2022년 10월 7일

기업분석 | 제약/바이오

보령 (003850)

3Q22 Preview: 3Q도 좋고 중장기 기대요소 충분

Analyst
강하나
02 3779 8808
kangx687@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	15,500 원
현재주가	10,150 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	●	

Stock Data

KOSPI(10/6)		2,237.86 pt
시가총액		6,972 억원
발행주식수		68,690 천주
52주 최고가 / 최저가		17,350 / 9,640 원
90일 일평균거래대금		49.46 억원
외국인 지분율		5.8%
배당수익률(22.12E)		1.0%
BPS(22.12E)		7,065 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월	8.1%
	6개월	-5.5%
	12개월	-5.0%
주주구성	보령홀딩스 (외 7인)	53.8%
	자사주신탁 (외 1인)	2.7%
	자사주 (외 1인)	1.4%

Stock Price

3Q22 Preview: 매분기 호실적에 LBA전략 가시화

3Q22 실적은 별도 매출액 1,815억원(+14.7% yoy, +5.4% qoq), 영업이익 177억원(-4.3% yoy, +26.4% qoq)을 기록하며 컨센서스에 부합할 것으로 예상한다. 영업이익은 제품/상품 비중에 따라 변동 가능하며 고정적인 연구개발비 외 추가 비용은 발생하지 않을 것으로 보인다. LBA로 국내 판권을 보유하게 된 자이프렉사(조현병, 일라이릴리)의 매출도 꾸준히 증가하고 있어 연간 150억원 달성을 목표로 하고 있고, 젬자(항암제, 일라이릴리)는 7월 1일 출하를 시작으로 자사생산으로 전환되어 마진 개선이 기대된다. 4Q22 영업이익은 인센티브 등 계절적 비용이 발생하기 때문에 QoQ 감소할 것으로 예상되나 2Q22에 일부 조기 인식된 부분이 있어 감소폭은 평년 대비 줄어들 것이다.

일라이릴리 한국 베프 '보령'

동사는 최근 알츠하이머 치료제와 비만치료제로 주목 받고 있는 일라이릴리와 1)트루리시티(당뇨병) 독점 co-promotion 계약을 맺은 바 있으며 2)젬자와 자이프렉사 LBA를 진행했다. 일라이릴리와 끈끈한 파트너쉽을 유지하고 있어, 이후 일라이릴리의 블록버스터 기대주들이 국내에 출시하게 되면 동사가 가장 유력한 파트너사가 될 것이다. 일라이릴리 코리아는 종병만 커버하고 있기 때문에 로컬/중-대형병원 영업력이 좋은 보령을 선택할 것으로 기대된다. 추가적으로 피나스테리드 성분의 탈모치료제(오리지널: 핀페시아) 스프레이 제형을 품목허가 받아 1H23부터 국내에 출시할 예정이다. 스프레이 제형은 경구용 대비 성적 부작용이 적어 선호도가 높을 것이다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 15,500원으로 하향

연초 가이던스 대비 지속적으로 상회하는 것을 반영하여 2022E 추정치를 상향했으나 EV/EBTIDA를 13.1에서 11로 조정하며 목표주가를 17,500원에서 15,500원으로 하향한다. 꾸준히 좋은 실적을 보여주고 있다는 점과 3Q22부터 젬자의 자사생산과 LBA 품목의 매출 성장으로 오리지널 제품군을 통한 영업 레버리지까지 발생하고 있는 점을 반영하여 투자의견 Buy를 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	562	627	740	749	753
영업이익	40	41	60	63	64
세전계속사업손익	36	71	55	57	59
순이익	27	43	44	44	42
EPS (원)	440	653	665	669	642
증감률 (%)	-22.4	48.4	1.8	0.7	-4.1
PER (x)	35.6	22.4	15.3	15.2	15.8
PBR (x)	2.2	2.1	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA (x)	14.9	13.8	8.0	7.3	6.9
영업이익률 (%)	7.1	6.6	8.1	8.4	8.5
EBITDA 마진 (%)	12.0	11.7	12.3	12.6	12.6
ROE (%)	8.6	10.6	9.1	8.8	7.8
부채비율 (%)	90.4	74.7	74.3	69.2	64.9

