

종근당 (185750)

선입견을 깨뜨린 한 방: 노바티스와 13억 달러 기술 이전 계약 체결

투자의견

BUY(유지)

목표주가

150,000 원(상향)

현재주가

128,000 원(11/06)

시가총액

1,609(십억원)

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

- 목표주가 150,000원으로 상향, 투자의견 BUY 유지
- 노바티스(SIX: NOVN, NYSE: NVS)와 NHA HDAC6 저해제 기전의 저분자 화합물 CKD-510 기술 이전 계약 체결
- 임상 1상에서 안전성 입증 후 기술 이전, 총 계약규모 13억 달러(1.7조원), 계약금 8천만 달러(1,061억원)
- 계약 규모는 레이저티닙(12.55억 달러, 계약금 5천만 달러), ABL 301(10.6억 달러, 계약금 7.5천만 달러)를 상회
- NHA HDAC 6 저해제(Non-hydroxamic acid-based histone deacetylase 6)는 항암제, 신경퇴행성 질환, 자가면역 질환 등으로 개발 범위의 확장성이 큰 기전의 신약 후보 물질임
- 현재까지 HDAC6 저해제는 다발성골수종 치료제 등 항암제로 개발 또는 판매되어 왔음. 종근당은 신경계 질환, 심근 질환 등으로 임상을 진행하여 임상 1상 단계에서 안전성 입증하고 및 유망 신약으로 유효성을 입증하는 단계
- 노바티스는 2015년 HDAC6 저해제 파리닥(Farydak®)을 상업화하였으나 시장성이 낮다고 판단, Secura Bio에게 판권 매각 후 추가 임상 단계에서 유효성을 입증하기 못하고 자진 철수한 바 있음
- 아직 개발 방향 및 타겟 시장 등을 추정하기는 이른 단계, 그러나 R&D 성과가 미흡하다는 시장의 편견을 깨뜨린 기술 이전 계약으로 종근당의 기업가치가 한단계 레벨 업 되었다고 평가함, Target P/E를 22배로 상향(종전13.5배)
- 국내 시장에서 확고한 입지를 통해 창출한 이익을 R&D 파이프라인 확장에 적극적으로 투자할 것을 기대함

주가(원,11/06)	128,000
시가총액(십억원)	1,609

발행주식수	12,568천주
52주 최고가	131,900원
최저가	72,900원
52주 일간 Beta	0.59
60일 일평균거래대금	92억원
외국인 지분율	9.6%
배당수익률(2023E)	0.7%

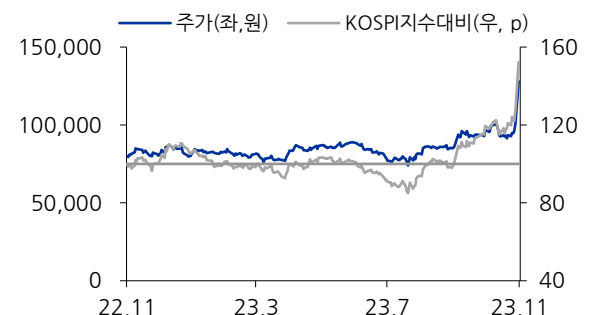
주주구성	
종근당홀딩스 (외 6인)	38.8%
국민연금공단 (외 1인)	8.4%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	28.5	47.6	54.8
절대기준	32.4	47.6	61.3

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	150,000	100,000	▲
영업이익(23)	129	129	-
영업이익(24)	119	119	-

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023E	2024E
매출액	1,344	1,488	1,582	1,678
영업이익	95	110	129	119
세전손익	81	97	118	115
당기순이익	42	80	99	85
EPS(원)	3,399	6,441	7,912	6,848
증감률(%)	-53.4	89.5	22.8	-13.5
PER(배)	31.2	12.7	16.2	18.7
ROE(%)	7.6	13.6	15.4	12.2
PBR(배)	2.1	1.6	2.4	2.2
EV/EBITDA(배)	11.2	7.6	10.7	11.2

자료: 유진투자증권



NHA HDAC 6 기전은 적응증 확장성이 큼

CKD 510: 심혈관
질환, 퇴행성신경질
환 치료제 등으로
개발 가능

종근당이 연구개발 중이었던 NHA HDAC6(non-hydroxamic acid histone deacetylase 6) 저해제는 유전정보를 가진 DNA 와 히스톤 단백질이 상호 작용하는 것을 강화시키는 효소(deacetylase)의 작용을 저해하는 기전임. 동 기전의 유사한 연구개발 과제들이 항암제로 개발되었거나 개발 중. 종근당은 항암제 뿐 아니라 주로 비항암 영역 내 심혈관질환, 자가면역질환, 퇴행성 신경질환 등을 타겟하여 개발을 시작함. HDAC6 는 노화의 원인 중 하나인 단백질 정체(Proteostasis) 현상과 신경 세포의 물질 능동수송(axonal transport)에 관여하기 때문.

