



### Buy(Maintain)

목표주가: 110,000원  
주가(4/11): 84,400원  
시가총액: 10,608억 원



제약바이오 Analyst 허혜민  
hyemin@kiwoom.com

#### Stock Data

KOSPI (4/11)		2,547.86pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	94,525 원	69,700원
당락률	-10.7%	21.1%
수익률	절대	상대
1M	6.0%	-0.3%
6M	16.5%	0.2%
1Y	-8.6%	-3.4%

#### Company Data

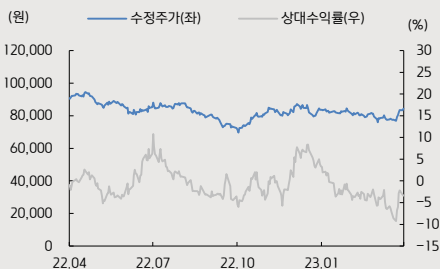
발행주식수	12,568 천주
일평균 거래량(3M)	22천주
외국인 자본율	7.8%
배당수익률(2023E)	1.2%
BPS(2023E)	55,823원
주요 주주	종근당홀딩스 외 5 인 38.8%

#### 투자지표

(십억 원)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,334.0	1,472.3	1,583.8	1,644.1
영업이익	94.1	107.1	125.2	114.7
EBITDA	119.2	138.0	159.0	142.5
세전이익	77.4	101.0	114.0	105.1
순이익	39.4	82.9	90.1	83.0
지배주주지분순이익	39.4	82.9	90.1	83.0
EPS(원)	3,136	6,599	7,168	6,604
증감률(% YoY)	-55.6	110.4	8.6	-7.9
PER(배)	33.8	12.4	11.6	12.6
PBR(배)	2.38	1.67	1.49	1.35
EV/EBITDA(배)	10.9	7.6	6.4	6.5
영업이익률(%)	7.1	7.3	7.9	7.0
ROE(%)	7.1	14.1	13.7	11.2
순차입금비율(%)	5.6	10.4	-4.5	-16.2

자료: 키움증권

#### Price Trend



## 종근당 (185750)

### R&D 비용 감소로 소폭 상회 전망



1분기 실적은 전년동기대비 R&D 비용이 계절적 요인 등으로 적게 집행되면서 시장 기대치보다 소폭 상회할 것으로 예상됩니다. 현재 1,200억원의 현금을 보유하고 있으며, 영업이익 레벨이 천억원 이상으로 안착한 만큼 양호한 현금 흐름이 전망됩니다. 저평가 해소를 위해서는 적극적인 인오가닉 성장이 필요해 보입니다.

#### >>> 1분기 R&D 비용 감소로 컨센서스 소폭 상회 전망

1분기 매출액은 3,612억원(YoY +7%, QoQ -7%), 영업이익 309억원(YoY +27%, QoQ +106%, OPM 9%)로 시장 컨센서스 매출액 3,674억원에 부합, 영업이익 278억원을 소폭 상회할 것으로 전망된다.

DPP-4 계열 제2형 당뇨병치료제 자누비아와 같은 계열인 노바티스의 가브스, 한독 테넬리아의 제네릭 출시로 인한 경쟁심화 영향으로 자누비아/자누메트 매출액 295억원(-10%)으로 영향 받았을 것으로 추측된다. 케이캡 역시 경쟁제품의 공격적인 마케팅 및 저용량(25mg) 병원 처방 코드 지연 영향 받아 284억원(+1%) 성장에 그쳤을 것으로 예상된다.

다만 프롤리아(+20%), 글리아티린(+10%), 딜라트렌(+11%), 리피로우(+57%) 등의 주요 제품 성장이 지속되면서 매출 성장을 이끌 것으로 전망된다. 수익성 측면에서는 **연구개발비가 계절적 요인 등으로 336억원(YoY -8%) 적게 집행되면서 호실적**을 기록할 것으로 보인다.

