

제약·바이오/화장품 R.A.
이지원 송지원
 02)6742-3584 02)739-5935
 leejw9205@heungkuksec.co.kr bd21312@heungkuksec.co.kr

(185750)

종근당

BUY(유지)

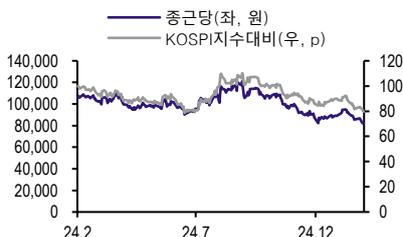
노바티스 발 호재를 기다리며

목표주가	100,000원(하향)			
현재주가(02/05)	82,400원			
상승여력	21.4%			
시가총액	1,137십억원			
발행주식수	13,803천주			
52주 최고가 / 최저가	121,128 / 82,000원			
3개월 일평균거래대금	3십억원			
외국인 지분율	14.8%			
주요주주				
종근당홀딩스 (외 6인)	39.3%			
국민연금공단 (외 1인)	8.4%			
종근당고촌재단 (외 1인)	5.9%			
주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-8.0	-16.9	-18.6	-21.2
상대수익률(KOSPI)	-10.8	-14.3	-21.4	-18.0

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,488	1,669	1,586	1,667
영업이익	110	247	99	105
EBITDA	144	284	109	144
지배기업순이익	81	213	108	82
EPS	5,865	15,397	8,111	6,456
순차입금	109	-143	-178	-246
PER	12.8	8.1	10.2	12.8
PBR	1.4	1.9	1.3	1.2
EV/EBITDA	7.6	5.3	8.8	6.2
배당수익률	1.2	0.8	1.2	1.2
ROE	13.6	29.6	13.1	9.4
컨센서스 영업이익	110	247	106	103
컨센서스 EPS	-	-	8,350	6,444

주가추이



4Q24 Review: 영업이익 컨센서스 하회

종근당의 4분기 연결 매출액/영업이익은 4,154억원/680억원(OPM: 1.6%)으로 영업이익이 컨센서스를 크게 하회하였으며 주된 이유는 위식도 질환 치료제 케이캡의 판매종료에 따른 탑라인 감소와 전년 동기 노바티스 항기술수출에 따른 역기저에 있다고 본다. 한편 4분기 매출원가율이 전년 동기 대비 15% 상승하였으며 판매관리비와 연구개발비 또한 전년 동기 대비 각각 5%, 3% 증가하며 수익성 악화에 기여한 측면이 있다. 펙수클루(위식도역류치료제), 고덱스(간장질환치료제) 등 신규 품목 매출액이 전년 동기 대비 504억원 증가하며 탑라인 감소를 일부분 역지하였지만 2023년 11월 노바티스에 기술수출한 CKD-510(HDAC6 억제제)의 계약금 인식(1,061억원)으로 인한 역기저와 종근당의 핵심 캐시카우였던 케이캡의 빈자리를 완벽하게 대신하기에는 역부족이었다고 본다.

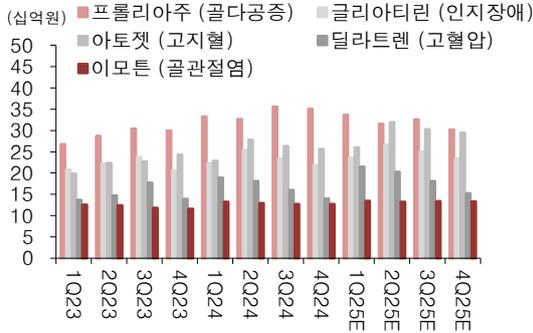
CKD-510 개발 계획 공개를 기다리며

프롤리아, 자누비아, 아토젯 등 종근당의 기존 주요 품목의 매출액 성장을 피크아웃 리스크를 중장기적으로 상쇄할 신규 품목(고덱스, 펙수클루, 케렌디아 등)의 본격적 탑라인 성장은 향후 회사의 펀더멘탈을 강화시킬 중요한 요소로 작용할 전망이다. 하지만 이번 4분기 실적 발표 이후 침체된 추가 모멘텀을 부양시킬 수 있는 강력한 재료는 노바티스의 CKD-510 임상 적응증 및 개발 계획 세부 내용 공개가 될 것으로 판단한다. 비록 관련 내용 공개가 지연되고 있지만 총 1.73조원 규모의 기술 이전 계약이 백지화될 가능성은 높지 않다고 본다. 이르면 2025년 상반기 노바티스의 적응증 공개를 기대하며 그전까지 종근당의 단기 주가 상승 모멘텀은 크지 않을 것으로 예상된다. 기타 파이프라인의 경우 CKD-702(EGFR/c-MET 이중항체) 한국 임상 1상이 현재 진행중이며 연내 종료를 기대, CKD-703(cMET ADC)의 임상 1상 진입이 올해 이루어질 것으로 보인다.

