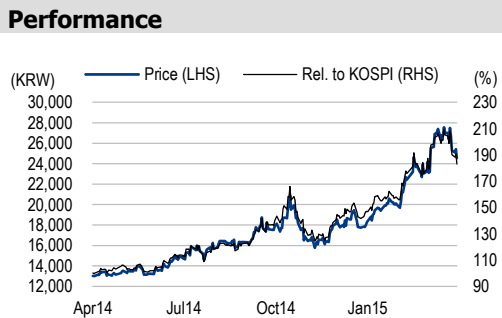


Earnings preview / Target price raised

Korea / Pharmaceuticals/ Biotechs	
9 April 2015	BUY
목표주가	30,000 원
현재주가 (8 Apr 2015)	24,550 원
Upside/downside (%)	22.2
KOSPI	2,059.26
시가총액 (십억원)	836
52주 최저/최고	14,100 - 27,550
일평균거래대금 (십억원)	3.23
외국인 지분율 (%)	15.6

Forecast earnings & valuation				
Fiscal year ending	Dec-14	Dec-15 E	Dec-16 E	Dec-17 E
매출액 (십억원)	141	150	164	175
영업이익 (십억원)	28.0	29.6	33.4	37.7
당기순이익 (십억원)	23.5	24.3	27.1	30.5
수정순이익 (십억원)	23.5	24.3	27.1	30.5
EPS (원)	690	713	797	895
EPS 성장률 (%)	28.0	3.3	11.7	12.3
P/E (x)	25.8	34.4	30.8	27.4
EV/EBITDA (x)	15.6	21.2	19.2	17.2
배당수익률 (%)	0.0	2.0	2.2	2.4
P/B (x)	2.9	3.8	3.7	3.5
ROE (%)	11.5	11.4	12.2	13.0
순차입금/자기자본 (%)	(39.5)	(40.2)	(40.5)	(40.8)
Change to EPS				
변경후 (원)	690	713	797	895
변경전 (원)	690	817	903	993
증감 (%)	-	(12.7)	(11.8)	(9.9)



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	6.5	34.5	90.7
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	4.2	26.4	87.4

이종훈, Analyst
3774 3732 jhoonlee@miraesasset.com

부광약품 (003000 KS)

연구 개발 투자 확대

부광약품의 1분기 실적은 별도기준 매출액 341 억원(-4.9% YoY), 영업이익 74 억원(-13.3% YoY)을 기록할 전망이다. 일부 도입품목 판권 회수로 1분기 상품매출액은 17 억원에(-43.3% YoY) 그칠 전망이다. 2015년 영업이익 성장에 대한 기대는 낮춰야 하지만, 신약 파이프라인 sub 라이선스 아웃 기대는 높아질 것이라 판단. 투자 의견을 BUY 유지하며, 목표주가를 21,000 원에서 30,000 원으로 상향함.

1Q15 Preview: 상품매출 감소로 매출 일시적 감소

부광약품의 1분기 실적은 별도기준 매출액 341 억원(-4.9% YoY), 영업이익 74 억원(-13.3% YoY)을 기록할 전망이다. 일부 도입품목 판권 회수로(2014년 하반기 구강용제 파로돈탁스, 2015년 3월 유도분만제 프로페스 질 서방정) 1분기 상품매출액은 17 억원에(-43.3% YoY) 그칠 전망이다. 하지만, 1)2015년 자체 개발 일반의약품 및 의약 외 품 신제품 출시 계획(근육통증완화제 베노벡스 겔, 구강용제 부광탁스 균을 포함한 일반의약품 18종, 의약 외 품 다수), 2) 영업/마케팅 조직 개편을 통한(2015년 3월, 종합병원 내 치료군별 전문화된 영업조직 신설) 대형 전문의약품 매출성장으로 2015년 매출액 1,501 억원(+6.2% YoY) 달성이 가능하리라 판단임.

