

종근당 (185750)

종근당 항상 편안한 실적

컨센서스에 부합한 3분기 실적

종근당의 별도기준 3분기 매출액은 2,805억원(YoY, 19.4%), 영업이익은 203억원(YoY, -3.7%, OPM, 7.2%)을 기록, 컨센서스에 부합한 실적을 시현하였다. 세전이익은 197억원(YoY, 1.2%), 당기순이익은 147억원(YoY, 8.4%)을 기록하였다. 탐라인이 무려 19.4% 증가할 정도로 기존제품과 신제품 모두 판매가 증가했음에도 불구하고, 경상연구개발비가 전년대비 약 16.2% 증가하고 인건비도 전년대비 24% 증가하면서 영업이익의 성장은 제한적으로 나타났다. 다만 네스프 바이오시밀러인 네스벨이 일본에서 시판허가를 획득, 이와 관련한 마일스톤이 수렴되면서 이익개선에 일조하였다.

종근당의 향후 신성장 품목은?

기존제품 중 대형품목인 자누비아(362억원, YoY, 9.5%), 글리아티린(160억원, YoY 15%), 아토젯(143억원, YoY, 60%)이 고성장세를 이어갔으며, 2017년 3분기부터 판매되기 시작한 골다공증 치료제 프롤리아가 1차 치료제로 확대되면서 전년대비 412% 성장, 올해 3분기 누적으로 194억원의 매출을 기록하였다. 여기에 올해 1월 CJ헬스케어와 공동판매 계약을 체결하면서 신규로 도입한 국산 신약 30호, 위식도역류질환치료제인 케이캡이 3분기에만 127억원의 매출을 기록 3분기 누적 225억원의 매출을 기록하였다. 출시 첫해인 올해 연간으로 약 350억원 매출 달성이 가능할 것으로 예상되는 바 대형 블록버스터급 신약으로 성장할 수 있을 것으로 기대된다. 9월 일본 후생성으로부터 시판허가를 획득한 네스벨의 초도물량이 약 7억원 발생하였다. 2020년 1~2월 일본시장 출시가 가능할 것으로 기대된다. 종근당의 수출비중이 5% 수준에 불과한 점을 감안 이제 종근당의 새로운 성장 동력은 네스벨 수출물량 증가에서 찾아볼 수 있을 것으로 기대된다.

증가한 R&D 비용만큼 곧 R&D 성과도 도출될 것

3분기 누적 종근당의 경상연구개발비는 652억원으로 전년대비 22.6% 증가했다. 연구개발비 증가로 인해 탐라인이 고성장 중임에도 종근당의 영업이익의 정체 내지는 역성장은 불가피한 상황이다. 지속적인 R&D 투자에도 불구하고 종근당의 파이프라인은 아직까지 가시적인 성과를 보여주지 못하면서 종근당의 주가는 올해 내내 외면받아 왔다. 네스벨의 일본 시판허가를 시작으로 2020년 종근당의 R&D 성과들이 도출될 수 있을 것으로 기대된다. 최근 제약바이오 섹터의センチメント가 살아나면서 10월 종근당 주가상승률은 14.7%로 매우 양호하였다. 그래도 여전히 종근당의 12MF PER은 16.9배 수준으로 종근당의 R&D 성과를 고려했을 때 지금은 저점 매수의 적기라 볼 수 있다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 180,000원 | CP(11월 1일): 94,200원

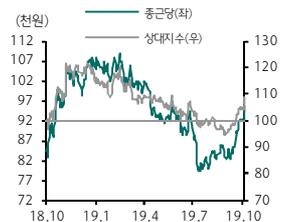
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,100.20
52주 최고/최저(원)	109,000/79,600
시가총액(십억원)	976.9
시가총액비중(%)	0.08
발행주식수(천주)	10,370.3
60일 평균 거래량(천주)	17.7
60일 평균 거래대금(십억원)	1.5
19년 배당금(예상, 원)	857
19년 배당수익률(예상, %)	0.91
외국인지분율(%)	12.39
주요주주 지분율(%)	
종근당홀딩스 외 5인	36.58
국민연금공단	11.53
주가상승률	1M 6M 12M
절대	11.1 (7.6) 13.7
상대	9.6 (3.1) 9.6

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	1,045.4	1,116.5
영업이익(십억원)	74.9	80.3
순이익(십억원)	50.7	53.2
EPS(원)	4,894	5,127
BPS(원)	45,585	49,836

