



Outperform(Maintain)

목표주가: 110,000원
주가(1/21): 96,100원

시가총액: 10,980억 원

제약바이오

Analyst 허혜민

02) 3787-4912, hyemin@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (1/21)		2,834.29pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	202,841 원	95,200원
등락률	-52.6%	0.9%
수익률	절대	상대
1M	-12.5%	-8.1%
6M	-23.4%	-13.1%
1Y	-51.5%	-45.9%

Company Data

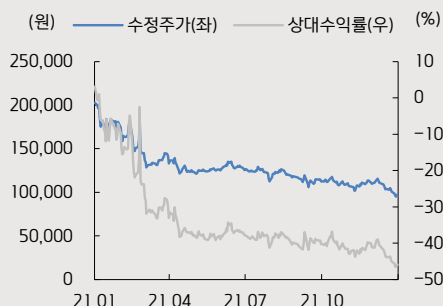
발행주식수	11,426 천주
일평균 거래량(3M)	39천주
외국인 지분율	7.6%
배당수익률(2021E)	0.9%
BPS(2021E)	48,725원
주요 주주	종근당홀딩스 외 5 인
	37.9%

투자지표

(십억 원)	2019	2020	2021F	2022F
매출액	1,078.6	1,300.5	1,329.1	1,417.8
영업이익	77.0	126.6	102.8	102.6
EBITDA	99.6	147.7	126.6	129.1
세전이익	72.7	120.1	85.9	92.2
순이익	53.9	88.7	47.2	68.0
지배주주지분순이익	53.9	88.7	47.2	68.0
EPS(원)	4,495	7,398	3,940	5,674
증감률(% YoY)	26.6	64.6	-46.7	44.0
PER(배)	19.7	29.2	28.2	16.9
PBR(배)	2.24	4.73	2.28	1.80
EV/EBITDA(배)	10.2	16.4	9.5	7.5
영업이익률(%)	7.1	9.7	7.7	7.2
ROE(%)	11.9	17.4	8.3	11.1
순차입금비율(%)	1.5	-7.9	-10.6	-20.6

자료: 키움증권

Price Trend



종근당 (185750)

4Q 비용 증가로 실적 하회 전망. R&D 과도기.



4분기 실적은 판관비 및 R&D 비용 증가로 시장 기대치를 하회할 것으로 예상됩니다. '22년에는 R&D 비용 증가로 수익성 정체가 예상되고, 본격적인 R&D 성과는 '23년 이후 나오는 R&D 과도기로 전망됩니다. 나파벨탄 3상 진행으로 인한 R&D 비용 증가 및 하반기 탑 라인 결과, 샤리코마르투스병 치료제 CDK-510 올해 미국 2상 신청, 이중항체 CKD-702 1a 종료 및 하반기 1b 진입, 임핀지 병용 대장암 CKD-516 1상 연내 종료가 예상됩니다.

>>> 비용 증가로 인한 실적 기대치 하회

4분기 매출액은 3,503억원(YoY +4%, QoQ +3%), 영업이익 97억원(YoY -38%, QoQ -74%)으로 매출액과 영업이익 각각 시장 기대치 대비 -9%, -47% 하회가 예상된다. 코로나 백신 보급 확대 등으로 폐렴구균백신 프리베나가 56억원(YoY -72%)에 그칠 것으로 전망되나, 아토젯, 케이캡 등 기존 제품의 고른 성장과 제조·판매가 중지된 리피로우, 프리그렐 등의 판매 재개로 매출 정상화된 영향이 있을 것으로 전망된다. 다만, 위드 코로나로 영업환경 개선되며 관련 비용 증가 및 연구개발비 투자 증가로 영업이익은 시장 기대치를 하회할 것으로 예상된다.

