

종근당(185750)

경기방어주로서의 역할이 작동할 타임

2분기 실적은 기대치에 부합
당분간 매출성장에는 한계가 있어 R&D파이프라인의 향방이 중요
비용증가세를 감안하여 목표주가를 11.9만원으로 19% 하향

Facts : 기대치에 부합한 2분기

종근당의 2분기 영업이익은 컨센서스 187억원에 부합한 186억원(+14% YoY, OPM 8%)이었다. 당뇨 치료제 자누비아, 뇌혈관질환 치료제 글리아티린 등 기존 제품들의 매출이 전년 동기 대비 178억, 페럼구균 백신 프리베나, 골다공증 치료제 프롤리아 등 신규도입 품목들의 매출이 전년 동기 대비 84억 늘어나면서 2분기 매출액은 12% 증가했다. 광고선전비(107억원)가 전년 대비 30% 이상 증가하고 R&D비용도 271억원(매출액 대비 11%)으로 전년 대비 20% 증가했으나 매출 성장에 따라 영업이익도 전년 대비 14% 증가했다.

Pros & cons : 레벨업을 위해서는 R&D파이프라인의 향방이 중요

종근당은 내수 및 ETC 위주의 업체로 영업이익은 당분간 마케팅과 R&D비용에 의해 결정될 수 밖에 없어 큰 폭의 이익성장도 제한적이다. 따라서 실적의 레벨업을 위해서는 해외시장을 겨냥한 신약이 필요하다. 자가면역치료제 CKD506(HDAC6 저해제)은 유럽에서 임상 2상을 진행 중에 있으며 헌팅턴증후군 치료제 CKD504는 미국에서 임상 1상 IND신청을 완료했다. 그 외 빈혈 치료제 NESP의 바이오시밀러(CKD-11101)는 국내에서는 2019년, 일본에서는 2020년 출시가 예정되어 있다. 이들 파이프라인이 가시적인 성과를 나타낼 경우 valuation의 re-rating을 기대할 수 있을 것이다.

Action : 경기방어주가 필요한 요즘, 안정적 매출 성장에 주목한다

종근당에 대해 매수 투자 의견을 유지한다. R&D 및 마케팅 비용의 증가를 감안하여 2018/2019년 EPS를 각각 6%, 13% 하향하며 목표주가도 11.9만원으로 19% 하향한다. 목표주가는 12MF EPS 5,179원에 기존 target PER 22.9배를 적용했다. 우리는 지금이 종근당의 매출구조에 주목할 타이밍이란 판단이다. 2017년 기준 내수/ETC 매출비중 95%의 국내 ETC업체인 만큼 매년 5% 이상의 안정적 매출 성장을 시현해 오고 있기 때문이다. 경기에 대한 불안감이 커지고 주식시장의 변동성이 확대되고 있는 요즘 종근당이 제약사 본연의 모습인 경기방어주로서의 역할을 다 할 수 있을 것으로 기대한다.

하 회	부 합	상 회
-----	-----	-----

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

매수(유지)

목표주가: 119,000원(하향)

Stock Data

KOSPI(7/27)	2,295
주가(7/27)	96,000
시가총액(십억원)	948
발행주식수(백만)	10
52주 최고/최저(원)	146,619/95,500
일평균거래대금(6개월, 백만원)	4,364
유동주식비율/외국인지분율(%)	64.2/13.7
주요주주(%)	이장한 외 5 인 35.2
	국민연금 11.0

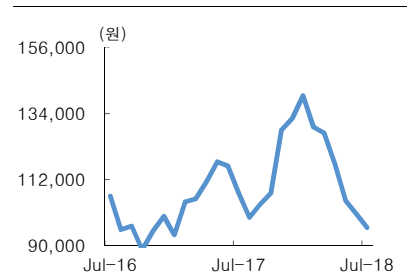
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	24.3	21.1	17.0
PBR(x)	3.3	2.2	2.1
ROE(%)	14.2	10.9	12.7
DY(%)	0.6	0.7	0.9
EV/EBITDA(x)	13.5	9.9	10.2
EPS(원)	5,433	4,541	5,634
BPS(원)	40,685	42,843	46,195