#### >>> 현금 1,200억원 보유로 활용 기대

올해 매출액 1조 5,838억원(YoY +7.6%), 이익 1,252억원(YoY +17%, OPM 7.9%)가 전망된다. **'24년에는 케이캡과 자누비아의 경쟁심화 및 수익성 하락**이 전망되는데, 루센티스 시밀러 및 지텍과 같은 신제품으로 이를 상쇄할 것으로 예상된다. 다만, 추가 성장을 위해서는 상품 도입 혹은 M&A와 같은 인오가닉(inorganic) 성장이 필요해 보인다.

동사는 현재 **약 1,200억원의 현금**을 보유하고 있으며, 매년 1,000억원 이상의 영업이익 창출이 예상되는 만큼 **양호한 현금 흐름이 예상**된다. 지난번 Synaffix로부터 ADC 플랫폼을 도입(\$132mn) 한 것과 같이 **적극적인 R&D 투자가 진행된다면 저평가 또한 해소**될 수 있을 것으로 기대한다.

올해 R&D 이벤트로는 주가에 큰 영향을 미칠 수 있는 효능 데이터 발표는 아니지만, 심방세동 치료제 CKD-510(HDAC6 억제제) 2상 진입 및 항암 이중항체 CKD-702(EGFR x cMET) 국내 1/2상 파트1 종료 전망된다.

#### >>> 투자의견 Buy, 목표주가 11만원 유지

실적 세부 내역 1

(단위, 십억원)

구 분	1Q23E	컨센서스	차이	2023E	컨센서스	차이
<b>매출액</b>	<b>361.2</b>	<b>367.4</b>	<b>-2%</b>	<b>1,583.8</b>	<b>1,573.6</b>	<b>1%</b>
yoy	6.9%	8.7%		7.6%	6.9%	
<b>영업이익</b>	<b>30.9</b>	<b>27.8</b>	<b>11%</b>	<b>125.2</b>	<b>119.6</b>	<b>5%</b>
yoy	26.9%	14.3%		16.9%	11.7%	
OPM	8.5%	7.6%		7.9%	7.6%	
<b>순이익</b>	<b>20.7</b>	<b>17.8</b>	<b>16%</b>	<b>90.1</b>	<b>87.8</b>	<b>3%</b>

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

실적 세부 내역 2

(단위, 십억원)

	22.1Q	22.2Q	22.3Q	22.4Q	2022	23.1QE	23.2QE	23.3QE	23.4QE	2023E
자누비아 (자누메트 포함)	32.9	34.9	37.2	33.6	138.6	29.5	29.8	31.8	26.7	117.8
케이캡	28.2	30.1	31.3	32.5	122.1	28.4	30.5	34.7	38.2	131.8
글리아티린	17.9	20.0	22.0	22.2	82.1	19.7	21.8	23.3	23.9	88.7
딜라트렌	11.3	13.8	14.4	13.3	52.8	12.5	14.2	14.4	14.4	55.5
리피로우	4.9	6.6	6.7	6.7	24.9	7.7	5.9	6.8	6.9	27.3
타크로벨	9.9	11.0	11.4	11.3	43.7	10.4	11.0	11.8	11.4	44.6
기 타	233.0	248.3	257.7	269.3	1,008.2	252.9	276.0	293.4	295.8	1,118.1
<b>매출액</b>	<b>338.0</b>	<b>364.8</b>	<b>380.7</b>	<b>388.9</b>	<b>1,472.3</b>	<b>361.2</b>	<b>389.2</b>	<b>416.2</b>	<b>417.2</b>	<b>1,583.8</b>
YOY	8.8%	11.6%	11.6%	9.5%	10.4%	6.9%	6.7%	9.3%	7.3%	7.6%
<b>영업이익</b>	<b>24.3</b>	<b>28.1</b>	<b>39.7</b>	<b>15.0</b>	<b>107.1</b>	<b>30.9</b>	<b>33.4</b>	<b>42.2</b>	<b>18.7</b>	<b>125.2</b>
YOY	8.6%	-16.5%	7.1%	1420.3%	13.8%	26.9%	18.9%	6.5%	24.3%	16.9%
OPM	7.2%	7.7%	10.4%	3.9%	7.3%	8.5%	8.6%	10.1%	4.5%	7.9%

