

BUY(Maintain)

목표주가: 130,000원

주가(1/14): 94,500원

시가총액: 12,450억 원



제약바이오 Analyst 허혜민
hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (1/14)	2,497.40pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	121,128 원	82,153원
등락률	-22.0%	15.0%
수익률	절대	상대
1M	7.6%	7.5%
6M	-8.3%	5.0%
1Y	-12.5%	-11.5%

Company Data

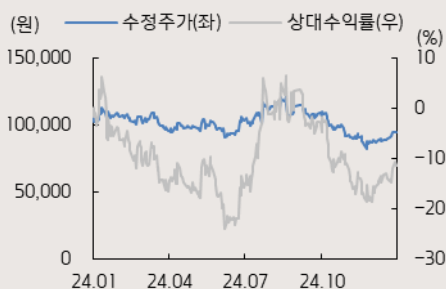
발행주식수	13,174 천주
일평균 거래량(3M)	29천주
외국인 지분율	14.7%
배당수익률(2024E)	1.2%
BPS(2024E)	65,267원
주요 주주	종근당홀딩스 외 5 인 39.2%

투자지표

(십억 원)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,472.3	1,649.6	1,549.4	1,703.5
영업이익	107.1	240.8	89.7	93.1
EBITDA	138.0	275.8	129.4	125.6
세전이익	101.0	236.7	100.3	101.8
순이익	82.9	208.9	106.8	80.4
지배주주지분순이익	82.9	208.9	106.8	80.4
EPS(원)	6,009	15,131	7,737	5,825
증감률(%, YoY)	110.4	151.8	-48.9	-24.7
PER(배)	12.5	8.3	11.5	16.2
PBR(배)	1.67	2.14	1.36	1.35
EV/EBITDA(배)	7.6	5.4	6.7	7.0
영업이익률(%)	7.3	14.6	5.8	5.5
ROE(%)	14.1	29.3	12.5	8.6
순차입금비율(%)	10.4	-18.9	-34.3	-38.4

자료: 키움증권

Price Trend



종근당 (185750)

실적 하회 전망. 신약은 노바티스에 직접 물었다



4분기 매출액은 시장 기대치를 부합할 것으로 예상됩니다만, 도입 상품 비중 증가로 인한 원가율 부담에 영업이익은 시장 기대치를 하회할 것으로 전망됩니다. '25년에도 매출은 지속 성장하나, 수익성이 크게 개선되긴 어려울 것으로 보입니다. 다만, 노바티스측에서 CKD-510에 대해 임상이 지연된 것이 아니며, 지난 11월 R&D Day에서도 CKD-510을 표기한 바 있음을 확인하였다는 점이 긍정적입니다. 연내 만성질환분야로 임상 진입이 개시된다면, 신약 가치 상승 여력이 충분하다고 판단됩니다.

>>> 상품 매출 증가에 따른 원가율 증가 전망

4분기 매출액은 4,025억 원(YoY -20%, QoQ -1%), 영업이익 94억 원(YoY -92%, QoQ -63%, OPM +2%)로 시장 컨센서스 매출액 4,085억 원에 부합이 예상되나, 컨센서스 영업이익 225억 원을 하회할 것으로 전망된다.

주요 도입 제품인 고텍스(간장질환제)와 펙수클루(위식도역류질환치료제) 성장으로 고른 매출 성장이 예상된다. 다만, 이러한 도입 상품 제품 비중이 점차 증가하여 1분기 40%, 2분기 44% 였으나, 하반기 47% 수준에 육박하면서 **원가율 상승이 이어지는 영향**이 있을 것으로 보인다. 4분기 연구개발비는 427억 원(YoY -6%)가 될 것으로 보여, 2024년 연간 경상연구개발비 1,394억 원으로 2023년 1,397억 원과 유사한 수준일 것으로 추측된다.

공동판매하는 고텍스('24.2월)와 펙수클루('24.4월)의 매출액이 2025년에는 온기 반영되면서 1조 7,035억 원(YoY +10%) 성장이 예상되며, 영업이익은 소폭 개선되어 931억 원(YoY +4%, OPM +6%)가 전망된다.

