



# Outperform(Downgrade)

목표주가: 160,000원  
주가(4/30): 139,000원

시가총액: 15,882억원

## 제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

### Stock Data

KOSPI (4/30)		3,147.86pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	248,972 원	89,191원
등락률	-44.2%	55.8%
수익률	절대	상대
1M	0.7%	-1.8%
6M	-4.4%	-31.2%
1Y	52.3%	-8.3%

### Company Data

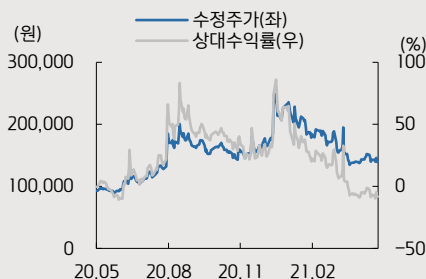
발행주식수	11,426 천주
일평균 거래량(3M)	245천주
외국인 지분율	8.5%
배당수익률(21E)	0.7%
BPS(21E)	52,274원
주요 주주	종근당홀딩스 외 5 인
	37.8%

### 투자지표

(십억원)	2019	2020	2021F	2022F
매출액	1,078.6	1,300.5	1,351.2	1,415.8
영업이익	77.0	126.6	107.0	122.2
EBITDA	99.6	147.7	130.7	148.8
세전이익	72.7	120.1	96.0	111.9
순이익	53.9	88.7	60.5	82.6
지배주주지분순이익	53.9	88.7	60.5	82.6
EPS(원)	4,716	7,762	5,292	7,230
증감률(% YoY)	26.6	64.6	-31.8	36.6
PER(배)	19.6	29.2	26.3	19.2
PBR(배)	2.23	4.72	2.66	2.38
EV/EBITDA(배)	10.2	16.4	11.6	9.6
영업이익률(%)	7.1	9.7	7.9	8.6
ROE(%)	11.9	17.4	10.6	13.1
순차입금비율(%)	1.5	-7.9	-11.9	-23.9

자료: 키움증권

### Price Trend



# 종근당 (185750)

## 실적 하회. 식약처 조치로 불확실성 존재.



항상 안정적인 실적을 시현하던 종근당의 이번 1분기 실적은 컨센서스를 하회 하였습니다. 식약처 특별점검 조치로 인한 보수적인 회계처리가 진행되며 유통 재고 회수액 등이 반영되었고, 경상연구개발비 또한 당사 예상 추정치보다 높았습니다. 추후 9개 품목의 판매 정지 기간, 세무 조사 추정금 등을 확인할 필요가 있습니다.

### >>> 식약처 조치 선반영 및 R&D 투자 강화로 1분기 실적 하회

1분기 매출액 3,107억원(YoY +6%), 영업이익 224억원(YoY -14%, OPM 7%)으로 매출액과 영업이익의 시장 컨센서스에 각각 -4%, -22% 하회하였다. 당사 추정 실적 대비해서도 매출액 -2%, 이익 -26% 하회하였는데, **경상연구개발비가 378억원으로 당사 추정치 307억원보다 높았기** 때문이다. 나파벨탄 2상 및 루센티스 바이오시밀러 3상 임상 비용 등 고른 R&D 비용 증가가 반영되었기 때문으로 보인다. 또한 **식약처 특별점검 조치에 따라 6개 품목의 유통 재고 회수액이 반영**되었고, 9개 품목의 보유 재고 재고자산충당금이 설정되면서 매출 성장에 영향을 미쳤다. 폐렴구균 백신 프리베나가 코로나 영향으로 28억원(-81%)에 그쳤으나, 케이캡 237억원(+82%), 자누비아 399억원(+16%), 아토젯 191억원(+25%) 등 주력제품의 고성장이 이어지고 있다.

### >>> R&D 투자는 강화되나, 성과 기대는 이른 상황

경상연구개발비는 지난해 1,495억원(+9%)에서 올해 임상 진입 파이프라인 수 증가(1상 5개, 2상 3개, 3상 2개 등)로 전년대비 262억원이 증가한 1,756억원(+17%)가 예상된다. 다만, 대부분이 1상 진행 중으로 효능 데이터 확보 및 기술이전까지는 다소 시간이 소요될 것으로 보인다. 지난 5년간('16~'20) 경상연구개발비 누적 합산액은 6,034억원이며, '21년 예상 R&D 비용까지 합산하면 약 7,800억원이다. '22년부터는 점차 R&D 성과를 보여줘야할 시기가 다가오는 것이다.

