

투자의견 **Not Rated**

목표주가(12M, 유지) -

현재주가(17/09/13) 23,150원

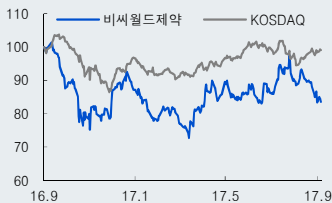
상승여력

영업이익(17F, 억원) 90
 Consensus 영업이익(17F, 억원) 0

EPS 성장률(17F, %) 20.1
 MKT EPS 성장률(17F, %) 45.6
 P/E(17F, x) 22.0
 MKT P/E(17F, x) 9.7
 KOSDAQ 659.09

시가총액(억원) 1,692
 발행주식수(백만주) 7
 유동주식비율(%) 52.7
 외국인 보유비중(%) 1.0
 베타(12M) 일간수익률 0.67
 52주 최저가(원) 20,150
 52주 최고가(원) 28,052

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월
 절대주가 -5.5 10.0 -16.0
 상대주가 -9.9 2.7 -15.8



[Analyst]

김성재
 02-3774-1784
 sungjae.kim@miraeasset.com

비씨월드제약 (200780)

리얼리즘 R&D전문 제약사의 현신(現身)

개량신약 원천 기술을 보한 R&D전문 제약사

비씨월드제약은 1980년 설립, 2006년 최대주주 및 2007년 사명변경 후 2014년 코스닥에 상장한 중견제약사이다. **약물 전달 기술(DDS)에 과감한 R&D 투자를 통해 혁신형제약기업 및 우수기술연구센터로 지정된 기업**이다. 2017년 반기 기준 매출액 대비 연구개발비 비중은 13.5%이다.

수익성 위주의 제품 line-up

동사 주요 제품군은 마취통증약, 순환계약물, 항생제 등으로 구성되어 있다. 2017년 반기 기준 매출액 비중은 각각 24%, 19%, 28%, 30%(기타)이다. 캐쉬카우는 생산 진입 장벽이 높은 마취 통증약이지만, 타 제품군 매출 증가에 따라 매출액 비중은 점차 낮아지고 있어서 매출 품목 다변화 측면에서 Product mix 개선이 이루어지고 있다.

2017년 1분기 실적부터 동사 영업이익률은 17%대에 진입함으로써 **수익성 개선에 집중된 경영성과가 반영되고 있다**. 그 동력은 동사 제제 기술력이며, 이를 바탕으로 한 **신제품 리뉴얼 효과가 실적에 투영되는 것으로 추정된다**.

R&D리얼리즘과 파이프라인

비씨월드제약의 R&D 원천 기술은 서방성 미립자, 리포솜, 경구 위체류, 서방성 속봉해정 등 약물전달 개선을 목적으로 하는 제제기술에 집중되어 있다. 신규 타겟을 공략하는 신약 R&D와 달리 약물전달시스템 원천 기술은 적은 비용으로 개량 신약 및 퍼스트 제네릭 개발을 통해 신제품 효과의 연속성을 제고할 수 있는 장점을 가진다.

동사의 주요 파이프라인으로는 **국내 임상3상을 계획 중인 고지혈증/당뇨병 복합제를 비롯해 각각 2017년 말~2018년 초 발매 예정인 항히스타민 복합제, 경구용 마약성 진통제가 개발 중**에 있다. 장기 지속형 주사제는 전립선암 치료제와 정신분열증 치료제를 각각 미국과 유럽에 기술 이전 한 바 있으며, **국내외 임상 및 전용 생산라인 실사를 준비 중**에 있다.

신공장 가동률 상승에 따른 실적 개선 기대

여주 신공장이 가동에 들어가면서 생산 능력이 확충되고 있어 본격적인 실적 개선이 기대된다. **동결 건조 주사제 가동을 시작으로 순차적으로 가동 중에 있어 위탁생산 실적 확대가 예상된다**. 특히 신공장은 서방성 주사제의 유럽 및 미국 수출 대응에 본격 활용될 전망이다.

