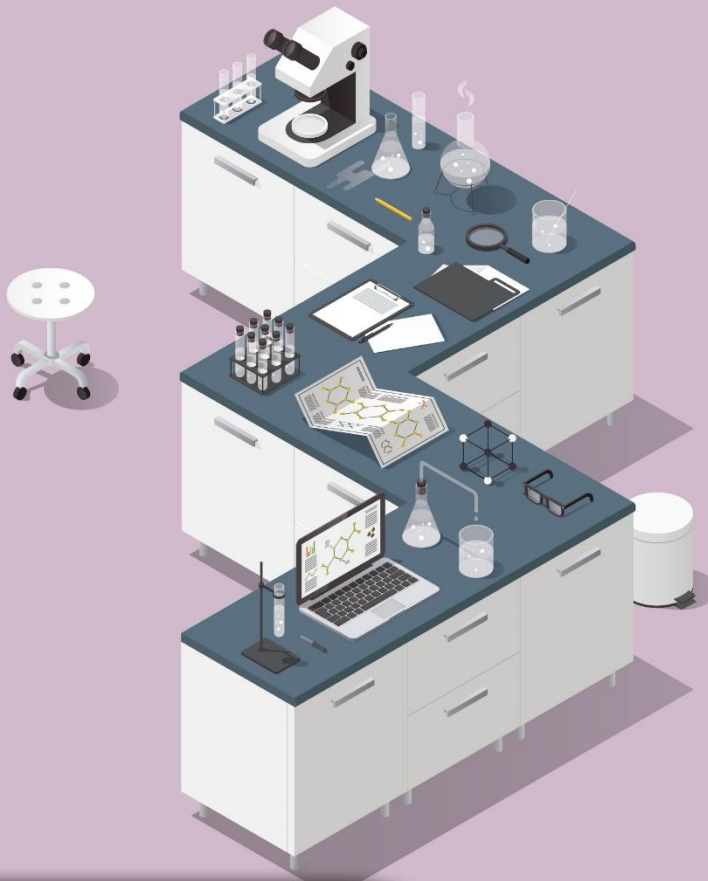




보령

| Bloomberg Code (003850 KS) | Reuters Code (003850.KS)

2023년 8월 25일

[제약/바이오]

미들급 ETC 오마카세

정재원 선임연구원

☎ 02-3772-1542

✉ jaewonjeong@shinhan.com



매수
(신규)



현재주가 (8월 24일)
9,000 원



목표주가
13,000 원 (신규)



상승여력
44.4%

- ◆ 자체개발 신약 카나브를 개발한 중견 제약사
- ◆ 단기적으로 외형, 수익성 성장. 중장기적으로 투자에 대한 성과 기대
- ◆ 목표주가 13,000원으로 커버리지 개시

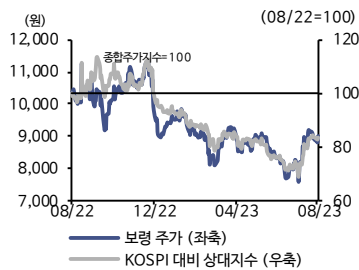


신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

시가총액	618.2십억원
발행주식수	68.7백만주
유동주식수	28.9백만주(42.0%)
52 주 최고가/최저가	11,300 원/7,570 원
일평균 거래량 (60 일)	192,758 주
일평균 거래액 (60 일)	1,635백만원
외국인 지분율	6.07%
주요주주	
보령홀딩스 외 5 인	53.86%

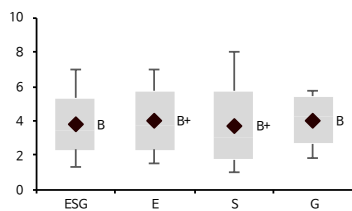
절대수익률	
3개월	0.0%
6개월	-0.9%
12개월	-12.6%
KOSPI 대비 상대수익률	
3개월	1.2%
6개월	-5.3%
12개월	-15.7%

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



다채로운 제품 라인업을 통한 외형 성장이 돋보이는 중견 제약사

1963년 설립된 대표적인 중견 제약사다. 자체 개발한 고혈압치료제인 카나브 패밀리를 보유했다. ETC 라인업에서 카나브 패밀리 외에 항암 사업부도 주목할만하다. 동사의 항암사업 경쟁력은 국내 탑 수준이다. LBA 제품, 시밀러 등 추가적인 라인업을 다각화하고 있다. OTC에도 겔포스, 용각산 등 스테디셀러 제품을 보유했다. 작년 기준 ETC와 OTC의 매출 비중은 각각 79.7%, 9.2%으로, 전반적으로 ETC 사업 비중이 높지만 ETC 내 영역별 비중은 고르게 분포되어 있다.

제품 다각화를 통한 외형, 수익성 동반성장과 신성장동력 확보 기대

단기적으로 카나브 패밀리, LBA 사업을 통한 외형 성장, 구축한 항암 네트워크를 통한 포트폴리오 다각화에 따른 외형, 수익성의 동반성장을 기대해볼 수 있다. 포트폴리오의 다각화를 통해 계절적 이슈 소거, 매출 내 제품 비중 상승효과를 예상한다. 이를 통해 외형과 수익성을 동시에 잡는 모습을 보여줄 수 있을 것으로 전망한다.

중장기적 관점에서 동사는 적극적인 투자를 진행하고 있다. 면역세포 치료제 전문기업인 바이젠셀에 전략적 투자자로 참여하기도 했으며 최근 민간 우주정거장 건설을 진행 중인 엑시ום 스페이스에도 투자를 진행했다. 단기적 성과보단 미래 유망 분야에 대한 선제적 대비 차원에서 신성장동력을 확보하겠다는 움직임으로 파악된다.

투자익전 '매수', 목표주가 13,000원으로 커버리지 개선

목표주가는 보령의 연결 영업가치 9,535억원과 비영업가치 1,303억원을 합산해 산출했다. 영업가치는 12개월 선행 EBITDA 1,333억원에 Target EV/EBITDA 7.2배를 적용했다. Target EV/EBITDA 값은 국내 주요 중견 제약사들의 12개월 선행 값 평균이다.

2023년 연결 기준 매출액 및 영업이익은 각각 8,693억원(YoY +14.3%), 772억원(YoY +27.5%, OPM 8.3%)을 전망한다. 카나브 패밀리의 견조한 추세에 힘입어 항암분야에서 LBA 도입제품 및 바이오 시밀러 2종을 주목한다. 매분기 성장하는 그림은 하반기에도 지속될 전망이다. 회사가 공시한 연간 가이던스(매출 8,100억원, 영업이익 610억원)은 큰 무리없이 달성 가능한 것으로 판단한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비용 (%)
2021	627.3	41.4	43.0	653	6,899	22.3	13.8	2.1	10.6	3.0
2022	760.5	56.6	41.9	610	7,511	14.9	8.6	1.2	8.5	36.8
2023F	869.3	72.1	48.4	705	8,120	12.5	6.2	1.1	9.0	27.4
2024F	968.2	88.8	58.0	845	8,869	10.4	5.1	1.0	9.9	16.6
2025F	1,072.1	115.9	76.9	1,119	9,893	7.9	3.8	0.9	11.9	4.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

I. 투자의견 및 밸류에이션

투자의견 '매수', 목표주가 13,000원으로 커버리지 개시

목표주가 13,000원으로
커버리지 개시

투자의견 '매수'와 목표주가 13,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 보령의 연결 영업가치 9,535억원과 상장사인 바이젬셀의 지분가치 및 Axiom space 등을 모두 포함한 비영업가치 1,303억원을 합산해 산출했다. 영업가치는 12개월 선행 EBITDA 1,333억원에 Target EV/EBITDA 7.2배를 적용했다. Target EV/EBITDA 값은 국내 중견 제약사들의 12개월 선행 값 평균이다. (동아에스티, 환인제약, 대원제약, 종근당, 삼진제약, 동국제약) 상장사 지분가치는 3개월 평균 시가총액에 지분율 및 할인율 50%를 고려해 산정했다.

