



보령 (003850)

항암제 중심의 성장을 보여준 3분기

▶ Analyst 김형수 knkhs@hanwha.com 0237727463 / RA 유영솔 youngsol.yu@hanwha.com

Buy (유지)

목표주가(하향): 15,000원

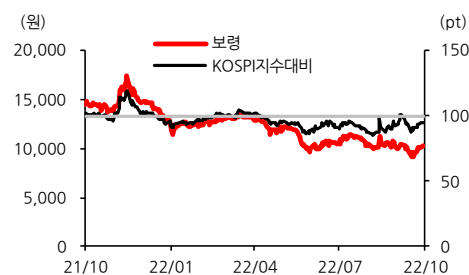
현재 주가(10/24)	10,200원
상승여력	▲47.1%
시가총액	7,006억원
발행주식수	68,690천주
52 주 최고가 / 최저가	17,350 / 9,180원
90 일 일평균 거래대금	64.67억원
외국인 지분율	6.2%
주주 구성	
보령홀딩스 (외 6 인)	53.8%
자사주신탁 (외 1 인)	2.8%
자사주 (외 1 인)	1.4%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.0	-2.9	-22.4	-29.7
상대수익률(KOSPI)	2.4	3.7	-5.1	-4.0

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2020	2021	2022E	2023E
매출액	541	594	701	752
영업이익	40	50	60	69
EBITDA	67	81	95	102
지배주주순이익	27	27	43	36
EPS	426	395	654	544
순차입금	106	18	120	90
PER	36.8	37.0	15.6	18.7
PBR	2.2	2.2	1.4	1.3
EV/EBITDA	16.3	12.6	8.7	7.7
배당수익률	0.5	0.7	1.0	1.0
ROE	8.6	6.7	9.0	7.0

주가 추이



보령의 3 분기 잠정실적은 18.6%의 매출성장과 8.5%의 영업이익이익률을 달성해 수익성면에서 시장기대치에 미치지 못했다. 동사가 집중하고 있는 항암제사업부 성장을 위한 과정으로 판단한다.

3분기 실적은 항암제사업부가 핵심

보령은 3분기 별도기준 잠정실적으로 매출액 1,877억 원(YoY +18.6%)과 영업이익 159억 원(YoY -14.5%, OPM 8.5%)을 발표했다. 시장기대치(매출액 1,815억원, 영업이익 177억원) 대비 매출액은 3.1% 상회하였고, 영업이익은 15.4% 하회하는 실적을 시현했다. 3분기 수익성 하락의 주요원인은 원가율 상승(21.3Q: 58.8% → 22.3Q: 61.9%)과 판매관리비(21.3Q: 467억 원 → 22.3Q: 566억 원) 증가다.

동사가 작년 2분기부터 집중해서 키우고 있는 항암사업부 매출이 423억 원으로 전년동기(254억 원)대비 66.5% 고성장을 시현했다. 교와기린사로부터 도입한 호중구감소증 치료제 ‘그라신’과 ‘뉴라스타’는 144억 원의 매출을 달성해 2분기 131억 원에서 10%의 성장을 시현했다. 전년 동기에 동일한 적응증으로 판매했던 ‘뉴라팩’의 매출액 44억 원 대비 227.3% 큰 폭의 성장을 달성하며 동사가 집중하고 있는 항암제 사업부에서 중요한 품목으로 생각된다. 그리고 삼성바이오에피스가 개발한 아바스틴(로슈 개발 항암바이오의약품 - 적응증: 비소세포폐암, 교모세포종, 자궁경부암 등) 바이오시밀러 ‘온베브지’는 60억 원의 매출을 달성하며 3분기 누적 121억 원을 달성해 항암사업부의 대표품목으로 자리 매김하고 있다. 상품 중심의 항암제사업부의 선전으로 원가율이 상승했지만, 동사가 진행하고 있는 LBA(Legacy Brands Acquisition)전략으로 추후 수익성 개선이 기대된다. 판매관리비는 연구개발비가 104억 원으로 전년동기대비 24% 증가했으며, 항암제사업부 집중 육성을 위해 사용한 마케팅 비용 증가가 주된 원인이다.

