

종근당 (185750)

제약/바이오

서미화



Ph. D

02 3770 5595

mihwa.seo@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	130,000원 (M)
현재주가 (11/2)	90,700원
상승여력	43%

시가총액	8,960억원
총발행주식수	9,879,236주
60일 평균 거래대금	34억원
60일 평균 거래량	33,007주
52주 고	146,619원
52주 저	86,700원
외인지분율	15.35%
주요주주	이장한 외 5 인 35.27%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(17.5)	(13.2)	(15.6)
상대	(9.1)	(6.0)	2.5
절대(달러환산)	(18.9)	(14.1)	(17.4)

3Q18 Review: 실적에 대한 신뢰

매출액 2,350억원(YoY +7.0%), 영업이익 210억원(YoY -11.3%)

3분기 별도기준 매출액 2,350억원(YoY +7.0%), 영업이익 210억원(YoY -11.3%)을 기록하였다. 매출액과 영업이익 모두 컨센서스(매출액 2,382억원, 영업이익 215억원)에 부합하는 양호한 실적이었다.

기존제품과 신제품 프리베나(폐렴구균 백신), 에소듀오(역류성 식도염치료제), 아리셉트(초기 치매치료제) 등의 매출이 128억 증가하며, 전년대비 총 매출액이 153억원 증가하였다. 신규채용 증가 및 급여 인상에 따른 인건비(전년대비 29억원 증가), 광고선전비(전년대비 14억원 증가) 및 경상연구개발비(전년대비 44억원 증가) 증가로 전년대비 영업이익은 11.3% 감소하였다.

4분기도 예상을 벗어나지 않을 실적

4분기 꾸준한 매출 증가에 대한 변수는 없을 것으로 보인다. 3분기와 유사하게 기존제품 및 신제품 매출 증가가 이어질 것으로 보인다. 3분기 수출은 전분기 대비 20.4% 감소하였으나, 4분기는 3분기와 비슷한 수준을 유지할 것으로 예상된다.

CKD-506(류마티스관절염 치료제)은 3분기 유럽 5개국에서 임상 2상 개시되었으며, 미국 류마티스학회에서 전임상 및 임상 1상에 대한 결과를 발표하였다. CKD-504(헌팅턴치료제)는 한국/미국 임상 1상 중이며, 10월 빈혈 치료제 네스프의 바이오시밀러(CKD-11101)는 일본 후생성에 허가 신청 완료하여 2019년 말 시판 가능할 것으로 보인다. 일본 네스프 시장규모는 약 5,000억원으로 예상된다. 이중항체를 이용한 폐암치료제(CKD-702)는 미국 전임상이 완료되어, 올해 말 또는 내년 초 임상 1상 개시가 기대된다.

투자 의견 Buy, 목표주가 13만원 유지

1) 컨센서스 부합하는 실적으로 신제품의 매출성장에 대한 가능성을 보여주었고, 2) 올해 말 또는 내년 초 이중항체 CKD-702의 임상 1상 개시가 예상된다. 현재 동사의 기업가치에는 연구개발 중인 신약 가치가 포함되지 않았으나, 자가면역질환치료제(CKD-506), 항암제(CKD-702)의 임상 결과에 따라 기업가치에 반영 가능할 것으로 보인다.

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	3Q18P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,350	7.0	-0.9	2,382	-1.3
영업이익	210	-11.3	13.1	215	-2.1
세전계속사업이익	194	-15.5	5.2	216	-10.1
지배순이익	136	-17.9	7.0	157	-13.2
영업이익률 (%)	9.0	-1.8 %pt	+1.2 %pt	9.0	0
지배순이익률 (%)	5.8	-1.7 %pt	+0.4 %pt	6.6	-0.8 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	8,320	8,843	9,489	9,986
영업이익	612	781	808	872
지배순이익	409	536	418	618
PER	27.7	21.2	21.5	14.5
PBR	3.2	2.8	2.1	1.8
EV/EBITDA	13.9	11.3	9.4	8.5
ROE	12.2	14.2	10.0	13.5

자료: 유안타증권

[표 1] 종근당 실적 현황(별도)

