

2017. 10. 27



▲ 제약/바이오

Analyst 이태영

02-6098-6658

taeyoung.lee@meritz.co.kr

Hold

적정주가 (12개월) 41,000 원

현재주가 (10.26) 41,550 원

상승여력 -1.3%

KOSPI 2,480.63pt

시가총액 3,673억원

발행주식수 884만주

유동주식비율 45.69%

외국인비중 5.31%

52주 최고/최저가 62,000원/38,500원

평균거래대금 12.2억원

주요주주(%)

보령홀딩스 외 4 인 50.46

| 주가상승률(%) | 1개월 | 6개월 | 12개월 |
|----------|------|-------|-------|
| 절대주가 | 3.0 | -16.9 | -27.4 |
| 상대주가 | -1.4 | -26.0 | -41.1 |

주가그래프



보령제약 003850

시간이 필요하다

- ✓ 매출액 1,201억원, 영업이익 15억원으로 어닝쇼크 기록
- ✓ 도입제품 매출 증가에 따른 원가 구조 악화
- ✓ 카나브패밀리 수출 계약금(Upfront) 분할 인식으로 매출 및 영업이익 감소
- ✓ 수출 모멘텀 유효하나 장기적인 시각에서 접근 권고
- ✓ 투자의견 Hold 로 하향, 적정주가 41,000 원 제시

매출액 1,201억원, 영업이익 15억원으로 어닝쇼크 기록

보령제약의 3 분기 매출액은 전년동기대비 소폭(+2.37% YoY)증가 하였으나, 영업이익은 -77.7% 하락하여 컨센서스를 크게 하회했다. 국산 신약 카나브 기반 복합제 출시 및 본격적 매출 발생에 따라 마진율 개선이 기대되었으나 자사 제품간 카니발리제이션이 발생하면서 카나브패밀리의 매출은 전년동기대비 -15.8%감소한 86 억원을 기록했다. 매출액 성장을 위해 도입한 하루날, 베시케어, 트루리시티의 매출 발생에 따라 매출원가율이 전년동기대비 +6.47%p 상승한 점도 영업이익 하락에 주요 요인으로 작용했다.

중장기적 관점에서 접근 권고

카나브패밀리의 수출 계약 총액은 약 5,000 억원 수준이다. 그러나 계약 상대방국가의 허가 정책에 따라 출시에는 상당한 시간이 소요될 전망이다. 고혈압 시장의 상당부분을 차지하고 있는 복합제 매출이 본 궤도에 오르기 위해서는 판매 병원 확대 등을 위해 상당한 시일이 필요하다. 뿐만 아니라 카나브 판매 확대를 위해 신규 채용한 영업인력에 의한 매출 증대 효과와 신규 도입 상품들의 이익 기여 역시 시간이 필요하다.

투자의견 Hold 로 하향, 적정주가 41,000 원 제시

보령제약에 대한 투자의견으로 Hold 로 하향하고 적정주가 역시 41,000 원으로 하향한다. 적정주가는 2018 년 예상 EPS 2,455 원에 peer 그룹(JW 생명과학, 휴온스, 일동제약)의 12m Fwd. PER 인 16.5 배를 적용했다.

| (십억원) | 매출액 | 영업이익 | 순이익 (지배주주) | EPS (원) (지배주주) | 증감률 (%) | BPS (원) | PER (배) | PBR (배) | EV/EBITDA (배) | ROE (%) | 부채비율 (%) |
|-------|-------|------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 2015 | 401.4 | 27.6 | 20.3 | 2,297 | -6.0 | 20,070 | 23.4 | 2.7 | 12.1 | 10.9 | 68.9 |
| 2016 | 409.1 | 22.0 | 5.6 | 635 | -72.3 | 20,087 | 97.6 | 3.1 | 14.0 | 2.9 | 103.7 |
| 2017E | 436.2 | 10.3 | 67.5 | 7,638 | 1,102.7 | 27,521 | 5.4 | 1.5 | 15.4 | 29.7 | 64.7 |
| 2018E | 487.1 | 29.6 | 23.0 | 2,598 | -66.0 | 29,948 | 16.0 | 1.4 | 8.9 | 8.5 | 55.0 |
| 2019E | 549.8 | 33.6 | 26.2 | 2,961 | 14.0 | 32,735 | 14.0 | 1.3 | 6.9 | 8.9 | 50.1 |