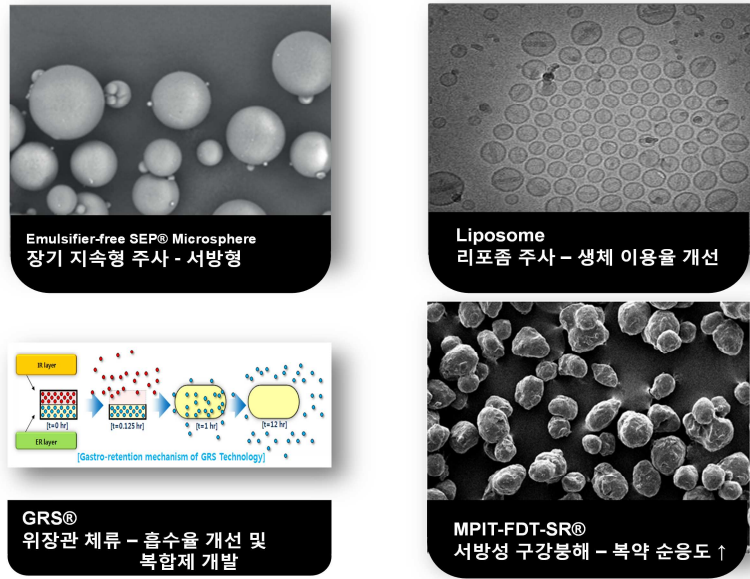
2017년 실적은 유통 채널 개선 및 신제품 효과에 힘입어 매출액 510억원(YoY +11.7%), 영업이익 90억원(YoY +30.2%), 당기순이익 85억원(YoY +32%)로 예상된다. **공장 가동률 증가에 따른 실적 개선은 2018년까지 지속될 전망이다**.

결산기 (12월)	12/13	12/14	12/15	12/16	12/17F	12/18F
매출액 (억원)	304	357	414	457	510	580
영업이익 (억원)	40	53	66	69	90	112
영업이익률 (%)	13.2	14.8	15.9	15.1	17.6	19.3
순이익 (억원)	33	37	63	65	85	106
EPS (원)	622	512	866	878	1,054	1,186
ROE (%)	13.7	8.5	9.8	9.2	11.0	12.2
P/E (배)	-	31.7	35.2	29.1	22.0	19.5
P/B (배)	-	1.9	3.3	2.5	2.3	2.2
배당수익률 (%)	-	0.6	0.0	0.4	0.4	0.4

주: K-IFRS 별도 기준

자료: 비씨월드제약, 미래에셋대우 투자정보서비스팀

그림 1. 비씨월드제약 DDS(약물전달) 원천 기술 모식도



자료: 비씨월드제약, 미래에셋대우 투자정보서비스팀

표 1. 파이프라인 요약

구분	적응증	제제연구	비임상	임상	허가	비고
복합제	위장관 체류	항생제				신규복합 항생제
	복합제	고지혈증/당뇨병				개량신약 과제(2019 1Q발매 계획)
	복합제	항히스타민				우선판매허가 품목(2017 4Q발매 계획)
	복합제	복합제				개량신약 과제
구강 붕해정	ADHD					
	FDT-SR	전립선 비대증				개량신약 과제(2018 3Q 발매 계획)
	기타	항정신병				2018 2Q 발매 계획
장기지속형 주사제	항구토제					발매 완료
	항암제1					AKORN사에 기술이전
	항암제2					
	항암제3					AET사에 기술이전
	항암제4					
Nono-injection	항정신병1					
	항정신병2					
리포좀 주사제	항암제					
	항진균제					

