



Outperform(Downgrade)

목표주가: 90,000원
주가(7/13): 78,300원
시가총액: 9,841억 원



제약바이오 Analyst 허혜민
hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (7/13)		2,591.23pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	89,000원	69,700원
등락률	-12.0%	12.3%
수익률	절대	상대
1M	-10.8%	-9.2%
6M	-6.1%	-13.5%
1Y	-9.2%	-18.4%

Company Data

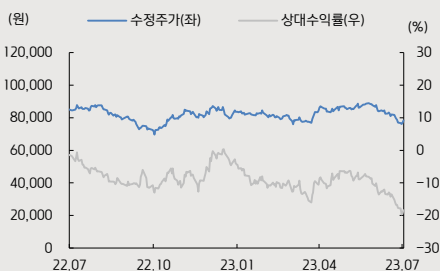
발행주식수	12,568 천주
일평균 거래량(3M)	20천주
외국인 지분율	8.2%
배당수익률(2023E)	1.3%
BPS(2023E)	56,777원
주요 주주	종근당홀딩스 외 5 인 38.8%

투자지표

(십억 원)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,334.0	1,472.3	1,574.9	1,633.1
영업이익	94.1	107.1	135.4	125.3
EBITDA	119.2	138.0	169.2	153.1
세전이익	77.4	101.0	124.5	116.0
순이익	39.4	82.9	102.1	91.6
지배주주지분순이익	39.4	82.9	102.1	91.6
EPS(원)	3,136	6,599	8,121	7,290
증감률(% YoY)	-55.6	110.4	23.1	-10.2
PER(배)	33.8	12.4	9.5	10.5
PBR(배)	2.38	1.67	1.35	1.21
EV/EBITDA(배)	10.9	7.6	5.4	5.3
영업이익률(%)	7.1	7.3	8.6	7.7
ROE(%)	7.1	14.1	15.3	12.1
순차입금비율(%)	5.6	10.4	-6.4	-18.8

자료: 키움증권

Price Trend



종근당 (185750)

실적 상회 전망. 구조적 성장 동력 필요.



연구개발비용 감소에 따라 2분기 실적은 시장 기대치를 뛰어 넘을 것으로 전망됩니다. R&D 비용 감소로 올해 호실적이 예상되나, 블록버스터 제품의 특허만료와 '24년 재계약 여부 등에 따라 실적 변동성이 있을 것으로 전망됩니다.

>>> 2분기 R&D 비용 감소로 시장 기대치 상회 전망

2분기 매출액은 3,890억원(YoY +7%, QoQ +8%), 영업이익 382억원(YoY +36%, QoQ +27%, OPM +10%)로 시장 컨센서스 매출액 3,803억원에 부합, 영업이익 313억원을 +22% 상회할 것으로 전망된다.

자누비아 매출액 320억원(YoY -8%), 케이캡 304억원(YoY +1%)이 전망되나, 기타 복합제와 신제품의 신규 매출 및 리피로우, 프리그렐 등의 기존 제품 매출이 회복하면서 이를 상쇄하였을 것으로 예상된다. 2분기에도 **연구개발비용 집행 감소가 이어지며**, 영업이익은 시장 기대치를 뛰어넘을 것으로 전망된다.

>>> 상품 매출의 공백을 자체 제품으로.. 시간 소요 전망

위식도역류질환 국산 신약 케이캡의 '22년 매출액은 1,221억원(YoY +13%)로 상품 매출이지만 이익기여도가 높다. **내년 재계약 여부를** 앞두고 있어 실적 변동성이 높아질 것으로 예상된다. 경쟁 제품 출시로 계약 연장이 예상되나, 수익 구조가 변경될 수 있을 것으로 추측된다. 동사의 천연물 위염 치료제 신약 지텍 허가를 받아('22.7월) 약가협상 중으로 연내 출시할 것으로 전망하고 있어, 고마진의 자체 제품 신약 출시로 이를 점진적으로 상쇄해 갈 것으로 보인다.

'22년 1,386억원(YoY -10%) 판매된 당뇨병 치료제 **자누비아가 오는 9월 특허 만료**되어, 매출 감소가 예상된다. 올해 출시한 고혈압 치료제 누보로젯, 황반변성 치료제 루센비에스(시밀러), 바이탈 비타민C, 포텐스틱 등 기타 자체 신제품들의 출시가 이어지며 점차 상쇄할 것으로 보인다. 다만, 신제품의 특성상 점진적으로 매출이 증가하는 만큼 **다소 시간이 소요**될 것으로 전망된다.

