

Analyst | 임동락

Tel. 3770-5428

limrotc37@hygood.co.kr

보령제약(003850)

– 실적 턴어라운드 및 정상화 과정

▶ 카나브 성과 기반 패밀리 라인업 구축

동사 카나브는 2011년 발매 이후 2014년 국내 ARB 단일제 시장 MS 1위에 등극하는 등 국산 신약 중 손에 꼽히는 상업적 성과를 거뒀다. 국산 최초 고혈압치료제라는 신약 프리미엄, 임상을 통해 판명된 탁월한 혈압강화 효과 같은 경쟁력에 기인한다. ARB 단일제 시장에서 거둔 성과를 바탕으로 규모도 더 크고 성장성이 높은 복합제 시장에도 진출했다. 2016년 듀카브(ARB+CCB 복합제), 투베로(ARB+ 고지혈증 복합제) 라인업을 추가함으로써 카나브 패밀리를 구축했다. 이에 그치지 않고 적응증을 확대한 카나브 밸류업 파이프라인을 통해 신제품 발매가 예정된 만큼 장기적으로는 브랜드 시너지가 기대된다.

▶ 실적 턴어라운드 및 정상화 과정

유동재고 조정 완료 후 당사 예상대로 작년 4Q를 바탕으로 올해 1Q 실적 턴어라운드에 성공했다. 2Q에도 매출액 1,145억원(+ 5.1% yoy), 영업이익 42억원(+ 440.1% yoy)을 달성해 의견상 양호하다. 하반기 실적 역시 준수할 전망이다. 기본적으로 기저효과가 크다. 트루리시티(당뇨/220억원 예상), 프라타사(항응고제/170억원 예상) 같은 대형 도입품목이 의형 성장에 기여할 것이다. 여기에 듀카브 종합병원 DC(Drug Committee) 통과로 로컬 의원 처방 증가가 예상된다. 올해 듀카브 매출액은 155억원(+ 106.3% yoy)을 전망한다. 규모가 크지 않지만 카나브 수출도 소폭 증가할 것이다. 멕시코에 이어 러시아/동남아 인허가가 완료되었기 때문이다. 2018년 매출액 4,682억원(+ 10.8% yoy), 영업이익 260억원(+ 1537.6% yoy)을 전망한다. 실적 개선폭이 크지만 이는 전년 낮은 실적 베이스에 의한 기저 때문이다. 현주가는 2018년 예상 EPS 기준 PER 22.2x 수준으로 밸류에이션 매력도 크지 않기 때문에 중립 투자의견을 유지한다. 다만 향후 실적 개선세가 유지되는 가운데 보유 파이프라인 모멘텀에 따라 상승 포텐셜은 충분히 내재되어있다는 판단이다.

▶ R&D 강화 통해 매력적인 파이프라인 보유

카나브 패밀리를 통한 대사성질환 시장에서 영역 확장 이외에도 R&D 강화를 통해 매력적인 파이프라인을 보유하고 있어 주목할 필요가 있다. PI3K저해제(비호지킨성림프종)는 기출시된 길리어드의 자이넬릭(연매출 약 9억\$)보다 약효 및 안전성에서 우수한 Best-in-class를 목표로 한다. 동 파이프라인은 올해 내 미국 FDA IND 신청 이후 내년 임상 1상 진입이 예상되는 가운데 향후 L/O 추진 예정이다. 이와 별개로 마이크로니들 플랫폼을 활용한 치매치료제(도네페질 패치)도 임상 1상을 준비 중이다. 자회사 보령바이젤텐의 VT-EBV-N(NK/T 세포 림프종)은 기존 치료법으로 완치 불가능한 종양 환자를 대상으로 미세 진존암 치료를 통해 완치를 목표로 하고 있으며, 미충족 수요가 높은 희귀암에서 향후 일반적인 고형암으로 적응증을 확대해 나갈 계획이다. 현재 임상 2상 IND 승인 상태로 조만간 2상 진입 예정이며, 2021년 임상 2상 완료 후 조건부 출시가 목표이다.

