



보령제약 (003850)

코로나19로 1분기는 호실적

▶ Analyst 김형수 knkhs@hanwha.com 0237727463

Buy (유지)

목표주가(유지): 17,000원

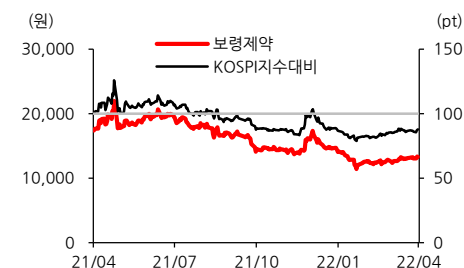
현재 주가(4/7)	13,150원
상승여력	▲29.3%
시가총액	9,033억원
발행주식수	68,690천주
52 주 최고가 / 최저가	21,941 / 11,400원
90 일 일평균 거래대금	25.54억원
외국인 지분율	7.0%
주주 구성	
보령홀딩스 (외 7 인)	53.9%
자사주신탁 (외 1 인)	2.7%
자사주 (외 1 인)	1.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	4.8	-7.1	-9.6	-24.3
상대수익률(KOSPI)	3.1	1.7	-0.7	-10.3

(단위: 억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	5,414	5,944	6,466	6,531
영업이익	403	501	545	377
세전계속사업손익	363	475	515	352
순이익(지배)	270	271	390	267
EPS	440	395	568	388
P/E	35.6	37.0	23.4	34.3
P/B	2.9	2.2	1.9	1.8
EV/EBITDA	16.3	12.6	10.9	13.4
영업이익률	7.4	8.4	8.4	5.8
EBITDA 마진	12.4	13.6	12.9	10.2
ROE	8.6	6.7	8.2	5.3

주가 추이



보령제약의 1 분기 실적은 2 월부터 급증한 코로나 19 확진자들로 관련 의약품의 매출 고성장예가 예상됩니다. 2020 년부터 시작한 특허만료 오리 지닐의약품 인수(LBA)전략의 성과는 2022 년에도 이어질 전망입니다.

고성장이 기대되는 1분기

보령제약의 1분기 별도기준 매출액은 1,591억 원(YoY +17.1%)과 영업이익 147억 원(YoY +6.8%)을 달성할 전망이다. 코로나19 변이 바이러스 중 전파력이 기존 델타보다 2배 이상 높은 오미크론의 검출이 2월부터 국내 급증하면서 전문의약품과 일반의약품 매출이 확대된 것으로 판단된다. 화이자사의 '팍스로비드'는 정부가 지정한 한정된 환자군(60세 이상)에만 투여가 가능하고, 병용금지 성분이 많아 처방이 제한적이다. 동사가 가진 호흡기질환 치료제와 항생제 등이 코로나19 확진자들에게 처방되어 전문의약품 매출액 상승을 견인했을 것으로 판단된다. 일반의약품에서는 진해거담제 '용각산'을 비롯한 종합감기약 '콜쓰리 시리즈' 등의 높은 성장이 예상된다. 지난 3월에는 교와기린사의 호중구감소증 치료제 '그라신'과 '뉴라스타' 공동판매 계약을 맺어, 항암제 시장에서 영향력을 더 확대하고 있다.

2022년에도 이어지는 LBA 전략 성과

동사의 2022년 별도기준 실적은 매출액 6,466억 원(YoY +8.8%), 영업이익 545억 원(YoY 8.7%)을 전망한다. 2020년에 추진한 2건의 LBA(Legacy Brands Acquisition)전략의 성과가 작년에 이어 올해도 이어질 것으로 판단된다. LBA는 특허가 만료된 오리지널의약품을 인수하는 것으로 높은 브랜드 충성도에 기반, 일정 수준 이상의 매출 규모와 시장점유율 유지가 가능하다. 제네릭의약품 중심의 사업을 영위하는 국내제약사가 시장영향력을 확대할 수 있는 좋은 전략으로 동사는 '젠자'(항암제), '자이프렉사'(조현병) 2개 품목을 인수했다. 지난 3월에 허가 받은 고혈압 3제 복합제 '듀카브플러스'는 하반기부터 본격 출시될 전망으로 100억 원 이상의 매출이 기대된다. 국내 고혈압 3제 복합제 시장은 약 900억 원으로 출시 첫해부터 10% 이상의 M/S가 예상된다.

