



2020년 02월 03일 | Equity Research

종근당 (185750)

막대한 연구개발비에도 불구하고 어닝 서프, 역시 종근당

경상연구개발비가 전년대비 41% 증가했음에도 불구하고 어닝 서프

종근당의 별도기준 4분기 매출액은 2,978억원(YoY, 12.3%), 영업이익은 211억원(YoY, 10.1%, OPM, 7.1%)을 기록, 컨센서스를 상회하는 어닝 서프한 실적을 시현하였다. 세전이익은 204억원(YoY, 8.9%), 당기순이익은 158억원(YoY, 19.4%)을 기록하였다. 30억원 규모의 인센티브가 반영되고, 경상연구개발비가 전년대비 41%나 증가한 329억원이 집행되었음에도 불구하고, 광고선전비를 전 분기대비 39억원 감소시키는 등 비용을 타이트하게 조정함으로써 영업이익은 전년대비 무려 10%나 증가시켰다.

전 품목 고른 성장 2020년에도 역시 종근당

대형 품목인 자누비아가 연간 5% 성장하며 연간 1,476억원이나 판매되며 종근당의 외형을 성장시키는데 기여하였으며, 2018년부터 종근당이 도입해서 판매하기 시작한 프리베나 페리구균 백신은 전년대비 228%나 성장하면서 종근당의 탑라인 성장세에 일조하였다. 여기에 종근당의 새로운 도전 품목이라 할 수 있는 골다공증 치료제인 프롤리아가 전년 동기대비 418%나 성장하면서 2019년 연간 296억원 판매되며 새로운 대형품목으로 성장할 가능성을 보여주었다. 위식도역류질환치료제인 케이캡이 92억원 판매되면서 2019년 연간 328억원 매출을 기록하였다. 2020년 약 500억원 이상의 매출 달성을 충분히 가능해 보인다. 기존 품목의 고른 성장과 신규 품목의 고성장세에 힘입어 2020년 종근당의 탑라인은 전년대비 8% 이상 high single digit 성장률을 기록할 수 있을 것으로 보인다.

연간 1,375억원의 연구개발비의 성과는 어디로?

2019년 연간으로 종근당이 집행한 연구개발비는 1,375억원으로 2020년 1,500억원 이상 집행될 것은 분명해 보인다. 매출액 대비 연구개발비 비중이 13%에 해당하는 수준으로 종근당의 연구개발비에 대한 투자는 타 제약사대비 적지 않은 규모이다. 그러나 다른 상위제약사들과는 달리 유독 종근당의 R&D 가치는 시장으로부터 인정받지 못하고 있다. 4분기 과도하게 집행된 연구개발비는 CKD-506과 CKD-702의 임상비용에 의한 것으로 보이면서 이들의 성과를 기대해 볼 수 있게 하고 있다. 2018년 3분기부터 유럽에서 임상 2a상을 시작한 류마티스관절염 치료제인 CKD-506이 연내 결과발표가 가능할 수 있을 것으로 보이며, 올해부터 본격적으로 임상에 돌입한 EGFR/c-MET 이중항체인 CKD-702도 이제부터 차질하게 임상 데이터가 축적될 수 있을 것으로 보인다. 탄탄한 실적 시현과 R&D 성과반영을 기대한다면 올해 저점에서 매수를 권고한다.

Earnings Review

BUY

| TP(12M): 180,000원 | CP(1월 31일): 92,900원

Key Data		Consensus Data	
		2019	2020
KOSPI 지수 (pt)	2,119.01		
52주 최고/최저(원)	103,868/75,852	1,069.9	1,152.7
시가총액(십억원)	1,011.3	74.4	78.9
시가총액비중(%)	0.08	49.9	54.0
발행주식수(천주)	10,885.7		
60일 평균 거래량(천주)	20.6		
60일 평균 거래대금(십억원)	1.9		
19년 배당금(예상,원)	817		
19년 배당수익률(예상,%)	0.84		
외국인지분율(%)	12.57		
주요주주 지분율(%)			
종근당홀딩스 외 5 인	36.89		
국민연금공단	10.83		
주가상승률	1M 6M 12M		
절대	(4.2) 11.5 (8.0)		
상대	(0.7) 6.6 (4.3)		

Stock Price	
(천원)	종근당(파)
108	110
103	100
98	90
93	80
88	70
83	60
78	
73	
68	
19.1 19.4 19.7 19.10 20.1	

