

종근당 (185750)

4Q24P Review: 내수 시장의 현실

투자의견

BUY(유지)

목표주가

125,000 원(하향)

현재주가

82,800 원(02/03)

시가총액

1,143 (십억원)

바이오/제약 권해순_02)368-6181_hskwon@eugenefn.com

- 투자의견 BUY 및 목표주가 12.5만원으로 하향, 2025E 당기순이익 X Target P/E 18배 적용(종전 20배)
- **2024년 실적 Review:** 매출액 및 영업이익은 각각 1조 5,864억원(-5%yoy), 995억원(-60%yoy), 2023년 11월 기술이전 계약 효과 제외 시 매출액 +1.5%yoy, 영업이익 -29%yoy (GP Margin -2%pt, OP Margin -2.7%pt)
 - ① 매출 성장이 대부분 코마케팅 상품(고덱스, 펙수클루, 프롤리아 등) 매출 증가에 기인하면서 GP Margin 하락
 - ② R&D 투자 증가, 글리타린 소송 관련 충당금(연간 약 250억원으로 추정됨)이 지속적으로 반영 중
- **2025년 전망:** 2024년과 유사한 영업 환경이 지속되면서 매출 성장률 5% 전망, R&D 투자 증가로 영업이익 유사
- **R&D 부문:** 2023년 11월 노바티스에 기술 이전한 CKD-510(HDAC6 저해제)의 임상 2상 진입은 아직 확인되지 않음. 종근당은 2025년 중순쯤 노바티스가 향후 임상 계획을 공유할 것으로 언급함. 단기적인 주가 상승 모멘텀이 될 수 있으나 상업화 가능성을 판단하기는 이른 단계라는 점에서 동 이슈로 기업가치 re-rating은 어렵다고 판단됨
- **해외 부문(연결 자회사):** 2015년 설립했던 인도네시아 합작법인 CKD OTT(PT CKD OPPO PHARMACEUTICALS, 지분율 70%)는 반기까지 이익이 고성장이었으나 하반기에는 비용 증가가 컸던 것으로 추정됨. 외형 고성장은 지속되고 있음. CKD-USA는 적자를 기록한 것으로 추정됨. 해외 사업부문의 이익 고성장세가 지속된다면 기업가치 재평가 요인으로 부각될 것
- **내수 시장의 현실이 실적으로 반영:** 신제품 출시 공백이 지속되는 가운데 약가 인하, 건강보험 급여 적용 기준이 강화되고 있어 국내 처방 의약품 시장이 고성장하기는 쉽지 않을 전망. Target P/E를 3분기에 이어 추가로 하향 조정함. 부진한 주가 흐름이 지속되었다는 점에서 저점 매수 전략, R&D 성과 모멘텀을 기대할 수는 있음.

주가(원,02/03)	82,800
시가총액(십억원)	1,143

발행주식수	13,803천주
52주 최고가	130,200원
최저가	82,400원
52주 일간 Beta	0.46
60일 일평균거래대금	26억원
외국인 지분율	14.9%
배당수익률(2024E)	1.3%

주주구성	
종근당홀딩스 (외 6인)	39.2%
국민연금공단 (외 1인)	8.4%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-8.1	-15.7	-14.7
절대기준	-7.6	-24.0	-20.8

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	125,000	150,000	▼
영업이익(25)	100	127	▼
영업이익(26)	113	142	▼

12월 결산(십억원)	2023A	2024P	2025E	2026E
매출액	1,669	1,586	1,668	1,755
영업이익	247	99	100	113
세전손익	242	101	101	114
당기순이익	214	111	91	103
EPS(원)	15,397	7,857	6,977	7,862
증감률(%)	162.5	-49.0	-11.2	12.7
PER(배)	8.1	10.5	11.9	10.5
ROE(%)	29.6	13.0	10.3	10.6
PBR(배)	1.9	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA(배)	5.3	8.6	7.6	6.5

