



KB 증권



더 많은 리포트 보기

종근당 (185750)

4Q24 Review: 역기저 효과 + 기존/신규제품 성장 확인

2025년 2월 4일

제약/바이오 Analyst 김혜민
hyemin.k@kbfq.com

투자이견 Buy 유지,
목표주가 130,000원으로 하향

종근당에 대해 투자이견 Buy를 유지하지만 목표주가를 기존 155,000원에서 130,000원으로 16.1% 하향한다. 기존 제품과 신규 제품의 견조한 성장세 및 KB증권 리서치본부의 2025 COE 변동에 따른 WACC 조정 (2024년 10월 3Q24 리뷰 기준 7.43% → 6.76%)을 반영했지만 전년 동기 CKD-510 기술수출 역기저 효과를 반영한 2024P 실적 및 2025E 실적 일부 조정함에 기인한다.

4Q24 리뷰: CKD-510 L/O 역기저 효과

4Q24 매출액은 4,124억원 (-17.8% YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익은 78억원 (-93.2%, OPM 1.9%)을 기록했다. 비록 기존품목과 신규품목의 매출이 증가하며 성장을 견인했지만, 노바티스 CKD-510 기술수출 역기저효과와 케이캡 판매종료 등에 따라 전년 대비 매출액이 890억원 감소했다. 판관비의 경우 75억원 (+5.4%)을 기록했는데 이는 광고선전비 증가 (32억원)에 주로 기인하고, 연구개발비 또한 위탁연구비 등 증가로 인해 46억원 (+2.2%)을 기록하며 분기 기준 매출액 대비 12.6%, 2024년 연간 기준 10%로 집행됐다.

신규 도입 제품, R&D 기대감 여전히 유효

각각 셀트리온제약, 대웅제약과 공동판매를 진행 중인 고덱스와 펙스클루는 각각 2024년 기준 매출액 506억원, 442억원을 기록하며 신규도입 제품의 가파른 성장세를 확인시켜주었다. 고덱스의 경우 2025년 기준 700~800억원 정도의 매출이 가능할 것으로 예상되며, 펙스클루 또한 작년 6월부터 판매됐음을 감안하면 2025년 온기 기준 800억원 정도 매출을 통해 추가 성장을 견인할 수 있다는 판단이다. R&D 측면에서는 2023년 11월 노바티스에게 기술수출 된 CKD-510 (HDAC6 저해제)의 임상전략이 발표되지 않았지만, 국내 임상1상 중인 이중항체 CKD-702의 순항과 시나픽스의 기술이 적용된 cMET ADC CKD-703의 전임상 또한 연내 종료 예상 및 임상1상 진행이 목표인 점을 감안하면 충분히 기대해 볼 수 있다는 판단이다.

Buy 유지

목표주가 (하향, 원) 130,000

Dividend yield* (%)	1.3
Total return (%)	58.3
현재가 (2/3, 원)	82,800
Consensus target price (원)	134,934
시가총액 (조원)	1.1

* Dividend Yield는 12개월 Forward

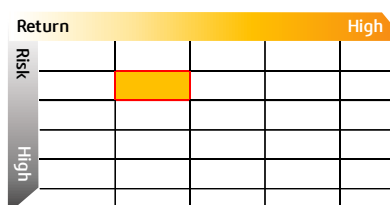
Trading Data

Free float (%)	56.3
거래대금 (3m, 십억원)	2.6
외국인 지분율 (%)	15.0
주요주주 지분율 (%)	종근당홀딩스 외 5인 39.3
	국민연금공단 8.4

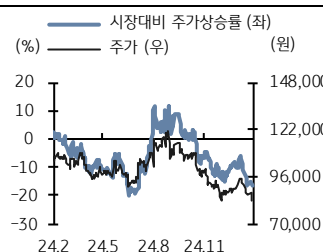
Stock Price Performance (Total Return 기준)

주가상승률 (%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.6	-12.7	-23.1	-20.0
시장대비 상대수익률	-8.0	-10.0	-16.8	-16.2