Rating	중립(유지)
Target Price	-
Previous	-

■ 주가지표

KOSPI(08/24)	2,293P
KOSDAQ(08/24)	798P
현재주가(08/24)	10,250원
시기총액	4,530억원
총발행주식수	4,420만주
120일 평균거래대금	24억원
52주 최고주가	12,600원
최저주가	7,700원
유동주식비율	42.2%
외국인지분율(%)	6.9%
주요주주	보령홀딩스 외 4인 (52.9%)

■ 상대주가차트



결산기	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	지배순이익 (억원)	EPS (원)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	영업이익률 (%)	ROE (%)	ROIC (%)
2014A	3,595	244	216	216	488	15.0	1.8	9.5	6.8%	12.8%	10.0%
2015A	4,014	276	203	203	459	23.4	2.4	12.1	6.9%	10.9%	9.3%
2016A	4,091	220	57	57	128	96.7	2.8	14.0	5.4%	2.9%	-9.2%
2017A	4,227	16	554	554	1,252	7.7	1.7	26.8	0.4%	24.9%	8.1%
2018F	4,682	260	200	200	452	22.2	1.4	10.8	5.5%	7.0%	6.2%

자료: 보령제약, 한양증권 리서치센터 추정 *K-IFRS 별도기준

■ 카나브 성과 기반 패밀리 라인업 구축

보령제약은 매출액 기준 업계 10위권 중견제약사이다. 겔포스(겔타입 제산제 국내 MS 1위)로 친숙한 일반의약품(OTC), 국산 15호 신약 카나브(고혈압 단일제)로 대표되는 전문의약품 (ETC) 제조/판매 사업을 영위한다. 주력제품 카나브 패밀리와 겔포스는 2017년 기준 전체 매출에서 각각 9.1%(386억원), 5.7%(241억원)를 차지한다.

ARB(안지오텐신2수용체 차단제) 계열 카나브(파마살탄 성분)는 2011년 발매 이후 2014년 국내 ARB 단일제 시장 MS 1위에 등극하는 등 국산 신약 중 손에 꼽히는 상업적 성과를 거뒀다. 국산 최초 고혈압치료제라는 신약 프리미엄, 임상을 통해 판명된 탁월한 혈압강화 효과와 안전성 확보 같은 경쟁력에 기인한다.

ARB 단일제 시장에서 거둔 성과를 바탕으로 규모도 더 크고 성장성이 높은 복합제 시장에도 진출했다. 2016년 듀카브(ARB+CCB 복합제), 투베로(ARB+고지혈증 복합제) 라인업을 추가함으로써 카나브 패밀리를 구축했다. 이에 그치지 않고 적응증을 확대한 카나브 벨류업 파이프라인을 통해 향후 신제품 발매가 예정된 만큼 장기적으로는 브랜드 시너지가 기대된다.

〈도표1〉국내 상위 10개 상장 제약사 매출액 및 점유율

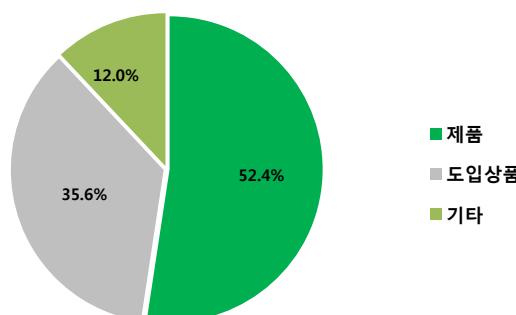
(단위 백만원, %)

회사명	2017		2018		매출액 증감율(yoy)
	매출액	점유율	매출액	점유율	
유한양행	1,451,988	19.02	1,312,018	18.92	10.67
녹십자	1,098,479	14.39	1,033,114	14.90	6.33
종근당	884,277	11.58	831,986	12.00	6.29
대웅제약	866,755	11.35	794,010	11.45	9.16
한미약품	702,636	9.20	687,782	9.92	2.16
광동제약	688,537	9.02	636,318	9.18	8.12
동아ST	554,767	7.27	560,278	8.08	-0.98
JW중외제약	502,919	6.59	467,465	6.74	7.58
일동제약	460,383	6.03	201,344	2.90	128.65
보령제약	422,721	5.54	409,140	5.90	3.32