(단위: 억원, %)

	3Q18	QoQ	2Q18	YoY	3Q17
매출액	2,350	-0.9%	2,372	7.0%	2,197
영업이익	210	13.1%	186	-11.3%	237
세전이익	194	5.1%	185	-15.6%	230
당기순이익	136	6.8%	127	-18.1%	166

자료: 종근당, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 종근당 분기 실적 전망(별도)

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	2,097	2,110	2,197	2,439	2,184	2,372	2,350	2,584	8,843	9,489	9,986
YoY	3.8%	2.6%	7.3%	11.0%	4.2%	12.4%	7.0%	7.0%	11.9%	11.0%	5.0%
자누비아(자누메트 포함)	280	297	292	319	278	375	330	335	1,188	1,319	1,385
글리아티린	90	111	135	156	106	134	139	171	491	551	606
딜라트렌(SR 캡슐 포함)	102	108	106	112	106	112	98	116	428	432	449
리피로우	102	95	99	120	92	100	86	123	416	402	410
이모튼	62	63	72	75	74	93	89	97	271	353	389
바이토린	61	62	55	67	42	78	54	69	245	243	261
아토젯	75	83	89	62	78	75	89	68	309	310	341
타크로벨(타크로벨주 포함)	66	71	69	84	57	74	84	85	290	300	330
텔미누보	65	60	61	67	58	68	77	69	253	271	281
사이폴(사이폴주 포함)	55	61	61	73	49	64	71	74	250	258	263
영업이익	168	163	237	213	192	186	210	220	781	808	872
YoY	103.0%	54.5%	6.7%	5.6%	14.7%	13.8%	-11.3%	3.1%	27.5%	3.4%	7.8%
영업이익률	8.0%	7.7%	10.8%	8.7%	8.8%	7.8%	9.0%	8.5%	8.8%	8.5%	8.7%
당기순이익	114	112	166	144	30	127	136	124	536	417	618
YoY	105.6%	53.6%	11.2%	9.4%	-73.7%	13.3%	-18.1%	-13.8%	31.0%	-22.2%	48.2%

자료: 종근당, 유안타증권 리서치센터

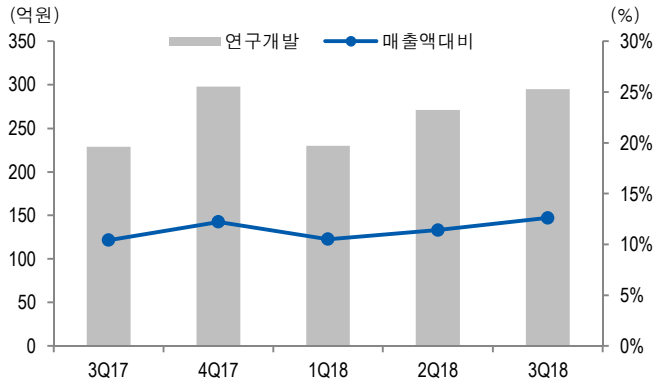
[표 3] 신제품 매출 증가

(단위: 억원)

구 분	적응증	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18
프리베나	폐렴구균백신	43	90	27	37
에소듀오	역류성식도염치료제	-	-	-	26
아리셉트	초기 치매치료제	-	-	5	19
프롤리아	골다공증치료제	12	9	15	16
테노포벨	만성 B 형간염치료제	2	3	5	5
기타품목		15	26	32	25
합 계		72	128	84	128

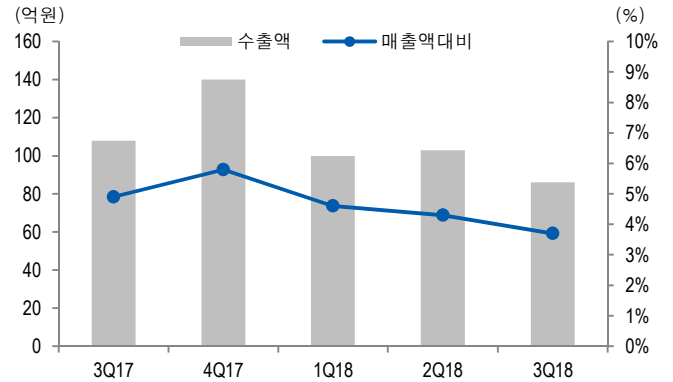
자료: 종근당, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 분기별 R&D 투자비용



