

## Company Update

Analyst 문경준

02) 6915-5776

juninearth@ibks.com

## 매수(유지)

목표주가 35,000원

현재가 (4/12) 21,500원

KOSPI (4/12)	3,135.59pt
시가총액	1,121십억원
발행주식수	52,120천주
액면가	500원
52주 최고가	25,800원
최저가	11,209원
60일 일평균거래대금	26십억원
외국인 지분율	6.5%
배당수익률 (2020.12월)	0.5%

주주구성	
보령홀딩스 외 7 인	57.55%
국민연금공단	5.12%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	-1%	9%	13%
절대기준	2%	42%	91%

	현재	직전	변동
투자 의견	매수	매수	-
목표주가	35,000	35,000	-
EPS(20)	530	535	▼
EPS(21)	795	616	▲

### 보령제약 주가추이



본 조시분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

# 보령제약 (003850)

## 항암제 사업의 성장성에 주목

보령제약은 향후 항암제 사업에 사업적 역량을 집중한다는 계획. 고령화 추세에 따른 암환자 증가로 보령제약의 항암제 대표품목의 매출액은 매년 상승. 동사가 보유한 대표 항암제 품목으로는 쥘자(Lilly), 제넥솔(삼양바이오팜), 젤로다(Roche), 메게이스(BMS). 향후 BIO의약품과 혁신의약품 항암제 포트폴리오를 확대해 간다는 계획으로 2025년까지 20개 이상 항암제 품목을 늘려간다는 전략. 전체 항암제 품목군 매출액은 2015년 669억원에서 2019년 1,100억원으로 증가하였으며 2025년까지 2,000억원까지 성장 시킨다는 계획. 항암제 사업부의 사업역량 집중과 이에 따른 성장세에 주목할 필요가 있음.

올해 상장을 준비하고 있는 면역세포항암제 바이오텍 바이센셀의 상장도 동사의 기업가치를 높이는 중요한 동인이 될 것으로 전망. 예산 신공장 효과도 점진적으로 나타나고 있음. 14만5천m2 규모의 부지에 구축한 예산공장은 내용고형제와 항암제에 특화된 라인으로 구성하였으며 약 1,600억원 투자. 예산공장의 내용고형제 Capa는 8.7억정, 항암주사제는 600만 바이알 규모. 보령제약은 2019년 10월 예산 신공장 GMP승인을 획득하여 라인 가동을 시작하였으며 작년 11월에는 항암 주사제 라인 GMP승인을 받아 항암제 품목 생산을 시작. 현재 EU GMP인증을 준비중에 있으며 자체 품목과 함께 CMO사업을 적극적으로 수주해 공장 가동률을 높여간다는 계획.

보령제약에 대해 투자의견 Buy 및 목표주가 35,000원을 유지. 동사는 자체 블록버스터 신약 카나브페밀리와 항암제 품목의 성장세를 기반으로 적극적인 R&D투자로 사업의 부가가치를 높여가고 있음. 기존 대사질환과 항암제 품목의 안정적인 성장세를 기반으로 CNS(중추신경계 질환)까지 사업영역을 확대하고 있어 향후 긍정적인 주가 흐름은 지속될 것으로 전망.

(단위:십억원,배)	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액	460	524	562	596	627
영업이익	25	39	40	51	58
세전이익	27	42	36	46	54
지배주주순이익	20	32	27	41	48
EPS(원)	420	666	530	795	921
증가율(%)	-64.2	58.7	-20.5	50.1	15.8
영업이익률(%)	5.4	7.4	7.1	8.6	9.3
순이익률(%)	4.3	6.1	4.8	6.9	7.7
ROE(%)	8.0	12.0	8.6	11.5	12.0
PER	21.8	22.8	36.0	27.0	23.4
PBR	1.7	2.6	2.9	3.0	2.7
EV/EBITDA	12.6	14.6	14.9	14.9	13.4

