

종근당 (185750/KS)

예상보다도 좋았던 실적. 리레이팅 본격화 전망 **SK증권 리서치센터**

매수(유지)

목표주가: 130,000 원(유지)
 현재주가: 92,900 원
 상승여력: 39.9%



Analyst
이동건

dglee@sk.com.kr
 3773-9909

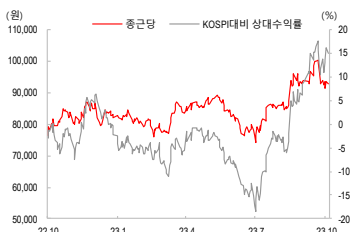
Company Data

발행주식수	1,257 만주
시가총액	1,168 십억원
주요주주	
종근당홀딩스(외5)	38.80%
국민연금공단	8.36%

Stock Data

주가(23/10/30)	92,900 원
KOSPI	2,310.55 pt
52주 최고가	100,200 원
52주 최저가	74,000 원
60일 평균 거래대금	4 십억원

주가 및 상대수익률



3Q23 Re: 견조한 제품 성장, R&D 비용 축소 효과로 사상 최대 실적

3Q23 별도 매출액 및 영업이익은 각각 3,962 억원(+4.1% YoY, 이하 YoY 생략), 531 억원(+33.8%, OPM 13.4%)을 시현했다. 당사 추정치 및 최근 상향 조정된 시장 컨센서스 대비로 매출액은 부합, 영업이익은 10% 이상 상회한 어닝 서프라이즈를 기록했다. 자누비아의 특허 만료 및 제네릭 출시에 따른 약가 인하 영향으로 매출 감소가 큰 폭 반영됐으나, 프롤리아, 케이캡, 딜라트렌 등 주요 품목들의 매출 고성장과 신제품 매출 가세, R&D 비용 축소 등이 이를 상쇄하며 호실적 달성에 기여했다.

1) 자누비아/자누메트 매출액은 291 억원(-21.7%)으로 추정한다. 자누비아의 특허 만료(9 월 1 일) 및 제네릭 출시에 따른 약가 인하 영향이 반영되며 큰 폭 감소했다. 2) 케이캡 매출액은 320 억원(+2.4%)을 기록했다. 저용량 제품 매출 확대를 바탕으로 기대 이상의 매출 증가를 기록했다. 3) 프롤리아 매출액은 305 억원(+27.8%)을 기록하며 고성장세를 이어갔다. 4) 식약처 제재 대상 품목들의 매출 회복도 이어지고 있다. 리피로우는 72 억원(+8.2%)을 기록했다. 5) 미용 수요 회복에 따른 수혜를 바탕으로 윈더톡스(보툴리눔 독소) 51 억원, 큐시미아(다이어트 약) 81억원 등 관련 품목들의 매출 성장도 견조했다. 6) 수익성 측면에서는 연휴 기간에 따른 인건비 감소 효과가 전년동기와 마찬가지로 지속된 가운데 전분기에 이은 연구개발비 축소 효과(270 억원 추정, -29.2%)로 영업이익률은 13.4%(+3.0%p, +2.3%p QoQ)를 기록했다.

디레이팅 요인은 해소 중. 케이캡 연장 여부와 기술이전 성과는 '+α'

추세적 R&D 비용의 축소는 주가의 디레이팅 요인 해소의 관점에서 긍정적이다. 4Q23 뿐만 아니라 2024 년에도 연구개발비 축소 트렌드는 지속될 전망이다. 4Q23 연구개발비는 503 억원(-16.2%, +86.5% QoQ), 2024 년 1,490 억원(+3.1%)으로 보수적 추정을 반영하더라도 2021 년 1,625 억원, 2022 년 1,759 억원을 약 100~200 억원 밑도는 수준이 예상된다. 이는 감소분만큼의 영업이익 증가를 의미하며, 지속적으로 높은 R&D 투자에도 불구하고 파이프라인 가치가 반영되지 못했던 종근당의 기업가치를 감안 시 리레이팅 가능성이 높다고 판단된다.

