상상인 증권

2019. 10. 04

보령제약
(003850.KS)

Analyst 하태기

투자의견 : 매수(유지)

목표주가 : 15,000원(유지) / 현재주가 : 12,350원(상승여력 : 21.5%)

PM Grade	Increase	Trading Up	Short-term Reduce

카나브 고성장, ETC제품화 확대, 안정적 매수 종목

카나브패밀리와 항암제 역량강화, 영업활동에서 창출되는 이익증가세는 지속

보령제약의 금년 2분기기준 사업포트폴리오는 전문의약품 77.0%, 일반의약품(OTC) 5.9%, 수탁 11.8%, 수출 5.2%로 되어 있다. 전문의약품 중에서 고혈압치료제와 항암제에서 경쟁력이 있다. 동사는 카나브와 같은 신약을 개발하기도 하지만, 역사적으로 다소 오래된 해외 오리지널 의약품을 매입, 제품화 하는 방법으로 성장해 왔다. **향후 전문의약품 중심으로 성장하는데, 카나브패밀리와 항암제에 대한 역량강화(제품화 확대)로 중/단기적인 성장을 이어갈 것으로 전망**된다.

우선 고혈압치료제 카나브 패밀리의 매출성장이 지속될 전망이다. 카나브 패밀리 중에서도 특히 복합제 듀카브의 매출성장이 가파르다. 패밀리내에서 듀카브는 금년 상반기에 전년동기대비 57.0% 성장한 116억이다. 따라서 **카나브패밀리 전체 매출액은 2019년 상반기에 18.0% 성장한 334억원이다. 연간으로는 2018년에 51.7% 성장한 575억원이었고, 2019년에는 24.2% 성장한 714억원으로 전망**된다. 2019년 카나브패밀리 매출목표는 800억원이다.

2019년 2분기부터 수익성이 대폭 개선되었다. 카나브 매출증가로 매출원가율이 44%로 하향 안정되고 특히, 판관비율이 35%내외로 하향조정되면서 영업이익이 114억원대로 대폭 증가했다. 판관비율 하락은 **일반의약품관련 판관비가 대폭 감소한 영향으로 분석된다.** 3분기까지는 이러한 높은 수익성이 유지될 것으로 전망된다.

다만 1,500억원 투자된 예산 신공장이 금년 4월에 준공되었고, 금년 4분기부터 내용고형제 중심으로 생산/가동이 된다. 따라서 **4분기에 25억원 내외(연간 100억원) 감가상각비가 추가되어, 4분기 영업이익은 전년동기보다 소폭 증가한 수준이 될 전망이다. 그러나 2020년부터 주력 고마진 품목의 성장으로 감가상각비 증가분을 어느정도 상쇄할 수 있을 전망**이다. EBITDA는 이와 관계 없이 크게 증가, 영업활동에서 창출되는 실질적 이익은 지속적으로 증가하는 것이다.

자체 신약 Pipeline과 바이젠셀 임상은 예정대로 진행 중이다

동사의 자회사 바이젠셀과 신약Pipeline 가치가 증가하고 있다. 첫번째, **자회사 바이젠셀**(지분 29.5%, EVB 양성 NK/T세포 림프종 치료제 개발)에 대한 보유지분 가치이다. 바이오젠셀은 NK/T세포 림프종에 대해 2017년 12월에 임상 2상 승인을 받아, **현재 국내 임상 2상이 진행 중이며, 2022년 임상완료와 조건부 승인을 목표로 추진 중이다**. 신약과제가 면역항암제라서 가치평가에 주목 받고 있다. 또한 제대혈 줄기세포기반 이식편대숙주질환 치료제의 임상 1상 진입도 추진 중이다. 둘째, 보령제약이 직접 R&D를 진행하고 있는 **표적항암제(PI3K 저해)**도 현재 미국 임상1상에 대해 승인이 난 상태이며, 2020년 상반기에 한국/미국 임상 1상이 진행될 것으로 추정된다.

