



BUY(Maintain)

목표주가: 160,000원

주가(7/26): 108,200원

시가총액: 14,255억 원

제약바이오 Analyst 허혜민
hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (7/26)	2,731.90pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	133,000 원	70,621원
등락률	-18.6%	53.2%
수익률	절대	상대
1M	10.5%	13.2%
6M	-6.2%	-14.2%
1Y	43.2%	36.7%

Company Data

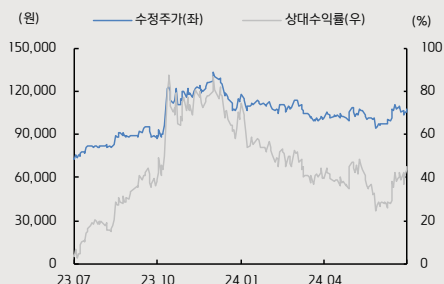
발행주식수	13,174 천주
일평균 거래량(3M)	40천주
외국인 지분율	15.0%
배당수익률(2024E)	1.0%
BPS(2024E)	69,731원
주요 주주	종근당홀딩스 외 5 인
	38.9%

투자지표

(십억 원)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,472.3	1,649.6	1,574.0	1,639.6
영업이익	107.1	240.8	118.5	128.7
EBITDA	138.0	275.8	158.1	161.2
세전이익	101.0	236.7	128.5	130.8
순이익	82.9	208.9	124.7	103.3
지배주주지분순이익	82.9	208.9	124.7	103.3
EPS(원)	6,296	15,853	9,462	7,843
증감률(% YoY)	110.4	151.8	-40.3	-17.1
PER(배)	12.4	8.3	11.2	13.5
PBR(배)	1.67	2.14	1.52	1.39
EV/EBITDA(배)	7.6	5.4	6.8	6.0
영업이익률(%)	7.3	14.6	7.5	7.8
ROE(%)	14.1	29.3	14.4	10.7
순차입금비율(%)	10.4	-18.9	-35.6	-43.5

자료: 키움증권

Price Trend



종근당 (185750)

자극적이진 않아도 건강하다



2분기 실적은 시장 기대치에 부합하였습니다. 주가는 연초 대비 -16% 하락하며 박스권에 갇혀 있습니다. 지난해 하반기 일회성 이슈에 따른 영업이익 급증으로 올해 실적 모멘텀이 부재하기 때문입니다. 다만, 이는 주가에 선반영되었다고 판단되며, 하반기 노바티스의 적응증 공개와 올해 이익 정상화에 따른 '25년 실적 개선, 풍부한 현금 활용 여부' 등에 따라 점차 저평가 매력도 높아질 수 있을 것으로 기대합니다. 동사는 올해 영업이익 약 1,185억원이 예상되며, 빅파마에 1.7조 원에 기술 이전한 기업으로 현재 시가총액은 에이비엘바이오, 보로노이, 펩트론과 유사합니다.

>>> 2분기 실적 대체로 부합

2분기 매출액은 3,850억원(YoY -2%, QoQ +9%), 영업이익 284억원(YoY -35%, QoQ +6%, OPM +7%)로 시장 컨센서스 매출액 3,863억원에 부합, 이익 305억원을 소폭 하회하였다. 당사 추정치 매출액 3,829억원과 이익 284억원에 부합하였다.

전년동기에 301억원 판매된 케이캡 부재 영향과 자누비아(YoY -28%)의 약가 인하 등의 영향이 있었다. 다만, 주요 성장 품목인 아토젠(YoY +24%), 프롤리아(YoY +14%), 딜라트렌(YoY +23%) 성장이 지속되었고, 펙수클루(65억원, 6월 판매 개시)와 고텍스(111억원)와 같은 품목 도입으로 이를 상쇄하였다. 영업이익은 전년동기대비 -35% 감소하였는데, 케이캡 부재뿐만 아니라 지난 1분기부터 반영된 글리아틴린 소송 환불 부채와 인건비 및 광고선전비 증가의 영향을 받았다. 연구개발비용은 330억원(YoY +5%)으로 소폭 증가하였다. 상반기 연구개발비용은 627억원으로 '23.1H 673억원보다도 낮기 때문에 올해 연간 연구개발비용 추정치를 기존 1,589억원에서 1,495억원으로 하향하였다.

