

종근당 (185750)

제약/바이오

서미화



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

투자 의견	BUY (M)
목표주가	130,000원 (M)
현재주가 (4/26)	99,000원
상승여력	31%

시가총액	10,267억원
총발행주식수	10,370,290주
60일 평균 거래대금	29억원
60일 평균 거래량	27,700주
52주 고	114,419원
52주 저	82,667원
외인지분율	13.33%
주요주주	이장한 외 5 인 36.00%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(3.4)	(6.6)	(12.0)
상대	(4.8)	(6.7)	(0.0)
절대(달러환산)	(5.7)	(9.8)	(18.0)

1Q19 Review: 연구개발비 증가

매출액 2,339억원(YoY +7.1%), 영업이익 167억원(YoY -13.0%)

1분기 별도기준 매출액 2,339억원(YoY +7.1%), 영업이익 167억원(YoY -13.0%)을 기록하였다. 매출액은 기존제품(자누비아, 글리아티린 등) 29억원 및 신제품(케이캡, 아리셉트 등) 126억원의 증가로 YoY 7.1% 성장하였다. 신규품목이 도입되고, 매출 성장으로 이어지는 현상은 꾸준히 유지되는 것으로 판단된다. 영업이익은 당사추정치 및 컨센서스 대비 소폭 하회하였는데, 신제품 마케팅 강화에 따른 판관비(YoY +2.8%) 및 경장연구개발비(YoY +22.7%) 증가에 따른 것이다. 2019년은 다양한 신약개발 파이프라인에 대한 비용증가로 2018년 1,150억원 대비 1,300억원으로 증가할 것으로 예상된다.

R&D 성과는 하반기를 기대

CKD-506(류마티스관절염 치료제)은 유럽 5개국에서 임상 2상, CKD-504(헌팅턴치료제)는 한국/미국 임상 1상 중이다. 빈혈 치료제 네스프의 바이오시밀러(CKD-11101)는 국내 6월, 일본 2020년 상반기 판매 개시 가능할 것으로 보인다. 이중항체(EGFR/c-Met)를 이용한 폐암치료제(CKD-702) 미국 전임상과 대장암치료제(CKD-516)의 면역항암제 병용 전임상(국내)은 올해 말 종료가 예상된다. 임상 1상 진입은 내년 상반기 가능할 것으로 보인다.

연구개발비 증가로 이익성장은 제한적

2019년 매출액 1조 230억원 (YoY +7.0%), 영업이익 718억원 (YoY -8.0%), 2분기 매출액 2,568억원(YoY +8.3%), 영업이익 180억원(-3.3%)으로 추정하였다. 추정치에 반영한 것처럼 19년 판관비(YoY +5.9%) 증가로 이익성장은 제한적일 것으로 보인다. 안정적인 매출 성장에 대한 의심은 없으나, 이제는 R&D에서의 성과를 보여줘야 할 때다. CKD-516의 면역항암제 병용 요법과 CKD-702 이중항체 전임상이 종료되는 하반기를 기대한다. 차세대 HDAC6 플랫폼과 이중항체 기술을 이용한 다양한 신약파이프라인을 가지고 있어 향후 기술이전 가능성을 주시할 필요가 있다고 판단된다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q19P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	2,339	7.1	-11.8	2,361	-0.9
영업이익	167	-13.0	-12.8	176	-4.9
세전계속사업이익	152	21.1	-18.8	170	-10.5
지배순이익	106	253.8	-19.8	116	-8.5
영업이익률 (%)	7.1	-1.7 %pt	-0.1 %pt	7.4	-0.3 %pt
지배순이익률 (%)	4.6	+3.2 %pt	-0.4 %pt	4.9	-0.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	8,843	9,557	10,230	10,955
영업이익	781	780	718	817
지배순이익	536	426	505	590
PER	20.3	26.4	20.3	17.4
PBR	2.7	2.6	2.2	2.1
EV/EBITDA	11.3	11.7	11.5	10.3
ROE	14.2	10.3	11.4	12.5

자료: 유안타증권

[표 1] 종근당 실적 현황(별도)

(단위: 억원, %)

	1Q19	QoQ	4Q18	YoY	1Q18
매출액	2,339	-11.8%	2,651	7.1%	2,184
영업이익	167	-12.8%	192	-13.0%	192
세전이익	152	-18.8%	187	21.1%	126
당기순이익	107	-19.7%	133	254.0%	30

