

Earnings preview / Target price lowered

Korea / Pharmaceutical

14 January 2015

BUY

목표주가	21,000 원
현재주가 (12 Jan 2015)	18,800 원
Upside/downside (%)	11.7
KOSPI	1,920.95
시가총액 (십억원)	640
52주 최저/최고	12,373 - 20,865
일평균거래대금 (십억원)	3.97
외국인 지분율 (%)	13.6

Forecast earnings & valuation

Fiscal year ending	Dec-13	Dec-14 E	Dec-15 E	Dec-16 E
매출액 (십억원)	131	142	153	163
영업이익 (십억원)	23.0	28.8	33.8	37.4
당기순이익 (십억원)	19.5	23.3	27.8	30.8
수정순이익 (십억원)	19.5	23.3	27.8	30.8
EPS (원)	575	684	817	903
EPS 성장률 (%)	18.2	18.9	19.4	10.6
P/E (x)	22.8	26.9	23.0	20.8
EV/EBITDA (x)	12.2	15.4	13.3	12.2
배당수익률 (%)	3.8	2.7	3.2	3.7
P/B (x)	2.2	3.0	2.9	2.8
ROE (%)	9.8	11.4	13.0	13.7
순차입금/자기자본 (%)	(35.6)	(41.3)	(42.7)	(43.1)

Performance



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	5.8	3.7	48.7
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	5.9	4.7	49.6

이종훈, Analyst
3774 3732 jhoonlee@miraeasset.com

부광약품 (003000 KS)

다시 탑을 쌓는 마음으로

부광약품의 주가는 오리지널 의약품 및 일반의약품 군 매출의 안정적인 성장을 바탕으로 향후 보유 파이프라인의 임상 진행에 따른 Sub-license 성공여부가 중요한 모멘텀이 될 전망이다. 특히 LSK Biopartners와 공동 개발 중인(한국, 일본, 유럽 관련 보유) 표적항암제 Apatinib Mesylate의 중국 내 상업적 성공여부는 일본, 유럽 지역 관련 Sub-license 성사여부를 가늠해 볼 수 있는 근거가 될 것이라 판단됨.

4Q14 Preview: 양호한 매출성장, 연구 개발비 확대로 이익은 저조할 전망

부광약품의 4분기 실적은 오리지널 의약품 및 일반의약품 군 매출성장에도 불구하고 연구개발비 확대 및 성과급 지급으로 매출액 360억원(+8.7% YoY), 영업이익 57억원(-9.8% YoY)을 기록할 전망이다. 따라서, 2014년 매출액 1,425억원(+8.9% YoY), 영업이익 288억원(+25.2% YoY)을 기록할 전망이다. 제품별로는 웨로바, 타벡스 겔, 부광탁스 등 일반의약품 및 의약 외품의 성장이 이루어 졌으며, 개량신약 텍시드의 선전에도 불구하고 치옥타시드 제품 군의 성장은 기존 추정치를 하회할 전망이다(2014년 188억원 매출 전망, 기존 추정치 201억원).

R&D 파이프라인 강화에 따른 연구개발 성과 기대

2015년 부광약품은 R&D 파이프라인 강화에 따른 연구개발 성과가 기대됨. 1) 미국 LSK Biopartners(지분율 4.3%)와 공동 개발 중인(한국, 일본, 유럽 관련 보유) 표적항암제 Apatinib Mesylate는 현재 고형암을 대상으로 한국과 미국에서 임상 1/2a이 진행 중이며, 2015년 임상 2상 진입이 전망됨. 2) 미국 Melior Pharmaceuticals와 공동 개발 중인(일본을 제외한 한국, 중국 등 아시아 지역 관련 보유) 신규 기전 당뇨치료제 MLR-1023은 현재 미국과 한국에서 제 2형 당뇨환자를 대상으로 임상 2a가 진행 중임. 3) 덴마크 Contera Pharma(2014년 9월 지분 100%를 취득)가 개발 중인 파킨슨병 운동장애 치료제 JM-010(유럽 제외 글로벌 관련 보유)는 현재 전 임상을 마치고 2015년 한국 임상 1상을 준비 중임.

