



종근당 (185750)

1분기는 극복, 2분기는 회복

▶ Analyst 김형수 knkhs@hanwha.com 0237727463

Buy (유지)

목표주가(하향): 130,000원

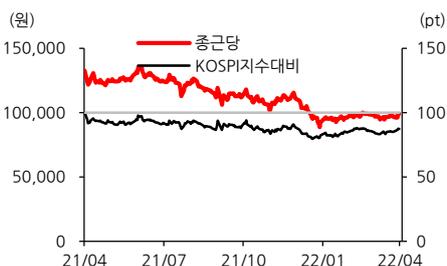
현재 주가(4/29)	99,000원
상승여력	▲31.3%
시가총액	11,868억원
발행주식수	11,988천주
52 주 최고가 / 최저가	135,068 / 88,600원
90 일 일평균 거래대금	20.3억원
외국인 지분율	7.5%
주주 구성	
종근당홀딩스 (외 6인)	38.0%
국민연금공단 (외 1인)	9.4%
종근당고촌재단 (외 1인)	5.9%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.6	7.3	-11.7	-25.9
상대수익률(KOSPI)	2.3	6.1	-2.5	-10.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021	2022E
매출액	1,079	1,301	1,334	1,425
영업이익	77	127	94	103
EBITDA	100	148	119	131
지배주주순이익	54	89	39	72
EPS	4,495	7,398	3,288	6,418
순차입금	8	-10	87	80
PER	19.7	29.2	33.8	15.4
PBR	1.9	4.3	2.3	1.9
EV/EBITDA	10.7	17.5	11.9	9.7
배당수익률	0.9	0.4	0.9	1.0
ROE	11.9	17.4	7.1	12.5

주가 추이



종근당의 1 분기 실적은 시장 기대치에 부합했습니다. 동사의 가장 큰 장점인 영업력으로 2분기도 6.6%의 매출 성장이 전망됩니다. 코로나 19 치료제 임상 3상 결과와 상용화 지연에 따라 목표주가를 하향 조정합니다.

자진약가인하 영향을 진단키트 매출로 극복한 1분기

종근당의 1분기 별도 매출액은 3,380억 원(YoY +8.8%), 영업이익은 370억 원(YoY +8.6%)으로 시장 기대치에 부합했다. 1분기 실적 주요 사항은 1) 자누비아 약가인하로 인한 매출 감소, 2) 판관비 상승 3) 코로나 진단키트 신규 매출이다. 자누비아의 1분기 매출은 329억 원(YoY -18%)을 기록했다. 3/1부터 적용된 자누비아 약가인하(6%)와 약가인하 전 유통재고 수요 감소로 P와 Q 모두 하락한 것이다. 한국 MSD가 면역항암제 ‘키트루다’의 급여 확대를 목적으로 자진 약가인하하는 ‘Trade-Off’ 전략에 따라 자누비아 등 15품목 보험급여를 인하여 2,000억 원 가량의 보험재정을 확보한 것으로 예상된다. 판매관리비는 인건비 및 광고선전비 증가로 622억 원(+YoY 18%)을 기록했다. 일회성 비용인 전산시스템 도입비용 30억 원 가량을 제외하면 12%의 판관비 증가로, 대면마케팅 증가에 의한 합리적인 수준의 증가로 판단된다. 자누비아의 매출 감소와 판관비 상승에도 불구하고 코로나 19 진단키트의 신규 매출로 마진을 방어했다. 코로나 진단키트 매출은 3월부터 시작되었지만, 확진자 급증으로 107억 원을 기록했다.

자누비아의 회복과 코로나 진단키트 성장이 예상되는 2분기

동사의 2분기 예상 실적은 매출액 3,484억 원(YoY +6.6%)과 영업이익 301억 원(YoY -10.6%)으로 전망한다. 자누비아의 약가인하 매출 하락 영향은 줄어들어 339억 원(YoY -4.9%)을 예상한다. 코로나 진단키트 매출은 4월을 고점으로 하락하겠지만 2분기 매출액은 1분기보다 많은 148억 원으로 전분기대비 38% 증가될 것으로 판단된다.