>>> 노바티스 기술 이전 품목의 신중한 검토 진행 중

지난 2023.11월 노바티스에 기술 이전한 CKD-510(HDAC6 억제제)이 **1년 넘도록 적응증 공개 및 임상 진척 소식이 없어** R&D 모멘텀을 받지 못하고 있으며 심지어 일부 시장에서 반환 우려도 있었다 (당시 계약금 \$90mn, 최대 \$1.3bn). 이에 당사는 **노바티스측에 관련 내용을 문의하였다. 노바티스에서는 CKD-510이 지연되고 있는 것이 아니라고** 답하였으며, 특히, 초기 데이터를 살펴보면 시간이 소요될 수 있다고 전했다. 실사(Due diligence, DD)를 통해서 는 데이터의 일부만 얻을 수 있어, **현재 매우 철저하게 데이터를 검토**하고 있다고 답변하였다. 심장질환 분야와 같은 만성질환분야로 적응증 확장을 계획한다면, **후기 임상에서 대규모 환자 모집에 따른 막대한 개발 비용 투입되어 임상 설계에 신중하게 접근하고 있는 것으로 추측**된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 13만 원 하향

상품 비중 증가로 인한 원가율 상승을 감안하여, 올해 실적 추정치 하향 적용하여 목표주가를 13만 원으로 하향하였다. 올해에는 실적보다는 노바티스향 적응증 공개 및 ADC 물질 임상 진입 등의 R&D 진척을 기대한다.

실적 세부 내역 1

(단위,
십억원)

구 분	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	컨센서스	차이	2025E	컨센서스	차이
매출액	353.4	385.00	408.5	402.5	408.5	-1%	1,703.5	1,651.9	3%
yoy	-1.9%	-1.7%	3.1%	-19.7%	-18.5%		9.9%	6.6%	
영업이익	26.8	28.4	25.2	9.4	22.5	-58%	93.1	120.5	-23%
yoy	-11.0%	-34.6%	-52.5%	-91.8%	-80.3%		3.8%	34.3%	
OPM	7.6%	7.4%	6.2%	2.3%	5.5%		5.5%	7.3%	
순이익	25.1	53.2	21.5	7.0	18.9	-62%	80.4	102.6	-22%

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

실적 세부 내역 2

(단위,
십억원)

	24.1Q	24.2Q	24.3Q	24.4QE	2024E	25.1QE	25.2QE	25.3QE	25.4QE	2025E
프롤리아	33.3	32.7	35.6	32.7	134.4	31.5	30.7	30.9	23.9	116.9
아토젯	22.9	27.8	26.3	23.7	100.7	22.6	26.0	26.2	26.0	100.7
글리아티린	22.3	25.4	23.4	21.5	92.6	22.2	24.5	24.2	21.7	92.6
자누비아 (자누메트 포함)	19.5	23.4	19.9	17.4	80.2	19.8	22.2	20.6	17.6	80.2
펙수클루		6.5	18.8	20.7	46.0	20.7	25.6	31.8	27.6	105.8
고텍스	6.9	11.1	14.1	15.0	47.0	11.8	13.0	15.2	16.4	56.4
기 타	248.4	258.2	270.4	271.4	1,048.4	270.7	287.4	295.2	297.5	1,150.8
매출액	353.4	385.0	408.5	402.5	1,549.4	399.3	429.4	444.1	430.7	1,703.5
YOY	-1.9%	-1.7%	3.1%	-19.7%	-6.1%	13.0%	11.5%	8.7%	7.0%	9.9%
영업이익	26.8	28.4	25.2	9.4	89.7	25.2	28.7	31.6	7.6	93.1
YOY	-11.0%	-34.6%	-52.5%	-91.8%	-62.7%	-5.8%	1.1%	25.2%	-18.7%	3.8%
OPM	7.6%	7.4%	6.2%	2.3%	5.8%	6.3%	6.7%	7.1%	1.8%	5.5%

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치산정	비 고
영업가치	13,684	1Q25~4Q25 순이익. 상위 및 중소 제약사 평균 fw12m PER.
비영업가치		
CKD-510	1,496	
순차입금	-1,233	
유통주식수	12,690	
기업가치	16,413	
목표주가	130,000	

상위/중소 제약사: 녹십자, 대웅제약, 동아에스티, 보령제약, 동국제약, 대원제약
 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