2015년 에도 안정적인 성장을 이어갈 전망

부광약품은 2015년 에도 안정적인 성장을 이어갈 전망이다. 불법 리베이트 단속의 영향이 적은 오리지널 의약품 수요 증가와 웨로바, 타벡스 겔, 부광탁스 등 일반의약품 및 의약 외품의 꾸준한 성장으로 2015년 매출액 1,530억원(+7.4% YoY), 영업이익 337억원(+17.3% YoY)을 기록할 것이라 판단됨.

투자의견 BUY, 주식배당 반영하여 목표주가 21,000원으로 하향 조정됨

부광약품에 대한 투자의견을 BUY 유지하며, 2014년 말 주식배당 10%이 반영되어 목표주가는 22,500원에서 21,000원으로 하향 조정됨. 당사의 목표주가 21,000원은 2015년 예상 EBITDA에 목표 EV/EBITDA 14.6배(2004-2013년 평균)를 적용한 기준사업가치와 투자 바이오회사 지분가치의 합인 7,089억원을 기준으로 산출되었음.

Figure 1 부광약품 Valuation

1. 기존사업가치		2015E	
EBITDA	41.0	KRW bn	
Target EV/EBITDA Multiple	14.6	x	10-year average EV/EBITDA
EBITDA * Target Multiple	598.1	KRW bn	
Net Debt	(93.9)	KRW bn	
Equity value	692.0	KRW bn	
2. 보유지분가치			
Eyegene	4.6	KRW bn	Shareholding 8.9%, KONEX market cap. 30% discount
Antrogen	12.3	KRW bn	Shareholding 24.7%, OTC market cap. 30% discount
Sum (1+2)		708.9	
Target Price	20,816	KRW	Number of shares 34,057 thou.
Current Price	18,800	KRW	
Upside	11.7	%	

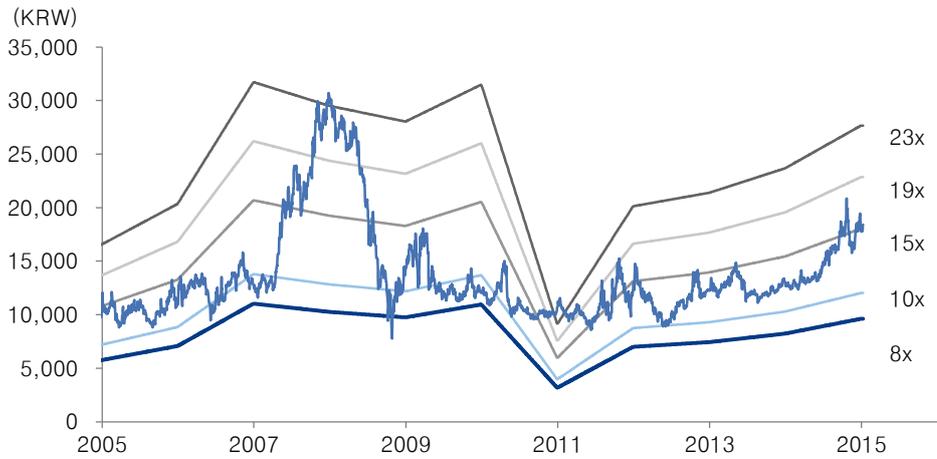
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 4Q14 실적 변경

(KRW bn)	3Q14	4Q14E		Diff. (%)	2015E		Diff. (%)
		New	Previous		New	Previous	
Revenue	35.5	36.0	36.5	(1.3)	153.0	154.3	(0.8)
Sales	32.3	32.8	33.2	(1.3)	139.3	140.4	(0.8)
Merchandising sales	3.0	3.1	3.1	(1.3)	13.1	13.2	(0.8)
etc.	0.2	0.1	0.1	(1.3)	0.6	0.6	(0.8)
OP	7.6	5.7	6.4	(11.2)	33.8	33.4	1.1
OPM (%)	21.4	15.8	17.6	(1.8) ppt	22.1	21.7	0.4 ppt
NI	6.4	4.0	4.5	(10.4)	27.8	27.8	(0.1)
NPM (%)	18.1	11.2	12.3	(1.1) ppt	18.2	18.1	0.1 ppt

