

Company Update

Analyst 이선경

02) 6915-5655

seonyoung.lee@ibks.com

매수 (유지)

목표주가 15,000원

현재가 (1/15) 11,460원

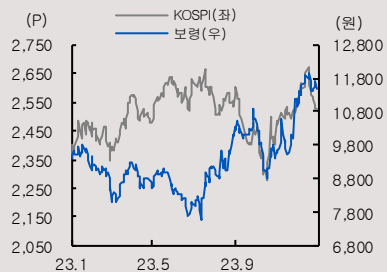
KOSPI (1/15)	2,525.99pt
시가총액	787십억원
발행주식수	68,690천주
액면가	500원
52주 최고가	11,970원
최저가	7,570원
60일 일평균거래대금	8십억원
외국인 지분율	7.2%
배당수익률 (2023F)	0.8%

주주구성
보령홀딩스 외 5 인 53.86%

주가상승	1M	6M	12M
상대기준	6%	48%	15%
절대기준	4%	42%	22%

	현재	직전	변동
투자의견	매수	매수	-
목표주가	15,000	13,000	▲
EPS(23)	647	712	▼
EPS(24)	1,140	907	▲

보령 주가추이



본 조식분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

보령 (003850)

4Q23 Preview: 24년 성장에 주목

23년 4분기, 카나브 패밀리 역대 분기 실적 기대

보령의 23년 4분기 매출액은 2,157억원(+7.1% YoY, +3.5% QoQ), 영업이익은 125억원(+36.3% YoY, -32.2 QoQ, OPM 5.8%)으로 컨센서스 매출액 2,205억원, 영업이익 152억원 대비 하회, IBK 추정치인 매출액 2,159억원, 영업이익 117억원 대비 소폭 상회할 것으로 전망한다.

HK이노엔과의 카나브 패밀리 4종 공동 판매 계약에 따른 신규 물량 납품으로 카나브 패밀리는 역대 분기 실적을 기록할 것으로 예상된다. 공급 이슈로 인해 부진했던 트루니시티 및 탁솔의 물량 입고로 인한 전분기 대비 안정적인 성장 및 고마진 품목인 기타 당뇨병치료제의 성장이 기대되며 3분기 백신 판매 부진으로 인한 4분기 백신 공백 효과는 최소화 될 것으로 전망한다. 매년 4분기 수익성 악화 요인이었던 인센티브 일괄 지급은 23년부터 분기별 지급으로 변경됨에 따라 영업이익은 전년 동기 대비 고성장이 기대된다.

24년, 케이캡 판매 및 고마진 품목 성장으로 외형 확대

보령의 24년 매출액은 1조 972억원(+30% YoY), 영업이익은 1,089억원(+65% YoY, OPM 9.9%)을 전망한다. 원가율이 높은 케이캡 판매에도 불구하고 젠자, 알립타, 기타 당뇨병 치료제 등 고마진 품목의 성장으로 매출총이익률의 하락(-1.2%p)은 최소화 될 것으로 기대되며 영업망 강화에 따른 판관비 상승에도 불구하고 매출 상승 효과로 인해 영업이익 또한 큰 폭으로 성장 할 것으로 전망한다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 15,000원 상향

보령에 대한 투자의견은 매수 유지, 목표주가는 기존 13,000원에서 15,000원으로 상향한다. 목표주가는 24년 추정 EBITDA를 변경함에 따라 상향 조정 했다. 24년은 매출액 1조, 영업이익 천억 달성을 통한 보령의 재도약의 기대되는 만큼 긍정적인 주가흐름을 기대한다.