>>> '22년 수익성보다는 R&D 투자

'22년 매출액은 1조 4,178억원(YoY +7%), 영업이익은 1,026억원(YoY Flat)가 전망된다. 올해 케이캡, 프롤리아, 글리아티린 등 기존 제품의 성장과 리피로우, 프리그렐 등의 매출 정상화가 기대된다. 케이캡(P-CAB)의 경쟁사인 대웅제약의 펙수프라잔(P-CAB) 출시가 예상되나, 케이캡의 매출 감소보다는 기존 PPI제제 시장에서 P-CAB 제제 시장으로 수요 이동으로 인한 시장 확대가 전망된다. 혈액응고제와 췌장염 치료제로 쓰이던 나파벨탄을 코로나19 치료제로 개발하며, 우크라이나 등 3상에 진입함에 따라 R&D 비용 증가로 올해 R&D 비용은 1,875억원(YoY +15%)이 예상된다. 나파벨탄의 3상 탑 라인 결과는 올해 하반기가 될 것으로 보인다. 머크가 경구용 코로나 치료제의 특허를 풀어 제네릭 생산이 가능해졌고, 화이자의 경구용 코로나 치료제 출시로 주사제인 나파벨탄은 3상에서 경쟁력 있는 데이터가 필요하다. 지난 2상에서는 임상적 개선까지의 시간(1차 유효성 평가지표)에서 시험군과 대조군의 차이를 나타내지 않아 유효성 입증하지 못하였으나, 고위험 감염증(NEWS 7점 이상)에 효과를 보였다.(임상개선 시간 11일 vs 14일, p=0.012)

이 외에 주요 파이프라인으로는 샤리코마르투스 치료제 CKD-510(HDAC6) 프랑스 1상 종료하여, 올해 상반기 미국 2상 신청이 예상된다. 이중항체 CKD-702(cMet x EGFR)의 1a상 상반기 종료 및 하반기 1b상 개시 가능할 것으로 보이며 하반기 유럽 학회에서 1a상 발표도 기대된다. 대장암 치료제 CKD-516은 임핀지와 병용 1상 중이며, 연내 종료가 전망된다.

>>> 투자의견 Outperform 유지, 목표주가 11만원 하향

실적 세부 내역 1

(단위,
십억원)

구 분	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	컨센서스	차이	2021E	컨센서스	차이
매출액	310.7	326.8	341.3	350.3	383.8	-9%	1,329.1	1,336.4	-1%
yoy	6.1%	4.3%	-4.5%	3.9%	13.9%		2.2%	2.8%	
영업이익	22.4	33.7	37.0	9.7	18.5	-47%	102.8	112.1	-8%
yoy	-14.1%	-7.2%	-23.7%	-38.0%	17.8%		-18.8%	-11.5%	
OPM	7.2%	10.3%	10.8%	2.8%	4.8%		7.7%	8.4%	
순이익	13.5	25.5	1.3	6.9	13.9	-50%	47.2	61.4	-23%

자료: FnGuide, 키움증권 리서치센터

실적 세부 내역 2

(단위,
십억원)

	21.1Q	21.2Q	21.3Q	21.4QE	2021E	22.1Q	22.2Q	22.3QE	22.4QE	2022E
자누비아(자누메트 포함)	39.9	35.7	38.5	38.9	153.0	37.8	37.4	39.6	39.8	154.5
케이캡	23.7	25.1	27.8	24.8	101.4	25.4	27.5	36.1	30.6	119.6
글리아티린	16.8	18.3	19.2	18.7	73.0	17.7	19.3	22.2	19.7	78.8
딜라트렌	9.8	13.3	13.5	13.9	50.5	11.6	12.8	13.0	13.1	50.5
리피로우	10.0	3.1	4.9	11.6	29.5	9.4	9.3	9.9	9.7	38.4
타크로벨	9.9	10.7	11.0	10.7	42.2	10.4	10.8	11.7	11.5	44.3
기 타	200.7	220.6	226.4	231.7	879.5	207.2	229.7	241.6	253.2	931.6
매출액	310.7	326.8	341.3	350.3	1,329.1	319.4	346.8	374.2	377.5	1,417.8
YOY	6.1%	4.3%	-4.5%	3.9%	2.2%	2.8%	6.1%	9.6%	7.8%	6.7%
영업이익	22.4	33.7	37.0	9.7	102.8	24.5	33.5	36.6	8.0	102.6
YOY	-14.1%	-7.2%	-23.7%	-38.0%	-18.8%	9.2%	-0.6%	-1.2%	-17.6%	-0.3%
OPM	7.2%	10.3%	10.8%	2.8%	7.7%	7.7%	9.7%	9.8%	2.1%	7.2%

자료: 키움증권 리서치센터

목표주가 산정 내역

목표주가 산정내역	비 고
fw12m EPS(원)	5,674 1Q22~4Q22 EPS
Target Multiple	19 상위 및 중소 제약사 평균 fw12m PER, R&D 10% 할인
목표가(원)	110,000

