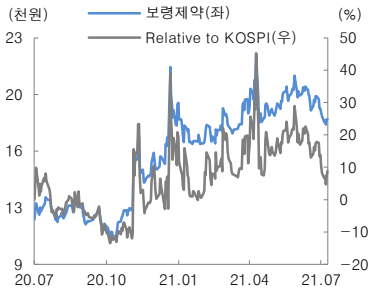
보령제약 (003850)

임윤진 yoonjin.lim@daishin.com
한송협 songhyeop.han@daishin.com

투자의견	N/R
6개월 목표주가	N/R
현재주가 (21.07.30)	17,950
제약업종	

KOSPI	3202.32
시가총액	1,035십억원
시가총액비중	0.05%
자본금(보통주)	34십억원
52주 최고/최저	21,941원 / 10,527원
120일 평균거래대금	202억원
외국인지분율	6.24%
주요주주	보령홀딩스 외 7 인 53.88%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-9.4	-18.2	2.1	46.5
상대수익률	-6.8	-19.6	-5.1	3.7



2Q21 NDR 후기: 2분기 감익은 일시적, '카나브' 성장 지속

7월 28, 29일 2Q21 실적발표 NDR 진행

- 2분기 별도 매출액 1,419억원(+5.5% yoy), 영업이익 85억원(-12.1% yoy, OPM 6.0%) 기록. 2분기 전문의약품(ETC) 매출 1,192억원(+14% yoy)으로 고혈압, 당뇨 등 만성질환 중심 포트폴리오를 기반으로 ETC 사업부 지속 성장
- 주요 제품 고혈압치료제 '카나브패밀리'와 국내에서 공동판매 중인 일라이 릴리의 당뇨치료제 '트루리시티' 2분기 매출액 각각 274억원(+29.8% yoy), 112억원(+24.8% yoy) 달성
- 코로나19 영향으로 수출 및 수탁 부진 지속. 특히 수탁 부분 가장 큰 비중 차지하는 항생제는 병의원급 환자수 감소에 따라 매출 회복 속도 둔화. 또한 2분기 신규 상품 출시로 상품 Mix 비중 증가하며 이익률 감소
- 판관비는 전년 동기 대비 8% 증가한 399억원 수준으로 판관비 증가는 작년 LBA(레거시 브랜드 인수) 전략의 일환으로 인수한 항암제 '젬자' 감가상각비 및 광고비 증가에 기인
- 당기순이익은 동사가 약 4% 지분을 보유한 나스닥 상장법인 CHEMOMAB의 주가 하락으로 인한 평가손익 감소 영향으로 부진

하반기 실적 개선 및 LBA, 오픈이노베이션 전략 통한 중장기 성장 기대

- 2021년 별도 기준 매출액 6,000억원, 영업이익 500억원 가이던스 제시
- 지난 4월 19일, 약 985억원 규모 주주배정 유상증자 및 1주당 신주 0.2주 발행 무상증자 결정. 유상증자를 통해 확보한 자금은 LBA 제품 포트폴리오 확대 및 개량신약 개발 등에 활용 예정. 연내 1~2개 LBA 항암제 추가 확보 예상
- 자회사 바이젠셀 (공모 후 기준 지분율 29.5%), 8월 코스닥 상장에 따라지분가치 부각 기대. 바이젠셀은 면역세포치료제 플랫폼 기반 항암제 및 면역억제제 개발하는 바이오기업으로 보령제약과 항암제 분야 등에서 파이프라인 시너지 도출 기대

영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
매출액	409	423	460	524	562
영업이익	22	1	25	39	40
세전순이익	21	76	27	42	36
총당기순이익	6	56	20	32	27
지배지분순이익	6	57	20	32	27
EPS	95	962	344	546	435
PER	97.9	7.5	51.2	32.3	40.6
BPS	3,313	4,234	4,343	4,799	5,501
PBR	2.8	1.7	4.1	3.7	3.2
ROE	5.7	25.5	8.0	12.0	8.6

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 보령제약, 대신증권 Research Center

주요 Q&A

Q. 2분기 실적 부진 이유와 하반기 전망

A. ETC(전문의약품) 사업부 실적은 양호하였으나 코로나 19 영향으로 감소한 항생제 수탁 매출이 회복되지 않은 영향. 또한 2분기 신규 상품 출시로 상품 Mix 비중이 높아져 이익 감소. 하반기에는 독감백신 유통매출(100억원) 및 코로나19 영향 감소 실적 개선되어 연초 제시한 연간 매출액 6,000억원, 영업이익 500억원 달성 가능 전망