1. 실적 전망 및 Valuation

보령제약의 3분기 매출액은 전년동기대비 소폭(+2.37% YoY) 증가 하였으나, 영업이익은 -77.7% 하락하여 컨센서스를 크게 하회했다. 신규 도입제품이 총 85.3억원의 매출을 기록하며 선전하였으나, 카나브패밀리(-15.8% YoY), 아스트릭스(-39.6% YoY), 스토가(-24.8% YoY) 등 주력제품의 매출이 하락했다. 마진율이 좋은 자사제품의 매출이 감소한 점이 제조원가율을 상승시켰다. 카나브의 본격적인 수출 확대 및 국내 실적 개선을 위해서는 시간이 필요하다.

2018년 예상 EPS 2,455원에 peer 그룹의 12m Fwd. PER인 16.5배를 적용하여 투자 의견을 Hold로 하향하고 적정주가 41,000원을 제시한다. Peer 그룹은 자체 개발 제품을 통한 수출 확대가 기대되는 JW생명과학, 휴온스, 일동제약을 선정했다. 동사 역시 총 5,000억원 규모의 수출계약을 통해 장기적인 매출 성장이 기대되는 상황이며, 연간 300억원 수준의 연구개발 투자를 지속적으로 이어오고 있다.

표1 Valuation Table

| (원, 배) | 비고 |
|--------------|--|
| 2018년 예상 EPS | 2,455 기존 3,103원에서 -20.9% 하향 |
| 적용 배수 | 16.5 자체 개발 제품 수출 회사 PEER의 12m Fwd. PER (휴온스, JW생명과학, 일동제약) |
| 적정주가 | 40,508 |

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 보령제약 Earnings review

| (십억원) | 3Q17P | 3Q16 | (% YoY) | 2Q17 | (% QoQ) | 메리츠 | (% diff) | 컨센서스 | (% diff) |
|-------|-------|-------|---------|-------|---------|-------|----------|-------|----------|
| 매출액 | 120.1 | 117.3 | 2.4 | 108.9 | 10.2 | 131.5 | -9.5 | 126.2 | -5.1 |
| 영업이익 | 1.5 | 6.5 | -77.7 | 0.8 | 86.6 | 9.2 | -514.7 | 6.2 | -313.3 |
| 당기순이익 | 2.0 | 3.2 | -37.9 | 0.8 | 158.7 | 6.5 | -223.5 | 14.3 | -615.0 |

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 보령제약 실적추이 및 전망

| (십억원) | 3Q16 | 2Q17 | 3Q17P | 4Q17E | '16 | '17E | '18E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 117.3 | 108.9 | 120.1 | 107.3 | 409.1 | 436.2 | 487.1 |
| (% YoY) | 4.7 | 0.0 | 2.4 | 9.9 | 1.9 | 6.6 | 11.7 |
| 의약품사업 | 88.6 | 83.3 | 93.0 | 82.3 | 298.9 | 331.2 | 376.0 |
| 수출 | 8.6 | 6.0 | 6.4 | 5.1 | 34.5 | 26.2 | 28.7 |
| 수탁 | 12.0 | 12.0 | 11.9 | 12.0 | 44.4 | 47.1 | 50.6 |
| 기타 | 8.1 | 7.7 | 8.8 | 8.0 | 31.3 | 31.6 | 31.8 |
| 매출총이익 | 46.7 | 43.7 | 40.2 | 40.7 | 176.6 | 165.7 | 191.5 |
| 매출총이익률(% YoY) | 39.8 | 40.1 | 33.5 | 38.0 | 43.2 | 38.0 | 39.3 |
| 영업이익 | 6.5 | 0.8 | 1.5 | 3.2 | 22.0 | 10.3 | 29.6 |
| 영업이익률(% YoY) | 5.6 | 0.7 | 1.2 | 3.0 | 5.4 | 2.4 | 6.1 |

