



Outperform(Downgrade)

목표주가: 100,000원

주가(7/7): 85,900원

시가총액: 11,857억 원

제약바이오 Analyst 허혜민
hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (7/7)		3,059.47pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	121,128 원	71,200원
등락률	-29.1%	20.6%
수익률	절대	상대
1M	0.5%	-7.7%
6M	-6.5%	-23.0%
1Y	-9.8%	-15.8%

Company Data

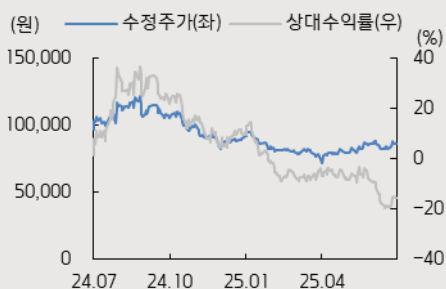
발행주식수	13,803 천주
일평균 거래량(3M)	25천주
외국인 지분율	14.8%
배당수익률(2025E)	1.3%
BPS(2025E)	67,873원
주요 주주	종근당홀딩스 외 5 인
	39.3%

투자지표

(십억 원)	2023	2024	2025F	2026F
매출액	1,649.6	1,559.3	1,679.2	1,735.3
영업이익	240.8	88.1	68.1	73.9
EBITDA	275.8	127.4	112.7	110.3
세전이익	236.7	95.9	82.2	87.4
순이익	208.9	107.7	67.4	69.0
지배주주지분순이익	208.9	107.7	67.4	69.0
EPS(원)	15,131	7,803	4,881	4,999
증감률(% YoY)	151.8	-48.4	-37.5	2.4
PER(배)	8.3	11.4	17.6	17.2
PBR(배)	2.14	1.39	1.27	1.20
EV/EBITDA(배)	5.4	8.3	9.1	8.7
영업이익률(%)	14.6	5.6	4.1	4.3
ROE(%)	29.3	12.7	7.4	7.2
순차입금비율(%)	-18.9	-12.6	-17.0	-22.3

자료: 키움증권

Price Trend



종근당 (185750)

R&D 투자의 시기



2분기 실적은 노바티스에 기술 이전한 CKD-510의 2상 IND 마일스톤(약 69억 원) 유입으로 높아진 원가 부담을 일부 상쇄할 것으로 예상됨에 따라 기대치에 부합할 것으로 전망됩니다. 올해는 R&D 투자 확대 시기로 CKD-703(cMET ADC) 1상 진입하는 등 연구개발비 증가가 예상됩니다. 초기 단계 신약 파이프라인에 대한 시장의 기대는 낮으나, 향후 노바티스형 적응증 공개 및 ADC 신약 등의 임상 결과에 따라 기업가치 재평가될 것으로 전망됩니다.

>>> 마일스톤 유입으로 실적 기대치 부합 예상

2분기 별도 매출액은 4,254억 원(YoY +11%, QoQ +7%), 영업이익 213억 원(YoY -25%, QoQ +66%, OPM +5%)로 시장 컨센서스 매출액 4,207억 원과 영업이익 225억 원에 대체로 부합할 것으로 전망된다.

글리아티린의 환수추정액이 매분기 지속 반영되고 있으며, 케이캡 계약 종료에 따른 **도입 상품(펙스루루, 고텍스 등)의 매출 비중 증가로 원가율이 높게 유지(68~69%)**되고 있다. 도입상품과 자체 제품의 매출 비중은 약 50% 대 50%로 추정되고 있다.

노바티스에 '23년 기술이전한 CKD-510(HDAC6 저해제)의 적응증은 아직 공개되지 않은 상태이나, 지난 2분기 임상 2상 IND 신청하면서 **노바티스로부터 마일스톤 500만불(약 69억 원) 2분기에 수령**하였다. 마일스톤 유입으로 원가율 증가를 일부 상쇄할 것으로 전망한다.

