



## Outperform(Maintain)

목표주가: 110,000원

주가(4/29): 99,000원

시가총액: 11,868억 원

제약바이오 Analyst 허혜민  
hyemin@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (4/29)		2,695.05pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	135,068 원	88,600원
등락률	-26.7%	11.7%
수익률	절대	상대
1M	0.6%	2.3%
6M	-11.7%	-2.7%
1Y	-25.9%	-12.8%

## Company Data

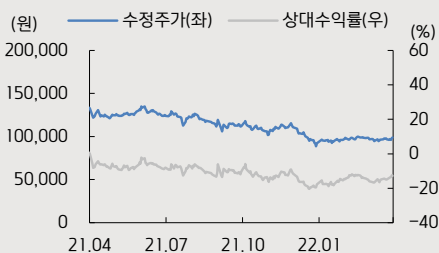
발행주식수	11,988 천주
일평균 거래량(3M)	21천주
외국인 지분율	7.5%
배당수익률(2022E)	1.0%
BPS(2022E)	51,464원
주요 주주	종근당홀딩스 외 5 인 38.0%

## 투자지표

(십억 원)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	1,300.5	1,334.0	1,461.0	1,512.7
영업이익	126.6	94.1	104.5	106.3
EBITDA	147.7	119.2	134.3	131.0
세전이익	120.1	77.4	96.5	98.6
순이익	88.7	39.4	71.2	72.8
지배주주지분순이익	88.7	39.4	71.2	72.8
EPS(원)	7,398	3,288	5,939	6,071
증감률(% YoY)	64.6	-55.6	80.6	2.2
PER(배)	29.2	33.8	16.7	16.3
PBR(배)	4.73	2.38	1.92	1.76
EV/EBITDA(배)	16.4	10.9	8.6	8.3
영업이익률(%)	9.7	7.1	7.2	7.0
ROE(%)	17.4	7.1	12.1	11.3
순차입금비용(%)	-7.9	5.6	-4.3	-14.4

자료: 키움증권

## Price Trend



## 종근당 (185750)

## 두독한 현금과 부담없는 밸류에이션



1분기 실적은 시장 기대치에 대체로 부합하였습니다. 케이캡과 프롤리아 등의 주력 품목 성장세 지속과 신규 도입한 진단키트도 매출 성장에 기여하였습니다. 판관비용 일시 증가 있었으나, 나파벨탄 해외 임상 중단으로 R&D 비용 감소가 이를 상쇄시켰습니다. 당사는 1,200억원 이상의 현금을 보유하고 있어, 신사업 추진 및 R&D 전략 등에 대한 현금 활용 여부에 따라 밸류에이션 리레이팅도 가능할 것으로 판단됩니다.

## &gt;&gt;&gt; 대체로 부합한 실적

1분기 매출액은 3,380억원(YoY +9%, QoQ -5%), 영업이익 243억원(YoY +9%, QoQ +2362%, OPM 7%)로 당사 추정치와 시장 기대치를 대체로 부합하였다. 자누비아가 약가인하로(인하율 6%) 인해 329억원(-18%) 하락하였으나, 케이캡 282억원(+19%), 프롤리아 216억원(+57%), 휴마시스로부터 도입한 진단키트 107억원을 기록하며 매출 성장을 이끌었다.

지난해 1분기 식약처 처분 유통재고 회수 명령으로 원가율(63.7%) 다소 높았는데, 올해 1분기는 고마진의 리피로우 (49억원 YoY -51%), 프리그렐 등이 매출 회복이 부진한 가운데 진단키트 및 도입 품목 등의 매출 증가로 원가율은 여전히 높은 63.6%를 기록하였다.

일회성으로 집행된 전산 투자 등의 영향으로 판관비 증가 있었으나, 나파벨탄 글로벌 3상 임상 중단으로 R&D 비용이 367억원(YoY -3%) 감소하면서 이를 상쇄시켰다.