자료: 종근당, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 종근당 분기 실적 전망(별도)

(단위: 억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	2,184	2,372	2,350	2,651	2,339	2,568	2,506	2,817	9,557	10,230	10,955
YoY	4.2%	12.4%	7.0%	8.7%	7.1%	8.3%	6.7%	6.2%	8.1%	7.0%	7.1%
자누비아(자누메트 포함)	278	375	330	342	334	394	347	359	1,325	1,433	1,505
글리아티린	106	134	139	149	134	147	153	164	529	599	659
딜라트렌(SR 캡슐 포함)	106	112	98	111	115	117	102	115	426	449	467
리피로우	92	100	86	100	91	102	88	102	379	383	391
이모튼	74	93	89	66	75	103	98	72	322	348	382
바이토린	42	78	54	52	55	80	55	54	226	244	266
아토젯	78	75	89	116	124	83	98	128	359	432	475
타크로벨(타크로벨주 포함)	57	74	84	86	75	81	92	94	300	343	377
텔미누보	58	68	77	76	73	69	78	77	279	298	310
사이폴(사이폴주 포함)	49	64	71	70	57	65	72	71	253	266	271
영업이익	192	186	210	192	167	180	188	183	780	718	817
YoY	14.7%	13.8%	-11.3%	-10.0%	-13.0%	-3.3%	-10.7%	-4.4%	-0.1%	-8.0%	13.8%
영업이익률	8.8%	7.8%	9.0%	7.2%	7.1%	7.0%	7.5%	6.5%	8.2%	7.0%	7.5%
당기순이익	30	127	136	133	107	130	136	132	426	504	590
YoY	-73.7%	13.3%	-18.1%	-7.9%	254.0%	2.0%	0.3%	-0.4%	-20.6%	18.5%	17.0%

자료: 종근당, 유안타증권 리서치센터

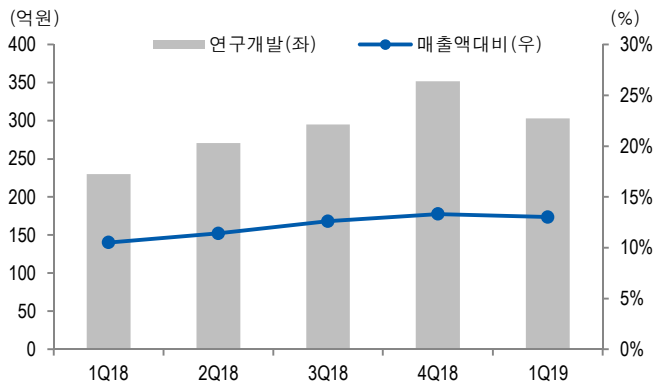
[표 3] 신제품 매출 증가

(단위: 억원)

구 분	적응증	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19
케이캡	위식도역류질환				43
아리셉트	초기 치매치료제	5	19	18	23
에소듀오	역류성식도염치료제		26	22	19
디쿠아벨	각결막 상피 장애			2	5
기타품목		84	128	110	35
합 계		89	173	152	126

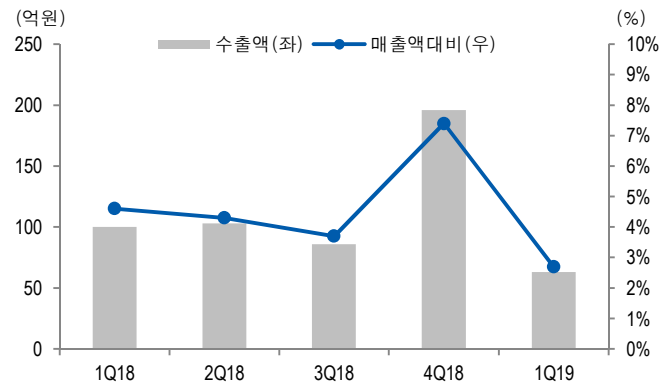
자료: 종근당, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 분기별 R&D 투자비용



