

종근당 (185750)

제약/바이오

서미화



Ph. D

02 3770 5595

mihwa.seo@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	130,000원 (M)
현재주가 (1/30)	108,000원
상승여력	20%

시가총액	11,200억원
총발행주식수	10,370,290주
60일 평균 거래대금	30억원
60일 평균 거래량	29,052주
52주 고	137,978원
52주 저	82,667원
외인지분율	13.58%
주요주주	이장한 외 5 인 35.36%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	5.9	26.3	(21.7)
상대	(2.0)	15.3	(8.9)
절대(달러환산)	5.8	28.9	(24.7)

4Q18 Review: 정직한 실적 성적표

매출액 2,651억원(YoY +8.7%), 영업이익 192억원(YoY -10.1%)

3분기 별도기준 매출액 2,651억원(YoY +8.7%), 영업이익 192억원(YoY -10.1%)을 기록하였다. 매출액은 당사 추정치(2,624억원), 컨센서스(2,576억원)에 부합하였으나, 영업이익은 당사추정치(223억원), 컨센서스(212억원) 대비 소폭 하회하였다. 3분기 주석연휴 효과와 4분기 프리베나(폐렴구균 백신)와 같은 계절성을 가진 제품 매출이 증가했기 때문이다. 하지만 매출원가 증가와 경상연구개발비(YoY +19.4%)증가로 예상치 대비 소폭 낮은 영업이익을 시현하였다. 임상시험비 41억, 기술도입비 등 7억이 전년동기대비 증가한 부분이다.

19년도 실적은 양호한 수준 예상

2019년도 꾸준한 매출 증가에 대한 의심의 여지는 없다. 추가적인 도입의약품(MSD로부터 도입한 SGLT-2 저해제 스테글라트로로 당뇨병치료제 다양화)을 포함한 기존 제품의 성장(프롤리아의 저변화 대, 네시움 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 2상 개시되어 진행 중이다. 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 전임상 진행 중으로, 올해 말 또는 내년 초 임상 1상 개시가 기대된다. 전임상 단계에 있는 이상지질혈증 치료제(CKD-506, 2세대 CETP 저해제), 혈액암치료제(CKD-509, HDAC6 저해제), CMT치료제(CKD-510, HDAC6 저해제)의 임상 1상 진입도 기대된다.

2019년 매출액 1조 230억원 (YoY +7.6%), 영업이익 893억원 (YoY +14.4%)이 예상된다. 현주가 PER 17.3X 수준으로 밸류에이션에 대한 매력이 높다. 19년 실적의 안정적인 퍼포먼스가 예상되고, 전임상에서 임상 1상으로 진입하는 파이프라인의 수가 증가할 것으로 예상되어, 신약개발 모멘텀이 주가상승으로 이어질 것으로 보인다. 차세대 HDAC6 플랫폼과 이중항체 기술을 이용한 다양한 신약파이프라인을 가지고 있어 향후 기술이전 가능성을 주시할 필요가 있다고 판단된다.

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	4Q18P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,651	8.7	12.8	2,576	2.9
영업이익	192	-10.0	-8.9	212	-9.4
세전계속사업이익	187	-6.5	-3.7	207	-9.5
지배순이익	133	-7.8	-2.2	153	-13.1
영업이익률 (%)	7.2	-1.5 %pt	-1.8 %pt	8.2	-1.0 %pt
지배순이익률 (%)	5.0	-0.9 %pt	-0.8 %pt	5.9	-0.9 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018P	2019F
매출액	8,320	8,843	9,557	10,230
영업이익	612	781	780	893
지배순이익	409	536	426	634
PER	26.5	20.3	24.8	17.3
PBR	3.1	2.7	2.4	2.2
EV/EBITDA	13.9	11.3	11.9	10.4
ROE	12.2	14.2	10.2	13.8

자료: 유안타증권

[표 1] 종근당 실적 현황(별도)

(단위: 억원, %)

	4Q18	QoQ	3Q18	YoY	4Q17
매출액	2,651	12.8%	2,350	8.7%	2,439
영업이익	192	-8.9%	210	-10.0%	213
세전이익	187	-3.5%	194	-6.3%	200
당기순이익	133	-2.3%	136	-7.9%	144

자료: 종근당, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 종근당 분기 실적 전망(별도)