Financial Data						
투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	884.3	955.7	1,078.6	1,158.7	1,250.1
영업이익	십억원	78.1	78.0	77.0	74.3	81.9
세전이익	십억원	74.5	69.2	73.4	76.0	84.2
순이익	십억원	53.6	42.6	53.9	54.7	62.3
EPS	원	4,927	3,911	4,949	5,025	5,721
증감률	%	31.0	(20.6)	26.5	1.5	13.9
PER	배	24.39	24.86	19.60	18.49	16.24
PBR	배	3.26	2.43	2.19	1.92	1.74
EV/EBITDA	배	13.49	10.62	9.36	9.30	8.40
ROE	%	14.19	10.25	11.94	11.01	11.39
BPS	원	36,924	40,058	44,195	48,447	53,356
DPS	원	778	817	817	817	817



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

표 1. 종근당 4Q19 실적 리뷰(별도 기준)

(단위: 십억원, %)

	4Q19P	4Q18	YoY	Consen	%Variance
매출액	297.8	265.1	12.3	289.1	3.0
영업이익	21.1	19.2	10.1	18.4	14.7
세전이익	20.4	18.7	8.9	18.5	10.3
당기순이익	15.8	13.3	19.4	12.6	25.2
OPM %	7.1	7.2		6.4	
NPM %	5.3	5.0		4.4	

자료: 하나금융투자

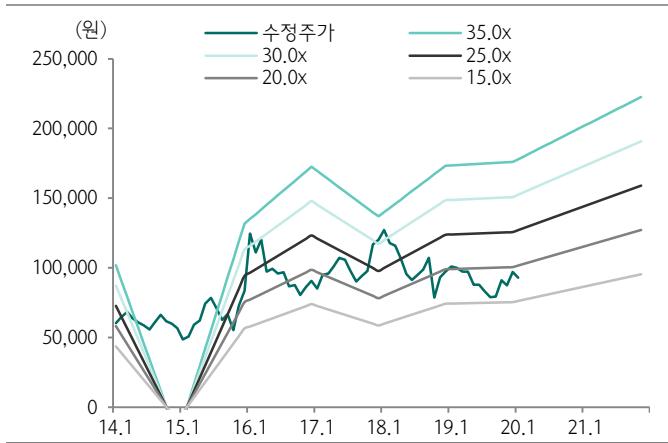
표 2. 종근당 실적전망(별도기준)