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표4 카나브 패밀리의 출시일정, 목표 매출 및 특징

| 제품 | 출시 일정 | '20년 목표 매출 | 특징 |
|-----------------|--------|------------|----------------|
| 카나브(FMS) | '11.03 | 800 | 국내 최초 고혈압 신약 |
| 카나브플러스(FMS+HTZ) | '13.09 | 100 | 이노제 복합제 |
| 듀카브(FMS+AMD) | '16.08 | 800 | 고혈압 2제 복합제 |
| 투베로(FMS+RSV) | '16.11 | 100 | 고지혈 복합제 |
| FMS+ATV | '18E | 100 | 고지혈 복합제 |
| FMS+RSV+AMD | '18E | 100 | 고혈압+고지혈 3제 복합제 |
| FMS+DPP4 | '24E | | 고혈압+당뇨 복합제 |

주: FMS(Fimasartan), HTZ(Hydrochlorothiazide), AMD(Amlodipine), RSV(Rosuvastatin), ATV(Atorvastatin)

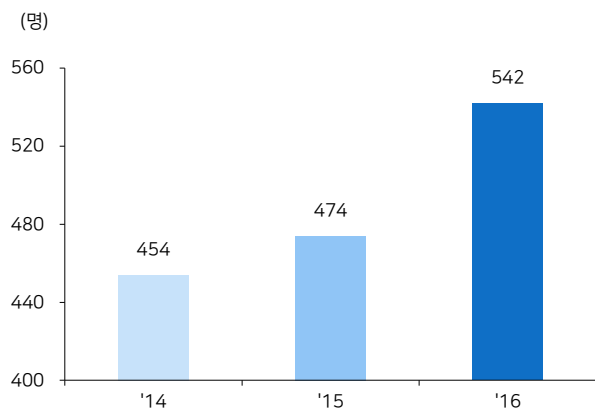
자료: 보령제약, 메리츠증권증권 리서치센터

표5 카나브 수출계약 현황

| 계약 상대방 | 계약 국가 | 품목 | 계약일 | 계약기간 (년) | 로열티 (백만달러) | 수출액 (백만달러) |
|----------------|------------|---------------|--------|-------------|---------------|---------------|
| Stendhal | 멕시코 외 12개국 | 카나브 | '11.10 | 7 | 7 | 23 |
| | | 이노복합제 | '13.07 | 7 | 3 | 23 |
| | | 고지혈 복합제 | '16.09 | 7 | 3.5 | 23.73 |
| Ache | 브라질 | 단일제 | '12.10 | 5 | 3 | 40 |
| R-Phram | 러시아 | 단일제 | '13.01 | 5 | 1.5 | 14 |
| Gloria | 중국 | 단일제 | '14.01 | 10 | 5.4 | 70.6 |
| Zuellig pharma | 동남아 13개국 | 단일제 | '15.06 | 15 | 3 | 126 |
| | | 이노복합제 | '16.06 | 15 | 0.75 | 27.71 |
| Kiara Health | 아프리카 10개국 | 단일제, 이노복합제 | '17.06 | 7 | 1.5 | 36.21 |
| Zanovex | 동남아 13개국 | 복합제 | '17.10 | 15 | 1.5 | 59.76 |
| 합계 | | | | | 30.15 | 444.01 |

자료: 보령제약, 메리츠증권증권 리서치센터

표6 영업망 확충을 위한 영업사원 인력 보충



자료: 보령제약, 메리츠증권증권 리서치센터

표7 강화된 영업망 활용을 위한 제품 도입

| 도입 시기 | 개발사 | 제품 | 판매 범위 | '16처방금액 (억원) |
|--------|-------|-----------------------|---------------|-----------------|
| '16.6 | 릴리 | 트루리티시티 ('16.6 출시) | 종합병원 +의원 | 9 |
| '16.11 | 아스텔라스 | 하루날디 | 비뇨기과 제외 의원 | 655 |
| | | 베시케어 | 비뇨기과 제외 의원 | 249 |
| '17.3 | 릴리 | 프로작 | 종합병원 +의원 | 21 |
| | | 스트라테라 | 종합병원 +의원 | 14 |
| 합계 | | | | 948 |

자료: 언론 자료, 메리츠증권증권 리서치센터

보령제약 (003850)

