



BUY(Upgrade)

목표주가: 150,000원

주가(2/5): 109,400원

시가총액: 14,413억 원

제약바이오 Analyst 허혜민
hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (2/5)		2,591.31pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	133,000 원	70,621원
등락률	-17.7%	54.9%
수익률	절대	상대
1M	-12.6%	-13.1%
6M	40.3%	40.9%
1Y	39.1%	33.2%

Company Data

발행주식수	13,174 천주
일평균 거래량(3M)	160천주
외국인 지분율	12.7%
배당수익률(2023E)	0.8%
BPS(2023E)	62,265원
주요 주주	종근당홀딩스 외 5 인
	38.9%

투자지표

(십억 원)	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,334.0	1,472.3	1,649.6	1,556.6
영업이익	94.1	107.1	238.0	123.9
EBITDA	119.2	138.0	271.8	151.7
세전이익	77.4	101.0	236.7	120.6
순이익	39.4	82.9	208.7	95.3
지배주주지분순이익	39.4	82.9	208.7	95.3
EPS(원)	2,992	6,296	15,845	7,232
증감률(% YoY)	-55.6	110.4	151.7	-54.4
PER(배)	33.8	12.4	8.3	15.1
PBR(배)	2.38	1.67	2.10	1.59
EV/EBITDA(배)	10.9	7.6	5.6	7.7
영업이익률(%)	7.1	7.3	14.4	8.0
ROE(%)	7.1	14.1	29.0	11.0
순차입금비율(%)	5.6	10.4	-16.1	-31.0

자료: 키움증권

Price Trend



종근당 (185750)

케이캡 우려는 이미 반영



4분기는 기술료 계약금(약 1,000억원+) 일시 유입되면서 사상 최대 실적을 기록 하였습니다. 1,375억원 판매되던 케이캡 판매 종료와 R&D 비용 증가로 올해 역성장 이 예상되나, 이는 이미 예상했던 바로 주가는 지난해말 고점 대비 20% 가량 하락하였습니다. 기술료 제외시 지난해와 유사한 매출이 예상되고, '24년 PER 15 배로 밸류에이션 부담 낮아 하반 경직 되어 있다고 판단됩니다. 반면, 최근 보도된 대형 품목 추가 도입 계약 성사된다면, 실적 추정치 상향이 가능합니다.

>>> 계약금 일시 반영과 R&D 비용 감소로 호실적 기록

4분기 매출액은 5,015억원(YoY +29%, QoQ +27%), 영업이익 1,143억원(YoY +661%, QoQ +115%, OPM +23%)로 시장 컨센서스 매출액 4,890억원, 영업이익 1,051억원을 상회하였다. 전년동기 대비 케이캡(+43%), 프롤리아(+26%) 등 성장하였고, **노바티스에 기술 이전한 CKD-510의 계약금 8,000만 달러(약 1,061억원) 유입** 일시 반영 및 연구비 감소 등의 영향이 컸다. 연구개발비는 임상 개발 계획 변경으로 위탁연구비 및 임상 시험비 감소하며 4Q23 455억원 (vs 4Q22 600억원)에 그쳤다. 제품별 특이사항으로는 골관절염치료제 이모튼 이 품질로 인한 공급차질 발생하여 매출 감소 있었으나, 위산분비억제제 케이 캡이 판매 계약 종료에 따른 재고 소진 이슈로 급증하였고, 비만 치료제 큐시 미아 공급이 10% 인상에 따른 선재고 확보 수요로 일시 증가가 있었다.