자료: Company data, IBK투자증권 예상

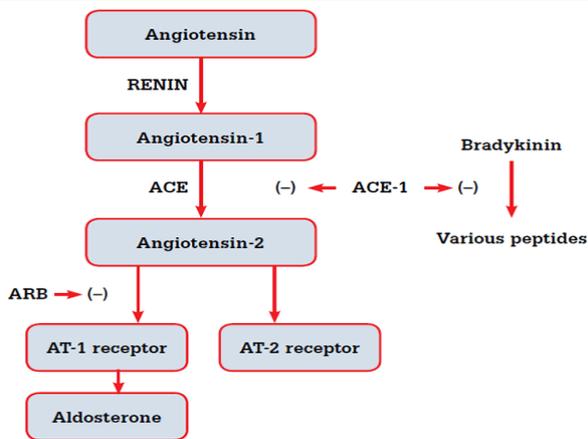
전문의약품 사업부  
성장세 지속

보령제약의 ETC사업부의 성장세가 지속되고 있다. ETC사업부의 매출비중은 2017년 63%에서 2018년 69%, 2019년 70%로 증가하며 전사 매출 성장을 견인하고 있다. ETC사업부의 핵심제품 카나브패밀리(카나브, 듀키브, 투베로, 듀카로, 아카브)의 매출액은 2017년 372억원, 2019년 717억원, 2021년에는 1,040억원으로 증가했다. 복합제 출시와 해외 시장 진출을 통해 카나브패밀리 매출액을 2025년까지 2,000억원 규모로 확대해 간다는 계획이다.

카나브(Kanarb, 피마사르탄칼륨삼수화물) 항고혈압제는 30mg, 60mg, 120mg의 정제로 판매중이다. 보험약가는 447원(30mg), 653원(60mg), 773원(120mg)이다. 카나브는 Angiotensin II(안지오텐신)수용체를 억제해 혈압을 낮춘다(Angiotensin Receptor Blockers, ARBs계열). Angiotensin II의 수용체는 크게 두가지가 있으며 이중 하나인 Angiotensin Type 1(AT1) 수용체는 혈관 수축 및 Aldosterone 분비 등의 역할을 하는데 카나브는 이 수용체에 작용해 혈압을 조절한다.

카나브는 Angiotensin II 수용체 중 Type 1수용체와 선택적으로 결합한다. 수용체 결합을 통해 혈관 수축 기능이 억제되며 결과적으로 말초혈관 확장을 통한 혈압 강하가 이루어진다. 개발 이후 80여편의 임상논문이 발표되었으며 4만여건의 임상데이터가 쌓이면서 처방 신뢰도는 계속 높아지고 있으며 카나브패밀리의 매출액도 비례적으로 상승하고 있다.

그림 1. ARBs 기전의 항고혈압제 - 카나브



자료: afp physician, IBK투자증권

그림 2. 대표제품군 - 항고혈압제 카나브



자료: 보령제약, IBK투자증권

예산공장 본격 가동

보령제약의 예산공장은 2019년 4월 준공 후 2019년 10월경에 내용고형제 라인 GMP 승인을 획득하여 가동을 시작하였다. 14만5천m<sup>2</sup> 규모의 부지에 구축한 예산공장은 내용고형제와 항암제에 특화된 라인으로 구성하였으며 약 1,600억원이 투자되었다. 예산공장의 내용고형제 Capa는 8.7억정, 항암주사제는 600만 바이알 규모이다. 참고로 기존 안산 공장은 내용고형제 3.5억정과 항암주사제 195만 바이알 수준이다.

2020년 11월에는 예산공장 항암주사제 라인에 대한 GMP 적합인증을 획득하였다. 초기 생산 품목은 다발성골수종 치료제 벨킨주(Velkin Inj)가 될 것으로 보며 향후 생산 품목을 확대해 간다는 계획이다. 향후 공장 가동률을 끌어 올리기 위해 카나브패밀리의 해외진출 확대 및 ETC품목확대에 드라이브를 걸 것으로 본다. 현재 예산 신공장의 EU GMP인증을 준비중에 있으며 자체 품목과 함께 CMO사업을 적극적으로 수주해 공장 가동률을 높여간다는 계획이다.