투자의견 ‘BUY’ 유지, 목표주가 13만 원으로 하향

동사에 대한 투자의견을 ‘Buy’로 유지하고, 목표주가는 13만 원으로 하향한다. 목표주가는 동사의 2022년 예상 매출액과 최근 3년 평균 PSR 배수 1.25에 10%의 할인율을 적용해 산출했다. 할인율은 코로나 19 치료제의 임상 3상 결과와 상용화 지연에 따른 할인이다.

[표1] 목표가 산출

(단위: 억 원, 배, 천 주)

구분	산출내역	비고
1. 기업가치(A+B)	15,675	
A. 매출액	14,250	2022년 별도기준 매출액
B. Target PSR	1.1	최근 3년 평균 PSR 1.25 / 나파벨탄 임상 3상 할인 10% 반영
2. 순차입금	804	2022년 별도기준 예상 순차입금
3. 목표기업가치(1-2)	14,871	
4. 주식수(C-D)	11,239	전자공시시스템 최근 정기보고서(사업, 반기, 분기보고서) 기준
C. 발행주식수	11,426	
D. 자기주식수	187	
5. 적정주가(3/4)(원)	132,316	
6. 목표주가(원)	130,000	
7. 현재주가(원)	99,000	
8. 상승여력	31.3%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

[표2] 당사추정치 vs. 컨센서스 vs. 발표치

	1Q22 실적	컨센서스	차이(억 원)	차이(% , %p)	한화추정치	차이(억 원)	차이(% , %p)
매출액	3,380	3,352	28	0.8	3,244	136	4.2
영업이익	243	250	-7	-2.7	188	55	29.4
영업이익률	7.2	7.5	-	-0.3	5.8	-	1.4

자료: WISEFN, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 실적 변동 내역

(단위: 억 원, % , %p)

	2Q22E				2022E			
	변동 전	변동 후	변동금액	변동률	변동 전	변동 후	변동금액	변동률
매출액	3,244	3,484	240	7.4	14,031	14,250	219	1.6
영업이익	188	301	113	60.1	847	1,027	180	21.3
영업이익률	5.8	8.6	-	2.8	6.0	7.2	-	1.2

자료: WISEFN, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 종근당 연도별 및 분기별 실적 추이(별도)

(단위: 억 원)

	2020	2021	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22P	2Q22E	3Q22E	4Q22E
매출	13,005	13,340	14,250	2,928	3,132	3,575	3,371	3,107	3,268	3,413	3,552	3,380	3,484	3,614	3,772
YoY(%)	20.6	2.6	6.8	25.2	17.6	27.5	13.2	6.1	4.3	(4.5)	5.4	8.8	6.6	5.9	6.2
매출원가	8,109	8,419	8,958	1,889	1,938	2,225	2,057	1,978	1,958	2,128	2,356	2,148	2,163	2,259	2,388
YoY(%)	20.1	3.8	6.4	29.3	17.6	24.9	10.7	4.7	1.0	(4.4)	14.5	8.6	10.5	6.1	1.4
매출원가율(%)	62.4	63.1	62.9	64.5	61.9	62.2	61.0	63.7	59.9	62.4	66.3	63.6	62.1	62.5	63.3
매출총이익	4,896	4,921	5,292	1,038	1,194	1,350	1,314	1,129	1,310	1,285	1,196	1,232	1,320	1,355	1,384
YoY(%)	21.3	0.5	7.5	18.3	17.6	32.0	17.3	8.8	9.8	(4.8)	(9.0)	9.1	0.8	5.5	15.7
매출총이익률(%)	37.6	36.9	37.1	35.5	38.1	37.8	39.0	36.3	40.1	37.6	33.7	36.4	37.9	37.5	36.7
판매비	3,630	3,980	4,264	777	831	865	1,157	905	974	915	1,186	989	1,019	1,044	1,212
YoY(%)	11.2	9.6	7.2	9.4	0.7	5.4	27.2	16.5	17.2	5.8	2.5	9.3	4.7	14.2	2.2
판매비율(%)	27.9	29.8	29.9	26.6	26.5	24.2	34.3	29.1	29.8	26.8	33.4	29.3	29.3	28.9	32.1
영업이익	1,266	941	1,027	261	363	485	157	224	337	370	10	243	301	311	172
YoY(%)	64.4	(25.7)	9.2	56.2	90.9	139.5	(25.4)	(14.1)	(7.2)	(23.7)	(93.7)	8.3	(10.6)	(15.9)	1645.0
영업이익률(%)	9.7	7.1	7.2	8.9	11.6	13.6	4.7	7.2	10.3	10.8	0.3	7.2	8.6	8.6	4.6
순이익	887	394	721	179	253	343	111	135	255	13	(9)	170	214	215	122
YoY(%)	64.6	(55.6)	83.0	67.9	100.1	133.3	(29.7)	(24.4)	0.8	(96.3)	적전	26.0	(16.1)	1587.7	후전
순이익률(%)	6.8	3.0	5.1	6.1	8.1	9.6	3.3	4.3	7.8	0.4	(0.3)	5.0	6.1	5.9	3.2

