

2019.11.26

## 종근당 (185750)

### 이익 성장 제한, R&D 성과 필요

#### 3Q 무난한 실적, 외형 성장 양호 vs 영업이익 개선 제한

3Q 매출액 2,805억원(+19.4% yoy), 영업이익 203억원(-3.7% yoy)을 달성했다. 20%에 육박하는 외형 성장은 자누비아F(362억원 +9.5% yoy), 글리아티린(160억원 +17.0% yoy), 아토젯(143억원 +60.0% yoy), 케이캡(160억원 +17.0% yoy) 등 도입 및 공동판매 품목이 견인했다. 매출 성장이 양호했던 반면 마일스톤 유입(네스프 바이오시밀러 일본허가)에도 불구하고 영업이익은 소폭 둔화되었는데, 이는 경상연구개발비(222억원 +16.2% yoy) 및 판관비(인건비 및 급여 인상) 증가 영향에 기인한다.

#### 실적 메리트 약화되었지만 상위제약사 중 밸류에이션 매력 여전히 높아

4Q 매출액 2,880억원(+8.6% yoy), 영업이익 195억원(+1.6% yoy)을 전망한다. 기존 도입 및 신규 도입품목 고른 성장세가 외형 성장을 지지할 것이다. 특히 대형 블록버스터급 안착이 예상되는 도입 신제품 케이캡(위식도역류질환/국산30호 신약) 성장세가 기대 이상이다. 그러나 일회성 수익이 부재한 가운데 R&D 비용 증가세를 감안할 때 매출액 대비 이익 성장은 제한적일 수밖에 없다. 4Q 실적을 반영한 2019년 매출액 10,688억원(+11.8% yoy), 영업이익 755억원(-3.2% yoy)으로 예상되며, 과거에 비해 실적 모멘텀이 다소 약화되었지만 상위제약사 중 밸류에이션 매력은 여전히 높기 때문에 매수 투자 의견을 유지한다.

#### 주가 레벨업 위해서는 R&D 성과 필요

실적 메리트가 약화된 상태에서 주가 레벨업을 위해서는 파이프라인 경쟁력 입증 및 가치 반영이 필요하다. 아직까지 괄목할만한 성과가 미흡하지만 주요 파이프라인의 R&D 진전을 통한 이슈화 또는 L/O 가능성은 충분하다. 임상 2상(유럽 5개국)이 진행 중인 CKD-506(자가면역질환)은 내년 상반기 탑라인 공개가 예상되며, CKD-516(면역항암제/PD-1 병용)과 CKD-702(이중항체 바이오신약)는 전임상 완료 후 임상 1상 진입이 예상되기 때문이다.

	2016	2017	2018	2019F	2020F
매출액 (억원)	8,320	8,843	9,557	10,688	11,308
영업이익	612	781	780	755	771
순이익	409	536	426	518	533
EPS(원)	3,948	5,172	4,105	4,991	5,143
PER(배)	24.1	24.4	24.8	18.7	18.1
PBR	2.8	3.3	2.5	1.9	1.8
EV/EBITDA	12.8	13.6	11.4	10.4	9.8
ROE	12.2%	14.2%	10.3%	11.0%	10.2%

자료: 종근당, 한양증권 리서치센터 추정 \*K-IFRS 별도 기준

# 매수

[유지]

목표주가(12M) 125,000원

#### 임동락 Analyst

limrotc37@hygood.co.kr

02-3770-5428

#### 주가지표

KOSPI(11/25)	2,123P
KOSDAQ(11/25)	647P
현재주가(11/25)	93,200원
시가총액	9,670억원
총발행주식수	1,037만주
120일 평균거래대금	16억원
52주 최고가	109,000원
52주 최저가	79,600원
유동주식비율	62.9%
외국인지분율(%)	12.8%
주요주주	종근당홀딩스 외 5인 (36.6%) 국민연금 (11.5%)

#### 상대주가차트



[도표1]실적 추이 및 전망

	18,1Q	18,2Q	18,3Q	18,4Q	19,1Q	19,2Q	19,3Q(P)	19,4Q(E)	2018	2019(E)
매출액	2,184	2,372	2,350	2,651	2,339	2,664	2,805	2,880	9,557	10,688
영업이익	192	186	210	192	167	190	203	195	780	755
영업이익률	88	7.8	90	7.2	7.1	7.1	7.2	6.8	8.2	7.1
당기순이익	30	127	136	133	107	126	147	138	426	518
순이익률	1.4	5.4	5.8	5.0	4.6	4.7	5.2	4.9	4.5	4.8