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	18	19F	20F
매출액	233.9	266.4	280.5	297.8	249.7	287.2	302.8	325.3	233.9	266.4	280.5
YoY	7.1%	12.3%	19.4%	12.3%	6.7%	7.8%	8.0%	9.3%	7.1%	12.3%	19.4%
주요제품	95.2	102.3	107.8	119.6	99.9	106.7	114.6	125.8	95.2	102.3	107.8
YoY	9.9%	2.8%	14.0%	22.3%	4.9%	4.3%	6.3%	5.2%	9.9%	2.8%	14.0%
자누비아	33.4	34.8	36.2	36.1	35.1	35.5	38.7	38.3	33.4	34.8	36.2
YoY	20.1%	-7.1%	9.5%	5.7%	5.0%	2.0%	7.0%	6.0%	20.1%	-7.1%	9.5%
글리아티린	13.4	15.1	16.0	15.6	13.9	16.0	16.8	16.2	13.4	15.1	16.0
YoY	26.8%	12.5%	15.0%	4.4%	4.0%	6.0%	5.0%	4.0%	26.8%	12.5%	15.0%
딜라트렌	11.5	11.6	11.9	11.5	12.5	12.1	12.5	12.2	11.5	11.6	11.9
YoY	9.3%	3.5%	6.2%	4.0%	8.0%	4.0%	5.0%	6.0%	9.3%	3.5%	6.2%
리피로우	9.1	9.7	9.3	9.5	9.6	10.2	9.9	10.1	9.1	9.7	9.3
YoY	-1.5%	-3.5%	-5.1%	-5.2%	6.0%	5.0%	7.0%	6.0%	-1.5%	-3.5%	-5.1%
아토젯	12.4	13.0	14.3	15.3	13.3	14.3	15.8	16.7	12.4	13.0	14.3
YoY	58.1%	73.5%	60.0%	31.6%	8.0%	10.0%	11.0%	9.0%	58.1%	73.5%	60.0%
바이토린	5.5	5.1	5.0	8.1	4.6	4.6	4.4	7.0	5.5	5.1	5.0
YoY	31.0%	-34.4%	-7.3%	55.5%	-15.0%	-10.0%	-12.0%	-13.0%	31.0%	-34.4%	-7.3%
이모튼	7.5	8.7	9.3	9.6	8.0	9.5	10.0	10.4	7.5	8.7	9.3
YoY	0.8%	-6.7%	7.6%	46.3%	7.0%	9.0%	8.0%	8.5%	0.8%	-6.7%	7.6%
프리베나	2.4	4.3	5.9	13.9	2.7	4.6	6.4	14.9	19.7	26.6	28.6
YoY	-72.9%	56.4%	58.5%	227.6%	12.0%	6.0%	8.0%	7.0%	359.5%	34.6%	7.5%
기타	138.7	164.1	172.7	178.2	149.8	180.5	188.2	199.6	138.7	164.1	172.7
YoY	5.2%	19.2%	19.0%	19.0%	8.0%	10.0%	9.0%	12.0%	5.2%	19.2%	19.0%
매출총이익	87.7	101.5	102.3	112.0	93.1	108.6	112.0	123.6	87.7	101.5	102.3
YoY	2.8%	5.2%	6.5%	9.8%	6.1%	6.9%	9.5%	10.4%	2.8%	5.2%	6.5%
CPM	37.5%	38.1%	36.5%	37.6%	37.3%	37.8%	37.0%	38.0%	37.5%	38.1%	36.5%
판관비	71.0	82.5	82.0	90.9	78.2	92.2	93.9	98.3	71.0	82.5	82.0
YoY	7.4%	6.0%	9.4%	9.8%	10.1%	11.7%	14.4%	8.1%	7.4%	6.0%	9.4%
경상연구개발비	19.0	24.1	22.2	32.9	21.0	25.0	26.6	29.6	19.0	24.1	22.2
YoY	22.7%	29.2%	16.2%	40.9%	10.3%	3.9%	20.2%	-10.0%	22.7%	29.2%	16.2%
기타판관비	52.0	58.5	59.9	58.0	57.2	67.2	67.2	68.7	52.0	58.5	59.9
YoY	2.8%	-1.3%	7.0%	-2.5%	10.0%	15.0%	12.3%	18.3%	2.8%	-1.3%	7.0%
영업이익	16.7	19.0	20.3	21.1	15.0	16.3	18.1	25.3	16.7	19.0	20.3
YoY	-13.0%	2.2%	-3.7%	10.1%	-10.5%	-14.0%	-10.5%	20.1%	-13.0%	2.2%	-3.7%
OPM	7.1%	7.1%	7.2%	7.1%	6.0%	5.7%	6.0%	7.8%	7.1%	7.1%	7.2%
당기순이익	10.7	12.7	14.7	15.8	9.6	10.9	11.6	23.0	10.7	12.7	14.7
YoY	254.0%	-0.4%	8.4%	19.4%	-9.7%	-14.0%	-21.3%	44.9%	254.0%	-0.4%	8.4%
NPM	4.6%	4.8%	5.2%	5.3%	3.9%	3.8%	3.8%	7.1%	4.6%	4.8%	5.2%

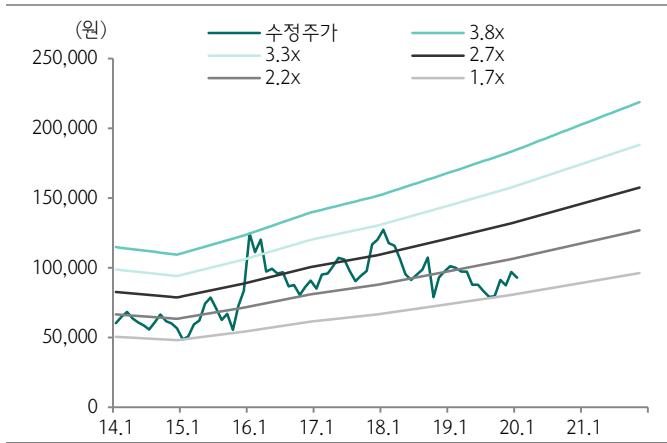
자료: 하나금융투자

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	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				
---------	---------	------------	----	--	--	--	--