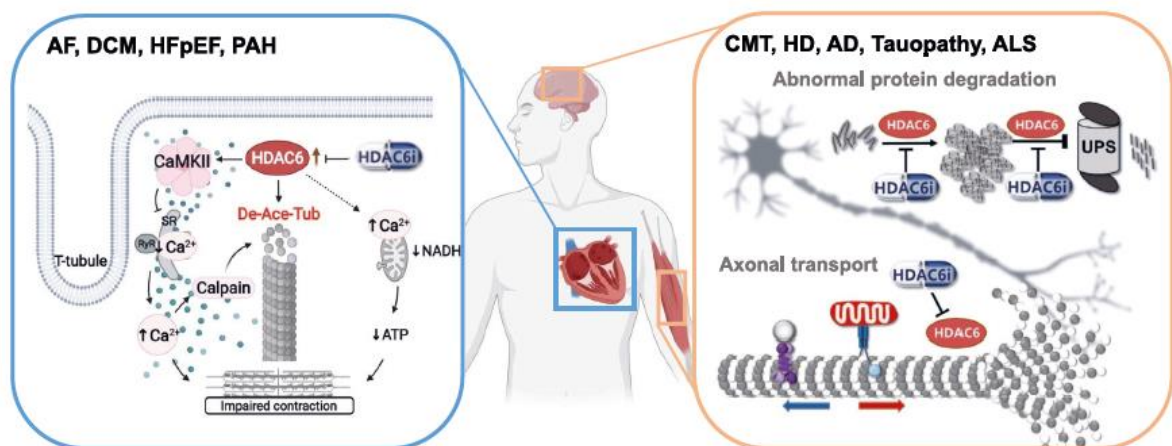
심혈관 질환에서는 마이크로튜불을 안정화시켜 칼슘 시그널링과 관계하여 심박 세동(atrial fibrillation)을 완화시키는 치료제로 개발 가능함. 퇴행성 신경질환에서는 비정상적 단백질 분해를 교정하고 엑손의 운반을 개선시키는 역할을 하여 샤르코-마리-투스(CMT), 알츠하이머, 파킨슨 등과 같은 신경질환에 치료 효과가 나타나 관련 연구들이 진행되고 있음. 종근당은 2018 년 물질 특허를 등록하였으며, CMT 치료제로 개발 중인 임상 1 상을 2021 년 8 월에 프랑스에서 완료함. 동 결과를 2022 년 5 월 국제 말초신경학회(PNS, Peripheral Nerve Society) 연례 학술대회에서 발표하였음. 2020 년 3 월에는 미국 FDA로부터 CMT 치료제로 희귀의약품 지정을 받았음.

특히 종근당은 기존의 HA-based HDAC6 가 보이는 유전 독성, 짧은 반감기, 광범위한 대사체 활성화와 같은 문제를 해결하기 위해 NHA-based HDAC6 저해제를 개발하고 있다는 것이 차별화됨. 동 부문에서는 first-in-class 로 볼 수 있음. 종근당은 2022 년 6 월 국제 학술지인 Nature 에 관련된 작용기전 및 연구개발 상황을 홍보할 정도로 적극적으로 개발 중이었음.

노바티스는 2015 년 HDAC6 저해제 파리닥(Farydak®, Panobinostat, 다발성골수종 치료제)을 상업화하였으나 시장성이 낮다고 판단, Secura Bio 에게 판권 매각하였음. Secura Bio 는 추가 임상을 진행하였으나 유효성을 입증하기 못하고 2018 년 시장에서 자진 철수하였음.

HDAC6 저해제로 출시된 치료제들은 항암제 졸린자(2006 FDA 승인, 머크, Zolanza®, vorinostat), 로미덱신(2009, FDA 승인, BMS, Istodax®, romidepsin), 벨레로탁(2014 FDA 승인, Spectrum Pharmaceuticals, beleodaq®, belinostat) 이 있음.

