Portfolio에 약이되는 Analyst 김미현입니다.
(02)3770-3547 miriam.kim@tongyang.co.kr

동양증권

종근당 (001630)

실적과 가격을 겸비한 제약주

투자의견: BUY (M)
목표주가: 72,000원 (M)

제약/바이오

주가	58,800원
자본금	326억원
시가총액	7,673억원
주당순자산	31,331원
부채비율	51.28%
총발행주식수	13,050,000주
60일 평균 거래대금	65억원
60일 평균 거래량	114,520주
52주 고	63,000원
52주 저	19,550원
외인지분율	24.72%
주요주주	이장한 외 10인 20.16%

주가수익률 (%)

	1개월	3개월	12개월
절대	5.6	(0.8)	192.5
상대	6.9	2.1	184.9
절대(달러환산)	6.4	(1.1)	200.1

자료: Datastream

Why This Report

동사는 작년 여름부터 시작된 제약/바이오 랠리에서 200%의 주가 상승률을 보여준 그야말로 최고의 주식이었습니다. 향후에도 제약/바이오에 대한 관심이 지속되면서, 실적 성장 및 Valuation 매력을 보유한 동사의 Outperform 이 예상됩니다. 동사의 최대 강점은 유연한 Product Portfolio 운영을 통한 성장이라고 생각하는데요.. 향후 R&D 능력도 서서히 발전될 것으로 기대가 됩니다. 올해 R&D 비용 증가 및 인력 충원에도 불구하고, 실적도 상당히 양호합니다.^^*

Investment Point

인원 충원 및 R&D 비용 증가에도 우수한 2분기 실적 예상

▶ K-IFRS 별도 기준 동사의 2분기 매출액은 1,301억원(+8.9% YoY, +10.3 QoQ), 영업이익 181억원(+15.3% YoY, +19.9% QoQ, OPM 13.9%), 순이익 129억원(+15.2% YoY, +29.0% QoQ)으로 Consensus 추정치를 소폭 상회할 것으로 보인다.

유연한 Product Porfolio 운영(신규 의약품의 빠른 출시)이 최대 강점

▶ 동사는 전통적으로 제네릭 의약품에 강점을 가진 제약사로 신규 의약품을 빨리 출시하면서 Product Portfolio 를 유연하게 운영할 수 있다는 강점을 가지고 있다. 올해 주요 신제품으로는 지난 1월 텔미트렌(고혈압 치료제 미카르디스 제네릭) 및 유파시딘 S(위염 치료제 스티렌 개량신약)을 출시하였고, 4월에는 고혈압 복합제 텔미누보(Beohringer Ingelheim 의 트윈스타에 대한 개량신약)를 출시하였다. 특히 텔미누보는 올해 매출 100억원을 목표로 하고 있는데, 국내 5번째로 출시되는 고혈압 복합제로 향후 고성장할 것이 확실시되고 있다(Page 3 참조).

투자의견 BUY, 목표주가 72,000원, Top Pick 유지

- **상반기 다수의 신규 제네릭 출시로 하반기 매출 고성장 예감**
- **신약 당뇨병 치료제 '듀비에' 허가 및 Mylan향 면역억제제 수출 개시도 긍정적**

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도) (단위: 억원, 원, %, 배)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	4,422	4,612	5,101	5,474	5,764
매출액증가율	5.4	4.3	10.6	7.3	5.3
영업이익	688	577	653	744	818
영업이익률	15.6	12.5	12.8	13.6	14.2
지배주주귀속 순이익	491	257	480	552	615
지배주주 귀속 EPS	3,759	1,970	3,677	4,234	4,712
증가율	22.4	-47.6	86.6	15.1	11.3
PER	6.4	11.9	16.0	13.9	12.5
PBR	0.9	0.8	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	4.6	5.0	10.1	8.9	7.8
ROA	8.8	4.4	8.1	8.9	9.2
ROE	15.0	7.3	12.7	13.3	13.3

주: 영업이익=매출총이익-판관비 / 자료: 동양증권

■ 인원 충원 및 R&D 비용 증가에도 우수한 2분기 실적 예상

K-IFRS 별도 기준 동사의 2분기 매출액은 1,301억원(+8.9% YoY, +10.3 QoQ), 영업이익 181억원(+15.3% YoY, +19.9% QoQ, OPM 13.9%), 순이익 129억원(+15.2% YoY, +29.0% QoQ)으로 Consensus 추정치를 소폭 상회할 것으로 보인다.