>>> 지금은 R&D 투자 시기

위염 천연물 신약 지텍과 같은 신제품 출시 지연과 R&D 투자 확대 영향으로 **올해 수익성 개선을 기대하기 어렵다**는 점이 아쉽다. 올해는 R&D 투자의 시기로 판단된다. 시나팍스로부터 도입한 **CKD-703(cMET ADC)가 하반기 1상에 진입**할 것으로 예상되어, R&D 비용의 증가가 예상된다 ('25년 경상연구개발비 1,595억 원 YoY +11%, 매출액 대비 9.5%).

전통제약사로 잘 알려진 동사에 대한 시장의 R&D 기대감이 낮고, ADC 신약 후보물질은 초기단계(early stage)로 이에 대한 신약 가치는 목표주가에 포함하지 않았다. 다만, 빅파마향 다수의 기술 이전을 성사시킨 **리가켄바이오의 시가총액은 약 4.4조 원**이며 전임상 단계의 플랫폼 기술을 보유한 **인투셀의 시가총액은 약 6,200억 원**이라는 점을 감안하면, 동사의 CKD-703 및 노바티스에 기술 이전한 CKD-510의 적응증 공개와 긍정적인 임상 데이터를 발표한다면 그 결과에 따라 기업가치 재평가 될 것으로 기대한다.

>>> 투자의견 Outperform 하향, 목표주가 10만 원 유지

실적 세부 내역 1

(단위, 십억원)

구 분	1Q25	2Q25E	컨센서스	차이	2025E	컨센서스	차이
매출액	399.1	425.4	420.7	1%	1,679.2	1,698.6	-1%
yoy	13%	11%	-16%		8%	9%	
영업이익	12.8	21.3	22.5	-5%	68.1	80.7	-16%
yoy	-52%	-25%	-80%		-23%	-8%	
OPM	3%	5%	5%		4%	5%	
순이익	14	19.3	18.8	3%	67.4	67.4	0%

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

실적 세부 내역 2

(단위, 십억원)

	24.1Q	24.2Q	24.3Q	24.4Q	2024	25.1Q	25.2QE	25.3QE	25.4QE	2025E
프롤리아	33.3	32.7	35.6	35.0	136.7	45.0	34.6	34.4	22.7	136.7
아토젯	22.9	27.8	26.3	25.7	102.7	26.6	27.6	27.9	25.7	107.8
글리아티린	22.3	25.4	23.4	21.9	92.9	21.0	24.5	24.3	23.1	92.9
자누비아*	19.5	23.4	19.9	18.0	80.8	18.2	22.1	20.5	19.3	80.0
펙수클루		6.5	18.8	18.8	44.2	18.9	18.8	22.2	20.4	80.4
고텍스	6.9	11.1	14.1	18.5	50.6	17.1	19.5	22.9	25.4	84.9
기 타	248.4	258.2	270.4	274.5	1,051.5	252.3	278.2	280	285.9	1,096.4
매출액	353.4	385.0	408.5	412.4	1,559.3	399.1	425.4	432.2	422.4	1,679.2
YOY	-2%	-2%	3%	-18%	-6%	13%	11%	6%	2%	8%
영업이익	26.8	28.4	25.2	7.8	88.1	12.8	21.3	25.7	8.3	68.1
YOY	-11%	-35%	-53%	-93%	-63%	-52%	-25%	2%	7%	-23%
OPM	8%	7%	6%	2%	6%	3%	5%	6%	2%	4%

주: *자누비아는 자누메트 포함

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치산정	비 고
영업가치	9,597	3Q25~2Q26 순이익. 상위 및 중소 제약사 평균 fw12m PER.
비영업가치		
CKD-510	1,801	샤리코마리투스 적응증으로 산정
순차입금	-933	
유통주식수	12,549	
기업가치	12,332	
목표주가	100,000	

상위/중소 제약사: 대웅제약, 동아에스티, 보령, 동국제약, 대원제약. (녹십자의 경우, 알리글로 해외 진출에 따른 밸류에이션 이상치 발생으로 제외)

자료: 키움증권 리서치센터

'24.11월 노바티스 R&D Day 장표

... and over the last 2 years, we have signed more than 30 strategic deals to enhance our pipeline across therapeutic areas and technology platforms



Select C&BD transactions are shown in the phase of the most advanced indication for multiple asset deals. 1. Novartis has signed an exclusive global license agreement with Monte Rosa Therapeutics. This transaction is subject to customary closing conditions, including regulatory clearance. 2. Novartis has signed an exclusive worldwide license and collaboration agreement with Ratio Therapeutics Inc. This transaction is subject to customary closing conditions, including regulatory clearance. 3. Novartis has signed research collaboration and license agreement with Schrödinger. This transaction is subject to customary closing conditions, including regulatory clearance.

