0 | 14.0 | 14.0 | 4.0 | 4.0 | 4.0 | 4.0 | 44.8 | (28.1) | 17.6 | 4.0 |
| Feroba | 1.8 | 1.9 | 2.1 | 2.1 | 2.2 | 2.4 | 2.3 | 2.3 | 2.3 | 2.5 | 2.5 | 2.4 | 7.4 | 7.9 | 9.1 | 9.7 |
| YoY (%) | 34.5 | 2.1 | (7.7) | 12.8 | 20.8 | 7.0 | 7.0 | 7.0 | 7.0 | 7.0 | 7.0 | 7.0 | 53.4 | 7.6 | 14.7 | 7.0 |
| Azeptin | 1.2 | 1.0 | 0.8 | 0.7 | 1.0 | 1.0 | 0.8 | 0.7 | 1.0 | 1.0 | 0.8 | 0.7 | 1.1 | 1.0 | 0.8 | 0.7 |
| YoY (%) | (146.6) | (23.5) | (21.4) | (48.1) | (12.2) | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 | 0.6 |
| Thyroid preparations | 1.9 | 2.0 | 2.1 | 2.1 | 2.3 | 2.2 | 2.4 | 2.4 | 2.6 | 2.5 | 2.6 | 2.6 | 7.2 | 8.2 | 9.4 | 10.3 |
| YoY (%) | 42.4 | 21.1 | 4.3 | (1.5) | 23.4 | 12.0 | 12.0 | 12.0 | 10.0 | 10.0 | 10.0 | 10.0 | 70.8 | 13.5 | 14.6 | 10.0 |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

IV. 리스크 요인

부광약품의 리스크 요인으로는 원 개발사로부터의 오리지널 의약품 판권 회수를 들 수 있다. 하지만 오리지널 품목도입을 주 사업 모델로 하는 타 제약사 대비 품목 출시 년도가 오래되고 원 개발사의 직접진출 가능성이 낮아 해당 리스크의 영향은 미미하다고 판단된다.

