

# 종근당 (185750)

## R&D 비용 증가가 오히려 가치상승으로 연결될 수 있다

### 정기세무조사로 당기순이익 크게 감소

종근당의 별도기준 1분기 매출액은 2,185억원(YoY, 4.2%), 영업이익은 192억원(YoY, 14.7%, OPM, 8.8%)을 기록 컨센서스에 부합하는 실적을 시현하였다. 세전이익은 126억원(YoY, -20.9%), 당기순이익은 30억원(YoY, -73.7%)을 기록하였다. 종근당그룹은 2013년 11월 지주사인 종근당홀딩스와 사업담당 신설기업인 종근당으로 인적분할을 단행하였는데 올해 1월 회사분할 이후 신설법인인 종근당이 절차에 따라 세무조사를 받았다. 기업분할과 지주사 체제 확립에 따른 정기 세무조사로 세금 추가 납부가 결정됨에 따라 당기순이익은 전년 대비 84억원 감소된 30억원을 기록하게 된 것으로 보인다.

### 연구개발비 감소로 이익 증가

종근당은 2017년 990억원의 연구개발비를 집행 2016년 대비 약 10% 적게 집행하면서 영업이익은 27.4%나 증가하였다. 올해 연구개발비가 1,200억원까지 크게 증가할 것으로 예상되었으나, 1분기에는 전년대비 2.5% 정도 감소한 156억원만을 집행, 작년 1분기 기저가 높음에도 불구하고 올해 14.7% 가까이 영업이익이 증가하였다. 매출액 성장은 4.2%에 불과 크게 성장하지 못하는 상황에서 비용 절감, 그것도 R&D 비용 절감으로 이익이 증가하는 실적에 대해, 현재 시장은 큰 밸류에이션을 부과하지 않는다. 종근당의 주가가 지지부진한 이유가 바로 이 때문이라 할 수 있다.

### 파이프라인의 임상진행에 따라 R&D 비용은 증가

작년 말 유럽에서 임상 1상이 종료된 CKD-506 자가면역질환 치료제(HDAC6 저해제)가 상반기 유럽에서 임상 2상이 진행될 것으로 예상되며, 미국 FDA에 임상 1상 IND를 제출한 CKD-504 헌팅턴증후군 치료제(HDAC6 저해제)도 상반기 내에 IND가 승인받을 수 있을 것으로 기대된다. 이로 인해 2분기부터는 R&D 비용이 크게 증가할 것으로 예상된다. R&D 비용 증가로 영업이익은 훼손될 수 있다. 그러나 이러한 본격적인 해외 임상 진입이 오히려 종근당의 가치를 상승시켜 줄 것으로 예상된다. 비용감소로 인한 이익 증가에 큰 의미를 부여할 필요는 없다.

### Earnings Review

**BUY**

| TP(12M): 190,000원 | CP(4월 27일): 120,000원

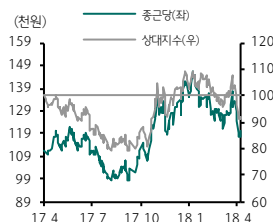
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,492.40
52주 최고/최저(원)	146,619/98,383
시가총액(십억원)	1,185.5
시가총액비중(%)	0.10
발행주식수(천주)	9,879.2
60일 평균 거래량(천주)	40.8
60일 평균 거래대금(십억원)	5.3
18년 배당금(예상, 원)	900
18년 배당수익률(예상, %)	0.75
외국인지분율(%)	16.01
주요주주 지분율(%)	
이정환 외 5인	34.66
국민연금	11.60
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(4.8) 9.2 7.4
상대	(6.3) 9.4 (4.8)

#### Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	953.9	1,020.0
영업이익(십억원)	83.8	92.7
순이익(십억원)	59.4	66.3
EPS(원)	6,010	6,711
BPS(원)	46,023	51,924

