



# 보령제약 (003850)

## 1Q20 Review - 2020년 시작도 서프라이즈

▶ Analyst 신재훈 jaehoon.shin@hanwha.com 3772-7687

**Buy (유지)**  
목표주가(유지): 20,000원

현재 주가(4/24)	12,700원
상승여력	▲57.5%
시가총액	5,613억원
발행주식수	44,200천주
52 주 최고가 / 최저가	16,600 / 8,550원
90 일 일평균 거래대금	71.03억원
외국인 지분율	9.6%

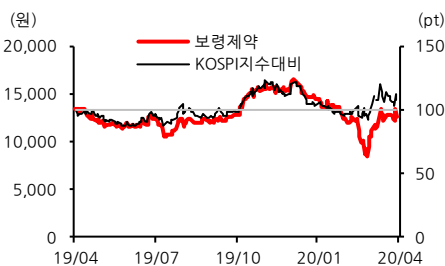
주주 구성	
보령홀딩스 (외 7 인)	52.8%
국민연금공단 (외 1 인)	5.1%
자사주신탁 (외 1 인)	2.8%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	33.7	-12.4	-0.4	-3.4
상대수익률(KOSPI)	16.4	3.5	9.0	10.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	460	524	568	620
영업이익	25	39	38	69
EBITDA	41	56	60	102
지배주주순이익	20	32	24	47
EPS	460	729	546	1,072
순차입금	78	94	143	163
PER	21.7	22.8	23.3	11.8
PBR	1.7	2.6	1.8	1.6
EV/EBITDA	12.6	14.7	11.7	7.1
배당수익률	0.6	n/a	n/a	n/a
ROE	8.0	12.0	8.2	14.3

### 주가 추이



보령제약의 1Q20 실적은 서프라이즈를 기록하였습니다. 카나브 패밀리 리를 필두로 한 주요 제품의 성장으로 매출액은 전년동기 대비 큰 폭으로 성장하였으며, 코로나 사태로 인한 판매비용 감소로 수익성 제고를 시현하였습니다.

### 1Q20 Review – 2020년 시작도 서프라이즈

보령제약의 실적 서프라이즈는 2020년에도 계속되었다. 연결기준 1Q20 실적은 매출액 1,342억원(+13.0% YoY, -3.4% QoQ), 영업이익 134억원(+42.1% YoY, +110.1% QoQ), 영업이익률 10.0%(+2.1%p YoY, +5.4%p QoQ), 당기순이익 83억원(-6.1% YoY, 56.0% QoQ), 순이익률 8.3%(-0.7%p YoY, 2.6%p QoQ)를 기록하였다. 실적 서프라이즈는 ETC와 수출 및 수탁사업부문의 성장과 판매비용 감소에 기인하였다. 특히 ETC의 주요품목들은 코로나바이러스의 영향에도 매출성장이 꺾이지 않았다. ETC의 카나브패밀리(카나브, 카나브 플러스, 듀카브) 매출은 199억원(+19.3% YoY)을 기록하였으며, 도입 의약품인 GLP-1 계열 당뇨병치료제 트루리시티, 항암제 젠자 및 젤로 다 등도 높은 성장세를 보였다. 수익성 높은 수탁 및 수출사업도 꾸준한 증가를 기록하였다. 부문별 매출액은 ETC 1,013억원(+10.1% YoY), OTC 63억원(-4.5% YoY), 수출 59억원(+5.4% YoY), 수탁 155억원(+6.9% YoY)를 시현하였다.

### 투자의견 Buy, 목표주가 20,000원 유지

보령제약에 대하여 투자의견 Buy, 목표주가 20,000원을 유지한다. 2020년도 실적은 매출액 5,677억원(+8.3% YoY), 영업이익 383억원을 전망한다. 매출액은 카나브패밀리와 대형 도입의약품의 처방성장에 기인하여 지속적인 성장이 예상되며, 수익성은 연간 100억원 수준의 예산공장 감가상각비가 반영되었다.

관계사 보령 바이젠셀(3Q19 기준, 지분율 19.5% 보유)은 올해 코스닥 상장을 목표로 하고 있다. 바이젠셀은 CTL(세포독성 T세포) 치료제 개발업체로 NK/T 세포 림프종으로 임상 2상, 급성골수 백혈병으로 임상 1상을 진행하고 있다. 바이젠셀의 임상진행 및 IPO에 따른 지분 가치의 상승 또한 동사의 투자포인트로 손색이 없다고 판단한다.

