종근당 (185750)

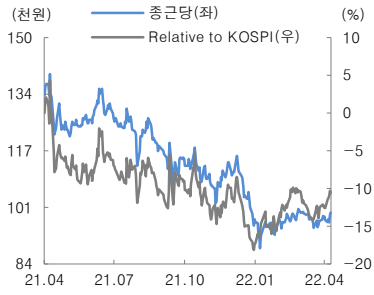
임윤진 yoonjin.lim@daishin.com
한송협 songhyeop.han@daishin.com

투자의견	BUY 매수, 유지
6개월 목표주가	120,000 유지
현재주가 (22.04.29)	99,000
	제약업종

ESG평가 등급	S	A+	A	B+	B	C	D

KOSPI	2695.05
시가총액	1,187십억원
시가총액비중	0.06%
자본금(보통주)	30십억원
52주 최고/최저	135,068원 / 88,600원
120일 평균거래대금	30억원
외국인지분율	7.47%
주요주주	종근당홀딩스 외 5 인 38.01% 국민연금공단 9.36%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	0.6	7.3	-11.7	-25.9
상대수익률	2.3	6.0	-2.7	-12.8



판관비 증가로 영업이익 시장 기대치 하회

투자의견 매수 유지, 목표주가 120,000원으로 유지

– 목표주가는 12MF EPS 6,845원에 Target PER 17.3배 (주요제약사 3개월 평균 12MF PER 40% 할인) 적용해 산출

1Q22 Review: 판관비 증가로 영업이익 기대치 소폭 하회

– 1분기 별도 매출액 3,380억원 (+8.8% yoy), 영업이익 243억원(+8.6% yoy) 시현. 당사 추정 및 컨센서스 영업이익 각각 -3%, -11% 하회
– 주력 품목 '케이캡' 매출 282억원(+18.9% yoy), '프롤리아' 216억원(+56.7% yoy) 달성. '리피로우' 49억원으로 회복세 지속된 반면, '자누비아' 머크의 자진 약가인하 단행에 따라 매출액 329억원으로 -17.7% yoy 감소
– 2월 휴마시스로부터 전문가용 코로나19 항원 진단키트 도입. 원외 클리닉 등 공동판매 본격화되며 관련 매출액 107억원 신규 반영. 상품 매출 증가에 따라 매출원가율 63.6% 기록
– 영업이익은 나파벨탄 해외 임상 중지에 따른 연구비 감소에도 불구 임금상승에 따른 인건비 증가, 오프라인 마케팅 및 심포지엄 확대로 인한 판관비 증가하며 OPM 7.2% 기록

2022년 영업이익 1,095억원 (+16.4% yoy, OPM 7.4%) 전망

– '22년 영업이익은 1) 전년 식약처 조치 관련 일회성 비용 증가에 대한 기저효과 2) 나파벨탄 해외 임상 중지로 인한 연구비 감소에 따라 전년 대비 +16.4% 성장 전망
– 하반기 CKD-510(샤르코마리투스병) 미국 임상2상 진입, CKD-506(특발성 폐섬유증) 임상2상 진입, CKD-702(비소세포폐암) 임상1상 종료 등 다양한 R&D 이벤트 기대

(단위: 십억원, %)

구분	1Q21	4Q21	1Q22					2Q22		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	311	355	339	338	8.8	-4.8	335	374	14.4	10.6
영업이익	22	1	27	24	8.6	2,363.0	25	33	-2.7	34.7
순이익	14	-1	19	17	27.1	흑전	18	23	-9.7	34.2

자료: 종근당, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	1,301	1,334	1,480	1,615	1,743
영업이익	127	94	110	124	144
세전순이익	120	77	104	118	139
총당기순이익	89	39	77	87	102
지배지분순이익	89	39	77	87	102
EPS	7,398	3,288	6,417	7,261	8,534
PER	29.2	33.8	15.5	13.7	11.6
BPS	45,752	46,694	52,290	58,619	66,220
PBR	4.7	2.4	1.9	1.7	1.5
ROE	17.4	7.1	13.0	13.1	13.7

