

종근당

(185750)

BUY

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

Stock Information

현재가 (1/31)	106,000원
예상 주가상승률	41.5%
시가총액	10,993억원
비중(KOSPI내)	0.08%
발행주식수	10,370천주
52주 최저가 / 최고가	82,667 - 137,978원
3개월 일평균거래대금	30억원
외국인 지분율	13.6%
주요주주지분율(%)	
종근당홀딩스 (외 5인)	35.4
국민연금공단	11.8
(재)종근당고촌재단	6.8

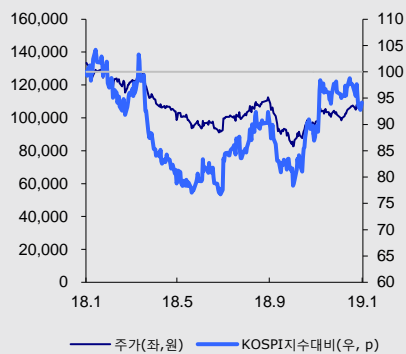
Valuation wide

	2017	2018P	2019E
PER(배)	24.3	23.9	20.2
PBR(배)	3.4	2.5	2.3
EV/EBITDA(배)	13.5	11.6	11.1
배당수익률(%)	0.7	0.8	0.8

Performance

	1M	6M	12M	YTD
주가상승률(%)	3.9	6.4	(20.6)	3.9
KOSPI대비 상대수익률(%)	(4.1)	10.3	(6.5)	(4.1)

Price Trend



ktb 투자증권

Earnings review

1 Feb. 2019

제약/바이오 이해린 hrin@ktb.co.kr

제약/바이오 강하영 hy.kang@ktb.co.kr

R&D 비용 확대에도 양호한 수익성 유지

▶ Highlight

4Q18 영업이익 컨센서스 소폭 하회했으나, 확대 집행된 R&D 비용 고려하면 호실적

▶ Pitch

- 목표가 15만원 유지. 4Q18 잠정실적과 연간 R&D 비용 집행계획 반영에 따라 2019년 추정 영업이익의 7% 하향, 목표가 산출 기준 이익지표 R&D+EBIT은 오히려 1% 상향조정
- 투자의견 BUY 유지. 현 주가 2019년 예상 PER 20배로 업종 평균 대비 40% 내외 할인거래. EV/(R&D+EBIT) multiple 5.3배로 분할 후인 2014~2017Y 4년 평균(6.8배, 기말 주가 기준) 대비 20% 내외 할인거래 증으로 밸류에이션 매력 있다고 판단
- 2019년 R&D 모멘텀은 기술수출 가능성 보다는 2020년부터 수출 실적 확대에 기여할 수 있는 NESP 바이오시밀러 일본 품목허가 및 출시(4Q19)와 현재 미국에서 전임상 마무리 단계에 있는 이중항체 항암제 Pipeline CKD-702의 임상 진입 등이 주요

▶ In detail

- 4Q 별도 매출 YOY +9%, QOQ +13%. 우리 추정치와 컨센서스 3~4% 상회. 타미플루 매출 회복과 수출 호조 영향. 타미플루와 수출 제외시 4Q 매출신장률 YOY 3% 내외
- 4Q17 재조정으로 일시 부진했던 타미플루 매출 정상화되며 YOY 90억 순증. 4Q 수출 196억(YOY +40%), NESP 바이오시밀러 일본 품목허가 신청 관련 기술료가 20억 반영
- 4Q 영업이익 192억으로 YOY -10%, QOQ -9%. 우리 추정치와 컨센서스 10% 내외 하회했으나, R&D 비용 증가 영향. 4Q R&D 비용(판관비+원가) 352억으로 YOY +54%/QOQ +27억, 우리 예상보다 +50억. R&D+EBIT 544억으로 YOY/QOQ +7%로 호실적
- 18년 연간 별도 매출 9,557억, 영업이익 780억으로 YOY 각각 +8%, Flat. 연간 R&D 비용 1,148억으로 YOY +16%(+159억), 매출액 비중 12%(YOY +0.8%p)로 확대. R&D+EBIT 1,928억으로 YOY +9%, R&D+EBIT 마진율 20.2%(+0.2%p) 시현
- 19년 별도 매출 10,148억(YOY +6.2%), 영업이익 777억(-0.4%) 추정. 연간 R&D 비용 1,298억(YOY +150억)으로 확대 반영 영향. R&D+EBIT 2,075억(+7.6%) 추정. R&D+EBIT 마진율 20.5%로 18년 대비 0.3%p 개선을 예상
- 19년 매출 순증은 기존 주력 품목 처방확대 외 CJ헬스케어 케이캡(위식도역류질환 치료제)과 MSD 스테글라트르(당뇨치료제, SGLT-2 저해제) 신규 코프로모션 효과 및 프롤리아(골다공증치료제) 1차치료제로의 급여 적용 확대 가능성 등을 반영