한편 HK 이노엔과의 케이캡 국내 공동판매계약은 연내 종료 예정이며, 현재 이를 연장하기 위한 논의를 진행 중인 것으로 파악된다. 이르면 11월 늦어도 12월 중 연장 여부 결정이 확인 가능할 전망이다. 당사는 보수적으로 연장이 안될 경우를 추정치에 반영했으나, 연장 여부와 무관하게 여전히 밸류에이션 매력은 높다고 판단한다. 또한 주요 파이프라인들의 기술이전 논의도 진행 중인 것으로 파악되는 만큼 향후 기술이전 성과 역시 기업가치의 '+α'로 작용할 전망이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	1,301	1,334	1,472	1,550	1,490	1,544
영업이익	십억원	127	94	107	152	118	122
순이익(지배주주)	십억원	89	39	83	139	92	95
EPS	원	7,056	3,136	6,599	11,084	7,292	7,531
PER	배	29.3	33.8	12.4	8.4	12.8	12.4
PBR	배	4.6	2.3	1.6	1.5	1.4	1.2
EV/EBITDA	배	16.4	10.9	7.6	6.7	7.7	7.0
ROE	%	17.4	7.1	14.1	20.4	11.7	10.9

종근당 3Q23 실적 요약

(십억원, %)	3Q23P	3Q22	YoY	2Q23	QoQ	Consen	vs. Consen	SKS	vs. SKS
매출액	396.2	380.7	4.1	391.8	1.1	397.3	(0.3)	397.5	(0.3)
영업이익	53.1	39.7	33.8	43.4	22.3	48.1	10.3	47.2	12.6
세전이익	52.6	37.7	39.4	43.3	21.5	45.9	14.7	44.7	17.6
당기순이익	43.5	29.2	49.0	41.8	4.0	39.3	10.9	33.5	29.8
영업이익률	13.4	10.4		11.1		12.1		11.9	
순이익률	11.0	7.7		10.7		9.9		8.4	

