

# 종근당(185750)

## 제약/바이오 버블이 두려우신 분들께 추천

### 1분기 실적은 기대치에 부합

내수비중 95%로 매출성장에는 한계가 있어 해외진출이 가시화되어야 할 것  
12MF PER 19.6배로 비교적 낮은 valuation으로 현 주가는 역사적 하단에 위치

### Facts : 기대치에 부합한 1분기 실적

종근당의 개별기준 1분기 실적은 우리 예상치(매출액 2,191억원, 영업이익 190억원)에 부합했다(매출액 2,184억원, 영업이익 192억원). 프리베나(폐렴구균백신, Pfizer), 프롤리아(골다공증치료제, Amgen) 등 신규 도입품목들의 매출이 발생하기 시작하면서 전체매출 성장을 이끌었다. 또한 광고선전비, 연구개발비 등의 감소로 판관비가 전년 대비 2% 줄어들면서 영업이익률도 전년 8% 대비 개선된 8.8%를 시현했다. 한편 정기세무조사에 따라 법인세를 추가로 납부하게 되면서 당기순이익은 30억원에 그쳤다(1Q18 법인세 96억원).

### Pros & cons : 매출증가는 안정적이지만 레벨업이 필요

종근당은 국내 ETC 1위업체인 만큼 매출이 5% 이상 안정적으로 증가한다. 그러나 2017년 기준 내수비중이 95%에 달하는 만큼 매출증가에는 한계가 있다. 영업이익 또한 마케팅과 R&D비용에 의해 좌지우지될 수밖에 없어 큰 폭으로 이익이 성장할 가능성은 제한적이다. 따라서 실적이 레벨업하기 위해서는 해외시장을 겨냥한 신약이 필요하다. 자가면역치료제 CKD506(HDAC6 저해제)은 유럽에서 임상 1상이 완료되어 가까운 시일 내에 임상 2상에 진입할 것이며 헌팅턴증후군 치료제 CKD504는 미국에서 임상 1상에 대한 IND신청을 완료한 상황이다. 그 외 빈혈 치료제 NESP의 바이오시밀러(CKD-11101)는 국내에서는 2019년, 일본에서는 2020년 출시가 예정되어 있다. 이처럼 종근당은 신약개발을 통해 해외 시장으로의 진출을 준비하고 있어 향후 귀추가 주목된다.

### Action : 버블이 두려운 분들을 위한 편안한 valuation

종근당에 대해 매수 투자의견과 목표주가 147,000원을 유지한다. 목표주가는 12개월 forward EPS 6,437원에 기준 적정 target PER인 22.9배를 적용했다. 현재 종근당의 12개월 forward PER은 19.6배로 같은 섹터 내 다른 업체들 대비 valuation이 낮다. 물론 이는 제한적 이익성장에 기인하나 높은 valuation을 부담스러워 하는 투자자들에게는 비교적 매력적으로 보여질 수 있을 것이다. 향후 해외 파이프라인 개발이 가시화될 경우 valuation re-rating이 기대된다. 현 주가는 역사적 12MF PER 하단에 있어 하방경직성을 확보했다는 판단이다.

하회

부합

상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

## 매수(유지)

**목표주가: 147,000원(유지)**

### Stock Data

KOSPI(4/27)	2,492
주가(4/27)	120,000
시가총액(십억원)	1,186
발행주식수(백만)	10
52주 최고/최저가(원)	146,619/98,383
일평균거래대금(6개월, 백만원)	6,642
유동주식비율/외국인지분율(%)	64.8/16.0
주요주주(%)	이정한 외 5 인
	34.7
	국민연금
	11.6

### Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	23.2	23.5	17.8
PBR(x)	3.1	2.8	2.5
ROE(%)	14.2	11.6	14.2
DY(%)	0.7	0.7	0.9
EV/EBITDA(x)	13.5	11.8	11.1
EPS(원)	5,704	5,100	6,756
BPS(원)	42,718	43,159	47,349

