

보령제약(003850/KS)

카나브복합제에 기반한 성장 모멘텀 강화 전망

매수(유지)

T.P 90,000 원(상향)

Analyst

하태기

tgha@sk.com

02-3773-8872

Company Data

자본금	201 억원
발행주식수	843 만주
자사주	25 만주
액면가	2,500 원
시가총액	5,564 억원

주요주주	
(주)보령(외5)	50.62%
베어링자산운용	5.03%
외국인지분률	8.20%
배당수익률	0.30%

Stock Data

주가(16/06/02)	66,000 원
KOSPI	1985.11 pt
52주 Beta	1.08
52주 최고가	74,907 원
52주 최저가	47,568 원
60일 평균 거래대금	28 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	20.2%	19.8%
6개월	24.9%	26.4%
12개월	8.1%	13.2%

보령제약의 수익성 개선이 본격 진행될 것이다. 하반기부터 카나브 복합제가 출시됨에 따라 판권수출이 시작될 것이며, 이에 따른 로열티 수입이 기대된다. 2017년에는 카나브 복합제 매출이 빠르게 성장하면서 실적성장을 견인할 것이다. 또한 카나브 영업을 기반으로 하여 사업영역을 확대하면서 외형성장을 지속할 수 있을 전망이다. 실적개선 전망을 반영하여 목표주가를 90,000 원으로 상향 조정한다.

카나브 복합제의 출시 임박

보령제약은 5 월말에 고혈압치료제인 카나브 복합제 듀카브(피마살탄+ CCB)에 대한 식약청 승인을 받았다. 6 월부터 생산을 하여 유통이 시작될 것이며 8 월에는 약가가 확정되면서 매출이 시작될 예정이다. 12 월에는 고지혈증 복합제(피마살탄 + 로수바스타틴)가 출시되고, 또한 2017 년에 고지혈증 복합제 (피마살탄 + 아토바스타틴), 2018 년에 ARB + CCB + 고지혈증 복합제 (피마살탄 + 아로디핀 + 로수바스타틴)를 연속 출시할 것이다.

하반기 이익성장 모멘텀 강화 전망

2016 년에는 카나브 복합제를 통해서 추가적인 성장 기반이 구축될 것으로 평가한다. 금년 9 월에 CCB 복합제(노바스카) 듀카브가 출시되어 하반기에 50 억원, 2017 년 180 억원, 2018 년 320 억원의 매출이 예상된다. 비슷한 의약품인 유한양행의 트윈스타가 금년에 800 억원의 매출이 예상되기 때문에 제품 경쟁력이 있는 듀카브의 매출 급성장이 가능할 것이다. 또한 12 월에 고지혈증 복합제가 발매될 예정이다. 고혈압 복합제 시장에 비해 규모가 작지만 2017 년부터 매출증가에 어느정도 기여할 것이다. 금년 하반기에는 고혈압복합제의 해외 판권수출과 관련된 로열티수입도 유입될 가능성이 크다. 고혈압치료제 이외에도 릴리의 서방성 당뇨병치료제 매출도 시작했다. 카나브에 기반한 영업시너지를 이용하여 다양한 약효군으로 내수와 수출확대를 추진하고 있다.

목표주가 90,000 원으로 상향 조정

실적부진 요인으로 5 월초 목표주가를 소폭 내렸지만 1 개월 만에 2 분기 실적 전망치를 상향 조정하면서 목표주가를 90,000 원으로 상향 조정한다. 2 분기 중에 로열티 75 만불 유입, 겔포스 8% 가격인상, 제품구조조정 효과 등에 의해 2 분기 매출액이 전년동기대비 4.8% 증가한 1,056 억원, 영업이익이 26.6% 증가한 89 억원으로 추정된다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	3,273	3,595	4,014	4,226	4,632	5,038
yoy	%	4.9	9.8	11.6	5.3	9.6	8.8
영업이익	억원	191	244	276	313	380	438
yoy	%	467.6	27.7	12.8	13.5	21.5	15.4
EBITDA	억원	297	356	403	456	502	540
세전이익	억원	203	286	278	314	383	442
순이익(지배주주)	억원	141	216	203	228	278	320
영업이익률%	%	5.9	6.8	6.9	7.4	8.2	8.7
EBITDA%	%	9.1	9.9	10.1	10.8	10.8	10.7
순이익률	%	4.3	6.0	5.1	5.4	6.0	6.4
EPS	원	1,676	2,561	2,408	2,704	3,293	3,799
PER	배	18.2	15.0	23.4	24.6	20.2	17.5
PBR	배	1.6	1.8	2.4	2.6	2.3	2.1
EV/EBITDA	배	9.5	10.1	12.8	12.6	11.1	9.9
ROE	%	9.2	12.8	10.9	11.0	12.1	12.4
순차입금	억원	213	308	350	109	-103	-332
부채비율	%	67.3	59.2	68.9	62.2	58.4	54.6

