

2016. 1. 18

# Company Update



김승우, CFA  
Analyst  
swkim77@samsung.com  
02 2020 7844

## AT A GLANCE

SELL HOLD **BUY**

목표주가	35,000원	(38.3%)
현재주가	25,300원	
시가총액	9,440,0억원	
Shares (10a)	37,312,771주 (69.3%)	
52 주 최저/최고	17,438원/35,104원	
60 일-평균거래대금	45.4억원	

## ONE-YEAR PERFORMANCE

	1M	6M	12M
부광약품 (%)	-1.0	-10.9	42.5
Kospi 지수 대비 (%pts)	4.1	-1.5	43.2

## KEY CHANGES

(원)	New	Old	Diff
투자 의견	BUY	Not Rated	
목표주가	35,000	n/a	n/a
2015E EPS	984	n/a	n/a
2016E EPS	508	n/a	n/a

## SAMSUNG vs THE STREET

No of estimates	1
Target price	32,000
Recommendation	4.0
BUY***: 5 / BUY: 4 / HOLD: 3 / SELL: 2 / SELL***: 1	

## 부광약품 (003000)

### 높은 현금 창출력이 기반된 R&D의 선택과 집중

- 부광약품 커버리지 개시
- 높은 현금 창출력을 바탕으로 소수의 R&D 파이프라인에 집중적으로 투자하는 전략 돋보임. DPP4 계열을 능가할 것으로 예상되는 신규 기전 당뇨 치료제인 MLR-1023, 파킨슨병 치료의 unmet needs를 충족시킬 JM-010/012에 주목
- 목표주가 35,000원 및 BUY 투자의견 제시

## WHAT'S THE STORY

**목표주가 35,000원 및 BUY 투자의견으로 커버 개시:** 부광약품은 높은 현금 창출력을 보유하고 있고 이를 바탕으로 소수의 R&D 파이프라인에 집중적으로 투자하고 있는 국내 중견 제약사. 비록 자체 R&D 조직이 크지 않지만 성장 잠재력이 큰 파이프라인을 L/I 계약을 통해 확보하여 글로벌 임상 개발 및 상업화하는 전략을 가지고 있음. 목표주가 35,000원에 반영된 파이프라인 가치는 7,435억원이지만 이들이 모두 글로벌 론칭에 성공한다면 동사에게 총 5.9조원의 가치로 상승 가능. 향후 이러한 파이프라인의 임상 진행 상황이 주가의 주요 모멘텀으로 작용할 것으로 판단.

**MLR-1023, DPP4 계열을 능가하는 신규 기전 당뇨 치료제:** MLR-1023은 동사가 2013년 12월 미국의 Melior Pharmaceuticals사로부터 L/I 계약을 통해 도입한 파이프라인으로 신규 기전의 경구용 당뇨 치료제. MLR-1023은 과거 수년 동안 가장 빠르게 성장한 경구용 당뇨 치료제인 DPP4 저해제와 유사한 특징을 가지고 있으면서 혈당 강하 효능이 DPP4 저해제 대비 비교 우위에 있음. 미국과 한국에서 진행되었던 MLR-1023의 전기 2상이 지난 12월 완료되었고 임상 결과의 학회나 논문 발표가 올해 상반기 내로 이루어 질 것. 따라서 올해 중 L/O 논의는 가속화될 수 있다는 판단.

**CNS 계열 파이프라인, 파킨슨병 치료의 unmet needs 충족:** JM-010과 JM-012는 동사가 2014년 11월 100% 지분을 인수한 덴마크의 Contera Pharma로부터 L/I 계약을 통해 도입한 파이프라인으로 파킨슨병 관련 치료제. 동사는 JM-010과 JM-012를 임상 개발부터 글로벌 론칭까지 직접 이끌어갈 예정. 이는 JM-010과 JM-012의 타겟 적응증이 시장 크기가 크지는 않지만 마땅한 치료제가 없는 분야이기 때문. 동사는 올해 상반기에 JM-010에 대한 안전성 및 유효성 데이터를 분석한 후 올해 내로 유럽 임상 1상을 완료하고 2상 진입을 목표. JM-012의 경우 올해 내로 임상 1상에 진입할 것으로 예상.

## SUMMARY FINANCIAL DATA

	2014	2015E	2016E	2017E
매출액 (십억원)	142	140	153	163
순이익 (십억원)	24	32	18	19
EPS (adj) (원)	798	984	508	488
EPS (adj) growth (%)	22.8	23.3	(48.3)	(4.0)
EBITDA margin (%)	24.0	19.8	18.0	17.8
ROE (%)	11.5	14.7	8.1	8.5
P/E (adj) (배)	31.7	25.7	49.8	51.9
P/B (배)	4.6	3.8	4.2	4.6
EV/EBITDA (배)	22.9	27.8	31.2	29.6
Dividend yield (%)	2.0	2.8	2.0	2.0

자료: 삼성증권 추정

### 목표주가 35,000원 및 BUY 투자의견으로 커버리지 개시

부광약품에 대해 목표주가 35,000원 및 BUY 투자의견으로 커버리지를 개시한다. 동사는 높은 현금 창출력을 보유하고 있고 이를 바탕으로 소수의 R&D 파이프라인에 집중적으로 투자하고 있다. 동사는 비록 연간 매출액이 1,400억원 전후에 불과한 중견 제약사이지만 영업이익률이 높고 722억원의 순현금(3Q15 기준) 및 안트론젠(23.7%)과 아이진(6.1%)과 같이 단기간에 현금화시킬 수 있는 자산들을 다수 보유하고 있는 것이 특징이다. 그리고 이러한 현금 창출력을 바탕으로 성장 잠재력이 큰 파이프라인을 L/I 계약을 통해 확보하여 글로벌 임상 개발 및 상업화하는 전략을 가지고 있다. 목표주가 35,000원은 기존 사업 가치 3,923억원, 파이프라인 가치(MLR-1023, JM-010, JM-012, apatinib) 7,435억원, 순현금 및 기타 자산 가치 1,710억원의 합으로 산정하였다. 4가지 파이프라인이 모두 글로벌 론칭에 성공한다면 동사에게 총 5.9조원의 가치로 상승할 수 있기 때문에 향후 이러한 파이프라인의 임상 진행 상황이 주가의 주요 모멘텀으로 작용할 것으로 판단된다.

목표주가 산정

(십억원)	
<b>기존 본사 사업부 (A = B x C)</b>	<b>392.3</b>
2016E adjusted EBITDA* (B)	39.2
EV/EBITDA 배수 (C, x)	10.0
<b>R&amp;D 파이프라인** (D = E + J + N + R)</b>	<b>743.5</b>
MLR-1023 (E = F x G x (1-H) x I)	219.9
허가 승인 시 순자산가치 (F)	3,878.1
Likelihood of approval (G, %)	16.2
글로벌 L/O 이전 적용 할인율 (H, %)	50.0
부광약품의 권리 (I, %)	70.0
JM-010 (J = K x L x M)	349.3
허가 승인 시 순자산가치 (K)	2,156.1
Likelihood of approval (L, %)	16.2
부광약품의 권리 (M, %)	100.0
JM-012 (N = O x P x Q)	62.6
허가 승인 시 순자산가치 (O)	1,003.8
Likelihood of approval (P, %)	10.4
부광약품의 권리 (Q, %)	60.0
Apatinib (R = S x T x (1-U) x V)	111.7
허가 승인 시 순자산가치 (S)	2,233.3
Likelihood of approval (T, %)	50.0
글로벌 L/O 이전 적용 할인율 (U, %)	50.0
부광약품의 권리 (V, %)	20.0
<b>기타자산 (W = X + AA + AD + AG)</b>	<b>77.8</b>
안트로젠*** (X = Y x Z x 0.8)	25.0
주식 수 (Y)	1,600,171
주가**** (Z, 원)	19,500
아이진*** (AA = AB x AC x 0.8)	7.7
주식 수 (AA)	520,000
주가 (AC, 원)	18,500
자사주*** (AD = AE x AF x 0.8)	31.2
주식 수 (AE)	1,499,606
주가 (AF, 원)	26,000
기타 지분 증권***** (AG)	14.0
<b>2015E 순부채 (AH)</b>	<b>(93.2)</b>
<b>적정 자본 가치 (AI = A + D + W - AH)</b>	<b>1,306.8</b>
주식 수 (AJ)	37,312,771
<b>목표 주가 (AK = AI / AJ, 원)</b>	<b>35,000</b>

참고: \* 회계적 EBITDA에 비경상 R&D비용을 더하여 산정함

\*\* 환율가정: 1,200원/달러

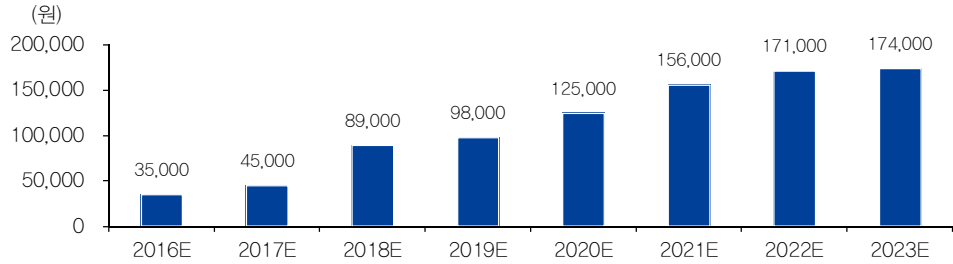
\*\*\* 20% 할인 적용.