자료: 종근당, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 분기별 수출실적



자료: 종근당, 유안타증권 리서치센터

[표 4] 종근당 신약개발 파이프라인

종근당	개발 분야	제품명	적응증	진행단계	비고
	합성의약품	CKD-516	고형암	국내 임상 1/2a 상	이리노테칸 병용
		CKD-506	자가면역질환	유럽 5개국 임상 2상	
		CKD-504	헌팅턴	미국 임상 1상 국내 임상 1상	
	바이오효약품	CKD-11101	빈혈	국내 허가신청 일본 허가신청	2019년 하반기 출시 예정
		CKD-702	고형암	미국 전임상 완료	

자료: 종근당, 유안타증권 리서치센터

종근당 (185750) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	8,320	8,843	9,489	9,986	10,685
매출원가	4,971	5,247	5,651	5,892	6,304
매출총이익	3,349	3,596	3,838	4,094	4,381
판매비	2,736	2,815	3,030	3,223	3,462
영업이익	612	781	808	872	919
EBITDA	852	1,001	1,016	1,072	1,125
영업외손익	-45	-36	-89	-16	2
외환관련손익	4	-8	2	0	0
이자손익	-40	-30	-16	-17	-3
관계기업관련손익	-3	-10	-5	0	0
기타	-5	12	-70	1	5
법인세비용차감전순이익	568	745	719	856	921
법인세비용	158	209	301	237	322
계속사업순이익	409	536	418	618	599
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	409	536	418	618	599
지배지분순이익	409	536	418	618	599
포괄순이익	453	558	453	652	632
지배지분포괄이익	453	558	453	652	632

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	3,388	3,658	3,934	4,590	5,836
현금및현금성자산	217	454	289	725	1,719
매출채권 및 기타채권	2,146	2,138	2,274	2,385	2,538
재고자산	983	1,043	1,302	1,411	1,510
비유동자산	3,029	2,990	3,004	2,963	2,916
유형자산	2,447	2,372	2,349	2,323	2,288
관계기업 등 자본관련자산	51	35	61	61	61
기타투자자산	134	178	209	209	209
자산총계	6,417	6,648	6,938	7,553	8,752
유동부채	2,114	2,232	2,210	2,257	2,942
매입채무 및 기타채무	1,071	1,207	1,220	1,267	1,953
단기차입금	540	411	581	581	581
유동성장기부채	306	400	200	200	200
비유동부채	760	400	423	423	423
장기차입금	400	110	140	140	140
사채	0	0	0	0	0
부채총계	2,874	2,632	2,633	2,680	3,365
지배지분	3,543	4,016	4,305	4,872	5,387
자본금	235	235	247	247	247
자본잉여금	2,714	2,714	2,702	2,702	2,702
이익잉여금	589	1,059	1,419	1,953	2,468
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,543	4,016	4,305	4,872	5,387
순차입금	1,028	472	633	197	-797
총차입금	1,246	926	922	922	922

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	578	802	197	653	1,245
당기순이익	409	536	418	618	599
감가상각비	221	202	191	186	194
외환손익	-2	2	-1	0	0
종속, 관계기업 관련손익	3	10	5	0	0
자산부채의 증감	-362	-233	-632	-408	197
기타현금흐름	308	285	217	257	255
투자활동 현금흐름	-434	-156	-203	-171	-171
투자자산	-31	-21	-7	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-379	-114	-178	-160	-160
유형자산 감소	0	3	5	0	0
기타현금흐름	-24	-24	-23	-11	-11
재무활동 현금흐름	-56	-409	-204	-136	-136
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	-325	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-56	-85	-85	-84	-84
기타현금흐름	0	0	-119	-52	-52
연결범위변동 등 기타	1	-1	44	90	57
현금의 증감	89	237	-165	436	994
기초 현금	129	217	454	289	725
기말 현금	217	454	289	725	1,719
NOPLAT	612	781	808	872	919
FCF	-60	435	-133	262	841