투자의견 'BUY'유지, 목표주가 17,000원으로 유지

동사에 대한 투자의견 'BUY'와 목표주가 17,000원을 유지한다.

[표1] 보령제약 연도별 및 분기별 실적 추이(별도)

(단위: 억 원)

	2020	2021	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
매출	5,414	5,944	6,466	1,342	1,345	1,454	1,274	1,358	1,419	1,583	1,584	1,591	1,530	1,692	1,654
YoY(%)	3.3	9.8	8.8	13.0	5.7	4.4	(8.3)	1.2	5.5	8.9	24.4	17.1	7.8	6.9	4.4
매출원가	3,207	3,463	3,840	799	774	884	750	742	842	930	949	940	901	1,012	987
YoY(%)	6.5	8.0	10.9	17.7	9.5	10.5	(9.2)	(7.1)	8.7	5.2	26.5	26.7	7.1	8.8	4.1
매출원가율(%)	59.2	58.3	59.4	59.5	57.6	60.8	58.9	54.6	59.3	58.8	59.9	59.1	58.9	59.8	59.7
매출총이익	2,207	2,481	2,626	543	571	570	523	616	578	652	636	651	629	680	667
YoY(%)	(1.0)	12.4	5.8	6.8	1.0	(3.9)	(7.1)	13.4	1.2	14.5	21.4	5.7	8.9	4.3	4.9
매출총이익률(%)	40.8	41.7	40.6	40.5	42.4	39.2	41.1	45.4	40.7	41.2	40.1	40.9	41.1	40.2	40.3
판매비	1,804	1,980	2,081	409	474	441	480	479	492	467	543	504	511	495	571
YoY(%)	(1.9)	9.8	5.1	(1.2)	5.0	(7.0)	(3.9)	16.9	3.9	5.8	13.1	5.3	3.8	6.1	5.2
판매비율(%)	33.3	33.3	32.2	30.5	35.2	30.3	37.7	35.2	34.7	29.5	34.3	31.7	33.4	29.3	34.5
영업이익	403	501	545	134	97	129	43	138	85	185	93	147	118	185	95
YoY(%)	3.1	24.3	8.7	42.1	(14.9)	8.4	(32.2)	2.6	(12.1)	44.1	114.3	6.8	38.2	(0.3)	2.4
영업이익률(%)	7.4	8.4	8.4	10.0	7.2	8.9	3.4	10.1	6.0	11.7	5.9	9.2	7.7	10.9	5.7
순이익	270	271	390	83	64	81	42	171	12	47	41	110	87	128	66
YoY(%)	(21.3)	0.3	43.8	(6.0)	(37.4)	(2.0)	(39.6)	105.0	(80.7)	(42.1)	(2.2)	(35.7)	598.8	173.4	61.3
순이익률(%)	5.0	4.6	6.0	6.2	4.8	5.6	3.3	12.6	0.9	3.0	2.6	6.9	5.7	7.6	4.0

자료: Quantilise, 한화투자증권 리서치센터

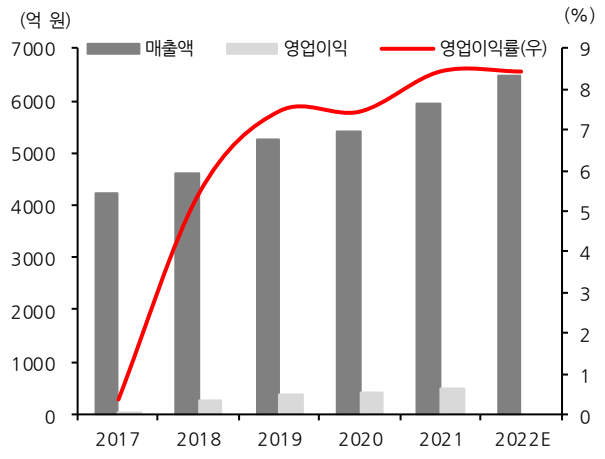
[표2] 보령제약 부문별 매출 추이(별도)