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	1,334.0	1,472.3	1,583.8	1,644.1	1,731.5
매출원가	841.9	937.1	1,008.6	1,063.4	1,120.0
매출총이익	492.1	535.2	575.2	580.6	611.5
판관비	398.0	428.1	450.1	465.9	489.4
<b>영업이익</b>	94.1	107.1	125.2	114.7	122.1
<b>EBITDA</b>	119.2	138.0	159.0	142.5	145.0
영업외손익	-16.7	-6.2	-11.1	-9.7	-8.3
이자수익	1.0	2.3	3.8	5.2	6.6
이자비용	3.0	5.5	5.5	5.5	5.5
외환관련이익	2.6	3.0	2.4	2.4	2.4
외환관련손실	2.6	4.5	3.8	3.8	3.8
종속 및 관계기업손익	-1.0	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
기타	-13.7	-1.0	-7.5	-7.5	-7.5
<b>법인세차감전이익</b>	77.4	101.0	114.0	105.1	113.8
법인세비용	37.9	18.0	23.9	22.1	23.9
계속사업순손익	39.4	82.9	90.1	83.0	89.9
<b>당기순이익</b>	39.4	82.9	90.1	83.0	89.9
<b>지배주주순이익</b>	39.4	82.9	90.1	83.0	89.9
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	2.6	10.4	7.6	3.8	5.3
영업이익 증감율	-25.7	13.8	16.9	-8.4	6.5
EBITDA 증감율	-19.3	15.8	15.2	-10.4	1.8
지배주주순이익 증감율	-55.6	110.4	8.7	-7.9	8.3
EPS 증감율	-55.6	110.4	8.6	-7.9	8.3
매출총이익율(%)	36.9	36.4	36.3	35.3	35.3
영업이익율(%)	7.1	7.3	7.9	7.0	7.1
EBITDA Margin(%)	8.9	9.4	10.0	8.7	8.4
지배주주순이익율(%)	3.0	5.6	5.7	5.0	5.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동 현금흐름</b>	15.3	64.0	121.6	122.7	118.1
당기순이익	39.4	82.9	90.1	83.0	89.9
비현금항목의 가감	93.0	77.2	79.8	70.5	66.0
유형자산감가상각비	22.7	28.2	30.2	24.7	20.1
무형자산감가상각비	2.3	2.8	3.6	3.1	2.7
지분법평가손익	-1.0	-0.5	-0.5	-0.5	-0.5
기타	69.0	46.7	46.5	43.2	43.7
영업활동자산부채증감	-63.9	-77.1	-22.8	-8.6	-15.2
매출채권및기타채권의감소	-2.4	-50.7	-21.0	-11.4	-16.5
재고자산의감소	-5.9	-55.4	-20.3	-11.0	-15.9
매입채무및기타채무의증가	-18.3	17.0	17.8	13.6	17.2
기타	11.7	12.0	0.7	0.2	0.0
기타현금흐름	-53.2	-19.0	-25.5	-22.2	-22.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	-94.3	-65.1	-18.4	-18.4	-18.4
유형자산의 취득	-48.2	-44.6	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-3.6	-8.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-7.4	-11.1	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-17.3	17.1	0.0	0.0	0.0
기타	-17.9	-18.4	-18.4	-18.4	-18.4
<b>재무활동 현금흐름</b>	84.5	-16.3	-13.3	-15.3	-15.3
차입금의 증가(감소)	100.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	1.5	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-1.9	-1.9	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-10.8	-11.2	-11.6	-12.2	-12.2
기타	-2.8	-3.2	-3.2	-3.1	-3.1
기타현금흐름	0.9	-0.3	5.8	5.8	5.8
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	6.3	-17.7	95.7	94.7	90.1
기초현금 및 현금성자산	122.6	128.9	111.2	206.9	301.6
기말현금 및 현금성자산	128.9	111.2	206.9	301.6	391.7

