

BUY 유지

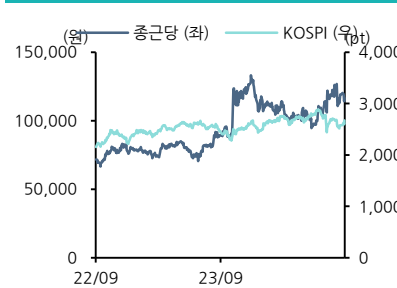
목표주가 유지 150,000원

종가(24.09.27) 114,400원
상승여력 31.1%

Stock Data

KOSPI(09/26)	2,649.8pt
시가총액	15,072억원
액면가	2,500원
52주 최고가	133,000원
52주 최저가	87,131원
외국인지분율	15.7%
90일 일평균거래대금	67억원
주요주주지분율	
종근당홀딩스 (외 6인)	38.9%
유동주식비율	57.0%

Stock Price



2025년부터 본격 실적 회복 전망

3분기 영업실적은 기대수준 추정

2024년 3분기 종근당의 연결 기준 매출액은 4,115억원(YoY 2.0%), 영업이익은 317억원(YoY -43.1%)으로 추정된다. 거대 품목 케이캡 판매계약 만료로 매출액이 전년 대비 감소하지만, 신규 상품 매출 가세로 전분기 대비로는 증가하고 있다.

상품도입으로 2024년 매출 감소 억제, 2025년에는 영업이익 증가 예상

2024년 3분기 영업실적 내용은 다음과 같다.

첫째, 신규 코프로모션 상품 매출이 증가하고 있다. 케이캡(연간 1,375억원 규모) 공백을 2월부터 셀트리온제약과 코프로모션하는 고택스(간질환치료제, 연간 700억원대), 6월부터 대웅제약과 코프로모션하는 펙수클루(2024년 400억원, 2025년 1천억원대 추정) 등으로 채우고 있다.

둘째, 기존 품목 중에서 자누비아(당뇨) 매출 감소폭이 크다. 약가가 2023년 9월에 30%(제네릭 출시로), 2024년 3분기(9월)에 추가로 10% 인하되었다. 이로 인해 매출이 감소하고 있다(표1).

셋째, 기존 주력 품목 매출이 증가하고 있다. 프롤리아(골다공증제), 아토젯(고지혈), 딜라트렌(고혈압), 큐시미아(비만) 등의 매출이 3분기에도 성장하고 있는 것으로 추정된다. 자체개발 위염치료제 지텍 출시가 약가협상 관련으로 지연되고 있는데 2025년에 출시될 전망이다.

2024년 연결기준 매출액은 전년 대비 4.8% 감소한 1조 5,896억원, 영업이익은 49.0% 감소한 1,256억원으로 전망된다. 2023년 4분기 기술수출 계약금 1,061억원을 감안하면 선방하고 있는 실적이다. 2024년에는 케이캡 매출 제외의 영향을 극복하고 2025년부터 매출과 영업이익이 본격 증가세로 돌아설 전망이다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2022	1,488	110	81	6,145	12.8	7.6	1.5	13.6	1.2
2023	1,669	247	213	16,131	8.1	5.3	2.0	29.6	0.8
2024E	1,590	126	129	10,158	11.5	8.3	1.7	14.9	0.9
2025E	1,728	131	102	8,008	14.5	7.7	1.5	10.5	0.9
2026E	1,867	142	111	8,721	13.4	6.9	1.4	10.5	0.9

자료: KIFRS연결기준, 상상인증권



QR코드로 간편하게

상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

2024년 4분기에서 2025년 1분기를 기대한다

주가는 저평가 수준 신약개발 모멘텀이 필요하다 투자의견 매수 유지

2023년 11월에 노바티스와 L/O계약을 체결하면서 주가는 14만원에 근접하기도 했다. 그 이후 의료파업 등이 겹치면서 제약주와 동반 하락하여 2024년 상반기에 9~10만원대에서 머물다 3분기에 12만원내외로 회복했다.

최근 주가는 타 상위 제약사에 비해 상대적으로 약세를 보이고 있다. 그 요인을 찾아 보면 세가지가 있다.

첫째, 2024년부터 케이캡의 판매계약 만료로 영업실적에 대한 기대치가 낮아진 것이다. 본격적 영업실적 회복이 2025년부터 이루어지는 구조이기 때문에 관심을 덜 받고 있는 상황이다.

