

종근당 (185750/KS)

디레이팅 요인은 해소, 20만원도 보인다

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 160,000 원(상향)

현재주가: 121,500 원

상승여력: 31.7%



Analyst
이동건

dglee@sk.com
3773-9909

Company Data

발행주식수	1,257 만주
시가총액	1,527 십억원
주요주주	
종근당홀딩스(외5)	38.80%
국민연금공단	8.36%

Stock Data

주가(23/12/04)	121,500 원
KOSPI	2,514.95 pt
52주 최고가	129,500 원
52주 최저가	74,000 원
60일 평균 거래대금	24 십억원

주가 및 상대수익률



2024년 CKD-510 파이프라인 가치의 기업가치 반영 본격화 전망

11월 6일 노바티스와 HDAC6 inhibitor 'CKD-510'에 대한 글로벌 판권을 계약금 8천만달러(약 1,045 억원), 로열티를 제외한 계약총액 13.05 억달러(약 1.7 조원)에 기술이전하는 계약을 체결했다고 공시했다. CKD-510 은 HDAC6 를 저해하는 비하이드록삼산 플랫폼 기술이 적용된 신약 후보물질로 당초 희귀질환인 CMT(샤르코-마리-투스) 치료제로 개발 중이었다. 종근당은 2022년 자체적으로 진행한 유럽 임상 1상 및 전임상 결과 발표를 통해 안전성과 내약성을 확인했으며 심혈관질환 등 여러 HDAC6 관련 질환에서 효과를 확인했다.

노바티스는 11월 28일 진행된 R&D Investor Event 를 통해 종근당과의 기술이전을 재확인함과 동시에 4 대 R&D 집중 분야 중 하나인 CRM(심혈관, 신장 및 대사질환)에 대한 파이프라인 강화를 위해 도입했음을 언급했다. 구체적인 개발 타임라인이나 적응증 개발 계획 등은 공개되지 않았으나 앞서 유럽 임상 1상을 완료했던 만큼 2024년 임상 2상 개시가 기대된다. 향후 개발 적응증 및 타임라인이 구체화됨에 따라 기술이전에 따른 CKD-510 파이프라인 가치의 기업가치 내 반영이 본격화될 전망이다이며 이번 계약을 통해 수령하는 계약금은 2023년 4분기 실적에 반영될 것으로 예상된다.

본업 실적도 견조. 케이캡 연장 여부는 변수가 아닌 '+α'로 바라보아

2024년 별도 매출액 및 영업이익을 각각 1조 4,896 억원(-10.1% YoY, 이하 YoY 생략), 1,170 억원(-54.5%, OPM 7.9%)로 추정한다. 노바티스로부터 수령 예정인 CKD-510 계약금 약 1,045 억원이 2023년 4분기 실적에 반영될 것으로 예상되며, 보수적 실적 전망을 위해 케이캡의 국내 공동판매계약 연장 실패를 가정한 만큼 전년대비 실적 역성장은 불가피하다. 하지만 여전히 케이캡을 제외한 주력 품목들의 견조한 매출 성장과 비용 효율화 지속, 신규 품목 매출 가세 등을 감안 시 영업가치만으로는 업사이드는 풍부하다.

따라서 HK 이노엔과의 케이캡 공동판매계약 연장 여부는 변수로 바라보는 것이 아닌 '성공 시 실적의 +α, 연장이 불발되더라도 보수적 추정치에 부합하는 노이즈 해소'로 바라보는 것이 합리적이다. 그간 종근당의 기업가치가 높은 R&D 비용 투자 대비 부재했던 R&D 파이프라인에서의 성과로 높은 디스카운트를 적용 받아왔다. 하지만 이번 CKD-510 의 기술이전 성과로 해당 디스카운트 요인이 해소됐으며, 이에 따라 산출되는 영업가치는 약 1.8 조원으로 현재 종근당의 기업가치를 상회한다.

