

종근당 (185750)

CKD-510 가치는 임상 2상부터 반영될 것

4Q23Re: 대규모 기술료 유입

별도 기준 매출액 5,015억원(+29.0%YoY, +26.6%QoQ), 영업이익 1,143억원(+660.9%YoY, +115.3%QoQ, OPM 22.8%)를 기록하며 전년 동기 및 전분기 대비 큰 폭 성장. 지난해 11월 노바티스에 L/O한 CKD-510의 계약금(8,000만 달러)와 케이캡 코프로 모션 계약이 종료로 인한 재고분을 일시 매출로 반영한 영향.

CKD-510 임상 2상 시작이 분기점

당사는 24년 매출액 1조 5,076억원(-8.6%), 영업이익 1,052억원(-56.3%)로 전망. CKD-510 계약금 영향을 제외하더라도 케이캡 매출 부재, 자누비아 약가 인하 및 제네릭 경쟁 영향에 기인. 현재 당사는 도입 품목 계약을 다수 추진 중인 것으로 보이며, 향후 품목 도입에 따라 매출 및 이익 성장이 가능할 것으로 예상.

노바티스는 investor day에서 CKD-510을 심혈관계 질환 파이프라인으로 분류. 다만, 세부 적응증에 대해서는 공개하지 않았으며 임상 2상 시작 시점에 개발 적응증 확인이 가능할 것. 주요 심혈관계 품목인 엔트레스토(심부전 치료제)의 특허 만료가 25년 내 예상되는 점을 고려할 때 CKD-510의 임상 2상은 2H24로 예상.

투자의견 Buy, 목표주가 14.8만원으로 조정

매수 의견을 유지하며, 무상 증자(주당 0.05주 부여) 영향을 반영하여 목표주가는 기존 15.5만원에서 14.8만원으로 조정. 당사는 24년 주요 품목들의 매출 하락으로 1회성 수익인 기술료를 제외하더라도 소폭 역성장이 예상. 그러나 CKD-510의 임상 2상이 시작되면서 파이프라인 가치가 동사 가치에 반영되면서 동사 주가 상승을 이끌 것으로 기대.



하현수 제약/바이오
hyunsoo.ha@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 148,000원 (U)

현재주가 (2/05) 109,400원

상승여력 35%

시가총액 14,413억원

총발행주식수 13,174,420주

60일 평균 거래대금 186억원

60일 평균 거래량 151,229주

52주 고/저 133,000원 / 70,621원

외인지분율 12.66%

배당수익률 1.16%

주요주주 종근당홀딩스 외 5인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 (12.6) 12.9 39.1

상대 (13.1) 3.2 33.2

절대 (달러환산) (13.6) 12.2 28.5

Quarterly earning Forecasts

(십억원, %)

	4Q23P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	501	29.0	26.6	489	2.6
영업이익	114	660.9	115.3	105	8.7
세전계속사업이익	111	719.4	111.7	88	27.0
지배순이익	89	638.8	104.9	84	6.8
영업이익률 (%)	22.8	+18.9 %pt	+9.4 %pt	21.5	+1.3 %pt
지배순이익률 (%)	17.8	+14.7 %pt	+6.8 %pt	17.1	+0.7 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	1,334	1,472	1,650	1,510
영업이익	94	107	241	105
지배순이익	39	83	209	78
PER	40.9	13.1	8.2	18.5
PBR	2.8	1.7	2.1	1.6
EV/EBITDA	13.7	8.3	5.9	9.2
ROE	7.1	14.1	29.4	9.2

자료: 유안타증권

4Q23 종근당 실적 리뷰

(단위: 십억원)

	4Q23P	4Q22	YoY	3Q23	QoQ	컨센서스	차이	당사 추정	차이
매출액	501.5	388.9	+29.0%	396.2	+26.6%	489.0	+2.6%	510.6	-1.8%
영업이익	114.3	15.0	+660.9%	53.1	+115.3%	105.1	+8.8%	142.4	-19.7%
영업이익률	22.8%	3.9%	+18.9%pt	13.4%	+9.4%pt	21.5%	+1.3%pt	27.9%	-5.1%pt

