

# 보령 (003850/KS)

## 1Q26 Re: 약가인하 역풍에도 84.7% 성장

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

**Signal:** 약가인하 소송에 따른 회계적 영향에도 수익성 개선

**Key:** 고마진 LBA 품목의 지속 성장 전망

**Step:** 카나브 리스크 해소 기대로 목표주가 상향

**매수(유지)**

목표주가: 14,000 원(상향)

현재주가: 9,460 원

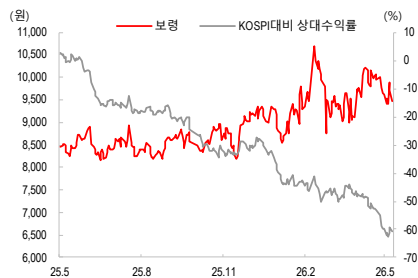
상승여력: 48.0%

**STOCK DATA**

주가(26/05/18)	9,460 원
KOSPI	7,516.04 pt
52 주 최고가	10,680 원
60 일 평균 거래대금	19 억원

**COMPANY DATA**

발행주식수	8,579 만주
시가총액	8,115 억원
주요주주	
보령홀딩스(외 9)	64.78%
자사주	1.52%
외국인 지분율	6.56%

**주가 및 상대수익률**

**1Q26 Re: 카나브 약가인하 반영에도 불구하고, 수익성 개선**

보령의 26 년 1 분기 매출액은 2,554 억원(+6.2%YoY, +4.1%QoQ), 영업이익은 202 억원(+84.7%YoY, 흑전 QoQ, OPM 7.9%)을 기록하며 카나브 약가인하 소송 관련 회계적 영향에도 불구하고 호실적을 발표했다.

호실적의 주요 요인은 1)듀카브(138 억원, +1.2%YoY, +64.5%QoQ)와 엘패밀리의 고성장으로 고혈압/이상지질혈증 사업부(429 억원, -5.6%YoY, +31.1%QoQ)의 매출 안정화, 2)자사생산 체제로 전환을 완료한 알림타(69 억원, +16.4%QoQ), 액상제형의 매출이 확대되고 있는 켄자(55 억원, +15.2%YoY, +7%QoQ)의 고성장, 3)뮤코미스트(+17.4%YoY, +15.1%QoQ), 겔포스(+11%YoY, +31.1%QoQ) 등 주력 제품의 매출 성장, 4)고마진 품목 성장 및 판관비 효율화로 GPM(63%, +0.9%pYoY, +2.4%pQoQ)과 OPM(7.9%, +3.4%pYoY, +8.2%pQoQ)이 크게 개선되었기 때문이다.

**투자의견 매수 유지, 목표주가 14,000 원으로 상향**

LBA 품목의 자사전환 완료, 액상제형 매출 확대로 카나브 약가인하 소송에 따른 회계적 영향이 최소화될 것으로 판단된다. 특히 2 분기에는 22 년 6 월 듀카브 플러스 출시 이후 4 년 만에 카나브 패밀리의 신규 제품이 출시 예정인 만큼 카나브 매출 감소에 따른 리스크는 점진적으로 축소될 것이다. 이에 따라 보령의 26 년 연결기준 매출액 1 조 577 억원(+4%YoY), 영업이익 802 억원(+23.2%YoY, OPM 7.6%)을 전망하며, 목표주가는 실적 구간을 기존 25년에서 26년으로 변경함에 따라 기존 13,000 원에서 14,000 원으로 상향 조정한다.

**추정치 변경 및 컨센서스 비교**

	26년 1분기					26년 연간실적				
	실적 확정치	SK 증권 추정치	차이(%)	컨센서스	차이(%)	신규 추정치	이전 추정치	차이(%)	컨센서스	차이(%)
매출액(억원)	2,554	2,621	-2.6	-	-	10,577	10,933	-3.3	-	-
영업이익(억원)	202	209	-3.6	-	-	802	1,076	-25.5	-	-
지배주주순이익(억원)	414	38	1,401	-	-	662	384	72.4	-	-
영업이익률(%)	7.9	8.0	-	-	-	7.6	9.8	-	-	-
지배주주순이익률(%)	16.2	1.1	-	-	-	6.3	3.5	-	-	-