올해 초부터 200여명(영업인력 100명 포함. 총인원 1,700여명)의 인원 충원으로 분기당 추가 인건비가 20~25억원 발생하고 있으며, R&D 비용은 작년 505억원(매출 대비 10.9%)에서 올해 586억원(매출 대비 11.5%) 수준으로 증가할 것으로 보인다. 그럼에도 불구하고 수익성이 꾸준히 개선되고 있어 동사의 탁월한 Earnings Power 를 확인할 수 있다.

1) 유연한 Product Porfolio 운영(신규 의약품의 빠른 출시)이 최대 강점

동사는 전통적으로 제네릭 의약품에 강점을 가진 제약사로 신규 의약품을 빨리 출시하면서 Product Portfolio 를 유연하게 운영할 수 있다는 강점을 가지고 있다. 올해 주요 신제품으로는 지난 1월 텔미트렌(고혈압 치료제 미카르디스 제네릭) 및 유파시딘 S(위염 치료제 스티렌 개량신약)을 출시하였고, 4월에는 고혈압 복합제 텔미누보(고혈압 치료제 트윈스타에 대한 개량신약)를 출시하였다. 특히 텔미누보는 올해 매출 100억원을 목표로 하고 있는데, 국내 5번째로 출시되는 고혈압 복합제로 향후 고성장할 것이 확실시되고 있다(Page 3 참조).

또한 동사는 이달 초 자체개발 신약인 당뇨병 치료제 '듀비에' 에 대해 국내 허가를 받았으며, 내년 1월 출시할 예정이다. 듀비에는 Glitazone 계열 당뇨병 치료제로, 동사는 Annual Peak Sales 를 300억원 수준으로 예상하고 있다.

종근당 2 분기 경영실적 전망 (K-IFRS 별도) (단위: 억원)

	2Q12	3Q12	4Q12	1Q13	**2Q13F**	YoY	QoQ	2Q13F(Consensus)	2012	2013F
매출액	1,195	1,176	1,200	1,179	**1,301**	8.9%	10.3%	1,293	4,612	5,121
매출원가	556	509	550	514					2,089	
COGS%	46.5%	43.3%	45.8%	43.6%					45.3%	
매출총이익	639	667	650	665					2,523	
판관비	482	493	507	514					1,946	
SG&A%	40.3%	41.9%	42.3%	43.6%					42.2%	
영업이익	157	175	143	151	**181**	15.3%	19.9%	176	577	690
OPM%	13.1%	14.9%	11.9%	12.8%	**13.9%**			13.6%	12.5%	13.5%
기타손익	9	-7	-11	-12	**-3**	NA	NA	-2	-20	-2
세전계속사업이익	166	168	132	139	**178**	7.2%	28.1%	174	557	688
법인세비용	54	191	35	39	**49**	-9.3%	25.6%	51	300	183
Tax Rate%	32.5%	113.7%	26.5%	28.1%	**27.5%**			29.3%	53.9%	26.6%
당기순이익	112	-23	97	100	**129**	15.2%	29.0%	123	257	505
NPM%	9.4%	-2.0%	8.1%	8.5%	**9.9%**			9.5%	5.6%	9.9%

자료: FnGuide, 동양증권 리서치센터

국내 고혈압 복합제 시장 현황 (단위: 억원)