항암제 시장 선도기업

보령제약은 항암제 품목에 특히 경쟁력을 보유하고 있다. 고령화 추세에 따른 암환자 증가로 보령제약의 항암제 대표품목의 매출액은 매년 상승하고 있다. 동사가 보유한 대표 항암제 품목으로는 켈자(Lilly), 제넥솔(삼양바이오팜), 젤로다(Roche), 메게이스(BMS)가 있다. 향후 BIO의약품과 혁신의약품 항암제 포트폴리오를 확대해 간다는 계획으로 2025년까지 20개 이상 항암제 품목을 늘려간다는 전략이다. 전체 항암제 품목군 매출액은 2015년 669억원에서 2019년 1,100억원으로 증가하였으며 2025년까지 2,000억원까지 성장 시킨다는 목표이다. 항암제 사업부의 사업역량 집중과 이에 따른 성장세에 주목할 필요가 있을 것으로 본다.

그림 3. 보령제약 예산 신공장 조감도



자료: 보령제약, IBK투자증권

그림 4. 보령제약 예산 신공장 위성 사진



자료: 보령제약, 네이버지도, IBK투자증권

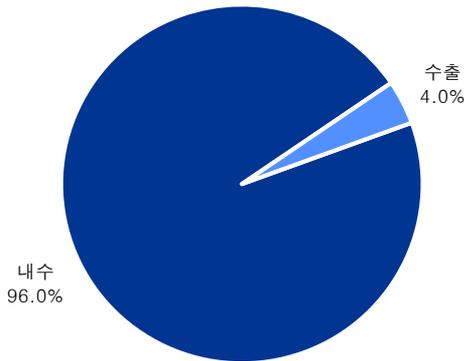
표 1. 주요 제품별 매출액 비중 (2020)

(단위:천원)

사업부문	매출유형	품 목	구체적용도	주요상표등	매출액	비율
의 약 품	제 품	카나브 패밀리	고혈압 치료제	카나브 외	88,570,959	15.76%
		스토가	위궤양 치료제	스토가 외	18,488,837	3.29%
		겔포스	위장병 치료제	겔포스엠 외	13,530,836	2.41%
		맥스핌	항생주사제	보령맥스핌주	11,830,336	2.11%
		기타	경구 항생제 외	메이액트 외	187,729,016	33.41%
		소 계	-	-	320,149,984	56.98%
	상 품	젬자	항암 치료제	젬자	12,405,590	2.21%
		젤로다	항암 치료제	젤로다	10,794,421	1.92%
		제넥솔	항암 치료제	제넥솔	10,593,949	1.89%
		기타	항고지혈증제 외	리피칸 외	204,746,792	36.44%
	소 계	-	-	238,540,752	42.46%	
	기 타	-	-	3,175,856	0.57%	
	합 계	-	-	561,866,592	100.00%	

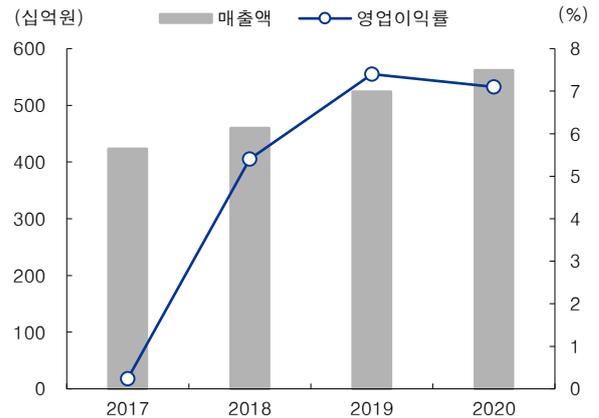
자료: 보령제약, IBK투자증권

그림 5. 국내외 매출 비중(2020)



