

종근당

(185750)

BUY

현재	직전	변동
투자의견	BUY	유지
목표주가	150,000	유지
Earnings		하향

Stock Information

현재가 (11/2)	90,700원
예상 증가상승률	65.4%
시가총액	8,960억원
비중(KOSPI내)	0.06%
발행주식수	9,879천주
52주 최저가 / 최고가	86,700 - 146,619원
3개월 일평균거래대금	34억원
외국인 지분율	15.4%
주요주주지분율(%)	
종근당홀딩스 (외 5인)	35.3
국민연금공단	11.4
(재)종근당고촌재단	6.8

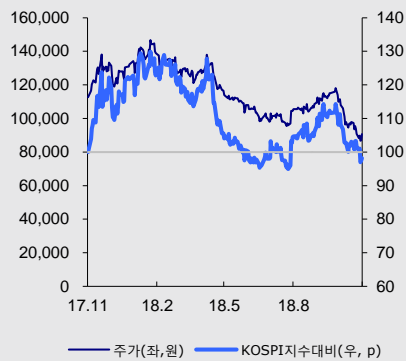
Valuation wide

	2017	2018E	2019E
PER(배)	24.3	20.0	15.6
PBR(배)	3.4	2.2	1.9
EV/EBITDA(배)	13.5	9.3	8.5
배당수익률(%)	0.7	1.0	1.0

Performance

	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	(17.5)	(22.1)	(15.6)	(31.4)
KOSPI대비 상대수익률(%)	(8.3)	(5.8)	2.1	(16.4)

Price Trend



ktb 투자증권

Earnings review

5 Nov. 2018

제약/바이오 이해린 hrin@ktb.co.kr
 제약/바이오 강하영 hy.kang@ktb.co.kr

양호한 펀더멘탈에도 밸류에이션은 분할 후 최저

▶ Highlight

3Q 실적 대체로 시장 눈높이 부합, 확대 집행된 R&D 비용 고려 시 호실적

▶ Pitch

- 목표가 15만원 유지. 3Q 잠정실적 반영에 따른 18~19년 추정 순이익 3%, 1% 하향. 목표가 기존과 동일하게 Fw12M EPS에 제약업종 Fw12M PER(26배, KOSPI 제약업종에서 삼성바이오로직스와 셀트리온 제외 기준) 적용하여 산출
- 투자의견 BUY 유지. 현 주가 Fw12M 예상 PER 16배로 업종 평균 대비 40% 할인거래. EV/(R&D+EBIT) multiple 4.7배로 분할 후 최저, 2014~2017Y 4년 평균 (6.8배, 기말 주가 기준) 대비 30% 할인거래. 지속적인 R&D 투자확대 통해 CKD-506 (자기면역질환) 유럽 임상 2a상, CKD-504(헌팅턴증후군) 미국 임상 1상 등 L/O 가능성 있는 글로벌 임상 과제 보유 중으로 업종 및 과거 대비 밸류에이션 할인요인 없어 보임

▶ In detail

- 3Q 별도 매출 YOY +7%, QOQ로는 -1%. 우리 추정치와 컨센서스 대체로 부합
- 영업일수 감소에도 코프로모션 품목인 자누비아/자누메트(+13%)와 기존 주력 품목인 이모든(+20%), 텔미누보(+26%), 사이폴렌(+11%), 타코로벨(+20%) 매출이 호조
- 4Q17부터 매출 신장에 기여하고 있는 프리베나(폐렴구균백신, 37억)와 프롤리아(골다공증치료제, 16억), 5월부터 코프로모션 시작된 아리셉트(치매치료제, 19억), 7월말 신규 출시한 에소듀오(넥시움 개량신약, 26억) 포함 130억 규모의 신제품 매출이 신규 반영
- 수출은 YOY 20% 감소, 3Q까지 누적 수출 매출 289억으로 YOY -9%
- 3Q 영업이익 210억으로 YOY -11%, QOQ +13%. 우리 추정치 7% 하회, 컨센서스 5% 상회. 3Q 집행된 R&D 비용(판관비+원가) 295억으로 YOY +66%/ QOQ +24억, 우리 예상보다 +40억. R&D+EBIT 505억으로 YOY +8%, QOQ +11%로 호실적
- 3Q까지 누적 R&D 비용 795억, YOY +104억. 매출액 비중 11.5%로 YOY +0.7%p
- 판관비 YOY +78억. 판관비로 반영된 R&D 비용(+44억), 광고선전비(+14억), 인건비(+29억) 증가가 주요. 복리후생비 및 여비교통비 등은 오히려 소폭 감소
- 4Q 매출 2,540억(YOY +4%), 영업이익 217억(+2%) 추정. R&D 비용 YOY +20% 반영. 2018년 추정 영업이익 증가율 3%로 수익성 부진해 보이나, R&D 비용 증가에 따른 것. 연간 R&D+EBIT 증가율은 8%, R&D+EBIT 마진율은 20% 내외로 펀더멘탈 양호