(단위:십억원,배)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	627	760	844	1,097	1,162
영업이익	41	57	66	109	128
세전이익	71	59	61	108	128
지배주주순이익	43	42	44	78	93
EPS(원)	653	610	647	1,140	1,355
증가율(%)	50.3	-6.7	6.2	76.1	18.8
영업이익률(%)	6.5	7.5	7.8	9.9	11.0
순이익률(%)	6.9	5.5	5.3	7.1	8.0
ROE(%)	10.6	8.5	8.3	13.2	13.9
PER	22.3	14.9	18.4	10.1	8.5
PBR	2.1	1.2	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	13.8	8.6	9.2	6.4	5.1

자료: Company data, IBK투자증권 예상

표 1. 보령 실적 변경내용

(단위: 십억원)

	23년 4분기 실적			23년 연간 실적		
	신규 추정치	이전 추정치	차이	신규 추정치	이전 추정치	차이
총매출액	215.7	215.9	-0.1%	844.1	851.2	-0.8%
ETC	175.8	176.2	-0.2%	693.6	693.6	-0.7%
카나브패밀리	37.4	36.7	1.7%	139.0	141.3	-1.6%
트루리시티	9.7	6.6	48.4%	47.5	41.9	13.3%
LBA : 자이프렉사	4.0	3.4	15.6%	14.7	13.6	7.8%
: 쟁자	4.7	4.7	-0.6%	17.2	17.0	0.9%
: 알림타	5.9	6.8	-13.3%	22.2	23.9	-7.3%
탁솔	1.8	1.0	80.9%	6.2	4.7	33.4%
인플루엔자 백신	-1.2	-2.5	-51.0%	4.9	4.9	0.9%
기타	113.6	119.4	-4.9%	441.9	451.3	-2.1%
OTC	19.2	18.5	3.4%	75.6	73.9	2.3%
기타(수출, 수탁 외)	20.7	21.2	-2.2%	74.9	78.7	-4.8%
매출원가	130.5	127.8	2.1%	508.3	506.6	0.3%
매출총이익	85.2	88.1	-3.3%	335.8	344.6	-2.5%
매출총이익률(%)	39.5%	40.8%	-1.3%p	39.8%	40.5%	-0.7%p
영업이익	12.5	11.7	7.3%	66.0	65.9	0.2%
영업이익률(%)	5.8%	5.4%	+0.4%p	7.8%	7.7%	+0.1%p

자료: IBK투자증권

표 2. 보령 분기별 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2023F	2024F
총매출액	203.8	216.3	208.3	215.7	259.4	277.1	280.9	279.8	844.1	1,097.2
ETC	168.3	176.9	172.5	175.8	205.3	214.7	223.2	222.6	693.6	865.9
카나브패밀리	32.9	35.9	32.9	37.4	31.4	32.9	27.4	28.2	139	119.9
트루리시티	14.3	14.6	8.9	9.7	9.8	9.8	14.7	15.2	47.5	49.5
LBA : 자이프렉사	3.5	3.3	3.9	4	3.7	3.8	0	2.7	14.7	10.2
: 쟁자	3.7	4.3	4.5	4.7	4.8	5	5.2	5.3	17.2	20.3
: 알림타	4.8	6.1	5.4	5.9	6.1	6.8	7.4	8.2	22.2	28.5
탁솔	1.8	0.9	1.6	1.8	1.7	1.9	1.7	1.9	6.2	7.2
인플루엔자 백신	2.2	0	3.9	-1.2	0.9	0	4.1	-1.3	4.9	3.7
케이캡					37.9	39.9	48.3	46.9		173
기타	105.1	111.8	111.4	113.6	109	114.7	114.4	115.5	441.9	453.6
OTC	18.5	19.2	18.7	19.2	19.7	20.4	19.9	20.4	75.6	80.5
기타(수출, 수탁 외)	17	20.1	17.1	20.7	18.6	23	20.8	20.9	74.9	83.4
매출원가	124.5	127.1	126.2	130.5	160.2	165	176	173.1	508.3	674.3
매출총이익	79.3	89.1	82.2	85.2	99.2	112.1	104.9	106.7	335.8	422.8
매출총이익률(%)	38.9%	41.2%	39.4%	39.5%	38.2%	40.5%	37.3%	38.1%	39.8%	38.5%
영업이익	16	19	18.5	12.5	24.1	30	32.4	22.5	66	108.9
영업이익률(%)	7.8%	8.8%	8.9%	5.8%	9.3%	10.8%	11.5%	8.0%	7.8%	9.9%

