

종근당(185750)

중장기 성장 전략이 구체화되어야 한다

제약/바이오 권해순_02)368-6181_hskwon@eugenefn.com

2023.01.26

Company Update

투자의견: **BUY** (유지)목표주가: **100,000**원(하향)

현재주가: 82,800원(01/25)

시가총액: 1,040(십억원)

2024년 성장 정체 가능성에 대한 우려가 반영된 주가 흐름

종근당은 내수 시장에서 마케팅력 강화 및 HK 이노엔과 케이캡 코마케팅에 힘입어 지난 3년간 연평균 매출액 및 영업이익 모두 약 10%yy 꾸준히 성장하였음. 그러나 2024년 HK 이노엔과의 케이캡 코마케팅 계약 조건 변경이 예상되고 상위 제약사로서 주목할만한 R&D 성과가 없어 투자 지표(P/E 밸류에이션)는 지속적으로 하락하고 있음. 투자자들이 공감할 만한 중장기 성장 전략이 부재하기 때문. 2024년에는 HK 이노엔과 케이캡 코마케팅 수익구조가 변경되어 이익 성장이 정체될 가능성이 있음. 종근당 기업 가치 산정에 적용한 Target P/E 13.5배(중전 15배에서 10% 할인)로 하향 조정하고 목표주가를 100,000 원으로 하향함. 상승여력을 감안하여 투자의견은 BUY를 유지하나 기업 가치 상승은 구체적인 신성장 동력이 확인되는 시기가 될 전망. 중장기적 관점에서 접근해야 할 것으로 판단함

2023년은 '중장기 성장 전략이 구체화되어야 한다'

지속적인 성장 가능성을 견인할 세가지 요인 - 유망 신제품 출시/해외 사업 확대/ R&D 성과 가시화 - 이 비교 기업들(유한양행, 한미약품, 대웅제약) 대비 취약하다는 것이 기업가치 레벨 업을 막고 있음. 해외부문 비중은 매출액의 4%로 실적 기여도가 낮음. 종근당은 천연물 신약 지텍(위염 치료제, 육계건조엑스 성분)을 하반기에 출시하여 블록버스터로 육성할 계획. 과거 800 억원대 블록버스터로 성장했던 동아제약의 스티렌 시장을 타겟함. 그러나 빠르게 성장하고 있는 케이캡 및 펙스클루와 타겟 시장이 유사하여 천연물 의약품의 시장 침투 속도를 지켜봐야 할 것으로 판단됨

NHA HDAC6 inhibitor 연구개발 중, 루센티스 바이오시밀러 출시 예정

종근당은 연구개발 인력은 559 명으로 국내 제약사 중 한미약품(584 명) 다음으로 많은 연구개발 인력을 보유함. 그러나 높은 비중이 제네릭 개발 인력으로 구성된 것으로 추정됨. 중장기 성장을 위해서는 신약 연구개발 인력에 대한 보강과 함께 파이프라인에 대한 선택과 집중이 필요함. 2016년부터 종근당은 신약 연구개발 과제에 NHA HDAC6 저해제(CKD 510) 연구개발을 시작함. 2022년 6월에는 국제 학술지인 Nature에 관련된 작용기전 및 연구개발 상황을 홍보할 정도로 적극적으로 개발 중. 같은 기전을 연구하는 경쟁사들도 주목할만한 성과가 아직 없어 종근당의 개발 추이에 관심을 가져볼 만 하다고 판단됨. 현재 임상 1~2 상 진행 중

결산기(12월)	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
매출액(십억원)	1,303	1,344	1,464	1,532	1,603
영업이익(십억원)	124	95	114	128	121
세전계속사업손익(십억원)	122	81	107	121	118
당기순이익(십억원)	90	42	85	91	89
EPS(원)	7,291	3,399	6,840	7,651	7,521
증감률(%)	70.1	-53.4	101.2	11.9	-1.7
PER(배)	28.3	31.2	12.1	10.8	11.0
ROE(%)	17.9	7.6	14.7	14.2	12.4
PBR(배)	4.1	2.1	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA(배)	16.7	11.2	7.6	6.7	6.6

자료: 유진투자증권

발행주식수	12,568천주
52주 최고가	104,000원
최저가	73,000원
52주 일간 Beta	0.51
60일 일평균거래대금	14억원
외국인 지분율	7.4%
배당수익률(2020F)	1.1%

주주구성

종근당홀딩스 (외 6인)	38.6%
국민연금공단 (외 1인)	8.4%

	1M	6M	12M
주가상승률	-2.7%	-6.8%	-11.6%

	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	100,000	110,000	▼-
영업이익(22E)	114	116	▼-
영업이익(23E)	128	132	▼-