Figure 15 부광약품 분기별 실적 추이

| (KRW bn) | 1Q13 | 2Q13 | 3Q13 | 4Q13 | 1Q14 | 2Q14 | 3Q14E | 4Q14E | 1Q15E | 2Q15E | 3Q15E | 4Q15E | 2012 | 2013 | 2014E | 2015E |
|---------------------|---------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|-------|-------|-------|--------|--------|-------|-------|
| Revenue | 33.1 | 31.8 | 32.8 | 33.1 | 35.8 | 35.2 | 36.7 | 36.5 | 38.0 | 37.4 | 39.6 | 39.3 | 147.5 | 130.8 | 144.1 | 154.3 |
| YoY (%) | 10.8 | (15.1) | (18.6) | (17.1) | 8.1 | 10.6 | 12.0 | 10.1 | 6.2 | 6.4 | 7.8 | 7.7 | 45.7 | (11.3) | 10.2 | 7.0 |
| Sales | 29.4 | 29.0 | 29.7 | 31.0 | 32.6 | 32.0 | 33.4 | 33.2 | 34.6 | 34.1 | 36.0 | 35.7 | 123.5 | 119.1 | 131.2 | 140.4 |
| YoY (%) | 28.0 | (7.0) | (10.6) | (14.1) | 10.9 | 10.4 | 12.6 | 7.0 | 6.3 | 6.4 | 7.8 | 7.7 | 51.1 | (3.6) | 10.2 | 7.0 |
| Merchandising sales | 3.1 | 2.5 | 2.6 | 3.0 | 3.0 | 3.0 | 3.2 | 3.1 | 3.3 | 3.2 | 3.4 | 3.4 | 23.7 | 11.2 | 12.3 | 13.2 |
| YoY (%) | (53.3) | (55.6) | (61.4) | (35.3) | (4.6) | 20.4 | 23.4 | 3.3 | 9.0 | 6.4 | 7.8 | 7.7 | 29.6 | (52.5) | 9.5 | 7.7 |
| etc. | 0.6 | 0.3 | 0.5 | (0.9) | 0.2 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.1 | 0.4 | 0.5 | 0.6 | 0.6 |
| YoY (%) | 168.9 | (51.8) | 28.6 | 11.3 | (62.4) | (54.6) | (74.9) | (114.2) | (38.4) | 6.4 | 7.8 | 7.7 | (69.1) | 25.1 | 30.0 | (9.3) |
| Cost of goods sold | 16.1 | 14.5 | 14.9 | 14.5 | 15.6 | 15.4 | 16.9 | 16.9 | 17.0 | 16.7 | 17.7 | 17.5 | 67.9 | 60.0 | 64.8 | 68.8 |
| COGS (%) | 48.5 | 45.6 | 45.6 | 43.9 | 43.6 | 43.8 | 46.2 | 46.3 | 44.6 | 44.6 | 44.6 | 44.6 | 46.0 | 45.9 | 45.0 | 44.6 |
| SG&A | 13.7 | 11.0 | 10.8 | 12.3 | 11.7 | 12.8 | 12.6 | 13.2 | 11.8 | 13.5 | 13.1 | 13.7 | 58.2 | 47.8 | 50.2 | 52.0 |
| SG&A (%) | 41.4 | 34.6 | 33.0 | 37.0 | 32.7 | 36.4 | 34.3 | 36.1 | 31.1 | 36.0 | 33.0 | 34.8 | 39.4 | 36.5 | 34.9 | 33.7 |
| Operating margin | 3.3 | 6.3 | 7.0 | 6.3 | 8.5 | 7.0 | 7.2 | 6.4 | 9.2 | 7.2 | 8.8 | 8.1 | 21.4 | 23.0 | 29.1 | 33.4 |
| OPM (%) | 10.1 | 19.9 | 21.5 | 19.1 | 23.7 | 19.8 | 19.5 | 17.6 | 24.3 | 19.4 | 22.4 | 20.6 | 14.5 | 17.6 | 20.2 | 21.7 |
| YoY (%) | 5,837.3 | 35.0 | (18.1) | (22.3) | 154.9 | 10.5 | 2.0 | 1.5 | 8.8 | 3.8 | 23.4 | 26.0 | 148.4 | 7.2 | 26.4 | 15.0 |
| Pre-tax Profit | 4.8 | 6.3 | 8.0 | 6.5 | 8.9 | 7.3 | 8.0 | 6.9 | 9.7 | 7.7 | 9.7 | 8.6 | 23.2 | 25.6 | 31.2 | 35.7 |
| Pre-tax Margin (%) | 14.6 | 19.7 | 24.3 | 19.7 | 24.9 | 20.7 | 21.9 | 19.0 | 25.6 | 20.5 | 24.5 | 21.9 | 15.8 | 19.6 | 21.6 | 23.1 |
| YoY (%) | 1,940.2 | 21.7 | (8.7) | (28.6) | 84.2 | 16.1 | 1.1 | 6.3 | 9.3 | 5.1 | 20.7 | 24.4 | 209.6 | 10.1 | 21.8 | 14.6 |
| Net Profit | 4.1 | 5.1 | 6.5 | 3.8 | 6.9 | 5.8 | 6.5 | 4.5 | 7.6 | 6.0 | 7.6 | 6.7 | 16.5 | 19.5 | 23.8 | 27.8 |
| NPM (%) | 12.5 | 16.1 | 19.7 | 11.5 | 19.4 | 16.5 | 17.8 | 12.3 | 20.0 | 16.0 | 19.1 | 17.1 | 11.2 | 14.9 | 16.5 | 18.1 |
| YoY (%) | 1,734.4 | 60.2 | (5.3) | (39.2) | 67.7 | 13.1 | 1.0 | 18.4 | 9.4 | 3.1 | 16.0 | 49.2 | 157.8 | 18.3 | 21.7 | 17.2 |

자료: 부광약품, 미래에셋증권 리서치센터

V. 회사 개요

부광약품은 1960년 10월 의약품 및 의약외품의 제조, 연구개발 및 판매업을 목적으로 설립되었다. 동사의 전문의약품으로는 당뇨병성신경병증 치료제 치옥타시드, 간질환치료제 레가론, 정신신경용약 오르필 등이 있으며, 일반의약품으로는 빈혈치료제 웨로바, 변비치료제 아락실, 의약외품 기능성치약 시린메드, 파로돈탁스 등 대중적으로 널리 알려진 브랜드 제품을 보유하고 있다. 또한, 국산신약 11호인 B형 간염치료제 레보비르를 개발하는 등 신약개발 능력도 보유하고 있다. 전체 매출 중 83%(2013년 매출 기준)가 전문의약품 매출이며, 전체 매출 중 오리지널의약품 매출 비중은 74.4%(2013년 매출 기준)에 이른다. 2014년 3월 기준 부광약품의 종업원 수는 영업직 273명을 포함한 584명이다.