NOVARTIS | Reimagining Medicine

Meet Novartis Management | November 2024

28

자료: Novartis, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,649.6	1,559.3	1,679.2	1,735.3	1,793.7
매출원가	998.0	1,044.6	1,154.3	1,192.9	1,233.1
매출총이익	651.6	514.7	524.9	542.4	560.6
판관비	410.8	426.6	456.8	468.5	482.7
영업이익	240.8	88.1	68.1	73.9	77.9
EBITDA	275.8	127.4	112.7	110.3	107.6
영업외손익	-4.1	7.8	14.1	13.5	14.8
이자수익	6.5	12.6	7.4	8.8	10.1
이자비용	7.8	7.3	7.3	7.3	7.3
외환관련이익	4.2	7.4	3.4	3.4	3.4
외환관련손실	6.8	4.2	3.5	3.5	3.5
종속 및 관계기업손익	0.2	4.9	4.9	4.9	4.9
기타	-0.4	-5.6	9.2	7.2	7.2
법인세차감전이익	236.7	95.9	82.2	87.4	92.6
법인세비용	27.8	-11.8	14.8	18.3	19.5
계속사업순손익	208.9	107.7	67.4	69.0	73.2
당기순이익	208.9	107.7	67.4	69.0	73.2
지배주주순이익	208.9	107.7	67.4	69.0	73.2
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	12.0	-5.5	7.7	3.3	3.4
영업이익 증감율	124.8	-63.4	-22.7	8.5	5.4
EBITDA 증감율	99.8	-53.8	-11.5	-2.1	-2.4
지배주주순이익 증감율	151.9	-48.4	-37.4	2.4	6.1
EPS 증감율	151.8	-48.4	-37.5	2.4	6.0
매출총이익율(%)	39.5	33.0	31.3	31.3	31.3
영업이익율(%)	14.6	5.6	4.1	4.3	4.3
EBITDA Margin(%)	16.7	8.2	6.7	6.4	6.0
지배주주순이익율(%)	12.7	6.9	4.0	4.0	4.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	309.0	54.5	64.1	77.1	75.0
당기순이익	208.9	107.7	67.4	69.0	73.2
비현금항목의 가감	86.4	50.3	53.7	47.7	40.9
유형자산감가상각비	31.7	34.5	37.7	30.1	24.1
무형자산감가상각비	3.3	4.8	6.9	6.2	5.7
지분법평가손익	-0.8	-5.7	-5.7	-5.7	-5.7
기타	52.2	16.7	14.8	17.1	16.8
영업활동자산부채증감	27.5	-74.5	-42.5	-23.0	-22.7
매출채권및기타채권의감소	-33.3	11.3	-22.9	-10.7	-11.1
재고자산의감소	-4.1	-113.8	-26.9	-12.6	-13.1
매입채무및기타채무의증가	43.3	17.5	6.4	-0.3	1.1
기타	21.6	10.5	0.9	0.6	0.4
기타현금흐름	-13.8	-29.0	-14.5	-16.6	-16.4
투자활동 현금흐름	-170.9	3.3	34.6	16.6	7.6
유형자산의 취득	-40.8	-38.2	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.5	0.2	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-27.5	-27.5	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	3.1	-1.9	-0.7	-0.7	-0.7
단기금융자산의감소(증가)	-107.0	71.7	36.3	18.4	9.3
기타	0.8	-1.0	-1.0	-1.1	-1.0
재무활동 현금흐름	-34.9	-59.2	-17.1	-17.1	-17.1
차입금의 증가(감소)	-14.0	-26.6	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-6.0	-16.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-11.6	-13.3	-13.8	-13.8	-13.8
기타	-3.3	-3.3	-3.3	-3.3	-3.3
기타현금흐름	-1.1	3.0	3.3	3.3	3.3
현금 및 현금성자산의 순증가	102.2	1.6	85.0	80.0	68.8
기초현금 및 현금성자산	111.2	213.4	215.0	299.9	379.9
기말현금 및 현금성자산	213.4	215.0	299.9	379.9	448.7