## &gt;&gt;&gt; R&amp;D 모멘텀 다소 부진. 현금 활용 여부 관심

희귀질환인 샤르코마리투스병 치료제 CKD-510 프랑스 1상을 종료하여 미국 2상 계획 중이며, 항암신약 후보 CKD-516 임핀지와 병용 1상 진행 중이다. 항암 이중항체 CKD-702는 국내 파트 1 종료 예정으로 하반기 중에 안전성 위주의 결과 발표를 할 수 있을 것으로 예상된다. 파트2가 1분기 개시되어 진행 중으로 내년 일부 효능을 확인할 수 있을 것으로 보인다.

신사업 추진 및 R&D 모멘텀이 다소 부진한 편이나, '22년 당기순이익 기준 PER 16.7배로 기대감이 반영되어 있지 않다. 올해 매출액은 1.5조원(YoY +10%), 영업이익은 1,045억원(YoY +11%, OPM +7%)가 전망된다. 당사는 작년말 기준으로 현금및현금성자산만 1,289억원을 보유하고 있어, 현금 활용 여부에 및 R&D 전략 방향성에 따라 밸류에이션 리레이팅이 가능할 것으로 보인다.

## 실적 세부 내역 1

(단위, 십억원)

	1Q22P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)	컨센서스	차이 (컨센/추정)
매출액	338.0	-5%	9%	319.4	6%	335.2	1%
영업이익	24.3	2363%	9%	24.5	-1%	25.0	-3%
영업이익률	7%			8%		7%	
세전이익	23.6	6588%	27%	22.1	7%		
세전이익률	7%			7%			
당기순이익	17.2	흑전	27%	16.7	3%	17.7	-3%

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

## 실적 세부 내역 2

(단위, 십억원)

	21.1Q	21.2Q	21.3Q	21.4Q	2021	22.1Q	22.2QE	22.3QE	22.4QE	2022E
자누비아 (자누메트 포함)	39.9	35.7	38.5	39.7	153.8	32.9	32.7	34.6	35.2	135.3
케이캡	23.7	25.1	27.8	31.2	107.8	28.2	28.6	37.7	32.7	127.2
글리아티린	16.8	18.3	19.2	20.0	74.3	17.9	19.1	22.0	19.8	78.8
딜라트렌	9.8	13.3	13.5	15.4	52.0	11.3	15.0	15.2	18.2	59.8
리피로우	10.0	3.1	4.9	5.3	23.2	4.9	4.1	4.4	2.8	16.2
타크로벨	9.9	10.7	11.0	10.5	42.1	9.9	10.5	11.4	11.2	42.9
기 타	200.7	220.6	226.4	233.1	880.8	233.0	246.9	259.7	261.1	1,000.7
<b>매출액</b>	<b>310.7</b>	<b>326.8</b>	<b>341.3</b>	<b>355.2</b>	<b>1,334.0</b>	<b>338.0</b>	<b>356.9</b>	<b>385.1</b>	<b>381.0</b>	<b>1,461.0</b>
YOY	6.1%	4.3%	-4.5%	5.4%	2.6%	8.8%	9.2%	12.8%	7.3%	9.5%
<b>영업이익</b>	<b>22.4</b>	<b>33.7</b>	<b>37.0</b>	<b>1.0</b>	<b>94.1</b>	<b>24.3</b>	<b>34.3</b>	<b>40.5</b>	<b>5.5</b>	<b>104.5</b>
YOY	-14.1%	-7.2%	-23.7%	-93.7%	-25.7%	8.4%	1.7%	9.5%	454.1%	11.1%
OPM	7.2%	10.3%	10.8%	0.3%	7.1%	7.2%	9.6%	10.5%	1.4%	7.2%

자료: 키움증권 리서치센터

## 목표주가 산정내역

구 분	비 고
fw12m EPS(원)	6,020 2Q22~1Q23 EPS
Target Multiple	19 상위 및 중소 제약사 평균 fw12m PER, R&D 10% 할인
목표가(원)	110,000

