

# 종근당 (185750)

홍기혜 kahye.hong@daishin.com  
한승협 songhyeop.han@daishin.com

투자 의견 **BUY**  
매수, 유지

6개월 목표주가 **145,000**  
하향

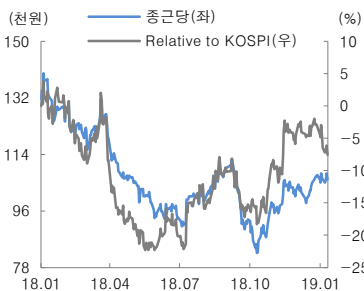
현재주가 **106,000**  
(19.01.31)

제약업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Sky Blue

KOSPI	2204.85
시가총액	1,099십억원
시가총액비중	0.08%
자본금(보통주)	25십억원
52주 최고/최저	133,424원 / 82,667원
120일 평균거래대금	32억원
외국인소유율	13.58%
주요주주	이장환 외 5 인 35.36% 국민연금 11.82%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	3.9	28.2	6.4	-20.6
상대수익률	-3.8	18.0	10.7	-7.5



## 실적은 기본, R&D 성과를 기대

투자 의견 매수 유지, 목표주가 145,000원 하향(-9.4%)

- 목표주가는 12mF EBITDA=964억원 Target EV/EBITDA=16.2배(상위제약사 평균) 적음
- 연구개발비용 증가로 인한 이익 추정치 조정으로 목표주가 하향

2018년 실적 Review: 매출 성장은 견고하나 R&D 비용 증가로 이익 감소

- 4Q18 별도 매출액 2,651억원(YoY+8.7%), 영업이익 192억원(YoY-10.1%, OPM 7.2%) 시현
- 매출액은 당사 추정치 부합하였으나 R&D비용의 증가로 영업이익은 당사 추정치 하회
- 기존 제품 매출 2,499억원(YoY+2.5%), 신제품('18년 출시) 매출 150억원으로 안정적 외형 성장 지속. 기존 제품인 티미플루(인플루엔자), 아토텟(고콜레스테롤혈증), 자누비아(당뇨) 등의 도입품목 강세로 매출 증가, 신제품 프리베나와 프롤리아의 성공적 시장 안착 효과 반영
- 한편 판권비(602억원, YoY+1.3%) 및 연구개발비(352억원, YoY+18.1%) 증가로 이익 감소, 벤포벨, 펜잘 등의 온라인 및 신문 광고 집행으로 광고선전비가 증가하였으며, 다양한 파이프 라인 임상 진행으로 인해 R&D 투자비용 확대
- 2018년 실적: 매출액 9,557억원(YoY+8.1%), 영업이익 780억원(YoY-0.1%, OPM 8.2%), 연구개발비 1,148억원(YoY+16.1%, 매출액 대비 12.0%) 시현

R&D 모멘텀을 기대해볼 수 있는 2019년

- 2019년에는 증가한 R&D 비용 만큼 신약 개발 모멘텀이 강화될 것으로 전망
- 신약 파이프라인의 임상 1상 진입 기대: 1) CKD-508(이상지질혈증) 2) CKD-509(혈액암) 3) CKD-510(CMT) 4) CKD-702(폐암)
- 네스벨(한일 NESP 바이오시밀러): 2Q19 국내 출시 및 2H19 일본 시판 허가 기대
- 2019년 별도 매출액 1조 255억원(YoY+7.4%), 영업이익 788억원(YoY+1.1%, OPM 7.7%), 연구개발비 1,313억원(YoY+14.4%, 매출액 대비 12.8%) 전망

(단위: 십억원, %)

구분	4Q17	3Q18	4Q18				1Q19			
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	244	235	264	265	8.7	12.8	258	239	9.3	-9.9
영업이익	21	21	23	19	-10.0	-8.9	21	19	1.0	1.4
순이익	14	14	16	13	-7.8	-2.2	15	14	349.7	1.9

