



실적 Review

보령 (003850)

무난한 실적의 3분기, 신성장을 위한 유상증자



3분기 잠정 실적은 매출액 2,710억, 영업이익 195억으로 시장 기대치에 부합하였습니다. 여러 제약사들과의 co-promotion을 통해 마진은 낮아졌으나 매출액 크기를 키우며 체급을 늘렸습니다. '자이프렉사'와 '젬자'처럼 '알림타'도 LBA 자사 생산 체계를 갖추며 '25년부터 3개의 파이프라인이 모두 본격적인 효과를 발휘할 것으로 전망합니다. 어제 1,750억 원의 제3자배정 유상증자를 결정하였고, 제약 분야 시설 선제적 투자, LBA 전략 검토, 신사업 발굴 등에 쓰일 예정입니다.

>>> co-promotion, LBA 장단점이 섞이며 시장 기대치 부합

3Q24 잠정 실적은 매출액 2,710억 원(YoY +30.1%, QoQ +6.1%), 영업이익 195억 원(YoY +5.4%, QoQ -3.3%, OPM 7.2%)을 기록했다. 국내 여러 제약사들과 co-promotion을 진행하며 외형을 키우는 데에는 성공했다. 다만, 해당 파이프라인들은 동사에게는 상품으로서 마진을 끌어올리는 측면에서는 큰 도움이 되지 않아 단기적인 이익률 수준은 전년보다 낮게 유지되고 있다.

'카나브' 패밀리: 3Q24 매출액 343억 원(YoY +4.3%)을 기록했다. 이번 분기에는 경상적인 성장률을 밀도는 성적을 거두었다. co-promotion을 진행 중인 제약사에서의 재고를 선제적으로 처리하며 동사가 출하하는 양이 3Q24에 줄어 들었기 때문이다. '25년에는 신제품 3종, '26년에는 기존 적응증과는 차별점을 둘 수 있는 신제품 1종 출시가 예정되었다. 앞으로도 동사의 외형과 마진을 모두 개선시키는 주력 제품으로서의 역할을 다할 것으로 전망한다.

'자이프렉사': 3Q24 매출액 40억 원(YoY +3.2%)을 기록했다. 3월부터 LBA 자체 생산 전환이 완료되어 기존 상품 재고를 모두 처리하는 과정을 2Q24에 마무리하였다. 그로 인해 2Q24 매출액 11.2억 원(YoY -25.9%)으로부터 크게 반등하는 모습을 보였고, 이익률 측면에서도 상품이 아닌 자체 제품이기에 시간이 지날수록 전사 실적에 기여하는 바가 커질 전망이다.

'젬자': 3Q24 매출액 51억 원(YoY +12.7%)을 기록했다.

'알림타': 3Q24 매출액 195억 원(YoY +262.5%)을 기록했다. 2Q24 '자이프렉사', 2Q22 '젬자'가 겪었던 LBA 자사 생산 전환에 따른 일시적 매출액 증가세를 시현하였다. 약 2개분기에 걸쳐 상품 재고를 시장에서 처리하고, 2Q25부터 본격적으로 자사 제품 형태로 출하가 진행되어 매출액을 기록할 것으로 전망한다. 2Q25E 매출액 71억 → 3Q25E 79억 → 4Q25E 91억 원의 성장세를 통해 LBA 전략의 본격적인 효과가 발휘될 것이다.

>>> 1,750억 제3자배정 유상증자 결정, 목표주가 -6.4% 하향

'25년 EPS 전망치 870원에 목표 PER 15배를 적용하여 목표주가 13,100원을 제시한다(기존 14,000원 대비 -6.4% 하향 조정). 어제 1,750억 규모의 제3자배정 유상증자를 결정하였다고 공시했다. 제3자배정 대상자는 보령파트너스로, 신주 주당 발행가는 9,670원(기존 주가 10,740원 대비 -10% 할인)이다. 공정 효율화, CDMO/LBA 사업 검토, 필수약품 및 유통망 확보, 신사업 발굴 등에 자금을 활용할 전망이다. 신주 발행 규모는 현재 발행주식총수 68,690,000주 대비 26.3%이고, 납입일은 11월 13일, 신주 상장예정일은 11월 29일이다.