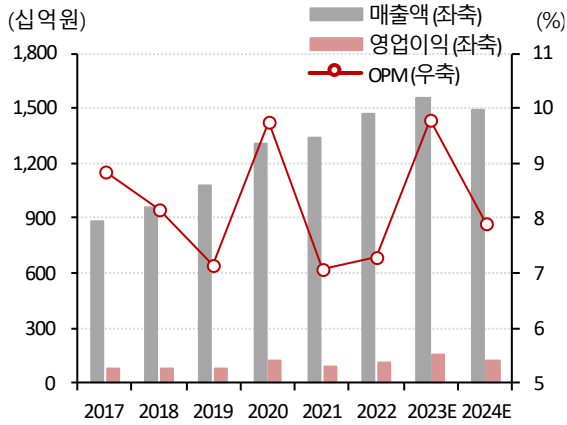
자료: 종근당, FnGuide, SK 증권 추정 / 주: 별도 기준

종근당 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출액	338.0	364.8	380.7	388.9	360.1	391.8	396.2	402.3	1,334.0	1,472.3	1,550.5	1,490.4
YoY	8.8	11.6	11.6	9.5	6.5	7.4	4.1	3.5	2.6	10.4	5.3	(3.9)
자누비아/자누메트	32.9	34.9	37.2	33.6	29.5	32.5	29.1	23.5	153.8	138.6	114.6	103.1
케이캡	28.2	30.1	31.3	32.5	28.3	30.1	32.0	30.9	107.8	122.1	121.3	0.0
아토젯	17.8	19.7	21.3	21.3	19.8	22.4	23.2	23.4	76.9	80.2	88.8	89.7
글리아티린	17.9	20.0	22.0	22.2	20.8	22.3	23.7	23.3	75.3	82.1	90.1	92.8
프롤리아주	21.6	26.3	23.8	23.8	26.7	28.7	30.5	28.6	74.4	95.7	114.5	125.9
이모트	11.1	11.6	12.0	13.2	12.5	12.4	11.8	14.6	46.1	47.9	51.3	52.8
리피로우	4.9	5.1	6.7	8.2	6.8	7.5	7.2	9.0	23.2	24.9	30.6	36.8
타크로벨	9.9	10.3	11.4	12.1	11.0	11.8	11.9	13.3	42.1	43.7	48.0	50.4
딜라트렌	11.3	13.8	14.4	13.3	13.7	14.7	17.7	15.3	52.0	52.8	61.4	64.4
텔미누보	9.3	10.0	10.4	11.0	10.2	10.3	10.3	11.1	36.5	40.7	41.9	42.8
사이폴	7.0	5.5	8.3	9.5	6.4	7.6	7.8	7.6	30.4	30.3	29.4	30.3
큐미시아	4.9	5.1	7.5	8.6	6.5	7.6	8.1	9.0	22.9	26.1	31.1	34.3
기타	152.4	160.8	162.6	170.0	161.5	176.6	178.8	189.2	590.1	677.0	722.2	771.0
매출총이익	123.2	135.1	139.7	137.3	133.1	141.7	146.0	144.8	492.1	535.2	565.6	540.0
YoY	9.1	3.1	8.7	14.8	8.0	4.9	4.5	5.5	0.5	8.8	5.7	(4.5)
GPM	36.4	37.0	36.7	35.3	37.0	36.2	36.9	36.0	36.9	36.4	36.5	36.2
영업이익	24.3	28.1	39.7	15.0	30.1	43.4	53.1	25.3	94.1	107.1	151.9	117.9
YoY	8.6	(16.5)	7.1	1,420.3	23.6	54.4	33.8	68.8	(25.7)	13.8	41.8	(22.4)
OPM	7.2	7.7	10.4	3.9	8.3	11.1	13.4	6.3	7.1	7.3	9.8	7.9
세전이익	23.6	26.0	37.7	13.6	30.3	43.3	52.6	25.4	77.4	101.0	151.6	117.5
YoY	27.0	(24.0)	56.3	3,747.9	28.4	66.1	39.4	87.3	(35.6)	30.5	50.1	(22.5)
당기순이익	17.2	24.5	29.2	12.1	34.9	41.8	43.5	19.1	39.4	82.9	139.3	91.7
YoY	27.2	(4.1)	2,193.2	흑전	103.0	70.9	49.0	58.1	(55.6)	110.4	68.0	(34.2)
NPM	5.1	6.7	7.7	3.1	9.7	10.7	11.0	4.7	3.0	5.6	9.0	6.1

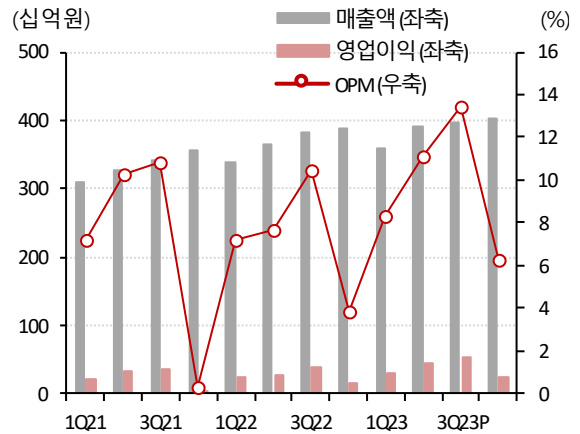
자료: 종근당, SK 증권 추정 / 주: 별도 기준, 보수적으로 HK 이노엔과의 케이캡 공동판매계약 연장을 미반영