주: 판매비에는 연구개발비용 포함

자료: Quantwise, 종근당, 한화투자증권 리서치센터

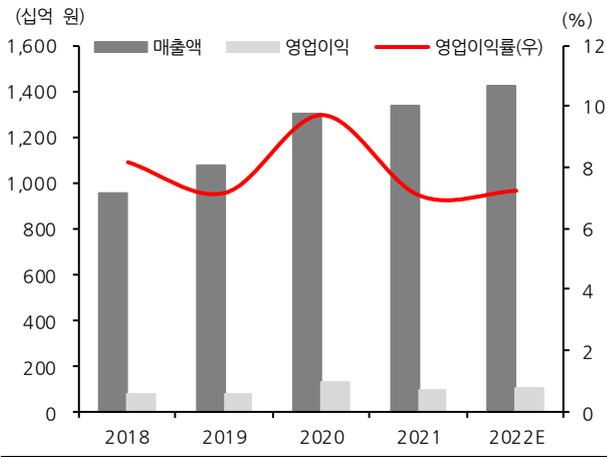
[표5] 종근당 부문별 매출 추이

(단위: 억 원)

	2020	2021	2022E	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22P	2Q22E	3Q22E	4Q22E
주요제품 매출															
자누비아(자누메트 포함)	1,471	1,538	1,416	345	360	382	384	399	357	385	397	329	339	369	383
딜라트렌(SR 캡슐 포함)	505	520	571	123	126	125	130	98	133	135	154	113	145	144	169
케이캡	719	1,078	1,222	130	155	198	236	237	251	278	312	282	309	298	302
글리아티린	664	743	760	145	157	200	161	168	183	192	200	179	188	191	202
프롤리아주	535	754	869	105	133	160	136	138	183	212	221	216	208	218	227
아토젯	682	769	767	153	162	185	181	191	183	198	197	178	192	196	201
이모튼	404	461	469	85	99	117	103	116	118	122	105	111	118	128	112
텔미누보	340	365	377	81	83	87	89	87	90	94	95	93	90	95	99
주요제품 YoY(%)															
자누비아(자누메트 포함)	4.6	4.6	(8.0)	3.1	3.4	5.7	6.3	15.9	(0.9)	0.6	3.5	(17.7)	(4.9)	(4.1)	(3.6)
딜라트렌(SR 캡슐 포함)	8.5	2.9	9.9	6.9	8.8	5.0	13.6	(20.7)	5.3	7.9	18.2	15.5	9.2	6.5	9.7
케이캡	119.4	50.0	13.3	200.3	185.3	55.5	129.3	81.9	62.3	40.6	32.1	18.9	22.9	7.3	(3.3)
글리아티린	9.9	12.0	2.3	8.5	4.5	22.4	3.2	15.6	16.5	(3.8)	23.9	6.7	2.5	(0.5)	1.1
프롤리아주	80.4	41.0	15.3	355.8	51.8	92.5	33.2	31.8	37.2	32.5	61.9	56.7	13.7	2.7	2.8
아토젯	24.0	12.8	(0.2)	24.0	24.5	30.1	17.8	24.9	12.6	6.8	8.9	(6.7)	5.0	(1.0)	2.1
이모튼	15.3	14.1	1.6	13.8	14.1	26.6	6.6	36.3	18.8	4.2	2.6	(4.4)	0.0	4.8	6.4
텔미누보	6.9	7.4	3.3	9.8	0.2	9.4	8.5	7.5	8.3	7.8	5.9	6.9	0.4	1.3	4.5

