

(Analyst) 김승민 sm.kim.a@miraeasset.com

MIRAE ASSET
 미래에셋증권

185750 · 제약/바이오

종근당

영업가치로만 2조원. 추가로 파이프라인 가치 부각될 것

(유지)

매수

목표주가

160,000원 ▲

상승여력

50.0%

현재주가(24/1/19)

106,700원

| | | | | | | | |
|-------|----------|-----------|-------|------------|----|-------------|------|
| KOSPI | 2,472.74 | 시가총액(십억원) | 1,341 | 발행주식수(백만주) | 13 | 외국인 보유비중(%) | 12.1 |
|-------|----------|-----------|-------|------------|----|-------------|------|

Report summary

투자의견 매수, 목표주가 16만원으로 상향(기존 11만원)

우리는 종근당에 대한 영업 가치를 12개월 선행 EBITDA에 국내 상위 제약사 EV/EBITDA에서 30%할인해 산정해 왔다. 그러나 빅파마 노바티스에 HDAC6 저해제 CKD-510을 기술수출(보고서 링크: <https://bit.ly/42dyJPI>) 성과에 따라 밸류에이션 할인 요소는 제거되었다는 판단이다. 2024년 EBITDA 1,513억원에 상위제약사 평균 EV/EBITDA 12.7x를 적용해 목표주가를 16만원으로 상향 조정했다.

2015년 한미약품은 당뇨 등 파이프라인 기술 이전, 2018년 유한양행은 레이저티닙 등 기술 이전 이후 영업가치 + 신약 파이프라인 가치로 기업가치가 평가되고 있다. 현재 종근당은 영업 가치로만 기업가치가 평가되고 있다는 판단이다. 향후 1) 노바티스의 HDAC6 저해제 CKD-510의 임상2상 진입 및 적응증 공개, 2) EGFRxMET 이중항체 CKD-702 임상 데이터 도출 및 기술 이전 가능성에 따라 파이프라인 가치가 기업 가치에 반영될 전망이다.

Key data

Price performance



| (%) | 1M | 6M | 12M |
|------|-------|------|------|
| 절대주가 | -13.7 | 43.0 | 34.7 |
| 상대주가 | -10.4 | 50.8 | 29.7 |

Earnings and valuation metrics

| 결산기 (12월) | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|------------|-------|-------|--------|-------|-------|
| 매출액 (십억원) | 1,334 | 1,472 | 1,654 | 1,498 | 1,603 |
| 영업이익 (십억원) | 94 | 107 | 240 | 123 | 133 |
| 영업이익률 (%) | 7.0 | 7.3 | 14.5 | 8.2 | 8.3 |
| 순이익 (십억원) | 39 | 83 | 224 | 103 | 116 |
| EPS (원) | 2,992 | 6,296 | 16,993 | 7,796 | 8,783 |
| ROE (%) | 7.1 | 14.1 | 30.9 | 11.7 | 11.9 |
| P/E (배) | 33.8 | 12.4 | 7.7 | 13.7 | 12.1 |
| P/B (배) | 2.3 | 1.6 | 2.0 | 1.5 | 1.3 |
| 배당수익률 (%) | 0.9 | 1.2 | 0.7 | 0.9 | 0.9 |

주: K-IFRS 별도 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 종근당, 미래에셋증권 리서치센터

4Q23F Preview

별도 기준, 4Q23 매출액 5,073억원(+30% YoY), 영업이익 1,134억원(+655% YoY)을 기록할 것으로 예상된다. 노바티스에 기술수출한 HDAC6 저해제 CKD-510에 대한 계약금(Upfront) 1,061억원이 일시 인식될 예정이다. 계약금을 제외한 매출은 +3% YoY 성장이 예상되는데, 자누비아(-33% YoY) 약가 인하에도 불구하고, HK이노엔과 코프로모션 계약 종료로 케이캡(+15% YoY) 보유 재고 소진, 프롤리아(+20% YoY)를 포함한 기존 주력 제품들의 고성장 때문이다.

R&D 비용 증가로 판관비가 1,300억원(+6.3% YoY)으로 역대 분기 최대 비용을 예상하나, 기술수출에 따른 계약금 인식으로 역대 최대 분기 영업이익 1,134억원을 기록할 전망이다.

2024년 실적 전망

별도 기준, 2024년 매출 1조 4,987억원(-9% YoY), 영업이익 1,230억원(-49% YoY)을 기록할 것으로 예상된다. 4Q23 기술수출 계약금과 케이캡 계약 종료를 고려하면 2024 실적 역성장은 불가피하다. 다만, 작년 7월 식약처 허가를 받은 자체 개발 천연물 신약 지텍의 1Q24 출시, 고성장 중인 프롤리아, 신규 외부 도입 품목 등으로 기술수출 계약금을 제외할 경우 -3% 수준의 매출 역성장을 예상한다. 언론에 따르면, 대웅제약 펙수클루와 셀트리온제약 고덱스의 코프로모션 계약 협상 중이다.