자료: 유진투자증권

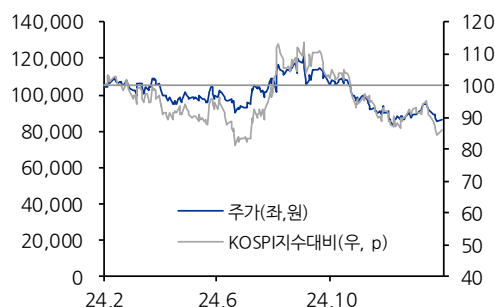


도표 1. 종근당 4Q24 실적(연결 기준) Review

(단위: 십억원, %, %pt)	4Q24P					1Q25E			2024P	2024	2025E		2026E	
	실적 발표	당사 예상치	차이	컨센서스	차이	예상치	yoy	qoq	실적 발표	기준 추정치	당사 예상치	yoy	당사 예상치	yoy
매출액	415	406	2.2	407	1.0	380	5.2	-8.3	1,586	1,581	1,668	5.1	1,755	5.2
영업이익	6.8	27	-74.8	13	-39.0	23	-26.1	235.1	99	124	100	0.5	113	13.1
지배순이익	7.7	23	-66.5	15	-52.0	21	-18.3	171.2	108	126	92	-15.2	104	12.6
영업이익률	1.6	6.7	-5.0	3.2	-1.6	6.0	-2.5	4.4	6.3	7.8	6.0	-0.3	6.4	0.4
지배순이익률	1.9	6.7	-3.8	3.7	-1.8	5.5	-1.6	3.6	6.8	8.0	5.5	-1.3	5.9	0.4

자료: 종근당, FnGuide, 유진투자증권

주 1: 2023년 4분기(11월)에 노바티스에게 CKD801을 기술이전하면서 선금금 1,061억원(\$80mn)이 일회성으로 반영됨.
2024년 2분기 법인세 환급 순이익 급증(일회성)

도표 2. 종근당 실적 추정치 조정(연결 기준)

(단위: 십억원, %, %pt)	2023	NEW			OLD			Change		
		2024P	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E	2024P	2025E	2026E
매출액	1,669	1,586	1,668	1,755	1,581	1,664	1,751	0.3	0.3	0.2
영업이익	247	99	100	113	124	127	142	-19.7	-21.0	-20.4
지배순이익	213	108	92	104	126	104	116	-13.9	-11.6	-10.7
영업이익률	14.8	6.3	6.0	6.4	7.8	7.6	8.1	-1.6	-1.6	-1.7
순이익률	12.7	6.8	5.5	5.9	8.0	6.2	6.6	-1.1	-0.7	-0.7

자료: 종근당, FnGuide, 유진투자증권

주: 2023년 4분기(11월)에 노바티스에게 CKD-510을 기술이전하면서 선금금 1,061억원(\$80mn)이 일회성으로 반영됨.
2024년 2분기 법인세 환급으로 순이익 급증(일회성)

도표 3. 종근당 시가총액 추이 및 주요 이벤트



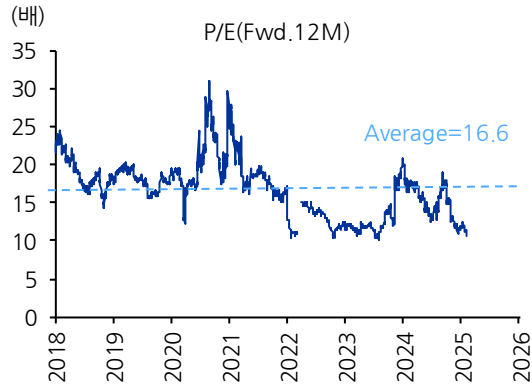
자료: Quantwise, 종근당, 유진투자증권

도표 4. 종근당 R&D 파이프라인

파이프라인	기전	진행 현황
CKD-510	저분자 화합물	HDAC6 저해를 통한 축삭 수송 개선 및 수초 정상화, 해외 임상 1상 완료, 임상 2상 계획 검토 중 2023년 11월 노바티스에게 기술 이전
CKD-512	저분자 화합물	A2A 아데노신 수용체 길항제, 고형암 타겟, 전임상 연구 진행 중, 항후 임상 1상 진행 검토 중
CKD-702	이중항체	c-MET/EGFR 타겟으로 하는 이중항체, 임상 1상 진행(한국)
CKD-703	ADC	c-MET을 타겟으로 하는 항체약물접합제(ADC), 전임상 연구 진행 중, 임상 1상 진행 계획 검토 중

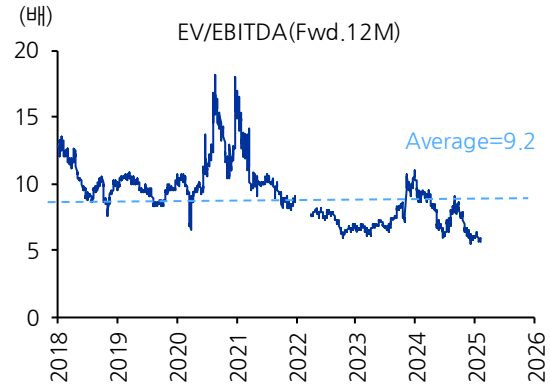
자료: 종근당, 유진투자증권

도표 5. 종근당 연결 P/E valuation



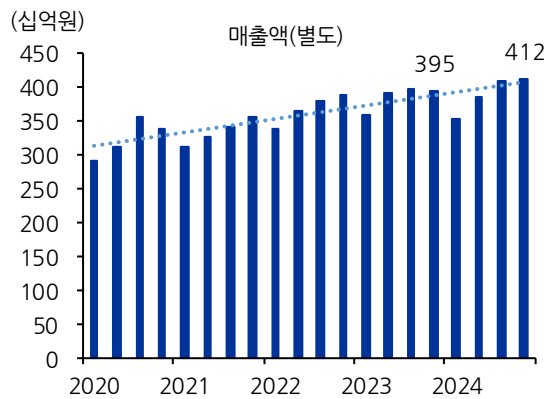
자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 6. 종근당 연결 EV/EBITDA 추이