주: 별도 기준 / 자료: 종근당, 대신증권 Research Center

연간 실적 추정 변경 (단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2022F	2023F	2022F	2023F	2022F	2023F
매출액	1,478	1,595	1,480	1,615	0.1	1.2
판매비와 관리비	430	452	431	460	0.1	1.8
영업이익	116	138	110	124	-5.2	-10.6
영업이익률	7.8	8.7	7.4	7.7	-0.4	-1.0
영업외손익	-6	-6	-5	-6	적자유지	적자유지
세전순이익	110	132	104	118	-5.0	-11.0
지배지분순이익	81	98	77	87	-5.0	-11.0
순이익률	5.5	6.1	5.2	5.4	-0.3	-0.7
EPS(지배지분순이익)	6,755	8,159	6,417	7,261	-5.0	-11.0

자료: 종근당, 대신증권 Research Center

표 1. 종근당 연간 및 분기 실적 추정 (별도) (단위: 십 억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E
매출액	**310.7**	**326.8**	**341.3**	**355.2**	**338.0**	**373.8**	**380.4**	**387.7**	**1334.0**	**1479.9**
YoY (%)	6.1%	4.3%	-4.5%	5.4%	8.8%	14.4%	11.5%	9.2%	2.6%	10.9%
자누비아	39.9	35.7	38.5	39.7	32.9	34.6	37.2	38.1	153.8	142.8
케이캡	23.7	25.1	27.8	31.2	28.2	29.4	31.6	33.3	107.8	122.5
아토젯	19.1	18.3	19.8	19.7	17.8	19.1	20.3	20.0	76.9	77.3
글리아티린	16.8	18.3	19.2	20.0	17.9	19.7	20.0	22.1	74.3	79.8
프롤리아	13.8	18.3	21.2	22.1	21.6	24.5	27.0	27.5	75.4	100.6
딜라트렌	9.8	13.3	13.5	15.4	11.3	14.8	15.3	17.7	52.0	59.1
리피로우	10.0	3.1	4.9	5.3	4.9	6.2	7.3	5.8	23.2	24.2
이모튼	11.6	11.8	12.2	10.5	11.1	11.5	12.1	10.5	46.1	45.2
타크로벨	9.9	10.7	11.0	10.5	9.9	11.6	11.7	11.2	42.1	44.4
텔미누보	8.7	9.0	9.4	9.5	9.3	9.5	10.0	10.0	36.5	38.8
기타	135.2	152.5	150.0	157.0	157.1	178.4	172.9	176.2	594.7	684.5
수출	12.3	10.8	13.8	14.3	16.0	14.3	15.1	15.3	51.2	60.7
매출총이익	**112.9**	**131.0**	**128.5**	**119.6**	**123.2**	**136.9**	**139.0**	**141.4**	**492.1**	**540.5**
YoY (%)	8.8%	9.8%	-4.8%	-9.0%	9.1%	4.5%	8.2%	18.2%	0.5%	9.8%
매출총이익률 (%)	36.3%	40.1%	37.6%	33.7%	36.4%	36.6%	36.5%	36.5%	36.9%	36.5%
판관비	**90.5**	**97.4**	**91.5**	**118.6**	**98.9**	**104.1**	**102.6**	**125.3**	**398.0**	**431.0**
YoY (%)	16.5%	17.2%	5.8%	2.5%	9.2%	7.0%	12.2%	5.7%	9.6%	8.3%
판관비율 (%)	29.1%	29.8%	26.8%	33.4%	29.2%	27.9%	27.0%	32.3%	29.8%	29.1%
영업이익	**22.4**	**33.7**	**37.0**	**1.0**	**24.3**	**32.8**	**36.4**	**16.0**	**94.1**	**109.5**
YoY (%)	-14.1%	-7.2%	-23.7%	-93.7%	8.6%	-2.7%	-1.7%	1524.8%	-25.7%	16.4%
영업이익률 (%)	7.2%	10.3%	10.8%	0.3%	7.2%	8.8%	9.6%	4.1%	7.1%	7.4%

자료: 대신증권 Research Center

표 2. 종근당 목표주가 산출 (단위: 십억원, 배)