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	832.0	884.3	958.9	1,038.8	1,126.2
영업이익	십억원	61.2	78.1	75.9	79.9	84.3
세전이익	십억원	56.8	74.5	64.2	80.5	85.7
순이익	십억원	40.9	53.6	38.5	59.6	64.3
EPS	원	4,145	5,429	3,900	6,032	6,504
증감률	%	흑전	31.0	(28.2)	54.7	7.8
PBR	배	24.08	24.37	30.77	19.90	18.45
PBR	배	2.78	3.25	2.74	2.46	2.20
EV/EBITDA	배	12.75	13.49	12.32	11.07	10.55
ROE	%	12.24	14.19	9.25	13.04	12.60
BPS	원	35,897	40,685	43,728	48,865	54,475
DPS	원	900	900	900	900	900



Analyst 선민정  
02-3771-7785  
rssun@hanafn.com

RA 박현옥  
02-3771-7606  
auseing@hanafn.com

표 1. 종근당 1Q18 실적 리뷰(개별)

(단위: 십억원, %)

	1Q18P	1Q17	YoY	Consen	%Variance
매출액	218.5	209.7	4.2	228.2	(4.2)
영업이익	19.2	16.8	14.7	18.9	2.0
세전이익	12.6	15.9	(20.9)	18.5	(32.1)
당기순이익	3.0	11.4	(73.7)	13.5	(77.6)
OPM %	8.8%	8.0%		8.3%	
NPM %	1.4%	5.5%		5.9%	

자료: 하나금융투자

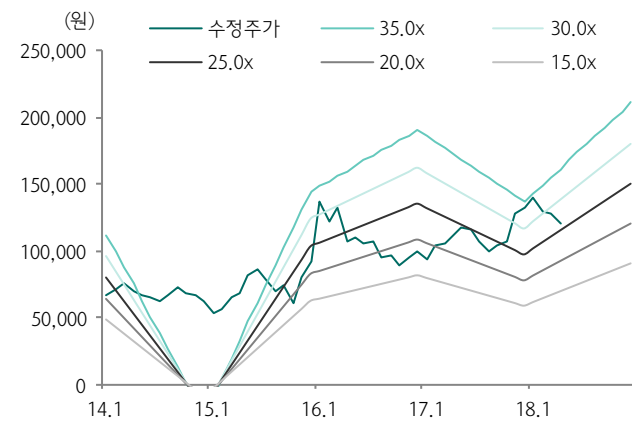
표 2. 종근당 실적전망

(단위: 십억원)