>>> 노바티스 적응증 공개와 현금 활용 기대

3분기 매출액은 4,231억원(YoY +7%), 영업이익 426억원(YoY -20%)이 전망된다. 지난해 3분기 임상 개발계획 변경에 따른 R&D 비용 감소로 높은 영업이익을 기록하였고, 4분기에는 노바티스 기술 이전에 따른 계약금 유입으로 호실적을 달성한 탓에 올해 하반기 실적 모멘텀이 부재하여 주가 발목을 잡고 있는 것으로 보인다. 다만, 내년에는 펙수클루와 도입품목들이 온기로 반영되고, 이익 정상화가 되는 만큼 연말로 갈수록 밸류에이션 매력도가 높아질 것으로 전망된다. 하반기 노바티스에 기술 이전한 CKD-510의 적응증 공개되는 만큼 신약 가치 상승 여부를 확인할 수 있다. 현재는 샤리코마리투스 희귀질환 타겟 시장을 적용하여 CKD-510의 가치를 1,496억원으로 반영하였다.

이 밖에도 동사의 현금성 자산은 약 3,200억원으로 풍부해 추후 현금 활용 여부가 주목된다. 현재 바이오시밀러, 바이오의약품, ADC 등의 연구 개발에 투자가 점차 확대되고 있는 만큼 관련 공장 시설 투자 또는 CDMO, M&A 등으로 사용될 수 있다.

>>> 투자 의견 BUY, 목표주가 16만원 상향

실적 세부 내역 1

(단위,
십억원)

	1Q24	2Q24P	QoQ	YoY	키움증권 추정치	차이 (실제/추정)	컨센서스	차이 (컨센/추정)
매출액	353.4	385.0	9%	-2%	382.9	1%	386.3	0%
영업이익	26.8	28.4	6%	-35%	28.4	0%	30.5	-7%
영업이익률	8%	7%			7%		8%	
세전이익	31.8	35.2	11%	-19%	26.5	33%		
세전이익률	9%	9%			7%			
당기순이익	25.1	53.2	112%	27%	22.2	140%	27.4	94%

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

실적 세부 내역 2

(단위,
십억원)

	23.1Q	23.2Q	23.3Q	23.4Q	2023	24.1Q	24.2Q	24.3QE	24.4QE	2024E
프롤리아	26.7	28.7	30.5	30.0	115.9	33.3	32.7	35.0	35.7	136.7
아토젯	19.8	22.4	22.7	24.3	89.2	22.9	27.8	24.1	25.9	100.7
글리아티린	20.8	22.3	23.7	20.6	87.3	22.3	25.4	25.0	20.0	92.6
자누비아(자누메트 포함)	29.5	32.5	28.5	22.6	113.0	19.5	23.4	20.6	16.7	80.2
펙수클루							6.5	18.5	25.0	50.0
고덱스						6.9	11.1	26.3	30.8	75.0
기 타	263.4	286.1	290.9	404.0	1244.3	248.4	258.2	273.7	258.4	1038.7
매출액	360.1	391.8	396.2	501.5	1649.6	353.4	385.0	423.1	412.4	1574.0
YOY	6.5%	7.4%	4.1%	29.0%	12.0%	-1.9%	-1.7%	6.8%	-17.8%	-4.6%
영업이익	30.1	43.4	53.1	114.3	240.8	26.8	28.4	42.6	20.8	118.5
YOY	23.6%	54.4%	33.8%	660.9%	124.8%	-11.0%	-34.7%	-19.8%	-81.8%	-50.8%
OPM	8.3%	11.1%	13.4%	22.8%	14.6%	7.6%	7.4%	10.1%	5.0%	7.5%

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정내역

(단위, 억원, 천 주)

구 분	가치산정	비 고
영업가치	17,487	3Q24~2Q25 순이익. 상위 및 중소 제약사 평균 fw12m PER.
비영업가치		
CKD-510	1,496	
순차입금	-1,829	
유통주식수	12,690	
기업가치	20,812	
목표주가	160,000	