	환산가치	비고
12MF EPS(원)	6,845	
Target Multiple(배)	17.3	주요 제약사 3개월 평균 12M Fwd PER 40% 할인
적정주가	**120,000**	

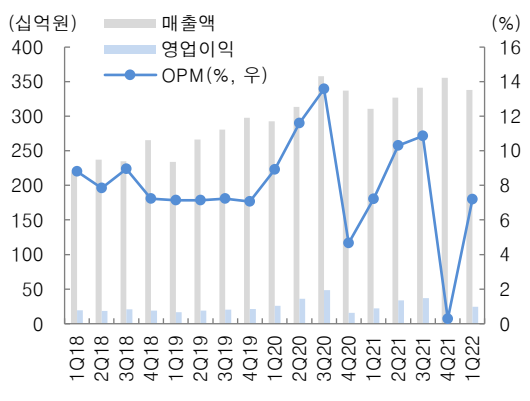
주: 주요 제약사 유한양행, 한미약품, 녹십자, 대웅제약, 동아에스티, 보령제약, 동국제약 평균
자료: 대신증권 Research Center

표 3. 종근당 파이프라인

구분	파이프라인	기전	적응증	개발단계					비고
				임상1상	임상2상	임상3상	허가신청	상업화	
합성신약	CKD-943	Opioid Receptor Kappa agonist	통증, 소양증				미국		Cara 로부터 L/I
	CKD-516	Vascular disrupting agent	대장암	한국					2H22 결과발표 기대
	CKD-581	Pan-HDACi	다발성 골수종	한국					
	CKD-506	HDAC6i	자가면역질환		해외				2H22 P2 개시
	CKD-504	HDAC6i	헌팅턴병	미국/한국					2022 P1 종료 예정
	CKD-508	CETPi	이상지질혈증	영국					2022 P2 개시
	CKD-510	HDAC6i	희귀질환	프랑스	미국				2H22 P2 개시
바이오신약	CKD-702	EGFR/c-met 이중항체	암	한국					2H22 P1b 개시
	CKD-971	IFN-alpha kinoid	루푸스		글로벌				Neovacs 로부터 L/I
바이오시밀러	CKD-11101	EPO RA	빈혈					한국/일본	아라네스프 바이오시밀러
	CKD-701	Anti-VEGF	황반변성			한국			루센티스 바이오시밀러
개량신약	CKD-333	Cande+Amlod+Ator	고혈압/고지혈			한국			
	CKD-348	Telmi+Rosuv+Ezetim+Amlod	고혈압/고지혈			한국			
	CKD-351	Latanoprost+Dorzolamide	녹내장			한국			
	CKD-355	미공개	알츠하이머	한국					
	CKD-382		위식도역류질환	한국					
	CKD-386	Telmi+Rosuv+_Ezetim	고혈압/고지혈			한국			
	CKD-396	미공개	당뇨			한국			
	CKD-398		당뇨			한국			
	CKD-389		당뇨	한국					
	CKD-841		암, 조숙증	한국					
	CKD-843		탈모/BPH	전임상					

