

종근당바이오 (063160)

한경래

이새롬

kyungrae.han@daishin.com

saerom.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 신규

6개월 목표주가

43,000

신규

현재주가

31,800

(19.11.01)

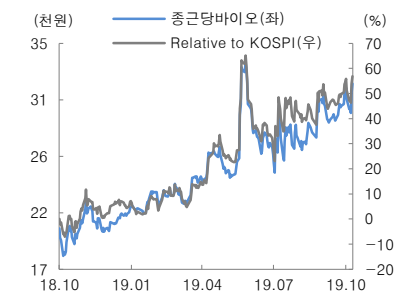
스몰캡업종

4차 산업혁명/안전등급

Neutral Green

KOSPI	2100.2
시가총액	166십억원
시가총액비중	0.01%
자본금(보통주)	13십억원
52주 최고/최저	33,450원 / 18,400원
120일 평균거래대금	17억원
외국인지분율	9.18%
주요주주	종근당홀딩스 외 1 인 37.26%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.0	12.2	29.3	72.8
상대수익률	8.6	7.7	35.6	66.6



다가올 2020년, 지금 매수 적기

투자 의견 '매수', 목표주가 43,000원으로 커버리지 개시

- 투자 의견 '매수', 목표주가 43,000원으로 커버리지 개시. 목표주가 43,000원은 2020년 예상 EPS 3,328 Target PER 13배 적용. 2019년 3분기 실적도 추정치를 상회하는 호실적을 기록했으며 2020년 실적에 대한 가시성이 높다고 판단해 2020년 예상 EPS 적용
- 2020년 프로바이오틱스 신규 공장 가동에 따른 종근당건강향 캡티브 물량(프로바이오틱스 원말, 락토피트 완제 OEM) 본격적인 증가, 자체 브랜드 '유거스' 신규 매출로 전사 실적 Level-Up 될 전망. 안산 공장 완공 및 신규 사업에 대한 내용 발표 시기가 가시화 되는 만큼 주가 우상향 기대

3Q19 잠정 영업이익 45억원으로 컨센서스 상회하는 호실적 기록

- 3Q19 잠정 매출액 349억원(+7.4% YoY, +6.0% QoQ), 영업이익 45억원(+63.6% YoY, +11.8% QoQ) 기록. 컨센서스(당사 영업이익의 추정치 42억원, 컨센서스 40억원) 상회하는 호실적으로 높은 실적 성장세 입증
- 원료 의약품 부문 일부 제품의 판가 인상, 3Q19 원/달러 환율 상승 효과 등으로 원료 의약품 매출액이 전분기 대비 약 20억원 증가하며 전사 실적 성장 견인한 것으로 추정
- 3Q19 프로바이오틱스 원료 매출액은 22억원으로 추정. 현재 생산 Capa 가동률이 100%에 가까운 수준으로 본격적인 성장은 신규 공장이 가동되는 2020년 이후 기대

2020년 영업이익 209억원으로 전년 대비 41% 성장 전망

- 2020년 매출액 1,567억원(+18.0% YoY), 영업이익 209억원(+40.5% YoY) 전망
- 2020년 프로바이오틱스 부문 본격적인 매출 성장의 원년. 2019년 내 안산 공장 완공 스케줄 변동 없는 것으로 파악. 2020년 2분기부터는 가동 기대
- 2020년 프로바이오틱스 부문은 1) 기존 원말 공급 확대, 2) 종근당건강향 OEM 신규 물량공급, 3) 유거스 브랜드 신규 매출 등으로 매출액 315억원(+237% YoY) 예상
- 현재 종근당건강향의 종근당바이오 프로바이오틱스 원말 매입 비중은 약 30% 수준. 70%는 미국에서 외주 매입 중으로 파악. 종근당바이오 2020년 신규 공장 가동 시 종근당건강향 캡티브 물량 확대로 담보된 매출 성장 가능
- 종근당건강향 자체 생산 설비 가동률도 100% 수준으로 락토피트의 매출 증가에 따른 생산량 증가분은 외주 OEM 주문 중. 2020년 락토피트 추가 생산분의 완제 OEM 대부분은 종근당바이오의 안산 공장에서 담당할 것으로 예상. 락토피트 외 포, 캡슐 제형의 다른 건식 제품 OEM도 담당할 가능성 높음. 자체 브랜드 '유거스'의 해외 매출도 기대됨
- 원료 의약품 대비 수익성 좋은 프로바이오틱스 매출 비중 증가(2019년 7.0% → 2020년 20.1% 전망)로 2020년 영업이익률은 전년 대비 2.1%p 개선된 13.3% 기대
- 2021년 완공 예정인 오송공장 관련 신규 사업은 2019년말 전후로 발표 예상되는 만큼 추가 모멘텀도 보유