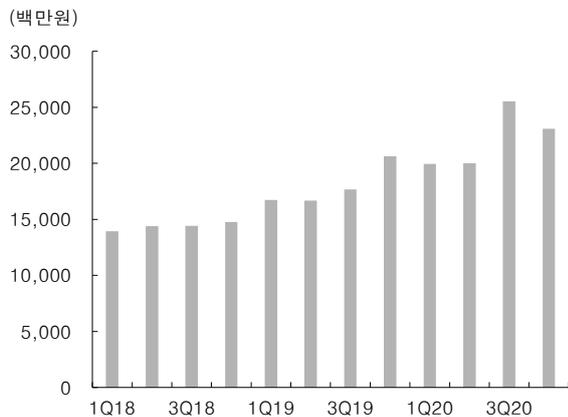
자료: 보령제약, IBK투자증권

그림 6. 매출액 및 영업이익률 추이



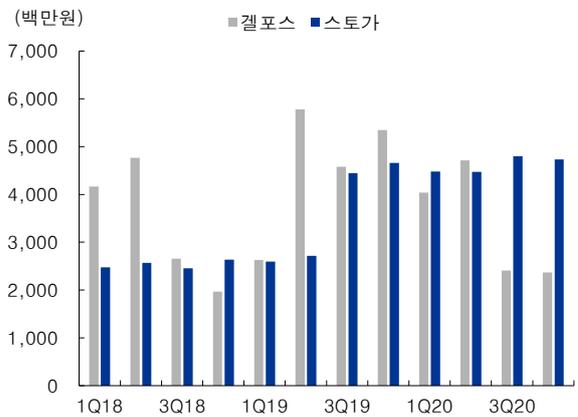
자료: 보령제약, IBK투자증권

그림 7. 카나브패밀리 매출액 추이



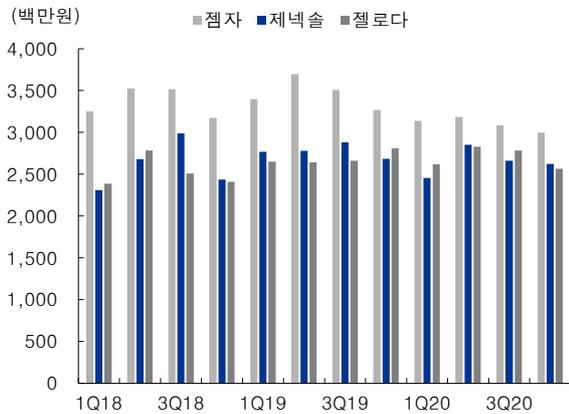
자료: 보령제약, IBK투자증권

그림 8. 주요 전략품목(겔포스&스토가)의 매출액 추이



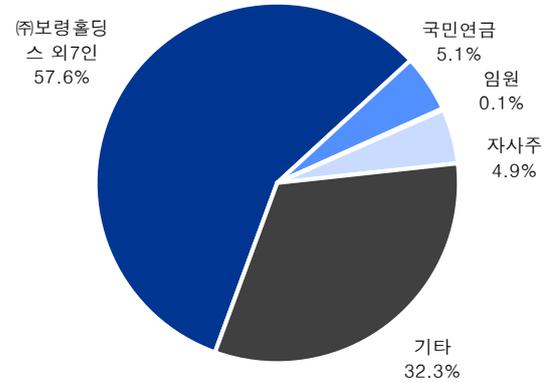
자료: 보령제약, IBK투자증권

그림 9. 주요 항암제품목의 매출액 추이



자료: 보령제약, IBK투자증권

그림 10. 주주현황



자료: 보령제약, IBK투자증권

바이젠셀 IPO 진행

바이젠셀은 면역세포치료 항암제 신약을 개발하는 보령제약의 핵심 R&D 자회사로 2013년에 설립되었다. 바이젠셀 대표이사는 면역학에 권위자인 김태규 가톨릭대학교 의과대 교수이다. 2016년 보령제약으로부터 30억원 투자금을 유치한 이후 2017년 시리즈A 투자로 80억원 그리고 2019년 시리즈B 투자로 200억원의 투자금을 유치하여 민간투자자과 공공자금을 모두 합쳐 320억원 가량의 투자금을 유치하였다. 바이젠셀은 최근 진행된 기술성 평가를 통해 A와 BBB 등급을 획득하여 기술성 평가를 통과했다. 3Q21내에 상장을 할 수 있을 것으로 예상된다.