▶ Review

(단위: 십억원, %)

	회사잠정 '18.12P	당사 추정치 대비 '18.12E 차이(%)	전년 동기 대비 '17.12A 차이(%)	전분기 대비 '18.09A 차이(%)	시장 컨센서스 대비 '18.12E 차이(%)
매출액	265.1	254.0 4.4	243.9 8.7	235.0 12.8	257.6 2.9
영업이익	19.2	21.6 (11.4)	21.3 (10.0)	21.0 (8.9)	21.1 (9.2)
순이익	13.3	14.6 (8.9)	14.4 (7.9)	13.6 (2.3)	15.1 (12.1)
이익률(%)					
영업이익	7.2	8.5	8.7	9.0	8.2
순이익	5.0	5.7	5.9	5.8	5.9
차이(%p)					
영업이익률		(1.3)	(1.5)	(1.7)	(1.0)
순이익률		(0.7)	(0.9)	(0.8)	(0.9)

Note: K-IFRS 별도 기준 / Source: KTB투자증권

Fig. 01: 종근당 분기 실적 전망 변경

(단위: 십억원)

	변경전				변경후				차이(%,%p)			
	2019.03	2019.06	2019.09	2019.12	2019.03	2019.06	2019.09	2019.12	2019.03	2019.06	2019.09	2019.12
매출액	239.1	251.4	251.2	263.7	239.2	251.3	251.2	273.1	0.0	0.0	0.0	3.5
영업이익	21.0	19.2	22.0	21.5	19.6	18.2	20.7	19.2	(6.8)	(5.2)	(5.8)	(10.9)
영업이익률(%)	8.8	7.6	8.8	8.2	8.2	7.2	8.2	7.0	(0.6)	(0.4)	(0.5)	(1.1)
EBITDA	26.5	24.6	27.3	26.8	25.0	23.6	26.1	24.5	(5.4)	(4.1)	(4.6)	(8.7)
EBITDA이익률(%)	11.1	9.8	10.9	10.2	10.5	9.4	10.4	9.0	(0.6)	(0.4)	(0.5)	(1.2)
순이익	14.2	12.9	14.8	14.5	13.1	12.1	13.9	12.8	(7.5)	(6.0)	(6.4)	(11.8)

Note: K-IFRS 별도 기준

Source: KTB투자증권

Fig. 02: 종근당 연간 실적 전망 변경

(단위: 십억원)

	변경전			변경후			차이(%,%p)		
	2018P	2019E	2020E	2018P	2019E	2020E	2018P	2019E	2020E
매출액	944.6	1,005.5	1,061.2	955.7	1,014.8	1,069.9	1.2	0.9	0.8
영업이익	80.5	83.8	86.4	78.0	77.7	79.9	(3.1)	(7.2)	(7.5)
영업이익률(%)	8.5	8.3	8.1	8.2	7.7	7.5	(0.4)	(0.7)	(0.7)
EBITDA	101.8	105.2	107.1	99.4	99.1	100.7	(2.4)	(5.7)	(6.0)
EBITDA이익률(%)	10.8	10.5	10.1	10.4	9.8	9.4	(0.4)	(0.7)	(0.7)
순이익	45.1	56.4	58.3	43.8	51.9	53.5	(2.9)	(8.0)	(8.2)

Note: K-IFRS 별도 기준

Source: KTB투자증권

Fig. 03: 종근당 '18년 4분기 잠정 실적

(단위: 억원)

