

# 종근당 (185750)

## 성장 동력이 필요한 시기

### 2Q25Pre: 높은 원가율 지속

별도 기준 매출액 4,118억원(+7.0%YoY, 이하 YoY 생략), 영업 이익 210억원(-26.0%, OPM 5.1%)로 컨센서스(매출액 4,207억원, 영업이익 225억원)을 소폭 하회할 전망. 고덱스(간질환 치료제), 펙수클루(GERD 치료제) 등 신규 도입 품목들로 인해 원가율은 68.4%로 높아질 것으로 추정. 다만, 23년 노바티스로 기술 이전한 CKD-510(HDAC6 inhibitor)의 임상 IND 신청에 따른 마일스톤으로 500만 달러를 수령함으로써 영업 이익율 하락을 일부 상쇄할 전망.

23년 기준 자누비아(당뇨 치료제), 케이캡(GERD 치료제)과 프롤리아주(골다공증 치료제)는 동사 매출 상위 3개 품목으로 전체 매출의 22%를 차지. 그러나 23년 자누비아 특허 만료, 24년 케이캡 공동 판매 계약이 종료되면서 동사의 수익성 하락의 주요 원인이 되었으며 25년 4월부터 프롤리아 시밀러 출시로 인해 프롤리아 약가도 20% 인하. 프롤리아 약가는 1년 가산 이후 추가적으로 12.5% 인하 예정으로 수익성 개선은 당분간 어려울 것으로 판단.

### CKD-510 임상 2상 시작

5월 동사는 CKD-510 관련 마일스톤 수령을 공시하며 23년 말 기술 이전 이후 1년 이상 개발 진행이 확인되지 않음으로 인한 기술 반환 등에 대한 우려는 해소. 이번 임상은 미국 등에서 진행될 예정으로 향후 Clinical trials를 통해 세부 임상 내용을 확인할 수 있을 예정. 특히 임상 정보를 통해 CKD-510 개발 적응증도 알 수 있을 것으로 기대하며, CKD-510 파이프라인 가치가 본격적으로 동사 가치에 반영되기 시작할 것으로 예상.

### 투자 의견 Buy, 목표주가 11만원으로 하향

매수 의견을 유지하나 목표 주가는 기존 14.2만원에서 11만원으로 약 22.5% 하향. 목표주가 하향은 동사 원가율 상승으로 인한 수익성 하락 영향. 향후 주가는 실적보다는 CKD-510, CKD-703(cMET ADC) 등 R&D 모멘텀이 중요할 것으로 예상.



하현수 제약/바이오  
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

**BUY (M)**

목표주가 **110,000원 (D)**

직전 목표주가 **142,000원**

현재주가 (7/9) **84,400원**

상승여력 **30%**

시가총액	11,650억원
총발행주식수	13,802,780주
60일 평균 거래대금	20억원
60일 평균 거래량	24,382주
52주 고/저	121,128원 / 71,200원
외인지분율	14.69%
배당수익률	1.18%
주요주주	종근당홀딩스 외 5인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(1.7)	18.5	(12.6)
상대	(10.5)	(13.2)	(20.0)
절대 (달러환산)	(3.1)	27.9	(12.2)

#### Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	2Q25E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	412	7.0	3.2	423	-2.6
영업이익	21	-26.0	63.6	22	-4.1
세전계속사업이익	25	-29.9	57.3		
지배순이익	21	-60.6	49.6	19	10.1
영업이익률 (%)	5.1	-2.3 %pt	+1.9 %pt	5.2	-0.1 %pt
지배순이익률 (%)	5.1	-8.7 %pt	+1.6 %pt	4.5	+0.6 %pt

자료: 유안타증권

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	1,650	1,559	1,667	1,677
영업이익	241	88	77	71
지배순이익	209	108	78	75
PER	5.5	13.1	14.9	15.6
PBR	1.4	1.5	1.2	1.1
EV/EBITDA	3.6	10.2	8.5	8.9
ROE	29.3	12.7	8.5	7.7

자료: 유안타증권

금융투자분석사의 확인 및 중요 공시는 Appendix 참조

종근당 목표주가 산정

(단위: 십억원, 천주, 원)