주: 별도 기준 / 자료: 종근당, FnGuide, 대신증권 Research&Strategy본부

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	832	884	956	1,026	1,091
영업이익	61	78	78	79	83
세전순이익	57	75	69	76	78
총당기순이익	41	54	43	55	54
자비지분순이익	41	54	43	55	54
EPS	4,352	5,701	4,310	5,288	5,252
PER	24.0	24.3	24.6	20.0	20.2
BFS	37,650	42,678	44,266	46,787	51,232
PBR	2.8	3.2	2.4	2.3	2.1
ROE	12.2	14.2	10.2	11.9	10.7

주: 별도 기준

자료: 종근당, 대신증권 Research&Strategy본부

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	954	1,026	956	1,026	0.1	0.0
판매비와 관리비	304	332	302	336	-0.7	1.3
영업이익	82	85	78	79	-4.6	-7.1
영업이익률	8.6	8.3	8.2	7.7	-0.4	-0.6
영업외손익	-9	-3	-9	-3	적자유지	적자유지
세전순이익	73	82	69	76	-5.2	-7.0
자비차분순이익	45	59	43	55	-6.2	-7.0
순이익률	4.8	5.7	4.5	5.3	-0.3	-0.4
EPS(자비차분순이익)	4,597	5,686	4,310	5,288	-6.2	-7.0

자료: 종근당, 대신증권 Research&Strategy본부

표 1. 종근당 목표주가 산출

(단위: 십억원)

	환산 가치	비고
영업가치	1,557	12m Fwd EBITDA:96.4 상위제약사(한미약품 제외) 평균 12mF EV/EBITDA:16.2
순차입금	36	
기업가치	1,521	
전체 주식수	10,370,290	
목표 주가 (원)	146,679	

자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

표 2. 종근당 분기 및 연간 실적 전망(수정 후)

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2016	2017	2018	2019F
매출액	209.7	211.0	219.7	243.9	218.4	237.2	235.0	265.1	832.0	884.3	955.7	1025.5
영업이익	16.8	16.3	23.7	21.3	19.2	18.6	21.0	19.2	61.2	78.1	78.0	78.8
세전이익	15.9	15.6	23.0	20.0	12.6	18.5	19.4	18.7	56.8	74.5	69.2	76.3
당기순이익	11.4	11.2	16.6	14.4	3.0	12.7	13.6	13.3	40.9	53.6	42.6	54.9
증감률 (YoY %)												
매출액	3.8	2.6	7.3	11.0	4.2	12.4	7.0	8.7	40.4	6.3	8.1	7.3
영업이익	103.0	54.5	6.7	5.6	14.7	13.8	-11.3	-10.1	43.4	27.5	-0.1	1.1
당기순이익	105.6	53.6	11.2	9.4	-73.7	13.3	-18.1	-7.9	흑전	31.0	-20.6	29.1
수익성 (%)												
영업이익률	8.0	7.7	10.8	8.7	8.8	7.8	9.0	7.2	7.4	8.8	8.2	7.7
순이익률	5.5	5.3	7.5	5.9	1.4	5.4	5.8	5.0	4.9	6.1	4.5	5.4

주: 별도 기준

자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

표 3. 종근당 분기 및 연간 실적 전망(수정 전)

(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	263.9	832.0	884.3	954.5	1025.5
영업이익	16.8	16.3	23.7	21.3	19.2	18.6	21.0	22.9	61.2	78.1	81.8	84.7
세전이익	15.9	15.6	23.0	20.0	12.6	18.5	19.4	21.6	56.8	74.5	73.0	81.9
당기순이익	11.4	11.2	16.6	14.4	3.0	12.7	13.6	15.2	40.9	53.6	45.4	59.0
증감률 (YoY %)												
매출액	3.8	2.6	7.3	11.0	4.2	12.4	7.0	8.2	40.4	6.3	7.9	7.4
영업이익	103.0	54.5	6.7	5.6	14.7	13.8	-11.3	7.7	43.4	27.5	4.7	3.6
당기순이익	105.6	53.6	11.2	9.4	-73.7	13.3	-18.1	5.5	흑전	31.0	-15.3	29.8
수익성 (%)												
영업이익률	8.0	7.7	10.8	8.7	8.8	7.8	9.0	8.7	7.4	8.8	8.6	8.3
순이익률	5.5	5.3	7.5	5.9	1.4	5.4	5.8	5.8	4.9	6.1	4.8	5.7