기업가치 증가, 잃을 확률보다 벌 확률이 큰 종목이다

수익구조가 개선되며 영업이익이 크게 증가하고 있다. 2020년 하반기(주식시황 악화로 당초예정보다 연기) 목표로 자회사 바이젠셀에 대한 코스닥 상장이 추진중이다. 안정된 영업실적과 성장비전을 감안, 안정적인 투자 대상으로 평가된다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	422.7	1.6	74.7	55.4	1,255	875.5	17.7	7.7	26.8	1.7	24.9
2018	460.4	25.0	30.1	22.9	519	-58.7	41.2	19.2	12.6	1.7	9.1
2019E	501.6	37.8	44.6	31.5	713	37.5	56.4	17.3	11.1	1.9	11.6
2020E	544.7	35.2	36.6	27.4	621	-12.9	56.2	19.9	10.7	1.8	9.2
2021E	587.3	40.4	40.9	30.7	694	11.8	60.1	17.8	9.2	1.6	9.4

자료 : 보령제약, 상상인증권, K-IFRS 별도기준

[표 1] 주가 밸류에이션 (단위: 억원)

Forward 추정 순이익	258	일시적 감가상각비 증가로 순이익 과소 반영
PER(배)	21.0	카나브 국내 고성장가치 반영(표4 참조)
사업가치	**5,422**	
R&D 및 자회사 지분가치(바이젠셀, 항암제 등)	**1,550**	**주관적 평가**
중간합계	**6,972**	(R&D **4년치 합계액의 76% 수준)**
순차입금	900	
기업가치	**6,072**	
발행주식수(주)	44,200,000	
자기주식수(주)	2,159,910	
유통주식수(주)	42,040,090	
적정주가(원)	**14,443**	

자료 : 상상인증권

[표 2] 카나브패밀리 성장 전략

국내	카나브 단일제 시장 1위 듀카브 중심 성장 -ARB+CCB 복합제 0.5조원 -M/S 4%에서 10% 목표
글로벌	중남미, 동남아, 동부유럽 중심 수출 확대
연구개발	고지혈, 3제, 이뇨복합제 등 -카나브 브랜드 완성

자료 : 보령제약 IR자료

[표 3] 신약 Pipeline 가치 평가 (단위: 억원)

	지분율	장부가	총자산		평가액	지분율반영
바이젠셀	29.50%	65	100		2,500	738
표적항암제 PIK 저해제					700	700
기타					500	500
합계						1,938
20% 할인후 가치						1,550
R&D비용(5년 합계액)			356	5 (년)		1,780

자료: 보령제약, 상상인증권, 주관적 평가이나 2019년 R&D비용 추정치 연간 356억원 *5년치 = 1,780억원 참고, 보령바이오젠셀 가치는 상대적 시장가치기준 매우 보수적 평가

[표 4] 보령제약 카나브패밀리 매출추이 (단위: 억원)

연도	합계		단일제	수출	듀카브	투베로
2012	183		183			
2013	215	17.5%	215			
2014	264	22.8%	264			
2015	334	26.5%	334			
2016	448	34.1%	378	31	33	6
2017	379	-15.4%	288	7	75	9
2018	575	51.7%	368	20	166	21
2019E	714	24.2%	406	18	260	30

자료: 보령제약, 상상인증권

[표 5] 카나브패밀리 매출액과 수익성 개선 추이 (단위: 억원)

구분	2015	2016	2017	2018	2019E
카나브 매출액	334	448	379	570	714
원가율	57.9%	56.8%	60.3%	59.0%	58.2%
전사 영업이익률	6.9%	5.4%	0.4%	5.4%	7.0%

자료: 보령제약, 상상인증권, 2017년은 전사적 유통재고 구조조정 실시

[표 6] 보령제약 분기별 요약 영업실적(별도기준)

12월결산	2018				2019E			
(억원)	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE
매출액	1,117	1,145	1,216	1,127	1,187	1,273	1,320	1,236
영업이익	88	42	71	49	94	114	112	57
세전이익	90	48	72	92	129	145	114	58
순이익	65	32	50	82	89	103	82	42
YoY(%)								
매출액	11.9	5.1	1.2	20.1	6.3	11.2	8.6	9.7
영업이익	81.7	440.0	386.0	흑전	6.7	171.1	58.8	16.5
세전이익	142.2	370.1	171.5	-86.4	43.8	202.3	58.6	-37.0
순이익	143.9	315.3	146.9	-83.6	36.5	217.7	64.4	-49.1

