



Buy (Maintain)

목표주가: 110,000원
주가(7/26): 90,200원

시가총액: 9,354억원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (7/26)		2,066.26pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	112,512원	82,667원
등락률	-19.8%	9.1%
수익률	절대	상대
1M	-4.0%	-1.5%
6M	-14.9%	-10.3%
1Y	-2.6%	7.9%

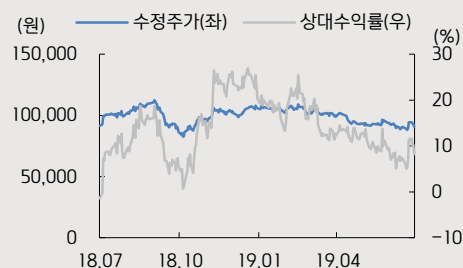
Company Data

발행주식수	10,370천주
일평균 거래량(3M)	21천주
외국인 지분율	12.5%
배당수익률(2019E)	1.0%
BPS(2019E)	45,226원
주요 주주	종근당홀딩스 외 5 인
	36.5%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019F	2020F
매출액	884.3	955.7	1,028.7	1,093.7
영업이익	78.1	78.0	73.4	78.3
EBITDA	100.1	99.2	93.4	95.3
세전이익	74.5	69.2	69.3	74.3
순이익	53.6	42.6	49.9	53.5
지배주주지분순이익	53.6	42.6	49.9	53.5
EPS(원)	5,172	4,105	4,812	5,156
증감률(% YoY)	31.0	-20.6	17.2	7.2
PER(배)	24.4	24.8	18.9	17.6
PBR(배)	3.26	2.47	2.01	1.84
EV/EBITDA(배)	13.5	10.6	9.9	9.2
영업이익률(%)	8.8	8.2	7.1	7.2
ROE(%)	14.2	10.3	11.1	10.9
순차입금비용(%)	11.8	10.8	-4.3	-12.4

Price Trend



실적 Review

종근당 (185750)

안정적 실적 시현. 하반기 다수 R&D 진척



2분기 실적은 시장 기대치를 소폭 상회하였습니다. 올해는 R&D 비용 증가로 연간 영업이익의 역성장이 전망됩니다만, 이는 예상된 것으로 주가에 이미 반영된 것으로 보입니다. 하반기 다수의 R&D 파이프라인의 임상 진입이 예상되며, 특히 CKD-506(HADC6i, 류마티스관절염)의 2a상이 연말 완료되어 '20년 상반기 데이터 발표가 예상됩니다. 오랜 시간 집중적으로 투여된 R&D 투자에 대한 성과를 '20년부터는 기대해 볼 수 있겠습니다.

>>> 2Q19 실적 컨센서스 소폭 상회

2Q19 매출액은 2,664억원(YoY +12%), 영업이익은 190억원(YoY +2%, QoQ +14%)으로 컨센서스 매출액 2,585억원과 영업이익 189억원을 소폭 상회하였다. 기존 제품과 신제품이 고르게 증가하였고, 특히 CJ헬스케어의 위식도역류질환 도입 상품인 케이캡과 역류성식도염 개량신약 에소듀오 등이 매출 증가를 이끌었다. 경상연구개발비가 241억원(YoY +29%) 증가하였으나, 매출 증가(YoY +12.3%) 및 판매비용 감소(YoY -3%p)로 수익성이 소폭 개선되었다.

>>> 하반기 안정적 실적과 다수 R&D 임상 진입

3분기는 휴가철 및 추석 연휴로 2분기보다 소폭 하락한 매출 2,594억원(YoY +10%, QoQ -3%)이 전망된다. R&D 비용이 4분기에 집중 될 것으로 예상되어 3분기 영업이익은 전분기 대비 소폭 개선된 196억원(YoY -7%, QoQ +3%)이 전망된다. 7/1일부터 머쉬론(연간 매출 약 130억원 규모) 국내 유통 계약을 체결하여 매출 성장에 기여할 것으로 보인다.

하반기 다수의 연구개발 물질 임상 진척이 예상되는데, 이중항암항체 CKD-702가 4분기 국내 1상 진입, 하반기 CKD-516(VDA, 대장암) 3상 진입 및 면역항암제와의 병용 1상 진입, CKD-508(2nd CETP 억제제, 이상지질혈증) 1상, CKD-510(HDAC6 억제제, 샤르코마리투스병) 1상 진입이 예정되어 있다. 기술 수출이 기대되는 CKD-506(HDAC6억제제, 류마티스관절염)의 유럽 2a상은 올해말 완료되어 '20년 상반기 데이터 발표가 예상된다. 미국 류마티스 학회(ACR)가 '20.5월이기 때문에 이르면 ACR 학회 발표가 예상된다. 임상 데이터 결과에 따라 기술 수출도 기대해 볼 수 있다.