	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	17	18F	19F
<b>매출액</b>	<b>218.5</b>	<b>234.4</b>	<b>240.2</b>	<b>265.8</b>	<b>238.6</b>	<b>256.6</b>	<b>260.4</b>	<b>283.2</b>	<b>884.3</b>	<b>958.9</b>	<b>1,038.8</b>
YoY	4.2%	11.1%	9.3%	9.0%	9.2%	9.5%	8.4%	6.6%	6.3%	8.4%	8.3%
<b>신규</b>	<b>50.4</b>	<b>60.0</b>	<b>61.0</b>	<b>64.4</b>	<b>54.0</b>	<b>63.4</b>	<b>63.9</b>	<b>66.3</b>	<b>223.9</b>	<b>235.8</b>	<b>247.8</b>
YoY	-0.4%	8.5%	6.8%	5.7%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	19.6%	5.3%	5.1%
자누비아	27.8	32.7	31.0	33.5	30.1	34.3	31.9	34.9	118.8	125.0	131.1
YoY	-0.4%	10.0%	6.0%	5.0%	8.0%	5.0%	3.0%	4.0%	11.9%	5.2%	4.9%
글리아티린	10.6	12.4	14.9	16.8	11.6	13.4	15.6	17.3	49.2	54.7	58.0
YoY	17.6%	12.0%	10.0%	8.0%	10.0%	8.0%	5.0%	3.0%	66.5%	11.2%	6.0%
바이토린	4.2	5.0	5.0	6.7	3.8	4.6	4.7	6.0	25.1	20.8	19.0
YoY	-32.2%	-20.0%	-10.0%	-8.0%	-10.0%	-8.0%	-5.0%	-10.0%	-21.7%	-17.3%	-8.3%
아토젯	7.8	10.0	10.2	7.4	8.6	11.2	11.8	8.1	30.9	35.4	39.7
YoY	4.2%	20.0%	15.0%	20.0%	10.0%	12.0%	15.0%	10.0%	58.3%	14.7%	12.0%
<b>기존</b>	<b>36.2</b>	<b>43.1</b>	<b>43.5</b>	<b>50.8</b>	<b>39.4</b>	<b>46.1</b>	<b>47.1</b>	<b>54.3</b>	<b>163.8</b>	<b>173.6</b>	<b>187.0</b>
YoY	-7.1%	9.1%	10.9%	10.1%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	12.4%	6.0%	7.7%
타미플루	4.9	6.4	6.6	8.1	5.5	7.0	7.1	8.5	24.7	26.0	28.1
YoY	-11.0%	5.0%	15.0%	10.0%	12.0%	10.0%	8.0%	5.0%	21.0%	5.2%	8.3%
리피로우	9.2	9.8	10.9	12.7	9.7	10.1	12.0	13.7	41.6	42.6	45.4
YoY	-9.1%	3.0%	10.0%	5.0%	5.0%	3.0%	10.0%	8.0%	7.4%	2.3%	6.7%
딜라트렌	10.6	11.7	11.1	11.9	11.0	12.5	11.7	12.5	42.8	45.2	47.6
YoY	3.6%	8.0%	5.0%	6.0%	4.0%	7.0%	5.0%	5.0%	7.9%	5.7%	5.3%
텔미누보	5.8	7.1	7.3	8.1	6.4	7.9	8.1	8.7	25.3	28.3	31.1
YoY	-10.1%	18.0%	20.0%	20.0%	10.0%	12.0%	10.0%	8.0%	11.2%	11.8%	9.9%
타크로벨	5.7	8.2	7.6	10.1	6.8	8.6	8.3	10.9	29.4	31.6	34.7
YoY	-14.3%	15.0%	10.0%	15.0%	20.0%	5.0%	10.0%	8.0%	21.6%	7.2%	9.9%
<b>기타</b>	<b>131.9</b>	<b>131.3</b>	<b>135.7</b>	<b>150.5</b>	<b>145.1</b>	<b>147.1</b>	<b>149.3</b>	<b>162.5</b>	<b>496.5</b>	<b>549.5</b>	<b>604.1</b>
YoY	9.8%	13.0%	10.0%	10.0%	10.0%	12.0%	10.0%	8.0%	-0.5%	10.7%	9.9%
<b>매출총이익</b>	<b>85.3</b>	<b>93.3</b>	<b>99.2</b>	<b>107.6</b>	<b>95.4</b>	<b>105.2</b>	<b>109.4</b>	<b>113.3</b>	<b>359.6</b>	<b>385.5</b>	<b>423.3</b>
YoY	1.1%	10.5%	9.0%	7.8%	11.8%	12.8%	10.2%	5.2%	7.4%	7.2%	9.8%
GPM	39.0%	39.8%	41.3%	40.5%	40.0%	41.0%	42.0%	40.0%	40.7%	40.2%	40.7%
<b>판관비</b>	<b>66.1</b>	<b>78.0</b>	<b>82.0</b>	<b>83.6</b>	<b>78.3</b>	<b>84.7</b>	<b>89.4</b>	<b>91.0</b>	<b>281.5</b>	<b>309.7</b>	<b>343.3</b>
YoY	-2.2%	14.5%	21.8%	6.4%	18.4%	8.7%	9.0%	8.8%	2.9%	10.0%	10.9%
<b>경상연구개발비</b>	<b>15.5</b>	<b>17.6</b>	<b>19.2</b>	<b>22.6</b>	<b>19.1</b>	<b>21.0</b>	<b>22.1</b>	<b>23.5</b>	<b>65.0</b>	<b>74.9</b>	<b>85.8</b>
YoY	-2.5%	18.4%	30.6%	15.5%	23.1%	19.7%	15.2%	4.0%	-3.2%	15.2%	14.5%
<b>기타판관비</b>	<b>50.6</b>	<b>60.4</b>	<b>62.8</b>	<b>61.0</b>	<b>59.2</b>	<b>63.7</b>	<b>67.2</b>	<b>67.4</b>	<b>216.5</b>	<b>234.8</b>	<b>257.6</b>
YoY	-2.1%	13.4%	19.4%	3.4%	17.0%	5.5%	7.1%	10.5%	4.9%	8.4%	9.7%
<b>영업이익</b>	<b>19.2</b>	<b>15.3</b>	<b>17.2</b>	<b>24.0</b>	<b>17.1</b>	<b>20.5</b>	<b>20.0</b>	<b>22.3</b>	<b>78.1</b>	<b>75.8</b>	<b>79.9</b>
YoY	14.7%	-5.9%	-27.3%	12.8%	-10.8%	33.6%	16.1%	-7.1%	27.4%	-2.9%	5.5%
OPM	8.8%	6.5%	7.2%	9.0%	7.2%	8.0%	7.7%	7.9%	8.8%	7.9%	7.7%
<b>당기순이익</b>	<b>3.0</b>	<b>8.6</b>	<b>10.3</b>	<b>16.6</b>	<b>10.0</b>	<b>16.2</b>	<b>15.8</b>	<b>17.5</b>	<b>53.6</b>	<b>38.5</b>	<b>59.6</b>
YoY	-73.5%	-23.8%	-37.6%	15.2%	230.8%	90.0%	52.3%	5.8%	31.0%	-28.2%	54.7%
NPM	1.4%	3.6%	4.3%	6.2%	4.2%	6.3%	6.1%	6.2%	6.1%	4.0%	5.7%