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	884.3	955.7	1,070.1	1,153.3	1,244.9
영업이익	십억원	78.1	78.0	76.8	77.3	95.9
세전이익	십억원	74.5	69.2	78.2	79.1	98.3
순이익	십억원	53.6	42.6	57.9	59.3	73.7
EPS	원	5,172	4,105	5,581	5,721	7,111
증감률	%	31.0	(20.6)	36.0	2.5	24.3
PER	배	24.39	24.85	16.88	16.47	13.25
PBR	배	3.25	2.43	2.01	1.82	1.63
EV/EBITDA	배	13.49	10.62	9.07	8.67	7.09
ROE	%	14.19	10.25	12.77	11.79	13.15
BPS	원	38,759	42,049	46,778	51,646	57,904
DPS	원	817	857	857	857	857



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

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

표 1. 종근당 3Q19 실적 리뷰(별도 기준)

(단위: 십억원, %)

	3Q19P	3Q18	YoY	Consen	%Variance
매출액	280.5	235.0	19.4	268.7	4.4
영업이익	20.3	21.0	(3.7)	19.3	5.0
세전이익	19.7	19.4	1.2	18.7	5.2
당기순이익	14.7	13.6	8.4	13.4	9.5
OPM %	7.2%	9.0%		7.2%	
NPM %	5.2%	5.8%		5.0%	

자료: 하나금융투자

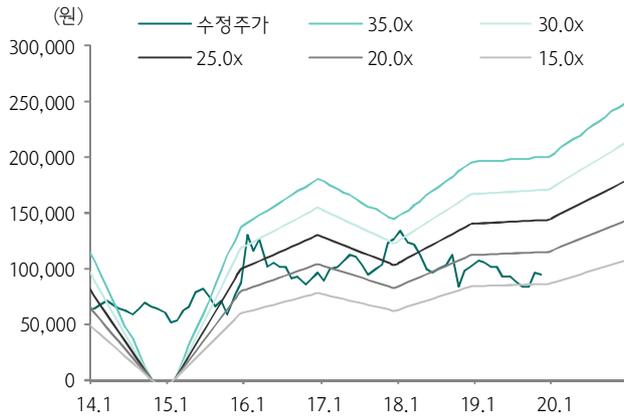
표 2. 종근당 실적전망(별도기준)