2024년 파이프라인 가치 반영, 케이캡 연장 시 20만원 이상도 기대

목표주가를 기준 13 만원에서 16 만원으로 상향한다. 목표주가는 이번 노바티스와의 기술이전 성과를 통해 그간 국내 Peer 대비 멀티플의 할인 근거로 작용해 온 '높은 연구개발비 대비 R&D 성과의 부재'가 해소됨에 따라 2024년 예상 EBITDA 1,470 억원에 Target EV/EBITDA 12.3 배를 적용해 도출했다. 이번 기술이전된 CKD-510 이나 향후 후속 기술이전 성과가 기대되는 CKD-702 등 주요 파이프라인 가치는 보수적으로 제외했다. 다만 향후 1) 노바티스의 CKD-510 개발 계획 구체화, 2) 추가 기술이전 성과 확인, 3) 현 추정치에서는 제외된 케이캡의 공동판매계약 연장 성공 시 목표주가는 20만원 이상까지도 가능하다. 국내 제약사 내 Toppick 의견을 제시한다.

종근당 목표주가 산출










(십억원, 배, 천주, 원, %)		비고
1. 영업가치 (A*B)	1,804.6	
A. 종근당 2024F EBITDA	147.0	별도 기준
B. Target EV/EBITDA	12.3	국내 주요 제약사 2024F 평균 EV/EBITDA
2. 파이프라인 가치 (C+D)	0.0	
C. CKD-510(HDAC6 inhibitor)	0.0	2023년 11월 Novartis 기술이전 가치 보수적으로 제외
D. CKD-702(EGFR/c-MET)	0.0	보수적으로 가치 산정에서 제외
3. 순차입금	(154.0)	2024년 말 기준
4. 보통주주식수	12,568	
5. 적정주가 산출	160,000	
6. 현재 주가	121,500	2023년 12월 4일 종가
7. 상승여력	31.7%	

자료: SK증권 추정

노바티스의 R&D Investor Event 에서 재확인된 종근당과의 기술이전 계약

Focused on deals aligned with our core therapeutic areas and technology platforms

Select recent examples

Cardiovascular, Renal and Metabolic	Neuroscience	Oncology
  	 Gene therapy  Gene therapy  xRNA	 RLТ  RLТ  Cell therapy

자료: 노바티스, SK증권

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						Novartis 에 기술이전 완료 (2023.11)
	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

