

종근당 (185750/KS)

무엇을 상상하던 그 이상이 될 2024 년

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 160,000 원(유지)

현재주가: 107,200 원

상승여력: 49.3%



Analyst
이동건

dglee@sk.com.kr
3773-9909

Company Data

발행주식수	1,317 만주
시가총액	1,347 십억원
주요주주	
종근당홀딩스(외5)	38.86%
국민연금공단	8.36%

Stock Data

주가(24/01/17)	107,200 원
KOSPI	2,435.90 pt
52주 최고가	133,000 원
52주 최저가	70,621 원
60일 평균 거래대금	29 십억원

주가 및 상대수익률



4Q23 Pre: 주요 품목 판매 호조, CKD-510 계약금 반영으로 호실적

4Q23 별도 매출액 및 영업이익을 각각 5,052 억원(+29.9% YoY, 이하 YoY 생략), 1,251 억원(+733.2%, OPM 24.8%)으로 추정한다. 기존 당사 추정치에는 부합, 시장 컨센서스 대비로는 영업이익은 30% 이상 상회한 실적이 예상된다. 큰 폭의 실적 성장의 배경에는 지난 11 월 노바티스와 체결한 HDAC inhibitor 'CKD-510'에 대한 글로벌 판권 기술이전에 따른 계약금 8 천만달러(약 1천억원)가 4Q23 실적에 반영됐기 때문이다.

1) 기존 주요 품목들의 매출 성장세는 견조할 전망이다. 프롤리아는 전년동기대비 20% 이상의 성장을 기록한 것으로 파악되며 딜라트렌, 아토젯 등도 두 자릿수 매출 성장을 기록 중이다. 한편 2023 년 말을 기점으로 공동판매계약이 종료된 케이캡은 기 보유 재고 판매가 4Q23 모두 이뤄진 것으로 파악됨에 따라 전년동기대비 10% 이상 매출 성장을 기록한 것으로 판단된다. 2) 한편 판매관리비는 1,159 억원(-5.2%, +24.7% QoQ)을 기록한 것으로 추정하는데, 이는 연구개발비가 전분기대비 소폭 증가한 것에 기인한다. 다만 연간 연구개발비는 1,400 억원 수준이 예상되며 이는 2022 년 대비 20% 이상 감소한 수치다.

2024 년 케이캡 매출 공백은 지텍 출시 및 외부 도입 통해 상쇄 가능

2024 년 별도 매출액 및 영업이익은 각각 1조 4,953 억원(-9.6%), 1,287 억원(-48.8%, OPM 8.6%)으로 추정한다. 4Q23 CKD-510 계약금 약 1 천억원 반영에 따른 역기저 및 케이캡 공동판매계약 종료로 매출액과 영업이익 모두 역성장이 불가피하나 우려할 내용은 아니라고 판단한다. 특히 케이캡 계약 종료에 따른 실적 공백은 연초 출시 예정인 자체개발 신약 '지텍' 출시 효과 및 외부 품목 도입을 통해 상쇄될 전망이다. 수익성 회복의 핵심이 될 지텍은 2022 년 국내 품목허가를 획득했으나 약가 협상 지연으로 출시가 지연됐다. 하지만 최근 정부가 발표한 '신약의 혁신가치 반영 및 보건안보를 위한 약가 제도개선 방안'에 따르면 천연물신약인 지텍이 약가 보상안에 포함될 가능성이 높아졌다. 지텍의 경쟁 약물인 스티렌과 제네릭 합산 시장은 약 1,300 억원 규모로 연초 출시 이후 판매 성과에 따라 높은 수익성과 함께 유의미한 실적 개선에 기여가 가능할 전망이다.