자료: 비씨월드제약, 미래에셋대우 투자정보서비스팀

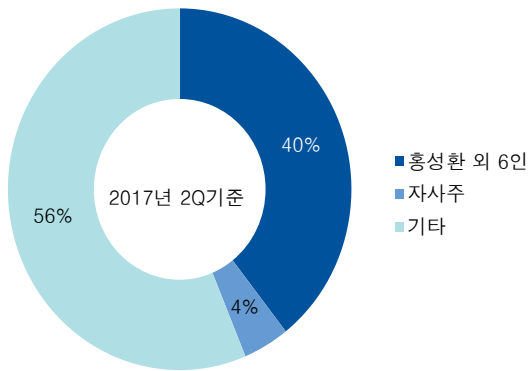
표 2. 제형별 생산 능력(연간)

(단위: Amp, Vial, Tab, Cap)

제형	생산1동	생산1동 + 생산2동	비고
내용 고형제	120,000,000	350,000,000	
액상 주사제	10,000,000	15,000,000	
분말 주사제	6,000,000	6,000,000	
서방성 주사제	-	3,000,000	서방성 주사제 전용 생산라인
동결건조 주사제	4,000,000	12,000,000	
합계	140,000,000	386,000,000	

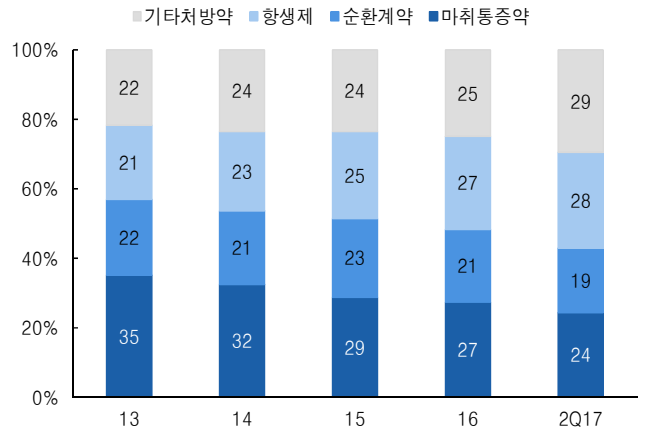
자료: 비씨월드제약, 미래에셋대우 투자정보서비스팀

그림 2. 주주현황



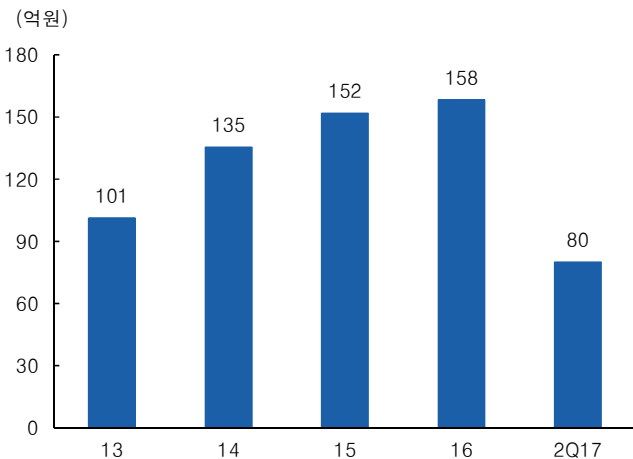
자료: 비씨월드제약, 미래에셋대우 투자정보서비스팀

그림 3. 품목군별 매출 비중 변화



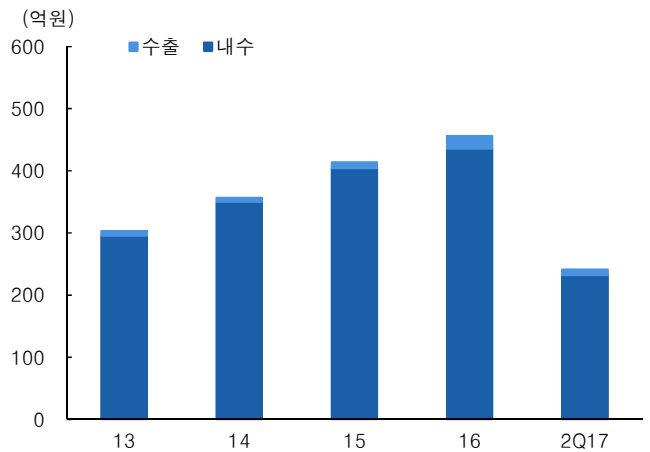
자료: 비씨월드제약, 미래에셋대우 투자정보서비스팀

그림 4. 위탁생산 실적



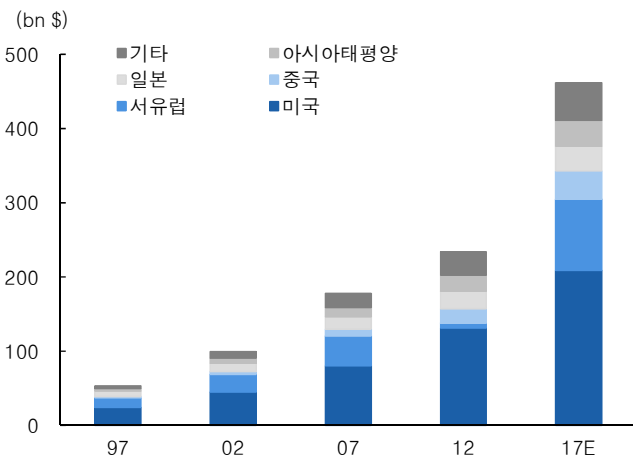
자료: 비씨월드제약, 미래에셋대우 투자정보서비스팀

그림 5. 수출 금액 추이



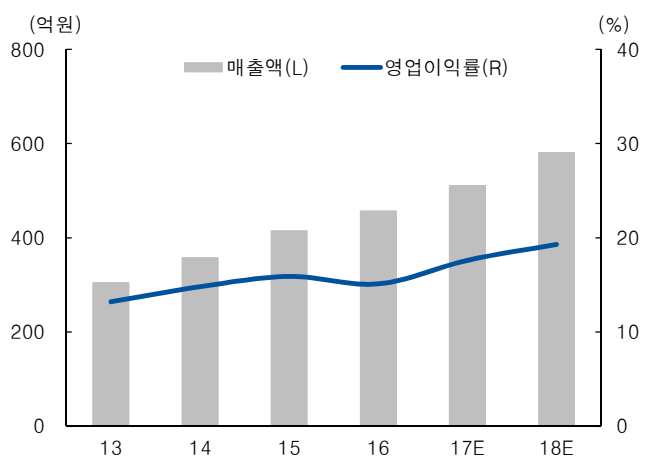
자료: 비씨월드제약, 미래에셋대우 투자정보서비스팀

