

BUY 유지

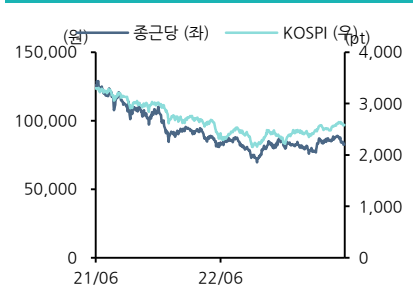
목표주가 유지 120,000원

종가(23.06.27) 83,200원
상승여력 44.2%

Stock Data

KOSPI(06/27)	2,581.4pt
시가총액	10,457억원
액면가	2,500원
52주 최고가	89,000원
52주 최저가	69,700원
외국인지분율	8.4%
90일 일평균거래대금	20억원
주요주주지분율	56.4%
종근당홀딩스 (외 6인)	38.8%
유동주식비율	57.8%

Stock Price



영업실적 성장, 하반기가 주목된다

2분기 영업실적 안정적 성장 지속 전망

2023년 2분기에 매출액은 3,922억원(YoY +7.1%), 영업이익이 294억원(YoY +9.2%)으로 추정된다. 전년동기대비 안정적으로 성장한 수준으로 예상된다. 다만 코로나 엔데믹에 따른 병원 내원환자 증가 등으로 전분기대비 매출액은 증가하지만 판매비지출 증가를 가정, 영업이익은 1분기대비 소폭 감소할 것으로 추정했다.

대다수 주력 품목 성장/ 하반기 케이캡 재계약 이슈가 변수

첫째, 주력 전문의약품 매출호조 지속되고 있다. 2023년 2분기 대표적인 상품인 케이캡(위궤양치료제) 매출액은 대응제약의 펙수클루와 경쟁하지만, 저용량(25mg, 기존 50mg)가세로 전년동기대비 19.5% 증가한 300억원으로 전망된다. 2022년 3월 약가인하와 경쟁제품 증가로 자누비아(당뇨)의 매출성장 정체는 이어질 것으로 추정했다. 그외 프톨리아주(골다공증제, 압젠의 오리지널)가 고성장하고, 달라트렌(면역억제제), 아토텐(동맥경화용제, 미국 MSD) 등과 같은 주력 품목매출이 비교적 고성장 중이다.

둘째, 케이캡 재계약에 따른 수익성 우려를 상쇄할 카드가 있다고 본다. 우선 자체 개발 천연물신약 지텍(적응증: 위염)이 9월쯤 출시될 예정이다. 또한 루센티스 바이오시밀러가 2023년 1월에 출시되었다. 특히 MSD로부터 국내 판권을 L/I한 자누비아를 기반으로 다양한 당뇨복합제가 출시되고 있다. 리피로우(고지혈증)와 프리그렐(항혈전증제)의 매출회복도 2024년 매출증가에 기여할 전망이다. 무엇보다 수익성측면에서 연간 1,809억원 규모의 R&D비용을 이용하면, 일시적인 수익성 감소를 커버할 여지도 있다. 다양한 신제품 출시, R&D비용 조정 등으로 2024년의 케이캡 재계약에 따른 마진 축소를 상쇄/보전시킬 수 있을 것이다.

Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2021	1,344	95	43	3,399	31.2	11.2	2.1	7.6	0.9
2022	1,488	110	81	6,441	12.7	7.6	1.6	13.6	1.2
2023E	1,607	121	100	8,198	10.1	7.2	1.5	15.1	1.2
2024E	1,738	115	85	6,975	11.8	7.3	1.3	11.6	1.2
2025E	1,880	124	92	7,579	10.9	6.7	1.2	11.4	1.2

자료 : K-IFRS연결기준, 상상인증권



QR코드로 간편하게

상상인증권
더 많은 리포트 찾아보기

2024년 우려는 과도하다.
주가는 저평가된 수준,
좀더 길게 보자
매수관점 유지

주가는 장기 정체국면에 머물고 있다. 그 이유는 첫째, 타 상위 제약사대비 비교적 신약 Pipeline의 임상 진행속도가 늦은 편이고, 둘째, 케이캡의 재계약 이슈로 수익성 악화우려가 작용하고 있기 때문이다.

