

## 보령제약(003850/KS)

# 영업실적 부진, 2 분기 회복 기대

### 매수(유지)

T.P 80,000 원(하향)

#### Analyst

하태기

tgha@sk.com

02-3773-8872

보령제약의 1 분기 매출액은 전년동기대비 2.3% 증가한 889 억원, 영업이익은 28.7% 감소한 42 억원에 그치면서 당리서치 추정치와 시장 컨센서스에 미치지 못했다. 주력 제품 성장에도 불구하고 제품 대체 등의 마이너스효과가 컸고, 광고비 등 판관비 증가로 영업이익이 감소한 것으로 분석된다. 2 분기부터는 매출 회복과 광고비 감소 등으로 실적 정상화가 기대된다. 다만 연간 수정 이익추정치를 반영, 목표주가를 80,000 원으로 조정한다.

#### 1 분기 매출액 2.3% 증가, 영업이익 28.7% 감소

보령제약의 2016년 1 분기 영업실적이 기대에 미치지 못했다. 매출액은 전년동기대비 2.3% 증가한 889 억원, 영업이익은 28.7% 감소한 42 억원에 그쳤다. 매출성장 정체와 판관비 증가에 따라 영업실적이 부진한 것으로 평가된다.

#### 판관비 증가로 영업이익 대폭 감소

우선 매출성장이 정체된 것은 주력제품인 카나브가 28.7% 증가한 82 억원, 겔포스도 24.2% 증가한 62 억원을 기록했다. 그러나 타솔이 제네솔로 대체되는 과정에서 매출감소효과가 있었고 기타 품목 구조조정도 매출에 영향을 미친 것으로 추정한다. 매출총이익이 9.2% 증가했지만 영업이익이 28.7% 감소한 것은 판관비 증가요인이 컸다. 동사는 영업력 강화를 위해서 영업인력을 확충하여 판관비가 증가했고, 특히 겔포스, 용각산 등에 대한 광고비가 전년동기대비 15 억원 증가했다.

#### 2 분기는 영업실적 정상화 기대

2 분기에는 1 분기보다는 영업실적이 개선될 것으로 추정한다. 품목 구조조정과 제품대체 등이 자리를 잡으면서 매출이 회복될 가능성이 크고, 겔포스 등의 주력 제품 성장세가 이어질 것이다. 수출도 금년 1 분기에 엘살바도르에서 이뇨복합제 시판허가를 받는 등 남미 수출지역이 확대되고 있다. 수익성 측면에서는 광고비가 1 분기보다 줄어들 가능성도 있어 이익회복이 예상된다. 따라서 2 분기 매출액은 전년동기대비 6.2% 증가한 1,070 억원, 영업이익은 2.0% 감소한 69 억원으로 추정한다.

#### 목표주가 80,000 원으로 소폭 하향 조정

2016년 연간 이익 추정치를 하향 조정하고 목표주가를 기존의 88,000 원에서 80,000 원으로 조정했다.

#### 영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	3,273	3,595	4,014	4,239	4,647	5,055
yoy	%	4.9	9.8	11.6	5.6	9.6	8.8
영업이익	억원	191	244	276	279	306	333
yoy	%	467.6	27.7	12.8	12	9.6	8.8
EBITDA	억원	297	356	403	423	425	433
세전이익	억원	203	286	278	281	308	335
순이익(지배주주)	억원	141	216	203	205	225	244
영업이익률%	%	5.9	6.8	6.9	6.6	6.6	6.6
EBITDA%	%	9.1	9.9	10.1	10.0	9.2	8.6
순이익률	%	4.3	6.0	5.1	4.8	4.8	4.8
EPS	원	1,676	2,561	2,408	2,429	2,665	2,900
PER	배	18.2	15.0	23.4	23.7	21.6	19.8
PBR	배	1.6	1.8	2.4	2.3	2.1	1.9
EV/EBITDA	배	9.5	10.1	12.8	11.9	11.5	10.9
ROE	%	9.2	12.8	10.9	10.0	10.0	10.0
순차입금	억원	213	308	350	136	-20	-171
부채비율	%	67.3	59.2	68.9	64.9	62.3	59.7

## 목표주가 재조정

보령제약에 대한 기업가치 평가는 영업에서 발생하는 영업가치와 카나브의 미래성장가치로 구분하여 평가하고 있다. 이번에 1분기 실적을 반영하여 2016년 이익추정치를 하향 조정함에 따라 목표주가를 기준의 88,000 원에서 80,000 원으로 소폭 하향 조정했다. 기업가치 평가와 관련한 세부 내용은 다음 표와 같다

