

종근당 (185750)

투자의견	BUY (유지)
목표주가	150,000 원(유지)
현재주가	108,500 원(03/19)
시가총액	1,429 (십억원)

중장기 전략 변화에 주목할 때

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

- 목표주가 150,000원 및 투자의견 BUY 유지
- 2024년 예상 매출액: 1.56조원(2023년 CKD501 제외한 매출액 1.56조원 수준 예상). 케이캡 매출 감소분(약 1,400억원)은 고텍스 및 펙수클루 코마케팅, 프롤리아 등 주력 제품들의 고른 매출 성장으로 상쇄 가능할 것, 매출 비중 상위 품목들이 고르게 성장하고 있고, 빠른 신제품 출시가 시기 적절하게 진행되고 있음
- 2024년 예상 영업이익: 1,120억원(2023년 CKD501 제외한 영업이익 대비 -21%yoy), R&D 비용 증가 예상
- 종근당 투자 포인트: 변화하는 중장기 전략 → 단기적 실적 모멘텀보다 중장기 전략 변화를 주목
 - ① 노바티스에게 기술 이전 이후 신약 개발 파이프라인 개발 역량 강화 중, 이중항체 국내 임상 1상, ADC 전임상 진행 중, 초기 임상 결과는 2025년 확인 가능할 것, 이후 기술이전 추진 예정
 - ② 지속가능한 성장을 위한 적극적 투자가 진행되어야 할 것: 기술이전 이후 가용자금 3천억원의 활용방안 모색 중
 - ③ 경쟁관계에서 협력에 기반한 상생 관계로 전환: 대웅제약, 셀트리온 제약 등과 펙수클루, 고텍스 코마케팅
- CKD510(2023년 11월 노바티스에게 기술 이전): 임상 2상은 2024년 하반기에 시작될 것으로 예상됨, 임상 2상 중간 데이터(2025년 하반기로 예상) 결과에 따라 마일스톤 유입 가능, 신제품 지텍은 2024년 하반기 출시 기대

주가(원, 03/19)	108,500
시가총액(십억원)	1,429

발행주식수	13,174천주
52주 최고가	139,000원
최저가	72,900원
52주 일간 Beta	0.81
60일 일평균거래대금	79억원
외국인 지분율	13.1%
배당수익률(2023E)	0.8%

주주구성	
종근당홀딩스 (외 6인)	38.9%
국민연금공단 (외 1인)	8.4%

주가상승(%)	1M	6M	12M
상대기준	-2.8	18.0	33.8
절대기준	-1.4	22.3	45.9

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	150,000	150,000	-
영업이익(24E)	112	119	▼
영업이익(25E)	118	125	▼

12월 결산(십억원)	2021A	2022A	2023P	2024E
매출액	1,344	1,488	1,666	1,555
영업이익	95	110	247	112
세전손익	81	97	246	108
당기순이익	42	80	218	86
EPS(원)	3,243	6,145	16,524	6,927
증감률(%)	-53.4	89.5	168.9	-58.1
PER(배)	31.2	12.8	6.6	15.8
ROE(%)	7.6	13.6	30.8	10.5
PBR(배)	2.0	1.5	1.7	1.6
EV/EBITDA(배)	11.2	7.6	5.1	9.3

자료: 유진투자증권, 2023년 매출액 및 영업이익에는 기술 수출료(일회성) 1,061 억원이 반영되어 있음



변화하는 중장기 전략

변화하는 중장기 전략에 초점을 두어야 한다

2024년 종근당의 투자 포인트는 단기적 실적 모멘텀이 아니라 변화하는 중장기 전략에 초점을 두어야 한다. 아직 중장기 전략이 명확하게 가시화되지는 않았기에 전략 실행 시기가 명확해지는 시점에 종근당의 기업가치는 레벨 업 할 것으로 예상된다. 당사는 2024년 하반기~2025년 중으로 명확하게 나타날 것으로 기대하고 있다.

3,000억원의 투자금액 활용방안 모색 중

2023년 11월 노바티스에게 기술 이전 후 1천억원에 달하는 계약금이 유입되었다. 종근당은 보유하고 있던 현금과 합쳐 3,000억원에 달하는 투자금액을 확보하였다. 종근당이 국내 영업에서 2022년 약 1천억원의 영업이익을 창출했던 것을 감안하면 2023년에는 1년 영업이익에 해당하는 순현금이 한 번의 기술 이전을 통해 유입되었다.