>>> 투자의견 BUY 유지, 목표주가 11만원 하향

실적 추정치의 변경은 미미하나, 최근 투자심리 약화에 따른 상위제약사들의 주가 하락으로 타겟 PER이 낮아짐에 따라 목표주가를 11만원으로 하향한다. 다만, 동사는 안정적인 실적을 시현하고 있고 밸류에이션 매력도가 높아 주가 하락이 제한적이고, 다수의 R&D 파이프라인의 임상이 진척되는 등 '20년 하나둘 성과를 나타낸다면 R&D 가치를 평가 받을 수 있을 것으로 보인다.

실적 세부 내용

	1Q19	2Q19P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)	컨센서스	차이 (컨센/추정)
매출액	233.9	266.4	14%	12%	251.0	6%	258.5	3%
영업이익	16.7	19.0	14%	2%	16.1	18%	18.9	1%
영업이익률	7%	7%			6%		7%	
세전이익	15.2	18.1	19%	-2%	15.4	18%		
세전이익률	7%	7%			6%			
순이익	10.7	12.7	19%	0%	10.4	22%	13.0	-3%

자료: 키움증권 리서치

실적 세부 내용

	18.1Q	18.2Q	18.3Q	18.4Q	2018	19.1Q	19.2Q	19.3Q	19.4Q	2019E
자누비아 (자누메트 포함)	27.8	37.5	33.3	34.2	132.8	33.4	34.8	32.7	34.5	135.4
딜라트렌	10.6	11.2	11.2	11.1	44.1	11.5	11.6	10.9	10.4	44.5
리피로우	9.2	10.0	9.8	10.0	39.1	9.1	9.7	9.9	10.0	38.7
바이토린	4.2	7.8	5.4	5.2	22.6	5.5	5.1	5.1	6.5	22.1
타크로벨	5.7	7.3	8.4	8.6	29.9	7.5	8.0	8.0	7.9	31.4
타미플루	6.2	(0.0)	0.0	6.7	12.9	0.0	0.0	(0.3)	4.8	4.5
글리아티린	10.6	13.4	13.9	14.9	52.8	13.4	15.1	15.9	14.8	59.2
텔미누보	5.8	6.7	7.7	7.6	27.8	7.3	8.3	7.7	6.2	29.5
이모튼	7.4	9.3	8.6	7.7	33.0	7.5	8.7	8.7	8.1	33.0
사이폴	4.9	6.4	7.1	7.0	25.3	5.7	6.0	6.5	7.1	25.3
기 타	126.0	127.6	129.6	152.3	535.5	132.9	159.1	154.2	158.8	605.1
매출액	218.4	237.2	235.0	265.1	955.7	233.9	266.4	259.4	269.0	1,028.7
YOY	4.2%	12.4%	7.0%	8.7%	8.1%	7.1%	12.3%	10.4%	1.5%	7.6%
영업이익	19.2	18.6	21.0	19.2	78.0	16.7	19.0	19.6	18.1	73.4
YOY	14.7%	13.8%	-11.4%	-10.1%	-0.1%	-13.0%	2.2%	-6.6%	-5.8%	-5.9%
OPM	8.8%	7.8%	9.0%	7.2%	8.2%	7.1%	7.1%	7.6%	6.7%	7.1%

자료: 키움증권 리서치

목표주가 산정내역

목표주가 산정내역	비 고
fw12m EPS(원)	5,176
Target Multiple	21 상위제약사 평균 fw12m PER 에 30% 할인
목표가(원)	110,000