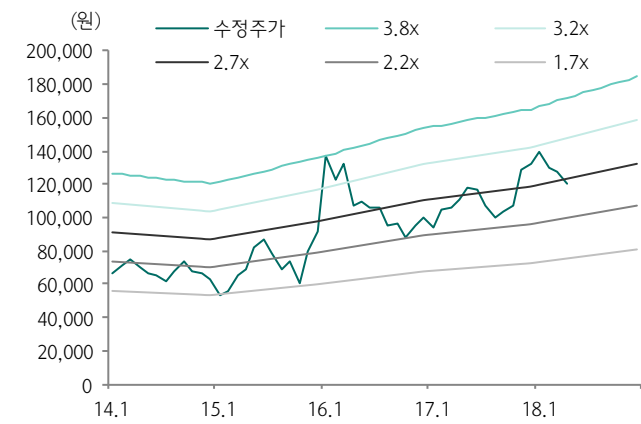
자료: 하나금융투자

그림 1. 종근당 PER 밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. 종근당 PBR 밴드



자료: 하나금융투자

표 3. 종근당 파이프라인

과제명	적용증	기전/성분	단계						비고
			발견	비임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	시판	
합성신약									
CKD-943	통증/요독성소양증	Opioid Receptor K Agonist				국내/미국			
CKD-519	이상지질혈증	CETPi				호주			1Q17 P2 진입
CKD-516	대장암	VDA				국내			4Q16 P1/2a 진입(병용)
CKD-581	다발성경화증	Pan-HDACi			국내				4Q16 P1 진입(병용)
CKD-506	자가면역질환	HDAC6i			EU				4Q17 P1 종료
CKD-504	헌팅턴증후군	HDAC6i		미국					4Q17 IND제출
CKD-508	이상지질혈증	2세대 CETPi		미국					
바이오신약/바이오시밀러/개량신약									
CKD-702	항암제(폐암)	이중항체 항암 신약		미국					
CKD-11101	빈혈	NESP					국내/일본		19년 국내, 20년 일본 출시
CKD-12101	호중구감소증	2세대 G-CSF		추후결정					
CKD-701	황반변성	Lucentis		이탈리아					
CKD-391	이상지질혈증	Atorvastation +Ezetimibe					국내		
CKD-495	급만성위염치료	천연물약품				국내			
CKD-351	녹내장	Latanoprost +Dorzolamide				국내			DDS Tech applied
CKD-841	전립선암	Leuprolide+Liquistal			국내				
CKD-333	고혈압+고지혈	Ator+Cande+Amlo			국내				
CKD-497	진해거담제	천연물약품		국내					