투자의견 ‘BUY’유지, 목표주가 15,000원으로 하향

동사에 대한 투자의견은 ‘BUY’를 유지하고, 목표주가는 15,000원으로 하향 조정한다. 목표주가 동사의 2022년 예상매출액 7,005억 원(YoY +17.8%)에 최근 3년 PSR 1.6배를 적용해 산출했다.

[표1] 목표가 산출

(단위: 억 원, 배, 천 주)

구분	산출내역	비고
1. 기업가치(A+B)	11,208	
A. 매출액	7,005	2022년 연결기준 매출액
B. Target PSR	1.6	최근 3년 PSR
2. 순차입금	1199	2022년 연결기준 예상 순차입금
3. 목표기업가치(1-2)	10,009	
4. 주식수(C-D)	65,886	전자공시시스템 최근 정기보고서(사업, 반기, 분기보고서) 기준
C. 발행주식수	68,690	
D. 자기주식수	2,804	
5. 적정가치(3/4)(원)	15,191	
6. 목표주가	15,000	
7. 현재주가(원)	10,200	
8. 상승여력	47.06%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 보령 연도별 및 분기별 실적 추이(별도)

(단위: 억 원)

	2020	2021	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E
매출	5,414	5,944	7,005	1,342	1,345	1,454	1,274	1,358	1,419	1,583	1,584	1,706	1,722	1,877	1,701
YoY(%)	3.3	9.8	17.8	13.0	5.7	4.4	(8.3)	1.2	5.5	8.9	24.4	25.6	21.3	18.6	7.3
매출원가	3,207	3,463	4,156	799	774	884	750	742	842	930	949	983	1,012	1,162	998
YoY(%)	6.5	8.0	20.0	17.7	9.5	10.5	(9.2)	(7.1)	8.7	5.2	26.5	32.5	20.3	24.8	5.2
매출원가율(%)	59.2	58.3	59.3	59.5	57.6	60.8	58.9	54.6	59.3	58.8	59.9	57.6	58.8	61.9	58.7
매출총이익	2,207	2,481	2,849	543	571	570	523	616	578	652	636	722	709	715	702
YoY(%)	(1.0)	12.4	14.8	6.8	1.0	(3.9)	(7.1)	13.4	1.2	14.5	21.4	17.3	22.8	9.6	10.5
매출총이익률(%)	40.8	41.7	40.7	40.5	42.4	39.2	41.1	45.4	40.7	41.2	40.1	42.4	41.2	38.1	41.3
판매비	1,804	1,980	2,248	409	474	441	480	479	492	467	543	536	569	556	588
YoY(%)	(1.9)	9.8	13.5	(1.2)	5.0	(7.0)	(3.9)	16.9	3.9	5.8	13.1	11.9	15.6	19.1	8.3
판매비율(%)	33.3	33.3	32.1	30.5	35.2	30.3	37.7	35.2	34.7	29.5	34.3	31.4	33.0	29.6	34.6
영업이익	403	501	601	134	97	129	43	138	85	185	93	187	140	159	114
YoY(%)	3.1	24.3	19.8	42.1	(14.9)	8.4	(32.2)	2.6	(12.1)	44.1	114.3	35.8	64.4	(14.5)	23.2
영업이익률(%)	7.4	8.4	8.6	10.0	7.2	8.9	3.4	10.1	6.0	11.7	5.9	11.0	8.2	8.5	6.7
순이익	270	271	431	83	64	81	42	171	12	47	41	137	156	77	54
YoY(%)	(21.3)	0.3	58.9	(6.0)	(37.4)	(2.1)	(39.6)	105.0	(80.7)	(42.1)	(2.3)	(20.1)	1150.0	64.1	32.3
순이익률(%)	5.0	4.6	6.2	6.2	4.8	5.6	3.3	12.6	0.9	3.0	2.6	8.0	9.0	4.1	3.2