Q. 유상증자 자금 활용 계획

A. 지난 4월 결정된 유상증자를 통해 총 985억원 조달. 이 중 70%는 LBA 전략에 활용될 예정이며 나머지 30%는 개량신약 위주 R&D에 활용될 전망. 동사는 작년 보령홀딩스 대상 제 3자 배정 유상증자(400억원), 공모 회사채 발행(700억원) 등으로 현금 역량 충분

Q. LBA 전략이 무엇이며 향후 회사에 미치는 영향

A. Legacy Brand Acquisition(레거시 브랜드 인수)의 약자로 글로벌 제약사로부터 특허가 만료된 제품의 생산, 판매, 특허까지 모든 권한을 인수하는 것. 특허 만료 이후에도 매출이 꾸준하고, 점유율이 유지되는 제품을 대상으로 함. 일반적인 제품 도입과 다르게 매출 안전성을 확보할 수 있으며, 인수 후 약 2년이 경과하면 자사 제품화 가능하여 마진률 개선에 기여. 지난해 5월에 인수한 일라이 릴리의 항암제 '젬자'가 대표적. 올해 항암제 및 중추신경질환(CNS) 적응증 의약품 1~2개 제품 인수 예정

Q. 자체 파이프라인 개발 현황

A. 비호지킨림프종 적응증으로 개발 중인 PI3K 저해제 BR2002 개발 지속. 현재 PI3K 저해제로 허가받은 약물은 길리어드의 '자이델릭'이 있음. BR2002은 기존 제품 대비 간독성 부작용을 개선한 것이 강점으로 현재 미국과 한국에서 임상 1상 진행. 22년 1b/2a상 IND 승인, 24년 임상 종료, 25년 조건부 승인 이후 상업화 목표

Q. 추가적인 오픈 이노베이션 계획

A. 현재 추가적인 지분 투자 및 신약 파이프라인 도입 계획은 없으며 LBA 전략을 통한 이익 성장에 집중 예정

Q. 바이젠셀 상장 관련

A. 바이젠셀 8/25 상장 예정. 공모가 밴드에 따른 예상 시가총액은 4,037억원~4,971억원 수준. 동사는 상일 당일 기준 29.5% 지분을 보유한 최대주주로 동사의 물량은 3~4년 보호예수 설정. 단순한 투자보다는 오픈 이노베이션 측면에서 면역세포치료제 파이프라인으로 인식

표 1. 오픈 이노베이션 전략 통해 항암 혁신신약 발굴 확대

구분			관련기술(적응증) 및 진행사항
직접투자	자체개발	BR2002	PI3K 저해제(비호지킨 림프종) → 국내, 미국 임상 1상 진행 중
	사업협력	바이젠셀 (최대주주: 보령제약)	CTL 플랫폼 기반(NK-T 세포 림프종) → 국내 임상 2상 진행 중(희귀의약품 승인(
	지분보유	Chemomab Therapeutics	NASH 및 기타 섬유증 관련 파이프라인 보유
간접투자	하안1 펀드	Rubryc Therapeutics	항체 발견 플랫폼 보유
		3T Bioscience	T-세포 수용체 기반 면역 치료제 개발
		Impact-Bio	CAR-T 치료제 개발
	펀드	BLACKSTONE LIFE SCIENCE VLP	헬스케어 전문투자 펀드