자료 : 키움증권

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	931.2	939.0	1,036.5	1,120.8	1,204.0
현금 및 현금성자산	213.4	215.0	299.9	379.9	448.7
단기금융자산	145.4	73.7	37.4	18.9	9.6
매출채권 및 기타채권	310.6	297.7	320.6	331.3	342.4
재고자산	257.7	349.6	376.4	389.0	402.1
기타유동자산	4.1	3.0	2.2	1.7	1.2
비유동자산	445.6	491.4	452.4	421.7	397.5
투자자산	41.1	48.0	53.6	59.2	64.8
유형자산	303.0	305.7	267.9	237.8	213.7
무형자산	52.4	75.5	68.7	62.4	56.8
기타비유동자산	49.1	62.2	62.2	62.3	62.2
자산총계	1,376.8	1,430.4	1,488.9	1,542.4	1,601.5
유동부채	494.0	358.2	364.6	364.3	365.4
매입채무 및 기타채무	249.8	255.5	261.9	261.6	262.7
단기금융부채	171.2	64.5	64.5	64.5	64.5
기타유동부채	73.0	38.2	38.2	38.2	38.2
비유동부채	75.1	187.5	187.5	187.5	187.5
장기금융부채	35.2	113.1	113.1	113.1	113.1
기타비유동부채	39.9	74.4	74.4	74.4	74.4
부채총계	569.1	545.7	552.1	551.8	552.9
지배자본	807.7	884.7	936.8	990.6	1,048.6
자본금	31.4	32.9	32.9	32.9	32.9
자본잉여금	263.5	262.0	262.0	262.0	262.0
기타자본	-48.1	-64.2	-64.2	-64.2	-64.2
기타포괄손익누계액	-8.1	-8.2	-9.6	-11.0	-12.4
이익잉여금	569.0	662.1	715.7	770.9	830.2
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	807.7	884.7	936.8	990.6	1,048.6

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12 월 결산	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	15,131	7,803	4,880.7	4,999.5	5,302
BPS	58,516	64,094	67,873	71,770	75,970
CFPS	21,394	11,448	8,773	8,457	8,265
DPS	1,100	1,100	1,100	1,100	1,100
주가배수(배)					
PER	8.3	11.4	17.6	17.2	16.2
PER(최고)	8.6	16.0	19.8		
PER(최저)	4.4	10.5	14.5		
PBR	2.14	1.39	1.27	1.20	1.13
PBR(최고)	2.23	1.95	1.42		
PBR(최저)	1.14	1.28	1.04		
PSR	1.05	0.79	0.71	0.68	0.66
PCFR	5.8	7.8	9.8	10.2	10.4
EV/EBITDA	5.4	8.3	9.1	8.7	8.4
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	6.4	12.8	20.5	20.0	18.9
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.8	1.2	1.3	1.3	1.3
ROA	16.9	7.7	4.6	4.6	4.7
ROE	29.3	12.7	7.4	7.2	7.2
ROIC	32.9	10.7	7.5	7.9	8.5
매출채권회전율	5.6	5.1	5.4	5.3	5.3
재고자산회전율	6.3	5.1	4.6	4.5	4.5
부채비율	70.5	61.7	58.9	55.7	52.7
순차입금비용	-18.9	-12.6	-17.0	-22.3	-26.8
이자보상배율	31.0	12.0	9.3	10.1	10.6
총차입금	206.4	177.5	177.5	177.5	177.5
순차입금	-152.4	-111.2	-159.7	-221.3	-280.7
EBITDA	275.8	127.4	112.7	110.3	107.6
FCF	199.2	-27.7	57.9	71.7	68.6

