



Marketperform (Initiate)

목표주가: 130,000원

주가(3/11): 133,000원

시가총액: 12,514억원

제약/바이오/헬스케어

Analyst 김주용

02) 3787-5109 jykim21@kiwoom.com

RA 이지현

02) 3787-4776geehyun@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (03/11)	최고가	최저가
52주 주가동향		
최고/최저가 대비	168,500원	61,000원
등락률	-21.07%	118.03%
수익률	절대	상대
1M	1.9%	-3.8%
6M	92.5%	89.5%
1Y	122.8%	123.8%

Company Data

발행주식수	9,409천주
일평균 거래량(3M)	282천주
외국인 지분율	7.75%
배당수익률	0.62%
BPS	33,708원
주요 주주	총근당홀딩스 국민연금공단
	33.59% 13.50%

투자지표

(억원, IFRS 별도)	2013	2014	2015P	2016E
매출액	863	5,441	5,925	7,474
보고영업이익	75	539	427	573
핵심영업이익	75	539	427	573
EBITDA	108	745	615	756
세전이익	60	485	151	553
순이익	44	352	-68	404
자체주지분순이익	44	352	-68	404
EPS(원)	469	3,736	-719	4,293
증감률(%YoY)	N/A	695.9	N/A	N/A
PER(배)	145.3	17.5	-133.7	31.0
PBR(배)	2.2	1.9	2.9	3.6
EV/EBITDA(배)	69.3	9.2	16.4	13.0
보고영업이익률(%)	8.7	9.9	7.2	7.7
핵심영업이익률(%)	8.7	9.9	7.2	7.7
ROE(%)	3.0	11.2	-2.1	12.1
순부채비율(%)	36.3	22.1	33.4	22.7

Price Trend



[기업분석]

종근당 (185750)

외형성장 긍정적이나 R&D 가치는 선반영



종근당은 2016년을 기점으로 신규 도입품목이 확대되면서 약 1,500억원 수준의 매출액 순증이 기대됩니다. 신규도입 품목은 글리아티린(치매)을 비롯해 머크사의 자누비아(당뇨), 바이토린(고지혈) 등 총 6개 품목이며, 이들 제품은 국내 매출액 기준 약 2,300억원 수준의 대형품목들입니다. 그러나 동사의 주가는 임상 초기 단계의 R&D 가치가 급하게 반영되면서 편데멘탈과 주가와의 괴리율이 확대된 것으로 판단됩니다.

>> 목표주가 130,000원, 투자의견 'Marketperform'

당사는 동사에 대해 목표주가를 130,000원으로 산정하고, 목표주가 대비 현재주가 수준이 높은 것을 감안해 투자의견 MarketPerform을 제시하며 커버리지를 개시합니다. 목표주가 130,000원은 2016년 예상실적기준 PER 30.0배를 적용한 값으로 딜라트렌, 텔미누보 등 기존 순환기 제품의 안정적인 성장, 신규도입품목 확대에 따른 외형성장, 제네릭 조기출시 및 안과사업부 신설 등 높은 외형성장을 반영해 산정했다. 그러나 동사의 주가는 임상 초기단계의 R&D 가치가 너무 빠르게 반영되면서 대형제약사 대비 높은 프리미엄을 받고 있는 상황이기 때문에 높아진 벨류에이션을 감안해 투자의견은 Marketperform을 제시합니다.

>> R&D 파이프라인의 잠재력은 충분, 그러나 시간이 필요한 상황

동사는 2014년부터 R&D 파이프라인에 대한 투자를 강화하기 시작했고, 지난해부터 임상 초기단계의 파이프라인을 대거 공개하면서 R&D 가치가 주가에 반영되기 시작했다. 최근 관심을 받고 있는 파이프라인은 시장규모가 큰 항암제, 고지혈증, 류마티스관절염을 타겟으로 하는 물질들이다. CKD-516(고형암), CKD-581(림프종)은 임상 1상을 진행 중이고, CKD-506(관절염)은 일본에서 전임상을 진행 중에 있다. 동사가 보유한 파이프라인에 대한 시장성이 높기 때문에 미래 신약가치에 대한 잠재력은 충분하다고 판단된다. 그러나 R&D에는 시간이 필요하며, 임상진행 및 기술이전 규모에 따라 가치를 인정받아야 하는 것이 합리적일 것이다.