투자의견 매수, 목표주가 16만원으로 상향(기존 11만원)

우리는 종근당에 대한 기업가치를 12개월 선행 EBITDA에 국내 상위 제약사 EV/EBITDA에서 30%할인해 본업 가치를 산정해 왔다. 그러나 빅파마 노바티스에 HDAC6 저해제 CKD-510을 기술수출(보고서 링크: <https://bit.ly/42dyJPI>) 성과에 따라 밸류에이션 할인 요소는 제거되었다는 판단이다. 2024년 EBITDA 1,513억원에 상위제약사 평균 EV/EBITDA 12.7x를 적용해 목표주가를 16만원으로 상향 조정했다. 2015년 한미약품은 당뇨 등 파이프라인 기술 이전, 2018년 유한양행은 레이저티닙 등 기술 이전 이후 영업가치 + 신약 파이프라인 가치로 기업가치가 평가되고 있다. 현재 종근당은 영업가치로만 기업가치가 평가되고 있다는 판단이다. 향후 1) 노바티스의 HDAC6 저해제 CKD-510의 임상 2상 진입 및 적응증 공개, 2) EGFRxMET 이중항체 CKD-702 임상 데이터 도출 및 기술 이전 가능성에 따라 파이프라인 가치가 기업 가치에 반영될 전망이다.

종근당은 CKD-510을 샤르코마리투스 적응증을 목표로 개발중이었으나, 노바티스는 심혈관/신장/대사질환 적응증 개발을 시사했다. CKD-510은 전임상 시험에서 심혈관 질환인 심방세동(AF), 박출률보존심부전(HFpEF), 확장성심근증(DCM), 폐동맥고혈압(PAH)에 대한 치료 가능성을 보였다. 노바티스의 개발 전략에 주목할 필요가 있다.

표 1. 종근당 밸류에이션 (억원, 원, 천주)

| 구분 | 내용 | 비고 |
|--------------------------|---------|------------------------------|
| 12개월 선행 EBITDA | 1,513 | |
| EV/EBITDA | 12.7 | * 국내 상위 제약사 평균 |
| EV | 19,217 | |
| 총차입금 | 1,899 | *24년 예상 |
| 현금 | 2,898 | *24년 예상 |
| 순현금 | 999 | |
| 파이프라인 가치 | - | |
| CKD-510(HDAC6 inhibitor) | - | *파트너 노바티스의 적응증 공개 이후 업데이트 예정 |
| 기업 가치 | 20,215 | |
| 주식 수 (천주) | 12,568 | |
| 목표주가 | 160,843 | *160,000원. |
| 현재주가 | 106,700 | |
| 상승여력 | 50.7% | |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 국내 상위 제약사 Valuation Table (십억원, %, 배)

| 사명 | 시총 (조원) | 매출액 | | 영업이익 | | 영업이익률 | | 순이익 | | ROE | | P/E | | P/B | | EV/EBITDA | | P/S | |
|-------|------------|-------|-------|------|-----|-------|------|-----|-----|------|------|------|------|-----|-----|-----------|------|-----|-----|
| | | FY1 | FY2 | FY1 | FY2 | FY1 | FY2 | FY1 | FY2 | FY1 | FY2 | FY1 | FY2 | FY1 | FY2 | FY1 | FY2 | FY1 | FY2 |
| 유한양행 | 4.5 | 1,904 | 2,129 | 69 | 154 | 3.6 | 7.2 | 82 | 168 | 3.9 | 7.6 | 58.3 | 28.3 | 2.3 | 2.2 | 39.6 | 22.8 | 2.6 | 2.3 |
| 한미약품 | 4.0 | 1,469 | 1,602 | 211 | 239 | 14.4 | 14.9 | 153 | 167 | 14.3 | 13.7 | 28.4 | 26.0 | 4.0 | 3.6 | 14.3 | 12.7 | 2.8 | 2.5 |
| 종근당 | 1.4 | 1,619 | 1,565 | 216 | 124 | 13.3 | 7.9 | 183 | 96 | 23.1 | 10.9 | 7.6 | 14.6 | 1.8 | 1.6 | 5.8 | 8.6 | 0.9 | 0.9 |
| 동아에스티 | 0.6 | 609 | 652 | 30 | 36 | 4.9 | 5.5 | 25 | 30 | 3.6 | 4.2 | 26.1 | 22.1 | 0.9 | 0.9 | 13.8 | 12.1 | 1.0 | 1.0 |
| 녹십자 | 1.2 | 1,651 | 1,754 | 34 | 67 | 2.1 | 3.8 | -9 | 35 | -0.7 | 2.6 | | 37.2 | 1.0 | 1.0 | 18.1 | 13.5 | 0.8 | 0.7 |
| 대웅제약 | 1.3 | 1,300 | 1,357 | 126 | 141 | 9.7 | 10.4 | 89 | 101 | 12.5 | 12.8 | 14.9 | 13.0 | 1.9 | 1.7 | 10.0 | 8.9 | 1.0 | 1.0 |
| HK이노엔 | 1.2 | 827 | 925 | 66 | 103 | 8.0 | 11.1 | 47 | 72 | - | - | 25.2 | 16.7 | - | - | 16.7 | 10.7 | 1.4 | 1.3 |
| 평균 | | | | | | 8.0 | 8.7 | | | 9.5 | 8.6 | 26.7 | 22.5 | 2.0 | 1.8 | 16.9 | 12.7 | 1.5 | 1.4 |

