



BUY(Maintain)

목표주가: 190,000원
주가(7/8): 118,000원

시가총액: 12,845억원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

RA 김경환

02) 3787-4904, KHkim@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (7/8)		2,158.88pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	140,000 원	61,300원
등락률	-15.7%	92.5%
수익률	절대	상대
1M	18.8%	20.2%
6M	31.7%	31.2%
1Y	37.6%	31.6%

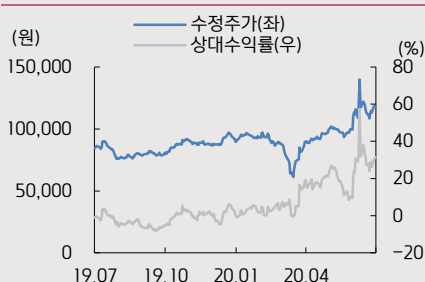
Company Data

발행주식수	10,886 천주
일평균 거래량(3M)	99천주
외국인 지분율	13.6%
배당수익률(2020E)	0.8%
BPS(2020E)	49,942원
주요 주주	종근당홀딩스 외 5 인
	37.7%

투자지표

(십억원)	2018	2019	2020F	2021F
매출액	955.7	1,078.6	1,373.0	1,480.2
영업이익	78.0	77.0	114.2	116.5
EBITDA	99.2	99.6	136.0	139.9
세전이익	69.2	72.7	107.4	110.0
순이익	42.6	53.9	78.4	80.3
지배주주지분순이익	42.6	53.9	78.4	80.3
EPS(원)	3,911	4,950	7,201	7,375
증감률(% YoY)	-20.6	26.6	45.5	2.4
PER(배)	24.9	19.6	16.4	16.0
PBR(배)	2.47	2.23	2.36	2.09
EV/EBITDA(배)	10.6	10.2	9.7	9.2
영업이익률(%)	8.2	7.1	8.3	7.9
ROE(%)	10.3	11.9	15.4	13.9
순차입금비율(%)	10.8	1.5	6.9	1.1

Price Trend



실적 Preview

종근당 (185750)

실적 시즌엔 종근당



지속적으로 안정적인 실적을 시현하고 있는 대표적인 상위 제약사이다. 2분기 실적은 시장 기대치를 크게 상회할 것으로 예상되는데, 코로나19에도 불구하고 기존 제품의 안정적인 성장과 도입 신제품의 고성장이 이어지고, 효율적인 비용 집행으로 수익성 개선이 전망된다. 올해 영업이익 1,142억원으로 전년대비 +48% 성장이 전망되어 저평가 매력에 더욱 부각될 것으로 예상된다.

>>> 2분기 시장 기대치 대폭 상회 전망

2분기 매출액 3,289억원(YoY +24%), 영업이익 310억원(YoY +63%)으로 시장 컨센서스 대비 매출액과 영업이익 각각 12%, 67% 상회가 전망된다. 코로나19의 영향이 무색하게도 기존 제품들이 지속 성장하고, 도입 상품인 아토젯, 케이캡, 프리베나, 큐시미아 등이 고성장하면서 매출 성장을 이끌고 있는 것으로 추정된다. 상품 매출의 신제품 효과로 원가율 상승(2Q 64.4%, YoY +2.5%p)이 전망되나, 코로나19로 효율적인 영업활동이 이뤄지며 관련 비용 감소가 이를 상쇄할 수 있을 것으로 예상된다. 이 밖에도 연구개발비(2Q 239억원, YoY -1%) 또한 코로나19로 크게 집행되지 않았을 것으로 보여 영업이익은 컨센서스를 크게 상회할 것으로 전망된다.

>>> 올해 영업이익 천억 돌파 예상

치매 치료에 쓰이는 콜린알포세레이트 제제 관련 급여 기준 축소가 결정되었다. 콜린알포세레이트 제제 글리아티린은 연간 약 600억원 가량 판매되는데 이번에 보험급여 혜택 축소에 해당하는 경도인지장애 등은 약 70%를 차지한다. 이를 반영하여 당사는 보수적으로 3분기부터 글리아티린의 추정치를 하향하여 올해 글리아티린 매출액 약 423억원(YoY -30%), '21년 169억원(YoY -60%)을 반영하였다.