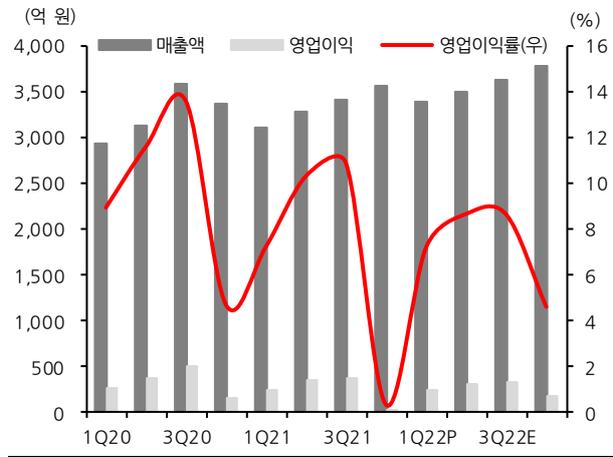
자료: 종근당, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 연간 실적 현황 및 전망



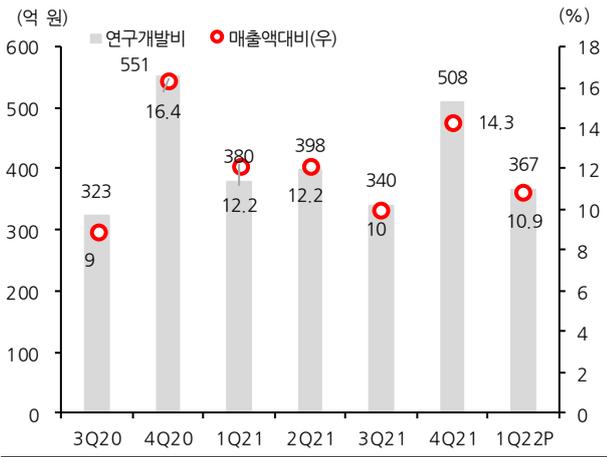
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 분기별 실적 현황 및 전망



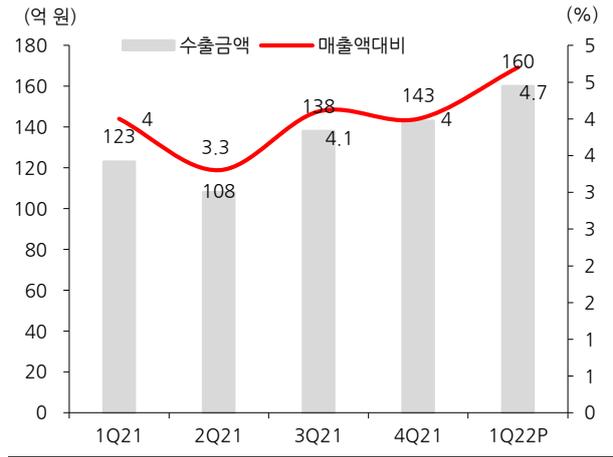
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 분기별 R&D 투자 현황