자료: Factset 컨센서스, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 종근당 4Q23 실적 Preview (억원, %, %p)

| | 4Q22 | 1Q23 | 4Q23F | | | 성장률 | |
|--------|-------|-------|-------|-------|----------|-------|-------|
| | | | 미래에셋 | 컨센서스 | vs. 컨센서스 | YoY | QoQ |
| 매출액 | 3,889 | 3,942 | 5,073 | 4,795 | 5.8 | 30.4 | 28.7 |
| 매출총이익 | 1,373 | 1,460 | 2,421 | | | 76.3 | 65.8 |
| 매출총이익률 | 35.3 | 37.0 | 47.7 | | | 12.4 | 10.7 |
| 영업이익 | 150 | 531 | 1,134 | 947 | 19.7 | 654.9 | 113.6 |
| 영업이익률 | 3.9 | 13.5 | 22.3 | 19.7 | 2.6 | 18.5 | 8.9 |
| 순이익 | 121 | 435 | 1,036 | 715 | 44.9 | 758.8 | 138.2 |

자료: FnGuide, 미래에셋증권 리서치센터

표 4. 연간 실적 추정치 변경

(억원, %)

| | 변경 전 | | 변경 후 | | 조정 비율 | |
|--------|--------|--------|--------|--------|-------|-------|
| | 23F | 24F | 23F | 24F | 23F | 24F |
| 매출액 | 15,831 | 16,805 | 16,541 | 14,981 | 4.5 | -10.9 |
| 영업이익 | 1,283 | 1,156 | 2,399 | 1,230 | 87.0 | 6.4 |
| EBITDA | 1,590 | 1,419 | 2,739 | 1,513 | 72.2 | 6.6 |
| 순이익 | 986 | 894 | 2,239 | 1,027 | 127.0 | 14.9 |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

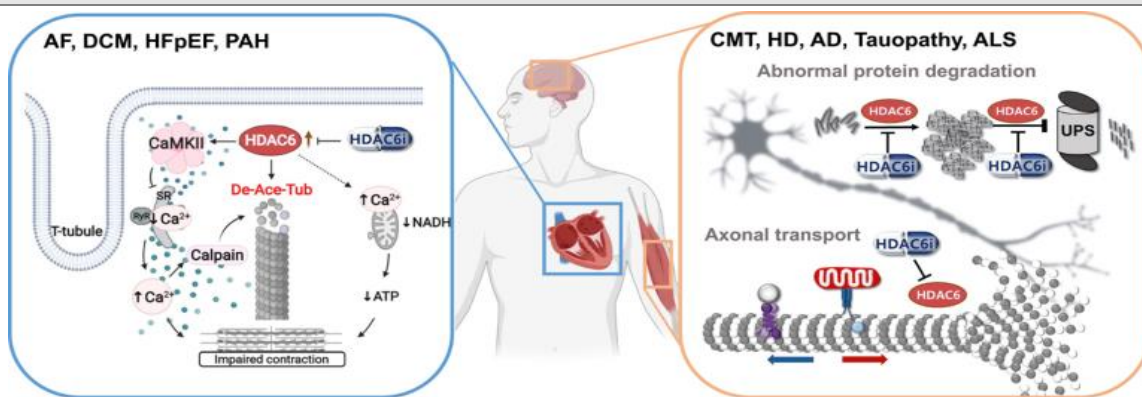
표 5. 종근당 분기 및 연간 실적 전망

(억원, %)

