

종근당 (185750/KS)

보수적으로 봐도 이정도로 좋다

SK증권 리서치센터

매수(유지)

목표주가: 180,000 원(상향)

현재주가: 111,300 원

상승여력: 61.7%

**Analyst**
이동건dglee@sk.com.kr
3773-9909

Company Data

발행주식수	1,317 만주
시가총액	1,466 십억원
주요주주	
종근당홀딩스(외5)	38.86%
국민연금공단	8.36%

Stock Data

주가(24/02/06)	111,300 원
KOSPI	2,576.20 pt
52주 최고가	133,000 원
52주 최저가	70,621 원
60일 평균 거래대금	17 십억원

주가 및 상대수익률



4Q23 Review: CKD-510 계약금, 주요 품목 매출 호조로 호실적

4Q23 별도 매출액 및 영업이익은 각각 5,015 억원(+29.0% YoY, 이하 YoY 생략), 1,143 억원(+660.9%, OPM 22.8%)을 시현했다. 최근 상향됐던 시장 컨센서스에 부합한 호실적을 기록했다. 4Q23 호실적은 1) 11월 기술이전한 CKD-510(HDAC6 inhibitor) 계약금 반영(약 1 천억원), 2) 케이캡 공동판매계약 종료 앞둔 보유 재고 매출 반영, 3) 프롤리아, 아토젯 등 주요 품목들의 견조한 매출 성장 등에 기인한다.

2024년 실적은 일회성 요인 제거 시 2023년 대비 성장 가능성 충분

2024년 별도 매출액 및 영업이익을 각각 1조 5,556 억원(-5.7%), 1,283 억원(-46.7%, OPM 8.2%)으로 추정한다. 2023년 CKD-510 기술이전에 따른 일회성 계약금 반영이 역기저로 작용함에 따라 매출과 영업이익 모두 감소가 불가피하겠으나, 일회성 요인 제거 시 2023년 매출액은 약 1.54 조원, 영업이익 1,340 억원 수준으로 추정되는 만큼 매출액은 오히려 성장, 영업이익은 소폭 감소에 불과할 전망이다.

이는 케이캡 공동판매계약 종료에 따른 매출 미반영 및 연구개발비 증가(약 200 억원)에도 견조한 실적이 기대된다는 점에서 의미가 매우 크다. 특히 케이캡의 경우 매출액 약 1,400 억원, 영업이익 약 200 억원대 중반 수준 감소 효과가 예상되나 1) 자체 개발 신약 '지텍' 출시 효과(4월 출시 예정), 2) 기존 주요 품목들의 매출 성장 지속, 3) 신제품 매출 확대를 바탕으로 감소분은 대부분 상쇄가 가능할 전망이다. 한편 이는 최근 언론보도를 통해 언급되고 있는 국내외 제약사들의 품목 판권 확보 시 기대되는 실적 개선 효과를 미반영한 수치로 현재 일부 품목들의 경우 1천억원 안팎의 매출도 기대되는 품목들이라는 점에서 향후 반영 시 실적 추정치는 큰 폭으로 상향 조정될 여지도 충분하다.

목표주가 18만원으로 상향. 추가 실적 상향 및 기술이전 가능성도 주목

최근 주가는 기술이전 성과에도 2024년 케이캡 매출 미반영에 따른 실적 감소 우려로 고점대비 약 16% 하락했다. 하지만 2024년 실적은 4Q23 실적에 반영된 CKD-510 기술이전 계약금 제거 시 2023년 대비 성장 가능성은 충분하다고 판단되며, 추가 품목 판권 확보 성과에 따라 성장의 폭은 더욱 확대될 가능성도 존재하는 만큼 우려할 내용은 결코 아니다. 이전 자료들에서 언급한 바와 같이 케이캡 매출 공백을 상쇄하지 못한다고 가정하더라도 업사이드는 충분한 가운데 오히려 상쇄, 또는 그 이상의 성장 가능성까지 감안 시 18만원의 목표주가는 오히려 보수적이라고 판단한다. 실적에 더해질 CKD-510 가치 및 추가 기술이전에도 주목할 필요가 있다. 업종 내 Top pick 의견 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	십억원	1,301	1,334	1,472	1,650	1,556	1,671
영업이익	십억원	127	94	107	241	128	148
순이익(지배주주)	십억원	89	39	83	209	99	114
EPS	원	7,056	3,136	6,599	16,619	7,517	8,623
PER	배	27.9	32.3	11.9	7.9	14.8	12.9
PBR	배	4.4	2.2	1.5	1.9	1.6	1.4
EV/EBITDA	배	16.4	10.9	7.6	5.6	9.0	7.6
ROE	%	17.4	7.1	14.1	29.1	11.5	11.9