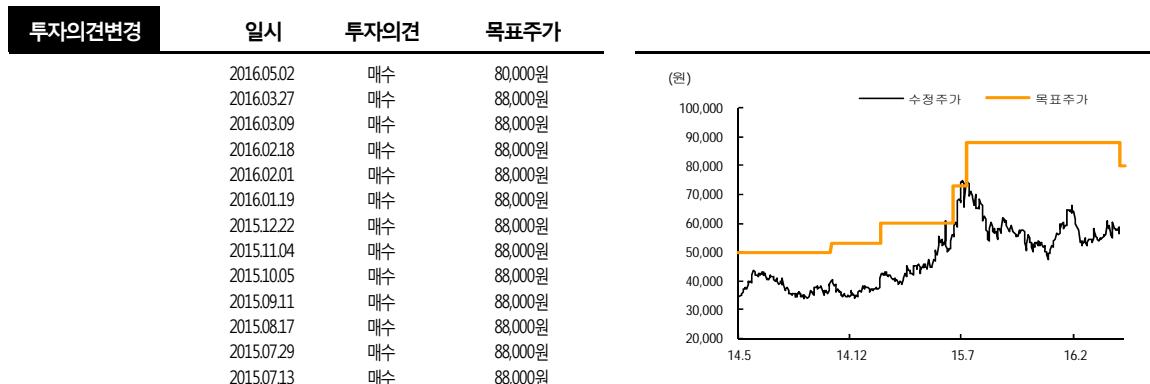
<u>보령제약 주가 밸류에이션</u>		(단위: 억원)
순이익(2016년)		205
PER(배)		21
사업가치(a)		4,301
카나브 수출가치		
수출계약		3,300
향후 수출계약 추정(복합제 등)		2,500
합계		5,800
연평균 수출액(5년계약 가정)		1,160
순이익률		13%
순이익		151
PER(배)		10
<b>카나브 수출가치</b>		<b>1,508</b>
사업불확실성할인 10%(b)		1,357
사업가치(a)+카나브수출가치(b)		5,658
보유순현금		(354)
<b>금정역토지(가정)</b>		<b>900</b>
순현금 추정치		546
<b>기업가치</b>		<b>6,204</b>
발행주식수(주)		8,040,000
자기주식수(주)		257,500
유통주식수(주)		7,782,500
<b>적정주가(원)</b>		<b>79,719</b>

자료 SK 증권

**분기별 영업실적 추이**

	2015				2016E			
	12월결산 (억원)	1Q	2Q	3Q	4Q	1QE	2QE	3QE
매출액	869	1,007	1,120	1,017	889	1,070	1,184	1,097
영업이익	59	70	58	87	42	69	76	92
세전이익	71	75	74	58	44	69	78	90
순이익	54	53	55	41	32	50	57	66
YoY (%)								
매출액	13.8	12.1	8.1	13.4	2.3	6.2	5.6	7.9
영업이익	14.0	63.2	-16.1	9.9	-28.7	-2.0	30.3	5.2
세전이익	-9.9	68.4	-3.2	-32.8	-38.0	-8.8	5.2	55.4
순이익	-8.8	64.5	-8.5	-36.4	-40.3	-6.0	3.5	60.0

자료 SK 증권

**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 5월 2일 기준)**

매수	95.92%	중립	4.08%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

## 대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	1,671	2,020	2,336	2,674	3,008
현금및현금성자산	62	221	435	591	742
매출채권및기타채권	1,100	1,302	1,375	1,508	1,640
재고자산	503	485	512	561	610
<b>비유동자산</b>	1,153	1,289	1,201	1,137	1,094
장기금융자산	5	5	5	5	5
유형자산	681	800	679	584	510
무형자산	167	185	204	220	235
<b>자산총계</b>	2,824	3,309	3,536	3,811	4,101
<b>유동부채</b>	878	1,194	1,230	1,294	1,358
단기금융부채	346	561	561	561	561
매입채무 및 기타채무	375	471	498	546	594
단기충당부채	0	0	0	0	0
<b>비유동부채</b>	172	156	162	168	175
장기금융부채	25	13	13	13	13
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	40	44	48	52	57
<b>부채총계</b>	1,051	1,350	1,392	1,462	1,534
<b>지배주주지분</b>	1,774	1,959	2,145	2,349	2,568
자본금	192	201	210	220	220
자본잉여금	34	27	19	10	10
기타자본구성요소	-51	-50	-50	-50	-50
자기주식	-51	-50	-50	-50	-50
이익잉여금	1,599	1,782	1,971	2,179	2,403
비자본주주지분	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	1,774	1,959	2,145	2,349	2,568
<b>부채와자본총계</b>	2,824	3,309	3,536	3,811	4,101

