



# Outperform(Reinitiate)

목표주가: 32,000원  
주가(6/8): 29,350원  
시가총액: 9,996억원

## 계약/바이오/헬스케어

Analyst 김지현 02) 3787- 5109  
kimchi@kiwoom.com  
RA 이지현 02) 3787- 4776  
geehyun@kiwoom.com

### Stock Data

KOSDAQ (6/8)		2,065.19pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가	
최고/최저가 대비	30,200원	13,195원	
등락률	-2.81%	122.43%	
수익률	절대	상대	
	1W	23.1%	24.3%
	1M	61.9%	55.2%
	1Y	121.7%	114.2%

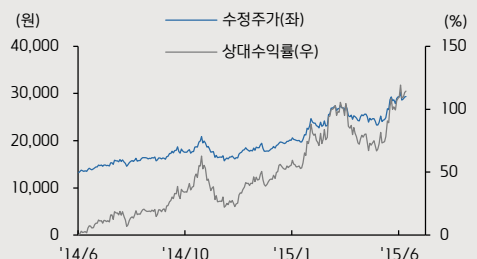
### Company Data

발행주식수	34,057천주
일평균 거래량(3M)	221천주
외국인 지분율	15.13%
배당수익률(15E)	3.09%
BPS(15E)	6,832원
주요 주주	김동연 외 10인 26.17%

### 투자지표

(억원, IFRS 별도)	2013	2014	2015E	2016E
매출액	1,308	1,413	1,500	1,619
보고영업이익	230	280	226	257
핵심영업이익	230	280	226	257
EBITDA	306	337	278	308
세전이익	243	295	252	285
순이익	183	235	201	227
지배주주지분순이익	195	236	201	227
EPS(원)	574	693	645	729
증감률(%YoY)	18.3	20.9	-7.0	13.0
PER(배)	22.8	25.7	27.6	24.4
PBR(배)	2.2	2.9	2.6	2.5
EV/EBITDA(배)	12.0	15.6	18.8	16.9
보고영업이익률(%)	17.6	19.8	15.1	15.9
핵심영업이익률(%)	17.6	19.8	15.1	15.9
ROE(%)	9.2	11.5	9.5	10.5
순부채비율(%)	-38.9	-39.5	-39.6	-39.7

### Price Trend



# 부광약품 (003000)

## 매력적인 파이프라인, 유망 바이오벤처 상장 주목



부광약품은 전문의약품이 전체의 84%를 차지하고 이 중 오리지널 비중이 70%를 상회, 최근 강화된 리베이트 규제 등 변화된 영업환경에 상대적으로 유리합니다. 최근 4년간 평균 70%의 배당성향을 유지, 주주가치 극대화의지가 강하며, 시장성 높은 표적항암제, 당뇨병치료제, 파킨슨씨병치료제 등의 글로벌 임상과제를 확보하고 있고, 유망 바이오벤처인 안트로젠, 아이진의 코스닥 상장 가능성도 높습니다.

### >>> 목표주가 32,000원, 투자의견 'Outperform'으로 분석 재개

목표주가 32,000원, 투자의견 'Outperform'으로 기업분석을 재개한다. 목표주가는 영업가치, 비영업가치, 관계사 지분가치, 표적항암제 파이프라인 가치를 합산하여 산출한 것이다. 불확실성이 있는 표적항암제 파이프라인 가치를 제외한 Downside Limited 주가는 22,436원으로 추정된다. 최근 4년간 배당성향 70% 이상 유지, 시장성 높은 글로벌 신약과제 보유, 유망 바이오벤처 상장 가능성 등 매력적인 투자포인트에도 불구하고 투자의견 'Outperform'인 이유는 최근 1개월간 25.6% 주가 급등, 목표가대비 현재주가 상승여력이 8% 정도 밖에 안되기 때문이다. 목표주가 상향 조정 가능성 높은 주요 밸류에이션 변수는 진행성위암치료제로 글로벌 임상시험중인 아파티닙의 개발 진전 및 행루이사를 통한 중국내 매출 추이, 줄기세포치료제 개발 기업인 안트로젠(지분율 24.7%) 이 있다.

### >>> 전문약 중 오리지널비중 높아 최근 변화된 영업환경에 유리

동사의 일반약으로는 웨로바(빈혈약), 아락실(변비약)로 유명하고 의약부외품으로는 파로돈탁스(치약)로 널리 잘 알려져 있다. 전문의약품 중에서는 간질환, 당뇨병, 정신신경용제 분야에 특화, 동분야 매출액(2014년 기준)이 전체의 매출액의 38.8%를 차지하고 있다. 일반의약품과 전문의약품의 매출비중은 각각 81%, 9.0%로 전문의약품 비중이 높다. 전문의약품 중에서는 해외에서 도입한 오리지널 제품의 비중이 76.2%로 높아 최근 제약업종 이슈인 카피제품의 리베이트 영업 제약에 따른 펀더멘털 악영향도 적다.