2015년 영업이익 성장 기대는 낮추고, 신약 파이프라인 sub-L/O 기대는 높이자

올해 영업이익 성장에 대한 기대는 조금 낮춰야 할 전망이다. 2015년 영업이익은 296 억원으로(+6.0% YoY) 기존 추정치 334 억원 대비 12.2% 감소할 것으로 판단됨. 이는 후기 임상 진입 파이프라인 연구개발비 증가에 의한 것으로, 2015년 경장연구개발비 지출은 139 억원으로(+32.3% YoY, 매출액 대비 9.3%) 전망됨. 부광약품은 1) 미국 LSK Biopartners(지분율 4.3%)와 공동 개발 중인(한국, 일본, 유럽 판권 보유) 표적항암제 Apatinib Mesylate 는 현재 고형암을 대상으로 한국과 미국에서 임상 1/2a 이 진행 중이며, 2015년 임상 2 상 진입이 전망됨. 2) 미국 Melior Pharmaceuticals 와 공동 개발 중인(일본을 제외한 한국, 중국 등 아시아 지역 판권 보유) 신규 기전 당뇨치료제 MLR-1023 은 현재 미국과 한국에서 제 2 형 당뇨환자를 대상으로 임상 2a 가 진행 중임. 3) 덴마크 Contera Pharma(2014년 9월 지분 100%를 취득)가 개발 중인 파킨슨병 운동장애 치료제 JM-010(유럽 제외 글로벌 판권 보유)는 현재 전임상을 마치고 2015년 한국 임상 1상을 준비 중임.

투자 의견 BUY, 목표주가 30,000 원으로 상향

부광약품에 대한 투자 의견을 BUY 유지하며, 목표주가를 21,000 원에서 30,000 원으로 상향함. 우리의 목표주가 30,000 원은 2015-2019년 평균 ROE 13.0%를 적용한 2015년 P/B 4.8 배를 기준으로 산출되었음. 단기 이익 감소에도 불구하고 개발 중인 신약 파이프라인의 후기 임상 진입으로 중장기 성장동력을 확보하였다는 판단임.

Figure 1 목표주가 산정

P/B Valuation		
Sustainable ROE (2015E-2019E Average)	%	13.0
BPS (2015E)	KRW	6,407
Target P/B multiple (ROE-g) / (COE-g)	X	4.8
Cost of Equity	%	5.1
Risk free	%	2.8
Equity Risk premium	%	6.1
Equity Beta	X	0.4
Terminal growth	%	3.0
BPS * Target Multiple	KRW	30,995
Target Price	KRW	30,000

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 2 1Q15 Preview

(KRW bn, %, ppt)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15E	YoY (%)	QoQ (%)	Previous	Diff. (%)	Cons.	Diff. (%)
Sales	35.8	35.2	35.5	34.9	34.1	(4.9)	(2.4)	38.4	(11.3)	38.4	(11.3)
OP	8.5	7.0	7.6	4.9	7.4	(13.3)	50.7	9.1	(18.8)	9.1	(19.1)
NI	6.9	6.0	6.4	4.1	6.1	(11.8)	47.4	7.4	(17.9)	7.4	(17.3)
OPM (%)	23.7	19.9	21.4	14.0	21.6	(8.9)	54.4	23.6	(8.4)	23.7	(8.7)
NIM (%)	19.4	17.0	18.1	11.9	18.0	(7.3)	51.1	19.4	(7.4)	19.3	(6.8)

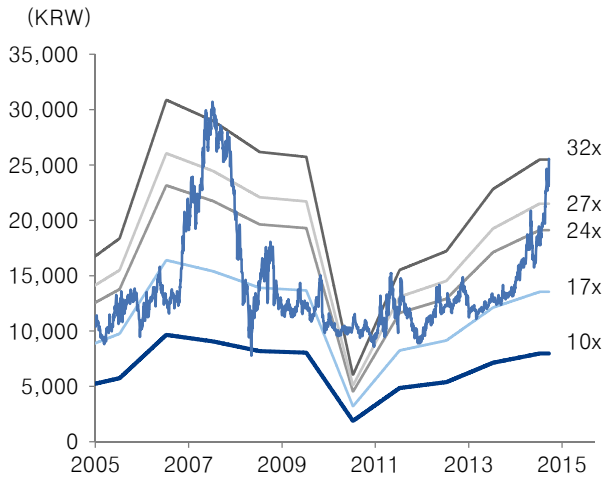
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 3 Key earnings revision

(KRW bn, %, ppt)	New		Previous		Chg. (%)		Cons.		Diff. (%)	
	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E	2015E	2016E
Sales	150.1	163.8	153.0	163.4	(1.9)	0.2	153.0	163.4	(1.9)	0.2
OP	29.6	33.4	33.8	37.4	(12.2)	(10.9)	33.8	37.4	(12.3)	(10.8)
NI	24.3	27.1	27.8	30.8	(12.7)	(11.8)	27.8	30.8	(12.6)	(11.9)
OPM (%)	19.8	20.4	22.1	22.9	(10.5)	(11.1)	22.1	22.9	(10.6)	(11.0)
NIM (%)	16.2	16.6	18.2	18.8	(10.9)	(12.0)	18.2	18.8	(10.9)	(12.1)