자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

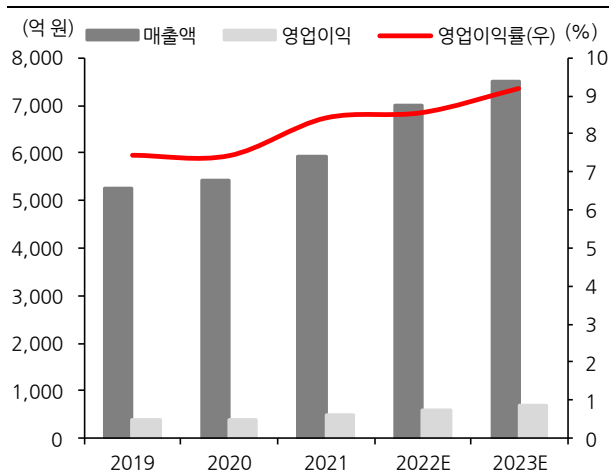
[표3] 보령 제품별 매출 추이(별도)

(단위: 억 원)

	2020	2021	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22	3Q22P	4Q22E
제품별 매출															
카나브패밀리	903	1,126	1,338	200	224	244	234	269	274	289	294	324	331	339	344
트루리시티	368	469	550	84	90	100	94	106	112	122	128	125	134	144	147
자이프렉사	-	-	136	-	-	-	-	-	-	-	-	30	33	32	40
뉴라팩	96	144	0	21	23	29	25	29	30	44	41	0	0	-	-
뉴라스타	-	25	357	-	-	-	-	-	-	-	25	80	87	94	95
그라신	-	-	181	-	-	-	-	-	-	-	-	35	44	50	52
인플루엔자 백신	114	126	94	6	1	108	0	34	0	117	-25	8	-1	86	-
젬자	123	172	122	31	32	31	29	33	35	35	68	51	-2	21	51
겔포스	135	162	195	40	47	24	24	53	44	25	40	33	46	39	77
용각산	63	94	132	13	12	12	26	29	25	18	23	39	36	24	33
제품별 YoY(%)															
카나브패밀리	22.1	24.7	18.8	12.4	31.9	31.1	14.0	34.4	22.0	18.4	25.4	20.2	21.1	17.3	17.0
트루리시티	8.9	27.5	17.3	15.1	9.2	11.8	0.9	26.0	25.6	22.4	36.3	17.7	19.5	17.7	14.6
자이프렉사	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
뉴라팩	39.0	49.3	-	74.1	47.5	56.2	3.1	40.1	31.6	55.0	66.6	-	-	-	-
뉴라스타	-	-	1,329.3	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	280.8
그라신	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
인플루엔자 백신	46.0	10.0	(25.6)	-	-	14.0	-	474.0	-	8.9	-	(75.9)	-	(26.5)	-
젬자	(10.6)	39.8	(29.1)	(7.6)	(13.8)	(12.0)	(8.7)	6.3	10.6	15.4	131.8	54.8	-	(40.1)	(25.4)
겔포스	(26.3)	19.8	20.5	53.4	(18.6)	(48.3)	(55.2)	32.5	(6.9)	2.6	68.9	(38.6)	5.8	57.8	92.3
용각산	13.6	49.8	40.0	(7.2)	(7.5)	22.8	40.0	115.9	108.8	47.9	(11.5)	34.8	42.4	38.0	45.5

