



BUY(Maintain)

목표주가: 140,000원

주가(4/26): 101,100원

시가총액: 13,319억 원

제약바이오 Analyst 허혜민
hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (4/26)		2,656.33pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	133,000 원	70,621원
등락률	-24.0%	43.2%
수익률	절대	상대
1M	-8.3%	-5.1%
6M	13.3%	-1.8%
1Y	25.1%	17.8%

Company Data

발행주식수	13,174 천주
일평균 거래량(3M)	40천주
외국인 지분율	13.9%
배당수익률(2024E)	1.1%
BPS(2024E)	67,098원
주요 주주	종근당홀딩스 외 5 인
	38.9%

투자지표

(십억 원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,472.3	1,649.6	1,557.5	1,643.9
영업이익	107.1	240.8	114.4	139.2
EBITDA	138.0	275.8	154.1	171.7
세전이익	101.0	236.7	114.0	140.8
순이익	82.9	208.9	90.0	111.2
지배주주지분순이익	82.9	208.9	90.0	111.2
EPS(원)	6,296	15,853	6,833	8,442
증감률(%, YoY)	110.4	151.8	-56.9	23.5
PER(배)	12.4	8.3	14.8	12.0
PBR(배)	1.67	2.14	1.51	1.36
EV/EBITDA(배)	7.6	5.4	6.7	5.4
영업이익률(%)	7.3	14.6	7.3	8.5
ROE(%)	14.1	29.3	10.6	11.9
순차입금비율(%)	10.4	-18.9	-33.5	-41.8

자료: 키움증권

Price Trend



종근당 (185750)

환수추정액 미포함시 기대치 상회



1분기는 시장 기대치에 대체로 부합하는 실적을 시현하였습니다. 글리아티린 환수 추정액(약 65억원)이 반영되지 않았더라면, 케이캡 계약 종료에도 분기 영업이익 300억원을 상회하는 실적인 것입니다. 고텍스, 펙수클루와 같은 도입 상품 판매는 2분기를 기점으로 본격화 될 것으로 보여, 판매 속도에 따라 하반기 실적 추정치 상향이 가능할 것으로 보입니다.

>>> 1분기 대체로 부합

1분기 매출액은 3,535억원(YoY -2%, QoQ -30%), 영업이익 268억원(YoY -11%, QoQ -77%, OPM +8%)로 시장 컨센서스 매출액 3,551억원에 부합, 영업이익 253억원을 소폭 상회하였다.

제한적인 의료 파업 영향과 프롤리아주 333억원(YoY +25%), 텔미누보 111억원(YoY +9%) 등 고른 제품 성장이 있었으나, **자누비아가 약가인하로 195억원(YoY -34%) 및 케이캡(1Q23 283억원) 계약 종료**에 따라 매출 성장이 둔화되었다.

2월부터 셀트리온제약의 간장용제 고텍스(연간 약 700~800억원)와 바이엘의 케렌디아(연간 약 100억원) **코프로모션 판매가 시작**되고, 5월 중으로 대웅제약의 위식도역류질환 치료제 펙수클루 공동 판매가 시작되어 **점차 매출 성장이 본궤도에** 오를 수 있을 것으로 전망된다.

수익성 부분에서는 연구개발비가 296억원(YoY -17%)으로 감소하였으나, 케이캡 제외와 도입 상품 증가로 원가율 상승 및 신제품 도입에 따른 일부 판관비 증가, 글리아티린 환수추정액(약 65억원) 등이 반영되며 영업 이익 감소하였다. **환수추정액이 반영되지 않았더라면** 분기 영업이익 300억원을 상회하는 수준으로 케이캡 계약 종료에도 **호실적이었던 셈**이다.

(참고로 글리아티린은 콜린알포세레이트 제제로 유효성 입증을 위한 임상재평가 실패하게 되면 건강보험공단에 납부할 추정금액을 환불부채로 인식. 지난 4Q23 3년치인 249억원 반영)

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 14만원 하향

글리아티린 환수추정액과 타겟 밸류에이션 하락을 반영하여 동사에 대한 목표 주가를 기존 15만원에서 14만원으로 하향한다. 다만, 글로벌 다국적사로의 대규모 기술 이전에도 '24년 순이익 기준 PER 15배로 여전히 상위제약사 대비 밸류에이션 부담이 낮아 투자의견 BUY 유지한다.