▶ Review

(단위: 십억원, %)

	회사잠정 '18.09P	당사 추정치 대비 '18.09E 차이(%)	전년 동기 대비 '17.09A 차이(%)	전분기 대비 '18.06A 차이(%)	시장 컨센서스 대비 '18.09E 차이(%)
매출액	235.0	231.6 1.4	219.7 7.0	237.2 (0.9)	240.4 (2.3)
영업이익	21.0	22.5 (6.6)	23.7 (11.3)	18.6 13.1	20.1 4.7
순이익	13.6	15.2 (10.9)	16.6 (18.1)	12.7 6.8	14.3 (5.1)
이익률(%)					
영업이익	9.0	9.7	10.8	7.8	8.4
순이익	5.8	6.6	7.5	5.4	5.9
차이(%p)					
영업이익률		(0.8)	(1.8)	1.1	0.6
순이익률		(0.8)	(1.8)	0.4	(0.2)

Note: K-IFRS 별도 기준 / Source: KTB투자증권

Fig. 01: 종근당 분기 실적 전망 변경

(단위: 십억원)

	변경전				변경후				차이 (% , %p)			
	2018.12	2019.03	2019.06	2019.09	2018.12	2019.03	2019.06	2019.09	2018.12	2019.03	2019.06	2019.09
매출액	252.1	238.6	250.2	249.2	254.0	239.1	251.4	251.2	0.8	0.2	0.5	0.8
영업이익	21.2	21.2	18.9	23.5	21.7	21.3	19.0	22.0	2.2	0.2	0.5	(6.4)
영업이익률 (%)	8.4	8.9	7.5	9.4	8.5	8.9	7.5	8.8	0.1	0.0	0.0	(0.7)
EBITDA	26.7	26.7	24.2	28.8	27.2	26.7	24.3	27.3	1.8	0.2	0.4	(5.2)
EBITDA이익률 (%)	10.6	11.2	9.7	11.6	10.7	11.2	9.7	10.9	0.1	0.0	0.0	(0.7)
순이익	14.4	14.4	12.7	15.9	14.8	14.5	12.8	15.0	2.7	0.7	0.7	(6.0)

Note: K-IFRS 별도 기준

Source: KTB투자증권

Fig. 02: 종근당 연간 실적 전망 변경

(단위: 십억원)

	변경전			변경후			차이 (% , %p)		
	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
매출액	939.3	998.5	1,053.3	944.6	1,005.5	1,061.2	0.6	0.7	0.7
영업이익	81.6	85.5	88.6	80.6	84.5	87.6	(1.3)	(1.2)	(1.2)
영업이익률 (%)	8.7	8.6	8.4	8.5	8.4	8.3	(0.2)	(0.2)	(0.2)
EBITDA	103.1	107.0	109.4	102.0	106.0	108.4	(1.0)	(1.0)	(0.9)
EBITDA이익률 (%)	11.0	10.7	10.4	10.8	10.5	10.2	(0.2)	(0.2)	(0.2)
순이익	46.0	57.9	60.2	44.8	57.4	59.7	(2.7)	(0.8)	(0.8)

Note: K-IFRS 별도 기준

Source: KTB투자증권

Fig. 03: 종근당 '18년 3분기 잠정 실적

(단위: 억원)

	2018.09(P)	2017.09A	차이(%)	2018.06A	차이(%)
	(회사잠정)	(실적)	(YOY,%,%p)	(실적)	(QOQ,%,%p)
매출액	2,350	2,197	7.0	2,372	(0.9)
매출원가	1,389	1,287	8.0	1,407	(1.3)
매출원가율	59.1	58.6	0.5	59.3	(0.2)
매출총이익	961	910	5.6	965	(0.4)
판매비	750	673	11.5	779	(3.7)
판매비율	31.9	30.6	1.3	32.8	(0.9)
영업이익	210	237	(11.3)	186	13.1
영업이익률	9.0	10.8	(1.8)	7.8	1.1
세전 순이익	194	230	(15.6)	185	5.1
세전 순이익률	8.3	10.5	(2.2)	7.8	0.5
순이익	136	166	(18.1)	127	6.8
순이익률	5.8	7.5	(1.8)	5.4	0.4

