



하나금융그룹

2019년 4월 29일 | Equity Research

종근당 (185750)

R&D 가치가 미반영된 저평가 우량주

컨센서스에 부합한 1분기 실적

종근당의 별도기준 1분기 매출액은 2,339억원(YoY, 7.1%), 영업이익은 167억원(YoY, -13.0%, OPM, 7.1%)을 기록, 작년 3분기 이후 2분기 연속으로 영업이익이 역성장하였으나, 이는 연구개발비 증가로 인한 것으로 시장의 컨센서스에는 부합한 실적이라 할 수 있다. 세전이익은 152억원(YoY, 21.2%), 당기순이익은 107억원(YoY, 254%)을 기록하였다. 경상연구개발비가 190억원으로 전년대비 약 22.7% 가량 증가하였으나, 연구개발비를 제외한 판관비는 전년대비 2.8% 증가에 그쳤다. 이는 연구개발비 증가로 인한 영업이익 감소를 최소화하기 위한 종근당의 노력으로 볼 수 있다.

안정적인 탑라인 성장을

종근당의 분기별 탑라인 성장률은 거의 일정하게 high single digit 성장률을 보이고 있다. 이것은 탄탄한 영업력을 바탕으로 거의 전 품목이 고른 성장률을 유지하고 있기 때문이다. 분기별 매출 100억원 이상의 대형품목이라 볼 수 있는 자누비아(334억원, YoY, 20.1%), 글리아티린(134억원, YoY, 26.8%), 아토젯(124억원, YoY, 58.1%), 딜라트렌(SR 포함, 115억원, YoY, 9.3%) 등이 두 자릿수의 고성장률을 꾸준하게 유지하고 있다. 여기에 CJ헬스케어가 개발한 국산 신약 30호, 위식도역류질환치료제인 케이캡에 대해 올해 1월 공동판매 계약을 체결하면서 신규로 도입하였는데, 케이캡이 블록버스터급 신약으로서 성장할 조짐을 보이면서 출시 1분기만에 종근당은 43억 원의 매출을 기록하였다.

현재 주가에는 종근당의 R&D 가치가 미반영

종근당의 2019년 기준 PER은 약 18배 수준으로 상위제약사들의 평균 PER인 52배 대비 크게 저평가 되고 있다. 현재 대부분의 상위제약사들은 영업가치 이외에 개발하고 있는 파이프라인 가치가 주가에 반영되고 있지만, 종근당의 경우 전혀 반영되어 있지 않다. 유럽에서 임상 2상 중인 자가면역질환 치료제인 CKD-506과 미국과 한국에서 임상 1상 중인 혼팅던증후군 치료제인 CKD-504의 파이프라인 가치가 약 6,400억원으로 만약 이를 주가에 반영한다면 종근당의 적정주는 18만원으로 산출된다. 하지만 종근당의 R&D 가치 배제시 적정 주가가 12만원인 점을 감안하면 시장에서는 종근당의 R&D 가치를 전혀 반영하지 않고 있다. 올해 종근당의 연구개발비는 약 1,300억원 규모로 이는 매출액 대비 약 13% 수준이다. 단기간 기대할 수 있는 R&D 모멘텀이 부족하다고 판단할 수 있으나, 투자한 만큼 향후 성과를 기대한다면, 중장기적 관점에서 지금이 저점 매수 시기라 볼 수 있다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 180,000원 | CP(4월 26일): 99,000원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	2,179.31		
52주 최고/최저(원)	114,419/82,667	1,016.6	1,079.8
시가총액(십억원)	1,026.7	78.2	82.2
시가총액비중(%)	0.09	53.1	55.8
발행주식수(천주)	10,370.3		
60일 평균 거래량(천주)	27.7		
60일 평균 거래대금(십억원)	2.9		
19년 배당금(예상,원)	857		
19년 배당수익률(예상,%)	0.87		
외국인지분율(%)	13.33		
주요주주 지분율(%)			
이장한 외 5인	36.00		
국민연금	12.25		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(3.4) 14.3 (12.0)		
상대	(4.8) 6.4 (0.0)		

