종근당 (185750)



하현수 제약/바이오
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

CKD-510, 심방세동 가치 반영

심방 세동으로 2상 개시

CKD-510(PKN605)은 23년 노바티스에 L/O되었으며 25년 중순 동사 공시를 통해 임상 2상 진입이 확인. Clinical trials를 통해 확인된 CKD-510의 2상 적응증은 심방 세동으로 총 165명의 환자를 대상으로 CKD-510(고용량), CKD-510(저용량)과 placebo군으로 진행될 예정.

CKD-510은 HDAC6를 억제하는 저분자 물질로 HDAC6는 세포 골격 등을 유지하는 미세소관의 α-tubulin의 deacetylation을 야기. Acetylated α-tubulin의 감소는 미세 소관의 불안정성 및 칼슘 이온 농도의 비정상화 등을 초래. CKD-510은 22년 ESC에서 동물 모델에서 acetylated α-tubulin의 증가, Calpain(칼슘 의존 활성 단백질)의 활성 등을 낮추는 결과 확인.

고령 인구에서 흔한 심방 세동

심방 세동 유병률은 연령 증가에 따라 증가하는 것으로 알려져 있으며, 뇌졸중 발생 위험 등을 높임. 혈전 발생 위험이 높은 고령 환자는 고위험군으로 분류되며, 고령 인구 증가에 따라 심방 세동 환자 증가 및 치료 환자 수는 빠르게 증가할 것으로 전망.

투자 의견 Buy, 목표 주가 13만원으로 상향

매수 의견을 유지하며 목표 주가를 기존 11만원에 13만원으로 상향. 목표 주가 상향은 CKD-510의 심방 세동 적응증 가치(2,386억원) 반영에 기인.

케이캡, 프롤리아 등 주요 품목의 계약 만료, 약가 인하 등으로 역성장이 지속되어 왔으나, 신규 품목 도입으로 매출액은 성장. 26년 연간 매출액 1조 7,589억원(+4.6%), 영업이익 807억원(+0.7%)로 예상. 도입 품목 증가로 수익성은 낮아졌으나 외형 성장이 이익 증가로 이어질 것으로 판단.

BUY (M)

목표주가	130,000원 (U)
직전 목표주가	110,000원
현재주가 (3/30)	90,100원
상승여력	44%

시가총액	12,436억원
총발행주식수	13,802,780주
60일 평균 거래대금	36억원
60일 평균 거래량	40,707주
52주 고/저	97,700원 / 71,200원
외인지분율	16.51%
배당수익률	0.60%
주요주주	종근당홀딩스 외 5 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(3.5)	8.7	14.3
상대	14.1	(13.2)	(44.6)
절대 (달러환산)	(8.4)	3.2	10.6

Quarterly earning Forecasts (십억원, %)

	1Q26E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	415	4.1	-2.3	441	-5.9
영업이익	16	26.2	-34.1	16	-1.6
세전계속사업이익	17	9.2	-46.5		
지배순이익	14	0.2	-57.8	14	0.6
영업이익률 (%)	3.9	+0.7 %pt	-1.9 %pt	3.7	+0.2 %pt
지배순이익률 (%)	3.4	-0.1 %pt	-4.4 %pt	3.2	+0.2 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 별도) (십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2024A	2025A	2026F	2027F
매출액	1,559	1,681	1,759	1,804
영업이익	88	80	81	85
지배순이익	108	87	70	76
PER	13.1	13.2	17.9	16.3
PBR	1.5	1.1	1.1	1.0
EV/EBITDA	10.2	9.4	9.5	8.9
ROE	12.7	9.2	6.6	6.7

