

보령제약(003850/KS)

복합제 출시를 통한 장기 성장기반 구축 기대

매수(유지)

T.P 88,000 원(유지)

Analyst

하태기

tgha@sk.com

02-3773-8872

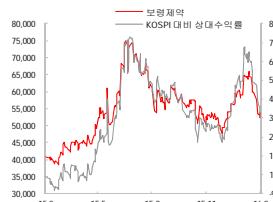
Company Data

자본금	192 억원
발행주식수	843 만주
자사주	25 만주
액면가	2,500 원
시가총액	4,409 억원
주요주주	
(주)보령(외5)	50.62%
국민연금공단	5.01%
외국인지분율	8.70%
배당수익률	0.40%

Stock Data

주가[16/02/18]	52,300 원
KOSPI	1883.94 pt
52주 Beta	1.04
52주 최고가	74,907 원
52주 최저가	38,551 원
60일 평균 거래대금	21 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-11.4%	-11.6%
6개월	-14.5%	-10.6%
12개월	27.9%	33.2%

2015년 보령제약은 주력 제품의 성장과 신제품 출시효과 등에 힘입어 매출액이 11.6% 증가한 4,014 억원으로 고성장했으나 카나브 해외로열티 감소와 상품비중 증가에 따른 원가율 상승 등으로 순이익은 정체 수준에 머물렀다. 2016년에는 기존 제품의 성장과 신제품 매출증가, 그리고 카나브 복합제 출시 등으로 연간 9%대 성장이 가능할 것으로 전망한다. 하반기부터 시작되는 일련의 카나브복합제 출시로 주가 전망은 매우 긍정적이다.

상품비중 확대로 원가율 상승, 해외 로열티 감소

보령제약의 2015년 매출액은 전년대비 11.6% 증가한 4,014 억원, 영업이익은 12.8% 증가한 276 억원이지만 당기 순이익은 6.0% 감소한 203 억원이다. 2015년 4분기만 보면 매출액이 13.4% 증가한 1,017 억원, 영업이익은 9.9% 증가한 87 억원이고, 세전이익은 32.8% 감소한 58 억원이다. 순이익이 감소한 것은 2015년 4분기부터 기타 용역수익이 매출로 소급 계상된 결과이다. 전체적으로 보면 매출은 높게 성장했으나 수익성은 상품비중 증가에 따른 원가율 상승과 카나브 해외 로열티 감소 효과(2014년 60 억원 → 2015년 20 억원대)로 정체 수준에 머물렀다.

2016년 매출은 9%대 성장 기대

2015년 품목별 매출내역을 보면 카나브 국내 매출액이 18.2% 증가한 312 억원이며 해외 매출을 포함하면 334 억원이다. 그외 항혈전제 아스트릭스(+ 16.3%), 항암보조제 메이액트(+ 13.0%), 진해거담제 뮤코이스트(+ 46.3%)가 높게 성장했고 페가시스와 젠자, 듀어덤이 가세하면서 매출이 고성장한 것이다. 2016년에는 BMS 의 **항암제 탁솔(150 억원내외)**이 제외되나 삼양바이오파의 제넥솔(상품) 출시로 보완한다. 젠자(항암제), 페가시스(만성B형간연치료제) 등 신규 제품 매출이 금년에도 증가할 것이다. 또한 기존 제품의 안정적 성장, 추가적인 상품도입, 그리고 카나브 복합제 출시효과 등을 감안하면 연간 9%대 성장이 가능할 것으로 전망한다.

복합제 성장 모멘텀 등으로 주가전망은 긍정적

2016년에는 카나브복합제를 통해서 추가적인 성장 기반을 구축할 것이다. 9월에 CCB 복합제(노바스크) 듀카브, 12월에 고지혈증 복합제(피마살탄 + 로수바스타틴)를 발매할 것이다. 또한 2017년에 고지혈증 복합제(피마살탄 + 아토바스타틴), 2018년에 ARB + CCB + 고지혈증 복합제(피마살탄 + 암로디핀 + 로수바스타틴)를 연속 출시할 것이다. 이러한 신제품 성장 모멘텀으로 주가전망은 매우 긍정적이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	억원	3,121	3,273	3,595	4,014	4,409	4,779
yoy	%	1.3	4.9	9.8	11.7	9.8	8.4
영업이익	억원	34	191	244	276	295	320
yoy	%	-48.3	467.6	27.7	13.0	70	8.4
EBITDA	억원	139	297	356	394	381	391
세전이익	억원	54	203	286	278	296	321
순이익(지배주주)	억원	94	141	216	203	216	234
영업이익률%	%	1.1	5.9	6.8	6.9	6.7	6.7
EBITDA%	%	4.4	9.1	9.9	9.8	8.7	8.2
순이익률	%	3.0	4.3	6.0	5.1	4.9	4.9
EPS	원	1,115	1,676	2,561	2,411	2,565	2,781
PER	배	18.3	18.2	15.0	23.4	20.4	18.8
PBR	배	1.2	1.6	1.8	2.4	2.0	1.9
EV/EBITDA	배	15.9	9.5	10.1	12.6	11.7	11.0
ROE	%	6.6	9.2	12.8	10.9	10.5	10.3
순차입금	억원	417	213	308	145	1	-155
부채비율	%	87.3	67.3	59.2	62.7	59.1	55.8