\*\*\*\* 안트로젠의 주가는 공모 희망 밴드 중간값 적용

\*\*\*\*\* 장부가치 적용

자료: 삼성증권

임상 시험 진행에 따른 부광약품의 향후 연도 별 목표주가 추이



MLR-1023	임상 2상	임상 2상	임상 3상	임상 3상	허가승인 신청	출시		
JM-010	임상 2상	임상 2상	임상 3상	임상 3상	임상 3상	허가승인 신청	출시	
JM-012	임상 1상	임상 2상	임상 2상	임상 3상	임상 3상	임상 3상	허가승인 신청	출시
Apatinib	임상 3상	임상 3상	임상 3상	허가승인 신청	출시			

자료: 삼성증권 추정

부광약품의 R&D 파이프라인 현황

파이프라인	적응증	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17
MLR-1023	당뇨병	글로벌 임상 2a상						글로벌 임상 2b상					
JM-010	레보도파 유도 운동장애 (LD)		남아공 임상 2a상					유럽 임상 1상	유럽 임상 2상				
JM-012	아침 운동 불능							유럽 임상 1상			유럽 임상 2상		
Apatinib	고형암	한국/미국 임상 1/2a상							글로벌 3상				

자료: 부광약품, 삼성증권 추정

동사의 기존 사업 가치 3,923억원은 2016년 Adjusted EBITDA 392억원에 EV/EBITDA 배수 10.0배를 적용하여 산출하였다. 당사가 예상하는 2016년 EBITDA는 276억원으로 2016년 Adjusted EBITDA가 이를 훨씬 상회한다. 이는 동사의 2016년 경상 R&D 비중이 매출액의 3.0%로 삼성 유니버스 제약 업체 중 가장 낮은 수준에 해당하기 때문이다. 동사의 연구개발 조직(39명)의 고정비가 상대적으로 적고 대부분의 R&D 비용이 당사 목표주가 산정에 포함된 4가지 파이프라인에 투자되고 있다는 점을 감안하면 경상 R&D 비중 3.0%는 적절하다고 판단된다.

삼성 유니버스 제약 업체들의 경상 vs. 비경상 R&D 투자비 비중 추정

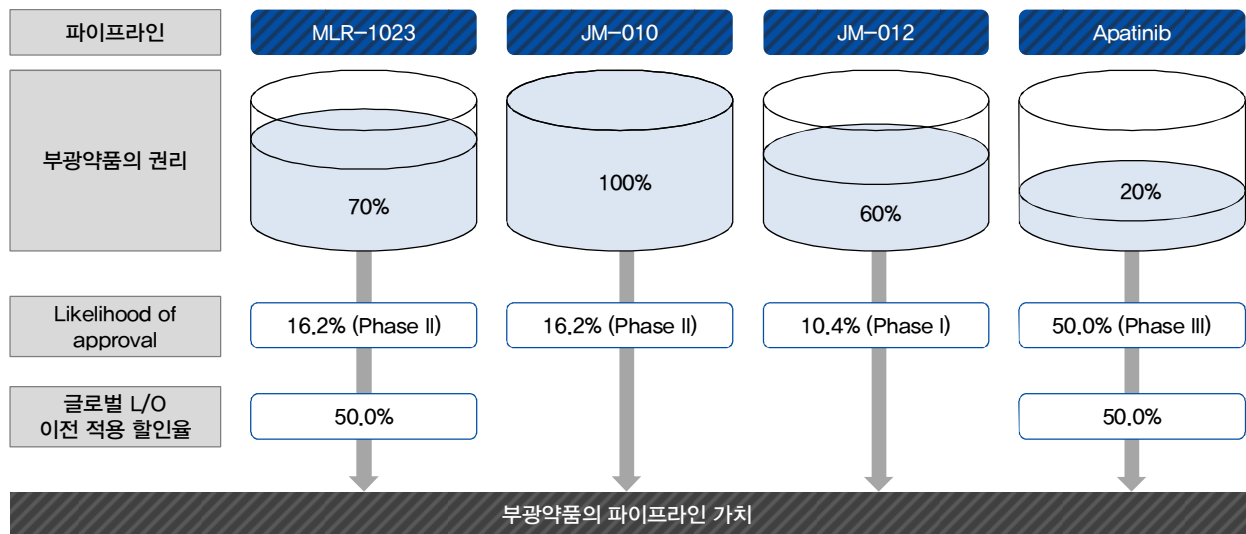
	경상 R&D 비중 (%)	2016년 R&D 비중 (%)	비경상 R&D 비중에 적용한 할인율 (%)	비경상 R&D 비중** (%)	R&D 자산화 비중 (%)	R&D add-back 비중*** (%)
한미약품*	5.2	15.7	0.0	10.5	1.3	9.2
유한양행	4.9	6.2	80.0	0.3	0.0	0.3
녹십자	5.4	9.6	50.0	2.1	0.9	1.2
LG생명과학	5.7	16.7	60.0	4.4	4.4	0.0
동아에스티	4.3	11.0	50.0	3.3	0.1	3.2
대웅제약	6.2	12.7	80.0	1.3	0.0	1.3
종근당	6.6	12.3	60.0	2.3	0.0	2.3
부광약품	3.0	18.3	50.0	7.6	0.0	7.6

참고: \* 별도 기준, 마일스톤 수익 제외; \*\* 비경상 R&D = (2015년 R&D 비중 - 경상 R&D 비중) x (1 - 할인율);

\*\*\* R&D add-back = 비경상 R&D - R&D 자산화 비중 자료: 삼성증권 추정

파이프라인 가치는 허가 승인 시 가치를 현금흐름할인모형을 사용하여 산정하고 올해 말 예상되는 임상 단계에 해당하는 성공확률인 LOA(likelihood of approval)를 적용하여 산정하였다. 그리고 글로벌 제약사로 L/O 계약이 필요한 MLR-1023과 apatinib의 경우, 아직 L/O 계약 전이기 때문에 할인율 50%를 추가적으로 적용하였고 각각의 파이프라인에 대해 동사가 가지고 있는 지분율을 반영하였다.

부광약품의 R&D 파이프라인 가치 산정



자료: 삼성증권

분기 별 수익 추정

(십억원)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2014	2015E	2016E
매출액	35.8	35.2	35.5	34.9	33.1	35.4	36.0	35.2	36.2	38.8	39.4	38.6	141.3	139.6	152.9
제품	32.4	31.7	32.3	32.1	31.2	33.2	34.2	33.7	34.3	36.6	37.7	37.1	128.5	132.3	145.6
상품	3.0	3.0	2.7	1.9	1.6	1.8	1.6	1.0	1.6	1.8	1.6	1.1	10.6	6.0	6.1
기타	0.4	0.5	0.5	0.9	0.3	0.4	0.1	0.4	0.3	0.4	0.1	0.5	2.3	1.3	1.3
영업이익	8.5	7.0	7.6	4.9	6.8	5.7	6.1	4.0	6.1	5.8	6.3	4.0	28.0	22.5	22.2
매출원가율 (%)	43.6	43.8	42.3	41.0	42.0	42.0	42.3	41.0	42.0	42.0	42.3	41.0	42.7	41.8	41.8
판매비율 (%)	32.7	36.3	36.3	45.0	37.3	41.9	40.8	47.8	41.0	43.1	41.6	48.7	37.5	42.0	43.6
R&D 투자액	2.3	3.4	3.8	4.5	3.8	5.0	5.6	5.5	6.3	7.0	7.3	7.3	14.0	19.9	27.9
매출액 대비 R&D 투자액 (%)	6.5	9.6	10.8	12.8	11.5	14.2	15.5	15.5	17.5	18.0	18.5	19.0	9.9	14.2	18.3