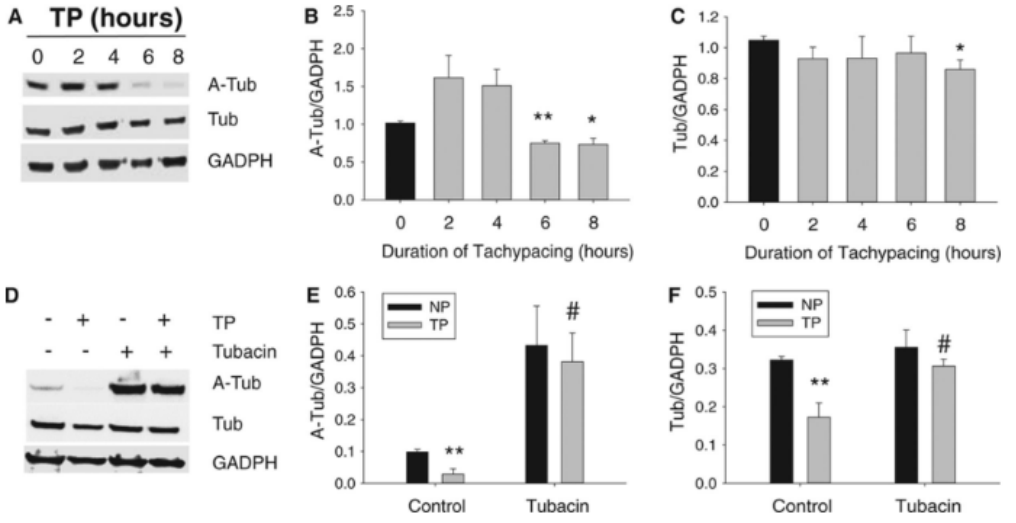
자료: 유안타증권

CKD-510(PKN605), 심방 세동으로 2상 진입

CKD-510(PKN605, HDAC6i)은 23년 노바티스에 약 13억 달러(계약금 8천만 달러)에 기술 이전되었으며 25년 5월 임상 IND 신청에 따른 마일스톤(500만 달러) 수령을 동사가 공시하며 후속 임상 진입이 확인되었다. Clinical trials에 따르면 노바티스는 심방 세동 환자를 대상으로 CKD-510 임상 2상을 진행할 예정이며, 1차 지표로 24주간의 ECG 패치 모니터링 기간 내 심방 세동 빈도 등을 평가할 예정이다.

HDAC은 히스톤 단백질의 deacetylation 효소로 HDAC6는 세포질에 존재하고 있어 미세소관의 α-tubulin의 deacetylation을 시키는 역할을 한다. 심방의 빈맥은 HDAC6의 발현과 활성을 증가시키며, 이는 acetylated α-tubulin 감소와 미세소관의 불안정성으로 인한 칼슘 이온 비정상화 및 calpain 단백질 활성 등을 높이게 된다. Calpain 단백질은 칼슘 이온에 의해 활성화 되는 단백질로 이들의 증가는 심근 세포의 단백질 안정성에 영향을 주어 심방 세동 진행 및 심장 기능에 손상을 야기하게 된다. CKD-510은 22년 ESC에서 심방 세동을 유도한 동물 모델에서 acetylated α-tubulin의 증가와 calpain 활성 등을 낮추는 결과를 발표하며 치료제로서의 가능성을 보여준 바 있다.

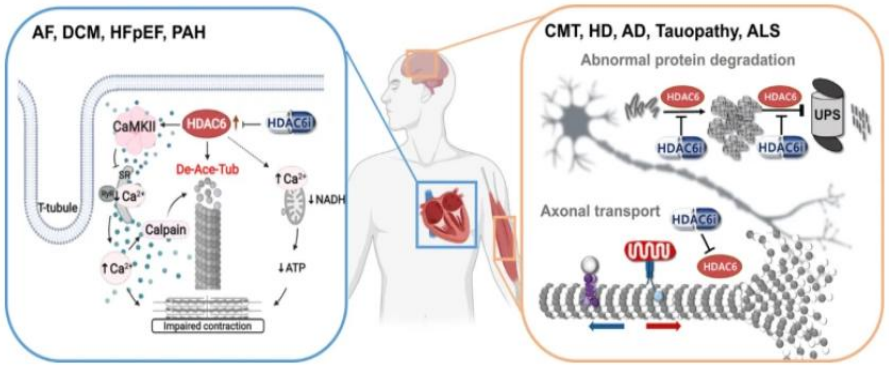
Tachypacing에 따른 Acetylated tubulin 변화



Tubacin: HDAC6 inhibitor

자료: Circulation, 유안타증권 리서치센터

CKD-510 개발 가능 적응증



자료: Nature, 유안타증권 리서치센터

노바티스 임상 2 상 파이프라인

Cardiovascular, Renal and Metabolic

Code	Name	Mechanism	Indication(s)
DII235	DII235	siRNA targeting Lp(a) mRNA	CVRR-Lp(a)
LNP023	Fabhalta®	CFB inhibitor	Lupus nephritis
			ANCA associated vasculitis
LTP001	LTP001	SMURF1 inhibitor	Pulmonary arterial hypertension[1]
			Idiopathic pulmonary fibrosis
PAC001	pacibekitug	Anti-IL-6 mAb	ASCVD
PKN605	PKN605	HDAC6 Inhibitor	Atrial Fibrillation
QCZ484	QCZ484	-	Hypertension
TIN816	TIN816	ATP modulator	Acute kidney injury