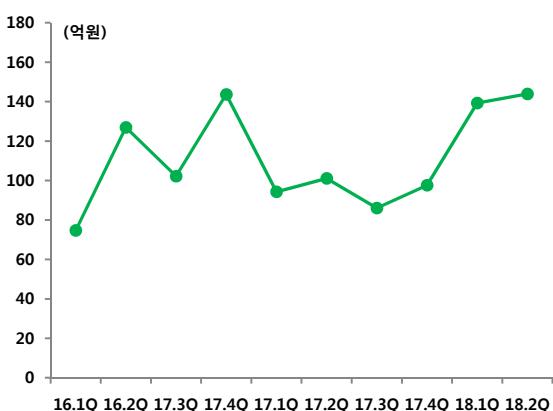
자료: 보령제약, 한양증권 리서치센터

〈도표2〉 주력제품 카나브 패밀리와 겔포스

자료: 보령제약, 한양증권 리서치센터

〈도표3〉 매출 구성

자료: 보령제약, 한양증권 리서치센터

〈도표4〉 카나브 패밀리 매출액 추이

자료: 보령제약, 한양증권 리서치센터

〈도표5〉 카나브 패밀리 Value-up 파이프라인

적응증	개발단계	예상 발매년도
BR-1008 고혈압/고지혈증	임상 3상	2020년
BR-1009 고혈압/당뇨	임상 1상	2021년
BR-1010 고혈압	임상 1상	2022년
BR-1006 고혈압/고지혈증	임상 3상	2020년
BR-1007 고혈압 외 적응증	임상 3상	2021년

자료: 보령제약, 한양증권 리서치센터

■ 실적 턴어라운드 및 정상화 과정

작년 동사 실적은 부진했다. 카나브 복합제 출시에 따른 단일제(카니발리제이션 영향) 역성장(내수 288억원/-23.8% yoy), 기대 이하 매출을 기록한 복합제(듀카브&투베로) 및 도입품목 성과로 외형 성장은 제한적이었다. 영업이익도 급감했다. 주력제품 성장이 정체된 가운데 유통재고 조정, 카나브 로열티 회계처리 변경, 원가율 상승 및 판관비 증가 영향 때문이다.

유통재고 조정 완료 후 당사 예상대로 작년 4Q를 바닥으로 올해 1Q 실적 턴어라운드에 성공했다. 2Q에도 매출액 1,145억원(+ 5.1% yoy), 영업이익 42억원(+ 440.1% yoy)을 달성해 외견상 양호하다. 하반기 실적 역시 준수할 전망이다. 기본적으로 기저효과가 크다. 트루리시티(당뇨/220억원 예상), 프라닥사(항응고제/170억원 예상) 같은 대형 도입품목이 외형 성장에 기여할 것이다. 여기에 듀카브 종합병원 DC(Drug Committee) 통과로 로컬의원 처방 증가가 예상된다. 올해 듀카브 매출액은 155억원(+ 106.3% yoy)을 전망한다. 규모가 크지 않지만 카나브 수출도 소폭 증가할 것이다. 멕시코에 이어 러시아/동남아 인허가가 완료되었기 때문이다.

2018년 매출액 4,682억원(+ 10.8% yoy), 영업이익 260억원(+ 1537.6% yoy)을 전망한다. 실적 개선폭이 크지만 이는 전년 낮은 실적 베이스에 의한 기저 때문이다. 현주가는 2018년 예상 EPS 기준 PER 22.2x 수준으로 밸류에이션 매력도 크지 않기 때문에 중립 투자 의견을 유지한다. 실적 평가는 턴어라운드 및 정상화 정도가 적절하다. 다만 향후 실적 개선세가 유지되는 가운데 보유 파이프라인 모멘텀에 따라 상승 포텐셜은 충분히 내재되어있다는 판단이다.

〈도표6〉2018년 3Q 실적 추정

	2017,2Q	2017,3Q	2018,2Q	2018,3Q(E)	QoQ	YoY
매출액	1,089	1,201	1,145	1,290	+12.7	+7.4
영업이익	8	15	42	68	+61.9	+353.3
영업이익률(OPM)	0.7	1.2	3.7	5.3	+1.6	+4.1
당기순이익	8	20	32	56	+75.0	+180.0