동 계기로 종근당의 변화가 감지된다.

1. 신약 파이프라인 개발 역량 강화
2. 적극적 투자
3. 경쟁사들과 상생 관계로 전환

종근당은 신약 개발 파이프라인 개발 역량을 더 강화하고 있다. 이중항체 국내 임상 1상 및 ADC 전임상이 적극적으로 진행될 예정이며, 초기 임상 결과는 2025년 확인 가능할 것이다. 종근당은 그 결과에 따라 기술이전 추진을 준비할 것으로 예상된다

종근당의 지속가능한 성장을 위한 투자가 진행되어야 할 것으로 판단한다. 종근당은 기술이전 이후 가용자금 3천억원의 활용방안을 모색 중이다.

국내 마케팅 전략도 적극적으로 변화하고 있다. 대웅제약, 셀트리온 제약 등과 코마케팅을 추진하면서 경쟁관계에서 협력을 통한 상생 관계로 전환하고 있다.

도표 1. 종근당 시가총액 및 이벤트 차트



자료: 유진투자증권 추정

2024년 실적 전망

목표주가는 종근당에 대해 목표주가 150,000 원 및 투자의견 BUY 를 유지한다. 목표주가는 2024년 예상 순이익 x Target P/E 22.5 배를 적용하였다. 2023년 잠정 실적을 반영하여 실적을 미세 조정하였으나 목표주가에 미치는 영향은 미미하다.

매출액의 10%에 달했던 케이캡 매출 공백이 있으나 충분히 상쇄 가능할 것 2024년 예상 매출액은 1.56조원으로 2023년 대비 6.7% 감소할 것으로 예상되나 CKD510 기술 이전에 따른 일회성 수익 1,061억원을 제외한 매출액과는 유사할 것으로 예상된다. 2024년의 낮은 매출 성장률은 연 판매액이 1,400억 원에 달했던 케이캡의 매출 공백에 기인한다. 매출액의 약 10%를 차지했던 케이캡의 매출 공백에도 불구하고 대웅제약과 펙수클루 코마케팅, 셀트리온 제약과의 고덱스 코마케팅 및 프롤리아 등 주력 제품들의 고른 매출 성장으로 케이캡 매출 감소분은 상쇄 가능할 것으로 추정된다. 매출 비중 상위 품목들이 고르게 성장하고 있고, 빠른 신제품 출시가 시기 적절하게 진행되고 있다. 참고로 하반기 신제품 지텍의 출시와 시장 침투 속도, 펙수클루 코마케팅 수익 분배 방식에 따라서 매출 상향 여지는 있다.

도표 2. 종근당 주요 제품별 매출액 추이 (십억원)

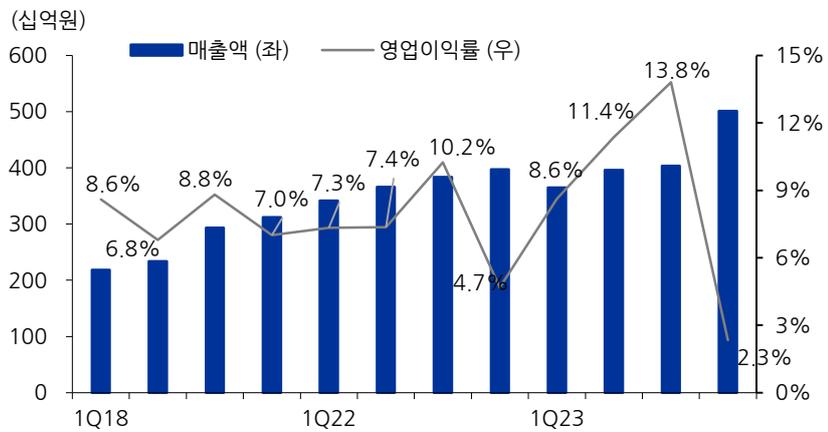
제품	치료 영역	2018	2019	2020	2021	2022	2023
자누비아	당뇨병	133	141	147	154	139	113
케이캡	항궤양		33	72	108	122	138
프롤리아	골다공증		30	53	75	96	116
글리아티린	치매	53	60	66	74	82	87
아토젠	고지혈증	36	55	68	77	80	89
달라트렌	고혈압	44	47	51	52	53	60
이모든	치주질환, 골관절염	32	35	40	46	48	48
타그로벨	면역억제제	30	33	38	42	44	46
텔미누보	고혈압	28	32	34	69	41	41
리피로우	고지혈증	39	38	43	23	25	30
프리베나	폐렴구균		27	74	15	20	18
마이렙트	면역억제제		11	12	15	15	17
사이폴	면역억제제	11	26	30	30	30	31
타크로리무스(수술)	면역억제제	25	13	13	14	17	17
듀비에	당뇨병		16	19	18	19	17
큐시미아	식욕억제			20	23	26	30
올루미언트	자가면역질환				13	16	20
텔미트렌	고혈압					16	17
벤포벨	비타민					17	22
원더독스	보툴리눔 독신 제제						19