주: IFRS 연결 기준
자료: 보령, 이베스트투자증권 리서치센터

이베스트투자증권

3Q22 Preview

표1 보령 3Q22 Preview

(억원)	수정 3Q22E	3Q21	YoY	2Q22	QoQ	기존추정치	컨센서스
매출액	1,815	1,583	*+14.7%*	1,722	*+5.4%*	1,621	1,776
영업이익	177	185	*-4.3%*	140	*+26.4%*	145	177

주: IFRS 별도 기준, 자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 (변경 후) 보령 실적 추정 및 추이

(억원, %)		1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22E	4Q22E	2020	2021	2022E
별도 매출액		**1,358**	**1,419**	**1,583**	**1,584**	**1,706**	**1,722**	**1,815**	**1,813**	**5,414**	**5,944**	**7,056**
연결 매출액		1,452	1,510	1,674	1,637	1,786	1,825	**1,898**	1,887	5,619	6,273	7,396
카나브패밀리	고혈압/고지혈 치료제	271	274	287	293	325	330	**351**	389	886	1,126	1,395
트루리시티	고혈압/고지혈 치료제	106	112	122	128	125	134	**138**	141	370	469	538
겔포스	위장병 치료제	53	44	24	40	48	31	**52**	40	135	162	171
메이액트	항생주사제	18	25	21	37	36	30	**36**	34	111	101	136
맥스핌	항생주사제	28	31	34	31	28	31	**30**	30	118	124	119
스토가	위궤양 치료제	43	46	46	49	46	42	**43**	44	185	185	175
젬자	항암 치료제	33	35	35	68	51	-1	**53**	62	124	172	165
제넥솔	항암 치료제	25	28	27	30	25	30	**35**	36	106	110	126
젤로다	항암 치료제	28	29	31	30	30	35	**29**	30	108	118	124
뮤코미스트	기침/가래	34	35	31	35	36	30	**36**	39	131	135	141
기타	CNS계열 등	719	760	925	843	956	1,030	**1,012**	968	3,140	3,242	3,966
별도 영업이익		**138**	**85**	**185**	**94**	**187**	**140**	**177**	**114**	**403**	**502**	**618**
	opm	*9.5%*	*5.6%*	*11.7%*	*5.9%*	*11.0%*	*8.1%*	***9.8%***	*6.3%*	*7.4%*	*8.4%*	*8.8%*
	yoy	*2.6%*	*-12.0%*	*43.9%*	*125.6%*	*35.5%*	*64.7%*	***-4.3%***	*21.3%*	*23.1%*	*24.6%*	*23.1%*
R&D		95	93	84	119	107	100	**105**	108	354	391	420
	매출 대비	*7.0%*	*6.6%*	*5.3%*	*7.5%*	*6.3%*	*5.8%*	***5.8%***	*6.0%*	*6.5%*	*6.6%*	*6.0%*
영업이익+R&D		233	178	269	213	294	240	**282**	222	757	893	1038
	수익성	*17.2%*	*12.5%*	*17.0%*	*13.4%*	*17.2%*	*13.9%*	***15.5%***	*12.2%*	*14.0%*	*15.0%*	*14.7%*

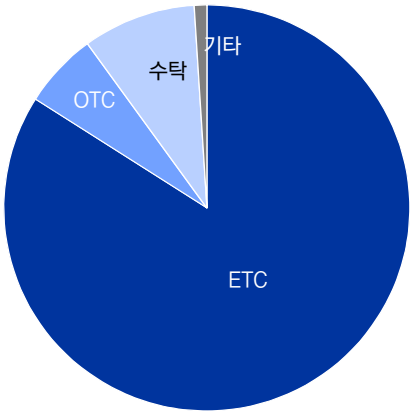
주: 젬자는 3Q22부터 자사생산으로 변경됨. 상품에서 제품으로 편입되어 2Q22는 출하휴지기로 인한 적자임.
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 보령제약 목표주가 산출