Risk & Total Return (annualized over three years)



Stock Price & Relative Performance

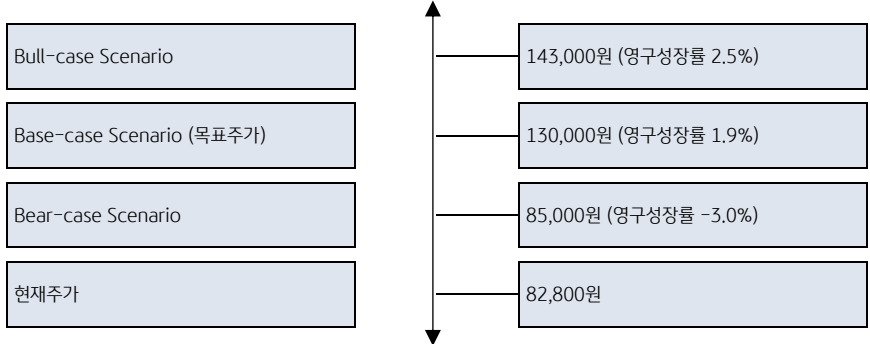


자료: 종근당, KB증권

Earnings Forecast & Valuation

결산기말	2023A	2024P	2025E	2026E
매출액 (십억원)	1,650	1,559	1,662	1,770
영업이익 (십억원)	241	88	104	105
지배주주순이익 (십억원)	209	107	96	93
EPS (원)	15,131	8,134	6,979	6,720
증감률 (%)	151.8	-46.2	-14.2	-3.7
P/E (x)	8.3	10.9	11.9	12.3
EV/EBITDA (x)	5.4	7.6	6.2	5.8
P/B (x)	2.1	1.3	1.2	1.1
ROE (%)	29.3	12.5	10.2	9.1
배당수익률 (%)	0.8	1.1	1.3	1.3

투자의견과 위험요소 점검



Base-case Scenario: 향후 추가 동인

- 1) 고덱스 연간 매출액 650억원 달성
- 2) 신약 파이프라인 순항

Bull-case Scenario: 목표주가를 상회할 위험요소

- 1) 고덱스 연간 매출액 650억원 상회
- 2) 추가 기술이전 체결

Bear-case Scenario: 목표주가를 하회할 위험요소

- 1) 고덱스 연간 매출액 650억원 하회
- 2) 신약개발 실패

실적추정 변경

(십억원, %)	수정 전		수정 후		변동률	
	2024E	2025E	2024P	2025E	2024P	2025E
매출액	1,557	1,645	1,559	1,662	0.2	1.0
영업이익	121	126	88	104	-27.4	-17.6
지배주주순이익	119	117	107	96	-10.3	-17.9

자료: KB증권 추정

컨센서스 비교

(십억원, %)	KB증권		컨센서스		차이	
	2024P	2025E	2024P	2025E	2024P	2025E
매출액	1,559	1,662	1,560	1,692	-0.1	-1.8
영업이익	88	104	90	96	-2.0	8.4
지배주주순이익	107	96	109	89	-1.5	8.4

자료: FnGuide 컨센서스, KB증권 추정

밸류에이션 및 목표주가 산정 기준

1) 밸류에이션 사용기준 (방법):

DCF valuation

2) 목표주가 산정:

WACC 6.76%, 영구성장률 1.9%

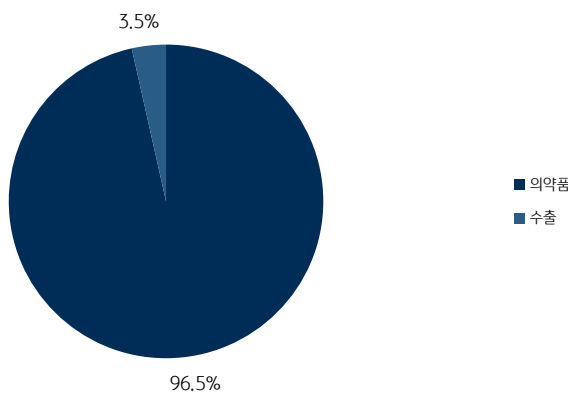
3) 목표주가의 업사이드 ~ 다운사이드:

143,000원 ~ 85,000원

4) 목표주가 도달 시 밸류에이션:

12개월 Fwd. EPS 기준 P/E 21.3배

매출액 구성 (4Q24P 기준)



자료: 종근당, KB증권

실적민감도 분석

(%)	EPS 변동률	
	2024E	2025E
환율 1% 상승 시	-0.1	-0.1
금리 1%p 상승 시	-1.4	-0.1

PEER 그룹 비교

(십억원, X, %)	시가총액	P/E		P/B		EV/EBITDA		ROE		배당수익률	
		2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E	2024E	2025E
종근당	1,143	9.8	9.3	1.3	1.1	5.9	5.1	13.9	12.2	1.2	1.3
한미약품	2,998	23.9	16.7	3.3	2.4	12.3	8.9	14.6	15.1	0.2	0.2
유한양행	10,020	67.7	55.2	4.5	4.3	58.5	48.4	6.8	8.1	0.4	0.4
대웅제약	1,527	21.8	13.1	1.8	1.6	10.4	9.0	3.7	13.7	0.5	0.5

자료: FnGuide 컨센서스, KB증권

표 1. 4Q24 Review

(십억원)	4Q23	3Q24	4Q24P	% YoY	% QoQ	KB 추정	컨센서스
매출액	501	408	412	-17.8	1.0	410	407
영업이익	114	25	7.8	-93.2	-69.2	41	9.4
opm(%)	22.8	6.2	1.9			10.0	2.3
지배주주순이익	89	21	7.3	-91.8	-66.3	20	8.6

자료: 종근당, FnGuide, KB증권 추정

표 2. 추정실적 변경내용

(십억원, 원, %, %p)	수정 전 (24.10.28)		수정 후		변동률	
	2024E	2025E	2024P	2025E	2024P	2025E
매출액	1,557	1,645	1,559	1,662	0.2	1.0
영업이익	121	126	88	104	-27.4	-17.6
지배주주순이익	119	117	107	96	-10.3	-17.9
EPS	9,066	8,911	8,134	6,979	-10.3	-21.7
BVPS	69,361	77,218	68,429	71,292	-1.3	-7.7
영업이익률	7.8	7.6	5.7	6.2	-2.1	-1.4
순이익률	7.7	7.1	6.9	5.8	-0.8	-1.3

자료: 종근당, KB증권 추정

표 3. DCF Valuation

(십억원)		2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E	2031E	2032E	2033E
현금흐름 추정										
NOPLAT	a	79	79	84	89	94	99	108	143	162
감가상각비	b	40	43	45	47	50	52	54	57	59
총 현금흐름	c=a+b	119	122	129	136	143	151	162	200	221
운전자본 증감	d	-26	-27	-29	-31	-33	-36	-39	-41	-79
Capex	e	-52	-54	-56	-58	-61	-63	-66	-68	-71
총투자	f=d+e	-78	-81	-85	-90	-94	-99	-104	-109	-150
FCFF	g=c+f	41	41	44	46	49	52	58	91	71
조정 FCF		37	41	41	44	47	50	53	61	89
현금흐름의 현재 가치										
WACC		6.76%								
영구성장률		1.9%								
Discount Factor		1.00	0.94	0.88	0.82	0.77	0.72	0.67	0.63	0.59
Discounted Free Cashflow		37	38	36	36	36	36	35	38	52
Total PV of FCFF		345								
Terminal Value		1,886								
PV of Terminal Value		1,113								
Valuation										
총 기업가치	h	1,458								
순현금	i	256								
비지배주주지분의 시장가치	j	0								
적정 기업가치	k=h+i-j	1,714								
보통주 총 주식수 (천주)	l	13,174								
목표주가 (원)	m=k/l	130,000								
현재주가 (원)		82,800	2/3 증가							
상승여력 (%)		57.0%								

