

# SK COMPANY Analysis



Analyst

**이달미**

talmi@sk.co.kr

02-3773-9952

### Company Data

자본금	343 억원
발행주식수	6,869 만주
자사주	282 만주
액면가	500 원
시가총액	7,350 억원
주요주주	
보령홀딩스(외5)	53.82%

외국인지분률	6.90%
배당수익률	0.90%

### Stock Data

주가(22/11/28)	10,500 원
KOSPI	2437.86 pt
52주 Beta	0.98
52주 최고가	17,350 원
52주 최저가	9,180 원
60일 평균 거래대금	71 억원

### 주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	1.4%	-7.0%
6개월	-10.1%	-3.5%
12개월	-24.7%	-7.9%

## 보령 (003850/KS | 매수(신규편입) | T.P 14,000 원(신규편입))

### 안정적인 실적성장 및 cash cow 창출 능력을 보유

- 투자의견 매수와 목표주가 14,000 원을 제시하며 커버리지 개시
- 목표주가는 영업가치와 자회사인 바이젬셀의 가치를 나누어 SOTP 방식으로 산정
- 여타 중소제약사와는 달리 LBA 전략 구사로 안정적인 cash cow 창출이 가능
- LBA 로 도입한 젼자가 2023 년부터 이익개선세를 견인할 전망
- 2023 년 특허만료가 되는 카나브의 약가인하 영향은 제한적일 것으로 판단

### 투자의견 매수와 목표주가 14,000 원을 제시하며 커버리지 개시

동사에 대한 투자의견 매수와 목표주가 14,000 원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가 14,000 원은 영업가치와 자회사인 바이젬셀의 가치를 나누어 SOTP 방식으로 산정되었다. 영업가치는 12 개월 Forward 영업이익에 중소제약사 평균 multiple 12 배를 적용하였고 바이젬셀은 현시점(11 월 28 일 종가) 시가총액에 지분율 23.9%를 감안하였다. 목표주가는 현주가 대비 33.3% 상승여력이 있어 투자의견 매수를 제시한다.

### LBA 전략을 통해 안정적인 cash cow 창출

여타 중소형제약사 대비 동사의 가장 큰 투자포인트로는 LBA(Legacy Brands Acquisiton) 전략을 구사한다는 점이다. LBA 는 이미 특허가 만료된 오리지널 약품을 매입, 해당 약품은 이미 브랜드 인지도 및 원조의 지위를 유지하기 때문에 제네릭 발매 이후 안정적인 이익창출이 가능하다. 릴리사의 항암제 젼자를 시작으로 자이프렉사, 알림타 등의 국내 판권을 매입하였고 향후 매년 한 제품씩 추가하면서 실적성장이 전망된다.

### 2023 년 연간 매출액 7,857 원(+9.1%YoY), 영업이익률 10.0% 달성 전망

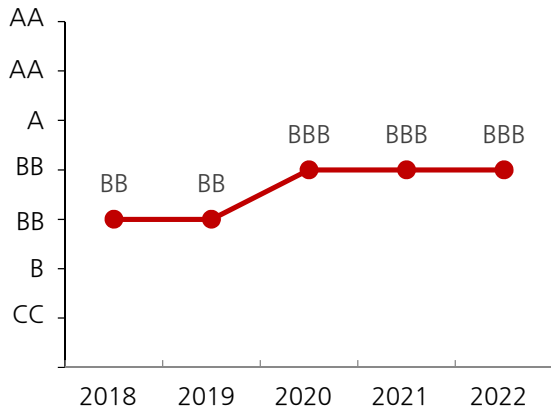
동사의 2022 년 실적은 매출액 7,204 억원(+21.2%YoY), 영업이익 605 억원(+20.7%YoY) 달성이 전망되면서 위드 코로나 이후 감기약 수탁 매출이 늘어나면서 높은 성장률 시현이 예상된다. 2023 년은 매출액 7,858 억원(+9.1%YoY), 영업이익 788 억원(+30.2%YoY) 시현이 전망, LBA 로 도입한 젼자가 올해 7 월부터 자사생산 출하 중, 내년부터 이익개선세를 견인할 전망이다. 자체개발 고혈압 치료제 카나브가 2023 년 2 월 특허만료되나 경쟁사가 없어 큰 폭의 약가인하는 없을 전망이며 LBA 전략 및 발매된 개량신약 출시로 실적성장세를 이루어 낼 것으로 판단된다.

### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	억원	5,243	5,414	5,944	7,204	7,858	8,877
yoy	%	13.9	3.3	9.8	21.2	9.1	13.0
영업이익	억원	391	403	501	605	788	1,053
yoy	%	56.2	3.1	24.3	20.7	30.2	33.7
EBITDA	억원	565	672	810	956	1,149	1,466
세전이익	억원	445	363	475	1,025	1,289	1,597
순이익(지배주주)	억원	343	270	271	748	941	1,165
영업이익률%	%	7.5	7.5	8.4	8.4	10.0	11.9
EBITDA%	%	10.8	12.4	13.6	13.3	14.6	16.5
순이익률	%	6.6	5.0	4.6	10.4	12.0	13.1
EPS(계속사업)	원	583	438	412	1,089	1,370	1,697
PER	배	21.4	35.7	35.5	9.8	7.8	6.3
PBR	배	2.6	2.9	2.2	1.4	1.2	1.0
EV/EBITDA	배	14.8	16.5	12.7	8.3	7.0	5.4
ROE	%	12.6	8.6	6.7	15.1	16.4	17.3
순차입금	억원	942	1,057	183	614	721	642
부채비율	%	78.5	86.7	75.1	78.7	73.9	71.5

## ESG 하이라이트

### 보령 종합 ESG 평가 등급 변화 추이



자료: 지속가능발전소, SK 증권

### Peer 그룹과의 ESG 평가 등급 비교

	지속가능발전소	Refinitiv	Bloomberg
<b>보령 종합 등급</b>	<b>BBB</b>	<b>N/A</b>	<b>27.0</b>
환경(Environment)	13.7	N/A	27.0
사회(Social)	50.5	N/A	27.0
지배구조(Governance)	48.0	N/A	27.0
<b>&lt;비교업체 종합 등급&gt;</b>			
SK 바이오팜	<b>A</b>	<b>A-</b>	<b>54.9</b>

자료: 지속가능발전소, Bloomberg, Refinitiv, SK 증권

### SK 증권 리서치의 보령 ESG 평가

2021 년 초에 친환경 ESG 경영을 선포하며 친환경 경영 실행의 활동을 추진하기 위해 노력 중.

자료: SK 증권

### 보령 ESG 채권 발행 내역

발행일	세부 섹터	발행규모 (백만원)	표면금리 (%)
N/A	N/A	N/A	N/A

자료: KRX, SK 증권

### 보령 ESG 관련 뉴스 Flow

일자	세부 섹터	내용
N/A	N/A	N/A

자료: 주요 언론사, SK 증권

보령 SOTP Valuation Table

(단위: 억원)

구분	내용	비고
12M Forward	예상 영업이익(억원)	787.6
적용PER(배)		12.0 중소제약사 평균 PER
영업가치(A)		9,451.5
바이젬셀 가치(B)		340.6 바이젬셀 시가총액에 지분율(23.9%) 감안
Total 가치(A+B)		9,792.1
발행주식수(주)		68,690,000
주당가치(원)		14,256
목표주가(원)		14,000
현재주가(원)		10,500
상승여력(%)		33.3