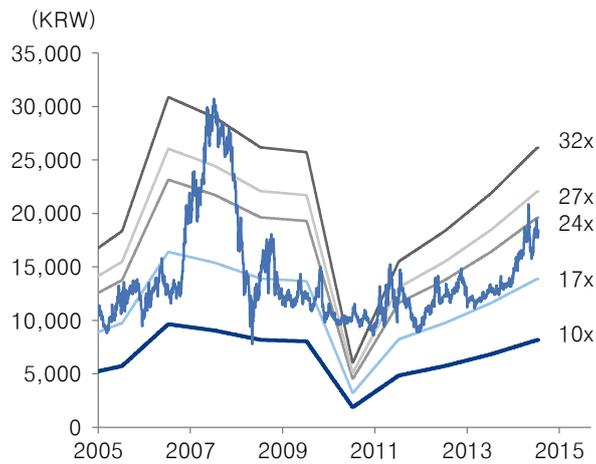
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 부광약품 12M fwd EV/EBITDA band chart



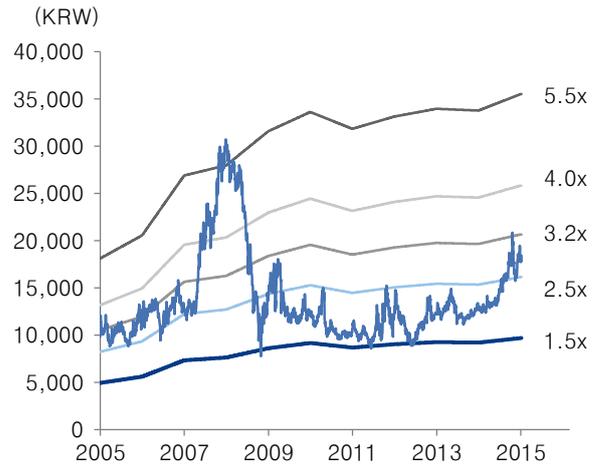
자료: 미래에셋증권 리서치센터
주: 2011 년 회계 결산월 변경 (3-12)

Figure 4 부광약품 12M fwd P/E band chart



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

Figure 5 부광약품 12M fwd P/B band chart



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

Figure 6 주요품목 매출 추이

(KRW bn)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14E	1Q15E	2Q15E	3Q15E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Thioctacid	4.9	4.7	4.2	5.0	5.5	5.4	4.9	5.6	6.1	6.1	5.5	6.3	20.3	17.3	18.8	21.4	24.0
YoY (%)	29.2	8.4	(8.0)	10.0	12.0	15.0	16.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	72.4	(14.9)	9.0	13.6	12.0
Legalon	3.4	3.4	3.4	3.5	3.6	3.6	3.5	3.7	3.7	3.8	3.6	3.8	13.7	12.8	13.8	14.4	15.0
YoY (%)	15.8	8.8	2.3	6.0	4.0	6.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	76.3	(6.7)	8.0	4.5	4.0
Levovir	0.8	0.6	0.6	0.8	0.8	0.6	0.6	0.8	0.8	0.6	0.6	0.9	7.5	1.2	2.7	2.9	2.9
YoY (%)	42.6	4,530.8	2,614.3	30.0	5.0	5.0	5.0	5.0	2.0	2.0	2.0	2.0	32.5	(84.1)	130.5	5.0	2.0
Orfill	1.7	1.6	1.6	1.5	1.7	1.6	1.5	1.5	1.6	1.5	1.5	1.4	7.6	6.6	6.4	6.2	6.0
YoY (%)	(6.8)	0.3	(4.1)	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.0)	31.7	(13.4)	(3.5)	(3.0)	(3.0)
Asima	1.4	1.2	1.2	1.4	1.5	1.3	1.3	1.5	1.5	1.4	1.3	1.5	6.2	4.5	5.2	5.5	5.7
YoY (%)	30.8	7.1	10.6	14.0	7.0	7.0	7.0	7.0	4.0	4.0	4.0	4.0	44.8	(28.1)	15.3	7.0	4.0
Feroba	2.2	2.2	2.5	2.3	2.4	2.5	2.8	2.6	2.7	2.8	3.1	2.8	7.4	7.9	9.2	10.3	11.4
YoY (%)	20.8	20.5	17.2	7.0	12.0	12.0	12.0	12.0	10.0	10.0	10.0	10.0	53.4	7.6	16.0	12.0	10.0
Azeptin	1.0	0.8	0.8	0.7	1.0	0.8	0.8	0.7	1.1	0.8	0.8	0.7	1.1	0.8	0.8	0.7	1.1
YoY (%)	(12.2)	(18.3)	(0.4)	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6
Thyroid preparations	2.3	2.4	2.4	2.4	2.6	2.7	2.7	2.7	2.9	3.0	2.9	3.0	7.2	8.2	9.4	10.7	11.7
YoY (%)	23.4	18.8	9.5	12.0	13.0	13.0	13.0	13.0	10.0	10.0	10.0	10.0	70.8	13.5	15.6	13.0	10.0

