



보령제약 (003850)

대형품목 중심의 영업효율화 진행 중

▶ Analyst 김형수 knkhs@hanwha.com 0237727463

Buy (유지)

목표주가(하향): 17,000원

현재 주가(11/18)	13,700원
상승여력	▲24.1%
발행주식수	9,411억원
52 주 최고가 / 최저가	68,690천주
90 일 일평균 거래대금	21,941 / 12,294원
외국인 지분율	54.02억원 6.8%

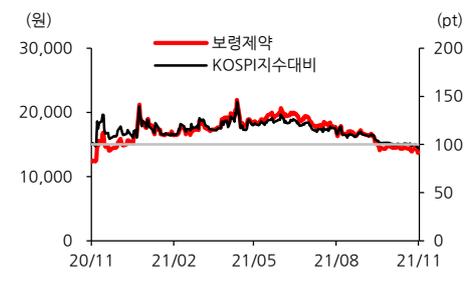
주주 구성	
보령홀딩스 (외 7 인)	
자사주신탁 (외 1 인)	53.9%
자사주 (외 1 인)	2.6%
발행주식수	1.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-6.8	-22.8	-25.4	10.8
상대수익률(KOSPI)	-4.8	-16.1	-18.3	-5.0

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	524	541	588	615
영업이익	39	40	54	56
EBITDA	57	67	83	83
지배주주순이익	34	27	31	49
EPS	584	440	482	710
순차입금	94	106	86	47
PER	21.4	35.6	28.4	19.3
PBR	2.6	2.9	2.5	2.3
EV/EBITDA	14.6	16.3	12.4	11.9
배당수익률	0.8	0.6	0.7	0.7
ROE	12.6	8.6	8.8	12.4

주가 추이



보령제약은 자체개발신약을 중심으로 대형품목 마케팅을 강화해 나가고 있습니다. 고혈압, 당뇨 등의 만성질환과 항암제의 장점을 정신질환의약 품으로 확대하고 있습니다.

두루두루 좋았던 3분기

보령제약은 3분기 별도기준으로 매출액 1,583억원(YoY +8.9%)과 영업이익 185억원(YoY +43.7%)을 달성했다. 동사의 자체개발 고혈압 신약 '카나브'와 복합제는 287억원(YoY +21.5%)의 매출을 올리며 분기 성장과 수익성을 증대시켰다. 당뇨치료제 '트루리시티'는 전년동기 대비 21.7% 성장한 122억원의 매출로 만성질환 중심의 성장을 확인했다. 2020년 5월 다국적제약사 일라이 릴리로부터 국내권리를 인수한 '젼자'를 필두로 한 항암제 제품들의 성장이 인상적이다. '뉴라팩' 44억원(YoY +53.8%), '젼자' 35억원(YoY +14.3%), '젤로다'가 31억원(YoY +10.0%) 매출을 시현하며, 동사가 역량을 집중하고 있는 항암제 영역의 성과는 지속될 것으로 판단된다. 2019년 연매출 100억원 이상의 품목이 14개에 불과했지만, 3분기 기준 21개로 확대된 것은 대형품목 중심의 효율적인 영업 운영으로 분석된다.

카나브패밀리 연매출 천억원 돌파가 기대되는 4분기

4분기는 매출액 1,515억원(YoY +19.0%)과 영업이익 136억원(YoY +213.2%)으로 추정한다. 매출 지속성이 특징인 만성질환(고혈압, 당뇨)치료제의 선전이 지속되어 카나브패밀리는 291억원의 매출로 분기 최대 매출달성과 더불어 연간 천억매출을 돌파한 1,123억원(YoY +26.8%)이 전망된다. 동사는 지난 10월 일라이 릴리로부터 조현병치료제 '자이프렉사'에 대한 자산 양수양도 계약을 체결했다. '젼자'에 이은 두번째 오리지널 의약품 권리 인수로 항암제에 이어서 정신질환 의약품의 성장도 기대되는 시점이다.