분기별 요약실적 추이

(억원)	12월결산			2015E		2016E		
	1Q	2Q	3Q	4QE	1QE	2QE	3QE	4QE
매출액	869	1,007	1,120	1,017	982	1,094	1,211	1,122
영업이익	59	70	58	88	69	71	80	75
세전이익	71	75	74	58	80	74	84	58
순이익	54	53	55	41	58	54	61	42
YoY (%)								
매출액	13.8	12.1	8.1	13.5	13.0	8.6	8.1	10.3
영업이익	14.0	63.2	-16.1	10.7	16.4	1.8	36.1	-14.7
세전이익	-9.9	68.4	-3.2	-32.5	12.6	-1.8	13.1	-1.0
순이익	-8.8	64.5	-8.5	-36.0	8.5	1.3	11.2	1.8

자료 SK 증권

카나브 수출 계약 현황

계약년월	국 가	회 사 명	합 계 (라이선스포함)	비 고
2011/10	멕시코 등 중남미 13개국 (단일제)	스텐달社	\$3,000만	2014년 8월 수출개시
2012/ 10	브라질(단일/이뇨)	아쉐社	\$4,310만	
2013/01	러시아 (단일제)	알팜社	\$1,550만	
2013/07	멕시코 등 중남미 13개국 (이뇨복합제)	스텐달社	\$2,600만	2015년 11월 시판허가 취득
2014/01	중국 (단일제)	글로리아社	\$7,600만	
2015/06	동남아 13개국 (단일제)	줄릭파마社	\$1억 2,900만	
합 계			\$3억 1,960만	

*자료: 보령제약

카나브 복합제 개발 일정

과제명	적용증	탐색 연구	비임상 시험	임상			허가	비고
				1상	2상	3상		
BKC002	카나브 + 고혈압(복합)	●●●				▶		2016년 발매 목표
BKC003	카나브 + 고지혈증1(복합)	●●●				▶		2016년 발매 목표
BKC007	카나브 + 고지혈증2(복합)	●●●			▶			2017년 발매 목표
BKC004	카나브 + 고혈압 + 고지혈증(삼제)	●●●			▶			2018년 발매 목표
BKE001	고혈압 외 적응증	●●●			▶			2019년 발매 목표
BSN001	이중기전의 고혈압치료제	●●●						2025년 발매 목표

후보물질 발굴 5% → 동물실험 3년 → IND 1개월 → 임상1상 2~3년 → 임상2상 2년 → 임상3상 3년 → NDA 6개월 → 시판후임상 (임상 4기) 4~6년 → 상업적 성공 100억 이상

*자료: 보령제약

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.02.19	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
	2015.08.17	매수	88,000원
	2015.07.29	매수	88,000원
	2015.07.13	매수	88,000원
	2015.06.17	매수	73,000원
	2015.04.29	매수	60,000원
	2015.04.15	매수	60,000원

(원)

수정 주가 목표주가

100,000
90,000
80,000
70,000
60,000
50,000
40,000
30,000
20,000

14.2 14.9 15.4 15.11

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.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 2월 19일 기준)

매수	95.33%	중립	4.67%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
유동자산	1,551	1,671	2,107	2,429	2,750
현금및현금성자산	103	62	309	453	609
매출채권및기타채권	994	1,100	1,228	1,349	1,462
재고자산	448	503	562	617	669
비유동자산	1,124	1,153	1,089	1,017	964
장기금융자산	5	5	5	5	5
유형자산	644	681	622	550	493
무형자산	175	167	156	150	145
자산총계	2,676	2,824	3,196	3,446	3,714
유동부채	899	878	1,032	1,091	1,145
단기금융부채	317	346	437	437	437
매입채무 및 기타채무	347	375	419	460	499
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	177	172	199	189	184
장기금융부채	0	25	19	19	19
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	37	40	45	50	54
부채총계	1,076	1,051	1,231	1,280	1,330
지배주주지분	1,600	1,774	1,965	2,166	2,385
자본금	183	192	201	210	220
자본잉여금	43	34	27	19	10
기타자본구성요소	-40	-51	-50	-50	-50
자기주식	-40	-51	-50	-50	-50
이익잉여금	1,414	1,599	1,787	1,987	2,205
비자본주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,600	1,774	1,965	2,166	2,385
부채와자본총계	2,676	2,824	3,196	3,446	3,714