| | 1Q22 | 2Q22 | 3Q22 | 4Q22 | 1Q23 | 2Q23 | 3Q23 | 4Q23F | 2021 | 2022 | 2023F | 2024F |
|-------------|-------|-------|---------|---------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 매출 | 3,380 | 3,648 | 3,807 | 3,889 | 3,601 | 3,925 | 3,942 | 5,073 | 13,340 | 14,723 | 16,541 | 14,981 |
| YoY 성장률 | 8.8 | 11.6 | 11.6 | 9.5 | 6.5 | 7.6 | 3.6 | 30.4 | 2.6 | 10.4 | 12.3 | -9.4 |
| 자누비아(당뇨) | 329 | 349 | 372 | 336 | 295 | 325 | 285 | 225 | 1,538 | 1,386 | 1,129 | 904 |
| YoY 성장률 | -17.7 | -2.2 | -3.3 | -15.4 | -10.4 | -6.9 | -23.4 | -33.0 | 4.6 | -9.9 | -18.5 | -20.0 |
| 케이캡(위식도) | 282 | 301 | 313 | 325 | 283 | 301 | 327 | 374 | 1,078 | 1,221 | 1,284 | - |
| YoY 성장률 | 18.9 | 19.6 | 12.7 | 4.2 | 0.3 | 0.2 | 4.4 | 15.0 | 49.9 | 13.2 | 5.2 | - |
| 프롤리아(골다공증) | 216 | 263 | 238 | 239 | 267 | 287 | 305 | 286 | 754 | 957 | 1,145 | 1,259 |
| YoY 성장률 | 56.7 | 43.9 | 12.4 | 8.0 | 23.5 | 8.9 | 27.8 | 20.0 | 41.0 | 26.9 | 19.7 | 10.0 |
| 글리아티린(인지장애) | 179 | 200 | 220 | 222 | 208 | 223 | 237 | 239 | 743 | 821 | 906 | 997 |
| YoY 성장률 | 6.7 | 9.1 | 14.6 | 11.1 | 16.0 | 11.2 | 7.7 | 7.7 | 12.0 | 10.5 | 10.3 | 10.0 |
| 아토젯(고지혈) | 178 | 197 | 213 | 213 | 198 | 224 | 227 | 227 | 769 | 802 | 875 | 945 |
| YoY 성장률 | -6.7 | 7.7 | 7.7 | 8.2 | 10.9 | 13.6 | 6.4 | 6.4 | 12.8 | 4.3 | 9.2 | 8.0 |
| 딜라트렌(고혈압) | 113 | 138 | 144 | 133 | 137 | 147 | 177 | 163 | 520 | 528 | 624 | 655 |
| YoY 성장률 | 15.5 | 4.3 | 6.5 | -13.6 | 21.0 | 6.2 | 22.8 | 22.8 | 2.9 | 1.7 | 18.1 | 5.0 |
| 타크로벨(면역억제) | 99 | 110 | 114 | 113 | 110 | 118 | 119 | 118 | 421 | 437 | 465 | 489 |
| YoY 성장률 | 0.6 | 3.6 | 3.9 | 7.2 | 11.0 | 7.3 | 4.3 | 4.3 | 10.5 | 3.9 | 6.6 | 5.0 |
| 리피로우(고지혈) | 49 | 66 | 67 | 67 | 68 | 71 | 72 | 72 | 232 | 249 | 284 | 298 |
| YoY 성장률 | -50.7 | 113.7 | 37.0 | 26.6 | 39.3 | 7.7 | 8.2 | 8.2 | -45.8 | 7.2 | 14.2 | 5.0 |
| 매출총이익 | 1,232 | 1,351 | 1,397 | 1,373 | 1,331 | 1,417 | 1,460 | 2,421 | 4,921 | 5,352 | 6,628 | 5,491 |
| YoY 성장률 | 9.1 | 3.1 | 8.7 | 14.8 | 8.0 | 4.9 | 4.5 | 76.3 | 0.5 | 8.8 | 23.8 | -17.2 |
| 매출총이익률 | 36.4 | 37.0 | 36.7 | 35.3 | 37.0 | 36.1 | 37.0 | 47.7 | 36.9 | 36.4 | 40.1 | 36.7 |
| 영업이익 | 243 | 281 | 397 | 150 | 301 | 434 | 531 | 1,134 | 941 | 1,071 | 2,399 | 1,230 |
| YoY 성장률 | 8.6 | -16.5 | 7.1 | 1,420.3 | 23.6 | 54.4 | 33.8 | 654.9 | -25.7 | 13.8 | 124.0 | -48.7 |
| 영업이익률 | 7.2 | 7.7 | 10.4 | 3.9 | 8.3 | 11.1 | 13.5 | 22.3 | 7.1 | 7.3 | 14.5 | 8.2 |
| EBITDA | 317 | 358 | 474 | 231 | 385 | 520 | 619 | 1,214 | 1,192 | 1,380 | 2,739 | 1,513 |
| YoY 성장률 | 12.6 | -10.2 | 9.5 | 197.3 | 21.5 | 45.0 | 30.6 | 426.8 | -19.3 | 15.9 | 98.4 | -44.7 |
| EBITDA 마진율 | 9.4 | 9.8 | 12.5 | 5.9 | 10.7 | 13.2 | 15.7 | 23.9 | 8.9 | 9.4 | 16.6 | 10.1 |
| 순이익 | 172 | 245 | 292 | 121 | 349 | 418 | 435 | 1,036 | 394 | 829 | 2,239 | 1,027 |
| YoY 성장률 | 27.2 | -4.1 | 2,193.2 | 흑전 | 103.0 | 70.9 | 49.0 | 758.8 | -55.6 | 110.4 | 169.9 | -54.1 |

자료: 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. HDAC6 inhibitor CKD-510, Mechanism, of Action