예상보다 더 클 영업가치와 추가 기술이전 가능성까지. Top picks 유지

2024 년에는 우려 대비 긍정적인 실적과 후속 파이프라인들에서의 기술이전 모멘텀까지 기대되는 만큼 영업가치와 파이프라인가치의 추가 상향 가능성에 주목할 필요가 있다. 최근 상향했던 목표주가 16 만원과 제약사 Top picks 의견을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	1,301	1,334	1,472	1,653	1,495	1,548
영업이익	십억원	127	94	107	252	129	142
순이익(지배주주)	십억원	89	39	83	214	100	110
EPS	원	7,056	3,136	6,599	17,008	7,954	8,719
PER	배	27.9	32.3	11.9	7.7	13.5	12.3
PBR	배	4.4	2.2	1.5	1.9	1.4	1.3
EV/EBITDA	배	16.4	10.9	7.6	5.4	8.9	7.7
ROE	%	17.4	7.1	14.1	29.7	11.6	11.5

종근당 4Q23 실적 추정

(십억원, %)	4Q23E	4Q22	YoY	3Q23	QoQ	Consen	vs. Consen	Pre	vs. Pre
매출액	505.2	388.9	29.9	396.2	27.5	476.9	5.9	508.4	(0.6)
영업이익	125.1	15.0	733.2	53.1	135.7	95.4	31.1	130.3	(4.0)
세전이익	124.7	13.6	818.1	52.6	137.2	89.4	39.5	129.9	(4.0)
당기순이익	93.5	12.1	675.0	43.5	115.0	72.2	29.6	97.4	(4.0)
영업이익률	24.8	3.9		13.4		20.0		25.6	
순이익률	18.5	3.1		11.0		15.1		19.2	

