



하나금융그룹

2019년 2월 1일 | Equity Research

# 종근당 (185750)

## 연구개발 투자한 것만큼 성과를 보여줄 때

### 연구개발비와 광고비 증가로 영업이익 역성장

종근당의 별도기준 4분기 매출액은 2,651억원(YoY, 8.7%), 영업이익은 192억원(YoY, -10.1%, OPM, 7.2%)을 기록, 3분기에 이어 연속으로 영업이익이 역성장하며 컨센서스에 다소 미흡하는 실적을 시현하였다. 세전이익은 187억원(YoY, -6.3%), 당기순이익은 133억원(YoY, -7.9%)을 기록하였다. 경상연구개발비가 233억원으로 전년대비 약 19% 가량 증가하였고, 펜잘과 벤토벨(비타민제)과 같은 OTC 제품들의 광고선전으로 인해 광고선전비가 전년대비 약 10% 증가 130억원이 집행되었다.

### 전 제품은 고르게 성장하나, 비용증가 속도가 더 빠른 상황

2018년 종근당의 매출액 성장률은 8.1%를 기록하였다. 이것은 연간으로 1,000억원 이상의 대형품목임에도 불구하고 올해 약 12% 고성장을 보인 자누비아(1,328억원)와 전년대비 각각 16.1%, 17.7% 성장률을 보인 아토젯과 이모튼에 의한 것이다. 여기에 신규출시된 프리베나(154억원), 프롤리아(49억원), 에소듀오(48억원) 등도 일조한 것으로 보인다. 2018년과 마찬가지로 올해에도 종근당의 탑라인 성장률은 8.5% 수준으로 견조하게 유지될 것으로 보인다. 그러나 매출액의 성장세보다 비용이 더 빠른 속도로 증가하며 영업이익은 전년과 비슷한 수준에 머무를 것으로 보인다. 2018년 연구개발비는 전년대비 16% 증가한 1,148억원이 집행되었는데, 올해에는 약 1,300억 원 규모의 연구개발비가 투입될 것으로 전망된다.

### 연구개발 투자한 것 만큼 성과를 보여줄 때

올해 초 유한양행이 길리어드사와 체결한 NASH(비알콜성 지방간) 치료제의 기술이전은 전임상 단계 이전의 후보물질 도출 단계의 기술이었다. IR 자료에도 언급되지 않았던 물질로 시장에서 전혀 예측하지 못했던 물질의 기술이전이었다. 이런 케이스는 2016년 12월 동아에스티와 애브비사가 MerTK 저해제를 약 6,000억원 규모로 기술이전한 사례도 해당한다. 이들 상위제약사들은 연간 약 1,000억원 이상의 연구개발비를 투입하고 있다. 시장에서는 많이들 인지하고 있지는 못하지만, 이들 상위제약사들의 디스커버리 단계의 후보물질들 수준이 상당함을 기술이전 체결 상황을 보면 간접적으로 알 수 있다. 작년 종근당은 약 85명의 신규인력을 채용하였으며, 이들 중 상당수는 R&D 인력으로 주로 디스커버리 연구인력을 증가시켰다고 언급하였다. 인력을 확충하고 연구개발비를 증가시킨 만큼 이제 R&D 성과를 보여줄 시기이다. 올해부터는 디스커버리 초기 단계에 있는 물질들을 적극적으로 기술이전을 추진할 것으로 예상되는 바, 종근당의 R&D 성과를 기대해 보자.

