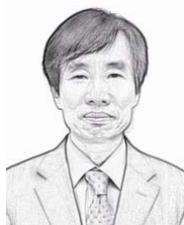


SK COMPANY Analysis



Analyst
하태기
tgha@sk.com
02-3773-8872

Company Data

주본금	201 억원
발행주식수	843 만주
자사주	25 만주
액면가	2,500 원
시가총액	5,741 억원
주요주주	
(주)보령(외5)	50.62%
베어링자산운용	5.03%
외국인지분율	6.10%
배당수익률	0.30%

Stock Data

주가(16/08/16)	68,100 원
KOSPI	2047.76 pt
52주 Beta	0.97
52주 최고가	71,600 원
52주 최저가	47,568 원
60일 평균 거래대금	40 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	2.7%	1.2%
6개월	26.4%	16.5%
12개월	9.5%	6.0%

보령제약 (003850/KS | 매수(유지) | T.P 90,000 원(유지))

한국 제약사가 파마징 시장에 진출하는 모범 모델 제시

보령제약은 한국형 신약 카나브를 개발하여 국내에서 대형 품목으로 키우면서 파마징국가 대상, 순차적으로 기술수출해 왔다. 그 결과 카나브는 400 억원대의 품목으로 성장했고 파마징시장 30 여개 국가에 기술했으며, 현재 10 개 국가에서 출시허가를 받았다. 하반기부터는 카나브 복합제가 순차적으로 개발되어 국내 매출과 해외 기술수출 계약이 진행될 전망이다. 또한 카나브 수출경험을 바탕으로 카나브 이외 제품의 수출도 진행 중이다.

한국형 신약을 통한 파마징시장 개척의 모델 제시

동사는 고혈압치료제 카나브를 개발하여 금년 국내에서 약 400 억원의 매출이 예상된다. 수출은 10 개 국가에서 의약품 출시 허가를 받았고, 2017년에는 15 개 국가까지 허가가 증가할 것이다. 현재까지 단일제 중심으로 30 개 국가에 로열티 2,290 만달러, 수출계약 2 억 9,660 만달러의 계약을 맺었다. 2016년 카나브 수출액은 약 50 억원으로 전망된다.

카나브 복합제를 통해 추가 파마징시장 진출 예정

카나브 복합제 듀카브(카나브+암로디핀)가 금년 8 월에 국내 출시되었으며 금년 12 월에는 카나브+로수바스타틴 복합제를 국내 발매할 계획이다. ARB 고혈압치료제는 단일제 보다 복합제 시장이 2 배 이상 크다. 그동안 단일제 중심으로 고성장해 왔지만 금년 8 월부터는 복합제 출시로 성장세가 한층 강화될 것으로 전망된다. 또한 금년 하반기부터는 복합제 듀카브 수출계약이 추가적으로 진행될 전망이다. 12 월에는 고지혈증 복합제(피마살탄 +로수바스타틴)가 출시되고, 2017년에 고지혈증 복합제(피마살탄 +아토바스타틴), 2018년에 ARB +CCB +고지혈증 복합제(피마살탄 +암로디핀 +로수바스타틴)를 연속 출시할 것이다.

카나브 이외 제품도 파마징시장 추가 수출

카나브 수출경험과 네트워크를 이용해서 카나브 이외 제품도 파마징시장 대상으로 수출을 진행하고 있다. 금년 6 월에 노바티스 제네릭 사업부인 산도즈와 칼슘 챠널 차단제(CCB)계열 고혈압치료제 토플라(실니디핀) 수출 계약을 체결했다. 이번 계약으로 태국, 필리핀, 말레이시아, 싱가폴, 대만, 홍콩 총 6 개국에 10 년간 순차적으로 7,300 만달러(약 850 억원) 규모의 완제품을 공급하게 된다.