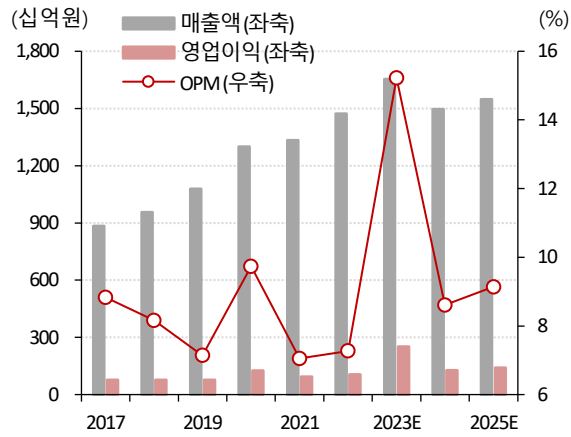
자료: 종근당, Quantwise, SK 증권 추정 / 주: 별도 기준

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	505.2	1,472.3	1,653.4	1,495.3	1,547.7
YoY	8.8	11.6	11.6	9.5	6.5	7.4	4.1	29.9	10.4	12.3	(9.6)	3.5
자누비아/자누메트	32.9	34.9	37.2	33.6	29.5	32.5	26.9	23.5	138.6	112.3	95.5	85.9
케이캡	28.2	30.1	31.3	32.5	28.3	30.1	33.1	35.8	122.1	127.2	0.0	0.0
아토젯	17.8	19.7	21.3	21.3	19.8	22.4	23.2	23.4	80.2	88.8	89.7	88.8
글리아티린	17.9	20.0	22.0	22.2	20.8	22.3	22.3	22.9	82.1	88.2	90.9	92.7
프롤리아주	21.6	26.3	23.8	23.8	26.7	28.7	29.0	29.1	95.7	113.5	130.5	139.7
이모튼	11.1	11.6	12.0	13.2	12.5	12.4	12.4	12.6	47.9	49.8	51.3	52.1
리피로우	4.9	5.1	6.7	8.2	6.8	7.5	7.2	7.8	24.9	29.4	35.3	38.8
타크로벨	9.9	10.3	11.4	12.1	11.0	11.8	11.8	12.7	43.7	47.3	49.6	51.1
딜라트렌	11.3	13.8	14.4	13.3	13.7	14.7	22.3	15.0	52.8	65.7	69.0	71.1
텔미누보	9.3	10.0	10.4	11.0	10.2	10.3	10.3	10.7	40.7	41.5	42.3	42.3
사이폴	7.0	5.5	8.3	9.5	6.4	7.6	8.3	7.6	30.3	29.9	30.8	31.1
큐미시아	4.9	5.1	7.5	8.6	6.5	7.6	7.9	9.0	26.1	31.0	34.1	36.5
기타	152.4	160.8	162.6	170.0	161.5	176.6	177.6	265.3	677.0	816.5	785.9	814.2
매출총이익	123.2	135.1	139.7	137.3	133.1	141.7	146.0	241.0	535.2	661.8	555.7	584.6
YoY	9.1	3.1	8.7	14.8	8.0	4.9	4.5	75.6	8.8	23.6	(16.0)	5.2
GPM	36.4	37.0	36.7	35.3	37.0	36.2	36.9	47.7	36.4	40.0	37.2	37.8
영업이익	24.3	28.1	39.7	15.0	30.1	43.4	53.1	125.1	107.1	251.6	128.7	141.6
YoY	8.6	(16.5)	7.1	1,420.3	23.6	54.4	33.8	733.2	13.8	134.9	(48.8)	10.0
OPM	7.2	7.7	10.4	3.9	8.3	11.1	13.4	24.8	7.3	15.2	8.6	9.1
세전이익	23.6	26.0	37.7	13.6	30.3	43.3	52.6	124.7	101.0	250.8	128.2	140.5
YoY	27.0	(24.0)	56.3	3,747.9	28.4	66.1	39.4	818.1	30.5	148.5	(48.9)	9.6
당기순이익	17.2	24.5	29.2	12.1	34.9	41.8	43.5	93.5	82.9	213.8	100.0	109.6
YoY	27.2	(4.1)	2,193.2	흑전	103.0	70.9	49.0	675.0	110.4	157.7	(53.2)	9.6
NPM	5.1	6.7	7.7	3.1	9.7	10.7	11.0	18.5	5.6	12.9	6.7	7.1