자료: 종근당, 하나금융투자

## 주정 재무제표

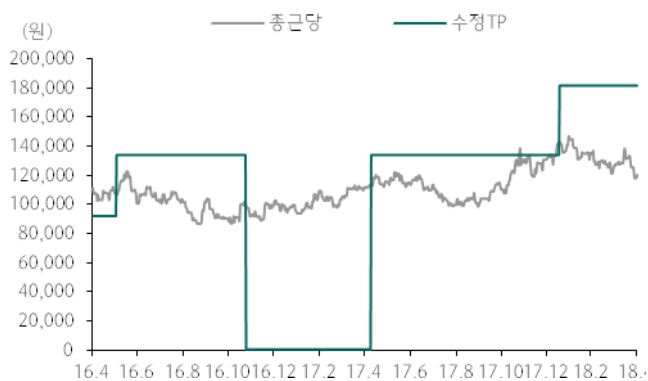
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	832.0	884.3	958.9	1,038.8	1,126.2
매출원가	497.1	524.7	573.4	615.5	665.6
매출총이익	334.9	359.6	385.5	423.3	460.6
판매비	273.6	281.5	309.7	343.3	376.3
영업이익	61.2	78.1	75.9	79.9	84.3
금융손익	(3.9)	(3.0)	(5.5)	(0.4)	0.9
중속/관계기업손익	(0.3)	(1.0)	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.2)	0.4	(6.2)	1.0	0.5
세전이익	56.8	74.5	64.2	80.5	85.7
법인세	15.8	20.9	25.7	20.9	21.4
계속사업이익	40.9	53.6	38.5	59.6	64.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	40.9	53.6	38.5	59.6	64.3
비지배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	40.9	53.6	38.5	59.6	64.3
지배주주지분포괄이익	45.3	55.8	38.5	59.6	64.3
NOPAT	44.2	56.2	45.5	59.2	63.2
EBITDA	85.2	100.1	97.2	103.0	102.8
성장성(%)					
매출액증가율	40.4	6.3	8.4	8.3	8.4
NOPAT증가율	흑전	27.1	(19.0)	30.1	6.8
EBITDA증가율	30.3	17.5	(2.9)	6.0	(0.2)
영업이익증가율	43.3	27.6	(2.8)	5.3	5.5
(지배주주)순이익증가율	흑전	31.1	(28.2)	54.8	7.9
EPS증가율	흑전	31.0	(28.2)	54.7	7.8
수익성(%)					
매출총이익률	40.3	40.7	40.2	40.7	40.9
EBITDA이익률	10.2	11.3	10.1	9.9	9.1
영업이익률	7.4	8.8	7.9	7.7	7.5
계속사업이익률	4.9	6.1	4.0	5.7	5.7
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	4,145	5,429	3,900	6,032	6,504
BPS	35,897	40,685	43,728	48,865	54,475
CFPS	11,213	12,721	9,330	10,427	10,410
EBITDAPS	8,622	10,132	9,836	10,427	10,410
SPS	84,216	89,509	97,066	105,148	113,997
DPS	900	900	900	900	900
주가지표(배)					
PER	24.1	24.4	30.8	19.9	18.4
PBR	2.8	3.3	2.7	2.5	2.2
PCR	8.9	10.4	12.9	11.5	11.5
EV/EBITDA	12.8	13.5	12.3	11.1	10.5
PSR	1.2	1.5	1.2	1.1	1.1
재무비율(%)					
ROE	12.2	14.2	9.2	13.0	12.6
ROA	6.7	8.2	5.7	8.4	8.6
ROIC	9.7	12.1	10.0	13.2	14.1
부채비율	81.1	65.6	58.2	50.9	42.0
순부채비율	29.0	11.8	2.7	(9.4)	(18.8)
이자보상배율(배)	14.7	21.7	28.6	41.9	84.4

