



연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	955	1,015	935	1,007	-2.1	-0.8
판매비와 관리비	301	323	300	324	-0.1	0.4
영업이익	83	90	77	86	-7.0	-4.5
영업이익률	8.7	8.8	8.7	8.8	0.0	0.0
영업외손익	0	0	-9	-3	적자조정	적자조정
세전순이익	84	90	69	83	-18.0	-7.8
지배지분순이익	60	65	42	60	-29.8	-7.8
순이익률	6.3	6.4	6.3	6.4	0.0	0.0
EPS(지배지분순이익)	6,092	6,569	4,275	6,057	-29.8	-7.8

주: 별도 기준

자료: 종근당, 대신증권 Research&Strategy본부

표 1. 종근당 목표주가 산출

(단위: 십억원)

	환산 가치	비고
영업가치	1,676	12m Fwd EBITDA: 103.7 상위제약사(한미약품 제외) 평균 12mF EV/EBITDA: 16.2
순차입금	42	
기업가치	1,633	
전체 주식수	9,879,236	
목표 주가 (원)	165,337	

자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

표 2. 종근당 분기 및 연간 실적 전망(수정후)

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
매출액	209.7	211.0	219.7	243.9	218.4	237.2	235.0	244.0	832.0	884.3	934.6	1007.0
영업이익	16.8	16.3	23.7	21.3	19.2	18.6	21.0	18.5	61.2	78.1	77.3	85.7
세전이익	15.9	15.6	23.0	20.0	12.6	18.5	19.4	17.6	56.8	74.5	68.6	83.1
당기순이익	11.4	11.2	16.6	14.4	3.0	12.7	13.6	12.4	40.9	53.6	42.2	59.8
증감률 (YoY %)												
매출액	3.8	2.6	7.3	11.0	4.2	12.4	7.0	0.0	40.4	6.3	5.7	7.8
영업이익	103.0	54.5	6.7	5.6	14.7	13.8	-11.3	-13.2	43.4	27.5	-1.0	10.7
당기순이익	105.6	53.6	11.2	9.4	-73.7	13.3	-18.1	-13.7	흑전	31.0	-21.3	41.7
수익성 (%)												
영업이익률	8.0	7.7	10.8	8.7	8.8	7.8	9.0	7.6	7.4	8.8	8.3	8.5
순이익률	5.5	5.3	7.5	5.9	1.4	5.4	5.8	5.1	4.9	6.1	4.5	5.9

주: 별도 기준

자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

표 3. 종근당 분기 및 연간 실적 전망(수정전)

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18F	4Q18F	2016	2017	2018F	2019F
매출액	209.7	211.0	219.7	243.9	218.4	237.2	239.2	260.2	832.0	884.3	955.0	1015.0
영업이익	16.8	16.3	23.7	21.3	19.2	18.6	23.7	20.0	61.2	78.1	81.5	90.0
세전이익	15.9	15.6	23.0	20.0	12.6	18.5	24.2	19.5	56.8	74.5	74.9	84.0
당기순이익	11.4	11.2	16.6	14.4	3.0	12.7	17.4	20.6	40.9	53.6	53.9	60.5
증감률 (YoY %)												
매출액	3.8	2.6	7.3	11.0	4.2	12.4	8.9	6.7	40.4	6.3	8.0	6.3
영업이익	103.0	54.5	6.7	5.6	14.7	13.8	-0.2	-6.1	43.4	27.5	4.3	10.5
당기순이익	105.6	53.6	11.2	9.4	-73.7	13.3	5.1	43.1	흑전	31.0	0.5	12.2
수익성 (%)												
영업이익률	8.0	7.7	10.8	8.7	8.8	7.8	9.9	7.7	7.4	8.8	8.5	8.9
순이익률	5.5	5.3	7.5	5.9	1.4	5.4	7.3	7.9	4.9	6.1	5.6	6.0