### 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(4.8)	9.2	7.4
KOSPI 대비(%)	(6.4)	9.4	(5.4)

### 주가추이



자료: WISEfn

### 진홍국

hg.jin@truefriend.com

### 정은영

eunice.jung@truefriend.com

〈표 1〉 분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	209.7	211.0	219.7	243.9	218.4	(10.5)	4.1	229.6
영업이익	16.8	16.3	23.7	21.3	19.2	(9.8)	14.7	19.3
영업이익률(%)	8.0	7.7	10.8	8.7	8.8	0.1	0.8	8.4
세전이익	15.9	15.6	23.0	20.0	12.6	(37.2)	(20.9)	19.0
순이익	11.4	11.2	16.6	14.4	3.0	(79.1)	(73.7)	13.7

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 종근당 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18P	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	210	211	220	244	218	225	233	258	884	934	987
YoY	3.8	2.6	7.3	11.0	4.1	6.4	6.1	5.6	6.3	5.6	5.7
국내	199	201	209	230	208	214	221	244	839	888	939
수출	11	10	11	14	10	10	12	14	46	46	48
원가&판관비	193	195	129	144	199	207	138	160	525	568	601
매출액 대비	92.0	92.3	58.6	59.1	91.2	92.3	59.0	62.3	59.3	60.8	60.9
R&D	24	23	23	30	25	27	26	31	99	108	116
매출액 대비	11.3	10.7	10.4	12.2	11.5	12.0	11.0	11.9	11.2	11.6	11.7
D&A	24	28	27	26	26	28	27	27	105	108	114
인건비	9	8	9	12	8	8	9	11	37	36	36
기타	139	139	74	83	143	147	79	98	262	294	315
영업이익	17	16	24	21	19	17	25	20	78	82	89
YoY	103.0	54.5	6.7	5.6	14.7	6.2	6.9	(5.0)	27.5	5.2	8.0
OPM	8.0	7.7	10.8	8.7	8.8	7.7	10.9	7.9	8.8	8.8	9.0
당기순이익	11	11	17	14	3	12	18	14	54	48	64
YoY	105.6	53.6	11.2	9.4	(73.7)	11.4	10.7	(2.1)	31.0	(10.6)	32.5
NPM	5.5	5.3	7.5	5.9	1.4	5.6	7.9	5.5	6.1	5.1	6.4

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 종근당 1분기 기존제품 매출

(단위: 십억원, %)

제품	1Q18	1Q17	증감률
자누비아 F	28	28	(0.4)
글리아티린	11	9	17.6
딜라트렌	11	10	3.6
리피로우	9	10	(9.1)
아토젯	8	8	3.80
이모튼	7	6	19.9
타미플루	6	7	(9.5)
텔미누보	6	6	(10.1)
타크로벨	6	7	(14.3)
프리그렐	5	5	9.8
기타	109	114	(4.1)
소계	206	210	(1.9)
신제품	13		
<b>합계</b>	<b>218</b>	<b>210</b>	<b>7.3</b>

자료: 종근당 한국투자증권

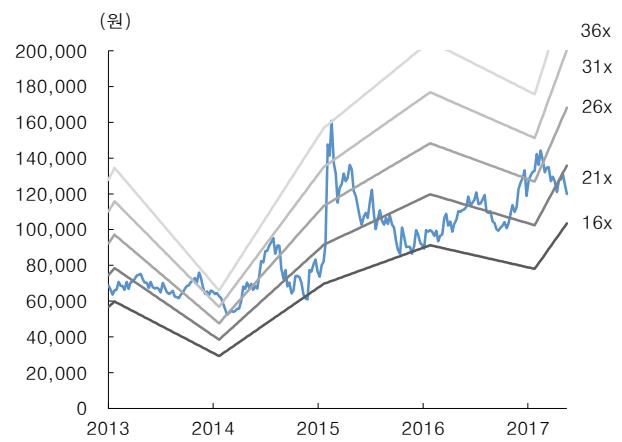
〈표 4〉 종근당 신제품 매출

(단위: 백만원)

제품	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18
프리베나	–	–	4,293	9,008
프롤리아	–	22	1,155	924
하이알듀	144	226	260	300
테노포벨	–	360	194	296
센글라	–	1,076	278	269
기타품목	1,028	712	997	2,015
<b>합계</b>	<b>1,172</b>	<b>2,396</b>	<b>7,177</b>	<b>12,812</b>