자료: 보령제약, 상상인증권, 바이오젠셀 지분매각이익이 2019년 1분기 36억원 인식, 2분기 40억원 인식

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	228.3	224.4	246.7	293.4	342.1
현금 및 현금성자산	16.1	7.4	37.1	67.5	115.0
매출채권 및 기타채권	143.0	130.2	121.9	131.7	142.1
재고자산	60.7	75.8	74.8	80.8	71.1
기타유동자산	8.5	10.9	12.8	13.4	13.9
비유동자산	172.9	227.0	267.0	252.2	239.2
관계기업투자등	5.4	4.9	4.0	4.1	4.3
유형자산	144.5	196.3	238.7	225.0	212.7
무형자산	17.5	17.4	14.7	13.2	11.8
자산총계	**401.2**	**451.3**	**513.7**	**545.7**	**581.3**
유동부채	116.2	129.7	140.0	146.7	153.9
매입채무 및 기타채무	58.3	71.2	71.1	76.8	82.8
단기금융부채	38.9	31.8	42.6	42.6	42.6
기타유동부채	19.0	26.7	26.3	27.4	28.5
비유동부채	36.7	64.2	87.3	87.7	88.1
장기금융부채	27.4	54.3	77.6	77.6	77.6
기타비유동부채	9.3	9.9	9.7	10.1	10.6
부채총계	152.9	193.9	227.3	234.5	242.1
지배주주지분	248.4	257.4	286.4	311.2	339.2
자본금	22.1	22.1	22.1	22.1	22.1
자본잉여금	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
이익잉여금	234.1	248.1	277.1	301.9	330.0
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**248.4**	**257.4**	**286.4**	**311.2**	**339.2**

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**422.7**	**460.4**	**501.6**	**544.7**	**587.3**
매출원가	254.9	271.8	286.5	315.8	335.5
매출총이익	**167.8**	**188.6**	**215.1**	**228.8**	**251.8**
판매비와 관리비	166.2	163.6	177.3	193.7	211.4
영업이익	**1.6**	**25.0**	**37.8**	**35.2**	**40.4**
(EBITDA)	17.7	41.2	56.4	56.2	60.1
금융손익	**-0.4**	**0.5**	**0.1**	**0.2**	**0.2**
이자비용	0.4	0.1	0.0	0.0	0.0
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	7.5	0.0	0.0
기타영업외손익	73.5	4.6	-0.8	1.2	0.3
세전계속사업이익	**74.7**	**30.1**	**44.6**	**36.6**	**40.9**
계속사업법인세비용	19.3	7.2	13.0	9.1	10.2
계속사업이익	55.4	22.9	31.5	27.4	30.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**55.4**	**22.9**	**31.5**	**27.4**	**30.7**
지배주주	55.4	22.9	31.5	27.4	30.7
총포괄이익	**55.4**	**22.9**	**31.5**	**27.4**	**30.7**
매출총이익률 (%)	39.7	41.0	42.9	42.0	42.9
영업이익률 (%)	0.4	5.4	7.5	6.5	6.9
EBITDA마진률 (%)	4.2	8.9	11.3	10.3	10.2
당기순이익률 (%)	13.1	5.0	6.3	5.0	5.2
ROA (%)	13.9	5.4	6.5	5.2	5.4
ROE (%)	24.9	9.1	11.6	9.2	9.4
ROIC (%)	0.5	6.1	7.7	7.3	8.7

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	**-24.3**	**39.0**	**49.9**	**39.3**	**56.8**
당기순이익(손실)	55.4	22.9	31.5	27.4	30.7
비현금수익비용가감	-27.6	22.9	12.2	21.4	20.2
유형자산감가상각비	13.9	13.9	16.6	19.2	18.1
무형자산상각비	2.2	2.2	2.0	1.8	1.6
기타현금수익비용	-1.1	-3.5	-6.5	0.4	0.4
영업활동 자산부채변동	-21.4	-7.9	11.8	-9.5	6.0
매출채권 감소(증가)	-12.7	15.6	8.5	-9.8	-10.4
재고자산 감소(증가)	5.6	-19.6	-2.1	-6.0	9.7
매입채무 증가(감소)	2.6	8.6	4.1	5.7	6.1
기타자산, 부채변동	-16.9	-12.5	1.3	0.6	0.6
투자활동 현금	**-25.1**	**-56.4**	**-51.2**	**-6.3**	**-6.7**
유형자산처분(취득)	-62.9	-54.8	-60.0	-5.4	-5.9
무형자산 감소(증가)	-2.6	-1.6	0.7	-0.3	-0.3
투자자산 감소(증가)	0.0	0.0	-0.1	-0.2	-0.2
기타투자활동	40.3	0.0	8.2	-0.4	-0.4
재무활동 현금	**39.5**	**8.7**	**30.9**	**-2.7**	**-2.7**
차입금의 증가(감소)	40.9	19.8	33.4	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-1.6	-6.8	-2.5	-2.7	-2.7
배당금의 지급	1.6	6.8	2.5	2.7	2.7
기타재무활동	0.2	-4.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	**-10.2**	**-8.7**	**29.7**	**30.4**	**47.4**
기초현금	26.3	16.1	7.4	37.1	67.5
기말현금	16.1	7.4	37.1	67.5	115.0

