

종근당(185750/KS)

매출 고성장, R&D 강화 전망

중립(하향)

T.P 130,000 원(상향)

Analyst

하태기

tgh@sk.com

02-3773-8872

종근당은 도입의약품 매출 가세, 자체 개발 제네릭과 개량신약 출시, 그리고 기존 제품의 매출성장에 힘입어 2016년 외형이 27.5% 증가할 것으로 추정한다. 타 상위 제약사보다 월등히 높은 성장률이다. 수익성은 R&D 비용 증가 정도에 따라 유동적이다. R&D 투자 확대에 따라 신약 Pipe line이 점차 증가하며 기업가치도 상승할 것으로 전망한다. 다만 금년 초에 주가 급등으로 주가 밸류에이션에서 저평가 매력은 크게 축소된 상태이다.

2016년 외형성장은 상대적으로 높을 전망

종근당은 금년에 도입 오리지날 의약품의 매출 증가, 자체 개발 제네릭과 개량신약 출시, 그리고 기존 제품의 매출호조에 힘입어 타 상위 제약사보다 상대적으로 높은 성장이 가능할 것이다. 당 리서치는 2016년 연간 매출액은 전년대비 27.5% 증가한 7,553 억원으로 추정한다.

수익성은 R&D 전략이 변수

2016년 영업이익은 매출증가에 힘입어 대폭 증가할 수 있는 환경이나 R&D 강화에 따라 유동적일 수 있다. R&D 비용을 보면 2015년에는 22.4% 증가한 914 억원(매출액대비 15.4%)이다. 금년에도 2015년 같은 R&D 비율을 적용한다면 1,160 억원으로 26%가 증가하는 규모이다. 만약 이렇게 된다면 영업이익의 증가폭이 크게 축소될 수도 있을 것이다.

R&D Pipe line 증가 추세

동사의 신약 Pipe line은 합성신약부문에서 고도비만증 치료제를 비롯해서 고형암, 림프종 치료제 등 임상 1~3상에 7개, CKD-506(류마티스 관절염치료제)과 CKD-504(현정년병 치료제) 등 전임상 2개가 있다. 바이오신약에서는 빈혈치료제 바이오 시밀러(임상 3상), 호중구감소증 치료제 바이오시밀러(임상 1상), 황반변성 치료제 바이오시밀러(전임상) 등이 있다. R&D 투자 증가에 따라 향후 전임상과 임상진입 Pipe line이 점차 증가할 것으로 전망한다.

밸류에이션 매력 축소로 투자의견은 중립

매출 고성장과 R&D 부문 강화 등에 의해 기업가치가 크게 증가하는 것으로 평가하지만 금년 초 주가의 대폭 상승으로 밸류에이션 매력이 축소되어 투자의견은 중립을 제시한다. 목표주가는 실적 추정치 변경과 R&D 부문 재평가로 130,000 원으로 상향 조정했다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	863	5,441	5,925	7,553	8,027	8,740
yoY	%	0.0	530.4	8.9	27.5	6.3	8.9
영업이익	억원	75	539	427	551	586	638
yoY	%	0.0	615.4	-20.8	29.1	6.3	8.9
EBITDA	억원	108	745	654	856	895	899
세전이익	억원	60	485	151	503	532	588
순이익(지배주주)	억원	44	352	-68	357	378	417
영업이익률%	%	8.7	9.9	7.2	7.3	7.3	7.3
EBITDA%	%	12.5	13.7	11.0	11.3	11.2	10.3
순이익률	%	5.1	6.5	-1.1	4.7	4.7	4.8
EPS	원	469	3,736	-720	3,796	4,013	4,434
PER	배	145.3	17.5	N/A	30.6	28.9	26.2
PBR	배	2.2	1.9	2.9	3.2	2.9	2.7
EV/EBITDA	배	71.6	9.7	16.1	14.7	13.9	13.5
ROE	%	1.5	11.2	-2.1	10.9	10.6	10.8
순차입금	억원	1,084	733	1,117	1,338	1,176	807
부채비율	%	75.1	73.1	83.2	88.0	83.2	80.2

꾸준한 신제품 출시로 상대적 고성장 지속

종근당은 제네릭과 개량신약 개발, 그리고 오리지널 의약품 도입을 통해서 꾸준히 성장을 해오고 있다. 2016년에도 글리아티린(뇌기능개선제), 자누비아와 자누메트(당뇨병치료제), 바이토린 및 아토젯(고지혈증치료제) 등을 도입했다. 이와 같은 종근당의 성장 전략은 향후에도 지속될 것으로 전망한다.