### >>> 매력적인 배당정책 프리미엄 요인

동사의 매력적인 배당정책은 프리미엄 요인으로 작용할 것이다. 동사의 최근 4년간 배당성향은 평균 74.3%에 달한다. 배당이 가능한 상위 상장제약사의 평균(16.1%)을 훨씬 웃돈다. 현재 주가 기준 배당수익률도 2.8%로 예금금리 수준으로 높다. 여기에 최근 4년간 주식배당을 총발행주식수의 5~10%를 부여한 것을 고려할 경우 현재 주가 기준 실질 배당수익률은 2% 수준에 달한다. 금년에 글로벌 임상과제에 대한 비용부담으로 R&D 비용이 80~100억원 정도 늘어날 것으로 보이거나 주당 배당금은 500원을 유지, 주주가치 극대화 의지를 보여줄 전망이다.

목표주가 산출 내역 (단위: 억원)

<b>1. 영업가치 = a) + b)</b>	<b>5,140</b>
a) 12개월 FWD 순이익	206
b) 적용 PE 배수 (25배) - 다수의 글로벌 임상과제 보유, 매출액대비 R&D 비중 10% 상회	25
<b>2. 비영업부분 가치 = a) + b)</b>	<b>1,268</b>
a) 현금성자산(2015년 1Q 기준)	828
b) 자사주(6월 5일 종가 기준)	440
<b>3. 관계사 지분가치</b>	<b>1,221</b>
a) 안트로젠(지분율 24.7%) - 유사 상장(승인)기업 상대비교한 적정시총(평균값, 4,232억원)의 10% 할인	941
b) 아이진(8.9%) - 3건의 임상과제(2상 2건, 1상 완료 1건) 보유 고려시 크리스탈 시총(3,483억원)의 10% 할인	279
c) LSKB(4.26%) - 장부가 그대로 적용	1
<b>4. 표적항암제(Apatinib) 진행성 위암 가치-DCF 할인 모형 : 폐암, 대장암, 유방암에 대한 적응증 확대 고려 않함</b>	<b>3,098</b>
-----	
Worst Value = 1+2+3	
Market Cap(억원)	7,628
Price per share(원)	22,436
Upside potential(%)	-22.9%
목표 주가대비 배당수익률(작년 500원 기준)	2.2%
-----	
Reasonable Value = 1+2+3+4	
Market Cap(억원)	10,726
Price per share(원)	31,546
Upside potential(%)	8.4%
목표주가대비 배당수익률(작년 500원 기준)	1.6%

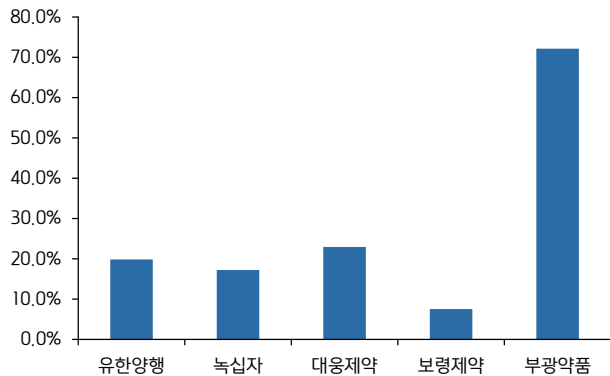
자료: 키움증권

오리지널 매출비중이 76.2%로 높아

	2010	2011	2012	2013	2014
오리지널	76.7%	77.5%	75.0%	74.4%	76.2%
제네릭	14.2%	15.7%	17.5%	17.6%	16.7%
기타	4.7%	6.0%	6.3%	6.8%	5.9%
임가공	0.7%	0.7%	0.9%	0.8%	0.9%
기술료	3.7%	0.1%	0.3%	0.4%	0.3%

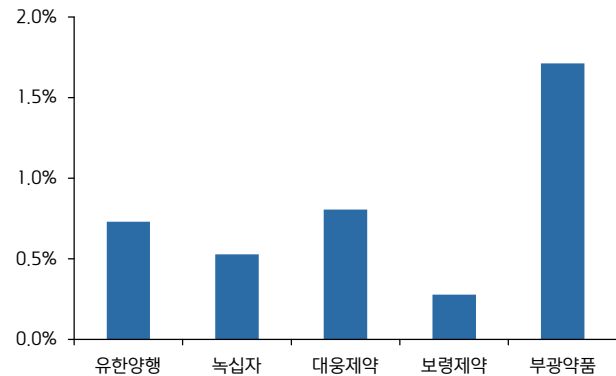
자료: 부광약품

주요 상위 상장 제약업체 배당성향 (2014년 기준)