종근당 연간 실적 추이 및 전망



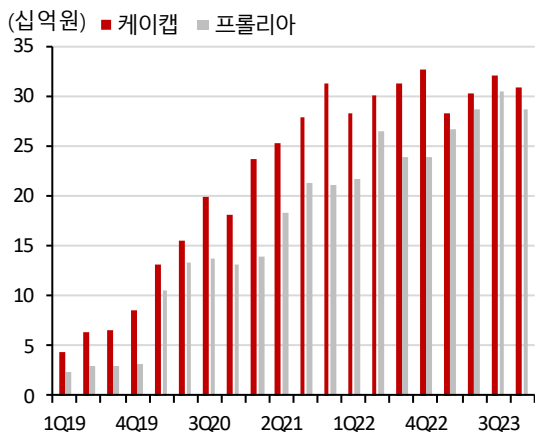
자료: 종근당, SK 증권 추정 / 주: 별도 기준

종근당 분기 실적 추이 및 전망



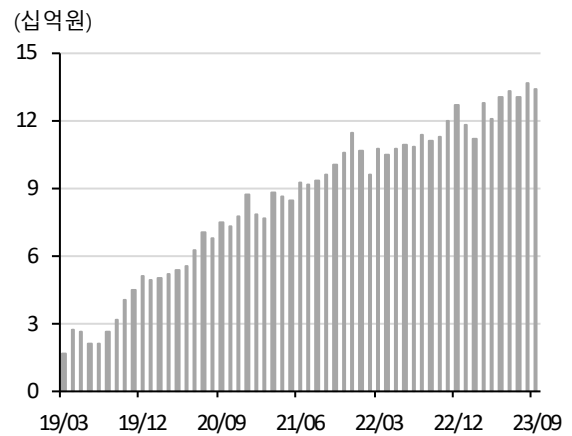
자료: 종근당, SK 증권 추정 / 주: 별도 기준

종근당 케이캡, 프롤리아 매출액 추이 및 전망



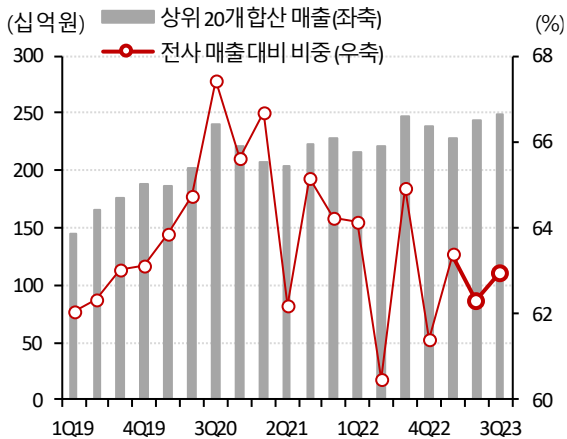
자료: 종근당, SK 증권 추정

케이캡 국내 처방 실적 추이



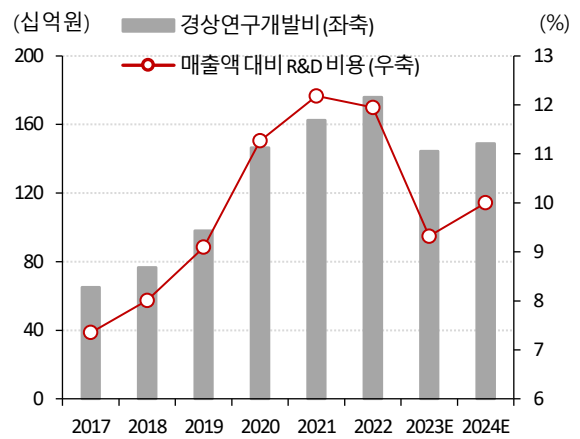
자료: UBIST, SK 증권

종근당 매출액 상위 20개 품목 추이



자료: 종근당, SK 증권

종근당 R&D 비용 추이 및 전망



자료: 종근당, SK 증권 추정 / 주: 별도 기준

종근당 R&D 파이프라인

구분	과제명	MoA	적응증	임상 단계				허가/출시	비고
				전임상	1상	2상	3상		
합성 신약	CKD-943	Opioid Receptor Kappa agonist	통증, 소양증				US		Cara Therapeutics 에서 License-in
	CKD-516	Vascular disrupting agent	대장암		KR				Durvalumab 병용 1상 진행 중
	CKD-508	CETP inhibitor	이상지질혈증		UK				영국 1상 진행 중
	CKD-510	HDAC6 inhibitor	희귀질환(CMT) /심장질환						미국 2상 준비중 (프랑스 1상 완료)
	CKD-512	A2aR antagonist	암						
바이오 의약품	루센비에스	VEGF-A inhibitor (Lucentis Biosimilar)	황반변성						2023년 1월 국내 출시
	CKD-702	EGFR/c-MET 이중항체	고형암		KR				Part 1,2 진행 중(한국)
	CKD-971	INF-alpha kinoid	루푸스						Neovacs 에서 License-in
개량 신약	지텍	-	위염						
	CKD-398	-	당뇨						
	CKD-391	-	이상지질혈증						
	CKD-371	-	당뇨						
	CKD-843	-	탈모						
	CKD-841	-	암						Liquid Crystal Technology 탑재 서방 주사제
	CKD-846	-	전립선비대증						
	CKD-396	-	당뇨						
	CKD-379	-	당뇨						
	CKD-351	-	녹내장						

자료: 종근당, SK증권 정리

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	654	697	824	866	940
현금및현금성자산	129	111	171	237	289
매출채권 및 기타채권	226	278	292	281	291