도표 1. HDAC6 저해제의 치료제로서 잠재력 도식화



자료: 종근당, 유진투자증권

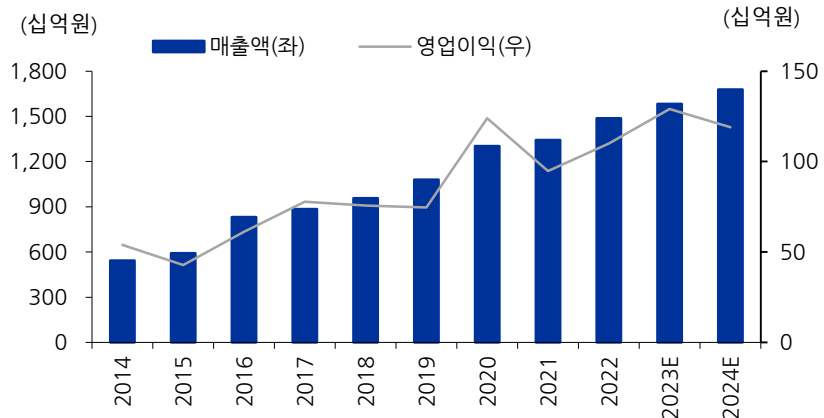
주: AD, 알츠하이머 질환; AF, Atrial fibrillation; ALS, amyotrophic lateral sclerosis; CMT, Charcot-Marie-Tooth disease; DCM, dilated cardiomyopathy; HD, Huntington's disease; HFpEF, heart failure with preserved ejection fraction; PAH, Pulmonary arterial hypertension

목표주가 15 만원으로 상향

한미약품 대비
약 70%
할인되어 거래

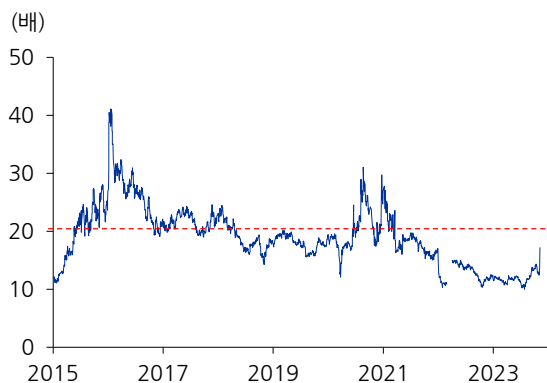
목표주가를 15 만원으로 상향하고 투자의견 BUY를 유지함. 목표주가는 2024년 예상 실적에 P/E 22.5(대웅제약과 같은 P/E valuation 부여, 종전 13.5 배에서 상향)를 적용하였음. 금번 기술 수출에 따른 CKD-510 의 개발 방향 및 타겟 시장 등을 현 시점에서 추정하기는 어렵다고 판단함. 그러나 종근당이 상위사임에도 불구하고 R&D 성과가 미흡하여 비교 그룹대비 큰 폭 할인되어 거래되었다는 점을 고려할 때 그 할인 요인이 일부 제거되었다고 판단함. 금번 기술 이전 계약은 종근당의 신약 연구개발력을 낮게 평가하였던 시장의 편견을 깨뜨린 기술 이전 계약으로 판단하며 종근당의 기업가치가 한단계 레벨 업 되었다고 평가함. 국내 시장에서 확고한 입지를 통해 창출한 이익을 R&D 파이프라인 확장에 적극적으로 투자할 것을 기대함