(단위: 억 원)

	2020	2021	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22E	2Q22E	3Q22E	4Q22E
부문별 매출															
카나브패밀리	886	1,125	1,231	199	215	236	235	271	274	287	293	301	298	311	321
트루리시티	370	469	539	85	90	101	95	106	112	122	128	131	128	141	139
뉴라팩	97	144	191	21	23	29	25	29	30	44	41	48	44	51	48
인플루엔자 백신	133	121	143	-17	-1	150	0	-2	0	132	-8	-1	0	144	0
젬자	124	171	253	31	32	31	30	33	35	35	68	59	58	66	70
젤로다	108	118	122	26	28	28	26	28	29	31	30	29	32	30	31
바이오아스트릭스	164	156	161	43	40	43	39	38	38	41	39	42	40	39	40
뮤코미스트	131	135	143	40	29	31	31	34	35	31	35	33	38	35	37
메이엑트	112	101	145	44	17	24	26	18	25	21	37	35	39	33	38
맥스핀	118	123	127	32	26	30	30	28	31	34	31	30	32	34	31
스토가	185	185	187	45	45	48	47	43	46	46	49	48	44	45	50
제넥솔	106	110	122	25	29	27	26	25	28	27	30	31	30	29	32
프라닥사	136	129	135	35	34	34	33	31	32	36	30	31	33	35	36
겔포스	135	162	242	40	47	24	24	53	44	25	40	49	62	54	77
용각산	63	95	108	13	12	12	26	29	25	18	23	44	31	21	24
부문별 YoY(%)															
카나브패밀리	23.6	27.0	9.4	19.3	29.1	33.6	14.0	35.9	27.5	21.5	24.7	11.1	8.6	8.4	9.6
트루리시티	8.8	26.7	15.0	14.9	9.0	11.8	0.9	25.1	24.8	21.7	35.3	23.6	13.8	15.2	8.6
뉴라팩	39.9	47.7	32.7	74.1	48.4	56.8	4.4	38.9	30.2	53.8	63.9	66.8	47.3	15.3	17.1
인플루엔자 백신	15.9	(8.6)	17.9	-	-	57.8	-	-	-	(12.3)	-	-	-	9.3	-
젬자	(10.6)	38.2	47.6	(7.6)	(13.8)	(12.0)	(8.3)	5.6	9.8	14.3	127.0	77.9	66.0	87.1	2.9
젤로다	0.2	9.3	3.4	(1.2)	7.0	4.5	(8.8)	8.7	2.2	10.0	17.0	1.9	10.7	(2.0)	3.3
바이오아스트릭스	(4.5)	(4.7)	3.2	(6.7)	(2.0)	(0.9)	(8.1)	(10.4)	(3.6)	(5.4)	1.1	10.3	5.0	(4.3)	2.6
뮤코미스트	(14.4)	2.9	5.8	3.0	(25.2)	(14.1)	(20.9)	(14.1)	18.2	0.3	12.9	(3.5)	9.1	12.6	5.7
메이엑트	(38.0)	(10.0)	43.8	13.2	(64.6)	(32.8)	(53.5)	(58.2)	42.6	(14.1)	39.8	90.0	57.9	59.6	2.7
맥스핀	(9.8)	4.4	2.9	(0.6)	(18.4)	(7.9)	(12.3)	(13.7)	19.5	11.8	3.3	8.5	4.0	(0.2)	0.0
스토가	28.2	0.0	1.1	72.5	64.4	8.0	1.7	(3.0)	2.9	(3.2)	3.5	10.4	(4.3)	(3.1)	2.0
제넥솔	(4.7)	4.1	10.6	(11.2)	2.7	(7.7)	(2.2)	1.7	(1.8)	2.4	14.3	24.1	7.0	6.4	6.7
프라닥사	(10.8)	(5.1)	4.6	(10.6)	(13.0)	(7.9)	(11.6)	(11.6)	(5.7)	4.8	(7.7)	(0.6)	2.5	(1.8)	20.0
겔포스	(26.3)	19.8	49.4	53.4	(18.6)	(47.4)	(55.7)	32.5	(6.9)	2.7	68.8	(8.3)	41.4	118.3	92.5
용각산	13.5	50.4	14.2	(7.2)	(7.5)	22.8	40.0	116.0	108.9	47.9	(10.3)	52.9	22.6	19.8	4.3