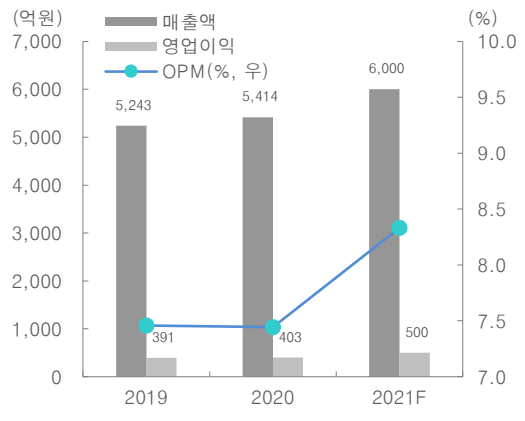
자료: 보령제약, 대신증권 Research Center

표 2. 대형 항암제 품목 파트너링 및 제품 개발 전략

주요암종			주요 포트폴리오 현황
소화기암		위암, 식도암, 췌장암, 간담도암, 직결장암	젬자, 캠푸토, 옥살리틴, 젤로다 SNB-101(에스엔바이오사이언스 판권도입)
여성암		유방암, 난소암, 자궁경부암, 자궁암 등	제넥솔, 뉴라펙, 디탁셀, 네오플라틴, 아나스토, 에이디마이신, 에피루비신
혈액암		백혈병, 림프종, 다발성골수종	VT-EBV(바이젠셀 판권도입), BR2002프로젝트, 벨킨, 뉴라펙, 글리마, 비자다킨, 데비킨, 이피에스, 온세트론
폐암		소세포폐암, 비소세포폐암	젭시르(스페인 파마마 판권도입), 젬자, 알림시드
신규암종	비뇨기암	방광암, 전립선암	신규시장 진입
	기타 BIO	바이오신약, 바이오시밀러	

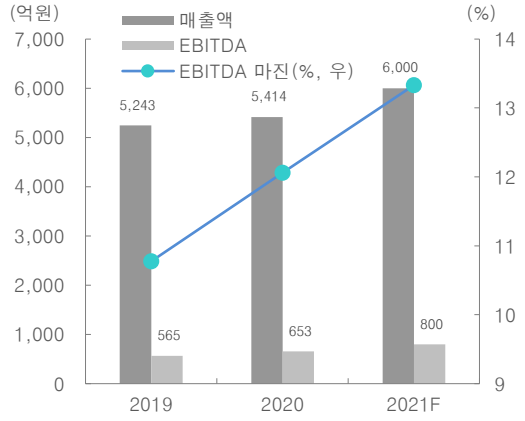
자료: 보령제약, 대신증권 Research Center

그림 1. 2021년 목표 매출액 및 영업이익



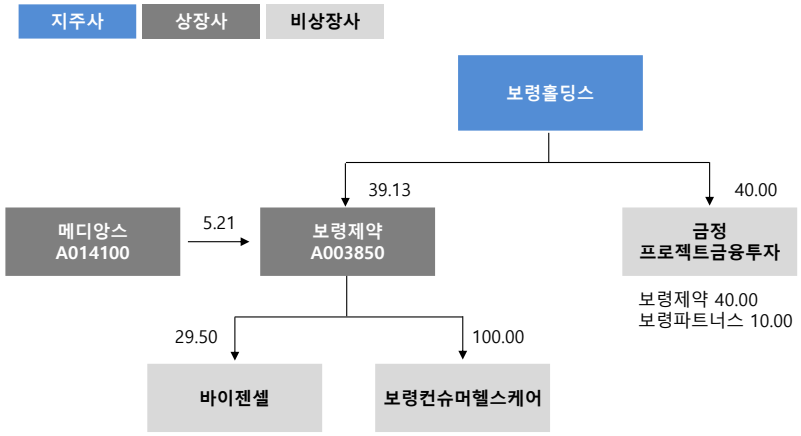
주: 별도 기준
자료: 보령제약, 대신증권 Research Center

그림 2. 2021년 목표 EBITDA



주: 별도 기준
자료: 보령제약, 대신증권 Research Center

그림 3. **보령제약 지배구조**



자료: 보령제약, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

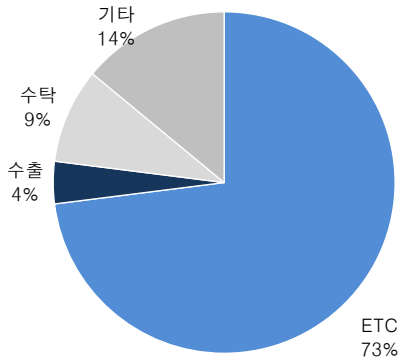
- 1963년 설립 제약사, 전문의약품(ETC) 판매를 주요 사업으로 영위
- 주요 사업부문: 전문의약품(ETC) 내수 판매, 5대 질환(고혈압, 항암, 고지혈증, 중추신경질환, 당뇨)에 집중. 주요 제품 고혈압치료제 '카나브패밀리'
- LBA(레거시 브랜드 인수) 전략을 통한 중장기 매출 안전성 확보 및 오픈이노베이션을 통해 혁신신약 발굴
- 자산 0.65조, 부채 0.31조, 자본 0.34조(2020년 기준)
  (발행주식 수: 47,620,000)