	2018.12(P)	2017.12A	차이(%)	2018.09A	차이(%)
	(회사잠정)	(실적)	(YOY,%,%p)	(실적)	(QOQ,%,%p)
매출액	2,651	2,439	8.7	2,350	12.8
매출원가	1,631	1,441	13.2	1,389	17.4
매출원가율	61.5	59.1	2.5	59.1	2.4
매출총이익	1,020	998	2.2	961	6.2
판관비	829	785	5.5	750	10.4
판관비율	31.3	32.2	(0.9)	31.9	(0.7)
영업이익	192	213	(10.0)	210	(8.9)
영업이익률	7.2	8.7	(1.5)	9.0	(1.7)
세전 순이익	187	200	(6.3)	194	(3.5)
세전 순이익률	7.1	8.2	(1.1)	8.3	(1.2)
순이익	133	144	(7.9)	136	(2.3)
순이익률	5.0	5.9	(0.9)	5.8	(0.8)

Note: 상기 수치는 모두 K-IFRS 별도 기준

Source: 종근당, KTB투자증권

Fig. 04: 종근당 '18년 4분기 주요 ETC 품목별 잠정 매출

(단위: 억원)

제 품명	적용증	2018.12(P)	2017.12A	YOY(%)	2018.09A	QOQ(%)
*자누비아/자누메트	당뇨치료제	1,325	1,188	11.6	984	34.7
*글리아티린	치매 치료제	528	491	7.5	379	39.4
딜라트렌	고혈압치료제	440	428	2.9	330	33.5
리피로우	고지혈증치료제	391	416	(6.2)	290	34.5
*아토젯	고지혈증치료제	359	309	16.1	242	48.0
이모튼	치주질환치료제	319	271	17.7	253	25.9
타크로벨	면역억제제	299	291	2.8	213	40.2
텔미누보	고혈압복합제	278	253	10.0	203	37.5
사이폴엔	면역억제제	253	252	0.4	183	38.2
*바이토린	항고지혈증제	226	245	(7.9)	174	30.0
ETC 주요 품목 합계		4,419	4,145	6.6	3,251	35.9
ETC 주요 품목(코프로모션 제외) 합계		1,981	1,912	3.6	1,473	34.5

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

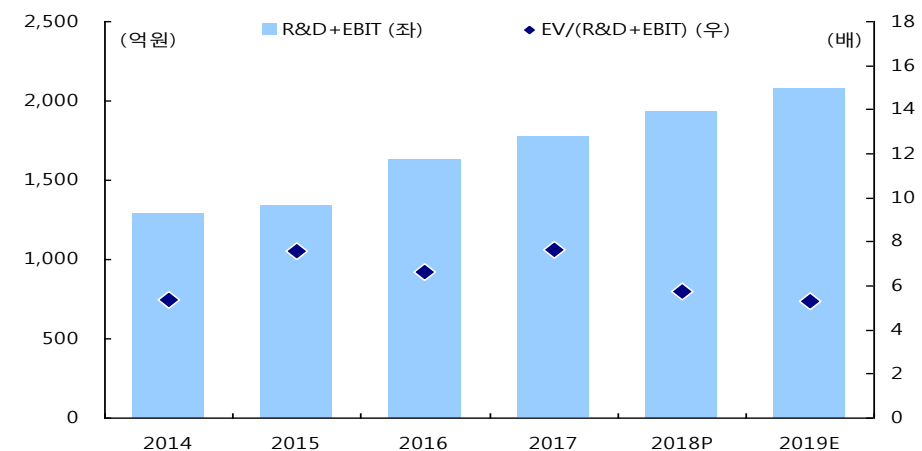
Source: 종근당, KTB투자증권

Fig. 05: 종근당 목표가 산출 내역

2019년 추정 EBIT+R&D (억원) ①	2,075	
Target EV/(EBIT+R&D) multiple (배) ②	7.4	한미 제외 커버리지 대형 제약사 2005~2014Y 10년 평균 30% 할인
순차입금 (억원) ③	46	2019년말 추정치
적정 시가총액 (억원) ④ = ①×②-③	15,249	
보통주 발행주식수(천주)	10,364	자사주 제외
목표가 (원)	147,126	

