

종근당바이오
(063160)

한경래
이새롬
kyungrae.han@daishin.com
saerom.lee@daishin.com

투자이견 BUY
매수, 유지

6개월
목표주가 41,000
유지

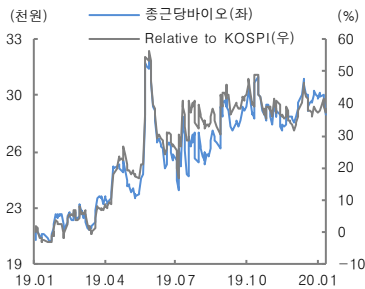
현재주가
(20.01.31) 28,350

스몰캡업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2119.01
시가총액	156십억원
시가총액비중	0.01%
자본금(보통주)	13십억원
52주 최고/최저	31,892원 / 20,451원
120일 평균거래대금	12억원
외국인지분율	9.42%
주요주주	종근당홀딩스 외 1 인 37.30%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.9	-4.1	2.9	36.1
상대수익률	-0.3	-5.7	-1.7	41.6



Earnings Review

2020년 본격적인
건기식 매출의 시작

투자이견 매수, 목표주가 무상증자로 41,000원으로 조정

- 투자이견 매수, 목표주가는 무상증자에 따라 41,000원으로 조정. 목표주가는 2020년 예상 EPS 3,153원(1주당 0.05주 무상증자로 EPS 3,372원에서 3,212원으로 감소)에 Target PER 13배 적용
- 2019년말 완공된 안산 공장 2020년 2분기부터 가동 시작 예정. 종근당건강 향 프로바이오틱스 원말, 락토피트 OEM 물량 확대 기대됨에도 불구하고 2020년 예상 PER 8.8배 수준으로 현저한 저평가 상태

2019년 4분기 잠정 영업이익 43억원(+142% YoY) 기록

- 2019년 4분기 잠정 매출액 380억원(+25.3% YoY), 영업이익 43억원(+141.5% YoY) 기록. 원료의약품 부문의 일부 제품 상승 및 마진 개선 효과 지속된 것으로 추정. 프로바이오틱스 매출액은 약 26억원(+46.6% YoY) 기록. 4Q19 영업이익률 11.4% 기록. 2Q19 이후 두 자리 수 영업이익률 기록

2020년 건기식 매출액 315억원(+248% YoY) 예상

- 2020년 매출액 1,598억원(+16.5% YoY), 영업이익 212억원(+37.4% YoY) 전망. 안산 공장 2019년말 완공. 2020년 2분기부터 가동 시작할 예정. 종근당 건강향 락토피트 원말, OEM 물량 담당할 전망. 가동률 올라오는 추이가 분기별 실적 성장에 관련
- 2020년 하반기부터 자체 프로바이오틱스 브랜드 유거스 본격적인 생산 확대 로 해외 매출 발생 기대. 싱가포르 협력사는 유거스 홈페이지 개설하며 유거스 제품 판매 준비 중. 2020년 건기식 매출액 315억원(+247.5% YoY) 전망
- 자체 브랜드 매출은 2분기 이후 분기별 점진적인 가동률 증가 (2Q20F 5% → 4Q20F 20%) 가정
- 원료의약품에 비해 수익성이 좋은 프로바이오틱스 매출 비중 증가로 2020년 영업이익률 전년 대비 2.0%p 개선된 13.2% 예상
- 21년 완공 예정인 오송공장 관련 사업 발표 예정. 프로바이오틱스에 이은 차세대 핵심 사업으로 중장기 성장 동력 확보 기대

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2017A	2018A	2019P	2020F	2021F
매출액	118	125	137	160	189
영업이익	9	7	16	21	28
세전순이익	10	9	17	21	27
총당기순이익	8	8	14	17	22
지배지분순이익	8	8	14	17	22
EPS	1,563	1,551	2,718	3,212	4,124
PER	13.0	12.8	10.4	8.8	6.9
BPS	25,893	26,916	29,271	32,363	36,225
PBR	0.8	0.7	1.0	0.9	0.8
ROE	5.8	5.5	9.0	10.2	11.8