>> 2016년 예상실적은 외형 26.1%, 이익 34.2% 성장 전망

당사가 추정한 2016년 동사의 실적은 매출액과 영업이익 각각 전년대비 26.1%, 34.2% 증가한 7,474억원, 573억원을 기록할 것으로 전망된다. 이는 2016년부터 자누비아, 자누메트, 바이토린, 아토젯, 글리아티린 등 대형품목의 판매가 매출에 반영되기 때문이다. 또한 지난해 출시한 센돔(오리지널: 시알리스), 콕스비토(오리지널: 셀레브렉스) 등 신규 제네릭 품목의 매출확대와 신설한 안과사업부의 품목들의 매출기여가 확대되면서 높은 외형성장을 달성할 것으로 기대된다. 영업이익률은 R&D 비용증가에도 불구하고 외형확대 효과 및 판관비의 효율적 집행으로 전년대비 개선될 수 있을 것이다.

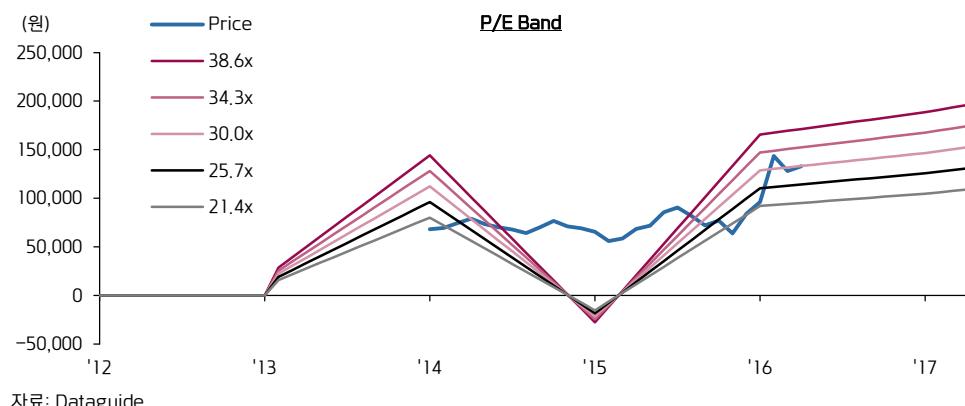
현재 주가는
외형성장에 따른
이익증가 및
R&D 파이프라인의
가치가
이미 반영된 것으로
판단

당사는 동사에 대해 목표주가를 130,000원으로 산정하고, 목표주가 대비 현재주가 수준이 높은 것을 감안해 투자의견 MarketPerform을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가 130,000원은 2016년 예상실적기준 PER 30.0배를 적용한 값으로 딜라트렌, 텔미누보 등 기존 순환기 제품의 안정적인 성장, 신규도입품목 확대에 따른 외형성장, 제네릭 조기출시 및 안과사업부 신설 등 높은 외형성장을 반영해 산정했다.