외형 성장을 매분기 증명
중인 중견 제약사

지속적인 외형 성장이 관찰되고 있는 중견 제약사다. 자체 개발한 단일제 형태 고혈압치료제 신약 카나브가 견조한 실적을 기록 중이다. 카나브 이후 복합제 형태로 출시한 듀카브, 투베로 등 카나브패밀리에 속하는 신규 제품군도 시장에서 안정적인 실적을 기록하고 있다. 또한 2020년초부터 진행한 LBA(Legacy Brand Acquisition) 사업의 일환으로 도입된 제품들의 성과가 서서히 나타나고 있다. 현재까지 총 3개의 약물이 해당 사업을 통해 동사의 제품 라인업에 포함됐다. 인지도가 있는 제품을 도입했다는 점에서 향후에도 안정적인 실적흐름이 기대되며 제형 전환, 용량 변경 등을 통한 수익성 제고도 기대해볼 수 있다.

R&D 측면보다는 외형을
키우는 것이 회사의 방향

R&D 측면에서는 다른 제약사 대비 파이프라인이 많지는 않지만 주목할만한 라인업은 존재한다. P13K 저해제인 'BR101801'은 올해 하반기 중 학회를 통해 데이터를 처음으로 발표할 예정이며 내년 상반기 최종 결과를 발표할 전망이다. 2021년 발표한 임상 1상 데이터에서 완전관해, 부분관해가 관찰된 후보물질인 점에서 향후 발표되는 데이터를 기대해볼만하다.

보령 목표주가 산출

(십억원, 배, 천주, 원, %)		비고
1. 영업가치 (A*B)	953.5	
A. 보령제약 12MF EBITDA	133.3	
B. Target EV/EBITDA	7.2	국내 중견 제약사 12MF 평균 EV/EBITDA
2. 비영업가치 (C*D)	130.3	
C. 바이젬셀	14.5	3개월 평균 시가총액에 지분율 및 할인율(50%) 적용
D. 기타	115.8	Axiom Space 등 지분가치 및 장부가액 합계
3. 순차입금	153.1	2023년 말 기준
4. 보통주주식수	68,690	
5. 적정주가 산출	13,000	
6. 현재 주가	9,000	2023년 8월 24일 종가
7. 상승여력	44.4%	

자료: 신한투자증권

중견 제약사 목록: 동아에스티, 환인제약, 대원제약, 종근당, 삼진제약, 동국제약

II. 기업 개요

다채로운 제품 라인업을 통한 외형 성장이 돋보이는 중견 제약사

자체 고혈압치료제 신약인 카나브를 필두로 다채로운 제품 라인업을 보유

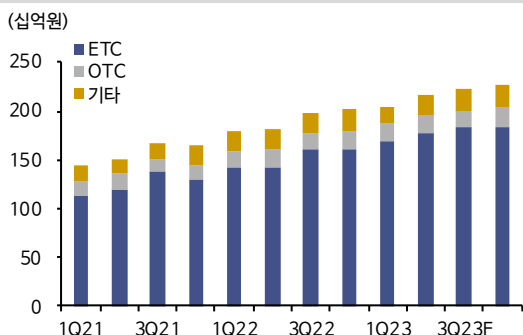
1963년 설립, 1988년 상장한 제약사다. 자체 개발한 고혈압 및 고지혈증신약인 카나브 패밀리를 보유하고 있다. 해당 제품을 중심으로 한 시장 경쟁력을 보유하고 있다. 당사는 카나브 외에 2제 복합제 듀카브, 고혈압 2제 및 이상지질혈증 복합제인 듀카로 등 다양한 고혈압 제품 라인업을 이미 구축했다. 이에 따른 카나브 패밀리 매출은 지속적인 성장이 기대된다. 상반기 기준 카나브 패밀리는 총 630억원의 매출을 달성했고 이는 보령의 상반기 매출에서 약 15%의 비중을 차지했다.

ETC 라인업에서 카나브 패밀리 외에 LBA 제품과 항암 바이오시밀러의 성장을 기대해볼 수 있다. LBA 사업의 일환으로 도입한 트롤리시티, 쥘자 및 알림타는 특허가 만료되었지만 지속적인 캐시카우 역할을 해줄 수 있다. 향후 추가 제품 도입에 대한 계획은 구체화되지 않았지만 향후 LBA를 통해 도입되는 제품군이 다양해질수록 안정적인 외형 성장을 기대해볼 수 있다. LBA 관련 제품의 상반기 매출은 총 478억원을 기록했다. 전년동기 매출 309억 대비 55% 성장한 수치다. 또한 삼성바이오에피스로부터 도입한 항암바이오시밀러 2종(온베르지, 삼페넷)의 매출 성장도 주목할만하다. 시밀러 2종의 22년 매출은 총 265억원이었는데 올해 상반기에만 230억원의 매출을 달성할 정도로 성장 속도가 빠른 상황이다.

ETC 외에도 OTC에서는 겔포스, 용각산 등 스테디셀러 제품을 보유하고 있다. 그 외에도 습윤밴드인 듀오덤, 점안액 로토, 오큐시스 등도 견조한 매출 추이를 기록 중이다. 일부 제품은 계절성이 있긴 하나 대체적으로 분기별 매출 흐름은 유사한 수준으로 발생하고 있다.

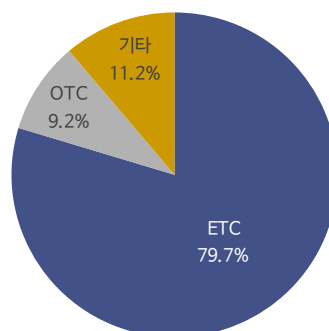
작년 기준으로 ETC와 OTC의 매출 비중은 79.7%, 9.2%를 기록했다. 나머지는 수탁 등 기타 사업 매출이다. 전반적으로 ETC 사업 비중이 높게 유지되고 있으나 ETC 내부 포트폴리오 비중 변화에 따른 수익성 제고 효과를 기대해볼만하다.

사업부별 분기 실적 추이 및 전망



자료: 회사자료, 신한투자증권 / 주: 연결 기준

2022년 매출 비중



자료: 회사자료, 신한투자증권 / 주: 연결 기준

III. 투자포인트

1) ETC 라인업 다변화에 따른 외형, 수익성 동반성장

전통의 강호 카나브, 복합제 라인업 구축을 통한 추가 성장 전망

고혈압은 성인의 29%가 가지고 있는 만성적인 질환. 대부분 2제 이상 병용요법 방식으로 치료제 처방 중

대한고혈압학회는 22년말 기준 20세 이상 성인 약 29%인 약 1,260만명이 고혈압을 겪고 있는 것으로 추정했다. 국내 관찰연구 데이터에서 고혈압은 관상동맥 질환 및 뇌혈관질환의 위험도를 크게 높인다는 사실이 확인됐다. 연간 1,000만명 이상의 고혈압 환자가 의료 서비스를 이용하고 있으며 치료제를 처방받고 있다. 치료제의 대부분은 2제 이상의 병합 요법 방식이다. 환자들은 작용 기전에 따라서 ACE억제제(ACEI), 안지오텐신차단제(ARB), 칼슘통로차단제(CCB), 이뇨제, 베타차단제 방식의 치료제를 처방받고 있다. 치료제 중에서는 안지오텐신차단제와 칼슘통로차단제를 처방받는 비율이 높다.