자료: 각사 사업보고서

주요 상위 상장 제약업체 배당수익률(2014년 기준)



자료: 각사 사업보고서 / 주: 6월 5일 종가 기준

시장성 높은  
표적항암제 개발 순항

시장성 높은 표적항암제 Apatinib의 개발은 순조롭게 이루어지고 있다. 동 과제는 2011년초 미국의 LSK사로부터 국내, 일본, 유럽에 대한 판권을 확보한 차세대 표적항암제로 암세포의 성장에 꼭 필요한 신생혈관 생성을 억제함으로써 탁월한 항암효과를 나타낸다. 작년 6월에는 미국의 권위적 암학회인 ASCO에서 Best과제로 선정된 바 있으며 중국판권을 갖고 있는 Hengrui사가 작년 11월 중국내 시판허가를 받아 금년부터 진행성 위암으로 출시되었다. Hengrui사의 동물질에 대한 금년매출액은 350~400억원, 피크매출액은 2,000억원으로 잡고 있고, 내년에 대장암, 유방암, 폐암에 대한 추가 승인도 예상하고 있다. 동사가 주도하는 임상 2상은 국내와 미국으로 각각 임상2상, 임상2상 전기가 완료된 상태다. Apatinib은 화학합성물질로 동일한 작용기전으로 허가를 받은 Cymruza(항체의약품, 피크매출액 5~6조원 추정)에 비해 분자량이 적어 원가가 1/10수준으로 낮고, 경구용으로 복용상의 편리성을 갖추고 있으며 위암뿐만아니라 폐암, 대장암, 간암, 유방암 등으로 적응증 확대가 가능해 시장잠재력이 매우 높다.

안트로젠, 아이진,  
Contera Pharma 등  
국내외  
유망 바이오벤처  
투자 활발

R&D의 Open Innovation의 일환으로 유망 바이오벤처투자도 활발하다. 2000년초에 성체줄기세포를 기반으로 한 안트로젠을 관계회사로 갖고 있으며 2010년 이후에는 당뇨망막증치료를 주력으로 개발중인 아이진, 표적항암제 아파티닙을 주력으로 개발하는 LSK Biopartners사에 투자했다. 작년 11월에는 덴마크의 Contera Pharma사를 자회사(100%)로 인수해 중추신경계 신약 파이프라인을 보강했다. 안트로젠은 2012년초에 휘귀질환인 크론성치루염치료제 큐피스팀을 상용화했고 금년초 줄기세포치료제로는 국내 최초로 보험약가를 획득, 금년 이후 본격적인 매출이 예상된다. 아이진은 코넥스에 상장되어 있다. 비상장임에도 불구하고 당뇨망막증치료제, 자궁경부암백신, 육창치료제 등 다수의 임상 신약과제를 보유하고 있다. 당뇨망막증치료제는 지난 5월에 유럽에서 임상1상을 완료하고 현재 임상2상전기에 진입했다. 자궁경부암백신은 국내에서 임상2상을 진행중이며 러시아 국영기업과 파트너링을 진행중이다. 이 두 회사 모두 내년 중 코스닥 상장이 가능할 것으로 보이며 이에 따른 지분가치 현실화가 예상된다. LSK Biopartners사는 표적항암제 아파티닙이 주력으로 위암치료제로 중국에서 Hengrui사를 통해 상용화되었고, 국내와 미국에서는 각각 임상2상 완료, 임상2상 전기가 완료된 상태다.

주요 유망 바이오벤처 투자 현황 (단위: 억원)

회사명	지분율	장부가액	주요 연구과제	비고
안트로젠	24.7%	48	크론성치루염치료제 근육손상치료제	국내 시판 및 보험약가 획득. 일본 니혼파마(다케다 자회사)에 일본판권 기술이전 임상1상 진행중
아이진	8.9%	28	자궁경부암백신 당뇨망막증치료제 육창치료제	국내 임상2상 - 종근당 국내 파트너 유럽 임상2상 전기 국내 임상2상 - 휴온스 국내파트너
Contera Pharma	100.0%	34	파킨슨씨병 유래 운동장애	남아공 임상2상a 승인
LSK Biopartners	4.3%	1	표적항암제(Apatinib)	위암치료제로 중국 출시. 국내와 미국은 임상2상완료, 임상2상 전기 완료