자료: KB증권 추정

표 4. 영구성장률과 WACC의 민감도 분석

(원)		Terminal Growth (%)								
		0.7	1.0	1.3	1.6	1.9	2.2	2.5	2.8	3.1
WACC (%)	6.16	124,000	129,000	134,000	140,000	147,000	155,000	165,000	176,000	189,000
	6.36	120,000	124,000	129,000	135,000	141,000	148,000	157,000	166,000	178,000
	6.56	116,000	120,000	124,000	130,000	135,000	142,000	149,000	158,000	168,000
	6.76	112,000	116,000	120,000	125,000	130,000	136,000	143,000	151,000	160,000
	6.96	109,000	113,000	116,000	121,000	125,000	131,000	137,000	144,000	152,000
	7.16	106,000	109,000	113,000	117,000	121,000	126,000	131,000	138,000	145,000
	7.36	103,000	106,000	109,000	113,000	117,000	121,000	126,000	132,000	139,000

자료: KB증권 추정

표 5. WACC 산출 내역

(십억원, %)		비고
COE (A) = a + b x c	7.74	
Risk Free Rate (a)	2.71	최근 3개월 평균 통안채 1년 수익률
조정 beta (b)	0.97	1년 Adj. Beta
Raw Beta	0.78	
Risk Premium (c = d - e)	5.19	
Market (d)	8.54	2001년~2024년 WMI500 연평균 Total Return
Risk Free Rate (e)	3.35	2001년~2024년 통안채 1년물 연평균 Total Return
세후 COD (B)	1.89	
주식가치 가중치 (f)	83.28	
차입금 가중치 (g)	16.72	
WACC (C) = (A x f) + (B x g)	6.76	

자료: KB증권 추정

표 6. WACC 변경 내역

(십억원, %)	변경 전 (24.10.28)	변경 후 (25.2.4)	비고
COE (A) = a + b x c	8.64	7.74	
Risk Free Rate (a)	2.99	2.71	최근 3개월 평균 통안채 1년 수익률
조정 beta (b)	1.01	0.97	1년 Adj. Beta
Raw Beta	0.61	0.78	
Risk Premium (c = d - e)	5.59	5.19	
Market (d)	8.90	8.54	01년~24년 WMI500 연평균 Total Return
Risk Free Rate (e)	3.32	3.35	01년~24년 통안채 1년물 연평균 Total Return
COD (B)	1.89	1.89	
주식가치 가중치 (f)	82.12	83.28	
차입금 가중치 (g)	17.88	16.72	
WACC (C) = (A x f) + (B x g)	7.43	6.76	

자료: KB증권 추정

포괄손익계산서

(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
(적용기준)	(IFRS-S)	(IFRS-S)	(IFRS-S)	(IFRS-S)	(IFRS-S)
매출액	1,472	1,650	1,559	1,662	1,770
매출원가	937	998	1,045	1,080	1,148
매출총이익	535	652	515	582	621
판매비와관리비	428	411	426	478	516
영업이익	107	241	88	104	105
EBITDA	138	276	126	144	147
영업외손익	-6	-4	7	-2	-2
이자수익	2	6	8	9	10
이자비용	5	8	8	8	8
지분법손익	0	0	10	0	0
기타영업외손익	-3	-3	-3	-3	-3
세전이익	101	237	95	101	103
법인세비용	18	28	-12	5	10
당기순이익	83	209	107	96	93
지배주주순이익	83	209	107	96	93
수정순이익	83	209	107	96	93

성장성 및 수익성 비율

(%)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
매출액 성장률	10.4	12.0	-5.5	6.6	6.5
영업이익 성장률	13.8	124.8	-63.4	17.6	1.2
EBITDA 성장률	15.9	99.8	-54.4	14.3	2.5
지배기업순이익 성장률	110.4	151.8	-48.7	-10.1	-3.7
매출총이익률	36.4	39.5	33.0	35.0	35.1
영업이익률	7.3	14.6	5.7	6.2	5.9
EBITDA이익률	9.4	16.7	8.1	8.7	8.3
세전이익률	6.9	14.4	6.1	6.1	5.8
지배기업순이익률	5.6	12.7	6.9	5.8	5.2