Stock Price	
(천원)	종근당(좌) 상대지수(우)

Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	884.3	955.7	1,032.1	1,111.6	1,197.9
영업이익	십억원	78.1	78.0	76.8	89.0	101.8
세전이익	십억원	74.5	69.2	76.2	88.4	102.0
순이익	십억원	53.6	42.6	56.4	66.3	76.5
EPS	원	5,172	4,105	5,435	6,395	7,377
증감률	%	31.0	(20.6)	32.4	17.7	15.4
PER	배	24.39	24.85	18.22	15.48	13.42
PBR	배	3.25	2.43	2.12	1.90	1.69
EV/EBITDA	배	13.49	10.62	9.29	7.99	6.87
ROE	%	14.19	10.25	12.46	13.13	13.48
BPS	원	38,759	42,049	46,631	52,174	58,698
DPS	원	817	857	857	857	857



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

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

하나금융투자

표 1. 종근당 1Q19 실적 리뷰(별도 기준)

(단위: 십억원, %)

	1Q19P	1Q18	YoY	Consen	%Variance
매출액	233.9	218.5	7.1	236.1	(0.9)
영업이익	16.7	19.2	(13.0)	17.6	(4.9)
세전이익	15.2	12.6	21.2	17.0	(10.5)
당기순이익	10.7	3.0	254.0	11.6	(8.5)
OPM %	7.1%	8.8%		7.4%	
NPM %	4.6%	1.4%		4.9%	

자료: 하나금융투자

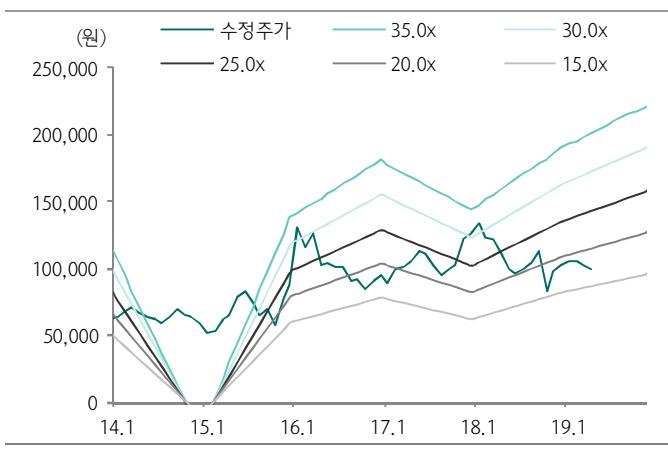
표 2. 종근당 실적전망(별도기준)