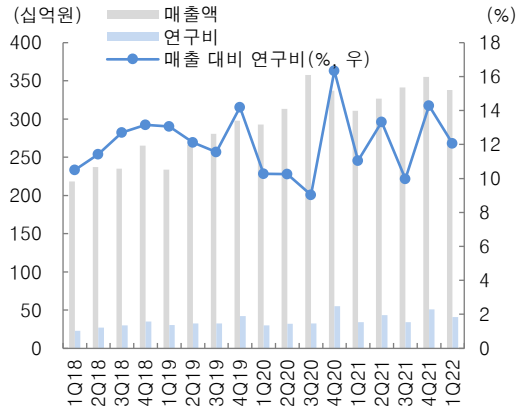
자료: 종근당, 대신증권 Research Center

그림 1. 분기별 매출, 영업이익, 영업이익률



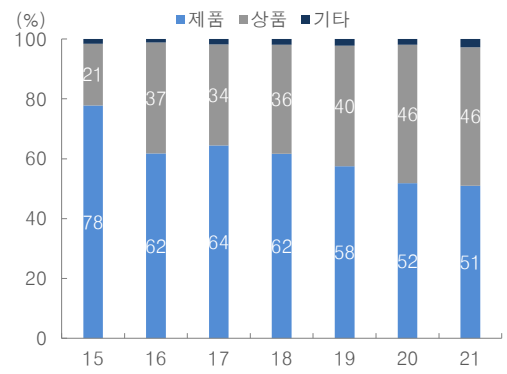
자료: 종근당, 대신증권 Research Center

그림 2. 연구비 매출, 연구비, 매출 비중



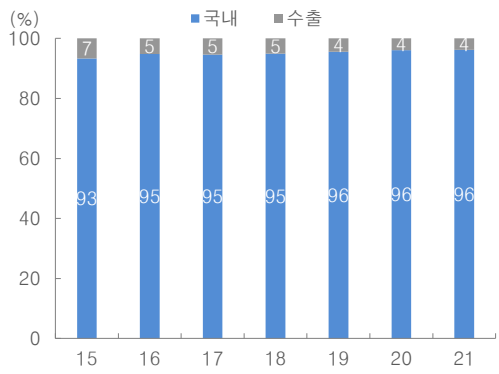
자료: 종근당, 대신증권 Research Center

그림 3. 연간 매출 유형별 비중



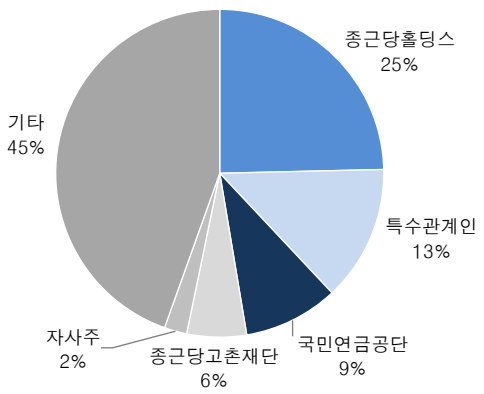
자료: 종근당, 대신증권 Research Center

그림 4. 연간 매출 지역별 비중



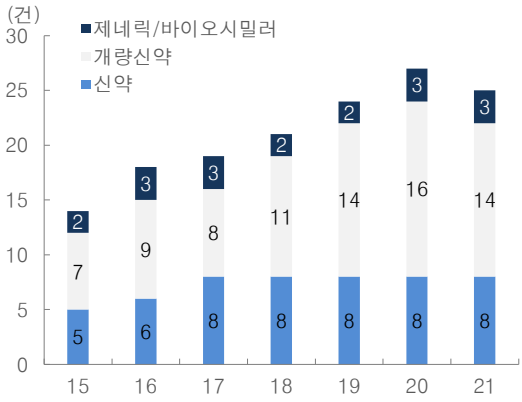
자료: 종근당, 대신증권 Research Center

그림 5. 주주구성



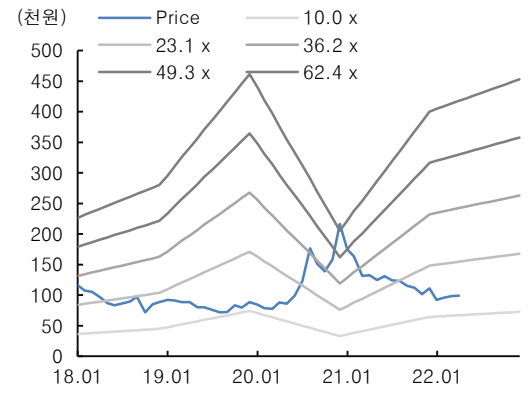
자료: 종근당, 대신증권 Research Center

그림 6. 임상 파이프라인 현황



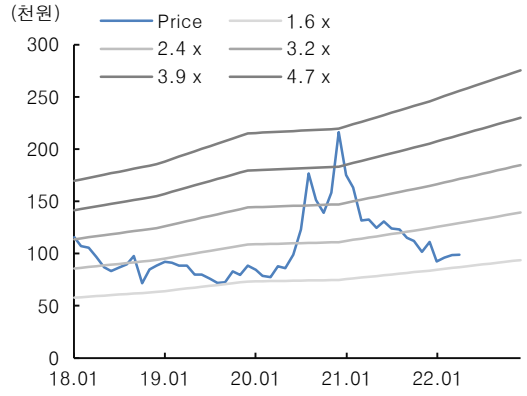
자료: 종근당, Research Center

그림 7. PER 밴드



자료: 종근당, 대신증권 Research Center

그림 8. PBR 밴드



자료: 종근당, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

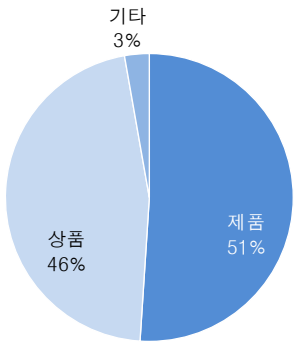
- 1941년 설립 제약사, 전문의약품(ETC) 판매, 신약개발을 주 사업으로 영위
- 주요 사업부문: 전문의약품(ETC) 내수 판매
- 주요 신약: CKD-506(자가면역질환, 유럽 임상2상)
  CKD-504(헌팅턴병, 미국 임상 1상) 등 다양한 신약 파이프라인 보유
- 종근당홀딩스 회장 이장한, 종근당 대표이사 김영주
- 자산 1.02조, 부채 0.46조, 자본 0.56조(2021년 기준)
  (발행주식 수: 11,988,038)