(단위: 억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	2017	2018P	2019F
매출액	2,097	2,110	2,197	2,439	2,184	2,372	2,350	2,651	8,843	9,557	10,230
YoY	3.8%	2.6%	7.3%	11.0%	4.2%	12.4%	7.0%	7.0%	6.3%	7.5%	7.6%
자누비아(자누메트 포함)	280	297	292	319	278	375	330	342	1,188	1,325	1,391
글리아티린	90	111	135	156	106	134	139	149	491	529	581
딜라트렌(SR 캡슐 포함)	102	108	106	112	106	112	98	111	428	426	443
리피로우	102	95	99	120	92	100	86	100	416	379	387
이모튼	62	63	72	75	74	93	89	66	271	322	354
바이토린	61	62	55	67	42	78	54	52	245	226	244
아토젯	75	83	89	62	78	75	89	116	309	359	395
타크로밸(타크로밸주 포함)	66	71	69	84	57	74	84	86	290	300	330
텔미누보	65	60	61	67	58	68	77	76	253	279	289
사이풀(사이풀주 포함)	55	61	61	73	49	64	71	70	250	253	258
영업이익	168	163	237	213	192	186	210	192	781	780	893
YoY	103.0%	54.5%	6.7%	5.6%	14.7%	13.8%	-11.3%	-10.0%	27.5%	-0.1%	14.4%
영업이익률	8.0%	7.7%	10.8%	8.7%	8.8%	7.8%	9.0%	7.2%	8.8%	8.2%	8.7%
당기순이익	114	112	166	144	30	127	136	133	536	426	635
YoY	105.6%	53.6%	11.2%	9.4%	-73.7%	13.3%	-18.1%	-7.9%	31.0%	-20.6%	49.2%

자료: 종근당, 유안타증권 리서치센터

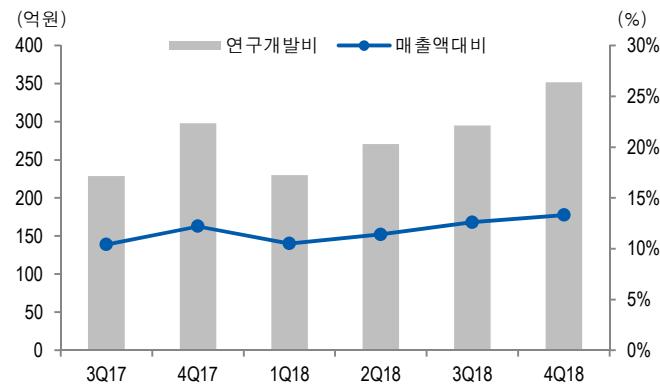
[표 3] 신제품 매출 증가

(단위: 억원)

구 분	적용증	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18
프리베나	폐렴구균백신	90	27	37	43
예소듀오	역류성식도염치료제	-	-	26	22
아리셉트	초기 치매치료제	-	5	19	18
프롤리아	골다공증치료제	9	15	16	20
기타품목		29	36	29	50
합 계		128	84	128	152

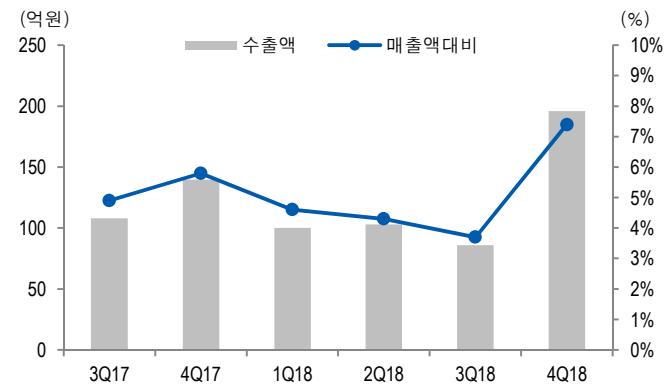
자료: 종근당, 유안타증권 리서치센터

[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	기전	진행단계	비고
종근당	합성의약품	CKD-516	대장암	VDA	국내 임상 1/2상	이리노테칸 병용 19년 국내 3상 진입 예정
		CKD-506	자가면역질환	HDAC6 저해제	유럽 5개국 임상 2a상	19년말 or 20년초 결과발표 예상
		CKD-504	현팅턴	HDAC6 저해제	미국 임상 1상	
		CKD-508	이상지질혈증	2세대 CETP 저해제	전임상	
		CKD-509	혈액암	HDAC6 저해제	전임상	
		CKD-510	CMT	HDAC6 저해제	전임상	
	바이오의약품	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	9,557	10,230	10,946
매출원가	4,971	5,247	5,758	6,036	6,458
매출총이익	3,349	3,596	3,799	4,194	4,488
판관비	2,736	2,815	3,019	3,302	3,547
영업이익	612	781	780	893	941
EBITDA	852	1,001	991	1,098	1,146
영업외손익	-45	-36	-92	-11	-24
외환관련손익	4	-8	0	-2	-2
이자손익	-40	-30	-22	-16	0
관계기업관련손익	-3	-10	-9	0	0
기타	-5	12	-61	7	-22
법인세비용차감전순손익	568	745	692	881	917
법인세비용	158	209	266	247	257
계속사업순손익	409	536	426	634	660
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	409	536	426	634	660
지배지분순이익	409	536	426	634	660
포괄순이익	453	558	460	665	691
지배지분포괄이익	453	558	460	665	691