[표1] 보령제약의 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E
매출액	118.7	127.3	139.3	138.9	134.2	127.3	152.3	154.0	524.3	567.7
YoY(%)	6.3	11.2	14.6	23.3	13.0	0.0	9.3	10.8	13.9	8.3
ETC	92.0	97.4	112.1	110.1	101.3	98.1	124.2	123.5	411.6	447.0
YoY(%)	12.0	11.9	17.8	22.2	10.1	0.7	10.8	12.1	21.6	8.6
카나브패밀리	16.7	16.7	18.4	20.6	19.9	17.2	20.6	20.8	72.4	78.5
YoY(%)	20.0	15.9	27.5	39.6	19.3	3.0	11.8	0.8	25.9	8.4
OTC	6.6	8.0	6.4	6.3	6.3	6.2	6.2	6.2	27.3	24.9
YoY(%)	-33.4	-7.5	-25.6	-6.0	-4.5	-22.9	-3.1	-1.6	-27.5	-8.9
수출	5.6	7.3	4.3	5.4	5.9	7.5	4.4	5.8	22.6	23.6
YoY(%)	-14.7	12.2	10.3	20.0	5.4	2.9	2.3	7.4	-13.8	4.5
수탁	14.5	14.5	16.5	17.1	15.5	15.5	17.5	18.5	62.6	67.0
YoY(%)	10.7	18.3	18.7	50.0	6.9	6.6	6.1	8.2	13.5	6.9
영업이익	9.4	11.4	11.9	6.4	13.4	7.1	10.9	7.0	39.1	38.3
YoY(%)	6.8	171.9	68.3	30.5	42.1	-37.4	-8.4	9.0	56.5	-1.8
OPM(%)	7.9	9.0	8.5	4.6	10.0	5.6	7.1	4.5	7.5	6.8
당기순이익	8.9	10.1	7.9	5.3	8.3	4.6	7.2	4.2	32.2	24.3
YoY(%)	39.7	228.7	63.9	-12.0	-6.1	-54.7	-8.0	-21.7	58.7	-24.5
NPM(%)	7.5	8.0	5.6	3.8	6.2	3.6	4.7	2.7	6.1	4.3

자료: 보령제약, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 보령제약 2020년 1분기 실적

(단위: 십억 원, %)

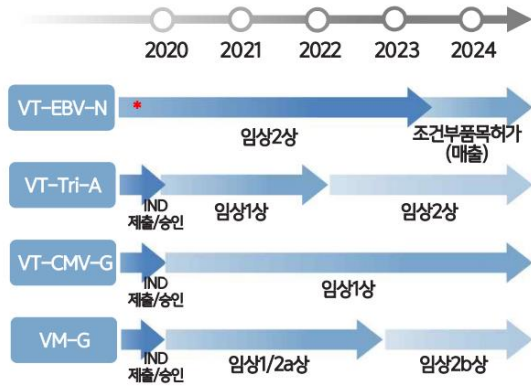
	1Q20P	전년 동기 대비(YoY)		지난 분기 대비(QoQ)		변경 전 추정치	
		1Q19	차이(%)	4Q19	차이(%)	1Q20E	차이(%)
매출액	134.2	118.7	13.0%	138.9	-3.4%	129.0	4.1%
영업이익	13.4	9.4	42.1%	6.4	110.1%	9.2	45.6%
영업이익률(%)	10.0	7.9	2.0%p	4.6	5.4%p	7.1	2.8%p
순이익	8.3	8.9	-6.1%	5.3	56.0%	9.7	-14.3%
순이익률(%)	6.2	7.5	-1.3%p	3.8	2.4%p	7.5	-1.3%p

자료: 보령제약, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 면역세포치료제- 바이젠셀 파이프라인