도표 2. 종근당 매출액 및 영업이익 추이



자료: 유진투자증권 추정

도표 3. 종근당 12M Fwd P/E valuation



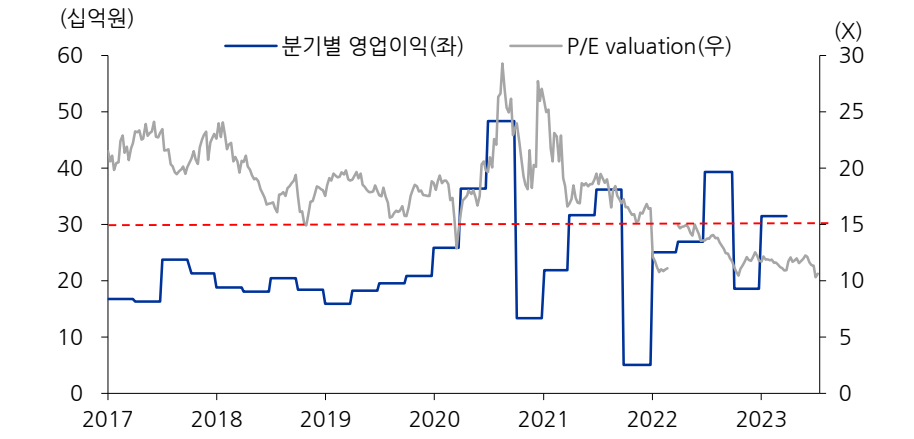
자료: Quantivise, 유진투자증권

도표 4. 종근당 12M Fwd P/B valuation



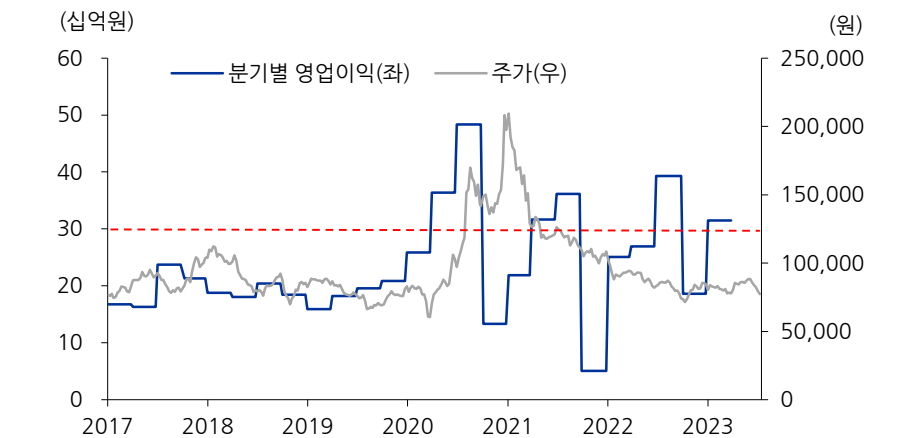
자료: Quantivise, 유진투자증권

도표 5. 종근당 분기별 영업이익 및 P/E valuation 추이



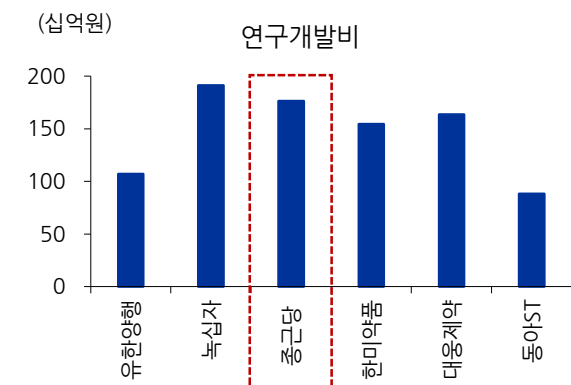
자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 6. 종근당 분기별 영업이익 및 주가 추이



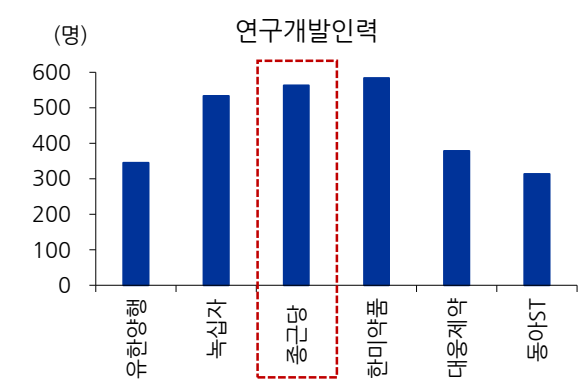
자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 7. 대형 제약사 연구개발비(2022년)



자료: 각 사 사업보고서, 유진투자증권

도표 8. 대형 제약사 연구개발인력(2022년)



자료: 각 사 사업보고서, 유진투자증권

종근당(185750.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	1,047	1,125	1,227	1,324	1,429
유동자산	667	714	790	868	953
현금성자산	132	126	96	115	139
매출채권	232	285	335	364	394
재고자산	225	270	327	356	386
비유동자산	380	411	436	456	477
투자자산	63	75	93	95	97
유형자산	296	309	316	332	350
기타	21	27	28	29	30
부채총계	481	504	560	583	606
유동부채	320	374	436	459	482
매입채무	180	202	250	272	295
유동성이자부채	102	124	138	138	138
기타	38	48	48	49	49
비유동부채	161	129	124	124	125
비유동이자부채	135	111	106	106	106
기타	26	18	18	18	19
자본총계	566	621	666	740	822
지배지분	566	622	667	741	823
자본금	29	30	31	31	31
자본잉여금	266	265	263	263	263
이익잉여금	302	376	464	538	620
기타	(31)	(49)	(91)	(91)	(91)
비지배지분	(0)	(1)	(1)	(1)	(1)
자본총계	566	621	666	740	822
총차입금	237	236	244	244	244
순차입금	105	109	148	129	104