자료: 보령제약, 한양증권 리서치센터 추정

〈도표7〉 실적추이 및 전망

	17,1Q	17,2Q	17,3Q	17,4Q	18,1Q	18,2Q	18,3Q(E)	18,4Q(E)	2017	2018(E)
매출액	999	1,089	1,201	939	1,117	1,145	1,290	1,130	4,227	4,682
영업이익	49	8	15	-55	88	42	68	62	16	260
영업이익률	4.9	0.7	1.2	-5.9	7.9	3.7	5.3	5.5	0.4	5.5
당기순이익	27	8	20	499	65	32	56	47	554	200
순이익률	2.7	0.7	1.7	53.2	5.8	2.8	4.3	4.2	13.1	4.3

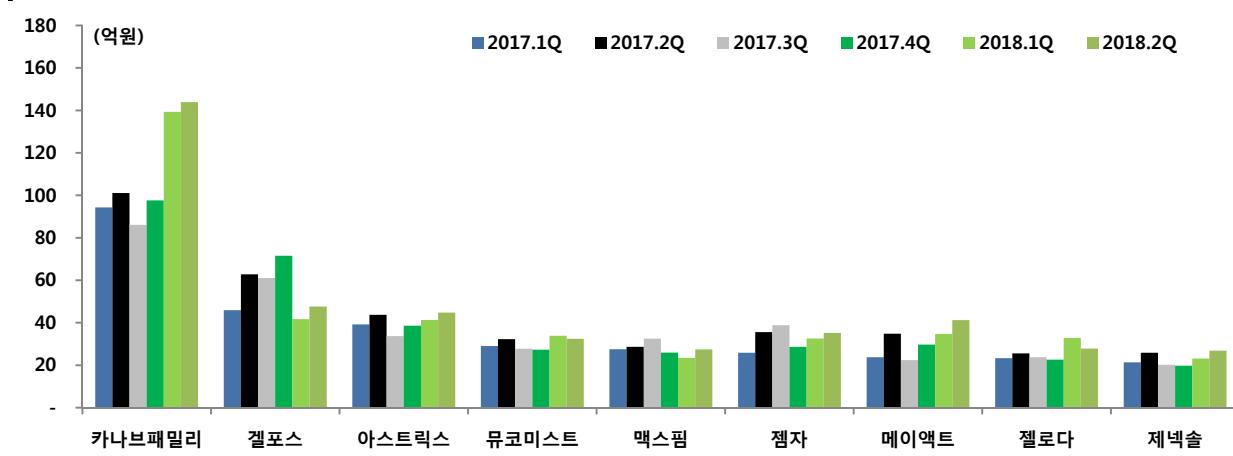
자료: 보령제약, 한양증권 리서치센터 추정4.3

〈도표8〉 카나브 패밀리 수출 계약 현황

상대방/지역	계약내용			계약일(기간)
	품목	로열티	수출	
Stendhal사/멕시코 외 12개국	단일제	700만\$	2,300만\$	2011.10월(7년)
	이뇨복합제	300만\$	2,300만\$	2013.07월(7년)
Ache사/브라질	단일제, 이뇨복합제	300만\$	4,000만\$	2012.10월(5년)
R-Pharm사/러시아	단일제	150만\$	1,400만\$	2013.01월(5년)
Gloria사/중국	단일제	540만\$	7,060만\$	2014.01월(10년)
Zuellig pharma/동남아 13개국	단일제	300만\$	12,600만\$	2015.06월(15년)
	이뇨복합제	75만\$	2,771만\$	2016.06월(15년)
	고혈압/고지혈 복합제	150만\$	5,976만\$	2017.10월(16년)
Stendhal사/멕시코 외 24개국	고혈압/고지혈 복합제	350만\$	2,373만\$	2016.09월(7년)
Kiara Health/아프리카 10개국	단일제, 이뇨복합제	150만\$	3,621만\$	2017.06월(10년)
계		3,015만\$	44,401만\$	