Note: 상기 수치는 모두 K-IFRS 별도 기준

Source: 종근당, KTB투자증권

Fig. 04: 종근당 '18년 3분기 주요 ETC 품목별 잠정 매출

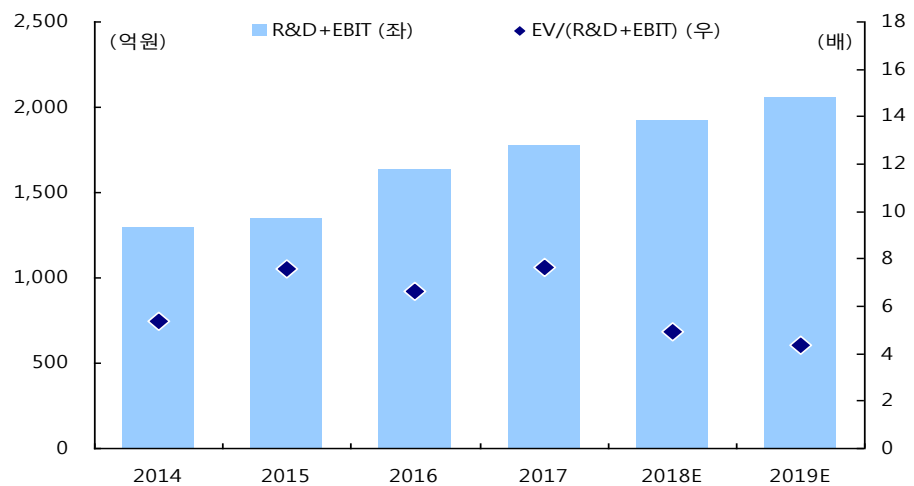
(단위: 억원)

제품명	적응증	2018.09(P)	2017.09A	YOY(%)	2018.06A	QOQ(%)
*자누비아/자누메트	당뇨치료제	330	292	12.9	375	(12.0)
*글리아티린	치매치료제	139	135	3.2	134	4.1
딜라트렌	고혈압치료제	112	106	5.9	112	0.3
리피로우	고지혈증치료제	98	99	(1.5)	100	(2.4)
*아토젯	고지혈증치료제	89	89	(0.4)	75	18.5
이모트	치주질환치료제	86	72	19.6	93	(7.8)
타크로벨	면역억제제	84	70	20.3	73	15.4
텔미누보	면역억제제	77	61	26.0	67	13.8
사이폴엔	고혈압복합제	71	64	11.1	64	11.2
프리그렐	항혈전제	55	51	8.8	51	7.7
ETC 주요 품목 합계		1,141	1,039	9.8	1,144	(0.3)
ETC 주요 품목(코프로모션 제외) 합계		583	522	11.6	560	4.0

Note: 1. 영업부 국내 매출, 수출 합산 금액 / 2. *표시는 코프로모션 품목

Source: 종근당, KTB투자증권

Fig. 05: 종근당 EV/(R&D+EBIT) multiple 추이



Note: 기말주가 기준

Source: KTB투자증권

재무제표 (K-IFRS 별도)

대차대조표

(단위:십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	338.8	365.8	401.9	462.9	526.8
현금성자산	21.7	45.4	42.1	89.5	132.9
매출채권	209.4	210.0	219.0	227.3	239.9
재고자산	98.3	104.3	134.7	139.9	147.7
비유동자산	302.9	299.0	306.0	299.1	293.6
투자자산	43.4	47.5	52.7	54.9	57.1
유형자산	244.7	237.2	238.5	228.8	220.5
무형자산	14.9	14.3	14.8	15.3	15.9
자산총계	641.7	664.8	707.9	761.9	820.3
유동부채	211.4	223.2	234.0	238.7	245.4
매입채무	85.0	95.1	108.5	112.6	118.9
유동성이자부채	84.6	81.1	78.1	78.1	78.1
비유동부채	76.0	40.0	42.7	43.5	44.4
비유동이자부채	40.0	11.5	14.1	14.1	14.1
부채총계	287.4	263.2	276.7	282.2	289.8
자본금	23.5	23.5	24.7	24.7	24.7
자본잉여금	271.4	271.4	270.2	270.2	270.2
이익잉여금	58.9	105.9	144.2	192.8	243.7
자본조정	0.5	0.8	(8.0)	(8.0)	(8.0)
자기주식	(0.4)	(0.4)	(7.3)	(7.3)	(7.3)
자본총계	354.3	401.6	431.1	479.7	530.6
투하자본	442.1	432.0	464.4	464.9	471.5
순차입금	102.9	47.2	50.1	2.8	(40.7)
ROA	6.7	8.2	6.5	7.8	7.5
ROE	12.2	14.2	10.8	12.6	11.8
ROIC	10.3	12.9	11.1	12.7	13.1