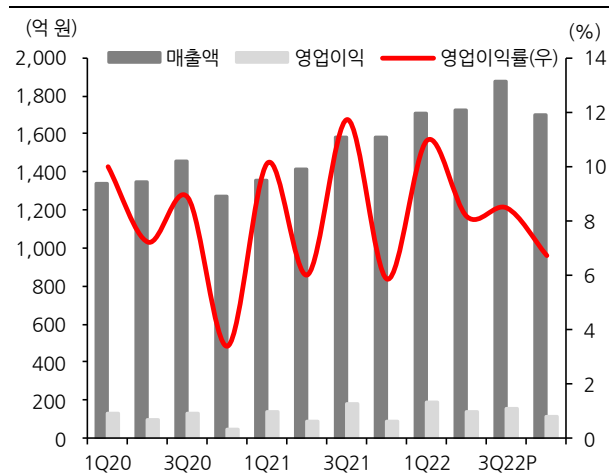
자료: 보령, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 연간 실적 현황 및 전망



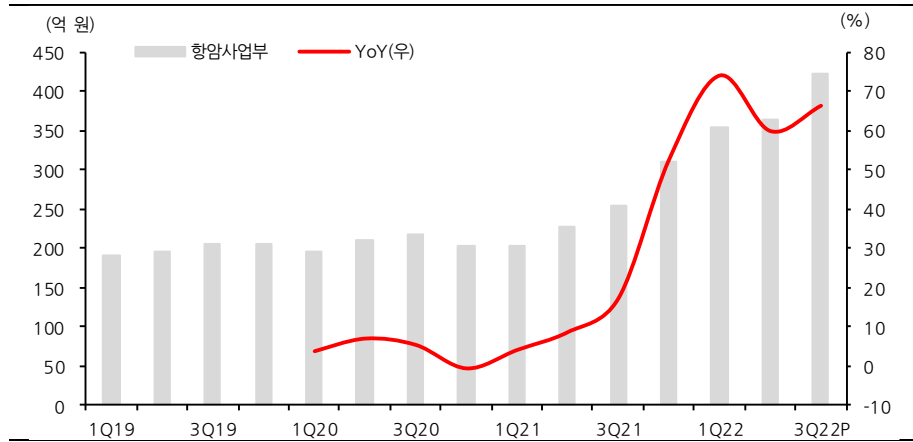
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 분기별 실적 현황 및 전망



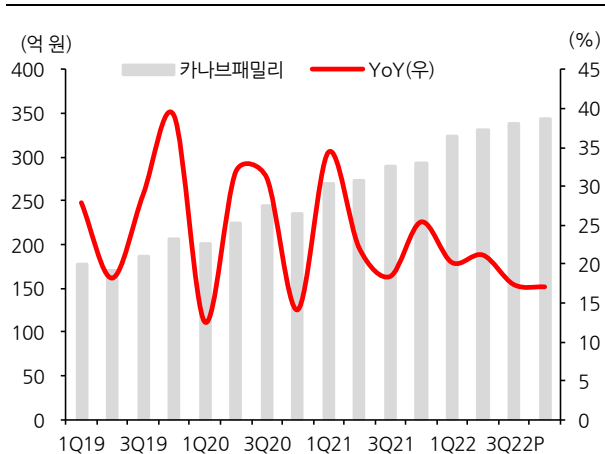
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 분기별 항암사업부 매출 및 성장률 현황



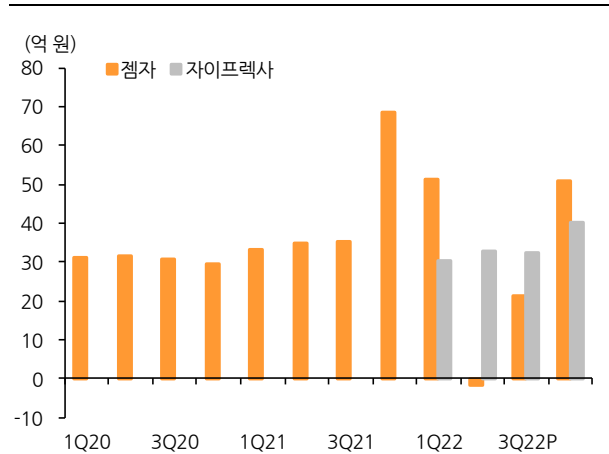
주: 별도기준 / 자료: 보령, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 분기별 카나브패밀리 매출 및 성장률 현황