자료: SK 증권

구분	26년 1분기			26년 연간 실적		
	실적	이전 추정치	차이	신규 추정치	이전 추정치	차이
<b>매출액</b>	<b>2,553.5</b>	<b>2,621.4</b>	<b>-2.6%</b>	<b>10,577.4</b>	<b>10,932.6</b>	<b>-3.2%</b>
ETC	2,223.8	2,257.4	-1.5%	8,946.0	9,357.4	-4.4%
OTC	169.8	168.3	+0.9%	764.5	766.3	-0.2%
기타(수출, 수탁 외)	160.0	195.7	-18.2%	866.8	809.0	+7.1%
<b>매출총이익</b>	<b>945.8</b>	<b>993.5</b>	<b>-4.8%</b>	<b>3,936.4</b>	<b>4,143.5</b>	<b>-5.0%</b>
GPM(%)	37.0	37.9	-0.9%p	37.2	37.9	-0.7%p
<b>영업이익</b>	<b>201.5</b>	<b>209.1</b>	<b>-3.6%</b>	<b>801.8</b>	<b>1,076</b>	<b>-25.5%</b>
OPM(%)	7.9	8.0	-0.1%p	7.6	9.8	-2.3%p

자료: 보령, SK 증권

구분	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26P	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2025	2026E
<b>매출액</b>	<b>2,405.5</b>	<b>2,515.2</b>	<b>2,800.1</b>	<b>2,453.5</b>	<b>2,553.5</b>	<b>2,576.3</b>	<b>2,825.2</b>	<b>2,622.3</b>	<b>10,174.3</b>	<b>10,577.4</b>
YoY(%)	3.0	-1.6	3.3	-4.5	6.2	2.4	0.9	6.9	-	4.0
ETC	2,049.8	2,128.9	2,388.1	1,983.1	2,223.8	2,184.6	2,394.7	2,142.8	8,549.9	8,946.0
고혈압/이상지질혈증	453.9	448.4	504.6	327.1	428.7	429.4	447.9	363.5	1,734.0	1,669.5
당뇨	64.3	49.0	52.0	60.8	51.8	53.3	54.9	56.0	226.1	216.0
CNS	48.9	52.5	56.5	55.6	52.6	54.1	58.2	56.9	213.5	221.8
- LBA: 자이프렉사	39.9	39.5	43.0	39.4	39.8	40.6	44.3	40.6	161.7	165.3
항암	508.1	584.0	683.9	549.7	593.7	624.3	702.3	618.7	2,325.7	2,539.0
- LBA: 젤자	47.5	55.2	61.3	51.1	54.7	56.4	58.2	60.1	215.0	229.4
- LBA: 알림타	-	41.6	72.6	59.2	68.9	71.0	73.1	75.3	173.3	288.2
Specialty Care	814.3	826.8	923.4	825.9	901.1	834.4	942.1	852.7	3,390.4	3,530.3
투석/신장질환	160.3	168.3	167.8	164.0	195.9	189.1	189.3	195.2	660.3	769.5
OTC	163.4	179.8	201.3	198.1	169.8	183.4	207.3	204.0	742.6	764.5
기타(수출, 수탁 외)	192.3	206.4	210.7	272.3	160.0	208.3	223.2	275.4	881.8	866.8
<b>매출총이익</b>	<b>868</b>	<b>973</b>	<b>1,033</b>	<b>849</b>	<b>946</b>	<b>976</b>	<b>1,062</b>	<b>952</b>	<b>3,723</b>	<b>3,936</b>
GPM(%)	36.1	38.7	36.9	34.6	37.0	37.9	37.6	36.3	36.6	37.2
판관비	758.7	719.5	738.5	855.5	744.3	767.3	764.3	858.6	3,072.2	3,134.6
<b>영업이익</b>	<b>109.1</b>	<b>253.7</b>	<b>294.4</b>	<b>-6.5</b>	<b>201.5</b>	<b>209.1</b>	<b>297.9</b>	<b>93.3</b>	<b>650.7</b>	<b>801.8</b>
YoY(%)	-33.2	26.1	51.3	적전	84.7	-17.6	1.2	흑전	-7.9	23.2
OPM(%)	4.5	10.1	10.5	-0.3	7.9	8.1	10.5	3.6	6.4	7.6

자료: 보령, SK 증권

보령 목표주가 산정			
항목	적정가치	단위	비고
1. 영업가치	10,579	억원	26년 보령 EBITDA * 국내 주요 중소형 제약사 12개월 평균 EV/EBITDA(Fwd.12M) 8.7배
2. 순차입금	-1,674	억원	26년 차입금
3. 기업가치 (1-2)	12,254	억원	
4. 주식수	85,787	천주	
5. 적정주가	14,283	원	
6. 목표주가	14,000	원	

자료: 보령, SK 증권

### 세포독성 항암제 주요 성과

#### 주요 성과

- 알림타: 자사 생산 체제 전환 완료. 액상 제형 전환으로 매출 확대 및 수익성 개선
- 젬자: 성공적인 액상 제형으로의 전환. 시장점유율 63.3%로 +2.0%p 확대 ('26년 3월, IQVIA 기준)

