



기업분석 | 제약/바이오

Analyst

강하나

02 3779 8808

kangx687@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	17,500 원
현재주가	12,100 원

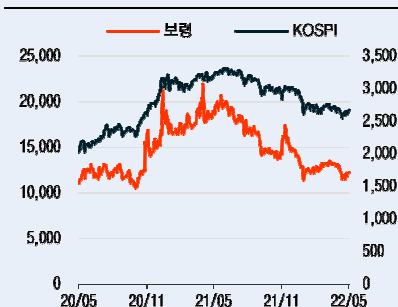
컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSPI(5/31)	2,685.9 pt
시가총액	8,311 억원
발행주식수	68,690 천주
52주 최고가 / 최저가	20,660 / 11,400 원
90일 일평균거래대금	16.94 억원
외국인 지분율	6.8%
배당수익률(22.12E)	0.7%
BPS(22.12E)	6,970 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -7.3%
	6개월 -10.6%
	12개월 -18.8%

주주구성	보령홀딩스 (외 7인)	53.9%
	자사주신탁 (외 1인)	2.7%
	자사주 (외 1인)	1.4%

Stock Price

보령 (003850)

2Q22 Preview & 간담회 note

2Q22 Preview: 카나브 패밀리와 견인, 그리고 LBA

2Q22 매출액은 별도 기준 1,552억원(+9.4% yoy, -9.0% qoq), 영업이익 101억원(+18.8% yoy, -46.0% qoq)을 기록하며 컨센서스를 하회할 것이라는 전망이다. 1분기에는 코로나19로 인한 재택치료 및 리오프닝으로 인한 전문의약품 매출 회복이 반영되어 역대 최대 1분기를 달성했다. 2분기 추정치 조정 및 컨센서스 하회 예상의 이유로는 1)항생제 매출이 계절성 요인으로 2분기 하향할 것이며, 2)역사적으로 2분기에 판매비 지출을 공격적으로 하기 때문이다. 그럼에도 동사의 연간 가이드스 및 추정치는 동일하게 유지되며 2022년 별도 매출액 6,553억원에 영업이익 557억원을 전망한다. 이러한 실적 상승의 요인으로는 오리지널 의약품 카나브 패밀리가 큰 몫을 한다는 판단이며, 고혈압 3제 복합제 듀카브 플러스의 1일 발매 또한 불임이 되어줄 것이다. 주력 품목인 카나브 패밀리, 트루리시티, 항암제(뉴라스타, 온베브지 등), 겔포스(중국과도 유통계약)의 고성장과 LBA 전략으로 도입한 CNS계열 약제 자이프렉사(조현병)의 견조한 성장세는 2026년 별도 기준 매출액 1조원에 영업이익 2,000억원을 달성할 수 있게 해줄 밑거름이다.

간담회를 통한 중장기 목표와 발전 계획 엿보기

동사는 2026년까지 별도 기준 매출액 1조원에 영업이익 2,000억원(OPM20%)달성을 목표로 1)제품 포트폴리오 확대, 2)LBA를 통한 자가 제품 수익성 강화, 3)올해 말까지 euGMP validation을 통한 자체 생산 및 수출에 힘쓰고 있다. 특히 빅파마들과의 꾸준한 계약(일라이릴리의 켈자와 자이프렉사, 삼성바이오에피스 온베브지주 등)으로 확장 업사이드가 커지고 있는 상황이며, 궁극적으로는 유통능력을 확인 받아 바이오의약품도 소싱하고 생산할 수 있는 베이스를 깔기 위함이다. 2022년~2023년에는 항암제와 당뇨시장에서의 고성장을, 이후에는 리날과 스페셜티 케어까지 제품군을 확대하며 성장세를 유지할 전망이다. 최근 4분기 평균 EV/EBITDA 조정 및 바이오텔 시가총액 감소로 목표주가를 17,500원으로 하향하나, Buy의견을 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	562	627	684	711	735
영업이익	40	41	53	61	64
세전계속사업손익	36	71	48	55	58
순이익	27	43	37	42	42
EPS (원)	440	653	566	637	632
증감률 (%)	-22.4	48.4	-13.4	12.6	-0.9
PER (x)	35.6	22.4	21.4	19.0	19.2
PBR (x)	2.2	2.1	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA (x)	14.9	13.8	10.1	9.0	8.4
영업이익률 (%)	7.1	6.6	7.8	8.6	8.6
EBITDA 마진 (%)	12.0	11.7	12.4	12.9	12.8
ROE (%)	8.6	10.6	7.8	8.5	7.8
부채비율 (%)	90.4	74.7	73.9	69.4	65.5

주: IFRS 연결 기준

자료: 보령, 이베스트투자증권 리서치센터

2Q22 Preview

표1 보령 2Q22 Preview

(억원)	수정 2Q22E	2Q21	YoY	1Q22	QoQ	기존추정치	컨센서스
매출액	1,552	1,419	9.4%	1,706	-9.0%	1,670	1,735
영업이익	101	85	18.8%	187	-46.0%	141	139