현금흐름표

(단위:십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업현금	57.8	80.2	37.5	72.2	69.1
당기순이익	40.9	53.6	44.1	57.4	59.7
자산상각비	23.9	22.0	21.5	21.5	20.8
운전자본증감	(36.2)	(23.3)	3.5	(9.0)	(13.7)
매출채권감소(증가)	(34.5)	0.5	(10.2)	(8.4)	(12.6)
재고자산감소(증가)	(17.6)	(19.6)	(34.4)	(5.2)	(7.8)
매입채무증가(감소)	20.7	10.0	14.0	4.2	6.2
투자현금	(43.4)	(15.6)	(25.4)	(16.0)	(16.8)
단기투자자산감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기투자증권감소	0.0	(2.1)	(1.1)	(2.2)	(2.2)
설비투자	(37.9)	(11.4)	(21.9)	(10.1)	(10.6)
유무형자산감소	(1.2)	(1.0)	(1.7)	(2.3)	(2.5)
재무현금	(5.6)	(40.9)	(15.4)	(8.8)	(8.8)
차입금증가	0.0	(32.5)	0.0	0.0	0.0
자본증가	(5.6)	(8.5)	(15.4)	(8.8)	(8.8)
배당금지급	5.6	8.5	8.5	8.8	8.8
현금 증감	8.9	23.7	(3.3)	47.4	43.5
총현금흐름(Gross CF)	110.8	125.7	34.1	81.2	82.8
(-) 운전자본증가(감소)	12.1	(11.9)	25.6	9.0	13.7
(-) 설비투자	37.9	11.4	21.9	10.1	10.6
(+) 자산매각	(1.2)	(1.0)	(1.7)	(2.3)	(2.5)
Free Cash Flow	67.4	110.1	12.1	56.2	52.3
(-) 기타투자	0.0	2.1	1.1	2.2	2.2
잉여현금	67.4	108.0	11.0	54.1	50.1

Source: KTB투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	832.0	884.3	944.6	1,005.5	1,061.2
증가율 (Y-Y,%)	40.4	6.3	6.8	6.4	5.5
영업이익	61.2	78.1	80.6	84.5	87.6
증가율 (Y-Y,%)	43.4	27.5	3.1	4.9	3.6
EBITDA	85.2	100.1	102.0	106.0	108.4
영업외손익	(4.5)	(3.6)	(8.3)	(2.5)	(2.4)
순이자수익	(4.0)	(3.0)	(2.1)	(2.2)	(2.2)
외화관련손익	0.4	(0.8)	0.2	0.0	0.0
지분법손익	(0.3)	(1.0)	(1.2)	(1.5)	(1.5)
세전계속사업손익	56.8	74.5	72.2	82.0	85.2
당기순이익	40.9	53.6	44.8	57.4	59.7
증가율 (Y-Y,%)	흑전	31.0	(16.5)	28.3	3.9
NOPLAT	44.2	56.2	49.9	59.2	61.3
(+) Dep	23.9	22.0	21.5	21.5	20.8
(-) 운전자본투자	12.1	(11.9)	25.6	9.0	13.7
(-) Capex	37.9	11.4	21.9	10.1	10.6
OpFCF	18.1	78.7	23.8	61.6	57.8
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	112.8	17.6	16.8	6.5	6.3
영업이익증가율(3Yr)	101.0	13.1	23.6	11.3	3.9
EBITDA증가율(3Yr)	98.9	10.4	16.0	7.5	2.7
순이익증가율(3Yr)	110.1	15.1	n/a	11.9	3.6
매출총이익률(%)	40.3	40.7	40.4	40.5	40.5
영업이익률(%)	7.4	8.8	8.5	8.4	8.3
EBITDA마진(%)	10.2	11.3	10.8	10.5	10.2
순이익률(%)	4.9	6.1	4.7	5.7	5.6