투자의견 'BUY'유지, 목표주가 17,000원으로 하향

자체개발 신약을 보유하고, 신약을 바탕으로 복합제를 지속 출시하면서 외형과 수익성을 향상시키는 동사에 대한 투자의견은 'BUY'를 유지한다. 연간전망치 수정과 면역세포치료제 개발 자회사 '바이젠셀'의 상장이슈 종료 등을 반영해 목표주가는 17,000원으로 하향한다.

[표1] 목표가 산출내역

(단위: 억 원, 배, 천 주)

구분	산출내역	비고
1. 영업가치(A+B)	11,809	
A. 매출액	5,875	2021년 별도기준 매출액
B. Target PSR	2.0	최근 4분기 평균 PSR 2.0배
2. 순차입금	858	2021년 별도기준 예상 순차입금
3. 목표기업가치(1-2)	10,951	
4. 주식수(C-D)	66,110	전자공시시스템 최근 경기보고서(사업, 반기, 분기보고서) 기준
C. 발행주식수	68,690	
D. 자기주식수	2,580	
5. 적정가치(3/4)(원)	16,565	
6. 목표주가(원)	17,000	
7. 현재주가(원)	13,700	
8. 상승여력	24.1%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 보령제약 연도별 및 분기별 실적 추이(별도)

(단위: 억 원)

	2019	2020	2021E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E
매출	5,243	5,414	5,875	1,342	1,345	1,454	1,274	1,358	1,419	1,583	1,515
YoY(%)	13.9	3.3	8.5	13.0	5.7	4.4	(8.3)	1.2	5.5	8.9	19.0
매출원가	3,013	3,207	3,412	799	774	884	750	742	842	931	897
YoY(%)	10.8	6.5	6.4	17.7	9.5	10.5	(9.2)	(7.1)	8.7	5.3	19.6
매출원가율(%)	57.5	59.2	58.1	59.5	57.6	60.8	58.9	54.6	59.3	58.8	59.2
매출총이익	2,230	2,207	2,463	543	571	570	523	616	578	652	618
YoY(%)	18.2	(1.0)	11.6	6.8	1.0	(3.9)	(7.1)	13.4	1.2	14.4	18.0
매출총이익률(%)	42.5	40.8	41.9	40.5	42.4	39.2	41.1	45.4	40.7	41.2	40.8
판매비	1,839	1,804	1,920	409	474	441	480	479	492	467	482
YoY(%)	12.4	(1.9)	6.4	(1.2)	5.0	(7.0)	(3.9)	16.9	3.9	5.9	0.4
판매비율(%)	35.1	33.3	32.7	30.5	35.2	30.3	37.7	35.2	34.7	29.5	31.8
영업이익	391	403	544	134	97	129	43	138	85	185	136
YoY(%)	56.2	3.1	34.8	42.1	(14.9)	8.4	(32.2)	2.6	(12.1)	43.7	213.2
영업이익률(%)	7.5	7.4	9.3	10.0	7.2	8.9	3.4	10.1	6.0	11.7	8.9
순이익	343	270	314	83	64	81	42	171	12	47	84
YoY(%)	50.0	(21.3)	16.2	(6.0)	(37.4)	(2.1)	(39.6)	105.0	(80.7)	(42.2)	100.8
순이익률(%)	6.6	5.0	5.3	6.2	4.8	5.6	3.3	12.6	0.9	3.0	5.5

자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

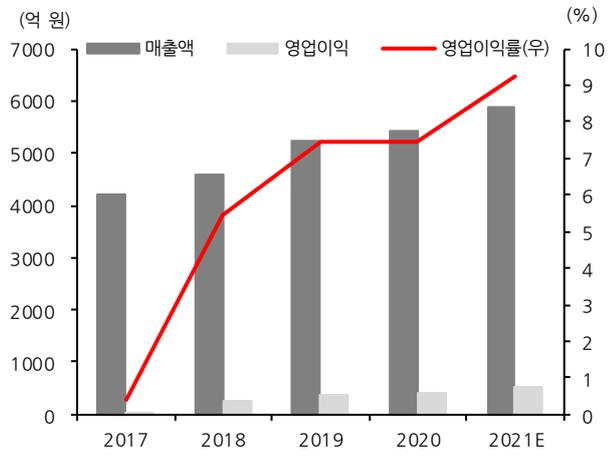
[표3] 보령제약 부문별 매출 추이(별도)

