

종근당 (185750)

4Q24Pre: 상품 비중 증가로 수익성 악화

4Q24Pre: 상품 비중 증가로 낮아진 수익성

별도 기준 매출액 4,115억원(-17.9%YoY, 이하 YoY 생략), 영업이익 103억원(-91.0%, OPM 2.5%)로 컨센서스(매출액 4,085억원, 영업이익 225억원)을 크게 하회할 전망. CKD-510 기술 이전에 따른 계약금(8천만 달러)이 4Q23 반영되며 높았던 기저 영향 및 케이캡 판매 종료로 인한 역성장은 불가피. 매출액 공백을 해소하기 위해 고덱스(셀트리온제약), 펙수클루(대웅제약) 등의 도입과 글리아티린(뇌영양제)의 임상 재평가에 따른 충당금이 반영되며 상품 비중이 증가하며 이익을 낮아질 전망.

25년 연간 실적은 매출액 1조 6,605억원(+6.6%), 영업이익 973억원(+7.4%, OPM 5.9%)로 예상. 도입 품목(고덱스, 펙수클루 등) 매출이 온기에 반영되며 실적 성장을 이끌 것으로 보이며, 26년부터 MSD로부터 도입한 자누비아를 자체 생산 전환으로 수익성 개선 기대.

저평가 벗어나기 위해 필요한 CKD-510

동사는 23년 CKD-510(HDAC6 inhibitor)를 Novartis에 약 13억 달러에 L/O에 성공했으나 24년 CKD-510에 대한 Novartis의 개발 계획, 임상 진입 등의 발표가 없으면서 동사 주가는 하락. 임상 2상 진입이 늦어지고는 있으나 계약금 규모 등을 고려할 때 기술 반환 가능성은 크지 않은 것으로 보이며, 1H25에는 임상 2상 시작 또는 개발 적응증 공개 예상. CKD-510 개발 시작 이후 동사 저평가도 벗어날 것으로 기대.

그 외에도 Synaffix로부터 도입한 CKD-703(c-MET ADC)의 연내 임상 1상 시작, CKD-702(EGFR x c-MET bsAb)의 임상 1상도 종료 예정.

매수 의견 및 목표주가 14.2만원 유지



하현수 제약/바이오
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 **142,000원 (M)**

직전 목표주가 **141,380원**

현재주가 (1/14) **94,500원**

상승여력 **50%**

시가총액	12,450억원
총발행주식수	13,802,780주
60일 평균 거래대금	28억원
60일 평균 거래량	29,412주
52주 고/저	121,128원 / 82,153원
외인지분율	14.78%
배당수익률	0.80%
주요주주	종근당홀딩스 외 5인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	7.6	(13.4)	(13.9)
상대	7.5	(9.0)	(13.0)
절대 (달러환산)	5.4	(19.7)	(22.7)

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q24E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	412	-17.9	0.7	409	0.7
영업이익	10	-91.0	-59.2	22	-54.2
세전계속사업이익	12	-89.0	-52.7	21	-41.8
지배순이익	12	-86.5	-44.3	19	-36.6
영업이익률 (%)	2.5	-20.3 %pt	-3.7 %pt	5.5	-3.0 %pt
지배순이익률 (%)	2.9	-14.8 %pt	-2.4 %pt	4.6	-1.7 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	1,472	1,650	1,558	1,661
영업이익	107	241	91	97
지배순이익	83	209	112	110
PER	13.1	5.5	11.0	11.8
PBR	1.7	1.4	1.3	1.3
EV/EBITDA	8.3	3.6	7.0	6.5
ROE	14.1	29.3	13.2	11.8