젬자+알림타 매출액 (억원)

1) '26.04.29' 원음 기준, 1,726.19억/유부

#### 탁소텔 인수

- 탁소텔 글로벌 비즈니스 인수 절차 마무리 단계 돌입
- 2024년 글로벌 19개국 연간 매출 약 7,000만 유로(1,208억원 규모)
- 세포독성항암제 글로벌 수출기입 전환 과정의 핵심 비즈니스

#### 글로벌 CDMO

- '24년 12월 대만 로터스社로부터 세포독성항암제 CDMO 수주
- '26년 2분기 첫 출하 예정으로 자사 제조 역량 기반 글로벌 CDMO 사업 성과 가시화
- 사업모델 고도화 및 수익 기반 다변화 목표

자료: 보령, SK 증권

### 중장기 성장 전략

#### 국내 제약 시장 챔피언 도약

“만성대사질환, 경쟁력 강화”

“국내 1위 항암 사업, 파이프라인 지속 확대”

#### 글로벌 세포독성항암제 No.1

“글로벌 비즈니스 인수”

“제조 기반, 글로벌 CDMO 사업 강화”

#### 미래 전략 신사업

“생명과학 연구 인프라 in Space”

자료: 보령, SK 증권

재무상태표

12월 결산(억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>유동자산</b>	6,316	6,629	6,332	6,106	7,213
현금및현금성자산	1,872	2,276	1,574	951	1,787
매출채권 및 기타채권	1,906	1,729	1,848	1,877	1,954
재고자산	2,293	2,194	2,528	2,895	3,014
<b>비유동자산</b>	5,325	7,249	8,263	9,082	8,747
장기금융자산	1,378	3,300	3,301	3,301	3,302
유형자산	2,004	2,004	2,065	1,897	1,694
무형자산	1,550	1,437	2,382	3,369	3,235
<b>자산총계</b>	11,641	13,879	14,595	15,188	15,959
<b>유동부채</b>	2,393	2,550	2,719	2,761	2,872
단기금융부채	429	709	758	770	802
매입채무 및 기타채무	1,345	1,215	1,568	1,593	1,658
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	1,402	2,874	2,894	2,898	2,911
장기금융부채	1,264	2,592	2,592	2,592	2,592
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	2	228	244	248	258
<b>부채총계</b>	3,796	5,424	5,613	5,660	5,783
<b>지배주주지분</b>	7,845	8,455	8,982	9,529	10,176
자본금	434	434	434	434	434
자본잉여금	2,936	2,936	2,936	2,936	2,936
기타자본구성요소	-208	-120	-120	-120	-120
자기주식	-260	-168	-168	-168	-168
이익잉여금	4,666	5,188	5,715	6,262	6,909
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	7,845	8,455	8,982	9,529	10,176
<b>부채외자본총계</b>	11,641	13,879	14,595	15,188	15,959

현금흐름표

12월 결산(억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>영업활동현금흐름</b>	806	1,332	418	500	853
당기순이익(순실)	696	643	662	682	783
비현금성항목등	523	509	340	430	459
유형자산감가상각비	232	246	239	268	203
무형자산상각비	197	189	175	153	134
기타	94	74	-75	9	122
운전자본감소(증가)	-436	293	-312	-361	-105
매출채권및기타채권의감소(증가)	-293	172	-119	-29	-77
재고자산의감소(증가)	-417	101	-334	-367	-119
매입채무및기타채무의증가(감소)	382	-93	101	25	66
기타	22	-207	-462	-448	-510
법인세납부	0	-94	-190	-196	-226
<b>투자활동현금흐름</b>	-408	-2,267	-1,086	-1,000	157
금융자산의감소(증가)	-6	-205	-4	-1	-3
유형자산의감소(증가)	-128	-222	-300	-100	0
무형자산의감소(증가)	-72	-77	-1,120	-1,140	0
기타	-202	-1,764	339	241	160
<b>재무활동현금흐름</b>	1,284	1,357	-86	-123	-103
단기금융부채의증가(감소)	-380	-33	49	12	32
장기금융부채의증가(감소)	-18	1,475	0	0	0
자본의증가(감소)	1,749	0	0	0	0
배당금지급	-68	-84	-135	-135	-135
기타	-0	-0	0	0	-0
<b>현금의 증가(감소)</b>	1,707	404	-702	-624	836
기초현금	165	1,872	2,276	1,574	951
기말현금	1,872	2,276	1,574	951	1,787
FCF	677	1,110	118	400	853