출시순	제품명	성분	개발사	공동 판매사	2008	2009	2010	2011	2012	YoY('12)
1	엑스포지	valsartan (ARB) + amlodipine (CCB)	Novartis	Pfizer	184	443	619	742	812	9.4%
2	아모잘탄	losartan (ARB) + amlodipine (CCB)	한미약품	MSD		175	465	546	577	5.7%
3	세비카	olmesartan (ARB) + amlodipine (CCB)	Daiichi Sankyo	대웅제약		35	182	310	438	41.3%
4	**트윈스타**	**telmisartan (ARB) + amlodipine (CCB)**	**베링거 인겔하임**	**유한양행**			**40**	**323**	**555**	**71.8%**
5	**텔미누보**	**telmisartan (ARB) + S-amlodipine (CCB)**	**종근당 (2013.4 출시)**							

자료: 동양증권 리서치센터

2) 2분기 일본향 CMO 수출 개시

동사는 올해 글로벌 4위 제네릭 제약사 Mylan 의 일본 지사와 CMO(Contract Manufacturing Organization) 계약을 맺고 2분기(50억원 추정)부터 면역억제제를 공급하였으며, 연매출 100억원을 예상하고 있다. 면역억제제는 주로 장기이식환자의 면역반응 억제를 위해 장기간 투여되기 때문에, 안전성이 매우 중요하여 제네릭 의약품의 Penetration 이 높지 않다. 동사는 면역억제제 3종(Tacrolimus, Microemulsion Cyclosporin, Mycophenolate Mofetil)에 대한 Generic Version 을 모두 보유하고 있다.

3) 연말 지주사 분할로 기업가치 상승 예상

동사는 오는 11월 2일 기업을 분할할 예정인데, 종근당홀딩스(가칭, 존속법인)가 종근당 및 주요 자회사를 지배하는 지주회사가 되고, 종근당(가칭, 신설법인)이 의약품 사업을 영위하는 사업회사가 될 예정이다. 주요 자회사 경보제약(원료의약품 사업 영위)은 지주회사에 소속될 예정인데, 원료의약품 산업 전망이 긍정적이라 지주회사의 기업가치 향상에 기여할 것으로 보인다.

경보제약은 원료의약품(API, Active Pharmaceutical Ingredient) 생산업체로 수출 비중이 약 50%이며, 수출의 절반은 일본향이다. 작년 API 산업이 호황을 누리면서 경보제약의 실적도 크게 개선되었는데, 올해는 엔화 약세의 영향으로 전년 수준 이상의 순이익을 기대하기는 어려울 것으로 추정된다.

경보제약 실적 및 종근당 지분법이익 변화 (단위: 억원)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	**2012**	1Q13	YoY
경보제약 매출	608	626	878	1,217	1,402	1,404	**1,528**	374	19.8%
경보제약 순이익	3	-60	26	72	92	80	**145**	29	107.6%
NPM%	0.4%	-9.6%	2.9%	5.9%	6.6%	5.7%	**9.5%**	7.7%	
지분율%	59.1%	59.1%	59.3%	59.3%	59.3%	59.3%	**59.3%**	59.3%	
종근당 지분법이익	-21	-12	-17	40	54	42	**74**		

주: 2011, 2012 지분법이익은 추정치
자료: 동양증권 리서치센터

종근당 (001630) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

손익계산서 (단위: 억원)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액	**4,422**	**4,612**	**5,101**	**5,474**	**5,764**
매출원가	1,741	2,089	2,316	2,458	2,571
매출총이익	2,681	2,523	2,785	3,016	3,193
판관비	1,993	1,946	2,132	2,272	2,375
영업이익	688	577	653	744	818
EBITDA	788	711	780	861	928
영업외손익	**-11**	**-20**	**13**	**23**	**36**
외환관련손익	**9**	**-11**	**-7**	**-7**	**-7**
이자손익	-51	-40	-23	-13	-1
관계기업관련손익	0	-1	-1	-1	-1
기타	**31**	**31**	**44**	**44**	**44**
법인세비용차감전순손익	676	557	666	767	854
법인세비용	186	299	187	215	239
계속사업순손익	491	257	480	552	615
중단사업순손익	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
당기순이익	**491**	**257**	**480**	**552**	**615**
지배지분순이익	491	257	480	552	615
포괄순이익	470	226	449	522	584
지배지분포괄이익	470	226	449	522	584