펙수클루 5월 중 본계약 체결 이후, 본격 판매 개시에 따른 실적 추정치 상향이 가능하며 하반기 노바티스로 기술 이전한 CKD-510의 적응증 공개가 기대된다.

실적 세부 내역 1

(단위, 십억원)

	1Q24P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)	컨센서스	차이 (컨센/추정)
매출액	353.5	-30%	-2%	346.4	2%	355.1	0%
영업이익	26.8	-77%	-11%	25.1	7%	25.3	6%
영업이익률	8%			7%		7%	
세전이익	31.8	-71%	5%	24.3	31%		
세전이익률	9%			7%			
당기순이익	25.1	-72%	-28%	16	57%	21.3	18%

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

실적 세부 내역 2

(단위,
십억원)

	23.1Q	23.2Q	23.3Q	23.4Q	2023	24.1Q	24.2QE	24.3QE	24.4QE	2024E
자누비아(자누메트 포함)	29.5	32.5	28.5	22.6	113.0	19.5	21.8	21.8	21.7	84.8
글리아티린	20.8	22.3	23.7	20.6	87.3	22.3	23.1	25	22.2	92.6
딜라트렌	13.7	14.7	17.7	13.9	60.0	18.9	16.9	18.4	12.3	66.6
리피로우	6.8	7.1	7.2	8.7	29.8	6.3	6.5	7.3	10.3	30.4
타크로벨	11.0	11.8	11.9	11.5	46.3	11.8	12.3	12.7	11.8	48.6
기 타	250.1	273.3	274.5	377.7	1,175.7	274.6	302.3	328.1	329.6	1,234.6
매출액	360.1	391.8	396.2	501.5	1,649.6	353.4	382.9	413.2	408.0	1,557.5
YOY	6.5%	7.4%	4.1%	29.0%	12.0%	-1.9%	-2.3%	4.3%	-18.6%	-5.6%
영업이익	30.1	43.4	53.1	114.3	240.8	26.8	28.4	46.4	12.9	114.4
YOY	23.6%	54.4%	33.8%	660.9%	124.8%	-10.9%	-34.6%	-12.5%	-88.7%	-52.5%
OPM	8.3%	11.1%	13.4%	22.8%	14.6%	7.6%	7.4%	11.2%	3.2%	7.3%

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치산정	비 고
영업가치	14,294	1Q24~4Q24 순이익. 상위 및 중소 제약사 평균 fw12m PER.
비영업가치		
CKD-510	1,496	
순차입금	-1,527	
유통주식수	12,751	
기업가치	17,317	
목표주가	140,000	

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

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
매출액	1,472.3	1,649.6	1,557.5	1,643.9	1,738.7
매출원가	937.1	998.0	1,009.8	1,048.9	1,109.4
매출총이익	535.2	651.6	547.8	595.0	629.3
판매비	428.1	410.8	433.3	455.8	480.5
영업이익	107.1	240.8	114.4	139.2	148.8
EBITDA	138.0	275.8	154.1	171.7	175.4
영업외손익	-6.2	-4.1	-0.5	1.6	3.7
이자수익	2.3	6.5	9.1	11.1	13.2
이자비용	5.5	7.8	7.8	7.8	7.8
외환관련이익	3.0	4.2	3.1	3.1	3.1
외환관련손실	4.5	6.8	5.3	5.3	5.3
종속 및 관계기업손익	-0.5	0.2	0.2	0.2	0.2
기타	-1.0	-0.4	0.2	0.3	0.3
법인세차감전이익	101.0	236.7	114.0	140.8	152.5
법인세비용	18.0	27.8	23.9	29.6	32.0
계속사업순손익	82.9	208.9	90.0	111.2	120.5
당기순이익	82.9	208.9	90.0	111.2	120.5
지배주주순이익	82.9	208.9	90.0	111.2	120.5
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	10.4	12.0	-5.6	5.5	5.8
영업이익 증감율	13.8	124.8	-52.5	21.7	6.9
EBITDA 증감율	15.8	99.9	-44.1	11.4	2.2
지배주주순이익 증감율	110.3	152.0	-56.9	23.6	8.4
EPS 증감율	110.4	151.8	-56.9	23.5	8.3
매출총이익율(%)	36.4	39.5	35.2	36.2	36.2
영업이익율(%)	7.3	14.6	7.3	8.5	8.6
EBITDA Margin(%)	9.4	16.7	9.9	10.4	10.1
지배주주순이익율(%)	5.6	12.7	5.8	6.8	6.9