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	118	125	133	157	187
영업이익	9	7	15	21	28
세전순이익	10	9	16	21	27
총당기순이익	8	8	13	17	22
지배지분순이익	8	8	13	17	22
EPS	1,563	1,551	2,456	3,328	4,339
PER	13.7	13.4	12.9	9.6	7.3
BPS	27,162	28,236	30,449	33,517	37,528
PBR	0.8	0.7	1.0	0.9	0.8
ROE	5.8	5.5	8.2	10.2	12.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 종근당바이오, 대신증권 Research&Strategy본부

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
매출액	134	156	133	157	-0.7	0.6
판매비와 관리비	21	25	21	25	0.0	0.0
영업이익	15	20	15	21	0.0	5.0
영업이익률	11.2	13.2	11.2	13.3	0.0	0.1
영업외손익	1	0	1	0	0.0	0.0
세전순이익	16	21	16	21	0.0	0.0
지배지분순이익	13	17	13	17	0.0	0.0
순이익률	9.7	10.9	9.5	10.9	-0.2	0.0
EPS(지배지분순이익)	2,501	3,260	2,456	3,328	-1.8	2.1

자료: 종근당바이오, 대신증권 Research&Strategy본부

표 1. 종근당바이오의 목표주가 산출

(단위: 원, 배, %)

비교		
EPS	3,328	2020년 예상 EPS
Target PER	13.0	Peer 그룹 평균 PER
목표주가	43,000	
현재주가	31,800	
현재 PER	9.6	2020년 예상 EPS 기준
상승여력(%)	35.2	

자료: 종근당바이오, 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 1. 프로바이오틱스 원료 분기별 생산능력 및 매출액 전망