자료 : SK 증권 추정치

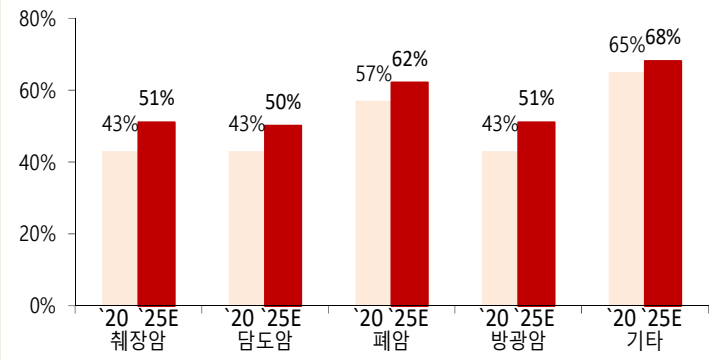
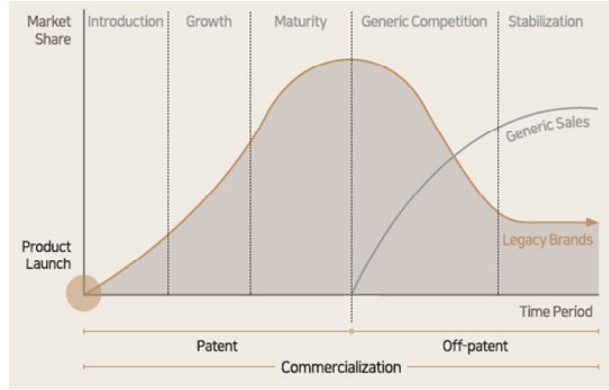
보령 분기별 및 연간 실적전망 Table

(단위: 억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22E	1Q23E	2Q23E	3Q23E	4Q23E	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,705.7	1,722.3	1,876.5	1,899.3	1,858.9	1,858.9	1,881.2	2,046.8	5,944.1	7,203.8	7,857.8	8,876.8
ETC	1,428.3	1,416.8	1,601.5	1,521.8	1,557.5	1,557.5	1,549.0	1,747.4	5,013.2	5,968.4	6,513.1	7,464.2
고혈압&고지혈증	422.3	420.8	428.7	430.5	426.5	426.5	425.0	433.0	1,608.3	1,702.3	1,719.3	1,736.5
당뇨	125.2	134.8	144.4	151.2	131.5	131.5	141.5	151.6	470.7	555.6	583.4	600.9
CNS	62.5	65.4	69.5	65.7	140.2	140.2	146.9	155.9	117.2	263.1	590.6	1,326.0
암	354.9	364.3	423.1	517.8	372.7	372.7	382.5	444.2	996.7	1,660.1	1,743.1	1,830.3
ETC 기타	463.5	431.5	535.9	356.5	486.7	486.7	453.1	562.6	1,820.3	1,787.3	1,876.6	1,970.5
OTC	76.2	80.8	66.7	72.9	80.2	80.2	85.0	70.1	281.9	296.6	312.0	328.3
기타	201.1	224.7	208.4	304.7	221.2	221.2	247.2	229.2	649.0	938.8	1,032.7	1,084.3
영업이익	186.9	140.4	158.7	119.2	225.0	130.8	487.7	-76.0	501.2	605.1	787.6	1,052.9
세전이익	191.6	219.1	325.0	289.1	226.4	122.5	586.6	14.4	474.8	1,024.8	1,288.9	1,596.5
순이익	136.7	163.3	237.1	40.9	165.3	108.5	423.5	13.0	271.2	748.1	940.9	1,165.5
성장률YoY(%)												
매출액	25.6	21.4	18.6	19.9	9.0	9.2	9.1	9.0	9.8	21.2	9.1	13.0
영업이익	35.8	64.4	-14.4	28.4	20.4	26.3	30.4	49.7	24.3	20.7	30.2	33.7
세전이익	-19.9	663.8	112.4	435.9	18.2	27.0	25.1	30.6	30.9	115.8	25.8	23.9
순이익	-20.1	1,211.0	406.5	415.6	20.9	24.5	25.2	30.7	0.3	175.8	25.8	23.9
수익률(%)												
영업이익	11.0	8.1	8.5	6.3	12.1	7.0	25.9	-3.7	8.4	8.4	10.0	11.9
세전이익	11.2	12.7	17.3	15.2	12.2	6.6	31.2	0.7	8.0	14.2	16.4	18.0
순이익	8.0	9.5	12.6	2.2	8.9	5.8	22.5	0.6	4.6	10.4	12.0	13.1