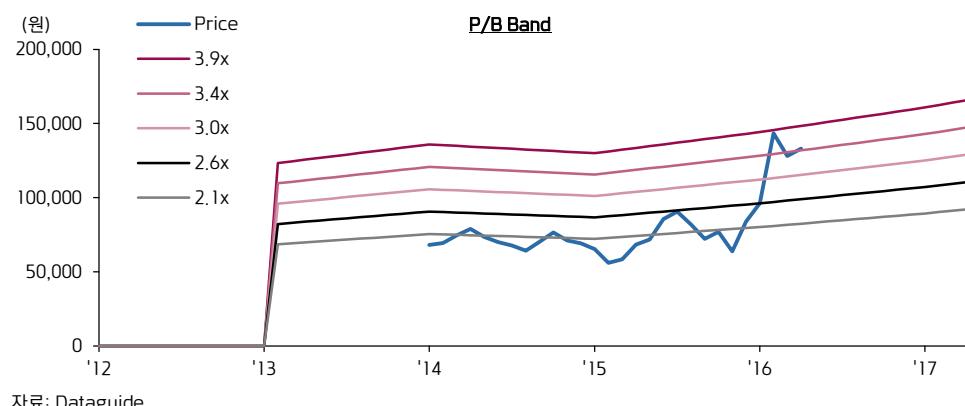
그동안 동사는 제네릭 중심의 영업을 주력으로 영위하였으며, 대형업체 대비 오리지널의약품 및 R&D 파이프라인이 부재한 점이 할인 요인으로 작용해 왔다. 2014년부터 R&D 연구개발비의 비중을 확대하면서 고도비만치료제 벨로라닙(자프겐사에 기술이전) 등의 신약 기대감이 반영되기 시작했고, 지난해부터는 임상 초기단계의 파이프라인을 대거 공개하면서 R&D 신약가치가 급격하게 반영되었다. 이에 따라 2015년 11월부터 현재까지 동사의 주가는 약 100% 넘는 상승을 기록했다.

당사는 동사의 외형 및 이익성장, R&D 강화에 따른 신약가치에 대해 중장기적으로 긍정적인 관점을 유지하고 있다. 그러나 현재 동사의 주가는 이러한 점을 미리 반영한 것으로 판단되며, 대형제약사 대비 높은 프리미엄을 받고 있는 상황이기 때문에 높아진 벨류에이션을 감안해 투자의견은 Marketperform을 제시한다.

P/E Band



P/B Band



R&D 파이프라인의 잠재력은 충분

동사의 R&D 파이프라인을 살펴보면, CKD-516과 CKD-581은 각각 고형암과 림프종을 적응증으로 한 항암제이며 CKD-519는 이상지지혈증, CKD-506은 류마티스관절염, CKD-504는 희귀질환인 헌팅턴병 치료제로 개발 중에 있다.

CKD-516은 튜블린 중합 억제제(Tubulin polymerization inhibitor)로 암세포의 혈관을 파괴함으로써 암세포의 성장에 필요한 산소와 영양분 공급을 차단시켜 암세포의 괴사를 유도하는 기전이다. 동약물은 종양의 혈관내피세포에만 선택적으로 작용해 약재내성을 감소시킬 수 있으며 기존 항암 표준치료제 및 신생혈관억제제와의 병용 투여시 보다 효과적으로 암조직을 관해시키는 것으로 나타났다. 현재 CKD-516은 주사제로는 임상1상을 완료하였고 경구용으로는 임상1상을 진행 중에 있다.

CKD-581은 히스톤 단백질의 아세틸화(Histone deacetylase inhibitor)를 통해 종양억제 유전자 발현을 증가시키는 기전이다. 암세포를 유발하는 유전자 발현이상 및 돌연변이는 세포증식과 세포주기, 세포자멸 등과 같은 세포기능과 관련이 되어있다. HDAC 억제제의 작용은 세포분화, 세포주기 억제 및 사멸에 관여하는 유전자 패턴을 바꾸어 항암효과를 나타나게 한다. 현재 해당약물은 주1회 주사요법으로 임상1상을 진행하고 있다.