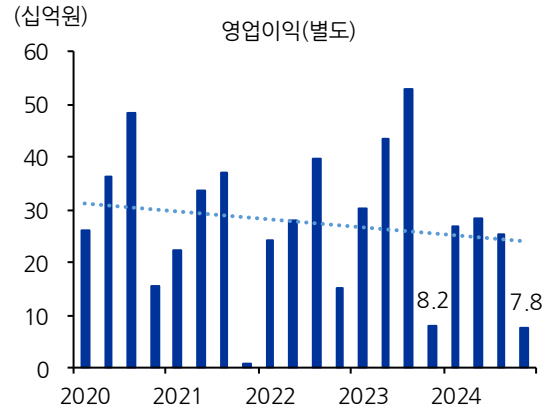
자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 7. 종근당 분기별 별도 매출액 추이



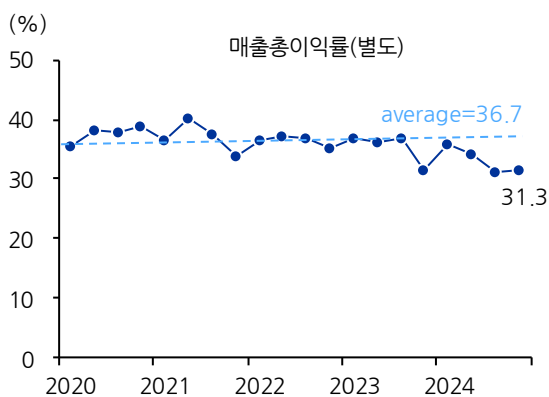
자료: 종근당, 유진투자증권
주: 2023년 11월 노바티스에게 CKD-510을 기술이전하며 수령한 선급금 1,061억원(\$80mn)은 일회성으로 4분기 매출액에서 제외

도표 8. 종근당 분기별 별도 영업이익 추이



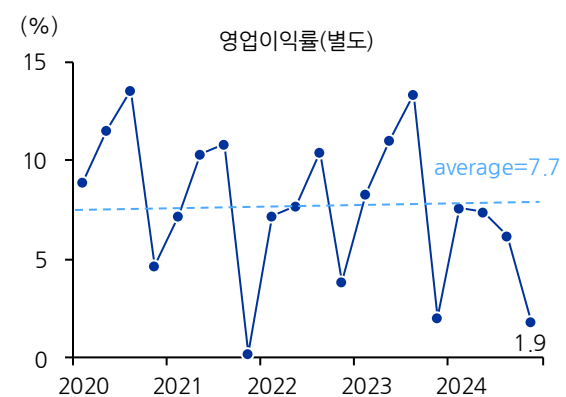
자료: 종근당, 유진투자증권
주: 2023년 11월 노바티스에게 CKD-510을 기술이전하며 수령한 선급금 1,061억원(\$80mn)은 일회성으로 4분기 매출액에서 제외

도표 9. 종근당 분기별 별도 GP margin 추이



자료: 종근당, 유진투자증권
주: 2023년 11월 노바티스에게 CKD-510을 기술이전하며 수령한 선급금 1,061억원(\$80mn)은 일회성으로 4분기 매출액에서 제외

도표 10. 종근당 분기별 별도 OP margin 추이



자료: 종근당, 유진투자증권
주: 2023년 11월 노바티스에게 CKD-510을 기술이전하며 수령한 선급금 1,061억원(\$80mn)은 일회성으로 4분기 매출액에서 제외

종근당(185750.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	1,125	1,402	1,383	1,474	1,577
유동자산	714	947	904	987	1,081
현금성자산	126	363	418	296	355
매출채권	285	314	250	323	339
재고자산	270	261	228	359	378
비유동자산	411	456	479	487	496
투자자산	75	91	96	99	101
유형자산	309	312	314	320	327
기타	27	53	69	69	68
부채총계	504	587	531	543	556
유동부채	374	511	352	362	372
매입채무	202	254	182	191	201
유동성이자부채	124	185	96	96	96
기타	48	73	74	75	75
비유동부채	129	75	179	181	183
비유동이자부채	111	35	119	119	119
기타	18	40	60	62	64
자본총계	621	816	852	931	1,021
지배지분	622	816	850	928	1,019
자본금	30	31	33	33	33
자본잉여금	265	263	262	262	262
이익잉여금	376	577	673	752	843
기타	(49)	(56)	(119)	(119)	(119)
비지배지분	(1)	(0)	3	3	3
자본총계	621	816	852	931	1,021
총차입금	236	220	215	215	215
순차입금	109	(143)	(203)	(81)	(140)

