SK 증권

2025-11-28

COMPANY ANALYSIS

보령 (003850/KS)

수익성 개선에 주목, 이제는 봐야 할 때

제약 / 바이오 이선경 / seonkyoung.lee@sks.co.kr / 3773-9089

Signal: LBA 품목 자사 생산에 따른 수익성 개선
Key: 시장에서 우려하고 있는 카나브 약가 인하는 27 년 이후 가능
Step: 밸류에이션 매력적인 구간

매수(신규편입)

목표주가: 13,000 원(신규편입)
현재주가: 8,660 원
상승여력: 50.1%

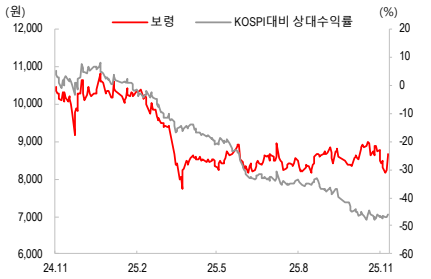
STOCK DATA

주가(25/11/27)	8,660 원
KOSPI	3,986.91 pt
52 주 최고가	10,810 원
60 일 평균 거래대금	15 억원

COMPANY DATA

발행주식수	8,579 만주
시가총액	7,429 억원
주요주주	
보령홀딩스(외 9)	64.78%
자사주	1.52%
외국인 지분율	7.24%

주가 및 상대수익률



영업실적 및 투자지표

구분	단위	2025E	2026E	2027E
매출액	억원	10,356	10,933	11,451
영업이익	억원	900	1,076	1,335
순이익(지배주주)	억원	356	384	521
EPS	원	415	448	607
PER	배	20.9	19.3	14.3
PBR	배	0.9	0.9	0.8
EV/EBITDA	배	5.8	6.0	5.6
ROE	%	4.5	4.7	6.1
배당성향	%	23.7	22.0	16.2

LBA 자사 생산 전환에 따른 수익성 개선과 해외진출에 주목

글로벌 제약사와의 코프로모션을 통해 매출을 확대하는 타 제약사와는 달리 동사는 안정적인 매출 확보를 위해 일정수순의 매출이 지속되고 있는 품목의 브랜드를 인수하는 LBA(Legacy Brands Acquisition) 전략을 추진하고 있다. 브랜드 인수 후 3 년차부터는 자체 생산이 가능해져 원가율이 크게 개선될 수 있으며, 용량/제형 변경을 통한 약가 재산정도 가능해 추가적인 외형 성장도 가능하다. 이와 더불어 LBA 중심의 포트폴리오 구축은 중심으로 마진율이 낮고 경쟁이 심화된 제네릭/개량신약 품목과 번들링 효과를 강화해 영업 효율성을 제고하는 이점까지 있다. 22 년 일라이 릴리의 젬자, 24 년 자이프렉사, 25 년 3 분기 알림타까지 자사생산 전환이 완료됨에 따라 젬자/자이프렉사/알림타의 GPM은 22년 29%에서 25년 3분기 60.9%로 31.9%p 대폭 개선되었으며, 추가적으로 알림타 액상 품목 전환에 따른 외형성장도 기대되는 상황이다.

특히 주목해야 할 점은 25년 10월 인수를 발표한 사노피 탁소텔으로 한국, 중국, 독일, 스페인 등 19 개국 판권/유통권/상표권 등 포괄 인수를 발표했다. 사노피의 탁소텔은 24 년 기준 약 1,100 억원의 매출을 기록, 19 개국 유통사와의 계약 변경 및 국가별 제품 라벨 전환 등 행정적인 절차로 단기내 매출 추정은 쉽지 않은 상황이나 26 년 한국(약 200 억원 추정)을 시작으로 자사생산이 전환되는 27 년 이후 본격적인 매출 성장과 영업이익 개선을 기대할 수 있다.

특허 만료에도 견조한 카나브 패밀리

동사의 대표 품목인 카나브는 보령이 자체 개발한 첫번째 신약으로 23 년 2 월에 특허가 만료됨에 따라 지속적으로 제네릭 진출에 따른 약가 인하 리스크가 존재해 해당 이슈가 발생할 때마다 주가의 변동성이 크게 확대되는 모습을 반복적 보여왔다. 7 월 복지부의 카나브 패밀리 약가 인하 결정에 보령이 신청한 집행정지가처분이 인용됨에 따라 최종 소송 결과가 나올 때까지 약가 인하는 유예된 상황이다. 최종 소송 결과는 27 년 이후 나올 것으로 판단되며 27 년에는 LBA 품목에 따른 매출 성장이 가시화되는 시기로 약가 인하에 따른 실적 악화 우려가 최소화될 수 있다는 점에 주목할 필요가 있다.