그림 6. DDS(약물전달) 기술 적용 제품의 시장 현황



자료: Biotech Information Center, 미래에셋대우 투자정보서비스팀

그림 7. 실적 전망



자료: 미래에셋대우 투자정보서비스팀

매출원가	203	228	258	298
매출총이익	211	229	252	282

현금 및 현금성자산	43	12	84	170
매출채권 및 기타채권	157	196	219	249

비씨월드제약

리얼리즘 R&D전문 제약사의 현신(現身)

판매비와관리비	145	159	162	170
조정영업이익	66	69	90	112
영업이익	66	69	90	112
비영업손익	-6	-2	-1	-2
금융손익	1	-2	1	1
관계기업등 투자손익	0	0	0	0
세전계속사업손익	60	67	89	110
계속사업법인세비용	-3	3	4	4
계속사업이익	63	65	85	106
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	63	65	85	106
지배주주	63	65	85	106
비지배주주	0	0	0	0
총포괄이익	63	65	85	106
지배주주	63	65	85	106
비지배주주	0	0	0	0
EBITDA	80	86	112	139
FCF	-163	-122	80	97
EBITDA 마진율 (%)	19.3	18.8	22.0	24.0
영업이익률 (%)	15.9	15.1	17.6	19.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	15.2	14.2	16.7	18.3