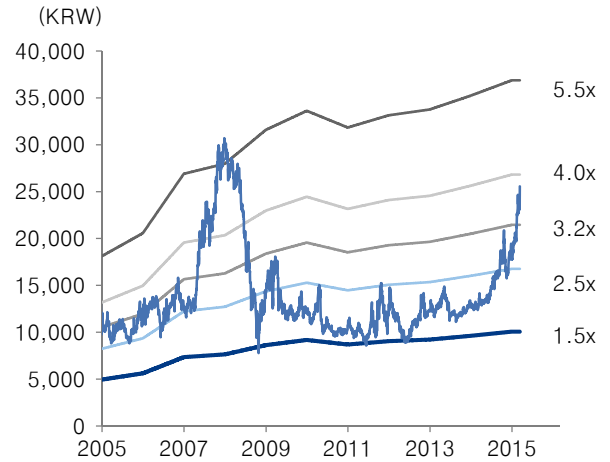
자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 4 부광약품 12M fwd P/E band chart



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

Figure 5 부광약품 12M fwd P/B band chart



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

Figure 6 주요품목 매출 추이

(KRW bn)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15E	2Q15E	3Q15E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2012	2013	2014E	2015E	2016E
Thioctacid	4.9	4.7	4.2	3.9	4.6	5.7	5.1	4.8	5.3	6.4	5.7	5.4	20.3	17.3	17.7	20.1	22.8
YoY (%)	29.2	8.4	(8.0)	(14.7)	(5.0)	20.0	20.0	23.0	13.0	13.0	13.0	13.0	72.4	(14.9)	2.5	13.8	13.0
Legalon	3.4	3.4	3.4	3.5	3.4	3.6	3.5	3.7	3.5	3.8	3.6	3.8	13.7	12.8	13.8	14.2	14.7
YoY (%)	15.8	8.8	2.3	5.6	(2.0)	6.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	76.3	(6.7)	7.9	3.0	4.0
Levovir	0.8	0.6	0.6	0.5	0.8	0.6	0.6	0.5	0.8	0.6	0.6	0.5	7.5	1.2	2.5	2.6	2.6
YoY (%)	42.6	4,530.8	2,614.3	(17.6)	5.0	5.0	5.0	5.0	2.0	2.0	2.0	2.0	32.5	(84.1)	106.0	5.0	2.0
Orfill	1.7	1.6	1.6	1.6	1.6	1.6	1.5	1.6	1.5	1.5	1.5	1.5	7.6	6.6	6.5	6.2	6.0
YoY (%)	(6.8)	0.3	(4.1)	3.8	(7.0)	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.0)	(3.0)	31.7	(13.4)	(1.9)	(4.1)	(3.0)
Asima	1.4	1.2	1.2	1.3	1.5	1.3	1.3	1.4	1.5	1.4	1.3	1.4	6.2	4.5	5.1	5.4	5.6
YoY (%)	30.8	7.1	10.6	7.5	7.0	7.0	7.0	7.0	4.0	4.0	4.0	4.0	44.8	(28.1)	13.6	7.0	4.0
Feroba	2.2	2.2	2.5	2.4	2.3	2.5	3.0	2.8	2.6	2.8	3.3	3.2	7.4	7.9	9.3	10.6	11.8
YoY (%)	20.8	20.5	17.2	11.9	5.0	12.0	18.0	18.0	12.0	12.0	12.0	12.0	53.4	7.6	17.4	13.5	12.0
Azeptin	1.0	0.8	0.8	0.8	1.0	0.8	0.8	0.8	1.1	0.8	0.8	0.9	1.1	0.8	0.8	0.9	1.1
YoY (%)	(12.2)	(18.3)	(0.4)	25.4	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
Thyroid preparations	2.3	2.4	2.4	2.5	2.3	2.7	2.6	2.8	2.5	3.0	2.9	3.1	7.2	8.2	9.6	10.5	11.5
YoY (%)	23.4	18.8	9.5	18.0	(2.0)	15.0	11.0	13.0	10.0	10.0	10.0	10.0	70.8	13.5	17.2	9.3	10.0