주: IFRS 별도 기준, 자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 보령 실적 추정 및 추이

(억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E
별도 매출액	1,358	1,419	1,583	1,584	1,706	1,552	1,621	1,674	5,414	5,944	6,553
연결 매출액	1,452	1,510	1,674	1,637	1,786	1,631	1,691	1,727	5,619	6,273	6,835
카나브패밀리 고혈압/고지혈 치료제	271	274	287	293	325	345	351	389	886	1,126	1,410
트루리시티 고혈압/고지혈 치료제	106	112	122	128	125	134	138	141	370	469	538
겔포스 위장병 치료제	53	44	24	40	48	52	52	49	135	162	201
메이엑트 항생주사제	18	25	21	37	36	39	36	34	1,111	101	145
맥스팜 항생주사제	28	31	34	31	28	28	30	28	118	124	118
스토가 위궤양 치료제	43	46	46	49	46	45	43	44	185	185	176
젬자 항암 치료제	33	35	35	68	51	39	39	35	124	172	149
제넥솔 항암 치료제	25	28	27	30	25	30	35	38	106	110	128
젤로다 항암 치료제	28	29	31	30	30	28	29	30	108	118	117
뮤코미스트 기침/가래	34	35	31	35	36	40	36	40	131	135	152
기타 CNS계열 등	719	760	925	843	956	772	832	846	2,140	3,242	3,419
별도 영업이익	138	85	185	94	187	101	145	124	403	502	557
opm	9.5%	5.6%	11.7%	5.9%	11.0%	6.5%	8.9%	7.4%	7.4%	8.4%	8.5%
yoy	2.6%	-12.0%	43.9%	125.6%	35.5%	18.8%	-21.6%	31.9%	23.1%	24.6%	11.0%
R&D	95	93	84	119	107	104	102	108	354	391	421
매출 대비	7.0%	6.6%	5.3%	7.5%	6.3%	6.7%	6.3%	6.5%	6.5%	6.6%	6.4%
영업이익+R&D	233	178	269	213	294	205	247	232	757	893	978
수익성	17.2%	12.5%	17.0%	13.4%	17.2%	13.2%	15.2%	13.9%	14.0%	15.0%	14.9%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 보령제약 목표주가 산출

구분	추정치	비고
영업가치 (억원)	11,056	
2022E EBITDA	844	
Target EV/EBITDA (배)	13.1	최근 4분기 평균 EV/EBITDA
비영업가치 (억원)	699	바이젠셀 지분가치: 29.5%
2022E 순부채 (억원)	-247	
적정기업가치 (억원)	11,508	영업가치 + 비영업가치 + 순부채
유통주수 (천주)	66,120	
적정주가 (원)	17,405	
목표주가 (원)	17,500	
현재주가 (원)	12,100	
상승여력	44.6%	

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

보령 (003850)

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	316	437	442	484	522
현금 및 현금성자산	26	151	140	171	204
매출채권 및 기타채권	114	117	126	131	135
재고자산	95	111	118	124	124
기타유동자산	81	59	59	59	59
비유동자산	332	391	391	389	389
관계기업투자등	20	57	63	65	67
유형자산	242	232	227	227	227
무형자산	56	93	91	87	84
자산총계	648	829	833	873	911
유동부채	123	156	155	159	162
매입채무 및 기타채무	72	87	87	91	94
단기금융부채	21	26	26	26	26
기타유동부채	30	42	42	42	42
비유동부채	185	198	198	199	199
장기금융부채	171	189	189	189	189
기타비유동부채	14	9	9	9	9
부채총계	308	354	354	358	361
지배주주지분	340	474	479	515	550
자본금	24	34	34	34	34
자본잉여금	41	129	129	129	129
이익잉여금	296	335	366	402	437
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	340	474	479	515	550

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	45	60	26	65	71
당기순이익(손실)	27	43	37	42	42
비현금수익비용가감	47	43	5	31	31
유형자산감가상각비	23	26	25	25	25
무형자산상각비	4	6	7	6	6
기타현금수익비용	19	-43	-26	0	0
영업활동 자산부채변동	-12	-10	-16	-7	-1
매출채권 감소(증가)	6	-1	-9	-5	-4
재고자산 감소(증가)	-7	-19	-7	-6	0
매입채무 증가(감소)	5	13	0	4	3
기타자산, 부채변동	-16	-2	0	0	0
투자활동 현금	-145	-48	-30	-29	-31
유형자산처분(취득)	-18	-16	-20	-24	-25
무형자산 감소(증가)	-37	-43	-5	-2	-3
투자자산 감소(증가)	-65	19	-5	-3	-2
기타투자활동	-24	-7	0	0	0
재무활동 현금	121	112	-7	-6	-7
차입금의 증가(감소)	91	24	0	0	0
자본의 증가(감소)	30	89	-7	-6	-7
배당금의 지급	-4	-5	7	6	7
기타재무활동	0	-1	0	0	0
현금의 증가	21	125	-10	30	34
기초현금	-5	-26	151	140	171
기말현금	26	151	140	171	204