현금흐름표

(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	64	309	117	106	104
당기순이익	83	209	107	96	93
유무형자산상각비	31	35	38	40	43
기타비현금손익 조정	46	51	-22	0	5
운전자본증감	-77	28	-18	-26	-27
매출채권감소 (증가)	-51	-33	15	-17	-17
재고자산감소 (증가)	-55	-4	-21	-18	-19
매입채무증가 (감소)	17	43	-10	11	12
기타운전자본증감	12	22	-2	-2	-2
기타영업현금흐름	-19	-14	12	-5	-10
투자활동 현금흐름	-65	-171	-44	-63	-66
유형자산투자감소 (증가)	-44	-40	-50	-52	-54
무형자산투자감소 (증가)	-8	-28	0	0	0
투자자산감소 (증가)	-4	31	-2	-2	-2
기타투자현금흐름	-9	-134	8	-9	-9
재무활동 현금흐름	-16	-35	-11	-16	-17
금융부채 증감	-3	-17	-5	-5	-5
자본의 증감	-2	-6	0	0	0
배당금 당기지급액	-11	-12	-13	-14	-15
기타재무현금흐름	0	0	8	2	3
기타현금흐름	0	-1	0	0	0
현금의 증가 (감소)	-18	102	62	26	21
기말현금	111	213	276	302	323
잉여현금흐름 (FCF)	19	269	67	54	49
순현금흐름	-35	219	60	40	35
순현금 (순차입금)	-63	156	215	256	291

자료: 증권당, KB증권 추정

재무상태표

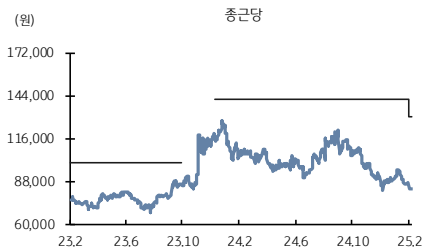
(십억원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
(적용기준)	(IFRS-S)	(IFRS-S)	(IFRS-S)	(IFRS-S)	(IFRS-S)
자산총계	1,097	1,377	1,449	1,536	1,620
유동자산	697	931	989	1,062	1,133
현금 및 현금성자산	111	213	276	302	323
단기금융자산	38	145	137	147	156
매출채권	241	266	252	268	285
재고자산	268	258	278	297	316
기타유동자산	38	49	46	49	52
비유동자산	400	446	460	474	488
투자자산	65	67	69	71	74
유형자산	299	303	318	333	347
무형자산	27	52	49	46	43
기타비유동자산	10	23	23	23	23
부채총계	479	569	548	552	558
유동부채	360	494	475	477	480
매입채무	144	182	172	184	196
단기금융부채	112	168	163	158	153
기타유동부채	104	143	139	135	131
비유동부채	119	75	73	75	78
장기금융부채	101	35	35	35	35
기타비유동부채	18	40	38	40	43
자본총계	618	808	902	984	1,062
자본금	30	31	31	31	31
자본잉여금	265	263	263	263	263
기타자본항목	-42	-48	-48	-48	-48
기타포괄손익누계액	-7	-8	-8	-8	-8
이익잉여금	372	569	663	745	824
지배자본 계	618	808	902	984	1,062
비지배자본	0	0	0	0	0

