

2020.12.03

보령제약 (003850)

악성림프종 10명중 9명 5년 무재발 생존! 면역세포치료제 가치 부여할 때.

우수한 임상 결과를 내고 있다.

보령제약이 최대주주인 자회사 '바이젠셀'이 개발중인 면역세포 치료제에 주목해야 한다. 바이젠셀의 대표 신약파이프라인은 2개다. 현재 1)NK/T림프종(비호지킨림프종의 일종)치료제 'VT-EBV-N'의 임상 2상을 진행중이며, 2)급성골수성백혈병 치료제 'VT-Tri-A'의 임상 1상을 진행중이다. 과거 진행된 각각의 임상 결과가 우수하다. 먼저 치료가 끝난 NK/T림프종환자 10명을 대상으로 한 'VT-EBV-N'의 연구자 임상 1상에서, 투여 후 5년간 추적관찰 이후에도 10명 전체 환자가 생존하였고, 이 중 9명은 무재발 생존하였다. 또한 급성골수성백혈병 환자 대상의 'VT-Tri-A'의 연구자 임상에서는 5년 추적관찰 결과 투약환자의 71.4%가 무재발 생존하였다. 기존 치료제 사용시에 NK/T림프종과 급성골수성백혈병의 무재발 생존율은 각각 26%, 11%에 불과하다. 대부분의 환자가 재발로 큰 고통을 겪는다. 동사의 치료제는 미세잔존암을 제거하고 재발을 방지하는 우수한 치료효과를 보였다. 면역세포치료제로 우수한 치료효과를 보여주고 있는 녹십자셀, 박셀바이오 등과 유사한 스토리다.

세포치료제 가치는 주가에 덜 반영된 듯.

최근 면역세포치료제를 개발중인 기업들이 높은 시장가치를 인정받고 있음에도 불구하고, 보령제약의 면역세포치료제 가치는 아직도 주가에 반영 되어있지 않다. 녹십자셀(5,239억원), 박셀바이오(8,448억원), 엔케이맥스(4,800억원), 셀리드(4,815억원)등과 비교해도, 보령제약 세포치료제의 임상단계가 뒤쳐진다고 보기 어렵다. 보령제약의 바이젠셀 지분율이 29.5%로 높지는 않으나, 보령제약이 최대주주로서 지배권을 완전히 확보하고 있으며, 신약 발매 후 판매, 마케팅, 생산시설 구축 등을 보령제약이 담당할 될 것으로 추정된다. 게다가 보령제약은 항암제 매출로 독보적인 국내 1위 제약사다. 이는 국내에서 항암제 영업조직이 가장 우수하다는 뜻이며, 보령제약보다 더 항암제를 잘 파는 기업은 없다는 의미다. 면역세포항암제가 임상에서 성공한다면 상당한 시너지를 기대할 수 있다.

현재 주가는 본업 가치로도 어느정도 설명 가능.

보령제약은 '21년 매출액 6,063억원(yoy +7.4%)과 영업이익 486억원(yoy +14.7%)이 기대되는 기업이다. 현재 주가는 '21년 PER 기준 32배, EV/EBITDA 기준 13배 수준이다. 경쟁 제약사들 대비 다소 높은 수준이긴 하나, 보령제약의 경우 체내릭 매출 비중이 낮으며 자체신약인 '카나브'의 성장세와 이익기여도가 상당한 기업이다. 따라서 상대적으로 고밸류는 합당하다고 볼 수 있다. 또한 코스피약품업종지수('21년 PER 62.4배, EV/EBITDA 40.8배) 및 코스닥 제약업종('21년 PER 19.6배, EV/EBITDA 11.0배) 밸류에이션을 고려하면 합리적으로 보인다. 즉, 최근 주가상승에도 불구하고, 현재의 주가는 기존의 영업가치만으로도 어느정도 설명이 가능한 수준이다.