영업실적 및 투자지표

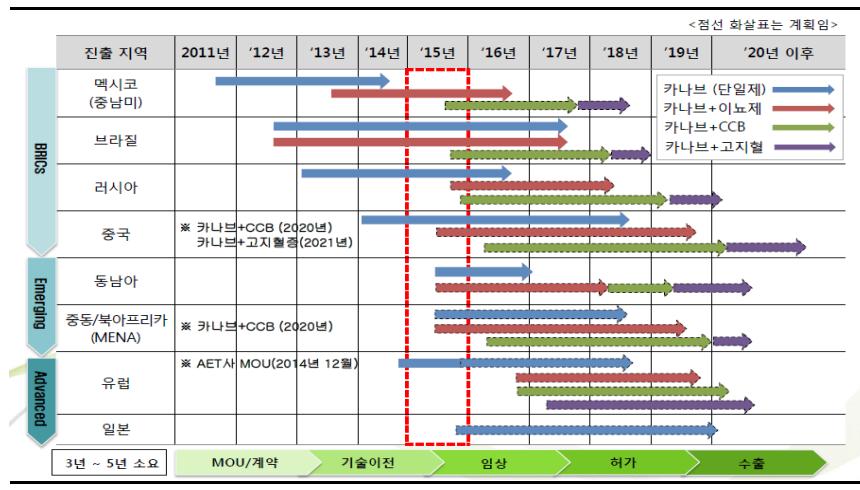
구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	3,273	3,595	4,014	4,232	4,709	5,119
yoY	%	4.9	9.8	11.6	5.5	11.3	8.7
영업이익	억원	191	244	276	347	424	512
yoY	%	467.6	27.7	12.8	26.0	22.1	20.8
EBITDA	억원	297	356	403	491	545	614
세전이익	억원	203	286	278	359	437	525
순이익[지배주주]	억원	141	216	203	280	341	410
영업이익률%	%	5.9	6.8	6.9	8.2	9.0	10.0
EBITDA%	%	9.1	9.9	10.1	11.6	11.6	12.0
순이익률	%	4.3	6.0	5.1	6.6	7.2	8.0
EPS	원	1,676	2,561	2,408	3,323	4,047	4,867
PER	배	18.2	15.0	23.4	20.5	16.8	14.0
PBR	배	1.6	1.8	2.4	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	배	9.5	10.1	12.8	11.9	10.3	8.6
ROE	%	9.2	12.8	10.9	13.4	14.3	15.0
순차입금	억원	213	308	350	68	-176	-484
부채비율	%	67.3	59.2	68.9	60.8	56.2	51.2

보령제약 글로벌 L/O 현황

지역	계약사	품목	로열티	수출
멕시코 12개국	Stendhal	단일제	700만달러	2,300만달러
브라질	Ache	단일제, 이뇨복합제	300만달	2,300만달러
러시아	R-pharm	단일제	150만달러	4,000만달러
중국	Gloria	단일제	540만달러	7,060만달러
동남아 13개국	Zuellig Pharma	단일제	300만달러	12,600만달러
합계			2,290만달러	29,660만달러

자료 보령제약 단일제 중심 향후 복합제 계약 이어질 것

보령제약 카나브 글로벌 시장 진출 계획



자료 : 보령제약

토룰라 및 베스토의 파마징시장 수출 추진

동사는 고혈압치료제 토룰라(시나롱, CCB), 항궤양제 베스토(스토가) 등을 파마징시장 대상으로 수출할 전망이다. 시나롱은 2000년부터 국내 발매해 매출을 올리고 있다. 2014년에 시나롱의 공동개발자인 UCB 재팬으로부터 해외사업권(일본제외)을 인수했다. 금년 6월에 산도즈를 통해 태국, 필리핀, 말레이시아, 싱가포르, 대만, 홍콩 총 6개국에 10년간 순차적으로 7,300만달러(850억 원) 규모의 완제품을 공급하는 계약을 맺었다. 베스토(스토가)도 같은 방법으로 사업권을 인수하여 향후 파마징시장 대상으로 해외 수출을 진행할 것으로 전망된다.

분기별 요약 영업실적

(억원)	2015				2016E			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE
매출액	869	1,007	1,120	1,017	889	1,062	1,184	1,098
영업이익	59	70	58	87	43	106	102	96
세전이익	71	75	74	58	44	113	106	96
순이익	54	53	55	41	32	95	80	73
YoY (%)								
매출액	13.8	12.1	8.1	13.4	2.3	55.5	5.6	8.0
영업이익	14.0	63.2	-16.1	9.9	-27.4	50.3	74.8	9.7
세전이익	-9.9	68.4	-3.2	-32.8	-37.8	49.8	42.9	66.0
순이익	-8.8	64.5	-8.5	-36.4	-40.4	78.5	46.3	78.0

자료 보령제약

주. 개별기준

대차대조표

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.08.24	매수	90,000원
	2016.07.26	매수	90,000원
	2016.06.14	매수	90,000원
	2016.05.02	매수	80,000원
	2016.03.27	매수	88,000원
	2016.03.09	매수	88,000원
	2016.02.18	매수	88,000원
	2016.02.01	매수	88,000원
	2016.01.19	매수	88,000원
	2015.12.22	매수	88,000원
	2015.11.04	매수	88,000원
	2015.10.05	매수	88,000원
	2015.09.11	매수	88,000원

손익계산서



Compliance Notice

- 작성자(하태기)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 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 증목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 8월 24일 기준)