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업현금	13	68	18	88	96
당기순이익	42	80	99	85	93
자산상각비	27	34	36	37	39
기타비현금성손익	63	50	(40)	1	2
운전자본증감	(68)	(77)	(82)	(36)	(37)
매출채권감소(증가)	(7)	(51)	(50)	(29)	(30)
재고자산감소(증가)	(54)	(54)	(60)	(29)	(30)
매입채무증가(감소)	(19)	16	48	22	23
기타	12	12	(20)	0	0
투자현금	(91)	(65)	(46)	(57)	(60)
단기투자자산감소	5	(9)	(0)	(0)	(0)
장기투자증권감소	0	0	0	0	0
설비투자	48	45	45	51	54
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(4)	(8)	(4)	(4)	(4)
재무현금	85	(16)	(3)	(12)	(12)
차입금증가	98	(3)	(2)	0	0
자본증가	(13)	(13)	(13)	(12)	(12)
배당금지급	11	11	12	12	12
현금 증감	8	(14)	(31)	19	24
기초현금	124	132	117	86	105
기말현금	132	117	86	105	129
Gross Cash flow	135	165	98	124	133
Gross Investment	163	134	128	93	97
Free Cash Flow	(29)	32	(30)	31	36

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,344	1,488	1,582	1,678	1,775
증가율(%)	3.1	10.8	6.3	6.0	5.8
매출원가	848	946	996	1,074	1,136
매출총이익	496	543	586	604	639
판매 및 일반관리비	401	433	457	486	514
기타영업손익	10	8	6	6	6
영업이익	95	110	129	119	125
증가율(%)	(23.5)	16.0	17.2	(7.9)	5.4
EBITDA	122	144	165	156	164
증가율(%)	(17.2)	17.4	14.7	(5.4)	5.3
영업외손익	(14)	(13)	(10)	(4)	(1)
이자수익	1	2	3	3	3
이자비용	4	7	9	9	9
지분법손익	(1)	(0)	0	0	0
기타영업외손익	(10)	(8)	(5)	3	5
세전순이익	81	97	118	115	124
증가율(%)	(33.9)	20.6	21.7	(3.1)	7.8
법인세비용	38	17	19	29	31
당기순이익	42	80	99	85	93
증가율(%)	(53.1)	88.8	23.5	(13.6)	8.7
지배주주지분	43	81	99	86	94
증가율(%)	(53.4)	89.5	22.8	(13.5)	8.7
비지배지분	(0)	(1)	(0)	(1)	(1)
EPS(원)	3,399	6,441	7,912	6,848	7,442
증가율(%)	(53.4)	89.5	22.8	(13.5)	8.7
수정EPS(원)	3,399	6,441	7,912	6,848	7,442
증가율(%)	(53.4)	89.5	22.8	(13.5)	8.7

주요투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	3,399	6,441	7,912	6,848	7,442
BPS	49,537	51,918	53,095	58,989	65,482
DPS	909	954	950	950	950
밸류에이션(배, %)					
PER	31.2	12.7	16.2	18.7	17.2
PBR	2.1	1.6	2.4	2.2	2.0
EV/ EBITDA	11.2	7.6	10.7	11.2	10.4
배당수익율	0.9	1.2	0.7	0.7	0.7
PCR	9.9	6.2	16.5	13.0	12.1
수익성(%)					
영업이익율	7.1	7.4	8.1	7.1	7.0
EBITDA이익율	9.1	9.6	10.4	9.3	9.2
순이익율	3.2	5.4	6.2	5.1	5.2
ROE	7.6	13.6	15.4	12.2	12.0
ROIC	8.5	13.6	14.7	11.0	10.9
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	18.6	17.6	22.2	17.4	12.7
유동비율	208.3	190.7	181.2	189.3	197.8
이자보상배율	23.5	16.1	14.0	12.8	13.5
활동성 (회)					
총자산회전율	1.3	1.4	1.3	1.3	1.3
매출채권회전율	5.9	5.8	5.1	4.8	4.7
재고자산회전율	6.5	6.0	5.3	4.9	4.8
매입채무회전율	7.1	7.8	7.0	6.4	6.3

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 제 3자에게 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 제작물로서 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 경우에도 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	93%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	6%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	1%

(2023.9.30 기준)

