

종근당 185750

2Q24Pre: 단기 실적보다 R&D 가치에 집중할 것

2Q24 Preview: 케이캡 영향 불가피

2Q24 종근당 별도기준 매출액 3,903억원(-0.5% YoY), 영업이익 286억원(-33.6%, OPM 7.4%)로 컨센서스 대비 영업이익 하회할 것으로 전망한다. 2Q23 당사 매출의 약 8.3%의 비중을 차지하였던 자누비아가 3Q23 특허만료로 인한 약가 인하 영향으로 매출이 큰 폭 하락하였으며 고수익제품 케이캡이 HK이노엔과 파트너십 종료되어 제외되었다. 펙수클루, 고크스 등 다수의 신규품목을 통해 매출 공백은 최소화 하였으나 이익 감소는 불가피할 것으로 전망하여 이익 추정치를 하향하였다.

2024년 연간 매출액은 1조 5,331억원(-7.1% YoY), 영업이익 1,068억원(-55.6%, OPM 7.0%)로 전망한다. 이는 4Q23 반영된 CKD-510 라이선스 아웃에 따른 Upfront 1,061억원에 대한 기저효과를 반영하고 있다. 단, 종근당의 이러한 역성장은 2025년부터 턴어라운드 할 것으로 전망한다.

'25년 턴어라운드 by. 펙수클루의 고성장

원외처방액 기준 2Q24 펙수클루는 약 197억원을 판매하며 전년 동기 대비 약 40.3% 성장하였다. 이는 전체 소화성궤양용제 시장 내 M/S 약 6.0%, P-CAB 시장 내 M/S 약 29.8%로 시장점유율 역시 전년 동기 대비 각각 약 1.5%, 약 2.9% 증가하였다.

R&D 가치에 집중할 순간

종근당에 대하여 투자자의견 매수, 목표주가 145,000원을 유지한다. 종근당의 주가는 '23년 11월 노바티스 라이선스 아웃 이후 지속적인 하향세를 그렸다. 이는 실적이 우하향을 그리고 있으며 기전에 대한 PoC 입증이 아직 미비하며 구체적인 파이프라인 개발 방향성을 공개하지 않아 파이프라인에 대한 가치부여가 어려웠기 때문으로 판단한다. 그러나 종근당은 기술이전을 통하여 R&D 역량을 입증, 멀티플 할인 요소를 제거한 점을 감안하였을 때 현재 multiple은 저렴한 수준으로 판단한다. 연 내 Novartis R&D day에서 CKD-510의 개발 방향성이 공개된 이후 종근당의 파이프라인 가치가 인정될 것으로 기대한다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,334	1,472	1,650	1,533	1,685
영업이익	94	107	241	107	127
영업이익률(%)	7.1	7.3	14.6	7.0	7.6
세전이익	77	100	237	114	127
지배주주지분순이익	39	83	209	98	111
EPS(원)	3,136	6,386	16,082	7,902	8,931
증감률(%)	-55.6	103.6	151.8	-50.9	13.0
ROE(%)	7.1	14.1	29.3	11.5	11.7
PER(배)	32.3	12.3	8.1	13.7	12.2
PBR(배)	2.1	1.5	2.0	1.5	1.4
EV/EBITDA(배)	11.4	7.5	5.4	8.2	6.8

자료: 종근당, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

김민정 제약·바이오
02-709-2656
kim.min_jeong@ds-sec.co.kr

2024.07.18

매수(유지)

목표주가(유지)	145,000원
현재주가(07/17)	108,600원
상승여력	33.5%

Stock Data

KOSPI	2,843.3pt
시가총액(보통주)	1,431십억원
발행주식수	13,174천주
액면가	2,500원
자본금	31십억원
60일 평균거래량	38천주
60일 평균거래대금	3,875백만원
외국인 지분율	14.9%
52주 최고가	139,800원
52주 최저가	72,900원
주요주주	
종근당홀딩스(외 6인)	38.9%
국민연금공단(외 1인)	8.4%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	6.4	2.8
3M	9.6	-0.4
6M	1.3	-15.4