Buy(Maintain)

목표주가: 13,100원
주가(11/4): 10,850원
시가총액: 7,453억 원



의료기기 Analyst 신민수
alstn0527@kiwoom.com

Stock Data

Table with 3 columns: Metric, Value, and Reference Value. Includes KOSPI, 52-week range, and performance metrics for 1M, 6M, and 1Y.

Company Data

Table with 2 columns: Metric and Value. Includes share count, foreign ownership, and other company statistics.

투자지표

Table with 5 columns: Metric, 2022, 2023, 2024E, 2025E. Includes financial ratios like P/E, P/B, EV/EBITDA, and ROE.

Price Trend

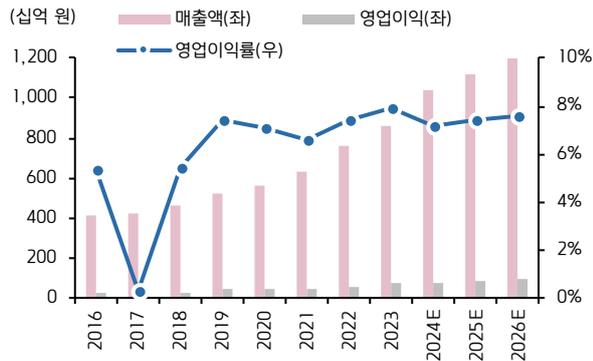


보령 실적 추이 및 전망 표

(단위: 십억 원)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액	203.8	216.3	208.3	231.2	233.6	255.6	271.0	277.9	859.6	1,038.1	1,121.2
YoY	14.1%	18.5%	5.3%	14.8%	14.6%	18.2%	30.1%	20.2%	13.0%	20.8%	8.0%
ETC	168.3	176.9	172.5	194.3	195.5	211.8	230.7	235.4	712.1	873.3	950.4
카나브 패밀리	32.9	35.9	32.9	53.5	38.0	39.2	34.3	45.1	155.2	156.5	180.1
트루리시티	14.3	14.6	8.9	10.1	7.2	10.8	8.5	7.7	47.9	34.3	30.8
자이프렉사	3.5	3.3	3.9	3.9	7.4	1.1	4.0	5.0	14.7	17.6	18.5
젠헤	3.7	4.3	4.5	4.4	4.8	5.0	5.1	5.4	16.9	20.3	23.2
알림타	4.8	6.1	5.4	6.4	5.3	5.8	19.5	0.0	22.6	30.6	24.1
온베브지	9.2	10.1	10.2	10.2	11.4	11.7	11.5	12.0	39.6	46.6	58.6
케이캡	-	-	-	-	28.2	43.0	44.7	45.1	0.0	161.0	178.0
ETC 기타	99.9	102.7	106.8	105.8	93.2	95.2	103.1	115.0	415.2	406.5	437.1
OTC	18.5	19.2	18.7	19.2	19.0	20.3	20.3	21.5	75.6	81.1	83.3
기타(수출, 수탁 기타)	17.0	20.1	17.1	17.7	19.1	23.5	20.0	21.0	71.9	83.7	87.5
매출원가	124.5	127.1	126.2	128.4	144.6	160.9	179.8	173.5	506.2	658.8	692.4
매출원가율	61.1%	58.8%	60.6%	55.5%	61.9%	62.9%	66.3%	62.5%	58.9%	63.5%	61.8%
매출총이익	79.3	89.1	82.2	102.8	89.0	94.7	91.2	104.3	353.4	379.2	428.7
매출총이익률	38.9%	41.2%	39.4%	44.5%	38.1%	37.1%	33.7%	37.6%	41.1%	36.5%	38.2%
판매비와관리비	63.3	70.1	63.7	88.0	72.6	74.6	71.8	85.8	285.2	304.8	345.8
판매비율	31.1%	32.4%	30.6%	38.1%	31.1%	29.2%	26.5%	30.9%	33.2%	29.4%	30.8%
영업이익	16.0	19.0	18.5	14.8	16.3	20.1	19.5	18.6	68.3	74.5	82.9
YoY	-5.9%	37.9%	11.1%	60.9%	2.2%	5.7%	5.4%	25.6%	20.6%	9.1%	11.3%
영업이익률	7.8%	8.8%	8.9%	6.4%	7.0%	7.9%	7.2%	6.7%	7.9%	7.2%	7.4%
당기순이익	11.4	11.3	12.0	5.6	23.4	23.7	9.3	26.6	40.2	83.0	59.8
YoY	1.5%	-25.2%	-45.6%	-188.1%	105.9%	109.3%	-21.9%	375.0%	-4.1%	106.3%	-27.9%
당기순이익률	5.6%	5.2%	5.7%	2.4%	10.0%	9.3%	3.4%	9.6%	4.7%	8.0%	5.3%