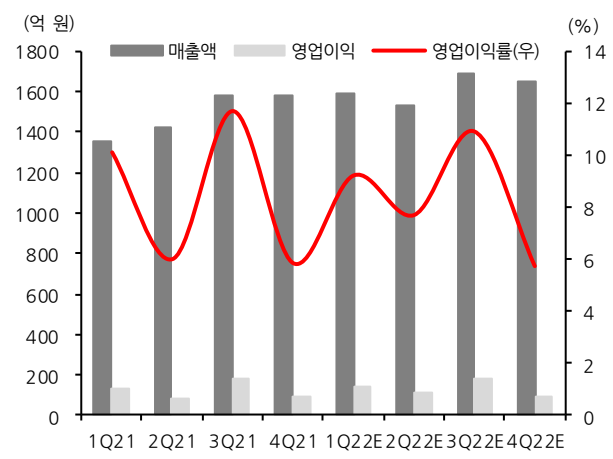
자료: 보령제약, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 연간 실적 현황 및 전망



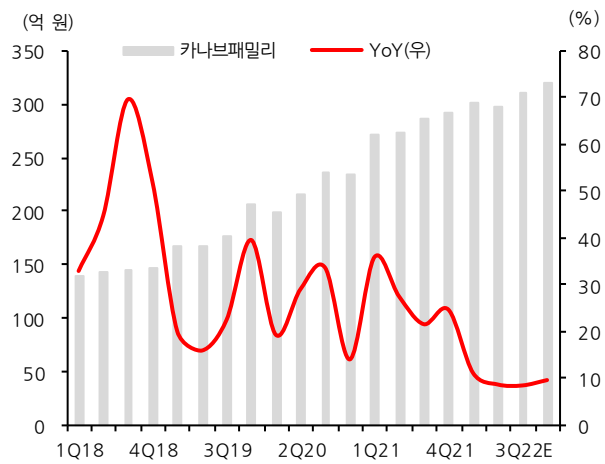
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 분기별 실적 현황 및 전망



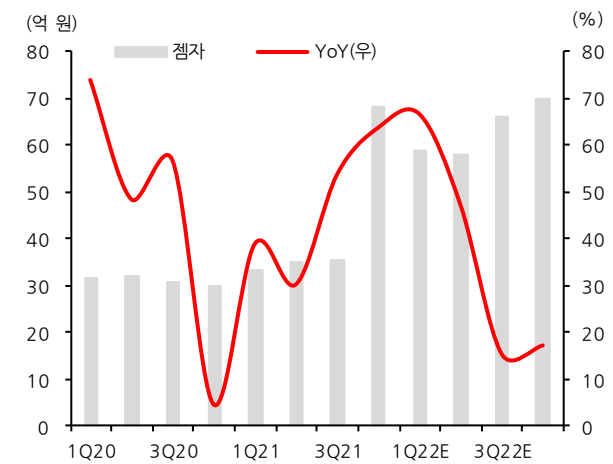
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 분기별 카나브패밀리 매출 및 성장률 현황



주: 별도기준 / 자료: 보령제약, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 분기별 젤자 매출 및 성장률 현황



주: 별도기준 / 자료: 보령제약, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 보령제약 R&D 파이프라인