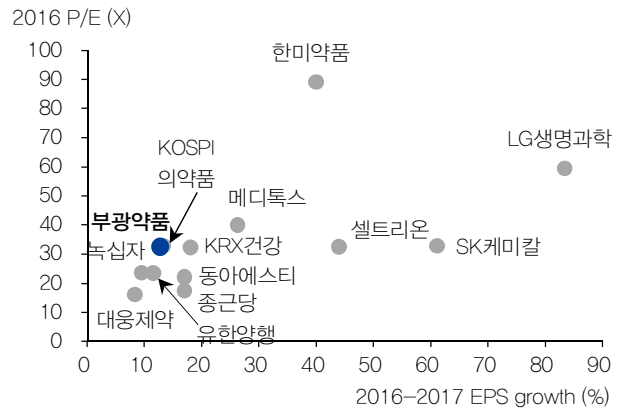
참고: 2014년까지는 별도 재무제표 기준 자료: 삼성증권 추정

부광약품의 1yr forward PER 추이



자료: Quantiwise, 삼성증권

삼성 유니버스 제약/바이오 EPS growth vs. 2016 PER



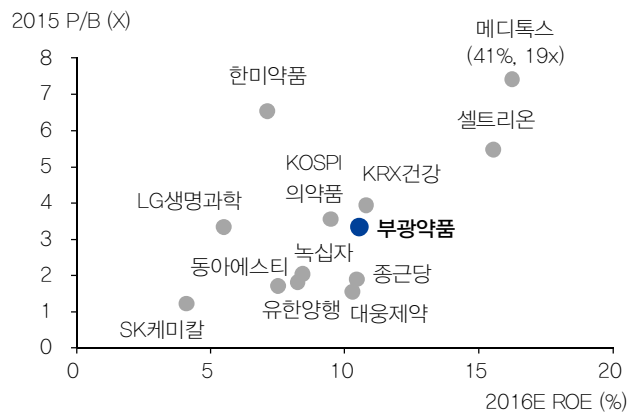
자료: Quantiwise, 삼성증권

부광약품의 1yr forward PBR 추이



자료: Quantiwise, 삼성증권

삼성 유니버스 제약/바이오 2016 ROE vs. 2015 PBR



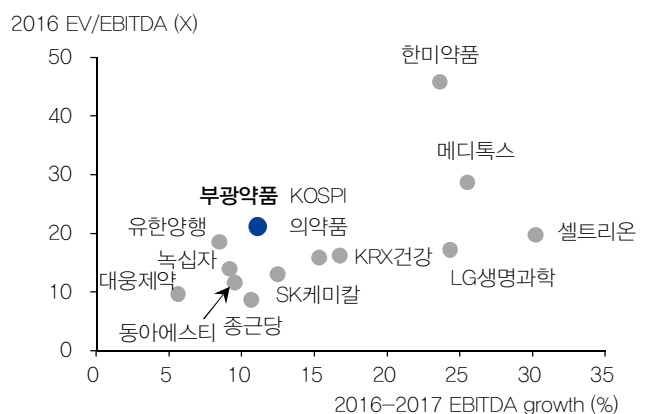
자료: Quantiwise, 삼성증권

부광약품의 1yr forward EV/EBITDA 추이



자료: Quantiwise, 삼성증권

삼성 유니버스 제약/바이오 EBITDA growth vs. 2016 EV/EBITDA

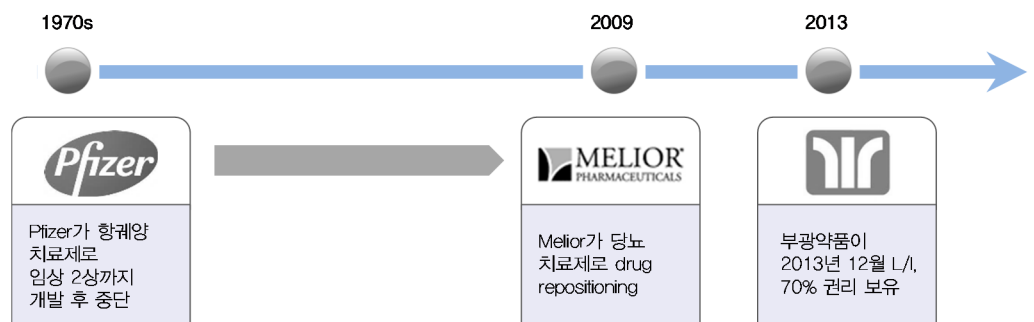


자료: Quantiwise, 삼성증권

MLR-1023, DPP4 계열을 증가하는 신규 기전의 당뇨 치료제

MLR-1023은 부광약품이 2013년 12월 미국의 Melior Pharmaceuticals사로부터 L/I 계약을 통해 도입한 파이프라인으로 신규 기전의 경구용 당뇨 치료제이다. MLR-1023은 LYN kinase activator로서 1970년대 화이자가 항궤양(anti-ulcer) 치료제로 임상 2상 단계까지 개발하다가 효능 부족(lack of efficacy)으로 개발이 중지된 약물이다. 하지만 미국 Melior사가 MLR-1023의 모든 권리와 항궤양 치료제로 진행된 임상 2상의 자료까지 모두 획득하여 현재 당뇨 치료제로 신약재창출(drug repositioning)되어 개발되고 있다. 화이자가 진행했던 임상 2상 시험에서 125명의 건강한 지원자와 62명의 환자에 대한 6주간의 임상 데이터가 확보되어 있는데 MLR-1023이 당뇨 치료제로 사용될 때의 예상되는 복용량의 6배까지 내약성이 확인되었다는 점이 의미가 있다.

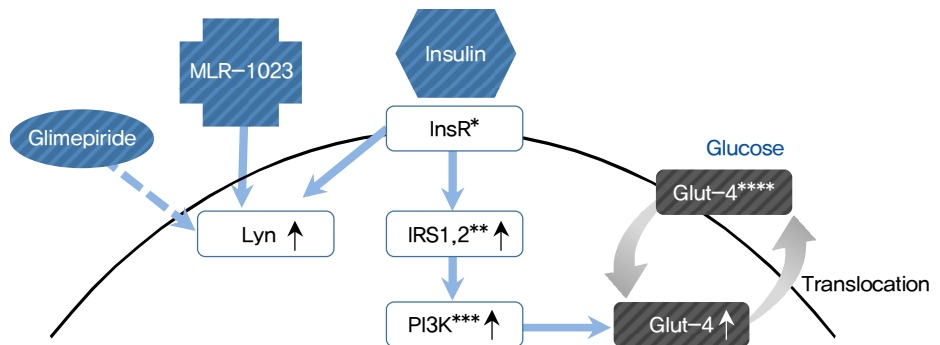
MLR-1023의 개발 과정



자료: 삼성증권 정리

Melior사는 MLR-1023을 ‘차세대 인슐린 sensitizer’로 마케팅하고 있는데 이는 MLR-1023이 LYN kinase activation을 통해 인슐린의 감도를 높이는 작용 기전을 가지고 있기 때문이다. MLR-1023의 전임상 결과에 따르면 MLR-1023이 실험 대상 쥐의 혈장 인슐린 농도를 증가시키지도 않았고 금식한 쥐의 혈당을 낮추지도 않았다고 한다. 이는 MLR-1023이 인슐린이나 인슐린 모듈레이터 (sulfonylurea와 같은)와는 다르게 저혈당 리스크가 없다는 장점이 있다는 것을 의미한다. 그리고 전임상 결과에서 대표적인 경구용 당뇨 치료제인 메트포민(metformin) 대비 동등한 혈당 강하 효능이 확인되었고 메트포민과 병용 시 메트포민 단독 요법에 비해 혈당 강하 효능이 훨씬 더 뛰어나다는 점도 확인되었다.

MLR-1023의 작용 기전



참고: \* InsR: Insulin receptor; \*\* IRS: Insulin receptor substrate; \*\*\* PI3K: Phosphatidylinositide 3-kinase; \*\*\*\* Glut-4: Glucose transporter type 4 자료: Melior Pharmaceutical

즉, MLR-1023은 과거 수년 동안 가장 빠르게 성장한 경구용 당뇨 치료제인 DPP4 (dipeptidyl peptidase-4) 저해제와 유사한 특징을 가지고 있으면서 혈당 강하 효능이 DPP4 저해제 대비 비교 우위에 있다고 할 수 있다. 다만, MLR-1023이 체중 감량 효과는 없었다는 점이 최근 떠오르고 있는 경구용 당뇨 치료제인 SGLT2 (sodium/glucose cotransporter 2) 저해제보다는 비교 열위라고 할 수 있다. 하지만 MLR-1023의 월등한 혈당 강하 효능을 감안하면 MLR-1023이 경구용 당뇨 치료제 중 best-in-class 약물이 될 가능성도 배제할 수 없다.