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
유동자산	**2,951**	**2,827**	**2,976**	**3,391**	**3,855**
현금및현금성자산	597	378	320	577	919
매출채권 및 기타채권	1,630	1,447	1,568	1,677	1,762
재고자산	505	600	664	712	750
비유동자산	**2,758**	**3,082**	**2,992**	**3,041**	**3,097**
유형자산	1,759	2,093	2,005	2,056	2,114
관계기업등 지분관련자산	377	373	370	367	364
기타투자자산	**188**	**170**	**170**	**170**	**170**
자산총계	5,709	5,910	5,969	6,432	6,952
유동부채	1,518	1,375	1,386	1,382	1,373
매입채무 및 기타채무	611	700	742	768	789
단기차입금	330	300	270	240	210
유동성장기부채	466	297	297	297	297
비유동부채	748	953	637	667	697
장기차입금	466	666	350	380	410
사채	**0**	**0**	**0**	**0**	**0**
부채총계	2,266	2,328	2,023	2,049	2,070
지배지분	**3,443**	**3,582**	**3,945**	**4,383**	**4,882**
자본금	326	326	326	326	326
자본잉여금	391	391	391	391	391
이익잉여금	2,862	3,008	3,403	3,871	4,401
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	3,443	3,582	3,945	4,383	4,882
순차입금	458	493	205	-52	-394
총차입금	1,262	1,262	916	916	916

현금흐름표 (단위: 억원)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
영업활동 현금흐름	**449**	**500**	**479**	**575**	**660**
당기순이익	491	257	480	552	615
감가상각비	81	115	109	99	92
외환손익	-1	4	7	7	7
종속,관계기업관련손익	0	0	1	1	1
자산부채의 증감	-286	-18	-278	-244	-215
기타현금흐름	165	142	160	160	160
투자활동 현금흐름	**-456**	**-633**	**-71**	**-200**	**-200**
투자자산	-23	-3	3	3	3
유형자산 증가 (CAPEX)	-224	-446	-195	-195	-195
유형자산 감소	7	4	174	45	45
기타현금흐름	-216	-188	-53	-53	-53
재무활동 현금흐름	-113	-85	-431	-84	-84
단기차입금	**0**	**-30**	**-30**	**-30**	**-30**
사채 및 장기차입금	-2	30	-316	30	30
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-62	-85	-85	-84	-84
기타현금흐름	-49	0	0	0	0
연결범위변동 등 기타	1	1	-36	-33	-33
현금의 증감	-119	-217	-60	257	342
기초 현금	716	597	380	320	577
기말 현금	597	380	320	577	919
NOPLAT	688	577	653	744	818
FCF	89	-64	124	213	289

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
EPS	3,759	1,970	3,677	4,234	4,712
BPS	27,465	28,545	31,331	34,682	38,512
EBITDAPS	6,037	5,445	5,974	6,596	7,109
SPS	33,885	35,345	39,091	41,945	44,168
DPS	700	700	700	700	800
PER	6.4	11.9	16.0	13.9	12.5
PBR	0.9	0.8	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	4.6	5.0	10.1	8.9	7.8
PSR	0.7	0.7	1.5	1.4	1.3

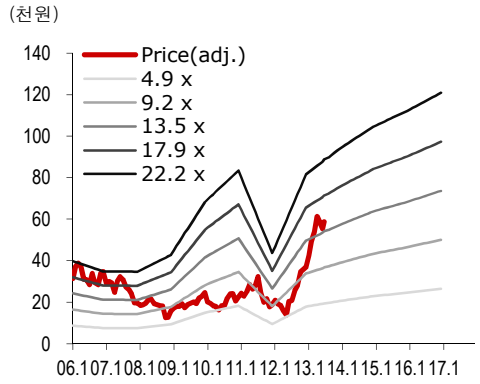
재무비율 (단위: 배, %)