자료: 종근당 사업보고서, 유진투자증권

2022년 수준의
영업이익률 7.2%
예상

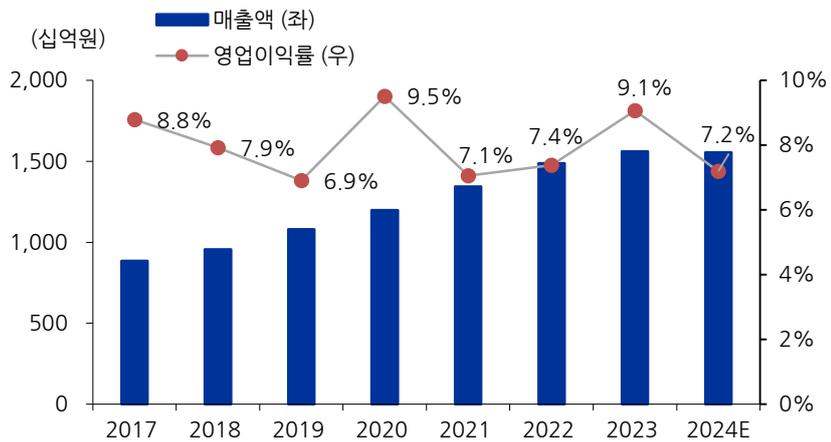
2024년 예상 영업이익은 1,120억원으로 2023년 CKD501 제외한 영업이익 대비 21%yoy 감소할 전망이다. 이는 2023년에 이례적으로 R&D 투자가 축소되면서 높은 이익 성장으로 나타났기 때문이다. 2024년에는 R&D 비용이 다시 증가할 것을 감안하였고, 펙수클루 및 고덱스 코마케팅 이익률이 케이캡 코마케팅 이익률보다 낮을 것으로 예상되어 수익률이 다소 하락할 것으로 추정한다. 2022년 수준의 영업이익률을 예상한다.

도표 3. 종근당 분기별 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



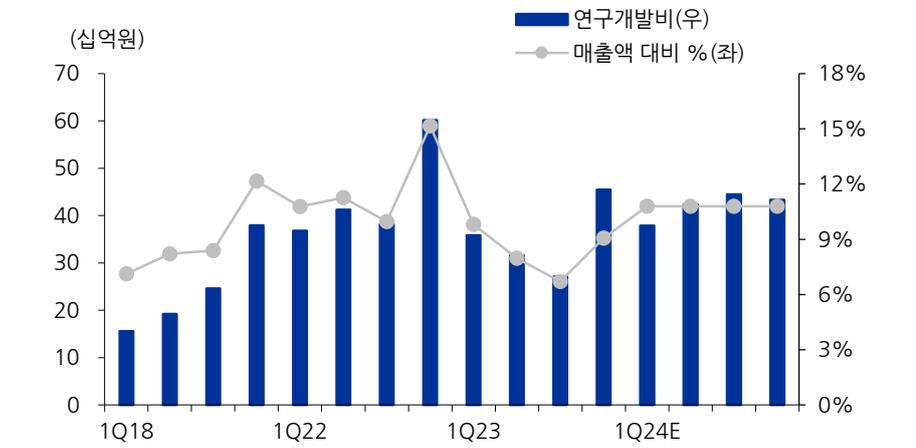
자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 4. 종근당 연간 매출액 및 영업이익률 추이 및 전망