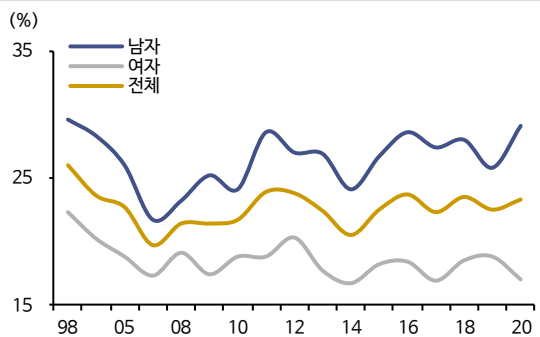
카나브는 단일제로 2011년 출시, 올해 특허종료에 따른 제네릭 출시 가능성 존재

동사는 ARB 계열인 카나브를 보유하고 있다. 카나브는 국산 제15호 신약이며 2010년 9월 식약처의 허가를 받아 2011년 3월 처음으로 시장에 출시됐다. 출시 첫해에 카나브는 100억원의 매출을 돌파한 뒤 ARB계열 단일제 부문에서 처방액 1위를 굳건히 지키고 있다. 올해 2월 카나브 단일제에 대한 조형물 특허가 끝나 제네릭 출시가 가능하지만 현재까지 출시된 제품은 없는 것으로 파악된다. 카나브 제네릭의 출시 시점은 2024년 상반기로 예상된다. 제네릭의 등장에 따른 매출 감소 영향은 카나브 패밀리리의 견조한 성장을 통해 상쇄해줄 것으로 기대된다.

카나브패밀리로 총 7종의 라인업 보유. 카나브 제외한 나머지는 모두 복합제

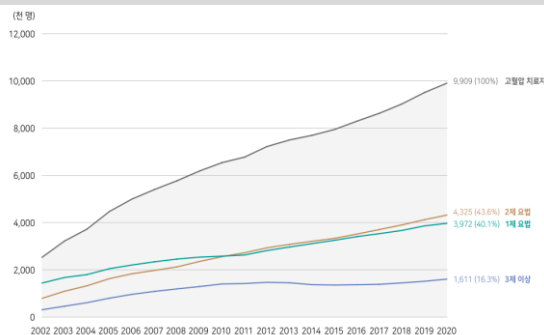
카나브 기반의 복합제 제품군이 포함되어있는 카나브 패밀리는 현재 카나브를 포함해 총 7종의 제품 라인업을 보유하고 있다. 모두 복합제 형태로 만들어졌다. 상기 언급했듯이 현재 국내 고혈압 치료제의 대부분이 2제 이상의 병합 요법 방식으로 진행되고 있다는 점에서 제네릭의 등장 영향보다 복합제 성장 모멘텀을 주목할만하다.

고혈압 유병률 변화 (20세 이상)



자료: 대한고혈압학회, 신한투자증권

고혈압 약제 처방 변화 (20세 이상)



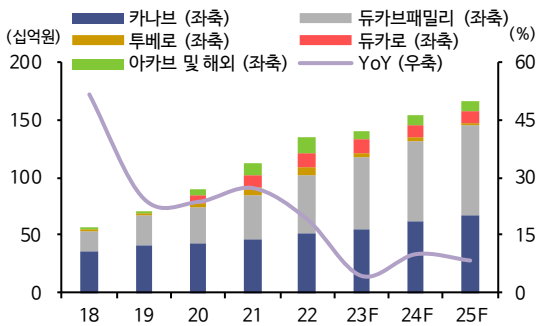
자료: 대한고혈압학회, 국민건강보험 빅데이터, 신한투자증권

카나브 패밀리 개요

구분	출시년도	제품 특성	적용 대상	1H23 매출액 (십억원)
카나브	2011년	카나브 단일제	본태성 고혈압 환자	27.6
카나브플러스	2013년	카나브+이노제 복합제	본태성 고혈압 환자	국내 동화약품 판매 중
듀카브	2016년	카나브+암로디핀 복합제	본태성 고혈압 환자	24.7
투베로	2016년	카나브+로수바스타틴 복합제	본태성 고혈압 및 고지혈증 동반 환자	2.0
듀카로	2020년	카나브+암로디핀+로수바스타틴 3제 복합제	피마사르탄 단독요법으로 혈압 조절이 어려운 본태성 고혈압 및 고지혈증 동반 환자	5.9
아카브	2020년	카나브+아토르바스타틴 복합제	본태성 고혈압 및 고지혈증 동반 환자	2.2
듀카브플러스	2022년	카나브+암로디핀+히드로클로로티아지드 3제 복합제	피마사르탄과 암로디핀 복합요법으로 혈압 조절이 어려운 본태성 고혈압 환자	6.5

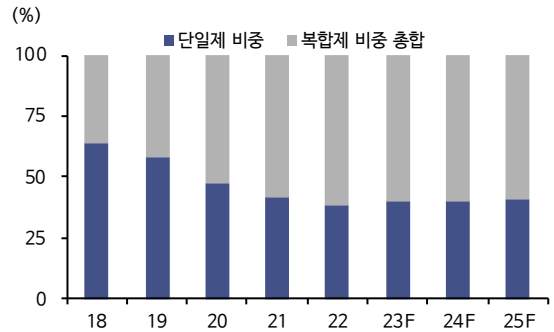
자료: 회사 자료, 약학정보원, DART, 신한투자증권 정리

카나브 패밀리 매출액 추이 및 전망



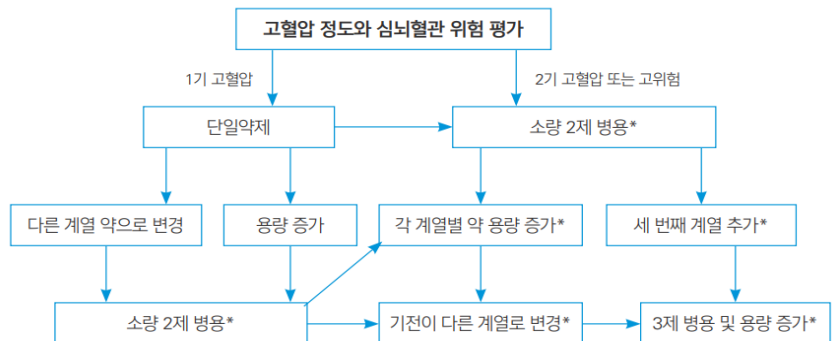
자료: 회사자료, 신한투자증권 추정

복합제 비중 추이 및 전망



자료: 회사자료, 신한투자증권 추정

고혈압 치료 시 단일/병용약 선택 알고리즘



자료: 대한고혈압학회, 신한투자증권

LBA 사업을 통한 안정적인 매출 창출 구조 구축

LBA 사업을 통한 오리지널
블록버스터 제품 3종 도입.
안정적인 외형 성장 기대

LBA 도입 제품 많아질수록
영향력이 커질 것이며 향후
자사 생산 시점에는 수익성
제고도 기대해볼 수 있음

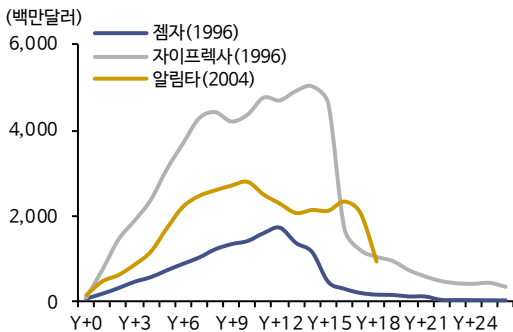
LBA 제품 출시시기 20년
이상 되었지만 국내 매출은
꾸준히 발생. 동사 영업력을
활용해 매출 추가 상승 가능