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19F	18	19F	20F
매출액	218.4	237.2	235.0	265.1	233.9	266.4	280.5	289.3	955.7	1,070.1	1,153.3
YoY	4.2%	12.4%	6.9%	8.7%	7.1%	12.3%	19.4%	9.1%	8.1%	12.0%	7.8%
주요제품	86.6	99.5	94.6	97.8	95.2	102.3	107.8	105.3	378.5	410.6	432.1
YoY	12.3%	21.6%	11.5%	2.6%	9.9%	2.8%	14.0%	7.6%	11.6%	8.5%	5.2%
자누비아	27.8	37.5	33.0	34.2	33.4	34.8	36.2	36.4	132.5	140.8	147.9
YoY	-0.4%	26.2%	13.1%	7.0%	20.1%	-7.1%	9.5%	6.5%	11.6%	6.2%	5.0%
글리아티린	10.6	13.4	13.9	14.9	13.4	15.1	16.0	16.0	52.8	60.5	63.4
YoY	17.6%	20.6%	3.2%	-4.1%	26.8%	12.5%	15.0%	7.0%	7.5%	14.5%	4.8%
달라트렌	10.6	11.2	11.2	11.1	11.5	11.6	11.9	11.6	44.0	46.7	49.3
YoY	3.6%	3.7%	6.0%	-1.3%	9.3%	3.5%	6.2%	5.0%	2.9%	6.0%	5.7%
리피로우	9.2	10.0	9.8	10.0	9.1	9.7	9.3	10.8	39.1	38.9	41.2
YoY	-9.1%	5.5%	-1.2%	-16.8%	-1.5%	-3.5%	-5.1%	8.0%	-6.1%	-0.5%	6.0%
아트젯	7.8	7.5	8.9	11.6	12.4	13.0	14.3	14.0	35.9	53.6	58.7
YoY	4.2%	-9.4%	0.1%	88.8%	58.1%	73.5%	60.0%	20.0%	16.2%	49.4%	9.5%
바이토린	4.2	7.8	5.4	5.2	5.5	5.1	5.0	4.7	22.6	20.3	17.7
YoY	-32.2%	27.0%	-2.3%	-22.3%	31.0%	-34.4%	-7.3%	-10.0%	-7.9%	-10.3%	-12.5%
이모튼	7.4	9.3	8.6	6.6	7.5	8.7	9.3	7.1	31.9	32.5	35.2
YoY	19.9%	48.5%	19.6%	-12.0%	0.8%	-6.7%	7.6%	8.0%	17.7%	1.9%	8.1%
프리베나	9.0	2.7	3.7	4.3	2.4	4.3	5.9	4.8	19.7	17.4	18.8
YoY	0.0%	0.0%	0.0%	-1.0%	-72.9%	56.4%	58.5%	12.0%	359.5%	-11.8%	7.8%
기타	131.8	137.7	140.4	167.3	138.7	164.1	172.7	184.0	577.2	659.5	721.2
YoY	-0.6%	6.6%	4.1%	12.6%	5.2%	19.2%	19.0%	10.0%	5.9%	14.3%	9.4%
매출총이익	85.3	96.5	96.1	102.0	87.7	101.5	102.3	110.8	379.9	402.4	443.5
YoY	1.1%	14.3%	5.6%	2.2%	2.8%	5.2%	6.5%	8.6%	5.6%	5.9%	10.2%
GPM	39.1%	40.7%	40.9%	38.5%	37.5%	38.1%	36.5%	38.3%	39.7%	37.6%	38.5%
판매비	66.1	77.9	75.0	82.9	71.0	82.5	82.0	90.0	301.9	325.6	366.2
YoY	-2.2%	14.4%	11.5%	5.5%	7.4%	6.0%	9.4%	8.6%	7.2%	7.8%	12.5%
경상연구개발비	15.5	18.6	19.1	23.3	19.0	24.1	22.2	27.5	76.5	92.7	101.2
YoY	-2.5%	25.4%	29.6%	19.3%	22.7%	29.2%	16.2%	17.7%	17.7%	21.1%	9.1%
기타판매비	50.6	59.3	56.0	59.5	52.0	58.5	59.9	62.5	225.3	232.8	265.0
YoY	-2.1%	11.3%	6.4%	0.9%	2.8%	-1.3%	7.0%	5.0%	4.1%	3.3%	13.8%
영업이익	19.2	18.6	21.0	19.2	16.7	19.0	20.3	20.8	78.0	76.8	77.3
YoY	14.7%	14.1%	-11.2%	-10.0%	-13.0%	2.2%	-3.7%	8.7%	-0.1%	-1.5%	0.7%
OPM	8.8%	7.8%	9.0%	7.2%	7.1%	7.1%	7.2%	7.2%	8.2%	7.2%	6.7%
당기순이익	3.0	12.7	13.6	13.3	10.7	12.7	14.7	19.8	42.6	57.9	59.3
YoY	-73.7%	13.3%	-18.1%	-7.9%	254.0%	-0.4%	8.4%	49.6%	-20.6%	36.0%	2.5%
NPM	1.4%	5.4%	5.8%	5.0%	4.6%	4.8%	5.2%	6.9%	4.5%	5.4%	5.1%