주요투자지표

(X, %, 원)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
Multiples					
P/E	12.5	8.3	10.9	11.9	12.3
P/B	1.7	2.1	1.3	1.2	1.1
P/S	0.7	1.0	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	7.6	5.4	7.6	6.2	5.8
EV/EBIT	9.8	6.2	10.9	8.6	8.1
배당수익률	1.2	0.8	1.1	1.3	1.3
EPS	6,009	15,131	8,134	6,979	6,720
BVPS	44,771	58,516	68,429	71,292	76,961
SPS (주당매출액)	106,670	119,515	118,362	120,402	128,200
DPS (주당배당금)	869	1,002	1,002	1,100	1,100
배당성향 (%)	14.0	6.4	12.9	15.1	15.6
수익성지표					
ROE	14.1	29.3	12.5	10.2	9.1
ROA	7.9	16.9	7.6	6.5	5.9
ROIC	11.0	23.5	10.9	9.2	8.3
안정성지표					
부채비율	77.5	70.5	60.7	56.1	52.5
순차입비율	10.2	순현금	순현금	순현금	순현금
유동비율	1.9	1.9	2.1	2.2	2.4
이자보상배율 (배)	19.5	31.0	11.0	12.7	12.5
활동성지표					
총자산회전율	1.4	1.3	1.1	1.1	1.1
매출채권회전율	6.7	6.5	6.0	6.4	6.4
매입채무회전율	10.8	10.1	8.8	9.3	9.3
재고자산회전율	6.0	6.3	5.8	5.8	5.8

투자자 고지 사항

투자의견 및 목표주가 변경 내역 (주가 —, 목표주가 —)



KB증권은 동 조사분석자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료 작성자는 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

종근당 (185750)

변경일	투자의견	에널리스트	목표주가 (원)	괴리를 (%)	
				평균	최고/최저
22-11-28	Buy	김태희	115,000	-24.43	
23-02-06	Buy	김태희	110,000	-18.12	18.64
23-12-13	담당자변경	김혜민			
23-12-13	Buy	김혜민	155,000	-26.70	-10.09
24-12-13	1년 경과 이후			-36.61	-32.84
25-02-04	Buy	김혜민	130,000		

투자등급 비율 (2024. 12. 31 기준)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
87.9	12.1	-

투자의견 분류 및 기준

종목 투자의견 (12개월 예상 절대수익률 기준)

Buy: 15% 초과	Hold: 15% ~ -15%	Sell: -15% 초과
-------------	------------------	---------------

비고: 2017년 2월 23일부터 KB증권의 기업 투자의견 체계가 4단계 (Strong BUY, BUY, Marketperform, Underperform)에서 3단계 (Buy, Hold, Sell)로 변경되었습니다. 2020년 2월 10일부터 KB증권의 종목 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 절대수익률에서 12개월 예상 절대수익률로 변경되었습니다.

산업 투자의견 (12개월 예상 상대수익률 기준)

Positive: 시장수익률 상회	Neutral: 시장수익률 수준	Negative: 시장수익률 하회
--------------------	-------------------	--------------------

비고: 2017년 6월 28일부터 KB증권의 산업 투자의견 체계가 (Overweight, Neutral, Underweight)에서 (Positive, Neutral, Negative)로 변경되었습니다. 2020년 2월 10일부터 KB증권의 산업 투자의견 제시 기준이 6개월 예상 상대수익률에서 12개월 예상 상대수익률로 변경되었습니다.

이 보고서는 고객들에게 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 작성된 것이며 계약의 청약 또는 청약의 유인을 구성하지 않습니다. 이 보고서는 KB증권이 신뢰할 만하다고 판단하는 자료와 정보에 근거하여 해당일 시점의 전문적인 판단을 반영한 의견이나 KB증권이 그 정확성이나 완전성을 보장하는 것은 아니며, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다. 개별 투자는 고객의 판단에 의거하여 이루어져야 하며, 이 보고서는 여하한 형태로도 고객의 투자판단 및 그 결과에 대한 법적 책임의 근거가 되지 않습니다. 이 보고서의 저작권은 KB증권에 있으므로 KB증권의 동의 없이 무단 복제, 배포 및 변형할 수 없습니다. 이 보고서는 학술 목적으로 작성된 것이 아니므로, 학술적인 목적으로 이용하려는 경우에는 KB증권에 사전 통보하여 동의를 얻으시기 바랍니다.