자료: 보령, IBK투자증권

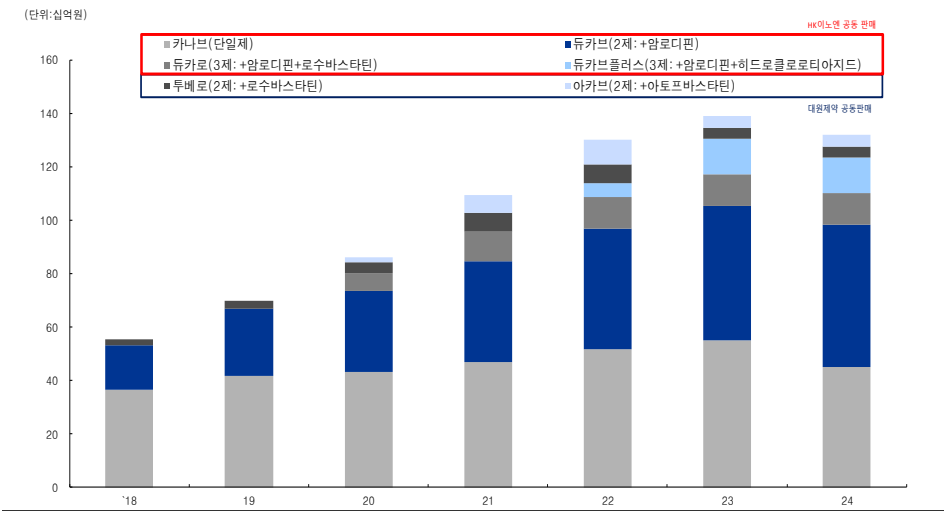
표 3. 보령 목표주가 산출

(단위: 십억원, 천주)

	가치	비고
1. 영업가치	1,115	24년도 EBITDA, 중소형제약사 12개월 평균 EV/EBITDA 8배(Fwd.12M) 적용
2. 순차입금	131	24년 말 예상 기준
3. 총 기업가치(1-2)	1,021	
4. 주식수	65,866	유통주식수
5. 적정 주가(3/4)	15,501	

자료: 보령, IBK투자증권

그림 1. 카나브 패밀리 매출 추이 및 전망



자료: 보령, IBK투자증권

표 4. 카나브 패밀리 제품 현황

제품명	공동 판매	출시	구분	안지오텐신 수용체 차단제	이노제	칼슘저해제	콜레스테롤 합성 저해제	
				피바사르탄	히드로클로로티아지드	암로디핀	로수바스타틴	아토르바스타틴
카나브	이노엔	2011년	단일제	✓				
카나브플러스		2013년	2제 복합제 (+ 이노제)	✓	✓			
듀카브	이노엔	2016년	2제 복합제 (+ 칼슘저해제)	✓		✓		
투베로	대원	2016년	2제 복합제 (+ 콜레스테롤 합성 저해제)	✓			✓	
아카브	대원	2020년	2제 복합제 (+ 콜레스테롤 합성 저해제)	✓				✓
듀카로	이노엔	2020년	3제 복합제 (+ 칼슘저해제 +콜레스테롤 합성저해제)	✓		✓	✓	
듀카브플러스	이노엔	2020년	3제 복합제 (+ 칼슘저해제+ 이노제)	✓	✓	✓		

자료: 보령, IBK투자증권

표 5. 출시 예정인 카나브 패밀리 제품 현황

파이프라인명	출시 예정	구분	안지오텐신 수용체 차단제	이노제	칼슘저해제	콜레스테롤 합성 저해제	장간 순환 억제제	SGLT2 억제제
			피바사르탄	인다파미드	암로디핀	아토르바스타틴	에제티미브	다파글리플로진
BR1015	2026년	2제 복합제	✓	✓				
BR1017	2025년	3제 복합제	✓			✓	✓	
BR1018	2026년	4제 복합제	✓		✓	✓	✓	
BR1019	2026년	2제 복합제	✓					✓