투자의견 매수, 목표주가 13,000 원으로 커버리지 개시

25 년 트루리시티 코프로모션 종료에 따른 매출 공백에도 불구하고 LBA/카나브 패밀리 등 고마진 품목 중심으로 매출 성장을 견인함에 따라 수익성 개선이 가시화되고 있는 상황이다. 다만 주가는 이를 반영하지 못하고 있어 매력적인 구간이라 판단, 투자의견 매수 목표주가 13,000 원으로 커버리지를 개시한다.

보령 분기별 실적추정 (단위: 억원, %)

구분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25E	2024	2025E
매출액	**2,336**	**2,556**	**2,710**	**2,569**	**2,406**	**2,515**	**2,800**	**2,635**	**10,171**	**10,356**
YoY	14.6	18.2	30.1	11.1	3.0	-1.6	3.3	2.6	18.3	1.8
ETC	1,955	2,118	2,307	2,128	2,050	2,129	2,388	2,235	8507.2	8802.2
OTC	190	202	203	197	163	180	201	199	793.0	743.9
기타(수출, 수탁 외)	191	235	200	244	192	206	211	200	870.9	809.8
매출총이익	**889.5**	**947**	**912.5**	**886.6**	**867.8**	**973.2**	**1,032.8**	**998.7**	**3,636**	**3,873**
GPM	38.1	37.1	33.7	34.5	36.1	38.7	36.9	37.9	35.7	37.4
판관비	**726.0**	**745.8**	**717.9**	**739.6**	**758.7**	**719.5**	**738.5**	**755.8**	**2,929**	**2,973**
영업이익	**163.5**	**201.2**	**194.5**	**147.0**	**109.1**	**253.7**	**294.4**	**243.0**	**706.2**	**900.1**
YoY	2.2	5.7	5.4	-0.5	-33.2	26.1	51.3	65.3	3.4	27.5
OPM	7.0	7.9	7.2	5.7	4.5	10.1	10.5	9.2	6.9	8.7

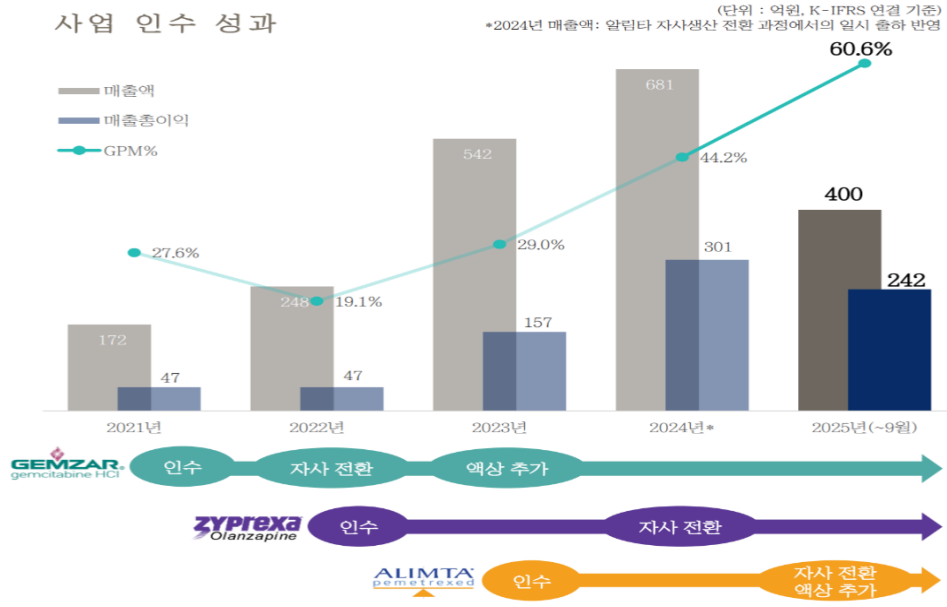
자료: 보령, SK 증권

보령 목표주가 산정

항목	적정가치	단위	비고
1. 영업가치	12,379	억원	25 년 보령 EBITDA * 국내 중견 제약사 3 개월 평균 EV/EBITDA(Fwd.12M) 9.5 배
2. 순차입금	1,686	십억원	25 년 차입금
3. 기업가치 (1-2)	10,693	십억원	
4. 주식수	83,963	천주	유통주식수
5. 적정주가	12,735	원	(E) = (C) / (D)
6. 목표주가	13,000	원	