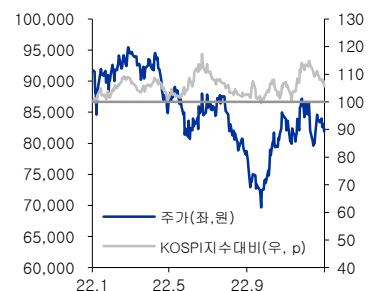
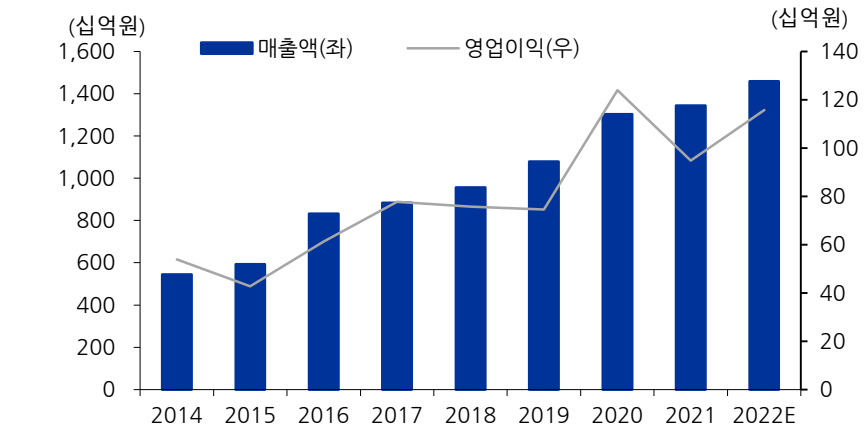
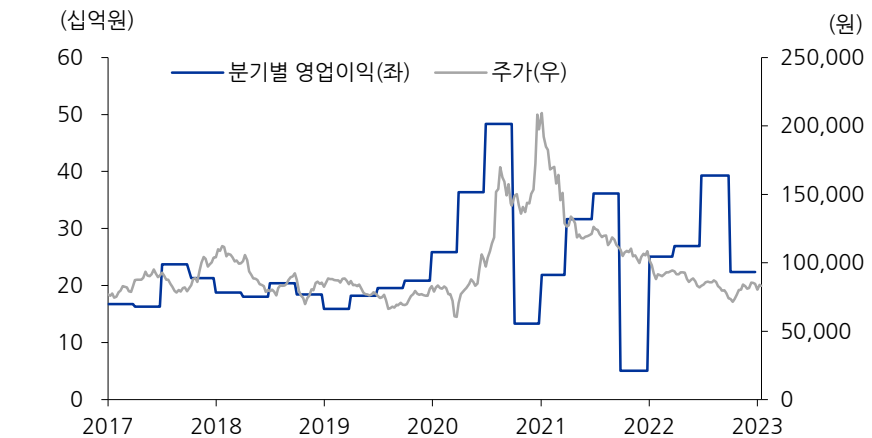


도표 1. 종근당 분기별 매출액 및 영업이익 추이: 외형 및 이익 성장세 지속



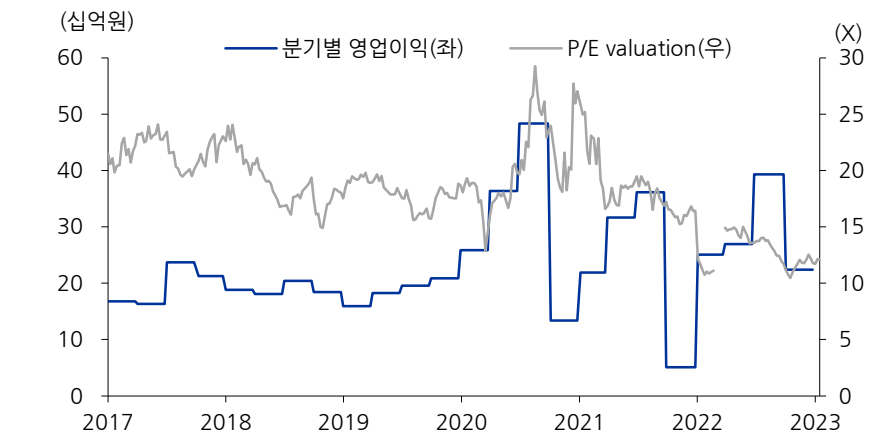
자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 2. 종근당 분기별 영업이익 및 주가 추이