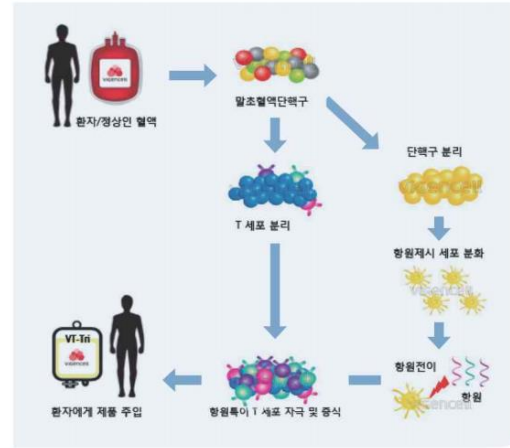
- 증상이 감소한 종양환자의 미세 잔존암을 제거하여 완치를 목표로 하는 강력한 항암치료제
  1. VT-EBV-N: EBV-CTL을 이용한 NK/T 림프종 치료제 임상1상 5년 관찰 결과 완치 확인 및 임상2상 진행 중
  2. VT-Tri-A: 공통종양항원에 특이적 면역반응의 Tri-CTL 세계 최초 개발 → '19년 급성골수성백혈병 치료제 임상1상 진입예정
  3. VT-CMV-G: 교모세포종(아식후바이러스질환 적응증 추가 예정), 보건복지부 연구과제 수행('18.04 ~ '20.12)
  4. VM-G: 제대혈유래 면역조절 세포 치료제, '19년 이식편대속주질환 치료제 등 임상 1상 진입 목표

■ 개발 일정



\* 개발단계 회귀의약품 승인

■ CTL 플랫폼 기술 개요



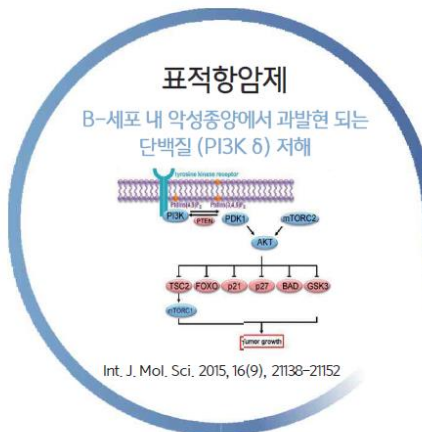
자료: 보령제약

[그림2] BR2002 파이프라인

보령 신규화합물 '간독성 부작용' 극복 기대!



임상상2019년 하반기 ~ 2023년 상반기 \*한국/미국 글로벌 임상 동시진입



자료: 보령제약

[ 재무제표 ]

**손익계산서** (단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	423	460	524	568	620
매출총이익	168	189	223	223	258
영업이익	1	25	39	38	69
EBITDA	17	41	56	60	102
순이자손익	1	0	0	-1	-1
외화관련손익	-1	0	0	0	0
지분법손익	2	-4	6	-5	-5
세전계속사업손익	76	27	42	33	62
당기순이익	56	20	32	24	47
지배주주순이익	57	20	32	24	47
<b>증가율(%)</b>					
매출액	3.3	8.9	13.9	8.3	9.2
영업이익	-95.4	2,346.4	56.5	-1.8	79.5
EBITDA	-53.7	137.9	37.5	6.3	70.2
순이익	906.0	-64.0	58.7	-25.1	96.4
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	39.7	41.0	42.5	39.3	41.6
영업이익률	0.2	5.4	7.5	6.8	11.1
EBITDA 이익률	4.1	8.9	10.8	10.6	16.5
세전이익률	18.1	5.8	8.1	5.9	10.1
순이익률	13.4	4.4	6.1	4.3	7.6

**현금흐름표** (단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	-25	39	47	29	65
당기순이익	56	20	32	24	47
자산상각비	16	16	17	22	33
운전자본증감	-21	-8	-5	-12	-13
매출채권 감소(증가)	-13	16	-2	-14	-13
재고자산 감소(증가)	6	-20	-14	-6	-8
매입채무 증가(감소)	3	9	6	8	8
투자현금흐름	-25	-56	-59	-79	-85
유형자산처분(취득)	-63	-55	-67	-73	-79
무형자산 감소(증가)	-3	-2	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
재무현금흐름	39	9	9	200	0
차입금의 증가(감소)	41	20	12	200	0
자본의 증가(감소)	-2	-7	-3	0	0
배당금의 지급	2	7	3	0	0
총현금흐름	27	46	60	41	78
(-)운전자본증가(감소)	69	-16	-5	19	13
(-)설비투자	63	55	67	73	79
(+)자산매각	-3	-2	0	0	0
Free Cash Flow	-108	5	-2	-51	-14
(-)기타투자	-89	24	2	-2	6
잉여현금	-19	-19	-4	-49	-20
NOPLAT	1	19	30	28	52
(+) Dep	16	16	17	22	33
(-)운전자본투자	69	-16	-5	19	13
(-)Capex	63	55	67	73	79
OpFCF	-115	-4	-15	-42	-7