**당뇨 치료제들의 장단점 비교**

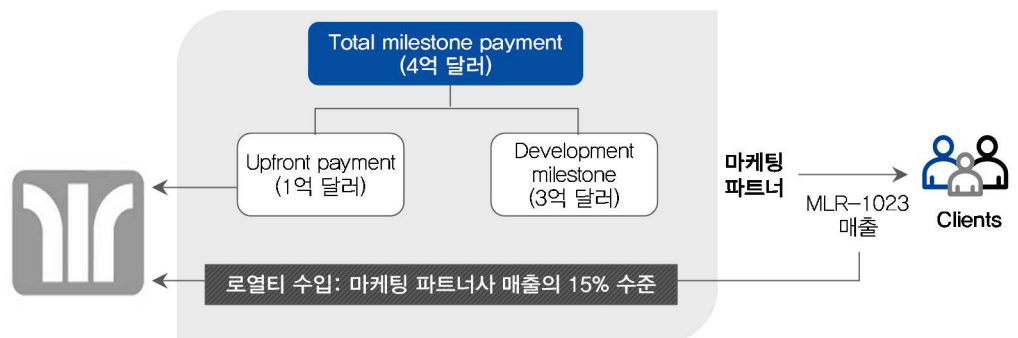
	혈당강하효능	저혈당리스크	체중변화	가격	제형
Metformin	높음	낮음	없거나 감소	낮음	경구
Insulin	가장 높음	높음	증가	다양	주사
GLP-1 agonist	높음	낮음	감소	높음	주사
DPP-4 inhibitor	중간	낮음	없음	중간	경구
LYN kinase activator	높음	낮음	없음	n/a	경구
SGLT2 inhibitor	중간	낮음	감소	높음	경구

자료: 산업 자료

**MLR-1023의 순자산 가치는 32.3억불**

지난 12월 부광약품은 미국과 한국에서 제2형 당뇨병환자를 대상으로 진행되었던 MLR-1023의 전기 2상이 완료되었다고 밝혔다. 동시에 따르면 올해 상반기 MLR-1023의 임상 결과를 바탕으로 학회나 논문 발표가 이루어 질 수 있다고 한다. 글로벌 3상 시험은 대규모의 환자 대상으로 이루어져야 하기 때문에 글로벌 제약사로 L/O를 통해 진행한다는 방침이다. 따라서 MLR-1023의 전기 2상 결과가 발표되는 시점 전후로 L/O 논의는 가속화될 수 있다는 판단이다.

**MLR-1023의 L/O 예상 계약 구조**

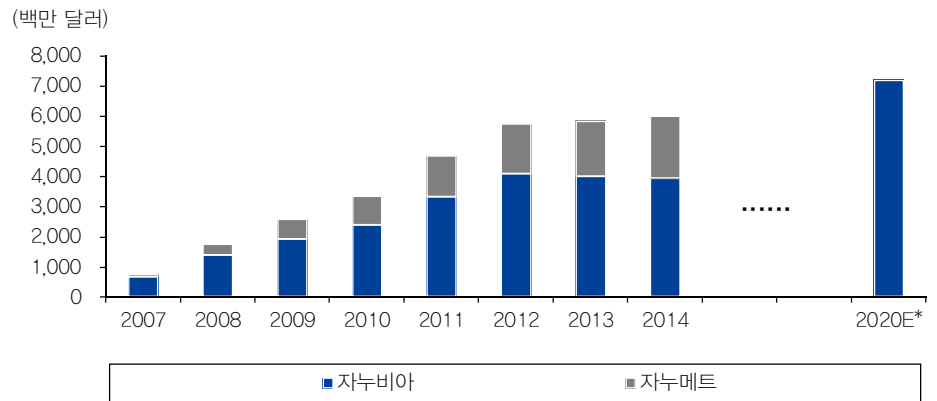


자료: 삼성증권 추정

MLR-1023의 NAV는 현금흐름할인모형을 이용하여 32.3억불로 추정하였다. 계약금 1억불과 개발 마일스톤 3억불의 L/O 계약을 가정하였는데 이는 MLR-1023이 신규 기전의 경구용 당뇨 치료제라는 점을 감안하면 보수적이라고 판단된다. 글로벌 매출액에서 15% 가량을 부광약품이 로열티로 수취한다는 가정을 적용하였고 따로 판매 마일스톤은 존재하지 않는다고 가정하였다. 올해 내로 글로벌 후기 2상을 진행할 예정이기 때문에 당사가 가정한 2021년 글로벌 론칭은 적절하다고 판단된다. MLR-1023의 판매 개시 후 10년째 되는 해 58억불의 peak sales를 달성할 수 있다고 가정했는데 이는 DPP4 저해제 계열의 best-in-class 약물인 머크의 자누비아 (Januvia)의 2020년 예상 매출 72억불(복합제 포함)에서 20% 가량 할인 적용한 수준이다.



자누비아와 자누메트의 연도별 매출액



참고: \* 자누비아 + 자누메트  
자료: Merck, EvaluatePharma

MLR-1023 순자산가치 산정

(백만 달러)	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	
글로벌 매출액, MLR-1023						400.0	1,000.0	2,000.0	3,000.0	3,600.0	3,960.0	4,237.2	4,406.7	4,538.9	5,765.6	5,707.9	5,650.9	3,390.5	2,712.4	2,441.2	2,319.1	2,203.2	
매출액 성장률 (% y-y)							150.0	100.0	50.0	20.0	10.0	7.0	4.0	3.0	27.0	(1.0)	(1.0)	(40.0)	(20.0)	(10.0)	(5.0)	(5.0)	
마케팅파트너로부터 milestone 수입		100.0	100.0	100.0	100.0																		
Upfront + development milestone*		100.0	100.0	100.0	100.0																		
Sales milestone																							
마케팅 파트너로부터 로열티 수입						60.0	150.0	300.0	450.0	540.0	594.0	635.6	661.0	680.8	864.8	856.2	847.6	508.6	406.9	366.2	347.9	330.5	
글로벌 매출액 대비 (%)	15.0																						
세전이익		100.0	100.0	100.0	100.0	60.0	150.0	300.0	450.0	540.0	594.0	635.6	661.0	680.8	864.8	856.2	847.6	508.6	406.9	366.2	347.9	330.5	
R&D 투자**	10.0	10.0																					
잉여현금흐름	(10.0)	65.8	75.8	75.8	75.8	45.5	113.7	227.4	341.1	409.3	450.3	481.8	501.0	516.1	655.5	649.0	642.5	385.5	308.4	277.6	263.7	250.5	
적용 세율 (%)	24.2																						
할인계수	1.0	0.9	0.9	0.8	0.8	0.7	0.7	0.6	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4	0.4	0.4	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
할인율 (%)	7.4																						
현재가치	(10.0)	61.3	65.7	61.2	57.0	31.8	74.1	138.0	192.7	215.3	220.5	219.7	212.7	204.0	241.3	222.4	205.0	114.5	85.3	71.5	63.2	55.9	
순현재가치	3,231.7																						
Terminal value의 현재가치	428.6																						
영구성장률 (%)	(5.0)																						

참고: \* Upfront milestone 1억 달러, Development milestone 3억 달러 가정

\*\* 부광약품이 임상 2b 상 비용 2천만 달러를 부담한다는 가정

자료: 삼성증권 추정

CNS 계열 파이프라인, 파킨슨병 치료의 unmet needs 충족 가능

JM-010과 JM-012는 부광약품이 2014년 11월 100% 지분을 인수한 콘테라파마(Contera Pharma)로부터 L/I 계약을 통해 도입한 파이프라인으로 파킨슨병(Parkinson's Disease) 관련 치료제이다. 콘테라파마는 2010년 노보노디스크, 노바티스 전직 연구원들에 의해 설립된 덴마크 소재 CNS(central nervous system) 연구전문 바이오 벤처로 알려져 있다. 부광약품은 JM-010과 JM-012를 임상 개발부터 글로벌 론칭까지 중간에 글로벌 제약사로의 L/O 계약 없이 직접 이끌어갈 예정이다. 이는 JM-010과 JM-012의 타겟 적응증이 시장 크기가 크지는 않지만 마땅한 치료제가 없는 분야이기 때문에 일반적인 글로벌 블록버스터 약물 대비 임상 비용이 상대적으로 적고 글로벌 제약사의 마케팅 역량이 없어도 판매가 가능할 수 있기 때문이다. 콘테라파마는 JM-010과 JM-012 이외에도 CNS 계열 파이프라인을 다수 보유하고 있는 것으로 알려져 있다.