주: 상위 및 중소 제약사는 유한양행, 녹십자, 동아에스티, 보령제약, 동국제약, 대원제약

자료: 키움증권 리서치센터

포괄손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	1,078.6	1,300.5	1,329.1	1,417.8	1,461.7
매출원가	675.1	810.9	827.1	874.7	901.9
매출총이익	403.6	489.6	502.0	543.2	559.8
판매비	326.5	363.0	399.2	440.6	441.3
영업이익	77.0	126.6	102.8	102.6	118.5
EBITDA	99.6	147.7	126.6	129.1	140.7
영업외손익	-4.3	-6.5	-17.0	-10.4	-9.7
이자수익	0.9	1.3	1.5	2.1	2.8
이자비용	2.8	2.8	2.8	2.8	2.8
외환관련이익	1.7	2.1	1.9	1.9	1.9
외환관련손실	2.4	2.5	1.5	1.5	1.5
종속 및 관계기업손익	-2.1	-2.9	-2.9	-2.9	-2.9
기타	0.4	-1.7	-13.2	-7.2	-7.2
법인세차감전이익	72.7	120.1	85.9	92.2	108.8
법인세비용	18.8	31.4	38.6	24.1	28.5
계속사업순손익	53.9	88.7	47.2	68.0	80.3
당기순이익	53.9	88.7	47.2	68.0	80.3
지배주주순이익	53.9	88.7	47.2	68.0	80.3
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	12.9	20.6	2.2	6.7	3.1
영업이익 증감율	-1.3	64.4	-18.8	-0.2	15.5
EBITDA 증감율	0.4	48.3	-14.3	2.0	9.0
지배주주순이익 증감율	26.6	64.6	-46.8	44.1	18.1
EPS 증감율	26.6	64.6	-46.7	44.0	18.1
매출총이익율(%)	37.4	37.6	37.8	38.3	38.3
영업이익율(%)	7.1	9.7	7.7	7.2	8.1
EBITDA Margin(%)	9.2	11.4	9.5	9.1	9.6
지배주주순이익율(%)	5.0	6.8	3.6	4.8	5.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	80.8	107.0	96.2	107.6	125.4
당기순이익	53.9	88.7	47.2	68.0	80.3
비현금항목의 가감	71.4	86.7	92.9	80.6	80.0
유형자산감가상각비	20.8	19.1	21.4	24.5	20.4
무형자산감가상각비	1.8	2.0	2.3	2.0	1.8
지분법평가손익	-2.1	-2.9	-2.9	-2.9	-2.9
기타	50.9	68.5	72.1	57.0	60.7
영업활동자산부채증감	-20.6	-49.1	-4.0	-16.2	-6.4
매출채권및기타채권의감소	13.0	-22.9	-4.9	-15.3	-7.6
재고자산의감소	-47.9	-43.4	-4.0	-12.5	-6.2
매입채무및기타채무의증가	30.6	48.5	6.2	13.0	8.2
기타	-16.3	-31.3	-1.3	-1.4	-0.8
기타현금흐름	-23.9	-19.3	-39.9	-24.8	-28.5
투자활동 현금흐름	-38.0	-66.6	-45.9	-5.9	-5.9
유형자산의 취득	-20.1	-32.4	-40.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.3	0.1	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-3.0	-4.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-0.6	-1.4	0.0	0.0	0.0
단기금융자산의감소(증가)	-15.5	-22.7	0.0	0.0	0.0
기타	0.9	-6.0	-5.9	-5.9	-5.9
재무활동 현금흐름	-11.8	6.0	-12.1	-12.5	-14.5
차입금의 증가(감소)	0.0	20.0	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	1.4	1.4	0.0
자기주식처분(취득)	-0.4	-2.1	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-8.8	-9.3	-10.8	-11.2	-11.8
기타	-2.6	-2.6	-2.7	-2.7	-2.7
기타현금흐름	0.0	-0.7	-19.6	-19.6	-19.6
현금 및 현금성자산의 순증가	31.0	45.7	18.6	69.6	85.5
기초현금 및 현금성자산	45.9	76.9	122.6	141.2	210.9
기말현금 및 현금성자산	76.9	122.6	141.2	210.9	296.3