자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 3. 종근당 분기별 영업이익 및 P/E valuation 추이



자료: Quantwise, 유진투자증권

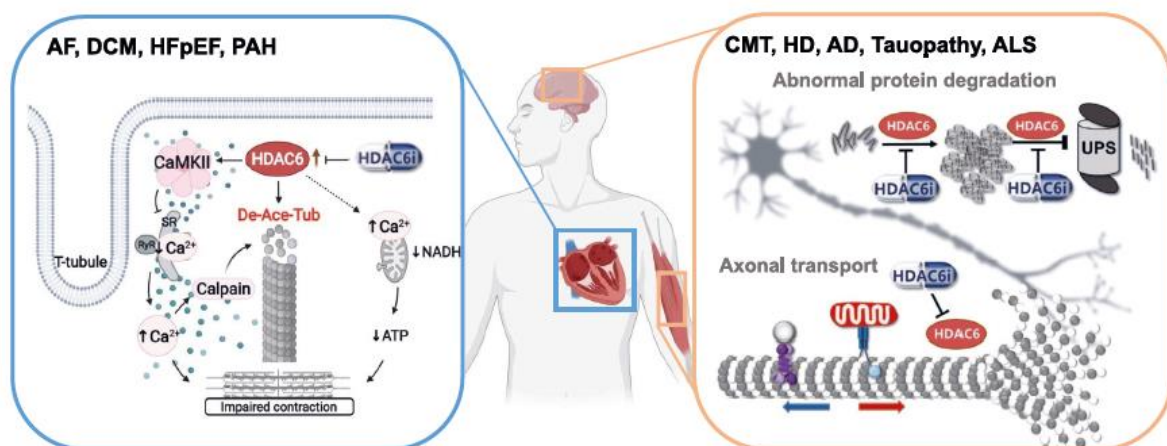
신약 연구개발 과제
CKD 510

종근당이 연구개발 중인 NHA(non-hydroxamic acid) HDAC6(histone deacetylase 6) 저해제는 심혈관 치료제와 퇴행성 신경질환 치료제로 개발 가능하다. HDAC6 는 노화의 원인 중 하나인 단백질 정체(Proteostasis) 현상과 신경 세포의 물질 능동수송(axonal transport)에 관여한다.

심혈관 질환에서는 마이크로튜불을 안정화시켜서 칼슘 시그널링과 관계하여 심박 세동(atrial fibrillation)을 완화시키는 치료제로 개발 가능하다. 퇴행성 신경질환에서는 비정상적 단백질 분해를 교정하고 액손의 운반을 개선시키는 역할을 하여 샤르코-마리-투스(CMT), 알츠하이머, 파킨슨 등과 같은 신경질환에 치료 효과가 나타나 관련 연구들이 진행되고 있다. 종근당은 CMT 치료제로 개발 중인 임상 1 상을 2021 년 8 월에 프랑스에서 완료하였으며 동 결과를 2022 년 5 월 국제 말초신경학회(PNS, Peripheral Nerve Society) 연례 학술대회에서 발표하였다. 2020 년 3 월 미국 FDA로부터 CMT 치료제로 희귀의약품 지정을 받았다.

특히 종근당은 기존의 HA-based HDAC6 가 보이는 유전 독성, 짧은 반감기, 광범위한 대사체 활성화와 같은 문제를 해결하기 위해 NHA-based HDAC6 저해제를 연구개발 중이다. 많은 연구개발 과제들이 항암제로 개발 중인데 종근당은 항암제 뿐 아니라 비항암 영역에서 심혈관질환, 자가면역질환, 신경질환 등을 타겟하여 개발을 시작하였다. 최근에 혈액암으로 일본에서 전임상이 진행되고 있다. 종근당은 2022년 6월 국제 학술지인 Nature에 관련된 작용기전 및 연구개발 상황을 홍보할 정도로 적극적으로 개발 중이다. 같은 기전을 연구하는 경쟁사들도 아직까지는 주목할만한 성과를 보이지 않고 있어 종근당의 개발 추이에 관심을 가져볼 만 하다고 판단된다.

도표 4. HDAC6 저해제의 치료제로서 잠재력 도식화



자료: 종근당, 유진투자증권

주: AD, 알츠하이머 질환; AF, Atrial fibrillation; ALS, amyotrophic lateral sclerosis; CMT, Charcot-Marie-Tooth disease; DCM, dilated cardiomyopathy; HD, Huntington's disease; HFpEF, heart failure with preserved ejection fraction; PAH, Pulmonary arterial hypertension

루센티스 바이오시밀러 출시 대부분의 바이오시밀러 기업들이 진입하지 않은 항반변성 치료제 루센티스의 바이오시밀러 제품을 국내에서 종근당(루센비에르)과 삼성바이오에피스(제품명 아멜리부)가 출시하였다. 국내 루센티스 매출액은 2021 년 기준 약 350 억원으로 파악된다.