이러한 우려가 일리는 있지만 과도한 것으로 평가된다. 종근당의 강력한 마케팅파워에 기반한 다양한 신제품 출시 등으로 2024년 수익성 악화를 상쇄할 여력이 충분하다. 반면에 주가는 크게 하락한 상태이다. 따라서 케이캡의 재계약 윤곽이 드러나면 주가는 회복국면으로 전환될 가능성이 높다. 2023년 연말로 근접할수록 긍정적인 측면이 주가에 더 크게 부각될 것이다. 다만 현시점에서 시간은 다소 필요한 상황이다.

국내 제약업계에서 종근당의 위상과 마케팅 파워, 높은 R&D투자수준, 그리고 주가가 크게 하락한 점을 감안하여 장기관점에서 매수의견을 계속 유지한다.

표 1. 주요품목별 매출 추이

(단위: 억원)

구분	2019	2020	2021	1Q	2Q	3Q	4Q	2022	1Q	2QE	3QE	4QE	2023E
자누비아 (증감률)	1,405	1,471	1,538	336	341	372	337	1,386	295	314	376	344	1,328
		4.7%	4.6%	-15.8%	-4.5%	-3.4%	-15.1%	-9.9%	-12.2%	-8.0%	1.0%	2.0%	-4.2%
아토젯 (증감률)	550	682	769	178	197	213	214	802	198	217	234	235	884
		24.0%	12.8%	-6.8%	7.7%	7.6%	8.6%	4.3%	11.2%	10.0%	10.0%	10.0%	10.3%
타크로벨 (증감률)	330	404	421	99	110	114	113	437	110	117	121	120	467
		22.4%	4.2%	0.0%	2.8%	3.6%	6.0%	3.8%	11.1%	6.0%	6.0%	6.0%	6.9%
글리아티린 (증감률)	604	664	743	179	201	220	221	821	208	213	233	234	889
		9.9%	11.9%	6.5%	9.8%	14.6%	10.5%	10.5%	16.2%	6.0%	6.0%	6.0%	8.2%
케이캡 (증감률)	130	719	1,078	282	300	313	326	1,221	283	315	357	372	1,326
		453.1%	49.9%	19.0%	19.5%	12.6%	4.5%	13.3%	0.4%	5.0%	14.0%	14.0%	8.6%
프롤리아주 (증감률)	296	535	754	216	264	238	239	957	267	317	286	287	1,156
		80.7%	40.9%	56.5%	44.3%	12.8%	7.7%	26.9%	23.6%	20.0%	20.0%	20.0%	20.8%
딜라트렌 (증감률)	465	505	520	113	139	144	132	528	137	153	166	152	607
		8.6%	3.0%	15.3%	4.5%	6.7%	-14.3%	1.5%	21.2%	10.0%	15.0%	15.0%	15.0%
기타 (증감률)	12,292	8,458	9,060	2,249	2,370	2,561	2,741	12,649	2,454	2,559	2,766	2,960	10,739
		-31.2%	7.1%	7.9%	4.7%	9.9%	10.0%	39.6%	9.1%	8.0%	8.0%	8.0%	-15.1%
매출액 계	16,072	17,380	18,801	3,652	3,922	4,175	4,323	18,801	3,952	4,204	4,538	4,704	17,398
(증감률)		8.1%	8.2%	7.0%	7.1%	8.8%	8.9%	0.0%	8.2%	7.2%	8.7%	8.8%	-7.5%