둘째, 의료파업으로 상위 제약사인 종근당의 실적에도 불확실성이 발생했다고 보는 것이다. 투자심리 약화요인이다.

셋째, 무엇보다 시장의 관심이 신약개발에 쏠려 있어 지금은 신약Pipeline에서 가시적인 비전이 있어야 하는 상황이다. 이런 상황에서 종근당의 주력 Pipeline이 초기임상 단계이어서 주목을 덜 받고 있는 것이다.

주가는 저평가 수준이다. 2024년 추정이익 기준 PER은 11배대에 불과하다. 여기에 종근당의 강한 마케팅파워와 지력과 같은 신제품 출시, 신규 블록버스터급 상품도입 등으로 2025년부터 매출액이 YoY 플러스 성장으로 전환될 전망이다.

현재로서는 2023년에 노바티스에 기술수출된 CKD-510에 대한 기대가 크다. 노바티스의 구체적인 개발계획이 2024년 11월이나 2025년 초에 발표될 것으로 기대되는 분위기이다. 만약 노바티스가 CKD-510에 대해 의미 있는 개발계획(적용증, 임상계획 등)을 발표한다면, 밸류에이션 Multiple에 프리미엄이 붙으며, 주가가 한단계 상승할 수 있을 것이다.

어쨌든 종근당 주가는 당분간 이벤트나 모멘텀 부재로 중/단기적 조정을 거칠 수 있다. 아직은 시간이 좀 필요한 상황이다. 그러나 2025년 상반기까지 길게 본다면 주가가 레벨업될 잠재력이 있다고 평가된다. 투자의견 매수를 유지한다.

표1. 주요 품목 매출추이

(단위: 억원)

구분	2022	1Q	2Q	3Q	4Q	2023	1Q	2Q	3QE	4QE	2024E
자누비아 (증감률)	1,386 -9.9%	295 -12.2%	324 -5.0%	285 -23.4%	226 -32.9%	1,130 -18.5%	195 -33.9%	234 -27.8%	220 -22.8%	220 -2.7%	869 -23.1%
아토켓 (증감률)	802 4.3%	198 11.2%	224 13.7%	227 6.6%	243 10.0%	892 11.2%	229 15.7%	278 24.1%	250 10.0%	267 10.0%	1,024 14.8%
타크로벨 (증감률)	437 3.8%	110 11.1%	118 7.3%	119 4.4%	116 2.7%	463 5.9%	118 7.3%	121 2.5%	126 6.0%	123 6.0%	488 5.4%
글리아티린 (증감률)	821 10.5%	208 16.2%	223 10.9%	227 3.2%	215 -2.7%	873 6.3%	223 7.2%	254 13.9%	250 10.0%	228 6.0%	955 9.3%
케이캡 (증감률)	1,221 13.3%	283 0.4%	301 0.3%	327 4.5%	464 42.3%	1,375 12.6%	-	-	-	-	-
프롤리아주 (증감률)	957 26.9%	267 23.6%	287 8.7%	305 28.2%	300 25.5%	1,159 21.1%	333 24.7%	327 13.9%	351 15.0%	354 18.0%	1,365 17.8%
딜라드렌 (증감률)	528 1.5%	137 21.2%	147 5.8%	177 22.9%	139 5.3%	600 13.6%	189 38.0%	181 23.1%	195 10.0%	153 10.0%	718 19.6%
기타 (증감률)	8,731 14.7%	2,154 7.1%	2,336 8.0%	2,369 -1.5%	2,282 2.0%	9,141 4.7%	2,328 8.1%	2,573 6.0%	2,724 15.0%	2,853 25.0%	10,478 14.6%
로열티수입					1,061						
매출액 계 (증감률)	14,883 10.8%	3,652 7.0%	3,960 8.2%	4,036 5.1%	5,046 27.1%	16,694 12.2%	3,615 -1.0%	3,968 0.2%	4,115 2.0%	4,198 -16.8%	15,896 -4.8%