자료: 보령, SK 증권

LBA 품목의 매출/매출총이익 현황



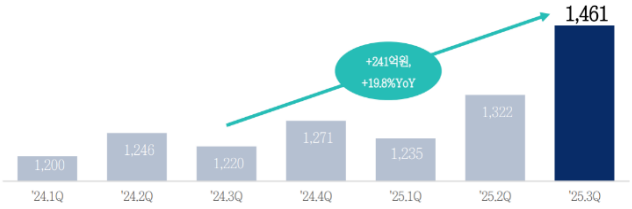
자료: 보령, SK 증권

자가제품 중심의 사업 성과

• 자가제품 & 전략제품 중심 영업력 집중

(단위 : 억원, K-IFRS 연결 기준)

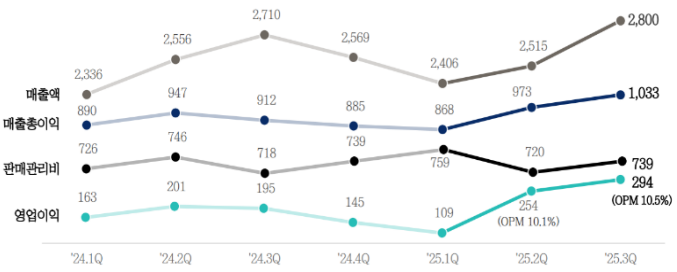
- 2025년 3분기 자가제품 매출 1,461억원으로 역대 최대치 달성 (전년동기대비 +241억원, +19.8%YoY)



• 분기 최대 영업이익 294억원 달성, 영업이익률 두 자릿수 연속 돌파

(단위 : 억원, K-IFRS 연결 기준)

- Product Mix 개선, 원가절감으로 수익 극대화(매출총이익률 +3.2%pYoY), 판관비 효율화 지속(매출액 대비 판관비율 -0.1%pYoY)



자료: 보령, SK 증권

재무상태표

12월 결산(억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	3,777	6,316	7,102	6,522	6,152
현금및현금성자산	165	1,872	1,540	622	24
매출채권 및 기타채권	1,615	1,906	1,955	2,103	2,203
재고자산	1,898	2,293	2,352	2,530	2,650
비유동자산	5,379	5,325	6,319	7,387	8,322
장기금융자산	1,178	1,378	2,425	2,426	2,426
유형자산	2,091	2,004	1,907	2,014	1,949
무형자산	1,729	1,550	1,422	2,378	3,374
자산총계	9,155	11,641	13,421	13,910	14,474
유동부채	2,011	2,393	2,409	2,587	2,708
단기금융부채	516	429	440	473	495
매입채무 및 기타채무	977	1,345	1,606	1,727	1,809
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	1,652	1,402	2,928	2,939	2,946
장기금융부채	1,528	1,264	2,786	2,786	2,786
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	2	2	2	2	2
부채총계	3,663	3,796	5,337	5,526	5,654
지배주주지분	5,487	7,845	8,084	8,384	8,820
자본금	343	434	434	434	434
자본잉여금	1,277	2,936	2,936	2,936	2,936
기타자본구성요소	-210	-208	-147	-147	-147
자기주식	-260	-260	-168	-168	-168
이익잉여금	4,069	4,666	4,846	5,146	5,582
비지배주주지분	5	0	0	0	0
자본총계	5,493	7,845	8,084	8,384	8,820
부채와자본총계	9,155	11,641	13,421	13,910	14,474

포괄손익계산서

12월 결산(억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	8,596	10,171	10,356	10,933	11,451
매출원가	5,062	6,537	6,483	6,789	6,928
매출총이익	3,534	3,634	3,873	4,143	4,523
매출총이익률(%)	41.1	35.7	37.4	37.9	39.5
판매비와 관리비	2,852	2,929	2,972	3,067	3,188
영업이익	683	705	900	1,076	1,335
영업이익률(%)	7.9	6.9	8.7	9.8	11.7
비영업손익	-120	-75	-377	-397	-416
순금융손익	-87	-30	-18	-25	-63
외환관련손익	10	190	-227	1	1
관계기업등 투자손익	-40	-33	-9	0	0
세전계속사업이익	563	630	523	680	919
세전계속사업이익률(%)	6.6	6.2	5.1	6.2	8.0
계속사업법인세	161	-67	167	296	398
계속사업이익	402	696	356	384	521
중단사업이익	0	0	0	0	0
***법인세효과**	0	0	0	0	0
당기순이익	402	696	356	384	521
순이익률(%)	4.7	6.8	3.4	3.5	4.5
지배주주	402	696	356	384	521
지배주주귀속 순이익률(%)	4.7	6.8	3.4	3.5	4.5
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	373	673	354	384	521
지배주주	373	673	354	384	521
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	1,127	1,133	1,308	1,433	1,644