동사는 LBA(Legacy Brand Acquisition) 전략을 통해 현재까지 총 3종의 제품에 대한 국내 판권, 허가권 등 권리 일체를 인수했다. 2020년 일라이릴리의 항암제인 쥬자에 대한 국내 권리 인수를 시작으로 2021년 조현병치료제인 자이프렉사, 2022년 비소세포폐암 치료제인 알림타까지 권리를 확보했다. LBA는 일정 수준의 매출과 점유율이 보장되는 의약품들을 통해 안정적인 외형을 확보하는 전략이다.

LBA 전략의 특징으로는 단일 제품으로는 영향력이 낮지만 제품이 추가될수록 효과는 커지며 자사 생산이 가능해지는 시점에는 수익성에서도 유의미한 성과를 도출할 수 있다는 것이다. 또한 국내 권리 전반을 확보했기에 체형이나 용량 변경을 통한 수익성 확보 등의 이점도 있다. 추가적으로 동사가 확보한 항암제와 CNS 의약품은 신약 출시에 따른 매출 감소 영향이 상대적으로 적은 영역이다. 신약이 출시되더라도 리얼월드데이터 등 충분한 검증을 거치는 과정이 필요하다.

자이프렉사는 국내에서 오리지널 제약사가 마케팅에 적극적이지 않았음에도 꾸준한 실적을 달성했다. 동사에게 국내 권리가 생긴 이후 마케팅을 공격적으로 진행 중이며 처방 범위 확대에 따른 성장 모멘텀이 존재한다. 쥬자는 액상으로 제형을 변경함에 따른 수익성 개선을 기대해볼 수 있다. 또한 자사 생산을 통한 수익성 개선 효과도 주목할만하다. 올해초 EU GMP 인증을 받아 주목받은 동사의 예산공장을 통해 자사 생산이 진행 중이다. 내년에는 자이프렉사도 자사 생산이 가능할 것이 예상되어 이에 따른 수익성 개선 효과가 발생할 전망이다. 알림타는 면역항암제와의 병용요법에 따른 매출이 증대될 수 있는 가능성이 있으며 자체 제품만으로도 비소세포폐암 1차 치료제로써 매출은 안정적으로 발생 중이다.

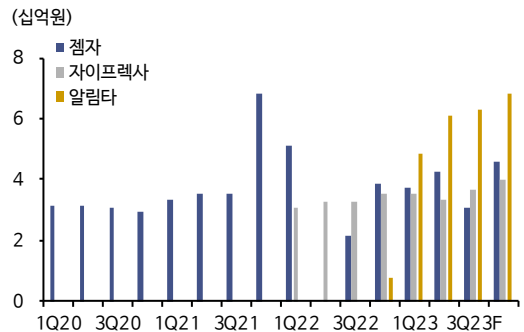
쥬자, 자이프렉사, 알림타 글로벌 매출 추이



자료: Evaluate Pharma, 신한투자증권

주: 제품별 출시연도를 Y+0으로. 출시연도는 괄호 참조

LBA 도입제품 매출 추이 및 전망



자료: 회사자료, 신한투자증권 추정

공고한 항암 네트워크 체제는 더욱 더 견고해질 전망

외자사 제외 시 동사의 항암 경쟁력은 국내 1위

동사는 국내 제약사 중 항암제 시장점유율 1위를 차지하고 있다. 작년 항암 사업부의 매출은 1,606억원으로 2021년 997억원 대비 큰 폭의 성장을 달성했다. 이는 뉴라스타, 그라신, 온베브지, 삼페넛 등 새로운 제품이 추가됨에 따른 효과다. 제품 포트폴리오 다각화 및 전략적 파트너십 체결을 통해 동사가 일궈낸 항암 네트워크는 더욱 더 견고해지고 성장할 수 있을 것으로 전망한다.

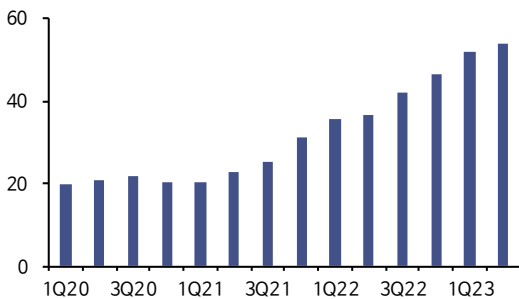
공동판매, 제품도입 등으로 항암 포트폴리오 다각화

2022년 동사는 한국교와기린과 그라신 및 뉴라스타의 공동판매 계약을 체결했다. 그라신은 1세대, 뉴라스타는 2세대 호중구감소증 치료제로 글로벌에서도 높은 인지도를 보유한 제품이다. 작년 국내매출은 그라신 176억, 뉴라스타 346억원을 기록했다. 두 제품 모두 항암보조치료제로 사용하고 있으며 반감기와 작용 지속 측면에서 차이가 있다.

또한 삼성바이오에피스로부터 도입한 항암 바이오시밀러 2종 온베브지(아바스틴 바이오시밀러), 삼페넛(허셉틴 바이오시밀러)의 성장도 주목할만하다. 특히 온베브지는 2021년 매출 4억원, 2022년 193억원을 달성했다. 올해 상반기 누적으로 이미 193억원을 달성해 매우 빠르게 매출이 올라가는 상황이다. 이는 오리지널 대비 낮은 보험 약가로 가격 경쟁력을 확보하면서 동시에 유효기간을 기존 24개월에서 36개월로 늘려 저장 측면에서도 이점을 가졌기 때문이다. 온베브지는 작년 9월 바이오에피스가 제넨텍과 특허 분쟁을 종결하면서 적응증 확장에 대한 모멘텀도 추가적으로 기대해볼 수 있다.