자료: 미래에셋증권 리서치센터

Figure 7 부광약품 분기별 실적 추이

(KRW bn)	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15E	2Q15E	3Q15E	4Q15E	1Q16E	2Q16E	3Q16E	4Q16E	2012	2013	2014	2015E	2016E
Revenue	35.8	35.2	35.5	34.9	34.1	37.6	39.2	39.3	36.9	41.0	42.9	43.0	147.5	130.8	141.3	150.1	163.8
YoY (%)	8.1	10.6	8.2	5.4	(4.9)	6.7	10.4	12.6	8.3	9.1	9.6	9.4	45.7	(11.3)	8.1	6.2	9.2
Sales	32.6	29.4	29.7	29.2	31.7	32.6	34.0	34.1	32.5	36.1	37.8	37.9	123.5	88.1	120.9	132.3	144.4
YoY (%)	10.9	1.5	0.0		(2.8)	10.6	14.4	16.6	2.7	10.9	11.4	11.3	51.1	(28.7)	37.3	9.4	9.2
Merchandising sales	3.0	5.6	5.7	5.6	1.7	4.1	4.3	4.3	3.6	4.0	4.2	4.2	23.7	8.2	19.9	14.5	15.8
YoY (%)	(4.6)	124.9	122.7		(43.1)	(26.5)	(24.0)	(22.5)	109.4	(4.4)	(4.0)	(4.1)	29.6	(65.3)	142.9	(27.2)	9.2
etc.	0.2	0.1	0.1	0.1	0.7	0.8	0.9	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9	0.4	34.5	0.5	3.3	3.6
YoY (%)	(62.4)	(67.8)	(82.8)	(99.7)	201.6	829.6	861.4	880.4	19.2	6.3	6.8	6.6	(69.1)	8,919.1	(98.6)	560.8	9.2
Cost of goods sold	15.6	15.4	15.0	14.3	14.2	15.9	16.6	16.3	15.7	17.5	18.3	18.3	67.9	60.0	60.3	63.0	69.8
COGS (%)	43.6	43.8	42.3	41.0	41.7	42.3	42.3	41.6	42.6	42.6	42.6	42.6	46.0	45.9	42.7	42.0	42.6
SG&A	11.7	12.8	12.9	15.7	12.5	14.0	14.1	16.8	13.1	14.8	14.9	17.8	58.2	47.8	53.1	57.4	60.6
SG&A (%)	32.7	36.3	36.3	45.0	36.7	37.3	36.0	42.8	35.6	36.1	34.7	41.4	39.4	36.5	37.5	38.3	37.0
Operating margin	8.5	7.0	7.6	4.9	7.4	7.6	8.5	6.1	8.1	8.7	9.8	6.9	21.4	23.0	28.0	29.6	33.4
OPM (%)	23.7	19.9	21.4	14.0	21.6	20.4	21.7	15.6	21.8	21.2	22.7	15.9	14.5	17.6	19.8	19.8	20.4
YoY (%)	154.9	10.7	8.1	(22.5)	(13.3)	9.4	12.1	25.1	9.3	13.8	14.5	12.0	148.4	7.2	21.7	6.0	12.5
Pre-tax Profit	8.9	7.5	8.1	5.1	7.8	8.1	8.9	6.3	8.5	9.2	10.1	7.0	23.2	24.3	29.5	31.1	34.8
Pre-tax Margin (%)	24.9	21.4	22.7	14.5	23.0	21.7	22.7	15.9	23.1	22.5	23.5	16.2	15.8	18.6	20.9	20.8	21.2
YoY (%)	84.2	19.8	1.4	(3.0)	(11.9)	8.1	10.5	23.7	8.5	13.5	13.1	11.4	209.6	4.5	21.7	5.4	11.7
Net Profit	6.9	6.0	6.4	4.1	6.1	6.3	7.0	4.9	6.6	7.2	7.9	5.4	16.5	18.3	23.5	24.3	27.1
NPM (%)	19.4	17.0	18.1	11.9	18.0	16.9	17.7	12.4	18.0	17.6	18.3	12.6	11.2	14.0	16.6	16.2	16.6
YoY (%)	67.7	16.7	(0.5)	60.8	(11.8)	6.1	8.0	17.6	8.5	13.5	13.1	11.4	157.8	10.9	28.3	3.3	11.7