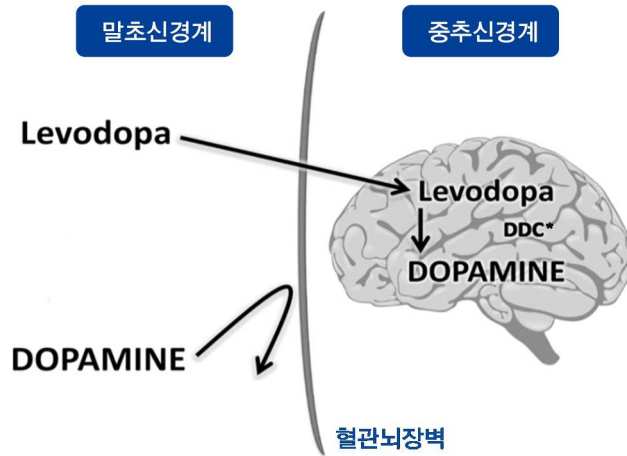
Contera Pharma의 파이프라인 현황

R&D 파이프라인	적응증	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상
JM-010	레보도파 유도 운동장애	—————★			
JM-011	자연성 운동장애	—————★			
JM-012	아침 운동 불능	—————★			
JM-013	JM-010 + levodopa	—————★			
JM-014	New combinations	—————★			
JM-015	Disease modification	—————★			

자료: 부광약품

JM-010은 파킨슨환자의 레보도파(levodopa) 복용으로 인해 유발되는 운동장애(LID, levodopa induced dyskinesia)를 치료하기 위한 신약으로 개발되고 있고 JM-012는 레보도파 복용 환자의 아침운동불능(morning akinesia)을 치료하기 위한 개량신약으로 개발되고 있다. 파킨슨병은 신경전달물질 중 하나인 도파민(dopamine)을 생성하는 뇌의 신경 세포가 소실되어 발생하는 병으로 알츠하이머병(Alzheimer's Disease)에 이어 두 번째로 발병률이 높은 퇴행성 신경질환으로 알려져 있다. 파킨슨병 치료의 gold standard로 알려져 있는 레보도파는 도파민 결핍을 보충하는 수단으로 사용되어 왔다. 도파민 자체는 혈액뇌장벽(BBB, blood-brain barrier)을 넘지 못하기 때문에 전구물질(precursor)인 레보도파가 혈액뇌장벽을 넘어 뇌로 침투된 다음 뇌조직 내에서 decarboxylase에 의해 도파민으로 바뀌게 된다.

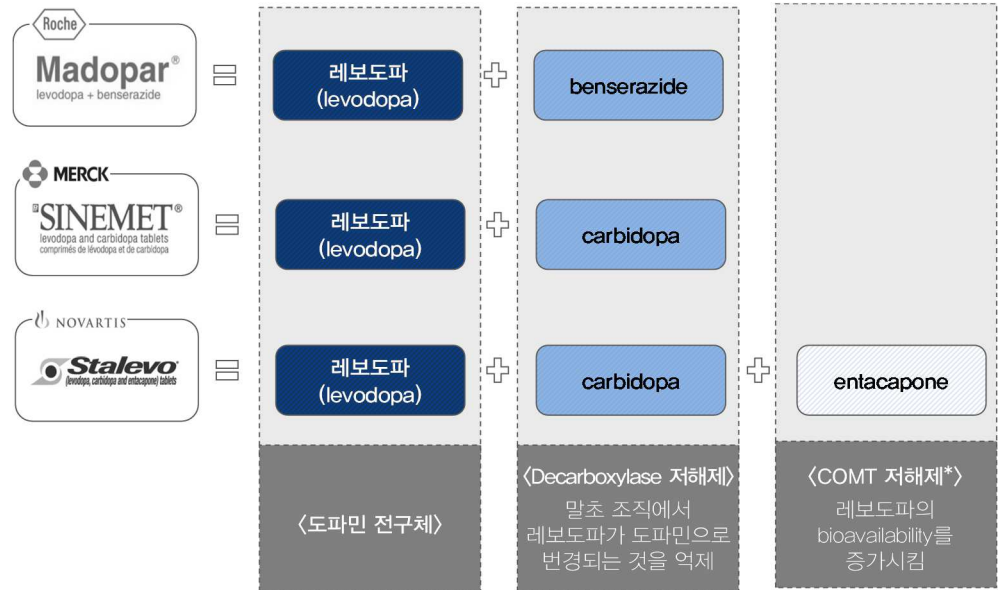
레보도파의 작용 기전



참고: \* DOPA decarboxylase

자료: 산업 자료

Top3 레보도파 Regimen

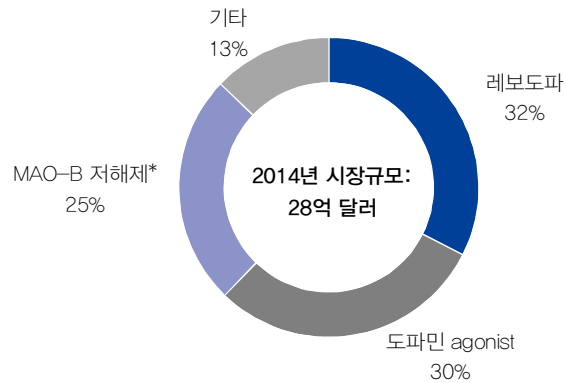


참고: \* Catechol-O-methyl transferase 저해제

자료: 산업 자료

레보도파 치료법이 소개된 지 40년이 넘었지만 아직까지 파킨슨병의 운동증상(motor symptom)을 개선시키는 gold standard로 남아 있다. 하지만 레보도파를 지속 복용 후 5~7년이 지나면 약 60~70%의 환자에게서 LID라고 하는 운동장애가 나타나게 된다고 한다. 현재 파킨슨병 치료의 목표는 도파민 agonist나 MAO-B(monoamine oxidase B) 저해제를 사용해서 레보도파 사용을 늦추면서 운동증상들을 효과적으로 관리하는 것이다. 결국, 파킨슨병 환자들은 레보도파 치료법에 의존할 수 밖에 없고 이로 인해 LID는 파킨슨병 환자들에게 필연적으로 발생하는 질병일 수 밖에 없다. JM-010이 이러한 LID의 치료제로 개발되고 있고 JM-012는 수년간 레보도파를 복용했던 환자들의 50% 가량에게서 나타나는 아침운동불능 증상을 개선시키기 위한 개량신약이라는 점에서 이들 신약 후보들이 파킨슨병 치료 분야의 확실한 unmet needs를 충족시켜 줄 수 있다고 판단된다.

파킨슨병 치료제 시장 규모

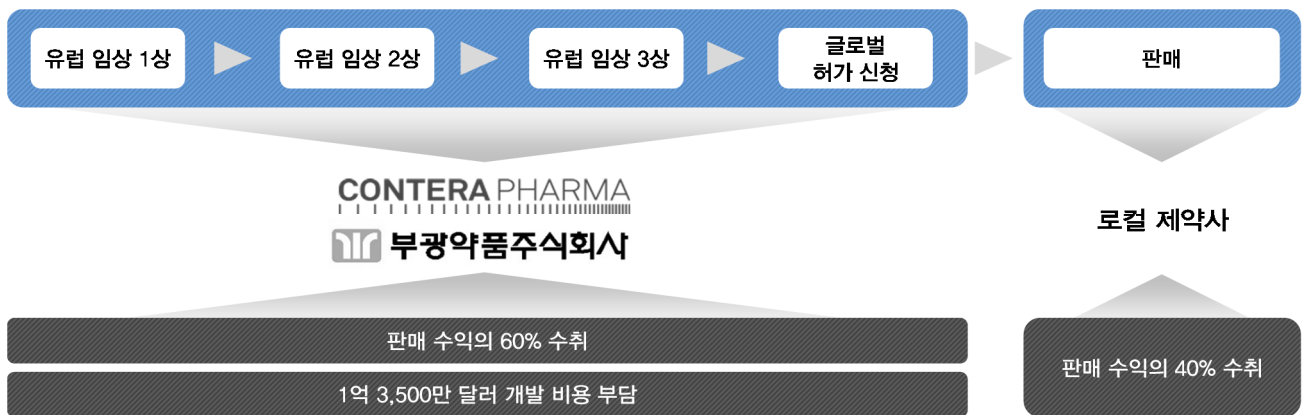


참고: \* Monoamine oxidase B 저해제  
 자료: 산업 자료

JM-010/012의 순자산 가치는 26.3억불

지난 11월 부광약품은 남아공에서 진행하고 있는 JM-010의 전기 2상 시험에서 파킨슨병 환자에게 투약을 완료하였다고 밝혔다. 동사는 올해 상반기에 JM-010에 대한 안전성 및 유효성 데이터를 분석한 후 올해 내로 유럽 임상 1상을 완료하고 2상 진입을 목표로 하고 있다. 유럽 임상 시험이 빠르게 진행될 수 있는 것은 남아공에서 진행한 전기 2상 결과에 기인한다. JM-012의 경우 올해 내로 임상 1상에 진입할 것으로 예상된다.

JM-012/012의 개발 및 상업화 구조



자료: 삼성증권 추정

JM-010 과 JM-012 의 NAV 는 현금흐름할인모형을 이용하여 각각 18.0 억불, 8.4 억불로 추정하였다. 글로벌 제약사로의 L/O 계약 없이 부광약품이 모든 임상 개발 및 허가 과정까지 담당하게 되고 판매는 각 국의 local 제약사에 맡기는 구조로 가정하였다. 글로벌 매출에서 부광약품과 local 제약사의 수익 배분 비율은 6:4로 부광약품의 비중을 크게 가정하였는데 이는 JM-010 과 JM-012 가 파킨슨병 치료 분야의 확실한 unmet needs 를 충족시킬 수 있기 때문에 마케팅 비용이 크게 소요되지 않을 수 있다는 점을 반영한 것이다. JM-010 과 JM-012 의 peak sales 는 각각 2022 년, 2023 년 출시 후 10 년째 되는 해 각각 10 억불, 5 억불로 가정하였다. 현재 레보도파의 글로벌 매출이 약 10 억불 수준에 불과하지만 이 중 제네릭의 비중이 상당히 존재한다는 점을 감안하면 치료제가 없는 분야의 신약으로서 JM-010 의 10 억불 매출은 충분히 달성 가능하다는 판단이다.