자료: 종근당, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 분기별 수출실적



자료: 종근당, 유안타증권 리서치센터

[표 4] 종근당 신약개발 파이프라인

구 분	과제명	적응증	기 전	비임상	Phase 1	Phase 2	Phase 3	Approval	비 고
합성신약	CKD-943	요독성소양증	Kappa Opioid Receptor agonist				US		
	CKD-516	대장암	VDA(Vascular Disrupting Agent)			KR			이리노테칸 병용
	CKD-581	다발골수종	Pan-HDACi	KR					PD-1(면역항암제) 병용
	CKD-506	류마티스관절염	HDAC6i		KR				
	CKD-504	헌팅턴증후군	HDAC6i		KR/US				
	CKD-508	이상지질혈증	2세대 CETPi	US					
	CKD-509	혈액암	HDAC6i	JP					
	CKD-510	CMT	HDAC6i	US					
바이오 신약	CKD-702	항암제(폐암)	이중항체 항암 신약	US					EGFR/c-Met 이중항체
바이오시밀러	CKD-11101	빈혈	Long-Acting EPO					KR/JP	2Q19 국내시판 예정
	CKD-701	황반변성	Anti-VEGF				KR		
"천연물"	CKD-491	치주염	미공개	KR					
	CKD-495	급만성 위염치료제				KR			
	CKD-497	기관지염				KR			
개량신약	CKD-391	이상지질혈증					KR		
	CKD-351	녹내장					KR		
	CKD-355	알츠하이머 치매			KR				
	CKD-333	고혈압/고지혈					KR		
	CKD-386	고혈압/고지혈			KR				
	CKD-385	고혈압, 심부전, 협심증			KR				
	CKD-396	당뇨					KR		
	CKD-398	당뇨					KR		
	CKD-841	전립선암			KR				Liquid Crystal 기술
	CKD-843	탈모/전립선비대증		KR					

i: inhibitor(저해제)

자료: 종근당, 유안타증권 리서치센터

종근당 (185750) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	8,843	9,557	10,230	10,955	11,763
매출원가	5,247	5,758	6,315	6,752	7,293
매출총이익	3,596	3,799	3,916	4,203	4,470
판매비	2,815	3,019	3,198	3,386	3,588
영업이익	781	780	718	817	882
EBITDA	1,001	992	921	1,015	1,080
영업외손익	-36	-88	-13	6	43
외환관련손익	-8	2	-1	-1	-1
이자손익	-30	-21	-16	-13	3
관계기업관련손익	-10	-14	0	0	0
기타	12	-54	5	20	41
법인세비용차감전순이익	745	692	705	823	925
법인세비용	209	266	200	232	261
계속사업순이익	536	426	505	590	664
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	536	426	505	590	664
지배지분순이익	536	426	505	590	664
포괄손익	558	410	337	423	496
지배지분포괄이익	558	410	337	423	496

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

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	3,658	3,900	4,446	4,887	6,144
현금및현금성자산	454	459	578	749	1,720
매출채권 및 기타채권	2,138	2,126	2,324	2,483	2,654
재고자산	1,043	1,276	1,456	1,567	1,683
비유동자산	2,990	3,082	2,847	2,809	2,771
유형자산	2,372	2,360	2,332	2,309	2,283
관계기업 등 자본관련자산	35	51	51	51	51
기타투자자산	178	248	57	57	57
자산총계	6,648	6,981	7,293	7,696	8,915
유동부채	2,232	2,051	2,093	2,161	2,805
매입채무 및 기타채무	1,207	1,232	1,345	1,414	2,057
단기차입금	411	581	581	581	581
유동성장기부채	400	0	0	0	0
비유동부채	400	643	643	643	643
장기차입금	110	340	340	340	340
사채	0	0	0	0	0
부채총계	2,632	2,694	2,736	2,804	3,448
지배지분	4,016	4,287	4,557	4,892	5,467
자본금	235	247	259	259	259
자본잉여금	2,714	2,702	2,702	2,702	2,702
이익잉여금	1,059	1,426	1,842	2,344	2,919
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	4,016	4,287	4,557	4,892	5,467
순차입금	472	464	344	173	-798
총차입금	926	922	922	922	922

