



기업분석 | 제약/바이오

Analyst

강하나

02 3779 8808

kangx687@ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	15,500 원
현재주가	10,200 원

(3Q22 영업이익 기준) 컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

Stock Data

KOSPI(10/24)	2,236.16 pt
시가총액	7,006 억원
발행주식수	68,690 천주
52주 최고가 / 최저가	17,350 / 9,180 원
90일 일평균거래대금	64.66 억원
외국인 지분율	6.2%
배당수익률(22.12E)	1.3%
BPS(22.12E)	7,224 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 2.4%
	6개월 -5.1%
	12개월 -4.0%
주주구성	보령홀딩스 (외 7인) 53.8%
	자사주신탁 (외 1인) 2.8%
	자사주 (외 1인) 1.4%

Stock Price

보령 (003850)

3Q22 Review: 마케팅 강화

3Q22 Review: 마케팅 강화로 컨센서스 소폭 하회

3Q22 실적은 별도 매출액 1,877억원(+18.6% yoy, +9.0% qoq), 영업이익 159억원(-14.1% yoy, +13.6% qoq)을 기록하며 매출액은 컨센서스를 상회, 영업이익은 하회했다. 그러나 3Q22 Preview에서 언급했듯이 영업이익은 제품/상품 비중에 따라 변동이 가능했던 부분이기 때문에 예상 범위내의 실적이다. 1)온베브지주와 뉴라스타 같은 바이오시밀러 부문의 원가를 상승과 마케팅 강화로 판관비가 증가했으며, 2)듀카브 플러스의 초기 마케팅 비용이 발생한 것으로 보인다. 여기서 중요한 점은 1)동사는 바이오시밀러 영업 1년 정도 밖에 하지 않아서 바이오시밀러와 항암부문의 마케팅을 강화시키고 있는 시기이며, 2)카나브 패밀리의 한 종류인 듀카브 플러스의 경우 복합제이기 때문에 초반 마케팅 이후 꾸준한 상승세를 기대할 수 있다(듀카로와 아카로 또한 초반 마케팅 이후 판매 확대가 지속). 환차익을 통한 현금확보로 당기순이익은 237억원(+406.5% yoy, +53.1%qoq)의 서프라이즈를 기록했다.

성장은 계속된다

외형성장이 계속되는 가운데 4Q22 영업이익은 인센티브 등 계절적 비용이 발생하기 때문에 전분기대비 감소할 것으로 예상되나, 2Q22에 일부 조기 인식된 부분이 있어 감소폭은 평년 대비 줄어든 것이다. 추가적으로 피나스테리드 성분의 탈모치료제(오리지널: 핀페시아) 스프레이 제형을 품목허가 받아 1H23부터 국내에 출시할 예정이다. 스프레이 제형은 경구용 대비 성적 부작용이 적어 선호도가 높을 것이기 때문에 2023년은 마케팅 강화에 힘 썼던 결실이 조금씩 드러나는 한 해가 될 것이다.

투자의견 Buy, 목표주가 15,500원 유지

상품 매출 비중이 높아지면서 영업이익이 소폭 하회했으나 동사의 주요 매출원인 항암제와 카나브 패밀리는 꾸준한 성장을 보여주고 있다. 초기 마케팅 강화와 LBA 스크리닝을 위한 현금확보는 미래에 대한 투자이기 때문에 차후 영업 레버리지를 기대할 수 있다는 점을 반영하여 투자의견 Buy, 목표주가 15,500원을 유지한다.

Financial Data

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	562	627	740	744	760
영업이익	40	41	58	60	65
세전계속사업손익	36	71	65	53	59
순이익	27	43	55	41	43
EPS (원)	440	653	830	619	647
증감률 (%)	-22.4	48.4	27.1	-25.4	4.4
PER (x)	35.6	22.4	12.3	16.5	15.8
PBR (x)	2.2	2.1	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA (x)	14.9	13.8	8.1	7.6	6.8
영업이익률 (%)	7.1	6.6	7.8	8.0	8.5
EBITDA 마진 (%)	12.0	11.7	12.0	12.2	12.5
ROE (%)	8.6	10.6	11.3	8.0	7.8
부채비율 (%)	90.4	74.7	72.7	68.4	64.3

주: IFRS 연결 기준

자료: 보령, 이베스트투자증권 리서치센터

3Q22 Review

표1 보령 3Q22 Review

(억원)	3Q22P	3Q21	YoY	2Q22	QoQ	기존추정치	컨센서스
매출액	1,877	1,583	+18.6%	1,722	+9.0%	1,815	1,776
영업이익	159	185	-14.1%	140	+13.6%	177	177