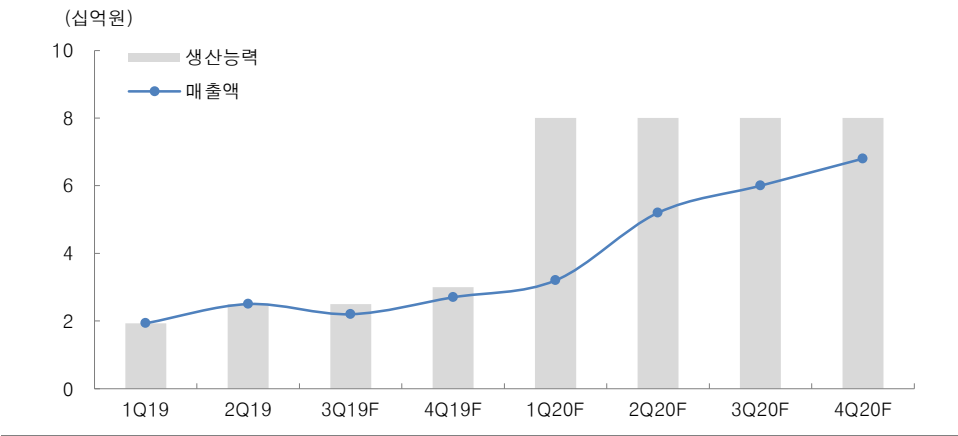


그림 2. 프로바이오틱스 완제 가동률 및 전체 매출액 전망

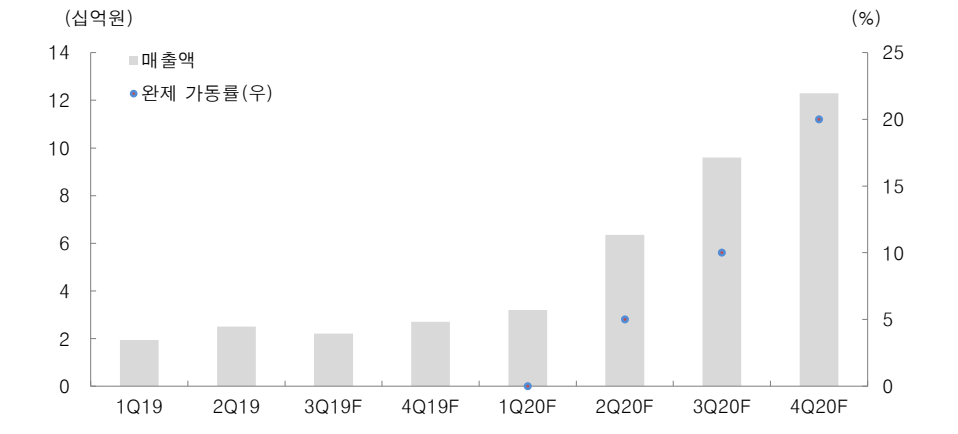


그림 3. 종근당건강 유산균, 바이오 원료 매출액 비교

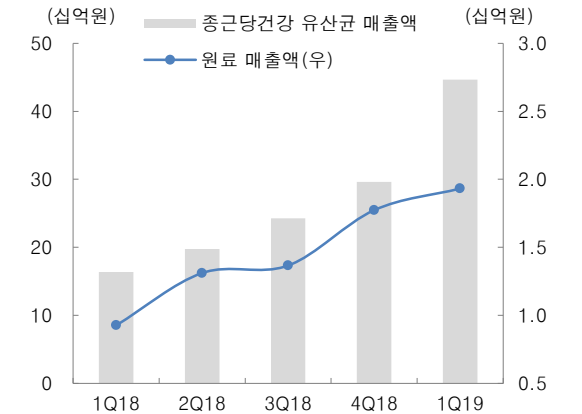


그림 4. 국내 프로바이오틱스 시장 규모

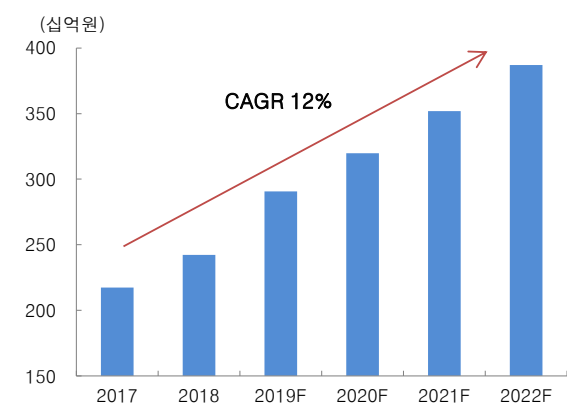
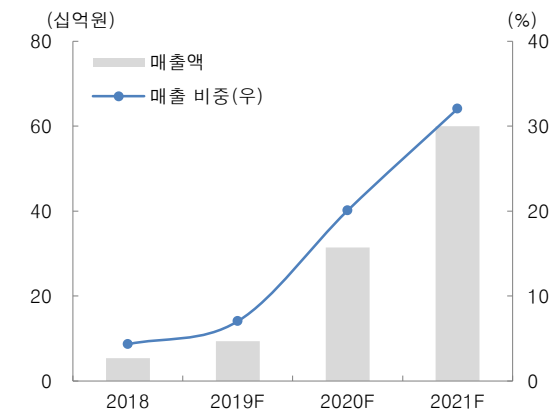


그림 5. 프로바이오틱스 매출액, 매출 비중 전망



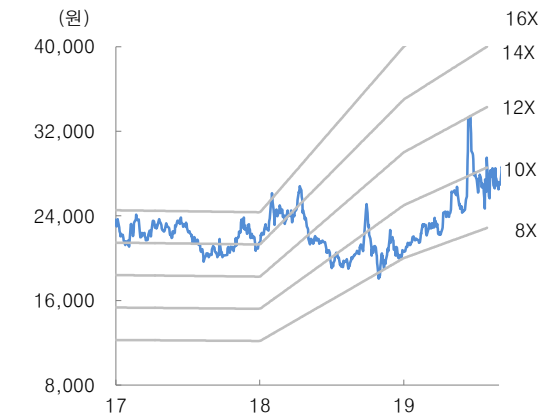
자료: 종근당바이오, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 6. 종근당바이오의 '유거스'



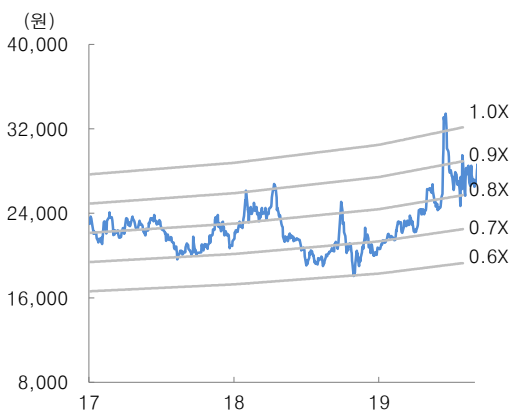
자료: 종근당바이오, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 7. 종근당바이오의 PER 밴드