(십억원,연결)	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	423	460	524	564	606
영업이익	1	25	39	42	46
영업이익률	0.2%	5.4%	7.5%	7.5%	7.6%
순이익[지배]	57	20	32	28	33
EPS(원)	1,283	459	729	597	701
PER(배)	7.5	21.7	22.8	37.6	32.0
PBR	1.6	1.6	2.5	3.3	3.1
EV/EBITDA	5.2	12.2	13.8	14.7	13.0
ROE(%)	22.6%	8.0%	12.0%	9.4%	10.5%

자료: 보령제약, 한양증권

N.R

목표주가(12M)

-

현재주가(2020.12.02)

22,450원

상승여력

-

Analyst 오병용

제약/바이오

byoh@hygood.co.kr

02-3770-5344

주가지표

KOSPI(12/02)	2,676P
KOSDAQ(12/02)	899P
현재주가(12/02)	22,450원
시가총액	1,069십억원
총발행주식수	4,762만주
120일 평균거래대금	150억원
52주 최고주가	22,500원
52주 최저주가	8,400원
유동주식비율	37.6%
외국인지분율(%)	8.37%
주요주주	보령홀딩스 외 8 인 (57.2%)

상대주가차트



[도표 1] 보령제약 실적테이블

(십억원, 연결기준)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20F	2019	2020F	2021F
매출액	118.7	127.3	139.3	138.9	134.2	134.5	154.8	141.0	524.3	564.5	606.3
YoY(%)	6.3%	11.2%	14.6%	23.3%	13.0%	5.7%	11.1%	1.5%	13.9%	7.7%	7.4%
매출원가	67.9	70.7	80.0	82.6	79.9	77.4	93.0	85.4	301.3	335.7	354.5
YoY(%)	3.6%	11.2%	11.3%	16.7%	17.7%	9.5%	16.2%	3.4%	10.8%	11.4%	11.7%
원가율	57.2%	55.6%	57.5%	59.5%	59.5%	57.6%	60.1%	60.6%	57.5%	59.5%	60.7%
판매비	41.4	45.1	47.4	50.0	40.9	47.4	49.6	48.6	183.9	186.5	206.0
YoY(%)	10.9%	-3.3%	11.3%	34.9%	-1.2%	5.0%	4.5%	-2.7%	12.4%	1.4%	10.5%
판매비율(%)	34.9%	35.5%	34.0%	36.0%	30.5%	35.2%	32.0%	34.5%	35.1%	33.0%	34.0%
영업이익	9.4	11.4	11.9	6.4	13.4	9.7	12.3	7.0	39.1	42.4	45.8
YoY(%)	6.8%	171.9%	68.3%	30.5%	42.1%	-14.9%	3.3%	9.8%	56.5%	8.4%	8.1%
영업이익률(%)	7.9%	9.0%	8.5%	4.6%	10.0%	7.2%	7.9%	5.0%	7.5%	7.5%	7.6%
당기순이익	8.9	10.1	7.9	5.3	8.3	6.4	7.7	5.4	32.2	27.8	33.4
YoY(%)	45.6%	209.9%	59.4%	-33.0%	0.1%	-36.2%	-0.6%	68.5%	58.7%	-13.7%	20.0%
당기순이익률	7.5%	8.0%	5.6%	3.8%	6.2%	4.8%	5.0%	3.8%	6.1%	4.9%	5.5%

자료 : 한양증권 리서치센터

유사기업 대비 저평가 근거는 별로 없다.

동사와 유사하게 면역세포를 이용해 항암제를 개발하는 기업들의 시가총액은 상당한 수준이다. 동사의 임상 단계나 기술수준이 경쟁사들 대비 뒤처진다고 볼 근거는 별로 없다. 동사는 경쟁력 있는 임상 데이터를 보유하고 있으며, 추가적으로 연간 400억원 이상의 영업이익을 창출하는 본업을 가지고 있다는 것을 고려해야 한다.