상위제약사 : 유한양행, 녹십자, 동아에스티, 대웅제약

자료: 키움증권 리서치센터

R&D 파이프라인

구 분	과제명	적응증	기 전	Non-Clinical	Phase 1	Phase 2	Phase 3	Approval	비 고
합성 신약	CKD-943	요독성소양증	Kappa Opioid Receptor agonist				US		
	CKD-516	대장암	VDA (Vascular Disrupting Agent)			KR			이리노테칸 병용, '19.2H 3상 진입
	CKD-581	다발골수종	Pan-HDACi		KR				PD-1(면역항암제) 병용
	CKD-506	류마티스관절염	HDAC6i			EU			2a상 '19.1H 결과
	CKD-504	헌팅턴증후군	HDAC6i		KR/US				
	CKD-508	이상지질혈증	2세대 CETPi	US					'19.4Q 1상 신청
	CKD-509	혈액암	HDAC6i	JP					'19.4Q 1상 신청
	CKD-510	CMT	HDAC6i	US					'19.4Q 1상 신청
바이오 신약	CKD-702	항암제(폐암)	이중항제 항암 신약	US					'19.4Q 1상 신청
바이오 시밀러	CKD-11101	빈혈	Long-Acting EPO					KR/JP	'19.2Q 국내시판 예정
	CKD-701	항반병성	Anti-VEGF				KR		
천연물 신약	CKD-491	치주염	미공개	KR					
	CKD-495	급만성 위염치료제				KR			
	CKD-497	기관지염				KR			
개량신약	CKD-391	이상지질혈증					KR		
	CKD-351	녹내장					KR		
	CKD-355	알츠하이머 치매			KR				
	CKD-333	고혈압/고지혈					KR		
	CKD-386	고혈압/고지혈			KR				
	CKD-385	고혈압, 심부전, 협심증			KR				
	CKD-396	당뇨					KR		
	CKD-398	당뇨					KR		
	CKD-841	전립선암			KR				Liquid Crystal 기술
	CKD-843	탈모/전립선비대증		KR					

자료: 종근당, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	884.3	955.7	1,028.7	1,093.7	1,162.2
매출원가	524.7	575.8	635.1	675.3	717.6
매출총이익	359.6	379.9	393.6	418.4	444.6
판관비	281.5	301.9	320.2	340.0	360.9
영업이익	78.1	78.0	73.4	78.3	83.7
EBITDA	100.1	99.2	93.4	95.3	98.1
영업외손익	-3.6	-8.8	-4.1	-4.1	-3.6
이자수익	0.6	0.5	1.3	1.9	2.3
이자비용	3.6	2.7	2.7	2.7	2.7
외환관련이익	1.4	1.8	1.5	1.5	1.5
외환관련손실	2.2	1.6	1.6	1.6	1.6
종속 및 관계기업손익	-1.0	-1.4	-1.4	-1.4	-1.4
기타	1.2	-5.4	-1.2	-1.8	-1.7
법인세차감전이익	74.5	69.2	69.3	74.3	80.1
법인세비용	20.9	26.6	19.4	20.8	22.4
계속사업순이익	53.6	42.6	49.9	53.5	57.6
당기순이익	53.6	42.6	49.9	53.5	57.6
지배주주순이익	53.6	42.6	49.9	53.5	57.6
증감 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	6.3	8.1	7.6	6.3	6.3
영업이익 증감율	27.5	-0.1	-5.9	6.7	6.9
EBITDA 증감율	17.5	-0.9	-5.8	2.0	2.9
지배주주순이익 증감율	30.9	-20.5	17.1	7.2	7.7
EPS 증감율	31.0	-20.6	17.2	7.2	7.8
매출총이익율(%)	40.7	39.8	38.3	38.3	38.3
영업이익율(%)	8.8	8.2	7.1	7.2	7.2
EBITDA Margin(%)	11.3	10.4	9.1	8.7	8.4
지배주주순이익율(%)	6.1	4.5	4.9	4.9	5.0

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	365.8	390.0	478.6	547.3	618.6
현금 및 현금성자산	45.4	45.9	112.3	155.7	194.8
단기금융자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출채권 및 기타채권	213.8	212.6	228.9	243.3	258.6
재고자산	104.3	127.6	130.6	136.7	145.3
기타유동자산	2.3	3.9	6.8	11.6	19.9
비유동자산	299.0	308.2	270.7	255.5	242.7
투자자산	21.4	29.9	12.4	14.2	15.9
유형자산	237.2	236.0	217.8	202.4	189.4
무형자산	14.3	15.4	13.6	12.0	10.6
기타비유동자산	26.1	26.9	26.9	26.9	26.8
자산총계	664.8	698.1	749.3	802.8	861.3
유동부채	223.2	205.1	216.0	226.8	238.5
매입채무 및 기타채무	120.7	123.2	134.0	144.9	156.6
단기금융부채	81.1	58.1	58.1	58.1	58.1
기타유동부채	21.4	23.8	23.9	23.8	23.8
비유동부채	40.0	64.3	64.3	64.3	64.3
장기금융부채	11.5	34.1	34.1	34.1	34.1
기타비유동부채	28.5	30.2	30.2	30.2	30.2
부채총계	263.2	269.4	280.3	291.1	302.8
지배지분	401.6	428.7	469.0	511.6	558.4
자본금	23.5	24.7	25.9	25.9	25.9
자본잉여금	271.4	270.2	270.2	270.2	270.2
기타자본	-0.4	-7.3	-7.3	-7.3	-7.3
기타포괄손익누계액	1.2	-1.4	-3.0	-4.5	-6.1
이익잉여금	105.9	142.6	183.2	227.4	275.7
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	401.6	428.7	469.0	511.6	558.4

