

# 종근당 (185750)

## 조금 더 기다려야한다

### 매출은 안정적이거나 영업이익이 불안정

동사의 별도 기준 2분기 매출은 4,839억원(YoY +13%)을 전망하며 영업이익은 193억원(YoY -13%, OPM 4%)을 달성할 것으로 예상된다. 컨센서스(매출 4,762억원, 영업이익 201억원) 대비 영업이익이 하회할 것으로 판단한다. 위고비를 필두로 한 고텍스, 펙수클루 등 도입품목의 매출이 견조하게 성장함에 따라 외형은 커지고 있으나 원가율이 높아지는 영향으로 영업이익은 역성장하는 모습이다.

매출에 영향을 줄만한 이슈는 글리아티린 정도로 파악된다. 해당 제품은 건보공단을 상대로 행정소송을 제기해 법적 공방이 이어지고 있다. 최종 임상에서 효능에 따른 적응증 삭제 유무가 결정되며, 적응증 삭제 시에는 건보공단이 지급한 급여 처방액의 일정 비율을 환급한다. 현재 글리아티린의 매출 일부를 충당금으로 반영 중이다.

### 순조롭게 진행되고 있지만 조금은 더 기다려야할 R&D 모멘텀

동사의 R&D 비용은 연간 매출의 한자릿수 후반대 추세가 유지되고 있으며 수치적으로 연간 1,500억원 이상을 연구개발에 사용 중이다. 사용하는 금액에 비해 R&D 모멘텀 측면에서는 내년 중 주요 파이프라인에서의 데이터 업데이트가 기대되는 상황인 점에서 보수적인 접근이 유효할 것으로 판단한다.

노바티스에게 2023년 기술이전했던 심방세동 파이프라인 CKD-510(PKN605)의 임상 2상 종료가 27년 9월로 예정되어 있다. 2상 결과에 대한 업데이트가 가장 임박한 R&D 이벤트다. 그 외에도 스카이라이프와 듀피센트 바이오시밀러는 유럽 임상 1상을 진행 중이다. 최근 EMA가 바이오시밀러 임상 간소화를 공식화했기에 조금 더 이른 시점에 동사의 기업 가치에 긍정적인 영향을 주는 이벤트를 발표할 것으로 예상된다.

또한 동사는 6월초 시흥 배곧지구에 대규모 바이오의약품 복합 연구단지에 대한 대규모 시설투자를 확정했다. 투자액은 3,925억원이며 부지 매입 949억원을 포함 시 약 5,000억원에 달하는 규모다. 현재 구체적으로 어떤 사업을 할지에 대한 청사진을 제시하지는 않은 상황이나 동사가 준비하고 있는 미래 파이프라인들과 연계해 부족했던 R&D 경쟁력을 확보할 수 있을 것으로 보인다.

### 수익성 하락을 반영해 목표주가 기존 12만원에서 9만원으로 하향

동사에 대한 투자 의견은 그대로 유지하며, 목표주가를 9만원으로 하향한다. 동사의 12MF EBITDA 882억원에 타겟 멀티플 13.3배를 적용한 기업가치 및 순차입금을 반영했다. 타겟 멀티플은 국내 주요 제약사들의 12MF EV/EBITDA 평균값이다.

연간 실적은 도입품목의 성장이 하반기에도 유지될 것으로 판단했으며 이에 따라 전년 대비 13% 성장한 1조 9,030억원의 매출을 달성할 것으로 판단한다. 허나 도입품목의 매출 비중 상승에 따른 수익성 하락을 고려해 연간 영업이익은 795억원을 전망하며 전년 대비 1% 감소할 것으로 전망한다.

결론적으로 CKD-510의 임상 2상 결과 업데이트 시점 이전까지는 동사의 기업 가치 측면에서 R&D 모멘텀을 크게 반영할 수 없다는 점이 단기적인 주가 상승에 있어서 제한적이라는 판단이다. 2023년 11월 연구개발비에 대한 성과를 기술이전 계약으로 발표하면서 주가가 급등했던 케이스를 생각해 보면 신약 파이프라인 가치를 부여할 수 있는 이벤트 발생 유무가 동사의 주가 상승 관점에서 중요하다.