주: 별도 기준

자료: 대신증권 Research&amp;Strategy 본부

표 4. 종근당 주요 파이프라인

구분	파이프라인명	적응증	개발 단계	기타
합성신약	CKD-943	통증/요독성소양증	미국 P3	
	CKD-516	대장암	국내 P1/2a	이리노테칸 병용 임상
	CKD-581	다발성경화증	국내 P1	HDAC 저해제
	CKD-506	자기면역질환	유럽 P2	HDAC 저해제
	CKD-504	헌팅틴증후군	국내 P1, 미국 P1	HDAC 저해제
	CKD-508	이상지질혈증	전임상	CETP 저해제
	CKD-509	혈액암	전임상	HDAC 저해제
	CKD-510	CMT	전임상	HDAC 저해제
바이오신약	CKD-702	폐암	전임상	EGFR/c-Met 이중항체
바이오시밀러	CKD-11101	빈혈	국내 허가/일본 허가신청	NESP 바이오시밀러
	CKD-701	황반변성	국내 P3	Lucentis 바이오시밀러
개량신약	CKD-391	이상지질혈증	국내 P3	
	CKD-495	급만성위염치료	국내 P2	
	CKD-351	녹내장	국내 P3	
	CKD-841	전립선암	국내 P1	
	CKD-333	고혈압+고지혈	국내 P3	
	CKD-497	진해거담제	국내 P2	

주: CMT(사르코-마리-투스병); 종아리의 근육위축과 감각장애가 일어나는 유전성 신경장애

자료: 종근당, 대신증권 Research&amp;Strategy 본부

## 1. 기업개요

### 기업 및 경영진 현황

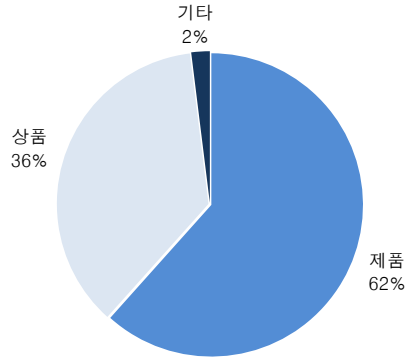
- 1941년 설립 제약사, 전문의약품(ETC) 판매, 신약개발을 주 사업으로 영위
- 주요 사업부문: 전문의약품(ETC) 내수 판매
- 주요 신약: CKD-506(자기면역질환, 유럽 임상2상)  
CKD-504(한티탄병, 미국 임상 1상) 등 다양한 신약 파이프라인 보유
- 종근당홀딩스 회장 이경한, 종근당 대표이사 김영주
- 자산 0.7조, 부채 0.3조, 자본 0.4조(2018년 3분기 기준)  
(발행주식 수: 10,370,290)