목표주가 100,000원으로 하향

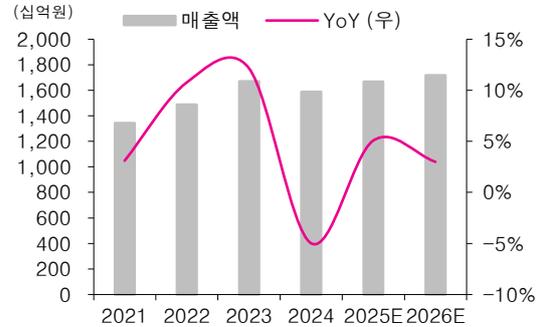
노바티스의 CKD-510 개발 계획 공개전까지 신약 파이프라인의 가치를 온전히 반영하기 어려운 점과 원가를 상승 부담 증가를 고려하여 2025~26년 실적 추정치를 하향하였으며 이에 따라 목표주가가 10만원으로 하향하였다. 역사적 저점 P/E 수준이지만 단기 주가 상승 모멘텀은 크지 않다.

그림 1 종근당 주요 품목 분기별 매출액 추이 및 전망



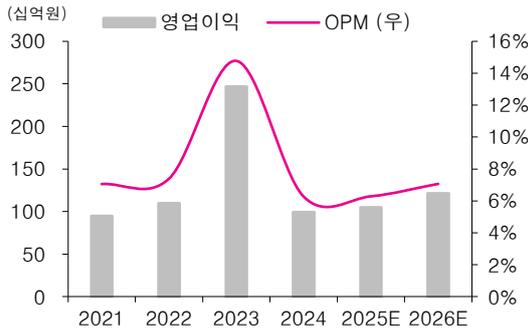
자료: 종근당, 흥국증권 리서치센터

그림 2 종근당 연간 매출액 추이 및 전망



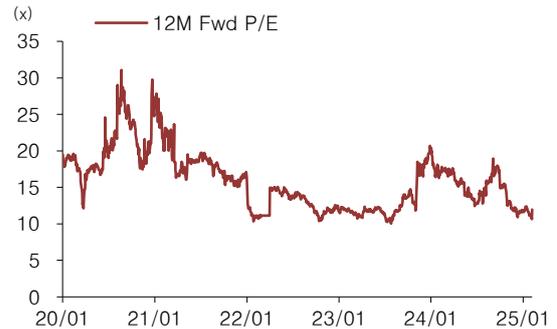
자료: 종근당, 흥국증권 리서치센터

그림 3 종근당 연간 영업이익 추이 및 전망



자료: 종근당, 흥국증권 리서치센터

그림 4 종근당 12M Fwd P/E 추이



자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

표 1 종근당 목표주가 산정 SOTP 밸류에이션

(십억원)		비고
종근당 순이익	88.6	2025~26E 순이익 평균
Fair P/E multiple (x)	12.9	종근당 2022~23년 12M Fwd P/E 평균
종근당 value (A)	1,138	
Non-core assets		
(-) Net debt (B)	-178	2024년 순차입금
(-) Preferred shares (C)	0	
Fair value of equity (A-B-C)	1,316	
No. of total shares (백만주)	12.6	
NAV/Share (원)	104,724	
목표주가 (원)	100,000	
현재주가 (원)	82,400	
상승여력	21.4%	

자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

표 2 종근당 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024P	2025E	2026E
매출액	362	397	413	415	387	425	428	427	1,669	1,586	1,667	1,717
자누비아	20	23	20	18	18	22	20	19	113	81	79	74
케이캡	0	0	0	0	0	0	0	0	138	-	-	-
프롤리아주	33	33	36	35	34	32	33	30	116	137	128	124
글리아티린	22	25	23	22	24	27	25	23	87	93	99	104
아토젯	23	28	26	26	26	32	30	29	89	103	118	134
딜라트렌	19	18	16	14	21	20	18	15	60	67	75	81
이모튼	13	13	13	13	13	13	13	13	48	51	53	56
타크로벨	12	12	13	12	12	13	13	12	46	48	50	52
텔미누보	11	12	11	12	12	13	12	13	41	46	50	54
기타	209	233	255	265	227	254	264	271	931	961	1,016	1,038
영업이익	31	36	26	7	21	29	33	22	247	99	105	121
순이익	26	53	22	8	16	23	26	18	213	108	82	95
수익성(%)												
영업이익률	8.5%	9.0%	6.3%	1.6%	5.4%	6.9%	7.7%	5.1%	14.8%	6.3%	6.3%	7.1%
순이익률	7.1%	13.4%	5.3%	1.9%	4.2%	5.3%	6.0%	4.1%	12.7%	6.8%	4.9%	5.5%
성장률(YoY)												
전체 매출액	-1.0%	0.2%	2.3%	-17.7%	7.1%	7.2%	3.7%	2.7%	12.2%	-5.0%	5.1%	3.0%
영업이익	-2.1%	-20.4%	-53.3%	-94.1%	-32.5%	-18.7%	27.1%	221.2%	124.4%	-59.7%	5.4%	15.8%