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	802	452	520	715	1,347
당기순이익	536	426	505	590	664
감가상각비	202	195	188	184	186
외환손익	2	-2	1	1	1
종속, 관계기업 관련손익	10	14	0	0	0
자산부채의 증감	-233	-412	-410	-294	264
기타현금흐름	285	230	236	234	232
투자활동 현금흐름	-156	-294	-194	-195	-195
투자자산	-21	-65	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-114	-178	-160	-160	-160
유형자산 감소	3	5	0	0	0
기타현금흐름	-24	-56	-34	-35	-35
재무활동 현금흐름	-409	-154	-58	-65	-65
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	-325	0	0	0	0
자본	0	0	12	0	0
현금배당	-85	-85	-88	-88	-88
기타현금흐름	0	-70	18	24	24
연결범위변동 등 기타	-1	0	-148	-284	-117
현금의 증감	237	5	120	171	971
기초 현금	217	454	459	578	749
기말 현금	454	459	578	749	1,720
NOPLAT	781	780	718	817	882
FCF	435	103	147	330	935

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

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

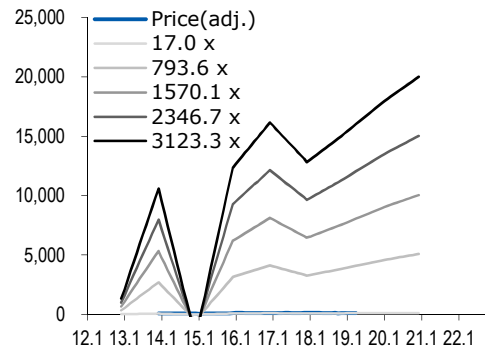
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	5,172	4,105	4,865	5,692	6,400
BPS	38,744	41,586	44,191	47,435	53,014
EBITDAPS	10,639	10,043	8,884	9,785	10,418
SPS	85,270	92,158	98,651	105,640	113,433
DPS	817	857	857	857	857
PER	20.3	26.4	20.3	17.4	15.5
PBR	2.7	2.6	2.2	2.1	1.9
EV/EBITDA	11.3	11.7	11.5	10.3	8.8
PSR	1.2	1.2	1.0	0.9	0.9

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	6.3	8.1	7.0	7.1	7.4
영업이익 증가율 (%)	27.5	-0.1	-8.0	13.8	8.0
지배지분이익 증가율 (%)	31.0	-20.6	18.5	17.0	12.4
매출총이익률 (%)	40.7	39.7	38.3	38.4	38.0
영업이익률 (%)	8.8	8.2	7.0	7.5	7.5
자본이익률 (%)	6.1	4.5	4.9	5.4	5.6
EBITDA 마진 (%)	11.3	10.4	9.0	9.3	9.2
ROIC	12.8	10.9	11.0	11.9	13.2
ROA	8.2	6.2	7.1	7.9	8.0
ROE	14.2	10.3	11.4	12.5	12.8
부채비율 (%)	65.6	62.8	60.0	57.3	63.1
순차입금/자기자본 (%)	11.8	10.8	7.5	3.5	-14.6
영업이익/금융비용 (배)	21.7	29.0	26.6	30.2	32.6

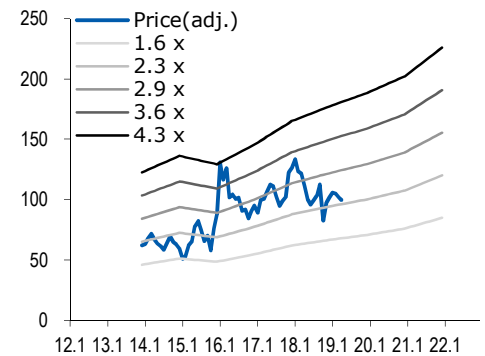
P/E band chart

(천원)



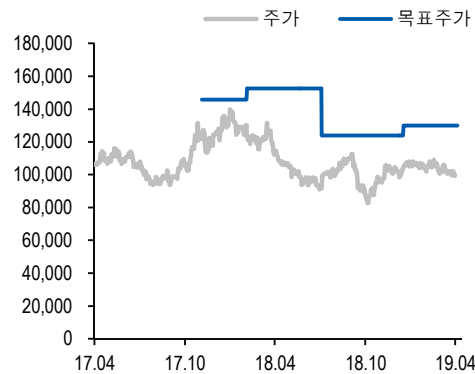
P/B band chart

(천원)



종근당 (185750) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-04-29	BUY	130,000	1년		
2018-07-30	BUY	123,954	1년	-18.23	-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)	0.5
Buy(매수)	86.1
Hold(중립)	13.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-04-24

※ 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.