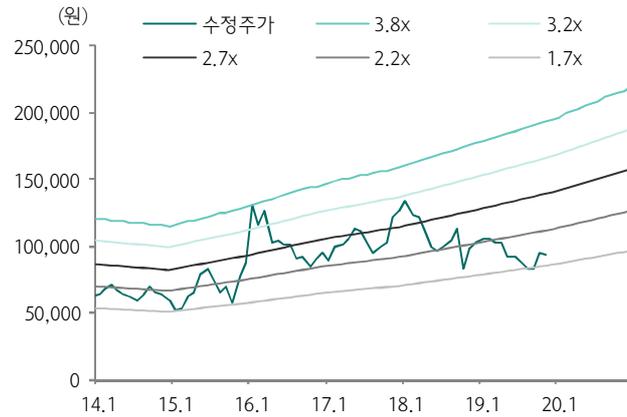
자료: 하나금융투자

그림 1. 종근당 PER 밴드



자료: 하나금융투자

그림 2. 종근당 PBR 밴드



자료: 하나금융투자

표 3. 종근당 파이프라인

과제명	적용중	기전/성분	단계					비고
			비임상	임상 1상	임상 2상	임상 3상	시판	
합성신약								
CKD-943	요독성소양증	Kappa Opioid Receptor agonist				미국		
CKD-516	대장암	VDA (Vascular Disrupting Agent)			국내			
			국내				이리노테칸 병용 PD-1(면역항암제) 병용	
CKD-581	다발성골수종	Pan-HDACi		국내				
CKD-506	류마티스관절염	HDAC6i			EU			
CKD-504	헌팅턴중후군	HDAC6i		미국/한국				
CKD-508	이상지질혈증	2세대 CETPi	미국					
CKD-509	혈액암	HDAC6i	일본					
CKD-510	CMT	HDAC6i	미국					
바이오신약								
CKD-702	항암제(폐암)	이중항체 항암 신약	미국					
바이오시밀러								
CKD-11101	빈혈	Long-Acting EPO					국내/일본	
CKD-701	항반병성	Anti-VEGF				한국	일본 허가 취득	
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	고지혈				국내			
CKD-333	고혈압/고지혈	Ator+Cande+Amlo				국내		
CKD-386	고혈압/고지혈	미공개		국내				
CKD-385	고혈압, 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

표 4. 종근당 기존제품 매출

(단위: 백만원)

제품명	3Q19	3Q18	증감	증감율
자누비아F	36,169	33,039	3,130	9.5%
글리아티린	16,032	13,937	2,095	15.0%
아토젯	14,251	8,909	5,342	60.0%
딜라트렌	11,931	11,233	698	6.2%
리피로우	9,279	9,779	-500	-5.1%
이모튼	9,253	8,601	652	7.6%
타크로벨	8,663	8,382	281	3.4%
프롤리아주	8,320	1,626	6,694	411.7%
텔미누보	7,956	7,676	280	3.6%
사이폴	6,914	7,060	-146	-2.1%
기타	134,859	111,952	22,907	20.5%
소계	263,627	222,194	41,433	18.6%
신제품	16,852	12,771	4,081	32.0%
합계	280,479	234,965	45,514	19.4%

자료: 하나금융투자

표 5. 종근당 신제품 매출

(단위: 백만원)

제품명	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19
케이캡		4,336	5,430	12,703
올루미언트			477	807
미니린				751
머시론				717
네스벨				693
스테글라트로		154	291	360
기타품목	15,226	8,064	4,086	821
합계	15,226	12,554	10,284	16,852

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	884.3	955.7	1,070.1	1,153.3	1,244.9
매출원가	524.7	575.8	667.7	709.8	759.4
매출총이익	359.6	379.9	402.4	443.5	485.5
판매비	281.5	301.9	325.6	366.2	389.7
영업이익	78.1	78.0	76.8	77.3	95.9
금융손익	(3.0)	(2.9)	(1.8)	(1.4)	(0.7)
중속/관계기업손익	(1.0)	(1.4)	1.0	1.0	1.0
기타영업외손익	0.4	(4.4)	2.2	2.2	2.2
세전이익	74.5	69.2	78.2	79.1	98.3
법인세	20.9	26.6	20.3	19.8	24.6
계속사업이익	53.6	42.6	57.9	59.3	73.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	53.6	42.6	57.9	59.3	73.7
비배주주지분 손이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	53.6	42.6	57.9	59.3	73.7
지배주주지분포괄이익	55.8	41.0	57.9	59.3	73.7
NOPAT	56.2	48.0	56.8	58.0	71.9
EBITDA	100.1	99.2	111.1	112.9	131.5
성장성(%)					
매출액증가율	6.3	8.1	12.0	7.8	7.9
NOPAT증가율	27.1	(14.6)	18.3	2.1	24.0
EBITDA증가율	17.5	(0.9)	12.0	1.6	16.5
영업이익증가율	27.6	(0.1)	(1.5)	0.7	24.1
(지배주주)순이익증가율	31.1	(20.5)	35.9	2.4	24.3
EPS증가율	31.0	(20.6)	36.0	2.5	24.3
수익성(%)					
매출총이익률	40.7	39.8	37.6	38.5	39.0
EBITDA이익률	11.3	10.4	10.4	9.8	10.6
영업이익률	8.8	8.2	7.2	6.7	7.7
계속사업이익률	6.1	4.5	5.4	5.1	5.9