주: 별도 기준

자료: 대신증권 Research&amp;Strategy 본부

표 4. 종근당 주요 파이프라인

구분	파이프라인명	적응증	개발 단계	기타
암	CKD-516	대장암	국내 P1/2a	이리노테칸 병용 임상
	CKD-581	다발골수종	국내 P1	HDAC 저해제
	CKD-702	암	미국 전임상 완료	EGFR/c-Met 이중항체
	CKD-509	다발골수종	전임상	
기타	CKD-519	이상지질혈증	호주 P2	CETP 저해제
	CKD-506	자가면역질환	유럽 P2	HDAC6 저해제
	CKD-504	헌팅틴 증후군	미국 P1, 국내 P1	HDAC6 저해제
	CKD-508	이상지질혈증	전임상	CETP 저해제
바이오시밀러	CKD-11101	빈혈	국내/일본 허가신청	NESP 바이오시밀러
	CKD-701	황반변성	미국 전임상	Lucentis 바이오시밀러

자료: 종근당, 대신증권 Research&amp;Strategy 본부

주당 내재가치

RIM(잔여이익모델)

(단위: 십억원, 원 %)

	2018F	2019F	2020F	2021F	2022F	2023F	2024F	2025F	2026F	2027F
I 순이익(지배지분) <sup>(주2)</sup>	42	60	64	69	82	92	103	118	134	152
II 자기자본(지배지분) <sup>(주2)</sup>	437	489	544	613	696	787	891	1,009	1,143	1,294
추정ROE	10.1	12.9	12.3	11.3	11.8	11.6	11.6	11.7	11.7	11.7
III 필요수익률 <sup>(주3)</sup>	6.1									
무위험이자율 <sup>(주4)</sup>	2.1									
시장위험프리미엄 <sup>(주5)</sup>	4.0									
베타	1.01									
IV Spread(추정ROE-필요수익률)	3.9	6.8	6.2	5.1	5.7	5.5	5.5	5.6	5.6	5.6
V 필요수익	25	27	30	33	38	43	48	55	62	70
VI 잔여이익(I-V)	18	33	34	36	45	49	55	64	72	82
현가계수	0.99	0.94	0.88	0.83	0.78	0.74	0.70	0.66	0.62	0.58
잔여이익의 현가	18	31	30	30	35	36	38	42	44	47
VII 잔여이익의 합계	351									
VIII 추정기간이후 잔여이익의 현가	774									
영구성장률(g) <sup>(주6)</sup>	0.0%									
IX 기초자기자본	402									
X 주주지분가치(VII+VIII+IX)	1,526									
총주식수(천주)	9,879									
XI <b>적정주당가치(원)</b>	<b>154,488</b>									
현재가치(원)	90,700									
Potential (%)	70.3%									

주1: RIM(Residual Income Model)은 현시점에서 자기자본 금액에 추정기간(10년)의 예상실적을 반영한 초과이익과 추정기간 이후의 잔여이익(RI)을 합산하여 주주지분가치를 산출하는 Valuation 방식. 이론적으로 DDM, DCF, EVA 등의 방식과 같은 주주지분가치를 도출하게 되지만, 타 방식 대비 추정의 주관성을 최소화하면서 기업의 본질가치를 산출할 수 있는 방식으로 평가

주2: 연결대상 지분이 존재하는 경우는 보유하고 있는 지분만큼의 가치를 반영하기 위해 비지배지분 가치를 차감하여 반영

주3: 필요수익률은 자기자본비용(Cost Of Equity)으로 리스크를 부담하는 주주 입장에서의 기대수익률. CAPM(Capital Asset Pricing Model)을 통하여 산출하며,

산출방식은 자기자본비용 = 무위험이자율 + 베타 \* 시장위험프리미엄

주4: 무위험이자율은 미래 장기 현금흐름에 대한 가치평가를 위해 5년만기 국고채수익률에 준하여 반영

주5: 시장위험프리미엄은 시장포트폴리오 기대수익률과 무위험이자율과의 차이. 일반적으로 6~8% 수준에서 반영되어 왔으나, 최근 저성장 국면에서의 낮아진 기대치를 반영하여 3~5% 수준에서 반영