자료: 부광약품

주요 신약파이프라인

신약과제명	적응증	개발단계	비고
표적항암제 (Apatinib Mesylate)	고형암 (위암, 폐암, 간암 등)	위암(중국 시판허가)	미국 LSK 사로부터 중국 Hengrui 가 중국 판권 제휴(2014 ASCO 베스트과제 선정)
	고형암 (위암, 폐암, 간암 등)	위암(한국과 미국 임상 1/2a 완료)	미국 LSK 사로부터 국내, 한국, 유럽에 대한 판권 확보
차세대 당뇨병치료제(MLR-1023)	제 2형 당뇨병	임상 2a 진행중	미국 Melor Pharmaceutical 공동 개발. 한국, 중국, 아시아판권(일본 제외) 보유
LID 치료제(JM-010)	파킨슨병 유래 운동장애	남아공 임상 2a 승인, 유럽 임상 1상 하반기 시작	100% 자회사(2014년 11월 인수) 덴마크 Contera Pharma 파이프라인. 전세계 판권 보유
레보비르(B형간염치료제)	B형간염치료제	국내, 말레이시아, 태국 시판허가 중국 및 베트남 품목허가 신청	아시아판권을 일본의 예자이사가 보유 중국 시판허가를 획득시 800만달러의 마일스톤 유입 예상

자료: 부광약품

금년 외형은  
6.1% 증가하나  
영업이익은  
R&D 급증으로  
19.3% 감소 예상

금년 매출액은 전년동기대비 6.1% 증가할 전망이다. 이는 기존 주력인 치옥타시드(신경병증 치료제)의 개량신약인 텍시드 매출이 확대(작년 월평균 3억원에서 금년에는 월평균 5억원 이상으로 늘어날 전망)될 것으로 보이는데다 OTC와 생활용품의 신제품 출시(전년대비 2배 많은 20여품목)가 활발할 것이기 때문이다. 영업이익은 전년대비 19.3% 감소할 것으로 보이는데 이는 당뇨병치료제(미국 임상2상 진행), 항암제(Apatinib, 미국 임상2상 후기 하반기 진입), 파킨슨씨병치료제(LID, 남아공 임상2상 및 유럽 임상1상) 등 글로벌로 개발중인 신약과제에 대한 대규모 R&D 투자에 따른 것이다.

**포괄손익계산서**

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	1,308	1,413	1,500	1,619	1,748
매출원가	600	603	634	670	716
매출총이익	708	810	866	949	1,032
판매비및일반관리비	478	531	640	691	739
영업이익(보고)	230	280	226	257	293
영업이익(핵심)	230	280	226	257	293
영업외손익	13	16	26	28	29
이자수익	18	20	21	23	25
배당금수익	0	0	0	0	0
외환이익	0	0	0	0	0
이자비용	3	0	0	0	0
외환손실	0	0	0	0	0
관계기업지분법손익	0	0	10	10	10
투자및기타자산처분손익	3	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	-6	-5	-5	-5	-6
법인세차감전이익	243	295	252	285	322
법인세비용	60	60	52	58	66
유효법인세율 (%)	24.6%	20.4%	20.4%	20.4%	20.4%
당기순이익	183	235	201	227	256
지배주주지분순이익(억원)	195	236	201	227	256
EBITDA	306	337	278	308	341
현금순이익(Cash Earnings)	259	292	253	277	304
수정당기순이익	181	235	201	227	256
증감율(% YoY)					
매출액	-11.3	8.1	6.1	7.9	8.0
영업이익(보고)	7.2	21.7	-19.3	14.0	13.7
영업이익(핵심)	7.2	21.7	-19.3	14.0	13.7
EBITDA	6.3	9.9	-17.3	10.6	10.9
지배주주지분 당기순이익	10.9	28.3	-14.7	13.0	12.9
EPS	18.3	20.9	-7.0	13.0	12.9
수정순이익	9.2	30.0	-14.7	13.0	12.9