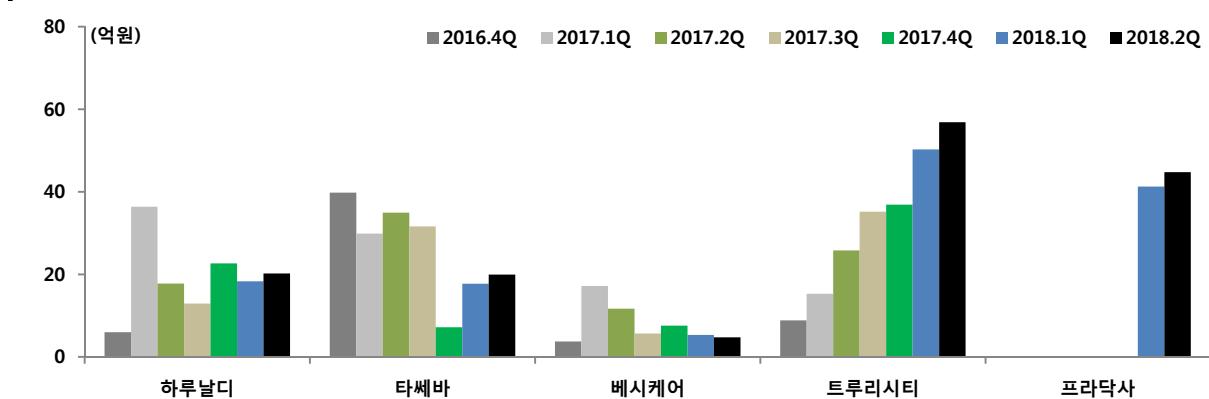
자료: 보령제약, 한양증권 리서치센터

〈도표9〉 주요품목 분기별 매출 동향



자료: 보령제약, 한양증권 리서치센터

〈도표10〉 도입품목 매출 동향



자료: 보령제약, 한양증권 리서치센터

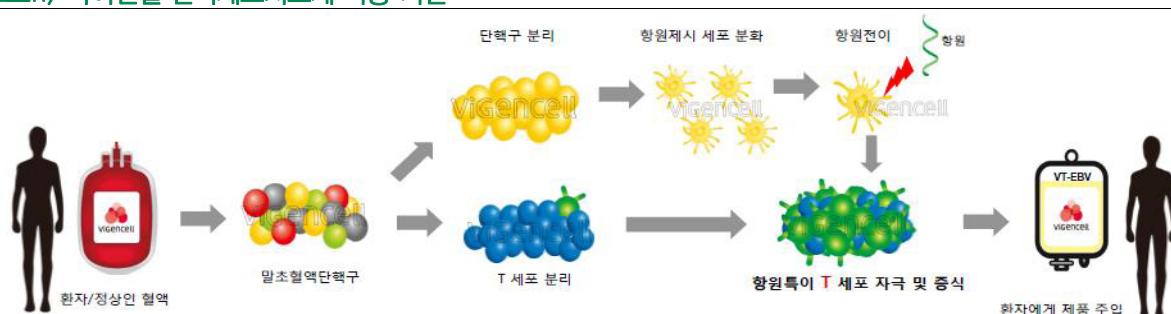
■ R&D 강화 통해 매력적인 파이프라인 보유

카나브 패밀리를 통한 대사성질환 시장에서 영역 확장 이외에도 R&D 강화를 통해 매력적인 파이프라인을 보유하고 있어 주목할 필요가 있다.

2016년 한국화학연구원으로부터 도입한 PI3K저해제(비호지킨성림프종)는 기출시된 길리어드의 자이텔릭(연매출 약 9억\$)보다 약효 및 안전성에서 우수한 Best-in-class를 목표로 한다. 자이텔릭의 경우 효과는 좋지만 간독성 부작용이 있어 사용이 제한적이다. 이런 부작용을 극복 할 경우 해당시장에서 경쟁우위를 점할 것으로 기대된다. 동 파이프라인은 올해 내 미국 FDA IND 신청 이후 내년 임상 1상 진입이 예상되는 가운데 향후 L/O 추진 예정이다. 이와 별개로 마이크로니들 플랫폼을 활용한 치매치료제(도네페질 패치)도 임상 1상을 준비 중이다.

자회사 보령바이젠셀(T세포 면역치료제 플랫폼 기술 보유)의 VT-EBV-N(NK/T 세포 림프 종)은 기존 치료법으로 완치 불가능한 종양 환자를 대상으로 미세 잔존암 치료를 통해 완치를 목표로 하고 있으며, 미충족 수요가 높은 희귀암에서 향후 일반적인 고형암으로 적응증을 확대 해 나갈 계획이다. 동 파이프라인은 현재 연구자임상 완료 후 임상 2상 IND 승인 상태로 조만 간 2상 진입 예정이며, 2021년 임상 2상 완료 후 조건부 출시가 목표이다.