현금흐름표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
영업활동현금흐름	299	105	195	183	194
당기순이익(손실)	141	216	203	216	234
비현금성항목등	230	245	261	165	156
유형자산감가상각비	91	95	99	71	57
무형자산상각비	15	16	19	14	14
기타	45	54	49	-15	-15
운전자본감소(증가)	-48	-296	-193	-118	-110
매출채권기타채권의 감소증가	70	-137	-135	-121	-113
재고자산감소(증가)	-2	-83	-59	-55	-52
매입채무 및 기타채무의 증가감소	-17	-17	32	41	39
기타	-99	-59	-31	17	16
법인세납부	-24	-60	-77	-80	-87
투자활동현금흐름	-69	-167	-14	-8	-8
금융자산감소(증가)	-1	1	-2	0	0
유형자산감소(증가)	-46	-159	0	0	0
무형자산감소(증가)	-23	-8	-8	-8	-8
기타	0	0	-4	0	1
재무활동현금흐름	-229	20	60	-31	-31
단기금융부채증가(감소)	-205	20	68	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	33	17	0	0
자본의증가(감소)	1	-11	3	1	1
배당금의 지급	-10	-11	-15	-16	-16
기타	-15	-12	-13	-15	-15
현금의 증가(감소)	-1	-41	246	145	155
기초현금	105	103	62	309	453
기말현금	103	62	309	453	609
FCF	216	-125	187	175	186

자료 : 보령제약 SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
매출액	3,273	3,595	4,014	4,409	4,779
매출원가	1,864	1,993	2,324	2,570	2,786
매출총이익	1,409	1,602	1,690	1,838	1,993
매출총이익률 (%)	43.1	44.6	42.1	41.7	41.7
판매비와관리비	1,218	1,357	1,414	1,543	1,673
영업이익	191	244	276	295	320
영업이익률 (%)	5.9	6.8	6.9	6.7	6.7
비영업순익	12	42	2	1	1
순금융비용	16	11	12	15	15
외환관련손익	-2	2	1	1	1
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	203	286	278	296	321
세전계속사업이익률 (%)	6.2	8.0	6.9	6.7	6.7
계속사업법인세	62	70	75	80	87
계속사업이익	141	216	203	216	234
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	141	216	203	216	234
순이익률 (%)	4.3	6.0	5.1	4.9	4.9
지배주주	141	216	203	216	234
지배주주구속 순이익률(%)	4.32	6.01	5.06	4.9	4.91
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	151	195	203	216	234
지배주주	151	195	203	216	234
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	297	356	394	381	391

주요투자지표

월 결산(억원)	2013	2014	2015E	2016E	2017E
성장성 (%)					
매출액	4.9	9.8	11.7	9.8	8.4
영업이익	467.6	27.7	13.0	7.0	8.4
세전계속사업이익	279.5	40.9	-2.7	6.4	8.5
EBITDA	114.3	19.8	10.9	-3.3	2.6
EPS(계속사업)	50.3	52.8	-5.9	6.4	8.5
수익성 (%)					
ROE	9.2	12.8	10.9	10.5	10.3
ROA	5.2	7.9	6.8	6.5	6.6
EBITDA마진	9.1	9.9	9.8	8.7	8.2
안정성 (%)					
유동비율	172.6	190.4	204.2	222.7	240.1
부채비율	67.3	59.2	62.7	59.1	55.8
순자기자본비율	13.3	17.4	7.4	0.0	-6.5
EBITDA/이자비용(배)	17.8	31.0	31.9	25.0	25.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,676	2,561	2,411	2,565	2,781
BPS	18,978	21,039	23,307	25,690	28,289
CFPS	2,928	3,881	3,813	3,582	3,620
주당 현금배당금	150	200	200	200	200
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	204	169	31.1	25.7	23.7
PER(최저)	12.0	11.2	14.9	20.4	18.8
PBR(최고)	1.8	21	3.2	2.6	2.3
PBR(최저)	1.1	1.4	1.5	2.0	1.9
PCR	10.4	9.9	14.8	14.6	14.5
EV/EBITDA(최고)	10.6	11.3	16.5	14.8	14.0
EV/EBITDA(최저)	6.6	7.8	8.2	11.7	11.0