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

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,472.3	1,649.6	1,574.0	1,639.6	1,745.7
매출원가	937.1	998.0	1,030.4	1,069.1	1,138.1
매출총이익	535.2	651.6	543.6	570.5	607.6
판매비	428.1	410.8	425.2	441.8	469.0
영업이익	107.1	240.8	118.5	128.7	138.5
EBITDA	138.0	275.8	158.1	161.2	165.1
영업외손익	-6.2	-4.1	10.1	2.1	4.0
이자수익	2.3	6.5	9.6	11.6	13.5
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	10.3	0.3	0.3
법인세차감전이익	101.0	236.7	128.5	130.8	142.5
법인세비용	18.0	27.8	3.9	27.5	29.9
계속사업순손익	82.9	208.9	124.7	103.3	112.6
당기순이익	82.9	208.9	124.7	103.3	112.6
지배주주순이익	82.9	208.9	124.7	103.3	112.6
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	10.4	12.0	-4.6	4.2	6.5
영업이익 증감율	13.8	124.8	-50.8	8.6	7.6
EBITDA 증감율	15.8	99.9	-42.7	2.0	2.4
지배주주순이익 증감율	110.3	152.0	-40.3	-17.2	9.0
EPS 증감율	110.4	151.8	-40.3	-17.1	9.0
매출총이익율(%)	36.4	39.5	34.5	34.8	34.8
영업이익율(%)	7.3	14.6	7.5	7.8	7.9
EBITDA Margin(%)	9.4	16.7	10.0	9.8	9.5
지배주주순이익율(%)	5.6	12.7	7.9	6.3	6.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	64.0	309.0	196.9	136.4	130.9
당기순이익	82.9	208.9	124.7	103.3	112.6
비현금항목의 가감	77.2	86.4	51.1	65.5	60.2
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	11.7	33.3	33.8
영업활동자산부채증감	-77.1	27.5	22.9	-9.1	-18.0
매출채권및기타채권의감소	-50.7	-33.3	14.2	-12.4	-20.0
재고자산의감소	-55.4	-4.1	11.8	-10.3	-16.6
매입채무및기타채무의증가	17.0	43.3	-2.6	13.6	18.6
기타	12.0	21.6	-0.5	0.0	0.0
기타현금흐름	-19.0	-13.8	-1.8	-23.3	-23.9
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	159.4	95.3	88.2
기초현금 및 현금성자산	128.9	111.2	213.4	372.8	468.1
기말현금 및 현금성자산	111.2	213.4	372.8	468.1	556.3

자료 : 키움증권

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	696.7	931.2	1,079.0	1,213.0	1,355.3
현금 및 현금성자산	111.2	213.4	372.8	468.1	556.3
단기금융자산	38.4	145.4	160.0	176.0	193.6
매출채권 및 기타채권	277.5	310.6	296.3	308.7	328.6
재고자산	268.2	257.7	245.9	256.1	272.7
기타유동자산	1.4	4.1	4.0	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	1,485.2	1,586.9	1,702.8
유동부채	360.2	494.0	491.4	505.0	523.5
매입채무 및 기타채무	199.5	249.8	247.2	260.8	279.3
단기금융부채	113.0	171.2	171.2	171.2	171.2
기타유동부채	47.7	73.0	73.0	73.0	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	566.5	580.1	598.6
지배자본	618.0	807.7	918.7	1,006.8	1,104.2
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	679.8	769.2	867.9
비지배지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	618.0	807.7	918.7	1,006.8	1,104.2

투자지표

(단위: 원, %, 배)

12 월 결산	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	6,296	15,853	9,462.3	7,842.8	8,546
BPS	46,907	61,307	69,731	76,421	83,814
CFPS	12,152	22,415	13,342	12,816	13,117
DPS	1,000	1,100	1,100	1,100	1,100
주가배수(배)					
PER	12.4	8.3	11.2	13.5	12.4
PER(최고)	16.3	8.6	13.8		
PER(최저)	10.6	4.4	10.0		
PBR	1.67	2.14	1.52	1.39	1.27
PBR(최고)	2.19	2.23	1.88		
PBR(최저)	1.42	1.13	1.36		
PSR	0.70	1.05	0.89	0.85	0.80
PCFR	6.4	5.8	8.0	8.3	8.1
EV/EBITDA	7.6	5.4	6.8	6.0	5.2
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	14.0	6.4	11.1	13.4	12.3
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.2	0.8	1.0	1.0	1.0
ROA	7.8	16.9	8.7	6.7	6.8
ROE	14.1	29.3	14.4	10.7	10.7
ROIC	14.3	32.9	19.7	18.8	20.9
매출채권회전율	5.9	5.6	5.2	5.4	5.5
재고자산회전율	6.0	6.3	6.3	6.5	6.6
부채비율	77.5	70.5	61.7	57.6	54.2
순차입금비용	10.4	-18.9	-35.6	-43.5	-49.2
이자보상배율	19.5	31.0	15.2	16.6	17.8
총차입금	213.8	206.1	206.1	206.1	206.1
순차입금	64.1	-152.7	-326.6	-437.9	-543.7
EBITDA	138.0	275.8	158.1	161.2	165.1
FCF	-13.9	199.2	177.5	125.1	118.1