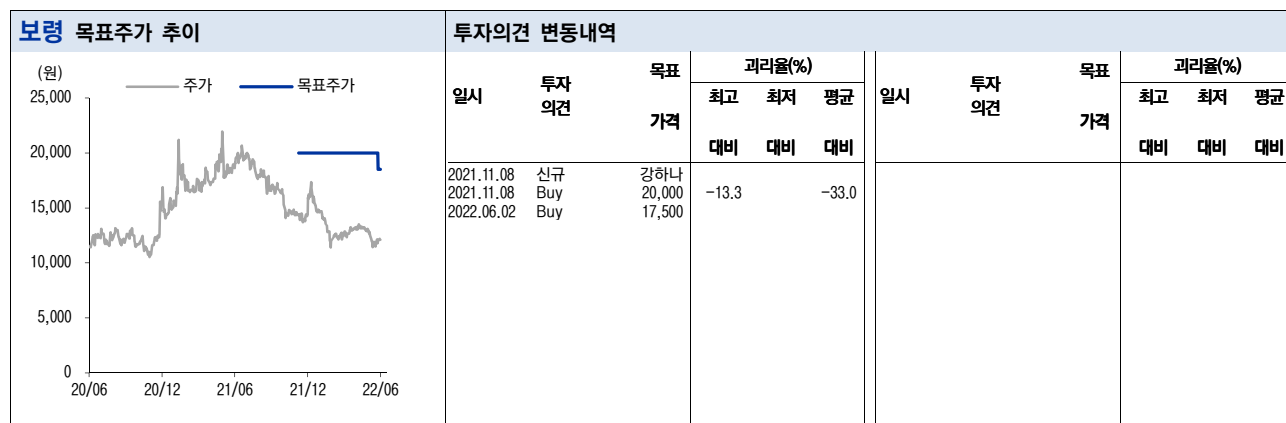
자료: 보령, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결 기준

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	562	627	684	711	735
매출원가	330	362	389	383	401
매출총이익	231	265	295	328	333
판매비 및 관리비	191	223	242	267	270
영업이익	40	41	53	61	64
(EBITDA)	68	74	84	92	94
금융손익	-4	-1	-6	-5	-5
이자비용	3	4	7	7	7
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	30	0	-1	0
세전계속사업이익	36	71	48	55	58
계속사업법인세비용	9	28	11	13	17
계속사업이익	27	43	37	42	42
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	27	43	37	42	42
지배주주	27	43	37	42	42
총포괄이익	26	44	37	42	42
매출총이익률 (%)	41.2	42.2	43.1	46.1	45.4
영업이익률 (%)	7.1	6.6	7.8	8.6	8.6
EBITDA마진률 (%)	12.0	11.7	12.4	12.9	12.8
당기순이익률 (%)	4.8	6.9	5.5	5.9	5.7
ROA (%)	4.6	5.8	4.5	4.9	4.7
ROE (%)	8.6	10.6	7.8	8.5	7.8
ROIC (%)	7.5	5.9	9.5	10.6	10.2

주요 투자지표

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
투자지표 (x)					
P/E	35.6	22.4	21.4	19.0	19.2
P/B	2.2	2.1	1.7	1.6	1.5
EV/EBITDA	14.9	13.8	10.1	9.0	8.4
P/CF	13.5	11.7	19.7	11.4	11.5
배당수익률 (%)	0.5	0.7	0.7	0.8	0.8
성장성 (%)					
매출액	7.2	11.6	9.0	4.1	3.3
영업이익	2.4	3.7	28.1	14.9	4.1
세전이익	-15.1	96.2	-32.1	13.6	6.6
당기순이익	-16.6	60.5	-13.5	12.6	-0.9
EPS	-22.4	48.4	-13.4	12.6	-0.9
안정성(%)					
부채비율	90.4	74.7	73.9	69.4	65.5
유동비율	256.9	280.4	284.6	304.2	322.0
순차입금/자기자본	29.7	3.0	5.2	-1.1	-7.1
영업이익/금융비용	12.0	9.3	7.9	9.1	9.5
총차입금 (십억원)	192	216	216	216	216
순차입금 (십억원)	101	14	25	-6	-39
주당지표 (원)					
EPS	440	653	566	637	632
BPS	7,138	6,899	6,970	7,495	8,005
CFPS	1,160	1,247	614	1,057	1,050
DPS	75	100	90	100	100



Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 강하나)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	90.8% 9.2%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
				100.0%	투자의견 비율은 2021. 4. 1 ~ 2022. 3. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)