자료: 종근당, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 수출금액 현황



자료: 종근당, 한화투자증권 리서치센터

[표6] 중근당 R&D 파이프라인

대구분	소구분	품목 및 프로젝트명	적응증	연구 시작일	임상단계				비고
					전임상	1상	2상	3상	
바이오	시밀러	CKD-11101	빈혈	2008년	진행(유럽)				품목발매(일본, 한국)
바이오	시밀러	CKD-701	황반변성	2012년					품목허가신청(한국)
바이오	신약	CKD-702	고형암	2013년		진행(한국)			
화학합성	신약	CKD-504	헌팅턴병	2013년		진행(한국, 미국)			
화학합성	신약	CKD-506	류마티스관절염	2010년			완료(유럽)		
화학합성	신약	CKD-508	이상지질혈증	2014년		진행(영국)			
화학합성	신약	CKD-509	혈액암	2011년	진행(한국)				
화학합성	신약	CKD-510	CMT	2014년		진행(유럽)			
화학합성	신약	CKD-516	대장암	2003년		완료, 진행(한국)			1b 상완료(이리노테칸 병용) 연구자주도 1상(면역항암제 병용)
화학합성	신약	CKD-581	다발골수종	2015년		진행(한국)			1b 상
화학합성	개량신약	CKD-333	고혈압/고지혈	2016년					허가신청(한국)
화학합성	개량신약	CKD-348	고혈압/고지혈	2019년				진행(한국)	
화학합성	개량신약	CKD-351	녹내장	2014년				진행(한국)	
화학합성	개량신약	CKD-386	고혈압/고지혈	2018년				진행(한국)	
화학합성	개량신약	CKD-391	이상지질혈증	2014년					허가완료(한국)
화학합성	개량신약	CKD-396	당뇨	2015년				진행(한국)	
화학합성	개량신약	CKD-398	당뇨	2017년				진행(한국)	
화학합성	개량신약	CKD-389	당뇨	2019년					허가신청(한국)
화학합성	개량신약	CKD-383	당뇨	2017년				진행(한국)	
화학합성	개량신약	CKD-393	당뇨	2017년				진행(한국)	
화학합성	개량신약	CKD-841	암, 사춘기조숙증	2012년		진행(한국)			
화학합성	개량신약	CKD-843	탈모/BPH	2014년		진행(한국)			
화학합성	제네릭	CKD-314(나파벨탄)	COVID-19	2020년			완료	진행(글로벌)	러시아 2상 완료 국내 다기관 3상 진행
천연물	개량신약	CKD-491	치주염	2012년	진행(한국)				
천연물	개량신약	CKD-495	급만성 위염치료제	2012년				진행(한국)	

자료: DART, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021	2022E
매출액	956	1,079	1,301	1,334	1,425
매출총이익	380	404	490	492	529
영업이익	78	77	127	94	103
EBITDA	99	100	148	119	131
순이자손익	-2	-2	-1	-2	-4
외화관련손익	0	-1	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	69	73	120	77	99
당기순이익	43	54	89	39	72
지배주주순이익	43	54	89	39	72
증가율(%)					
매출액	8.1	12.9	20.6	2.6	6.8
영업이익	-0.1	-1.3	64.4	-25.7	9.2
EBITDA	-0.9	0.4	48.3	-19.3	10.1
순이익	-20.6	26.6	64.6	-55.6	83.0
이익률(%)					
매출총이익률	39.7	37.4	37.6	36.9	37.1
영업이익률	8.2	7.1	9.7	7.1	7.2
EBITDA 이익률	10.4	9.2	11.4	8.9	9.2
세전이익률	7.2	6.7	9.2	5.8	7.0
순이익률	4.5	5.0	6.8	3.0	5.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021	2022E
영업현금흐름	45	81	107	15	78
당기순이익	43	54	89	39	72
자산상각비	21	23	21	25	28
운전자본증감	-42	-21	-42	-68	-1
매출채권 감소(증가)	-1	13	-23	-2	-15
재고자산 감소(증가)	-31	-48	-43	-55	-13
매입채무 증가(감소)	2	31	49	-18	29
투자현금흐름	-29	-38	-67	-94	-60
유형자산처분(취득)	-17	-20	-32	-48	-52
무형자산 감소(증가)	-3	-3	-4	-4	-6
투자자산 감소(증가)	0	-12	12	5	0
재무현금흐름	-15	-12	6	84	-11
차입금의 증가(감소)	0	-3	17	97	0
자본의 증가(감소)	-15	-9	-11	-13	-11
배당금의 지급	8	9	9	11	-11
총현금흐름	117	125	168	136	79
(-)운전자본증가(감소)	19	-5	33	83	1
(-)설비투자	18	20	32	48	52
(+)자산매각	-2	-3	-4	-3	-6
Free Cash Flow	78	107	98	1	20
(-)기타투자	32	29	51	32	3
잉여현금	46	78	47	-31	18
NOPLAT	48	57	93	48	75
(+) Dep	21	23	21	25	28
(-)운전자본투자	19	-5	33	83	1
(-)Capex	18	20	32	48	52
OpFCF	33	64	49	-59	51