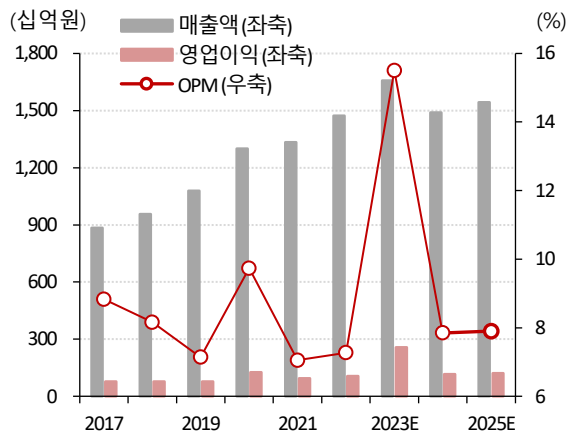
종근당 실적 추이 및 전망

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23E	2021	2022	2023E	2024E
매출액	338.0	364.8	380.7	388.9	360.1	391.8	396.2	508.4	1,334.0	1,472.3	1,656.6	1,489.6
YoY	8.8	11.6	11.6	9.5	6.5	7.4	4.1	30.7	2.6	10.4	12.5	(10.1)
자누비아/자누메트	32.9	34.9	37.2	33.6	29.5	32.5	26.9	23.5	153.8	138.6	112.3	101.1
케이캡	28.2	30.1	31.3	32.5	28.3	30.1	33.1	30.9	107.8	122.1	122.3	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	22.3	23.3	75.3	82.1	88.7	91.3
프롤리아주	21.6	26.3	23.8	23.8	26.7	28.7	29.0	28.6	74.4	95.7	113.0	124.3
이모튼	11.1	11.6	12.0	13.2	12.5	12.4	12.4	14.6	46.1	47.9	51.8	53.4
리피로우	4.9	5.1	6.7	8.2	6.8	7.5	7.2	9.0	23.2	24.9	30.6	36.7
타크로벨	9.9	10.3	11.4	12.1	11.0	11.8	11.8	13.3	42.1	43.7	47.9	50.3
딜라트렌	11.3	13.8	14.4	13.3	13.7	14.7	22.3	15.3	52.0	52.8	66.0	69.3
텔미누보	9.3	10.0	10.4	11.0	10.2	10.3	10.3	11.1	36.5	40.7	41.9	42.7
사이폴	7.0	5.5	8.3	9.5	6.4	7.6	8.3	7.6	30.4	30.3	29.9	30.8
큐미시아	4.9	5.1	7.5	8.6	6.5	7.6	7.9	9.0	22.9	26.1	31.0	34.1
기타	152.4	160.8	162.6	170.0	161.5	176.6	177.6	268.0	590.1	677.0	819.9	776.0
매출총이익	123.2	135.1	139.7	137.3	133.1	141.7	146.0	250.9	492.1	535.2	671.7	539.6
YoY	9.1	3.1	8.7	14.8	8.0	4.9	4.5	82.7	0.5	8.8	25.5	(19.7)
GPM	36.4	37.0	36.7	35.3	37.0	36.2	36.9	49.3	36.9	36.4	40.5	36.2
영업이익	24.3	28.1	39.7	15.0	30.1	43.4	53.1	130.3	94.1	107.1	256.8	117.0
YoY	8.6	(16.5)	7.1	1,420.3	23.6	54.4	33.8	767.5	(25.7)	13.8	139.7	(54.5)
OPM	7.2	7.7	10.4	3.9	8.3	11.1	13.4	25.6	7.1	7.3	15.5	7.9
세전이익	23.6	26.0	37.7	13.6	30.3	43.3	52.6	129.9	77.4	101.0	256.0	116.4
YoY	27.0	(24.0)	56.3	3,747.9	28.4	66.1	39.4	856.0	(35.6)	30.5	153.6	(54.5)
당기순이익	17.2	24.5	29.2	12.1	34.9	41.8	43.5	97.4	39.4	82.9	217.6	90.8
YoY	27.2	(4.1)	2,193.2	흑전	103.0	70.9	49.0	707.1	(55.6)	110.4	162.4	(58.3)
NPM	5.1	6.7	7.7	3.1	9.7	10.7	11.0	19.2	3.0	5.6	13.1	6.1

자료: 종근당, SK 증권 추정

주: 별도 기준, 보수적으로 HK 이노엔과의 케이캡 공동판매계약 연장을 미반영, 4Q23 CKD-510 계약금 인식 반영(기타 매출에 포함, 약 1,000 억원)

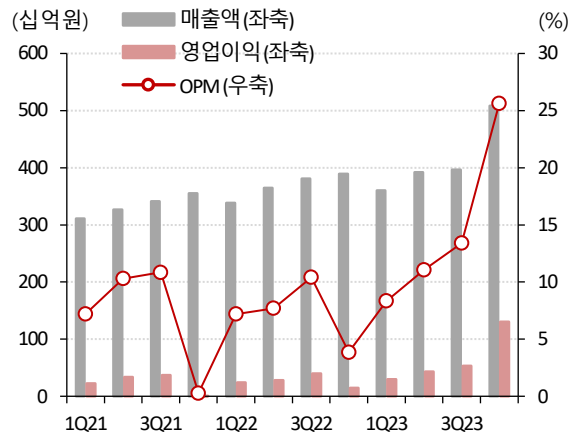
종근당 연간 실적 추이 및 전망



자료: 종근당, SK 증권 추정

주: 별도 기준, 보수적으로 HK 이노엔과의 케이캡 공동판매계약 연장을 미반영, 4Q23 CKD-510 계약금 인식 반영(기타 매출에 포함, 약 1,000 억원)