주가 변동요인

- (+) 신약개발 임상 진전 및 기술 수출, 전문의약품 매출 증가
- (-) 신약개발 임상 중단 및 실패, 도입품목 판권 회수

자료: 종근당, 대신증권 Research Center

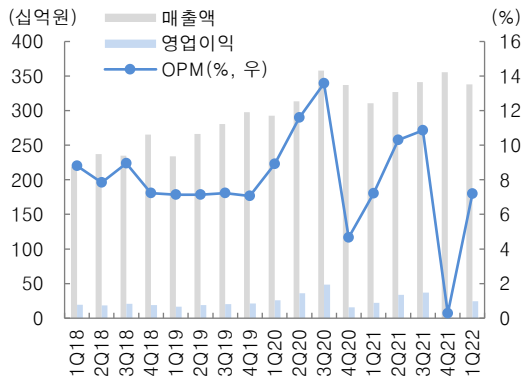
종근당 매출 구성



주: 2021년 기준
자료: 종근당, 대신증권 Research Center

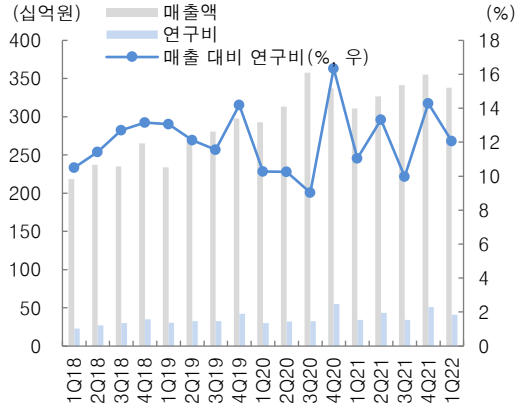
Earnings Driver

분기별 매출, 영업이익, 영업이익률



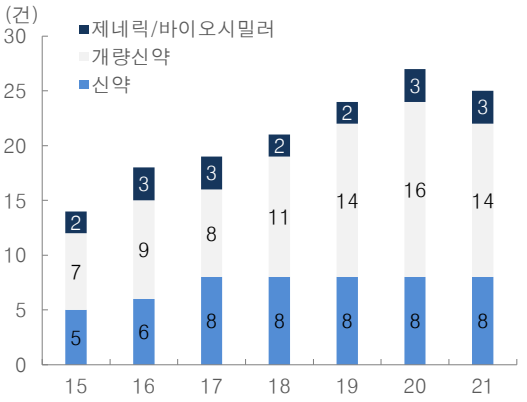
자료: 종근당, 대신증권 Research Center

연구비 매출, 연구비, 매출 비중



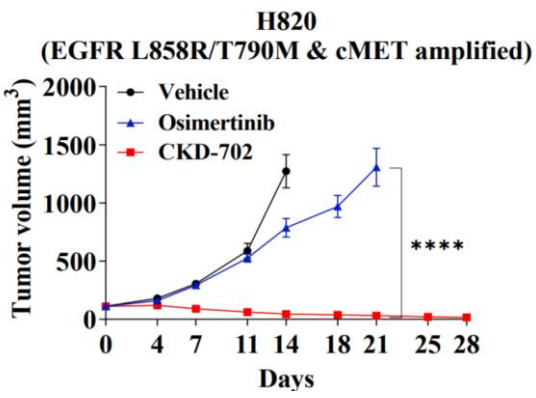
자료: 종근당, 대신증권 Research Center

종근당 임상 파이프라인 현황



주: 사업보고서 기준
자료: 종근당, 대신증권 Research Center

CKD-702: 동물모델에서 종양 크기 감소



자료: AACR 2020, 대신증권 Research Center

[ESG 평가 등급체계]

* 한국 ESG 연구소에서 ESG 등급을 평가하여 작성한 내용입니다

등급	구분	등급별 의미
Excellent (S)	양호	환경 및 사회, 지배구조의 리스크를 관리할 뿐만 아니라 이를 기회로 포착하고 수익을 창출할 수 있음
Very Good (A+)		환경, 사회, 지배구조 중 리스크 관리가 적절하지 않은 부문이 발생할 가능성이 있음. 그러나 전반적으로 ESG 이슈에 대한 관심을 가지고 지속적 개선 노력을 하고 있음