매수	95.17%	중립	4.83%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,671	2,020	2,361	2,819	3,311
현금 및 현금성자산	62	221	464	708	1,017
매출채권 및 기타채권	1,100	1,302	1,373	1,528	1,661
재고자산	503	485	511	569	618
비유동자산	1,153	1,289	1,213	1,163	1,132
장기금융자산	5	5	5	5	5
유형자산	681	800	679	582	507
무형자산	167	185	204	221	235
자산총계	2,824	3,309	3,574	3,981	4,443
유동부채	878	1,194	1,196	1,271	1,336
단기금융부채	346	561	528	528	528
매입채무 및 기타채무	375	471	497	553	601
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	172	156	156	162	169
장기금융부채	25	13	6	6	6
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	40	44	48	52	57
부채총계	1,051	1,350	1,352	1,433	1,505
지배주주지분	1,774	1,959	2,222	2,548	2,938
자본금	192	201	211	221	221
자본잉여금	34	27	25	16	16
기타자본구성요소	-51	-50	-52	-52	-52
자기주식	-51	-50	-52	-52	-52
이익잉여금	1,599	1,782	2,039	2,363	2,753
비자본주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,774	1,959	2,222	2,548	2,938
부채와자본총계	2,824	3,309	3,574	3,981	4,443

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	3,595	4,014	4,232	4,709	5,119
매출원가	1,993	2,324	2,264	2,496	2,662
매출총이익	1,602	1,690	1,968	2,213	2,457
매출총이익률 (%)	44.6	42.1	46.5	47.0	48.0
판매비와관리비	1,357	1,414	1,621	1,789	1,945
영업이익	244	276	347	424	512
영업이익률 (%)	6.8	6.9	8.2	9.0	10.0
비영업순익	42	3	12	13	14
순금융비용	11	12	14	12	12
외환관련손익	2	9	7	7	7
관계기업투자등 관련순익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	286	278	359	437	525
세전계속사업이익률 (%)	8.0	6.9	8.5	9.3	10.3
계속사업법인세	70	75	79	96	115
계속사업이익	216	203	280	341	410
증단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	216	203	280	341	410
순이익률 (%)	6.0	5.1	6.6	7.2	8.0
지배주주	216	203	280	341	410
지배주주가속 순이익률 (%)	6.01	5.06	6.62	7.24	8.01
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	195	198	280	341	410
지배주주	195	198	280	341	410
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	356	403	491	545	614

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	105	183	340	313	382
당기순이익(손실)	216	203	280	341	410
비현금성항목등	245	257	230	204	204
유형자산감가상각비	95	108	122	97	75
무형자산상각비	16	20	22	25	27
기타	54	46	-1	-19	-19
운전자본감소(증가)	-296	-202	-84	-136	-117
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-137	-200	-89	-155	-133
재고자산감소(증가)	-83	19	-26	-58	-50
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-17	71	-127	56	48
기타	-59	-92	158	20	18
법인세납부	-60	-75	-86	-96	-115
투자활동현금흐름	-167	-205	-42	-40	-40
금융자산감소(증가)	1	-2	0	0	0
유형자산감소(증가)	-159	-162	0	0	0
무형자산감소(증가)	-8	-41	-41	-41	-41
기타	0	0	-1	1	1
재무활동현금흐름	20	179	-54	-29	-34
단기금융부채증가(감소)	20	186	-38	0	0
장기금융부채증가(감소)	33	17	0	0	0
자본의증가(감소)	-11	3	-2	1	0
배당금의 지급	-11	-15	-16	-16	-20
기타	-12	-12	-14	-13	-13
현금의 증가(감소)	-41	159	242	245	308
기초현금	103	62	221	464	708
기말현금	62	221	464	708	1,017
FCF	-125	55	312	275	344

자료 : 보령제약, SK증권 추정

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	9.8	11.6	5.5	11.3	8.7
영업이익	27.7	12.8	26.0	22.1	20.8
세전계속사업이익	40.9	-2.8	29.0	21.8	20.3
EBITDA	19.8	13.4	21.6	11.2	12.5
EPS(계속사업)	52.8	-6.0	38.0	21.8	20.3
수익성 (%)					
ROE	12.8	10.9	13.4	14.3	15.0
ROA	7.9	6.6	8.1	9.0	9.7
EBITDA/이자비용(배)	9.9	10.1	11.6	11.6	12.0
안정성 (%)					
유동비율	190.4	169.2	197.4	221.8	247.9
부채비율	59.2	68.9	60.8	56.2	51.2
순자금/자기자본	17.4	17.9	3.1	-6.9	-16.5
EBITDA/이자비용(배)	31.0	34.3	34.3	40.9	46.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,561	2,408	3,323	4,047	4,867
BPS	21,039	23,243	26,362	30,226	34,851
CFPS	3,881	3,924	5,024	5,490	6,077
주당 현금배당금	200	200	200	250	280
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	16.9	31.1	21.6	17.7	14.7
PER(최저)	11.2	14.9	15.7	12.9	10.8
PBR(최고)	2.1	3.2	2.7	2.4	2.1
PBR(최저)	1.4	1.6	2.0	1.7	1.5
PCR	9.9	14.4	13.6	12.4	11.2
EV/EBITDA(최고)	11.3	16.6	12.5	10.8	9.1
EV/EBITDA(최저)	7.8	8.5	9.2	7.9	6.5