(단위: 억 원)

	2019	2020	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E
부문별 매출															
카나브패밀리	717	886	1,123	167	167	177	206	199	215	236	235	271	274	287	291
트루리시티	340	370	459	74	83	90	94	85	90	101	95	106	112	122	118
뉴라팩	70	97	142	12	15	18	24	21	23	29	25	29	30	44	39
인플루엔자 백신	114	133	136	0	0	95	19	-17	-1	150	0	-2	0	132	7
젬자	139	124	137	34	37	35	33	31	32	31	30	33	35	35	34
젤로다	108	108	118	26	26	27	28	26	28	28	26	28	29	31	30
바이오아스트릭스	171	164	159	46	40	44	42	43	40	43	39	38	38	41	42
뮤코미스트	153	131	132	39	39	36	39	40	29	31	31	34	35	31	32
메이액트	181	112	88	39	49	36	57	44	17	24	26	18	25	21	24
맥스핌	131	118	117	32	32	33	34	32	26	30	30	28	31	34	25
스토가	144	185	183	26	27	44	47	45	45	48	47	43	46	46	47
제넥솔	111	106	107	28	28	29	27	25	29	27	26	25	28	27	27
프라닥사	152	136	133	39	39	37	37	35	34	34	33	31	32	36	34
겔포스	183	135	148	26	58	46	53	40	47	24	24	53	44	25	26
용각산	55	63	94	14	13	10	18	13	12	12	26	29	25	18	22
부문별 YoY(%)															
카나브패밀리	24.6	23.6	26.8	20.0	15.9	22.4	39.6	19.3	29.1	33.6	14.0	35.9	27.5	21.5	23.8
트루리시티	43.3	8.8	24.0	46.7	45.3	51.3	32.4	14.9	9.0	11.8	0.9	25.1	24.8	21.7	24.7
뉴라팩	613.9	39.9	45.6	-	-	-	145.6	74.1	48.4	56.8	4.4	38.9	30.2	53.8	55.9
인플루엔자 백신	6.6	15.9	2.7	-	-	(4.9)	-	-	-	57.8	-	-	-	(12.3)	-
젬자	3.0	(10.6)	10.7	4.5	4.9	(0.3)	2.9	(7.6)	(13.8)	(12.0)	(8.3)	5.6	9.8	14.3	13.5
젤로다	6.7	0.2	9.3	11.0	(5.0)	6.0	16.7	(1.2)	7.0	4.5	(8.8)	8.7	2.2	10.0	17.0
바이오아스트릭스	(2.1)	(4.5)	(2.9)	10.4	(9.9)	(9.5)	2.7	(6.7)	(2.0)	(0.9)	(8.1)	(10.4)	(3.6)	(5.4)	8.9
뮤코미스트	17.8	(14.4)	0.6	14.4	21.6	18.5	16.9	3.0	(25.2)	(14.1)	(20.9)	(14.1)	18.2	0.3	3.2
메이액트	15.8	(38.0)	(21.6)	12.2	18.9	21.8	12.2	13.2	(64.6)	(32.8)	(53.5)	(58.2)	42.6	(14.1)	(9.3)
맥스핌	15.2	(9.8)	(0.7)	37.6	15.1	(2.4)	17.9	(0.6)	(18.4)	(7.9)	(12.3)	(13.7)	19.5	11.8	(16.7)
스토가	42.2	28.2	(1.1)	5.0	5.8	80.8	76.7	72.5	64.4	8.0	1.7	(3.0)	2.9	(3.2)	(0.7)
제넥솔	6.7	(4.7)	1.2	19.7	3.7	(3.6)	10.2	(11.2)	2.7	(7.7)	(2.2)	1.7	(1.8)	2.4	2.9
프라닥사	(5.2)	(10.8)	(2.1)	(4.3)	(5.0)	(4.0)	(7.3)	(10.6)	(13.0)	(7.9)	(11.6)	(11.6)	(5.7)	4.8	4.6
겔포스	35.3	(26.3)	9.5	(37.0)	21.4	72.6	171.7	53.4	(18.6)	(47.4)	(55.7)	32.5	(6.9)	2.7	9.7
용각산	(16.5)	13.5	48.8	(42.5)	(24.5)	(10.6)	37.9	(7.2)	(7.5)	22.8	40.0	116.0	108.9	47.9	(14.2)