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	7.7	19.2	17.3	19.9	17.8
P/B	1.7	1.7	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	26.8	12.6	11.1	10.7	9.2
P/CF	19.6	11.9	12.5	11.2	10.7
배당수익률 (%)	8.3	0.6	0.5	0.5	0.5
성장성 (%)					
매출액	3.3	8.9	9.0	8.6	7.8
영업이익	-92.8	1,478.9	51.0	-6.9	14.8
세전이익	246.8	-59.7	47.9	-17.9	11.8
당기순이익	876.3	-58.6	37.6	-12.9	11.8
EPS	875.5	-58.7	37.5	-12.9	11.8
안정성(%)					
부채비율	61.5	75.3	79.4	75.3	71.4
유동비율	196.5	172.9	176.3	200.0	222.3
순차입금/자기자본	20.1	30.5	28.9	16.8	1.5
영업이익/금융비용	4.4	259.2	-16,931.4	-7,552.2	-8,673.6
총차입금 (십억원)	66.3	86.1	120.2	120.2	120.2
순차입금 (십억원)	49.9	78.5	82.8	52.4	4.9
주당지표(원)					
EPS	1,255	519	713	621	694
BPS	5,633	5,824	6,480	7,041	7,675
CFPS	630	1,038	988	1,105	1,150
DPS	800	60	60	60	60

자료: 보령제약, 상상인증권 리서치센터, K-IFRS 별도기준

Stock Data

KOSPI(10/02)	2,031.9pt
시가총액	5,459억원
발행주식수	44,200천주
액면가	500원
52주 최고가 / 최저가	13,850/9,400원
90일 일평균거래대금	38억원
외국인 지분율	8.5%
배당수익률(19.12E)	0.5%
BPS(19.12E)	6,460원

주가수익률

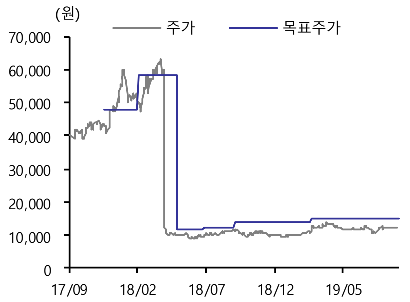
(%)	1W	1M	6M	1Y
절대수익률	1.2	0.4	1.6	8.3
상대수익률	2.6	-4.9	6.1	19.7

주주구성

보령홀딩스 (외 5인)	52.9%
자사주펀드 (외 1인)	2.8%
자사주 (외 1인)	2.0%

Stock Price

보령제약 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자의견	목표가격	목표가격 대상 시 시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2018. 07. 25	매수(유지)	14,000원(상향)	1년	-12.0	-4.2
2018. 10. 04	매수(유지)	14,000원	1년	-26.8	-18.2
2019. 03. 22	매수(유지)	15,000원(상향)	1년	-16.6	-12.3
2019. 04. 25	매수(유지)	15,000원	1년	-18.6	-7.7
2019. 07. 08	매수(유지)	15,000원	1년	-20.6	-15.0
2019. 10. 04	매수(유지)	15,000원	1년		

*2018년 5월 액면분할

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자:나민식)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 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.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 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 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비	Overweight(비중확대)			
	업종 비중 기준	Neutral (중립)			
	투자등급 3 단계	Underweight (비중축소)			
Company (기업)	투자등급 4 단계	Buy (매수)	+15% 이상	61.5%	투자의견 비율은 의견 공표 종목들의 맨 마지막 공표 의견을 기준으로 한 투자 등급별 비중 (최근 1 년간 누적 기준, 분기별 갱신)
		Hold (보유)	-15% ~+15%	1.1%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대	0.0%	
		Not Rated(투자의견없음)	등급보류	37.4%	
		합계		100.0%	