JM-010 순자산가치 산정

(백만 달러)	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E
글로벌 매출액, JM-010							100.0	200.0	340.0	510.0	663.0	795.6	875.2	936.4	983.2	1,000.0	990.0	980.1	588.1	470.4	423.4	402.2
매출액 성장률 (% y-y)								100.0	70.0	50.0	30.0	20.0	10.0	7.0	5.0	1.7	(1.0)	(1.0)	(40.0)	(20.0)	(10.0)	(5.0)
<b>부광약품</b>																						
JM-010, 매출액*							60.0	120.0	204.0	306.0	397.8	477.4	525.1	561.9	589.9	600.0	594.0	588.1	352.8	282.3	254.0	241.3
JM-010, 영업이익							48.0	102.0	177.6	269.4	352.0	423.6	466.6	499.7	525.0	534.0	534.6	529.3	317.6	254.0	228.6	217.2
영업이익률 (%)							80.0	85.0	87.1	88.0	88.5	88.7	88.9	88.9	89.0	89.0	90.0	90.0	90.0	90.0	90.0	90.0
JM-010, 무형자산상각비							6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	6.0						
JM-010, 현금 비용**							6.0	12.0	20.4	30.6	39.8	47.7	52.5	56.2	59.0	60.0	59.4	58.8	35.3	28.2	25.4	24.1
R&D 투자	10.0	10.0	10.0	20.0	20.0	20.0																
잉여현금흐름	(10.0)	(10.0)	(10.0)	(20.0)	(20.0)	(20.0)	42.4	83.3	140.6	210.2	272.8	327.1	359.7	384.7	403.9	410.8	405.2	401.2	240.7	192.6	173.3	164.6
적용 세율 (%)	24.2																					
할인계수	1.00	0.93	0.87	0.81	0.75	0.70	0.65	0.61	0.56	0.53	0.49	0.46	0.42	0.40	0.37	0.34	0.32	0.30	0.28	0.26	0.24	0.22
할인율 (%)	7.4																					
현재가치	(10.0)	(9.3)	(8.7)	(16.1)	(15.0)	(14.0)	27.6	50.5	79.4	110.6	133.6	149.2	152.7	152.1	148.7	140.8	129.3	119.2	66.6	49.6	41.6	36.8
순현재가치	1,796.7																					
Terminal value의 현재가치	281.7																					
영구성장률 (%)	(5.0)																					

참고: \* 글로벌 매출액 중 60% 수취 가정

\*\* 매출액의 10% 가정

자료: 삼성증권 추정

JM-012 순자산가치 산정

(백만 달러)	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	2037E	
글로벌 매출액, JM-012								50.0	100.0	170.0	255.0	331.5	397.8	437.6	468.2	491.6	500.0	495.0	490.1	294.0	235.2	211.7	
매출액 성장률 (% y-y)									100.0	70.0	50.0	30.0	20.0	10.0	7.0	5.0	1.7	(1.0)	(1.0)	(40.0)	(20.0)	(10.0)	
<b>부광약품</b>																							
JM-012, 매출액*								30.0	60.0	102.0	153.0	198.9	238.7	262.5	280.9	295.0	300.0	297.0	294.0	176.4	141.1	127.0	
JM-012, 영업이익								24.0	51.0	88.8	134.7	176.0	211.8	233.3	249.8	262.5	267.0	267.3	264.6	158.8	127.0	114.3	
영업이익률 (%)								80.0	85.0	87.1	88.0	88.5	88.7	88.9	88.9	89.0	89.0	90.0	90.0	90.0	90.0	90.0	
JM-012, 무형자산상각비								3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0							
JM-012, 현금 비용**								3.0	6.0	10.2	15.3	19.9	23.9	26.3	28.1	29.5	30.0	29.7	29.4	17.6	14.1	12.7	
R&D 투자			5.0	5.0	5.0	10.0	10.0	10.0															
잉여현금흐름			(5.0)	(5.0)	(5.0)	(10.0)	(10.0)	(10.0)	21.2	41.7	70.3	105.1	136.4	163.6	179.8	192.4	202.0	205.4	202.6	200.6	120.4	96.3	86.7
적용 세율 (%)	24.2																						
할인계수	1.00	0.93	0.87	0.81	0.75	0.70	0.65	0.61	0.56	0.53	0.49	0.46	0.42	0.40	0.37	0.34	0.32	0.30	0.28	0.26	0.24	0.22	
할인율 (%)	7.4																						
현재가치			(4.7)	(4.3)	(4.0)	(7.5)	(7.0)	(6.5)	12.9	23.5	37.0	51.5	62.2	69.4	71.1	70.8	69.2	65.5	60.2	55.5	31.0	23.1	19.4
순현재가치	836.5																						
Terminal value의 현재가치	131.1																						
영구성장률 (%)	(5.0)																						

참고: \* 글로벌 매출액 중 60% 수취 가정

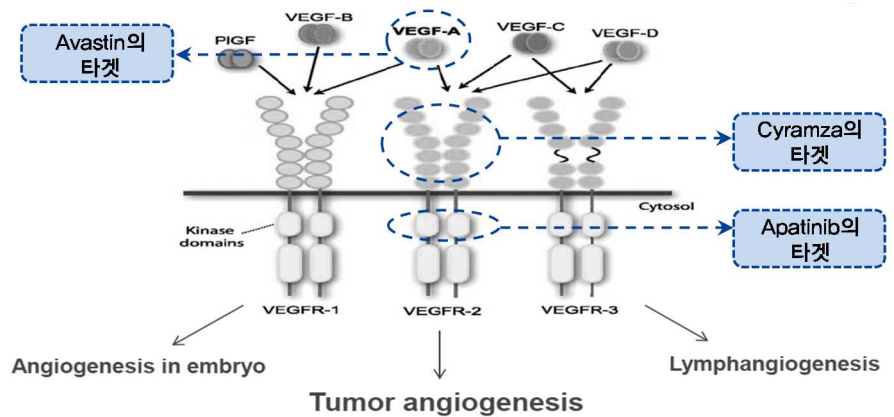
\*\* 매출액의 10% 가정

자료: 삼성증권 추정

신규 기전 표적항암제 Apatinib의 일부 지분 보유

신규 기전 표적항암제 apatinib(YN968D1)은 VEGFR-2(vascular endothelial growth factor receptor-2)에만 선택적으로 작용하는 TKI(tyrosine kinase inhibitor)이다. 특히 VEGFR-2는 암세포의 신생혈관생성(tumor angiogenesis)과 가장 관련이 많은 시그널링 단백질로 알려져 있다. VEGFR 계열을 포함해 다수의 시그널링 단백질을 타겟하는 화이자의 Sutent, 바이엘의 Nexavar와 같은 항암제 대비 apatinib의 선택적 타겟팅은 상대적으로 부작용이 적다는 장점이 있다. VEGFR-2 시그널링을 선택적으로 저해하는 바이오의약품으로는 2014년 미국 FDA 허가를 획득한 일라이릴리의 Cyramza가 있지만 아직까지 small molecule로는 시판되고 있는 약물이 없는 것으로 알려져 있다.

Apatinib 작용 기전



자료: 에이치엘비

신생혈관억제 항암제 비교

제품명	Apatinib	Avastin	Cyramza	Sutent	Nexavar	Votrient	Inlyta	Stivarga	Caprelsa
	Apatinib	Bevacizumab	Ramucirumab	Sunitinib	Sorafenib	Pazopanib	Axitinib	Regorafenib	Vandetanib
타겟	VEGFR2	VEGF-A	VEGFR2	VEGFR, PDGFR, c-kit, RET, CSF-1R, flt3	VEGFR, PDGFR, c-Paf	C-kit, FGFR, PDGFR, VEGFR	VEGFR1-3, PDGFR, c-kit	VEGFR-TIE2	VEGFR, EGFR, RET
회사	LSKB	Roche	Eli Lilly	Pfizer	Bayer	GSK	Pfizer	Bayer	AstraZeneca
출시일	2014년 11월 (중국)	2004년 (미국)	2014년 5월 (미국)	2006년 (미국)	2007년 (미국)	2009년 (미국)	2012년 (미국)	2012년 (미국)	2011년 (미국)
위암 (Gastric cancer)	O	X	Advanced	X	X	X	X	X	X
유방암 (Breast cancer)	O*	X	X	X	X	X	X	X	X
간암 (Hepatocellular carcinoma)	O*	X	X	X	Unresectable	X	X	X	X
비소세포성폐암 (Non-small cell lung cancer)	O*	With platinum (1st)	Melastatic	X	X	X	X	X	X
대장암 (Colorectal cancer)	O*	With fluoropyridine	Melastatic	X	X	X	X	Failed, fluoropyridine with anti-VEGF, EGFR	X
신장암 (Renal cell carcinoma)	O*	Meta-, with FN-α2a	X	Advanced	Advanced, previous treatment failure	Advanced	Advanced, previous treatment failure	X	X

참고: \* 중국 임상 시험이 성공하는 경우 가정 자료: 에이치엘비, 삼성증권



언론에 알려진 바 대로 apatinib은 중국 행루이 사(Jiangsu HengRui medicine)가 위암의 3차 치료제로 2014년 11월 중국 식약청으로부터 시판 허가를 획득하여 판매되고 있는데 2015년 연간 판매액이 500억원을 넘어설 것으로 알려져 있다. 현재 행루이 사는 폐암, 폐암, 대장암, 유방암에 대해서도 임상 시험을 진행하고 있기 때문에 적응증 확대에 따른 향후 매출 성장이 기대된다.