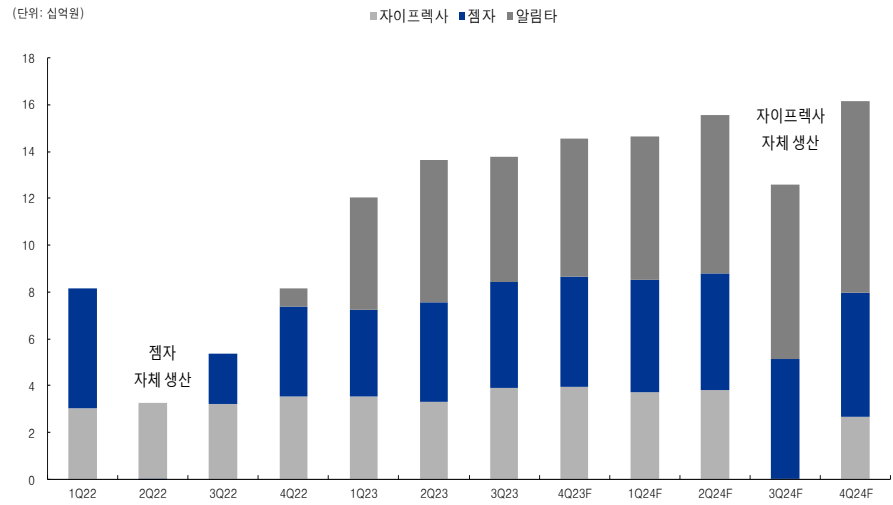
자료: 보령, IBK투자증권

표 6. 보령 LBA(Legacy Brands Acquisition, 브랜드 인수) 제품 현황

자체 생산 시점	계약일	회사	제품	성분명	치료제
3Q22	2020.05.	Eli Lilly	젬자	젬시타빈염산염	항암
3Q24	2021.10.	Eli Lilly	자이프렉사	올란자핀	CNS
3Q25	2022.10.	Eli Lilly	알림타	페메트렉시드	항암

자료: 보령, IBK투자증권

그림 2. LBA 제품 매출 추이 및 전망



자료: 보령, IBK투자증권

보령 (003850)

포괄손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	627	760	844	1,097	1,162
증가율(%)	11.6	21.2	11.0	30.0	5.9
매출원가	362	453	508	674	700
매출총이익	265	307	336	423	463
매출총이익률 (%)	42.3	40.4	39.8	38.6	39.8
판매비	223	251	270	314	335
판매비율(%)	35.6	33.0	32.0	28.6	28.8
영업이익	41	57	66	109	128
증가율(%)	3.7	36.6	16.6	65.0	17.8
영업이익률(%)	6.5	7.5	7.8	9.9	11.0
순금융손익	7	16	1	-3	-2
이자손익	-3	-2	-6	-3	-2
기타	10	18	7	0	0
기타영업외손익	-3	-10	-2	2	2
중속/관계기업손익	25	-4	-3	0	0
세전이익	71	59	61	108	128
법인세	28	17	17	30	35
법인세율	39.4	28.8	27.9	27.8	27.3
계속사업이익	43	42	45	78	93
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	43	42	45	78	93
증가율(%)	60.5	-2.7	6.1	76.1	18.8
당기순이익률 (%)	6.9	5.5	5.3	7.1	8.0
지배주주당기순이익	43	42	44	78	93
기타포괄이익	1	7	1	0	0
총포괄이익	44	49	45	78	93
EBITDA	74	94	108	144	159
증가율(%)	8.8	28.2	14.6	33.3	10.7
EBITDA마진율(%)	11.8	12.4	12.8	13.1	13.7