종근당은 2021 년 3 월 글로벌 임상 3 상을 완료하여 2023 년 1 월 13 일에 국내에서 첫 루센티스 바이오시밀러를 출시하였다. 업계 자료에 따르면 보험등재 가격은 병당 30 만원으로 오리지널 제품 가격의 상한액 82 만원 대비 약 63% 낮게 출시하였으나 바이오시밀러 출시와 동시에 오리지널 제품 가격의 30% 인하되기 때문에 가격 하락 이후의 오리지널 제품 대비 병당 약 27 만원 저렴한 것으로 추정된다. 삼성바이오에피스의 아멜리부는 약 44% 저렴하게 출시되어 가격 하락 이후 오리지널 제품과 병당 11 만원 저렴하며 종근당 제품 대비 약 15 만원 비싸다. 종근당은 자체 영업망을 통해 마케팅을 시작하고 있으며, 삼성바이오에피스는 삼일제약을 통해 판매 예정이다. 루센티스의 국내 시장이 크지 않고 종근당이 항체 바이오시밀러 시장에 처음 진출하는 것이며 아직 해외 판매사를 확정하지 못했다는 점에서 큰 기대는 어렵다. 그러나 향후 바이오시밀러 사업에서 트랙 레코드를 쌓아 추가적인 기술 개발 또는 신규 시장 진입이 지속될 것으로 기대할 수 있다는 점에서 긍정적으로 평가한다.

도표 5. 종근당 주요 연구개발 파이프라인

과제명	기전	적응증	임상 단계
CKD-506	HDAC6 Inhibitor	자가면역질환	유럽 임상 2 상
CKD-509		혈액암	일본 전임상
CKD-510		CMT (사르코 마리 투스병)	프랑스 임상 1 상 완료(2021.08) PNS 에서 임상 1 상 결과 발표
CKD-943	Kappa Opioid Receptor agonist	요독성 소양증	2000.12. FDA 허가 신청
CKD-516	VDA	대장암 (면역항암제 병용)	면역항암제 PD-L1 병용, 임상 1 상
CKD-508	2 세대 CETPi	이상지질혈증	2020.06. 임상 1 상 진행
CKD-702	이중항체 항암신약	폐암	국내 임상 1 상 진행 중
CKD-11101	NESP	바이오시밀러 빈혈	한국/일본 시판 중
CKD-701	Lucentis	바이오시밀러 항반변성	글로벌 임상 3 상 완료(2018.10~2021.03) 한국 품목 허가 승인

자료: 종근당, 유진투자증권

도표 6. 연간 실적 변경 내역: 2024 년 케이캡 코마케팅 계약조건 변경 가능성을 반영하여 조정함

(십억원)	수정 전			수정 후			Change (%)		
	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E	2022E	2023E	2024E
매출액	1,459	1,572	1,691	1,464	1,532	1,603	0.3	(2.6)	(5.2)
영업이익	116	132	141	114	128	121	(1.9)	(2.9)	(14.4)
영업이익률(% , %p)	8.0	8.4	8.3	4.8	8.4	7.5	(0.2)	0	(0.8)
순이익	74	102	110	86	92	80	16.2	(10.1)	(18.0)
순이익률(% , %p)	5.1	.5	6.5	5.9	6.0	5.6	0.8	(0.5)	(0.9)

자료: 종근당, 유진투자증권

종근당(185750.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
자산총계	946	1,047	1,100	1,187	1,273
유동자산	600	667	691	751	808
현금성자산	129	132	104	148	191
매출채권	225	232	244	251	258
재고자산	186	225	264	271	279
비유동자산	346	380	409	436	464
투자자산	58	63	74	76	77
유형자산	270	296	313	338	363
기타	19	21	22	23	24
부채총계	395	481	497	503	510
유동부채	321	320	363	369	375
매입채무	197	180	197	203	209
유동성이자부채	79	102	126	126	126
기타	45	38	39	39	40
비유동부채	74	161	134	135	135
비유동이자부채	58	135	114	114	114
기타	17	26	20	21	21
자본총계	552	566	603	684	763
지배지분	551	566	604	685	764
자본금	27	29	30	30	30
자본잉여금	268	266	265	265	265
이익잉여금	272	302	382	462	542
기타	(16)	(31)	(72)	(72)	(72)
비지배지분	0	(0)	(1)	(1)	(1)
자본총계	552	566	603	684	763
충차입금	136	237	241	241	241
순차입금	8	105	137	93	50