현금흐름표

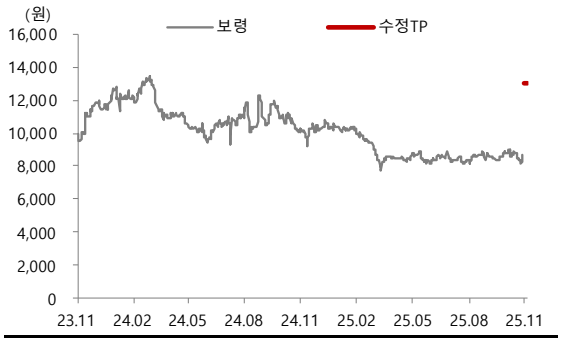
12월 결산(억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업활동현금흐름	422	806	845	570	715
당기순이익(손실)	402	696	356	384	521
비현금성항목등	878	523	838	677	769
유형자산감가상각비	251	232	224	193	165
무형자산상각비	193	197	184	164	144
기타	434	94	429	320	460
운전자본감소(증가)	-559	-436	-107	-170	-114
매출채권및기타채권의감소(증가)	-189	-293	-22	-148	-100
재고자산의감소(증가)	-268	-417	-42	-178	-120
매입채무및기타채무의증가(감소)	-207	382	126	121	82
기타	-512	22	-473	-617	-859
법인세납부	-213	0	-232	-296	-398
투자활동현금흐름	-292	-408	-2,505	-1,433	-1,248
금융자산의감소(증가)	-12	-6	-1,104	-8	-6
유형자산의감소(증가)	-149	-128	-124	-300	-100
무형자산의감소(증가)	-80	-72	-56	-1,120	-1,140
기타	-50	-202	-1,221	-5	-3
재무활동현금흐름	-126	1,284	1,282	-51	-62
단기금융부채의증가(감소)	-68	-380	-623	33	22
장기금융부채의증가(감소)	8	-18	1,989	0	0
자본의증가(감소)	0	1,749	0	0	0
배당금지급	-66	-68	-84	-84	-84
기타	0	-0	-0	0	0
현금의 증가(감소)	4	1,707	-332	-918	-598
기초현금	161	165	1,872	1,540	622
기말현금	165	1,872	1,540	622	24
FCF	273	677	721	270	615

주요투자지표

12월 결산(억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
성장성 (%)					
매출액	13.0	18.3	1.8	5.6	4.7
영업이익	20.6	3.2	27.7	19.6	24.0
세전계속사업이익	-4.4	11.8	-16.9	29.8	35.2
EBITDA	19.5	0.6	15.5	9.5	14.7
EPS	-4.0	37.1	-48.3	7.9	35.6
수익성 (%)					
ROA	4.4	6.7	2.8	2.8	3.7
ROE	7.6	10.4	4.5	4.7	6.1
EBITDA마진	13.1	11.1	12.6	13.1	14.4
안정성 (%)					
유동비율	187.8	263.9	294.9	252.1	227.2
부채비율	66.7	48.4	66.0	65.9	64.1
순차입금/자기자본	33.0	-3.7	5.9	17.0	23.1
EBITDA/이자비용(배)	11.8	12.6	11.6	10.5	11.9
배당성향	16.4	12.1	23.7	22.0	16.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	585	802	415	448	607
BPS	8,367	9,339	9,619	9,969	10,477
CFPS	1,231	1,296	891	864	968
주당 현금배당금	100	100	100	100	100
Valuation지표 (배)					
PER	20.3	12.8	20.9	19.3	14.3
PBR	1.4	1.1	0.9	0.9	0.8
PCR	9.7	7.9	9.7	10.0	9.0
EV/EBITDA	8.9	7.6	5.8	6.0	5.6
배당수익률	0.8	1.0	1.2	1.2	1.2

자료 : 보령, SK증권 추정

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2025.11.28	매수	13,000원	6개월		



COMPLIANCE NOTICE

작성자(이선경)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
투자판단 3 단계(6 개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2025 년 11 월 28 일 기준)	매수	93.33%	중립	6.67%	매도	0.00%