그럼에도 불구하고 기존제품 성장과 도입 신약 고성장이 예상되며, 코로나19로 인한 효율적인 영업활동 등이 수익성 개선에 긍정적인 영향을 미쳐 '20년 매출액 1조 3,730억원(YoY +27%), 영업이익 1,142억원(YoY +48%)이 전망된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 19만원 상향

'20년 영업이익을 기존 876억원에서 1,142억원으로 30% 상향하였고, 12개월 포워드 EPS 기간 변경 및 상위 제약사 Target PER 상향된 점 적용하여 동사에 대한 목표주가 기존 12만원에서 19만원으로 상향한다. 동사의 Fw12m PER 16배로 상위 제약 4개사(유한, 녹십자, 대웅, 동아) Fw12m PER 평균 31배 대비 저평가되어 있다. 코로나19 상황에도 매출 성장과 효율적 비용 집행으로 수익성 개선을 이루고 있다. 신약 모멘텀 부재로 상위 제약사 대비 밸류에이션 할인율 받아오고 있는데, 신약 성과를 보여준다면 탄력적인 주가 상승이 기대된다. 현재 주목할 만한 R&D 파이프라인으로 이중항암항체 바이오 신약 CKD-702(EGFR x cMet)가 1상 중으로 '21년 ASCO 발표가 예상되며, 안센 1상 중인 JNJ-372 대비 더 높은 안전성을 보여준다면 아스트라제네카의 타그리소 등과 병용 니즈를 기대해 볼 수 있다.

실적 세부 내역 1

구 분	(단위, 십억원)					
	2Q20E	컨센서스	차이	2020E	컨센서스	차이
매출액	328.9	292.8	12%	1,373.0	1,207.2	13.7%
yoy	23.5%	9.9%		27.3%	11.9%	
영업이익	31.0	18.6	67%	114.2	83.7	36.4%
yoy	63.1%	-2.1%		48.2%	8.7%	
OPM	9.4%	6.4%		8.3%	6.9%	
순이익	21.9	12.5	75%	78.4	59.6	31.5%

자료: 키움증권 리서치센터

실적 세부 내역 2

	(단위, 십억원)									
	19.1Q	19.2Q	19.3Q	19.4Q	2019	20.1Q	20.2QE	20.3QE	20.4QE	2020E
자누비아	33.4	34.8	36.2	36.1	140.5	34.5	37.6	36.4	36.3	144.8
글리아티린	13.4	15.1	16.3	15.6	60.4	14.5	16.1	7.1	4.6	42.3
딜라트렌	11.5	11.6	11.9	11.5	46.5	12.3	12.3	12.4	11.8	48.9
리피로우	9.1	9.7	9.3	9.5	37.6	9.3	9.5	9.6	9.9	38.3
타크로벨	7.5	8.0	8.7	8.8	33.0	9.1	8.8	9.4	8.9	36.3
기 타	158.9	187.2	198.1	216.3	760.6	213.0	244.6	277.2	327.7	1,062.5
매출액	233.9	266.4	280.5	297.8	1,078.6	292.8	328.9	352.1	399.2	1,373.0
YOY	7.1%	12.3%	19.4%	12.3%	12.9%	25.2%	23.5%	25.5%	34.0%	27.3%
영업이익	16.7	19.0	20.3	21.1	77.0	26.1	31.0	23.7	33.4	114.2
YOY	-13.0%	2.2%	-3.7%	9.9%	-1.3%	56.2%	63.1%	16.9%	58.7%	48.2%
OPM	7.1%	7.1%	7.2%	7.1%	7.1%	8.9%	9.4%	6.7%	8.4%	8.3%

주 : 자누비아는 자누메트 포함

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정내역

목표주가 산정내역	비 고	
fw12m EPS(원)	7,505	3Q20~2Q21 EPS
Target Multiple	25	상위제약사 평균 fw12m PER 에 20% 할인
목표가(원)	190,000	

주 : 상위제약사는 유한양행, 대웅제약, 녹십자, 동아에스티

자료: 키움증권 리서치센터

R&D 파이프라인 현황

구분	과제명	적응증	기전	Non-Clinical	1 상	2 상	3 상	출시	비고
합성신약	CKD-943	통증, 소양증	Kappa Receptor agonist				US		
	CKD-516	대장암	VDA (Vascular disrupting agent)						이리노테칸 병용/1b 상
	CKD-581	다발골수종 자가면역	Pan-HDAC 억제제		KR				PD-1 (면역항암제) 병용 1b 상
	CKD-506	(류머티스 관절염)	HDAC6 억제제			EU			
	CKD-504	헌팅턴증후군	HDAC6 억제제		KR/US				'17년 미국 승인 '18년 한국 승인
	CKD-508	이상지질혈증	2 세대 CETP 억제제	US					
	CKD-510	희귀질환 (CMT)	HDAC6 억제제						
바이오 의약품	CKD-11101	빈혈	2 세대 EPO	EU				KR/JP	품목발매(KR), 허가완료(JP)
	CKD-701	황반변성	항 VEGF				KR		
	CKD-702	암	항암 이중항체 (폐암)		US				
	CKD-971	루푸스	IFN alpha Kinoid						
개량신약	CKD-398	당뇨					KR		
	CKD-391	이상지질혈증					KR		임상 3 상 완료
	CKD-386	고혈압/이상지질혈증					KR		
	CKD-841	전립선암			KR				Liquid Crystal 기술
	CKD-396	당뇨					KR		
	CKD-333	고혈압/이상지질혈증	미공개				KR		
	CKD-351	녹내장					KR		
	CKD-491	치주염							
	CKD-497	기관지염				KR			
	CKD-495	위염					KR		
	CKD-385	고혈압/심부전/협심증			KR				