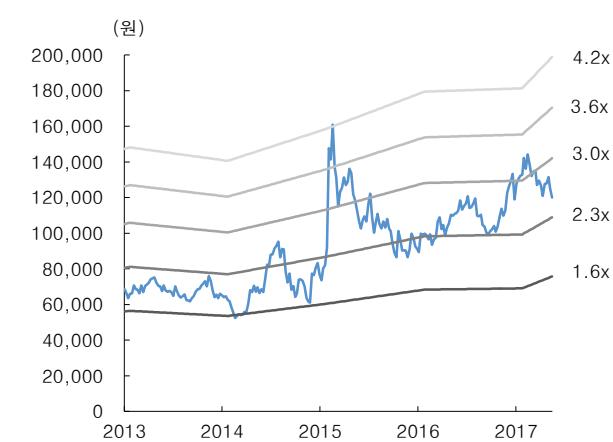
자료: 종근당 한국투자증권

[그림 1] 종근당 12MF PER 배드



자료: Quantwise, 한국투자증권

[그림 2] 종근당 12MF PBR 배드



자료: Quantwise, 한국투자증권

&lt;표 5&gt; 종근당 peer valuation

		한미약품	녹십자	유한양행	대웅제약	평균	종근당
매출액(십억원)	2017	917	1,462	1,288	960		884
	2018F	973	1,377	1,585	1,034		934
	2019F	1,031	1,473	1,725	1,096		987
영업이익(십억원)	2017	82	89	90	39		78
	2018F	92	99	102	46		82
	2019F	113	109	122	56		89
영업이익률(%)	2017	9.0	6.1	7.0	4.1		8.8
	2018F	9.4	7.2	6.5	4.5		8.8
	2019F	11.0	7.4	7.0	5.1		9.0
순이익(십억원)	2017	60	109	53	32		54
	2018F	62	69	130	37		48
	2019F	78	76	149	44		64
PER(배)	2017	107.9	23.9	49.6	60.4	60.4	23.2
	2018F	88.0	36.2	22.5	58.2	51.2	23.5
	2019F	69.8	32.6	19.7	49.0	42.8	17.8
EPS 증가율(%)	2017	159.1	(32.4)	(15.4)	17.1	14.8	31.0
	2018F	2.2	29.1	19.6	17.2	16.6	(10.6)
	2019F	26.0	11.0	14.5	19.0	17.5	32.5
PEG(배)	2017	0.7	(0.7)	(3.2)	3.5	0.1	0.7
	2018F	39.6	1.2	1.1	3.4	11.4	(2.2)
	2019F	2.7	3.0	1.4	2.6	2.4	0.5
PBR(배)	2017	9.0	1.5	2.5	3.4	4.1	3.1
	2018F	7.0	2.2	1.6	3.6	3.6	2.8
	2019F	6.5	2.1	1.5	3.4	3.4	2.5
ROE(%)	2017	8.8	7.0	5.2	6.2	6.8	14.2
	2018F	8.4	7.9	6.5	6.9	7.4	11.6
	2019F	9.8	8.5	6.8	7.7	8.2	14.2

주: 한미약품, 녹십자, 유한양행, 대웅제약은 FnGuide 컨센서스 기준  
 자료: Data Guide, 한국투자증권

### 기업개요 및 용어해설

두통약 펜잘로 대중에게 잘 알려진 종근당은 1941년 설립된 제약사다. 250개 이상의 품목을 보유하고 있으며 주요 품목은 경구용 당뇨병 치료제 자누비아, 고혈 치료제 딜라트렌, 인지장애 개선제 글리아티린 등이 있다. 발행주식수는 940 만주며 유통물량은 약 46%다.