>>> 2023년의 높은 실적 허들

'24년 매출액은 1조 5,566억원(YoY -6%), 영업이익 1,239억원(YoY -48%, OPM +8%)가 전망된다. 지난해 약 1,000억원 이상의 **마일스톤 유입 영향이 있었으나 올해에는 부재하고, 지난해 코로나 치료제와 CKD-506 임상 중단에 따른 환입과 R&D 비용 감소**가 있었으나, 올해 파이프라인 임상 진전으로 R&D 비용 이 증가할 것으로 보이기 때문이다. 게다가 연간 1,375억원 판매되었던 **케이캡 의 판매 계약도 종료**되었다. 그럼에도 불구하고, 마일스톤 제외한 '23년 매출액 (1조 5,435억원)에서 **소폭 성장이 예상**되는데, 2분기 출시가 예상되는 천연물 위염치료제 지텍, 비교적 고마진의 이모튼의 공급 부족 이슈 해소, 기존 제품과 신규 제품이 성장할 것으로 전망되기 때문이다. 이 외에 최근 보도되고 있는 신규 대형 품목들을 도입하게 되면, 추가 외형 성장이 가능할 것으로 보인다. R&D 모멘텀으로는 노바티스에 기술 이전 한 CKD-510이 **하반기 2상 진입이 예상**됨에 따라 **관련 적응증이 공개**될 것으로 기대한다. 이중항암항체 폐암 신약 CKD-702(EGFR x cMET)의 1상 종료되고 글로벌 임상 진행이 예상되며, ADC 플랫폼 기술은 올해 전임상 진행 후 '25년경 임상 진입이 전망된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 15만원 상향

실적 세부 내역 1

(단위,
십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)	컨센서스	차이 (컨센/추정)
매출액	360.1	391.8	396.2	501.5	27%	29%	514.4	-3%	489.0	3%
영업이익	30.1	43.4	53.1	114.3	115%	661%	111.3	3%	105.1	9%
영업이익률	8%	11%	13%	23%			22%		21%	
세전이익	30.3	43.3	52.6	110.6	110%	714%	110.8	0%		
세전이익률	8%	11%	13%	22%			22%			
당기순이익	34.9	41.8	43.5	88.6	104%	635%	99.1	-11%	83.5	6%

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

실적 세부 내역 2

(단위,
십억원)

	23.1Q	23.2Q	23.3Q	23.4Q	2023	24.1QE	24.2QE	24.3QE	24.4QE	2024E
자누비아(자누 메트 포함)	29.5	32.5	28.5	22.6	113	23.4	23.8	23.8	21.6	92.7
글리아티린	20.8	22.3	23.7	20.6	87.3	21.1	23.1	25	23.4	92.6
딜라트렌	13.7	14.7	17.7	13.9	60	14	16.9	18.4	17.3	66.6
리피로우	6.8	7.1	7.2	8.7	29.8	10	7.4	8.4	9.2	34.9
타크로벨	11	11.8	11.9	11.5	46.3	11.3	12.3	12.7	12.3	48.6
기 타	250.1	273.3	274.5	377.7	1,175.7	266.6	299.2	324.5	331	1,221.3
매출액	360.1	391.8	396.2	501.5	1,649.6	346.4	382.7	412.6	414.8	1,556.6
YOY	6.5%	7.4%	4.1%	29.0%	12.0%	-3.8%	-2.3%	4.1%	-17.3%	-5.6%
영업이익	30.1	43.4	53.1	111.4	238	25.1	34.9	49.7	14.2	123.9
YOY	23.6%	54.4%	33.8%	642.1%	122.2%	-16.6%	-19.5%	-6.4%	-87.2%	-47.9%
OPM	8.3%	11.1%	13.4%	22.2%	14.4%	7.2%	9.1%	12.0%	3.4%	8.0%

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치산정	비 고
영업가치	17,149	1Q24~4Q24 순이익. 상위 및 중소 제약사 평균 fw12m PER.
비영업가치		
CKD-510	1,496	
순차입금	-286	
유통주식수	12,751	
기업가치	18,932	
목표주가	150,000	