주6: 영구성장률(g)은 추정기간(10년) 이후 잔여이익의 영구적인 성장률을 의미하며, 성장은 없다는 가정 하에 0%를 반영

## 1. 기업개요

### 기업 및 경영진 현황

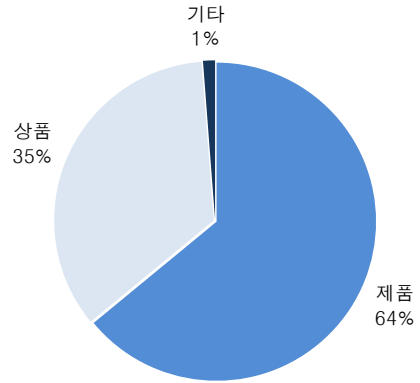
- 1941년 설립 제약사 전문의약품(ETC) 판매, 신약개발을 주 사업으로 영위
- 주요 사업부문: 전문의약품(ETC) 내수 판매
- 주요 신약: CKD-506(자기면역질환, 유럽 임상 2상)  
CKD-504(헌팅탄병, 미국 임상 1상) 등 다양한 신약 파이프라인 보유
- 종근당홀딩스 회장 이종한, 종근당 대표이사 김영주
- 자산 0.7조, 부채 0.3조, 자본 0.4조(2018년 6월 기준)  
(발행주식 수: 9,879,236)

### 주가 변동요인

- (+) 신약개발 임상 진전 및 기술 수출, 전문의약품 매출 증가
- (-) 신약개발 임상 중단 및 실패, R&D 비용 증가로 인한 수익성 악화