Source: KTB투자증권

Fig. 06: 종근당 EV/(R&D+EBIT) multiple 추이



Note: 기말주가 기준

Source: KTB투자증권

재무제표 (K-IFRS 별도)

대차대조표

(단위:십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
유동자산	338.8	365.8	399.2	453.6	510.9
현금성자산	21.7	45.4	43.7	87.6	125.2
매출채권	209.4	210.0	228.5	235.4	248.2
재고자산	98.3	104.3	120.8	124.4	131.2
비유동자산	302.9	299.0	304.2	297.3	291.9
투자자산	43.4	47.5	52.8	54.9	57.2
유형자산	244.7	237.2	236.7	227.1	218.8
무형자산	14.9	14.3	14.7	15.3	15.9
자산총계	641.7	664.8	703.4	750.9	802.7
유동부채	211.4	223.2	229.4	233.0	239.3
매입채무	85.0	95.1	103.8	106.9	112.7
유동성이자부채	84.6	81.1	78.1	78.1	78.1
비유동부채	76.0	40.0	43.6	44.5	45.4
비유동이자부채	40.0	11.5	14.1	14.1	14.1
부채총계	287.4	263.2	273.0	277.5	284.6
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	143.0	186.1	230.7
자본조정	0.5	0.8	(7.5)	(7.5)	(7.5)
자기주식	(0.4)	(0.4)	(7.3)	(7.3)	(7.3)
자본총계	354.3	401.6	430.4	473.4	518.1
투하자본	442.1	432.0	461.9	460.4	466.6
순차입금	102.9	47.2	48.5	4.6	(33.0)
ROA	6.7	8.2	6.4	7.1	6.9
ROE	12.2	14.2	10.5	11.5	10.8
ROIC	10.3	12.9	10.9	11.8	12.1

현금흐름표

(단위:십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
영업현금	57.8	80.2	37.3	68.9	63.5
당기순이익	40.9	53.6	42.6	51.9	53.5
자산상각비	23.9	22.0	21.4	21.4	20.8
운전자본증감	(36.2)	(23.3)	7.8	(7.0)	(13.3)
매출채권감소(증가)	(34.5)	0.5	(20.3)	(6.9)	(12.8)
재고자산감소(증가)	(17.6)	(19.6)	(21.0)	(3.6)	(6.8)
매입채무증가(감소)	20.7	10.0	9.1	3.1	5.8
투자현금	(43.4)	(15.6)	(23.6)	(16.2)	(17.0)
단기투자자산감소	0.0	0.0	(1.0)	0.0	0.0
장기투자증권감소	0.0	(2.1)	(1.1)	(2.4)	(2.4)
설비투자	(37.9)	(11.4)	(19.5)	(10.1)	(10.7)
유무형자산감소	(1.2)	(1.0)	(1.6)	(2.3)	(2.4)
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	(1.7)	43.8	37.6
총현금흐름(Gross CF)	110.8	125.7	29.5	75.9	76.8
(-) 운전자본증가(감소)	12.1	(11.9)	26.0	7.0	13.3
(-) 설비투자	37.9	11.4	19.5	10.1	10.7
(+) 자산매각	(1.2)	(1.0)	(1.6)	(2.3)	(2.4)
Free Cash Flow	67.4	110.1	13.8	52.7	46.5
(-) 기타투자	0.0	2.1	1.1	2.4	2.4
잉여현금	67.4	108.0	12.7	50.3	44.1