바이젠셀의 CTL치료제 VT-EBV-N 임상2상

바이젠셀의 대표 플랫폼 기술 CTL(Cytotoxic T Lymphocyte)은 항원 특이 살해 T세포를 활용해 암세포를 제거하는 기술로 상표권 ViTier(바이티어)로 등록되어 있다. ViTier가 상용화가 가장 앞선 기술 플랫폼이며 다른 면역세포치료제 플랫폼 기술로 ViMedier(바이메디어), ViRanger(바이레인저)가 있다.

CTL치료는 1950년대 시행된 동종 골수이식에서 시작되어 1990년대에는 공여자의 림프구를 환자에게 주입하는 방식으로 발전하였으며 이후 세포 독성 T림프구 면역 치료제로 발전해 왔다. 바이젠셀은 CTL치료제 연구를 1995년부터 시작했으며 1998년 연구자 임상에 진입시킨다. 이후 2007년부터 악성림프종환자와 급성백혈병 환자를 대상으로 연구자 임상을 시작했고 연구 결과를 기반으로 2013년 바이젠셀의 전신인 옥셀 바이오메디컬을 설립하였다. 2015년에 CTL치료에 대한 경과를 발표하는데 악성림프종환자의 무재발생존율 90%와 급성백혈병환자의 무재발생존율 71%라는 의미 있는 결과를 얻어낸다.

ViTier는 표적 암에 대응하는 항원만 바꿔 줌으로서 다양한 암종에 대응이 가능하기 때문에 플랫폼 확장가능성이 높은 기술 플랫폼이다. 바이젠셀의 ViTier 플랫폼 기술을 활용한 파이프라인으로는 NK/T세포 림프종 치료제 VT-EBV-N(Epstein-Barr Virus)이 현재 국내 임상 2상에 진입해 환자를 모집중에 있다. 다른 ViTier 파이프라인으로 VT-Tri(allo)는 급성골수백혈병 치료제로 올해 3분기에 국내 임상 1상 IND 승인을 받고 임상을 준비중에 있다.

VT-EBV-N의 임상 2상 타이틀은 '완전관해 상태의 EBV양성 절외 NK/T세포 림프종 환자를 대상으로 VT-EBV-N 관해 후 치료의 유효성 및 안전성을 평가하기 위한 임상 2상시험'이다. 임상 2상 승인일은 2017년 12월 26일이며 가톨릭대학교 서울성모 병원을 포함한 8개 기관에서 48명을 대상으로 임상을 진행중에 있다.

다른 파이프라인의 임상도 순조롭게 진행중이다. 최근 식약처로부터 승인된 임상건으로 VM-001과 VT-Tri가 있다. VM-001의 임상 타이틀은 '표준치료제가 없는 이식편대숙주질환 환자에게 VM-001 투여에 따른 안전성, 내약성 및 약력학적 평가를 위한 24주, 단회 및 반복투여, 단계적 증량을 위한 1/2a상 임상시험'이다. VM-001은 지난해 11월에 임상 1/2a상 승인을 획득하였다. VT-Tri는 지난해 9월에 1상은 승인 받았다. VT-Tri의 임상 타이틀은 '불응성 급성골수성 백혈병 환자를 대상으로 VT-Tri 투여 후 안전성 및 약력학적 평가를 위한 12주, 단회 및 반복투여, 단계적 증량, 단일기관 1상 임상시험'이다. 현재 혈액암쪽 파이프라인이 앞선 단계에 있으며 향후 고형암까지 파이프라인을 확대한다는 계획이다.