바이오시밀러

CKD-11101	빈혈	Long-Acting EPO				국내/일본	4Q19 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	고지혈					국내	
CKD-333	고혈압/고지혈	Ator+Cande+Amlo				국내	
CKD-386	고혈압/고지혈	미공개		국내			
CKD-385	고혈압, 심부전, 혈심증			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	4Q19	4Q18	증감	증감율
자누비아F	36,115	34,154	1,961	5.7%
글리아티린	15,629	14,942	687	4.6%
아토젯	15,341	11,626	3,715	32.0%
프리베나	13,933	4,252	9,681	227.7%
딜라트렌	11,475	11,055	420	3.8%
프롤리아주	10,233	1,977	8,256	417.6%
이모튼	9,631	6,564	3,067	46.7%
리피로우	9,513	10,021	(508)	-5.1%
타크로벨	8,771	8,578	193	2.2%
텔미누보	8,244	7,589	655	8.6%
기타	142,807	154,378	(11,571)	-7.5%
소계	281,691	265,136	16,555	6.2%
신제품	16,157	-	16,157	100.0%
합계	297,848	265,136	32,712	12.3%

자료: 하나금융투자

표 5. 종근당 신제품 매출

(단위: 백만원)

제품명	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
케이캡	4,336	5,430	12,703	10,311
올루미언트	-	477	807	1,227
미니린	-	-	751	2,298
머시론	-	-	717	1,154
네스벨	-	-	693	393
기타품목	8,218	4,377	1,181	774
합계	12,554	10,284	16,852	16,157

주: 기타품목에는 아리셉트('19.1Q), 에소듀오, 디쿠아벨, 알소닉플루, 프레드벨('19.1Q~19.2Q), 실크로드('19.1Q~4Q), 스테글라트로('19.1Q~'19.3Q) 등 포함

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서

	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	884.3	955.7	1,078.6	1,158.7	1,250.1
매출원가	524.7	575.8	675.0	723.7	777.6
매출총이익	359.6	379.9	403.6	435.0	472.5
판관비	281.5	301.9	326.5	360.7	390.7
영업이익	78.1	78.0	77.0	74.3	81.9
금융손익	(3.0)	(2.9)	(2.5)	(1.5)	(0.9)
종속/관계기업손익	(1.0)	(1.4)	0.7	1.0	1.0
기타영업외손익	0.4	(4.4)	(1.8)	2.2	2.2
세전이익	74.5	69.2	73.4	76.0	84.2
법인세	20.9	26.6	19.5	21.3	21.9
계속사업이익	53.6	42.6	53.9	54.7	62.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	53.6	42.6	53.9	54.7	62.3
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	53.6	42.6	53.9	54.7	62.3
지배주주지분포괄이익	55.8	41.0	53.9	54.7	62.3
NOPAT	56.2	48.0	56.5	53.5	60.6
EBITDA	100.1	99.2	111.4	109.9	117.5
성장성(%)					
매출액증가율	6.3	8.1	12.9	7.4	7.9
NOPAT증가율	27.1	(14.6)	17.7	(5.3)	13.3
EBITDA증가율	17.5	(0.9)	12.3	(1.3)	6.9
영업이익증가율	27.6	(0.1)	(1.3)	(3.5)	10.2
(지배주주)순이익증가율	31.1	(20.5)	26.5	1.5	13.9
EPS증가율	31.0	(20.6)	26.5	1.5	13.9
수익성(%)					
매출총이익률	40.7	39.8	37.4	37.5	37.8
EBITDA이익률	11.3	10.4	10.3	9.5	9.4
영업이익률	8.8	8.2	7.1	6.4	6.6
계속사업이익률	6.1	4.5	5.0	4.7	5.0

대차대조표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	365.8	390.0	430.7	474.2	527.7
금융자산	45.4	45.9	42.3	57.0	77.6
현금성자산	45.4	45.9	42.3	57.0	77.6
매출채권 등	213.8	212.6	240.0	257.8	278.1
재고자산	104.3	127.6	144.0	154.7	166.9
기타유동자산	2.3	3.9	4.4	4.7	5.1
비유동자산	299.0	308.2	320.2	325.5	325.9
투자자산	21.4	29.9	31.3	32.2	33.2
금융자산	17.8	5.7	6.4	6.9	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	26.9
자산총계	664.8	698.1	750.9	799.7	853.6
유동부채	223.2	205.1	212.0	217.9	225.5
금융부채	81.1	58.1	48.1	43.1	38.1
매입채무 등	120.7	123.2	139.1	149.4	161.2
기타유동부채	21.4	23.8	24.8	25.4	26.2
비유동부채	40.0	64.3	65.2	61.7	54.6
금융부채	11.5	34.1	31.1	25.1	15.1
기타비유동부채	28.5	30.2	34.1	36.6	39.5
부채총계	263.2	269.4	277.1	279.7	280.1
지배주주지분	401.6	428.7	473.8	520.0	573.5
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	187.6	233.9	287.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	401.6	428.7	473.8	520.0	573.5
순금융부채	47.2	46.4	36.9	11.2	(24.4)