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	64.0	309.0	166.1	139.5	141.4
당기순이익	82.9	208.9	90.0	111.2	120.5
비현금항목의 가감	77.2	86.4	71.7	68.1	62.6
유형자산감가상각비	28.2	31.7	33.1	26.7	21.6
무형자산감가상각비	2.8	3.3	6.5	5.7	5.0
지분법평가손익	-0.5	-0.8	-0.2	-0.2	-0.2
기타	46.7	52.2	32.3	35.9	36.2
영업활동자산부채증감	-77.1	27.5	26.7	-13.9	-15.3
매출채권및기타채권의감소	-50.7	-33.3	17.3	-16.3	-17.8
재고자산의감소	-55.4	-4.1	14.4	-13.5	-14.8
매입채무및기타채무의증가	17.0	43.3	-4.4	15.8	17.3
기타	12.0	21.6	-0.6	0.1	0.0
기타현금흐름	-19.0	-13.8	-22.3	-25.9	-26.4
투자활동 현금흐름	-65.1	-170.9	-13.6	-15.0	-16.6
유형자산의 취득	-44.6	-40.8	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.1	0.5	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-8.2	-27.5	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-11.1	3.1	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	17.1	-107.0	-14.5	-16.0	-17.6
기타	-18.4	0.8	0.9	1.0	1.0
재무활동 현금흐름	-16.3	-34.9	-15.1	-17.2	-17.2
차입금의 증가(감소)	0.0	-14.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	1.5	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-1.9	-6.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-11.2	-11.6	-13.3	-13.9	-13.9
기타	-3.2	-3.3	-3.3	-3.3	-3.3
기타현금흐름	-0.3	-1.1	-8.9	-8.9	-8.9
현금 및 현금성자산의 순증가	-17.7	102.2	128.5	98.3	98.7
기초현금 및 현금성자산	128.9	111.2	213.4	341.9	440.2
기말현금 및 현금성자산	111.2	213.4	341.9	440.2	538.9

자료 : 키움증권

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
유동자산	696.7	931.2	1,042.5	1,186.6	1,335.5
현금 및 현금성자산	111.2	213.4	341.9	440.2	538.9
단기금융자산	38.4	145.4	160.0	176.0	193.6
매출채권 및 기타채권	277.5	310.6	293.2	309.5	327.3
재고자산	268.2	257.7	243.3	256.8	271.6
기타유동자산	1.4	4.1	4.1	4.1	4.1
비유동자산	400.3	445.6	406.2	373.9	347.5
투자자산	44.0	41.1	41.3	41.5	41.7
유형자산	299.0	303.0	269.9	243.1	221.5
무형자산	26.9	52.4	45.8	40.1	35.2
기타비유동자산	30.4	49.1	49.2	49.2	49.1
자산총계	1,097.0	1,376.8	1,448.7	1,560.5	1,683.0
유동부채	360.2	494.0	489.6	505.5	522.8
매입채무 및 기타채무	199.5	249.8	245.4	261.2	278.6
단기금융부채	113.0	171.2	171.2	171.2	171.2
기타유동부채	47.7	73.0	73.0	73.1	73.0
비유동부채	118.8	75.1	75.1	75.1	75.1
장기금융부채	100.8	35.0	35.0	35.0	35.0
기타비유동부채	18.0	40.1	40.1	40.1	40.1
부채총계	479.0	569.1	564.7	580.5	597.9
지배자본	618.0	807.7	884.0	980.0	1,085.2
자본금	30.0	31.4	32.9	32.9	32.9
자본잉여금	264.9	263.5	263.5	263.5	263.5
기타자본	-41.9	-48.1	-48.1	-48.1	-48.1
기타포괄손익누계액	-7.1	-8.1	-9.4	-10.7	-12.0
이익잉여금	372.1	569.0	645.1	742.4	848.9
비지배자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	618.0	807.7	884.0	980.0	1,085.2