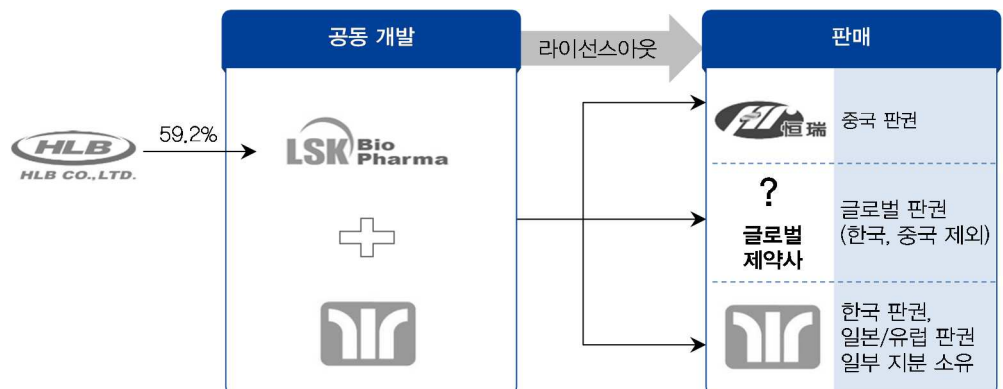
Apatinib의 중국 임상 시험 진행 상황

적응증	임상 1상	임상 2상	임상 3상	시판	임상 4상	비고
위암 - 3차 치료제, 단일	—————★					
비소세포성폐암 - 3/4차 치료제, 단일			★			정상형 EGFR의 진행성 비소세포암 환자 대상
간암 - 단일			★			진신치료 (화학요법 또는 표적치료)를 거친 진행성 간암 환자 대상
대장암			★			
유방암 - Triple negative		★				
유방암 - Non-triple negative		★				
위암 - 2차치료제, 단일	★					임상 2/3상 동시 진행 (2015년 5월 1일) Apatinib vs. Docetaxel

자료: 에이치엘비

부광약품은 현재 apatinib의 한국 판권 및 일본/유럽의 일부 지분을 보유하고 있다. 미국과 한국에서 고형암 환자를 대상으로 진행되었던 임상1/2a 상 시험이 지난 4분기 중 완료되었기 때문에 동사가 더 이상 부담해야 하는 향후 글로벌 임상 비용은 미미한 것으로 알려져 있다. Apatinib의 NAV는 현금흐름할인모형을 이용하여 18.6억불로 추정하였다. Apatinib의 원개발사인 미국 LSK Biopartners 사 지분을 59.2% 보유하고 있는 에이치엘비에 따르면 올해 내로 글로벌 3상 시험에 진입할 전망이다. 따라서 2020년 apatinib의 글로벌 론칭 가정은 충분히 보수적이라고 판단된다.

Apatinib의 권리 관계



자료: 삼성증권

Apatinib의 peak sales는 글로벌 출시 후 10년째 되는 해 26억불로 가정하였다. Apatinib의 비교 대상 경쟁 약물로는 화이자의 Sutent, 바이엘의 Nexavar, 일라이릴리의 Cyramza 등이 있다. Sutent와 Nexavar는 VEGFR 계열 TKI라는 점에서 apatinib과 공통점이 있지만 apatinib이 VEGFR-2를 선택적으로 저해한다는 점을 감안하면 부작용 면에서 우위에 있다고 할 수 있다. Cyramza의 경우 apatinib과 같은 VEGFR-2의 선택적 저해제라는 점에서는 공통점이 있지만 apatinib과는 다른 바이오의약품이라는 점이 다르다. 즉, 바이오의약품과 경구제의 차이를 무시한다면 apatinib의 peak sales는 Sutent나 Nexavar보다는 높고 Cyramza와 비슷한 수준이 될 수 있다고 판단된다. Sutent와 Nexavar의 peak sales는 10~13억불 수준으로 알려져 있고 Cyramza의 경우 13~20억불 가량으로 기대치가 형성되어 있다. 당사가 가정한 apatinib의 peak sales 가정치 26억불은 Cyramza의 peak sales 시장 기대치 보다 높은 수준으로 apatinib 중국 출시 첫째 높은 판매금액을 나타내고 있는 점을 일정 부분 반영하여 가정한 수치이다.

Apatinib 순자산가치 산정

(백만 달러)	2016E	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031	2032E	2033E	2034E	2035E	2036E	
글로벌 매출액, Apatinib					200.0	500.0	1,000.0	1,500.0	1,800.0	1,980.0	2,118.6	2,203.3	2,269.4	2,600.0	2,574.0	2,548.3	1,529.0	1,223.2	1,100.8	1,045.8	993.5	
매출액 성장률 (% y-y)						150.0	100.0	50.0	20.0	10.0	7.0	4.0	3.0	14.6	(1.0)	(1.0)	(40.0)	(20.0)	(10.0)	(5.0)	(5.0)	
마케팅파트너로부터 milestone 수입*	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0																	
Upfront + development milestone	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0																	
Sales milestone																						
마케팅 파트너로부터 로열티 수입					30.0	75.0	150.0	225.0	270.0	297.0	317.8	330.5	340.4	390.0	386.1	382.2	229.3	183.5	165.1	156.9	149.0	
글로벌 매출액 대비 (%)	15.0																					
세전이익	100.0	100.0	100.0	100.0	130.0	75.0	150.0	225.0	270.0	297.0	317.8	330.5	340.4	390.0	386.1	382.2	229.3	183.5	165.1	156.9	149.0	
잉여현금흐름	75.8	75.8	75.8	75.8	98.5	56.9	113.7	170.6	204.7	225.1	240.9	250.5	258.0	295.6	292.7	289.7	173.8	139.1	125.2	118.9	113.0	
적용 세율 (%)	24.2																					
할인계수	1.00	0.93	0.87	0.81	0.75	0.70	0.65	0.61	0.56	0.53	0.49	0.46	0.42	0.40	0.37	0.34	0.32	0.30	0.28	0.26	0.24	
할인율 (%)	7.4																					
현재가치	75.8	70.6	65.7	61.2	74.1	39.8	74.1	103.5	115.6	118.4	118.0	114.2	109.6	116.9	107.7	99.3	55.5	41.3	34.6	30.6	27.1	
순현재가치	1,861.1																					
Terminal value의 현재가치	207.6																					
영구성장률 (%)	(5.0)																					

참고: \* Upfront milestone 1억 달러, Development milestone 4억 달러 가정

자료: 삼성증권 추정

포괄손익계산서

12월 31일 기준(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>매출액</b>	<b>131</b>	<b>142</b>	<b>140</b>	<b>153</b>	<b>163</b>
매출원가	60	60	58	64	68
<b>매출총이익</b>	<b>71</b>	<b>81</b>	<b>81</b>	<b>89</b>	<b>95</b>
(매출총이익률, %)	54.1	57.3	58.2	58.2	58.2
판매 및 일반관리비	48	53	59	67	71
<b>영업이익</b>	<b>23</b>	<b>28</b>	<b>23</b>	<b>22</b>	<b>24</b>
(영업이익률, %)	17.6	20.0	16.1	14.5	14.4
<b>영업외손익</b>	<b>1</b>	<b>1</b>	<b>19</b>	<b>1</b>	<b>1</b>
금융수익	2	2	1	1	1
금융비용	0	0	0	0	0
지분법손익	0	(0)	(0)	0	0
기타	(0)	(0)	17	(0)	(0)
<b>세전이익</b>	<b>24</b>	<b>30</b>	<b>41</b>	<b>23</b>	<b>25</b>
법인세	6	6	9	5	5
(법인세율, %)	24.6	20.2	22.0	22.0	22.0
계속사업이익	18	24	32	18	19
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>순이익</b>	<b>18</b>	<b>24</b>	<b>32</b>	<b>18</b>	<b>19</b>
(순이익률, %)	14.0	16.7	22.9	11.9	11.8
지배주주순이익	18	24	32	18	19
비지배주주순이익	0	0	0	0	0
EBITDA	31	34	28	28	29
(EBITDA 이익률, %)	23.4	24.0	19.8	18.0	17.8
EPS (지배주주)	650	798	984	508	488
EPS (연결기준)	650	798	984	508	488
수정 EPS (원)*	650	798	984	508	488

