제약·바이오/화장품
이지원
02)6742-3584
leejw9205@heungkuksec.co.kr

R.A.
박시은
02)6742-3518
parkse@heungkuksec.co.kr

(185750)

종근당

BUY(유지)

여전히 기대해 볼 만한 CKD-510

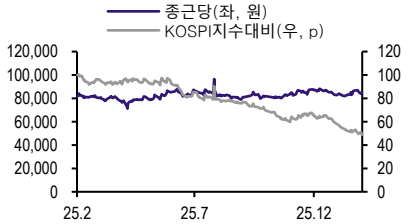
목표주가	100,000원(유지)
현재주가(02/03)	85,200원
상승여력	17.4%
시가총액	1,176십억원
발행주식수	13,803천주
52주 최고가 / 최저가	96,500 / 71,200원
3개월 일평균거래대금	3십억원
외국인 지분율	15.6%
주요주주	
종근당홀딩스 (외 6인)	39.7%
국민연금공단 (외 1인)	7.4%
Kopernik Global Investors, LLC (외 1인)	6.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	2.9	2.2	3.9	2.9
상대수익률(KOSPI)	-19.8	-23.1	-65.6	-112.6

(단위: 십억원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	1,669	1,586	1,692	1,765
영업이익	247	99	81	89
EBITDA	284	139	124	130
지배기업순이익	213	109	78	72
EPS	15,397	7,902	5,874	5,430
순차입금	-143	-113	32	-21
PER	8.1	11.3	14.5	15.7
PBR	1.9	1.3	1.3	1.2
EV/EBITDA	5.3	7.6	9.7	8.9
배당수익률	0.8	1.2	1.2	1.2
ROE	29.6	12.8	8.7	7.8
컨센서스 영업이익	-	-	76	109
컨센서스 EPS	-	-	4,927	6,303

주가추이



4Q25 Review: 영업이익 시장 컨센서스 상회

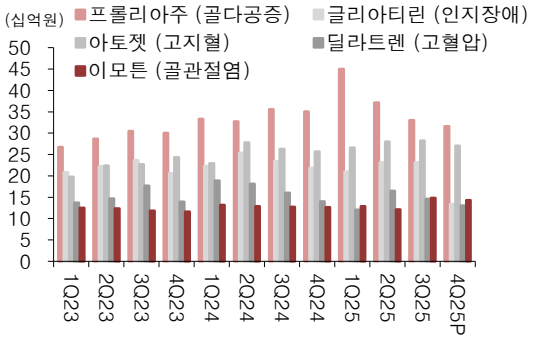
종근당의 4분기 연결 매출액은 4,268억원(+2.7% YoY/-0.7% QoQ), 영업이익은 235억원(+247.1% YoY/+11.9% QoQ, OPM: 5.5%)을 시현, 시장의 컨센서스를 상회하는 실적을 기록하였다. 4분기 영업이익 성장의 주요 원인은 케렌디아, 텔미누보, 이모튼 등 기존 품목들의 안정적인 매출액 성장세와 더불어 판관비 및 연구개발비 감소에 따른 비용 효율화에 있는 것으로 본다. 4분기 판매관리비는 광고선전비와 판매촉진비 등의 절감으로 전년 동기 대비 44억원 감소하였고 연구개발비는 115억원 감소하였다. 단, 4분기 별도 기준 매출원가율은 69.4%로 전년 동기 대비 0.7%pt 상승하였는데 이는 신규 도입 품목 확대에 따른 것으로 2026년에도 원가율 상승은 불가피할 것으로 예상한다. 또한 올해는 기존 주력 품목들의 약가 인하 및 선별급여 이슈로 인해 이번 4분기에도 약세를 보였던 프롤리아, 글리아티린 등의 매출액 감소가 이어지겠지만 위고비, 뉴라펙 등 신규 품목 도입이 증가하며 안정적인 탑라인 성장세를 유지할 것으로 전망한다(2026~27년 연결 매출액 성장률 추정치: +4.3~4.4% YoY). 한편 신규 품목 도입 확대에 따른 원가율 상승과 판매관리비 증가로 인해 종근당의 2026년 연결 영업이익은 891억원 수준으로 추정한다(OPM: 5.0%). 결국 종근당의 이익 추정치 상향 조정과 밸류에이션 리레이팅에 필요한 것은 핵심 신약 CKD-510의 임상 전진 및 후속 적응증 공개에 있다.