자료: 유안타증권 리서치센터

종근당 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	1Q24E	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2022	2023E	2024E
매출액	360.1	391.8	396.2	501.5	351.5	384.6	391.9	379.5	1472.3	1649.6	1507.6
YoY	6.5%	7.4%	4.1%	29.0%	(2.4%)	(1.8%)	(1.1%)	(24.3%)	10.4%	12.0%	(8.6%)
자누비아	29.5	32.5	28.5	22.6	20.6	20.1	17.1	17.2	138.6	113.0	75.0
케이캡	28.3	30.1	32.7	46.5	0	0	0	0	122.1	137.5	0
프롤리아	26.7	28.7	30.5	30.0	31.5	33.0	34.1	35.1	98.7	115.9	133.7
글리아티린	20.8	22.3	23.7	20.6	22.7	23.8	24.4	22.0	82.1	87.3	92.9
아토젯	19.8	22.4	22.7	24.3	21.8	24.6	25.0	26.7	80.2	89.2	98.1
딜라트렌	13.7	14.7	17.7	13.9	14.8	15.9	16.8	11.5	52.8	60.0	62.5
이모튼	12.5	12.4	11.8	11.6	13.4	13.2	13.3	13.7	47.9	48.3	53.6
타크로벨	11.0	11.8	11.9	11.5	11.6	12.4	12.5	12.1	43.7	46.3	48.6
텔미누보	10.2	10.3	10.3	10.4	10.3	10.4	10.4	10.5	40.7	41.2	41.6
리피로우	6.8	7.1	7.2	8.7	7.4	7.7	7.8	9.4	24.9	29.8	32.2
큐시미아	6.5	8.0	7.4	8.5	5.5	8.1	7.5	8.6	26.1	30.4	29.7
기타	179.5	195.8	199.2	186.8	192.1	215.4	223.1	209.2	733.7	761.2	839.7
기술료	0	0	0	106.1	0	0	0	0	0	106.1	0
매출 총이익	138.1	145.9	153.4	230.8	121.6	133.1	137.2	132.1	535.2	651.6	524.0
판매 관리비	103.0	98.3	92.9	116.6	100.5	105.8	106.2	106.3	428.1	410.8	418.8
영업 이익	35.1	47.6	60.5	114.3	21.1	27.3	31.0	25.8	107.1	240.8	105.2
YoY	23.6%	54.4%	33.8%	660.9%	(29.8%)	(37.1%)	(41.7%)	(77.4%)	13.8%	124.8%	(56.3%)
OPM	9.6%	12.0%	15.0%	22.8%	6.0%	7.1%	7.9%	6.8%	7.3%	14.6%	7.0%

자료: 유안타증권 리서치센터

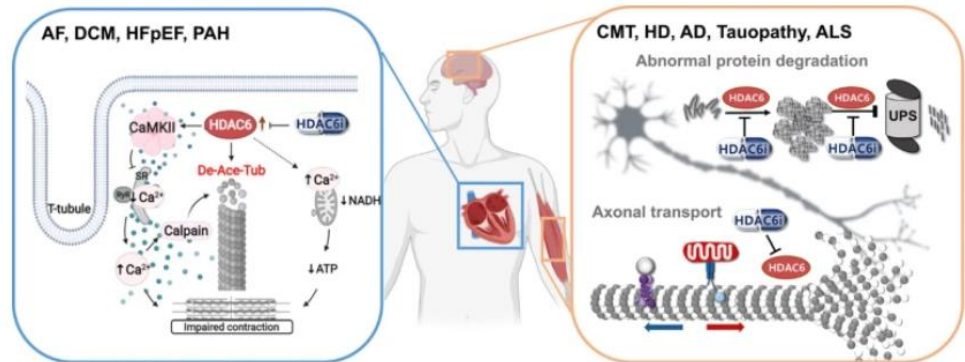
종근당 목표주가 산정

(단위: 십억원, 천주, 원)