자료: 종근당, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	955.7	1,078.6	1,373.0	1,480.2	1,587.7
매출원가	575.8	675.1	894.5	964.8	1,035.0
매출총이익	379.9	403.6	478.5	515.4	552.8
판매비	301.9	326.5	364.3	398.9	427.9
영업이익	78.0	77.0	114.2	116.5	124.9
EBITDA	99.2	99.6	136.0	139.9	151.3
영업외손익	-8.8	-4.3	-6.8	-6.5	-5.8
이자수익	0.5	0.9	0.6	0.9	1.6
이자비용	2.7	2.8	2.8	2.8	2.8
외환관련이익	1.8	1.7	1.5	1.5	1.5
외환관련손실	1.6	2.4	2.2	2.2	2.2
종속 및 관계기업손익	-1.4	-2.1	-2.1	-2.1	-2.1
기타	-5.4	0.4	-1.8	-1.8	-1.8
법인세차감전이익	69.2	72.7	107.4	110.0	119.1
법인세비용	26.6	18.8	29.0	29.7	32.2
계속사업순손익	42.6	53.9	78.4	80.3	87.0
당기순이익	42.6	53.9	78.4	80.3	87.0
지배주주순이익	42.6	53.9	78.4	80.3	87.0
증감 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	8.1	12.9	27.3	7.8	7.3
영업이익 증감율	-0.1	-1.3	48.3	2.0	7.2
EBITDA 증감율	-0.9	0.4	36.5	2.9	8.1
지배주주순이익 증감율	-20.6	26.5	45.5	2.4	8.3
EPS 증감율	-20.6	26.6	45.5	2.4	8.3
매출총이익율(%)	39.8	37.4	34.9	34.8	34.8
영업이익률(%)	8.2	7.1	8.3	7.9	7.9
EBITDA Margin(%)	10.4	9.2	9.9	9.5	9.5
지배주주순이익률(%)	4.5	5.0	5.7	5.4	5.5

재무상태표

(단위: 십억원)

12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	390.0	468.2	563.8	634.2	754.6
현금 및 현금성자산	45.9	76.9	46.3	77.0	157.2
단기금융자산	0.0	15.5	15.5	15.5	15.5
매출채권 및 기타채권	212.6	202.5	302.1	325.6	349.3
재고자산	107.9	147.5	171.6	185.0	198.5
기타유동자산	23.6	25.8	28.3	31.1	34.1
비유동자산	308.2	312.5	318.6	333.1	304.6
투자자산	29.9	28.4	26.3	24.2	22.1
유형자산	236.0	235.1	245.2	263.4	238.5
무형자산	15.4	15.9	14.1	12.4	11.0
기타비유동자산	26.9	33.1	33.0	33.1	33.0
자산총계	698.1	780.7	882.4	967.3	1,059.2
유동부채	205.1	267.7	299.2	313.4	327.9
매입채무 및 기타채무	114.4	151.2	182.7	196.9	211.3
단기금융부채	58.1	83.1	83.1	83.1	83.1
기타유동부채	32.6	33.4	33.4	33.4	33.5
비유동부채	64.3	39.5	39.5	39.5	39.5
장기금융부채	34.1	16.0	16.0	16.0	16.0
기타비유동부채	30.2	23.5	23.5	23.5	23.5
부채총계	269.4	307.2	338.8	352.9	367.4
지배지분	428.7	473.5	543.7	614.4	691.8
자본금	24.7	25.9	27.2	27.2	27.2
자본잉여금	270.2	269.0	269.0	269.0	269.0
기타자본	-7.3	-7.8	-7.8	-7.8	-7.8
기타포괄손익누계액	-1.4	-2.6	-2.4	-2.2	-2.1
이익잉여금	142.6	189.0	257.7	328.2	405.5
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	428.7	473.5	543.7	614.4	691.8

현금흐름표

(단위: 십억원)