CKD-510 임상 2상의 긍정적 전진을 기대해보며

시장이 현 시점 단기 이익 성장 모멘텀이 제한적인 종근당에 가장 큰 기대를 걸고 있는 것은 노바티스에 기술수출한 CKD-510(HDAC6 억제제) 임상의 긍정적 전진일 것이다. 한때 총 1.7조원 규모에 달하는 기술 이전 계약 자체가 전면 백지화될 수도 있다는 우려가 깊었던 것과 비교하면 현재는 꽤 진전된 상태로, 25년 5월 노바티스의 미국 임상 2상 IND 신청으로 추가 마일스톤 70억원을 수령하였고 25년 4분기부터 심방세동 환자 대상 임상 2상이 본격 개시되었다. 26년 하반기 일부 데이터를 확인할 수 있을 것으로 전망하며 후속 임상 진전에 따라 시장의 눈높이는 점차 상향될 것이다.

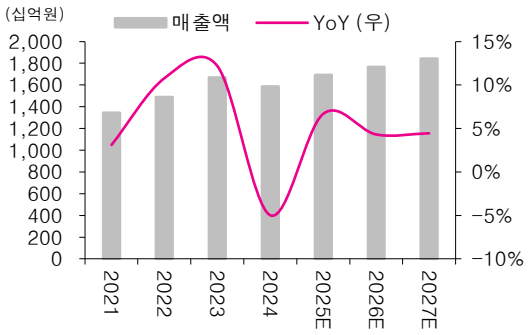
종근당 투자의견 BUY, 목표주가 100,000원 유지

그림 1 종근당 주요 품목 분기별 매출액 추이 및 전망



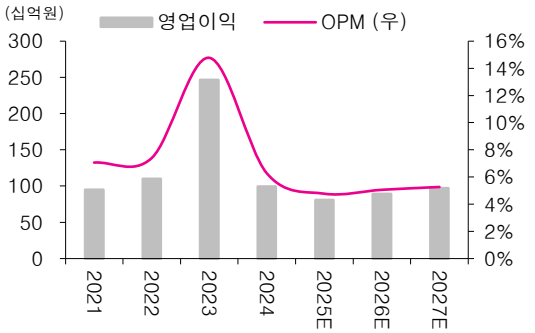
자료: 종근당, 흥국증권 리서치센터

그림 2 종근당 연간 매출액 추이 및 전망



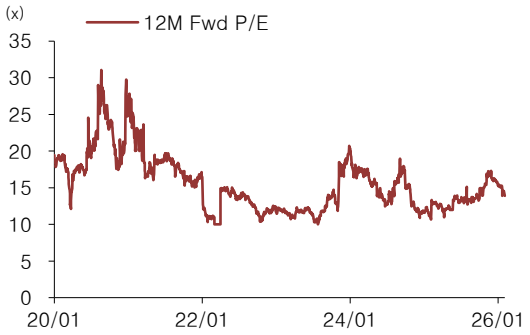
자료: 종근당, 흥국증권 리서치센터

그림 3 종근당 연간 영업이익 추이 및 전망



자료: 종근당, 흥국증권 리서치센터

그림 4 종근당 12M Fwd P/E 추이



자료: DataGuide, 흥국증권 리서치센터

표 1 종근당 목표주가 산정 SOTP 밸류에이션

(십억원)		비고
종근당 순이익	75.4	2026~27년 순이익 평균
Fair P/E multiple (x)	16.0	2024년 12M Fwd P/E 평균 (CKD-510 모멘텀)
종근당 value (A)	**1,206**	
Non-core assets		
(-) Net debt (B)	-53	2025~27년 순차입금 평균
(-) Preferred shares (C)	0	
Fair value of equity (A-B-C)	**1,258**	
No. of total shares (백만주)	13.2	
NAV/Share (원)	95,521	
목표주가 (원)	**100,000**	
현재주가 (원)	85,200	
상승여력	17.4%	