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

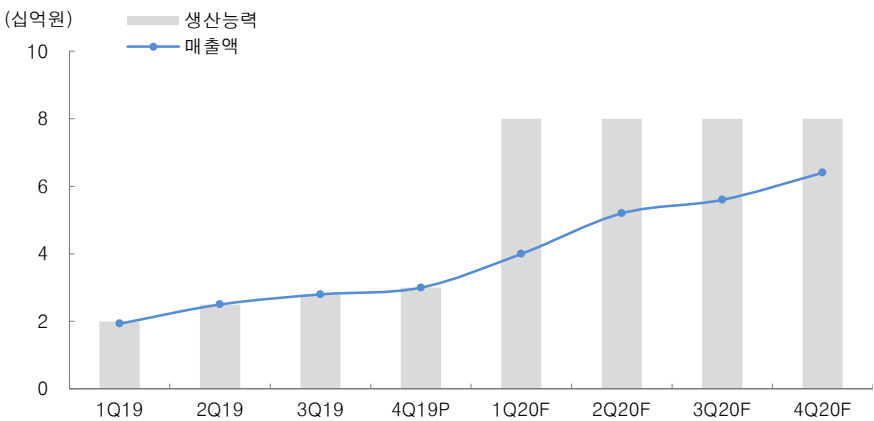
표 11. 종근당바이오 목표주가 산출

(단위: 원, 배, %)

비교		
EPS	3,212	2020년 예상 EPS
Target PER	13.0	Peer 그룹 20년 예상 평균 PER
목표주가	41,000	
현재주가	28,350	
현재 PER	8.8	
상승여력(%)	44.6	

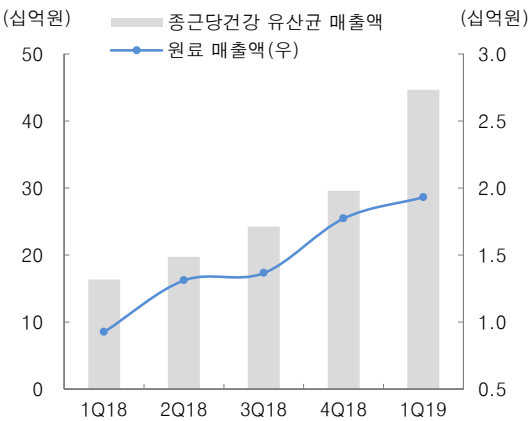
자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 27. 프로바이오틱스 원료 분기별 생산능력 및 매출액 전망



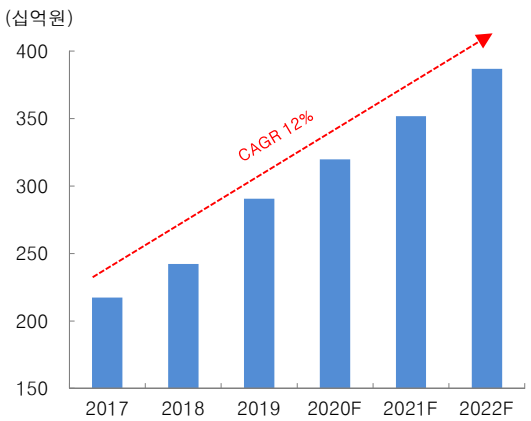
자료: 종근당바이오, 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 28. 종근당건강 유산균, 바이오 원료 매출액 비교



자료: 종근당홀딩스, 종근당바이오, 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 29. 국내 프로바이오틱스 시장 규모



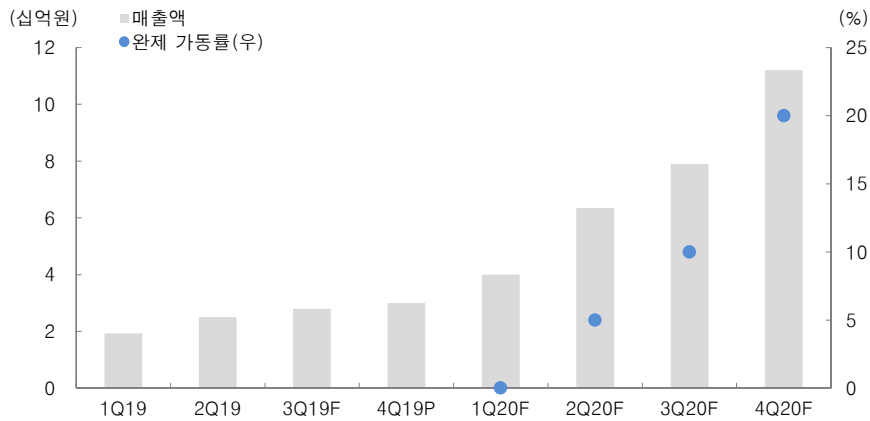
자료: 종근당바이오, 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 30. 프로바이오틱스 원료 분기별 생산능력 및 매출액 전망