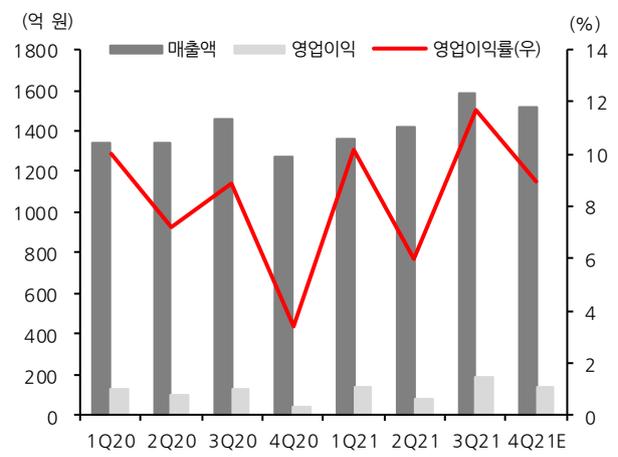
자료: 보령제약, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 연간 실적 현황 및 전망



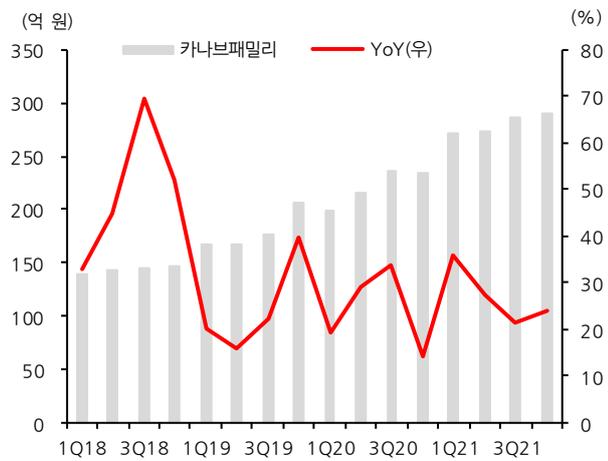
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 분기별 실적 현황 및 전망



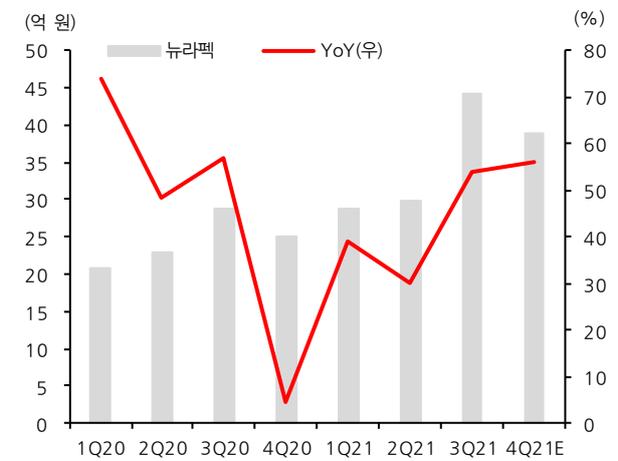
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 분기별 카나브패밀리 매출 및 성장률 현황



주: 별도기준 / 자료: 보령제약, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 분기별 뉴라펙 매출 및 성장률 현황