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	80.2	45.2	80.9	78.7	74.4
당기순이익	53.6	42.6	49.9	53.5	57.6
비현금항목의 가감	72.0	73.6	63.5	61.3	60.0
유형자산감가상각비	20.2	19.5	18.2	15.4	13.1
무형자산감가상각비	1.8	1.7	1.8	1.6	1.4
지분법평가손익	-1.0	-1.4	-1.4	-1.4	-1.4
기타	51.0	53.8	44.9	45.7	46.9
영업활동자산부채증감	-23.3	-41.2	-11.7	-14.5	-20.5
매출채권및기타채권의감소	0.5	-1.0	-16.2	-14.5	-15.2
재고자산의감소	-19.6	-30.8	-3.1	-6.1	-8.6
매입채무및기타채무의증가	10.0	2.3	10.8	10.8	11.7
기타	-14.2	-11.7	-3.2	-4.7	-8.4
기타현금흐름	-22.1	-29.8	-20.8	-21.6	-22.7
투자활동 현금흐름	-15.6	-29.4	16.6	-2.6	-2.6
유형자산의 취득	-11.4	-17.8	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.3	0.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-1.3	-2.7	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-3.9	-10.0	16.0	-3.2	-3.2
단기금융자산의감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6
재무활동 현금흐름	-40.9	-15.4	-7.6	-9.3	-9.3
차입금의 증가(감소)	-32.5	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	1.2	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	-7.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-8.5	-8.5	-8.8	-9.3	-9.3
기타	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
기타현금흐름	-0.1	0.0	-23.5	-23.4	-23.4
현금 및 현금성자산의 순증가	23.7	0.5	66.4	43.4	39.1
기초현금 및 현금성자산	21.7	45.4	45.9	112.3	155.7
기말현금 및 현금성자산	45.4	45.9	112.3	155.7	194.9

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주요지표(원)					
EPS	5,172	4,105	4,812	5,156	5,558
BPS	38,722	41,342	45,226	49,336	53,849
CFPS	12,119	11,203	10,931	11,072	11,341
DPS	900	900	900	900	900
주가배수(배)					
PER	24.4	24.8	18.9	17.6	16.3
PER(최고)	25.6	34.8	23.1		
PER(최저)	17.1	19.9	18.2		
PBR	3.26	2.47	2.01	1.84	1.69
PBR(최고)	3.42	3.46	2.45		
PBR(최저)	2.28	1.98	1.93		
PSR	1.48	1.11	0.92	0.86	0.81
PCFR	10.4	9.1	8.3	8.2	8.0
EV/EBITDA	13.5	10.6	9.9	9.2	8.5
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	15.8	20.8	18.6	17.4	16.1
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.6	0.9	1.0	1.0	1.0
ROA	8.2	6.2	6.9	6.9	6.9
ROE	14.2	10.3	11.1	10.9	10.8
ROIC	13.0	10.4	11.8	12.7	13.5
매출채권회전율	4.1	4.5	4.7	4.6	4.6
재고자산회전율	8.7	8.2	8.0	8.2	8.2
부채비율	65.6	62.8	59.8	56.9	54.2
순차입금비율	11.8	10.8	-4.3	-12.4	-18.4
이자보상배율	21.7	29.0	27.3	29.1	31.1
총차입금	92.6	92.2	92.2	92.2	92.2
순차입금	47.2	46.4	-20.1	-63.5	-102.6
NOPLAT	100.1	99.2	93.4	95.3	98.1
FCF	43.8	6.5	61.1	58.9	54.2

Compliance Notice

- 당사는 7월 26일 현재 '종근당' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

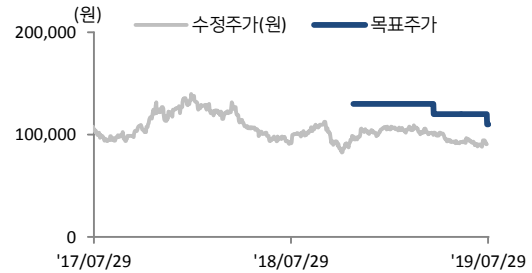
동 자료에 수록된 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 안전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용할 수 없습니다. 동 자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 어떠한 경우에도 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.

투자 의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가	목표 가격 대상 사점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
종근당	2018-11-21	Buy (Initiate)	130,000원	6개월	-21.14	-16.92
(185750)	2019-04-19	Buy (Maintain)	120,000원	6개월	-12.82	-9.17
	2019-07-29	Buy (Maintain)	110,000원	6개월	-17.63	-9.17

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였습니다.

목표주가 추이 (2개년)



투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용 기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/07/01~2019/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	161	95.83%
중립	7	4.17%
매도	0	0.00%