### Earnings Review

**BUY**
**| TP(12M): 150,000원 | CP(1월 31일): 106,000원**

#### Key Data

		2018	2019
KOSPI 지수 (pt)	2,204.85		
52주 최고/최저(원)	133,424/82,667		
시가총액(십억원)	1,099.3		
시가총액비중(%)	0.09		
발행주식수(천주)	10,370.3		
60일 평균 거래량(천주)	28.7		
60일 평균 거래대금(십억원)	3.0		
18년 배당금(예상, 원)	857		
18년 배당수익률(예상, %)	0.84		
외국인지분율(%)	13.58		
주요주주 지분율(%)			
이정한 외 5 인	35.36		
국민연금	11.82		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	3.9 6.4 (20.6)		
상대	(3.8) 10.7 (7.5)		

#### Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	948.3	1,010.7
영업이익(십억원)	80.0	82.7
순이익(십억원)	45.3	57.4
EPS(원)	4,368	5,539
BPS(원)	42,287	46,976

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	832.0	884.3	955.7	1,037.2	1,115.0
영업이익	십억원	61.2	78.1	78.0	79.4	87.9
세전이익	십억원	56.8	74.5	69.2	79.2	88.1
순이익	십억원	40.9	53.6	42.6	58.6	66.1
EPS	원	4,145	5,429	4,309	5,930	6,687
증감률	%	흑전	31.0	(20.6)	37.6	12.8
PER	배	22.96	23.23	23.67	17.87	15.85
PBR	배	2.65	3.10	2.31	2.15	1.93
EV/EBITDA	배	12.75	13.49	9.94	9.42	8.44
ROE	%	12.24	14.19	10.17	12.72	12.84
BPS	원	35,897	40,685	44,138	49,216	55,051
DPS	원	857	857	857	857	857



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

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

표 1. 종근당 4Q18 실적 리뷰(별도 기준)

(단위: 십억원, %)

	4Q18P	4Q17	YoY	Consen	%Variance
매출액	265.1	243.9	8.7	257.6	2.9
영업이익	19.2	21.3	(10.1)	21.2	(9.4)
세전이익	18.7	20.0	(6.3)	20.7	(9.4)
당기순이익	13.3	14.4	(7.9)	15.3	(13.2)
OPM %	7.2%	8.7%		8.2%	
NPM %	5.0%	5.9%		5.9%	

자료: 하나금융투자

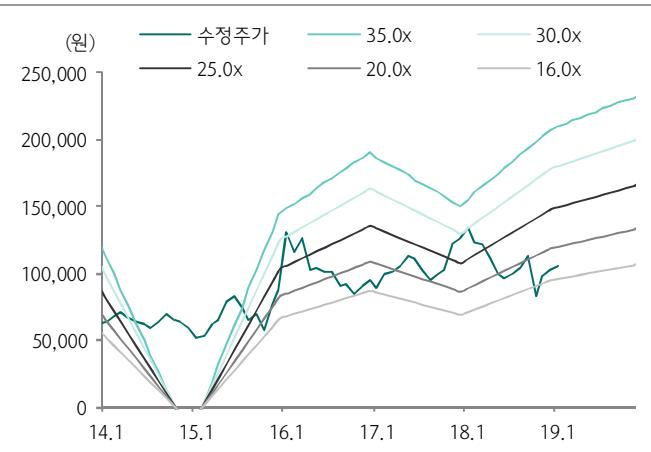
표 2. 종근당 실적전망(별도기준)