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	3,388	3,658	4,048	4,703	6,013
현금및현금성자산	217	454	310	680	1,724
매출채권 및 기타채권	2,146	2,138	2,295	2,437	2,597
재고자산	983	1,043	1,363	1,507	1,612
비유동자산	3,029	2,990	3,010	2,965	2,920
유형자산	2,447	2,372	2,343	2,312	2,280
관계기업등 지분관련자산	51	35	54	54	54
기타투자자산	134	178	223	223	223
자산총계	6,417	6,648	7,058	7,668	8,933
유동부채	2,114	2,232	2,312	2,325	3,014
매입채무 및 기타채무	1,071	1,207	1,300	1,314	2,003
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	2,746	2,760	3,448
지배지분	3,543	4,016	4,312	4,908	5,485
자본금	235	235	247	259	259
자본잉여금	2,714	2,714	2,702	2,702	2,702
이익잉여금	589	1,059	1,430	1,985	2,561
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,543	4,016	4,312	4,908	5,485
순차입금	1,028	472	612	242	-802
총차입금	1,246	926	922	922	922

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	578	802	248	667	1,387
당기순이익	409	536	426	634	660
감가상각비	221	202	195	191	192
외환손익	-2	2	0	2	2
종속,관계기업관련손익	3	10	9	0	0
자산부채의 증감	-362	-233	-601	-398	297
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	-144	370	1,044
기초 현금	129	217	454	310	680
기말 현금	217	454	310	680	1,724
NOPLAT	612	781	780	893	941
FCF	-60	435	-79	290	1,020

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

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

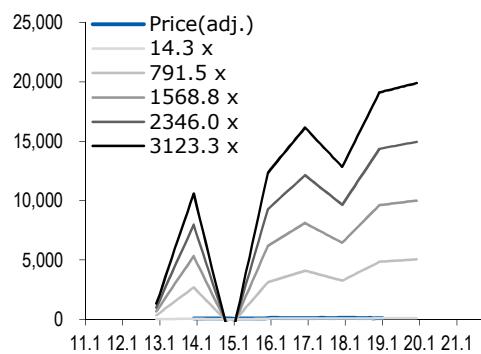
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	3,948	5,172	4,106	6,118	6,368
BPS	34,179	38,744	41,811	47,598	53,185
EBITDAPS	9,053	10,639	10,033	10,588	11,051
SPS	80,228	85,270	92,158	98,646	105,552
DPS	817	817	817	817	817
PER	26.5	20.3	24.8	17.3	16.6
PBR	3.1	2.7	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	13.9	11.3	11.9	10.4	9.1
PSR	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0

재무비율					
	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	40.4	6.3	8.1	7.0	7.0
영업이익 증가율 (%)	43.4	27.5	-0.1	14.4	5.5
지배순이익 증가율 (%)	측정	31.0	-20.6	49.0	4.1
매출총이익률 (%)	40.3	40.7	39.7	41.0	41.0
영업이익률 (%)	7.4	8.8	8.2	8.7	8.6
지배순이익률 (%)	4.9	6.1	4.5	6.2	6.0
EBITDA 마진 (%)	10.2	11.3	10.4	10.7	10.5
ROIC	10.1	12.8	10.7	13.4	14.5
ROA	6.7	8.2	6.2	8.6	8.0
ROE	12.2	14.2	10.2	13.8	12.7
부채비율 (%)	81.1	65.6	63.7	56.2	62.9
순차입금/자기자본 (%)	29.0	11.8	14.2	4.9	-14.6
영업이익/금융비용 (배)	14.7	21.7	28.9	32.9	34.7

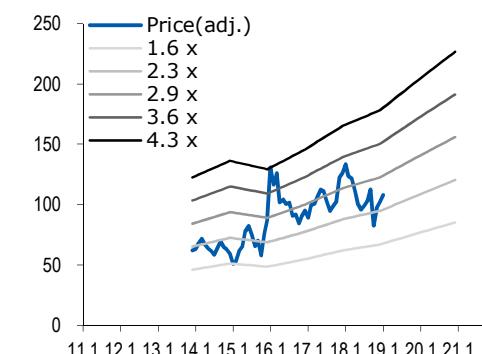
P/E band chart

(천원)



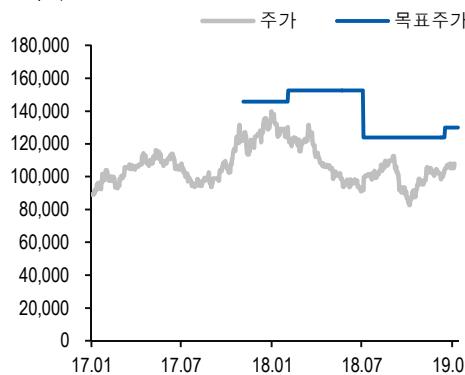
P/B band chart

(천원)



종근당 (185750) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율		
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비	
2019-02-01	BUY	130,000	1년			
2018-07-30	BUY	123,954	1년	-19.16	-9.23	
2017-11-29	BUY	145,719	1년	-20.71	-4.06	
2017-04-29	1년 경과 이후		1년	-22.04	-3.67	
2016-04-29		136,612	1년	-26.70	-3.67	

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = $(\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.5
Buy(매수)	85.6
Hold(중립)	13.9
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-01-29

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 입력이나 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 기준 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 투자 의사결정은 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.