자료: 종근당바이오, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 8. 종근당바이오의 PBR 밴드



자료: 종근당바이오, 대신증권 Research&Strategy본부

표 2. 종근당바이오 영업실적 추이 및 전망 (단위: 십억원,%)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19P	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	30.8	30.9	32.6	30.3	31.3	33.0	34.9	33.6	124.5	132.8	156.7
주요 원료의약품 및 기타	29.9	29.6	31.2	28.5	29.4	30.5	31.6	30.9	119.1	123.5	125.3
프로바이오틱스	0.9	1.3	1.4	1.8	1.9	2.5	2.2	2.7	5.4	9.3	31.5
YoY 증감률											
매출액	2.6	0.8	13.0	5.5	1.7	6.8	7.4	10.8	5.3	6.7	18.0
주요 원료의약품 및 기타	-0.5	-3.5	8.2	-0.7	-1.6	-0.3	1.2	8.2	0.8	1.8	3.3
프로바이오틱스	0.0	0.0	0.0	0.0	108.6	90.7	61.1	52.3	0.0	73.6	237.0
영업이익	1.5	0.9	2.8	1.8	2.5	4.1	4.5	3.8	7.0	14.9	20.9
당기순이익	2.2	1.6	2.4	1.8	2.3	3.2	3.5	3.3	8.0	12.2	17.1
영업이익률	5.0	2.9	8.5	5.9	8.0	12.3	13.0	11.2	5.6	11.2	13.3
당기순이익률	7.1	5.3	7.3	5.8	7.3	9.7	10.0	9.7	6.4	9.2	10.9

자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

표 3. 국내 건강기능식품기업 시가총액 및 실적 전망, 밸류에이션 (단위: 십억원, %, 배)

	시가총액	매출액 증가율		영업이익 증가율		PER		PBR	
	2019.11.03	2019F	2020F	2019F	2020F	2019Y	2020Y	2019Y	2020Y
종근당바이오	166	6.7	18.0	112.9	40.3	12.9	9.6	1.0	0.9
콜마비엔에이치	792	13.4	15.4	17.4	11.8	13.4	11.7	3.1	2.5
에이치엘사이언스	304	61.5	33.9	78.0	36.2	13.1	10.0	3.6	2.7
뉴트리	135	48.2	30.0	41.5	42.1	13.1	8.4	2.3	1.8
노바렉스	189	31.0	25.6	49.1	22.8	12.9	10.3	2.1	1.8

자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

기업개요

기업 및 경영진 현황

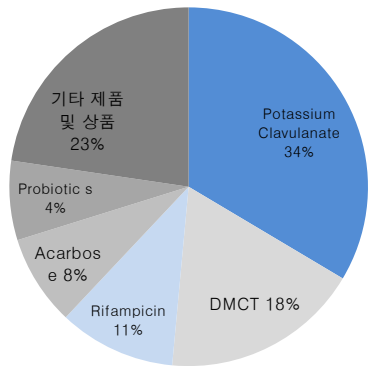
- 2001년 종근당에서 분할설립 및 코스피 상장
- 국내 최대 규모 발효공법 기반 원료의약품 전문 기업
- 주요제품은 항생제 원료에 사용되는 PC, 당뇨병치료제 등
- 수출 비중은 80% 수준, 전사 매출의 대부분이 원료의약품에서 발생
- 프로바이오틱스 특허 취득하며 16년 신규 진출
- 자산 1,999억원, 부채 509억원, 자본 1,489억원 (1Q19 기준)
- (발행주식수: 5,229,489주 / 자기주식수: 100,024주 1Q19 기준)