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 부광약품 분기별 실적 추이

(KRW bn)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14E	1Q15E	2Q15E	3Q15E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Revenue	35.8	35.2	35.5	36.0	38.4	37.6	37.8	39.2	41.0	40.2	40.4	41.9	147.5	130.8	142.5	153.0	163.4
YoY (%)	8.1	10.6	8.2	8.7	7.3	7.0	6.6	8.8	6.6	6.8	6.9	6.8	45.7	(11.3)	8.9	7.4	6.8
Sales	32.6	32.0	32.3	32.8	35.0	34.3	34.4	35.7	37.3	36.6	36.8	38.1	123.5	119.1	129.7	139.3	148.8
YoY (%)	10.9	10.3	8.7	5.7	7.4	7.0	6.7	8.8	6.6	6.8	6.9	6.8	51.1	(3.6)	8.9	7.5	6.8
Merchandising sales	3.0	2.9	3.0	3.1	3.3	3.2	3.2	3.4	3.5	3.5	3.5	3.6	23.7	11.2	12.0	13.1	14.0
YoY (%)	(4.6)	17.3	16.2	2.0	10.1	9.8	9.4	8.8	6.6	6.8	6.9	6.8	29.6	(52.5)	6.8	9.5	6.8
etc.	0.2	0.2	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2	0.4	0.5	0.8	0.6	0.6
YoY (%)	(62.4)	(21.7)	(58.2)	(114.0)	(37.8)	(38.0)	(38.2)	8.8	6.6	6.8	6.9	6.8	(69.1)	25.1	67.8	(30.3)	6.8
Cost of goods sold	15.6	15.4	15.0	16.2	16.7	16.4	16.5	17.1	17.8	17.5	17.6	18.2	67.9	60.0	62.2	66.6	71.0
COGS (%)	43.6	43.8	42.3	45.0	43.5	43.5	43.5	43.5	43.4	43.4	43.4	43.4	46.0	45.9	43.7	43.5	43.4
SG&A	11.7	12.8	12.9	14.1	12.6	13.2	13.0	13.8	13.2	13.8	13.6	14.4	58.2	47.8	51.5	52.7	55.0
SG&A (%)	32.7	36.3	36.3	39.2	32.9	35.2	34.5	35.1	32.1	34.4	33.7	34.4	39.4	36.5	36.1	34.4	33.7
Operating margin	8.5	7.0	7.6	5.7	9.1	8.0	8.3	8.4	10.0	8.9	9.2	9.3	21.4	23.0	28.8	33.8	37.4
OPM (%)	23.7	19.9	21.4	15.8	23.6	21.3	22.0	21.4	24.4	22.1	22.8	22.2	14.5	17.6	20.2	22.1	22.9
YoY (%)	154.9	10.7	8.1	(9.8)	6.7	14.5	9.5	47.1	10.3	11.1	11.0	10.9	148.4	7.2	25.2	17.3	10.8
Pre-tax Profit	8.9	7.5	8.1	6.2	9.5	8.5	8.7	8.9	10.5	9.4	9.6	10.0	23.2	25.6	30.7	35.7	39.4
Pre-tax Margin (%)	24.9	21.4	22.7	17.2	24.9	22.6	23.0	22.7	25.6	23.5	23.6	23.9	15.8	19.6	21.5	23.3	24.1
YoY (%)	84.2	19.8	1.4	(4.7)	7.3	12.9	8.0	43.5	9.6	11.0	9.7	12.3	209.6	10.1	20.0	16.2	10.6
Net Profit	6.9	6.0	6.4	4.0	7.4	6.6	6.8	6.9	8.2	7.4	7.5	7.8	16.5	19.5	23.4	27.8	30.8
NPM (%)	19.4	17.0	18.1	11.2	19.4	17.6	18.0	17.7	19.9	18.3	18.4	18.6	11.2	14.9	16.4	18.2	18.8
YoY (%)	67.7	16.7	(0.5)	6.2	7.4	10.8	5.6	72.2	9.6	11.0	9.7	12.3	157.8	18.3	19.7	18.9	10.6