바이젠셀과의 파트너십

보령제약은 핵심 신약개발 자회사 바이젠셀과의 전략적 파트너십도 강화해 나간다는 전략이다. 보령제약은 지난달 VT-EBV-N 림프종 치료제에 대한 공동투자 및 독점 판매 계약을 체결하였다. 보령제약은 이번 계약을 통해 10년간의 국내 독점 판매권을 확보하였으며 향후 VT-EBV-N의 확대 적응증에 대한 우선 협상권을 부여받게 된다. 보령제약은 기존 대사질환 치료제와 항암제의 핵심 품목을 기반으로 부가가치가 높은 면역세포치료제로 품목 포트폴리오를 확대해 나간다는 계획이다.

그림 11. 바이젠셀 주요 파이프라인 현황

기술	제품명	적응증	전임상	임상1	임상2	임상3
ViTier™ (CTL)	VT-EBV	NK/T 세포 림프종	■	■		
	VT-Tri(Allo)	급성골수백혈병	■			
	VT-CMV(Auto)	혈액암, 교모세포종, 고형암	■			
	VT-CMV	교모세포종	■			
ViRager™ (y6T)	VR	고형암	■			
ViMedier™ (CBMS)	VM	이식편대숙주질환	■			

자료: 바이젠셀, IBK투자증권

투자의견 Buy  
 목표주가 35,000원 유지

보령제약에 대해 투자의견 Buy 및 목표주가 35,000원을 유지한다. 밸류에이션은 보령제약의 2022E EBITDA 기준으로 코스피의약품 EV/EBITDA 배수에 45% 할인율을 적용하여 영업가치를 산출하였다. 비영업가치는 보령제약의 핵심 자회사 바이젠셀의 지분가치를 고려하여 산정하였다. 동사는 자체 블록버스터 신약 카나브페밀리와 항암제 품목의 성장세를 기반으로 적극적인 신약 개발로 사업의 부가가치를 높여가고 있다. 기존 대사질환과 항암제 품목의 안정적인 성장세를 기반으로 부가가치가 높은 신약 및 개량신약 파이프라인 포트폴리오를 확대해 가고 있어 향후 긍정적인 주가 흐름은 지속될 것으로 예상된다.

표 2. 목표주가 산정 밸류에이션 (단위:십억원, 원)

구분	추정치	비고
영업가치	1,797.6	
2022E EBITDA	84	
EV/EBITDA(배)	21.4	코스피의약품 EV/EBITDA에 45% 할인율 적용
비영업가치	111.3	
자회사	111.3	바이젠셀 지분에 대한 가치
순차입금	57	
적정기업가치	1,851.9	
유통주식수	52,120,000	
주당평가액	35,531	
목표주가	35,000	
현재주가	21,500	
상승여력	62.7%	

자료: IBK투자증권

보령제약 (003850)

포괄손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020	2021F	2022F
매출액	460	524	562	596	627
증가율(%)	8.9	13.9	7.2	6.0	5.2
매출원가	272	301	330	353	367
매출총이익	189	223	231	243	260
매출총이익률 (%)	41.1	42.6	41.1	40.8	41.5
판매비	164	184	191	192	202
판매비율(%)	35.7	35.1	34.0	32.2	32.2
영업이익	25	39	40	51	58
증가율(%)	2,346.4	56.5	2.4	28.1	13.7
영업이익률(%)	5.4	7.4	7.1	8.6	9.3
순금융손익	4	0	-4	-5	-4
이자손익	0	0	-3	-5	-4
기타	4	0	-1	0	0
기타영업외손익	1	6	0	0	0
종속/관계기업손익	-4	-3	0	0	0
세전이익	27	42	36	46	54
법인세	6	10	9	5	6
법인세율	22.2	23.8	25.0	10.9	11.1
계속사업이익	20	32	27	41	48
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	20	32	27	41	48
증가율(%)	-64.0	58.7	-16.6	53.9	15.8
당기순이익률 (%)	4.3	6.1	4.8	6.9	7.7
지배주주당기순이익	20	32	27	41	48
기타포괄이익	-2	-3	-1	0	0
총포괄이익	18	29	25	41	48
EBITDA	41	56	68	79	84
증가율(%)	137.9	37.5	19.6	17.2	6.6
EBITDA마진율(%)	8.9	10.7	12.1	13.3	13.4