부문	기업 가치	비고
1. 영업 가치	1,309	12MF EBITDA 1,191억원 EV/EBITDA Multiple 12x 적용
2. CKD-510 가치	0	개발 적응증 미확인
3. 순차입금	(162)	25말 예상
4. 총 기업가치	1,471	1+2-3
5. 총 주식수	13,803	
6. 주당 가치	106,571	5/6
7. 목표주가	110,000	

자료: 유안타증권 리서치센터

종근당 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025E	2026E
매출액	399.1	411.8	425.8	430.2	394.8	409.9	433.1	439.4	1559.3	1666.9	1677.2
YoY	12.9%	7.0%	4.2%	4.3%	(1.1%)	(0.5%)	1.7%	2.1%	(5.5%)	7.3%	0.2%
자누비아/자누메트	18.2	18.0	17.9	17.5	16.2	16.0	16.1	16.2	80.8	71.5	64.5
케이캡	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
고텍스	17.1	17.1	17.2	18.9	17.6	17.6	17.7	19.5	50.6	70.3	72.4
펙수클루	18.9	20.1	21.1	22.9	20.1	21.3	22.4	24.3	44.2	83.0	88.0
프롤리아	45.0	30.7	32.1	31.2	29.2	27.0	28.2	27.4	136.7	139.0	111.9
글리아티린	21.0	22.6	22.4	21.7	20.6	22.1	22.0	21.2	92.9	87.6	85.9
아토젯	26.6	28.1	28.1	28.5	27.4	29.0	29.2	29.6	102.7	111.3	115.2
딜라트렌	12.0	17.9	16.8	15.1	14.7	17.5	17.3	16.5	67.0	61.8	66.0
이모튼	12.9	13.9	13.8	13.7	13.6	14.8	14.6	14.5	51.5	54.2	57.5
타크로벨	11.3	14.6	10.6	11.9	11.4	14.7	10.7	12.1	48.2	48.4	48.9
큐시미아	6.5	9.3	7.0	6.7	6.1	8.6	6.5	6.3	33.3	29.5	27.4
기타	197.9	200.3	227.0	229.8	205.8	208.3	236.1	239.0	805.9	854.9	889.1
기술료	0	6.9	0	0	0	0	0	0	0	6.9	0
매출 총이익	122.4	137.0	132.4	134.2	122.4	127.5	134.7	136.2	514.7	526.1	520.8
판매 관리비	109.5	109.1	112.4	111.4	110.5	110.7	112.6	116.4	426.6	442.5	450.3
영업 이익	12.8	21.0	20.0	22.8	11.8	16.8	22.1	19.8	88.1	76.7	70.5
YoY	(52.0%)	(26.0%)	(20.7%)	193.8%	(7.7%)	(20.0%)	10.4%	(13.3%)	(63.4%)	(13.0%)	(8.0%)
OPM	3.2%	5.1%	4.7%	5.3%	3.0%	4.1%	5.1%	4.5%	5.7%	4.6%	4.5%

자료: 유안타증권 리서치센터

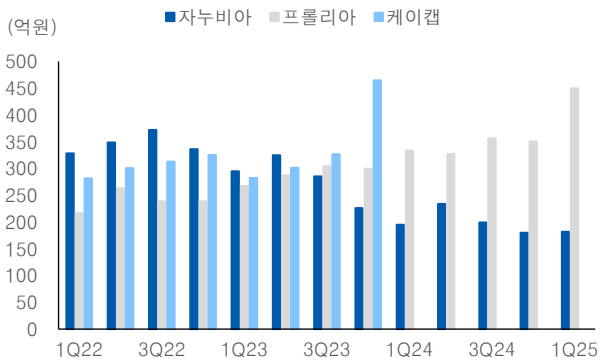
종근당 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원)

	수정 전			수정 후			수정 전 대비		
	2Q25E	3Q25E	25E	2Q25E	3Q25E	25E	2Q25E	3Q25E	25E
매출액	411.3	426.7	1660.5	411.8	425.8	1660.0	+0.1%	-0.2%	-0.0%
영업이익	25.2	29.4	97.3	21.0	20.0	76.7	-16.7%	-32.0%	-21.2%
OPM	6.1%	6.9%	5.9%	5.1%	4.7%	4.6%	-1.0pt	-2.2pt	-1.3pt