>>> 투자의견 Outperform, 목표주가 9만원 하향

실적 추정치 하향 및 상위/중소 제약사 평균 밸류에이션 하락분을 적용하여 동사에 대한 투자의견 Outperform, 목표주가 9만원으로 하향한다. 올해 R&D 비용 감소에 따라 영업이익은 1,354억원(YoY +26%) 성장이 전망되나, 블록버스터 제품의 특허만료 및 재계약 등으로 '24년 이익은 1,253억원(YoY -7%)로 둔화가 예상된다. 다만, 신제품 출시로 중장기적으로 이를 상쇄할 수 있을 것으로 기대한다.

실적 세부 내역 1

(단위, 십억원)

구 분	1Q23	2Q23E	컨센서스	차이	2023E	컨센서스	차이
매출액	360.1	389.0	380.3	2%	1,574.9	1,541.5	2%
yoy	6.5%	6.7%	4.3%		7.0%	4.7%	
영업이익	30.1	38.2	31.3	22%	135.4	118.7	14%
yoy	23.6%	36.1%	11.4%		26.4%	10.8%	
OPM	8.3%	9.8%	8.2%		8.6%	7.7%	
순이익	34.9	30.7	25.6	20%	102.1	95.6	7%

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

실적 세부 내역 2

(단위, 십억원)

	22.1Q	22.2Q	22.3Q	22.4Q	2022	23.1Q	23.2QE	23.3QE	23.4QE	2023E
자누비아(자누메트 포함)	32.9	34.9	37.2	33.6	138.6	29.5	32.0	32.9	27.6	121.9
케이캡	28.2	30.1	31.3	32.5	122.1	28.3	30.4	34.5	38.1	131.2
글리아티린	17.9	20.0	22.0	22.2	82.1	20.8	21.8	23.3	22.8	88.7
딜라트렌	11.3	13.8	14.4	13.3	52.8	13.7	14.2	14.4	13.2	55.5
리피로우	4.9	6.6	6.7	6.7	24.9	6.8	7.0	7.2	7.6	28.6
타크로벨	9.9	11.0	11.4	11.3	43.7	11.0	11.0	11.8	10.8	44.6
기 타	233.0	248.3	257.7	269.3	1,008.2	250.1	272.7	289.8	291.8	1,104.4
매출액	338.0	364.8	380.7	388.9	1,472.3	360.1	389.0	413.9	411.8	1,574.9
YOY	8.8%	11.6%	11.6%	9.5%	10.4%	6.5%	6.7%	8.7%	5.9%	7.0%
영업이익	24.3	28.1	39.7	15.0	107.1	30.1	38.2	44.3	22.8	135.4
YOY	8.6%	-16.5%	7.1%	1420.3%	13.8%	23.6%	36.1%	11.7%	51.7%	26.4%
OPM	7.2%	7.7%	10.4%	3.9%	7.3%	8.3%	9.8%	10.7%	5.5%	8.6%

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정내역

구 분	비 고
fw12m EPS(원)	6,621 3Q23~2Q24 EPS
Target Multiple	14 상위 및 중소 제약사 평균 fw12m PER.
목표가(원)	90,000

상위/중소 제약사: 녹십자, 대웅제약, 동아에스티, 보령제약, 동국제약, 대원제약
 자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,334.0	1,472.3	1,574.9	1,633.1	1,719.0
매출원가	841.9	937.1	1,000.5	1,053.8	1,109.3
매출총이익	492.1	535.2	574.4	579.3	609.7
판관비	398.0	428.1	439.0	454.0	476.6
영업이익	94.1	107.1	135.4	125.3	133.2
EBITDA	119.2	138.0	169.2	153.1	156.0
영업외손익	-16.7	-6.2	-10.9	-9.3	-7.8
이자수익	1.0	2.3	4.0	5.6	7.1
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
법인세차감전이익	77.4	101.0	124.5	116.0	125.4
법인세비용	37.9	18.0	22.4	24.4	26.3
계속사업손손익	39.4	82.9	102.1	91.6	99.1
당기순이익	39.4	82.9	102.1	91.6	99.1
지배주주순이익	39.4	82.9	102.1	91.6	99.1
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	2.6	10.4	7.0	3.7	5.3
영업이익 증감율	-25.7	13.8	26.4	-7.5	6.3
EBITDA 증감율	-19.3	15.8	22.6	-9.5	1.9
지배주주순이익 증감율	-55.6	110.4	23.2	-10.3	8.2
EPS 증감율	-55.6	110.4	23.1	-10.2	8.1
매출총이익율(%)	36.9	36.4	36.5	35.5	35.5
영업이익율(%)	7.1	7.3	8.6	7.7	7.7
EBITDA Margin(%)	8.9	9.4	10.7	9.4	9.1
지배주주순이익율(%)	3.0	5.6	6.5	5.6	5.8