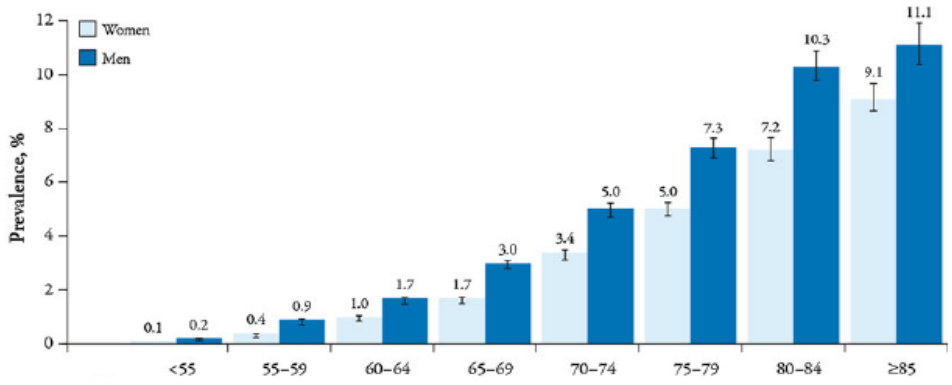
자료: Novartis, 유안타증권 리서치센터

심방 세동, 고령일수록 유병률 증가

심방 세동은 연령이 높아질수록 유병률이 높아지는 것으로 알려져 있다. 또한 비정상적인 심방 수축과 짧은 수축 빈도로 인해 심박출량이 줄어들게 되며, 심방 내 혈액 저류로 인해 혈전 생성 가능성을 높이게 된다. 정상적인 심박동 회복을 위해 수술이나 약물 치료 등이 사용되며 이 중 약물 치료를 받는 환자는 약 70%로 알려져 있다. 또한 높은 혈전 발생 가능성으로 인해 심방 세동 환자는 정상인에 비해 뇌졸중 발생 위험이 4~5배 높아, 65세 이상이거나 심부전, 고혈압 등 동반 질환을 가진 고위험군 환자들의 경우 혈전 발생 가능성을 낮추기 위한 항응고제 투약이 필요하다.

고령 인구가 늘어나면서 심방 세동 환자 수의 동반 증가가 예상되며, 고령의 심방 세동 환자가 고위험군에 속함에 따라 치료를 받는 환자 증가는 더욱 빠를 것으로 전망한다.

심방 세동 유병률



자료: Cardiology therapy, 유안타증권 리서치센터

CKD-510 가치는 약 2,400억원 추정

심방 세동 적응증 개발에 따른 동사 CKD-510의 rNPV는 2,386억원으로 추정한다. CKD-510 가치는 미국 내 심방 세동 환자 중 rhythm control 약물 치료를 받는 환자들을 기반으로 미국 내 예상 매출액을 추정했으며, 미국 외 매출액은 최근 5년(21~25)간 엔트레스토의 미국 및 미국 외 매출액 비율을 통해 산출했다.

CKD-510의 로열티율은 10%로 가정했으며, 로열티 수취 기간은 발매 후 10년, 특허만료일 또는 허가독점권 만료일 중 가장 늦게 도래하는 시점이나 보수적으로 출시 후 10년 동안 수취가 가능한 것으로 가정했으며, 개발 성공률을 심혈관계 질환 신약의 2상부터 허가까지의 성공률인 9.6%를 적용했다. CKD-510은 HDAC6를 억제하는 기전으로 임상 2상에서 유의미한 심방 세동 개선 효과가 확인된다면 노바티스의 임상 적응증 확대 및 파이프라인 가치 상승으로 이어질 것으로 기대한다.