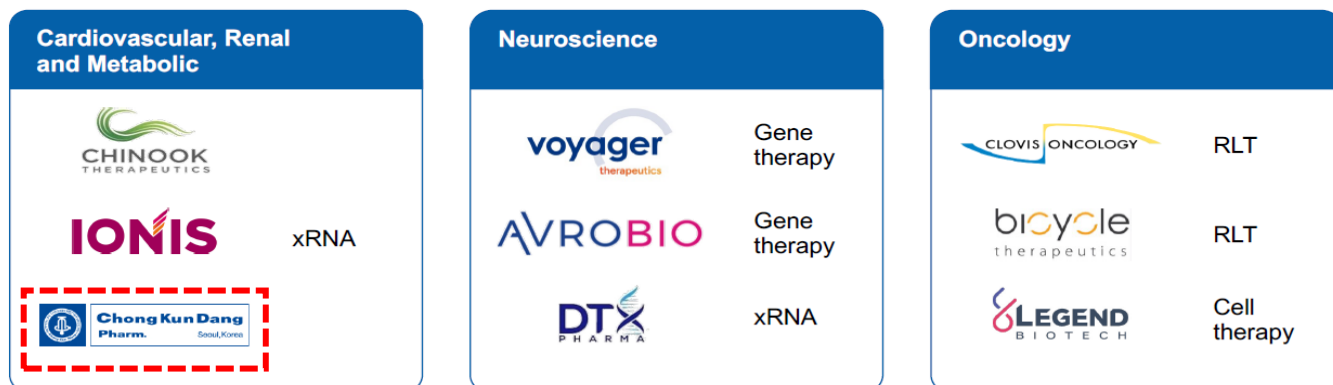
자료: 종근당, 미래에셋증권 리서치센터

표 6. HDAC6 inhibitor 글로벌 R&D 파이프라인 현황(항암제 제외)

| 코드명/성분명 | 회사 | Therapy Area | Indication | Development Stage |
|--------------|--------------------------|------------------------|------------------------------------|-------------------|
| CKD-506 | 종근당 | Immunology | 류마티스 관절염(RA) | Phase II |
| | | Gastrointestinal | 크론병(CD)(국소장염, RE); 궤양성 대장염(UC) | Preclinical |
| ricolinostat | Regenacy Pharmaceuticals | Central Nervous System | 당뇨병성 신경병증(DNP); 축성 다발신경병증(DSPN) | Phase II |
| | | Genetic Disorders | 2형 샤르코 마리 투스병(CMT); 다낭성 신장 질환(PKD) | Phase I |
| | | Toxicology | 화학요법유발말초신경병(CIPN) | Phase I |
| CKD-504 | 종근당 | Central Nervous System | 헌팅턴병(HD) | Phase I |
| CKD-510 | 종근당 | Genetic Disorders | 샤르코 마리 투스병(CMT) | Phase I |
| EKZ-001 | Eikonizo Therapeutics | Central Nervous System | 알츠하이머병(AD); 근위축성 측색 경화증(ALS) | Phase I |
| TN-301 | Tenaya Therapeutics | Cardiovascular | 이완기 심부전(DHF) | Phase I |
| ACY-1083 | Bristol-Myers Squibb | Toxicology | 화학요법유발말초신경병(CIPN) | Preclinical |
| | | Genetic Disorders | 2형 샤르코 마리 투스병(CMT) | Preclinical |
| | Bristol-Myers Squibb | Central Nervous System | 다발성 경화증(MS) | Preclinical |
| | | Immunology | 전신성 홍반성 루푸스(SLE) | Preclinical |
| AGT-216 | Augustine Therapeutics | Genetic Disorders | I A형 샤르코 마리 투스병(CMT) | Preclinical |
| | | Toxicology | 화학요법유발말초신경병(CIPN) | Preclinical |
| AJ-302 | Annji Pharmaceutical | Toxicology | 화학요법유발말초신경병(CIPN) | Preclinical |
| AJ-303 | Annji Pharmaceutical | Respiratory | 특발성 폐섬유화증(IPF) | Preclinical |
| | | Immunology | 전신 경화증(SS)(피부경화증) | Preclinical |
| BLX-0209 | Biolexis Therapeutics | Central Nervous System | 알츠하이머병(AD); 근위축성 측색 경화증(ALS) | Preclinical |
| CKD-L | 종근당 | Immunology | 류마티스 관절염(RA) | Preclinical |
| MPT-0G211 | ATP Biopharm | Central Nervous System | 알츠하이머병(AD) | Preclinical |
| ORY-4001 | Oryzon Genomics | Genetic Disorders | I A형 샤르코 마리 투스병(CMT) | Preclinical |

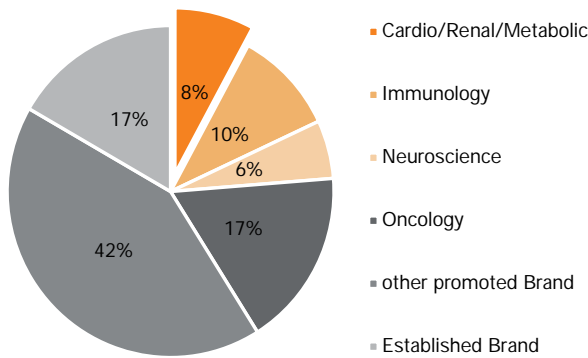
자료: GlobalData, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. Novartis R&D Day에서 Cardiovascular, Renal and Metabolic 파트너십으로 언급



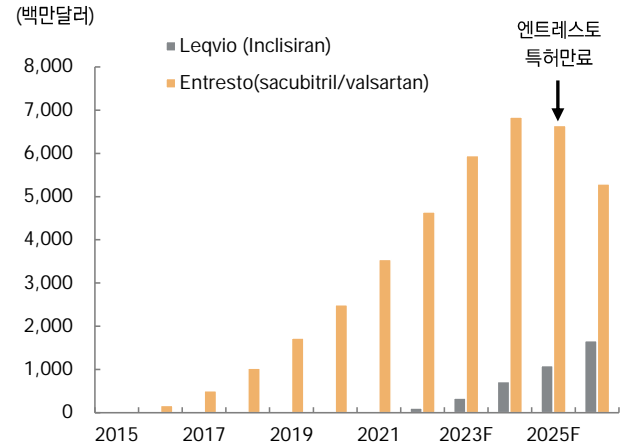
자료: Novartis, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 노바티스 사업부별 매출 비중 추이