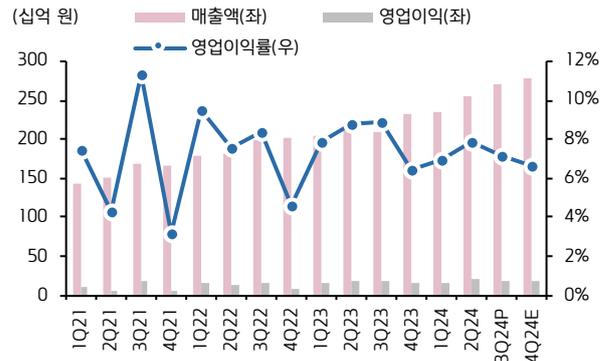
자료: 보령, 키움증권 리서치센터

보령 연간 실적 추이 및 전망



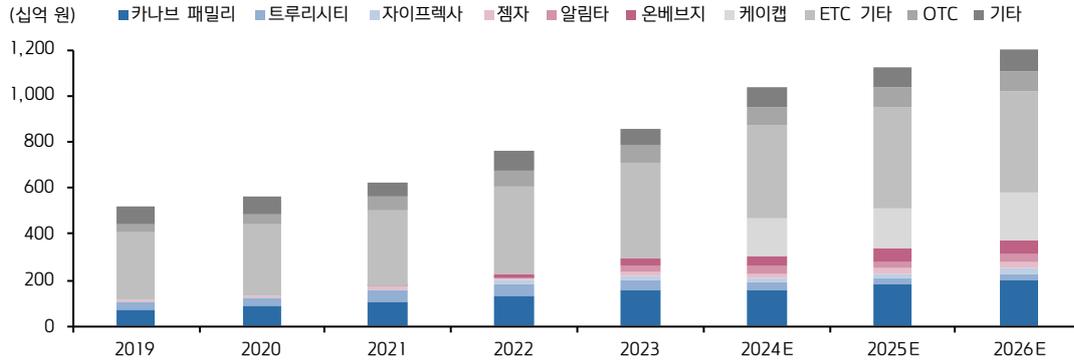
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

보령 분기 실적 추이 및 전망



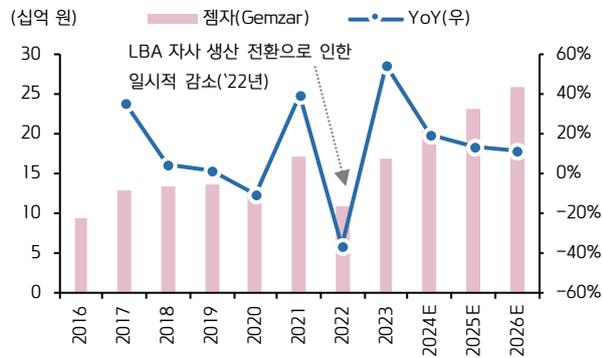
자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