주가차트

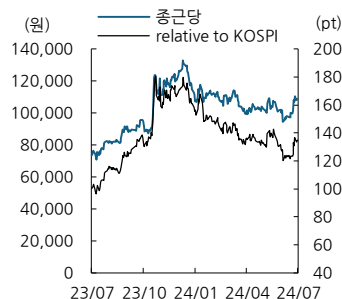


표1 Valuation Table

단위: 십억원, 배, 천주, 원

항목	비고
① 영업가치	1,624
'24F EBITDA	153.5
Target EV/EBITDA	10.6 대웅제약/녹십자/동아에스티 2023 평균
② 순차입금	-266.5
③ 기업가치 (=①-②)	1,890
④ 주식수	13,174 자사주 제외
적정 주가 (=③/④)	143,467 =145,000원

자료: DS투자증권 리서치센터 추정

표2 1Q24 종근당 실적 Preview

(십억원)	1Q24P	당사추정치	vs. 당사추정	컨센서스	vs. 컨센서스	1Q23	YoY	4Q23	QoQ
매출액	389.8	399.3	-2.4%	388	0.5%	391.8	-0.5%	233.9	66.6%
영업이익	28.8	38.8	-25.7%	32.2	-10.5%	43.4	-33.6%	16.7	72.4%
당기순이익	25.8	35.8	-27.9%	29.9	-13.7%	41.8	-38.3%	10.7	142.4%
OPM	7.4%	9.7%	-	8.3%	-	11.1%	-	7.1%	-
NPM	6.6%	9.0%	-	7.7%	-	10.7%	-	4.6%	-

자료: 종근당, DS투자증권 리서치센터 추정

표3 종근당 실적 추이 및 전망 (별도기준)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023	2024F
매출액	360.1	391.8	396.2	501.5	353.5	389.8	396.6	393.3	1472.4	1649.6	1533.1
YoY	6.5%	7.4%	4.1%	29.0%	-1.9%	-0.5%	0.1%	-21.6%	10.4%	12.0%	-7.1%
매출총이익	133.1	141.7	146.0	230.8	127.2	118.9	126.5	122.7	535.2	651.6	495.2
GPM	37.0%	36.2%	36.9%	46.0%	36.0%	30.5%	31.9%	31.2%	29.2%	30.6%	30.6%
YoY	8.0%	4.9%	4.5%	68.1%	-4.4%	-16.1%	-13.4%	-46.8%	-1.2%	14.9%	12.5%
영업이익	30.1	43.4	53.1	114.3	26.8	28.8	30.2	21.0	107.1	240.8	106.8
OPM	8.3%	11.1%	13.4%	22.8%	7.6%	7.4%	7.6%	5.3%	7.3%	14.6%	7.0%
YoY	23.6%	54.4%	33.8%	660.7%	-11.0%	-33.6%	-43.0%	-81.6%	13.8%	124.8%	-55.6%
당기순이익	34.9	41.8	43.5	88.6	25.1	25.8	27.2	18.0	82.9	208.9	96.2
NPM	9.7%	10.7%	11.0%	17.7%	7.1%	6.6%	6.9%	4.6%	5.6%	12.7%	6.3%
YoY	103.0%	70.9%	49.0%	634.3%	-28.1%	-38.3%	-37.4%	-79.6%	110.4%	151.8%	-53.9%