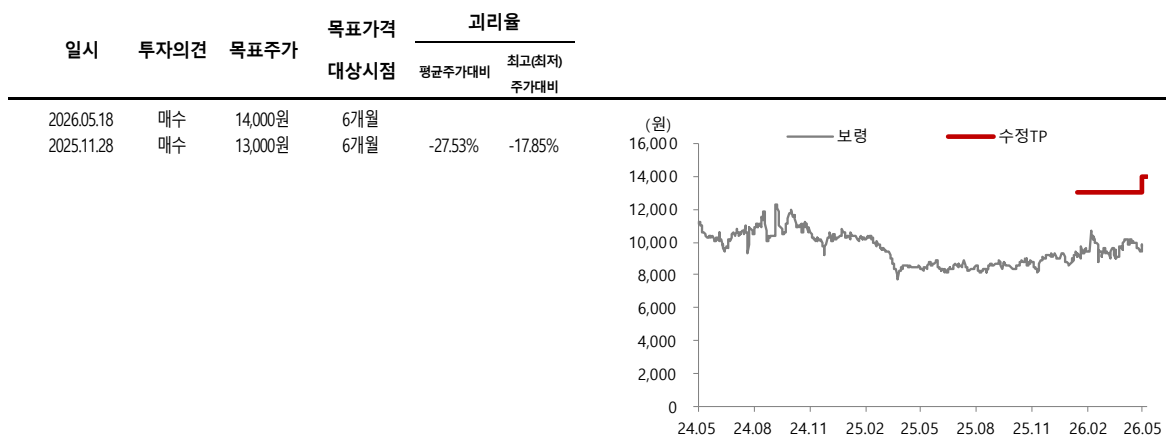
자료 : 보령, SK증권 추정

포괄손익계산서

12월 결산(억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>매출액</b>	10,171	10,174	10,577	10,842	11,289
<b>매출원가</b>	6,537	6,451	6,641	6,782	7,068
<b>매출총이익</b>	3,634	3,723	3,936	4,059	4,221
매출총이익률(%)	35.7	36.6	37.2	37.4	37.4
<b>판매비와 관리비</b>	2,929	3,072	3,135	3,229	3,315
<b>영업이익</b>	705	651	802	830	906
영업이익률(%)	6.9	6.4	7.6	7.7	8.0
<b>비영업손익</b>	-75	48	50	48	103
순금융손익	-30	-30	-82	-55	-58
외환관련손익	190	-2	310	216	162
관계기업등 투자손익	-33	-18	-14	-10	-8
<b>세전계속사업이익</b>	630	698	852	879	1,009
세전계속사업이익률(%)	6.2	6.9	8.1	8.1	8.9
<b>계속사업법인세</b>	-67	55	190	196	226
<b>계속사업이익</b>	696	643	662	682	783
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세효과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	696	643	662	682	783
순이익률(%)	6.8	6.3	6.3	6.3	6.9
<b>지배주주</b>	696	643	662	682	783
지배주주귀속 순이익률(%)	6.8	6.3	6.3	6.3	6.9
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
총포괄이익	673	698	662	682	783
지배주주	673	698	662	682	783
비지배주주	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	1,133	1,086	1,216	1,251	1,243

주요투자지표

12월 결산(억원)	2024	2025	2026E	2027E	2028E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	18.3	0.0	4.0	2.5	4.1
영업이익	3.2	-7.7	23.2	3.6	9.1
세전계속사업이익	11.8	10.9	22.0	3.1	14.8
EBITDA	0.6	-4.2	12.0	2.9	-0.7
EPS	37.1	-6.6	2.9	3.1	14.7
<b>수익성 (%)</b>					
ROA	6.7	5.0	4.6	4.6	5.0
ROE	10.4	7.9	7.6	7.4	7.9
EBITDA마진	11.1	10.7	11.5	11.5	11.0
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	263.9	260.0	232.8	221.1	251.1
부채비율	48.4	64.1	62.5	59.4	56.8
순차입금/자기자본	-3.7	8.5	16.3	22.0	12.7
EBITDA/이자비용(배)	12.6	9.4	8.7	9.5	16.7
배당성향	12.1	21.0	20.4	19.8	17.3
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	802	750	772	795	912
BPS	9,339	10,052	10,666	11,303	12,058
CFPS	1,296	1,257	1,255	1,286	1,306
주당 현금배당금	100	160	160	160	160
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER	12.8	12.0	12.3	11.9	10.4
PBR	1.1	0.9	0.9	0.8	0.8
PCR	7.9	7.2	7.5	7.4	7.2
EV/EBITDA	7.6	7.8	7.8	8.1	7.5
배당수익률	1.0	1.8	1.7	1.7	1.7



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 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.  
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.  
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.  
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2026년 05월 15일 기준)	매수	93.90%	중립	6.10%	매도	0.00%
---------------------------------------	----	--------	----	-------	----	-------