증권당 4Q23 실적 요약

(십억원, %)	4Q23P	4Q22	YoY	3Q23	QoQ	Consen	vs. Consen	SKS	vs. SKS
매출액	501.5	388.9	29.0	396.2	26.6	489.0	2.6	505.2	(0.8)
영업이익	114.3	15.0	660.9	53.1	115.3	105.1	8.7	125.1	(8.7)
세전이익	110.6	13.6	714.5	52.6	110.5	87.7	26.2	124.7	(11.3)
당기순이익	88.6	12.1	634.5	43.5	103.7	83.5	6.2	93.5	(5.2)
영업이익률	22.8	3.9		13.4		21.5		24.8	
순이익률	17.7	3.1		11.0		17.1		18.5	

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

증권당 실적 추이 및 전망

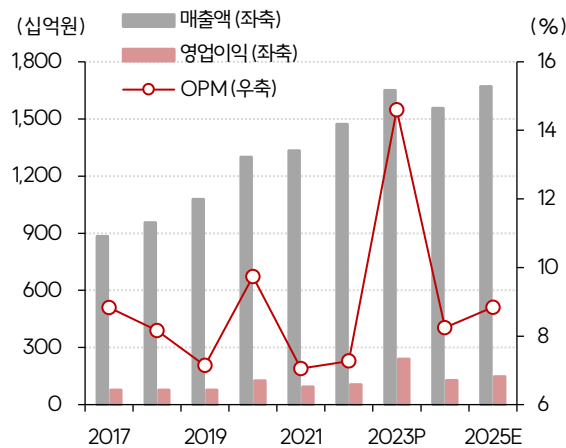
(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	2022	2023P	2024E	2025E
매출액	338.0	364.8	380.7	388.9	360.1	391.8	396.2	501.5	1,472.3	1,649.6	1,555.6	1,670.5
YoY	8.8	11.6	11.6	9.5	6.5	7.4	4.1	29.0	10.4	12.0	(5.7)	7.4
자누비아/자누메트	32.9	34.9	37.2	33.6	29.5	32.5	28.5	22.6	138.6	113.0	96.1	86.4
케이캡	28.2	30.1	31.3	32.5	28.3	30.1	32.7	46.5	122.1	137.5	0.0	0.0
아토젯	17.8	19.7	21.3	21.3	19.8	22.4	22.7	24.3	80.2	89.2	95.4	100.2
글리아티린	17.9	20.0	22.0	22.2	20.8	22.3	23.7	20.6	82.1	87.3	89.9	91.7
프롤리아주	21.6	26.3	23.8	23.8	26.7	28.7	30.5	30.0	95.7	115.9	139.0	157.1
이모튼	11.1	11.6	12.0	13.2	12.5	12.4	11.8	11.6	47.9	48.3	55.6	59.5
리피로우	4.9	5.1	6.7	8.2	6.8	7.1	7.2	8.7	24.9	29.8	35.8	39.4
타크로벨	9.9	10.3	11.4	12.1	11.0	11.8	11.9	11.5	43.7	46.3	48.6	50.1
딜라트렌	11.3	13.8	14.4	13.3	13.7	14.7	17.7	13.9	52.8	60.0	64.2	67.4
텔미누보	9.3	10.0	10.4	11.0	10.2	10.3	10.3	10.4	40.7	41.2	42.0	42.0
사이폴	7.0	5.5	8.3	9.5	6.4	7.6	8.5	8.2	30.3	30.7	31.6	31.9
큐미시아	4.9	5.1	7.5	8.6	6.5	8.0	7.4	8.5	26.1	30.4	34.4	37.8
기타	152.4	160.8	162.6	170.0	161.5	176.6	179.3	255.8	677.0	808.0	828.7	899.6
매출총이익	123.2	135.1	139.7	137.3	133.1	141.7	146.0	230.8	535.2	651.6	572.6	618.0
YoY	9.1	3.1	8.7	14.8	8.0	4.9	4.5	68.1	8.8	21.7	(12.1)	7.9
GPM	36.4	37.0	36.7	35.3	37.0	36.2	36.9	46.0	36.4	39.5	36.8	37.0
영업이익	24.3	28.1	39.7	15.0	30.1	43.4	53.1	114.3	107.1	240.8	128.3	147.7
YoY	8.6	(16.5)	7.1	1,420.3	23.6	54.4	33.8	660.9	13.8	124.8	(46.7)	15.1
OPM	7.2	7.7	10.4	3.9	8.3	11.1	13.4	22.8	7.3	14.6	8.2	8.8
세전이익	23.6	26.0	37.7	13.6	30.3	43.3	52.6	110.6	101.0	236.8	127.0	145.6
YoY	27.0	(24.0)	56.3	3,747.9	28.4	66.1	39.4	714.5	30.5	134.5	(46.4)	14.7
당기순이익	17.2	24.5	29.2	12.1	34.9	41.8	43.5	88.6	82.9	208.9	99.0	113.6
YoY	27.2	(4.1)	2,193.2	흑전	103.0	70.9	49.0	634.5	110.4	151.8	(52.6)	14.7
NPM	5.1	6.7	7.7	3.1	9.7	10.7	11.0	17.7	5.6	12.7	6.4	6.8