자료: 유안타증권 리서치센터

23년 기준 동사 주요 품목 매출 추이



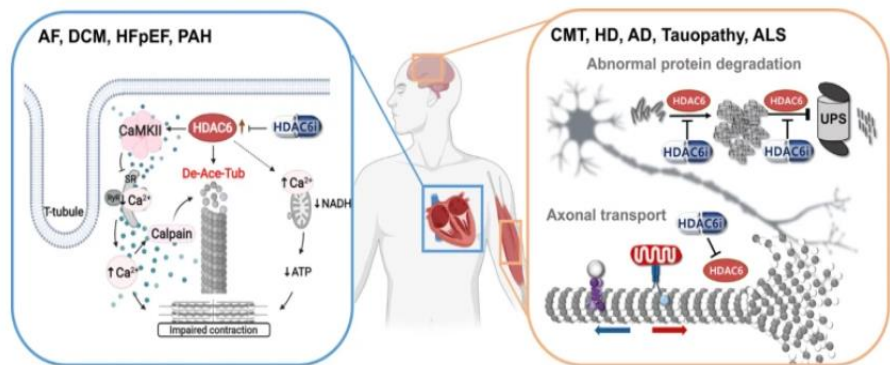
자료: 증권당, 유안타증권 리서치센터

프롤리아 약가 관련 정보

보험코드	의약품명	규격	급여 구분	약효 분류번호	전문일반 구분	주성분코드	사용장려 비용가산	적용 개시일자
	제조회사	단위	투여 경로	기타	생동인정 계통	임의조제 불가구분	성함가	적용 종료일자
052300041	프롤리아프롤리드시린지(대노수염)_60mg/1mL	1	급여	399	전면	G290018U	-	2025-03-18
	엠켄코리아유한회사	mL/연	주사				108,290	
052300041	프롤리아프롤리드시린지(대노수염)_60mg/1mL	1	급여	399	전면	G290018U	-	2025-04-01
	엠켄코리아유한회사	mL/연	주사				123,760	2025-03-17
052300041	프롤리아프롤리드시린지(대노수염)_60mg/1mL	1	급여	399	전면	G290018U	-	2024-09-01
	엠켄코리아유한회사	mL/연	주사				154,700	2025-03-31

자료: HIRA, 유안타증권 리서치센터

CKD-510 개발 가능 적응증



자료: Nature, 유안타증권 리서치센터

종근당 (185750) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	1,650	1,559	1,667	1,677	1,688
매출원가	998	1,045	1,148	1,156	1,164
매출충이익	652	515	519	521	524
판매비	411	427	442	450	452
영업이익	241	88	77	71	72
EBITDA	276	127	118	105	101
영업외손익	-4	8	14	18	20
외환관련손익	-3	3	0	0	0
이자손익	-1	5	2	4	7
관계기업관련손익	0	5	1	1	1
기타	0	-6	12	12	12
법인세비용차감전순이익	237	96	91	88	92
법인세비용	28	-12	13	13	5
계속사업순이익	209	108	78	75	87
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	209	108	78	75	87
지배지분순이익	209	108	78	75	87
포괄순이익	208	106	79	75	87
지배지분포괄이익	208	106	79	75	87

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

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	309	54	187	250	349
당기순이익	209	108	78	75	87
감가상각비	32	35	36	29	24
외환손익	0	-3	1	0	0
중속, 관계기업관련손익	0	-5	-1	-1	-1
자산부채의 증감	27	-75	94	181	202
기타현금흐름	41	-5	-20	-33	38
투자활동 현금흐름	-171	3	-11	1	2
투자자산	32	-3	-1	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-41	-38	-3	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-163	44	-7	1	2
재무활동 현금흐름	-35	-59	-3	-14	-14
단기차입금	2	-27	0	0	0
사채 및 장기차입금	-10	-2	0	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-12	-13	0	-14	-14
기타현금흐름	-16	-17	-2	0	0
연결범위변동 등 기타	-1	3	-127	-164	-237
현금의 증감	102	2	47	73	100
기초 현금	111	213	215	262	334
기말 현금	213	215	262	334	434
NOPLAT	241	99	77	71	72
FCF	268	16	184	250	349