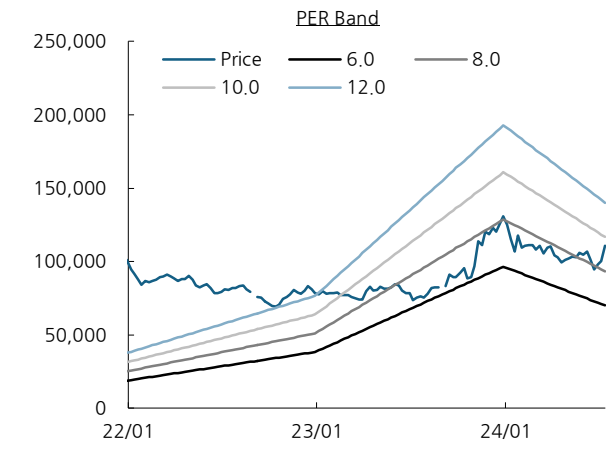
자료: 종근당, DS투자증권 리서치센터 추정

표4 종근당-Novartis CKD-510 기술이전

인수자	Novartis Pharma
내용	HDAC6 저해제인 CKD-510의 연구, 임상개발 및 상업화 권리에 대한 기술수출 계약
계약 체결일	2023.11.06
권리	한국을 제외한 전 세계
종료일시	종료일: 계약체결일로부터 로열티 만료일 (첫 발매 후 10년, 특허만료일 또는 허가독점권 만료일중 후 도래일) 총액: USD 1,305,000,000 (약1조7,302억원) 계약금: USD 80,000,000 (약1,061억원)
계약금	마일스톤: USD 1,225,000,000 (약1조6,241억원) * 경상기술료: 순매출액에따른경상기술료별도수령

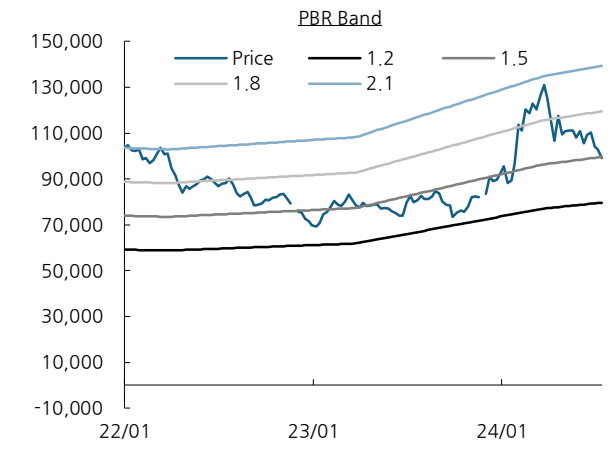
자료: Dart, DS투자증권 리서치센터

그림1 종근당 PER Band



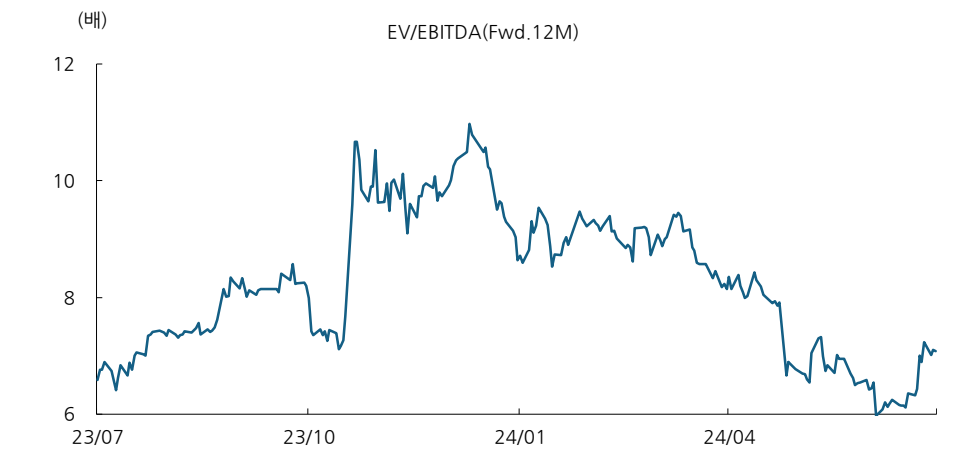
자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