주가 변동요인

- 프로바이오틱스 매출 증가 및 전사 OPM 상승
- 환율 상승
- 미국, 유럽 등 선진시장 수출 증가

자료: 종근당바이오, 대신증권 Research&Strategy본부

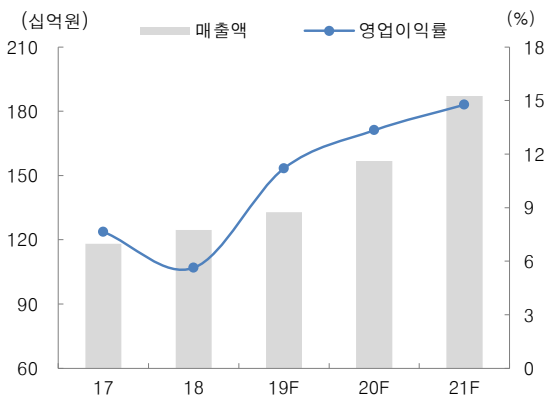
종근당바이오 사업부문별 매출 비중



주: 2019년 예상 매출액기준
자료: 종근당바이오, 대신증권 Research&Strategy본부

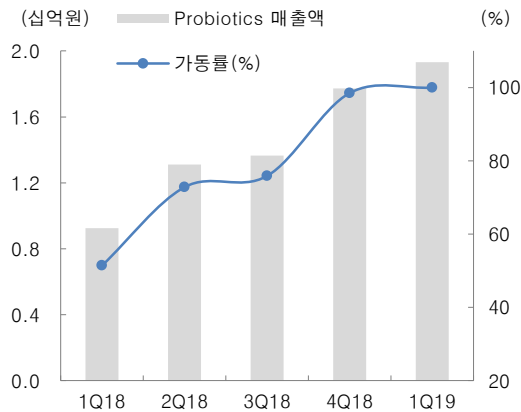
Earnings Driver

매출액, 영업이익률 추이 및 전망



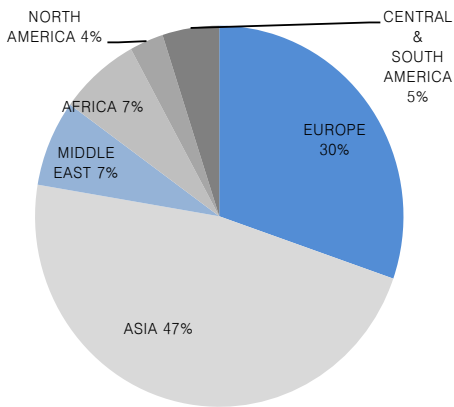
자료: 종근당바이오, 대신증권 Research&Strategy본부

Probiotics 매출액 및 가동률 추이



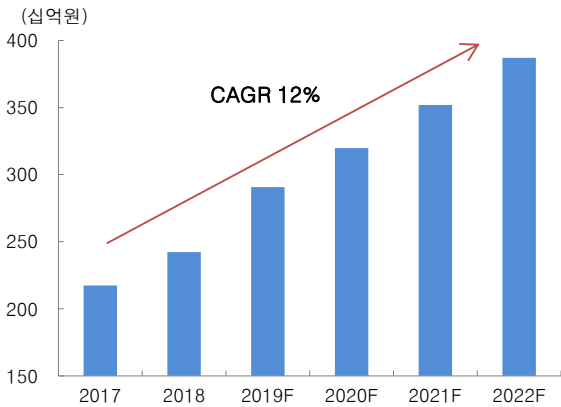
자료: 종근당바이오, 대신증권 Research&Strategy본부

지역별 원료의약품 수출 비중



자료: 종근당바이오, 대신증권 Research&Strategy본부

국내 프로바이오틱스 시장 규모



자료: 종근당바이오, 대신증권 Research&Strategy본부

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	118	125	133	157	187
매출원가	93	101	97	111	132
매출총이익	25	23	36	46	55
판매비와관리비	16	16	21	25	28
영업이익	9	7	15	21	28
영업이익률	7.6	5.6	11.2	13.3	14.8
EBITDA	18	16	27	35	42
영업외손익	1	2	1	0	0
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	3	2	2	3	3
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-3	-2	-2	-4	-4
외환관련손실	3	1	1	1	1
기타	0	2	1	1	1
법인세비용차감전순이익	10	9	16	21	27
법인세비용	-2	-1	-3	-4	-5
계속사업순이익	8	8	13	17	22
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	8	8	13	17	22
당기순이익률	6.8	6.4	9.5	10.9	11.9
비배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	8	8	13	17	22
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	9	8	13	17	22
비배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	9	8	13	17	22