## 재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	339	366	399	437	482
현금성자산	22	45	46	54	66
매출채권및기타채권	215	214	233	254	276
재고자산	98	104	113	124	135
비유동자산	303	299	289	280	272
투자자산	19	21	23	24	25
유형자산	245	237	231	225	218
무형자산	15	14	13	12	12
자산총계	642	665	688	718	755
유동부채	211	223	213	202	194
매입채무및기타채무	107	121	96	97	97
단기차입금및단기사채	54	41	41	41	41
유동성장기부채	31	40	49	59	68
비유동부채	76	40	49	49	49
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	40	11	1	1	2
부채총계	287	263	262	250	243
자본금	24	24	24	24	24
자본잉여금	271	271	271	271	271
기타자본	(0)	(0)	22	55	42
이익잉여금	59	106	106	114	174
자본총계	354	402	426	467	512

## 손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	832	884	934	987	1,044
매출원가	497	525	568	601	638
매출총이익	335	360	366	386	406
판매관리비	274	281	284	297	310
영업이익	61	78	82	89	96
금융수익	0	1	1	1	2
이자수익	0	1	1	1	2
금융비용	4	4	4	3	2
이자비용	4	4	3	3	2
기타영업외손익	(0)	0	(6)	(0)	0
관계기업관련손익	(0)	(1)	0	0	0
세전계속사업이익	57	75	74	87	96
법인세비용	16	21	26	23	26
당기순이익	41	54	48	64	70
기타포괄이익	4	2	2	2	2
총포괄이익	45	56	50	66	72
EBITDA	85	100	105	111	119

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	58	80	47	62	42
당기순이익	41	54	48	64	70
유형자산감가상각비	22	20	21	21	21
무형자산상각비	2	2	2	1	1
자산부채변동	(36)	(23)	(52)	(50)	(50)
기타	29	27	28	26	0
투자활동현금흐름	(43)	(16)	(24)	(27)	(16)
유형자산투자	(38)	(11)	(15)	(15)	(15)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(4)	(3)	(1)	(1)	(1)
무형자산순증	(1)	(1)	(0)	(1)	(1)
기타	0	(1)	(8)	(10)	1
재무활동현금흐름	(6)	(41)	(24)	(27)	(14)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	0	(32)	(1)	10	10
배당금지급	(6)	(8)	(8)	(8)	(10)
기타	0	(1)	(15)	(29)	(14)
기타현금흐름	0	(0)	0	0	0
현금의증가	9	24	(0)	7	12

## 주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	4,354	5,704	5,100	6,756	7,433
BPS	37,691	42,718	43,159	47,349	51,835
DPS	900	900	805	1,066	1,066
성장성(%), YoY					
매출증가율	40.4	6.3	5.6	5.7	5.7
영업이익증가율	43.4	27.5	5.2	8.0	8.4
순이익증가율	NM	31.0	(10.6)	32.5	10.0
EPS증가율	NM	31.0	(10.6)	32.5	10.0
EBITDA증가율	30.3	17.5	4.6	6.2	6.6
수익성(%)					
영업이익률	7.4	8.8	8.8	9.0	9.2
순이익률	4.9	6.1	5.1	6.4	6.7
EBITDA Margin	10.2	11.3	11.2	11.3	11.4
ROA	6.7	8.2	7.1	9.0	9.5
ROE	12.2	14.2	11.6	14.2	14.3
배당수익률	0.9	0.7	0.7	0.9	0.9
배당성향	20.7	15.8	16.5	16.5	15.0
안정성					
순차입금(십억원)	103	47	46	48	46
차입금/자본총계비율(%)	35.2	23.1	21.5	21.7	21.7
Valuation(X)					
PER	22.9	23.2	23.5	17.8	16.1
PBR	2.6	3.1	2.8	2.5	2.3
EV/EBITDA	12.8	13.5	11.8	11.1	10.4

주: K-IFRS (개별) 기준

### 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	과거율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
종근당(185750)	2016.02.23	중립	—	—	—
	2016.10.31	매수	124,000원	-15.7	-1.8
	2017.09.18	NR	—	—	—
	2017.10.17	매수	133,000원	-16.4	-13.8
	2017.11.06	매수	147,000원	—	—



#### ■ Compliance notice

- 당사는 2018년 4월 30일 현재 종근당 발행주식을 1%이상 보유하고 있습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

#### ■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

#### ■ 투자등급 비율 (2018.3.31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
80.3%	19.2%	0.5%

\* 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

#### ■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돋기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.