CKD-519는 CETP(Cholesterylester transfer protein) 효소를 억제해 HDL 콜레스테롤 수치를 높이고, LDL 콜레스테롤 수치를 저하시키는 약물이다. 기존 스타틴(statin) 계열 약물 대비 HDL 콜레스테롤 수치를 크게 증가시킬 수 있는 장점이 있다. 그러나 해당약물의 개발 난이도가 높아 다국적제약사(릴리, 로슈, 화이자 등)들도 임상3상에서 실패한 사례가 있으며 현재 머크만이 2017년에 임상3상 결과발표를 앞두고 있다. 따라서 CKD-519의 임상이 순조롭게 진행되어 신약으로 개발될 경우, 다국적제약사들로부터 높은 가치를 인정받을 것으로 기대된다.

CKD-506은 CKD-581과 같이 히스톤 단백질의 아세틸화(HDAC-6)를 타겟으로 하는 약물로 세포독성 T림프구항원(CTLA-4)과 종양괴사인자(TNF- α)를 조절하는 이중기전을 가진 First-in class 후보 물질이다. 류마티스관절염치료제 시장은 종양괴사인자(TNF- α)를 차단하는 휴미라, 엔브렐, 레미케이드 등의 단일클론항체의약품들이 글로벌 대형품목으로 자리잡고 있다. 류마티스관절염은 대표적인 자가면역질환으로 인체의 면역계가 본인의 조직이나 장기를 외부물질로 인식해 공격하는 질환이다. 따라서 동약물은 크론병, 건선, 다발성경화증 등 다른 자가면역질환으로 적응증을 확대할 수 있는 장점이 있다. CKD-506은 일본에서 전임상을 진행 중이며 올해 하반기 유럽 1상을 계획하고 있다.

주요 R&D 파이프라인 정리

코드	적용증	내용	임상현황
CKD-732	PWC(프레더윌리증후군) 고도비만	미국 자프겐 기술이전 PWS 미 임상 3상 중 환자사망으로 임상중단	고도비만 2b 완료
CKD-516	고형암	암세포의 혈관파괴 국립암센터 항암신약개발과제	임상 1상완료(주사) 임상 1상진행(경구)
CKD-581	림프종	HDAC 타겟, 유전적파편 변화	임상 1상진행
CKD-519	이상지지혈증	LDL 콜레스테롤 저하 HDL 콜레스테롤 증가	임상 1상진행
CKD-506	류마티스관절염	HDAC6 타겟 CTLA4 와 TNF- α 이중조절	일본 전임상진행

