

종근당 (185750)

제약/바이오

서미화



Ph. D
02 3770 5595
mihwa.seo@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	130,000원 (M)
현재주가 (1/10)	104,000원
상승 여력	25%

시가총액	10,274억원
총발행주식수	10,370,290주
60일 평균 거래대금	32억원
60일 평균 거래량	32,150주
52주 고	139,800원
52주 저	82,667원
외인지분율	13.77%
주요주주	이장한 외 5 인 35.32%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(0.4)	8.0	(22.8)
상대	(0.8)	16.6	(6.5)
절대(달러환산)	0.0	9.1	(26.3)

안정적인 실적은 기본

4Q18 Preview: 컨센서스 부합하는 실적 예상

4Q18 별도기준 매출액 2,624억원(YoY +7.6%), 영업이익 223억원(YoY +4.7%)을 추정하였다. 매출액과 영업이익 모두 컨센서스(매출액 2,544억원, 영업이익 216억원)에 부합하는 실적이 예상된다. 3분기 추석연휴 효과와 4분기 프리베나(폐렴구균 백신)와 같은 계절성을 가진 제품 매출 증가가 원인으로 보인다. 3분기 대비 연구개발비는 낮아지나, 제품설명회 및 프리마케팅 관련 비용 증가로 3분기와 비슷한 수준의 판관비가 예상된다.

2019년, 외형성장에 대한 의심은 없다

2019년도 꾸준한 매출 증가에 대한 의심의 여지는 없다. 추가적인 도입의약품(MSD로부터 도입한 SGLT-2 저해제 스테글라트드로 당뇨병치료제 다양화)을 포함한 기존 제품의 성장(프롤리아의 저변확대, 넥시움 개량신약 에소듀오(역류성 식도염치료제) 매출 증가), 그에 따른 영업이익의 성장은 유지된다. 대규모의 인력채용 또한 제한적으로 고정비의 큰 변동도 없을 것으로 보인다.

CKD-506(류마티스관절염 치료제)은 3Q18 유럽 5개국에서 임상 2a상이 개시되어, 19년말 또는 20년초 종료예정이다. CKD-504(헌팅턴치료제)는 한국/미국 임상 1상 중이며, 빈혈 치료제 네스프의 바이오시밀러(CKD-11101)는 일본에서 2019년 하반기 시판 가능할 것으로 보인다. 일본 네스프 시장 규모는 약 5,000억원으로 예상된다. 이중항체를 이용한 폐암치료제(CKD-702)는 미국 전임상이 완료(3Q18)되어, 상반기 임상 1상을 위한 동등성 시험 평가 이후 하반기, 환자대상 국내 임상 1상 승인 신청 예정이다. CKD-516(대장암 치료제)은 올해 국내 임상 3상 진입이 예상된다.

투자 의견 Buy, 목표주가 13만원 유지

2018년에도 실적이 개선되는 모습으로 실적에 대한 가능성을 보여주었다. 2019년 매출액 1조 223억 원(YoY +5.0%), 영업이익 892억원(YoY +9.9%)이 예상된다. 현재 PER 16.5X 수준으로 밸류에이션에 대한 매력도가 높다. 19년 실적의 안정적인 퍼포먼스가 예상되고, 전임상에서 임상 1상으로 진입하는 파이프라인의 수가 증가할 것으로 예상되어, 신약개발 모멘텀이 추가 상승으로 이어질 것으로 보인다. 차세대 HDAC6 플랫폼과 이중항체 기술을 이용한 다양한 신약파이프라인을 가지고 있어 향후 기술이전 가능성을 주시할 필요가 있다고 판단된다.

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	4Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,624	7.6	11.7	2,544	3.1
영업이익	223	4.7	6.0	216	3.0
세전계속사업이익	219	9.5	12.8	203	7.9
지배순이익	158	9.5	16.2	146	7.9
영업이익률 (%)	8.5	-0.2 %pt	-0.5 %pt	8.5	0
지배순이익률 (%)	6.0	+0.1 %pt	+0.2 %pt	5.7	+0.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	8,320	8,843	9,529	10,223
영업이익	612	781	812	892
지배순이익	409	536	451	635
PER	26.5	20.3	23.5	16.5
PBR	3.1	2.7	2.4	2.1
EV/EBITDA	13.9	11.3	10.6	9.5
ROE	12.2	14.2	10.8	13.7

자료: 유안타증권

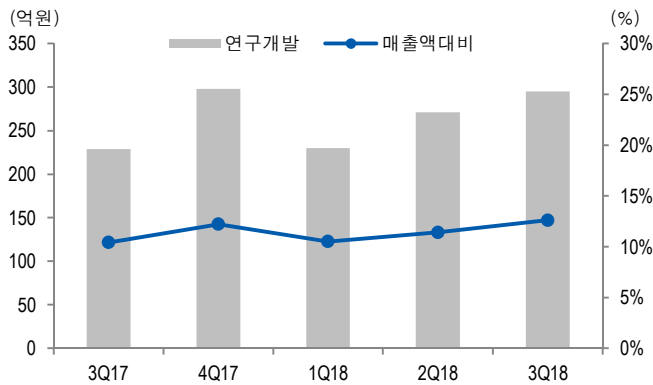
[표 1] 종근당 분기 실적 전망(별도)