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

종근당 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E
매출액	351.5	385.0	408.5	411.5	392.5	413.3	426.7	428.0	1649.6	1558.4	1660.5
YoY	(1.9%)	(1.7%)	3.1%	(17.9%)	11.1%	7.3%	4.5%	4.0%	12.0%	(5.5%)	6.6%
자누비아/자누메트	19.5	23.4	19.9	18.5	17.6	18.7	18.5	17.2	113.0	81.3	73.3
케이캡	0	0	0	0	0	0	0	0	137.5	0	0
고텍스	6.9	11.1	14.1	14.9	15.3	14.9	15.1	15.5	0	46.9	60.8
팩수클루	0	6.5	18.8	21.9	21.4	22.1	24.3	27.8	0	47.2	95.6
프롤리아	33.3	32.7	35.6	35.7	34.7	34.0	36.7	36.8	115.9	137.4	142.1
글리아티린	22.3	25.4	23.4	21.0	23.0	25.6	23.6	21.2	87.3	92.0	93.4
아토젯	22.9	27.8	26.3	29.2	24.8	30.3	28.6	31.8	89.2	106.2	115.5
딜라트렌	18.9	18.1	16.0	14.0	17.1	18.6	16.5	14.5	60.0	67.0	66.6
이모트	13.2	12.9	12.7	11.9	13.2	13.4	13.3	12.3	48.3	50.7	52.2
타크로벨	11.8	14.3	10.4	11.8	12.1	14.7	10.7	12.1	46.3	48.2	49.7
큐시미아	7.2	10.5	7.9	8.4	6.7	9.8	7.4	7.8	30.4	34.1	31.7
기타	186.2	190.7	212.2	213.1	195.5	198.3	220.7	219.5	774.5	802.2	834.1
기술료	0	0	0	0	0	0	0	0	106.1	0	0
매출 총이익	127.2	131.6	126.7	125.5	122.5	128.5	133.6	134.0	651.6	511.0	518.5
판매 관리비	100.4	103.3	101.5	115.2	102.1	103.3	104.1	111.7	410.8	420.4	421.2
영업 이익	26.8	28.4	25.2	10.3	20.4	25.2	29.4	22.3	240.8	90.6	97.3
YoY	(11.0%)	(34.6%)	(52.5%)	(91.0%)	(23.7%)	(11.1%)	16.7%	116.3%	124.8%	(62.4%)	7.4%
OPM	7.6%	7.4%	6.2%	2.5%	5.2%	6.1%	6.9%	5.2%	14.6%	5.8%	5.9%

자료: 유안타증권 리서치센터

종근당 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원)

	수정 전			수정 후			수정 전 대비		
	4Q24E	24E	25E	4Q24E	24E	25E	4Q24E	24E	25E
매출액	411.5	1558.4	1655.4	411.5	1558.4	1660.5	0%	0%	+0.3%
영업이익	18.9	99.3	118.1	10.3	90.6	97.3	-45.5%	-8.8%	-17.6%
OPM	4.6%	6.4%	7.1%	2.5%	5.8%	5.9%	-2.1%pt	-0.8%pt	-1.2%pt

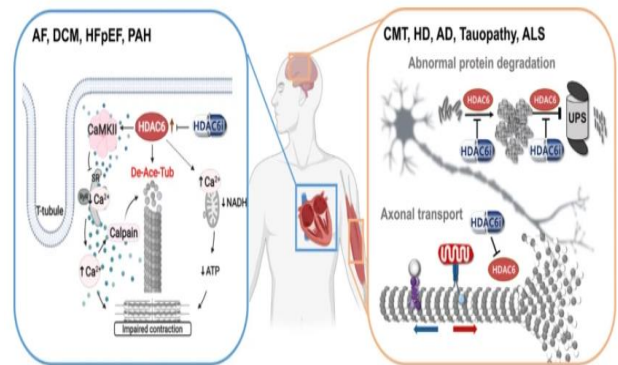
자료: 유안타증권 리서치센터

노바티스 Investor day 발표 자료



자료: Novartis, 유안타증권 리서치센터

CKD-510 개발 가능 적응증



자료: Nature, 유안타증권 리서치센터

종근당 (185750) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,472	1,650	1,558	1,661	1,694
매출원가	937	998	1,047	1,142	1,165
매출총이익	535	652	511	519	529
판매비	428	411	420	421	431
영업이익	107	241	91	97	98
EBITDA	138	276	129	132	127
영업외손익	-6	-4	14	10	14
외환관련손익	-1	-3	3	0	0
이자손익	-3	-1	6	9	13
관계기업관련손익	0	0	6	0	0
기타	-1	0	0	1	1
법인세비용차감전순이익	101	237	105	107	112
법인세비용	18	28	-7	-3	-3
계속사업순이익	83	209	112	110	116
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	83	209	112	110	116
지배지분순이익	83	209	112	110	116
포괄순이익	87	208	113	111	116
지배지분포괄이익	87	208	113	111	116

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	64	309	226	315	324
당기순이익	83	209	112	110	116
감가상각비	28	32	34	30	24
외환손익	0	0	-2	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	0	-6	0	0
자산부채의 증감	-77	27	91	139	143
기타현금흐름	29	41	-3	36	40
투자활동 현금흐름	-65	-171	-16	-4	-2
투자자산	-3	32	7	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-45	-41	-26	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-18	-163	3	-4	-2
재무활동 현금흐름	-16	-35	-27	-12	-13
단기차입금	20	2	-1	0	0
사채 및 장기차입금	-21	-10	-2	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-11	-12	-13	-13	-13
기타현금흐름	-3	-16	-12	0	0
연결범위변동 등 기타	0	-1	-55	-177	-183
현금의 증감	-18	102	128	121	125
기초 현금	129	111	213	341	462
기말 현금	111	213	341	462	587
NOPLAT	107	241	97	100	101
FCF	19	268	200	315	324