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(6.8)	(33.4)	(15.2)
KOSPI 대비(%p)	(4.8)	(22.6)	(9.1)

주가추이



자료: WISEfn

진홍국

hg.jin@truefriend.com

정은영

eunice.jung@truefriend.com

〈표 1〉 분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	211	220	244	218	237	8.6	12.4	230
영업이익	16	24	21	19	19	(3.3)	13.8	19
영업이익률(%)	7.7	10.8	8.7	8.8	7.8	(1.0)	0.1	8.1
세전이익	16	23	20	13	18	47.1	18.5	18
순이익	11	17	14	3	13	322.4	13.3	13

자료: 한국투자증권

〈표 2〉 종근당 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	210	211	220	244	218	237	233	258	884	946	1,000
YoY	3.8	2.6	7.3	11.0	4.2	12.4	6.1	5.6	6.3	7.0	5.7
국내	199	201	209	230	208	227	221	244	839	900	952
수출	11	10	11	14	10	10	12	14	46	46	48
원가&판매비	193	195	129	144	199	219	136	158	525	568	601
매출액 대비	92.0	92.3	58.6	59.1	91.2	92.2	58.4	61.2	59.3	60.0	60.1
R&D	24	23	23	30	23	27	26	30	99	106	120
매출액 대비	11.3	10.7	10.4	12.2	10.5	11.4	11.3	11.5	11.2	11.2	12.0
D&A	24	28	27	26	24	28	27	27	105	106	112
인건비	9	8	9	12	8	11	11	12	37	41	42
기타	139	139	74	83	147	158	77	96	262	293	306
영업이익	17	16	24	21	19	19	21	19	78	78	76
YoY	103.0	54.5	6.7	5.6	14.7	13.8	(10.1)	(10.9)	27.5	0.0	(2.7)
OPM	8.0	7.7	10.8	8.7	8.8	7.8	9.2	7.4	8.8	8.3	7.6
당기순이익	11	11	17	14	3	13	16	13	54	45	56
YoY	105.6	53.6	11.2	9.4	(73.7)	13.3	(4.8)	(6.3)	31.0	(16.4)	24.1
NPM	5.5	5.3	7.5	5.9	1.4	5.3	6.8	5.2	6.1	4.7	5.6

자료: 한국투자증권

〈표 3〉 종근당 2분기 기존제품 매출

(단위: 십억원, %)

제품	2Q18	2Q17	증감률
자누비아 F	37	30	26.3
글리아티린	13	11	21.1
딜라트렌	11	11	3.8
리피로우	10	9	5.7
이모튼	9	6	48.5
바이토린	8	6	27.0
아토젯	8	8	(9.1)
타크로벨	7	7	3.7
텔미누보	7	6	12.5
사이폴	6	6	5.2
기타	111	110	1.4
소계	206	210	(1.9)
신제품	13	-	
합계	237	211	12.4

자료: 종근당 한국투자증권

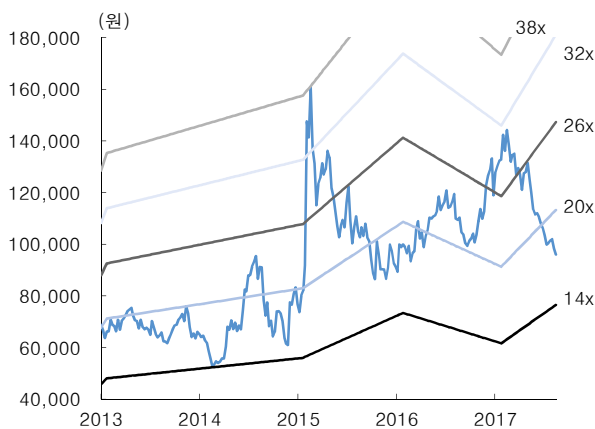
〈표 4〉 종근당 신제품 매출

(단위: 백만원)