### 주가 변동요인

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

자료: 종근당, 대신증권 Research&Strategy본부

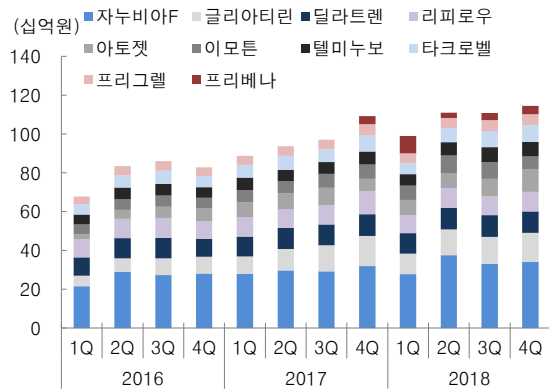
### 사업부별 매출 비중



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

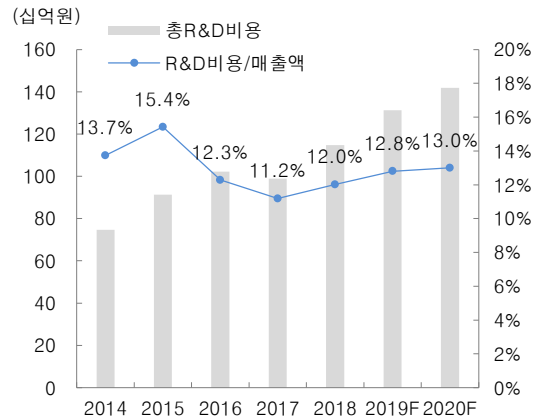
## 2. Earnings Driver

그림 1. 종근당 주요 약물 매출 추이



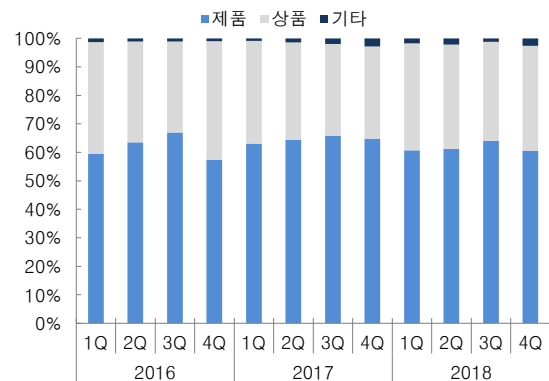
자료: 종근당, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 2. 종근당 R&D 투자금액 추이



주: 2019~2020년 당사 추정치  
자료: 종근당, 대신증권 Research&Strategy본부

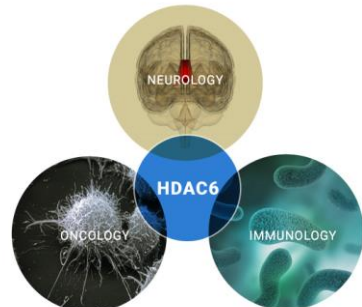
그림 3. 종근당 매출 비중 추이



자료: 종근당, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 4. HDAC6 저해제의 확장성

신경세포의 axonal transport 손상 개선을 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

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	832	884	956	1,026	1,091
매출원가	497	525	576	611	650
매출총이익	335	360	380	415	441
판매비와관리비	274	281	302	336	358
영업이익	61	78	78	79	83
영업외수익	7.4	8.8	8.2	7.7	7.6
EBITDA	85	100	97	96	99
영업외손익	-4	-4	-9	-3	-5
관계기업손익	0	-1	0	0	0
금융수익	0	1	2	2	2
외환관련이익	2	1	1	1	1
금융비용	-4	-4	-5	-4	-4
외환관련손실	0	0	1	1	1
기타	0	0	-6	-1	-3
법인세비용차감전순이익	57	75	69	76	78
법인세비용	-16	-21	-27	-21	-23
계속사업순이익	41	54	43	55	54
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	41	54	43	55	54
당기순이익	4.9	6.1	4.5	5.3	5.0
비재계분순이익	0	0	0	0	0
재계분순이익	41	54	43	55	54
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	45	56	44	55	55
비재계분포괄이익	0	0	0	0	0
재계분포괄이익	45	56	44	55	55

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	4,352	5,701	4,310	5,288	5,252
PER	240	243	246	200	202
BPS	37,650	42,678	44,266	46,787	51,232
PBR	2.8	3.2	2.4	2.3	2.1
EBITDAPS	9,053	10,639	9,783	9,283	9,594
EV/EBITDA	12.8	13.5	11.7	11.4	10.7
SPS	88,424	93,982	96,739	98,888	105,204
PSR	1.2	1.5	1.1	1.1	1.0
CFPS	11,774	13,357	11,901	11,817	11,913
DPS	900	900	900	900	900