## 현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	105	183	284	225	226
당기순이익(손실)	216	203	205	225	244
비현금성항목등	245	257	218	200	188
유형자산감가상각비	95	108	122	95	74
무형자산상각비	16	20	23	25	27
기타	54	46	-9	-9	-9
운전자본감소(증가)	-296	-202	-64	-116	-116
매출채권기타채권의 감소증가	-137	-200	-73	-132	-132
재고자산감소(증가)	-83	19	-27	-49	-49
매입채무 및 기타채무의 증가감소	-17	71	27	48	48
기타	-59	-92	10	17	17
법인세납부	-60	-75	-76	-83	-91
<b>투자활동현금흐름</b>	-167	-205	-41	-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	0	1	1
<b>재무활동현금흐름</b>	20	179	-29	-30	-35
단기금융부채증가(감소)	20	186	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	33	17	0	0	0
자본의증가(감소)	-11	3	1	1	0
배당금의 지급	-11	-15	-16	-16	-20
기타	-12	-12	-14	-14	-14
<b>현금의 증가(감소)</b>	-41	159	214	156	151
<b>기초현금</b>	103	62	221	435	591
<b>기말현금</b>	62	221	435	591	742
<b>FCF</b>	-125	55	243	185	186

자료 : 보령제약 SK증권 추정

## 손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>매출액</b>	3,595	4,014	4,239	4,647	5,055
<b>매출원가</b>	1,993	2,324	2,315	2,538	2,761
<b>매출총이익</b>	1,602	1,690	1,924	2,109	2,294
매출총이익률 (%)	44.6	42.1	45.4	45.4	45.4
<b>판매비와관리비</b>	1,357	1,414	1,645	1,803	1,961
영업이익	244	276	279	306	333
영업이익률 (%)	6.8	6.9	6.6	6.6	6.6
비영업순익	42	3	2	2	2
<b>순금융비용</b>	11	12	14	13	13
외환관련손익	2	9	7	7	7
<b>관계기인투자등 관련손익</b>	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	286	278	281	308	335
세전계속사업이익률 (%)	8.0	6.9	6.6	6.6	6.6
계속사업법인세	70	75	76	83	91
<b>계속사업이익</b>	216	203	205	225	244
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	216	203	205	225	244
순이익률 (%)	6.0	5.1	4.8	4.8	4.8
지배주주	216	203	205	225	244
<b>지배주주구속 순이익률(%)</b>	6.01	5.06	4.83	4.83	4.84
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>총포괄이익</b>	195	198	200	220	239
<b>지배주주</b>	195	198	200	220	239
<b>비지배주주</b>	0	0	0	0	0
<b>EBITDA</b>	356	403	423	425	433

## 주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	9.8	11.6	5.6	9.6	8.8
영업이익	27.7	12.8	1.2	9.6	8.8
세전계속사업이익	40.9	-2.8	0.9	9.7	8.8
EBITDA	19.8	13.4	4.9	0.5	1.8
EPS(계속사업)	52.8	-6.0	0.9	9.7	8.8
<b>수익성 (%)</b>					
ROE	128	10.9	10.0	10.0	10.0
ROA	7.9	6.6	6.0	6.1	6.2
EBITDA마진	9.9	10.1	10.0	9.2	8.6
<b>안정성 (%)</b>					
유동비율	190.4	169.2	189.9	206.6	221.4
부채비율	59.2	68.9	64.9	62.3	59.7
순자기자본비율	17.4	17.9	6.3	-0.8	-6.7
EBITDA/이자비용(배)	31.0	34.3	29.6	29.7	30.3
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS(계속사업)	2,561	2,408	2,429	2,665	2,900
BPS	21,039	23,243	25,440	27,862	30,460
CFPS	3,881	3,924	4,139	4,080	4,087
주당 현금배당금	200	200	200	250	280
<b>Valuation지표 (배)</b>					
PER(최고)	169	31.1	27.2	24.8	22.8
PER(최저)	112	14.9	21.5	19.6	18.0
PBR(최고)	2.1	3.2	2.6	2.4	2.2
PBR(최저)	1.4	1.6	2.1	1.9	1.7
PCR	9.9	14.4	13.9	14.1	14.1
EV/EBITDA(최고)	11.3	16.6	13.6	13.2	12.6
EV/EBITDA(최저)	7.8	8.5	10.9	10.4	9.9