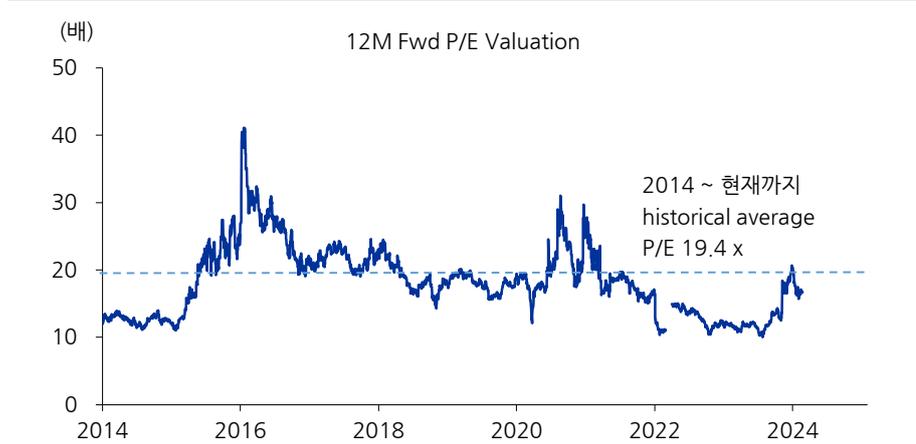
자료: Quantwise, 유진투자증권

도표 5. 종근당 연구개발비 추이 및 전망:
2023년 이례적으로 감소한 R&D 투자가 2024년에는 증가할 전망



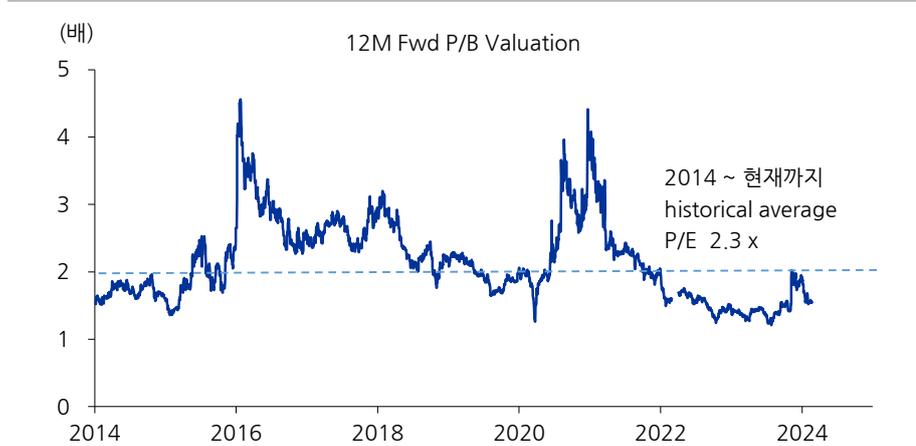
자료: 유진투자증권

도표 6. 종근당 P/E valuation 추이



자료: 유진투자증권

도표 7. 종근당 P/B valuation 추이



자료: 유진투자증권

종근당(185750.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
자산총계	1,047	1,125	1,296	1,328	1,418
유동자산	667	714	839	857	932
현금성자산	132	126	229	264	310
매출채권	232	285	302	282	297
재고자산	225	270	275	278	292
비유동자산	380	411	457	471	486
투자자산	63	75	92	94	96
유형자산	296	309	317	330	344
기타	21	27	48	47	46
부채총계	481	504	505	461	471
유동부채	320	374	454	411	420
매입채무	180	202	220	176	185
유동성이자부채	102	124	186	186	186
기타	38	48	48	49	49
비유동부채	161	129	50	51	51
비유동이자부채	135	111	35	35	35
기타	26	18	15	16	16
자본총계	566	621	791	867	947
지배지분	566	622	791	867	947
자본금	29	30	31	31	31
자본잉여금	266	265	263	263	263
이익잉여금	302	376	585	661	741
기타	(31)	(49)	(89)	(89)	(89)
비지배지분	(0)	(1)	0	0	0
자본총계	566	621	791	867	947
총차입금	237	236	221	221	221
순차입금	105	109	(8)	(43)	(89)