주요 주주로는 김동연 회장 외 특수관계인(김상훈 사장 지분 3.77% 포함) 28.02%, 정창수 부회장 11.91%, 김기환 (공동창업주인 고 김성률 회장 아들) 외 친인척 9.1%를 보유하고 있으며, 외국인지분율은 12.54%이다. 김상훈 대표는 김동연 회장 2세로 2004년 부광약품에 입사하여 사업개발 전무를 거쳐 2013년 초 취임하였다.

Figure 16 치옥타시드 (당뇨병성 신경병증 치료제)



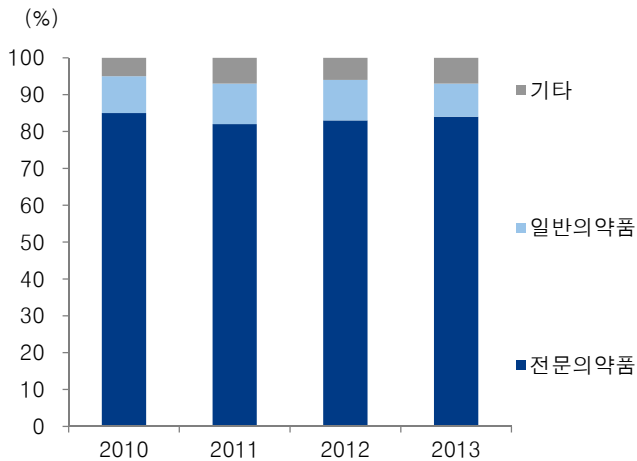
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 17 웨로바 (빈혈치료제)



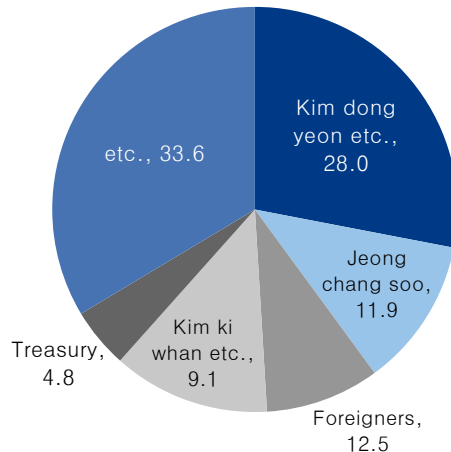
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 18 높은 전문의약품 매출 비중



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 19 주요주주 현황 (%)



자료: 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

손익계산서

| 12 월 결산 (십억원) | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 131 | 144 | 154 | 164 |
| 매출원가 | 60 | 65 | 69 | 71 |
| 매출총이익 | 71 | 79 | 85 | 93 |
| 판매비와관리비 | 48 | 50 | 52 | 54 |
| 영업이익 (조정) | 23 | 29 | 33 | 39 |
| 영업이익 | 23 | 29 | 33 | 39 |
| 순이자손익 | 2 | 1 | 1 | 2 |
| 지분법손익 | 1 | (0) | 0 | 0 |
| 기타 | (0) | 1 | 1 | 1 |
| 세전계속사업손익 | 26 | 31 | 36 | 41 |
| 법인세비용 | 6 | 7 | 8 | 9 |
| 당기순이익 | 20 | 24 | 28 | 32 |
| 당기순이익 (지배주주지분) | 20 | 24 | 28 | 32 |
| EPS (지배주주지분, 원) | 630 | 764 | 896 | 1,040 |

| 증가율&마진 (%) | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|------------|--------|-------|-------|-------|
| 매출액증가율 | (11.3) | 10.2 | 7.0 | 6.6 |
| 매출총이익증가율 | (11.1) | 12.1 | 7.7 | 8.9 |
| 영업이익증가율 | 7.2 | 26.4 | 15.0 | 16.7 |
| 당기순이익증가율 | 18.3 | 21.7 | 17.2 | 16.1 |
| EPS 증가율 | 18.2 | 21.3 | 17.2 | 16.1 |
| 매출총이익율 | 54.1 | 55.0 | 55.4 | 56.6 |
| 영업이익률 | 17.6 | 20.2 | 21.7 | 23.7 |
| 당기순이익률 | 14.9 | 16.5 | 18.1 | 19.7 |