Selected CRO 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	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,472.3	1,649.6	1,549.4	1,703.5	1,760.8
매출원가	937.1	998.0	1,039.8	1,150.8	1,189.4
매출총이익	535.2	651.6	509.6	552.7	571.4
판매비	428.1	410.8	419.9	459.6	473.6
영업이익	107.1	240.8	89.7	93.1	97.8
EBITDA	138.0	275.8	129.4	125.6	124.4
영업외손익	-6.2	-4.1	10.5	8.7	10.2
이자수익	2.3	6.5	9.3	10.4	11.9
이자비용	5.5	7.8	7.8	7.8	7.8
외환관련이익	3.0	4.2	3.1	3.1	3.1
외환관련손실	4.5	6.8	5.3	5.3	5.3
종속 및 관계기업손익	-0.5	0.2	6.0	6.0	6.0
기타	-1.0	-0.4	5.2	2.3	2.3
법인세차감전이익	101.0	236.7	100.3	101.8	108.0
법인세비용	18.0	27.8	-6.5	21.4	22.7
계속사업순손익	82.9	208.9	106.8	80.4	85.3
당기순이익	82.9	208.9	106.8	80.4	85.3
지배주주순이익	82.9	208.9	106.8	80.4	85.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	10.4	12.0	-6.1	9.9	3.4
영업이익 증감율	13.8	124.8	-62.7	3.8	5.0
EBITDA 증감율	15.8	99.9	-53.1	-2.9	-1.0
지배주주순이익 증감율	110.3	152.0	-48.9	-24.7	6.1
EPS 증감율	110.4	151.8	-48.9	-24.7	6.1
매출총이익율(%)	36.4	39.5	32.9	32.4	32.5
영업이익율(%)	7.3	14.6	5.8	5.5	5.6
EBITDA Margin(%)	9.4	16.7	8.4	7.4	7.1
지배주주순이익율(%)	5.6	12.7	6.9	4.7	4.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	64.0	309.0	179.1	87.0	109.2
당기순이익	82.9	208.9	106.8	80.4	85.3
비현금항목의 가감	77.2	86.4	35.3	54.8	48.8
유형자산감가상각비	28.2	31.7	33.1	26.7	21.6
무형자산감가상각비	2.8	3.3	6.5	5.7	5.0
지분법평가손익	-0.5	-0.8	-6.0	-6.0	-6.0
기타	46.7	52.2	1.7	28.4	28.2
영업활동자산부채증감	-77.1	27.5	28.7	-29.7	-6.6
매출채권및기타채권의감소	-50.7	-33.3	18.9	-29.0	-10.8
재고자산의감소	-55.4	-4.1	15.7	-24.1	-9.0
매입채무및기타채무의증가	17.0	43.3	-5.3	23.3	13.2
기타	12.0	21.6	-0.6	0.1	0.0
기타현금흐름	-19.0	-13.8	8.3	-18.5	-18.3
투자활동 현금흐름	-65.1	-170.9	-13.6	-15.0	-16.6
유형자산의 취득	-44.6	-40.8	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.1	0.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-8.2	-27.5	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-11.1	3.1	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	17.1	-107.0	-14.5	-16.0	-17.6
기타	-18.4	0.8	0.9	1.0	1.0
재무활동 현금흐름	-16.3	-34.9	-15.1	-17.1	-17.1
차입금의 증가(감소)	0.0	-14.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	1.5	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-1.9	-6.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-11.2	-11.6	-13.3	-13.8	-13.8
기타	-3.2	-3.3	-3.3	-3.3	-3.3
기타현금흐름	-0.3	-1.1	-8.9	-8.9	-8.9
현금 및 현금성자산의 순증가	-17.7	102.2	141.5	46.0	66.6
기초현금 및 현금성자산	128.9	111.2	213.4	354.9	400.9
기말현금 및 현금성자산	111.2	213.4	354.9	400.9	467.5

자료 : 키움증권

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	696.7	931.2	1,052.7	1,167.8	1,271.7
현금 및 현금성자산	111.2	213.4	354.9	400.9	467.5
단기금융자산	38.4	145.4	160.0	176.0	193.6
매출채권 및 기타채권	277.5	310.6	291.7	320.7	331.5
재고자산	268.2	257.7	242.0	266.1	275.0
기타유동자산	1.4	4.1	4.1	4.1	4.1
비유동자산	400.3	445.6	412.0	385.5	364.9
투자자산	44.0	41.1	47.1	53.1	59.1
유형자산	299.0	303.0	269.9	243.1	221.5
무형자산	26.9	52.4	45.8	40.1	35.2
기타비유동자산	30.4	49.1	49.2	49.2	49.1
자산총계	1,097.0	1,376.8	1,464.7	1,553.3	1,636.6
유동부채	360.2	494.0	488.7	512.1	525.2
매입채무 및 기타채무	199.5	249.8	244.5	267.8	281.0
단기금융부채	113.0	171.2	171.2	171.2	171.2
기타유동부채	47.7	73.0	73.0	73.1	73.0
비유동부채	118.8	75.1	75.1	75.1	75.1
장기금융부채	100.8	35.0	35.0	35.0	35.0
기타비유동부채	18.0	40.1	40.1	40.1	40.1
부채총계	479.0	569.1	563.8	587.1	600.3
지배자본	618.0	807.7	900.9	966.1	1,036.3
자본금	30.0	31.4	32.9	32.9	32.9
자본잉여금	264.9	263.5	263.5	263.5	263.5
기타자본	-41.9	-48.1	-48.1	-48.1	-48.1
기타포괄손익누계액	-7.1	-8.1	-9.4	-10.7	-12.0
이익잉여금	372.1	569.0	662.0	728.6	800.0
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	618.0	807.7	900.9	966.1	1,036.3