항암제 사업부 분기별 매출 추이

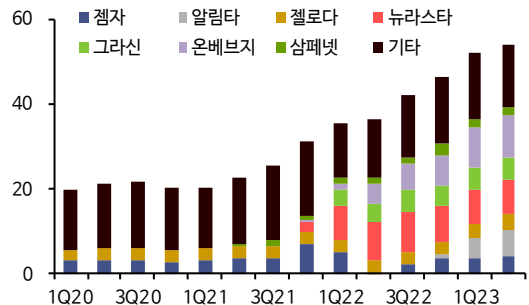
(십억원)



자료: 회사자료, 신한투자증권

주요 제품 매출 분기별 추이

(십억원)



자료: 회사자료, 신한투자증권 추정

2) 오픈 이노베이션 전략을 통한 중장기 성장동력 확보

면역세포치료제 전문기업인 바이젠셀에 전략적 투자자로 참여

2016년 투자한 바이젠셀
파이프라인 개발은 순항 중

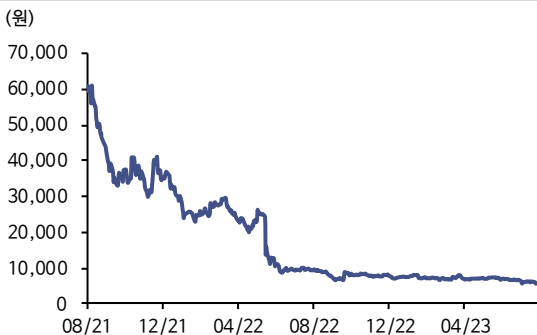
바이젠셀은 자체 개발한 플랫폼 기술을 기반으로 면역세포치료제를 개발 중인 기업이다. 2016년 보령과 투자계약을 체결한 후 2017년 동사의 자회사로 편입됐다. 바이젠셀은 2021년 8월 코스닥에 상장됐다. 총 3개의 플랫폼 기술을 보유했다. 각각은 항원 특이 CTL(세포독성 T세포) 자가세포치료제 플랫폼인 바이티어(ViTier), 감마델타T세포 동종세포치료제 플랫폼 바이레인저(ViRanger) 및 제대혈유래 MDSC(골수형성체세포) 동종세포치료제 플랫폼 바이메디어(ViMedier)다.

가장 빠른 파이프라인은 NK/T세포림프종치료제인 'VT-EBV-N'으로 올해 5월 임상2상 환자 등록을 완료했다. 해당 파이프라인은 2019년 11월 식약처로부터 개발단계 희귀의약품으로 지정된 이력이 있다. 희귀의약품으로 지정되면 2상이 종료된 뒤 조건부 품목허가를 통한 허가가 가능하다. 이번 임상은 환자 48명을 대상으로 진행될 예정이며, 기간은 약 2년 정도 소요될 예정이다. 항암 마케팅에 강점이 있는 보령의 영업력을 활용해 품목허가 후 국내 판매가 진행될 계획이다.

그 외에도 올해 7월 임상 1상을 진행 중인 급성골수성백혈병(AML) 파이프라인 'VT-Tri(1)-A'은 Cohort 1 투약을 완료했다. 해당 임상은 표준치료를 진행했음에도 치료 효과가 없거나 재발된 환자를 대상으로 진행 중이다. 이후 진행되는 환자군에게 투여횟수를 증가시켜 용량제한독성 등을 추가 판단할 예정이다.

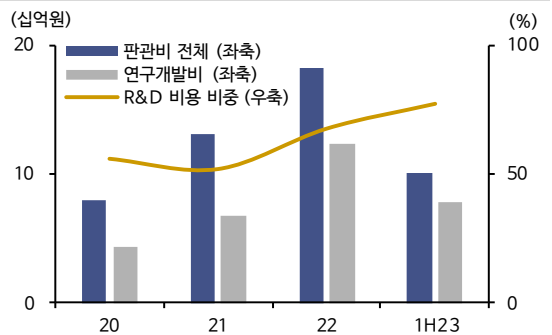
바이젠셀의 상장 이후 주가는 약세였다. 코로나가 종료되면서 전반적인 업황이 악화되었고, 금리 인상 등의 매크로적인 영향이 동시에 작용했다. 또한 GMP 제조소 이슈로 인한 임상 지연 등의 사태가 일어나는 등 일부 파이프라인이 기존 일정에서 지연되는 상황이 일어난 점도 주가에 악재로 작용했다는 판단이다. 하지만 주요 파이프라인 개발은 순항 중이며 현재 보유자금도 600억 수준을 유지하고 있다. 연간 판관비가 상승하는 경향이 관찰되나 단기적인 자금 관련 이슈는 없는 상황이다. 주요 파이프라인 성과 및 유의미한 데이터 발표가 향후 주가의 향방에 큰 영향을 줄 것으로 전망한다.

바이젠셀 주가 추이



자료: Quantiwise, 신한투자증권

바이젠셀 연구개발비 현황



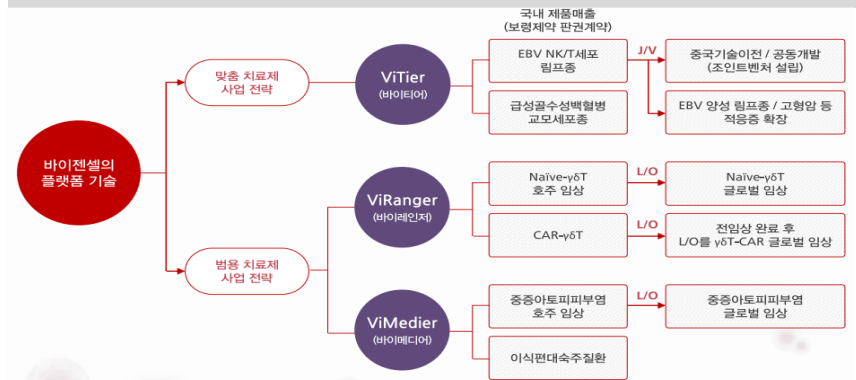
자료: DART, 신한투자증권

바이젠셀 R&D 파이프라인 현황

구분	플랫폼	파이프라인	적응증	임상단계					비고
				연구	전임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	
면역항암제	ViTier	VT-EBV-N	NK/T세포 림프종				KR		임상 2상 환자 등록 완료
		VT-EBV-L	EBV 양성 림프종						
		VT-Tri(1)-A	급성골수성 백혈병			KR			Cohort 1 투약 완료
	ViRanger	VR-GDT-단독	간암						
		VR-GDT-병용	고형암						
		VR-CAR	-						
면역억제제	ViMedier	VM-GD	이식편대숙주질환			KR			24년 임상 1/2a상 예정. 제조소 변경 이슈로 지연
		VM-AD	아토피피부염						

자료: 회사 자료, 신한투자증권

바이젠셀 사업화 전략



자료: 회사자료, 신한투자증권

핵심 파이프라인 개발현황 요약

파이프라인	VT-EBV-N	VT-Tri(1)-A
적응증	NK/T세포 림프종	급성골수성백혈병 (AML)
임상단계	임상 2상	임상 1상
대상환자수	48명	9명
이전임상결과	5년 장기관찰 PFS 90%	PFS 71%, 2년 재발율 0%
비고	2019년 개발단계 희귀의약품 지정 2025년 조건부 품목 허가 판매 예정	치료목적 응급임상 진행

자료: 회사자료, 신한투자증권

선제적으로 우주 헬스케어 분야에 투자 진행. 단기적인 성과보단 장기적 관점에서 접근해야할 것으로 판단

미래 인프라를 선제적으로 대응하는 Care in Space (CIS) 사업

보령은 Care In Space 사업을 통해 우주에서 인류의 생존에 필요한 기술과 관련된 연구, 개발 인프라를 확보할 계획을 발표했다. 해당 사업의 일환으로 작년 CIS Challenge를 미국에서 개최했다. 상세한 내용은 Axiom Space 및 Starburst Aerospace와 함께 스페이스 헬스케어 스타트업을 발굴해 육성한다는 계획이다. 작년 10월 총 6개의 기업을 선정했으며 해당 기업들을 활용해 스페이스 헬스케어 생태계를 조성할 예정이다. 하지만 현재 단계는 매우 초기라는 점을 감안한다면 생태계 구성이 본격화되는 시기는 중장기적으로 접근해야한다. 글로벌 제약사가 early stage의 후보물질에 투자를 하는 것과 유사한 의도라고 해석된다.