주가 변동요인

- (+) 전문의약품 매출 증가, 레거시 브랜드 도입
- (-) 전문의약품 매출 감소, 도입품목 판권 회수

자료: 보령제약, 대신증권 Research Center

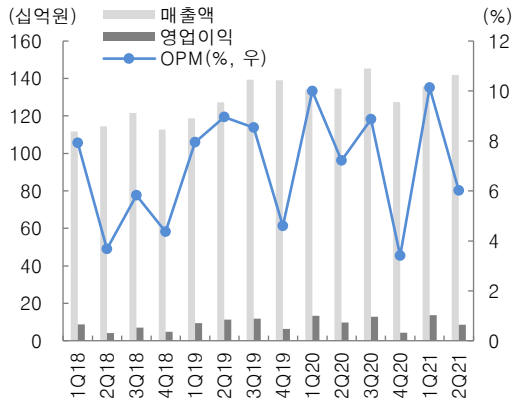
보령제약 매출 구성



주: 2020년 기준
자료: 보령제약, 대신증권 Research Center

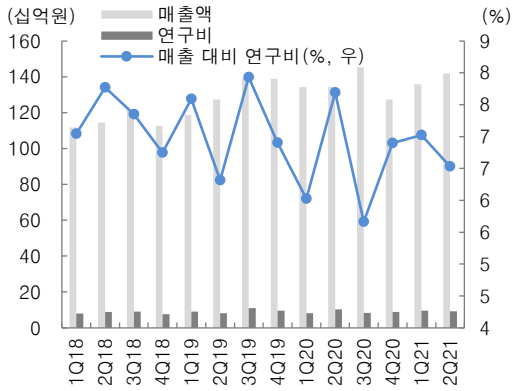
Earnings Driver

분기별 매출, 영업이익, 영업이익률



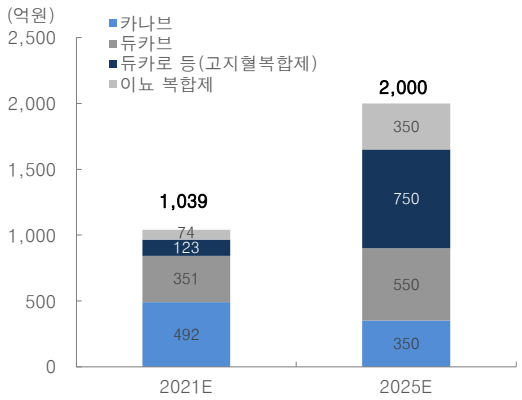
주: 별도 기준
자료: 보령제약, 대신증권 Research Center

연구비 매출, 연구비, 매출 비중



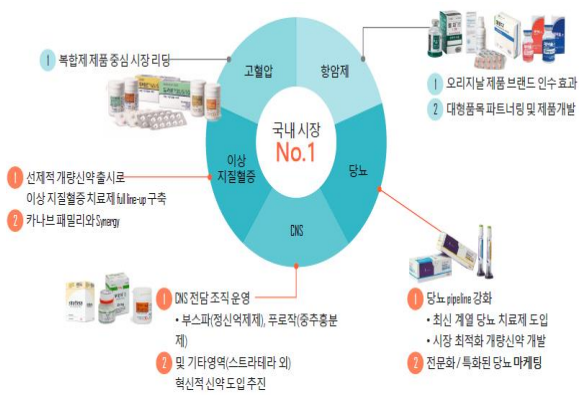
주: 별도 기준
자료: 보령제약, 대신증권 Research Center

2025년 카나브패밀리 국내 매출 2,000억원 목표



자료: 보령제약, 대신증권 Research Center

전문의약품 사업 강화: 5대 질환군 집중 전략



자료: 보령제약, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
매출액	409	423	460	524	562
매출원가	233	255	272	301	330
매출총이익	177	168	189	223	231
판매비와관리비	155	167	164	184	191
영업이익	22	1	25	39	40
영업이익률	5.4	0.2	5.4	7.5	7.1
EBITDA	37	17	41	56	68
영업외손익	-1	75	2	3	-4
관계기업손익	0	0	-4	-3	0
금융수익	3	3	4	0	1
외환관련이익	2	1	1	0	1
금융비용	-3	-2	0	0	-4
외환관련손실	2	2	0	0	1
기타	0	74	1	6	0
법인세비용차감전순손익	21	76	27	42	36
법인세비용	-16	-20	-6	-10	-9
계속사업순손익	6	56	20	32	27
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	6	56	20	32	27
당기순이익률	1.4	13.4	4.4	6.1	4.8
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	6	57	20	32	27
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	6	56	18	29	25
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	6	56	18	29	25