상위 및 중소 제약사: 한미약품, 유한양행, 녹십자, 동아에스티, 보령제약, 동국제약, 대원제약

자료: 키움증권 리서치센터

## 포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>매출액</b>	1,300.5	1,334.0	1,461.0	1,512.7	1,588.8
매출원가	810.9	841.9	921.1	953.7	1,017.6
매출총이익	489.6	492.1	539.9	559.0	571.2
판매비	363.0	398.0	435.4	452.7	474.5
<b>영업이익</b>	126.6	94.1	104.5	106.3	96.7
<b>EBITDA</b>	147.7	119.2	134.3	131.0	117.1
영업외손익	-6.5	-16.7	-8.1	-7.7	-7.4
이자수익	1.3	1.0	1.3	1.6	1.9
이자비용	2.8	3.0	3.0	3.0	3.0
외환관련이익	2.1	2.6	1.5	1.5	1.5
외환관련손실	2.5	2.6	2.5	2.5	2.5
종속 및 관계기업손익	-2.9	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0
기타	-1.7	-13.7	-4.4	-4.3	-4.3
<b>법인세차감전이익</b>	120.1	77.4	96.5	98.6	89.3
법인세비용	31.4	37.9	25.3	25.8	23.4
계속사업순이익	88.7	39.4	71.2	72.8	65.9
<b>당기순이익</b>	88.7	39.4	71.2	72.8	65.9
<b>지배주주순이익</b>	88.7	39.4	71.2	72.8	65.9
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	20.6	2.6	9.5	3.5	5.0
영업이익 증감율	64.4	-25.7	11.1	1.7	-9.0
EBITDA 증감율	48.3	-19.3	12.7	-2.5	-10.6
지배주주순이익 증감율	64.6	-55.6	80.7	2.2	-9.5
EPS 증감율	64.6	-55.6	80.6	2.2	-9.5
매출총이익율(%)	37.6	36.9	37.0	37.0	36.0
영업이익율(%)	9.7	7.1	7.2	7.0	6.1
EBITDA Margin(%)	11.4	8.9	9.2	8.7	7.4
지배주주순이익율(%)	6.8	3.0	4.9	4.8	4.1

## 현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>영업활동 현금흐름</b>	107.0	15.3	101.0	115.9	99.0
당기순이익	88.7	39.4	71.2	72.8	65.9
비현금항목의 가감	79.4	96.9	87.7	82.7	75.8
유형자산감가상각비	19.1	22.7	27.2	22.4	18.4
무형자산감가상각비	2.0	2.3	2.5	2.2	2.0
지분법평가손익	-2.9	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0
기타	61.2	72.9	59.0	59.1	56.4
영업활동자산부채증감	-41.7	-67.8	-30.9	-12.4	-18.2
매출채권및기타채권의감소	-22.9	-2.4	-21.5	-8.8	-12.9
재고자산의감소	-43.4	-54.9	-21.2	-8.6	-12.7
매입채무및기타채무의증가	48.5	-18.3	12.3	5.0	7.3
기타	-23.9	7.8	-0.5	0.0	0.1
기타현금흐름	-19.4	-53.2	-27.0	-27.2	-24.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	-66.6	-94.3	-43.1	-54.5	-71.1
유형자산의 취득	-32.4	-48.2	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-4.2	-3.6	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-1.4	-7.4	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-22.7	-17.3	-25.2	-36.6	-53.2
기타	-6.0	-17.9	-17.9	-17.9	-17.9
<b>재무활동 현금흐름</b>	6.0	84.5	-12.6	-14.5	-14.5
차입금의 증가(감소)	20.0	100.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	1.4	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-2.1	-1.9	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-9.3	-10.8	-11.2	-11.7	-11.7
기타	-2.6	-2.8	-2.8	-2.8	-2.8
기타현금흐름	-0.7	0.9	-12.9	-12.9	-12.9
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	45.7	6.3	32.4	34.0	0.4
기초현금 및 현금성자산	76.9	122.6	128.9	161.3	195.3
기말현금 및 현금성자산	122.6	128.9	161.3	195.3	195.7