재고자산	222	268	282	271	281
비유동자산	363	400	410	418	423
장기금융자산	31	43	43	43	43
유형자산	279	299	308	314	319
무형자산	21	27	28	29	30
자산총계	1,017	1,097	1,235	1,284	1,364
유동부채	307	360	378	348	345
단기금융부채	91	113	119	107	96
매입채무 및 기타채무	158	176	186	169	175
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	151	119	111	111	111
장기금융부채	125	101	101	101	101
장기매입채무 및 기타채무	8	8	8	8	8
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	457	479	489	458	456
지배주주지분	560	618	746	825	908
자본금	29	30	30	30	30
자본잉여금	266	265	265	265	265
기타자본구성요소	-24	-42	-42	-42	-42
자기주식	-22	-35	-35	-35	-35
이익잉여금	296	372	500	579	662
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	560	618	746	825	908
부채와자본총계	1,017	1,097	1,235	1,284	1,364

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	17	67	152	126	114
당기순이익(손실)	39	83	139	92	95
비현금성항목등	93	77	44	59	60
유형자산감가상각비	23	28	26	27	28
무형자산상각비	2	3	3	3	3
기타	68	46	15	29	29
운전자본감소(증가)	-64	-77	-16	3	-12
매출채권및기타채권의감소(증가)	-2	-51	-15	11	-10
재고자산의감소(증가)	-55	-55	-14	11	-10
매입채무및기타채무의증가(감소)	-18	17	9	-17	6
기타	12	12	3	-2	2
법인세납부	-52	-16	-12	-26	-27
투자활동현금흐름	-93	-63	-40	-38	-38
금융자산의감소(증가)	0	-10	-0	0	-0
유형자산의감소(증가)	-48	-44	-35	-33	-33
무형자산의감소(증가)	-4	-8	-4	-4	-4
기타	-42	-0	-0	-1	-1
재무활동현금흐름	84	-20	-6	-24	-23
단기금융부채의증가(감소)	0	0	6	-12	-11
장기금융부채의증가(감소)	97	-3	0	0	0
자본의증가(감소)	-0	0	0	0	0
배당금지급	-11	-11	-12	-12	-12
기타	-3	-5	0	-0	0
현금의 증가(감소)	6	-18	60	66	53
기초현금	123	129	111	171	237
기말현금	129	111	171	237	289
FCF	-31	23	117	93	82