자료: 증권당, SK 증권 추정 / 주: 별도 기준, CKD-510 기술이전 계약금은 기타 매출에 포함

종근당 목표주가 산출		
(십억원, 배, 천주, 원, %)		비고
1. 영업가치 (A*B)	2,194.5	
A. 종근당 2024E EBITDA	159.5	별도 기준
B. Target EV/EBITDA	13.8	국내 주요 제약사 2024E 평균 EV/EBITDA 적용
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	(131.0)	2024년 말 기준
4. 보통주주식수	13,174	
5. 적정주가 산출	180,000	
6. 현재 주가	111,300	2024년 2월 6일 종가
7. 상승여력	61.7%	

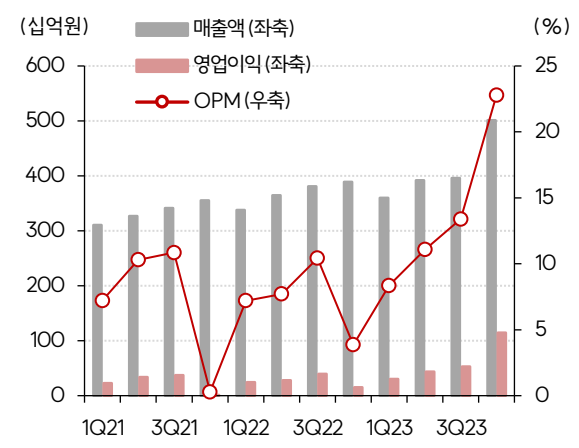
자료: SK 증권 추정

종근당 연간 실적 추이 및 전망



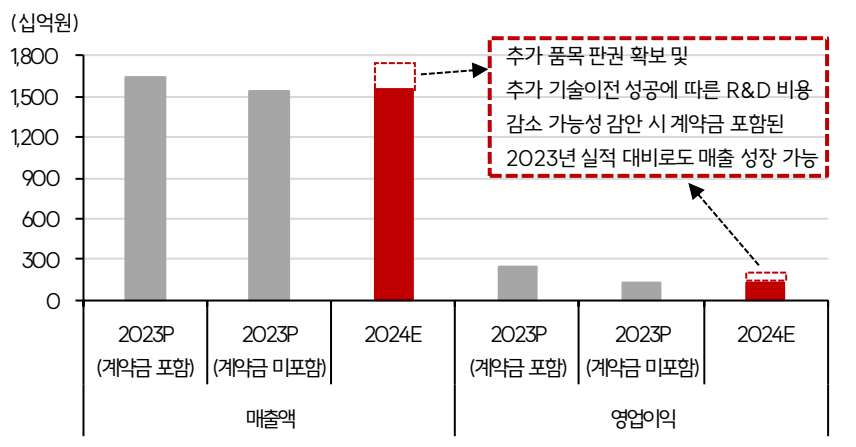
자료: 종근당, SK 증권 추정 / 주: 별도 기준

종근당 분기 실적 추이 및 전망



자료: 종근당, SK 증권 추정 / 주: 별도 기준

2023년 실적 대비 2024년 실적 전망



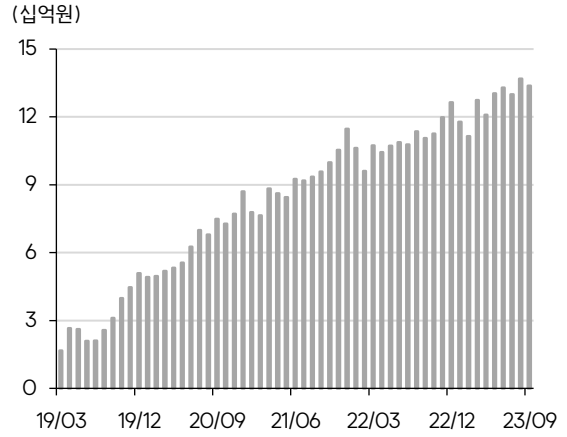
자료: 종근당, SK 증권 추정 / 주: CKD-510 계약금 1,061억원 반영 기준

종근당 케이캡, 프롤리아 매출액 추이 및 전망



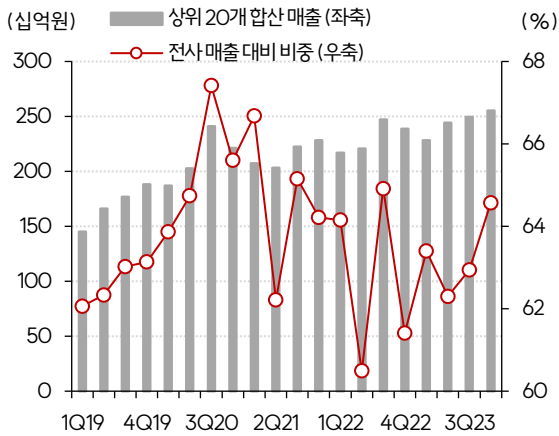
자료: 종근당, SK 증권 추정

케이캡 국내 처방 실적 추이



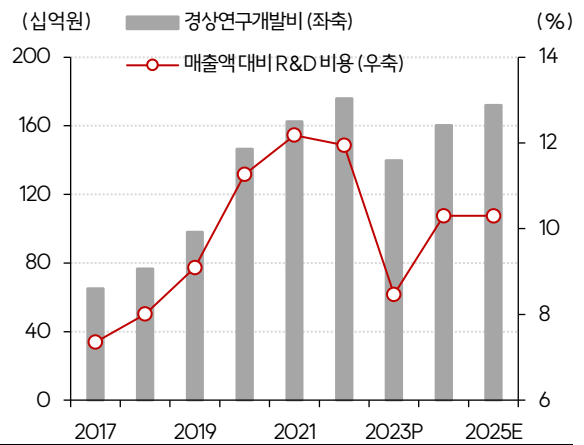
자료: UBIST, SK 증권

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

중근당 R&D 파이프라인

구분	과제명	MoA	적응증	임상 단계					비고
				전임상	1상	2상	3상	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 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 12 진행 중(한국)