자료 : 키움증권

## 재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>유동자산</b>	594.6	654.1	754.3	842.3	921.5
현금 및 현금성자산	122.6	128.9	161.3	195.3	195.7
단기금융자산	38.2	55.5	80.7	117.3	170.5
매출채권 및 기타채권	224.5	225.8	247.3	256.1	269.0
재고자산	182.6	222.2	243.4	252.0	264.7
기타유동자산	26.7	21.7	21.6	21.6	21.6
<b>비유동자산</b>	329.2	363.1	332.3	306.7	285.3
투자자산	27.0	33.4	32.4	31.4	30.4
유형자산	252.5	279.3	252.1	229.7	211.3
무형자산	18.8	20.6	18.1	15.8	13.9
기타비유동자산	30.9	29.8	29.7	29.8	29.7
<b>자산총계</b>	923.7	1,017.1	1,086.6	1,148.9	1,206.8
<b>유동부채</b>	310.4	306.8	319.1	324.1	331.4
매입채무 및 기타채무	195.9	177.8	190.0	195.0	202.4
단기금융부채	69.1	90.8	90.8	90.8	90.8
기타유동부채	45.4	38.2	38.3	38.3	38.2
<b>비유동부채</b>	64.8	150.5	150.5	150.5	150.5
장기금융부채	48.2	124.8	124.8	124.8	124.8
기타비유동부채	16.6	25.7	25.7	25.7	25.7
<b>부채총계</b>	375.2	457.4	469.6	474.6	482.0
<b>지배자본</b>	548.5	559.8	617.0	674.3	724.8
자본금	27.2	28.6	30.0	30.0	30.0
자본잉여금	267.8	266.3	266.3	266.3	266.3
기타자본	-10.6	-24.2	-24.2	-24.2	-24.2
기타포괄손익누계액	-5.2	-6.8	-10.5	-14.2	-17.9
이익잉여금	269.2	295.9	355.3	416.4	470.6
비지배자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	548.5	559.8	617.0	674.3	724.8

## 투자지표

(단위: 원, %, 배)

12 월 결산	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	7,398	3,288	5,938.6	6,071.3	5,497
BPS	45,752	46,694	51,464	56,250	60,462
CFPS	14,019	11,373	13,252	12,972	11,816
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
<b>주가배수(배)</b>					
PER	29.2	33.8	16.7	16.3	18.0
PER(최고)	35.3	73.7	18.9		
PER(최저)	7.5	30.6	14.8		
PBR	4.73	2.38	1.92	1.76	1.64
PBR(최고)	5.71	5.19	2.19		
PBR(최저)	1.21	2.16	1.71		
PSR	1.99	1.00	0.81	0.78	0.75
PCFR	15.4	9.8	7.5	7.6	8.4
EV/EBITDA	16.4	10.9	8.6	8.3	8.8
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	12.2	28.5	16.5	16.1	17.8
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.4	0.9	1.0	1.0	1.0
ROA	10.4	4.1	6.8	6.5	5.6
ROE	17.4	7.1	12.1	11.3	9.4
ROIC	20.4	8.5	13.8	14.2	13.0
매출채권회전율	6.1	5.9	6.2	6.0	6.1
재고자산회전율	7.9	6.6	6.3	6.1	6.1
부채비율	68.4	81.7	76.1	70.4	66.5
순차입금비용	-7.9	5.6	-4.3	-14.4	-20.8
이자보상배율	44.7	30.9	34.3	34.9	31.7
<b>총차입금</b>	117.3	215.7	215.7	215.7	215.7
<b>순차입금</b>	-43.5	31.2	-26.3	-96.9	-150.6
<b>EBITDA</b>	147.7	119.2	134.3	131.0	117.1
<b>FCF</b>	37.0	-50.3	76.0	90.7	73.5

## Compliance Notice

- 당사는 4월 29일 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.

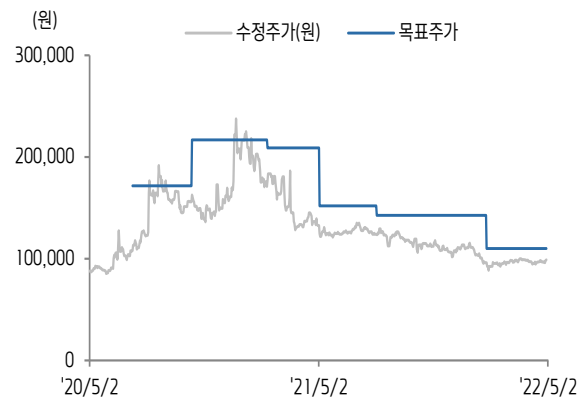
## 고지사항

- 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.