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	15.3	64.0	136.1	131.9	127.7
당기순이익	39.4	82.9	102.1	91.6	99.1
비현금항목의 가감	93.0	77.2	78.1	72.4	67.9
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	44.8	45.1	45.6
영업활동자산부채증감	-63.9	-77.1	-20.4	-8.1	-14.8
매출채권및기타채권의감소	-2.4	-50.7	-19.3	-11.0	-16.2
재고자산의감소	-54.9	-55.4	-18.7	-10.6	-15.7
매입채무및기타채무의증가	-18.3	17.0	16.9	13.4	17.1
기타	11.7	12.0	0.7	0.1	0.0
기타현금흐름	-53.2	-19.0	-23.7	-24.0	-24.5
투자활동 현금흐름	-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
재무활동 현금흐름	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	-12.1	-12.1
기타	-2.8	-3.2	-3.2	-3.2	-3.2
기타현금흐름	0.9	-0.3	5.8	5.8	5.8
현금 및 현금성자산의 순증가	6.3	-17.7	110.1	103.9	99.7
기초현금 및 현금성자산	122.6	128.9	111.2	221.3	325.2
기말현금 및 현금성자산	128.9	111.2	221.3	325.2	424.9

자료 : 키움증권

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	654.1	696.7	843.5	968.9	1,100.4
현금 및 현금성자산	128.9	111.2	221.3	325.2	424.9
단기금융자산	55.5	38.4	38.4	38.4	38.4
매출채권 및 기타채권	225.8	277.5	296.8	307.8	324.0
재고자산	222.2	268.2	286.8	297.4	313.1
기타유동자산	21.7	1.4	0.2	0.1	0.0
비유동자산	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
자산총계	1,017.1	1,097.0	1,209.5	1,306.6	1,414.9
유동부채	306.8	360.2	377.1	390.5	407.6
매입채무 및 기타채무	177.8	199.5	216.4	229.8	246.9
단기금융부채	90.8	113.0	113.0	113.0	113.0
기타유동부채	38.2	47.7	47.7	47.7	47.7
비유동부채	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
부채총계	457.4	479.0	495.9	509.3	526.4
지배자본	559.8	618.0	713.6	797.3	888.5
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	462.0	541.5	628.4
비지배자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	559.8	618.0	713.6	797.3	888.5
투자지표					
주당지표(원)					
EPS	3,136	6,599	8,120.8	7,289.9	7,881
BPS	44,537	49,168	56,777	63,440	70,693
CFPS	10,539	12,738	14,333	13,051	13,284
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
주기배수(배)					
PER	33.8	12.4	9.5	10.5	9.8
PER(최고)	73.8	16.3	11.0		
PER(최저)	30.7	10.6	9.3		
PBR	2.38	1.67	1.35	1.21	1.09
PBR(최고)	5.20	2.18	1.58		
PBR(최저)	2.16	1.42	1.33		
PSR	1.00	0.70	0.61	0.59	0.56
PCFR	10.1	6.4	5.4	5.9	5.8
EV/EBITDA	10.9	7.6	5.4	5.3	4.6
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	28.5	14.0	11.9	13.3	12.3
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.9	1.2	1.3	1.3	1.3
ROA	4.1	7.8	8.9	7.3	7.3
ROE	7.1	14.1	15.3	12.1	11.8
ROIC	8.5	14.3	17.8	16.3	17.8
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	69.5	63.9	59.2
순차입금비율	5.6	10.4	-6.4	-18.8	-28.1
이자보상배율	30.9	19.5	24.7	22.8	24.3
총차입금	215.7	213.8	213.8	213.8	213.8
순차입금	31.2	64.1	-45.9	-149.8	-249.5
EBITDA	119.2	138.0	169.2	153.1	156.0
FCF	-46.4	-13.9	124.5	118.7	113.3

Compliance Notice

- 당사는 7월 13일 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.