	CKD-971	INF-alpha kinoid	루푸스						Neovacs 에서 License-in
개량 신약	지텍	-	위염					KR	2024년 4월 출시 예정
	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	-	북내장						

자료: 중근당, SK 증권 정리

재무상태표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	654	697	919	965	1,067
현금및현금성자산	129	111	225	309	366
매출채권 및 기타채권	226	278	311	293	315
재고자산	222	268	300	283	304
비유동자산	363	400	409	415	420
장기금융자산	31	43	43	43	43
유형자산	279	299	306	311	315
무형자산	21	27	28	29	30
자산총계	1,017	1,097	1,328	1,380	1,488
유동부채	307	360	401	367	373
단기금융부채	91	113	127	114	103
매입채무 및 기타채무	158	176	198	179	193
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	151	119	112	111	112
장기금융부채	125	101	101	101	101
장기매입채무 및 기타채무	8	8	8	8	8
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	457	479	513	478	485
지배주주지분	560	618	815	902	1,003
자본금	29	30	30	31	31
자본잉여금	266	265	265	263	263
기타자본구성요소	-24	-42	-42	-42	-42
자기주식	-22	-35	-35	-35	-35
이익잉여금	296	372	569	656	757
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	560	618	815	902	1,003
부채외자본총계	1,017	1,097	1,328	1,380	1,488