종근당 목표주가 산정 (단위: 십억원, 천주, 원)

부문	기업 가치	비고
1. 영업 가치	1,451	12MF EBITDA 1,209억원 EV/EBITDA Multiple 12x 적용
2. CKD-510 가치	239	34년 출시, 미국 연간 약가 10,000$ 가정
3. 순차입금	(91)	26말 예상
4. 총 기업가치	1,780	1+2-3
5. 총 주식수	13,803	
6. 주당 가치	128,963	5/6
7. 목표주가	130,000	

자료: 유안타증권 리서치센터

CKD-510 rNPV (단위: 천명, 백만달러, 십억원)

		32F	33F	34F	35F		41F	42F	43F
AF(US, 연1%증가)		13,671	13,808	13,946	14,085		14,952	15,101	15,252
Non Permanent(50%)		6,836	6,904	7,043	7,113		7,476	7,551	7,626
Rhythm Control(32%)		2,187	2,209	2,231	2,254		2,392	2,416	2,440
약물 치료(70%)		1,531	1,546	1,562	1,578		1,675	1,691	1,708
시장 점유율		0%	0%	2%	8%		30%	30%	30%
매출액(US)		156	1,262	2,549	3,862	…	5,024	5,074	5,125
매출액(ex-US)		166	1,338	2,702	4,094		5,325	5,379	5,432
로열티(10%)		32	260	525	796		1,035	1,045	1,056
FCF(80%)		26	208	420	636		828	836	845
PV of FCF(연 10%할인)	1,714								
rNPV(성공률 9.6%)	165								
원화가치(1450원 적용)	239								

자료: 유안타증권 리서치센터

저조한 이익율은 지속되나 외형 확대 전망

동사는 자누비아/자누메트와 프롤리아 시밀러가 각각 23년과 25년 제네릭(바이오시밀러) 출시에 따른 약가 인하와 케이캡 공동 판매 종료에 따른 매출 공백 영향 등으로 영업 이익은 역성장 추세에 있으나, 신규 품목 도입을 통해 25년 매출액 1조 6,812억원(+7.8%)를 기록하며, 케이캡 공동 판매 종료 전인 23년 매출액(1조 6,496억원)을 상회했다.

26년 연간 실적은 매출액 1조 7,589억원(+4.6%), 영업이익 807억원(+0.7%, OPM 4.6%)로 추정하며 기존 품목의 전반적인 매출 하락에도 불구하고 신규 품목 도입이 증가하며 전체 매출 증가로 이어질 것으로 예상한다. 다만, 도입 품목 비중이 증가하며 낮은 영업 이익율은 26년에도 유지될 것으로 보이며, 도입 신약 비중이 증가하며 약가 제도 개편에 따른 제네릭 약가 산정률 변화(53.55%→45%) 영향은 제한적일 것으로 판단한다.

종근당 실적 전망 (단위: 십억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26E	2Q26E	3Q26E	4Q26E	2024	2025	2026E
매출액	399.1	429.6	427.4	425.1	415.3	450.8	441.3	451.4	1559.3	1681.2	1758.9
YoY	12.9%	11.6%	4.6%	3.1%	4.1%	4.9%	3.2%	6.2%	(5.5%)	7.8%	4.6%
자누비아/자누메트	18.2	18.8	19.0	18.3	18.0	18.6	18.8	18.1	80.8	74.3	73.5
프롤리아	45.0	37.2	33.0	31.6	31.0	30.1	29.7	29.4	0	146.7	120.2
고덱스	17.1	19.2	18.0	17.5	17.6	19.4	18.5	18.0	50.6	71.8	73.5
펙수클루	18.9	18.8	19.0	20.0	19.3	19.9	20.2	21.2	44.2	76.8	80.7
글리아티린	21.0	23.1	23.2	13.4	12.6	12.7	11.6	10.4	136.7	80.6	47.3
아토젯	26.6	28.0	28.2	27.0	28.2	29.4	26.0	25.1	92.9	109.8	108.7
딜라트렌	12.0	16.5	14.6	13.0	14.3	15.5	14.0	12.2	102.7	56.1	56.1
이모튼	12.9	12.1	14.8	14.3	13.9	14.1	15.4	15.0	67.0	54.1	58.4
타크로벨	11.3	12.4	12.7	12.5	11.8	12.2	12.2	12.0	51.5	48.9	48.2
텔미누보	11.7	12.7	12.4	13.9	12.2	13.3	11.6	13.0	45.7	50.7	50.1
큐시미아	6.5	8.3	10.5	4.3	6.9	7.5	8.0	4.0	33.3	29.6	26.4
기타	197.9	222.5	222.0	239.4	229.5	258.1	255.3	272.9	805.9	881.7	1015.8
매출 총이익	122.4	133.1	134.8	130.1	127.5	138.4	135.9	139.0	514.7	520.4	540.9
판매 관리비	109.5	110.9	114.3	105.5	111.3	117.7	114.3	116.9	426.6	440.3	460.2
영업 이익	12.8	22.2	20.5	24.6	16.2	20.7	21.6	22.1	88.1	80.1	80.7
YoY	(52.0%)	(21.9%)	(18.7%)	216.7%	26.2%	(6.5%)	5.4%	(10.0%)	(63.4%)	(9.1%)	0.7%
OPM	3.2%	5.1%	4.8%	5.8%	3.9%	4.6%	4.9%	4.9%	5.7%	4.8%	4.6%