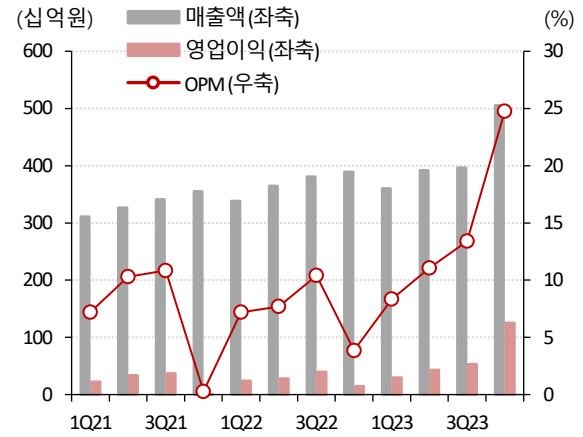
자료: 종근당, SK 증권 추정 / 주: 별도 기준

종근당 연간 실적 추이 및 전망



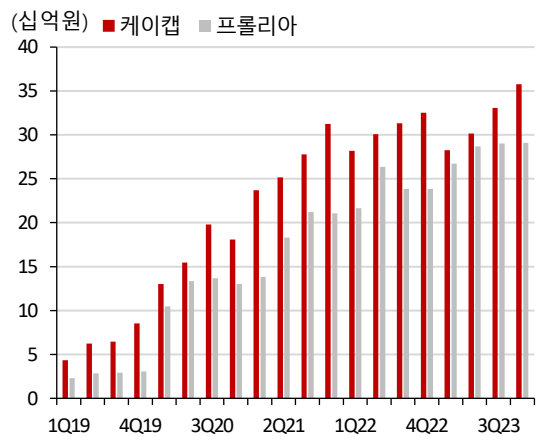
자료: 종근당, SK 증권 추정 / 주: 별도 기준

종근당 분기 실적 추이 및 전망



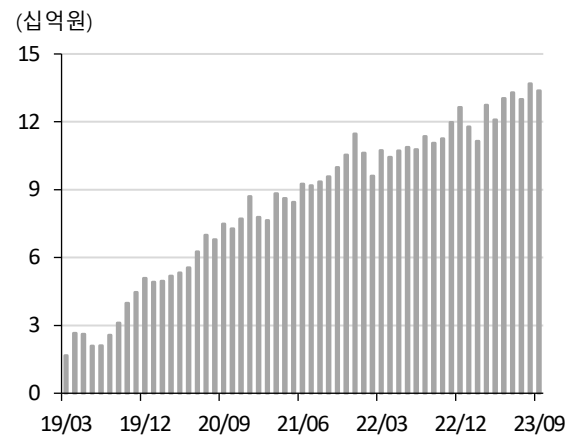
자료: 종근당, SK 증권 추정 / 주: 별도 기준

종근당 케이캡, 프롤리아 매출액 추이 및 전망



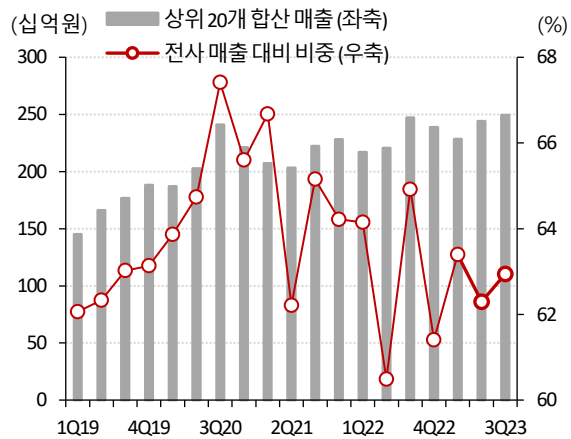
자료: 종근당, SK 증권 추정

케이캡 국내 처방 실적 추이



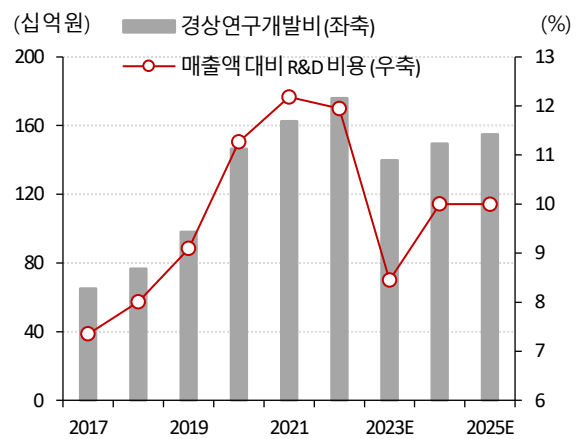
자료: UBIST, SK 증권

종근당 매출액 상위 20개 품목 추이



자료: 종근당, SK 증권 추정 / 주: 별도 기준

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					비고
				전임상	1 상	2 상	3 상	허가/출시	
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 1 상 진행 중
	CKD-508	CETP inhibitor	이상지질혈증		UK				영국 1 상 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						2023 년 1 월 국내 출시
	CKD-702	EGFR/c-MET 이중항체	고형암		KR				Part 1,2 진행 종료(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 탐재 서방 주사제
	CKD-846	-	전립선비대증						
	CKD-396	-	당뇨						
	CKD-379	-	당뇨						
	CKD-351	-	녹내장						

자료: 종근당, SK 증권 정리

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	654	697	923	965	1,054
현금및현금성자산	129	111	228	334	401
매출채권 및 기타채권	226	278	312	282	292
재고자산	222	268	301	272	282
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	1,334	1,383	1,477
유동부채	307	360	402	364	361
단기금융부채	91	113	127	114	103
매입채무 및 기타채무	158	176	198	178	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	820	908	1,005
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	574	662	760
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	560	618	820	908	1,005
부채와자본총계	1,017	1,097	1,334	1,383	1,477