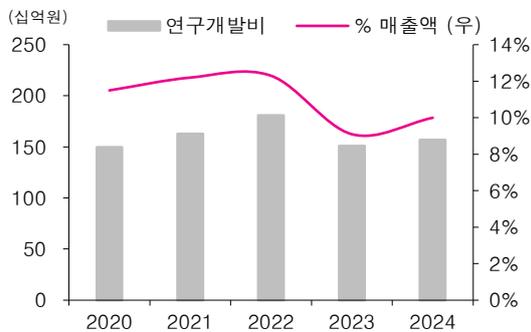
자료: 종근당, 흥국증권 리서치센터

표 3 종근당 실적 추정치 변경

	변경 전			변경 후			변경률		
	2024P	2025E	2026E	2024P	2025E	2026E	2024P	2025E	2026E
매출액 (십억원)	1,574	1,697	1,777	1,586	1,667	1,717	1%	-2%	-3%
영업이익 (십억원)	108	121	135	99	105	121	-7%	-13%	-10%
영업이익률 (%)	6.8%	7.1%	7.6%	6.3%	6.3%	7.1%			
지배기업순이익 (십억원)	102	98	110	108	82	95	7%	-16%	-13%

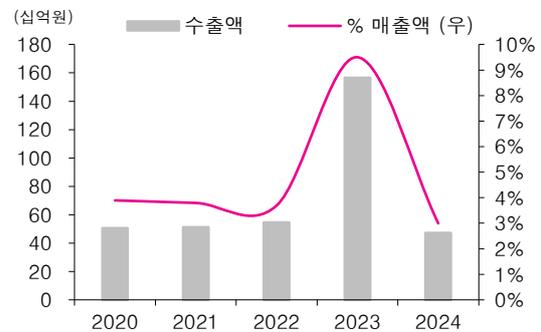
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 5 종근당 연간 R&D 투자비용



자료: 종근당, 흥국증권 리서치센터

그림 6 종근당 연간 수출실적



자료: 종근당, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,488	1,669	1,586	1,667	1,717
증가율 (Y-Y,%)	10.8	12.2	(5.0)	5.1	3.0
영업이익	110	247	99	105	121
증가율 (Y-Y,%)	16.0	124.4	(59.7)	5.4	15.8
EBITDA	144	284	109	144	159
영업외손익	(13)	(5)	2	3	3
순이자수익	(5)	(3)	4	1	0
외화관련손익	(3)	(2)	2	0	0
지분법손익	(0)	1	0	0	0
세전계속사업손익	97	242	101	108	124
당기순이익	80	214	111	84	97
지배기업당기순이익	81	213	108	82	95
증가율 (Y-Y,%)	89.5	162.5	(49.0)	(24.2)	15.3
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	11.3	8.6	5.7	3.9	0.9
영업이익증가율(3Yr)	13.8	25.8	1.6	(1.6)	(21.1)
EBITDA증가율(3Yr)	13.7	24.3	(3.6)	0.0	(17.5)
순이익증가율(3Yr)	14.7	33.2	38.0	1.6	(23.2)
영업이익률(%)	7.4	14.8	6.3	6.3	7.1
EBITDA마진(%)	9.6	17.0	6.9	8.6	9.3
순이익률 (%)	5.4	12.8	7.0	5.0	5.6
NOPLAT	90	218	72	82	95
(+) Dep	34	37	10	39	38
(-) 운전자본투자	20	(80)	(10)	6	3
(-) Capex	45	41	32	24	21
OpFCF	59	294	60	91	108