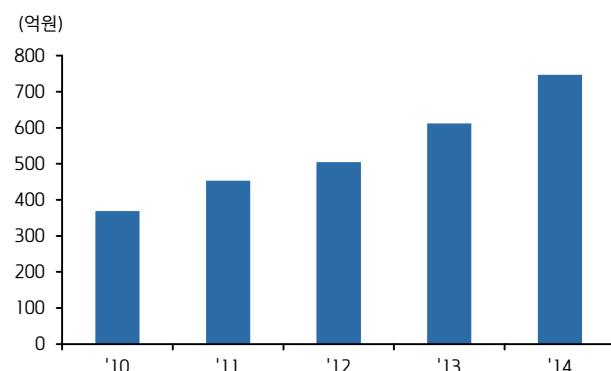
자료: 종근당, 키움증권 리서치센터

R&D 파이프라인 현황



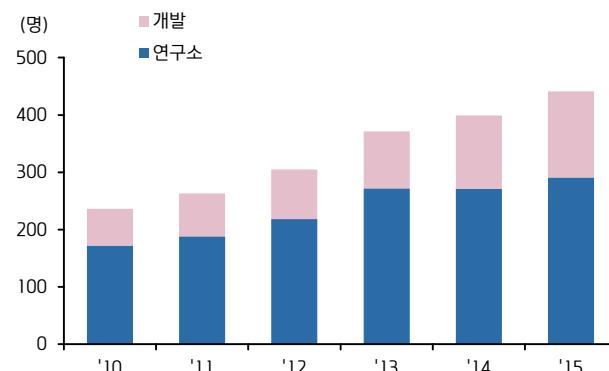
자료: 종근당, 키움증권 리서치센터

R&D 비용현황



자료: 종근당, 키움증권 리서치센터

R&D 인력현황



자료: 종근당, 키움증권 리서치센터

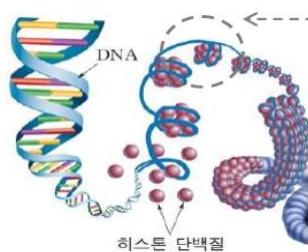
CKD-519(이상지지혈증) 관련 글로벌 개발 동향

임상	Drug Name	개발사	비고
Phase 3	Anacetrapib(MK-0859)	Merck	2017 초결과 발표 예정
	Evacetrapib(LY2484595)	Eli Lilly & Co.	임상실패(2015.10)
	Dalcetrapib(RO4607381, JTT-705)	Roche-Japan Tobacco	임상실패(2012.05)
	Torcetrapib(CP-529414)	Pfizer	임상실패(2006.12)
Phase 2	DEZ-001 (TA-8995)	Amgen (DezimaPharma (Mitsubishi Tanabe Pharma))	Phase 2b (2013.09) Amgen \$1.5 Bil L/I (2015.09)
Phase 1	CKD-519 K-312	CKD KOWA	2016년 하반기 Phase2 예정 Phase I (2013.09)

자료: 종근당, 키움증권 리서치센터

HDAC6 플랫폼

■ HDAC6 Platform



HDAC? DNA와 히스톤 단백질의 결합정도를 조절해 유전자 발현을 조절하는 효소

Pan HDAC inhibitor의 면역조절기능을 활용한 면역관련질환 치료제 개발 가능성 제기

Pan HDAC inhibitor의 과도한 유전자 발현 조절로 심각한 부작용 발생

면역조절기능은 보전, 부작용은 없는 선택적 HDAC Inhibitor 개발 필요성 ↑

CKD HDAC6 Inhibitor Platform

세포질에 주로 분포하는 HDAC6만을 선택적으로 억제 → 유전관련 부작용 최소화

자료: 종근당, 키움증권 리서치센터

2016년 매출액과
영업이익은
전년대비 각각
26.1%, 34.2% 증가,
영업이익률 개선

동사는 순환기계 전문의약품 부분에서 특화된 영업력을 보유하고 있다. 주력품목인 고혈압치료제 딜라트렌, 텔미누보, 칸데모어 등과 고지혈증치료제 리피로우는 관련시장에서의 시장점유율을 빠르게 확대하면서 블록버스터급 품목으로 성장했다. 텔미누보의 경우 출시 1년만에 매출 100억원을 넘어섰고 지난해에는 198억원을 기록하면서 20% 넘는 매출성장을 기록했다.

또한 사이풀엔(면역억제제), 타크로벨(면역억제제), 프리그렐(항혈전제), 아벨록스(항생제), 이모튼(골관절염) 등의 처방도 양호한 수준을 나타내고 있어 안정적인 매출성장이 지속될 수 있을 것으로 전망된다. 2013년 2월 출시한 자체개발 신약 뉴비에(당뇨병)는 월평균 8억원의 매출을 기록하고 있으며, 지속적으로 처방이 증가하는 추세를 나타내고 있기 때문에 올해 약 120억원의 매출 달성이 가능할 것으로 보인다.

동사의 2016년 매출액과 영업이익은 전년대비 각각 26.1%, 34.2% 증가한 7,474억원, 573억원이 예상되며, 영업이익률은 7.7%를 기록할 전망이다. 이는 2016년부터 자누비아, 자누메트, 바이토린, 아토젯, 글리아티린 등 대형품목의 판매가 매출에 반영되기 때문이다. 또한 지난해 출시한 센돔(오리지널: 시알리스), 콕스비토(오리지널: 셀레브렉스) 등 신규 제네릭 품목의 매출확대와 신설한 안과사업부의 품목들의 매출기여가 확대되면서 높은 외형성장을 달성할 것으로 기대된다. 영업이익률은 R&D 비용증가에도 불구하고 외형확대 효과 및 판관비의 효율적 집행으로 전년대비 개선될 수 있을 것이다.

