



실적 Review

Buy(Maintain)

목표주가: 110,000원

주가(2/3): 82,400원

시가총액: 10,356억 원



제약바이오 Analyst 허혜민 hyemin@kiwoom.com

Stock Data

Table with 3 columns: Metric, Value, and Change. Includes KOSPI (2/3), 52주 주가동향, and 1M/6M/1Y returns.

Company Data

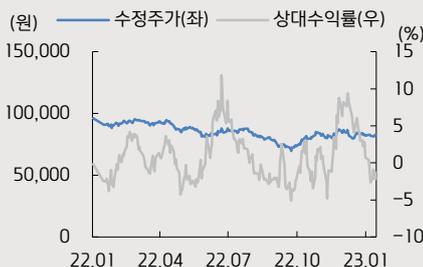
Table with 2 columns: Metric and Value. Includes 발행주식수, 일평균 거래량(3M), and 주요 주주.

투자지표

Table with 5 columns: Metric, 2020, 2021, 2022F, 2023F. Includes 매출액, 영업이익, EBITDA, and EPS.

자료: 키움증권

Price Trend



종근당 (185750)

바이오 개발하는데, PER 11배



4분기 실적은 연구개발비용 일시 증가로 기대치를 하회하였습니다. '23년 영업이익은 1,203억원(YoY +13%)가 예상되어, 이익 1,200억원대가 회복될 것으로 전망됩니다.

>>> 4분기 R&D 비용 증가로 컨센서스 하회

4분기 매출액은 3,889억원(YoY +10%, QoQ +2%), 영업이익 150억원(YoY +1,421%, QoQ -62%, OPM 4%)로 시장 컨센서스 매출액 3,793억원에 소폭 상회하였으나, 영업이익 191억원을 하회하였다.

당뇨병 치료제 자누비아(DPP-4 억제제) 약가인하('22.3월, 인하율 6%) 및 같은 DPP-4계열의 가브스 제네릭 출시('22.1월)와 테넬리아 제네릭('22.10월) 출시 영향으로 인한 매출 하락 영향 있었다. 다만, 케이캡(325억원, YoY +4%), 프롤리아(238억원, YoY +8%), 글리아티린(222억원, YoY +11%) 등 주요 제품의 지속 성장하며 이를 상쇄하였다. 4분기 전임상 비용이 일시적으로 상승하며 R&D 비용이 600억원(YoY +18%)으로 증가하였다.

>>> 본격적인 수익성 개선은 '24년전망

'23년 매출액은 1조 5,936억원(YoY +8%), 영업이익의 1,203억원(YoY +13%, OPM 7.6%)이 전망된다. 오는 9/1일 자누비아 특허만료로 매출 하락(YoY -9%)이 이어지겠지만, 케이캡(YoY +8%)과 프롤리아(+18%) 등의 주력 제품 상승과 지텍(위염 천연물 신약), 루센티스 바이오시밀러(황반변성 치료제) 출시 등으로 이를 상쇄할 수 있을 것으로 기대한다.

R&D 모멘텀으로는 이중항암항체 CKD-702(c-Met x EGFR) 1b상이 올해 하반기로 예정되어 있으나, 발표 여부는 미확정으로 올해에는 임상 데이터 발표 기대 보다는 실적에 기대야 할 것으로 보인다. 다만, 전일 네덜란드 ADC 개발 업체 Synaffix로부터 항체 변형 없이도 개발이 가능한 ADC 플랫폼을 \$132mn에 도입하여, ADC 개발에 본격 시동을 걸고 있다.

>>> 투자의견 Buy, 목표주가 11만원 상향

약 1,000억원 이상 영업이익 기록하고 있어 실적으로는 국내 대형 제약사이거나, R&D 모멘텀 적어 '23년 기준 PER 11배로 중 소형 제약사 밸류에이션을 받고 있다. 자체 개발 루센티스 시밀러 국내 출시, 이중항암항체 CKD-702 1b상, ADC 전임상 개발 등 R&D 파이프라인 보유 대비 저평가로 판단된다.