주: IFRS 별도 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021	2022E
유동자산	390	468	595	654	692
현금성자산	46	91	127	129	135
매출채권	213	203	224	226	241
재고자산	108	148	183	222	236
비유동자산	308	313	329	363	395
투자자산	57	61	58	63	66
유형자산	236	235	252	279	305
무형자산	15	16	19	21	24
자산총계	698	781	924	1,017	1,086
유동부채	205	268	310	307	337
매입채무	114	151	196	178	206
유동성이자부채	58	83	69	91	91
비유동부채	64	40	65	151	151
비유동이자부채	34	16	48	125	125
부채총계	269	307	375	457	488
자본금	25	26	27	29	29
자본잉여금	270	269	268	266	266
이익잉여금	143	189	269	296	357
자본조정	-9	-10	-16	-31	-53
자기주식	-7	-8	-11	-22	-22
자본총계	429	474	548	560	598

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021	2022E
주당지표					
EPS	3,551	4,495	7,398	3,288	6,418
BPS	43,397	45,661	50,385	48,990	52,356
DPS	742	779	908	953	950
CFPS	9,758	10,453	14,019	11,373	6,901
ROA(%)	6.2	7.3	10.4	4.1	6.9
ROE(%)	10.3	11.9	17.4	7.1	12.5
ROIC(%)	10.9	12.6	19.3	8.5	11.9
Multiples(x, %)					
PER	24.9	19.7	29.2	33.8	15.4
PBR	2.0	1.9	4.3	2.3	1.9
PSR	1.1	1.0	2.0	1.0	0.8
PCR	9.1	8.4	15.4	9.8	14.3
EV/EBITDA	11.1	10.7	17.5	11.9	9.7
배당수익률	0.8	0.9	0.4	0.9	1.0
안정성(%)					
부채비율	62.8	64.9	68.4	81.7	81.6
Net debt/Equity	10.8	1.7	-1.9	15.5	13.4
Net debt/EBITDA	46.7	7.9	-6.9	72.8	61.3
유동비율	190.1	174.9	191.5	213.2	205.2
이자보상배율(배)	29.0	27.8	44.7	30.9	22.2
자산구조(%)					
투하자본	81.5	74.9	73.4	76.2	76.3
현금+투자자산	18.5	25.1	26.6	23.8	23.7
자본구조(%)					
차입금	17.7	17.3	17.6	27.8	26.5
자기자본	82.3	82.7	82.4	72.2	73.5

[Compliance Notice]

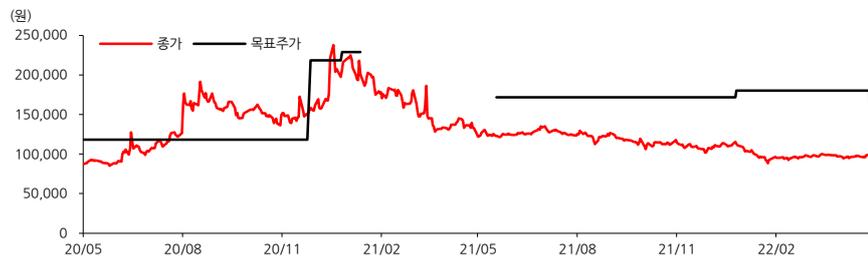
(공표일: 2022년 5월 2일)

이 자료는 조사분석 담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성됐음을 확인합니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김형수)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[종근당 주가 및 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

일 시	2016.08.12	2020.05.06	2020.11.30	2021.05.21	2021.05.21	2021.08.31
투자 의견	투자등급변경	Buy	Buy	담당자변경	Buy	Buy
목표 가격		130,000	240,000	김형수	180,000	180,000
일 시	2021.11.26	2022.05.02				
투자 의견	Buy	Buy				
목표 가격	180,000	130,000				

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2020.11.30	Buy	218,534	-25.23	8.75
2021.05.21	Buy	171,818	-35.05	-21.39
2022.05.02	Buy	130,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자 의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자 의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2022년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.1%	4.9%	0.0%	100.0%