재고자산	87	127	142	161
기타유동자산	16	20	22	26
비유동자산	490	609	588	562
관계기업투자등	0	0	0	0
유형자산	454	561	540	514
무형자산	13	14	13	12
자산총계	794	964	1,055	1,168
유동부채	109	128	140	155
매입채무 및 기타채무	77	86	97	110
단기금융부채	21	30	30	0
기타유동부채	11	12	13	45
비유동부채	11	97	97	97
장기금융부채	11	97	97	0
기타비유동부채	0	0	0	97
부채총계	120	225	237	252
지배주주지분	674	739	818	916
자본금	13	13	15	16
자본잉여금	327	327	327	327
이익잉여금	336	400	478	574
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	674	739	818	916

예상 현금흐름표 (요약)

(억원)	12/15	12/16	12/17F	12/18F
영업활동으로 인한 현금흐름	88	2	80	97
당기순이익	63	65	85	106
비현금수익비용가감	11	23	24	30
유형자산감가상각비	13	17	21	26
무형자산상각비	1	1	1	1
기타	-3	5	2	3
영업활동으로인한자산및부채의변동	14	-71	-27	-35
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-16	-40	-22	-29
재고자산 감소(증가)	-3	-40	-15	-19
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	28	9	8	10
법인세납부	-2	-13	-4	-4
투자활동으로 인한 현금흐름	-261	-128	-2	-3
유형자산처분(취득)	-251	-124	0	0
무형자산감소(증가)	-1	-1	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-5	-2	-2	-3
기타투자활동	-4	-1	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-35	95	-7	-8
장단기금융부채의 증가(감소)	-	-	-	-
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-6	0	-6	-8
기타재무활동	-	-	-	-
현금의 증가	-208	-30	72	86
기초현금	251	43	12	84
기말현금	43	12	84	170

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	12/15	12/16	12/17F	12/18F
P/E (x)	35.2	29.1	22.0	19.5
P/CF (x)	29.8	21.5	17.1	15.2
P/B (x)	3.3	2.5	2.3	2.2
EV/EBITDA (x)	27.6	20.9	15.4	11.8
EPS (원)	866	878	1,054	1,186
CFPS (원)	1,022	1,190	1,354	1,523
BPS (원)	9,251	10,051	10,120	10,305
DPS (원)	0	100	100	100
배당성향 (%)	0.0	9.8	9.0	8.1
배당수익률 (%)	0.0	0.4	0.4	0.4
매출액증가율 (%)	16.0	10.4	11.6	13.7
EBITDA증가율 (%)	14.3	7.5	30.2	24.1
조정영업이익증가율 (%)	24.5	4.5	30.4	24.4
EPS증가율 (%)	69.1	1.4	20.0	12.5
매출채권 회전율 (회)	2.9	2.7	2.5	2.6
재고자산 회전율 (회)	4.8	4.3	3.8	3.8
매입채무 회전율 (회)	4.6	4.0	3.7	3.8
ROA (%)	8.2	7.4	8.5	9.5
ROE (%)	9.8	9.2	11.0	12.2
ROIC (%)	13.0	9.0	10.3	12.7
부채비율 (%)	17.7	30.5	29.0	27.5
유동비율 (%)	279.3	276.6	333.5	390.5
순차입금/자기자본 (%)	-3.3	13.6	3.3	-6.7
조정영업이익/금융비용 (x)	60.1	32.2	45.0	56.0

자료: 비씨월드제약, 미래에셋대우 투자정보서비스팀

비씨월드제약

리얼리츠 R&D전문 제약사의 현신(現身)

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 약화
비중축소 : 향후 12개월 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 비중축소(◆), 주가(-), 목표주가(→), Not covered(▣)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	비중축소(매도)
69.67%	17.06%	13.27%	0.00%

* 2017년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.