자료 : 키움증권

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	468.2	594.6	623.0	721.3	821.4
현금 및 현금성자산	76.9	122.6	141.3	210.9	296.3
단기금융자산	15.5	38.2	38.2	38.2	38.2
매출채권 및 기타채권	202.5	224.5	229.4	244.7	252.3
재고자산	147.5	182.6	186.6	199.0	205.2
기타유동자산	25.8	26.7	27.5	28.5	29.4
비유동자산	312.5	329.2	342.6	313.2	288.1
투자자산	28.4	27.0	24.1	21.2	18.4
유형자산	235.1	252.5	271.1	246.6	226.2
무형자산	15.9	18.8	16.5	14.4	12.6
기타비유동자산	33.1	30.9	30.9	31.0	30.9
자산총계	780.7	923.7	965.6	1,034.5	1,109.5
유동부채	267.7	310.4	316.6	329.7	337.9
매입채무 및 기타채무	151.2	195.9	202.1	215.1	223.4
단기금융부채	83.1	69.1	69.1	69.1	69.1
기타유동부채	33.4	45.4	45.4	45.5	45.4
비유동부채	39.5	64.8	64.8	64.8	64.8
장기금융부채	16.0	48.2	48.2	48.2	48.2
기타비유동부채	23.5	16.6	16.6	16.6	16.6
부채총계	307.2	375.2	381.4	394.4	402.7
지배자본	473.5	548.5	584.1	640.0	706.8
자본금	25.9	27.2	28.6	30.0	30.0
자본잉여금	269.0	267.8	267.8	267.8	267.8
기타자본	-7.8	-10.6	-10.6	-10.6	-10.6
기타포괄손익누계액	-2.6	-5.2	-6.9	-8.6	-10.3
이익잉여금	189.0	269.2	305.2	361.4	430.0
비지배자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	473.5	548.5	584.1	640.0	706.8

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
주당지표(원)					
EPS	4,495	7,398	3,939.6	5,673.6	6,700
BPS	39,499	45,752	48,725	53,389	58,962
CFPS	10,453	14,629	11,690	12,401	13,370
DPS	900	1,000	1,000	1,000	1,000
주가배수(배)					
PER	19.7	29.2	28.2	16.9	14.3
PER(최고)	21.4	35.3	61.5		
PER(최저)	15.1	7.5	25.6		
PBR	2.24	4.73	2.28	1.80	1.63
PBR(최고)	2.44	5.71	4.98		
PBR(최저)	1.71	1.21	2.07		
PSR	0.98	1.99	1.00	0.81	0.79
PCFR	8.4	14.8	9.5	7.7	7.2
EV/EBITDA	10.2	16.4	9.5	7.5	6.3
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주,현금)	17.2	12.2	23.8	17.4	14.7
배당수익률(% ,보통주,현금)	0.9	0.4	0.9	1.0	1.0
ROA	7.3	10.4	5.0	6.8	7.5
ROE	11.9	17.4	8.3	11.1	11.9
ROIC	12.6	20.4	11.7	15.6	18.5
매출채권회전율	5.2	6.1	5.9	6.0	5.9
재고자산회전율	8.4	7.9	7.2	7.4	7.2
부채비율	64.9	68.4	65.3	61.6	57.0
순차입금비율	1.5	-7.9	-10.6	-20.6	-30.7
이자보상배율	27.8	44.7	36.3	36.2	41.8
총차입금	99.2	117.3	117.3	117.3	117.3
순차입금	6.9	-43.5	-62.2	-131.8	-217.2
EBITDA	99.6	147.7	126.6	129.1	140.7
FCF	36.5	29.7	36.3	86.0	103.2

Compliance Notice

- 당사는 1월 21일 현재 '증권당' 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

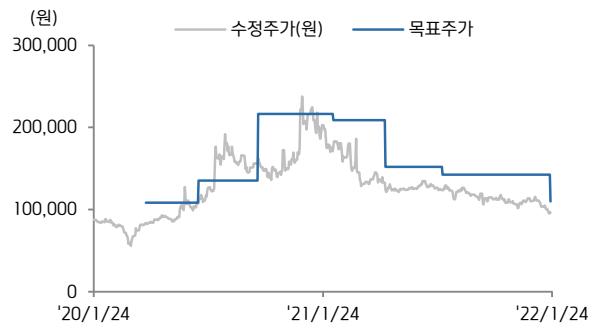
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 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	2020-04-16	BUY(Maintain)	108,300원	6개월	-12.92	17.71
(185750)	2020-07-09	BUY(Maintain)	135,375원	6개월	10.57	41.59
	2020-10-12	BUY(Maintain)	216,600원	6개월	-19.68	9.72
	2021-02-09	BUY(Maintain)	209,000원	6개월	-26.13	-10.94
	2021-04-19	BUY(Maintain)	209,000원	6개월	-27.61	-10.94
	2021-05-03	Outperform (Downgrade)	152,000원	6개월	-16.81	-11.14
	2021-08-02	Outperform (Maintain)	142,500원	6개월	-20.22	-9.23
	2022-01-24	Outperform (Maintain)	110,000원	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 (2021/01/01~2021/12/31)

매수	중립	매도
97.56%	2.44%	0.00%