그림2 종근당 PBR Band



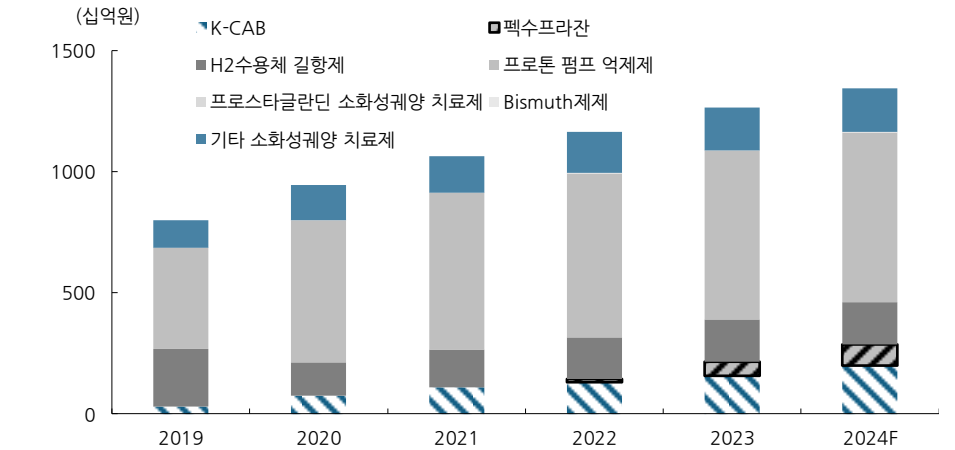
자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

그림3 종근당 12m Fw. EV/EBITDA



자료: Quantwise, DS투자증권 리서치센터

그림4 소화성궤양용제 시장 내 연간 P-CAB 제제 성장



자료: 대웅제약, HK이노엔, DS투자증권 리서치센터 추정

[종근당 185750]

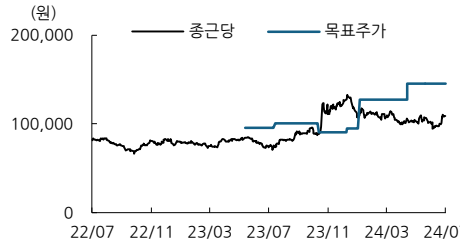
재무상태표						손익계산서					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
유동자산	654	697	931	928	1,006	매출액	1,334	1,472	1,650	1,533	1,685
현금 및 현금성자산	129	111	213	327	363	매출원가	842	937	998	1,038	1,160
매출채권 및 기타채권	226	278	311	236	255	매출총이익	492	535	652	495	526
재고자산	222	268	258	210	227	판매비 및 관리비	398	428	411	388	398
기타	77	40	150	156	162	영업이익	94	107	241	107	127
비유동자산	363	400	446	485	527	(EBITDA)	119	138	276	142	166
관계기업투자등	32	42	38	39	41	금융손익	-2	-4	-4	6	0
유형자산	279	299	303	330	361	이자비용	3	5	8	0	0
무형자산	21	27	52	61	69	관계기업등 투자손익	-1	0	1	2	0
자산총계	1,017	1,097	1,377	1,414	1,533	기타영업외손익	-14	-2	-1	-1	0
유동부채	307	360	494	442	461	세전계속사업이익	77	100	237	114	127
매입채무 및 기타채무	178	199	250	195	211	계속사업법인세비용	38	18	28	16	17
단기금융부채	91	113	171	171	171	계속사업이익	39	82	209	98	111
기타유동부채	38	48	73	76	79	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	151	119	75	76	78	당기순이익	39	82	209	98	111
장기금융부채	125	101	35	35	35	지배주주	39	83	209	98	111
기타비유동부채	26	18	40	41	43	총포괄이익	38	82	209	98	111
부채총계	457	479	569	518	539	매출총이익률 (%)	36.9	36.4	39.5	32.3	31.2
지배주주지분	560	618	808	896	995	영업이익률 (%)	7.1	7.3	14.6	7.0	7.6
자본금	29	30	31	31	31	EBITDA마진률 (%)	8.9	9.4	16.7	9.2	9.8
자본잉여금	266	265	263	263	263	당기순이익률 (%)	3.0	5.6	12.7	6.4	6.6
이익잉여금	296	372	569	656	755	ROA (%)	4.1	7.8	16.9	7.0	7.5
비지배주주지분(연결)	0	0	0	0	0	ROE (%)	7.1	14.1	29.3	11.5	11.7
자본총계	560	618	808	896	995	ROIC (%)	8.5	13.7	33.0	15.3	18.0