## Company Brief

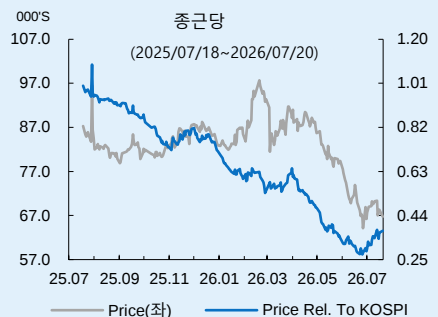
## Buy (Maintain)

|                |             |
|----------------|-------------|
| 목표주가(12M)      | 90,000원(하향) |
| 증가(2026.07.20) | 66,700원     |
| 상승여력           | 34.9 %      |

| Stock Indicator |                |
|-----------------|----------------|
| 자본금             | 35십억원          |
| 발행주식수           | 1,380만주        |
| 시가총액            | 921십억원         |
| 외국인지분율          | 16.1%          |
| 52주 주가          | 64,100~97,700원 |
| 60일평균거래량        | 31,427주        |
| 60일평균거래대금       | 2.4십억원         |

| 주가수익률(%) | 1M   | 3M    | 6M    | 12M    |
|----------|------|-------|-------|--------|
| 절대수익률    | -4.6 | -24.7 | -21.8 | -23.6  |
| 상대수익률    | 23.4 | -29.5 | -55.2 | -128.0 |

## Price Trend



| FY           | 2025   | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|
| 매출액(십억원)     | 1,681  | 1,903  | 1,982  | 2,152  |
| 영업이익(십억원)    | 80     | 79     | 90     | 119    |
| 순이익(십억원)     | 87     | 67     | 75     | 101    |
| EPS(원)       | 6,289  | 4,819  | 5,463  | 7,282  |
| BPS(원)       | 72,721 | 79,968 | 87,859 | 97,569 |
| PER(배)       | 13.2   | 13.8   | 12.2   | 9.2    |
| PBR(배)       | 1.1    | 0.8    | 0.8    | 0.7    |
| ROE(%)       | 9.2    | 6.3    | 6.5    | 7.9    |
| 배당수익률(%)     | 0.6    | 0.7    | 0.7    | 0.7    |
| EV/EBITDA(배) | 9.3    | 8.0    | 6.4    | 4.8    |

주:K-IFRS 연결 요약 재무제표

[제약/바이오]

정재원

jaewon.jeong@imfnsec.com

2122-9208

표1. 종근당 목표주가 산출

| (십억원, 배, 천주, 원, %)  |         | 비고                          |
|---------------------|---------|-----------------------------|
| 1. 영업가치 (A*B)       | 1,173.4 |                             |
| A. 12MF EBITDA      | 88.2    | 별도 기준                       |
| B. Target EV/EBITDA | 13.3    | 국내 주요 제약사 12MF 평균 EV/EBITDA |
| 2. 순차입금             | 79.8    | 2026년말 기준                   |
| 3. 보통주주식수           | 12,568  |                             |
| 4. 적정주가 산출          | 90,000  |                             |
| 5. 현재 주가            | 66,700  | 2026년 7월 20일 종가             |
| 6. 상승 여력            | 34.9    |                             |