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	1,563	1,551	2,456	3,328	4,339
PER	13.7	13.4	12.9	9.6	7.3
BPS	27,162	28,236	30,449	33,517	37,528
PBR	0.8	0.7	1.0	0.9	0.8
EBITDAPS	3,461	3,053	5,160	6,722	8,032
EV/EBITDA	5.3	6.0	6.7	5.1	4.1
SPS	22,600	23,809	25,395	29,970	35,782
PSR	0.9	0.9	1.3	1.1	0.9
CFPS	3,805	3,927	5,537	6,976	8,223
DPS	400	200	200	250	300

재무비율

(단위: 원, 배, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성					
매출액 증가율	46	5.3	6.7	18.0	19.4
영업이익 증가율	-22.2	-22.4	112.2	40.5	32.2
순이익 증가율	-15.0	-0.7	58.3	35.5	30.4
수익성					
ROIC	5.1	3.9	6.7	8.2	10.1
ROA	5.0	3.9	7.5	9.2	10.7
ROE	5.8	5.5	8.2	10.2	12.0
안정성					
부채비율	26.4	25.0	32.2	37.7	39.6
순차입금비율	-11.0	-8.2	8.4	8.2	2.5
이자보상배율	57.8	54.3	0.0	0.0	0.0

자료: 종근당바이오, 대신증권 Research&Strategy 본부

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	84	78	75	95	127
현금및현금성자산	16	12	2	13	31
매출채권 및 기타채권	29	31	40	47	55
재고자산	33	28	29	31	37
기타유동자산	7	7	4	4	3
비유동자산	95	106	136	147	147
유형자산	94	104	134	145	146
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	2	2	2	2	2
자산총계	179	185	211	242	275
유동부채	27	24	27	33	39
매입채무 및 기타채무	20	20	20	21	23
차입금	6	3	6	10	13
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	1	1	2	2	4
비유동부채	11	13	24	33	38
차입금	0	2	12	20	25
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	10	11	12	13	13
부채총계	37	37	51	66	78
자배지분	142	148	159	175	196
자본금	13	13	13	13	13
자본잉여금	27	27	27	27	27
이익잉여금	103	109	121	137	158
기타지분변동	-2	-2	-2	-2	-2
비배지분	0	0	0	0	0
자본총계	142	148	159	175	196
순차입금	-16	-12	13	14	5

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	20	16	15	22	22
당기순이익	8	8	13	17	22
비현금항목의 가감	12	13	16	19	21
감가상각비	9	9	12	14	14
외환손익	0	0	-1	-1	-1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	2	3	5	6	8
자산부채의 증감	4	-4	-11	-11	-16
기타현금흐름	-4	-1	-3	-4	-5
투자활동 현금흐름	-13	-16	-39	-25	-15
투자자산	-3	1	0	0	0
유형자산	-8	-16	-42	-25	-15
기타	-1	-1	3	0	0
재무활동 현금흐름	-7	-3	12	11	7
단기차입금	-5	-3	3	4	3
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	2	10	8	5
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-2	-2	-1	-1	-1
기타	0	0	0	0	0
현금의 증감	1	-4	-10	11	17
기초 현금	15	16	12	2	13
기말 현금	16	12	2	13	31
NOPLAT	8	6	12	17	22
FCF	7	-2	-18	6	22

[Daishin House View 4 차 산업혁명 / 안전등급]

- 대신증권 Research&Strategy 본부 소속의 각 분야 및 기업 담당 애널리스트의 분석을 기초로 토론 과정을 거쳐 산업 및 기업별 안전등급 최종 확정
- 4차 산업혁명 전개 과정에서 산업 및 종목에 미치는 영향을 파악, 긍정, 중립, 부정적 영향에 따라 Sky Blue, Neutral Green, Dark Gray 등급 부여

Dark Gray (호림)	Neutral Green (보통)	Sky Blue (맑음)
----------------	--------------------	---------------

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:한경래)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

종근당바이오(063160) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

(원)

Adj. Price

Adj. Target Price

50,000

40,000

30,000

20,000

10,000

0

17.10

18.02

18.06

18.10

19.02

19.06

19.10

제시일자

19.11.04

투자의견

Buy

목표주가

43,000

과리율(평균.%)

과리율(최대/최소.%)

제시일자

투자의견

목표주가

과리율(평균.%)

과리율(최대/최소.%)

제시일자

투자의견

목표주가

과리율(평균.%)

과리율(최대/최소.%)

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20191101)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	87.6%	11.4%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)

: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상

- Neutral(중립)

: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상

- Underweigh(비중축소)

: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)

: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상

- Marketperform(시장수익률)

: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상

- Underperform(시장수익률 하회)

: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상