투자지표

(12월 결산)	2018	2019	2020	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	420	666	530	795	921
BPS	5,294	5,849	6,522	7,273	8,107
DPS	55	91	91	91	91
밸류에이션(배)					
PER	21.8	22.8	36.0	27.0	23.4
PBR	1.7	2.6	2.9	3.0	2.7
EV/EBITDA	12.6	14.6	14.9	14.9	13.4
성장성지표(%)					
매출증가율	8.9	13.9	7.2	6.0	5.2
EPS증가율	-64.2	58.7	-20.5	50.1	15.8
수익성지표(%)					
배당수익률	0.6	0.6	0.5	0.4	0.4
ROE	8.0	12.0	8.6	11.5	12.0
ROA	4.8	6.7	4.6	6.1	6.6
ROIC	6.5	9.1	6.7	9.9	11.6
안정성지표(%)					
부채비율(%)	75.7	79.4	90.4	84.7	77.8
순차입금 비율(%)	30.5	33.2	29.4	15.0	1.7
이자보상배율(배)	258.5	628.8	12.0	9.1	10.2
활동성지표(배)					
매출채권회전율	3.5	4.1	4.8	5.4	5.2
재고자산회전율	6.7	6.5	6.2	5.9	5.8
총자산회전율	1.1	1.1	1.0	0.9	0.9

\*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020	2021F	2022F
유동자산	225	232	316	383	447
현금및현금성자산	8	5	26	62	109
유가증권	0	0	65	72	76
매출채권	127	129	105	116	123
재고자산	76	85	95	106	111
비유동자산	225	276	332	317	304
유형자산	196	249	242	232	224
무형자산	17	16	56	50	45
투자자산	7	4	25	25	25
자산총계	450	508	648	701	751
유동부채	130	139	123	135	141
매입채무및기타채무	51	57	49	54	57
단기차입금	29	16	10	11	12
유동성장기부채	3	10	10	10	10
비유동부채	64	85	185	186	187
사채	0	0	78	78	78
장기차입금	54	72	92	92	92
부채총계	194	225	308	321	329
지배주주지분	256	283	340	379	423
자본금	22	22	24	26	26
자본잉여금	2	2	41	41	41
자본조정등	-15	-15	-20	-20	-20
기타포괄이익누계액	0	0	-1	-1	-1
이익잉여금	247	274	296	333	376
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	256	283	340	379	423
비이자부채	108	127	117	129	137
총차입금	86	98	191	192	192
순차입금	78	94	100	57	7

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	39	47	45	54	66
당기순이익	20	32	27	41	48
비현금성 비용 및 수익	25	28	47	33	31
유형자산감가상각비	14	15	23	22	21
무형자산상각비	2	2	4	6	5
운전자본변동	-8	-5	-12	-15	-8
매출채권등의 감소	16	-2	6	-11	-6
재고자산의 감소	-20	-14	-7	-10	-6
매입채무등의 증가	9	6	5	5	3
기타 영업현금흐름	2	-8	-17	-5	-5
투자활동 현금흐름	-56	-59	-145	-22	-18
유형자산의 증가(CAPEX)	-55	-67	-18	-12	-12
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-2	0	-37	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	8	-4	0	0
기타	1	0	-86	-10	-6
재무활동 현금흐름	9	9	121	5	0
차입금의 증가(감소)	30	25	20	0	0
자본의 증가	0	0	40	2	0
기타	-21	-16	61	3	0
기타 및 조정	-1	0	0	0	-1
현금의 증가	-9	-3	21	37	47
기초현금	16	8	5	26	62
기말현금	8	5	26	62	109

**Compliance Notice**

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.  
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.  
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.  
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.  
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.  
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당 사항 없음												

**투자의견 안내 (투자기간 12개월)**

종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

**투자등급 통계 (2020.04.01~2021.03.31)**

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	139	94.6
중립	8	5.4
매도	0	0

**최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이**

(◆) 적극매수 (▲) 매수 (●) 중립 (■) 비중축소 (■) Not Rated / 담당자 변경