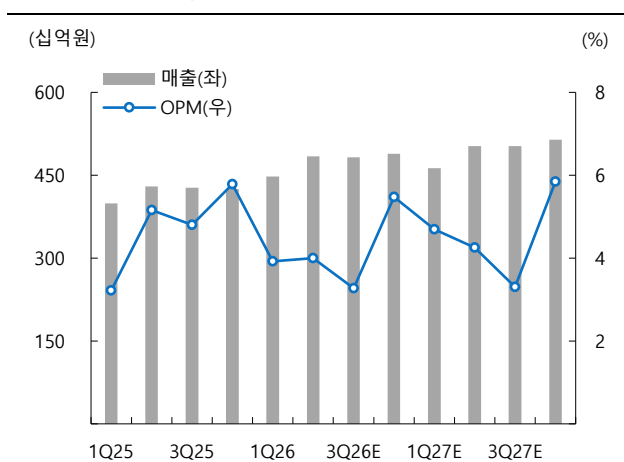
자료: Quantwise, iM증권 리서치본부

표2. 종근당 분기별 실적 추이 및 전망

| (십억원, %) | 1Q26  | 2Q26P  | 3Q26E  | 4Q26E  | 1Q27E | 2Q27E | 3Q27E | 4Q27E | 2025    | 2026E   | 2027E   |
|----------|-------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|
| 매출       | 447.7 | 483.9  | 482.6  | 488.9  | 462.5 | 502.7 | 502.5 | 514.3 | 1,681.2 | 1,903.0 | 1,981.9 |
| YoY      | 12.2  | 12.6   | 12.9   | 15.0   | 3.3   | 3.9   | 4.1   | 5.2   | 7.8     | 13.2    | 4.1     |
| 주요 제품 매출 |       |        |        |        |       |       |       |       |         |         |         |
| 위고비      | 48.8  | 46.3   | 47.2   | 48.2   | 49.7  | 47.7  | 48.7  | 49.6  | 0.0     | 190.5   | 195.7   |
| 고덱스      | 18.5  | 19.5   | 18.8   | 18.1   | 19.3  | 20.1  | 19.5  | 18.7  | 71.8    | 74.9    | 77.7    |
| 팩수클루     | 17.9  | 18.9   | 18.5   | 19.8   | 19.4  | 20.6  | 20.2  | 21.2  | 76.8    | 75.2    | 81.4    |
| 프롤리아     | 30.0  | 29.1   | 24.0   | 23.8   | 23.0  | 21.6  | 18.1  | 17.8  | 146.7   | 107.0   | 80.5    |
| 글리아티린    | 14.8  | 15.2   | 15.8   | 9.0    | 9.9   | 10.3  | 10.6  | 6.0   | 80.6    | 54.9    | 36.9    |
| 야토젯      | 26.1  | 28.5   | 28.2   | 27.2   | 26.4  | 28.6  | 28.5  | 27.4  | 109.8   | 110.0   | 110.9   |
| 기타       | 291.5 | 326.4  | 329.9  | 342.8  | 314.8 | 353.8 | 356.9 | 373.4 | 1,195.4 | 1,290.6 | 1,399.0 |
| 매출총이익    | 123.5 | 135.0  | 134.6  | 136.4  | 128.0 | 140.2 | 140.1 | 143.6 | 520.4   | 529.4   | 551.9   |
| YoY      | 0.9   | 1.4    | (0.2)  | 4.9    | 3.6   | 3.9   | 4.1   | 5.3   | 1.1     | 1.7     | 4.2     |
| GPM      | 27.6  | 27.9   | 27.9   | 27.9   | 27.7  | 27.9  | 27.9  | 27.9  | 31.0    | 27.8    | 27.8    |
| 영업이익     | 17.6  | 19.3   | 15.8   | 26.8   | 21.7  | 21.4  | 16.6  | 30.1  | 80.1    | 79.5    | 89.7    |
| YoY      | 36.9  | (12.7) | (23.1) | 8.8    | 23.5  | 10.5  | 5.1   | 12.4  | (9.1)   | (0.8)   | 13.0    |
| OPM      | 3.9   | 4.0    | 3.3    | 5.5    | 4.7   | 4.3   | 3.3   | 5.8   | 4.8     | 4.2     | 4.5     |
| 당기순이익    | 14.9  | 16.5   | 13.1   | 22.0   | 18.3  | 18.1  | 14.2  | 24.7  | 86.8    | 66.5    | 75.4    |
| YoY      | 6.3   | (15.1) | (34.9) | (33.8) | 22.9  | 9.8   | 9.0   | 12.2  | (19.4)  | (23.4)  | 13.4    |
| NPM      | 3.3   | 3.4    | 2.7    | 4.5    | 4.0   | 3.6   | 2.8   | 4.8   | 5.2     | 3.5     | 3.8     |