자료 : 키움증권

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>유동자산</b>	654.1	696.7	832.4	949.4	1,071.9
현금 및 현금성자산	128.9	111.2	206.9	301.6	391.7
단기금융자산	55.5	38.4	38.4	38.4	38.4
매출채권 및 기타채권	225.8	277.5	298.5	309.9	326.4
재고자산	222.2	268.2	288.5	299.4	315.4
기타유동자산	21.7	1.4	0.1	0.1	0.0
<b>비유동자산</b>	363.1	400.3	366.0	337.8	314.5
투자자산	33.4	44.0	43.5	43.1	42.6
유형자산	279.3	299.0	268.8	244.1	223.9
무형자산	20.6	26.9	23.3	20.2	17.5
기타비유동자산	29.8	30.4	30.4	30.4	30.5
<b>자산총계</b>	1,017.1	1,097.0	1,198.4	1,287.1	1,386.4
<b>유동부채</b>	306.8	360.2	378.0	391.6	408.8
매입채무 및 기타채무	177.8	199.5	217.3	230.9	248.1
단기금융부채	90.8	113.0	113.0	113.0	113.0
기타유동부채	38.2	47.7	47.7	47.7	47.7
<b>비유동부채</b>	150.5	118.8	118.8	118.8	118.8
장기금융부채	124.8	100.8	100.8	100.8	100.8
기타비유동부채	25.7	18.0	18.0	18.0	18.0
<b>부채총계</b>	457.4	479.0	496.8	510.4	527.6
<b>지배자본</b>	559.8	618.0	701.6	776.7	858.7
자본금	28.6	30.0	31.4	31.4	31.4
자본잉여금	266.3	264.9	264.9	264.9	264.9
기타자본	-24.2	-41.9	-41.9	-41.9	-41.9
기타포괄손익누계액	-6.8	-7.1	-2.9	1.4	5.6
이익잉여금	295.9	372.1	450.0	520.9	598.6
비지배자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	559.8	618.0	701.6	776.7	858.7
<b>투자지표</b>					
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	3,136	6,599	7,168.5	6,603.9	7,155
BPS	44,537	49,168	55,823	61,798	68,324
CFPS	10,539	12,738	13,521	12,211	12,406
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
<b>주기배수(배)</b>					
PER	33.8	12.4	11.6	12.6	11.7
PER(최고)	73.8	16.3	11.9		
PER(최저)	30.7	10.6	10.6		
PBR	2.38	1.67	1.49	1.35	1.22
PBR(최고)	5.20	2.18	1.53		
PBR(최저)	2.16	1.42	1.36		
PSR	1.00	0.70	0.66	0.64	0.61
PCFR	10.1	6.4	6.2	6.8	6.7
EV/EBITDA	10.9	7.6	6.4	6.5	5.7
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	28.5	14.0	13.5	14.7	13.5
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.9	1.2	1.2	1.2	1.2
ROA	4.1	7.8	7.9	6.7	6.7
ROE	7.1	14.1	13.7	11.2	11.0
ROIC	8.5	14.3	15.8	14.9	16.2
매출채권회전율	5.9	5.9	5.5	5.4	5.4
재고자산회전율	6.6	6.0	5.7	5.6	5.6
부채비율	81.7	77.5	70.8	65.7	61.4
순차입금비율	5.6	10.4	-4.5	-16.2	-25.2
이자보상배율	30.9	19.5	22.8	20.9	22.3
<b>총차입금</b>	215.7	213.8	213.8	213.8	213.8
<b>순차입금</b>	31.2	64.1	-31.5	-126.2	-216.3
<b>EBITDA</b>	119.2	138.0	159.0	142.5	145.0
<b>FCF</b>	-46.4	-13.9	109.9	109.8	104.1

Compliance Notice

- 당사는 4월 11일 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.