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액	2,097	2,110	2,197	2,439	2,184	2,372	2,350	2,624	8,843	9,529	10,223
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	223	781	812	892
YoY	103.0%	54.5%	6.7%	5.6%	14.7%	13.8%	-11.3%	4.7%	27.5%	3.9%	9.9%
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	158	536	451	635
YoY	105.6%	53.6%	11.2%	9.4%	-73.7%	13.3%	-18.1%	9.5%	31.0%	-16.0%	40.9%

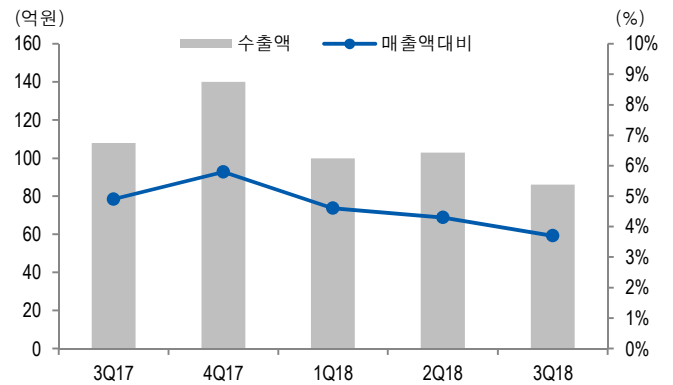
자료: 종근당, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 분기별 R&D 투자비용



자료: 종근당, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 분기별 수출실적



자료: 종근당, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 종근당 신약개발 파이프라인

(단위: 억원)

종근당	개발 분야	제품명	적응증	기전	진행단계	비고
	합성의약품	CKD-516	대장암	VDA	국내 임상 1/2상	이리노테칸 병용 19년 국내 3상 진입 예정
		CKD-506	자가면역질환	HDAC6 저해제	유럽 5개국 임상 2a 상	19년말 or 20년초 결과발표 예상
		CKD-504	헌팅턴	HDAC6 저해제	미국 임상 1상	
		CKD-508	이상지질혈증	2세대 CETP 저해제	전임상	
		CKD-509	혈액암	HDAC6 저해제	전임상	
	바이오횢약품	CKD-510	CMT	HDAC6 저해제	전임상	
		CKD-11101	빈혈	NESP	국내/일본 허가신청	2019년 하반기 출시 예정
		CKD-702	폐암	EGFR/c-Met 이중항체	미국 전임상 완료	2H19 국내 임상 1상 신청예정

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	9,529	10,223	10,938
매출원가	4,971	5,247	5,675	6,031	6,454
매출총이익	3,349	3,596	3,854	4,191	4,485
판매비	2,736	2,815	3,043	3,299	3,544
영업이익	612	781	812	892	941
EBITDA	852	1,001	1,023	1,097	1,145
영업외손익	-45	-36	-88	-10	-23
외환관련손익	4	-8	0	-2	-2
이자손익	-40	-30	-22	-15	0
관계기업관련손익	-3	-10	-13	-17	-17
기타	-5	12	-53	24	-4
법인세비용차감전순이익	568	745	724	882	918
법인세비용	158	209	273	247	257
계속사업순이익	409	536	451	635	661
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	409	536	451	635	661
지배지분순이익	409	536	451	635	661
포괄순이익	453	558	484	665	691
지배지분포괄이익	453	558	484	665	691

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	4,034	4,748	6,073
현금및현금성자산	217	454	333	735	1,795
매출채권 및 기타채권	2,146	2,138	2,273	2,431	2,591
재고자산	983	1,043	1,349	1,503	1,608
비유동자산	3,029	2,990	3,006	2,944	2,882
유형자산	2,447	2,372	2,343	2,312	2,280
관계기업 등 자본관련자산	51	35	50	34	17
기타투자자산	134	178	223	223	223
자산총계	6,417	6,648	7,040	7,692	8,955
유동부채	2,114	2,232	2,269	2,323	3,010
매입채무 및 기타채무	1,071	1,207	1,258	1,312	1,999
단기차입금	540	411	581	581	581
유동성장기부채	306	400	200	200	200
비유동부채	760	400	434	434	434
장기차입금	400	110	140	140	140
사채	0	0	0	0	0
부채총계	2,874	2,632	2,704	2,757	3,444
지배지분	3,543	4,016	4,337	4,934	5,511
자본금	235	235	247	259	259
자본잉여금	2,714	2,714	2,702	2,702	2,702
이익잉여금	589	1,059	1,455	2,010	2,587
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,543	4,016	4,337	4,934	5,511
순차입금	1,028	472	589	188	-873
총차입금	1,246	926	922	922	922