제품	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18
프리베나	—	4,293	9,008	2,748
프롤리아	22	1,155	924	1,521
아리셀트	—	—	—	533
테노포벨	360	194	296	456
센글라	1,076	278	269	318
기타	712	997	2,015	2,839
합계	2,396	7,177	12,812	8,415

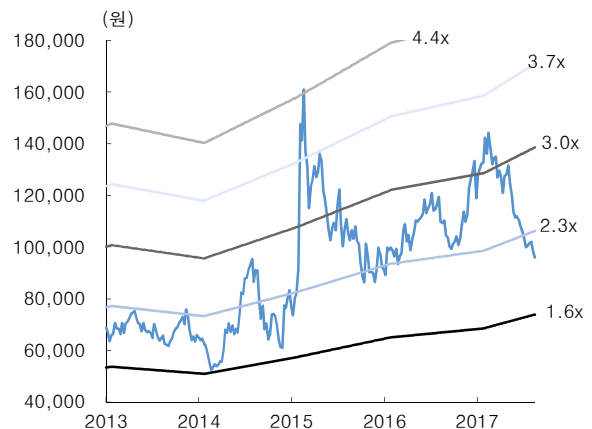
자료: 종근당 한국투자증권

[그림 1] 종근당 12MF PER 밴드



자료: Quantiwise, 한국투자증권

[그림 2] 종근당 12MF PBR 밴드



자료: Quantiwise, 한국투자증권

〈표 5〉 종근당 peer valuation

		동아에스티	녹십자	유한양행	대웅제약	평균	종근당
매출액(십억원)	2017	555	1,462	1,288	960		884
	2018F	579	1,366	1,558	1,015		946
	2019F	598	1,455	1,682	1,094		1,000
영업이익(십억원)	2017	24	89	90	39		78
	2018F	30	93	104	41		78
	2019F	40	100	114	59		76
영업이익률(%)	2017	4.3	6.1	7.0	4.1		8.8
	2018F	5.1	6.8	6.7	4.1		8.3
	2019F	6.7	6.9	6.8	5.4		7.6
순이익(십억원)	2017	(5)	109	53	32		54
	2018F	12	70	124	30		45
	2019F	20	73	138	41		56
PER(배)	2017	NA	23.9	49.6	60.4	44.6	24.4
	2018F	65.4	29.9	22.3	70.5	47.0	21.1
	2019F	38.6	28.9	20.1	52.0	34.9	17.0
EPS 증가율(%)	2017	NA	(32.4)	(15.4)	17.1	(12.5)	31.0
	2018F	NA	32.0	13.9	(5.3)	12.5	(16.4)
	2019F	69.6	3.2	11.2	35.7	27.5	24.1
PEG(배)	2017	NA	(0.7)	(3.2)	3.5	(0.1)	0.8
	2018F	NA	0.9	1.6	(13.4)	(3.6)	(1.3)
	2019F	0.6	8.9	1.8	1.5	3.2	0.7
PBR(배)	2017	1.5	1.5	2.5	3.4	2.2	3.3
	2018F	0.0	1.9	1.5	3.6	1.7	2.2
	2019F	0.0	1.8	1.4	3.4	1.7	2.1
ROE(%)	2017	(0.9)	7.0	5.2	6.2	4.4	14.2
	2018F	2.1	7.5	6.6	5.7	5.5	10.9
	2019F	0.0	7.9	6.4	7.4	5.4	12.7

주: 동아에스티, 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 940만주며 유통물량은 약 46%다.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	339	366	397	427	460
현금성자산	22	45	39	39	37
매출채권및기타채권	215	214	236	257	280
재고자산	98	104	115	125	136
비유동자산	303	299	289	280	272
투자자산	19	21	23	24	26
유형자산	245	237	231	225	218
무형자산	15	14	13	12	12
자산총계	642	665	686	708	732
유동부채	211	223	214	203	195
매입채무및기타채무	107	121	97	98	98
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	263	252	244
자본금	24	24	24	24	24
자본잉여금	271	271	271	271	271
기타자본	(0)	(0)	25	59	44
이익잉여금	59	106	100	99	148
자본총계	354	402	423	456	488