종근당 주요 품목 연도별 출시 현황

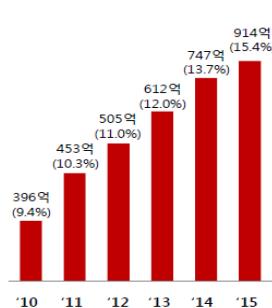
구분	2012	2013	2014	2015	2016
제네릭	모놀레어	텔미트렌	로수로드	콕스비토	신버도신(트루파스)
	코프리그렐	애니포지	오эм피에스	센돔	엘로세테(타세비)
	뉴라벨	벨메텍		엔테카벨	두테스몰
개량신약		텔미누보	딜라트렌SR		듀비메트(당뇨복합제) 칸데루스(고혈압복합제)
		유파시딘S			
신약(오리지널) (라이선스)	타미플루 제니칼 등 6개	보툴렉스 스타일에이지	듀비에 울트라브이	레스타시스 외 1 잘라탄 외 1	글리아티린 자누비아와 2 바이토린, 아토젯 등
			프리페민		

자료: 종근당

R&D 강화 의지 뚜렷

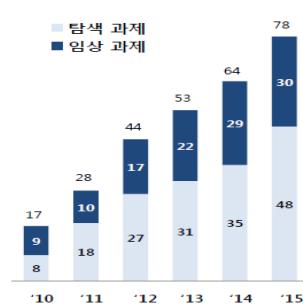
종근당은 2015년부터 R&D에 대한 투자를 크게 늘리고 있고 신약개발에 강한 의지를 나타내고 있다. 금년에도 연구개발비용을 대폭 확대하여 다양한 신약 Pipe line 을 확보한다는 전략이다.

R&D 비용 추이



자료: 종근당

R&D 과제 현황



자료: 종근당

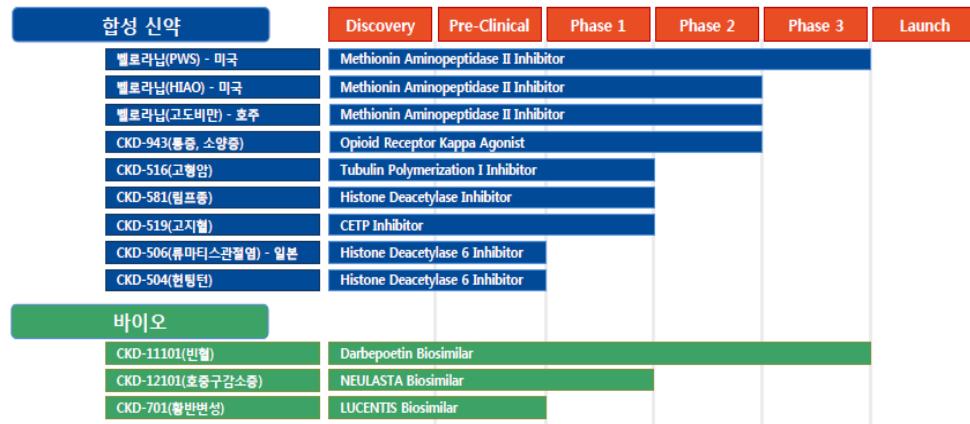
(단위:개) 주가 벤류에이션

(단위:억원)

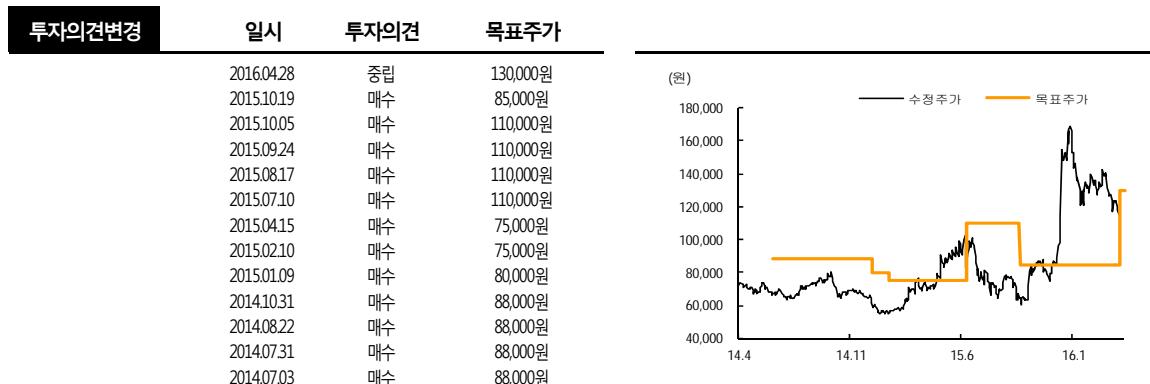
사업가치	
Forward 순이익	357
PER	22
사업가치	7,858
신약가치(25%프리미엄)	1,965
합계	9,823
기업가치	11,788
발행주식수(주)	9,409,050
자자주(주)	5,328
유통주식수(주)	9,403,722
적정주가(원)	125,350

자료: SK증권

증근당 R&D Pipe line



*자료: 증근당



Compliance Notice

- 작성자(하태기)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6 개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 4월 28일 기준)