자료 : 종근당, SK증권 추정

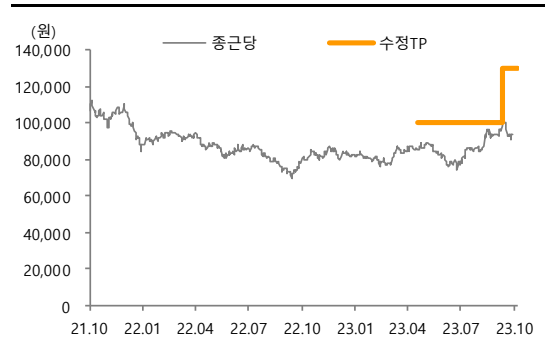
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,334	1,472	1,550	1,490	1,544
매출원가	842	937	985	950	983
매출중이익	492	535	566	540	561
매출총이익률(%)	36.9	36.4	36.5	36.2	36.4
판매비와 관리비	398	428	414	422	439
영업이익	94	107	152	118	122
영업이익률(%)	7.1	7.3	9.8	7.9	7.9
비영업손익	-17	-6	-0	-0	-1
순금융손익	-2	-3	-3	-3	-2
외환관련손익	-0	-1	0	0	0
관계기업등 투자손익	-1	-0	0	-1	-1
세전계속사업이익	77	101	152	118	121
세전계속사업이익률(%)	5.8	6.9	9.8	7.9	7.9
계속사업법인세	38	18	12	26	27
계속사업이익	39	83	139	92	95
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	39	83	139	92	95
순이익률(%)	3.0	5.6	9.0	6.1	6.1
지배주주	39	83	139	92	95
지배주주귀속 순이익률(%)	3.0	5.6	9.0	6.1	6.1
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	36	87	139	92	95
지배주주	36	87	139	92	95
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	119	138	181	148	153

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	2.6	10.4	5.3	-3.9	3.6
영업이익	-25.7	13.8	41.8	-22.4	3.7
세전계속사업이익	-35.6	30.5	50.1	-22.5	3.3
EBITDA	-19.3	15.9	31.2	-18.3	3.5
EPS	-55.6	110.4	68.0	-34.2	3.3
수익성 (%)					
ROA	4.1	7.8	11.9	7.3	7.2
ROE	7.1	14.1	20.4	11.7	10.9
EBITDA마진	8.9	9.4	11.7	9.9	9.9
안정성 (%)					
유동비율	213.2	193.4	218.0	249.0	272.5
부채비율	81.7	77.5	65.6	55.5	50.2
순차입금/자기자본	5.6	10.4	1.3	-8.2	-14.4
EBITDA/이자비용(배)	39.1	25.2	45.6	37.8	41.3
배당성향	28.5	14.0	8.7	13.2	12.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,136	6,599	11,084	7,292	7,531
BPS	46,322	51,926	62,087	68,415	74,982
CFPS	5,131	9,060	13,408	9,679	9,987
주당 현금배당금	909	954	1,000	1,000	1,000
Valuation지표 (배)					
PER	33.8	12.4	8.4	12.8	12.4
PBR	2.3	1.6	1.5	1.4	1.2
PCR	20.7	9.1	7.0	9.7	9.4
EV/EBITDA	10.9	7.6	6.7	7.7	7.0
배당수익률	0.9	1.2	1.0	1.0	1.0

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 주가대비
2023.10.12	매수	130,000원	6개월		
2023.05.19	매수	100,000원	6개월	-14.70%	-1.40%



Compliance Notice

작성자(이동건)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
 본 보고서는 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
 투자판단 3 단계(6개월기준) 15%이상 → 매수 / -15%~15% → 중립 / -15%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 10월 31일 기준)

매수	94.79%	중립	5.21%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------