주: IFRS 연결 기준

**재무상태표** (단위: 십억 원)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	229	225	232	403	406
현금성자산	17	8	5	156	136
매출채권	143	130	132	146	160
재고자산	61	76	85	91	100
비유동자산	174	225	276	327	382
투자자산	12	12	11	12	12
유형자산	145	196	249	302	357
무형자산	18	17	16	14	12
<b>자산총계</b>	<b>403</b>	<b>450</b>	<b>508</b>	<b>731</b>	<b>788</b>
유동부채	116	130	139	341	350
매입채무	58	71	79	86	94
유동성이자부채	39	32	26	226	226
비유동부채	37	64	85	83	83
비유동이자부채	27	54	73	73	73
<b>부채총계</b>	<b>153</b>	<b>194</b>	<b>225</b>	<b>424</b>	<b>433</b>
자본금	22	22	22	22	22
자본잉여금	2	2	2	2	2
이익잉여금	235	247	274	298	345
자본조정	-10	-15	-15	-15	-15
자기주식	-10	-15	-15	-15	-15
<b>자본총계</b>	<b>250</b>	<b>256</b>	<b>283</b>	<b>307</b>	<b>354</b>

**주요지표** (단위: 원, 배)

12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
<b>주당지표</b>					
EPS	1,286	460	729	546	1,072
BPS	5,662	5,794	6,402	6,948	8,020
DPS	160	60	0	0	0
CFPS	621	1,036	1,368	935	1,776
ROA(%)	14.2	4.8	6.7	3.9	6.2
ROE(%)	25.5	8.0	12.0	8.2	14.3
ROIC(%)	0.3	6.1	8.4	6.7	10.8
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	7.5	21.7	22.8	23.3	11.8
PBR	1.7	1.7	2.6	1.8	1.6
PSR	1.0	1.0	1.4	1.0	0.9
PCR	15.5	9.6	12.1	13.6	7.2
EV/EBITDA	27.4	12.6	14.7	11.7	7.1
배당수익률	1.7	0.6	n/a	n/a	n/a
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	61.2	75.7	79.4	138.0	122.2
Net debt/Equity	19.9	30.6	33.2	46.6	46.0
Net debt/EBITDA	287.6	190.5	166.4	238.5	159.7
유동비율	196.7	173.1	166.5	118.4	116.0
이자보상배율(배)	2.8	258.5	628.8	60.2	90.0
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	91.1	94.4	95.9	72.9	77.8
현금+투자자산	8.9	5.6	4.1	27.1	22.2
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	21.0	25.2	25.9	49.3	45.7
자기자본	79.0	74.8	74.1	50.7	54.3

[ Compliance Notice ]

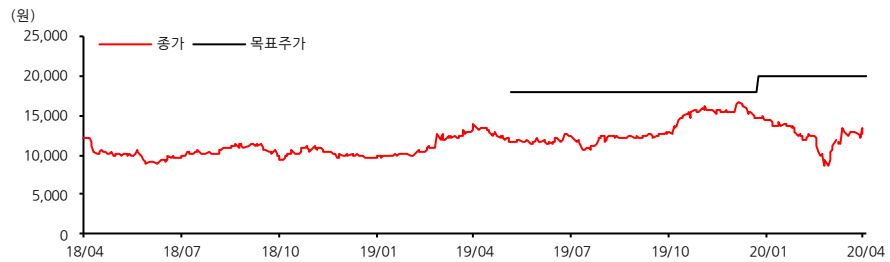
(공표일: 2020년 4월 27일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (신재훈)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 보령제약 주가 및 목표주가 추이 ]



[ 투자이견 변동 내역 ]

일 시	2016.08.12	2019.05.31	2019.05.31	2019.07.23	2020.01.17	2020.04.27
투자이견	투자등급변경	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격		신재훈	18,000	18,000	20,000	20,000

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자이견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.05.31	Buy	18,000	-27.13	-7.78
2020.01.17	Buy	20,000		

[ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자이견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[ 산업 투자이견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2020년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.4%	6.6%	0.0%	100.0%