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	338.8	365.8	403.4	469.3	521.5
금융자산	21.7	45.4	56.0	93.0	113.5
현금성자산	21.7	45.4	56.0	93.0	113.5
매출채권 등	214.6	213.8	231.8	251.1	272.2
재고자산	98.3	104.3	113.1	122.6	132.9
기타유동자산	4.2	2.3	2.5	2.6	2.9
비유동자산	302.9	299.0	279.6	258.4	242.0
투자자산	18.5	21.4	23.2	25.1	27.2
금융자산	13.4	17.8	19.3	21.0	22.7
유형자산	244.7	237.2	217.5	195.8	178.5
무형자산	14.9	14.3	12.8	11.4	10.1
기타비유동자산	24.8	26.1	26.1	26.1	26.2
자산총계	641.7	664.8	683.0	727.7	763.5
유동부채	211.4	223.2	213.9	210.4	192.9
금융부채	84.6	81.1	61.1	46.1	16.1
매입채무 등	107.1	120.7	130.9	141.8	153.8
기타유동부채	19.7	21.4	21.9	22.5	23.0
비유동부채	76.0	40.0	37.4	35.0	32.8
금융부채	40.0	11.5	6.5	1.5	(3.5)
기타비유동부채	36.0	28.5	30.9	33.5	36.3
부채총계	287.4	263.2	251.3	245.4	225.7
지배주주지분	354.3	401.6	431.6	482.4	537.8
자본금	23.5	23.5	23.5	23.5	23.5
자본잉여금	271.4	271.4	271.4	271.4	271.4
자본조정	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)	(0.4)
기타포괄이익누계액	0.8	1.2	1.2	1.2	1.2
이익잉여금	58.9	105.9	135.9	186.7	242.1
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	354.3	401.6	431.6	482.4	537.8
순금융부채	102.9	47.2	11.6	(45.4)	(100.9)
현금흐름표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	57.8	80.2	50.9	66.6	66.0
당기순이익	40.9	53.6	38.5	59.6	64.3
조정	53.1	49.9	26.3	21.9	18.0
감가상각비	23.9	22.0	21.3	23.1	18.6
외환거래손익	(0.2)	0.2	(0.5)	(1.1)	(0.5)
지분법손익	0.3	1.0	0.0	0.0	0.0
기타	29.1	26.7	5.5	(0.1)	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	(36.2)	(23.3)	(13.9)	(14.9)	(16.3)
투자활동 현금흐름	(43.4)	(15.6)	(43.3)	(45.8)	(41.6)
투자자산감소(증가)	(2.6)	(1.9)	(1.8)	(1.9)	(2.1)
유형자산감소(증가)	(37.9)	(11.1)	(40.0)	(45.0)	(40.0)
기타	(2.9)	(2.6)	(1.5)	1.1	0.5
재무활동 현금흐름	(5.6)	(40.9)	(33.5)	(28.8)	(43.8)
금융부채증가(감소)	(0.0)	(32.0)	(25.0)	(20.0)	(35.0)
자본증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.0	(0.4)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(5.6)	(8.5)	(8.5)	(8.8)	(8.8)
현금의 증감	8.9	23.7	10.6	37.0	20.6
Unlevered CFO	110.8	125.7	92.2	103.0	102.8
Free Cash Flow	19.9	68.8	10.9	21.6	26.0

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

### 종근당



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.1.16	BUY	181,483		
17.5.8	BUY	133,724	-14.11%	6.43%
16.11.21	Analyst Change	0	-	-
16.5.31	BUY	133,724	-24.56%	-8.57%

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

### 기업의 분류

BUY(매수)\_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(매도)\_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

### 산업의 분류

Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.6%	7.8%	0.6%	100.0%

\* 기준일: 2018년 4월 30일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2018년 04월 30일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2018년 04월 30일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.