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F	18	19F	20F
매출액	218.4	237.2	235.0	265.1	233.9	253.6	255.1	289.5	955.7	1,032.1	1,111.6
YoY	4.2%	12.4%	6.9%	8.7%	7.1%	6.9%	8.6%	9.2%	8.1%	8.0%	7.7%
주요제품	86.6	99.6	97.5	100.0	97.1	106.3	106.6	107.9	383.6	418.0	439.6
YoY	12.3%	21.7%	15.0%	4.8%	12.2%	6.8%	9.4%	7.9%	13.1%	8.9%	5.2%
자누비아	27.8	37.5	33.3	34.2	33.4	38.2	36.0	37.1	132.8	144.7	151.9
YoY	-0.4%	26.2%	14.1%	7.0%	20.1%	2.0%	8.0%	8.5%	11.8%	9.0%	5.0%
글리아티린	10.6	13.4	13.9	14.9	13.4	14.5	14.6	15.4	52.9	57.9	60.7
YoY	17.6%	20.8%	3.2%	-4.1%	26.8%	8.0%	5.0%	3.0%	7.5%	9.6%	4.8%
딜라트렌	10.6	11.2	11.2	11.1	11.5	12.0	11.8	11.6	44.1	46.9	49.6
YoY	3.6%	3.8%	6.0%	-1.3%	9.3%	7.0%	5.0%	5.0%	3.0%	6.5%	5.7%
리피로우	9.2	10.0	9.8	10.0	9.1	10.3	10.8	10.8	39.1	41.0	43.5
YoY	-9.1%	5.7%	-1.2%	-16.8%	-1.5%	3.0%	10.0%	8.0%	-6.1%	5.0%	6.0%
아토젯	7.8	7.5	8.9	11.6	12.4	8.4	10.2	12.8	35.9	43.8	47.9
YoY	4.2%	-9.4%	0.1%	88.8%	58.1%	12.0%	15.0%	10.0%	16.2%	22.1%	9.4%
바이토린	4.2	7.8	5.4	5.2	5.5	7.2	5.1	4.7	22.6	22.5	19.7
YoY	-32.2%	27.0%	-2.3%	-22.3%	31.0%	-8.0%	-5.0%	-10.0%	-7.9%	-0.6%	-12.3%
이모튼	7.4	9.3	8.6	6.6	7.5	10.3	9.5	7.1	31.9	34.3	37.1
YoY	19.9%	48.5%	19.6%	-12.0%	0.8%	10.0%	10.0%	8.0%	17.7%	7.4%	8.2%
프리베나	9.0	2.7	3.7	4.3	2.4	2.9	3.9	4.8	19.7	14.0	15.1
YoY	0.0%	0.0%	0.0%	-1.0%	-72.9%	5.0%	6.0%	12.0%	359.5%	-28.9%	7.9%
에소듀오	0.0	0.0	2.6	2.2	1.9	2.5	4.7	3.7	4.8	12.8	14.1
YoY	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	80.0%	70.0%	0.0%	168.3%	9.8%
기타	131.8	137.6	137.5	165.2	136.8	147.2	148.5	181.7	572.1	614.1	672.0
YoY	-0.6%	6.5%	1.9%	11.2%	3.7%	7.0%	8.0%	10.0%	4.9%	7.4%	9.4%
매출총이익	85.3	96.5	96.1	102.0	87.7	101.4	102.6	112.9	379.9	404.6	441.8
YoY	1.1%	14.3%	5.6%	2.2%	2.8%	5.1%	6.8%	10.7%	5.6%	6.5%	9.2%
CPM	39.1%	40.7%	40.9%	38.5%	37.5%	40.0%	40.2%	39.0%	39.7%	39.2%	39.7%
판관비	66.1	77.9	75.0	82.9	71.0	82.7	82.7	91.5	301.9	327.8	352.8
YoY	-2.2%	14.4%	11.5%	5.5%	7.4%	6.1%	10.2%	10.4%	7.2%	8.6%	7.6%
경상연구개발비	15.5	18.6	19.1	23.3	19.0	21.3	22.2	26.1	76.5	88.6	97.5
YoY	-2.5%	25.4%	29.6%	19.3%	22.7%	14.4%	16.3%	11.6%	17.7%	15.7%	10.1%
기타판관비	50.6	59.3	56.0	59.5	52.0	61.4	60.5	65.4	225.3	239.3	255.3
YoY	-2.1%	11.3%	6.4%	0.9%	2.8%	3.5%	8.1%	10.0%	4.1%	6.2%	6.7%
영업이익	19.2	18.6	21.0	19.2	16.7	18.8	19.9	21.4	78.0	76.8	89.0
YoY	14.7%	14.1%	-11.2%	-10.0%	-13.0%	0.9%	-5.4%	11.9%	-0.1%	-1.5%	15.9%
OPM	8.8%	7.8%	9.0%	7.2%	7.1%	7.4%	7.8%	7.4%	8.2%	7.4%	8.0%
당기순이익	3.0	12.7	13.6	13.3	10.7	13.9	14.4	17.4	42.6	56.4	66.3
YoY	-73.7%	13.3%	-18.1%	-7.9%	254.0%	9.1%	6.0%	31.4%	-20.6%	32.4%	17.7%
NPM	1.4%	5.4%	5.8%	5.0%	4.6%	5.5%	5.6%	6.0%	4.5%	5.5%	6.0%