### >>> 투자의견 Outperform, 목표주가 16만원 하향

올해 실적 추정치 하향하여 동사에 대한 투자의견 Outperform, 목표주가 16만원으로 하향한다. 올해 영업이익 실적 추정치 기존 1,207억원에서 1,070억원으로 하향하였으며, 세무조사에 따른 법인세를 약 120억원 가량 반영하였다. ('18년 153억원, '15년 105억원 납부 참고)

이 밖에도 식약처로부터 9개 제품의 잠정 제조, 판매 중지 조치 기한 등을 알 수 없어 일시적으로 2분기 리피로우 등의 매출 하락을 반영하였다. 다만, 판매 중지 기한이 길어진다면, 실적 추가 하향 조정 가능성이 존재한다. 저평가된 밸류에이션, 주력 제품들의 성장 지속 여부에 이견 없으나, 식약처 조치 등의 불확실성 존재하여 투자의견 Outperform으로 하향한다.

실적 세부 내역 1

(단위, 십억원)

	1Q21P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)	컨센서스	차이 (컨센/추정)
매출액	310.7	-13%	6%	316.1	-2%	324.5	-4%
영업이익	22.4	-54%	-14%	30.2	-26%	28.9	-22%
영업이익률	7%			10%		9%	
세전이익	18.6	-60%	-25%	28.9	-36%		
세전이익률	6%			9%			
당기순이익	13.5	-61%	-24%	22.1	-39%	22.1	-39%

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

실적 추정 내역 2

(단위, 십억원)

	20.1Q	20.2Q	20.3Q	20.4Q	2020	21.1Q	21.2QE	21.3QE	21.4QE	2021E
자누비아(자누메트 포함)	34.5	36.0	38.2	38.4	147.1	39.9	40.3	40.9	40.6	161.8
글리아티린	14.5	15.7	20.0	16.1	66.4	16.8	17.8	20.8	17.6	73.0
딜라트렌	12.3	12.6	12.5	13.0	50.5	9.8	10.8	10.9	11.5	42.9
리피로우	9.3	10.5	11.7	11.3	42.8	10.0	4.0	10.6	12.2	36.8
타크로벨	9.1	8.9	10.3	9.7	38.0	9.9	10.1	11.3	10.6	41.8
기 타	213.0	229.4	264.8	248.5	955.8	224.4	248.5	270.6	251.3	994.9
<b>매출액</b>	<b>292.8</b>	<b>313.2</b>	<b>357.5</b>	<b>337.1</b>	<b>1,300.5</b>	<b>310.7</b>	<b>331.5</b>	<b>365.2</b>	<b>343.8</b>	<b>1,351.2</b>
YOY	25.2%	17.6%	27.5%	13.2%	20.6%	6.1%	5.8%	2.1%	2.0%	3.9%
<b>영업이익</b>	<b>26.1</b>	<b>36.3</b>	<b>48.5</b>	<b>15.7</b>	<b>126.6</b>	<b>22.4</b>	<b>29.1</b>	<b>36.7</b>	<b>18.8</b>	<b>107.0</b>
YOY	56.2%	90.9%	139.5%	-25.4%	64.4%	-14.0%	-19.8%	-24.4%	19.6%	-15.5%
OPM	8.9%	11.6%	13.6%	4.7%	9.7%	7.2%	8.8%	10.0%	5.5%	7.9%

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정 내역

목표주가 산정내역	비 고
fw12m EPS(원)	5,781 2Q21~1Q22 EPS
Target Multiple	28 상위제약사 평균 fw12m PER 에 30% 할인
목표가(원)	160,000

상위제약사: 한미약품, 유한양행, 녹십자, 동아에스티

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>매출액</b>	1,078.6	1,300.5	1,351.2	1,415.8	1,451.9
매출원가	675.1	810.9	840.0	879.9	902.5
<b>매출총이익</b>	403.6	489.6	511.2	535.9	549.5
판관비	326.5	363.0	404.3	413.7	426.0
<b>영업이익</b>	77.0	126.6	107.0	122.2	123.5
<b>EBITDA</b>	99.6	147.7	130.7	148.8	145.7
영업외손익	-4.3	-6.5	-11.0	-10.3	-9.5
이자수익	0.9	1.3	1.6	2.3	3.1
이자비용	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8
외환관련이익	1.7	2.1	1.9	1.9	1.9
외환관련손실	2.4	2.5	1.5	1.5	1.5
종속 및 관계기업손익	-2.1	-2.9	-2.9	-2.9	-2.9
기타	0.4	-1.7	-7.3	-7.3	-7.3
<b>법인세차감전이익</b>	72.7	120.1	96.0	111.9	113.9
법인세비용	18.8	31.4	35.5	29.3	29.9
계속사업손익	53.9	88.7	60.5	82.6	84.1
<b>당기순이익</b>	53.9	88.7	60.5	82.6	84.1
<b>지배주주순이익</b>	53.9	88.7	60.5	82.6	84.1
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	12.9	20.6	3.9	4.8	2.5
영업이익 증감율	-1.3	64.4	-15.5	14.2	1.1
EBITDA 증감율	0.4	48.3	-11.5	13.8	-2.1
지배주주순이익 증감율	26.6	64.6	-31.8	36.5	1.8
EPS 증감율	26.6	64.6	-31.8	36.6	1.8
매출총이익율(%)	37.4	37.6	37.8	37.9	37.8
영업이익율(%)	7.1	9.7	7.9	8.6	8.5
EBITDA Margin(%)	9.2	11.4	9.7	10.5	10.0
지배주주순이익율(%)	5.0	6.8	4.5	5.8	5.8