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동현금흐름	17	67	202	144	121
당기순이익(손실)	39	83	209	99	114
비현금성항목등	93	77	61	62	66
유형자산감가상각비	23	28	28	28	29
무형자산상각비	2	3	3	3	3
기타	68	46	30	31	34
운전자본감소(증가)	-64	-77	-37	13	-25
매출채권및기타채권의감소(증가)	-2	-51	-33	18	-22
재고자산의감소(증가)	-55	-55	-32	17	-21
매입채무및기타채무의증가(감소)	-18	17	21	-18	13
기타	12	12	7	-4	5
법인세납부	-52	-16	-28	-28	-32
투자활동현금흐름	-93	-63	-40	-37	-38
금융자산의감소(증가)	0	-10	-1	1	-1
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	-13
기타	-3	-5	0	0	0
현금의 증가(감소)	6	-18	114	84	56
기초현금	123	129	111	225	309
기말현금	129	111	225	309	366
FCF	-31	23	167	111	89

자료 : 종근당, SK증권 추정

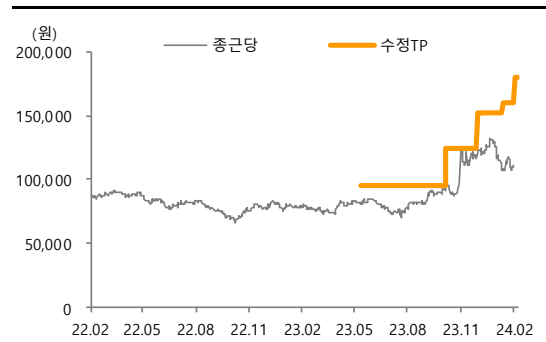
포괄손익계산서

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,334	1,472	1,650	1,556	1,671
매출원가	842	937	998	983	1,053
매출총이익	492	535	652	573	618
매출총이익률(%)	36.9	36.4	39.5	36.8	37.0
판매비와 관리비	398	428	411	444	470
영업이익	94	107	241	128	148
영업이익률(%)	7.1	7.3	14.6	8.2	8.8
비영업손익	-2	-4	-4	-1	-2
순금융손익	-2	-3	-3	-2	-2
외환관련손익	-0	-1	0	0	0
관계기업등 투자손익	-1	-0	0	-1	-1
세전계속사업이익	92	103	237	127	146
세전계속사업이익률(%)	6.9	7.0	14.4	8.2	8.7
계속사업법인세	38	18	28	28	32
계속사업이익	39	83	209	99	114
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	39	83	209	99	114
순이익률(%)	3.0	5.6	12.7	6.4	6.8
지배주주	39	83	209	99	114
지배주주귀속 순이익률(%)	3.0	5.6	12.7	6.4	6.8
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	36	87	209	99	114
지배주주	36	87	209	99	114
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	119	138	271	160	180

주요투자지표

12월 결산(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
성장성 (%)					
매출액	2.6	10.4	12.0	-5.7	7.4
영업이익	-25.7	13.8	124.8	-46.7	15.1
세전계속사업이익	-24.8	11.6	130.1	-46.4	14.7
EBITDA	-19.3	15.9	96.6	-41.2	12.6
EPS	-55.6	110.4	151.8	-54.8	14.7
수익성 (%)					
ROA	4.1	7.8	17.2	7.3	7.9
ROE	7.1	14.1	29.1	11.5	11.9
EBITDA마진	8.9	9.4	16.5	10.3	10.8
안정성 (%)					
유동비율	213.2	193.4	229.0	262.9	286.3
부채비율	81.7	77.5	62.9	53.0	48.3
순차입금/자기자본	5.6	10.4	-4.6	-14.8	-20.1
EBITDA/이자비용(배)	39.1	25.2	67.2	39.4	47.0
배당성향	28.5	14.0	5.8	12.9	11.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	3,136	6,599	16,619	7,517	8,623
BPS	46,322	51,926	67,621	71,108	78,765
CFPS	5,131	9,060	19,052	9,885	11,047
주당 현금배당금	909	954	1,000	1,000	1,000
Valuation지표 (배)					
PER	32.3	11.9	7.9	14.8	12.9
PBR	2.2	1.5	1.9	1.6	1.4
PCR	19.7	8.6	6.9	11.3	10.1
EV/EBITDA	10.9	7.6	5.6	9.0	7.6
배당수익률	0.9	1.2	0.8	0.8	0.8

일시	투자의견	목표주가	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가대비	최고(최저) 추가대비
2024.02.07	매수	180,000원	6개월		
2024.01.18	매수	160,000원	6개월	-30.19%	-26.44%
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 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 (2024년 02월 07일 기준)

매수	94.83%	중립	5.17%	매도	0.00%
----	--------	----	-------	----	-------