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

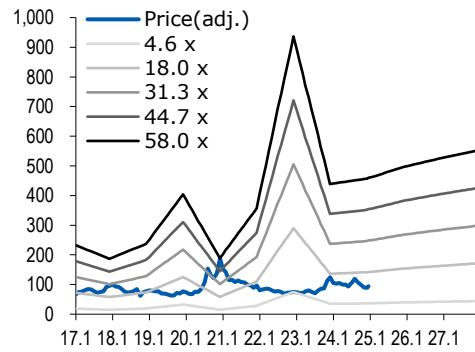
재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	697	931	934	1,079	1,217
현금및현금성자산	111	213	341	462	587
매출채권 및 기타채권	278	311	255	265	271
재고자산	268	258	211	220	225
비유동자산	400	446	456	421	392
유형자산	299	303	295	265	241
관계기업 등 자본관련 자산	1	0	0	0	0
기타투자자산	43	41	42	42	42
자산총계	1,097	1,377	1,390	1,500	1,609
유동부채	360	494	356	366	373
매입채무 및 기타채무	199	250	205	213	218
단기차입금	88	88	88	88	88
유동성장기부채	24	80	0	0	0
비유동부채	119	75	146	148	148
장기차입금	0	10	110	110	110
사채	100	20	0	0	0
부채총계	479	569	502	514	521
지배지분	618	808	888	986	1,089
자본금	30	31	33	33	33
자본잉여금	265	263	262	262	262
이익잉여금	372	569	669	766	869
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	618	808	888	986	1,089
순차입금	64	-153	-260	-386	-514
총차입금	214	206	204	204	204

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	6,009	15,131	8,100	7,981	8,368
BPS	46,309	60,795	67,294	74,718	82,500
EBITDAPS	10,001	19,985	9,377	9,588	9,237
SPS	106,670	119,515	112,907	120,304	122,716
DPS	869	1,002	1,002	1,002	1,002
PER	13.1	5.5	11.0	11.8	11.3
PBR	1.7	1.4	1.3	1.3	1.1
EV/EBITDA	8.3	3.6	7.0	6.5	5.7
PSR	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	10.4	12.0	-5.5	6.6	2.0
영업이익 증가율 (%)	13.8	124.8	-62.4	7.4	1.1
지배순이익 증가율 (%)	110.4	151.8	-46.5	-1.5	4.9
매출총이익률 (%)	36.4	39.5	32.8	31.2	31.2
영업이익률 (%)	7.3	14.6	5.8	5.9	5.8
지배순이익률 (%)	5.6	12.7	7.2	6.6	6.8
EBITDA 마진 (%)	9.4	16.7	8.3	8.0	7.5
ROIC	14.9	34.5	15.5	18.1	19.1
ROA	7.8	16.9	8.1	7.6	7.4
ROE	14.1	29.3	13.2	11.8	11.1
부채비율 (%)	77.5	70.5	56.5	52.1	47.8
순차입금/자기자본 (%)	10.4	-18.9	-29.3	-39.2	-47.2
영업이익/금융비용 (배)	19.5	31.0	12.5	13.2	13.3

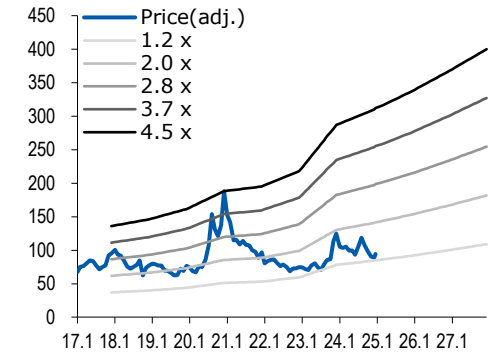
P/E band chart

(천원)



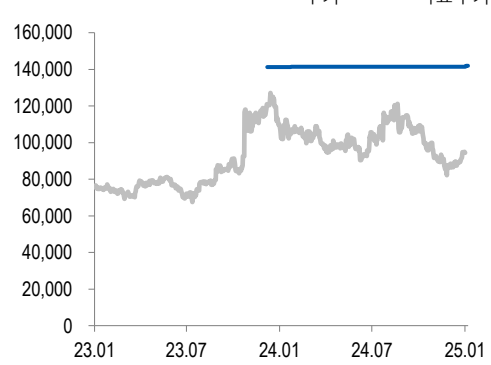
P/B band chart

(천원)



종근당 (185750) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-01-15	BUY	142,000	1년		
2024-02-06	BUY	141,380	1년	-28.55	-14.32
2023-12-21	BUY	141,307	1년	-20.91	-10.09

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	88.9
Hold(중립)	11.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-01-14

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : **하현수**)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.