2016년 분기실적 전망 (단위: 억원)

	1QE	2QE	3QE	4QE	2016E
매출액	1,787	1,790	1,906	1,992	7,474
영업이익	131	141	158	143	573
세전이익	124	128	156	145	553
당기순이익	89	92	117	107	404

자료: 키움증권 리서치센터 추정

포괄손익계산서

12월 결산, IFRS 별도	2013	2014	2015	2016E	2017E
매출액	863	5,441	5,925	7,474	8,211
매출원가	401	2,638	2,963	3,738	4,105
매출총이익	462	2,803	2,962	3,735	4,107
판매비 및 일반관리비	387	2,264	2,535	3,163	3,456
영업이익(보고)	75	539	427	573	650
영업이익(핵심)	75	539	427	573	650
영업외손익	-15	-54	-276	-20	-21
이자수익	1	9	7	9	11
배당금수익	0	0	1	1	1
외환이익	2	7	0	5	7
이자비용	10	54	187	37	25
외환손실	4	12	20	50	22
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자 및 기타자산처분손익	0	1	0	-15	8
금융상품평가 및 기타금융이익	0	0	0	0	0
기타	-4	-7	-77	67	-1
법인세차감전이익	60	485	151	553	630
법인세비용	16	133	219	149	170
유효법인세율 (%)	26.5%	27.5%	144.7%	26.9%	27.0%
당기순이익	44	352	-68	404	460
지배주주지분순이익(억원)	44	352	-68	404	460
EBITDA	108	745	615	756	838
현금순이익(Cash Earnings)	77	557	120	587	648
수정당기순이익	44	351	-68	415	454
증감율(% YoY)					
매출액	N/A	530.4	8.9	26.1	9.9
영업이익(보고)	N/A	615.4	-20.9	34.3	13.5
영업이익(핵심)	N/A	615.4	-20.8	34.1	13.5
EBITDA	N/A	588.4	-17.4	22.9	10.9
지배주주지분 당기순이익	N/A	695.9	N/A	N/A	13.8
EPS	N/A	695.9	N/A	N/A	13.8
수정순이익	N/A	696.5	N/A	N/A	9.4

현금흐름표

12월 결산, IFRS 별도	2013	2014	2015	2016E	2017E
영업활동현금흐름	100	646	-205	427	652
당기순이익	44	352	-68	404	460
감가상각비	29	182	164	152	150
무형자산상각비	4	23	24	31	38
외환손익	1	4	20	45	15
자산처분손익	0	1	0	15	-8
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	4	-60	-145	-174	12
기타	18	144	-200	-46	-16
투자활동현금흐름	-24	-258	-116	-141	-129
투자자산의 처분	-4	-46	-17	20	-3
유형자산의 처분	2	1	3	2	3
유형자산의 취득	-19	-187	-37	-58	-53
무형자산의 처분	-3	-26	-62	-88	-81
기타	0	0	0	-15	8
재무활동현금흐름	-4	-28	25	37	94
단기차입금의 증가	0	0	17	19	22
장기차입금의 증가	0	0	15	23	33
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	0	-28	-75	-56	-56
기타	-4	0	68	52	96
현금 및 현금성자산의 순증가	72	356	-297	323	617
기초현금 및 현금성자산	60	132	488	191	514
기말현금 및 현금성자산	132	488	191	514	1,131
Gross Cash Flow	95	706	-60	601	639
Op Free Cash Flow	71	324	-248	282	541