CIS Challenge 외에도 보령은 자체적으로 2022년 Axiom Space사에 6,000만달러 규모의 투자를 진행했다. Axiom은 지구 저궤도(LEO) 상에서 오는 2030년 퇴역 예정인 국제우주정거장을 대체하는 최초의 민간 우주정거장인 Axiom Station을 개발 중이다. 우주 인프라 구축 외에도 다양한 우주 개발 영역으로 사업을 확대 중인 NASA의 핵심 파트너이기도 하다. 결국 투자의 핵심은 인프라 구축 및 플랫폼 비즈니스 기반 마련이다. 국제 우주정거장의 지위를 계승할 가능성이 높은 Axiom Station 외에도 플랫폼 사업자로써의 Axiom사가 가진 역량에 선제적인 대응을 진행했다는 판단이다.

단기적으로 접근한다면 현금성자산이 크게 감소했다는 점이 우려가 될 수 있다. 2021년말 기준 1,500억에 가까운 자산이 2022년말 기준 161억원으로 감소했다. 물론 Axiom사의 영향이 자산 감소의 주요한 이유다. 하지만 CIS 사업과 관련된 건 외에도 LBA 제품인 알림타 인수 등 추가적인 투자도 동반진행했다는 점에서 동사는 미래를 위한 준비를 다각도로 대비하고 있다.

엑시옴 스페이스 투자내용 요약

회사명	엑시옴 스페이스(Axiom Space Inc.)
발행주식총수	13,686,327주
취득주식 및 수	전환우선주 295,980주
취득금액	64,900,000,000원
취득 후 소유주식수	367,454주
지분비율(%)	2.68
취득방법	현금 지급
자금조달 방법	자체 보유자금
취득 목적	1. 민간상업용 우주정거장 선도기업에 대한 시리즈C 투자 2. 우주공간에서의 선제적 사업화 마련

자료: DART, 신한투자증권 정리

CIS challenge 프로그램 소개



자료: 회사자료, 신한투자증권

CIS challenge 행사 사진



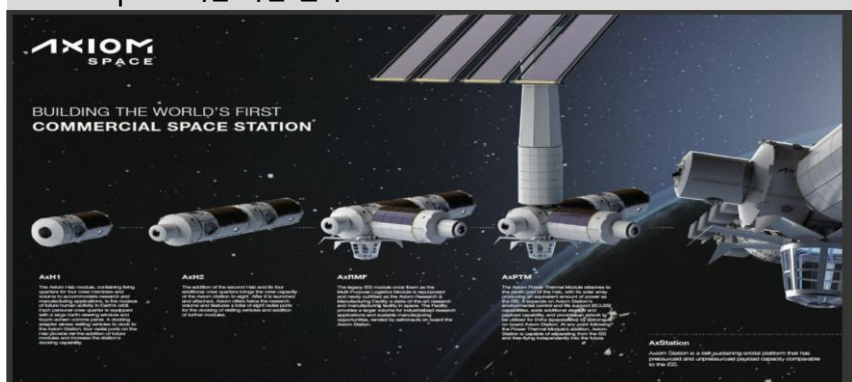
자료: 회사자료, 신한투자증권

CIS Challenge 수상기업

기업명	소재지	주요 사업영역	상장/비상장 여부
Advanced Telesensors	미국	NASA 제트추진연구소에서 합동으로 개발한 주파수 이용해 특별한 접촉없이 실시간 심장 및 호흡 모니터링 제공	비상장
Deep Space Biology	미국	AI와 빅데이터 기반으로 장기간 우주 활동에 발생할 수 있는 생체 신호들을 예측하고 발견할 수 있는 연구용 플랫폼 개발	비상장
Myelin-H	영국	원격 신경질환 모니터링 및 진단 시스템 구축	비상장
Nano PharmaSolutions	미국	불용성 약물에 대한 생체 이용률 제고, 약물 섭취법 다각화	비상장
ViBo Health	미국	멀티 스캐너를 활용한 스마트 건강 추적기 개발	비상장
Xtory	미국	정신 건강 모니터 플랫폼 구축	비상장

자료: 회사 자료, 신한투자증권 정리

Axiom Space 핵심 사업 분야



자료: 회사자료, 신한투자증권

IV. 실적 추정

6분기 연속 최대실적 경신 중. 연간 가이던스 달성은 무난히 가능할 것

6분기 연속으로 최대실적 경신 중. 전 사업부의 고른 성장에 기인

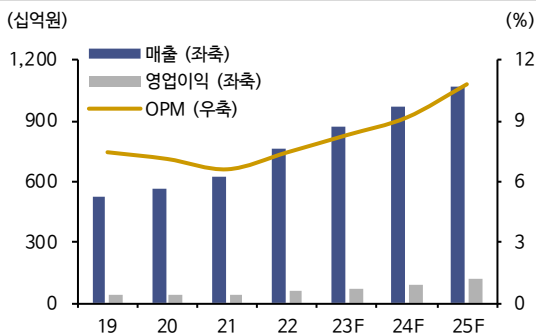
2분기 연결 기준 매출은 2,163억원(YoY +18.5%, 이하 YoY 생략), 영업이익은 190억원(+37.9%, OPM 8.8%)을 달성했다. 6분기 연속 최대실적 경신 중이다. 카나브 패밀리 2분기 실적은 366억원(+11%)으로 단일제와 복합제 모두 성장했다. 단일제 제네릭 영향은 상반기에는 크지 않았다. 당료 사업부는 트롤리시티의 성장과 포시가 특허만료 후 제네릭 시장에서 1위를 달성하면서 전년대비 20% 성장했다. 항암 사업부는 541억원의 매출을 기록하면서 전년대비 48% 성장했다. 온베브지가 아바스틴 시밀러 시장에서 30% 가까운 점유율을 기록하는 블록버스터 품목으로 포지셔닝함에 기인했다.

2023년 연간 매출 8,693억원, 영업이익 722억원(OPM 8.3%) 전망

연간 가이던스를 상회하는 실적 무난하게 달성할 전망

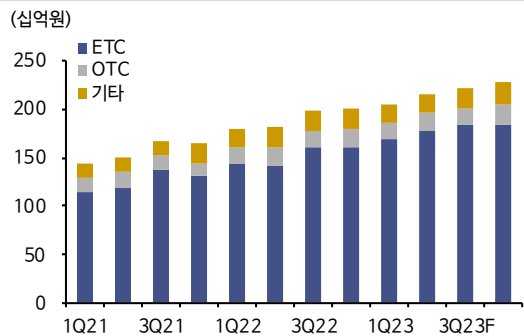
2023년 연결 기준 매출액 및 영업이익은 각각 8,693억원(+14.3%), 772억원(+27.5%, OPM 8.3%)을 전망한다. 하반기 일시적으로 비용이 증가할만한 요소는 없는 것으로 파악된다. 통상적으로 전년대비 10% 초반 증가하는 추세가 유지될 전망이며 4분기 비용이 집중되는 경향이 유사하게 나타날 것이 예상된다. 매출 측면에서는 카나브 패밀리의 견조한 추세에 힘입어 항암분야에서 LBA 도입제품과 바이오시밀러 2종을 주목한다. 매분기 성장하는 그림은 하반기에도 지속될 수 있을 것으로 예상된다. 회사가 공시한 올해 가이던스는 매출 8,100억원 및 영업이익 610억원으로 상반기 실적으로 추정컨데 큰 무리없이 달성 가능한 수준이다.