투자지표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	4,927	3,911	4,949	5,025	5,721
BPS	36,924	40,058	44,195	48,447	53,356
CFPS	11,545	10,673	10,167	10,253	10,952
EBITDAPS	9,196	9,114	10,231	10,097	10,796
SPS	81,233	87,795	99,081	106,442	114,838
DPS	778	817	817	817	817
주가지표(배)					
PER	24.4	24.9	19.6	18.5	16.2
PBR	3.3	2.4	2.2	1.9	1.7
PCFR	10.4	9.1	9.5	9.1	8.5
EV/EBITDA	13.5	10.6	9.4	9.3	8.4
PSR	1.5	1.1	1.0	0.9	0.8
재무비율(%)					
ROE	14.2	10.3	11.9	11.0	11.4
ROA	8.2	6.2	7.4	7.1	7.5
ROIC	12.2	10.4	11.6	10.3	11.2
부채비율	65.6	62.8	58.5	53.8	48.8
순부채비율	11.8	10.8	7.8	2.2	(4.2)
이자보상배율(배)	21.7	29.0	24.1	34.6	46.4

자료: 하나금융투자

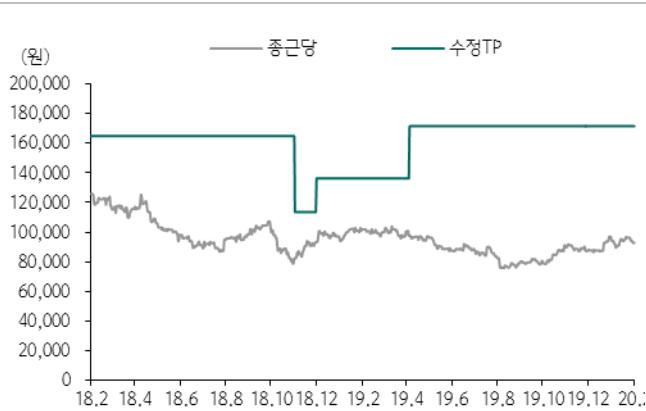
현금흐름표

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	80.2	45.2	65.0	73.5	78.9
당기순이익	53.6	42.6	53.9	54.7	62.3
조정	49.9	43.8	34.6	34.1	34.1
감가상각비	22.0	21.2	34.3	35.6	35.6
외환거래손익	0.2	(0.2)	1.0	(0.5)	(0.5)
지분법손익	1.0	1.4	(0.7)	(1.0)	(1.0)
기타	26.7	21.4	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(23.3)	(41.2)	(23.5)	(15.3)	(17.5)
투자활동 현금흐름	(15.6)	(29.4)	(46.7)	(39.4)	(34.5)
투자자산감소(증가)	(1.9)	(7.1)	(0.7)	0.1	(0.0)
유형자산감소(증가)	(11.1)	(17.3)	(45.0)	(40.0)	(35.0)
기타	(2.6)	(5.0)	(1.0)	0.5	0.5
재무활동 현금흐름	(40.9)	(15.4)	(21.8)	(19.4)	(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)	(8.4)	(8.8)
현금의 증감	23.7	0.5	(3.5)	14.7	20.6
Unlevered CFO	125.7	116.2	110.7	111.6	119.2
Free Cash Flow	68.8	27.5	20.0	33.5	43.9



투자의견 변동 내역 및 목표주가 폴리울

종근당



날짜	투자의견	목표주가	폴리울	
			평균	최고/최저
19.4.7	BUY	171,525		
18.12.3	BUY	136,289	-26.97%	-23.79%
18.11.4	BUY	113,574	-21.31%	-17.20%
18.2.5	BUY	164,894	-38.10%	-23.96%
17.11.6	BUY	121,501	-1.87%	9.64%
				-

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 연주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 연재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 연재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 연재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	89.6%	10.4%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2019년 10월 7일

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 2020년 02월 03일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(선민정)는 2020년 02월 03일 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.