실적 세부 내역 1

(단위, 십억원)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)	컨센서스	차이 (컨센/추정)
매출액	338.0	364.8	380.7	388.9	2%	10%	381.5	2%	379.3	3%
영업이익	24.3	28.1	39.7	15.0	-62%	1421%	17.9	-16%	19.1	-21%
영업이익률	7%	8%	10%	4%			5%		5%	
세전이익	23.6	26.0	37.7	13.6	-64%	3747%	16.1	-16%		
세전이익률	7%	7%	10%	3%			4%			
당기순이익	17.2	24.5	29.2	12.0	-59%	흑전	10.3	17%	13.4	-10%

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

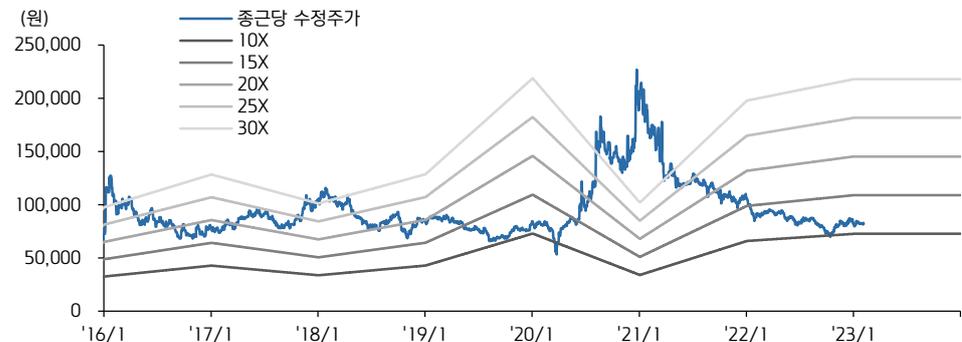
실적 세부 내역 2

(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	32.0	31.9	32.7	29.5	126.1
케이캡	28.2	30.1	31.3	32.5	122.1	27.7	30.5	34.7	38.9	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	11.6	13.8	14.0	14.5	53.9
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	255.6	276.7	294.2	294.7	1,121.2
매출액	338.0	364.8	380.7	388.9	1,472.3	364.8	391.5	417.6	419.7	1,593.6
YOY	8.8%	11.6%	11.6%	9.5%	10.4%	7.9%	7.3%	9.7%	7.9%	8.2%
영업이익	24.3	28.1	39.7	15.0	106.3	26.3	32.3	40.8	20.9	120.3
YOY	8.6%	-16.5%	7.1%	1420.6%	13.0%	8.1%	15.0%	3.0%	39.0%	13.2%
OPM	7.2%	7.7%	10.4%	3.9%	7.2%	7.2%	8.3%	9.8%	5.0%	7.6%