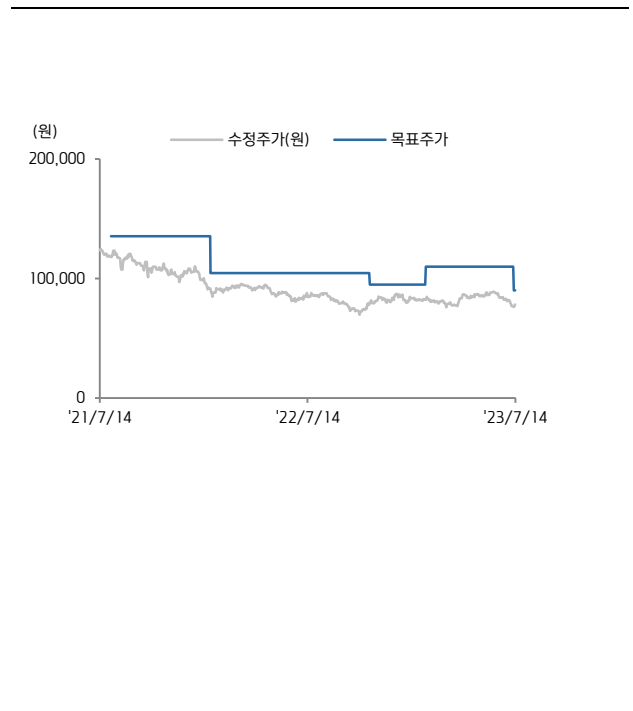
고지사항

- 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	2021-08-02	Outperform (Maintain)	135,375원	6개월	-19.96	-8.78
(185750)	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	-24.66	-19.09
	2023-07-14	Outperform (Downgrade)	90,000원	6개월		

목표주가 추이 (2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자의견 및 적용기준

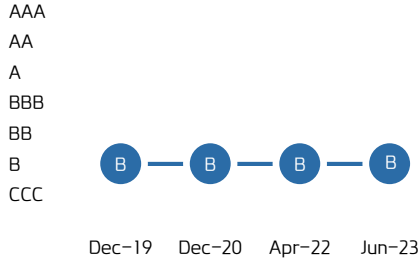
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2022/07/01~2023/06/30)

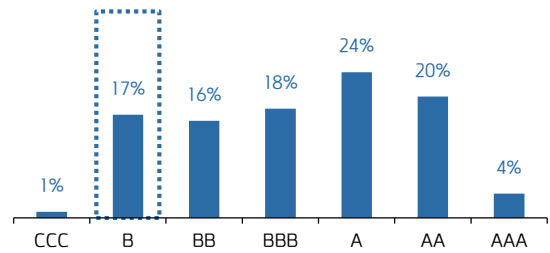
매수	중립	매도
95.21%	4.79%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치센터

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치센터
Universe: MSCI ACWI Index 제약사 76개

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
주요 이슈 가중평균	3.1	4.3		
환경	2.9	4.5	9.0%	
유독 물질 배출과 폐기물	2.9	4.5	9.0%	
사회	2.9	4	58.0%	▼1.3
제품 안전과 품질	2.9	3.8	27.0%	▼3.0
인력 자원 개발	2.8	4	18.0%	
의료 서비스	2.9	4	13.0%	▲0.5
지배구조	3.5	4.8	33.0%	▲0.6
기업 지배구조	3.9	6.2		▼0.1
기업 활동	5.6	4.5		▲1.8

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치센터

ESG 최근 이슈

일자	내용
	There are no recent new controversies or updates to ongoing controversies for this company.

자료: 키움증권 리서치센터

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
동아쏘시오홀딩스	●●	●●●●	●●●●●	●●●●●	●●●●	●●●●	AA	▲
HK이노엔	●	●●	●●	●●	●●●●	●●	BBB	
종근당	●	●	●●	●	●	●●●●	B	◀▶
대웅제약	●	●●●	●●	●	●	●	CCC	◀▶
대웅	●●	●●	●	●●	●	●●	CCC	▼
동국제약	●	●●●	●	●	●	●●	CCC	▼

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