자료 : 보령 SK 증권

보령의 강점은 LBA 전략

LBA 전략으로 처음 도입된 썬자의 적응증별 M/S 확대 예상



자료 : 보령 SK 증권

자료 : 보령 SK 증권

투자를 통해 다양한 모멘텀 확보

구분		관련기술(적응증) 및 진행사항	
직접투자	자체개발	BR2002	PI3K저해제(비호지킨 림프종) → 국내, 미국 임상 1상 진행 중
	사업협력	바이젠셀 (*최대주주: 보령제약)	CTL 플랫폼 기반(NK-T세포 림프종) → 국내 임상 2상 진행 중(희귀의약품 승인)
	지분보유	Chemomab THERAPEUTICS	NASH 및 기타 섬유증 관련 파이프라인 보유
간접투자	하안1 펀드	Rubryc THERAPEUTICS	항체 발견 플랫폼 보유
		3T BIOSCIENCE	T-세포 수용체 기반 면역 치료제 개발
		Impact-Bio	Car-T 치료제 개발
	펀드	BLACKSTONE LIFE SCIENCES VLP	헬스케어 전문투자 펀드

자료 : 보령 SK 증권

LBA 전략과 개량신약 출시로 장기적인 성장세 가능

1 시장 지배력 있는 브랜드 인수 및 도입

2 개량신약 중심 제품개발 및 전략적 제휴



자료 : 보령 SK 증권

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2022.11.29	매수	14,000원	6개월		



### Compliance Notice

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

### SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2022년 11월 29일 기준)

매수	92.31%	중립	7.69%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>유동자산</b>	3,078	4,272	4,798	5,242	6,128
현금및현금성자산	202	1,458	300	393	672
매출채권및기타채권	1,152	1,138	1,364	1,488	1,758
재고자산	914	1,089	1,306	1,424	1,642
<b>비유동자산</b>	3,357	3,809	4,675	5,500	6,352
장기금융자산	151	192	547	547	547
유형자산	2,417	2,317	2,220	2,126	2,041
무형자산	491	871	1,217	1,528	1,798
<b>자산총계</b>	6,436	8,081	9,473	10,742	12,481
<b>유동부채</b>	1,161	1,486	3,130	3,463	3,989
단기금융부채	208	255	1,654	1,854	2,054
매입채무 및 기타채무	646	775	929	1,013	1,243
단기충당부채	7	7	9	9	18
<b>비유동부채</b>	1,827	1,979	1,042	1,101	1,212
장기금융부채	1,703	1,892	992	1,092	1,192
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	2,988	3,465	4,172	4,564	5,202
<b>지배주주지분</b>	3,447	4,616	5,302	6,178	7,279
자본금	238	343	343	343	343
자본잉여금	412	1,286	1,277	1,277	1,277
기타자본구성요소	-201	-239	-228	-228	-228
자기주식	-211	-258	-258	-258	-258
이익잉여금	2,998	3,225	3,907	4,783	5,882
비지배주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	3,447	4,616	5,302	6,178	7,279
<b>부채외자본총계</b>	6,436	8,081	9,473	10,742	12,481