주: 별도기준 / 자료: 보령제약, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 보령제약 R&D 파이프라인

대구분	소구분	품목 및 프로젝트명	적응증	연구 시작일	임상단계				
					전임상	1상	2상	3상	비고
화학합성	신약	BR2002	암	2016년		진행(한국, 미국)			
화학합성	신약	BR2006	암	2019년	Discovery(한국)				연구중단
화학합성	신약	BR2007	암	2019년	Discovery(한국)				연구중단
화학합성	신약	BR3001	대사질환	2016년	Discovery(한국)				연구중단
화학합성	신약	BR2010	암	2021년	Discovery(한국)				
화학합성	신약	BR2011	암	2021년	Discovery(한국)				
화학합성	개량신약	BR1007	CKD	2014년			진행(한국)		
화학합성	개량신약	BR1010	고혈압	2017년			진행(한국)		
화학합성	개량신약	BR4002	알츠하이머성 치매	2016년		진행(한국)			
화학합성	개량신약	BR9003	금연치료	2019년		진행(한국)			
화학합성	개량신약	BR3003	당뇨	2020년			진행(한국)		
화학합성	개량신약	BR9004	암	2019년		진행(한국)			
화학합성	개량신약	BR1015	고혈압	2021년		진행(한국)			
화학합성	개량신약	BR2008	암	2019년		진행(한국)			
화학합성	개량신약	BR1016	심부전	2019년		진행(한국)			

자료: 보령제약, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	460	524	541	588	615
매출총이익	189	223	221	246	252
영업이익	25	39	40	54	56
EBITDA	41	57	67	83	83
순이자손익	0	0	-3	-3	-3
외화관련손익	0	0	-1	0	0
지분법손익	0	8	0	0	0
세전계속사업손익	30	45	36	55	73
당기순이익	23	34	27	31	49
지배주주순이익	23	34	27	31	49
증가율(%)					
매출액	8.9	13.9	3.3	8.5	4.7
영업이익	1,478.9	56.2	3.1	34.8	3.7
EBITDA	132.9	37.3	18.9	23.6	-0.4
순이익	-58.6	50.0	-21.3	16.2	55.1
이익률(%)					
매출총이익률	41.0	42.5	40.8	41.9	41.0
영업이익률	5.4	7.5	7.4	9.3	9.2
EBITDA 이익률	8.9	10.8	12.4	14.1	13.4
세전이익률	6.5	8.5	6.7	9.3	11.8
순이익률	5.0	6.6	5.0	5.3	7.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업현금흐름	39	47	45	49	73
당기순이익	23	34	27	31	49
자산상각비	16	17	27	29	26
운전자본증감	-8	-5	-11	-5	-2
매출채권 감소(증가)	16	-2	22	-2	-2
재고자산 감소(증가)	-20	-14	-5	-23	-2
매입채무 증가(감소)	9	6	-11	19	2
투자현금흐름	-56	-59	-150	-25	-30
유형자산처분(취득)	-55	-67	-18	-17	-21
무형자산 감소(증가)	-2	0	-37	-5	-4
투자자산 감소(증가)	0	0	-65	2	-3
재무현금흐름	9	9	121	-26	-7
차입금의 증가(감소)	20	12	92	-20	0
자본의 증가(감소)	-7	-3	36	-5	-7
배당금의 지급	-7	-3	-4	-5	-7
총현금흐름	46	60	73	60	76
(-)운전자본증가(감소)	-16	-5	13	4	2
(-)설비투자	55	67	18	17	21
(+)자산매각	-2	0	-37	-5	-4
Free Cash Flow	5	-2	5	34	48
(-)기타투자	24	2	28	6	2
잉여현금	-18	-4	-24	28	46
NOPLAT	19	30	30	31	38
(+) Dep	16	17	27	29	26
(-)운전자본투자	-16	-5	13	4	2
(-)Capex	55	67	18	17	21
OpFCF	-4	-15	26	39	41