Source: KTB투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
매출액	832.0	884.3	955.7	1,014.8	1,069.9
증가율 (Y-Y,%)	40.4	6.3	8.1	6.2	5.4
영업이익	61.2	78.1	78.0	77.7	79.9
증가율 (Y-Y,%)	43.4	27.5	(0.1)	(0.4)	2.9
EBITDA	85.2	100.1	99.4	99.1	100.7
영업외손익	(4.5)	(3.6)	(7.6)	(3.5)	(3.5)
순이자수익	(4.0)	(3.0)	(2.2)	(2.2)	(2.2)
외화관련손익	0.4	(0.8)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.3)	(1.0)	(1.3)	(1.7)	(1.7)
세전계속사업손익	56.8	74.5	70.4	74.2	76.5
당기순이익	40.9	53.6	43.8	51.9	53.5
증가율 (Y-Y,%)	흑전	31.0	(18.3)	18.4	3.1
NOPLAT	44.2	56.2	48.6	54.4	55.9
(+) Dep	23.9	22.0	21.4	21.4	20.8
(-) 운전자본투자	12.1	(11.9)	26.0	7.0	13.3
(-) Capex	37.9	11.4	19.5	10.1	10.7
OpFCF	18.1	78.7	24.5	58.7	52.6
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	112.8	17.6	17.3	6.8	6.6
영업이익증가율(3Yr)	101.0	13.1	22.2	8.3	0.8
EBITDA증가율(3Yr)	98.9	10.4	15.0	5.2	0.2
순이익증가율(3Yr)	110.1	15.1	n/a	8.2	(0.1)
매출총이익율(%)	40.3	40.7	39.7	39.8	39.8
영업이익률(%)	7.4	8.8	8.2	7.7	7.5
EBITDA마진(%)	10.2	11.3	10.4	9.8	9.4
순이익률(%)	4.9	6.1	4.6	5.1	5.0

주요투자지표

(단위:원, 배)	2016	2017	2018P	2019E	2020E
Per share Data					
EPS	4,157	5,445	4,437	5,253	5,413
BPS	34,454	39,309	42,073	46,375	50,832
DPS	900	900	900	900	1,000
Multiples(x, %)					
PER	24.0	24.3	23.9	20.2	19.6
PBR	2.9	3.4	2.5	2.3	2.1
EV/ EBITDA	12.8	13.5	11.6	11.1	10.6
배당수익율	0.9	0.7	0.8	0.8	0.9
PCR	8.9	10.4	35.5	13.8	13.6
PSR	1.2	1.5	1.1	1.0	1.0
재무건전성 (%)					
부채비율	81.1	65.6	63.4	58.6	54.9
Net debt/Equity	29.0	11.8	11.3	1.0	n/a
Net debt/EBITDA	120.7	47.2	48.8	4.7	n/a
유동비율	160.2	163.9	174.0	194.7	213.5
이자보상배율	15.3	26.4	36.2	34.9	36.3
이자비용/매출액	0.5	0.4	0.3	0.3	0.3
자산구조					
투하자본(%)	87.2	82.3	82.7	76.4	71.9
현금+투자자산(%)	12.8	17.7	17.3	23.6	28.1
자본구조					
차입금(%)	26.0	18.7	17.6	16.3	15.1
자기자본(%)	74.0	81.3	82.4	83.7	84.9

▶ 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 : 92% HOLD : 8% SELL : 0%

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.

▶ 투자등급 관련사항

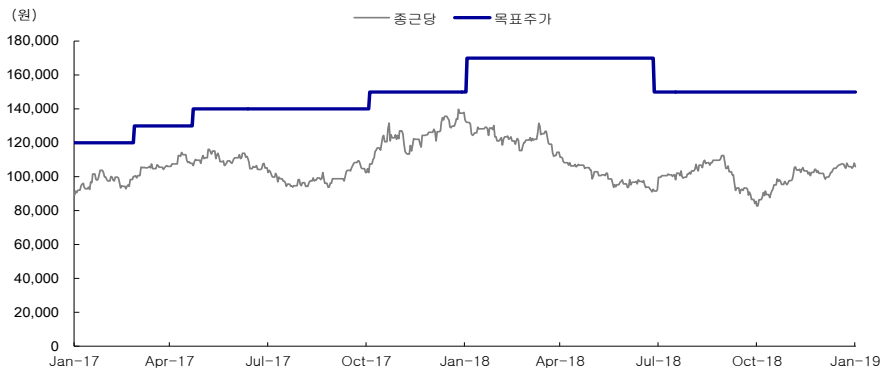
아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- 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	106,961원	114,299원	-9.66	-3.46
	2017.05.24	140,000원	103,933원	116,120원	-18.49	-8.93
실제주가 괴리율	2017.11.06	150,000원	125,125원	139,800원	-8.41	2.33
	2018.02.05	170,000원	111,184원	131,581원	-31.41	-18.82
	2018.07.30	150,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 1년내 목표주가 변경일로부터 최근 증가 산출일(2019년 1월 31일)

** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 목표주가) / 목표주가