Good (A)		환경, 사회, 지배구조에 대한 일정 부문의 리스크를 지니고 있음. 그러나 ESG 에 대한 사업기회를 가지고 있을 가능성 있음
Fair (B+,B)	보통	환경, 사회, 지배구조에 대한 일정 부문의 리스크를 지니고 있음
Laggard (C)	미흡	환경, 사회, 지배구조에 대한 리스크를 지니고 있으며, ESG 이슈가 기업의 수익성에 영향을 미칠 가능성이 존재함
Poor (D)		이해관계자 관리가 미흡하며 정보공개가 부족한 경우 환경, 사회, 지배구조에 대한 리스크 관리가 평균 이하로, ESG 이슈로 인하여 기업의 중장기 수익성에 중대한 영향을 미칠 가능성이 있음

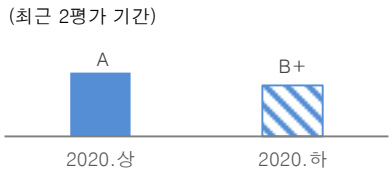
종근당 통합 ESG 등급

B+

- 종근당은/는 한국 ESG 연구소의 ESG 평가 결과 등급은 B+, 20년 상반기 대비 등급이 하락하였습니다
- ESG 전체 영역 중 E 영역에서 점수가 하락하였습니다
- ESG 전체 영역 중 S 영역에서 점수가 하락하였습니다
- ESG 전체 영역 중 G 영역에서 점수가 하락하였습니다

최근 2평가 기간

기준일: 2020.12.31

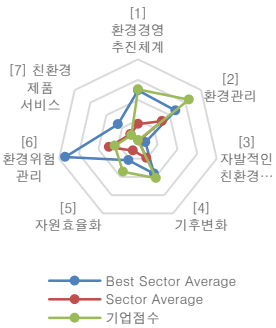


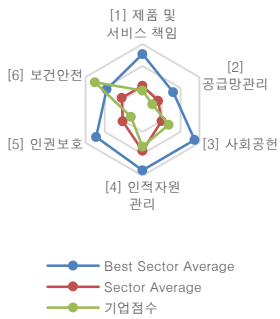
영역별 대분류 평가 결과

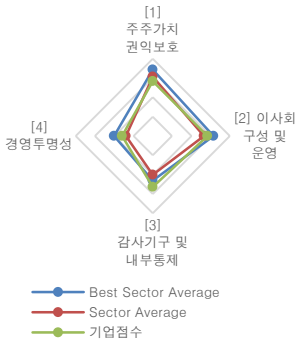
환경 (Environmental)	
환경 대분류	평가기업 수준
환경경영 추진체계	■■■
환경관리	■■■■
자발적인 친환경 활동	■
기후변화	■■■
자원효율화	■■■■
환경위험 관리	■■
친환경 제품 서비스	■