부문	기업 가치	비고
1. 영업 가치	1,764	24년 예상 EBITDA 1,357억원 EV/EBITDA Multiple 13x 적용
2. CKD-510 가치	0	개발 적응증 확인 이후 가치 산정 예정
3. 순차입금	(194)	24년말 예상
4. 총 기업가치	1,958	1+2-3
5. 총 주식수	13,174	
6. 주당 가치	148,614	5/6
7. 목표주가	148,000	

자료: 유안타증권 리서치센터

HDAC6i 관련 적응증



자료: Nature, 유안타증권 리서치센터

노바티스 Investor day 발표 중

Focused on deals aligned with our core therapeutic areas and technology platforms

Select recent examples

Cardiovascular, Renal and Metabolic	Neuroscience	Oncology
CHINOOK THERAPEUTICS IONIS xRNA Chong Kun Dang Pharm.	voyager Therapeutics Gene therapy AVROBIO Gene therapy DTX PHARMA xRNA	CLOVIS ONCOLOGY RLT bicycle therapeutics RLT LEGEND BIOTECH Cell therapy

자료: 노바티스, 유안타증권 리서치센터

종근당 (185750) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,334	1,472	1,650	1,510	1,554
매출원가	842	937	998	985	1,010
매출총이익	492	535	652	525	544
판매비	398	428	411	419	430
영업이익	94	107	241	105	114
EBITDA	119	138	275	136	139
영업외손익	-17	-6	-3	-8	-5
외환관련손익	0	-1	-1	0	0
이자손익	-2	-3	-2	3	6
관계기업관련손익	-1	0	0	0	0
기타	-14	-1	-2	-11	-11
법인세비용차감전순이익	77	101	237	97	108
법인세비용	38	18	28	19	21
계속사업순이익	39	83	209	78	87
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	39	83	209	78	87
지배지분순이익	39	83	209	78	87
포괄순이익	36	87	213	84	93
지배지분포괄이익	36	87	213	84	93

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

현금흐름표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	15	64	152	355	241
당기순이익	39	83	209	78	87
감가상각비	23	28	31	27	23
외환손익	-1	0	-1	0	0
중속, 관계기업관련손익	1	0	0	0	0
자산부채의 증감	-64	-77	-112	222	101
기타현금흐름	17	29	24	28	31
투자활동 현금흐름	-94	-65	-38	10	6
투자자산	-43	-3	5	1	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-48	-45	-26	0	0
유형자산 감소	0	0	0	0	0
기타현금흐름	-3	-18	-17	9	6
재무활동 현금흐름	84	-16	-32	-11	-12
단기차입금	0	20	0	0	0
사채 및 장기차입금	98	-21	-10	0	0
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-11	-11	-12	-11	-12
기타현금흐름	-3	-3	-11	0	0
연결범위변동 등 기타	1	0	1	-173	-138
현금의 증감	6	-18	83	181	97
기초 현금	123	129	111	194	375
기말 현금	129	111	194	375	472
NOPLAT	94	107	241	105	114
FCF	-33	19	125	355	241

자료: 유안타증권

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

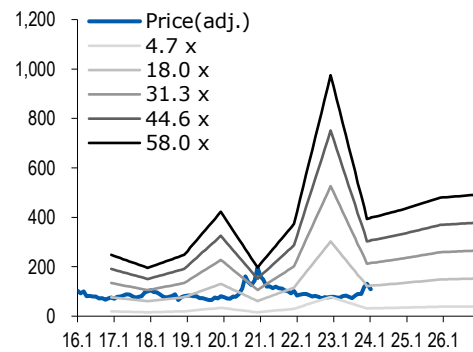
재무상태표 (단위: 십억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	654	697	921	942	1,056
현금및현금성자산	129	111	194	375	472
매출채권 및 기타채권	226	278	342	272	282
재고자산	222	268	357	270	278
비유동자산	363	400	431	400	374
유형자산	279	299	293	266	243
관계기업 등 지분관련자산	2	1	2	1	1
기타투자자산	31	43	42	41	41
자산총계	1,017	1,097	1,352	1,342	1,431
유동부채	307	360	488	410	417
매입채무 및 기타채무	178	199	257	195	200
단기차입금	67	88	88	88	88
유동성장기부채	22	24	80	80	80
비유동부채	151	119	58	53	53
장기차입금	24	0	30	30	30
사채	100	100	0	0	0
부채총계	457	479	546	463	471
지배지분	560	618	806	879	960
자본금	29	30	31	31	31
자본잉여금	266	265	263	263	263
이익잉여금	296	372	573	639	715
비지배지분	0	0	0	0	0
자본총계	560	618	806	879	960
순차입금	31	64	-16	-194	-291
총차입금	216	214	204	204	204