[도표 2] 유사기업 비교

유사기업	사업현황	현주가 (12/02, 원)	현재시가총액 (억원)
녹십자랩셀	동종 유래 NK 세포치료제 MG4101 간암임상 2 상, 림프종 임상 1 상	67,200	7,092
녹십자셀	T 세포치료제 이문셀 LC 간암 2007 년허가. 적응증 확장 임상 2 상 중. 헤지암 3 상 예정	42,050	5,239
엔케이맥스	자가 NK 세포치료제 SNK01 1/2a 상(키트루다병용), 미국임상 1 상(단독)	14,150	4,800
셀리드	자가 B 세포치료제 자궁경부암 임상 2a 진행, 전립선암 1 상 진행.	49,650	4,815
SCM 생명과학	줄기세포 이식편대숙주질환 임상 2 상, 급성림프구성백혈병 Car-T 1 상 진행중	34,200	4,059
박셀바이오	자가 NK 세포치료제 간암 임상 2 상, DC 세포치료제 다발골수종(레블리미드병용) 임상 2 상	112,300	8,448
보령제약	자가 T 세포 치료제 NK/T 림프종 임상 2 상, 급성골수성백혈병 임상 1 상	22,450	10,691

자료 : 한양증권 리서치센터

동사의 세포치료제 소개

동사의 치료제 'VT-EBV-N'와 'VT-Tri-A'는 기본적으로 자가유래 T세포(CTL) 치료제다. 특정 암 항원에 특이적인 T세포를 치료가 끝난 암환자에게 투여하여 미세잔존암을 제거하고 재발을 막는 방식이다.

환자의 말초혈액 단핵구를 추출하여 단핵구와 T세포를 분리시킨 후, 단핵구에서 종양 항원유전자(RNA)를 미성숙수지상세포에 탑재한다. 이후 성숙수지상세포와 T세포를 합하여 항원특이 T세포를 만들고, 이를 1,000배이상 증식시켜 환자몸에 투여하는 방식이다. 항원을 바꾸면 다른 암종의 치료제를 만들 수 있어 플랫폼 기술로도 볼 수 있다.

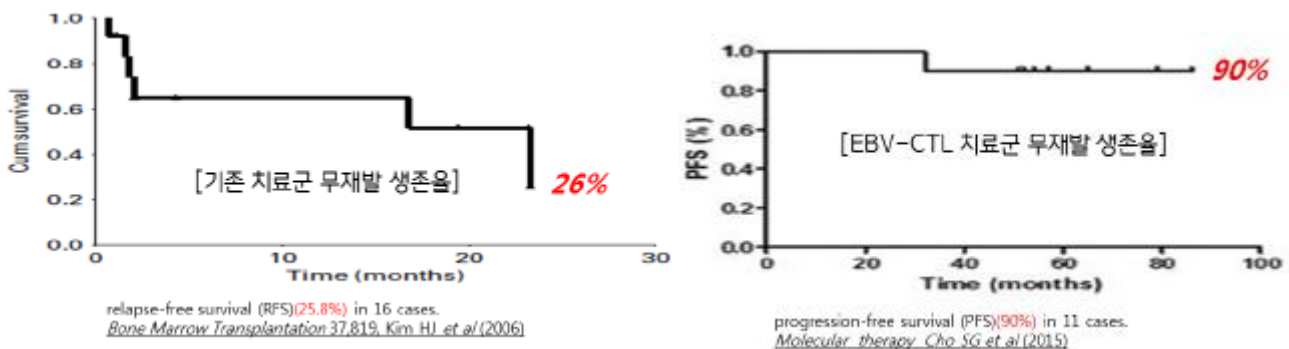
또한 항원 형태를 RNA를 사용하기 때문에 높은 항원 생산성 및 전이효율을 확보하였다. RNA가 다른 항원보다 우수함에도 불구하고 안전성이 문제였으나, 동사가 자체 안정화 기술로 이를 해결한 것으로 보인다.