자료: 종근당바이오, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 31. 프로바이오틱스 완제 가동률 및 전체 매출액 전망



자료: 종근당바이오, 대신증권 Research&Strategy본부

표 12. 2017 년 국내 건강기능식품 품목별 판매 실적

순위	품목	매출액(십억원)	점유율(%)
1	홍삼	1036	46
2	개별인정형	245	11
3	비타민 및 무기질	226	10
4	프로바이오틱스	217	10
5	밀크씨슬 추출물	104	5
6	EPA, DHA	63	3
7	알로에 겔	38	2
8	루테인	36	2
9	가르시니아카모보지아 추출물	29	1
10	인삼	20	1
11	기타	224	10

자료: 식품의약품안전처, 대신증권 Research&Strategy 본부

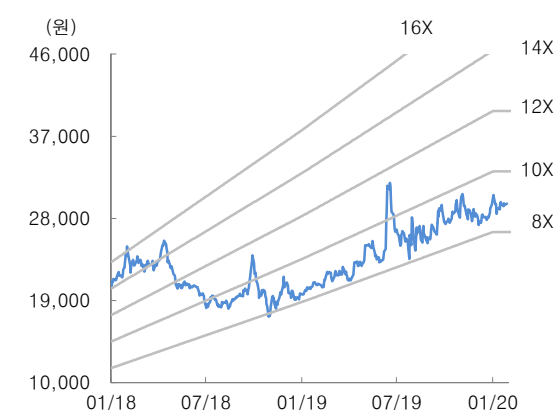
표 13. 종근당바이오 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원,%)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019P	2020F
매출액	31.3	33.0	34.9	38.0	34.2	37.9	42.9	44.8	124.5	137.2	159.8
주요 원료의약품	22.3	22.8	27.0	26.0	23.2	24.0	25.8	24.6	94.6	100.3	97.6
프로바이오틱스	1.9	2.4	2.2	2.6	3.2	6.4	9.6	12.3	5.4	9.1	31.5
기타 제품 및 상품	7.1	7.8	5.8	9.4	7.8	7.6	7.5	7.9	24.5	27.8	30.8
YoY 증감률											
매출액	1.7	6.8	7.4	25.3	9.2	15.1	22.8	18.1	5.3	10.2	16.5
주요 원료의약품	-9.3	0.9	9.4	14.4	3.9	5.1	-4.3	3.8	1.9	1.3	1.9
프로바이오틱스	108.6	79.9	58.1	45.9	65.6	169.2	344.4	373.1	-	68.4	247.5
기타 제품 및 상품	34.8	12.3	-10.8	61.2	10.4	-2.5	28.8	10.3	-3.1	13.3	10.6
영업이익	2.5	4.1	4.5	4.3	4.1	4.9	5.8	6.3	7.0	15.4	21.2
당기순이익	2.3	3.2	3.5	3.3	3.6	4.1	4.6	5.0	8.0	12.3	17.3
영업이익률	8.0	12.3	13.0	11.4	12.0	13.0	13.6	14.1	5.6	11.2	13.2
당기순이익률	7.3	9.7	10.0	8.6	10.4	10.7	10.8	11.2	6.4	8.9	10.8

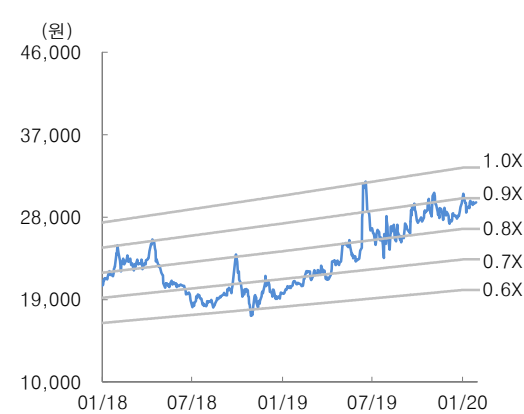
자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 32. 종근당바이오의 Forward PER 밴드



자료: 종근당바이오, 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 33. 종근당바이오의 Forward PBR 밴드



자료: 종근당바이오, 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 2,093억원, 부채 539억원, 자본 1,554억원 (3Q19 기준)
- (발행주식수: 5,485,962주 / 자기주식수: 100,026주, 20년 연초 무상증자 반영)

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

사업부문	매출 비중 (%)
Potassium Clavulanate	28%
DMCT	15%
Rifampicin	10%
Acarbose	8%
Probiotics	4%
기타 제품 및 상품	19%