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	2,992	6,296	15,894	5,907	6,604
BPS	43,233	48,518	63,341	69,112	75,514
EBITDAPS	9,044	10,478	20,885	10,303	10,576
SPS	101,256	111,758	125,215	114,609	117,974
DPS	867	910	910	910	910
PER	40.9	13.1	8.2	18.5	16.6
PBR	2.8	1.7	2.1	1.6	1.4
EV/EBITDA	13.7	8.3	5.9	9.2	8.3
PSR	1.2	0.7	1.0	1.0	0.9

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	2.6	10.4	12.0	-8.5	2.9
영업이익 증가율 (%)	-25.7	13.8	124.8	-56.2	8.0
지배순이익 증가율 (%)	-55.6	110.4	152.5	-62.8	11.8
매출총이익률 (%)	36.9	36.4	39.5	34.8	35.0
영업이익률 (%)	7.1	7.3	14.6	7.0	7.3
지배순이익률 (%)	3.0	5.6	12.7	5.2	5.6
EBITDA 마진 (%)	8.9	9.4	16.7	9.0	9.0
ROIC	9.4	14.9	31.4	12.6	15.1
ROA	4.1	7.8	17.1	5.8	6.3
ROE	7.1	14.1	29.4	9.2	9.5
부채비율 (%)	81.7	77.5	67.8	52.7	49.0
순차입금/자기자본 (%)	5.6	10.4	-2.0	-22.1	-30.3
영업이익/금융비용 (배)	30.9	19.5	32.3	14.4	15.5

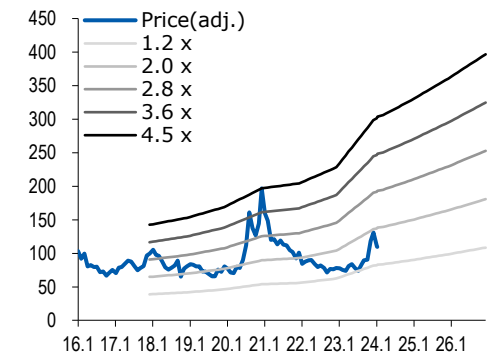
P/E band chart

(천원)

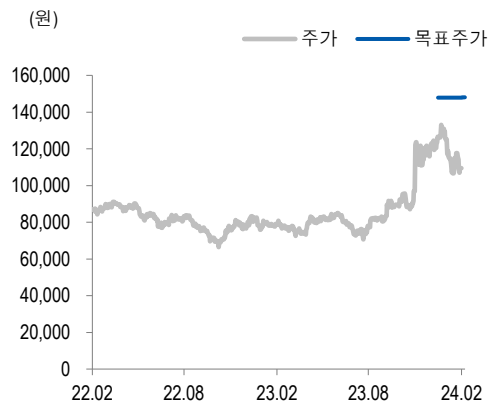


P/B band chart

(천원)



종근당 (185750) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-02-06	BUY	148,000	1년		
2023-12-21	BUY	147,923	1년	-20.91	-10.09
2021-12-07	BUY	147,863	1년	-32.24	-31.47

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (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)	88.8
Hold(중립)	11.2
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-02-06

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 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: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%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 투자사결정은 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.