현금흐름표

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업현금	104	13	41	115	117
당기순이익	90	42	85	91	89
자산상각비	24	27	33	32	35
기타비현금성손익	54	66	15	1	1
운전자본증감	(44)	(72)	(74)	(9)	(9)
매출채권감소(증가)	(23)	(7)	(10)	(7)	(7)
재고자산감소(증가)	(46)	(54)	(46)	(8)	(7)
매입채무증가(감소)	49	(19)	12	6	5
기타	(24)	8	(31)	(0)	(0)
투자현금	(64)	(91)	(63)	(61)	(63)
단기투자자산감소	12	5	(9)	(0)	(0)
장기투자증권감소	0	0	0	0	0
설비투자	33	48	42	55	58
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(4)	(4)	(4)	(4)	(4)
재무현금	7	85	(16)	(11)	(11)
차입금증가	18	98	(2)	0	0
자본증가	(11)	(13)	(13)	(11)	(11)
배당금지급	9	11	11	11	11
현금 증감	47	8	(37)	44	42
기초현금	77	124	132	95	139
기말현금	124	132	95	139	181
Gross Cash flow	169	139	134	125	126
Gross Investment	121	167	128	70	72
Free Cash Flow	48	(29)	5	55	54

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	1,303	1,344	1,464	1,532	1,603
증가율(%)	20.7	3.1	9.0	4.6	4.7
매출원가	814	848	933	968	1,026
매출총이익	489	496	531	564	577
판매 및 일반관리비	365	401	417	436	457
기타영업손익	11	10	4	5	5
영업이익	124	95	114	128	121
증가율(%)	66.2	(23.5)	20.0	12.7	(5.8)
EBITDA	148	122	146	161	156
증가율(%)	51.3	(17.2)	19.7	9.7	(3.1)
영업외손익	(2)	(14)	(7)	(7)	(3)
이자수익	1	1	2	1	1
이자비용	4	4	6	7	7
지분법손익	0	(1)	(0)	0	0
기타영업외손익	0	(10)	(2)	(1)	3
세전순이익	122	81	107	121	118
증가율(%)	69.6	(33.9)	32.3	13.5	(2.8)
법인세비용	31	38	21	30	28
당기순이익	90	42	85	91	89
증가율(%)	70.7	(53.1)	101.3	6.6	(1.7)
지배주주지분	92	43	86	92	90
증가율(%)	70.1	(53.4)	101.2	6.7	(1.7)
비지배지분	(1)	(0)	(1)	(1)	(1)
EPS(원)	7,291	3,399	6,840	7,651	7,521
증가율(%)	70.1	(53.4)	101.2	11.9	(1.7)
수정EPS(원)	7,291	3,399	6,840	7,651	7,521
증가율(%)	70.1	(53.4)	101.2	11.9	(1.7)

주요투자지표

	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	7,291	3,399	6,840	7,651	7,521
BPS	50,656	49,537	50,391	57,133	63,744
DPS	866	909	910	910	910
밸류에이션(배,%)					
PER	28.3	31.2	12.1	10.8	11.0
PBR	4.1	2.1	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	16.7	11.2	7.6	6.7	6.6
배당수익률	0.4	0.9	1.1	1.1	1.1
PCR	15.4	9.6	7.7	7.9	7.8
수익성(%)					
영업이익률	9.5	7.1	7.8	8.4	7.5
EBITDA이익률	11.3	9.1	10.0	10.5	9.7
순이익률	6.9	3.2	5.8	5.9	5.6
ROE	17.9	7.6	14.7	14.2	12.4
ROIC	18.2	8.5	13.6	13.5	12.2
안정성 (배,%)					
순차입금/자기자본	1.4	18.6	22.7	13.6	6.6
유동비율	187.2	208.3	190.6	203.6	215.8
이자보상배율	32.0	23.5	17.9	19.3	18.2
활동성 (회)					
총자산회전율	1.5	1.3	1.4	1.3	1.3
매출채권회전율	6.1	5.9	6.1	6.2	6.3
재고자산회전율	7.8	6.5	6.0	5.7	5.8
매입채무회전율	7.5	7.1	7.8	7.6	7.8

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 제작성물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에 동 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)			당사 투자의견 비율(%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상		0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만		94%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만		5%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만		1%

(2022.12.31 기준)