자료: 부광약품, 미래에셋증권 리서치센터

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	141	150	164	175
매출원가	60	63	70	75
매출총이익	81	87	94	101
판매비와관리비	53	57	61	63
영업이익 (조정)	28	30	33	38
영업이익	28	30	33	38
순이자손익	2	2	2	2
지분법손익	0	0	0	0
기타	(0)	(0)	(0)	(0)
세전계속사업손익	30	31	35	39
법인세비용	6	7	8	9
당기순이익	24	24	27	30
당기순이익 (지배주주지분)	24	24	27	30
EPS (지배주주지분, 원)	690	713	797	895

증가율&마진 (%)	2014	2015E	2016E	2017E
매출액증가율	8.1	6.2	9.2	7.0
매출총이익증가율	14.5	7.5	7.9	7.0
영업이익증가율	21.7	6.0	12.5	13.0
당기순이익증가율	28.3	3.3	11.7	12.3
EPS 증가율	28.0	3.3	11.7	12.3
매출총이익율	57.3	58.0	57.4	57.4
영업이익률	19.8	19.8	20.4	21.5
당기순이익률	16.6	16.2	16.6	17.4

자료: 부광약품, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2014	2015E	2016E	2017E
영업현금	26	23	27	31
당기순이익	30	24	27	30
유무형자산상각비	6	6	5	5
기타	(6)	0	0	0
운전자본증감	(3)	(7)	(6)	(5)
투자현금	(4)	(4)	(6)	(8)
자본적지출	(3)	(3)	(3)	(4)
기타	(1)	(1)	(2)	(4)
재무현금	(13)	(8)	(11)	(21)
배당금	(14)	(15)	(17)	(19)
자본의증가 (감소)	0	0	0	0
부채의증가 (감소)	2	7	6	(2)
기초현금	58	67	78	88
기말현금	67	78	88	91

자료: 부광약품, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	150	170	187	197
현금및현금성자산	67	78	88	91
단기금융자산	15	16	17	17
매출채권	36	41	45	48
재고자산	30	34	37	40
기타유동자산	1	1	1	1
비유동자산	85	83	82	84
유형자산	63	61	60	60
투자자산	12	13	13	14
기타비유동자산	10	8	8	10
자산총계	235	252	270	281
유동부채	16	24	31	30
매입채무	9	10	11	12
단기금융부채	0	7	13	11
기타유동부채	8	8	8	8
비유동부채	9	10	10	11
장기금융부채	0	0	0	0
기타비유동부채	9	10	10	11
부채총계	26	34	41	41
지배주주지분	209	218	228	240
비지배주주지분	0	0	0	0
자본총계	209	218	228	240
BVPS (원)	6,129	6,407	6,704	7,048

자료: 부광약품, 미래에셋증권 리서치센터 추정치

주요투자지표

12 월 결산	2014	2015E	2016E	2017E
자기자본이익률 (%)	11.5	11.4	12.2	13.0
총자산이익률 (%)	10.2	10.0	10.4	11.1
재고자산보유기간 (일)	76.8	78.0	78.7	79.7
매출채권회수기간 (일)	94.8	93.9	95.8	97.0
매입채무결제기간 (일)	21.3	22.9	23.2	23.5
순차입금/자기자본 (%)	(39.5)	(40.2)	(40.5)	(40.8)
이자보상배율 (x)	(14.1)	(15.1)	(17.5)	(20.4)

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

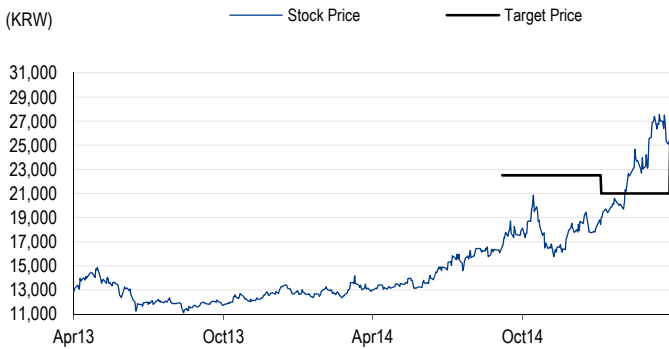
Compliance Notice

- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 주식을 기초자산으로 하는 MW의 발행회사 및 유동성공급자가 아닙니다.

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 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
 [작성자: 이종훈]

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)
2015-04-09	BUY	30,000 (Up)