현금흐름표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>영업활동현금흐름</b>	473	748	657	639	849
당기순이익(손실)	270	271	748	941	1,165
비현금성항목등	459	645	518	208	300
유형자산감가상각비	230	256	266	244	255
무형자산감가상각비	39	53	85	118	158
기타	61	75	10	-149	-195
운전자본감소(증가)	-114	-48	-320	-165	-186
매출채권및기타채권의 감소(증가)	219	32	-241	-123	-270
재고자산감소(증가)	-51	-202	-235	-118	-218
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-111	130	139	84	229
기타	-170	-8	16	-7	73
법인세납부	-143	-120	-289	-345	-431
<b>투자활동현금흐름</b>	-1,502	-572	-2,188	-709	-725
금융자산감소(증가)	-692	187	-1,371	-100	-100
유형자산감소(증가)	-183	-160	-174	-150	-170
무형자산감소(증가)	-371	-431	-428	-428	-428
기타	-257	-167	-215	-31	-27
<b>재무활동현금흐름</b>	1,188	1,073	372	163	155
단기금융부채증가(감소)	-155	-101	504	200	200
장기금융부채증가(감소)	1,071	334	-16	100	100
자본의증가(감소)	342	938	0	0	0
배당금의 지급	-42	-45	-66	-66	-66
기타	-28	-53	-50	-71	-79
<b>현금의 증가(감소)</b>	159	1,255	-1,158	93	279
기초현금	44	202	1,458	300	393
기말현금	202	1,458	300	393	672
FCF	-114	162	-27	240	398

자료 : 보령, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>매출액</b>	5,414	5,944	7,204	7,858	8,877
<b>매출원가</b>	3,207	3,463	4,335	4,729	5,342
<b>매출총이익</b>	2,207	2,481	2,869	3,129	3,535
매출총이익률 (%)	40.8	41.8	39.8	39.8	39.8
<b>판매비와관리비</b>	1,804	1,980	2,263	2,341	2,482
<b>영업이익</b>	403	501	605	788	1,053
영업이익률 (%)	7.5	8.4	8.4	10.0	11.9
<b>비영업손익</b>	-40	-26	420	501	544
순금융비용	29	36	22	31	35
외환관련손익	-14	24	383	383	383
관계기업투자등 관련손익	0	-34	6	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	363	475	1,025	1,289	1,597
세전계속사업이익률 (%)	6.7	8.0	14.2	16.4	18.0
<b>계속사업법인세</b>	92	204	277	348	431
<b>계속사업이익</b>	270	271	748	941	1,165
<b>중단사업이익</b>	0	0	0	0	0
<b>*법인세회과</b>	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	270	271	748	941	1,165
순이익률 (%)	5.0	4.6	10.4	12.0	13.1
<b>지배주주</b>	270	271	748	941	1,165
지배주주귀속 순이익률(%)	5	4.56	10.38	11.97	13.13
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	269	273	750	942	1,167
지배주주	269	273	750	942	1,167
비지배주주	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	672	810	956	1,149	1,466

주요투자지표

월 결산(억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	3.3	9.8	21.2	9.1	13.0
영업이익	3.1	24.3	20.7	30.2	33.7
세전계속사업이익	-18.5	30.9	115.8	25.8	23.9
EBITDA	18.9	20.5	18.0	20.2	27.6
EPS(계속사업)	-24.8	-6.1	164.6	25.8	23.9
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	8.6	6.7	15.1	16.4	17.3
ROA	4.7	3.7	8.5	9.3	10.0
EBITDA마진	12.4	13.6	13.3	14.6	16.5
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	265.2	287.5	153.3	151.4	153.6
부채비율	86.7	75.1	78.7	73.9	71.5
순차입금/자기자본	30.7	4.0	11.6	11.7	8.8
EBITDA/이자비용(배)	20.2	18.1	16.9	16.2	18.5
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	438	412	1,089	1,370	1,697
BPS	5,429	6,720	7,718	8,994	10,597
CFPS	874	880	1,601	1,896	2,298
주당 현금배당금	75	100	100	100	100
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	38.5	53.3	13.5	10.7	8.7
PER(최저)	14.7	33.3	8.4	6.7	5.4
PBR(최고)	3.1	3.3	1.9	1.6	1.4
PBR(최저)	1.2	2.0	1.2	1.0	0.9
PCR	17.9	16.6	6.7	5.6	4.7
EV/EBITDA(최고)	17.6	17.8	11.2	9.4	7.3
EV/EBITDA(최저)	7.3	11.9	7.2	6.1	4.7