자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. Cardio/Renal/Metabolic 연간 매출 추이 및 전망



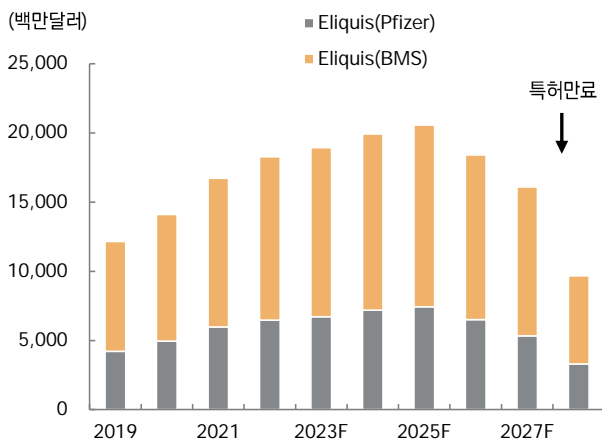
자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

표 7. 노바티스의 Cardio, Renal, Metabolic 부문 임상단계 파이프라인

| 코드/성분명 | 기전 | 적응증 | 단계 |
|--------------------|-------------------------|---|------|
| atrasentan | ETA receptor antagonist | IgA nephropathy(신장병증) | 임상3상 |
| zigakibart | anti-APRIL | IgA nephropathy(신장병증) | 임상3상 |
| inclisiran(Leqvio) | siRNA | CVRR-LDL, Primary Prevention, Hypertlipidemia | 임상3상 |
| iptacopan | CFB inhibitor | IgA nephropathy(신장병증), C3 glomerulopathy(사구체병증) | 임상3상 |
| | | Lupus nephritis(루푸스신염) | 임상2상 |
| pelacarsen | ASO targeting Lp(a) | Lp(a) 환자 심혈관 사건 2차 예방 | 임상3상 |
| CFZ533 | CD40 inhibitor | Lupus nephritis(루푸스신염) | 임상2상 |
| TIN816 | ATP modulator | Acute Kidney injury(급성 신부전) | 임상2상 |
| XXB750 | NPR1 Agonist | Hypertension(고혈압) | 임상2상 |
| | | Heart Failure(심부전) | 임상1상 |

자료: 노바티스, 미래에셋증권 리서치센터

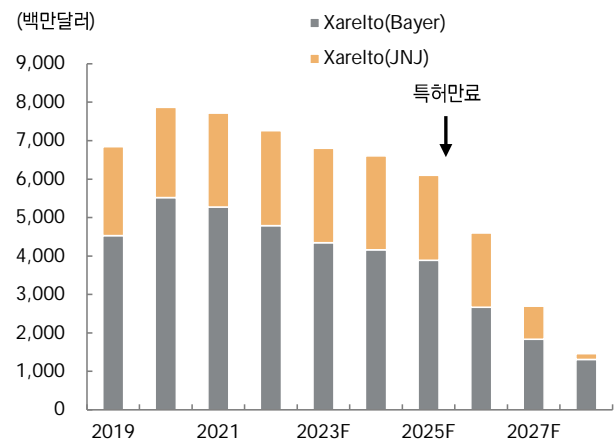
그림 5. 심방세동 치료제 NOAC 엘리퀴스 매출액 추이



주: 경구용 항응고제 - NOAC(New Oral Anti-coagulant)

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

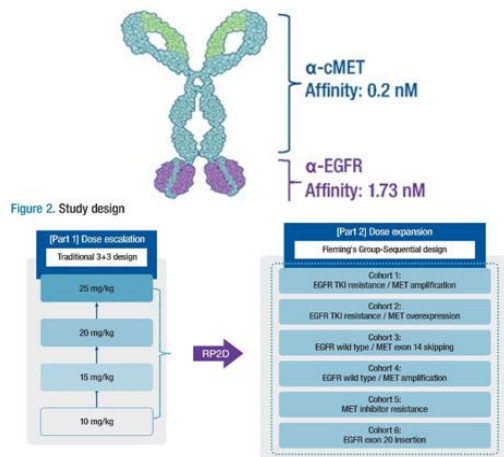
그림 6. 심방세동 치료제 NOAC 자렐토 매출액 추이



주: 경구용 항응고제 - NOAC(New Oral Anti-coagulant)

자료: Bloomberg, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. CDK702 및 임상 1상 디자인