구분	추정치	비고
영업가치 (억원)	9999	
2022E EBITDA	909	
Target EV/EBITDA (배)	**11**	**2022 EV/EBITDA**
비영업가치 (억원)	398	바이젠셀 지분가치: 29.5%
2022E 순부채 (억원)	-273	
적정기업가치 (억원)	**10,124**	**영업가치 + 비영업가치 + 순부채**
유통주수 (천주)	66,120	
적정주가 (원)	15,311	
목표주가 (원)	**15,500**	
현재주가 (원)	10,150	
상승여력	52.7%	

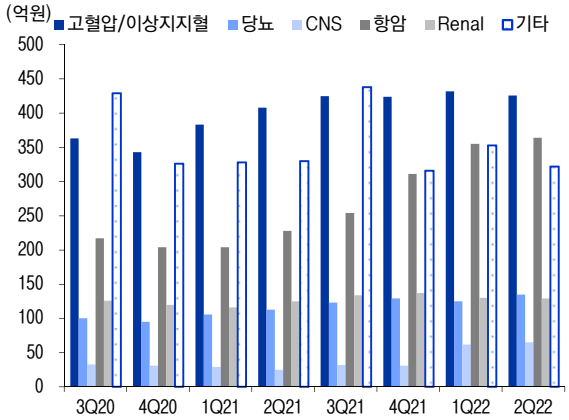
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 2Q22 실적 Break Down



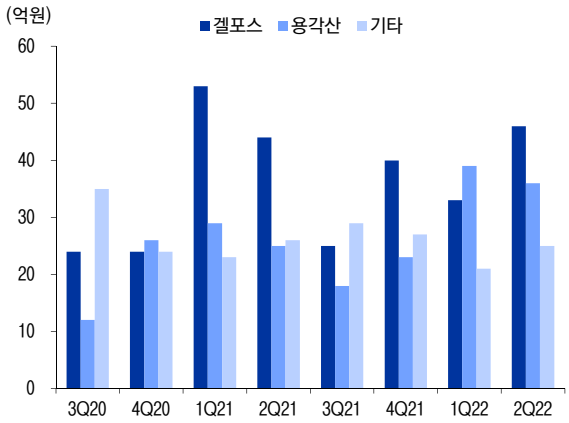
자료: 보령, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 ETC 매출액 추이



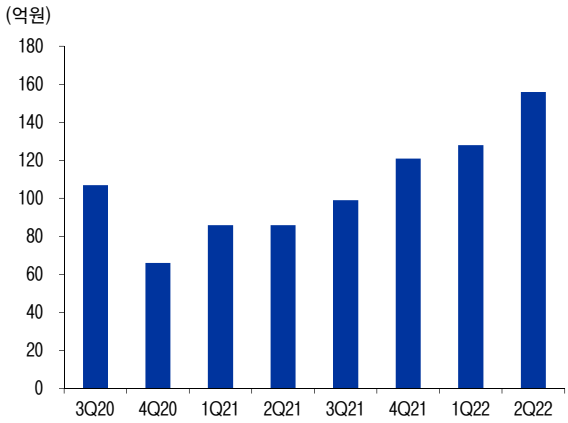
자료: 보령, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 OTC 매출액 추이



자료: 보령, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 수탁 매출액 추이



자료: 보령, 이베스트투자증권 리서치센터

표4 (변경 전)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
메이액트	항생주사제	18	25	21	37	36	39	36	34	1,111	101	145
맥스핌	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**

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

보령 (003850)

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	316	437	450	492	531
현금 및 현금성자산	26	151	138	173	210
매출채권 및 기타채권	114	117	136	138	138
재고자산	95	111	118	124	124
기타유동자산	81	59	59	59	59
비유동자산	332	391	397	393	391
관계기업투자등	20	57	68	69	69
유형자산	242	232	227	227	227
무형자산	56	93	91	87	84
자산총계	**648**	**829**	**847**	**886**	**922**
유동부채	123	156	163	164	164
매입채무 및 기타재무	72	87	94	95	96
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**	**361**	**362**	**363**
지배주주지분	340	474	485	523	559
자본금	24	34	34	34	34
자본잉여금	41	129	129	129	129
이익잉여금	296	335	372	410	445
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	**340**	**474**	**486**	**523**	**559**