주: 별도기준 / 자료: 보령, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 분기별 LBA 제품 매출 추이 및 전망



주: 별도기준 / 자료: 보령, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 보령 R&D 파이프라인

대구분	소구분	품목 및 프로젝트명	적응증	연구 시작일	임상단계				비고
					전임상	1 상	2 상	3 상	
화학합성	신약	BR2002	암	2016년		진행(한국, 미국)			연구중단
화학합성	신약	BR2006	암	2019년					
화학합성	신약	BR2007	암	2019년					
화학합성	신약	BR3001	대사질환	2016년					
화학합성	신약	BR2010	암	2021년	Discovery(한국)				연구중단
화학합성	신약	BR2011	암	2021년	Discovery(한국)				
화학합성	개량신약	BR1007	CKD	2014년				진행(한국)	
화학합성	개량신약	BR1010	고혈압	2017년					
화학합성	개량신약	BR4002	알츠하이머성 치매	2016년		진행(한국)			연구중단
화학합성	개량신약	BR9003	금연치료	2019년					
화학합성	개량신약	BR3003	당뇨	2020년		진행(한국)		진행(한국)	
화학합성	개량신약	BR1015	고혈압	2021년		진행(한국)			
화학합성	개량신약	BR2008	암	2019년		진행(한국)			연구중단
화학합성	개량신약	BR1016	심부전	2019년		진행(한국)			
화학합성	개량신약	BR2009	암	2020년		진행(한국)			
화학합성	개량신약	BR1017	고혈압/이상지질혈증	2021년		진행(한국)			

자료: 보령, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	524	541	594	696	741
매출총이익	223	221	248	287	307
영업이익	39	40	50	64	72
EBITDA	57	67	81	95	102
순이자손익	0	-3	-4	-4	-4
외화관련손익	0	-1	2	2	0
지분법손익	8	0	-3	0	0
세전계속사업손익	45	36	47	68	75
당기순이익	34	27	27	48	53
지배주주순이익	34	27	27	48	53
증가율(%)					
매출액	13.9	3.3	9.8	17.0	6.5
영업이익	56.2	3.1	24.3	26.9	13.4
EBITDA	37.3	18.9	20.5	17.7	7.2
순이익	50.0	-21.3	0.3	77.7	11.0
이익률(%)					
매출총이익률	42.5	40.8	41.7	41.3	41.5
영업이익률	7.5	7.4	8.4	9.1	9.7
EBITDA 이익률	10.8	12.4	13.6	13.7	13.8
세전이익률	8.5	6.7	8.0	9.7	10.2
순이익률	6.6	5.0	4.6	6.9	7.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업현금흐름	47	45	71	47	91
당기순이익	34	27	27	48	53
자산상각비	17	27	31	32	30
운전자본증감	-5	-11	-5	-39	7
매출채권 감소(증가)	-2	22	3	-11	-2
재고자산 감소(증가)	-14	-5	-20	-19	-6
매입채무 증가(감소)	6	-11	13	2	14
투자활동 현금	-59	-150	-58	-49	-33
유형자산처분(취득)	-67	-18	-16	-20	-20
무형자산 감소(증가)	0	-37	-43	-7	-7
투자자산 감소(증가)	0	-65	19	-2	-2
재무현금흐름	9	121	112	-8	-40
차입금의 증가(감소)	12	82	23	-8	-30
자본의 증가(감소)	-3	30	89	-7	-10
배당금의 지급	-3	-4	-5	-7	-10
총현금흐름	60	73	92	92	84
(-)운전자본증가(감소)	-5	13	-19	27	-7
(-)설비투자	67	18	16	20	20
(+)자산매각	0	-37	-43	-7	-7
Free Cash Flow	-2	5	52	39	64
(-)기타투자	2	29	42	33	3
잉여현금	-4	-24	10	6	60
NOPLAT	30	30	29	45	51
(+) Dep	17	27	31	32	30
(-)운전자본투자	-5	13	-19	27	-7
(-)Capex	67	18	16	20	20
OpFCF	-15	26	63	30	68