**재무상태표**

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	1,450	1,496	1,553	1,636	1,748
현금및현금성자산	577	671	677	691	727
유동금융자산	201	154	164	177	191
매출채권및유동채권	382	368	390	421	455
채고자산	291	304	322	348	376
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	819	849	842	838	837
장기매출채권및기타비유동채권	14	21	22	24	26
투자자산	74	124	138	153	169
유형자산	645	627	614	601	590
무형자산	86	77	68	60	53
기타비유동자산	0	0	0	0	0
자산총계	2,269	2,345	2,395	2,474	2,585
유동부채	159	164	174	188	203
매입채무및기타유동채무	115	130	138	149	161
단기차입금	0	0	0	0	0
유동성장기차입금	0	0	0	0	0
기타유동부채	44	34	36	39	42
비유동부채	112	94	96	98	101
장기매입채무및비유동채무	0	0	0	0	0
사채및장기차입금	0	0	0	0	0
기타비유동부채	112	94	96	98	101
부채총계	271	258	270	286	304
자본금	148	155	155	155	155
주식발행초과금	9	9	9	9	9
이익잉여금	1,987	2,069	2,107	2,170	2,263
기타자본	-146	-146	-146	-146	-146
지배주주지분자본총계	1,999	2,087	2,125	2,188	2,281
비지배주주지분자본총계	1,999	2,087	2,125	2,188	2,281
자본총계	1,999	2,087	2,125	2,188	2,281
순차입금	-777	-825	-840	-868	-918
총차입금	0	0	0	0	0

**현금흐름표**

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 별도	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	381	261	211	223	246
당기순이익	243	295	201	227	256
감가상각비	67	46	43	42	41
무형자산상각비	10	11	9	8	7
외환손익	0	0	0	0	0
자산처분손익	3	1	0	0	0
지분법손익	0	0	-10	-10	-10
영업활동자산부채 증감	119	-28	-32	-44	-48
기타	-61	-64	0	0	0
투자활동현금흐름	258	-41	-43	-48	-49
투자자산의 처분	274	-11	-13	-18	-20
유형자산의 처분	10	1	0	0	0
유형자산의 취득	-37	-30	-30	-30	-30
무형자산의 처분	11	-2	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
재무활동현금흐름	-350	-126	-162	-161	-160
단기차입금의 증가	-16	15	0	0	0
장기차입금의 증가	-200	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-134	-141	-163	-163	-163
기타	0	0	2	3	3
현금및현금성자산의순증가	288	94	6	14	36
기초현금및현금성자산	289	577	671	677	691
기말현금및현금성자산	577	671	677	691	727
Gross Cash Flow	261	289	243	267	294
Op Free Cash Flow	342	220	170	181	203

**투자지표**

(단위: 원, %, 배)

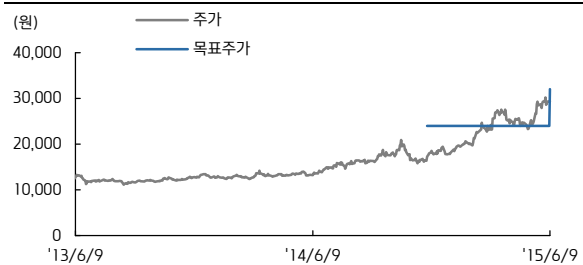
12월 결산, IFRS 별도	2013	2014	2015E	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	574	693	645	729	823
BPS	5,869	6,129	6,832	7,036	7,334
주당EBITDA	899	988	895	989	1,097
CFPS	762	857	813	891	979
DPS	525	550	550	550	550
추가배수(배)					
PER	22.8	25.7	27.6	24.4	21.6
PBR	2.2	2.9	2.6	2.5	2.4
EV/EBITDA	12.0	15.6	18.8	16.9	15.1
PCFR	17.2	20.8	21.9	20.0	18.2
수익성(%)					
영업이익률(보고)	17.6	19.8	15.1	15.9	16.7
영업이익률(핵심)	17.6	19.8	15.1	15.9	16.7
EBITDA margin	23.4	23.8	18.5	19.0	19.5
순이익률	14.0	16.6	13.4	14.0	14.6
자기자본이익률(ROE)	9.2	11.5	9.5	10.5	11.5
투자자본이익률(ROIC)	12.8	17.9	14.5	16.3	18.2
안정성(%)					
부채비율	13.5	12.4	12.7	13.1	13.3
순차입금비율	-38.9	-39.5	-39.6	-39.7	-40.2
이자보상배율(배)	78.6	N/A	N/A	N/A	N/A
활동성(배)					
매출채권회전율	2.7	3.8	4.0	4.0	4.0
채고자산회전율	4.7	4.8	4.8	4.8	4.8
매입채무회전율	13.8	11.5	11.2	11.3	11.3

- 당사는 6월 8일 현재 '부광약품 (003000)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
부광약품	2014/12/02	BUY(Reinitiate)	24,000원
(003000)	2015/06/09	Outperform(Reinitiate)	32,000원

목표주가 추이



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2014/4/1~2015/3/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	157	92.9%
중립	11	6.51%
매도	1	0.59%