손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	**562**	**627**	**740**	**749**	**753**
매출원가	330	362	421	421	420
매출총이익	**231**	**265**	**319**	**328**	**333**
판매비 및 관리비	191	223	259	265	269
영업이익	**40**	**41**	**60**	**63**	**64**
(EBITDA)	68	74	91	94	95
금융손익	-4	-1	-5	-5	-5
이자비용	3	4	7	7	7
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	30	0	-1	0
세전계속사업이익	**36**	**71**	**55**	**57**	**59**
계속사업법인세비용	9	28	11	13	17
계속사업이익	27	43	44	44	42
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	**27**	**43**	**44**	**44**	**42**
지배주주	27	43	44	44	42
총포괄이익	**26**	**44**	**44**	**44**	**42**
매출총이익률 (%)	41.2	42.2	43.1	43.8	44.2
영업이익률 (%)	7.1	6.6	8.1	8.4	8.5
EBITDA마진률 (%)	12.0	11.7	12.3	12.6	12.6
당기순이익률 (%)	4.8	6.9	5.9	5.9	5.6
ROA (%)	4.6	5.8	5.2	5.1	4.7
ROE (%)	8.6	10.6	9.1	8.8	7.8
ROIC (%)	7.5	5.9	10.9	11.0	10.4

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	**45**	**60**	**29**	**69**	**73**
당기순이익(손실)	27	43	44	44	42
비현금수익비용가감	47	43	4	31	31
유형자산감가상각비	23	26	25	25	25
무형자산상각비	4	6	7	6	6
기타현금수익비용	19	-43	-27	0	0
영업활동 자산부채변동	-12	-10	-19	-6	0
매출채권 감소(증가)	6	-1	-19	-2	-1
재고자산 감소(증가)	-7	-19	-7	-6	0
매입채무 증가(감소)	5	13	7	1	1
기타자산, 부채변동	-16	-2	0	0	0
투자활동 현금	**-145**	**-48**	**-35**	**-27**	**-29**
유형자산처분(취득)	-18	-16	-20	-24	-25
무형자산 감소(증가)	-37	-43	-5	-2	-3
투자자산 감소(증가)	-65	19	-10	-1	0
기타투자활동	-24	-7	0	0	0
재무활동 현금	**121**	**112**	**-7**	**-7**	**-7**
차입금의 증가(감소)	91	24	0	0	0
자본의 증가(감소)	30	89	-7	-7	-7
배당금의 지급	-4	-5	7	7	7
기타재무활동	0	-1	0	0	0
현금의 증가	**21**	**125**	**-13**	**35**	**37**
기초현금	-5	-26	151	138	173
기말현금	26	151	138	173	210

주요 투자지표

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
투자지표 (x)					
P/E	35.6	22.4	15.3	15.2	15.8
P/B	2.2	2.1	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	14.9	13.8	8.0	7.3	6.9
P/CF	13.5	11.7	14.6	9.3	9.5
배당수익률 (%)	0.5	0.7	1.0	1.0	1.0
성장성 (%)					
매출액	7.2	11.6	17.9	1.2	0.5
영업이익	2.4	3.7	43.8	5.9	1.7
세전이익	-15.1	96.2	-22.9	3.9	3.9
당기순이익	-16.6	60.5	1.6	0.7	-4.1
EPS	-22.4	48.4	1.8	0.7	-4.1
안정성(%)					
부채비율	90.4	74.7	74.3	69.2	64.9
유동비율	256.9	280.4	276.8	300.7	323.0
순차입금/자기자본	29.7	3.0	5.6	-1.4	-8.1
영업이익/금융비용	12.0	9.3	8.9	9.4	9.6
총차입금 (십억원)	192	216	216	216	216
순차입금 (십억원)	101	14	27	-8	-45
주당지표 (원)					
EPS	440	653	665	669	642
BPS	7,138	6,899	7,065	7,611	8,132
CFPS	1,160	1,247	697	1,091	1,064
DPS	75	100	100	100	100

자료: 보령, 이베스트투자증권 리서치센터. K-IFRS 연결 기준

보령 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2021.11.08	신규	강하나									
2021.11.08	Buy	20,000			-33.0						
2022.06.02	Buy	17,500	-30.9		-39.4						
2022.10.07	Buy	15,500									

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 당사에게 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 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	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)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	90.2% 9.8%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2021. 10. 1 ~ 2022. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)