자료: ESMO 2022, 미래에셋증권 리서치센터

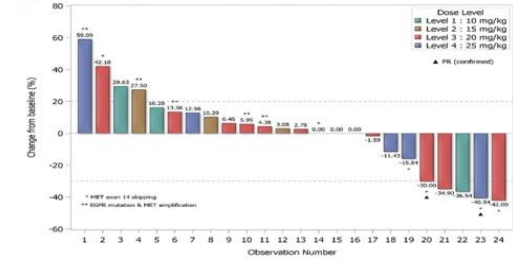
그림 8. CKD702 1a상 데이터

Table 2. Adverse events summary

| Adverse Events, n (%) | Total (n=24) |
|--|--------------|
| Treatment-Related Adverse Events (TEAEs) | 24 (100) |
| Treatment-related AEs | 24 (100) |
| Grade ≥ 3 TEAEs | 10 (42) |
| Grade ≥ 3 Treatment-related AEs | 6 (25) |
| Serious TEAEs | 22 (92) |
| Treatment-related SAEs* | 4 (17) |
| TEAE leading to death† | 1 (4) |
| TEAEs leading to discontinuation‡ | 4 (17) |

*One case each of generalized edema, pyrexia, duodenal ulcer, and pneumonitis. †One case of pneumonitis (4%) which was considered treatment-related. ‡Two cases of rash (8%), and one each of pneumonitis (4%) and pneumonitis (4%); these correspond to treatment-related AEs (except 1 case of pneumonitis).

Figure 4. Best % change from baseline in sum of target lesion diameters



자료: ESMO 2022, 미래에셋증권 리서치센터

종근당 (185750)

예상 포괄손익계산서 (요약)

| (십억원) | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 | 1,472 | 1,654 | 1,498 | 1,603 |
| 매출원가 | 937 | 991 | 949 | 1,011 |
| 매출총이익 | 535 | 663 | 549 | 592 |
| 판매비와관리비 | 428 | 423 | 426 | 459 |
| 조정영업이익 | 107 | 240 | 123 | 133 |
| 영업이익 | 107 | 240 | 123 | 133 |
| 비영업손익 | -6 | -4 | -2 | -1 |
| 금융손익 | -3 | -2 | 1 | 2 |
| 관계기업등 투자손익 | 0 | 2 | 1 | 1 |
| 세전계속사업손익 | 101 | 236 | 121 | 132 |
| 계속사업법인세비용 | 18 | 12 | 18 | 17 |
| 계속사업이익 | 83 | 224 | 103 | 116 |
| 중단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 83 | 224 | 103 | 116 |
| 지배주주 | 83 | 224 | 103 | 116 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 총포괄이익 | 87 | 224 | 103 | 116 |
| 지배주주 | 87 | 224 | 103 | 116 |
| 비지배주주 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| EBITDA | 138 | 274 | 151 | 163 |
| FCF | 19 | 223 | 158 | 120 |
| EBITDA 마진율 (%) | 9.4 | 16.6 | 10.1 | 10.2 |
| 영업이익률 (%) | 7.3 | 14.5 | 8.2 | 8.3 |
| 지배주주귀속 순이익률 (%) | 5.6 | 13.5 | 6.9 | 7.2 |

예상 재무상태표 (요약)

| (십억원) | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|----------------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산 | 697 | 940 | 1,007 | 1,151 |
| 현금 및 현금성자산 | 111 | 290 | 415 | 520 |
| 매출채권 및 기타채권 | 272 | 302 | 273 | 293 |
| 재고자산 | 268 | 301 | 273 | 292 |
| 기타유동자산 | 46 | 47 | 46 | 46 |
| 비유동자산 | 400 | 378 | 375 | 358 |
| 관계기업투자등 | 1 | 2 | 1 | 2 |
| 유형자산 | 299 | 272 | 252 | 233 |
| 무형자산 | 27 | 31 | 49 | 50 |
| 자산총계 | 1,097 | 1,318 | 1,382 | 1,510 |
| 유동부채 | 360 | 367 | 341 | 363 |
| 매입채무 및 기타채무 | 176 | 198 | 179 | 192 |
| 단기금융부채 | 113 | 89 | 89 | 94 |
| 기타유동부채 | 71 | 80 | 73 | 77 |
| 비유동부채 | 119 | 121 | 119 | 120 |
| 장기금융부채 | 101 | 101 | 101 | 101 |
| 기타비유동부채 | 18 | 20 | 18 | 19 |
| 부채총계 | 479 | 488 | 460 | 484 |
| 지배주주지분 | 618 | 830 | 922 | 1,026 |
| 자본금 | 30 | 30 | 30 | 30 |
| 자본잉여금 | 265 | 265 | 265 | 265 |
| 이익잉여금 | 372 | 584 | 676 | 780 |
| 비지배주주지분 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 자본총계 | 618 | 830 | 922 | 1,026 |

예상 현금흐름표 (요약)