보령 사업부별 연간 매출액 추이 및 전망



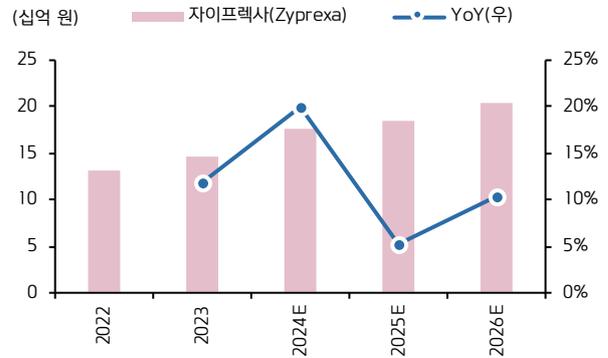
자료: 보령, 키움증권 리서치센터

젬자(Gemzar) 연간 매출액 추이 및 전망



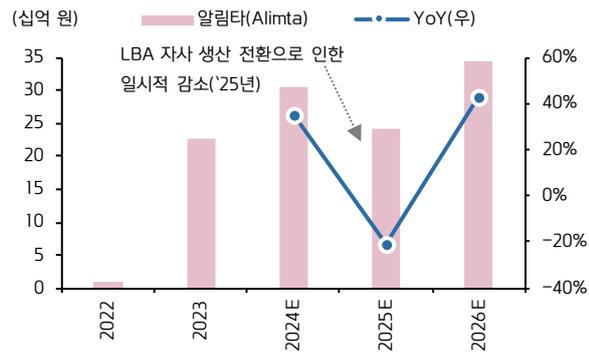
자료: 보령, 키움증권 리서치센터

자이프렉사(Zyprexa) 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 보령, 키움증권 리서치센터

알림타(Alimta) 연간 매출액 추이 및 전망



주) '23년 YoY 성장률은 2780.6%

자료: 보령, 키움증권 리서치센터

보령 시가총액 추이 분석



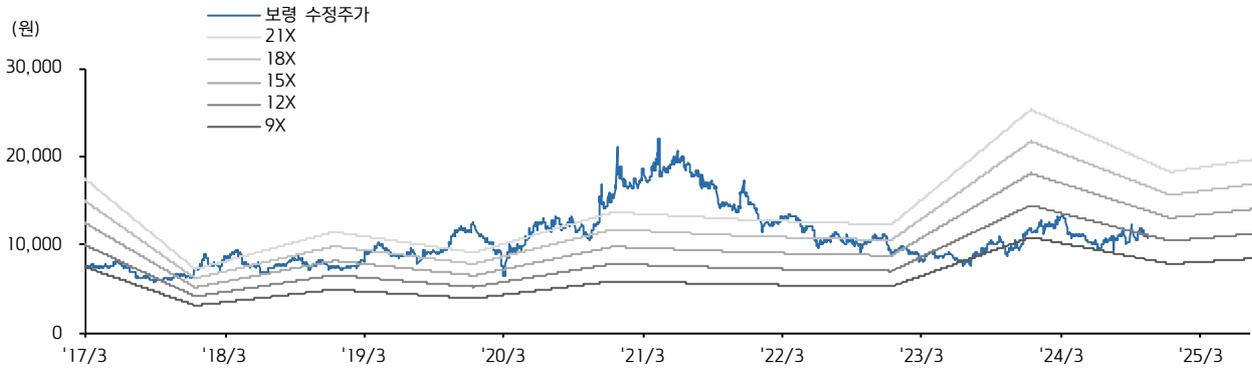
자료: FnGuide, 보령, 언론보도, 키움증권 리서치센터

보령 목표주가 산정 내용

2025년 EPS 전망치	870 원
목표 PER	15.0 배
목표 주가	13,055 원
조정	13,100 원
현재 주가	10,850 원
상승 여력	20.7%