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	17	18P	19F
매출액	218.4	237.2	235.0	265.1	239.9	255.6	253.7	288.0	884.3	955.7	1,037.2
YoY	4.2%	12.4%	6.9%	8.7%	9.8%	7.8%	8.0%	8.6%	6.3%	8.1%	8.5%
주요제품	86.6	99.6	97.5	100.0	97.5	108.3	105.2	106.3	339.1	383.6	417.4
YoY	12.3%	21.7%	15.0%	4.8%	12.6%	8.8%	7.9%	6.4%	18.1%	13.1%	8.8%
자누비아	27.8	37.5	33.3	34.2	30.1	38.2	34.3	35.5	118.8	132.8	138.1
YoY	-0.4%	26.2%	14.1%	7.0%	8.0%	2.0%	3.0%	4.0%	11.9%	11.8%	4.0%
글리아티린	10.6	13.4	13.9	14.9	11.6	14.5	14.6	15.4	49.2	52.9	56.1
YoY	17.6%	20.8%	3.2%	-4.1%	10.0%	8.0%	5.0%	3.0%	66.5%	7.5%	6.2%
딜라트렌	10.6	11.2	11.2	11.1	11.0	12.0	11.8	11.6	42.8	44.1	46.4
YoY	3.6%	3.8%	6.0%	-1.3%	4.0%	7.0%	5.0%	5.0%	7.9%	3.0%	5.3%
리피로우	9.2	10.0	9.8	10.0	9.7	10.3	10.8	10.8	41.6	39.1	41.6
YoY	-9.1%	5.7%	-1.2%	-16.8%	5.0%	3.0%	10.0%	8.0%	7.4%	-6.1%	6.5%
아토젯	7.8	7.5	8.9	11.6	8.6	8.4	10.2	12.8	30.9	35.9	40.1
YoY	4.2%	-9.4%	0.1%	88.8%	10.0%	12.0%	15.0%	10.0%	58.3%	16.1%	11.7%
바이토린	4.2	7.8	5.4	5.2	3.8	7.2	5.1	4.7	24.5	22.6	20.7
YoY	-32.2%	27.0%	-2.3%	-22.3%	-10.0%	-8.0%	-5.0%	-10.0%	-23.6%	-7.9%	-8.1%
이모튼	7.4	9.3	8.6	6.6	8.9	10.3	9.5	7.1	27.1	31.9	35.7
YoY	19.9%	48.5%	19.6%	-12.0%	20.0%	10.0%	10.0%	8.0%	26.3%	17.7%	11.9%
프리베나	9.0	2.7	3.7	4.3	9.9	2.9	3.9	4.8	4.3	19.7	21.5
YoY	0.0%	0.0%	0.0%	-1.0%	10.0%	5.0%	6.0%	12.0%	0.0%	359.5%	9.0%
에소듀오	0.0	0.0	2.6	2.2	4.0	4.5	5.0	3.7	0.0	4.8	17.2
YoY	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	90.0%	70.0%	0.0%	0.0%	0.0%
기타	131.8	137.6	137.5	165.2	142.4	147.2	148.5	181.7	545.2	572.1	619.8
YoY	-0.6%	6.5%	1.9%	11.2%	8.0%	7.0%	8.0%	10.0%	0.1%	4.9%	8.3%
매출총이익	85.3	96.5	96.1	102.0	94.8	102.2	102.0	115.2	359.6	379.9	414.2
YoY	1.1%	14.3%	5.6%	2.2%	11.1%	6.0%	6.2%	12.9%	7.4%	5.6%	9.0%
CPM	39.1%	40.7%	40.9%	38.5%	39.5%	40.0%	40.2%	40.0%	40.7%	39.7%	39.9%
판관비	66.1	77.9	75.0	82.9	76.8	81.1	83.3	93.7	281.5	301.9	334.8
YoY	-2.2%	14.4%	11.5%	5.5%	16.2%	4.1%	11.0%	13.0%	2.9%	7.2%	10.9%
경상연구개발비	15.5	18.6	19.1	23.3	20.4	21.5	22.1	25.9	65.0	76.5	89.9
YoY	-2.5%	25.4%	29.6%	19.3%	31.6%	15.3%	15.7%	11.0%	-3.2%	17.7%	17.4%
기타판관비	50.6	59.3	56.0	59.5	56.4	59.6	61.2	67.7	216.5	225.3	244.9
YoY	-2.1%	11.3%	6.4%	0.9%	11.5%	0.6%	9.4%	13.8%	4.9%	4.1%	8.7%
영업이익	19.2	18.6	21.0	19.2	18.0	21.2	18.7	21.5	78.1	78.0	79.4
YoY	14.7%	14.1%	-11.2%	-10.1%	-6.6%	13.8%	-11.0%	12.5%	27.4%	-0.1%	1.8%
OPM	8.8%	7.8%	9.0%	7.2%	7.5%	8.3%	7.4%	7.5%	8.8%	8.2%	7.7%
당기순이익	3.0	12.7	13.6	13.3	11.1	16.4	13.7	17.4	53.6	42.6	58.6
YoY	-73.7%	13.3%	-18.1%	-7.9%	267.8%	29.2%	1.2%	30.8%	31.0%	-20.6%	37.6%
NPM	1.4%	5.4%	5.8%	5.0%	4.6%	6.4%	5.4%	6.0%	6.1%	4.5%	5.6%