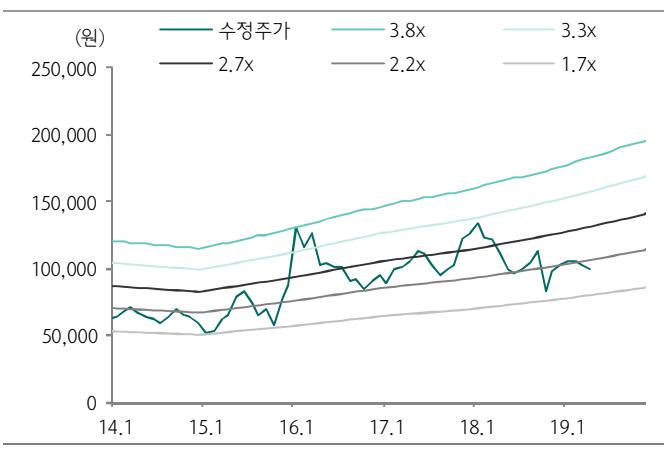
자료: 하나금융투자

그림 1. 종근당 PER 밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. 종근당 PBR 밴드



자료: 하나금융투자

표 3 종근당 파이프라인

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

합성신약

CKD-943	요독성소양증	Kappa Opioid Receptor agonist			미국		
CKD-516	대장암	VDA (Vascular Disrupting Agent)			국내		이리노테칸 병용
			국내				PD-1(면역항암제) 병용
CKD-581	다발성골수종	Pan-HDACi		국내			
CKD-506	류마티스관절염	HDAC6i			EU		
CKD-504	현팅턴증후군	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				
---------	---------	------------	----	--	--	--	--

바이오시밀러

CKD-11101	빈혈	Long-Acting EPO				국내/일본	2Q19 국내시판 예정
CKD-701	황반변성	Anti-VEGF				한국	

천연물 신약

CKD-491	치주염	미공개	국내				
CKD-495	급만성 위염치료제				국내		
CKD-497	기관지염				국내		

개량신약

CKD-391	이상지질혈증	Atorvastation +Ezetimibe			국내		
CKD-351	녹내장	Latanoprost +Dorzolamide			국내		
CKD-355	알츠하이머 치매	미공개	국내				
CKD-391	고지열				국내		
CKD-333	고열압/고지열	Ator+Cande+Amlo			국내		
CKD-386	고열압/고지열	미공개	국내				
CKD-385	고열압, 심부전, 협심증		국내				
CKD-396	당뇨				국내		
CKD-398	당뇨				국내		
CKD-841	전립선암	Leuprolide+Liquista	국내				Liquid Crystal 기술
CKD-843	탈모/전립선비대증	미공개	국내				

자료: 종근당, 하나금융투자

종근당 목표주가 18만원 유지

**목표주가 18만원으로 유지
투자의견 BUY 유지**

종근당에 대해 목표주가 180,000원으로 유지, 투자의견 BUY로 유지한다. 목표주가 180,000원은 SOTP 방식으로 기존 종근당의 영업가치, 그리고 종근당이 임상을 진행하고 있는 자가면역질환 치료제 CKD-506과 혼팅턴증후군 치료제인 CKD-504의 rNPV 등을 고려하여 산정하였다.

표 4. 목표주가 산출

(단위: 십억원)

		비고
영업가치	1,238.2	
2019년 예상 EBITDA	111.1	
EV/EBITDA	11.1	19년 예상 KOSPI 의약품 평균 EV/EBITDA
파이프라인 가치	639.9	
CKD-506	282.5	
CKD-504	357.3	
자사주	6.1	3개월 평균 종가
순부채	5.8	
적정자본가치	1,878.3	
주식 수(1,000주)	10,370	
적정주가(원)	181,125	