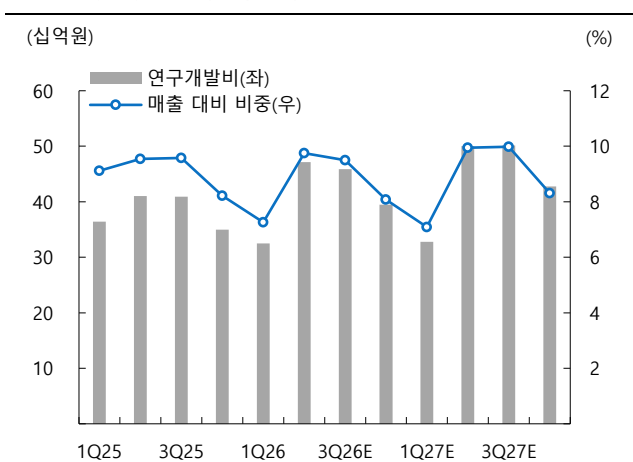
자료: iM증권 리서치본부

그림1. 분기별 실적 추이 및 전망



자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

그림2. 종근당 연구개발비 추이



자료: 회사 자료, iM증권 리서치본부

## K-IFRS 연결 요약 재무제표

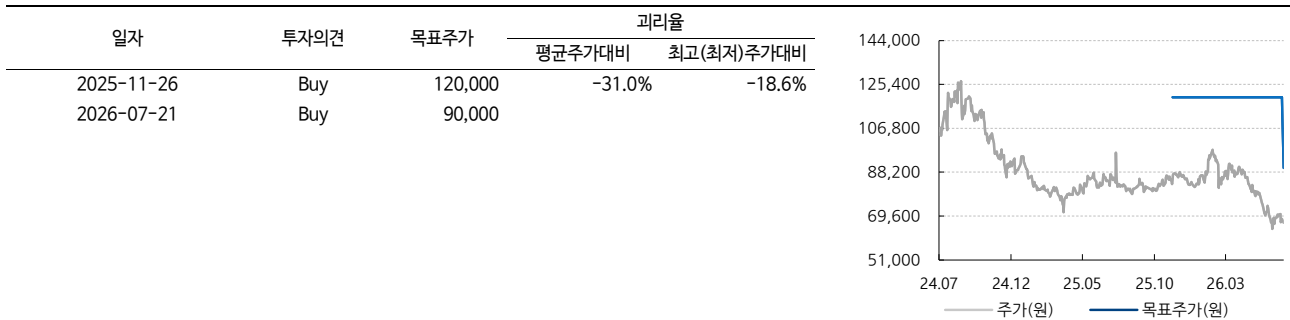
| 재무상태표      |       |       |       |       | 포괄손익계산서     |       |       |       |       |
|------------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|-------|
| (십억원)      | 2025  | 2026E | 2027E | 2028E | (십억원, %)    | 2025  | 2026E | 2027E | 2028E |
| 유동자산       | 1,073 | 1,114 | 1,165 | 1,268 | 매출액         | 1,681 | 1,903 | 1,982 | 2,152 |
| 현금 및 현금성자산 | 205   | 131   | 128   | 137   | 증가율(%)      | 7.8   | 13.2  | 4.1   | 8.6   |
| 단기금융자산     | 130   | 148   | 166   | 185   | 매출원가        | 1,161 | 1,374 | 1,430 | 1,553 |
| 매출채권       | 305   | 345   | 359   | 390   | 매출총이익       | 520   | 529   | 552   | 599   |
| 재고자산       | 424   | 480   | 500   | 543   | 판매비와관리비     | 440   | 450   | 462   | 480   |
| 비유동자산      | 714   | 804   | 877   | 934   | 연구개발비       | 153   | 165   | 176   | 188   |
| 유형자산       | 419   | 516   | 593   | 656   | 기타영업수익      | -     | -     | -     | -     |
| 무형자산       | 107   | 97    | 89    | 80    | 기타영업비용      | -     | -     | -     | -     |
| 자산총계       | 1,787 | 1,919 | 2,042 | 2,202 | 영업이익        | 80    | 79    | 90    | 119   |
| 유동부채       | 510   | 542   | 556   | 582   | 증가율(%)      | -9.1  | -0.8  | 13.0  | 32.4  |
| 매입채무       | 213   | 241   | 251   | 272   | 영업이익률(%)    | 4.8   | 4.2   | 4.5   | 5.5   |
| 단기차입금      | 88    | 88    | 88    | 88    | 이자수익        | 7     | 6     | 6     | 7     |
| 유동성장기부채    | 70    | 70    | 70    | 70    | 이자비용        | 6     | 6     | 6     | 6     |
| 비유동부채      | 273   | 273   | 273   | 273   | 지분법이익(손실)   | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 사채         | 191   | 191   | 191   | 191   | 기타영업외손익     | 9     | 1     | 5     | 5     |
| 장기차입금      | -     | -     | -     | -     | 세전계속사업이익    | 90    | 81    | 96    | 125   |
| 부채총계       | 783   | 815   | 829   | 855   | 법인세비용       | 4     | 14    | 20    | 24    |
| 자배주주지분     | 1,004 | 1,104 | 1,213 | 1,347 | 세전계속이익률(%)  | 5.4   | 4.2   | 4.8   | 5.8   |
| 자본금        | 35    | 35    | 35    | 35    | 당기순이익       | 87    | 67    | 75    | 101   |
| 자본잉여금      | 268   | 268   | 268   | 268   | 순이익률(%)     | 5.2   | 3.5   | 3.8   | 4.7   |
| 이익잉여금      | 740   | 800   | 868   | 962   | 자배주주귀속 순이익  | 87    | 67    | 75    | 101   |
| 기타자본항목     | -39   | 2     | 42    | 82    | 기타포괄이익      | 40    | 40    | 40    | 40    |
| 비자배주주지분    | -     | -     | -     | -     | 총포괄이익       | 127   | 107   | 116   | 141   |
| 자본총계       | 1,004 | 1,104 | 1,213 | 1,347 | 자배주주귀속총포괄이익 | -     | -     | -     | -     |