자료: 키움증권 리서치센터

증권당 12개월 FWD P/E 밴드 추이



자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	1,300.5	1,334.0	1,472.3	1,593.6	1,674.0
매출원가	810.9	841.9	937.1	1,014.3	1,057.1
매출총이익	489.6	492.1	535.2	579.3	616.9
판관비	363.0	398.0	428.9	459.0	481.2
영업이익	126.6	94.1	106.3	120.3	135.7
EBITDA	147.7	119.2	136.1	145.0	156.0
영업외손익	-6.5	-16.7	-5.4	-6.1	-5.7
이자수익	1.3	1.0	1.3	1.7	2.2
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	-1.7	-2.8	-2.9
법인세차감전이익	120.1	77.4	100.9	114.2	130.0
법인세비용	31.4	37.9	18.1	22.8	26.0
계속사업손익	88.7	39.4	82.9	91.3	104.0
당기순이익	88.7	39.4	82.9	91.3	104.0
지배주주순이익	88.7	39.4	82.9	91.3	104.0
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	20.6	2.6	10.4	8.2	5.0
영업이익 증감율	64.4	-25.7	13.0	13.2	12.8
EBITDA 증감율	48.3	-19.3	14.2	6.5	7.6
지배주주순이익 증감율	64.6	-55.6	110.4	10.1	13.9
EPS 증감율	64.6	-55.6	110.3	10.2	13.9
매출총이익률(%)	37.6	36.9	36.4	36.4	36.9
영업이익률(%)	9.7	7.1	7.2	7.5	8.1
EBITDA Margin(%)	11.4	8.9	9.2	9.1	9.3
지배주주순이익률(%)	6.8	3.0	5.6	5.7	6.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	107.0	15.3	110.0	117.3	136.0
당기순이익	88.7	39.4	82.9	91.3	104.0
비현금항목의 가감	79.4	96.9	80.4	79.7	78.1
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	51.7	56.1	58.7
영업활동자산부채증감	-41.7	-67.8	-33.5	-29.6	-19.2
매출채권및기타채권의감소	-22.9	-2.4	-23.4	-20.5	-13.6
재고자산의감소	-43.4	-54.9	-23.0	-20.2	-13.4
매입채무및기타채무의증가	48.5	-18.3	13.3	11.7	7.8
기타	-23.9	7.8	-0.4	-0.6	0.0
기타현금흐름	-19.4	-53.2	-19.8	-24.1	-26.9
투자활동 현금흐름	-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
재무활동 현금흐름	6.0	84.5	-12.6	-12.9	-15.0
차입금의 증가(감소)	20.0	100.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	1.4	1.5	0.0
자기주식처분(취득)	-2.1	-1.9	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-9.3	-10.8	-11.2	-11.6	-12.2
기타	-2.6	-2.8	-2.8	-2.8	-2.8
기타현금흐름	-0.7	0.9	-12.9	-12.9	-12.9
현금 및 현금성자산의 순증가	45.7	6.3	41.4	36.9	37.0
기초현금 및 현금성자산	76.9	122.6	128.9	170.4	207.3
기말현금 및 현금성자산	122.6	128.9	170.4	207.3	244.3

자료 : 키움증권

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	594.6	654.1	767.2	881.4	998.7
현금 및 현금성자산	122.6	128.9	170.4	207.3	244.3
단기금융자산	38.2	55.5	80.7	117.3	170.5
매출채권 및 기타채권	224.5	225.8	249.3	269.8	283.4
재고자산	182.6	222.2	245.3	265.5	278.9
기타유동자산	26.7	21.7	21.5	21.5	21.6
비유동자산	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
자산총계	923.7	1,017.1	1,099.5	1,188.1	1,284.0
유동부채	310.4	306.8	320.2	331.9	339.6
매입채무 및 기타채무	195.9	177.8	191.1	202.8	210.6
단기금융부채	69.1	90.8	90.8	90.8	90.8
기타유동부채	45.4	38.2	38.3	38.3	38.2
비유동부채	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
부채총계	375.2	457.4	470.7	482.4	490.2
지배자본	548.5	559.8	628.8	705.7	793.8
자본금	27.2	28.6	30.0	31.4	31.4
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	367.1	446.3	538.1
비지배자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	548.5	559.8	628.8	705.7	793.8