자료: 종근당, 대신증권 Research&Strategy본부

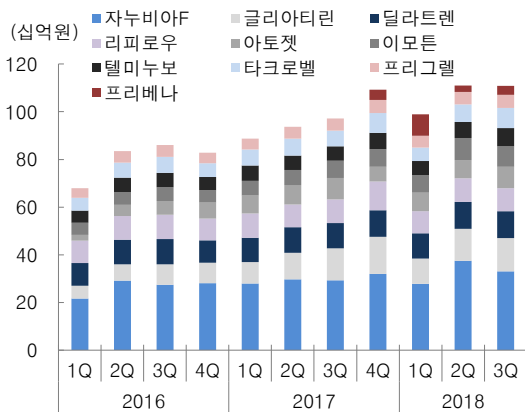
### 사업부별 매출 비중



주: 2018년 3분기 기준  
자료: 종근당, 대신증권 Research&Strategy본부

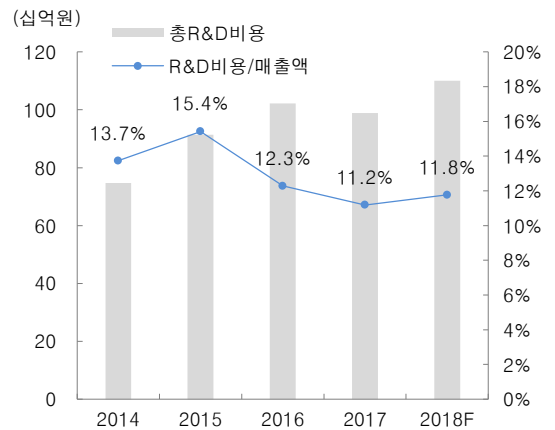
## 2. Earnings Driver

### 그림 1. 종근당 주요 약품 매출 추이



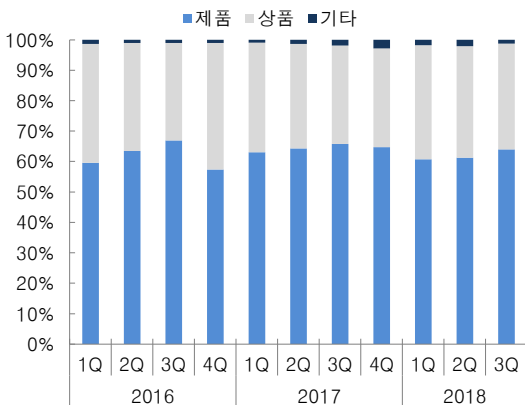
자료: 종근당, 대신증권 Research&Strategy본부

### 그림 2. 종근당 R&D 투자금액 추이



주: 2018년 당사 추정치  
자료: 종근당, 대신증권 Research&Strategy본부

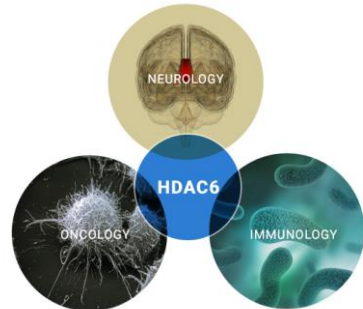
### 그림 3. 종근당 매출 비중 추이



자료: 종근당, 대신증권 Research&Strategy본부

### 그림 4. HDAC6 저해제의 확장성

신경세포의 axonal transport 손상을 통한 인지 능력 및 운동성 개선



소포체 스트레스 증가를 통한 암사멸 유발기전 PD-L1의 발현 조절을 통한 면역항암 기전  
항염증 효과를 통한 자가면역 질환 개선

자료: 종근당, 대신증권 Research&Strategy본부

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	832	884	935	1,007	1,091
매출원가	497	525	557	597	647
매출총이익	335	360	378	410	444
판매비율분비	274	281	300	324	350
영업이익	61	78	77	86	94
영업외수익	7.4	8.8	8.3	8.5	8.6
EBITDA	85	100	98	107	115
영업외손익	-4	-4	-9	-3	-6
관계기업손익	0	-1	0	0	0
금융수익	0	1	1	1	1
외환분리이익	2	1	1	1	1
금융비용	-4	-4	-4	-3	-3
외환분리손실	0	0	0	0	0
기타	0	0	-6	0	-3
법인세비용감전순이익	57	75	69	83	88
법인세비용	-16	-21	-26	-23	-25
계속사업순이익	41	54	42	60	64
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	41	54	42	60	64
당기순이익율	4.9	6.1	4.5	5.9	5.8
비자비지분순이익	0	0	0	0	0
자비지분순이익	41	54	42	60	64
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	45	56	43	60	64
비자비지분포괄이익	0	0	0	0	0
자비지분포괄이익	45	56	43	60	64

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	4,352	5,701	4,275	6,057	6,431
PER	240	243	212	150	141
BPS	37,650	42,678	44,231	49,458	55,086
PBR	2.8	3.2	2.1	1.8	1.6
EBITDAPS	9,053	10,639	9,880	10,781	11,662
EV/EBITDA	12.8	13.5	9.6	8.6	7.7
SPS	88,424	93,982	94,599	101,931	110,434
PSR	1.2	1.5	0.9	0.9	0.8
CFPS	11,774	13,357	11,929	13,352	13,971
DPS	900	900	900	900	900

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성					
매출액 증감률	40.4	6.3	5.7	7.8	8.3
영업이익 증감률	43.4	27.5	-1.0	10.7	9.6
순이익 증감률	흑전	31.0	-21.3	41.7	6.2
수익성					
ROIC	9.7	12.2	10.2	12.9	13.8
ROA	10.1	12.0	11.5	12.4	13.1
ROE	12.2	14.2	10.1	12.9	12.3
안정성					
부채비율	81.1	65.6	55.9	43.9	34.4
순차입금비율	29.0	11.6	9.6	3.4	-1.7
이자보상비율	14.7	21.7	20.2	30.4	28.2