최근 보령제약의 많은 변화 들

보령제약은 최근 많은 변화를 시도하고 있다. 금년 6 월초에 **라파스사와 치매치료제 '도네페질(donepezil) 마이크로니들 경피제제(패치)' 공동 개발 및 공급 계약을 체결**했다. 5 월에는 로열티 75 만달러를 받고 줄리파마와 카나브플러스(이노복합제) 수출계약(동남아 13 개국, 15 년간 2,771 만 달러)을 맺었다. 금년 상반기에 에콰도르, 코스타리카 등 **남미지역에서 카나브 수출허가가 증가**했다. 카나브와 크레스토(성분명 로수바스타틴)복합제에 대한 미국 FDA 임상 1 상 승인을 받았다. 9 월 24 일부터 29 일까지 서울에서 열리는 '**세계고혈압학회 서울 2016**'에 대한 **후원 협약을 체결**했다. 카나브의 글로벌 입지강화를 위한 계약일 것이다.

카나브 단일제 및 복합제 매출 전망

(단위: 억원)

연도	단일제	복합제(고혈압)	복합제(고지혈)	합계
2011	100			
2012	183			
2013	215			
2014	264			
2015	334			
2016E	370	50		420
2017E	380	180	50	610
2018E	380	320	100	800

자료: 로열티수입은 제외

주: 참고로 고혈압복합제 트윈스타 2016 년 매출액 800 억원 추정 고지혈증복합제: 로벨리토 2016 년 160 억원 추정

보령제약 주가 밸류에이션

(단위: 억원)

순이익(Forward)	228
PER(배)	22.5
사업가치(a)	5,129
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
카나브 수출가치	1,508
사업불확실성 할인 10% (b)	1,357
사업가치(a)+카나브수출가치(b)	6,487
보유순현금	(344)
금정역토지(가정)	900
순현금 추정치	556
기업가치	7,043
발행주식수(주)	8,040,000
자기주식수(주)	257,500
유통주식수(주)	7,782,500
적정주가(원)	90,492

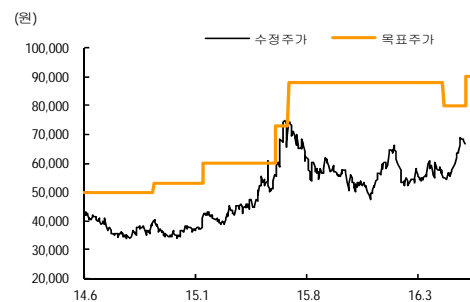
분기별 요약 영업실적

12월결산	2015				2016E			
(억원)	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE
매출액	869	1,007	1,120	1,017	889	1,056	1,184	1,098
영업이익	59	70	58	87	43	89	89	92
세전이익	71	75	74	58	44	88	90	92
순이익	54	53	55	41	32	64	65	67
YoY (%)								
매출액	13.8	12.1	8.1	13.4	2.3	4.8	5.6	8.0
영업이익	14.0	63.2	-16.1	9.9	-27.4	26.6	52.3	4.9
세전이익	-9.9	68.4	-3.2	-32.8	-37.8	17.0	21.8	58.8
순이익	-8.8	64.5	-8.5	-36.4	-40.4	19.8	18.9	62.4

자료 SK 증권

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
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
2015.08.17	매수	88,000원
2015.07.29	매수	88,000원



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 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 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 (2016 년 6 월 14 일 기준)