| 현금흐름표        |      |       |       |       | 주요투자지표                 |        |        |        |        |
|--------------|------|-------|-------|-------|------------------------|--------|--------|--------|--------|
| (십억원)        | 2025 | 2026E | 2027E | 2028E |                        | 2025   | 2026E  | 2027E  | 2028E  |
| 영업활동 현금흐름    | 70   | 54    | 125   | 137   | 주당지표 (원)               |        |        |        |        |
| 당기순이익        | 87   | 67    | 75    | 101   | EPS                    | 6,289  | 4,819  | 5,463  | 7,282  |
| 유형자산감가상각비    | 37   | 34    | 53    | 69    | BPS                    | 72,721 | 79,968 | 87,859 | 97,569 |
| 무형자산감각비      | 7    | 10    | 9     | 8     | CFPS                   | 9,496  | 7,998  | 9,971  | 12,847 |
| 지분법관련손실(이익)  | 0    | 0     | 0     | 0     | DPS                    | 500    | 500    | 500    | 500    |
| 투자활동 현금흐름    | -249 | -97   | -97   | -98   | Valuation(배)           |        |        |        |        |
| 유형자산의 처분(취득) | -140 | -131  | -131  | -131  | PER                    | 13.2   | 13.8   | 12.2   | 9.2    |
| 무형자산의 처분(취득) | -38  | -     | -     | -     | PBR                    | 1.1    | 0.8    | 0.8    | 0.7    |
| 금융상품의 증감     | -70  | -4    | -4    | -4    | PCR                    | 8.7    | 8.3    | 6.7    | 5.2    |
| 재무활동 현금흐름    | 169  | -10   | -10   | -10   | EV/EBITDA              | 9.3    | 8.0    | 6.4    | 4.8    |
| 단기금융부채의증감    | -    | -     | -     | -     | Key Financial Ratio(%) |        |        |        |        |
| 장기금융부채의증감    | 188  | -     | -     | -     | ROE                    | 9.2    | 6.3    | 6.5    | 7.9    |
| 자본의증감        | -    | -     | -     | -     | EBITDA0이익률             | 7.4    | 6.5    | 7.7    | 9.1    |
| 배당금지급        | -14  | -7    | -7    | -7    | 부채비율                   | 78.0   | 73.8   | 68.4   | 63.5   |
| 현금및현금성자산의증감  | -10  | -74   | -3    | 9     | 순부채비율                  | 1.4    | 6.3    | 4.5    | 2.1    |
| 기초현금및현금성자산   | 215  | 205   | 131   | 128   | 매출채권회전율(x)             | 5.6    | 5.9    | 5.6    | 5.7    |
| 기말현금및현금성자산   | 205  | 131   | 128   | 137   | 재고자산회전율(x)             | 4.3    | 4.2    | 4.0    | 4.1    |

자료 : 종근당, iM증권 리서치본부

## 종근당 투자이전 및 목표주가 변동추이



## Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- 당 보고서는 기관투자자 및 제 3자에게 E-mail등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 허가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

## [투자이전]

## 종목추천 투자등급

종목추천투자이전은 향후 12개월간 추천일 증가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.

- Buy(매수): 추천일 증가대비 +15% 이상
- Hold(보유): 추천일 증가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 증가대비 -15% 이상

## 산업추천 투자등급

시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임

- Overweight(비중확대)
- Neutral(중립)
- Underweight(비중축소)

## [투자등급 비율 2026-06-30 기준]

| 매수    | 중립(보유) | 매도 |
|-------|--------|----|
| 89.8% | 10.2%  | -  |