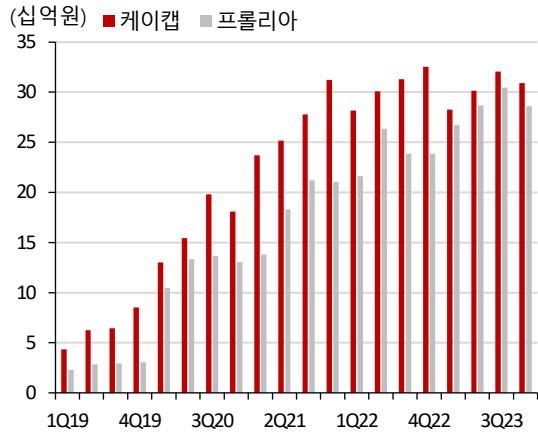
종근당 분기 실적 추이 및 전망



자료: 종근당, SK 증권 추정

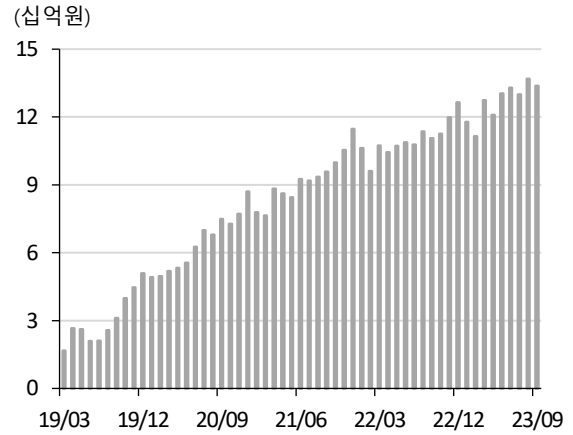
주: 별도 기준, 4Q23 CKD-510 계약금 인식 반영(기타 매출에 포함, 약 1,000 억원)

종근당 케이캡, 프롤리아 매출액 추이 및 전망



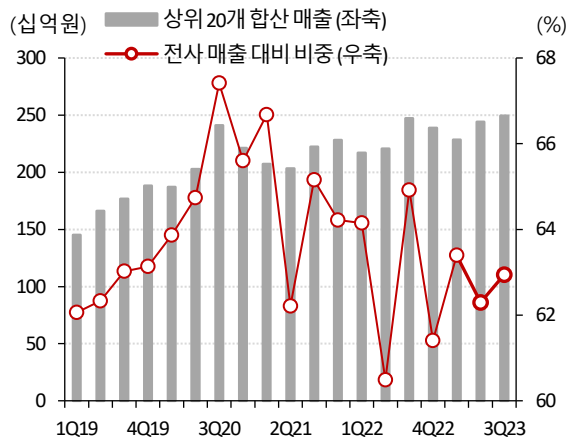
자료: 종근당, SK 증권 추정

케이캡 국내 처방 실적 추이



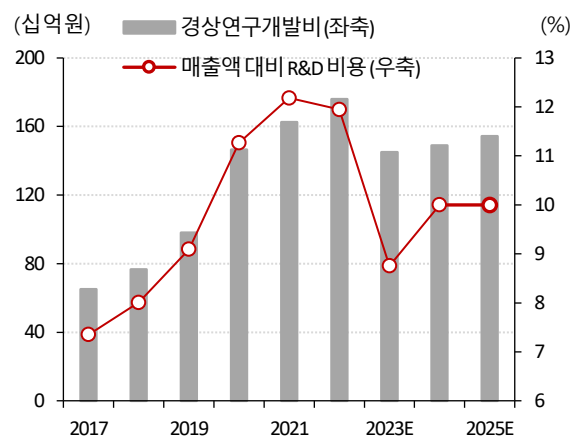
자료: UBIST, SK 증권

종근당 매출액 상위 20개 품목 추이



자료: 종근당, SK 증권 추정 / 주: 별도 기준

종근당 R&D 비용 추이 및 전망



자료: 종근당, SK 증권 추정 / 주: 별도 기준

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	654	697	928	960	1,034
현금및현금성자산	129	111	231	331	383
매출채권 및 기타채권	226	278	312	281	291
재고자산	222	268	302	271	281
비유동자산	363	400	411	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	1,338	1,378	1,457
유동부채	307	360	403	364	361
단기금융부채	91	113	127	114	103
매입채무 및 기타채무	158	176	198	179	185
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	151	119	112	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	514	475	472
지배주주지분	560	618	824	903	985
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	578	657	739
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	560	618	824	903	985
부채와자본총계	1,017	1,097	1,338	1,378	1,457