자료: Bloomberg, 흥국증권 리서치센터

표 2 종근당 실적 추이 및 전망 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25P	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	**362**	**397**	**413**	**415**	**401**	**435**	**430**	**427**	**1,669**	**1,586**	**1,692**	**1,765**
자누비아	20	23	20	18	18	19	19	18	113	81	74	69
케이캡	0	0	0	0	0	0	0	0	138	0	0	0
프롤리아주	33	33	36	35	45	37	33	32	116	137	147	158
글리아티린	22	25	23	22	21	23	23	13	87	93	81	72
아토젯	23	28	26	26	27	28	28	27	89	103	110	115
딜라트렌	19	18	16	14	12	17	15	13	60	67	56	49
이모튼	13	13	13	13	13	12	15	14	48	51	54	57
타크로벨	12	12	13	12	11	12	13	13	46	48	49	50
텔미누보	11	12	11	12	12	13	12	14	41	46	51	56
기타	209	233	255	265	242	274	272	283	931	961	1,071	1,138
영업이익	**31**	**36**	**26**	**7**	**12**	**24**	**21**	**23**	**247**	**99**	**81**	**89**
순이익	26	53	22	8	12	19	20	27	213	109	78	72
수익성(%)												
영업이익률	8.5%	9.0%	6.3%	1.6%	3.1%	5.4%	4.9%	5.5%	14.8%	6.3%	4.8%	5.0%
순이익률	7.1%	13.4%	5.3%	2.0%	2.9%	4.4%	4.7%	6.2%	12.7%	6.9%	4.6%	4.1%
성장률(YoY)												
전체 매출액	-1.0%	0.2%	2.3%	-17.7%	10.9%	9.6%	4.1%	2.7%	12.2%	-5.0%	6.7%	4.3%
영업이익	-2.1%	-20.4%	-53.3%	-94.1%	-59.6%	-34.0%	-19.4%	247.1%	124.4%	-59.7%	-19.0%	10.6%

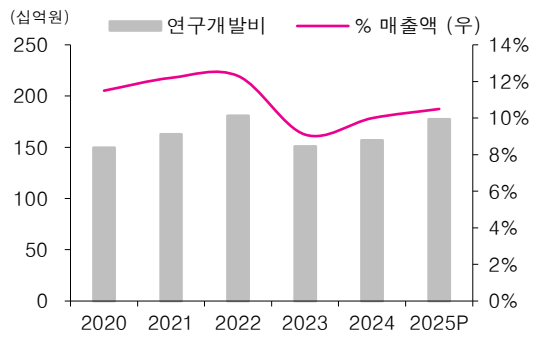
자료: 종근당, 흥국증권 리서치센터

표 3 종근당 실적 추정치 변경

	변경 전			변경 후			변경률		
	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E	2025E	2026E	2027E
매출액 (십억원)	1,697	1,769	1,841	1,692	1,765	1,844	0%	0%	0%
영업이익 (십억원)	72	107	118	81	89	97	12%	-17%	-18%
영업이익률 (%)	*4.3%*	*6.1%*	*6.4%*	*4.8%*	*5.0%*	*5.3%*			
지배기업순이익 (십억원)	63	84	94	78	72	79	23%	-15%	-16%