[도표 4] NK/T 림프종 대상 'VT-EBV-N' 연구자 임상 1 상 데이터

No.	Cancer	성별(연령)	독성	Response
Patient 1	NK/T 림프종	여(71)	None	CR
Patient 2		남(52)		CR
Patient 3		남(51)		CR
Patient 4		남(51)		PR
Patient 5		여(48)		CR
Patient 6		남(47)		CR
Patient 7		남(46)		CR
Patient 8		여(28)		CR
Patient 9		남(24)		CR
Patient 10		여(20)		CR

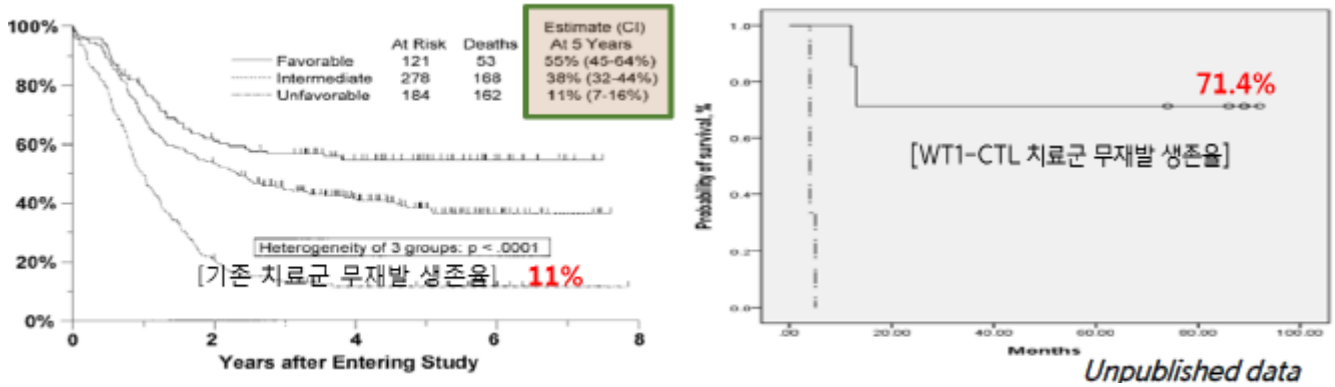
자료 : 한양증권 리서치센터

[도표 3] NK/T림프종 기존치료제 치료데이터(좌), 'VT-EBV-N'임상데이터(우)의 무재발 생존율 비교



출처: 한양증권 리서치센터

[도표 3] 급성골수성백혈병 기존치료제 데이터(좌), 'VT-Tri-A' 임상데이터(우) 무재발 생존율 비교



출처: 한양증권 리서치센터

요약 재무제표

(단위: 십억원)

Income statement	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F	Balance sheet	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	423	460	524	564	606	유동자산	229	225	232	298	367
매출원가	255	272	301	336	354	재고자산	61	76	85	43	45
매출총이익	168	189	223	229	252	단기금융자산	0	0	0	0	0
매출총이익률(%)	39.7%	41.0%	42.5%	40.5%	41.5%	매출채권및기타채권	143	131	132	43	45
판매비와관리비등	167	164	184	186	206	현금및현금성자산	16	8	5	202	268
기타영업손익	0	0	0	0	0	비유동자산	174	225	276	241	209
영업이익	1	25	39	42	46	유형자산	145	196	249	228	206
영업이익률(%)	0.2%	5.4%	7.5%	7.5%	7.6%	무형자산	18	17	16	14	12
조정영업이익	1	25	39	42	46	투자자산	7	7	4	-8	-17
EBITDA	92	43	60	66	69	자산총계	403	450	508	539	575
EBITDA 마진율(%)	21.7%	9.3%	11.4%	11.6%	11.4%	유동부채	116	130	139	149	159
조정 EBITDA	17	41	56	65	69	단기차입금	39	29	16	16	16
순금융손익	1	4	0	-3	-3	매입채무및기타채무	59	73	83	93	103
이자손익	1	0	0	-3	-3	비유동부채	37	64	85	85	85
외환관련손익	-1	1	0	0	0	사채	0	0	0	0	0
기타영업외손익	74	1	6	0	0	장기차입금	27	54	72	72	72
종속기업및관계기업관련손익	0	-4	-3	0	0	부채총계	153	194	225	234	244
법인세차감전계속사업손익	76	27	42	40	43	지배주주지분	250	256	283	305	331
당기순이익	56	20	32	28	33	자본금	22	22	22	24	24
당기순이익률(%)	13.4%	4.4%	6.1%	4.9%	5.5%	자본및이익잉여금	238	249	276	299	328
지배지분순이익	57	20	32	28	33	기타자본	-10	-15	-15	-15	-15
비지배지분순이익	0	0	0	0	0	비지배지분	0	0	0	0	0
총포괄이익	56	18	29	25	31	자본총계	250	256	283	305	331