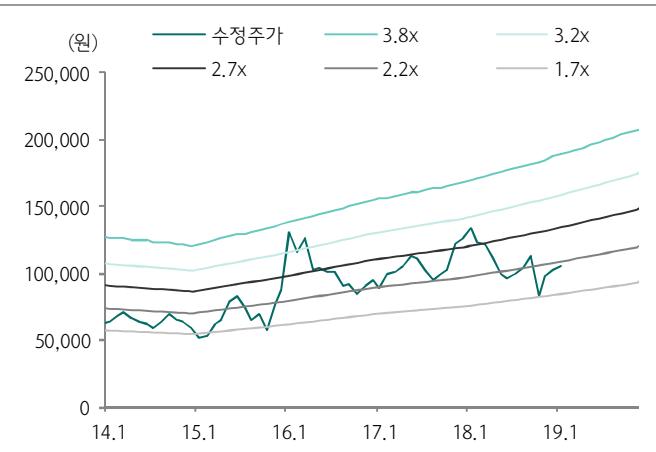
자료: 하나금융투자

그림 1. 종근당 PER 배드



자료: 하나금융투자

그림 2. 종근당 PBR 배드



자료: 하나금융투자

표 3 종근당 파이프라인

과제명	적용증	기전/성분	단계					비고
			비임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	시판	

**합성신약**

CKD-943	통증/요독성소양증	Kappa Opioid Receptor agonist				미국		
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			4Q18 P2 개시
CKD-504	헌팅턴증후군	HDAC6i		미국/한국				
CKD-508	이상지질혈증	2세대 CETPi	미국					
CKD-509	혈액암	HDAC6i	일본					
CKD-510	CMT	HDAC6i	미국					

**바이오신약**

CKD-702	항암제(폐암)	이종항체 항암 신약	미국					3Q18 전임상 종료
---------	---------	------------	----	--	--	--	--	-------------

**바이오시밀러**

CKD-11101	빈혈	NESP				국내/일본	2019년 시판 예정
CKD-701	황반변성	Lucentis				한국	2Q18 국내 3상 진입

**개량신약**

CKD-391	이상지질혈증	Atorvastation +Ezetimibe				국내		
CKD-495	급만성위염치료	천연물의약품			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	천연물의약품			국내			