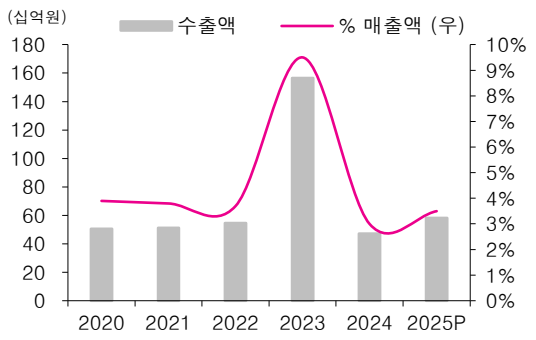
자료: 흥국증권 리서치센터

그림 5 종근당 연간 R&D 투자비용



자료: 종근당, 흥국증권 리서치센터

그림 6 종근당 연간 수출실적



자료: 종근당, 흥국증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	**1,669**	**1,586**	**1,692**	**1,765**	**1,844**
증가율 (Y-Y,%)	12.2	(5.0)	6.7	4.3	4.4
영업이익	**247**	**99**	**81**	**89**	**97**
증가율 (Y-Y,%)	124.4	(59.7)	(19.0)	10.6	8.7
EBITDA	284	139	124	130	136
영업외손익	(5)	3	1	3	5
순이자수익	(3)	4	1	3	2
외화관련손익	(2)	3	(2)	0	0
지분법손익	1	0	0	0	0
세전계속사업손익	242	102	82	92	102
당기순이익	**214**	**111**	**78**	**72**	**80**
지배기업당기순이익	**213**	**109**	**78**	**72**	**79**
증가율 (Y-Y,%)	162.5	(48.7)	(28.9)	(7.6)	10.5
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	8.6	5.7	4.4	1.9	5.1
영업이익증가율(3Yr)	25.8	1.6	(9.8)	(28.8)	(0.9)
EBITDA증가율(3Yr)	24.3	4.4	(4.6)	(23.0)	(0.8)
순이익증가율(3Yr)	33.2	38.1	(0.9)	(30.4)	(10.6)
영업이익률(%)	14.8	6.3	4.8	5.0	5.3
EBITDA마진(%)	17.0	8.8	7.4	7.3	7.4
순이익률 (%)	12.8	7.0	4.6	4.1	4.3
NOPLAT	**218**	**72**	**77**	**70**	**76**
(+) Dep	37	40	44	41	39
(-) 운전자본투자	(80)	105	(15)	12	13
(-) Capex	41	38	129	20	17
OpFCF	294	(32)	7	77	84

재무상태표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	947	962	891	1,014	1,146
현금성자산	363	301	184	277	376
매출채권	314	301	321	335	350
재고자산	261	354	377	394	411
비유동자산	456	497	651	646	638
투자자산	91	106	154	161	167
유형자산	312	315	409	395	379
무형자산	53	76	88	90	91
자산총계	**1,402**	**1,459**	**1,542**	**1,660**	**1,784**
유동부채	511	369	525	543	562
매입채무	254	259	287	302	318
유동성이자부채	185	69	166	166	166
비유동부채	75	194	121	163	202
비유동이자부채	35	119	51	90	127
부채총계	**587**	**562**	**646**	**706**	**764**
자본금	31	33	35	35	35
자본잉여금	263	262	260	260	260
이익잉여금	577	671	739	796	862
자본조정	(56)	(72)	(140)	(140)	(140)
자기주식	(48)	(64)	(66)	(66)	(66)
자본총계	**816**	**896**	**896**	**954**	**1,019**
투하자본	635	744	865	866	867
순차입금	(143)	(113)	32	(21)	(84)
ROA	16.8	7.6	5.2	4.5	4.6
ROE	29.6	12.8	8.7	7.8	8.0
ROIC	32.9	10.5	9.5	8.0	8.7

주요투자지표

(단위:십억원,원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	15,397	7,902	5,874	5,430	5,999
BPS	64,900	67,856	64,736	68,924	73,655
DPS	1,002	1,050	1,050	1,050	1,050
Multiples(x,%)					
PER	8.1	11.3	14.5	15.7	14.2
PBR	1.9	1.3	1.3	1.2	1.2
EV/ EBITDA	5.3	7.6	9.7	8.9	8.0
배당수익율	0.8	1.2	1.2	1.2	1.2
PCR	5.7	7.2	15.6	10.3	9.7
PSR	1.0	0.8	0.7	0.7	0.6
재무건전성 (%)					
부채비율	71.9	62.7	72.0	74.0	75.0
Net debt/Equity	n/a	n/a	3.6	n/a	n/a
Net debt/EBITDA	n/a	n/a	25.8	n/a	n/a
유동비율	185.1	261.1	169.7	186.8	203.8
이자보상배율	76.0	n/a	n/a	n/a	n/a
이자비용/매출액	0.6	0.5	0.4	0.3	0.3
자산구조					
투하자본(%)	58.3	64.7	71.9	66.4	61.5
현금+투자자산(%)	41.7	35.3	28.1	33.6	38.5
자본구조					
차입금(%)	21.2	17.3	19.4	21.1	22.3
자기자본(%)	78.8	82.7	80.6	78.9	77.7