재무상태표 (단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
유동자산	262	229	225	232	316
현금및현금성자산	26	16	8	5	26
매출채권 및 기타채권	136	143	131	132	114
재고자산	73	61	76	85	95
기타유동자산	27	8	10	10	81
비유동자산	136	174	225	276	332
유형자산	89	145	196	249	242
관계기업투자금	1	6	3	0	0
기타비유동자산	45	23	26	27	90
자산총계	398	403	450	508	648
유동부채	196	116	130	139	123
매입채무 및 기타채무	68	59	73	83	72
차입금	24	39	29	16	10
유동성채무	1	0	3	10	10
기타유동부채	102	18	25	30	30
비유동부채	7	37	64	85	185
차입금	0	27	54	72	170
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	7	9	10	13	15
부채총계	203	153	194	225	308
지배지분	195	250	256	283	340
자본금	21	22	22	22	24
자본잉여금	2	2	2	2	41
이익잉여금	182	235	247	274	296
기타자본변동	-10	-10	-15	-15	-21
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	195	250	256	283	340
순차입금	-1	50	78	94	101

Valuation 지표 (단위: 원 배 %)

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
EPS	95	962	344	546	435
PER	97.9	7.5	51.2	32.3	40.6
BPS	3,313	4,234	4,343	4,799	5,501
PBR	2.8	1.7	4.1	3.7	3.2
EBITDAPS	633	293	697	958	1,093
EV/EBITDA	14.0	27.4	26.7	19.7	16.6
SPS	6,939	7,169	7,808	8,891	9,093
PSR	1.3	1.0	2.3	2.0	1.9
CFPS	711	464	776	1,025	1,193
DPS	29	120	45	75	75

재무비율 (단위: 원 배 %)

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
성장성					
매출액 증가율	na	3.3	8.9	13.9	7.2
영업이익 증가율	na	-95.4	2,346.4	56.5	2.4
순이익 증가율	na	906.0	-64.0	58.7	-16.6
수익성					
ROIC	5.9	0.3	5.8	7.9	7.1
ROA	11.1	0.3	5.9	8.2	6.9
ROE	5.7	25.5	8.0	12.0	8.6
안정성					
부채비율	103.7	61.2	75.7	79.4	90.4
순차입금비율	-0.6	19.9	30.6	33.2	29.7
이자보상배율	22.9	2.8	258.5	628.8	12.0

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
영업활동 현금흐름	9	-25	39	47	45
당기순이익	6	56	20	32	27
비현금항목의 가감	36	-29	25	28	47
감가상각비	15	16	16	17	28
외환손익	-1	0	0	0	1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	22	-46	9	11	18
자산부채의 증감	-23	-21	-8	-5	-12
기타현금흐름	-10	-31	1	-8	-17
투자활동 현금흐름	32	-25	-56	-59	-145
투자자산	-3	0	0	8	-4
유형자산	-24	-63	-55	-67	-18
기타	60	38	-2	-1	-122
재무활동 현금흐름	-39	39	9	9	121
단기차입금	-29	15	-10	-13	-6
사채	0	0	0	0	78
장기차입금	0	27	30	25	20
유상증자	0	0	0	0	40
현금배당	-2	-2	-7	-3	-4
기타	-8	-1	-4	0	-7
현금의 증감	4	-10	-9	-3	21
기초 현금	22	26	16	8	5
기말 현금	26	16	8	5	26
NOPLAT	6	1	19	30	30
FCF	-6	-49	-21	-20	2

자료: 보령제약, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

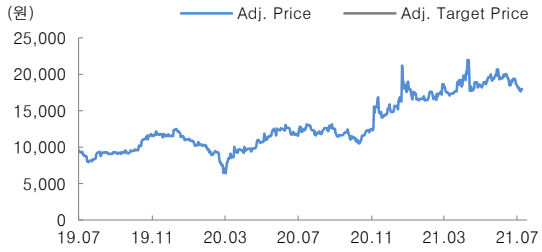
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 임윤진)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

보령제약(003850) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	21.08.02
투자의견	N/R
목표주가	N/R
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
괴리율(평균,%)	
괴리율(최대/최소,%)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20210730)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.6%	6.5%	0.9%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
  : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상