〈도표11〉 바이젠셀 면역세포치료제 작용 기전



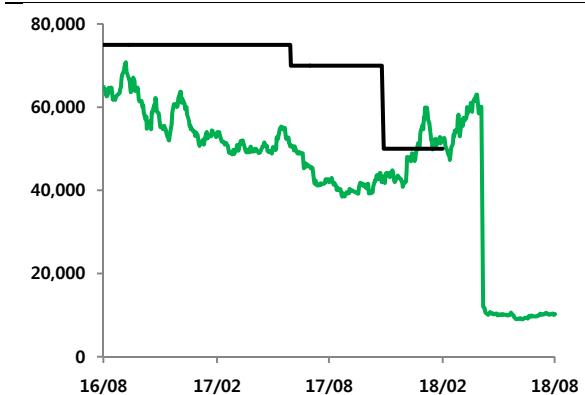
자료: 보령제약, 한양증권 리서치센터

〈도표12〉 바이젠셀 임상 파이프라인 예상 스케줄

제품명	대상질환	항목	17				18				19				20		21		22		비고
			4Q	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q										
VT-EBV-N	NK/T 림프종	IND 승인																			' 18.09 임상 2상 진행 예정
		임상 2상																			
		품목허가																			
		임상 3상																			
VT-Tri-A	백혈병 (AML)	비임상시험																			' 18.08 임상 1상 IND 제출 예정
		IND 승인																			
		CRO																			
		임상 1상																			

자료: 보령제약, 한양증권 리서치센터

TP Trend



■ Compliance Notice

- 본 자료 발간일 현재 동 주식 및 주식관련사채, 스톡옵션, 개별주식옵션 등을 본인 또는 배우자의 계산으로 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료 발간일 현재 동사는 회사채 지급보증, 인수계약 체결, 계열회사 관계 또는 M&A 업무수행, 발행주식 총수의 1%이상 보유 등 종대한 이해관계가 없습니다.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 공표되었으며, 홈페이지 공표 이전에 특정기관 또는 제3자에게 사전 제공 된 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자:임동락)
- 기업 투자의견

매수	향후 12개월간 15% 이상 상승 예상
증립	향후 12개월간 +15 ~ -15% 내 변동 예상
매도	향후 12개월간 15% 이상 하락 예상
- 산업 투자의견

비중확대	향후 12개월간 산업지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
증립	향후 12개월간 산업지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
비중축소	향후 12개월간 산업지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

※ 당사는 투자의견 전망 기간을 2017년 9월 1일부터 6개월에서 12개월로 변경하였습니다

- 투자의견 비율공시(기준: 2018.06.30)

구분	매수	증립	매도
비율	77%	23%	0%

• 투자의견 및 목표가 등 추이

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가	과리율(%)	
					평균	최고/최저
보령제약	003850	2016.09.19	매수(유지)	75,000원	-25.4	-10.2
		2016.12.05	매수(유지)	75,000원	-30.1	-17.3
		2017.01.02	매수(유지)	75,000원	-30.7	-18.9
		2017.06.26	매수(유지)	70,000원	-38.9	-27.7
		2017.11.20	매수(유지)	50,000원	-3.1	19.8
		2018.02.26	증립(하향)	-	-	-
		2018.04.30	액면분할	2,500원 → 500원	-	-
		2018.08.27	증립(유지)	-	-	-

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자는 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용 될 수 없습니다.

The best for you
www.hygood.co.kr



한양증권 점포현황

본점	(02)3770-5000	서울 영등포구 국제금융로 6길 7 한양증권빌딩
송파RM센터	(02)419-2100	서울 송파구 가락로 183 한양APT상가 2층
광진금융센터	(02)2294-2211	서울 광진구 이자산로 355 타워더모스트 광진아크로텔 4층
안산지점	(031)486-3311	경기 안산시 단원구 광덕대로 264 한양증권빌딩 2층
인천지점	(032)461-4433	인천 남동구 백범로 132 만수프리자빌딩 1층

본 자료는 고객의 투자를 유도할 목적으로 작성된 것이 아니라 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다.
본 자료는 분석담당자가 신뢰할 만 하다고 판단하는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 분석담당자가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서 본 자료를 참고한 고객의 투자의사결정은 전적으로 고객 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한 본 자료는 당사 고객에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제, 전송, 인용, 배포하는 행위는 법으로 금지하고 있습니다.