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	17	67	205	164	130
당기순이익(손실)	39	83	214	100	110
비현금성항목등	93	77	69	61	64
유형자산감가상각비	23	28	26	27	28
무형자산상각비	2	3	3	3	3
기타	68	46	40	31	33
운전자본감소(증가)	-64	-77	-38	33	-11
매출채권및기타채권의감소(증가)	-2	-51	-34	30	-10
재고자산의감소(증가)	-55	-55	-33	29	-10
매입채무및기타채무의증가(감소)	-18	17	22	-20	6
기타	12	12	7	-6	2
법인세납부	-52	-16	-37	-28	-31
투자활동현금흐름	-93	-63	-40	-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	2	-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	117	106	67
기초현금	123	129	111	228	334
기말현금	129	111	228	334	401
FCF	-31	23	170	130	97

자료 : 종근당, SK증권 추정

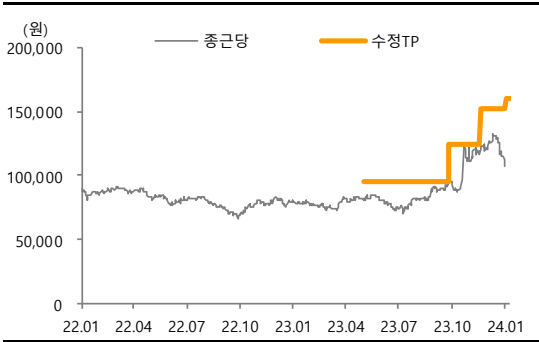
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,334	1,472	1,653	1,495	1,548
매출원가	842	937	992	940	963
매출총이익	492	535	662	556	585
매출총이익률(%)	36.9	36.4	40.0	37.2	37.8
판매비와 관리비	398	428	410	427	443
영업이익	94	107	252	129	142
영업이익률(%)	7.1	7.3	15.2	8.6	9.1
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	251	128	140
세전계속사업이익률(%)	6.9	7.0	15.2	8.6	9.1
계속사업법인세	38	18	37	28	31
계속사업이익	39	83	214	100	110
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	39	83	214	100	110
순이익률(%)	3.0	5.6	12.9	6.7	7.1
지배주주	39	83	214	100	110
지배주주귀속 순이익률(%)	3.0	5.6	12.9	6.7	7.1
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	36	87	214	100	110
지배주주	36	87	214	100	110
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	119	138	281	159	172

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	26	104	123	-9.6	3.5
영업이익	-25.7	13.8	134.9	-48.8	10.0
세전계속사업이익	-24.8	11.6	143.8	-48.9	9.6
EBITDA	-19.3	15.9	103.5	-43.5	8.6
EPS	-55.6	110.4	157.7	-53.2	9.6
수익성 (%)					
ROA	4.1	7.8	17.6	7.4	7.7
ROE	7.1	14.1	29.7	11.6	11.5
EBITDA마진	8.9	9.4	17.0	10.6	11.1
안정성 (%)					
유동비율	213.2	193.4	229.6	265.0	292.0
부채비율	81.7	77.5	62.6	52.3	46.9
순차입금/자기자본	5.6	10.4	-4.9	-17.3	-23.5
EBITDA/이자비용(배)	39.1	25.2	69.5	39.2	45.0
배당성향	28.5	14.0	5.7	12.1	11.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,136	6,599	17,008	7,954	8,719
BPS	46,322	51,926	68,011	75,001	82,756
CFPS	5,131	9,060	19,332	10,341	11,175
주당 현금배당금	909	954	1,000	1,000	1,000
Valuation지표 (배)					
PER	32.3	11.9	7.7	13.5	12.3
PBR	2.2	1.5	1.9	1.4	1.3
PCR	19.7	8.6	6.8	10.4	9.6
EV/EBITDA	10.9	7.6	5.4	8.9	7.7
배당수익률	0.9	1.2	0.8	0.8	0.8

일시	투자의견	목표주가	목표가격	과리율	
			대상시점	평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.01.18	매수	160,000원	6개월		
2023.12.05	매수	152,695원	6개월	-20.09%	-12.90%
2023.10.12	매수	124,064원	6개월	-14.55%	-0.38%
2023.05.19	매수	95,434원	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 기관투자자 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 (2024년 01월 18일 기준)

매수	95.35%	중립	4.65%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------