자료: 유안타증권 리서치센터

종근당 (185750) 추정재무제표 (K-IFRS 별도)

손익계산서 (단위: 십억원)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액	**1,559**	**1,681**	**1,759**	**1,804**	**1,854**
매출원가	1,045	1,161	1,218	1,249	1,283
매출총이익	515	520	541	556	571
판관비	427	440	460	470	483
영업이익	**88**	**80**	**81**	**85**	**88**
EBITDA	127	124	121	119	116
영업외손익	8	10	4	8	11
외환관련손익	3	-2	0	0	0
이자손익	5	1	4	7	11
관계기업관련손익	5	0	0	0	0
기타	-6	11	0	0	0
법인세비용차감전순손익	96	90	85	93	99
법인세비용	-12	4	15	17	18
계속사업순손익	108	87	70	76	81
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	108	87	70	76	81
지배지분순이익	**108**	**87**	**70**	**76**	**81**
포괄순이익	106	127	74	81	86
지배지분포괄이익	106	127	74	81	86

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

현금흐름표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
영업활동 현금흐름	**54**	**70**	**277**	**299**	**301**
당기순이익	108	87	70	76	81
감가상각비	35	37	32	26	21
외환손익	-3	0	0	0	0
종속,관계기업관련손익	-5	0	0	0	0
자산부채의 증감	-75	-67	142	160	160
기타현금흐름	-5	13	34	36	39
투자활동 현금흐름	**3**	**-249**	**-4**	**0**	**0**
투자자산	-3	-34	-1	-1	-1
유형자산 증가 (CAPEX)	-38	-140	0	0	0
유형자산 감소	0	1	0	0	0
기타현금흐름	44	-74	-3	1	1
재무활동 현금흐름	**-59**	**169**	**-6**	**-7**	**-7**
단기차입금	-27	27	0	0	0
사채 및 장기차입금	-2	155	0	0	0
자본	0	8	0	0	0
현금배당	-13	-14	-7	-7	-7
기타현금흐름	-17	-7	0	0	0
연결범위변동 등 기타	3	0	-159	-197	-200
현금의 증감	**2**	**-10**	**108**	**96**	**95**
기초 현금	213	215	205	313	409
기말 현금	215	205	313	409	503
NOPLAT	**99**	**80**	**81**	**85**	**88**
FCF	**16**	**-70**	**277**	**299**	**301**

재무상태표 (단위: 십억원)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
유동자산	**939**	**1,073**	**1,233**	**1,352**	**1,471**
현금및현금성자산	215	205	313	409	503
매출채권 및 기타채권	298	302	321	329	338
재고자산	350	424	450	462	474
비유동자산	491	714	675	642	614
유형자산	306	419	387	361	339
관계기업등 지분관련자산	6	9	10	10	10
기타투자자산	42	108	109	109	109
자산총계	**1,430**	**1,787**	**1,908**	**1,994**	**2,085**
유동부채	358	510	531	541	551
매입채무 및 기타채무	255	273	290	297	305
단기차입금	62	88	88	88	88
유동성장기부채	0	70	70	70	70
비유동부채	187	273	278	280	282
장기차입금	10	0	0	0	0
사채	100	191	191	191	191
부채총계	**546**	**783**	**810**	**821**	**833**
지배지분	885	1,004	1,099	1,173	1,252
자본금	33	35	35	35	35
자본잉여금	262	268	268	268	268
이익잉여금	662	740	803	872	947
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	**885**	**1,004**	**1,099**	**1,173**	**1,252**
순차입금	**-111**	**24**	**-91**	**-189**	**-287**
총차입금	177	359	359	359	359