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12 월 결산	2022A	2023F	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	6,296	15,853	6,833.1	8,441.9	9,144
BPS	46,907	61,307	67,098	74,383	82,371
CFPS	12,152	22,415	12,279	13,613	13,897
DPS	1,000	1,100	1,100	1,100	1,100
주가배수(배)					
PER	12.4	8.3	14.8	12.0	11.1
PER(최고)	16.3	8.6	19.2		
PER(최저)	10.6	4.4	14.4		
PBR	1.67	2.14	1.51	1.36	1.23
PBR(최고)	2.19	2.23	1.95		
PBR(최저)	1.42	1.13	1.47		
PSR	0.70	1.05	0.86	0.81	0.77
PCFR	6.4	5.8	8.2	7.4	7.3
EV/EBITDA	7.6	5.4	6.7	5.4	4.6
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	14.0	6.4	15.5	12.5	11.6
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.2	0.8	1.1	1.1	1.1
ROA	7.8	16.9	6.4	7.4	7.4
ROE	14.1	29.3	10.6	11.9	11.7
ROIC	14.3	32.9	15.5	20.4	22.4
매출채권회전율	5.9	5.6	5.2	5.5	5.5
재고자산회전율	6.0	6.3	6.2	6.6	6.6
부채비율	77.5	70.5	63.9	59.2	55.1
순차입금비용	10.4	-18.9	-33.5	-41.8	-48.5
이자보상배율	19.5	31.0	14.7	17.9	19.1
총차입금	213.8	206.1	206.1	206.1	206.1
순차입금	64.1	-152.7	-295.7	-410.0	-526.3
EBITDA	138.0	275.8	154.1	171.7	175.4
FCF	-13.9	199.2	156.8	128.5	128.8

Compliance Notice

- 당사는 4월 26일 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.

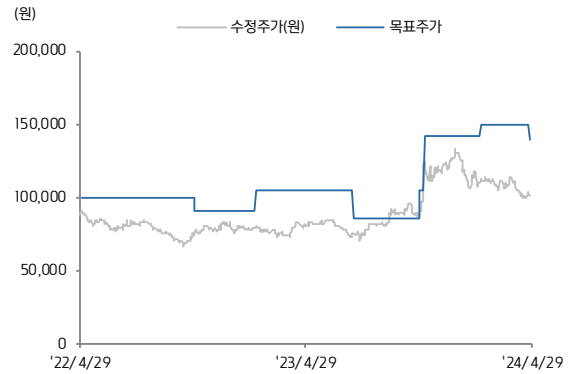
고지사항

- 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	-24.33	-11.33
	2024-04-29	Buy(Maintain)	140,000원	6개월		

목표주가 추이 (2개년)



*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

투자의견 및 적용기준

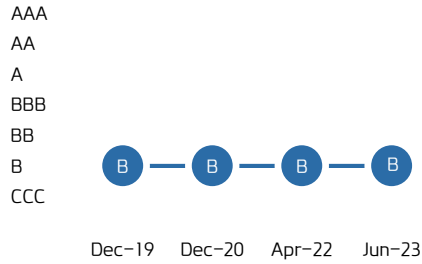
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2023/04/01~2024/03/31)

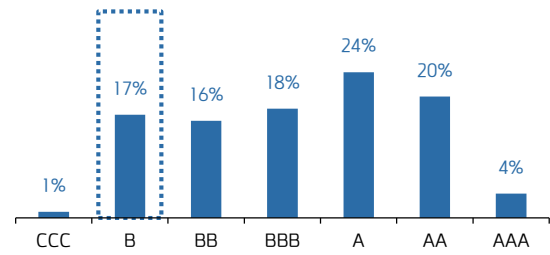
매수	중립	매도
95.03%	4.97%	0.00%

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 ● ● ● ● ●

등급 추세 : 유지 ◀▶ 상향 ▲ 2등급 이상 상향 ▲▲ 하향 ▼ 2등급 이상 하향 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치센터