| (십억원) | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|-----------------------|------|-------|-------|-------|
| 영업활동으로 인한 현금흐름 | 64 | 228 | 162 | 127 |
| 당기순이익 | 83 | 224 | 103 | 116 |
| 비현금수익비용가감 | 77 | 49 | 47 | 46 |
| 유형자산감가상각비 | 28 | 31 | 25 | 26 |
| 무형자산상각비 | 3 | 3 | 3 | 3 |
| 기타 | 46 | 15 | 19 | 17 |
| 영업활동으로인한자산및부채의변동 | -77 | -31 | 30 | -20 |
| 매출채권 및 기타채권의 감소(증가) | -51 | -30 | 26 | -17 |
| 재고자산 감소(증가) | -55 | -33 | 28 | -19 |
| 매입채무 및 기타채무의 증가(감소) | 17 | 18 | -15 | 10 |
| 법인세납부 | -16 | -12 | -18 | -17 |
| 투자활동으로 인한 현금흐름 | -65 | -13 | -26 | -14 |
| 유형자산처분(취득) | -44 | -5 | -4 | -8 |
| 무형자산감소(증가) | -8 | -6 | -22 | -5 |
| 장단기금융자산의 감소(증가) | -10 | -1 | 1 | -1 |
| 기타투자활동 | -3 | -1 | -1 | 0 |
| 재무활동으로 인한 현금흐름 | -16 | -36 | -11 | -7 |
| 장단기금융부채의 증가(감소) | -2 | -24 | 0 | 5 |
| 자본의 증가(감소) | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금의 지급 | -11 | -12 | -11 | -12 |
| 기타재무활동 | -3 | 0 | 0 | 0 |
| 현금의 증가 | -18 | 179 | 125 | 105 |
| 기초현금 | 129 | 111 | 290 | 415 |
| 기말현금 | 111 | 290 | 415 | 520 |

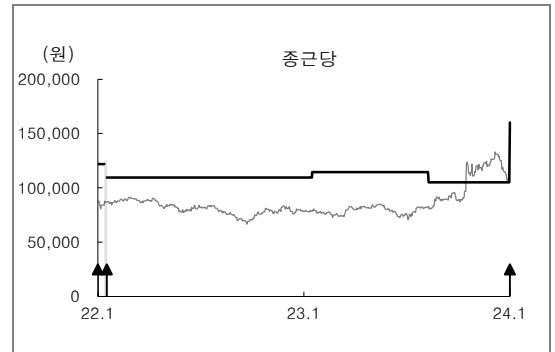
자료: 종근당, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

| | 2022 | 2023F | 2024F | 2025F |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| P/E (x) | 12.4 | 7.7 | 13.7 | 12.1 |
| P/CF (x) | 6.4 | 6.3 | 9.4 | 8.7 |
| P/B (x) | 1.6 | 2.0 | 1.5 | 1.3 |
| EV/EBITDA (x) | 7.8 | 5.5 | 7.1 | 6.0 |
| EPS (원) | 6,296 | 16,993 | 7,796 | 8,783 |
| CFPS (원) | 12,152 | 20,692 | 11,400 | 12,260 |
| BPS (원) | 49,538 | 65,649 | 72,608 | 80,512 |
| DPS (원) | 910 | 910 | 910 | 910 |
| 배당성향 (%) | 14.0 | 4.9 | 11.3 | 10.0 |
| 배당수익률 (%) | 1.2 | 0.7 | 0.9 | 0.9 |
| 매출액증가율 (%) | 10.4 | 12.3 | -9.4 | 7.0 |
| EBITDA증가율 (%) | 15.9 | 98.4 | -44.7 | 7.4 |
| 조정영업이익증가율 (%) | 13.8 | 124.0 | -48.7 | 8.5 |
| EPS증가율 (%) | 110.4 | 169.9 | -54.1 | 12.7 |
| 매출채권 회전율 (회) | 6.7 | 6.5 | 5.8 | 6.3 |
| 재고자산 회전율 (회) | 6.0 | 5.8 | 5.2 | 5.7 |
| 매입채무 회전율 (회) | 6.9 | 6.5 | 6.1 | 6.7 |
| ROA (%) | 7.8 | 18.5 | 7.6 | 8.0 |
| ROE (%) | 14.1 | 30.9 | 11.7 | 11.9 |
| ROIC (%) | 14.8 | 35.9 | 16.8 | 19.2 |
| 부채비율 (%) | 77.5 | 58.8 | 49.9 | 47.1 |
| 유동비율 (%) | 193.4 | 256.4 | 295.6 | 317.0 |
| 순차입금/자기자본 (%) | 15.2 | -16.8 | -28.6 | -35.5 |
| 조정영업이익/금융비용 (x) | 19.5 | 46.5 | 25.3 | 27.1 |

투자의견 및 목표주가 변동추이

| 제시일자 | 투자의견 | 목표주가(원) | 과리율(%) | |
|--------------|----------|---------|--------|------------|
| | | | 평균주가대비 | 최고(최저)주가대비 |
| 종근당 (185750) | | | | |
| 2024.01.22 | 매수 | 160,000 | - | - |
| 2023.08.31 | 매수 | 104,978 | 1.17 | 26.69 |
| 2023.02.06 | 매수 | 114,521 | -31.21 | -25.83 |
| 2022.02.07 | 매수 | 109,344 | -25.84 | -16.67 |
| 2022.02.03 | 분석 대상 제외 | | - | - |
| 2021.11.29 | 매수 | 121,770 | -21.36 | -13.57 |



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

| 기업 | 산업 |
|--|--|
| 매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상 | 비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승 |
| Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상 | 중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준 |
| 중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상 | 비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화 |
| 매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상 | |

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

투자의견 비율

| 매수(매수) | Trading Buy(매수) | 중립(중립) | 매도 |
|--------|-----------------|--------|------|
| 88.55% | 6.63% | 4.22% | 0.6% |

* 2023년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.