재무상태표

12월 결산, IFRS 별도	2013	2014	2015	2016E	2017E
유동자산	2,553	2,984	2,910	3,615	4,325
현금 및 현금성자산	132	488	191	514	1,131
유동금융자산	31	26	28	7	8
매출채권 및 유동채권	1,679	1,718	1,871	2,135	2,219
재고자산	712	752	819	958	966
기타 유동금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	2,666	2,753	2,862	2,842	2,803
장기매출채권 및 기타 비유동채권	28	28	30	45	57
투자자산	313	412	427	429	431
유형자산	2,147	2,152	2,206	2,112	2,015
무형자산	178	161	198	256	299
기타 비유동자산	1	1	1	1	1
자산총계	5,220	5,738	5,772	6,457	7,128
유동부채	1,309	1,613	1,698	1,932	2,058
매입채무 및 기타 유동채무	617	703	765	965	1,060
단기차입금	270	286	303	322	344
유동성장기차입금	366	520	520	520	520
기타 유동부채	56	104	110	125	133
비유동부채	930	810	902	1,006	1,148
장기 매입채무 및 비유동채무	97	100	109	138	151
사채 및 장기 차입금	610	440	455	478	511
기타 비유동부채	223	270	338	390	486
부채총계	2,238	2,423	2,600	2,938	3,205
자본금	235	235	235	235	235
주식 발행초과금	2,714	2,714	2,714	2,714	2,714
이익잉여금	35	346	203	550	954
기타 자본	-2	20	20	20	20
지배주주지분자본총계	2,981	3,314	3,172	3,519	3,923
비지배주주지분자본총계	2,981	3,314	3,172	3,519	3,923
자본총계	2,981	3,314	3,172	3,519	3,923
순차입금	1,083	732	1,058	798	235
총차입금	1,246	1,246	1,278	1,320	1,375

투자지표

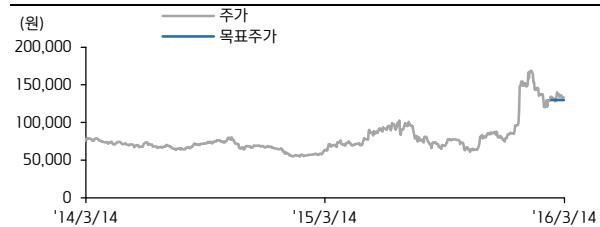
12월 결산, IFRS 별도	2013	2014	2015	2016E	2017E
주당지표(원)					
EPS	469	3,736	-719	4,293	4,888
BPS	31,685	35,226	33,708	37,401	41,689
주당EBITDA	1,150	7,916	6,537	8,033	8,910
CFPS	818	5,920	1,278	6,238	6,886
DPS	300	800	600	600	600
주가배수(배)					
PER	145.3	17.5	-133.7	31.0	27.2
PBR	2.2	1.9	2.9	3.6	3.2
EV/EBITDA	69.3	9.2	16.4	13.0	11.1
PCFR	83.4	11.0	75.2	21.3	19.3
수익성(%)					
영업이익률(보고)	8.7	9.9	7.2	7.7	7.9
영업이익률(핵심)	8.7	9.9	7.2	7.7	7.9
EBITDA margin	12.5	13.7	10.4	10.1	10.2
순이익률	5.1	6.5	-1.1	5.4	5.6
자기자본이익률(ROE)	3.0	11.2	-2.1	12.1	12.4
투하자본이익률(ROIC)	2.8	9.9	-4.8	10.0	11.2
안정성(%)					
부채비율	75.1	73.1	82.0	83.5	81.7
순차입금비율	36.3	22.1	33.4	22.7	6.0
이자보상배율(배)	7.9	10.0	2.3	15.5	26.3
활동성(배)					
매출채권회전율	1.0	3.2	3.3	3.7	3.8
재고자산회전율	2.4	7.4	7.5	8.4	8.5
매입채무회전율	2.8	8.2	8.1	8.6	8.1

- 당사는 3월 11일 현재 '종근당' 발행주식 1% 이상을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 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.

투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
종근당 (185750)	2016/03/14	MarketPerform(Initiate)	130,000원

목표주가 추이



투자의견 및 적용기준

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