자료: 유안타증권

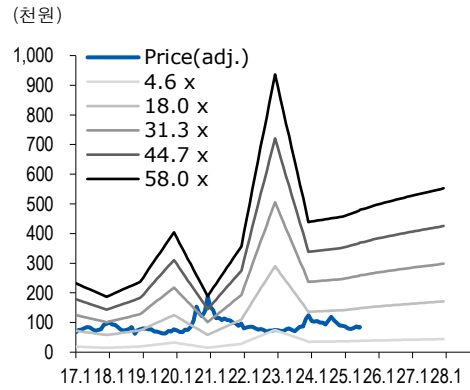
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	931	939	1,066	1,175	1,279
현금및현금성자산	213	215	262	334	434
매출채권 및 기타채권	311	298	326	375	377
재고자산	258	350	398	382	384
비유동자산	446	491	462	428	400
유형자산	303	306	278	249	225
관계기업 등 지분관련 자산	0	6	6	6	6
기타투자자산	41	42	42	42	42
자산총계	1,377	1,430	1,529	1,603	1,679
유동부채	494	358	399	410	412
매입채무 및 기타채무	250	255	294	304	306
단기차입금	88	62	62	62	62
유동성장기부채	80	0	0	0	0
비유동부채	75	187	190	192	193
장기차입금	10	10	10	10	10
사채	20	100	100	100	100
부채총계	569	546	590	602	605
지배지분	808	885	939	1,001	1,074
자본금	31	33	35	35	35
자본잉여금	263	262	260	260	260
이익잉여금	569	662	727	788	861
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	808	885	939	1,001	1,074
순차입금	-152	-111	-162	-236	-337
총차입금	206	178	177	177	177

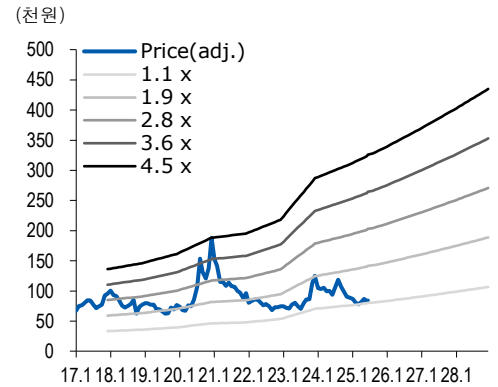
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	15,131	7,803	5,648	5,424	6,295
BPS	60,795	67,347	71,196	75,868	81,451
EBITDAPS	19,985	9,232	8,547	7,592	7,281
SPS	119,515	112,973	120,768	121,514	122,264
DPS	1,002	1,050	1,050	1,050	1,050
PER	5.5	13.1	14.9	15.6	13.4
PBR	1.4	1.5	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	3.6	10.2	8.5	8.9	8.2
PSR	0.7	0.9	0.7	0.7	0.7

결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	12.0	-5.5	6.9	0.6	0.6
영업이익 증가율 (%)	124.8	-63.4	-13.0	-8.0	2.1
지배순이익 증가율 (%)	151.8	-48.4	-27.6	-4.0	16.0
매출총이익률 (%)	39.5	33.0	31.1	31.1	31.1
영업이익률 (%)	14.6	5.7	4.6	4.2	4.3
지배순이익률 (%)	12.7	6.9	4.7	4.5	5.1
EBITDA 마진 (%)	16.7	8.2	7.1	6.2	6.0
ROIC	34.5	14.7	8.6	8.1	9.4
ROA	16.9	7.7	5.3	4.8	5.3
ROE	29.3	12.7	8.5	7.7	8.4
부채비율 (%)	70.5	61.7	62.8	60.2	56.3
순차입금/자기자본 (%)	-18.9	-12.6	-17.2	-23.6	-31.4
영업이익/금융비용 (배)	31.0	12.0	11.9	11.0	11.2

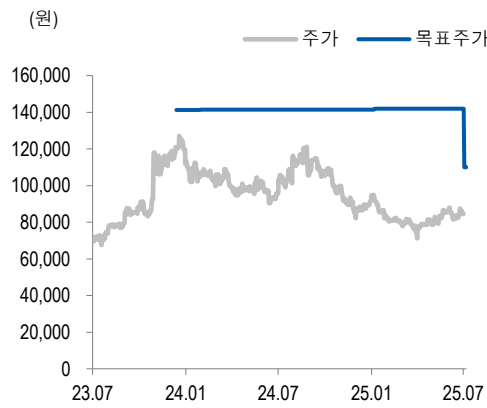
P/E band chart



P/B band chart



종근당 (185750) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-07-10	BUY	110,000	1년		
2025-01-15	BUY	142,000	1년	-42.45	-35.21
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	투자이견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.3
Hold(중립)	5.7
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-07-09

※ 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.