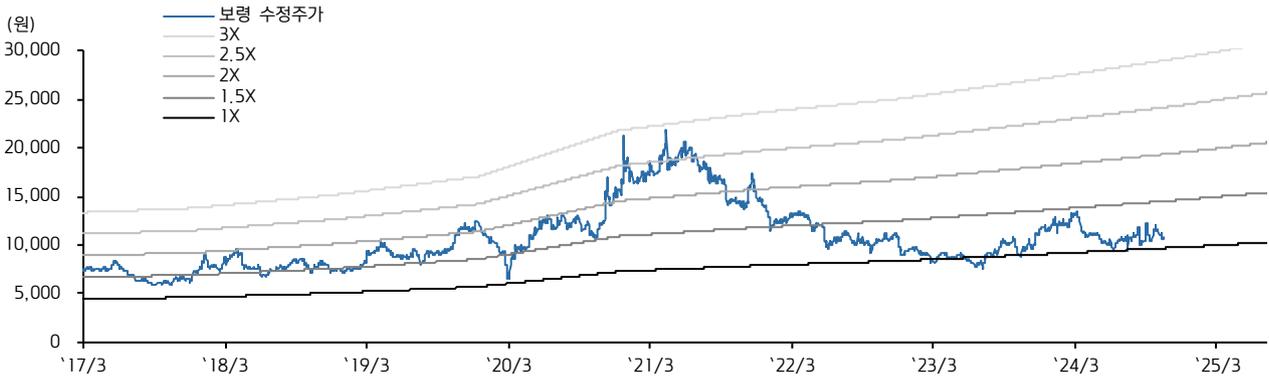
자료: 키움증권 리서치센터

보령 12개월 선행 PER BAND CHART



자료: FnGuide, 보령, 키움증권 리서치센터

보령 12개월 선행 PBR BAND CHART



자료: FnGuide, 보령, 키움증권 리서치센터

1,750억 원 규모의 제3자배정 유상증자 결정

동사는 어제 1,750억 원의 제3자배정 유상증자를 결정하였다는 공시를 하였다. 자금조달 주요 목적으로는 시설자금 500억 원, 운영자금 750억 원, 타법인 증권 취득자금 500억 원으로 분류된다. **공장의 공정 효율화 작업, 중장기적으로 바라보는 CDMO 사업, 추가 LBA 파이프라인 투자 검토, 항암제 등 필수약품 및 유통망 확보, 신사업 발굴 등 다양한 분야에 이번 유상증자 대금을 활용할 것**으로 판단한다.

발행 신주 수는 18,097,207주로, 현재 발행주식총수 68,690,000주 대비 26.3%를 차지하는 양이다. 신주 발행가격은 기준주가 10,740원 대비 -10% 할인한 9,670원으로 책정되었다.

유상증자 대금 납입일은 오는 11월 13일, 신주 18,097,207주 상장 예정일은 11월 29일로 계획되어 있다.

보령파트너스의 출자 대금은 백신 사업 자회사였던 보령바이오파마 매각대금일 것

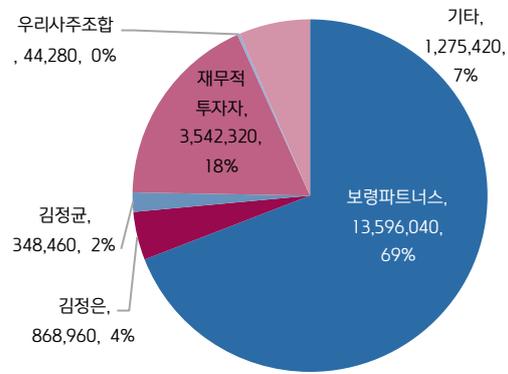
이번 보령파트너스의 출자 대금은 올해 7월에 진행하였던 보령바이오파마 매각으로부터 만들어진 현금으로 볼 수 있다. 보령바이오파마의 지분 69.1%를 보유하고 있던 보령파트너스는 '22년 말부터 자회사인 보령바이오파마를 매각하고자 여러 번 시도하였다. 그러나 동원산업, 화인자산운용, KL&파트너스-피씨엘 컨소시엄 측과 진행하였던 매각 우선협상이 모두 무산되었고, 4번째 시도만에 성사되었다. 6,000억 원 규모였던 희망매각가격액은 80%의 지분을 3,200억 원에 매각하는 것으로 줄어들었다(100% 환산시 4,000억 원으로 -33.3% 감소).

유상증자 개요

자금조달 목적	금액(억 원)	발행 신주 수(주)	18,097,207
시설자금	500	현재 발행주식총수 대비 비율	26.3%
운영자금	750	신주 발행가격(원)	9,670
타법인 증권 취득자금	500	기준주가 대비 할인율	-10.0%
합산	1,750	제 3 자배정 대상자	보령파트너스

자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

'23년 말 보령바이오파마 지배구조



자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

자금조달 이후에는
LBA가 뒤따라왔었다

동사는 주요 자금조달 이후 LBA 전략을 실행시키는 데에 확보한 현금성자산을 활용하는 모습들을 보여왔다.

'20년 5월 보령홀딩스로부터 제3자배정 유상증자로 확보한 400억 원의 자금은 '20년 5월 340억 원 규모의 '젬자' LBA에 사용하였다

'21년 4월에는 주주배정 후 실권주 일반공모를 통해 985억 원의 유상증자 대금을 마련하였고, '21년 10월 '자이프렉사' LBA 인수금액 376억 원으로 활용했다. 이후 '22년 10월에 1,003억 원 규모의 '알림타' LBA 계약 체결에도 돈을 쓰며 제약 사업부 성장의 발판을 마련하였다.

이번 1,750억 원 규모의 유상증자는 앞선 두 가지의 사례를 합친 것보다 더 큰 규모로, LBA 전략을 이전보다 더 적극적으로 수행할 수 있을 것으로 판단한다.