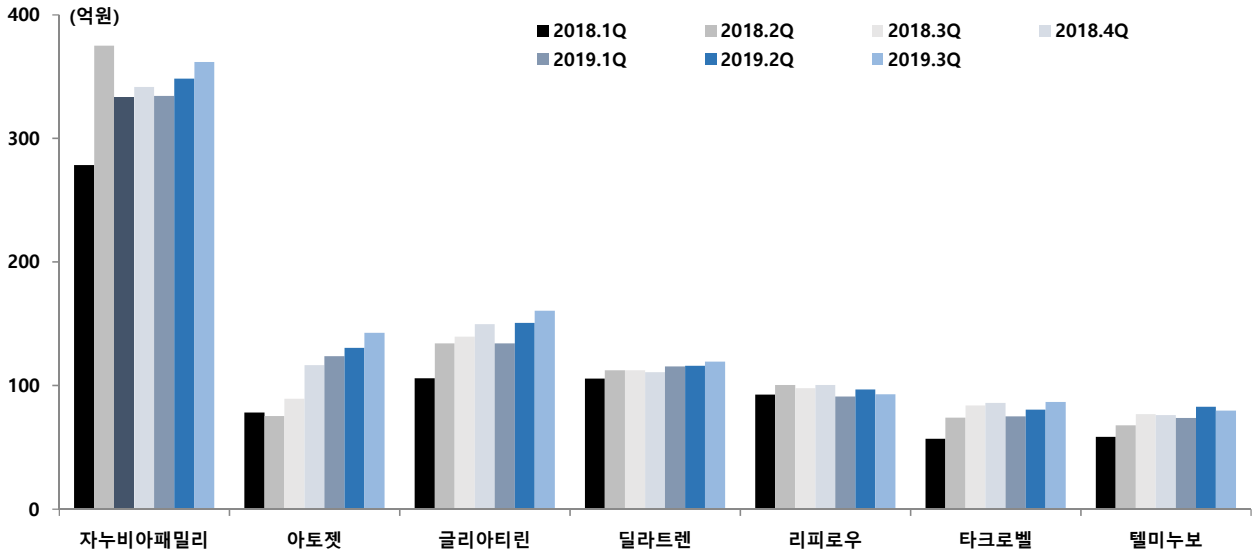
출처: 종근당, 한양증권 리서치센터 추정

[도표2] 주요 R&D 파이프라인 현황

구 분	과제명	적응증	기 전	Non-Clinical	Phase 1	Phase 2	Phase 3	승인	비 고	
합성 신약	CKD-943	요독성소양증	Kappa Opioid Receptor agonist				US			
	CKD-516	대장암	VDA (Vascular Disrupting Agent)	KR			KR		이리노테칸 병용 PD-1 병용	
	CKD-581	다발골수종	Pan-HDACi		KR					
	CKD-506	류마티스관절염	HDAC6i			EU				
	CKD-504	헌팅틴증후군	HDAC6i		KR/US					
	CKD-508	이상지질혈증	2 세대 CETPi	US						
	CKD-509	혈액암	HDAC6i	JP						
	CKD-510	CMT	HDAC6i	US						
바이오신약	CKD-702	항암제(폐암)	이중항체 항암 신약	US						
바이오 시뮬러	CKD-11101	빈혈	Long-Acting EPO					KR/JP	국내 출시/일본 허가 취득	
	CKD-701	황반변성	Anti-VEGF				KR			
천연물 신약	CKD-491	치주염	미공개	KR						
	CKD-495	급만성 위염치료제				KR				
	CKD-497	기관지염				KR				
개량 신약	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							

출처: 종근당, 한양증권 리서치센터

[도표3] 분기별 주요품목 매출 동향



출처: 종근당, 한양증권 리서치센터

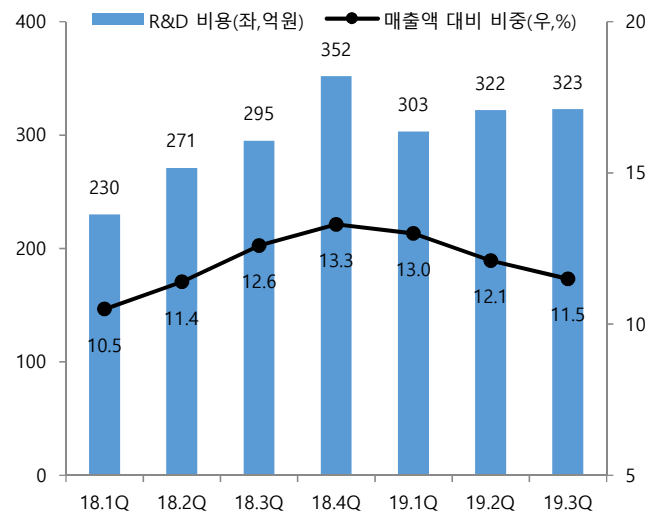
[도표4] 주요품목 전년동기대비 매출 증감

(단위: 백만원, %)