매수	96.05%	중립	3.95%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	1,671	2,020	2,318	2,711	3,122
현금및현금성자산	62	221	423	635	864
매출채권및기타채권	1,100	1,302	1,371	1,503	1,635
재고자산	503	485	510	559	608
비유동자산	1,153	1,289	1,203	1,143	1,102
장기금융자산	5	5	5	5	5
유형자산	681	800	679	582	507
무형자산	167	185	204	221	235
자산총계	2,824	3,309	3,521	3,853	4,224
유동부채	878	1,194	1,195	1,259	1,323
단기금융부채	346	561	528	528	528
매입채무 및 기타채무	375	471	496	544	592
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	1,351	1,421	1,492
지배주주지분	1,774	1,959	2,170	2,432	2,732
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	1,986	2,248	2,548
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,774	1,959	2,170	2,432	2,732
부채외자본총계	2,824	3,309	3,521	3,853	4,224

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	105	183	300	280	303
당기순이익(손실)	216	203	228	278	320
비현금성항목등	245	257	248	224	220
유형자산감가상각비	95	108	122	97	75
무형자산감가상각비	16	20	22	25	27
기타	54	46	9	-9	-9
운전자본감소(증가)	-296	-202	-82	-116	-116
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-137	-200	-87	-132	-132
재고자산감소(증가)	-83	19	-26	-49	-49
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-17	71	-128	48	48
기타	-59	-92	158	17	17
법인세납부	-60	-75	-94	-105	-121
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	202	211	230
기초현금	103	62	221	423	635
기말현금	62	221	423	635	864
FCF	-125	55	269	240	263

자료 : 보령제약 SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	3,595	4,014	4,226	4,632	5,038
매출원가	1,993	2,324	2,295	2,455	2,645
매출총이익	1,602	1,690	1,931	2,177	2,393
매출총이익률 (%)	44.6	42.1	45.7	47.0	47.5
판매비와관리비	1,357	1,414	1,619	1,797	1,955
영업이익	244	276	313	380	438
영업이익률 (%)	6.8	6.9	7.4	8.2	8.7
비영업손익	42	3	2	3	3
순금융비용	11	12	14	13	12
외환관련손익	2	9	7	7	7
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	286	278	314	383	442
세전계속사업이익률 (%)	8.0	6.9	7.4	8.3	8.8
계속사업법인세	70	75	86	105	121
계속사업이익	216	203	228	278	320
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	216	203	228	278	320
순이익률 (%)	6.0	5.1	5.4	6.0	6.4
지배주주	216	203	228	278	320
지배주주귀속 순이익률(%)	6.01	5.06	5.39	5.99	6.36
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	195	198	228	278	320
지배주주	195	198	228	278	320
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	356	403	456	502	540

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	9.8	11.6	5.3	9.6	8.8
영업이익	27.7	12.8	13.5	21.5	15.4
세전계속사업이익	40.9	-2.8	13.0	21.8	15.4
EBITDA	19.8	13.4	13.1	9.9	7.7
EPS(계속사업)	52.8	-6.0	12.3	21.8	15.4
수익성 (%)					
ROE	12.8	10.9	11.0	12.1	12.4
ROA	7.9	6.6	6.7	7.5	7.9
EBITDA마진	9.9	10.1	10.8	10.8	10.7
안정성 (%)					
유동비율	190.4	169.2	194.0	215.4	236.0
부채비율	59.2	68.9	62.2	58.4	54.6
순차입금/자기자본	17.4	17.9	5.0	-4.2	-12.2
EBITDA/이자비용(배)	31.0	34.3	31.9	37.7	40.6
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,561	2,408	2,704	3,293	3,799
BPS	21,039	23,243	25,743	28,854	32,411
CFPS	3,881	3,924	4,406	4,736	5,009
주당 현금배당금	200	200	200	250	280
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	16.9	31.1	25.4	20.9	18.1
PER(최저)	11.2	14.9	19.3	15.9	13.8
PBR(최고)	2.1	3.2	2.7	2.4	2.1
PBR(최저)	1.4	1.6	2.0	1.8	1.6
PCR	9.9	14.4	15.1	14.0	13.3
EV/EBITDA(최고)	11.3	16.6	13.0	11.4	10.2
EV/EBITDA(최저)	7.8	8.5	10.0	8.7	7.6