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

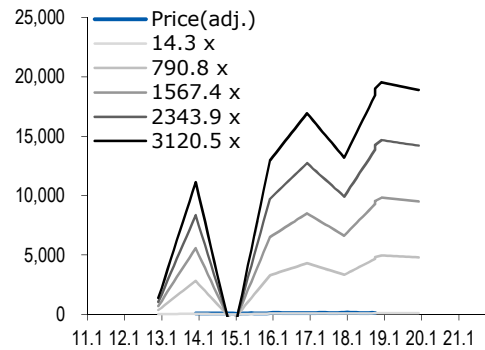
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	4,145	5,429	4,227	6,259	6,059
BPS	35,878	40,669	43,834	49,612	54,850
EBITDAPS	9,053	10,639	10,284	10,854	11,392
SPS	84,216	89,509	96,054	101,077	108,152
DPS	857	857	857	857	857
PER	27.7	21.2	21.5	14.5	15.0
PBR	3.2	2.8	2.1	1.8	1.7
EV/EBITDA	13.9	11.3	9.4	8.5	7.3
PSR	1.4	1.3	0.9	0.9	0.8

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	40.4	6.3	7.3	5.2	7.0
영업이익 증가율 (%)	43.4	27.5	3.4	7.8	5.4
지배순이익 증가율 (%)	흑전	31.0	-22.1	48.1	-3.2
매출총이익률 (%)	40.3	40.7	40.4	41.0	41.0
영업이익률 (%)	7.4	8.8	8.5	8.7	8.6
자배순이익률 (%)	4.9	6.1	4.4	6.2	5.6
EBITDA 마진 (%)	10.2	11.3	10.7	10.7	10.5
ROIC	10.1	12.8	10.4	13.2	13.0
ROA	6.7	8.2	6.1	8.5	7.3
ROE	12.2	14.2	10.0	13.5	11.7
부채비율 (%)	81.1	65.6	61.2	55.0	62.5
순차입금/자기자본 (%)	29.0	11.8	14.7	4.0	-14.8
영업이익/금융비용 (배)	14.7	21.7	40.0	32.1	33.8

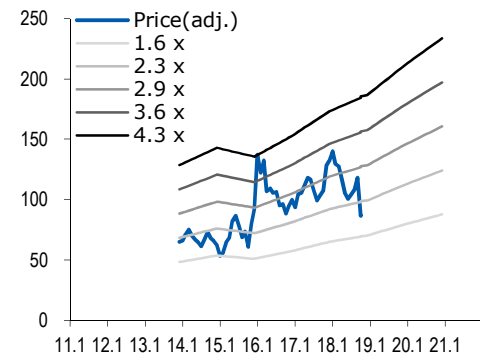
P/E band chart

(천원)

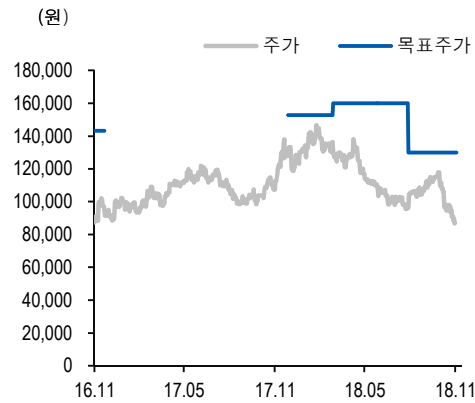


P/B band chart

(천원)



종근당 (185750) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-11-05	BUY	130,000	1년		
2018-07-30	BUY	130,000	1년		
2017-11-29	BUY	152,828	1년	-20.71	-4.06
2017-04-29	담당자 변경 1년 경과 이후		1년	-22.04	-3.67
2016-04-29	BUY	143,276	1년	-26.70	-3.67

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.7
Buy(매수)	83.5
Hold(중립)	14.2
Sell(비중축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-10-31

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 서미화)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.