DS INVESTMENT & SECURITIES

Company Analysis

보령 003850

'24년 내 성장이 예상되는 전통제약사

카나브 패밀리의 굳건한 성장

2024년 보령의 매출액 및 영업이익을 각 1조 168억원(+18.3% YoY), 921억원(+34.8% YoY, OPM 9.1%)로 전망한다. 카나브 단일제 제네릭 출시로 인하여 약 30%의 약가 인하가 있었음에도 불구하고 HK이노엔과 co-promotion 계약을 통해 카나브 패밀리는 견조한 성장세를 유지하고 있다. 위의 공동판매계약을 통해 들여온 신약 케이캡은 1Q24에도 약 282억원의 매출을 달성하였으며 향후 고성장세를 이어갈 것으로 기대된다.

LBA 품목 성장 확인

보령은 LBA(Legacy Brand Acquisition) 모델을 통해 회사의 외형성장과 이익을 도모하고 있다. '20년 5월 약 340억원에 인수한 젬자는 현재 인수 5년차로서 3Q22부터 자체생산을 진행하여 이익성장에 직접 기여하고 있다. 젬자는 올해 연말 기존 동결건조분말에서 액상형으로 제형을 변경할 예정이다. 제형변경이 완료될 경우 투약편의성이 개선되어 매출 상승 폭이 더욱 커질 것으로 예상한다.

더불어 '21년 10월 인수한 자이프렉사는 올해 3월 자체생산으로 전환되어 1분기 기존 재고를 전량 납품하여 일시 매출액이 발생하였다. 이에 2분기 자이프렉사 매출은 저조할 것으로 예상되나 3분기부터는 보령의 이익 상승에 기여할 것으로 전망한다. 알림타는 내년 중 자체생산으로 전환될 예정이다.

투자의견 매수, 목표주가 16,000원으로 커버리지 개시

보령에 대해 투자의견 매수와 목표주가 16,000원으로 커버리지 개시한다. 12m Fw. EBITDA에 multiple 8.4배를 적용하였다. 의사 파업으로 인하여 일부 제품 판매가 영향을 받을 가능성이 있으나 2024년 하반기 실적개선에 대한 기대감이 유효하며 고 마진 품목의 성장이 지속되고 있음에 주목할 것을 제안한다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	627	760	860	1,017	1,119
영업이익	41	57	68	92	113
영업이익률(%)	6.6	7.4	7.9	9.1	10.1
세전이익	71	59	56	81	102
지배주주지분순이익	43	42	40	71	77
EPS(원)	627	610	585	1,074	1,169
증감률(%)	48.2	-2.7	-4.0	83.5	8.8
ROE(%)	10.6	8.5	7.6	12.2	11.9
PER(배)	23.3	14.9	20.3	9.8	9.0
PBR(배)	2.1	1.2	1.5	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	13.8	8.6	8.9	6.1	5.1

자료: 보령, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

김민정 제약·바이오
02-709-2656
kim.min_jeong@ds-sec.co.kr

2024.05.29

매수(신규)

목표주가(신규)	16,000원
현재주가(05/28)	10,480원
상승여력	52.7%

Stock Data

KOSPI	2,722.9pt
시가총액(보통주)	720십억원
발행주식수	68,690천주
액면가	500원
자본금	34십억원
60일 평균거래량	278천주
60일 평균거래대금	3,442백만원
외국인 지분율	9.4%
52주 최고가	13,750원
52주 최저가	7,440원
주요주주	
보령홀딩스(외 6인)	53.9%
자사주(외 1인)	4.1%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-4.1	-6.6
3M	-14.1	-16.8
6M	5.6	-2.3

주가차트

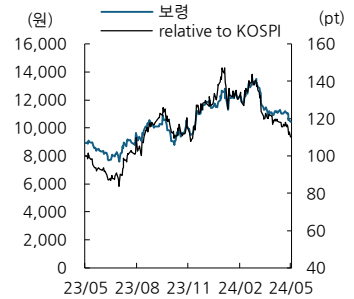


표1 보령 Valuation Table 단위: 십억원, 배, 천주, 원

항목		비고
① 영업가치	1,181	
'12m Fw. EBITDA	138.2	로열티 수익 제외
Target EV/EBITDA	8.5	국내 중견제약사 12mFw. EV/EBITDA 평균
② 순차입금	128.0	2023년 말 기준
③ 기업가치 (=①-②)	1,053	
④ 주식수	65,866	자사주 2,824,290주 제외
적정 주가 (=③/④)	**15,984**	**=16,000원**