주: IFRS 별도 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	232	308	427	448	476
현금성자산	5	86	197	190	210
매출채권	132	115	114	125	127
재고자산	85	91	109	123	129
비유동자산	279	336	381	397	397
투자자산	15	46	62	83	87
유형자산	249	242	232	225	221
무형자산	16	49	87	88	89
자산총계	511	644	808	844	873
유동부채	139	116	149	145	155
매입채무	83	67	83	95	109
유동성이자부채	26	21	26	22	17
비유동부채	85	183	198	196	171
비유동이자부채	73	170	189	186	161
부채총계	225	299	346	341	326
자본금	22	24	34	34	34
자본잉여금	2	41	129	128	128
이익잉여금	277	300	323	364	408
자본조정	-15	-20	-24	-24	-24
자기주식	-15	-21	-26	-26	-26
자본총계	286	345	462	503	547

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당지표					
EPS	583	426	395	731	812
BPS	6,479	7,239	6,720	7,326	7,961
DPS	75	75	100	150	150
CFPS	1,026	1,148	1,334	1,345	1,224
ROA(%)	7.1	4.7	3.7	5.8	6.2
ROE(%)	12.6	8.6	6.7	10.0	10.2
ROIC(%)	8.6	7.6	6.7	10.2	11.4
Multiples(x, %)					
PER	21.4	36.8	37.0	14.9	13.4
PBR	1.9	2.2	2.2	1.5	1.4
PSR	1.4	1.8	1.7	1.1	1.0
PCR	12.2	13.6	10.9	8.1	8.9
EV/EBITDA	14.6	16.3	12.6	8.0	7.0
배당수익률	0.6	0.5	0.7	1.4	1.4
안정성(%)					
부채비율	78.5	86.7	75.1	67.8	59.7
Net debt/Equity	32.9	30.6	3.9	3.5	-6.0
Net debt/EBITDA	166.6	156.9	22.5	18.5	-32.0
유동비율	166.4	265.2	287.5	307.7	306.7
이자보상배율	629.3	12.1	11.2	11.2	14.0
자산구조(%)					
투하자본	95.0	76.0	62.6	62.4	59.9
현금+투자자산	5.0	24.0	37.4	37.6	40.1
자본구조(%)					
차입금	25.6	35.7	31.8	29.2	24.5
자기자본	74.4	64.3	68.2	70.8	75.5

[Compliance Notice]

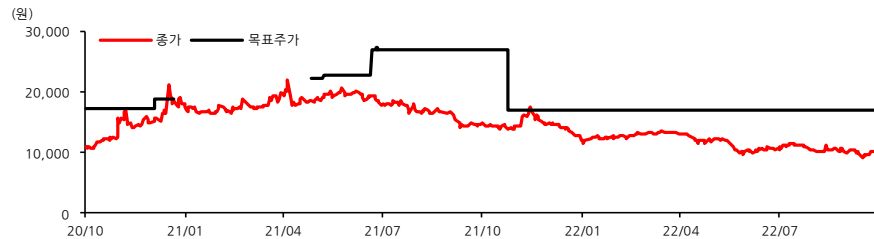
(공표일: 2022년 10월 25일)

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, 유영술)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 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 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[보령 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2021.05.21	2021.05.21	2021.08.27	2021.11.19	2022.04.08
투자의견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		김형수	27,000	27,000	17,000	17,000
일 시	2022.05.30	2022.07.28	2022.10.25			
투자의견	Buy	Buy	Buy			
목표가격	17,000	17,000	15,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2021.05.21	Buy	22,188	-22.29	-6.89
2021.11.19	Buy	17,000	-28.60	2.06
2022.10.25	Buy	15,000		

[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 9월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	94.5%	5.5%	0.0%	100.0%