현금흐름표						주요투자지표					
	2021	2022	2023	2024F	2025F		2021	2022	2023	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	15	64	374	204	133	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	39	83	209	98	111	P/E	32.3	12.3	8.1	13.7	12.2
비현금수익비용가감	93	77	165	35	40	P/B	2.1	1.5	2.0	1.5	1.4
유형자산감가상각비	23	28	32	28	31	P/S	1.0	0.7	1.0	0.9	0.8
무형자산상각비	2	3	3	7	8	EV/EBITDA	11.4	7.5	5.4	8.2	6.8
기타현금수익비용	68	45	120	-3	1	P/CF	9.6	6.4	4.6	10.3	9.1
영업활동 자산부채변동	-64	-77	0	71	-18	배당수익률 (%)	0.9	1.2	0.7	0.8	0.8
매출채권 감소(증가)	-2	-51	-33	75	-19	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-55	-55	-4	48	-17	매출액	2.6	10.4	12.0	-7.1	9.9
매입채무 증가(감소)	-18	17	43	-55	16	영업이익	-25.7	13.8	124.8	-55.6	19.3
기타자산 부채변동	12	12	-6	3	3	세전이익	-35.6	29.8	135.8	-52.0	12.3
투자활동 현금	-94	-65	-225	-78	-86	당기순이익	-55.6	109.0	153.5	-53.2	13.0
유형자산처분(취득)	-48	-44	-44	-55	-61	EPS	-55.6	103.6	151.8	-50.9	13.0
무형자산 감소(증가)	-4	-8	-28	-15	-15	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	5	-9	-133	-5	-8	부채비율	81.7	77.5	70.5	57.9	54.1
기타투자활동	-48	-3	-20	-2	-2	유동비율	213.2	193.4	188.5	210.1	218.3
재무활동 현금	84	-16	-48	-11	-11	순차입금/자기자본(x)	15.5	15.2	-18.6	-30.2	-31.3
차입금의 증가(감소)	97	-3	-17	0	0	영업이익/금융비용(x)	30.9	19.5	31.0	n/a	n/a
자본의 증가(감소)	-13	-13	-30	-11	-11	총차입금 (십억원)	216	214	206	206	206
배당금의 지급	11	11	11	11	11	순차입금 (십억원)	87	94	-150	-270	-311
기타재무활동	0	0	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	6	-18	102	114	35	EPS	3,136	6,386	16,082	7,902	8,931
기초현금	123	129	111	213	327	BPS	48,990	51,549	64,263	71,250	79,152
기말현금	129	111	213	327	363	SPS	106,138	111,758	125,215	121,976	134,083
NOPLAT	48	88	212	92	111	CFPS	10,539	12,152	28,415	10,585	11,943
FCF	-26	18	150	125	46	DPS	909	910	910	910	910

자료: 종근당, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

종근당 (185750) 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)		(원)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비		
2023-05-30	담당자변경					
2023-05-30	매수	100,000	-18.0	-11.0		
2023-07-31	매수	105,000	-14.6	-4.6		
2023-10-30	유지	95,000	29.2	46.7		
2024-01-22	매수	127,000	-14.6	-7.3		
2024-04-30	매수	145,000	-29.3	-23.7		
2024-07-18	매수	145,000				



투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소	

투자의견 비율

기준일 2024.06.30

매수	중립	매도
98.7%	1.3%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.