자료: 종근당, 상상인증권

표2. 분기별 요약 영업실적 추이

12월결산 (억원)	2023				2024E			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QE	4QE
매출액	3,652	3,960	4,036	5,046	3,615	3,968	4,115	4,198
영업이익	315	450	557	1,144	308	358	317	273
세전이익	315	446	553	1,102	334	387	320	277
순이익	361	432	462	881	267	550	250	262
YoY(%)								
매출액	7.0	8.2	5.1	27.1	-1.0	0.2	2.0	-16.8
영업이익	25.7	67.0	41.7	515.2	-2.1	-20.4	-43.1	-76.1
세전이익	31.6	85.2	50.3	790.8	5.9	-13.3	-42.0	-74.9
순이익	106.3	91.5	63.9	651.0	-26.1	27.5	-46.0	-70.2

자료: 종근당, 상상인증권, 연결기준

표3. 주가 밸류에이션

(단위: 억원, 배)

Forward 추정 순이익	1,016	지배주주이익
적정 PER	19	노바티스에 CKD-510(샤트코마리투스병 치료제) 기술수출 반영 상황
기업가치	18,870	(계약금 1,061억원, 총계약금 1.73조원)
발행주식수(주)	13,174,420	
자기주식수(주)	545,154	
유통주식수(주)	12,629,266	
적정주가(원)	152,815	

자료: 상상인증권,

대차대조표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	713.6	946.6	1,036.5	1,131.0	1,234.8
현금 및 현금성자산	117.4	219.6	249.4	287.2	329.3
매출채권	285.0	314.3	322.0	347.4	375.2
재고자산	270.1	261.4	326.0	351.7	379.9
비유동자산	411.3	455.9	482.8	503.0	525.3
관계기업투자등	41.7	37.8	40.3	41.9	43.6
유형자산	309.0	311.9	313.8	321.0	330.8
무형자산	27.0	52.5	71.0	79.9	88.3
자산총계	1,124.9	1,402.4	1,519.3	1,634.1	1,760.1
유동부채	374.2	511.5	501.0	524.8	550.7
매입채무	202.0	253.5	277.4	299.3	323.2
단기금융부채	124.4	184.8	175.8	175.8	175.8
비유동부채	129.4	75.3	92.7	94.5	96.4
장기금융부채	111.3	35.0	40.3	40.3	40.3
부채총계	503.6	586.8	593.7	619.3	647.1
지배주주지분	622.4	815.7	922.9	1,012.1	1,110.3
자본금	30.0	31.4	32.9	32.9	32.9
자본잉여금	264.9	263.5	262.0	262.0	262.0
이익잉여금	376.4	577.0	694.1	783.3	881.5
비지배주주지분	-1.1	-0.1	2.7	2.7	2.7
자본총계	621.3	815.6	925.6	1,014.8	1,113.0

현금흐름표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업활동 현금흐름	67.7	318.2	108.3	116.6	124.7
당기순이익(손실)	80.0	213.6	132.9	104.0	113.2
현금수익비용가감	85.1	89.8	45.0	40.1	41.6
유형자산감가상각비	30.8	33.6	34.4	35.4	36.4
무형자산상각비	2.8	3.4	4.2	5.1	5.6
기타현금수익비용	50.1	48.0	1.2	-0.3	-0.4
운전자본 증감	-77.3	29.7	-46.3	-27.5	-30.2
매출채권의 감소(증가)	-51.4	-29.5	-7.9	-25.4	-27.8
재고자산의 감소(증가)	-54.5	-6.0	-72.8	-25.7	-28.1
매입채무의 증가(감소)	16.2	44.2	40.9	21.9	23.9
기타영업현금흐름	12.4	20.9	-6.6	1.7	1.8
투자활동 현금흐름	-65.4	-171.3	-53.1	-66.1	-69.9
유형자산 처분(취득)	-44.8	-40.8	-36.6	-42.7	-46.1
무형자산 감소(증가)	-8.2	-27.6	-23.3	-14.0	-14.0
투자자산 감소(증가)	-9.1	-134.1	8.7	-7.1	-7.3
기타투자활동	-3.4	31.2	-1.8	-2.3	-2.4
재무활동 현금흐름	-16.3	-43.7	-27.8	-12.7	-12.7
차입금의 증가(감소)	-3.2	-26.0	-4.6	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-13.1	-17.6	-23.2	-12.7	-12.7
배당금 지급	-11.2	-11.6	13.3	12.7	12.7
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	-14.4	102.2	29.7	37.8	42.0
기초현금	-131.8	-117.4	219.6	249.4	287.2
기말현금	117.4	219.6	249.4	287.2	329.3