사회 (Social)	
사회 대분류	평가기업 수준
제품 및 서비스 책임	■■
공급망관리	■
사회공헌	■■
인적자원 관리	■■
인권보호	■
보건안전	■■■■

지배구조 (Governance)	
지배구조 대분류	평가기업 수준
주주가치 권익보호	■■■
이사회 구성 및 운영	■■■
감사기구 및 내부통제	■■■■
경영투명성	■■■







* 영역별 대분류 평가기업 수준은 한국 ESG 연구소 평가 커버리지 내 상대적인 수준을 평가한 것으로 절대적인 수치가 아님.

해당 ESG 등급 및 평가는 한국ESG연구소 고유의 평가모델에 기반한 것으로서 객관적으로 정확하고 신뢰할 수 있다고 판단한 기업 제시자료 및 공시자료 등에 근거하고 있습니다. 본 ESG 정보는 무엇보다 기업 및 주주 가치 분석 등 투자 목적으로 작성되지 않았으며 그 정확성, 완전성, 적시성, 상업성에 적합한지 여부 등을 보장하지 않습니다. 따라서 정보의 오류, 사기 및 허위, 미제공 등과 관련한 어떠한 형태의 책임도 부담하지 않으므로 본 자료를 이용하시는 경우 이와 관련한 투자의 최종 결정은 이용자의 판단으로 하며 그 활용으로 인한 모든 위험도 자신이 부담한다는 점을 명확히 합니다. 또한, 한국ESG연구소에서 작성한 발간물에 수록된 모든 정보의 지적재산권은 한국ESG연구소의 소유입니다. 따라서 한국ESG연구소의 사전 서면 동의 없이 복제, 배포, 전송, 데이터 등 자료의 인용, 변형 또는 그러한 목적으로 사용 또는 보유하는 것 등을 엄격하게 금지합니다.

재무제표

포괄손익계산서 (단위: 십억원)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	1,301	1,334	1,480	1,615	1,743
매출원가	811	842	939	1,032	1,114
매출총이익	490	492	541	584	628
판매비와관리비	363	398	431	460	484
영업이익	127	94	110	124	144
영업이익률	9.7	7.1	7.4	7.7	8.3
EBITDA	148	119	135	148	166
영업외손익	-6	-17	-5	-6	-6
관계기업손익	-3	-1	0	0	0
금융수익	2	3	1	1	1
외환관련이익	2	2	1	1	1
금융비용	-4	-4	-4	-5	-4
외환관련손실	1	0	0	0	0
기타	-2	-15	-2	-2	-2
법인세비용차감전순손익	120	77	104	118	139
법인세비용	-31	-38	-27	-31	-36
계속사업순손익	89	39	77	87	102
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	89	39	77	87	102
당기순이익률	6.8	3.0	5.2	5.4	5.9
비지배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	89	39	77	87	102
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	87	36	77	87	102
비지배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	87	36	77	87	0

재무상태표 (단위: 십억원)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	595	654	697	781	877
현금및현금성자산	123	129	139	190	253
매출채권 및 기타채권	224	226	239	252	267
재고자산	183	222	247	269	290
기타유동자산	65	77	73	70	67
비유동자산	329	363	362	356	354
유형자산	252	279	281	278	278
관계기업투자금	0	2	2	2	2
기타비유동자산	76	82	79	76	74
자산총계	924	1,017	1,058	1,137	1,231
유동부채	310	307	301	304	387
매입채무 및 기타채무	196	178	192	205	217
차입금	67	67	77	67	57
유동성채무	0	22	0	0	80
기타유동부채	48	41	32	33	33
비유동부채	65	151	131	131	51
차입금	46	124	104	104	24
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	19	27	27	27	27
부채총계	375	457	431	435	437
지배지분	548	560	627	703	794
자본금	27	29	30	30	30
자본잉여금	268	266	266	266	266
이익잉여금	269	296	362	437	529
기타자본변동	-16	-31	-31	-31	-31
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	548	560	627	703	794
순차입금	-43	31	-10	-71	-144