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12 월 결산	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	6,009	15,131	7,736.6	5,824.9	6,180
BPS	44,771	58,516	65,267	69,996	75,080
CFPS	11,599	21,394	10,291	9,798	9,712
DPS	1,000	1,100	1,100	1,100	1,100
주가배수(배)					
PER	12.5	8.3	11.5	16.2	15.3
PER(최고)	16.3	8.6	16.2		
PER(최저)	10.6	4.4	10.6		
PBR	1.67	2.14	1.36	1.35	1.26
PBR(최고)	2.19	2.23	1.92		
PBR(최저)	1.42	1.14	1.26		
PSR	0.70	1.05	0.79	0.77	0.74
PCFR	6.5	5.8	8.6	9.6	9.7
EV/EBITDA	7.6	5.4	6.7	7.0	6.4
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	14.0	6.4	12.9	17.2	16.2
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.2	0.8	1.2	1.2	1.2
ROA	7.8	16.9	7.5	5.3	5.3
ROE	14.1	29.3	12.5	8.6	8.5
ROIC	14.3	32.9	15.5	13.5	14.5
매출채권회전율	5.9	5.6	5.1	5.6	5.4
재고자산회전율	6.0	6.3	6.2	6.7	6.5
부채비율	77.5	70.5	62.6	60.8	57.9
순차입금비용	10.4	-18.9	-34.3	-38.4	-43.9
이자보상배율	19.5	31.0	11.5	12.0	12.6
총차입금	213.8	206.1	206.1	206.1	206.1
순차입금	64.1	-152.7	-308.7	-370.7	-454.9
EBITDA	138.0	275.8	129.4	125.6	124.4
FCF	-13.9	199.2	158.1	76.3	97.3

Compliance Notice

- 당사는 1월 14일 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

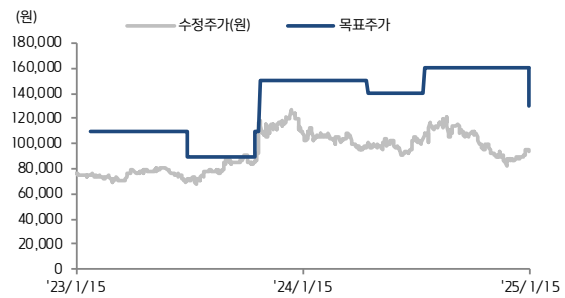
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	2023-02-06	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-33.50	-29.89
(185750)	2023-04-12	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-31.32	-26.24
	2023-07-14	Outperform (Downgrade)	90,000원	6개월	-10.60	1.50
	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		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)



투자의견 및 적용기준

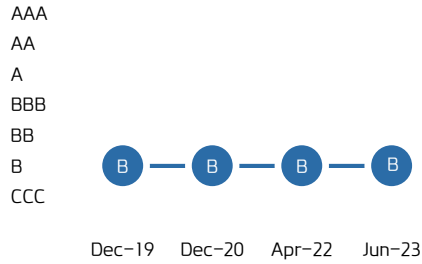
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2024/01/01~2024/12/31)

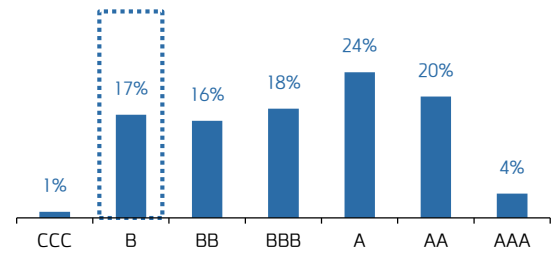
매수	중립	매도
96.37%	3.63%	0.00%

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