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>영업활동 현금흐름</b>	80.8	107.0	104.9	127.7	130.7
당기순이익	53.9	88.7	60.5	82.6	84.1
비현금항목의 가감	71.4	86.7	89.7	85.6	81.0
유형자산감가상각비	20.8	19.1	21.4	24.5	20.4
무형자산감가상각비	1.8	2.0	2.3	2.0	1.8
지분법평가손익	-2.1	-2.9	-2.9	-2.9	-2.9
기타	50.9	68.5	68.9	62.0	61.7
영업활동자산부채증감	-20.6	-49.1	-8.6	-10.7	-4.8
매출채권및기타채권의감소	13.0	-22.9	-8.8	-11.1	-6.2
재고자산의감소	-47.9	-43.4	-7.1	-9.1	-5.1
매입채무및기타채무의증가	30.6	48.5	8.6	10.3	7.4
기타	-16.3	-31.3	-1.3	-0.8	-0.9
기타현금흐름	-23.9	-19.3	-36.7	-29.8	-29.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	-38.0	-66.6	-45.9	-5.9	-5.9
유형자산의 취득	-20.1	-32.4	-40.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.3	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-3.0	-4.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-0.6	-1.4	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-15.5	-22.7	0.0	0.0	0.0
기타	0.9	-6.0	-5.9	-5.9	-5.9
<b>재무활동 현금흐름</b>	-11.8	6.0	-12.1	-14.0	-14.0
차입금의 증가(감소)	0.0	20.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	1.4	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-0.4	-2.1	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-8.8	-9.3	-10.8	-11.3	-11.3
기타	-2.6	-2.6	-2.7	-2.7	-2.7
기타현금흐름	0.0	-0.7	-19.6	-19.6	-19.6
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	31.0	45.7	27.3	88.3	91.3
기초현금 및 현금성자산	45.9	76.9	122.6	149.9	238.2
기말현금 및 현금성자산	76.9	122.6	149.9	238.2	329.5

자료 : 키움증권

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
<b>유동자산</b>	468.2	594.6	638.7	747.9	851.5
현금 및 현금성자산	76.9	122.6	150.0	238.2	329.5
단기금융자산	15.5	38.2	38.2	38.2	38.2
매출채권 및 기타채권	202.5	224.5	233.2	244.4	250.6
재고자산	147.5	182.6	189.7	198.8	203.8
기타유동자산	25.8	26.7	27.6	28.3	29.4
<b>비유동자산</b>	312.5	329.2	342.6	313.2	288.1
투자자산	28.4	27.0	24.1	21.2	18.4
유형자산	235.1	252.5	271.1	246.6	226.2
무형자산	15.9	18.8	16.5	14.4	12.6
기타비유동자산	33.1	30.9	30.9	31.0	30.9
<b>자산총계</b>	780.7	923.7	981.2	1,061.1	1,139.6
<b>유동부채</b>	267.7	310.4	319.1	329.4	336.8
매입채무 및 기타채무	151.2	195.9	204.5	214.9	222.3
단기금융부채	83.1	69.1	69.1	69.1	69.1
기타유동부채	33.4	45.4	45.5	45.4	45.4
<b>비유동부채</b>	39.5	64.8	64.8	64.8	64.8
장기금융부채	16.0	48.2	48.2	48.2	48.2
기타비유동부채	23.5	16.6	16.6	16.6	16.6
<b>부채총계</b>	307.2	375.2	383.9	394.2	401.6
<b>지배자본</b>	473.5	548.5	597.3	666.9	738.0
자본금	25.9	27.2	28.6	28.6	28.6
자본잉여금	269.0	267.8	267.8	267.8	267.8
기타자본	-7.8	-10.6	-10.6	-10.6	-10.6
기타포괄손익누계액	-2.6	-5.2	-6.9	-8.6	-10.3
이익잉여금	189.0	269.2	318.4	389.7	462.5
비지배자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	473.5	548.5	597.3	666.9	738.0
<b>투자지표</b>					
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	4,716	7,762	5,291.7	7,229.6	7,359
BPS	41,442	48,002	52,274	58,366	64,587
CFPS	10,967	15,349	13,143	14,721	14,451
DPS	900	1,000	1,000	1,000	1,000
<b>주기배수(배)</b>					
PER	19.6	29.2	26.3	19.2	18.9
PER(최고)	21.4	35.3	48.0		
PER(최저)	15.0	7.5	25.1		
PBR	2.23	4.72	2.66	2.38	2.15
PBR(최고)	2.43	5.70	4.86		
PBR(최저)	1.71	1.21	2.54		
PSR	0.98	1.99	1.18	1.12	1.09
PCFR	8.4	14.8	10.6	9.4	9.6
EV/EBITDA	10.2	16.4	11.6	9.6	9.2
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% ,보통주,현금)	17.2	12.2	18.7	13.7	13.4
배당수익률(% ,보통주,현금)	0.9	0.4	0.7	0.7	0.7
ROA	7.3	10.4	6.3	8.1	7.6
ROE	11.9	17.4	10.6	13.1	12.0
ROIC	12.6	20.4	13.9	18.5	19.3
매출채권회전율	5.2	6.1	5.9	5.9	5.9
재고자산회전율	8.4	7.9	7.3	7.3	7.2
부채비율	64.9	68.4	64.3	59.1	54.4
순차입금비율	1.5	-7.9	-11.9	-23.9	-33.9
이자보상배율	27.8	44.7	37.8	43.1	43.6
<b>총차입금</b>	99.2	117.3	117.3	117.3	117.3
순차입금	6.9	-43.5	-70.9	-159.1	-250.4
EBITDA	99.6	147.7	130.7	148.8	145.7
FCF	36.5	29.7	42.5	106.0	108.5