자료: 부광약품, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

현금흐름표

| 12 월 결산 (십억원) | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|---------------|------|-------|-------|-------|
| 영업현금 | 38 | 22 | 31 | 35 |
| 당기순이익 | 26 | 26 | 28 | 32 |
| 유무형자산상각비 | 8 | 7 | 7 | 7 |
| 기타 | (7) | (2) | 0 | 0 |
| 운전자본증감 | 12 | (9) | (4) | (4) |
| 투자현금 | 26 | 6 | (6) | (8) |
| 자본적지출 | (3) | (3) | (4) | (5) |
| 기타 | 28 | 10 | (2) | (3) |
| 재무현금 | (32) | (12) | (11) | (20) |
| 배당금 | (13) | (14) | (17) | (19) |
| 자본의증가 (감소) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 부채의증가 (감소) | (18) | 2 | 6 | (2) |
| 기초현금 | 29 | 58 | 82 | 96 |
| 기말현금 | 58 | 82 | 96 | 102 |

자료: 부광약품, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

대차대조표

| 12 월 결산 (십억원) | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 145 | 160 | 178 | 190 |
| 현금및현금성자산 | 58 | 82 | 96 | 102 |
| 단기금융자산 | 20 | 10 | 11 | 11 |
| 매출채권 | 37 | 38 | 41 | 44 |
| 재고자산 | 29 | 28 | 30 | 32 |
| 기타유동자산 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 비유동자산 | 83 | 79 | 78 | 79 |
| 유형자산 | 65 | 61 | 60 | 58 |
| 투자자산 | 8 | 9 | 9 | 10 |
| 기타비유동자산 | 11 | 9 | 9 | 11 |
| 자산총계 | 228 | 239 | 256 | 269 |
| 유동부채 | 16 | 21 | 28 | 27 |
| 매입채무 | 3 | 8 | 8 | 9 |
| 단기금융부채 | 6 | 7 | 13 | 11 |
| 기타유동부채 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| 비유동부채 | 11 | 7 | 7 | 8 |
| 장기금융부채 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타비유동부채 | 11 | 7 | 7 | 8 |
| 부채총계 | 27 | 28 | 35 | 34 |
| 지배주주지분 | 201 | 211 | 221 | 235 |
| 비지배주주지분 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 201 | 211 | 221 | 235 |
| BVPS (원) | 6,466 | 6,777 | 7,122 | 7,562 |

자료: 부광약품, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

주요투자지표

| 12 월 결산 | 2013 | 2014E | 2015E | 2016E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 자기자본이익률 (%) | 9.8 | 11.5 | 12.9 | 14.2 |
| 총자산이익률 (%) | 8.2 | 10.2 | 11.2 | 12.3 |
| 재고자산보유기간 (일) | 77.1 | 72.5 | 69.2 | 69.5 |
| 매출채권회수기간 (일) | 130.2 | 95.3 | 93.3 | 93.8 |
| 매입채무결제기간 (일) | 11.3 | 13.7 | 19.2 | 19.3 |
| 순차입금/자기자본 (%) | (35.6) | (40.7) | (42.3) | (43.7) |
| 이자보상배율 (x) | (14.9) | (19.7) | (23.4) | (24.8) |

자료: 부광약품, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

Recommendations

종목별 투자의견 (12개월 기준)

BUY : 현주가 대비 목표주가 +10% 초과
 HOLD : 현주가 대비 목표주가 ±10% 이내
 REDUCE : 현주가 대비 목표주가 10% 초과
 단, 업종 투자의견에 의한 ±10% 내의 조정치 감안 가능

업종별 투자의견

OVERWEIGHT : 현 업종지수대비 +10% 초과
 NEUTRAL : 현 업종지수대비 ±10% 이내
 UNDERWEIGHT : 현 업종지수 대비 -10% 초과

Compliance Notice

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함.
 [작성자: 이종훈]

| 종목 | 담당자 | 종류 | 담당자 보유주식수 | | 취득일 | 1%이상 보유여부 | 유가증권 종목 | 계열사 담당자 | 자사주 종류 |
|----|-----|----|-----------|-----|-----|-----------|---------|---------|--------|
| | | | 수량 | 취득가 | | | | | |

Target Price and Recommendation Chart

부광약품 (003000 KS)



| Date | Recommendation | 12m target price |
|------------|----------------|------------------|
| 2014-09-15 | BUY (Initiate) | 22,500 |