Income Statement

| (십억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 401.4 | 409.1 | 436.2 | 487.1 | 549.8 |
| 매출액증가율 (%) | 11.6 | 1.9 | 6.6 | 11.7 | 12.9 |
| 매출원가 | 232.4 | 232.5 | 270.5 | 295.7 | 334.2 |
| 매출총이익 | 169.0 | 176.6 | 165.7 | 191.5 | 215.6 |
| 판매관리비 | 141.4 | 154.6 | 155.4 | 161.9 | 182.0 |
| 영업이익 | 27.6 | 22.0 | 10.3 | 29.6 | 33.6 |
| 영업이익률 | 6.9 | 5.4 | 2.4 | 6.1 | 6.1 |
| 금융손익 | -0.5 | -0.1 | -0.5 | 0.4 | 0.5 |
| 종속/관계기업손익 | 0.0 | -0.1 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 기타영업외손익 | 0.7 | -0.4 | 78.5 | 0.0 | 0.0 |
| 세전계속사업이익 | 27.8 | 21.5 | 88.4 | 30.0 | 34.2 |
| 법인세비용 | 7.5 | 15.9 | 20.8 | 7.0 | 8.0 |
| 당기순이익 | 20.3 | 5.6 | 67.5 | 23.0 | 26.2 |
| 지배주주지분 순이익 | 20.3 | 5.6 | 67.5 | 23.0 | 26.2 |

Statement of Cash Flow

| (십억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름 | 17.1 | 9.4 | -9.9 | 34.6 | 33.1 |
| 당기순이익(손실) | 20.3 | 5.6 | 67.5 | 23.0 | 26.2 |
| 유형자산상각비 | 10.8 | 13.3 | 13.3 | 12.1 | 17.4 |
| 무형자산상각비 | 2.0 | 2.1 | 2.2 | 2.2 | 2.2 |
| 운전자본의 증감 | -20.2 | -23.0 | -59.9 | -2.6 | -12.6 |
| 투자활동 현금흐름 | -20.5 | 32.4 | -19.2 | -26.7 | -7.0 |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -16.2 | -25.1 | -22.3 | -24.1 | -4.5 |
| 투자자산의감소(증가) | 0.0 | -2.9 | -0.3 | -0.5 | -0.4 |
| 재무활동 현금흐름 | 19.1 | -38.5 | 54.2 | -33.3 | -21.7 |
| 차입금의 증감 | 20.3 | -31.8 | 56.1 | -31.6 | -20.0 |
| 자본의 증가 | 0.2 | 0.8 | 1.0 | 0.0 | 0.0 |
| 현금의 증가(감소) | 15.9 | 4.2 | 25.2 | -25.3 | 4.4 |
| 기초현금 | 6.2 | 22.1 | 26.4 | 51.5 | 26.2 |
| 기말현금 | 22.1 | 26.4 | 51.5 | 26.2 | 30.6 |

Balance Sheet

| (십억원) | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 202.0 | 262.0 | 282.4 | 277.8 | 313.4 |
| 현금및현금성자산 | 22.1 | 26.4 | 51.5 | 26.2 | 30.6 |
| 매출채권 | 124.7 | 130.8 | 126.0 | 129.5 | 147.1 |
| 재고자산 | 48.5 | 73.4 | 70.3 | 82.5 | 91.9 |
| 비유동자산 | 128.9 | 135.9 | 144.9 | 157.3 | 144.7 |
| 유형자산 | 80.0 | 89.3 | 99.8 | 111.8 | 98.9 |
| 무형자산 | 18.5 | 17.8 | 16.2 | 16.0 | 15.8 |
| 투자자산 | 0.5 | 3.3 | 3.7 | 4.2 | 4.6 |
| 자산총계 | 330.9 | 397.9 | 427.3 | 435.1 | 458.1 |
| 유동부채 | 119.4 | 195.6 | 150.2 | 135.7 | 133.2 |
| 매입채무 | 25.4 | 38.8 | 42.6 | 48.8 | 54.0 |
| 단기차입금 | 53.6 | 24.3 | 71.6 | 40.0 | 20.0 |
| 유동성장기부채 | 2.5 | 1.3 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 비유동부채 | 15.6 | 7.0 | 17.6 | 18.8 | 19.7 |
| 사채 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 장기차입금 | 1.3 | 0.0 | 10.0 | 10.0 | 10.0 |
| 부채총계 | 135.0 | 202.6 | 167.9 | 154.4 | 152.9 |
| 자본금 | 20.1 | 21.1 | 22.1 | 22.1 | 22.1 |
| 자본잉여금 | 2.7 | 2.5 | 2.5 | 2.5 | 2.5 |
| 기타포괄이익누계액 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 이익잉여금 | 178.2 | 182.0 | 245.2 | 266.4 | 290.9 |
| 비지배주주지분 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 자본총계 | 195.9 | 195.4 | 259.5 | 280.7 | 305.2 |