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
EPS	7,803	6,289	5,046	5,524	5,880
BPS	67,347	76,353	83,393	89,010	95,000
EBITDAPS	9,232	9,011	8,760	8,620	8,427
SPS	112,973	121,801	127,431	130,716	134,299
DPS	1,050	500	500	500	500
PER	**13.1**	**13.2**	**17.9**	**16.3**	**15.3**
PBR	**1.5**	**1.1**	**1.1**	**1.0**	**0.9**
EV/EBITDA	**10.2**	**9.4**	**9.5**	**8.9**	**8.2**
PSR	**0.9**	**0.7**	**0.7**	**0.7**	**0.7**

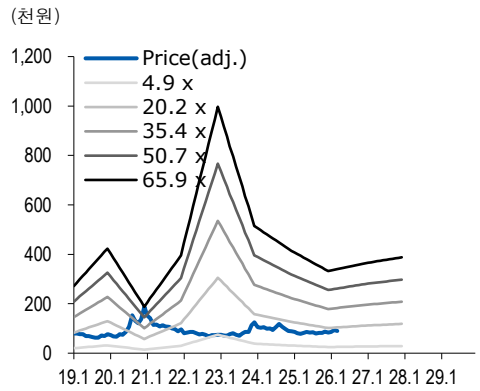
재무비율 (단위: 배, %)

결산(12월)	2024A	2025A	2026F	2027F	2028F
매출액 증가율 (%)	**-5.5**	**7.8**	**4.6**	**2.6**	**2.7**
영업이익 증가율 (%)	**-63.4**	**-9.1**	**0.7**	**5.9**	**3.3**
지배순이익 증가율 (%)	**-48.4**	**-19.4**	**-19.8**	**9.5**	**6.5**
매출총이익률 (%)	33.0	31.0	30.8	30.8	30.8
영업이익률 (%)	**5.7**	**4.8**	**4.6**	**4.7**	**4.8**
지배순이익률 (%)	6.9	5.2	4.0	4.2	4.4
EBITDA 마진 (%)	8.2	7.4	6.9	6.6	6.3
ROIC	14.7	9.3	7.3	7.9	8.3
ROA	7.7	5.4	3.8	3.9	4.0
ROE	**12.7**	**9.2**	**6.6**	**6.7**	**6.7**
부채비율 (%)	61.7	78.0	73.7	70.0	66.6
순차입금/자기자본 (%)	-12.6	2.4	-8.3	-16.1	-22.9
영업이익/금융비용 (배)	12.0	13.4	9.5	10.0	10.4

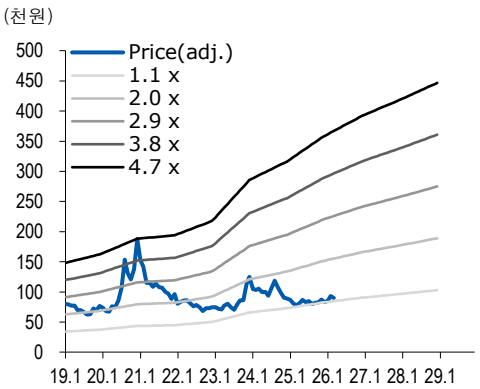
자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준일로 함

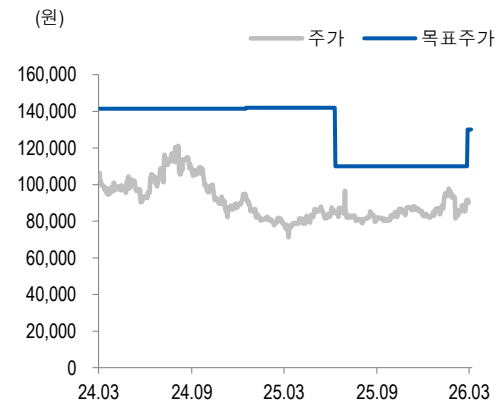
P/E band chart



P/B band chart



종근당 (185750) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2026-03-31	BUY	130,000	1년		
2025-07-10	BUY	110,000	1년	-22.87	-11.18
2025-01-15	BUY	142,000	1년	-42.45	-35.21
2024-02-06	BUY	141,380	1년	-28.55	-14.32

자료: 유안타증권

주: 괴리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	94.8
Hold(중립)	5.2
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2026-03-31

※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.