주: 평균 EV/EBITDA는 셀트리온, 삼성바이오로직스, 한올바이오파마, 한미약품, 대웅제약, 유한양행 제외
자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)				
		2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	884.3	955.7	1,032.1	1,111.6	1,197.9	
매출원가	524.7	575.8	627.5	669.8	721.2	
매출총이익	359.6	379.9	404.6	441.8	476.7	
판관비	281.5	301.9	327.8	352.8	375.0	
영업이익	78.1	78.0	76.8	89.0	101.8	
금융순익	(3.0)	(2.9)	(1.6)	(1.1)	(0.3)	
종속/관계기업순익	(1.0)	(1.4)	0.0	0.0	0.0	
기타영업외순익	0.4	(4.4)	1.0	0.5	0.5	
세전이익	74.5	69.2	76.2	88.4	102.0	
법인세	20.9	26.6	19.8	22.1	25.5	
계속사업이익	53.6	42.6	56.4	66.3	76.5	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	53.6	42.6	56.4	66.3	76.5	
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
지배주주순이익	53.6	42.6	56.4	66.3	76.5	
지배주주지분포괄이익	55.8	41.0	56.4	66.3	76.5	
NOPAT	56.2	48.0	56.8	66.7	76.4	
EBITDA	100.1	99.2	111.1	124.6	137.5	
성장률(%)						
매출액증가율	6.3	8.1	8.0	7.7	7.8	
NOPAT증가율	27.1	(14.6)	18.3	17.4	14.5	
EBITDA증가율	17.5	(0.9)	12.0	12.2	10.4	
영업이익증가율	27.6	(0.1)	(1.5)	15.9	14.4	
(지배주주)순이익증가율	31.1	(20.5)	32.4	17.6	15.4	
EPS증가율	31.0	(20.6)	32.4	17.7	15.4	
수익성(%)						
매출총이익률	40.7	39.8	39.2	39.7	39.8	
EBITDA이익률	11.3	10.4	10.8	11.2	11.5	
영업이익률	8.8	8.2	7.4	8.0	8.5	
계속사업이익률	6.1	4.5	5.5	6.0	6.4	

대차대조표		(단위: 십억원)				
		2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산		365.8	390.0	445.0	499.7	566.6
금융자산		45.4	45.9	73.4	99.4	135.2
현금성자산		45.4	45.9	73.4	99.4	135.2
매출채권 등		213.8	212.6	229.6	247.3	266.5
재고자산		104.3	127.6	137.8	148.4	159.9
기타유동자산		2.3	3.9	4.2	4.6	5.0
비유동자산		299.0	308.2	300.5	305.8	306.1
투자자산		21.4	29.9	11.6	12.5	13.4
금융자산		17.8	5.7	6.1	6.6	7.1
유형자산		237.2	236.0	248.2	253.9	254.5
무형자산		14.3	15.4	13.9	12.5	11.3
기타비유동자산		26.1	26.9	26.8	26.9	26.9
자산총계		664.8	698.1	745.6	805.4	872.7
유동부채		223.2	205.1	205.6	211.5	218.3
금융부채		81.1	58.1	48.1	43.1	38.1
매입채무 등		120.7	123.2	133.1	143.3	154.4
기타유동부채		21.4	23.8	24.4	25.1	25.8
비유동부채		40.0	64.3	63.7	60.2	53.0
금융부채		11.5	34.1	31.1	25.1	15.1
기타비유동부채		28.5	30.2	32.6	35.1	37.9
부채총계		263.2	269.4	269.3	271.7	271.3
지배주주지분		401.6	428.7	476.2	533.7	601.4
자본금		23.5	24.7	24.7	24.7	24.7
자본잉여금		271.4	270.2	270.2	270.2	270.2
자본조정		(0.4)	(7.3)	(7.3)	(7.3)	(7.3)
기타포괄이익누계액		1.2	(1.4)	(1.4)	(1.4)	(1.4)
이익잉여금		105.9	142.6	190.1	247.6	315.2
비지배주주지분		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계		401.6	428.7	476.2	533.7	601.4
순금융부채		47.2	46.4	5.8	(31.2)	(82.0)