Key Financial Data

| | 2015 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|------------------------|--------|--------|--------|----------|----------|
| 주당데이터(원) | | | | | |
| SPS | 45,402 | 46,283 | 49,342 | 55,105 | 62,197 |
| EPS(지배주주) | 2,297 | 635 | 7,638 | 2,598 | 2,961 |
| CFPS | 5,207 | 4,742 | 12,059 | 4,959 | 6,019 |
| EBITDAPS | 4,563 | 4,223 | 2,913 | 4,959 | 6,019 |
| BPS | 20,070 | 20,087 | 27,521 | 29,948 | 32,735 |
| DPS | 200 | 200 | 200 | 200 | 200 |
| 배당수익률(%) | 0.4 | 0.3 | 0.5 | 0.5 | 0.5 |
| Valuation(Multiple) | | | | | |
| PER | 23.4 | 97.6 | 5.4 | 16.0 | 14.0 |
| PCR | 10.3 | 13.1 | 3.4 | 8.4 | 6.9 |
| PSR | 1.2 | 1.3 | 0.8 | 0.8 | 0.7 |
| PBR | 2.7 | 3.1 | 1.5 | 1.4 | 1.3 |
| EBITDA | 40.3 | 37.3 | 25.8 | 43.8 | 53.2 |
| EV/EBITDA | 12.1 | 14.0 | 15.4 | 8.9 | 6.9 |
| Key Financial Ratio(%) | | | | | |
| 자기자본이익률(ROE) | 10.9 | 2.9 | 29.7 | 8.5 | 8.9 |
| EBITDA 이익률 | 10.0 | 9.1 | 5.9 | 9.0 | 9.7 |
| 부채비율 | 68.9 | 103.7 | 64.7 | 55.0 | 50.1 |
| 금융비용부담률 | 0.3 | 0.2 | 0.0 | 0.0 | 0.0 |
| 이자보상배율(x) | 23.4 | 22.9 | 61.7 | -4,465.4 | -5,746.8 |
| 매출채권회전율(x) | 3.5 | 3.2 | 3.4 | 3.8 | 4.0 |
| 재고자산회전율(x) | 8.1 | 6.7 | 6.1 | 6.4 | 6.3 |

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 10월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 10월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 10월 27일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:이태영)

동 자료는 금융투자회사 영업 및 업무에 관한 규정 중 제 2장 조사분석자료의 작성과 공표에 관한 규정을 준수하고 있음을 알려드립니다. 동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

| 기업 | 향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미 | |
|------------------------|--|---------------------------------------|
| 추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급 | Buy | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상 |
| | Trading Buy | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만 |
| | Hold | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만 |
| | Sell | 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만 |
| 산업 | 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천 | |
| 추천기준일 시장지수대비 3등급 | Overweight (비중확대) | |
| | Neutral (중립) | |
| | Underweight (비중축소) | |

투자 의견 비율

| 투자 의견 | 비율 |
|-------|-------|
| 매수 | 94.0% |
| 중립 | 6.0% |
| 매도 | 0.0% |

2017년 9월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

보령제약 (003850) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

| 추천 확정일자 | 자료 형식 | 투자 의견 | 적정주가 (원) | 담당자 | 과리율(%)* | | 주가 및 적정주가 변동추이 |
|------------|----------|-------|-------------|--------|---------|--------|----------------|
| | | | | | 평균 | 최고(최저) | |
| 2016.01.13 | 산업브리프 | Buy | 87,000 | 김현욱 | -29.1 | -10.3 | |
| 2016.07.14 | | 1년 경과 | | 담당자 변경 | -27.2 | -14.5 | |
| 2017.03.22 | 산업분석 | Buy | 63,000 | 이태영 | -20.4 | -17.5 | |
| 2017.04.24 | 산업브리프 | Buy | 63,000 | 이태영 | -20.2 | -12.2 | |
| 2017.07.20 | 산업브리프 | Buy | 60,000 | 이태영 | -30.9 | -23.2 | |
| 2017.10.27 | 기업브리프 | Hold | 41,000 | 이태영 | - | - | |
| | | | | | | | |