## 투자의견 변동내역 (2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
증권당	2020-07-09	BUY(Maintain)	171,475원	6개월	-12.71	11.78
(185750)	2020-10-12	BUY(Maintain)	216,600원	6개월	-19.68	9.72
	2021-02-09	BUY(Maintain)	209,000원	6개월	-26.13	-10.94
	2021-04-19	BUY(Maintain)	209,000원	6개월	-27.61	-10.94
	2021-05-03	Outperform (Downgrade)	152,000원	6개월	-16.81	-11.14
	2021-08-02	Outperform (Maintain)	142,500원	6개월	-20.36	-9.23
	2022-01-24	Outperform (Maintain)	110,000원	6개월	-12.42	-9.09
	2022-05-02	Outperform (Maintain)	110,000원	6개월		

## 목표주가 추이 (2개년)



\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 투자의견 및 적용기준

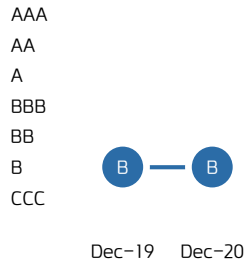
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2021/04/01~2022/03/31)

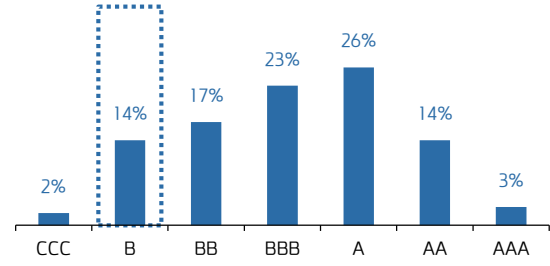
매수	중립	매도
97.75%	2.25%	0.00%

## MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치

## MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치  
Universe: MSCI ACWI Index 제약 기업 86개

## 세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
주요 이슈 가중평균	3.4	4.6		
<b>환경</b>	4.2	4.4	9.0%	
유독 물질 배출과 폐기물	4.2	4.4	9.0%	
<b>사회</b>	3.6	4.7	58.0%	
제품 안전과 품질	5.7	5.4	27.0%	▼0.1
인력 자원 개발	1.1	4.2	18.0%	
의료 서비스	2.6	4	13.0%	▼0.1
<b>지배구조</b>	3.0	4.4	33.0%	▲0.4
기업 지배구조	4.0	5.7		▲1.1
기업 활동	4.1	4.3		▼1.2

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

## ESG 최근 이슈

일자	내용
'21년 8월	비인가 약품 제조 조사에 관해 식약처 과징금 6억 979만 원 부여

자료: 키움증권 리서치

## MSCI 피어그룹 벤치마크

산업 피어 주요 5개사 (제약)	유독 물질 배출과 폐기물	의료 서비스	인력 자원 개발	제품 안전과 품질	기업 지배구조	기업 활동	등급	추세				
ZOETIS INC.	● ● ● ●	●	● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	N/A	▲				
MERCK Kommanditgesellschaft auf Aktien	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ●	● ● ● ●	N/A	◀▶				
RECORDATI INDUSTRIA CHIMICA E FARMACEUTICA S.P.A.	●	● ●	● ●	● ● ●	● ● ●	● ● ●	N/A	▲				
JAZZ PHARMACEUTICALS PUBLIC LIMITED COMPANY	●	● ●	●	● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	N/A	◀▶				
IPSEN SA	● ● ●	● ●	● ● ●	● ●	● ●	● ● ● ●	N/A	◀▶				
종근당	● ● ●	●	●	● ●	●	● ●	B	◀▶				

4 분위 등급 : 최저 4 분위 ● 최고 4 분위 ● ● ● ●  
등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼  
자료: MSCI, 키움증권 리서치