현금흐름표

12월 31일 기준(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>영업활동에서의 현금흐름</b>	<b>37</b>	<b>28</b>	<b>25</b>	<b>18</b>	<b>21</b>
당기순이익	18	24	32	18	19
현금유출입이없는 비용 및 수익	6	4	(9)	6	6
유형자산 감가상각비	7	5	4	4	4
무형자산 상각비	1	1	1	1	1
기타	(2)	(2)	(14)	0	0
영업활동 자산부채 변동	10	(1)	2	(5)	(4)
<b>투자활동에서의 현금흐름</b>	<b>26</b>	<b>(4)</b>	<b>16</b>	<b>(6)</b>	<b>(6)</b>
유형자산 증감	(3)	(3)	(1)	(6)	(6)
장단기금융자산의 증감	28	3	18	0	0
기타	1	(4)	(0)	(0)	(0)
<b>재무활동에서의 현금흐름</b>	<b>(33)</b>	<b>(14)</b>	<b>(16)</b>	<b>(21)</b>	<b>(16)</b>
차입금의 증가(감소)	(28)	0	0	0	0
자본금의 증가(감소)	1	0	0	2	2
배당금	(13)	(14)	(15)	(23)	(18)
기타	6	(0)	(1)	0	0
현금증감	29	10	26	(8)	(1)
기초현금	29	58	68	93	85
기말현금	58	68	93	85	84
<b>Gross cash flow</b>	<b>24</b>	<b>28</b>	<b>23</b>	<b>24</b>	<b>25</b>
<b>Free cash flow</b>	<b>33</b>	<b>25</b>	<b>24</b>	<b>12</b>	<b>15</b>

참고: \* 일회성 수익(비용) 제외, \*\* 완전 회석, 일회성 수익(비용) 제외  
 \*\*\* P/E, P/B는 지배주주기준

자료: 부광약품, 삼성증권 추정

재무상태표

12월 31일 기준(십억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>유동자산</b>	<b>145</b>	<b>150</b>	<b>164</b>	<b>162</b>	<b>167</b>
현금 및 현금등가물	58	68	93	85	84
매출채권	37	36	36	40	43
재고자산	29	30	34	37	39
기타	21	16	1	1	1
<b>비유동자산</b>	<b>82</b>	<b>86</b>	<b>98</b>	<b>98</b>	<b>99</b>
투자자산	9	12	23	23	23
유형자산	65	63	64	65	67
무형자산	9	12	11	10	9
기타	0	0	0	(0)	(0)
<b>자산총계</b>	<b>227</b>	<b>237</b>	<b>262</b>	<b>261</b>	<b>266</b>
<b>유동부채</b>	<b>16</b>	<b>17</b>	<b>23</b>	<b>25</b>	<b>27</b>
매입채무	3	3	3	3	3
단기차입금	0	0	0	0	0
기타 유동부채	13	14	20	22	23
<b>비유동부채</b>	<b>11</b>	<b>10</b>	<b>11</b>	<b>12</b>	<b>12</b>
사채 및 장기차입금	0	0	0	0	0
기타 비유동부채	11	10	11	12	12
<b>부채총계</b>	<b>27</b>	<b>27</b>	<b>34</b>	<b>37</b>	<b>39</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>200</b>	<b>210</b>	<b>227</b>	<b>224</b>	<b>227</b>
자본금	15	16	17	19	20
자본잉여금	16	16	16	16	16
이익잉여금	199	208	224	219	221
기타	(29)	(29)	(29)	(29)	(29)
<b>비지배주주지분</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>자본총계</b>	<b>200</b>	<b>210</b>	<b>227</b>	<b>224</b>	<b>227</b>
순부채	(78)	(83)	(93)	(85)	(84)

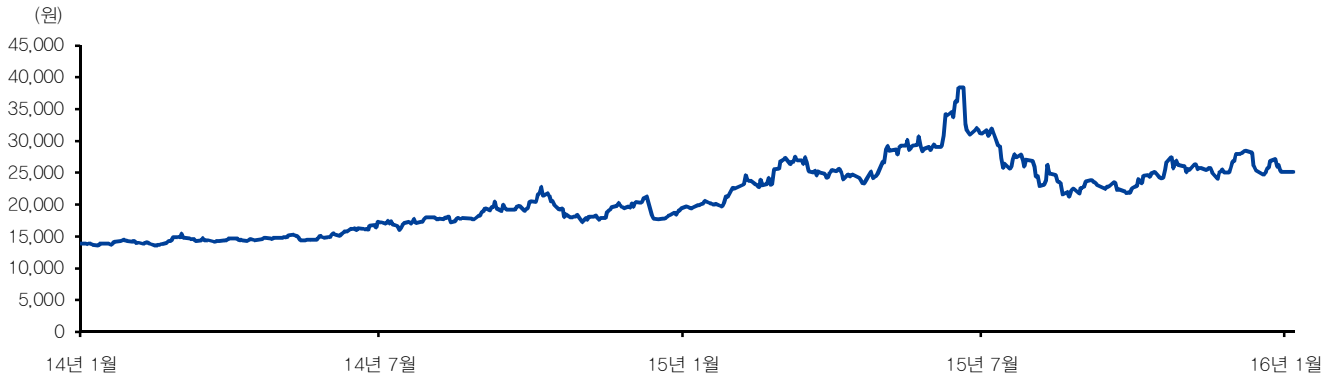
재무비율 및 주당지표

12월 31일 기준	2013	2014	2015E	2016E	2017E
<b>증감률 (%)</b>					
매출액	(11.3)	8.3	(1.5)	9.5	6.7
영업이익	7.2	23.3	(20.5)	(1.4)	6.0
순이익	10.9	29.0	35.6	(43.2)	5.6
수정 EPS**	5.6	22.8	23.3	(48.3)	(4.0)
<b>주당지표</b>					
EPS (지배주주)	650	798	984	508	488
EPS (연결기준)	650	798	984	508	488
수정 EPS**	650	798	984	508	488
BPS	5,340	5,530	6,639	5,979	5,537
DPS (보통주)	500	500	700	500	500
<b>Valuations (배)</b>					
P/E***	38.9	31.7	25.7	49.8	51.9
P/B***	4.7	4.6	3.8	4.2	4.6
EV/EBITDA	25.6	22.9	27.8	31.2	29.6
<b>비율</b>					
ROE (%)	9.2	11.5	14.7	8.1	8.5
ROA (%)	7.7	10.2	12.9	7.0	7.3
ROIC (%)	12.6	18.1	14.2	13.9	14.1
배당성향 (%)	77.0	62.7	74.4	102.5	106.4
배당수익률 (보통주, %)	2.0	2.0	2.8	2.0	2.0
순부채비율 (%)	(38.9)	(39.6)	(41.0)	(37.8)	(37.0)
이자보상배율 (배)	78.6	n/a	n/a	n/a	n/a

Compliance notice

- 본 조사분석자료의 애널리스트는 1월 15일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 1월 15일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다.
- 본 조사분석자료는 당사의 동의없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
- 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.

2년간 목표주가 변경 추이



최근 2년간 투자의견 및 목표주가(TP) 변경

일 자 2016/1/18  
 투자의견 BUY  
 TP (원) 35,000

투자기간 및 투자등급: 삼성증권은 기업 및 산업에 대한 투자등급을 아래와 같이 구분합니다.

기업	산업
<b>BUY★★★ (매수★★★)</b> 향후 12개월간 예상 절대수익률 30% 이상 그리고 업종 내 상대매력도가 평균 대비 높은 수준 <b>BUY (매수)</b> 향후 12개월간 예상 절대수익률 10% ~ 30% <b>HOLD (중립)</b> 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ 10% 내외 <b>SELL (매도)</b> 향후 12개월간 예상 절대수익률 -10% ~ -30% <b>SELL★★★ (매도★★★)</b> 향후 12개월간 예상 절대수익률 -30% 이하	<b>OVERWEIGHT(비중확대)</b> 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 <b>NEUTRAL(중립)</b> 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 (±5%) 예상 <b>UNDERWEIGHT(비중축소)</b> 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 2015년 12월 31일 기준

매수 (69.8%) | 중립 (30.2%) | 매도 (0%)



삼성증권주식회사

04514 서울특별시 중구 세종대로 67 삼성본관빌딩 12층 리서치센터  
02 2020 8000

지점 대표번호

1588 2323 / 1544 1544

고객 불편사항 접수

080 911 0900

[samsung POP.com](http://samsungPOP.com)



MEMBER OF  
**Dow Jones  
Sustainability Indices**  
In Collaboration with RobecoSAM