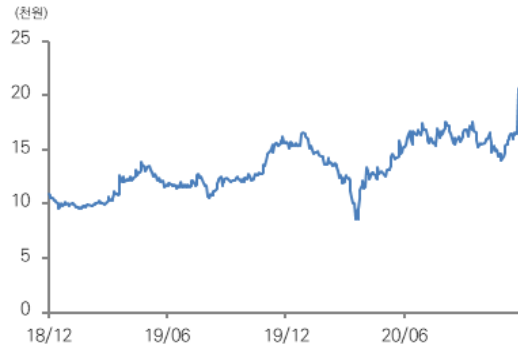
주 : K-IFRS 연결 기준 / 조정영업이익=매출총이익-판관비

Cash flow statement	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F	Valuation Indicator	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
영업활동으로인한현금흐름	-25	39	47	197	70	Per Share (원)					
당기순이익	56	20	32	28	33	EPS(당기순이익 기준)	1,278	459	729	597	701
현금유출이없는비용및수익	-29	25	28	44	42	EPS(지배순이익 기준)	1,283	459	729	597	701
유형자산감가상각비	14	14	15	21	21	BPS(자본총계 기준)	5,648	5,794	6,402	6,403	6,950
무형자산상각비	2	2	2	2	2	BPS(지배지분 기준)	5,874	6,092	6,731	6,752	7,328
기타	-45	9	11	21	19	DPS(보통주)	800	60	100	100	100
영업활동관련자산부채변동	-21	-8	-5	140	8	Multiples (배)					
매출채권및기타채권의감소	-13	16	-2	89	-2	PER(당기순이익 기준)	7.5	21.7	22.8	37.6	32.0
재고자산의감소	6	-20	-14	42	-2	PER(지배순이익 기준)	7.5	21.7	22.8	37.6	32.0
매입채무및기타채무의증가	3	9	6	9	10	PBR(자본총계 기준)	1.7	1.7	2.6	3.5	3.2
기타	-17	-13	4	0	0	PBR(지배지분 기준)	1.6	1.6	2.5	3.3	3.1
이자, 배당, 법인세 및 중단현금흐름	-31	1	-8	-15	-13	EV/EBITDA (발표 기준)	5.2	12.2	13.8	14.7	13.0
투자활동으로인한현금흐름	-25	-56	-59	17	14	Financial Ratio	2017A	2018A	2019A	2020F	2021F
투자자산의 감소(증가)	-7	0	3	12	8	성장성(%)					
유형자산의 감소	0	0	0	0	0	매출액증가율		8.9%	13.9%	7.7%	7.4%
유형자산의 증가(CAPEX)	-63	-55	-67	0	0	영업이익증가율		2346.4%	56.5%	8.4%	8.1%
무형자산의 감소(증가)	-3	-2	0	0	0	EPS(당기순이익 기준) 증가율	NA	-64.0%	58.7%	-18.2%	17.5%
단기금융자산의감소(증가)	0	0	0	0	0	EPS(지배기준) 증가율	NA	-64.2%	58.7%	-18.2%	17.5%
기타	48	0	5	5	5	EBITDA(발표기준) 증가율	NA	-53.5%	40.6%	9.5%	5.6%
이자, 배당, 법인세 및 중단현금흐름	0	0	0	0	0	수익성(%)					
재무활동으로인한현금흐름	39	9	9	-3	-5	ROE(당기순이익 기준)	22.6%	8.0%	12.0%	9.4%	10.5%
장기차입금의증가(감소)	27	30	25	0	0	ROE(지배순이익 기준)	22.7%	8.0%	12.0%	9.4%	10.5%
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0	ROIC	-0.5%	6.0%	7.8%	9.8%	17.6%
자본의 증가(감소)	0	0	0	2	0	ROA	14.0%	4.8%	6.7%	5.3%	6.0%
기타	14	-14	-14	0	0	배당수익률	1.7%	0.6%	0.6%	0.5%	0.5%
이자, 배당, 법인세 및 중단현금흐름	-2	-7	-3	-4	-5	안전성(%)					
기타현금흐름	0	0	0	-14	-14	부채비율	61.2%	75.7%	79.4%	76.7%	73.9%
현금의 증가	-10	-9	-3	198	65	순차입금비용(자본총계 대비)	19.9%	30.6%	33.2%	-34.0%	-51.1%
기초현금	26	16	8	5	202	이자보상비율	2.8%	258.5%	628.8%	11.8%	11.3%
기말현금	16	8	5	202	268						