결산(12월)	2011A	2012A	2013F	2014F	2015F
매출액 증가율 (%)	5.4	4.3	10.6	7.3	5.3
영업이익 증가율 (%)	12.3	-16.1	13.2	14.0	9.9
지배순이익 증가율 (%)	22.4	-47.6	86.6	15.2	11.3
매출총이익률 (%)	60.6	54.7	54.6	55.1	55.4
영업이익률 (%)	15.6	12.5	12.8	13.6	14.2
지배순이익률 (%)	11.1	5.6	9.4	10.1	10.7
EBITDA 마진 (%)	17.8	15.4	15.3	15.7	16.1
ROIC	15.4	7.7	13.1	14.4	15.1
ROA	8.8	4.4	8.1	8.9	9.2
ROE	15.0	7.3	12.7	13.3	13.3
부채비율 (%)	65.8	65.0	51.3	46.8	42.4
순차입금/자기자본 (%)	13.3	13.8	5.2	-1.2	-8.1
영업이익/금융비용 (배)	9.4	8.3	13.0	14.8	16.3

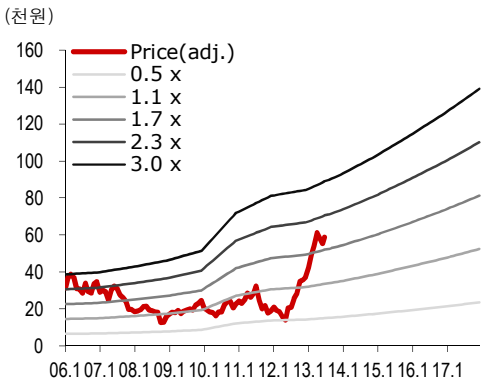
자료: 동양증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함
4. 2010년 이전은 K-GAAP 기준, 2011년 이후는 K-IFRS 기준임

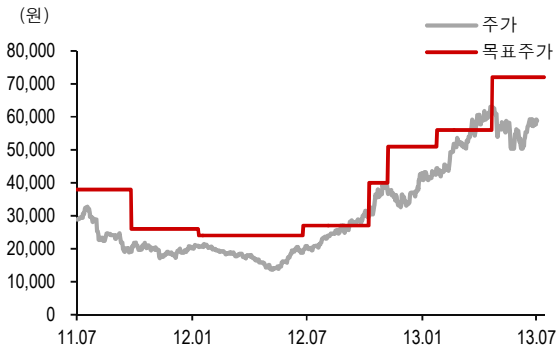
PER Band chart



PBR Band chart



종근당 (001630) 투자등급 및 목표주가 추이



날짜	투자의견	목표주가
2013-07-22	BUY	72,000
2013-05-06	BUY	72,000
2013-04-16	BUY	56,000
2013-03-19	BUY	56,000
2013-02-18	BUY	56,000
2013-02-07	BUY	56,000
2013-01-14	BUY	51,000
2012-12-18	BUY	51,000
2012-11-21	BUY	51,000
2012-10-29	BUY	40,000

자료: 동양증권

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 김미현)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 절대수익률 기준 투자등급 3단계(Buy, Hold, Sell)와 위험도 2단계(H:High, L:Low)로 구분
- Buy : 10%이상(Low)/20%이상(High), Hold: -10~10%(Low)/-20%~20%(High), Sell: -10이상(Low)/-20%이상(High)
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 6~12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2008년 2월19일부터 당사 투자등급이 기존 5단계(Strong Buy, Buy, MarketPerform, UnderPerform, Sell)에서 3단계(Buy, Hold, Sell)와 리스크 2단계(High, Low)로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.