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	58	80	41	54	29
당기순이익	41	54	45	56	57
유형자산감가상각비	22	20	21	21	21
무형자산상각비	2	2	2	1	1
자산부채변동	(36)	(23)	(55)	(51)	(51)
기타	29	27	28	27	1
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)	(28)	(14)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	0	(32)	(1)	10	10
배당금지급	(6)	(8)	(8)	(7)	(9)
기타	0	(1)	(15)	(31)	(15)
기타현금흐름	0	(0)	0	0	0
현금의증가	9	24	(7)	(1)	(1)

주: K-IFRS (개별) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

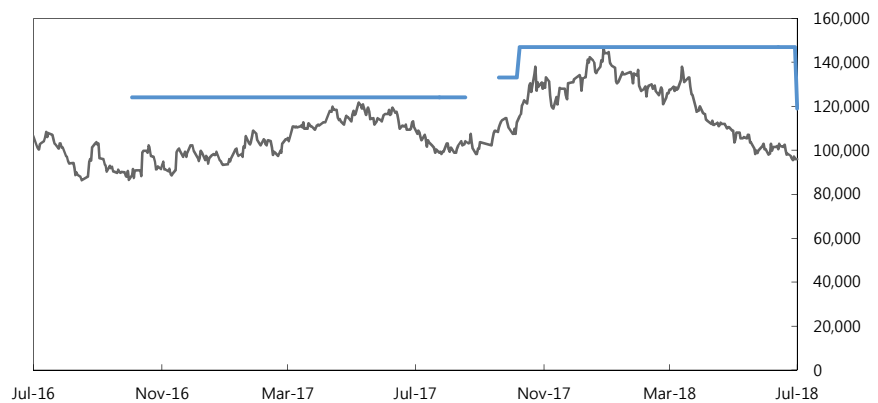
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	832	884	946	1,000	1,058
매출원가	497	525	568	601	639
매출총이익	335	360	379	399	418
판매관리비	274	281	300	323	342
영업이익	61	78	78	76	77
금융수익	0	1	1	1	1
이자수익	0	1	1	1	1
금융비용	4	4	4	3	2
이자비용	4	4	3	3	2
기타영업외손익	(0)	0	(6)	(0)	1
관계기업관련손익	(0)	(1)	0	0	0
세전계속사업이익	57	75	70	74	76
법인세비용	16	21	25	19	19
당기순이익	41	54	45	56	57
기타포괄이익	4	2	2	2	2
총포괄이익	45	56	47	58	59
EBITDA	85	100	101	99	99

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	4,147	5,433	4,541	5,634	5,794
BPS	35,897	40,685	42,843	46,195	49,396
DPS	857	857	717	889	889
성장성(%, YoY)					
매출증가율	40.4	6.3	7.0	5.7	5.7
영업이익증가율	43.4	27.5	0.0	(2.7)	0.8
순이익증가율	NM	31.0	(16.4)	24.1	2.8
EPS증가율	NM	31.0	(16.4)	24.1	2.8
EBITDA증가율	30.3	17.5	0.6	(2.1)	0.5
수익성(%)					
영업이익률	7.4	8.8	8.3	7.6	7.2
순이익률	4.9	6.1	4.7	5.6	5.4
EBITDA Margin	10.2	11.3	10.6	9.8	9.4
ROA	6.7	8.2	6.6	8.0	7.9
ROE	12.2	14.2	10.9	12.7	12.1
배당수익률	0.9	0.6	0.7	0.9	0.9
배당성향	20.7	15.8	15.7	15.7	15.3
안정성					
순차입금(십억원)	103	47	52	63	74
차입금/자본총계비율(%)	35.2	23.1	21.6	22.2	22.8
Valuation(X)					
PER	24.1	24.3	21.1	17.0	16.6
PBR	2.8	3.3	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA	12.8	13.5	9.9	10.2	10.3

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				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	-17.2	-0.3
	2018.07.29	매수	119,000원	-	-



Compliance notice

- 당사는 2018년 7월 29일 현재 종근당 발행주식을 1%이상 보유하고 있습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배주자는 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 (2018.6.30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.3%	21.2%	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 돕기 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.