자료: 종근당, 상상인증권

표 2. 분기별 요약 영업실적 추이

12월결산 (억원)	2022				2023E			
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2QE	3QE	4QE
매출액	3,414	3,660	3,839	3,971	3,652	3,922	4,175	4,323
영업이익	251	269	393	186	315	294	376	229
세전이익	239	241	368	124	315	281	364	217
순이익	175	225	282	117	361	211	273	163
YoY(%)								
매출액	9.4	11.8	12.2	9.7	7.0	7.1	8.8	8.9
영업이익	14.5	-14.9	8.7	266.7	25.7	9.2	-4.4	23.2
세전이익	20.9	-24.9	49.2	200.8	31.6	16.9	-0.9	75.4
순이익	18.7	-3.2	1,532.7	351.7	106.3	-6.4	-3.1	38.7

자료: 종근당, 연결기준, 상상인증권

표 3. 종근당 주가 밸류에이션

2023년 추정 순이익	999	
PER(배)	15.0	2017~2022년 평균 PER 23.5배
기업가치	14,988	제약 주요 중상위 5개사 평균 26.4배 대비 43% 할인된 PER 배수 적용
발행주식수(주)	12,568,464	
자기주식수(주)	424,453	
유통주식수(주)	12,144,011	
적정주가(원)	123,420	

자료: 종근당, 연결기준, 상상인증권

대차대조표

(단위: 십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	667.1	713.6	811.7	877.2	950.2
현금 및 현금성자산	131.8	117.4	139.8	151.7	166.8
매출채권	232.0	285.0	333.5	360.3	389.4
재고자산	224.7	270.1	326.2	352.4	380.8
비유동자산	379.6	411.3	446.0	475.8	507.1
관계기업투자등	32.2	41.7	43.1	44.9	46.7
유형자산	295.5	309.0	316.5	334.8	355.3
무형자산	20.8	27.0	35.6	43.2	50.1
자산총계	1,046.7	1,124.9	1,257.8	1,353.0	1,457.3
유동부채	320.2	374.2	435.6	457.7	481.4
매입채무	179.7	202.0	249.4	269.4	291.2
단기금융부채	102.1	124.4	137.6	137.6	137.6
비유동부채	160.7	129.4	124.0	124.4	124.8
장기금융부채	135.0	111.3	106.3	106.3	106.3
부채총계	480.9	503.6	559.6	582.0	606.2
지배주주지분	566.0	622.4	699.0	771.9	852.1
자본금	28.6	30.0	31.4	31.4	31.4
자본잉여금	266.3	264.9	263.5	263.5	263.5
이익잉여금	302.1	376.4	464.3	537.2	617.3
비지배주주지분	-0.2	-1.1	-0.9	-0.9	-0.9
자본총계	565.8	621.3	698.1	770.9	851.1

손익계산서

(단위: 십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,343.6	1,488.3	1,607.2	1,738.0	1,880.1
매출원가	847.7	945.7	1,016.5	1,136.7	1,229.6
매출총이익	495.8	542.6	590.7	601.4	650.5
판매비와 관리비	401.1	432.7	469.3	486.6	526.4
영업이익	94.8	109.9	121.4	114.7	124.1
EBITDA	122.2	143.5	157.7	153.2	165.4
금융손익	-3.5	-7.0	-5.2	-5.4	-5.3
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-9.5	-4.8	1.3	0.8	0.8
세전계속사업이익	80.6	97.2	117.5	110.1	119.6
계속사업법인세비용	38.2	17.2	17.0	24.2	26.3
당기순이익	42.4	80.0	100.5	85.9	93.3
지배주주순이익	42.7	81.0	99.9	85.0	92.4
매출총이익률 (%)	36.9	36.5	36.8	34.6	34.6
영업이익률 (%)	7.1	7.4	7.6	6.6	6.6
EBITDA 마진률 (%)	9.1	9.6	9.8	8.8	8.8
세전이익률 (%)	6.0	6.5	7.3	6.3	6.4
지배주주순이익률 (%)	3.2	5.4	6.2	4.9	4.9
ROA (%)	4.3	7.5	8.4	6.5	6.6
ROE (%)	7.6	13.6	15.1	11.6	11.4
ROIC (%)	8.5	13.6	14.4	11.5	11.5