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	578	802	271	698	1,404
당기순이익	409	536	451	635	661
감가상각비	221	202	195	191	192
외환손익	-2	2	0	2	2
종속, 관계기업 관련손익	3	10	13	17	17
자산부채의 증감	-362	-233	-607	-384	296
기타현금흐름	308	285	219	238	236
투자활동 현금흐름	-434	-156	-211	-187	-187
투자자산	-31	-21	-5	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-379	-114	-169	-160	-160
유형자산 감소	0	3	5	0	0
기타현금흐름	-24	-24	-42	-27	-27
재무활동 현금흐름	-56	-409	-194	-107	-123
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	0	-325	0	0	0
자본	0	0	0	12	0
현금배당	-56	-85	-85	-80	-84
기타현금흐름	0	0	-109	-39	-39
연결범위변동 등 기타	1	-1	13	-3	-33
현금의 증감	89	237	-121	402	1,060
기초 현금	129	217	454	333	734
기말 현금	217	454	333	734	1,795
NOPLAT	612	781	812	892	941
FCF	-60	435	-60	303	1,018

자료: 유안타증권

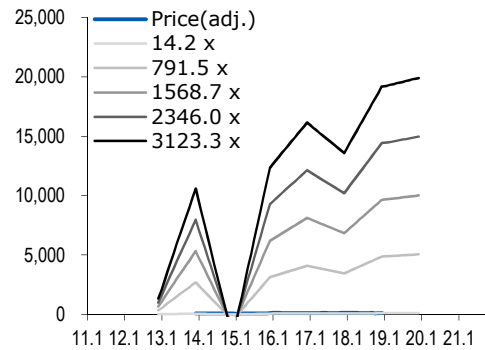
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	3,948	5,172	4,346	6,125	6,374
BPS	34,179	38,744	42,053	47,847	53,440
EBITDAPS	9,053	10,639	10,352	10,582	11,045
SPS	80,228	85,270	91,891	98,575	105,476
DPS	817	817	817	817	817
PER	26.5	20.3	23.5	16.5	15.8
PBR	3.1	2.7	2.4	2.1	1.9
EV/EBITDA	13.9	11.3	10.6	9.5	8.2
PSR	1.3	1.2	1.1	1.0	1.0

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	40.4	6.3	7.8	7.3	7.0
영업이익 증가율 (%)	43.4	27.5	3.9	9.9	5.5
지배순이익 증가율 (%)	흑전	31.0	-16.0	40.9	4.1
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	4.7	6.2	6.0
EBITDA 마진 (%)	10.2	11.3	10.7	10.7	10.5
ROIC	10.1	12.8	11.2	13.4	14.5
ROA	6.7	8.2	6.6	8.6	7.9
ROE	12.2	14.2	10.8	13.7	12.7
부채비율 (%)	81.1	65.6	62.3	55.9	62.5
순차입금/자기자본 (%)	29.0	11.8	13.6	3.8	-15.8
영업이익/금융비용 (배)	14.7	21.7	30.1	32.8	34.6

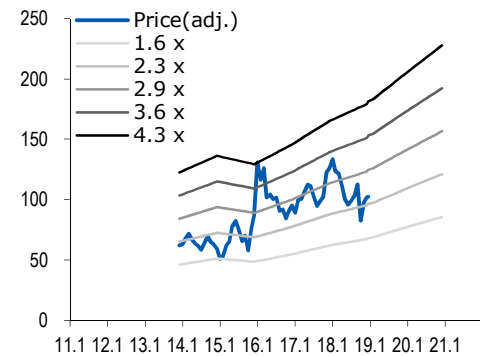
P/E band chart

(천원)

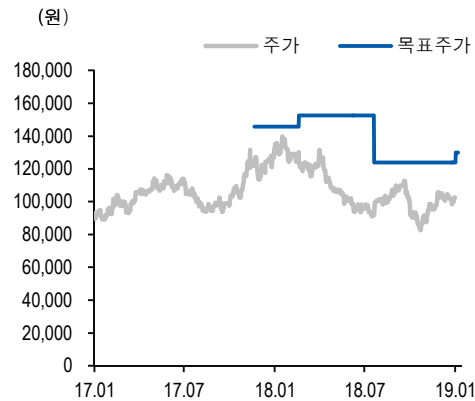


P/B band chart

(천원)



종근당 (185750) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-01-11	BUY	130,000	1년		
2018-07-30	BUY	123,954	1년	-19.85	-9.23
2017-11-29	BUY	145,719	1년	-20.71	-4.06
2017-04-29	담당자 변경 1년 경과 이후		1년	-22.04	-3.67
2016-04-29	BUY	136,612	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)	1.6
Buy(매수)	85.3
Hold(중립)	12.6
Sell(비중축소)	0.5
합계	100.0

주: 기준일 2019-01-08

※ 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.