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
성장성					
매출액 증/감	40.4	6.3	8.1	7.3	6.4
영업이익 증/감	43.4	27.5	-0.1	0.9	5.3
순이익 증/감	흑전	31.0	-20.6	28.8	-0.7
수익성					
ROIC	9.7	12.2	10.4	12.2	12.6
ROA	10.1	12.0	11.6	11.4	11.7
ROE	12.2	14.2	10.2	11.9	10.7
안정성					
부채비율	81.1	65.6	56.2	44.5	35.2
순차입금비율	29.0	11.6	8.2	0.3	-5.7
이자보상비율	14.7	21.7	21.1	28.4	25.7

자료: 증권당 대신증권 Research&Strategy 본부

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	339	366	384	403	417
현금및현금성자산	22	45	37	39	39
매출채권 및 기타채권	215	214	232	241	248
재고자산	98	104	113	121	129
기타유동자산	4	2	2	2	2
비유동자산	303	299	299	298	301
유형자산	245	237	230	223	217
관계기업투자지급	5	4	4	4	4
기타비유동자산	53	58	66	72	80
자산총계	642	665	683	701	718
유동부채	211	223	244	252	259
매입채무 및 기타채무	107	121	126	132	137
차입금	54	41	41	41	41
유동상차부	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	246	216	187
자배분	354	402	437	485	531
자본금	24	24	25	26	26
자본잉여금	271	271	271	271	271
이익잉여금	59	106	140	186	231
기타자본변동	0	1	1	2	3
비자배분	0	0	0	0	0
자본총계	354	402	437	485	531
순차입금	103	47	36	2	-30

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	58	80	56	77	77
당기순이익	41	54	43	55	54
비현금항목의 기입	70	72	75	68	69
감가상각비	24	22	19	18	17
외환손익	0	0	2	2	2
자본평가손익	0	1	0	0	0
기타	46	49	55	49	51
자산부채의 증감	-36	-23	-32	-23	-21
기타현금흐름	-17	-22	-30	-23	-26
투자활동 현금흐름	-43	-16	-15	-12	-12
투자자산	-4	-3	-6	-3	-2
유형자산	-38	-11	-10	-10	-10
기타	-1	-1	0	0	0
재무활동 현금흐름	-6	-41	-26	-40	-42
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	-32	-32	-32	-32
유상증자	0	0	1	1	0
현금배당	-6	-8	-8	-9	-9
기타	0	0	13	0	0
현금의 증감	9	24	-8	2	0
기초 현금	13	22	45	37	39
기말 현금	22	45	37	39	39
NOPLAT	44	56	48	57	58
FCF	29	65	57	64	65

[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 (하위)	Neutral Green (보통)	Sky Blue (맑음)
----------------	--------------------	---------------

[Compliance Notice]

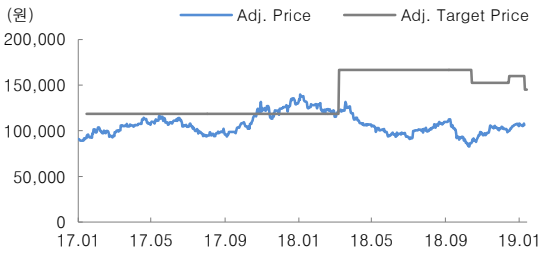
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: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	19.02.01	19.01.06	18.11.05	18.09.30	18.07.30	18.04.30
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	145,000	160,000	152,600	166,900	166,900	166,900
과다율(평균%)		(34.03)	(35.35)	(44.45)	(37.25)	(36.89)
과다율(최대/최소%)		(32.50)	(30.62)	(34.86)	(21.14)	(21.14)
제시일자	18.03.30	담당자 변경	18.02.05	17.08.05	17.02.19	17.02.12
투자의견	Buy		Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	166,900		118,400	118,400	118,400	118,400
과다율(평균%)	(27.23)		4.46	(4.65)	(11.40)	(19.38)
과다율(최대/최소%)	(21.14)		(2.55)	18.08	(1.92)	(14.23)
제시일자	17.02.05					
투자의견	Buy					
목표주가	118,400					
과다율(평균%)	(20.08)					
과다율(최대/최소%)	(18.85)					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과다율(평균%)						
과다율(최대/최소%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20190129)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	85.7%	13.2%	1.1%

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