현금흐름표

(단위: 십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	12.9	67.7	80.9	92.8	100.3
당기순이익(손실)	42.4	80.0	100.8	85.9	93.3
현금수익비용가감	92.5	85.1	51.6	38.0	40.8
유형자산감가상각비	25.1	30.8	32.7	34.2	36.2
무형자산상각비	2.4	2.8	3.5	4.3	5.1
기타현금수익비용	62.6	50.1	12.9	-0.5	-0.5
운전자본 증감	-67.7	-77.3	-73.5	-31.1	-33.8
매출채권의 감소(증가)	-7.0	-51.4	-49.1	-26.8	-29.1
재고자산의 감소(증가)	-53.8	-54.5	-58.8	-26.2	-28.4
매입채무의 증가(감소)	-18.8	16.2	46.8	20.0	21.7
기타영업현금흐름	11.8	12.4	-12.3	1.9	1.9
투자활동 현금흐름	-90.8	-65.4	-55.8	-68.6	-73.1
유형자산 처분(취득)	-48.1	-44.8	-45.6	-52.4	-56.7
무형자산 감소(증가)	-3.6	-8.2	-12.0	-12.0	-12.0
투자자산 감소(증가)	4.9	-9.1	-1.5	-2.1	-2.2
기타투자활동	-44.0	-3.4	3.4	-2.1	-2.1
재무활동 현금흐름	85.1	-16.3	-3.4	-12.2	-12.2
차입금의 증가(감소)	97.9	-3.2	-1.7	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-12.7	-13.1	-13.3	-12.2	-12.2
배당금 지급	-10.8	-11.2	11.6	12.2	12.2
기타재무활동	0.0	0.0	11.6	0.0	0.0
현금의 증감	8.2	-14.4	22.3	12.0	15.0
기초현금	-123.7	-131.8	117.4	139.8	151.7
기말현금	131.8	117.4	139.8	151.7	166.8

주요투자지표

(단위: 십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
투자지표 (배)					
P/E	31.2	12.7	10.1	11.8	10.9
P/B	2.1	1.6	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA	11.2	7.6	7.2	7.3	6.7
P/S	1.0	0.7	0.6	0.6	0.6
배당수익률 (%)	0.9	1.2	1.2	1.2	1.2
성장성 (%)					
매출액 증가율	3.1	10.8	8.0	8.1	8.2
영업이익 증가율	-23.5	16.0	10.5	-5.5	8.2
세전이익 증가율	-33.9	20.6	20.9	-6.3	8.7
지배주주순이익 증가율	-53.4	89.5	23.4	-14.9	8.7
EPS 증가율	-53.4	89.5	27.3	-14.9	8.7
안정성 (%)					
부채비율	85.0	81.1	80.2	75.5	71.2
유동비율	208.3	190.7	186.3	191.7	197.4
순차입금/자기자본	18.6	17.6	13.6	10.7	7.9
영업이익/금융비용	23.5	16.1	13.2	12.4	13.4
총차입금 (십억원)	237.1	235.7	243.9	243.9	243.9
순차입금 (십억원)	105.2	109.5	94.7	82.4	66.9
주당지표 (원)					
EPS	3,399	6,441	8,198	6,975	7,579
BPS	49,537	51,918	55,619	61,413	67,793
SPS	106,899	118,419	127,872	138,285	149,590
DPS	909	954	1,000	1,000	1,000

● 종근당 목표주가 추이 및 투자의견 변동내역



● Compliance Notice

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:하태기)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소개의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

● 투자등급

구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고	구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3단계 향후 12개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	85.7%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3단계 향후 12개월 절대수익률	BUY	94.8%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	14.3%	시가총액 수준 유지			HOLD	5.2%	절대수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중축소)	0.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계	100%				합계	100%	