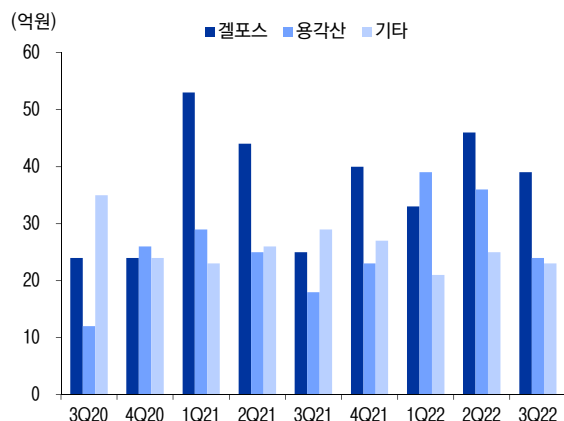
주: IFRS 별도 기준, 자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 (변경 후)보령제약 실적 추이 및 전망

(억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E	2020	2021	2022E
별도 매출액	1,358	1,419	1,583	1,584	1,706	1,722	1,877	1,813	5,414	5,944	7,118
카나브패밀리 고혈압/고지혈 치료제	271	274	287	293	325	330	339	389	886	1,126	1,383
트루리시티 당뇨 치료제	106	112	122	128	125	134	144	141	370	469	544
겔포스 위장병 치료제	53	44	24	40	48	31	39	40	135	162	158
메이엑트 항생주사제	18	25	21	37	36	30	32	34	111	101	132
맥스핀 항생주사제	28	31	34	31	28	31	31	30	118	124	120
스토가 위궤양 치료제	43	46	46	49	46	42	44	44	185	185	176
젬자 항암 치료제	33	35	35	68	51	-1	21	40	124	172	111
제넥솔 항암 치료제	25	28	27	30	25	30	30	36	106	110	121
젤로다 항암 치료제	28	29	31	30	30	35	32	30	108	118	127
뮤코미스트 기침/가래	34	35	31	35	36	30	38	39	131	135	143
기타 CNS계열 등	719	760	925	843	956	1,030	1,127	990	3,140	3,242	4,103
별도 영업이익	138	85	185	94	187	140	159	114	403	502	600
opm	9.5%	5.6%	11.7%	5.9%	11.0%	8.1%	8.5%	6.3%	7.4%	8.4%	8.4%
yoy	2.6%	-12.0%	43.9%	125.6%	35.5%	64.7%	-14.1%	21.3%	23.1%	24.6%	19.5%

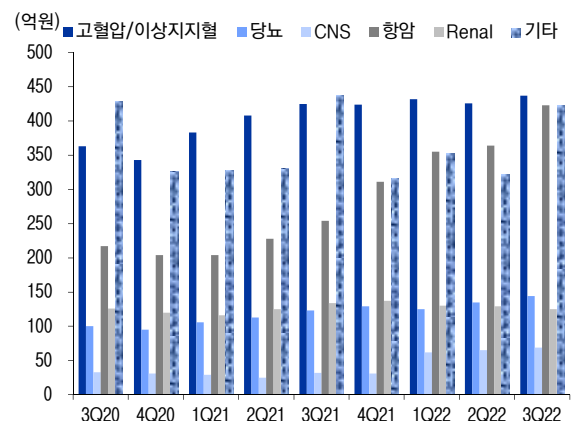
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 OTC 매출액 추이



자료: 보령, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 ETC 매출액 추이



자료: 보령, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 (변경 전) 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 당뇨 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
맥스핀 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
제넥셀 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
류코미스트 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

보령 (003850)

재무상태표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	316	437	461	498	537
현금 및 현금성자산	26	151	149	179	215
매출채권 및 기타채권	114	117	136	137	140
재고자산	95	111	118	124	124
기타유동자산	81	59	59	59	59
비유동자산	332	391	397	393	392
관계기업투자등	20	57	68	68	70
유형자산	242	232	227	227	227
무형자산	56	93	91	87	84
자산총계	648	829	858	891	929
유동부채	123	156	163	163	165
매입채무 및 기타채무	72	87	94	95	97
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	364
지배주주지분	340	474	496	528	565
자본금	24	34	34	34	34
자본잉여금	41	129	129	129	129
이익잉여금	296	335	383	415	452
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0
자본총계	340	474	497	529	566