자료: 종근당, 하나금융투자

## 추정 재무제표

## 손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>매출액</b>	<b>832.0</b>	<b>884.3</b>	<b>955.7</b>	<b>1,037.2</b>	<b>1,115.0</b>
매출원가	497.1	524.7	575.8	623.0	669.0
매출총이익	334.9	359.6	379.9	414.2	446.0
판관비	273.6	281.5	301.9	334.8	358.1
<b>영업이익</b>	<b>61.2</b>	<b>78.1</b>	<b>78.0</b>	<b>79.4</b>	<b>87.9</b>
금융손익	(3.9)	(3.0)	(2.9)	(1.2)	(0.3)
종속/관계기업손익	(0.3)	(1.0)	(1.0)	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.2)	0.4	(4.9)	1.0	0.5
<b>세전이익</b>	<b>56.8</b>	<b>74.5</b>	<b>69.2</b>	<b>79.2</b>	<b>88.1</b>
법인세	15.8	20.9	26.6	20.6	22.0
계속사업이익	40.9	53.6	42.6	58.6	66.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>40.9</b>	<b>53.6</b>	<b>42.6</b>	<b>58.6</b>	<b>66.1</b>
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>지배주주순이익</b>	<b>40.9</b>	<b>53.6</b>	<b>42.6</b>	<b>58.6</b>	<b>66.1</b>
지배주주지분포괄이익	45.3	55.8	42.6	58.6	66.1
NOPAT	44.2	56.2	48.0	58.8	65.9
EBITDA	85.2	100.1	105.4	118.2	127.1
<b>성장률(%)</b>					
매출액증가율	40.4	6.3	8.1	8.5	7.5
NOPAT증가율	흑전	27.1	(14.6)	22.5	12.1
EBITDA증가율	30.3	17.5	5.3	12.1	7.5
영업이익증가율	43.3	27.6	(0.1)	1.8	10.7
(지배주주)순이익증가율	흑전	31.1	(20.5)	37.6	12.8
EPS증가율	흑전	31.0	(20.6)	37.6	12.8
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	40.3	40.7	39.8	39.9	40.0
EBITDA이익률	10.2	11.3	11.0	11.4	11.4
영업이익률	7.4	8.8	8.2	7.7	7.9
계속사업이익률	4.9	6.1	4.5	5.6	5.9

## 투자지표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	4,145	5,429	4,309	5,930	6,687
BPS	35,897	40,685	44,138	49,216	55,051
CFPS	11,213	12,721	10,367	11,967	12,863
EBITDAPS	8,622	10,132	10,671	11,967	12,863
SPS	84,216	89,509	96,739	104,985	112,861
DPS	857	857	857	857	857
<b>주가지표(배)</b>					
PER	23.0	23.2	23.7	17.9	15.9
PBR	2.7	3.1	2.3	2.2	1.9
PCFR	8.5	9.9	9.8	8.9	8.2
EV/EBITDA	12.8	13.5	9.9	9.4	8.4
PSR	1.1	1.4	1.1	1.0	0.9
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	12.2	14.2	10.2	12.7	12.8
ROA	6.7	8.2	6.3	8.3	8.8
ROIC	9.7	12.1	10.2	11.8	12.7
부채비율	81.1	65.6	57.6	50.4	41.2
순부채비율	29.0	11.8	9.3	2.9	(4.9)
이자보상배율(배)	14.7	21.7	29.4	41.6	88.0

자료: 하나금융투자

## 대차대조표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>유동자산</b>	<b>338.8</b>	<b>365.8</b>	<b>373.1</b>	<b>409.5</b>	<b>443.1</b>
금융자산	21.7	45.4	26.9	33.7	39.1
현금성자산	21.7	45.4	26.9	33.7	39.1
매출채권 등	214.6	213.8	231.0	250.7	269.5
재고자산	98.3	104.3	112.8	122.4	131.6
기타유동자산	4.2	2.3	2.4	2.7	2.9
<b>비유동자산</b>	<b>302.9</b>	<b>299.0</b>	<b>313.3</b>	<b>321.5</b>	<b>324.2</b>
투자자산	18.5	21.4	23.1	25.1	26.9
금융자산	13.4	17.8	20.9	22.5	22.5
유형자산	244.7	237.2	251.3	258.9	260.9
무형자산	14.9	14.3	12.8	11.4	10.1
기타비유동자산	24.8	26.1	26.1	26.1	26.3
<b>자산총계</b>	<b>641.7</b>	<b>664.8</b>	<b>686.5</b>	<b>730.9</b>	<b>767.2</b>
<b>유동부채</b>	<b>211.4</b>	<b>223.2</b>	<b>213.5</b>	<b>210.2</b>	<b>187.3</b>
금융부채	84.6	81.1	61.1	46.1	12.1
매입채무 등	107.1	120.7	130.5	141.6	152.2
기타유동부채	19.7	21.4	21.9	22.5	23.0
<b>비유동부채</b>	<b>76.0</b>	<b>40.0</b>	<b>37.3</b>	<b>34.9</b>	<b>36.4</b>
금융부채	40.0	11.5	6.5	1.5	0.5
기타비유동부채	36.0	28.5	30.8	33.4	35.9
<b>부채총계</b>	<b>287.4</b>	<b>263.2</b>	<b>250.8</b>	<b>245.1</b>	<b>223.8</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>354.3</b>	<b>401.6</b>	<b>435.7</b>	<b>485.8</b>	<b>543.5</b>
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	140.0	190.1	247.8
<b>비지배주주지분</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>	<b>0.0</b>
<b>자본총계</b>	<b>354.3</b>	<b>401.6</b>	<b>435.7</b>	<b>485.8</b>	<b>543.5</b>
순금융부채	102.9	47.2	40.7	13.9	(26.5)