투자지표

(12월 결산)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	653	610	647	1,140	1,355
BPS	6,899	7,511	8,093	9,137	10,396
DPS	100	100	100	100	100
밸류에이션(배)					
PER	22.3	14.9	18.4	10.1	8.5
PBR	2.1	1.2	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	13.8	8.6	9.2	6.4	5.1
성장성지표(%)					
매출증가율	11.6	21.2	11.0	30.0	5.9
EPS증가율	50.3	-6.7	6.2	76.1	18.8
수익성지표(%)					
배당수익률	0.7	1.1	0.8	0.9	0.9
ROE	10.6	8.5	8.3	13.2	13.9
ROA	5.8	4.9	4.8	7.7	8.1
ROIC	10.1	8.5	7.9	13.3	15.7
안정성지표(%)					
부채비율(%)	74.7	72.8	71.6	73.7	67.2
순차입금 비율(%)	3.0	36.8	31.1	20.9	4.2
이자보상배율(배)	9.3	9.2	8.0	26.4	30.7
활동성지표(배)					
매출채권회전율	5.9	6.2	5.6	5.9	5.4
재고자산회전율	6.1	5.5	4.6	4.6	4.2
총자산회전율	0.8	0.9	0.9	1.1	1.0

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순이익 및 지배주주지분 기준

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	437	338	416	580	713
현금및현금성자산	151	16	24	72	174
유가증권	51	2	5	6	7
매출채권	107	138	162	210	223
재고자산	111	165	206	268	284
비유동자산	391	554	539	511	482
유형자산	232	216	205	185	167
무형자산	93	184	172	157	144
투자자산	59	130	136	136	136
자산총계	829	892	955	1,091	1,195
유동부채	156	277	233	295	312
매입채무및기타채무	62	90	115	150	159
단기차입금	11	18	22	28	30
유동성장기부채	15	95	22	22	22
비유동부채	198	98	166	168	169
사채	78	0	0	0	0
장기차입금	111	94	157	157	157
부채총계	354	376	398	463	480
지배주주지분	474	516	556	628	714
자본금	34	34	34	34	34
자본잉여금	128	128	128	128	128
자본조정등	-23	-23	-22	-22	-22
기타포괄이익누계액	0	1	1	1	1
이익잉여금	335	376	414	486	572
비지배주주지분	0	0	1	1	1
자본총계	474	516	556	628	715
비이자부채	139	169	196	254	269
총차입금	215	207	202	209	211
순차입금	14	190	173	131	30

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	60	28	40	36	102
당기순이익	43	42	45	78	93
비현금성 비용 및 수익	43	71	63	36	31
유형자산감가상각비	26	28	25	20	18
무형자산상각비	6	10	17	15	13
운전자본변동	-10	-62	-46	-75	-20
매출채권등의 감소	-1	-31	-25	-48	-13
재고자산의 감소	-19	-58	-41	-61	-16
매입채무등의 증가	13	33	25	34	9
기타 영업현금흐름	-16	-23	-22	-3	-2
투자활동 현금흐름	-48	-148	-22	-12	-2
유형자산의 증가(CAPEX)	-16	-20	-10	0	0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-43	-103	-5	0	0
투자자산의 감소(증가)	0	0	0	0	0
기타	11	-25	-7	-12	-2
재무활동 현금흐름	112	-15	-10	24	1
차입금의 증가(감소)	24	-15	80	0	0
자본의 증가	99	0	0	0	0
기타	-11	0	-90	24	1
기타 및 조정	1	0	0	0	1
현금의 증가	125	-135	8	48	102
기초현금	26	151	16	24	72
기말현금	151	16	24	72	174

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
 조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								

투자자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자자의견 (절대수익률 기준)			
매수 15% 이상	Trading Buy (중립) 0%~15%	중립 -15%~0%	축소 -15% 이상 하락
업종 투자자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2023.01.01~2023.12.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	143	88.3
Trading Buy (중립)	14	8.6
중립	5	3.1
매도	0	0

최근 2년간 주가 그래프 및 목표주가(대상 시점 1년) 변동 추이

(▲) 매수, (■) Trading Buy (중립), (●) 중립, (◆) 축소, (■) Not Rated / 담당자 변경