Compliance Notice

- 당사는 7월 7일 현재 '증권당(185750)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

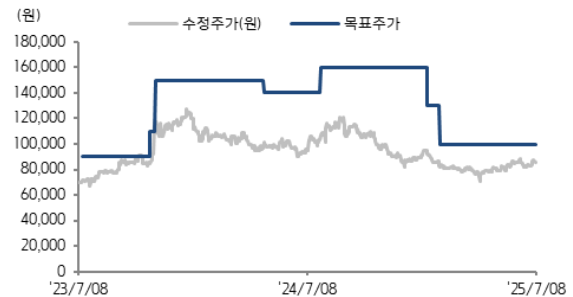
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
증권당	2023-07-14	Outperform (Downgrade)	90,000원	6개월	-10.60	1.50
(185750)	2023-10-30	Outperform (Maintain)	110,000원	6개월	-15.99	6.08
	2023-11-07	Outperform (Maintain)	150,000원	6개월	-24.46	-15.30
	2024-02-06	Buy(Upgrade)	150,000원	6개월	-27.80	-15.30
	2024-04-29	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-29.59	-24.53
	2024-07-29	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-30.28	-24.30
	2024-10-16	Buy(Maintain)	160,000원	6개월	-36.46	-24.30
	2025-01-15	Buy(Maintain)	130,000원	6개월	-32.57	-29.15
	2025-02-04	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-18.75	-12.00
	2025-07-08	Outperform (Downgrade)	100,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)



투자의견 및 적용기준

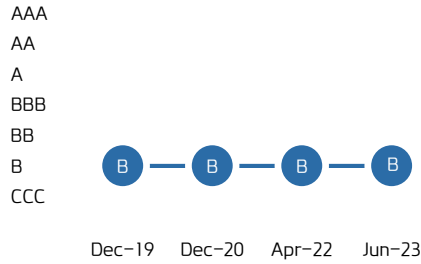
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10 ~ +20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10 ~ -10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10 ~ -20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10 ~ -10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2024/07/01~2025/06/30)

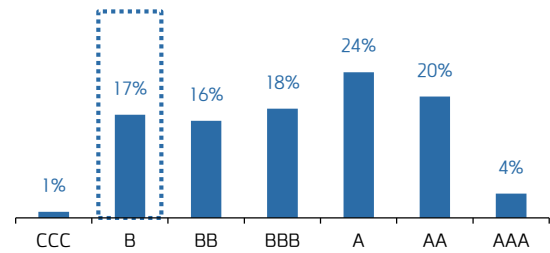
매수	중립	매도
96.48%	3.52%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치센터

MSCI 동종 업체 등급 분포

자료: MSCI, 키움증권 리서치센터
Universe: MSCI ACWI Index 제약사 76개

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
주요 이슈 가중평균	3.1	4.3		
환경	2.9	4.5	9.0%	
유독 물질 배출과 폐기물	2.9	4.5	9.0%	
사회	2.9	4	58.0%	▼1.3
제품 안전과 품질	2.9	3.8	27.0%	▼3.0
인력 자원 개발	2.8	4	18.0%	
의료 서비스	2.9	4	13.0%	▲0.5
지배구조	3.5	4.8	33.0%	▲0.6
기업 지배구조	3.9	6.2		▼0.1
기업 활동	5.6	4.5		▲1.8

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치센터

ESG 최근 이슈

일자	내용
	There are no recent new controversies or updates to ongoing controversies for this company.

자료: 키움증권 리서치센터

MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 피어 주요 5개사 (제약)	유독 물질 배출과 폐기물	의료 서비스	인력 자원 개발	제품 안전과 품질	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세			
동아쏘시오홀딩스	● ●	● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ●	● ● ●	AA	▲			
HK이노엔	●	● ●	● ●	● ●	● ● ●	● ●	BBB				
종근당	●	●	● ●	●	●	● ● ●	B	◀▶			
대웅제약	●	● ● ●	● ●	●	●	●	CCC	◀▶			
대웅	● ●	● ●	●	● ●	●	● ●	CCC	▼			
동국제약	●	● ● ●	●	●	●	● ●	CCC	▼			

4분위 등급 : 최저 4분위 ● 최고 4분위 ● ● ● ●
 등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼
 자료: MSCI, 키움증권 리서치센터