주: 2020년 매출액 기준
자료: 종근당바이오, 대신증권 Research&Strategy본부

Earnings Driver

매출액, 영업이익률 추이 및 전망

연도	매출액 (십억원)	영업이익률 (%)
17	120	8
18	125	6
19P	140	12
20F	160	13
21F	180	15

자료: 종근당바이오, 대신증권 Research&Strategy본부

Probiotics 매출액 및 가동률 추이

연도	Probiotics 매출액 (십억원)	가동률 (%)
1Q18	0.8	50
2Q18	1.2	70
3Q18	1.3	75
4Q18	1.8	95
1Q19	2.0	100

자료: 종근당바이오, 대신증권 Research&Strategy본부

지역별 원료의약품 수출 비중

지역	수출 비중 (%)
아시아 및 한국	47%
EUROPE	30%
AFRICA	7%
MIDDLE EAST	7%
CENTRAL & SOUTH AMERICA	5%
NORTH AMERICA	4%

자료: 종근당바이오, 대신증권 Research&Strategy본부

국내 프로바이오틱스 시장 규모

연도	시장 규모 (십억원)
2017	220
2018	240
2019	290
2020F	320
2021F	350
2022F	390

자료: 종근당바이오, 대신증권 Research&Strategy본부

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019P	2020F	2021F
매출액	118	125	137	160	189
매출원가	93	101	100	113	133
매출총이익	25	23	37	47	56
판매비외관리비	16	16	21	26	29
영업이익	9	7	16	21	28
영업이익률	7.6	5.6	11.9	13.2	14.6
EBITDA	18	16	28	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	17	21	27
법인세비용	-2	-1	-3	-4	-5
계속사업순이익	8	8	14	17	22
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	8	8	14	17	22
당기순이익률	6.8	6.4	10.2	10.8	11.7
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	8	8	14	17	22
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	9	8	14	17	22
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	9	8	14	17	22

Valuation 지표	(단위: 원 배, %)				
	2017A	2018A	2019P	2020F	2021F
EPS	1,563	1,551	2,718	3,212	4,124
PER	130	128	104	88	69
BPS	25,893	26,916	29,271	32,363	36,225
PBR	0.8	0.7	1.0	0.9	0.8
EBITDAPS	3,299	2,910	5,174	6,458	7,647
EV/EBITDA	5.3	6.0	6.0	4.8	3.8
SPS	21,544	22,696	25,006	29,137	34,504
PSR	0.9	0.9	1.1	1.0	0.8
CFPS	3,627	3,743	5,533	6,701	7,829
DPS	381	191	191	191	191

재무비율	(단위: 원 배, %)				
	2017A	2018A	2019P	2020F	2021F
성장성					
매출액 증가율	46	5.3	10.2	16.5	18.4
영업이익 증가율	-22.2	-22.4	132.2	30.1	30.2
순이익 증가율	-15.0	-0.7	75.2	24.1	28.4
수익성					
ROIC	5.1	3.9	7.4	8.3	10.1
ROA	5.0	3.9	8.2	9.3	10.6
ROE	5.8	5.5	9.0	10.2	11.8
안정성					
부채비율	26.4	25.0	32.1	37.3	39.2
순차입금비율	-11.0	-8.2	8.8	7.8	2.0
이자보상배율	57.8	54.3	0.0	0.0	0.0

자료: 증권당비아이오, 대신증권 Research&Strategy 본부

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019P	2020F	2021F
유동자산	84	78	76	97	129
현금및현금성자산	16	12	2	14	32
매출채권 및 기타채권	29	31	41	47	56
재고자산	33	28	30	32	38
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	212	244	277
유동부채	27	24	28	34	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	52	66	78
자배지분	142	148	161	178	199
자본금	13	13	13	14	14
자본잉여금	27	27	27	27	27
이익잉여금	103	109	122	138	160
기타지분변동	-2	-2	-2	-2	-2
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	142	148	161	178	199
순차입금	-16	-12	14	14	4

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019P	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	20	16	14	22	22
당기순이익	8	8	14	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	7
자산부채의 증감	4	-4	-13	-10	-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	12	7
단기차입금	-5	-3	3	4	3
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	2	10	8	5
유상증자	0	0	0	1	0
현금배당	-2	-2	-1	-1	-1
기타	0	0	0	0	0
현금의 증감	1	-4	-10	12	18
기초 현금	15	16	12	2	14
기말 현금	16	12	2	14	32
NOPLAT	8	6	13	17	22
FCF	7	-2	-17	6	22