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	68	318	145	(61)	122
당기순이익	80	214	111	91	103
자산상각비	34	37	10	40	41
기타비현금성손익	50	48	(11)	3	3
운전자본증감	(77)	30	60	(195)	(24)
매출채권감소(증가)	(51)	(29)	51	(73)	(16)
재고자산감소(증가)	(54)	(6)	115	(132)	(18)
매입채무증가(감소)	16	44	(63)	9	10
기타	12	21	(43)	1	1
투자현금	(65)	(171)	(45)	(53)	(55)
단기투자자산감소	(9)	(134)	16	(5)	(5)
장기투자증권감소	0	0	0	0	0
설비투자	45	41	37	41	43
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(8)	(28)	(22)	(4)	(4)
재무현금	(16)	(44)	(30)	(13)	(13)
차입금증가	(3)	(26)	(6)	0	0
자본증가	(13)	(18)	(25)	(13)	(13)
배당금지급	11	12	13	13	13
현금 증감	(14)	102	71	(127)	54
기초현금	132	117	220	291	164
기말현금	117	220	291	164	218
Gross Cash flow	165	303	110	134	146
Gross Investment	134	7	1	242	74
Free Cash Flow	32	296	108	(108)	72

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,488	1,669	1,586	1,668	1,755
증가율(%)	10.8	12.2	(5.0)	5.2	5.2
매출원가	946	1,007	1,054	1,136	1,188
매출총이익	543	662	533	532	567
판매 및 일반관리비	433	416	433	432	454
기타영업손익	8	(4)	4	(0)	5
영업이익	110	247	99	100	113
증가율(%)	16.0	124.4	(59.6)	0.8	12.7
EBITDA	144	284	109	140	154
증가율(%)	17.4	97.6	(61.4)	28.1	9.6
영업외손익	(13)	(5)	2	1	1
이자수익	2	6	12	9	9
이자비용	7	9	8	8	8
지분법손익	(0)	1	0	0	0
기타영업외손익	(8)	(3)	(2)	0	0
세전순이익	97	242	101	101	114
증가율(%)	20.6	148.6	(58.1)	(0.1)	12.7
법인세비용	17	28	(10)	10	11
당기순이익	80	214	111	91	103
증가율(%)	88.8	167.1	(48.1)	(17.9)	12.7
지배주주지분	81	213	108	92	104
증가율(%)	89.5	162.5	(49.0)	(15.2)	12.7
비지배지분	(1)	1	2	(1)	(1)
EPS(원)	5,865	15,397	7,857	6,977	7,862
증가율(%)	89.5	162.5	(49.0)	(11.2)	12.7
수정EPS(원)	5,865	15,397	7,857	6,977	7,862
증가율(%)	89.5	162.5	(49.0)	(11.2)	12.7

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	5,865	15,397	7,857	6,977	7,862
BPS	51,918	64,900	64,497	70,473	77,335
DPS	869	1,002	1,000	1,000	1,000
밸류에이션(배, %)					
PER	12.8	8.1	10.5	11.9	10.5
PBR	1.4	1.9	1.3	1.2	1.1
EV/ EBITDA	7.6	5.3	8.6	7.6	6.5
배당수익율	1.2	0.8	1.2	1.2	1.2
PCR	6.3	5.7	10.4	8.2	7.5
수익성(%)					
영업이익율	7.4	14.8	6.3	6.0	6.4
EBITDA이익율	9.6	17.0	6.9	8.4	8.8
순이익율	5.4	12.8	7.0	5.5	5.8
ROE	13.6	29.6	13.0	10.3	10.6
ROIC	13.6	32.9	11.6	12.7	12.3
안정성 (배, %)					
순차입금/자기자본	17.6	(17.5)	(23.8)	(8.7)	(13.7)
유동비율	190.7	185.1	256.9	272.8	290.3
이자보상배율	16.1	26.6	12.2	12.6	14.2
활동성 (회)					
총자산회전율	1.4	1.3	1.1	1.2	1.2
매출채권회전율	5.8	5.6	5.6	5.8	5.3
재고자산회전율	6.0	6.3	6.5	5.7	4.8
매입채무회전율	7.8	7.3	7.3	8.9	8.9

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
 당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
 조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
 동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
 동 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
 동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
 따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)

당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2024.12.31 기준)