매수	96.6%	중립	3.4%	매도	0%
----	-------	----	------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	2,984	2,884	3,512	3,863	4,564
현금및현금성자산	488	129	0	131	500
매출채권및기타채권	1,615	1,758	2,242	2,382	2,594
재고자산	752	900	1,147	1,219	1,327
비유동자산	2,753	2,879	2,919	2,944	2,720
장기금융자산	171	135	135	135	135
유형자산	2,152	2,280	2,302	2,320	2,086
무형자산	161	158	163	167	171
자산총계	5,738	5,763	6,431	6,808	7,284
유동부채	1,613	1,514	1,632	1,560	1,677
단기금융부채	807	540	390	240	240
매입채무 및 기타채무	525	639	814	865	942
단기충당부채	54	54	69	73	80
비유동부채	810	1,103	1,379	1,532	1,565
장기금융부채	440	706	948	1,067	1,067
장기매입채무 및 기타채무	97	94	94	94	94
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,423	2,617	3,011	3,092	3,243
지배주주지분	3,314	3,146	3,420	3,716	4,041
자본금	235	235	235	235	235
자본잉여금	2,714	2,714	2,714	2,714	2,714
기타자본구성요소	-4	-4	-4	-4	-4
자기주식	-4	-4	-4	-4	-4
이익잉여금	346	195	496	817	1,169
비자본주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,314	3,146	3,420	3,716	4,041
부채와자본총계	5,738	5,763	6,431	6,808	7,284

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	690	109	208	595	509
당기순이익(손실)	352	-68	357	378	417
비현금성항목등	497	660	499	517	481
유형자산감가상각비	182	201	278	282	233
무형자산상각비	23	26	26	27	28
기타	110	181	6	6	6
운전자본감소(증가)	-60	-267	-502	-145	-219
매출채권기타채권의 감소증가	14	-135	-483	-141	-212
재고자산감소(증가)	-59	-195	-247	-72	-108
매입채무 및 기타채무의 증가감소	28	104	176	51	77
기타	-43	-41	53	16	24
법인세납부	-99	-216	-146	-154	-170
투자활동현금흐름	-248	-331	-328	-331	-28
금융자산감소(증가)	-46	14	0	0	0
유형자산감소(증가)	-186	-322	-300	-300	0
무형자산감소(증가)	-26	-31	-31	-31	-31
기타	10	8	3	0	3
재무활동현금흐름	-82	-119	-8	-134	-112
단기금융부채증가(감소)	0	0	-150	-150	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	242	119	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-28	-75	-56	-56	-66
기타	-54	-44	-44	-47	-46
현금의 증가(감소)	356	-359	-129	131	369
기초현금	132	488	129	0	131
기말현금	488	129	0	131	500
FCF	440	-446	-137	249	464

자료 : 종근당, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	5,441	5,925	7,553	8,027	8,740
매출원가	2,638	2,963	3,829	4,070	4,431
매출총이익	2,803	2,962	3,724	3,957	4,309
매출총이익률 (%)	51.5	50.0	49.3	49.3	49.3
판매비와관리비	2,264	2,535	3,172	3,371	3,671
영업이익	539	427	551	586	638
영업이익률 (%)	9.9	7.2	7.3	7.3	7.3
비영업순익	-54	-276	-48	-54	-50
순금융비용	44	37	41	47	43
외환관련손익	-4	2	-2	-2	-2
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	485	151	503	532	588
세전계속사업이익률 (%)	8.9	2.6	6.7	6.6	6.7
계속사업법인세	133	219	146	154	170
계속사업이익	352	-68	357	378	417
증단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	352	-68	357	378	417
순이익률 (%)	6.5	-11	4.7	4.7	4.8
지배주주	352	-68	357	378	417
지배주주구속 순이익률(%)	6.46	-1.14	4.73	4.7	4.77
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	361	-94	331	352	391
지배주주	361	-94	331	352	391
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	745	654	856	895	899

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	530.4	8.9	27.5	6.3	8.9
영업이익	615.4	-20.8	29.1	6.3	8.9
세전계속사업이익	707.0	-68.8	232.4	5.7	10.5
EBITDA	588.4	-122	30.9	4.6	0.4
EPS(계속사업)	695.9	적전	흑전	5.7	10.5
수익성 (%)					
ROE	11.2	-21	10.9	10.6	10.8
ROA	6.4	-1.2	5.9	5.7	5.9
EBITDA마진	13.7	11.0	11.3	11.2	10.3
안정성 (%)					
유동비율	185.0	190.4	215.2	247.6	272.1
부채비율	73.1	83.2	88.0	83.2	80.2
순자기자본비율	22.1	35.5	39.1	31.7	20.0
EBITDA/이자비용(배)	13.9	15.0	19.7	19.2	19.7
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,736	-720	3,796	4,013	4,434
BPS	35,226	33,432	36,353	39,491	42,950
CFPS	5,920	1,690	7,034	7,299	7,205
주당 현금배당금	800	600	600	700	800
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	21.4	N/A	44.4	42.0	38.0
PER(최저)	17.0	N/A	26.0	24.6	22.3
PBR(최고)	2.3	3.1	4.6	4.3	3.9
PBR(최저)	1.8	1.6	2.7	2.5	2.3
PCR	11.0	56.9	16.5	15.9	16.1
EV/EBITDA(최고)	11.5	17.0	20.5	19.4	19.0
EV/EBITDA(최저)	9.4	10.1	12.8	12.1	11.6