Valuation 지표 (단위: 원 배 %)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	7,398	3,288	6,417	7,261	8,534
PER	29.2	33.8	15.5	13.7	11.6
BPS	45,752	46,694	52,290	58,619	66,220
PBR	4.7	2.4	1.9	1.7	1.5
EBITDAPS	12,320	9,939	11,229	12,350	13,855
EV/EBITDA	16.4	10.9	8.7	7.5	6.3
SPS	108,487	111,277	123,449	134,736	145,369
PSR	2.0	1.0	0.8	0.7	0.7
CFPS	14,019	11,373	13,784	14,905	16,410
DPS	908	953	953	953	953

재무비율 (단위: 원 배 %)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
성장성					
매출액 증가율	20.6	2.6	10.9	9.1	7.9
영업이익 증가율	64.4	-25.7	16.4	12.8	16.6
순이익 증가율	64.6	-55.6	95.2	13.2	17.5
수익성					
ROIC	19.9	9.1	13.7	14.7	16.5
ROA	14.9	9.7	10.6	11.3	12.2
ROE	17.4	7.1	13.0	13.1	13.7
안정성					
부채비율	68.4	81.7	68.8	61.9	55.1
순차입금비율	-7.9	5.6	-1.6	-10.1	-18.1
이자보상배율	44.7	30.9	35.5	36.1	44.7

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	107	15	73	105	119
당기순이익	89	39	77	87	102
비현금항목의 가감	79	97	88	92	94
감가상각비	21	25	25	24	22
외환손익	1	-1	1	1	1
지분법평가손익	3	1	0	0	0
기타	55	72	62	66	71
자산부채의 증감	-42	-68	-62	-40	-38
기타현금흐름	-19	-53	-30	-34	-39
투자활동 현금흐름	-67	-94	-25	-20	-20
투자자산	-43	-48	0	0	0
유형자산	-32	-48	-25	-20	-20
기타	9	1	0	0	0
재무활동 현금흐름	6	84	-34	-24	-24
단기차입금	0	0	0	-10	-10
사채	0	0	0	0	-80
장기차입금	20	100	0	0	0
유상증자	0	0	1	0	0
현금배당	-9	-11	-11	-11	-11
기타	-5	-5	-24	-3	77
현금의 증감	46	6	10	51	63
기초 현금	77	123	129	139	190
기말 현금	123	129	139	190	253
NOPLAT	93	48	81	91	106
FCF	78	21	81	96	108

자료: 종근당, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

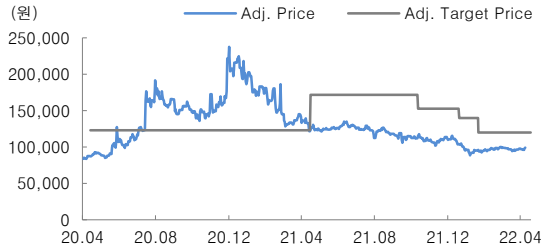
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 임윤진)

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	22.05.02	22.04.13	22.02.10	22.01.09	21.11.20	21.11.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	120,000	120,000	120,000	140,000	152,700	152,700
괴리율(평균,%)		(19.21)	(19.27)	(30.87)	(28.14)	(26.92)
괴리율(최대/최소,%)		(16.67)	(16.67)	(25.00)	(22.81)	(22.81)
제시일자	21.10.07	21.08.02	21.07.11	21.05.06	담당자 변경	20.11.04
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		6개월 경과
목표주가	171,800	171,800	171,800	171,800		122,900
괴리율(평균,%)	(28.64)	(27.78)	(26.27)	(26.31)		33.74
괴리율(최대/최소,%)	(21.39)	(21.39)	(21.39)	(21.39)		(0.99)
제시일자	20.05.04					
투자의견	Buy					
목표주가	122,900					
괴리율(평균,%)	6.19					
괴리율(최대/최소,%)	55.93					
제시일자						
투자의견						
목표주가						
괴리율(평균,%)						
괴리율(최대/최소,%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자: 20220427)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.5%	7.5%	0.0%

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