투자지표		(단위: 원)				
		2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)						
EPS		5,172	4,105	5,435	6,395	7,377
BPS		38,759	42,049	46,631	52,174	58,698
CFPS		12,119	11,203	10,717	12,018	13,256
EBITDAPS		9,653	9,567	10,717	12,018	13,256
SPS		85,270	92,158	99,525	107,189	115,515
DPS		817	857	857	857	857
주가지표(배)						
PER		24.4	24.8	18.2	15.5	13.4
PBR		3.3	2.4	2.1	1.9	1.7
PCFR		10.4	9.1	9.2	8.2	7.5
EV/EBITDA		13.5	10.6	9.3	8.0	6.9
PSR		1.5	1.1	1.0	0.9	0.9
재무비율(%)						
ROE		14.2	10.3	12.5	13.1	13.5
ROA		8.2	6.2	7.8	8.6	9.1
ROIC		12.2	10.4	11.7	13.1	14.4
부채비율		65.6	62.8	56.5	50.9	45.1
순부채비율		11.8	10.8	1.2	(5.8)	(13.6)
이자보상배율(배)		21.7	29.0	30.8	41.5	57.6

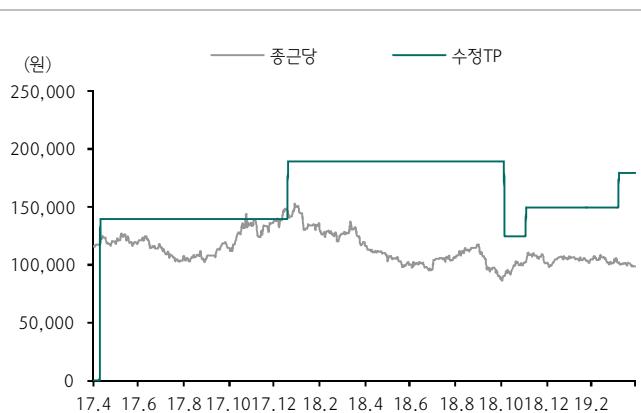
현금흐름표		(단위: 원)				
		2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름		80.2	45.2	75.0	86.2	95.1
당기순이익		53.6	42.6	56.4	66.3	76.5
조정		49.9	43.8	33.2	35.1	35.1
감가상각비		22.0	21.2	34.3	35.6	35.6
외환거래손익		0.2	(0.2)	(1.1)	(0.5)	(0.5)
지분법손익		1.0	1.4	0.0	0.0	0.0
기타		26.7	21.4	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동		(23.3)	(41.2)	(14.6)	(15.2)	(16.5)
투자활동 현금흐름		(15.6)	(29.4)	(25.6)	(40.4)	(35.5)
투자자산감소(증가)		(1.9)	(7.1)	18.3	(0.9)	(1.0)
유형자산감소(증가)		(11.1)	(17.3)	(45.0)	(40.0)	(35.0)
기타		(2.6)	(5.0)	1.1	0.5	0.5
재무활동 현금흐름		(40.9)	(15.4)	(21.8)	(19.8)	(23.8)
금융부채증가(감소)		(32.0)	(0.4)	(13.0)	(11.0)	(15.0)
자본증가(감소)		0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동		(0.4)	(6.5)	0.0	0.0	0.0
배당지급		(8.5)	(8.5)	(8.8)	(8.8)	(8.8)
현금의 증감		23.7	0.5	27.6	26.0	35.8
Unlevered CFO		125.7	116.2	111.1	124.6	137.5
Free Cash Flow		68.8	27.5	30.0	46.2	60.1

자료: 하나금융투자



투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

종근당



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
19.4.7	BUY	180,000		
18.12.3	BUY	150,000	-30.36%	-27.33%
18.11.4	BUY	125,000	-24.97%	-21.05%
18.1.16	BUY	190,000	-42.62%	-26.42%
17.5.8	BUY	140,000	-21.78%	-3.07%
16.11.21				-

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 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	91.5%	7.9%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 4월 26일

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 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 04월 29일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2019년 04월 29일 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.