현금흐름표

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업현금	13	68	194	99	113
당기순이익	42	80	218	86	91
자산상각비	27	34	37	39	40
기타비현금성손익	63	50	(16)	1	1
운전자본증감	(68)	(77)	(43)	(27)	(19)
매출채권감소(증가)	(7)	(51)	(18)	20	(14)
재고자산감소(증가)	(54)	(54)	(15)	(3)	(14)
매입채무증가(감소)	(19)	16	15	(44)	9
기타	12	12	(26)	0	0
투자현금	(91)	(65)	(48)	(53)	(56)
단기투자자산감소	5	(9)	6	(0)	(0)
장기투자증권감소	0	0	0	0	0
설비투자	48	45	42	47	49
유형자산처분	0	0	0	0	0
무형자산처분	(4)	(8)	(25)	(4)	(4)
재무현금	85	(16)	(38)	(11)	(11)
차입금증가	98	(3)	(24)	0	0
자본증가	(13)	(13)	(13)	(11)	(11)
배당금지급	11	11	12	11	11
현금 증감	8	(14)	109	35	46
기초현금	124	132	117	226	261
기말현금	132	117	226	261	307
Gross Cash flow	135	165	245	126	132
Gross Investment	163	134	97	80	75
Free Cash Flow	(29)	32	148	46	57

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,344	1,488	1,666	1,555	1,633
증가율(%)	3.1	10.8	12.0	(6.6)	5.0
매출원가	848	946	1,006	1,011	1,062
매출총이익	496	543	660	544	572
판매 및 일반관리비	401	433	414	432	454
기타영업손익	10	8	(4)	4	5
영업이익	95	110	247	112	118
증가율(%)	(23.5)	16.0	124.3	(54.6)	5.0
EBITDA	122	144	284	151	158
증가율(%)	(17.2)	17.4	97.9	(46.9)	4.6
영업외손익	(14)	(13)	(1)	(4)	(4)
이자수익	1	2	4	3	3
이자비용	4	7	9	8	8
지분법손익	(1)	(0)	0	0	0
기타영업외손익	(10)	(8)	4	1	1
세전순이익	81	97	246	108	113
증가율(%)	(33.9)	20.6	153.0	(56.1)	5.0
법인세비용	38	17	28	22	23
당기순이익	42	80	218	86	91
증가율(%)	(53.1)	88.8	172.5	(60.4)	5.0
지배주주지분	43	81	218	87	91
증가율(%)	(53.4)	89.5	168.9	(60.0)	5.0
비지배지분	(0)	(1)	0	(1)	(1)
EPS(원)	3,243	6,145	16,524	6,927	7,272
증가율(%)	(53.4)	89.5	168.9	(58.1)	5.0
수정EPS(원)	3,243	6,145	16,524	6,927	7,272
증가율(%)	(53.4)	89.5	168.9	(58.1)	5.0

주요투자지표

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	3,243	6,145	16,524	6,927	7,272
BPS	49,537	51,918	62,934	68,951	75,313
DPS	867	910	910	910	910
밸류에이션(배, %)					
PER	31.2	12.8	6.6	15.8	15.1
PBR	2.0	1.5	1.7	1.6	1.5
EV/ EBITDA	11.2	7.6	5.1	9.3	8.6
배당수익률	0.9	1.2	0.8	0.8	0.8
PCR	9.9	6.3	5.9	10.9	10.4
수익성(%)					
영업이익률	7.1	7.4	14.8	7.2	7.2
EBITDA이익률	9.1	9.6	17.0	9.7	9.7
순이익률	3.2	5.4	13.1	5.6	5.6
ROE	7.6	13.6	30.8	10.5	10.1
ROIC	8.5	13.6	30.5	11.7	11.7
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	18.6	17.6	(1.0)	(4.9)	(9.4)
유동비율	208.3	190.7	184.7	208.8	221.9
이자보상배율	23.5	16.1	27.6	13.3	14.0
활동성(회)					
총자산회전율	1.3	1.4	1.4	1.2	1.2
매출채권회전율	5.9	5.8	5.7	5.3	5.6
재고자산회전율	6.5	6.0	6.1	5.6	5.7
매입채무회전율	7.1	7.8	7.9	7.9	9.1

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 제3자에게 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 제작물로서 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 증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함) 당사 투자의견 비율(%)

· STRONG BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 증가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 증가대비 -10%이상 ~ +15%미만	3%
· REDUCE(매도)	추천기준일 증가대비 -10%미만	1%

(2023.12.31 기준)