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표2 분기별 실적 추이 및 전망

단위: 십억원	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F
총 매출액	**203.8**	**216.3**	**208.3**	**231.2**	**233.6**	**256.8**	**254.2**	**272.2**	**760.5**	**859.6**	**1,016.8**
YoY%	*18%*	*25%*	*8%*	*19%*	*16%*	*21%*	*25%*	*20%*	*21%*	*13%*	*18%*
카나브패밀리	32.9	35.9	32.9	50.4	38.0	39.8	37.5	49.7	130.2	152.0	165.0
케이캡	0.0	0.0	0.0	0.0	28.2	29.0	29.9	30.8	0.0	0.0	118.0
LBA	12.1	13.6	14.5	15.4	15.7	16.1	16.6	17.0	24.8	55.6	65.4
매출총이익	**79.3**	**89.1**	**82.2**	**102.8**	**89.0**	**97.0**	**96.6**	**112.6**	**307.2**	**353.4**	**395.2**
GPM	39%	41%	39%	44%	38%	41%	41%	41%	40%	41%	39%
YoY%	*4%*	*17%*	*7%*	*32%*	*12%*	*9%*	*18%*	*10%*	*16%*	*15%*	*12%*
영업이익	**16.0**	**19.0**	**18.5**	**14.8**	**16.4**	**24.0**	**26.5**	**25.2**	**56.6**	**68.3**	**92.1**
OPM	8%	9%	9%	6%	7%	9%	10%	9%	7%	8%	9%
YoY%	*-6%*	*38%*	*11%*	*61%*	*2%*	*26%*	*44%*	*70%*	*37%*	*21%*	*35%*
당기순이익	**11.4**	**11.3**	**12.0**	**5.6**	**23.4**	**15.3**	**18.9**	**13.3**	**41.9**	**40.2**	**70.8**
NPM	6%	5%	6%	2%	10%	6%	7%	5%	6%	5%	7%
YoY%	*2%*	*-25%*	*-46%*	*-188%*	*106%*	*35%*	*58%*	*137%*	*-3%*	*-4%*	*76%*

자료: 보령, DS투자증권 리서치센터 추정

[보령 003850]

재무상태표 (십억원)

	2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	437	338	378	470	555
현금 및 현금성자산	151	16	16	70	116
매출채권 및 기타채권	117	143	162	180	198
재고자산	111	165	190	210	231
기타	59	14	10	10	10
비유동자산	391	554	538	539	534
관계기업투자등	57	129	135	159	175
유형자산	232	216	209	200	194
무형자산	93	184	173	154	137
자산총계	829	892	916	1,008	1,088
유동부채	156	277	201	230	244
매입채무 및 기타채무	93	128	116	145	159
단기금융부채	26	114	52	52	52
기타유동부채	36	35	33	33	33
비유동부채	198	98	165	165	165
장기금융부채	189	95	153	153	153
기타비유동부채	9	4	12	13	13
부채총계	354	376	366	395	410
지배주주지분	474	516	549	613	678
자본금	34	34	34	34	34
자본잉여금	128	128	128	128	128
이익잉여금	335	376	407	471	536
비지배주주지분(연결)	0	0	1	1	1
자본총계	474	516	549	613	679

손익계산서 (십억원)