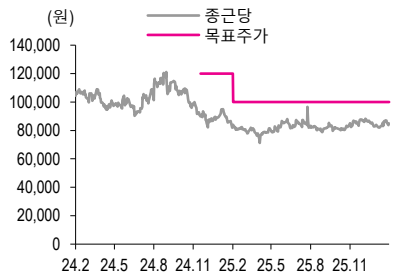
주) 재무제표는 연결기준으로 작성

현금흐름표

(단위:십억원)

결산기	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	**318**	**64**	**46**	**102**	**107**
당기순이익	214	111	78	72	80
자산상각비	37	40	44	41	39
운전자본증감	30	(77)	(11)	(12)	(13)
매출채권감소(증가)	(29)	12	(20)	(14)	(15)
재고자산감소(증가)	(6)	(114)	(40)	(16)	(18)
매입채무증가(감소)	44	17	30	15	16
투자현금	**(171)**	**4**	**(112)**	**(35)**	**(31)**
단기투자자산감소	(134)	72	62	(0)	(0)
장기투자증권감소	0	0	(1)	(3)	(3)
설비투자	(41)	(38)	(129)	(20)	(17)
유무형자산감소	(27)	(27)	(18)	(8)	(7)
재무현금	**(44)**	**(63)**	**12**	**26**	**23**
차입금증가	(26)	(34)	28	39	37
자본증가	0	0	0	0	0
배당금지급	(12)	(13)	(14)	(14)	(14)
현금 증감	102	9	(55)	93	99
총현금흐름(Gross CF)	**303**	**170**	**75**	**115**	**121**
(-) 운전자본증가(감소)	(80)	105	(15)	12	13
(-) 설비투자	41	38	129	20	17
(+) 자산매각	(27)	(27)	(18)	(8)	(7)
Free Cash Flow	315	(0)	(56)	74	83
(-) 기타투자	0	0	1	3	3
잉여현금	315	(0)	(57)	71	80

종근당 - 주가 및 당사 목표주가 변경



최근 2년간 당사 투자의견 및 목표주가 변경

날짜	투자의견	적정가격(원)	평균주가 괴리율(%)	최고(최저)주가 괴리율(%)
2024-11-22	담당자변경			
2024-11-22	Buy	120,000		
2025-02-06	Buy	100,000		
2026-02-04	Buy	100,000		

투자의견(향후 12개월 기준)

기업	Buy(매수): 15% 이상 Hold(중립): -15% ~15% Sell(매도): -15% 이하	산업	OVERWEIGHT (비중확대): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 상승 예상 NEUTRAL (중립): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준(± 5%) 예상 UNDERWEIGHT (비중축소): 향후 12개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 5% 이상 하락 예상

최근 1년간 조사분석자료의 투자등급 비율 (2025년 12월 31일 기준)

Buy (97.4%)	Hold (2.6%)	Sell (0.0%)

Compliance Notice

- 당사는 보고서 제공시점 현재 상기 종목을 1% 이상 보유하고 있지 않으며, 동 보고서를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자는 상기 종목의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 보고서 제공시점 기준으로 지난 6개월간 상기 종목의 유가증권 발행에 주간사로 참여한 사실이 없습니다.
- 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

본 보고서는 당사 고객들의 투자에 관한 정보를 제공할 목적으로 당사 고객에 한하여 배포되는 자료입니다. 본 보고서의 내용은 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 신뢰성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 보고서가 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 본 보고서의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 동의없이 무단 복제, 대여, 전송, 변형 및 배포 될 수 없습니다.

흥국씨앗체

흥국씨앗체는 흥국의 기업철학 모티브를 반영한 글씨체로서, 세계 3대 디자인상인 독일 '2015 iF 디자인 어워드'에서 커뮤니케이션 분야 브랜드 아이덴티티 부문 본상을 수상하였습니다. 친근하고 희망적인 느낌의 흥국씨앗체는 고객존중과 으뜸을 지향하는 흥국의 아이덴티티를 부각시킵니다.

Heungkuk
흥국증권

http://www.heungkuksec.co.kr

□ 주소 (본사) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32 (여의도파이낸스 타워 14층)
(리서치센터) 서울시 영등포구 국제금융로 2길 32(여의도파이낸스타워 6층)
□ 전화번호 영업부 대표 02) 6742-3635
□ 팩스 영업부 대표 02) 739-6286