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

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	1,334.0	1,472.3	1,649.6	1,556.6	1,641.7
매출원가	841.9	937.1	998.0	1,014.9	1,053.2
매출총이익	492.1	535.2	651.6	541.7	588.5
판관비	398.0	428.1	413.6	417.8	439.8
영업이익	94.1	107.1	238.0	123.9	148.7
EBITDA	119.2	138.0	271.8	151.7	171.5
영업외손익	-16.7	-6.2	-1.3	-3.3	1.5
이자수익	1.0	2.3	5.3	7.6	9.4
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	0.8	-3.5	-0.5
법인세차감전이익	77.4	101.0	236.7	120.6	150.2
법인세비용	37.9	18.0	27.9	25.3	31.5
계속사업순손익	39.4	82.9	208.7	95.3	118.7
당기순이익	39.4	82.9	208.7	95.3	118.7
지배주주순이익	39.4	82.9	208.7	95.3	118.7
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	2.6	10.4	12.0	-5.6	5.5
영업이익 증감율	-25.7	13.8	122.2	-47.9	20.0
EBITDA 증감율	-19.3	15.8	97.0	-44.2	13.1
지배주주순이익 증감율	-55.6	110.4	151.7	-54.3	24.6
EPS 증감율	-55.6	110.4	151.7	-54.4	24.6
매출총이익율(%)	36.9	36.4	39.5	34.8	35.8
영업이익율(%)	7.1	7.3	14.4	8.0	9.1
EBITDA Margin(%)	8.9	9.4	16.5	9.7	10.4
지배주주순이익율(%)	3.0	5.6	12.7	6.1	7.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	15.3	64.0	222.4	176.1	147.5
당기순이익	39.4	82.9	208.7	95.3	118.7
비현금항목의 가감	93.0	77.2	82.3	71.3	70.8
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	49.0	44.0	48.5
영업활동자산부채증감	-63.9	-77.1	-40.7	32.5	-14.5
매출채권및기타채권의감소	-2.4	-50.7	-33.4	17.5	-16.0
재고자산의감소	-54.9	-55.4	-32.3	16.9	-15.5
매입채무및기타채무의증가	-18.3	17.0	24.2	-1.4	17.0
기타	11.7	12.0	0.8	-0.5	0.0
기타현금흐름	-53.2	-19.0	-27.9	-23.0	-27.5
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	-13.8	-15.9
차입금의 증가(감소)	100.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	1.5	1.5	0.0
자기주식처분(취득)	-1.9	-1.9	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-10.8	-11.2	-11.6	-12.1	-12.7
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	196.4	149.7	119.0
기초현금 및 현금성자산	122.6	128.9	111.2	307.6	457.4
기말현금 및 현금성자산	128.9	111.2	307.6	457.4	576.3

자료 : 키움증권

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	654.1	696.7	957.6	1,072.7	1,223.2
현금 및 현금성자산	128.9	111.2	307.7	457.4	576.3
단기금융자산	55.5	38.4	38.4	38.4	38.4
매출채권 및 기타채권	225.8	277.5	310.9	293.4	309.4
재고자산	222.2	268.2	300.5	283.5	299.0
기타유동자산	21.7	1.4	0.1	0.0	0.1
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	1,323.6	1,410.5	1,537.7
유동부채	306.8	360.2	384.4	383.0	400.0
매입채무 및 기타채무	177.8	199.5	223.7	222.3	239.3
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	503.3	501.8	518.8
지배자본	559.8	618.0	820.3	908.6	1,018.9
자본금	28.6	30.0	31.4	32.9	32.9
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	568.7	651.3	757.3
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	559.8	618.0	820.3	908.6	1,018.9