자료: 종근당, 대신증권 Research&Strategy 본부

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	339	366	371	382	397
현금및현금성자산	22	45	31	24	17
매출채권 및 기타채권	215	214	227	237	249
재고자산	98	104	110	119	129
기타유동자산	4	2	2	2	2
비유동자산	303	299	310	321	334
유형자산	245	237	241	246	251
관계기업투자지급	5	4	4	4	4
기타비유동자산	53	58	66	72	80
자산총계	642	665	681	703	731
유동부채	211	223	242	250	259
매입채무 및 기타채무	107	121	125	131	137
차입금	54	41	41	41	41
유동상채무	31	40	53	53	53
기타유동부채	20	21	23	25	27
비유동부채	76	40	2	-36	-72
차입금	40	11	-21	-54	-86
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	36	29	23	18	15
부채총계	287	263	244	215	187
자비지분	354	402	437	489	544
자본금	24	24	25	25	25
자본잉여금	271	271	271	271	271
이익잉여금	59	106	140	191	245
기타자비지분	0	1	1	2	3
비자비지분	0	0	0	0	0
자본총계	354	402	437	489	544
순차입금	103	47	42	17	-9

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	58	80	61	83	85
당기순이익	41	54	42	60	64
비현금성목의기갑	70	72	76	72	74
감가상각비	24	22	20	21	21
외환손익	0	0	1	1	1
지분법평가손익	0	1	0	0	0
기타	46	49	55	51	53
자산부채의증감	-36	-23	-27	-23	-26
기타현금흐름	-17	-22	-30	-25	-27
투자활동 현금흐름	-43	-16	-28	-27	-27
투자자산	-4	-3	-6	-3	-2
유형자산	-38	-11	-23	-25	-25
기타	-1	-1	0	0	0
재무활동 현금흐름	-6	-41	-26	-41	-41
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	-32	-32	-32	-32
유상증자	0	0	1	0	0
현금배당	-6	-8	-8	-9	-9
기타	0	0	13	0	0
현금의증감	9	24	-14	-7	-6
기초 현금	13	22	45	31	24
기말 현금	22	45	31	24	17
NOPLAT	44	56	48	62	68
FCF	29	65	45	58	64

[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



[Compliance Notice]

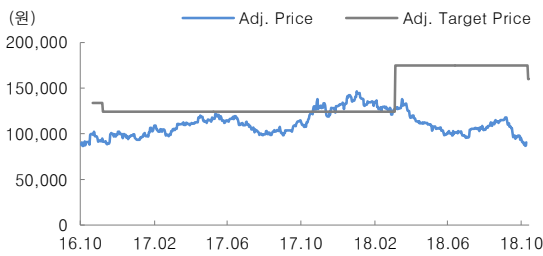
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:홍기혜)

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 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

종근당(185750) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	18.11.05	18.09.30	18.07.30	18.04.30	18.03.30	담당자 변경
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	
목표주가	160,000	175,000	175,000	175,000	175,000	
과다율(평균%)		(44.33)	(37.25)	(36.89)	(27.23)	
과다율(최대/최소%)		(34.86)	(21.14)	(21.14)	(21.14)	
제시일자	17.12.01	17.06.01	17.02.19	17.02.12	17.02.05	17.01.22
투자의견	6개월 경과	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	124,200	124,200	124,200	124,200	124,200	124,200
과다율(평균%)	6.05	(10.16)	(16.44)	(21.80)	(22.12)	(22.36)
과다율(최대/최소%)	(4.23)	11.15	(3.46)	(14.23)	(17.69)	(17.69)
제시일자	17.01.19	17.01.15	16.12.04	16.12.01	16.11.14	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표주가	124,200	124,200	124,200	124,200	133,700	
과다율(평균%)	(22.07)	(22.17)	(22.28)	(26.46)	(28.54)	
과다율(최대/최소%)	(17.69)	(17.69)	(17.69)	(26.46)	(23.57)	
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20181102)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	84.0%	14.4%	1.0%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)  
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)  
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상