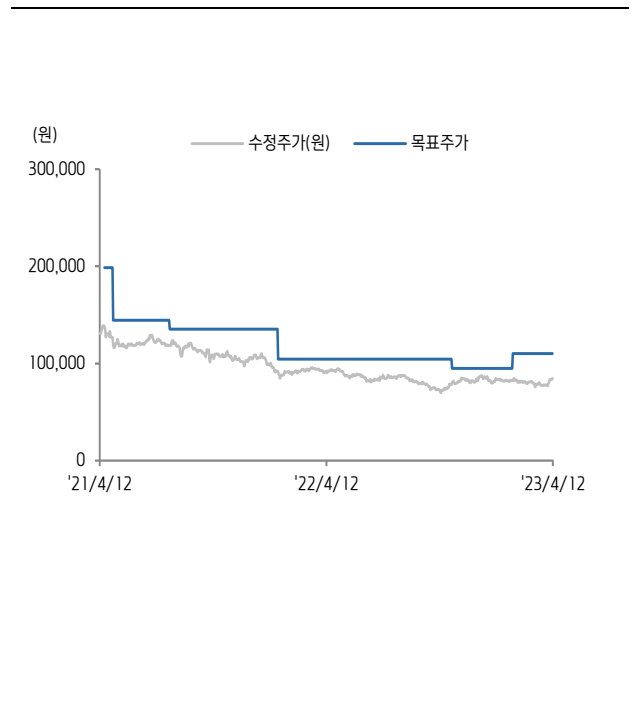
고지사항

- 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	2021-04-19	Buy(Maintain)	198,550원	6개월	-34.56	-30.69
(185750)	2021-05-03	Outperform (Downgrade)	144,400원	6개월	-16.39	-10.69
	2021-08-02	Outperform (Maintain)	135,375원	6개월	-19.96	-8.78
	2022-01-24	Outperform (Maintain)	104,500원	6개월	-11.93	-8.63
	2022-05-02	Outperform (Maintain)	104,500원	6개월	-14.42	-8.63
	2022-07-18	Buy(Upgrade)	104,500원	6개월	-14.53	-8.63
	2022-10-31	Buy(Maintain)	95,000원	6개월	-13.01	-8.24
	2023-02-06	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-27.06	-23.09
	2023-04-12	Buy(Maintain)	110,000원	6개월		

목표주가 추이 (2개년)



\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자의견 및 적용기준

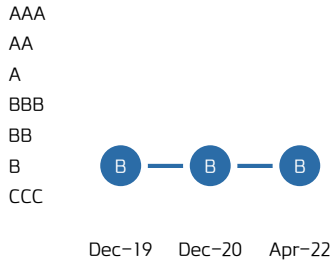
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2022/04/01~2023/03/31)

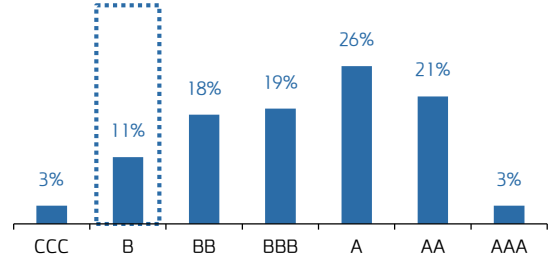
매수	중립	매도
95.43%	4.57%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치센터

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치센터  
Universe: MSCI ACWI Index 제약사 80개

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
주요 이슈 가중평균	3.0	4.5		
<b>환경</b>	2.9	4.6	9.0%	
유독 물질 배출과 폐기물	2.9	4.6	9.0%	
<b>사회</b>	3.0	4.1	58.0%	▼1.2
제품 안전과 품질	3.4	4.1	27.0%	▼2.5
인력 자원 개발	2.8	4.3	18.0%	
의료 서비스	2.4	4	13.0%	
<b>지배구조</b>	3.0	5	33.0%	▲0.1
기업 지배구조	3.9	6.2		▼0.1
기업 활동	4.5	4.8		▲0.7

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치센터

ESG 최근 이슈

일자	내용
	주요 이슈 업데이트 없음

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
NOVO NORDISK A/S	●●●	●●●●	●●●●●	●●●●	●●●●	●●●●	AAA	◀▶
JOHNSON & JOHNSON	●●●●	●●●●	●●●●●	●●●	●	●	A	▲
ELI LILLY AND COMPANY	●●●●	●●●●	●●●●●	●●●●	●●●●	●●●●●	A	◀▶
Roche Holding AG	●●●●	●●●●	●●●●●	●●●●	●●●●●	●●●●	A	◀▶
PFIZER INC.	●●●●	●●●●	●●●●●	●●●●	●●●●	●●●●	A	▲▲
종근당	●	●	●	●●	●	●●	B	◀▶

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