자료 : 보령제약, 한양증권

TP Trend

투자의견 비율공시



구분	매수	중립	매도
비율	100%	-	-

투자의견 및 목표가 등 추이

종목명	코드	날짜	투자의견	목표주가(12M)	과리율
보령제약	003850	20/12/03	N.R	-	-

Compliance Notice

- 본 자료 발간일 현재 동 주식 및 주식관련사채, 스톡옵션, 개별주식옵션 등을 본인 또는 배우자의 계산으로 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료 발간일 현재 당사는 회사채 지급보증, 인수계약 체결, 계열회사 관계 또는 M&A 업무수행, 발행주식 총수의 1%이상 보유 등 중대한 이해관계가 없습니다.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 공표되었으며, 홈페이지 공표 이전에 특정기관에 사전 제공 된 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자:오병웅)
- 기업 투자의견
 - 매수: 향후 12개월간 15% 이상 상승예상
 - 중립: 향후 12개월간 +15 ~ -15% 내 변동 예상
 - 매도: 향후 12개월간 15% 이상 하락 예상
- 산업 투자의견
 - 비중확대: 향후 12개월간 산업자수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
 - 중립: 향후 12개월간 산업자수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
 - 비중축소: 향후 12개월간 산업자수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

당사는 투자의견 전망 기간을 2017년 9월 1일부터 6개월에서 12개월로 변경하였습니다

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자는 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용 될 수 없습니다.



한양증권 점포현황

www.hygood.co.kr

본 점	(02)3770-5000	서울 영등포구 국제금융로 6길 7 한양증권빌딩
송파RM센터	(02)419-2100	서울 송파구 가락로 183 한양APT상가 2층
안산지점	(031)486-3311	경기 안산시 단원구 광덕대로 264 한양증권빌딩 2층
인천지점	(032)461-4433	인천 남동구 백범로 132 만수프라자빌딩 1층

본 자료는 고객의 투자를 유도할 목적으로 작성된 것이 아니라 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다. 본 자료는 분석담당자가 신뢰할 만 하다고 판단하는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 분석담당자가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서 본 자료를 참고한 고객의 투자의사결정은 전적으로 고객 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한 본 자료는 당사 고객에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제, 전송, 인용, 배포하는 행위는 법으로 금지하고 있습니다.