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12월 결산	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
주당지표(원)					
EPS	7,056	3,136	6,594.1	7,267.6	8,274
BPS	43,639	44,537	50,026	56,147	63,159
CFPS	13,371	10,847	12,993	13,606	14,489
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
주기배수(배)					
PER	29.3	33.8	12.5	11.3	10.0
PER(최고)	35.4	73.8	16.3		
PER(최저)	7.5	30.7	10.6		
PBR	4.73	2.38	1.64	1.47	1.30
PBR(최고)	5.72	5.20	2.15		
PBR(최저)	1.21	2.16	1.39		
PSR	1.99	1.00	0.70	0.65	0.62
PCFR	15.4	9.8	6.3	6.1	5.7
EV/EBITDA	16.4	10.9	7.0	6.4	5.4
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	12.2	28.5	14.0	13.3	11.7
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.4	0.9	1.2	1.2	1.2
ROA	10.4	4.1	7.8	8.0	8.4
ROE	17.4	7.1	13.9	13.7	13.9
ROIC	20.4	8.5	15.5	17.0	19.1
매출채권회전율	6.1	5.9	6.2	6.1	6.1
재고자산회전율	7.9	6.6	6.3	6.2	6.2
부채비율	68.4	81.7	74.9	68.4	61.7
순차입금비율	-7.9	5.6	-5.6	-15.4	-25.1
이자보상배율	44.7	30.9	34.9	39.5	44.5
총차입금	117.3	215.7	215.7	215.7	215.7
순차입금	-43.5	31.2	-35.5	-108.9	-199.2
EBITDA	147.7	119.2	136.1	145.0	156.0
FCF	37.0	-50.3	83.5	91.3	109.7

Compliance Notice

- 당사는 2월 3일 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.

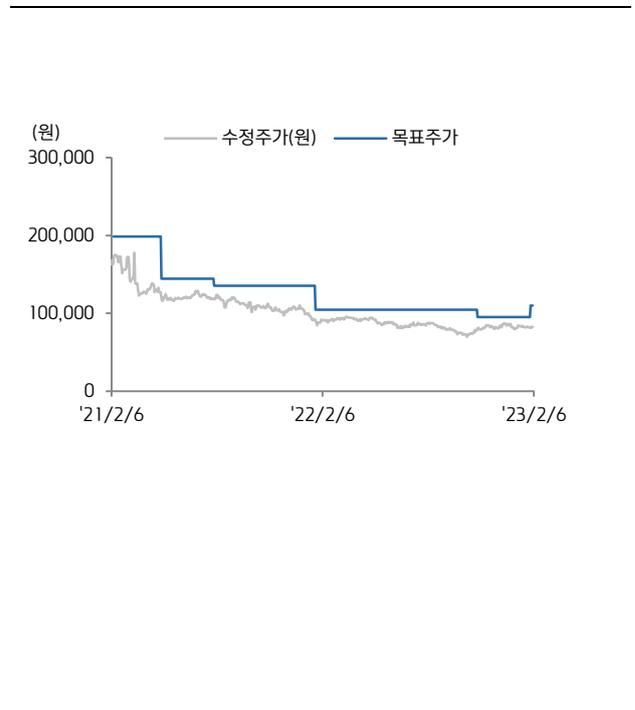
고지사항

- 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	2021-02-09	Buy(Maintain)	198,550원	6개월	-25.76	-10.49
(185750)	2021-04-19	Buy(Maintain)	198,550원	6개월	-27.24	-10.49
	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	-13.00	-8.24
	2023-02-06	Buy(Maintain)	110,000원	6개월		

목표주가 추이 (2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자의견 및 적용기준

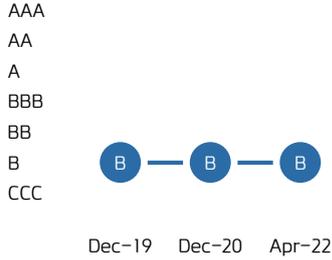
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2022/01/01~2022/12/31)

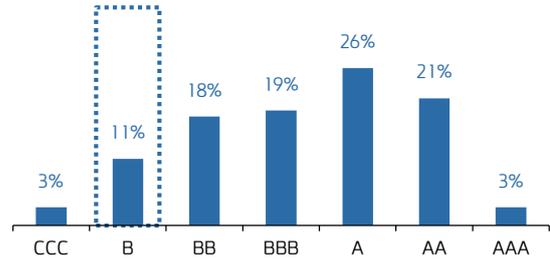
매수	중립	매도
98.30%	1.70%	0.00%

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

항목	점수	산업평균	비중	변동
주요 이슈 가중평균	3.0	4.5		
환경	2.9	4.6	9.0%	
유독 물질 배출과 폐기물	2.9	4.6	9.0%	
사회	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%	
지배구조	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