보령 유상증자와 LBA 전략 시행

유상증자 결정 최초 공시일	제 3자배정 대상자	규모(억 원)	LBA 인수일	LBA 인수 파이프라인	규모(억 원)
2020-05-11	보령홀딩스	400	2020-05	젬자	340 (\$30M)
2021-04-19	주주배정 후 실권주 일반공모	985	2021-10-21	자이프렉사	376 (\$32M)
			2022-10-25	알림타	1,003 (\$70M)
2024-11-04	보령파트너스	1,750	-	-	-

자료: 전자공시, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	760.5	859.6	1,038.1	1,121.2	1,202.1
매출원가	453.3	506.2	658.8	692.4	740.1
매출총이익	307.2	353.4	379.2	428.7	462.1
판관비	250.6	285.2	304.8	345.8	371.4
영업이익	56.6	68.3	74.5	82.9	90.7
EBITDA	94.2	112.7	117.4	120.0	122.8
영업외손익	2.3	-12.0	3.1	-3.2	-0.4
이자수익	4.5	0.9	6.0	8.6	11.4
이자비용	6.1	9.5	9.5	9.5	9.5
외환관련이익	29.0	3.1	1.2	1.2	1.2
외환관련손실	18.2	2.0	1.8	1.8	1.8
종속 및 관계기업손익	-4.2	-4.0	4.5	0.0	0.0
기타	-2.7	-0.5	2.7	-1.7	-1.7
법인세차감전이익	58.9	56.3	77.5	79.7	90.3
법인세비용	16.9	16.1	-5.4	19.9	22.6
계속사업순손익	41.9	40.2	83.0	59.8	67.7
당기순이익	41.9	40.2	83.0	59.8	67.7
지배주주순이익	41.9	40.2	82.9	59.8	67.7
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	21.2	13.0	20.8	8.0	7.2
영업이익 증감율	36.6	20.7	9.1	11.3	9.4
EBITDA 증감율	28.1	19.6	4.2	2.2	2.3
지배주주순이익 증감율	-2.7	-4.1	106.2	-27.9	13.2
EPS 증감율	-6.7	-4.0	106.3	-27.9	13.2
매출총이익률(%)	40.4	41.1	36.5	38.2	38.4
영업이익률(%)	7.4	7.9	7.2	7.4	7.5
EBITDA Margin(%)	12.4	13.1	11.3	10.7	10.2
지배주주순이익률(%)	5.5	4.7	8.0	5.3	5.6

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	27.8	42.2	159.7	94.8	98.7
당기순이익	41.9	40.2	83.0	59.8	67.7
비현금항목의 가감	71.3	87.8	55.6	72.5	67.3
유형자산감가상각비	27.7	25.1	24.8	20.9	17.7
무형자산감가상각비	9.9	19.3	18.1	16.2	14.5
지분법평가손익	-4.4	-4.0	0.0	0.0	0.0
기타	38.1	47.4	12.7	35.4	35.1
영업활동자산부채증감	-62.0	-55.9	19.3	-16.6	-15.6
매출채권및기타채권의감소	-30.6	-18.9	-33.5	-15.6	-15.2
재고자산의감소	-57.7	-26.8	34.1	-12.5	-12.1
매입채무및기타채무의증가	33.4	-20.7	19.1	11.8	12.2
기타	-7.1	10.5	-0.4	-0.3	-0.5
기타현금흐름	-23.4	-29.9	1.8	-20.9	-20.7
투자활동 현금흐름	-146.9	-29.2	1.4	1.3	1.2
유형자산의 취득	-20.3	-15.0	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-102.7	-8.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-71.1	-5.0	-1.0	-1.0	-1.0
단기금융자산의감소(증가)	48.3	-4.2	-0.7	-0.7	-0.8
기타	-1.1	3.0	3.1	3.0	3.0
재무활동 현금흐름	-15.4	-12.6	-7.8	-7.8	-7.8
차입금의 증가(감소)	-7.6	-4.8	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-6.6	-6.6	-6.6	-6.6	-6.6
기타	-1.0	-1.2	-1.2	-1.2	-1.2
기타현금흐름	-0.1	0.0	-19.2	-19.2	-19.2
현금 및 현금성자산의 순증가	-134.6	0.4	134.0	69.0	72.9
기초현금 및 현금성자산	150.7	16.1	16.5	150.5	219.5
기말현금 및 현금성자산	16.1	16.5	150.5	219.5	292.4