보령 연간 실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정 / 주: 연결 기준

사업부별 분기 실적 추이 및 전망



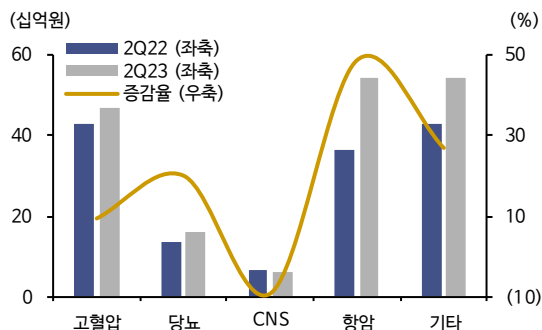
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정 / 주: 연결 기준

보령 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23F	4Q23F	22	23F	24F
매출액	178.6	182.5	197.9	201.5	203.8	216.3	222.2	227.1	760.5	869.3	968.2
YoY	24.1	21.4	18.2	21.6	14.1	18.5	12.2	12.7	21.2	14.3	11.4
ETC(전문의약품)	142.8	141.7	160.1	161.1	168.3	176.9	183.6	184.1	605.8	713.0	800.7
YoY	25.7	18.8	16.3	23.3	17.8	24.9	14.6	14.3	20.8	17.7	12.3
카나브 패밀리	32.4	33.1	33.9	35.1	33.0	36.6	34.8	37.1	134.5	141.4	155.5
트롤리시티	12.5	13.4	14.4	13.9	14.3	14.6	15.8	15.2	54.2	60.0	66.0
자이프렉사	3.0	3.3	3.2	3.6	3.5	3.3	3.6	4.0	13.1	14.5	17.4
젤자	5.1	(0.2)	2.1	3.8	3.7	4.3	3.1	4.6	10.9	15.6	18.0
알림타	0.0	0.0	0.0	0.8	4.8	6.1	6.3	6.8	0.8	24.0	30.0
온베브지+삼페넛	2.7	6.1	7.7	10.0	11.1	11.8	13.0	13.1	26.5	49.1	78.5
기타	87.1	85.9	98.9	94.0	97.9	100.3	106.9	103.3	365.8	408.4	435.3
OTC(일반의약품)	16.8	18.8	16.4	17.6	18.5	19.2	17.4	20.3	69.6	75.4	81.2
YoY	10.9	15.1	18.7	32.2	10.1	1.9	6.0	15.5	18.7	8.3	7.7
겔포스	2.7	3.2	3.2	3.7	3.8	3.2	3.7	4.3	12.9	15.1	16.6
용각산	6.3	5.9	3.9	5.1	6.1	5.8	4.0	5.5	21.3	21.4	21.8
기타	7.8	9.7	9.3	8.7	8.5	10.2	9.7	10.5	35.4	38.9	42.8
기타(수탁, 기타)	19.0	22.0	21.4	22.8	17.0	20.1	21.1	22.7	85.0	80.9	86.3
YoY	25.3	49.7	34.5	5.2	(10.4)	(8.4)	(1.0)	(0.4)	26.3	(4.9)	6.6
매출총이익	76.4	76.2	76.7	77.8	79.3	89.1	90.7	93.0	307.2	352.1	404.7
YoY	16.3	21.8	9.2	17.2	3.9	16.9	18.1	19.5	15.9	14.6	14.9
GPM	42.8	41.8	38.8	38.6	38.9	41.2	40.8	41.0	40.4	40.5	41.8
영업이익	17.0	13.8	16.6	9.2	16.0	19.0	21.6	15.5	56.6	72.2	88.8
YoY	58.0	112.1	(12.4)	76.0	(5.9)	37.9	30.3	68.5	36.6	27.5	23.1
OPM	9.5	7.6	8.4	4.6	7.8	8.8	9.7	6.8	7.4	8.3	9.2
세전이익	16.4	20.6	30.3	(8.5)	15.8	15.4	22.2	16.9	58.9	70.3	92.5
YoY	(40.7)	흑전	(16.1)	적전	(3.7)	(25.3)	(26.9)	흑전	(16.8)	19.4	31.5
당기순이익	11.2	15.1	22.0	(6.3)	11.4	11.4	16.1	12.5	41.9	51.3	64.1
YoY	(43.7)	흑전	6.7	적전	1.5	(24.6)	(26.5)	흑전	(2.7)	22.5	24.8
NPM	6.3	8.3	11.1	(3.1)	5.6	5.3	7.3	5.5	5.5	5.9	6.6

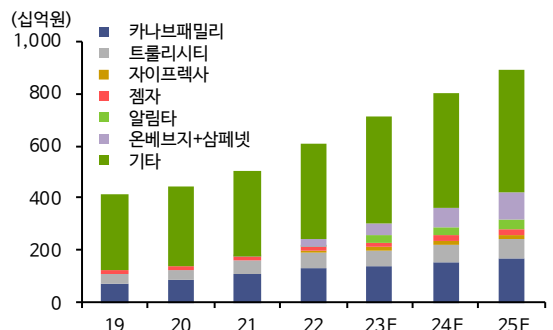
자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정 / 주: 연결 기준

ETC 질환군별 매출 추이 (2Q22 vs 2Q23)



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정 / 주: 연결 기준

ETC 부문 품목별 매출액 추이 및 전망



자료: 회사 자료, 신한투자증권 추정 / 주: 연결 기준

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	828.6	892.4	958.3	1,012.2	1,086.7
유동자산	437.3	338.4	421.1	494.8	591.7
현금및현금성자산	150.7	16.1	52.7	84.5	137.3
매출채권	106.6	137.5	157.2	175.1	193.9
재고자산	111.0	164.6	188.2	209.6	232.1
비유동자산	391.3	554.0	537.2	517.4	495.0
유형자산	232.2	216.4	212.8	204.0	190.6
무형자산	92.8	183.6	168.3	155.0	143.4
투자자산	58.6	129.7	131.8	134.2	136.8
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	354.3	376.0	400.1	401.9	404.9
유동부채	156.0	277.5	311.0	322.4	334.9
단기차입금	10.8	18.1	18.1	18.1	18.1
매입채무	61.5	90.3	103.2	115.0	127.3
유동성장기부채	15.0	94.8	104.8	94.8	84.8
비유동부채	198.4	98.5	89.0	79.5	70.0
사채	77.9	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(경기금융부채 포함)	111.6	94.8	84.8	74.8	64.8
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	474.3	516.4	558.3	610.3	681.8
자본금	34.3	34.3	34.3	34.3	34.3
자본잉여금	127.7	127.7	127.7	127.7	127.7
기타자본	(23.0)	(23.1)	(23.1)	(23.1)	(23.1)
기타포괄이익누계액	(0.0)	0.8	0.8	0.8	0.8
이익잉여금	334.8	376.2	418.0	469.5	539.8
지배주주지분	473.8	515.9	557.8	609.2	679.5
비지배주주지분	0.5	0.5	0.5	1.1	2.3
*총차입금	215.7	208.5	208.6	188.7	168.8
*순차입금(순현금)	14.3	190.0	153.1	101.1	28.1