대구분	소구분	품목 및 프로젝트명	적응증	연구 시작일	임상단계				
					전임상	1 상	2 상	3 상	비고
화학합성	신약	BR2002	암	2016 년		진행(한국, 미국)			
화학합성	신약	BR2006	암	2019 년	Discovery(한국)				연구중단
화학합성	신약	BR2007	암	2019 년	Discovery(한국)				연구중단
화학합성	신약	BR3001	대사질환	2016 년	Discovery(한국)				연구중단
화학합성	신약	BR2010	암	2021 년	Discovery(한국)				
화학합성	신약	BR2011	암	2021 년	Discovery(한국)				
화학합성	개량신약	BR1007	CKD	2014 년			진행(한국)		
화학합성	개량신약	BR1010	고혈압	2017 년			진행(한국)		
화학합성	개량신약	BR4002	알츠하이머성 치매	2016 년		진행(한국)			
화학합성	개량신약	BR9003	금연치료	2019 년		진행(한국)			
화학합성	개량신약	BR3003	당뇨	2020 년			진행(한국)		
화학합성	개량신약	BR9004	암	2019 년		진행(한국)			
화학합성	개량신약	BR1015	고혈압	2021 년		진행(한국)			
화학합성	개량신약	BR2008	암	2019 년		진행(한국)			
화학합성	개량신약	BR1016	심부전	2019 년		진행(한국)			
화학합성	개량신약	BR2009	암	2020 년		진행(한국)			

자료: 보령제약, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	5,243	5,414	5,944	6,466	6,531
매출원가	3,013	3,207	3,463	3,840	3,899
매출총이익	2,230	2,207	2,481	2,626	2,632
판매비 및 관리비	1,839	1,804	1,980	2,081	2,255
기타손익	0	0	0	0	0
영업이익	391	403	501	545	377
EBITDA	565	672	810	836	667
영업외 손익	54	-40	-26	-30	-26
이자수익	0	5	9	8	8
이자비용	1	33	45	53	49
외화관련손익	-2	-14	24	0	0
지분법손익	75	0	-34	0	0
세전계속사업손익	445	363	475	515	352
계속사업법인세비용	102	92	204	125	85
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	343	270	271	390	267
지배주주지분	343	270	271	390	267
포괄손익	343	270	271	390	267
매출총이익률(%)	42.5	40.8	41.7	40.6	40.3
EBITDA 마진율(%)	10.8	12.4	13.6	12.9	10.2
영업이익률(%)	7.5	7.4	8.4	8.4	5.8
당기순이익률(지배)(%)	6.6	5.0	4.6	6.0	4.1
ROA(%)	7.1	4.7	3.7	4.8	3.2
ROE(%)	12.6	8.6	6.7	8.2	5.3
ROIC(%)	8.5	7.5	6.4	8.9	6.2

현금흐름표

(단위: 억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업활동 현금	470	449	715	539	557
당기순이익	343	270	271	390	267
비현금수익비용가감	261	459	645	184	293
유형자산감가상각비	153	230	256	222	222
무형자산상각비	21	39	53	69	68
기타현금수익비용	-72	6	336	-107	2
영업활동 자산부채변동	-52	-114	-48	-35	-2
매출채권 감소(증가)	-16	219	32	-51	-12
재고자산 감소(증가)	-139	-51	-202	-79	-12
매입채무 증가(감소)	65	-111	130	83	9
기타자산, 부채변동	38	-170	-8	12	13
투자활동 현금	-591	-1,505	-581	-307	-328
유형자산처분(취득)	-669	-183	-160	-218	-220
무형자산 감소(증가)	-2	-371	-431	-43	-60
투자자산 감소(증가)	0	-650	187	-33	-34
기타투자활동	80	-302	-176	-13	-14
재무활동 현금	90	1,215	1,115	-228	-69
차입금의 증가(감소)	115	916	233	-159	0
자본의 증가(감소)	-25	358	940	-69	-69
배당금의 지급	-25	-42	-45	-69	-69
기타재무활동	0	-59	-57	0	0
현금의 증가	-31	159	1,255	4	160
기초현금	74	44	202	1,458	1,462
기말현금	44	202	1,458	1,462	1,622