12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	45.2	80.8	31.5	104.4	114.1
당기순이익	42.6	53.9	78.4	80.3	87.0
비현금항목의 가감	74.4	71.4	79.4	81.3	86.0
유형자산감가상각비	19.5	20.8	20.0	21.7	24.9
무형자산감가상각비	1.7	1.8	1.8	1.6	1.4
지분법평가손익	-1.4	-2.1	-2.1	-2.1	-2.1
기타	54.6	50.9	59.7	60.1	61.8
영업활동자산부채증감	-42.0	-20.6	-95.1	-25.6	-25.6
매출채권및기타채권의감소	-1.0	13.0	-99.5	-23.6	-23.7
재고자산의감소	-30.8	-47.9	-24.1	-13.4	-13.4
매입채무및기타채무의증가	2.5	30.6	31.5	14.2	14.5
기타	-12.7	-16.3	-3.0	-2.8	-3.0
기타현금흐름	-29.8	-23.9	-31.2	-31.6	-33.3
투자활동 현금흐름	-29.4	-38.0	-29.1	-39.1	0.9
유형자산의 취득	-17.8	-20.1	-30.0	-40.0	0.0
유형자산의 처분	0.5	0.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-2.7	-3.0	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-10.0	-0.6	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	0.0	-15.5	0.0	0.0	0.0
기타	0.6	0.9	0.9	0.9	0.9
재무활동 현금흐름	-15.4	-11.8	-10.5	-12.3	-12.3
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	1.3	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-7.0	-0.4	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-8.5	-8.8	-9.3	-9.7	-9.7
기타	0.1	-2.6	-2.5	-2.6	-2.6
기타현금흐름	0.0	0.0	-22.4	-22.5	-22.5
현금 및 현금성자산의 순증가	0.5	31.0	-30.5	30.6	80.2
기초현금 및 현금성자산	45.4	45.9	76.9	46.4	77.0
기말현금 및 현금성자산	45.9	76.9	46.4	77.0	157.3

자료: 키움증권

투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	3,911	4,950	7,201	7,375	7,990
BPS	39,384	43,499	49,942	56,441	63,554
CFPS	10,746	11,511	14,491	14,844	15,893
DPS	900	900	900	900	900
주가배수(배)					
PER	24.9	19.6	16.4	16.0	14.8
PER(최고)	34.8	21.4	21.1		
PER(최저)	19.9	15.0	8.5		
PBR	2.47	2.23	2.36	2.09	1.86
PBR(최고)	3.46	2.43	3.04		
PBR(최저)	1.98	1.71	1.22		
PSR	1.11	0.98	0.94	0.87	0.81
PCFR	9.0	8.4	8.1	7.9	7.4
EV/EBITDA	10.6	10.2	9.7	9.2	8.0
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	20.8	17.2	12.4	12.1	11.2
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.9	0.9	0.8	0.8	0.8
ROA	6.2	7.3	9.4	8.7	8.6
ROE	10.3	11.9	15.4	13.9	13.3
ROIC	10.4	12.6	16.5	14.8	15.3
매출채권회전율	4.5	5.2	5.4	4.7	4.7
재고자산회전율	9.0	8.4	8.6	8.3	8.3
부채비율	62.8	64.9	62.3	57.4	53.1
순차입금비용	10.8	1.5	6.9	1.1	-10.6
이자보상배율	29.0	27.8	41.3	42.1	45.1
총차입금	92.2	99.2	99.2	99.2	99.2
순차입금	46.4	6.9	37.4	6.8	-73.5
NOPLAT	99.2	99.6	136.0	139.9	151.3
FCF	5.7	36.5	-19.9	42.8	91.9

Compliance Notice

- 당사는 7월 8일 현재 '증권당' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

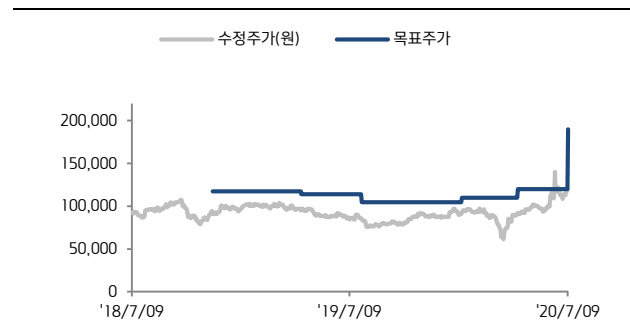
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민· 형사상 책임을 지게 됩니다.

투자이전 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자이전	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
증권당 (185750)	2018-11-21	Buy (Initiate)	117,325원	6개월	-15.91	-11.74
	2019-04-19	Buy (Maintain)	114,000원	6개월	-21.19	-14.74
	2019-07-29	Buy (Maintain)	104,500원	6개월	-24.77	-19.21
	2019-08-26	Buy (Maintain)	104,500원	6개월	-22.58	-12.73
	2019-11-04	Buy (Maintain)	104,500원	6개월	-18.98	-7.18
	2020-01-13	Buy (Maintain)	110,000원	6개월	-22.20	-11.82
	2020-04-16	Buy (Maintain)	120,000원	6개월	-13.69	16.67
	2020-07-09	Buy (Maintain)	190,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)



투자이전 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2019/07/01~2020/06/30)

매수	중립	매도
96.39%	3.01%	0.60%