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	365.8	390.0	433.3	481.6	546.5
금융자산	45.4	45.9	48.0	66.3	98.3
현금성자산	45.4	45.9	48.0	66.3	98.3
매출채권 등	213.8	212.6	238.1	256.6	277.0
재고자산	104.3	127.6	142.9	154.0	166.2
기타유동자산	2.3	3.9	4.3	4.7	5.0
비유동자산	299.0	308.2	320.1	325.4	325.8
투자자산	21.4	29.9	31.2	32.1	33.2
금융자산	17.8	5.7	6.3	6.8	7.4
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	26.8
자산총계	664.8	698.1	753.4	807.0	872.3
유동부채	223.2	205.1	210.8	217.2	224.8
금융부채	81.1	58.1	48.1	43.1	38.1
매입채무 등	120.7	123.2	138.0	148.7	160.5
기타유동부채	21.4	23.8	24.7	25.4	26.2
비유동부채	40.0	64.3	64.9	61.5	54.4
금융부채	11.5	34.1	31.1	25.1	15.1
기타비유동부채	28.5	30.2	33.8	36.4	39.3
부채총계	263.2	269.4	275.7	278.7	279.2
지배주주지분	401.6	428.7	477.8	528.2	593.1
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	191.6	242.1	307.0
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	401.6	428.7	477.8	528.2	593.1
순금융부채	47.2	46.4	31.2	1.9	(45.1)

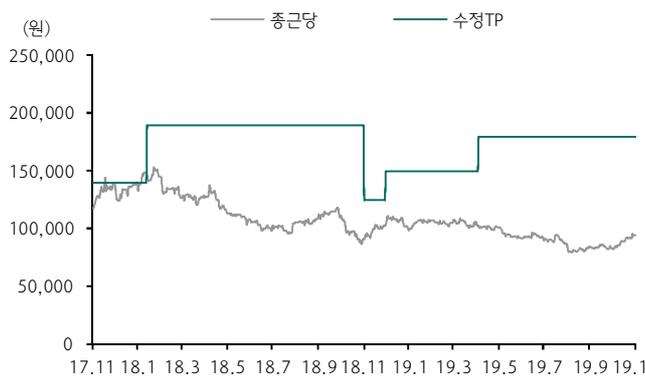
투자지표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	5,172	4,105	5,581	5,721	7,111
BPS	38,759	42,049	46,778	51,646	57,904
CFPS	12,119	11,203	10,882	11,056	12,845
EBITDAPS	9,653	9,567	10,718	10,892	12,681
SPS	85,270	92,158	103,189	111,214	120,049
DPS	817	857	857	857	857
주가지표(배)					
PER	24.4	24.8	16.9	16.5	13.2
PBR	3.3	2.4	2.0	1.8	1.6
PCFR	10.4	9.1	8.7	8.5	7.3
EV/EBITDA	13.5	10.6	9.1	8.7	7.1
PSR	1.5	1.1	0.9	0.8	0.8
재무비율(%)					
ROE	14.2	10.3	12.8	11.8	13.2
ROA	8.2	6.2	8.0	7.6	8.8
ROIC	12.2	10.4	11.6	11.2	13.3
부채비율	65.6	62.8	57.7	52.8	47.1
순부채비율	11.8	10.8	6.5	0.4	(7.6)
이자보상배율(배)	21.7	29.0	30.8	36.1	54.3

자료: 하나금융투자

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	80.2	45.2	68.7	77.5	90.3
당기순이익	53.6	42.6	57.9	59.3	73.7
조정	49.9	43.8	32.7	34.1	34.1
감가상각비	22.0	21.2	34.3	35.6	35.6
외환거래손익	0.2	(0.2)	(0.6)	(0.5)	(0.5)
지분법손익	1.0	1.4	(1.0)	(1.0)	(1.0)
기타	26.7	21.4	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(23.3)	(41.2)	(21.9)	(15.9)	(17.5)
투자활동 현금흐름	(15.6)	(29.4)	(44.7)	(39.4)	(34.5)
투자자산감소(증가)	(1.9)	(7.1)	(0.3)	0.1	(0.0)
유형자산감소(증가)	(11.1)	(17.3)	(45.0)	(40.0)	(35.0)
기타	(2.6)	(5.0)	0.6	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	2.2	18.2	32.0
Unlevered CFO	125.7	116.2	112.8	114.6	133.2
Free Cash Flow	68.8	27.5	23.7	37.5	55.3

투자이견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

종근당



날짜	투자이견	목표주가	괴리율	
			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%
17.11.6	BUY	140,000	-12.59%	-3.07%
16.11.21				-

투자등급 관련사항 및 투자이견 비율공시

• 투자이견의 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	90.8%	9.2%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 11월 3일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 11월 04일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2019년 11월 04일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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.