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	714	947	955	1,062	1,178
현금성자산	126	363	396	476	573
매출채권	285	314	299	314	323
재고자산	270	261	248	261	269
비유동자산	411	456	479	477	472
투자자산	75	91	97	101	105
유형자산	309	312	310	299	287
무형자산	27	53	73	77	80
자산총계	1,125	1,402	1,433	1,539	1,650
유동부채	374	511	408	430	445
매입채무	202	254	265	286	298
유동성이자부채	124	185	96	96	96
비유동부채	129	75	182	196	210
비유동이자부채	111	35	122	134	146
부채총계	504	587	589	626	655
자본금	30	31	33	33	33
자본잉여금	265	263	262	262	262
이익잉여금	376	577	673	743	825
자본조정	(49)	(56)	(127)	(127)	(127)
자기주식	(35)	(48)	(59)	(59)	(59)
자본총계	621	816	844	913	995
투하자본	689	635	626	627	621
순차입금	109	(143)	(178)	(246)	(331)
ROA	7.5	16.8	7.6	5.5	5.9
ROE	13.6	29.6	13.1	9.4	9.9
ROIC	13.6	32.9	11.4	13.0	15.2

주요투자지표

(단위:십억원, 원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
Per share Data					
EPS	5,865	15,397	8,111	6,456	7,441
BPS	51,918	64,900	63,875	69,143	75,364
DPS	869	1,002	1,000	1,000	1,000
Multiples(x,%)					
PER	12.8	8.1	10.2	12.8	11.1
PBR	1.4	1.9	1.3	1.2	1.1
EV/ EBITDA	7.6	5.3	8.8	6.2	5.1
배당수익률	1.2	0.8	1.2	1.2	1.2
PCR	6.3	5.7	11.2	8.8	8.1
PSR	0.7	1.0	0.7	0.7	0.6
재무건전성 (%)					
부채비율	81.1	71.9	69.8	68.5	65.8
Net debt/Equity	17.6	-	-	-	-
Net debt/EBITDA	76.3	-	-	-	-
유동비율	190.7	185.1	234.2	247.1	264.9
이자보상배율	24.3	76.0	-	-	-
이자비용/매출액	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
자산구조					
투하자본(%)	77.4	58.3	56.0	52.1	47.8
현금+투자자산(%)	22.6	41.7	44.0	47.9	52.2
자본구조					
차입금(%)	27.5	21.2	20.5	20.1	19.5
자기자본(%)	72.5	78.8	79.5	79.9	80.5

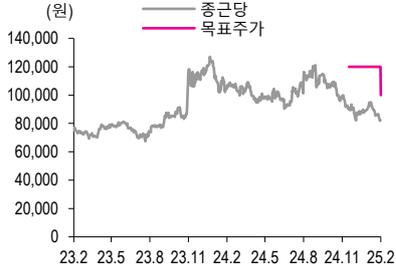
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금	68	318	120	117	132
당기순이익	80	214	111	84	97
자산상각비	34	37	10	39	38
운전자본증감	(77)	30	43	(6)	(3)
매출채권감소(증가)	(51)	(29)	3	(15)	(9)
재고자산감소(증가)	(54)	(6)	94	(13)	(8)
매입채무증가(감소)	16	44	20	20	13
투자현금	(65)	(171)	(44)	(42)	(38)
단기투자자산감소	(9)	(134)	16	(5)	(5)
장기투자증권감소	0	0	(0)	(2)	(2)
설비투자	(45)	(41)	(32)	(24)	(21)
유무형자산감소	(8)	(27)	(25)	(9)	(8)
재무현금	(16)	(44)	(28)	(0)	(1)
차입금증가	(3)	(26)	(3)	12	12
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	(11)	(12)	(13)	(13)	(13)
현금 증감	(14)	102	50	74	92
총현금흐름(Gross CF)	165	303	102	123	135
(-) 운전자본증가(감소)	20	(80)	(10)	6	3
(-) 설비투자	45	41	32	24	21
(+) 자산매각	(8)	(27)	(25)	(9)	(8)
Free Cash Flow	92	315	55	84	103
(-) 기타투자	0	0	0	2	2
잉여현금	92	315	55	82	101

종근당- 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자이전 및 목표주가 변경

날짜	투자이전	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2024-11-22	담당자변경			
2024-11-22	Buy	120,000	(22.5)	(17.2)
2024-02-06	Buy	100,000		

투자이전(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상
		산업	

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2024년 12월 31일 기준)

Buy (98.3%)	Hold (1.7%)	Sell (0.0%)
-------------	-------------	-------------

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 중간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대어, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.



<http://www.heungkuksec.co.kr>

- 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32 (여의도파이낸스 타워 14층)
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 6층)
- 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635
- 팩스 영업부 대표 02) 739-6286