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12 월 결산	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	2,992	6,296	15,844.6	7,231.7	9,008
BPS	42,489	46,907	62,265	68,969	77,336
CFPS	10,054	12,152	22,090	12,647	14,383
DPS	1,000	1,000	1,000	1,000	1,000
주가배수(배)					
PER	33.8	12.4	8.3	15.1	12.2
PER(최고)	73.8	16.3	8.6		
PER(최저)	30.7	10.6	4.4		
PBR	2.38	1.67	2.10	1.59	1.42
PBR(최고)	5.20	2.19	2.19		
PBR(최저)	2.16	1.42	1.12		
PSR	1.00	0.70	1.05	0.93	0.88
PCFR	10.1	6.4	5.9	8.7	7.6
EV/EBITDA	10.9	7.6	5.6	7.7	6.1
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	28.5	14.0	5.8	13.3	10.7
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.9	1.2	0.8	0.9	0.9
ROA	4.1	7.8	17.2	7.0	8.1
ROE	7.1	14.1	29.0	11.0	12.3
ROIC	8.5	14.3	33.2	16.2	20.6
매출채권회전율	5.9	5.9	5.6	5.2	5.4
재고자산회전율	6.6	6.0	5.8	5.3	5.6
부채비율	81.7	77.5	61.4	55.2	50.9
순차입금비용	5.6	10.4	-16.1	-31.0	-39.4
이자보상배율	30.9	19.5	43.4	22.6	27.1
총차입금	215.7	213.8	213.8	213.8	213.8
순차입금	31.2	64.1	-132.3	-282.0	-401.0
EBITDA	119.2	138.0	271.8	151.7	171.5
FCF	-46.4	-13.9	203.0	158.2	125.8

Compliance Notice

- 당사는 2월 5일 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.

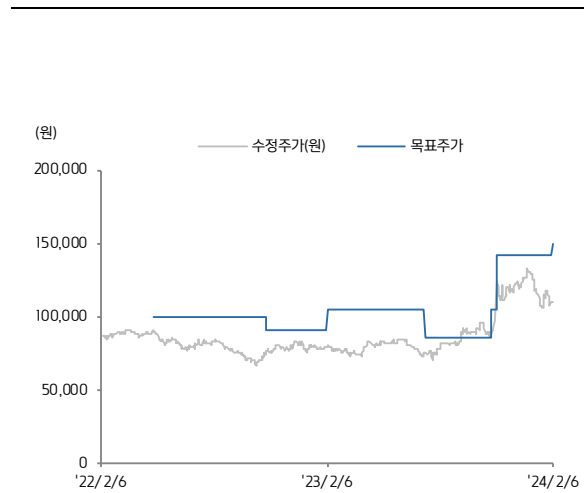
고지사항

- 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 (185750)	2022-05-02	Outperform (Maintain)	99,275원	6개월	-17.22	-9.87
	2022-07-18	Buy(Upgrade)	99,275원	6개월	-20.49	-9.87
	2022-10-31	Buy(Maintain)	90,250원	6개월	-12.61	-7.82
	2023-02-06	Buy(Maintain)	104,500원	6개월	-26.72	-22.74
	2023-04-12	Buy(Maintain)	104,500원	6개월	-24.32	-18.72
	2023-07-14	Outperform (Downgrade)	85,500원	6개월	-1.49	11.84
	2023-10-30	Outperform (Maintain)	104,500원	6개월	-7.43	16.90
	2023-11-07	Outperform (Maintain)	142,500원	6개월	-16.76	-6.67
	2024-02-06	Buy(Upgrade)	150,000원	6개월		

목표주가 추이 (2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자의견 및 적용기준

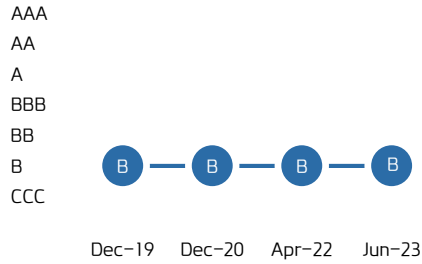
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2023/01/01~2023/12/31)

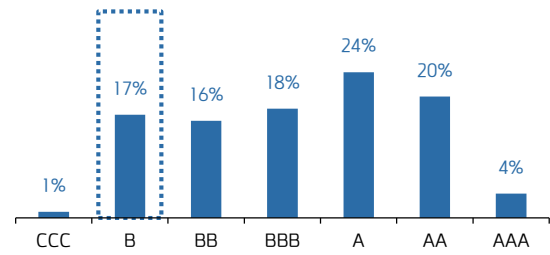
매수	중립	매도
96.65%	3.35%	0.00%

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