자료: 키움증권 리서치센터

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	338.4	377.7	512.0	610.3	711.7
현금 및 현금성자산	16.1	16.5	150.4	219.5	292.4
단기금융자산	2.4	6.6	7.2	8.0	8.8
매출채권 및 기타채권	143.4	161.5	195.1	210.7	225.9
재고자산	164.6	189.8	155.7	168.2	180.3
기타유동자산	11.9	3.3	3.6	3.9	4.3
비유동자산	554.0	537.9	495.9	459.8	428.7
투자자산	129.7	134.7	135.7	136.8	137.8
유형자산	216.4	209.1	184.3	163.4	145.7
무형자산	183.6	172.9	154.7	138.5	124.1
기타비유동자산	24.3	21.2	21.2	21.1	21.1
자산총계	892.4	915.5	1,008.0	1,070.1	1,140.5
유동부채	277.5	201.1	220.2	232.0	244.2
매입채무 및 기타채무	128.3	116.0	135.1	146.9	159.1
단기금융부채	113.7	51.6	51.6	51.6	51.6
기타유동부채	35.5	33.5	33.5	33.5	33.5
비유동부채	98.5	165.2	165.2	165.2	165.2
장기금융부채	94.8	152.8	152.8	152.8	152.8
기타비유동부채	3.7	12.4	12.4	12.4	12.4
부채총계	376.0	366.3	385.3	397.2	409.3
지배자본	515.9	548.7	622.2	672.4	730.6
자본금	34.3	34.3	34.3	34.3	34.3
자본잉여금	127.7	127.7	127.7	127.7	127.7
기타자본	-23.1	-21.0	-21.0	-21.0	-21.0
기타포괄손익누계액	0.8	0.7	-2.2	-5.1	-8.1
이익잉여금	376.2	406.9	483.3	536.5	597.6
비지배지분	0.5	0.5	0.5	0.5	0.6
자본총계	516.4	549.3	622.7	673.0	731.2
투자지표					
주당지표(원)					
EPS	610	585	1,207	870	985
BPS	7,511	7,989	9,058	9,790	10,637
CFPS	1,649	1,863	2,017	1,926	1,966
DPS	100	100	100	100	100
주기배수(배)					
PER	14.9	20.3	8.8	12.2	10.8
PER(최고)	24.3	21.5	11.4		
PER(최저)	14.8	12.7	7.6		
PBR	1.21	1.49	1.18	1.09	1.00
PBR(최고)	1.97	1.57	1.52		
PBR(최저)	1.20	0.93	1.01		
PSR	0.82	0.95	0.70	0.65	0.61
PCFR	5.5	6.4	5.3	5.5	5.4
EV/EBITDA	8.6	8.9	6.6	5.9	5.2
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	15.7	16.4	7.9	11.0	9.7
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.1	0.8	0.9	0.9	0.9
ROA	4.9	4.4	8.6	5.8	6.1
ROE	8.5	7.6	14.2	9.2	9.6
ROIC	7.7	7.2	13.1	11.8	13.4
매출채권회전율	5.8	5.6	5.8	5.5	5.5
재고자산회전율	5.5	4.9	6.0	6.9	6.9
부채비율	72.8	66.7	61.9	59.0	56.0
순차입금비율	36.8	33.0	7.5	-3.4	-13.2
이자보상배율	9.2	7.1	7.8	8.7	9.5
총차입금	208.5	204.4	204.4	204.4	204.4
순차입금	190.0	181.4	46.8	-23.1	-96.7
EBITDA	94.2	112.7	117.4	120.0	122.8
FCF	-108.2	7.8	136.7	82.7	84.6

Compliance Notice

- 당사는 11월 4일 현재 '보령(003850)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
보령	2024-04-01	Buy(Initiate)	16,000원	6개월	-29.39	-19.63
(003850)	2024-05-13	Buy(Maintain)	14,000원	6개월	-23.55	-12.21
	2024-11-05	Buy(Maintain)	13,100원	6개월		

목표주가 추이 (2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2023/10/01~2024/09/30)

매수	중립	매도
94.87%	5.13%	0.00%