	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	627	760	860	1,017	1,119
매출원가	362	453	506	622	696
매출총이익	265	307	353	395	423
판매비 및 관리비	223	251	285	303	310
영업이익	41	57	68	92	113
(EBITDA)	74	94	113	138	156
금융손익	-1	12	-8	-4	-4
이자비용	4	6	10	11	11
관계기업등 투자손익	25	-4	-4	-4	-4
기타영업외손익	5	-6	0	-3	-3
세전계속사업이익	71	59	56	81	102
계속사업법인세비용	28	17	16	10	25
계속사업이익	43	42	40	71	77
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	43	42	40	71	77
지배주주	43	42	40	71	77
총포괄이익	44	43	40	71	77
매출총이익률 (%)	42.2	40.4	41.1	38.9	37.8
영업이익률 (%)	6.6	7.4	7.9	9.1	10.1
EBITDA마진률 (%)	11.7	12.4	13.1	13.6	13.9
당기순이익률 (%)	6.9	5.5	4.7	7.0	6.9
ROA (%)	5.8	4.9	4.4	7.4	7.3
ROE (%)	10.6	8.5	7.6	12.2	11.9
ROIC (%)	5.9	8.0	8.3	13.6	14.6

현금흐름표 (십억원)

	2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	60	28	42	107	97
당기순이익(손실)	43	42	40	71	77
비현금수익비용가감	43	71	88	46	44
유형자산감가상각비	26	28	25	27	26
무형자산상각비	6	10	19	19	17
기타현금수익비용	10	34	43	0	1
영업활동 자산부채변동	-10	-62	-56	-10	-25
매출채권 감소(증가)	-1	-31	-19	-19	-18
재고자산 감소(증가)	-19	-58	-27	-20	-21
매입채무 증가(감소)	13	33	-21	29	15
기타자산, 부채변동	-2	-7	11	0	0
투자활동 현금	-48	-147	-29	-47	-39
유형자산처분(취득)	-16	-20	-15	-18	-20
무형자산 감소(증가)	-43	-103	-8	-1	0
투자자산 감소(증가)	19	49	-2	-28	-20
기타투자활동	-7	-73	-4	0	0
재무활동 현금	112	-15	-13	-7	-12
차입금의 증가(감소)	24	-9	-6	0	0
자본의 증가(감소)	89	-7	-7	-7	-12
배당금의 지급	5	7	7	7	12
기타재무활동	-1	0	0	0	0
현금의 증가	125	-135	0	53	46
기초현금	26	151	16	16	70
기말현금	151	16	16	70	116
NOPLAT	25	40	49	80	85
FCF	28	-96	43	60	57

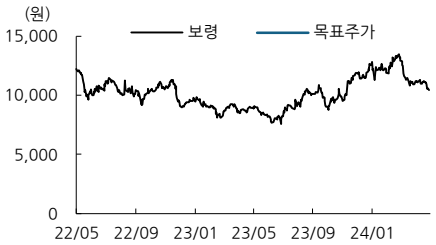
주요투자지표 (원, 배)

	2021	2022	2023	2024F	2025F
투자지표 (x)					
P/E	23.3	14.9	20.3	9.8	9.0
P/B	2.1	1.2	1.5	1.2	1.1
P/S	1.6	0.8	1.0	0.7	0.6
EV/EBITDA	13.8	8.6	8.9	6.1	5.1
P/CF	11.7	5.5	6.4	6.2	5.9
배당수익률 (%)	0.7	1.1	0.8	1.7	1.8
성장성 (%)					
매출액	11.6	21.2	13.0	18.3	10.0
영업이익	3.7	36.6	20.6	34.9	22.6
세전이익	96.2	-16.8	-4.4	44.0	25.7
당기순이익	60.5	-2.7	-4.1	76.0	8.8
EPS	48.2	-2.7	-4.0	83.5	8.8
안정성 (%)					
부채비율	74.7	72.8	66.7	64.4	60.4
유동비율	280.4	121.9	187.8	204.6	227.2
순차입금/자기자본(x)	3.0	36.8	33.0	20.9	12.1
영업이익/금융비용(x)	9.3	9.2	7.1	8.4	10.3
총차입금 (십억원)	216	208	204	204	204
순차입금 (십억원)	14	190	181	128	82
주당지표(원)					
EPS	627	610	585	1,074	1,169
BPS	6,899	7,511	7,989	8,923	9,871
SPS	9,132	11,071	12,515	14,803	16,290
CFPS	1,247	1,649	1,863	1,701	1,769
DPS	100	100	100	180	190

자료: 보령, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

보령 (003850) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
2024-05-29	담당자 변경			
2024-05-29	매수	16,000		



투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소	

투자의견 비율

기준일 2024.03.31

매수	중립	매도
98.7%	1.3%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

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.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 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.