주: IFRS 별도 기준

재무상태표

(단위: 억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	2,317	3,078	4,272	4,431	4,639
현금 및 현금성자산	44	202	1,458	1,462	1,622
단기금융상품	2	652	507	528	549
매출채권	1,321	1,152	1,138	1,190	1,201
재고자산	851	914	1,089	1,168	1,180
비유동자산	2,794	3,357	3,809	3,804	3,820
투자자산	149	449	621	646	672
유형자산	2,488	2,417	2,317	2,313	2,312
무형자산	157	491	871	845	836
자산총계	5,110	6,436	8,081	8,235	8,459
유동부채	1,392	1,161	1,409	1,498	1,523
매입채무	787	646	775	858	867
단기차입금	262	208	255	246	246
비유동성부채	855	1,827	1,947	1,799	1,801
장기금융부채	726	1,703	1,892	1,742	1,742
부채총계	2,247	2,988	3,355	3,297	3,324
자본금	221	238	343	343	343
자본잉여금	25	412	1,286	1,286	1,286
자본조정	-153	-201	-239	-239	-239
기타포괄손익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	2,771	2,998	3,225	3,547	3,745
지배회사지분	2,864	3,447	4,616	4,938	5,136
소수주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	2,864	3,447	4,616	4,938	5,136
순차입금	942	1,057	183	-1	-183

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
투자지표					
PER(배)	21.4	35.6	37.0	23.4	34.3
PBR(배)	2.6	2.9	2.2	1.9	1.8
PSR(배)	1.4	1.8	1.7	1.4	1.4
배당수익률(%)	0.8	0.6	0.7	0.8	0.8
EV/EBITDA(배)	14.6	16.3	12.6	10.9	13.4
성장성(%YOY)					
매출액	13.9	3.3	9.8	8.8	1.0
영업이익	56.2	3.1	24.3	8.7	-30.8
세전계속사업손익	47.7	-18.5	30.9	8.5	-31.7
당기순이익(지배)	50.0	-21.3	0.3	43.9	-31.7
포괄손익	50.0	-21.3	0.3	43.9	-31.7
EPS	49.9	-24.7	-10.3	43.9	-31.7
안정성(%)					
유동비율	166.4	265.2	303.3	295.8	304.7
부채비율	78.5	86.7	72.7	66.8	64.7
이자보상배율	794.7	14.1	14.1	12.1	9.2
순차입금/자기자본	32.9	30.7	4.0	0.0	-3.6
주당지표(원)					
EPS	584	440	395	568	388
BPS	4,872	5,435	6,720	7,188	7,476
EBITDA/Share	962	1,093	1,180	1,218	971
CFPS	1,029	1,186	1,334	836	814
DPS	100	100	100	100	100

[Compliance Notice]

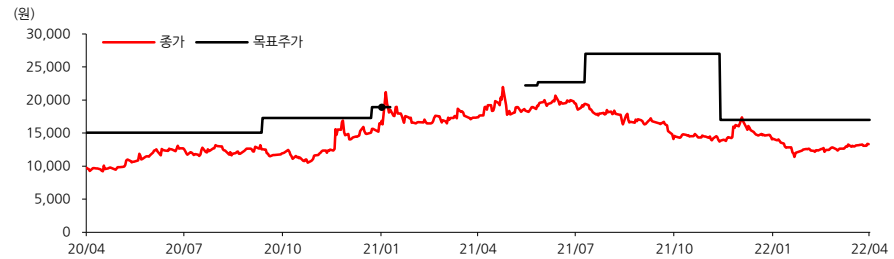
(공표일: 2022년 4월 8일)

이 자료는 조사분석 담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 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 책임소계에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[보령제약 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2020.04.27	2020.09.18	2021.05.21	2021.05.21	2021.08.27
투자의견	투자등급변경	Buy	Buy	담당자변경	Buy	Buy
목표가격		20,000	23,000	김형수	27,000	27,000
일 시	2021.11.19	2022.04.08				
투자의견	Buy	Buy				
목표가격	17,000	17,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
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 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

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: 2022년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.1%	4.9%	0.0%	100.0%