구분	2019.3Q	2018.3Q	증감	증감률
자누비아F	36,169	33,039	+3,129	+9.5
글리아티린	16,032	13,937	+2,364	+17.0
아토젯	14,251	8,909	+5,342	+60.0
딜라트렌	11,931	11,233	+698	+6.2
리피로우	9,279	9,779	-500	-5.1
이모튼	9,253	8,601	+651	+7.6
타크로벨	8,663	8,382	+281	+3.3
프롤리아주	8,320	1,626	+6,694	+411.7
텔미누보	7,956	7,676	+279	+3.6

출처: 종근당, 한양증권 리서치센터

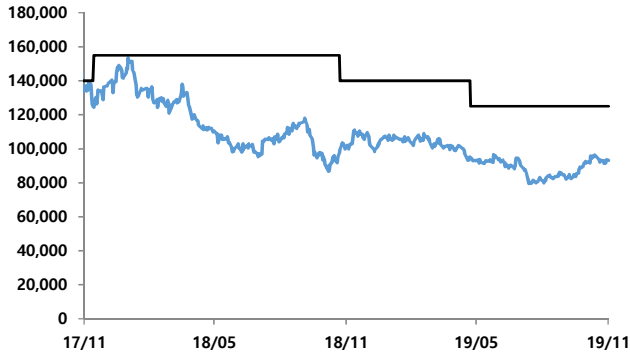
[도표5] 분기별 R&D 투자



출처: 종근당, 한양증권 리서치센터

TP Trend

투자의견 비율공시(기준: 2019.09.30)



구분	매수	중립	매도
비율	90%	10%	0%

투자의견 및 목표가 등 추이

종목명	코드	날짜	투자의견	목표주가(12M)	과리율(평균/최고)
종근당	185750	17/12/11	매수(유지)	155,000원	-16.6 / -6.8
		18/06/18	매수(유지)	155,000원	-17.5 / -0.9
		18/11/19	매수(유지)	140,000원	-26.9 / -15.7
		18/12/17	매수(유지)	140,000원	-24.8 / -20.7
		19/05/20	매수(유지)	125,000원	- / -
		19/11/26	매수(유지)	125,000원	- / -

Compliance Notice

- 본 자료 발간일 현재 동 주식 및 주식관련사채, 스톡옵션, 개별주식옵션 등을 본인 또는 배우자의 계산으로 보유하고 있지 않습니다
- 본 자료 발간일 현재 당사는 회사채 지급보증, 인수계약 체결, 계열회사 관계 또는 M&A 업무수행, 발행주식 총수의 1%이상 보유 등 중대한 이해관계가 없습니다.
- 본 자료는 당사 홈페이지에 공표되었으며, 홈페이지 공표 이전에 특정기관에 사전 제공 된 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.(작성자:임동락)
- 기업 투자의견
  - 매수                                   향후 12개월간 15% 이상 상승예상
  - 중립                                   향후 12개월간 +15 ~ -15% 내 변동 예상
  - 매도                                   향후 12개월간 15% 이상 하락 예상
- 산업 투자의견
  - 비중확대                              향후 12개월간 산업지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
  - 중립                                   향후 12개월간 산업지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
  - 비중축소                              향후 12개월간 산업지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

당사는 투자의견 전망 기간을 2017년 9월 1일부터 6개월에서 12개월로 변경하였습니다

이 조사자료는 고객의 투자에 참고가 될 수 있는 각종 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 이 조사자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자는 자신의 판단과 책임하에 종목선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 이 조사자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용 될 수 없습니다.



---

**한양증권 점포현황**

[www.hygood.co.kr](http://www.hygood.co.kr)

본 점	(02)3770-5000	서울 영등포구 국제금융로 6길 7 한양증권빌딩
송파RM센터	(02)419-2100	서울 송파구 가락로 183 한양APT상가 2층
안산지점	(031)486-3311	경기 안산시 단원구 광덕대로 264 한양증권빌딩 2층
인천지점	(032)461-4433	인천 남동구 백범로 132 만수프라자빌딩 1층

---

본 자료는 고객의 투자를 유도할 목적으로 작성된 것이 아니라 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다. 본 자료는 분석담당자가 신뢰할 만 하다고 판단하는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 분석담당자가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서 본 자료를 참고한 고객의 투자의사결정은 전적으로 고객 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한 본 자료는 당사 고객에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제, 전송, 인용, 배포하는 행위는 법으로 금지하고 있습니다.

---