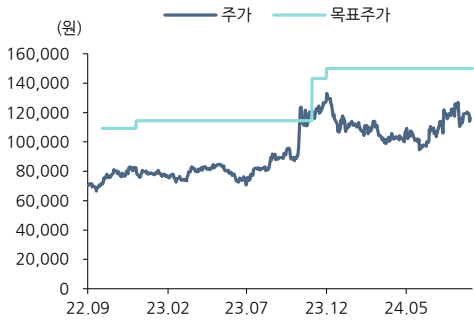
손익계산서

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,488.3	1,669.4	1,589.6	1,727.8	1,867.1
매출원가	945.7	1,007.2	1,027.5	1,131.7	1,223.0
매출총이익	542.6	662.2	562.1	596.1	644.2
판매비와 관리비	432.7	415.6	436.4	465.5	502.1
영업이익	109.9	246.6	125.6	130.6	142.0
EBITDA	143.5	283.6	164.3	171.0	184.0
금융손익	-7.0	-5.6	5.7	1.7	2.1
관계기업등 투자손익	0.0	0.6	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-4.8	0.0	0.4	1.0	1.0
세전계속사업이익	97.2	241.6	131.7	133.3	145.2
계속사업법인세비용	17.2	28.0	-1.2	29.3	31.9
당기순이익	80.0	213.6	132.9	104.0	113.2
지배주주순이익	81.0	212.5	129.3	101.9	111.0
매출총이익률 (%)	36.5	39.7	35.4	34.5	34.5
영업이익률 (%)	7.4	14.8	7.9	7.6	7.6
EBITDA 마진률 (%)	9.6	17.0	10.3	9.9	9.9
세전이익률 (%)	6.5	14.5	8.3	7.7	7.8
지배주주순이익률 (%)	5.4	12.7	8.1	5.9	5.9
ROA (%)	7.5	16.8	8.8	6.5	6.5
ROE (%)	13.6	29.6	14.9	10.5	10.5
ROIC (%)	13.6	32.9	13.5	13.8	14.1

주요투자지표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
투자지표 (배)					
P/E	12.8	8.1	11.5	14.5	13.4
P/B	1.5	2.0	1.7	1.5	1.4
EV/EBITDA	7.6	5.3	8.3	7.7	6.9
P/S	0.7	1.0	1.0	0.9	0.8
배당수익률 (%)	1.2	0.8	0.9	0.9	0.9
성장성 (%)					
매출액 증가율	10.8	12.2	-4.8	8.7	8.1
영업이익 증가율	16.0	124.4	-49.0	3.9	8.8
세전이익 증가율	20.6	148.6	-45.5	1.2	8.9
지배주주순이익 증가율	89.5	162.5	-39.2	-21.2	8.9
EPS 증가율	89.5	162.5	-37.0	-21.2	8.9
안정성 (%)					
부채비율	81.1	71.9	64.1	61.0	58.1
유동비율	190.7	185.1	206.9	215.5	224.2
순차입금/자기자본	17.6	-17.5	-18.0	-20.7	-23.2
영업이익/금융비용	16.1	26.6	15.6	16.3	17.8
총차입금 (십억원)	235.7	219.8	216.1	216.1	216.1
순차입금 (십억원)	109.5	-143.0	-166.9	-210.2	-257.9
주당지표 (원)					
EPS	6,145	16,131	10,158	8,008	8,721
BPS	51,918	64,900	70,052	76,821	84,278
SPS	112,972	126,716	120,659	131,151	141,724
DPS	910	1,049	1,000	1,000	1,000

● 종근당 목표주가 추이 및 투자이전 변동내역



일시	투자의견	목표가격	목표가격 대상 시 시점	과리율(%)	
				평균주가대비	최고(최저)주가대비
2022-10-21	Buy	120,000	1년	-24.6	13.0
2023-11-28	Buy	150,000	1년	-22.5	-7.1
2024-09-30	Buy	150,000	1년		

Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:하태기)
- 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 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소개의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 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 현재당사에서 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.

투자등급

구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고	구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3단계 향후 12개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	73.3%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3단계 향후 12개월 절대수익률	BUY	97.0%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	26.7%	시가총액 수준 유지			HOLD	3.0%	절대수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중축소)	00.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계	100%				합계	100%	