Compliance Notice

- 당사는 4월 30일 현재 '증권당(185750)' 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

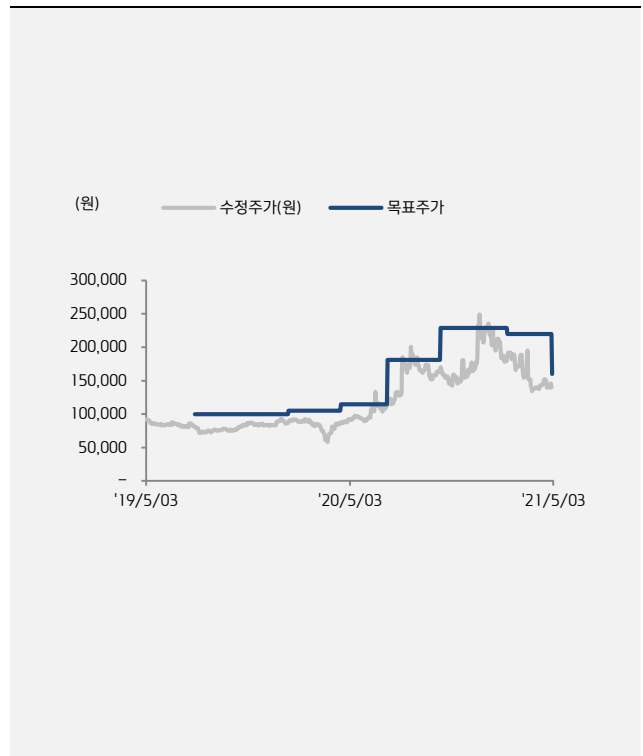
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.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

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
증권당 (185750)	2019-04-19	Buy (Initiate)	109,080원	6개월	-25.00	-19.45
	2019-07-29	Buy (Maintain)	99,990원	6개월	-22.82	-13.00
	2019-08-26	Buy (Maintain)	99,990원	6개월	-21.68	-12.36
	2019-11-04	Buy (Maintain)	99,990원	6개월	-19.23	-7.46
	2019-11-19	Buy (Maintain)	99,990원	6개월	-22.20	-11.82
	2020-01-13	Buy (Maintain)	104,931원	6개월	-13.69	16.67
	2020-04-16	Buy (Maintain)	114,470원	6개월	-13.48	10.79
	2020-07-09	Buy (Maintain)	181,244원	6개월	-20.39	8.75
	2020-10-12	Buy (Maintain)	228,940원	6개월	-26.48	-11.36
	2021-02-09	Buy (Maintain)	220,000원	6개월	-27.73	-11.36
	2021-04-19	Buy (Maintain)	220,000원	6개월	-25.00	-19.45
	2021-05-03	Outperform (Downgrade)	160,000원	6개월		

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 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 (2020/04/01~2021/03/31)

매수	중립	매도
99.39%	0.61%	0.00%