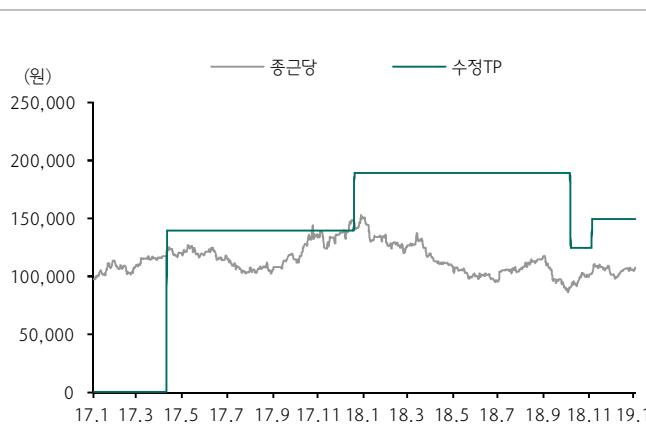
## 현금흐름표

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>57.8</b>	<b>80.2</b>	<b>60.5</b>	<b>81.1</b>	<b>90.2</b>
당기순이익	40.9	53.6	42.6	58.6	66.1
조정	53.1	49.9	31.2	37.7	38.6
감가상각비	23.9	22.0	27.4	38.8	39.2
외환거래손익	(0.2)	0.2	(0.5)	(1.1)	(0.5)
지분법손익	0.3	1.0	1.0	0.0	0.0
기타	29.1	26.7	3.3	0.0	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	(36.2)	(23.3)	(13.3)	(15.2)	(14.5)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(43.4)</b>	<b>(15.6)</b>	<b>(43.4)</b>	<b>(45.9)</b>	<b>(41.4)</b>
투자자산감소(증가)	(2.6)	(1.9)	(2.7)	(2.0)	(1.9)
유형자산감소(증가)	(37.9)	(11.1)	(40.0)	(45.0)	(40.0)
기타	(2.9)	(2.6)	(0.7)	1.1	0.5
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(5.6)</b>	<b>(40.9)</b>	<b>(33.5)</b>	<b>(28.4)</b>	<b>(43.4)</b>
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)	(8.4)	(8.4)
<b>현금의 증감</b>	<b>8.9</b>	<b>23.7</b>	<b>(18.4)</b>	<b>6.8</b>	<b>5.4</b>
Unlevered CFO	110.8	125.7	102.4	118.2	127.1
Free Cash Flow	19.9	68.8	20.5	36.1	50.2



## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

### 종근당



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
18.12.3	BUY	150,000		
18.11.4	BUY	125,000	-24.56%	-21.05%
18.1.16	BUY	190,000	-42.74%	-26.42%
17.5.8	BUY	140,000	-21.58%	-3.07%
16.11.21	Analyst Change			-

## 투자등급 관련사항 및 투자의견 비율조회

- 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	94.1%	5.0%	0.9%	100.0%

\* 기준일: 2019년 01월 31일

## Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 02월 01일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2019년 02월 01일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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.