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	60.2	27.8	78.1	90.2	108.9
당기순이익	43.1	41.9	48.5	58.6	78.1
유형자산상각비	25.9	27.7	29.7	31.7	33.7
무형자산상각비	6.2	9.9	20.3	18.3	16.6
외환환산손실(이익)	(1.3)	(1.5)	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	0.5	0.2	0.2	0.2	0.2
지분법, 종속, 관계기업실(이익)	(25.5)	3.9	(0.3)	(0.3)	(0.3)
운전자본변동	(10.1)	(62.0)	(21.8)	(19.8)	(20.8)
(법인세납부)	(12.0)	(22.1)	(17.9)	(25.1)	(33.5)
기타	33.4	29.8	19.4	26.6	34.9
투자활동으로인한현금흐름	(47.8)	(147.7)	(35.1)	(32.0)	(29.7)
유형자산의증가(CAPEX)	(16.1)	(20.3)	(26.1)	(22.9)	(20.3)
유형자산의감소	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(43.1)	(102.7)	(5.0)	(5.0)	(5.0)
투자자산의감소(증가)	0.0	0.0	(2.1)	(2.3)	(2.6)
기타	11.3	(24.7)	(1.9)	(1.8)	(1.8)
FCF	58.2	8.4	54.3	69.0	89.7
재무활동으로인한현금흐름	112.0	(14.6)	(6.5)	(26.5)	(26.5)
차입금의증가(감소)	24.5	(7.6)	0.1	(19.9)	(19.9)
자기주식의처분(취득)	4.7	0.2	0.0	0.0	0.0
배당금	(4.5)	(6.6)	(6.6)	(6.6)	(6.6)
기타	87.3	(0.6)	0.0	(0.0)	(0.0)
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.2	0.1
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	0.8	(0.1)	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	125.2	(134.6)	36.6	31.9	52.8
기초현금	25.5	150.7	16.1	52.6	84.5
기말현금	150.7	16.1	52.6	84.5	137.3

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	627.3	760.5	869.3	968.2	1,072.1
증감률 (%)	11.6	21.2	14.3	11.4	10.7
매출원가	362.3	453.3	517.2	563.5	618.4
매출총이익	264.9	307.2	352.1	404.7	453.7
매출총이익률 (%)	42.2	40.4	40.5	41.8	42.3
판매관리비	223.5	250.6	280.0	315.9	337.8
영업이익	41.4	56.6	72.1	88.8	115.9
증감률 (%)	3.7	36.6	27.4	23.1	30.5
영업이익률 (%)	6.6	7.4	8.3	9.2	10.8
영업외손익	29.3	2.3	(5.8)	(5.1)	(4.4)
금융손익	6.8	16.1	3.1	3.5	3.9
기타영업외손익	(2.9)	(9.7)	(4.5)	(4.2)	(3.9)
증권 및 관계기업관련손익	25.5	(4.2)	(4.4)	(4.4)	(4.4)
세전계속사업이익	70.7	58.9	66.4	83.7	111.5
법인세비용	27.6	16.9	17.9	25.1	33.5
계속사업이익	43.1	41.9	48.5	58.6	78.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	43.1	41.9	48.5	58.6	78.1
증감률 (%)	60.5	(2.7)	15.5	21.0	33.2
순이익률 (%)	6.9	5.5	5.6	6.1	7.3
(지배주주)당기순이익	43.0	41.9	48.4	58.0	76.9
(비지배주주)당기순이익	0.1	0.0	0.0	0.6	1.2
총포괄이익	44.4	48.8	48.5	58.6	78.1
(지배주주)총포괄이익	44.3	48.7	48.4	58.6	78.0
(비지배주주)총포괄이익	0.1	0.0	0.0	0.1	0.1
EBITDA	73.5	94.2	122.2	138.8	166.2
증감률 (%)	8.8	28.2	29.6	13.6	19.7
EBITDA 이익률 (%)	11.7	12.4	14.1	14.3	15.5

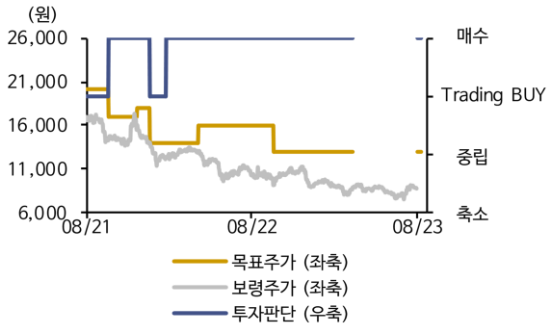
주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	655	611	705	853	1,137
EPS (지배순이익, 원)	653	610	705	845	1,119
BPS (자본총계, 원)	6,905	7,518	8,128	8,885	9,926
BPS (지배지분, 원)	6,899	7,511	8,120	8,869	9,893
DPS (원)	100	100	100	100	100
PER (당기순이익, 배)	22.3	14.8	12.5	10.3	7.7
PER (지배순이익, 배)	22.3	14.9	12.5	10.4	7.9
PBR (자본총계, 배)	2.1	1.2	1.1	1.0	0.9
PBR (지배지분, 배)	2.1	1.2	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA (배)	13.8	8.6	6.2	5.1	3.8
배당성향 (%)	15.3	15.7	13.6	11.4	8.6
배당수익률 (%)	0.7	1.1	1.1	1.1	1.1
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	11.7	12.4	14.1	14.3	15.5
영업이익률 (%)	6.6	7.4	8.3	9.2	10.8
순이익률 (%)	6.9	5.5	5.6	6.1	7.3
ROA (%)	5.8	4.9	5.2	5.9	7.4
ROE (지배순이익, %)	10.6	8.5	9.0	9.9	11.9
ROIC (%)	7.1	7.9	9.4	11.1	14.6
안정성					
부채비율 (%)	74.7	72.8	71.7	65.9	59.4
순차입금비율 (%)	3.0	36.8	27.4	16.6	4.1
현금비율 (%)	96.6	5.8	16.9	26.2	41.0
이자보상배율 (배)	9.3	9.2	12.0	15.5	22.4
활동성					
순운전자본회전율 (회)	5.4	5.8	5.2	5.1	5.1
재고자산회수기간 (일)	60.1	66.1	74.1	75.0	75.2
매출채권회수기간 (일)	61.6	58.6	61.9	62.6	62.8

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

보령(003850)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 06월 08일	Trading BUY	20,156	(11.3)	2.5
2021년 10월 13일	매수	17,000	(13.0)	2.1
2021년 12월 15일	매수	18,000	(18.5)	(12.2)
2022년 01월 12일	Trading BUY	14,000	(10.1)	(1.4)
2022년 02월 17일	매수	14,000	(7.5)	(3.6)
2022년 04월 29일	매수	16,000	(32.1)	(19.4)
2022년 10월 12일	매수	13,000	(25.2)	(13.1)
2023년 04월 05일	커버리지제외		-	-
2023년 08월 25일	매수	13,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자: 정재원)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 08월 24일 기준)

매수 (매수)	93.50%	Trading BUY (중립)	4.07%	중립 (중립)	2.44%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------