주요투자지표

(단위:원, 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
Per share Data					
EPS	4,157	5,445	4,533	5,815	6,040
BPS	34,454	39,309	42,145	47,009	52,093
DPS	900	900	900	900	1,000
Multiples(x, %)					
PER	24.0	24.3	20.0	15.6	15.0
PBR	2.9	3.4	2.2	1.9	1.7
EV/ EBITDA	12.8	13.5	9.3	8.5	7.9
배당수익률	0.9	0.7	1.0	1.0	1.1
PCR	8.9	10.4	26.3	11.0	10.8
PSR	1.2	1.5	0.9	0.9	0.8
재무건전성 (%)					
부채비율	81.1	65.6	64.2	58.8	54.6
Net debt/Equity	29.0	11.8	11.6	0.6	n/a
Net debt/EBITDA	120.7	47.2	49.1	2.6	n/a
유동비율	160.2	163.9	171.7	193.9	214.7
이자보상배율	15.3	26.4	37.7	38.6	40.5
이자비용/매출액	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
자산구조					
투하자본(%)	87.2	82.3	83.0	76.3	71.3
현금+투자자산(%)	12.8	17.7	17.0	23.7	28.7
자본구조					
차입금(%)	26.0	18.7	17.6	16.1	14.8
자기자본(%)	74.0	81.3	82.4	83.9	85.2

▶ Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수 합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다.
 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다.
 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주권사로 참여하지 않았습니다.
 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.
 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다.
 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다.

▶ 투자등급 비율

BUY :	88%	HOLD :	12%	SELL :	0%
-------	-----	--------	-----	--------	----

▶ 투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

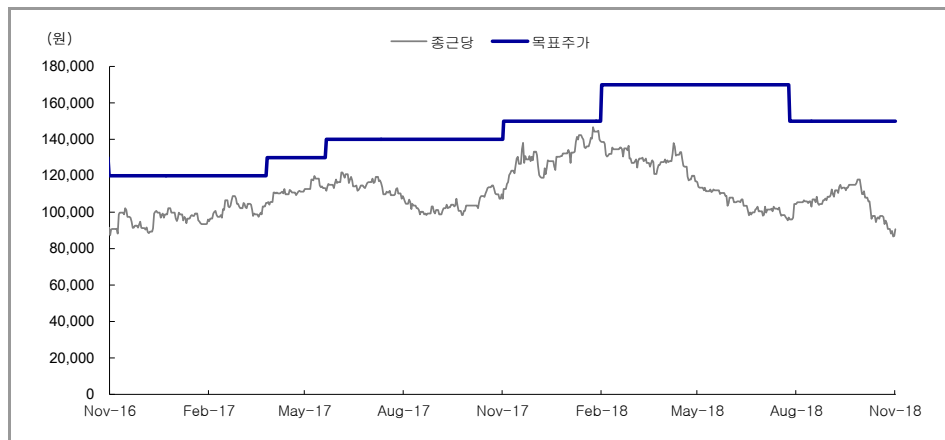
- STRONG BUY: 추천기준일 증가대비 +50%이상.
- BUY: 추천기준일 증가대비 +15%이상~+50%미만.
- REDUCE: 추천기준일 증가대비 -5%미만.
- HOLD: 추천기준일 증가대비 -5%이상~ +15%미만.
- SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커졌을 경우 잠정적으로 분석 중단. 목표가는 미제시.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
 당사의 투자의견 중 STRONG BUY, BUY는 "매수", HOLD는 "중립", REDUCE는 "매도"에 해당.
 동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음.

- Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상되는 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

▶ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내용



일자	2017.3.30	2017.5.24	2017.11.6	2018.2.5	2018.7.30
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
목표주가	130,000원	140,000원	150,000원	170,000원	150,000원

	일자	목표주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
목표주가 대비	2017.03.30	130,000원	112,178원	119,874원	-9.66	-3.46
실제주가 괴리율	2017.05.24	140,000원	108,969원	121,785원	-18.51	-8.93
	2017.11.03	150,000원	130,934원	146,619원	-8.61	2.33
	2018.02.05	170,000원	116,608원	138,000원	-31.41	-18.82
	2018.07.30	150,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 목표주가 변경일로부터 최근 증가 산출일(2018년 11월 2일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.