자료: 부광약품, 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

손익계산서

12월 결산 (십억원)	2013	2014E	2015E	2016E
매출액	131	142	153	163
매출원가	60	62	67	71
매출총이익	71	80	86	92
판매비와관리비	48	51	53	55
영업이익 (조정)	23	29	34	37
영업이익	23	29	34	37
순이자손익	2	0	1	1
지분법손익	1	(0)	0	0
기타	(0)	2	1	1
세전계속사업손익	26	31	36	39
법인세비용	6	7	8	9
당기순이익	20	23	28	31
당기순이익 (지배주주지분)	20	23	28	31
EPS (지배주주지분, 원)	575	684	817	903

증가율&마진 (%)	2013	2014E	2015E	2016E
매출액증가율	(11.3)	8.9	7.4	6.8
매출총이익증가율	(11.1)	13.4	7.7	7.0
영업이익증가율	7.2	25.2	17.3	10.8
당기순이익증가율	18.3	19.3	19.4	10.6
EPS 증가율	18.2	18.9	19.4	10.6
매출총이익율	54.1	56.3	56.5	56.6
영업이익률	17.6	20.2	22.1	22.9
당기순이익률	14.9	16.4	18.2	18.8

자료: 부광약품, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2013	2014E	2015E	2016E
영업현금	38	28	30	34
당기순이익	26	29	28	31
유무형자산상각비	8	6	7	7
기타	(7)	(6)	0	1
운전자본증감	12	(0)	(5)	(4)
투자현금	26	14	(6)	(8)
자본적지출	(3)	(4)	(4)	(5)
기타	28	18	(1)	(3)
재무현금	(35)	(13)	(11)	(22)
배당금	(13)	(14)	(17)	(20)
자본의증가 (감소)	0	0	0	0
부채의증가 (감소)	(22)	1	6	(2)
기초현금	29	58	87	101
기말현금	58	87	101	104

자료: 부광약품, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

대차대조표

12월 결산 (십억원)	2013	2014E	2015E	2016E
유동자산	145	155	174	183
현금및현금성자산	58	87	101	104
단기금융자산	20	0	0	0
매출채권	37	38	41	44
재고자산	29	29	31	34
기타유동자산	1	1	1	1
비유동자산	83	81	80	81
유형자산	65	63	61	59
투자자산	8	9	9	9
기타비유동자산	11	9	10	12
자산총계	228	236	254	264
유동부채	16	15	22	20
매입채무	3	7	7	8
단기금융부채	6	2	7	5
기타유동부채	7	7	7	7
비유동부채	11	12	13	13
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	11	12	13	13
부채총계	27	27	34	33
지배주주지분	201	209	220	230
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	201	209	220	230
BVPS (원)	5,904	6,141	6,457	6,761

자료: 부광약품, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

주요투자지표

12월 결산	2013	2014E	2015E	2016E
자기자본이익률 (%)	9.8	11.4	13.0	13.7
총자산이익률 (%)	8.2	10.0	11.3	11.9
재고자산보유기간 (일)	77.1	74.4	72.1	72.8
매출채권회수기간 (일)	130.2	95.9	93.6	94.5
매입채무결제기간 (일)	11.3	12.7	17.1	17.3
순차입금/자기자본 (%)	(35.6)	(41.3)	(42.7)	(43.1)
이자보상배율 (x)	(14.9)	(71.1)	(25.0)	(25.5)

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
2015-01-14	BUY	21,000 (Down)