주: IFRS 별도 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	224	232	308	324	368
현금성자산	8	5	85	85	124
매출채권	130	132	115	116	118
재고자산	76	85	91	113	115
비유동자산	227	279	336	339	340
투자자산	13	15	45	56	58
유형자산	196	249	242	234	232
무형자산	17	16	49	49	50
자산총계	451	511	644	663	708
유동부채	130	139	116	127	130
매입채무	71	79	65	80	82
유동성이자부채	32	26	21	20	20
비유동부채	64	85	183	163	164
비유동이자부채	54	73	170	151	151
부채총계	194	225	299	291	294
자본금	22	22	24	26	26
자본잉여금	2	2	41	40	40
이익잉여금	248	277	300	327	369
자본조정	-15	-15	-20	-21	-21
자기주식	-15	-15	-21	-22	-22
자본총계	257	286	345	372	414

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당지표					
EPS	390	584	440	482	710
BPS	4,379	4,872	5,435	5,419	6,029
DPS	60	100	100	100	100
CFPS	780	1,029	1,186	919	1,101
ROA(%)	5.4	7.1	4.7	4.8	7.1
ROE(%)	9.1	12.6	8.6	8.8	12.4
ROIC(%)	6.1	8.5	7.5	7.2	8.7
Multiples(x, %)					
PER	19.2	21.4	35.6	28.4	19.3
PBR	1.7	2.6	2.9	2.5	2.3
PSR	1.0	1.4	1.8	1.5	1.5
PCR	9.6	12.1	13.2	14.9	12.4
EV/EBITDA	12.6	14.6	16.3	12.4	11.9
배당수익률	0.8	0.8	0.6	0.7	0.7
안정성(%)					
부채비율	75.3	78.5	86.7	78.1	71.0
Net debt/Equity	30.5	32.9	30.7	23.1	11.3
Net debt/EBITDA	190.6	166.6	157.2	103.3	56.5
유동비율	172.9	166.4	265.2	254.4	283.0
이자보상배율(배)	259.2	629.3	12.1	12.9	14.6
자산구조(%)					
투하자본	94.1	95.1	76.7	75.5	70.6
현금+투자자산	5.9	4.9	23.3	24.5	29.4
자본구조(%)					
차입금	25.1	25.6	35.7	31.5	29.2
자기자본	74.9	74.4	64.3	68.5	70.8

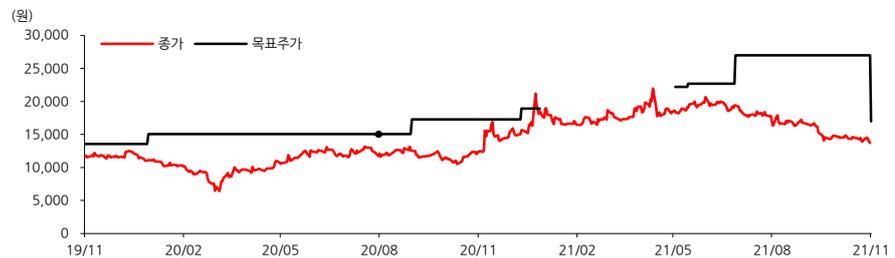
[Compliance Notice]

(공표일: 2021년 11월 19일)

이 자료는 조사분석 담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성됐음을 확인합니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김형수)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소장에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[보령제약 주가 및 목표주가 추이]



[투자이견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2020.01.17	2020.04.27	2020.09.18	2021.05.21	2021.05.21
투자이견	투자등급변경	Buy	Buy	Buy	담당자변경	Buy
목표가격		20,000	20,000	23,000	김형수	27,000
일 시	2021.08.27	2021.11.19				
투자이견	Buy	Buy				
목표가격	27,000	17,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자이견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2020.01.17	Buy	15,038	-27.56	-12.50
2020.09.18	Buy	17,294	-9.04	26.87
2021.05.21	Buy	22,188	-22.29	-6.89
2021.11.19	Buy	17,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자이견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자이견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2021년 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	96.6%	3.4%	0.0%	100.0%