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	17	67	208	157	114
당기순이익(손실)	39	83	218	91	94
비현금성항목등	93	77	70	59	59
유형자산감가상각비	23	28	26	27	28
무형자산상각비	2	3	3	3	3
기타	68	46	41	29	29
운전자본감소(증가)	-64	-77	-39	35	-11
매출채권및기타채권의감소(증가)	-2	-51	-35	31	-10
재고자산의감소(증가)	-55	-55	-34	30	-10
매입채무및기타채무의증가(감소)	-18	17	22	-20	6
기타	12	12	7	-7	2
법인세납부	-52	-16	-38	-26	-27
투자활동현금흐름	-93	-63	-41	-37	-38
금융자산의감소(증가)	0	-10	-1	1	-0
유형자산의감소(증가)	-48	-44	-35	-33	-33
무형자산의감소(증가)	-4	-8	-4	-4	-4
기타	-42	-0	-0	-1	-1
재무활동현금흐름	84	-20	3	-25	-24
단기금융부채의증가(감소)	0	0	14	-13	-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	120	100	52
기초현금	123	129	111	231	331
기말현금	129	111	231	331	383
FCF	-31	23	173	124	82

자료 : 종근당, SK증권 추정

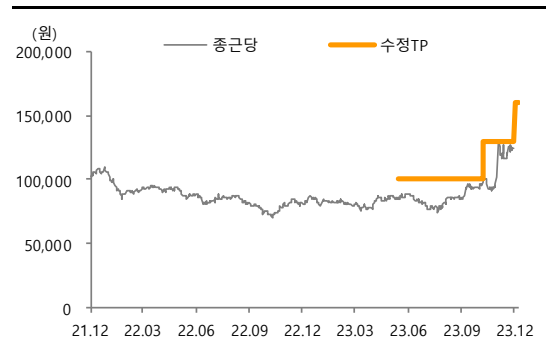
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,334	1,472	1,657	1,490	1,543
매출원가	842	937	985	950	982
매출총이익	492	535	672	540	561
매출총이익률(%)	36.9	36.4	40.5	36.2	36.3
판매비와 관리비	398	428	415	423	439
영업이익	94	107	257	117	122
영업이익률(%)	7.1	7.3	15.5	7.9	7.9
비영업손익	-2	-4	-1	-1	-1
순금융손익	-2	-3	-3	-2	-2
외환관련손익	-0	-1	0	0	0
관계기업등 투자손익	-1	-0	0	-1	-1
세전계속사업이익	92	103	256	116	121
세전계속사업이익률(%)	6.9	7.0	15.5	7.8	7.8
계속사업법인세	38	18	38	26	27
계속사업이익	39	83	218	91	94
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	39	83	218	91	94
순이익률(%)	3.0	5.6	13.1	6.1	6.1
지배주주	39	83	218	91	94
지배주주귀속 순이익률(%)	3.0	5.6	13.1	6.1	6.1
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	36	87	218	91	94
지배주주	36	87	218	91	94
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	119	138	286	147	153

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	2.6	10.4	12.5	-10.1	3.6
영업이익	-25.7	13.8	139.7	-54.5	4.3
세전계속사업이익	-24.8	11.6	148.8	-54.5	3.9
EBITDA	-19.3	15.9	107.2	-48.6	4.0
EPS	-55.6	110.4	162.4	-58.3	3.9
수익성 (%)					
ROA	4.1	7.8	17.9	6.7	6.7
ROE	7.1	14.1	30.2	10.5	10.0
EBITDA마진	8.9	9.4	17.3	9.9	9.9
안정성 (%)					
유동비율	213.2	193.4	230.3	263.5	286.1
부채비율	81.7	77.5	62.4	52.6	47.9
순차입금/자기자본	5.6	10.4	-5.2	-17.1	-22.1
EBITDA/이자비용(배)	39.1	25.2	70.7	36.2	39.9
배당성향	28.5	14.0	5.6	13.3	12.8
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,136	6,599	17,315	7,225	7,506
BPS	46,322	51,926	68,318	74,579	81,120
CFPS	5,131	9,060	19,640	9,612	9,962
주당 현금배당금	909	954	1,000	1,000	1,000
Valuation지표 (배)					
PER	33.8	12.4	7.0	16.8	16.2
PBR	2.3	1.6	1.8	1.6	1.5
PCR	20.7	9.1	6.2	12.6	12.2
EV/EBITDA	10.9	7.6	5.3	9.6	8.8
배당수익률	0.9	1.2	0.8	0.8	0.8

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2023.12.05	매수	160,000원	6개월		
2023.10.12	매수	130,000원	6개월	-14.77%	-0.38%
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 12월 05일 기준)

매수	93.89%	중립	6.11%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------