현금흐름표

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	45	60	40	66	72
당기순이익(손실)	27	43	55	41	43
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	-1
매출채권 감소(증가)	6	-1	-19	-1	-3
재고자산 감소(증가)	-7	-19	-7	-6	0
매입채무 증가(감소)	5	13	7	1	2
기타자산, 부채변동	-16	-2	0	0	0
투자활동 현금	-145	-48	-35	-27	-30
유형자산처분(취득)	-18	-16	-20	-24	-25
무형자산 감소(증가)	-37	-43	-5	-2	-3
투자자산 감소(증가)	-65	19	-10	0	-1
기타투자활동	-24	-7	0	0	0
재무활동 현금	121	112	-7	-9	-6
차입금의 증가(감소)	91	24	0	0	0
자본의 증가(감소)	30	89	-7	-9	-6
배당금의 지급	-4	-5	7	9	6
기타재무활동	0	-1	0	0	0
현금의 증가	21	125	-2	30	36
기초현금	-5	-26	151	149	179
기말현금	26	151	149	179	215

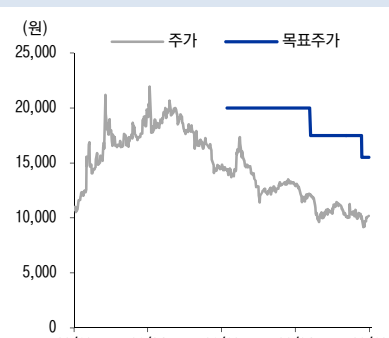
손익계산서

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	562	627	740	744	760
매출원가	330	362	422	420	420
매출총이익	231	265	318	324	340
판매비 및 관리비	191	223	260	264	276
영업이익	40	41	58	60	65
(EBITDA)	68	74	89	91	95
금융손익	-4	-1	8	-5	-5
이자비용	3	4	7	7	7
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	30	0	-1	0
세전계속사업이익	36	71	65	53	59
계속사업법인세비용	9	28	11	13	17
계속사업이익	27	43	55	41	43
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	27	43	55	41	43
지배주주	27	43	55	41	43
총포괄이익	26	44	55	41	43
매출총이익률 (%)	41.2	42.2	43.0	43.5	44.8
영업이익률 (%)	7.1	6.6	7.8	8.0	8.5
EBITDA마진률 (%)	12.0	11.7	12.0	12.2	12.5
당기순이익률 (%)	4.8	6.9	7.4	5.5	5.6
ROA (%)	4.6	5.8	6.5	4.7	4.7
ROE (%)	8.6	10.6	11.3	8.0	7.8
ROIC (%)	7.5	5.9	11.0	10.3	10.4

주요 투자지표

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
투자지표 (x)					
P/E	35.6	22.4	12.3	16.5	15.8
P/B	2.2	2.1	1.4	1.3	1.2
EV/EBITDA	14.9	13.8	8.1	7.6	6.8
P/CF	13.5	11.7	11.9	9.8	9.6
배당수익률 (%)	0.5	0.7	1.3	0.9	1.0
성장성 (%)					
매출액	7.2	11.6	17.9	0.6	2.2
영업이익	2.4	3.7	38.7	4.0	7.9
세전이익	-15.1	96.2	-7.5	-18.5	10.9
당기순이익	-16.6	60.5	26.9	-25.4	4.4
EPS	-22.4	48.4	27.1	-25.4	4.4
안정성(%)					
부채비율	90.4	74.7	72.7	68.4	64.3
유동비율	256.9	280.4	283.5	305.2	325.2
순차입금/자기자본	29.7	3.0	3.3	-2.6	-8.9
영업이익/금융비용	12.0	9.3	8.6	8.9	9.6
총차입금 (십억원)	192	216	216	216	216
순차입금 (십억원)	101	14	16	-14	-50
주당지표 (원)					
EPS	440	653	830	619	647
BPS	7,138	6,899	7,224	7,693	8,227
CFPS	1,160	1,247	856	1,044	1,066
DPS	75	100	130	90	100

자료: 보령, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결 기준

보령 목표주가 추이			투자의견 변동내역												
(원)		주가	목표주가	일시	투자 의견	목표 가격	과라율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과라율(%)		
							최고	최저	평균				최고	최저	평균
							대비	대비	대비				대비	대비	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 6~12개월)	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	90.2% 9.8%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
				100.0%	투자의견 비율은 2021. 10. 1 ~ 2022. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)