Compliance Notice

- 당사는 7월 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

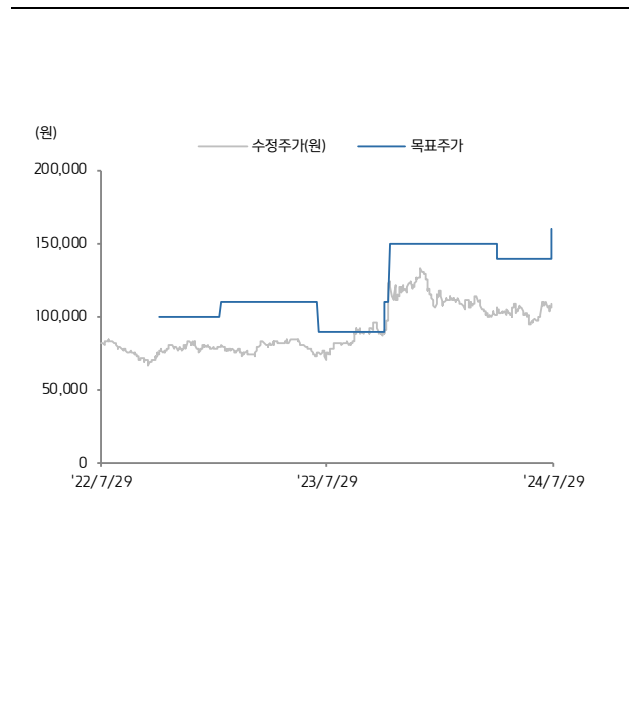
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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)	2022-10-31	Buy(Maintain)	100,000원	6개월	-21.13	-16.81
	2023-02-06	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-30.39	-26.60
	2023-04-12	Buy(Maintain)	110,000원	6개월	-28.10	-22.79
	2023-07-14	Outperform(D owngrade)	90,000원	6개월	-6.42	6.25
	2023-10-30	Outperform(M aintain)	110,000원	6개월	-12.06	11.05
	2023-11-07	Outperform(M aintain)	150,000원	6개월	-20.92	-11.33
	2024-02-06	Buy(Upgrade)	150,000원	6개월	-24.42	-11.33
	2024-04-29	Buy(Maintain)	140,000원	6개월	-26.37	-21.00
	2024-07-29	Buy(Maintain)	160,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가 추이 (2개년)



투자의견 및 적용기준

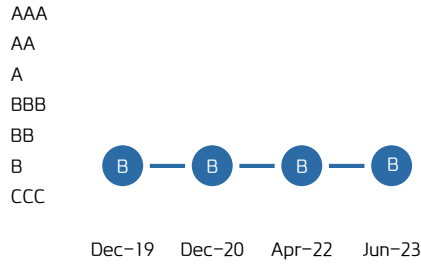
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

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 (2023/07/01~2024/06/30)

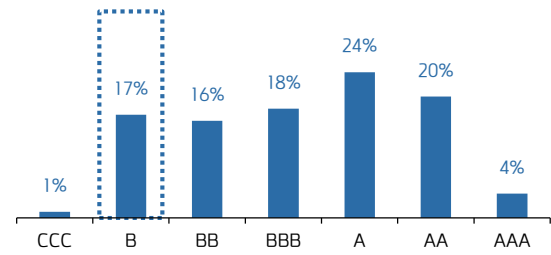
매수	중립	매도
94.71%	5.29%	0.00%

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