

(Analyst) 서미화 mihwa.seo@miraeasset.com

001630 · 제약

종근당홀딩스

튼튼한 자회사를 가진 지주사

(하향)

Trading Buy

목표주가

63,000원

상승여력

10.7%

현재주가(23/11/27)

56,900원

KOSPI	2,495.66	시가총액(십억원)	285	발행주식수(백만주)	5	외국인 보유비중(%)	4.5
-------	----------	-----------	-----	------------	---	-------------	-----

Report summary

2023년 영업이익 흑자전환 가능할 전망

종근당홀딩스는 2023년 3분기 매출액 2,230억원(-5.1% YoY), 영업이익 36억원(흑자전환 YoY)을 기록하였다. 원료의약품 및 건강기능식품 판매 부진으로 전년 동기대비 매출이 5.1% 감소하였다. 하지만 건강기능식품의 광고선전비, 지급수수료 절감에 따라 영업이익 흑자전환은 가능하였다.

프리미엄 비타민 매출 증가

소비자의 건강기능식품 소비 패턴 변화에 따라 건강기능식품 판매 비중의 재편되고 있다. 최근 마진이 좋은 프리미엄 라인 제품(락토피솔루션, 아임비타) 판매가 증가 중이다. 프리미엄 비타민(아임비타) 매출 증가로 비타민 카테고리 매출이 전년대비 124.2% 증가하였다. 아직 절대 매출액은 작으나 빠른 속도로 매출 성장 시, 주가 상승을 기대해 볼 수 있다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	11.1	12.0	3.1
상대주가	2.5	14.8	0.7

Earnings and valuation metrics

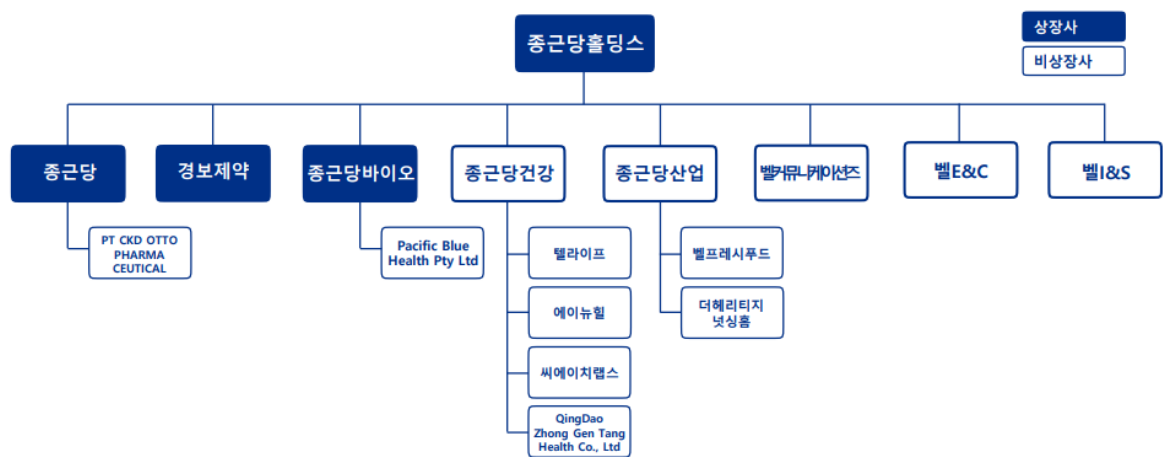
결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	926	909	878	896	914
영업이익 (십억원)	34	-33	19	26	27
영업이익률 (%)	3.7	-3.6	2.2	2.9	3.0
순이익 (십억원)	16	1	35	11	15
EPS (원)	3,192	214	6,909	2,271	3,034
ROE (%)	3.0	0.2	6.4	2.1	2.7
P/E (배)	24.0	247.1	8.2	25.0	18.8
P/B (배)	0.7	0.5	0.5	0.5	0.5
배당수익률 (%)	1.8	2.6	2.5	2.5	2.5

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
 자료: 종근당홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

종근당홀딩스의 실적

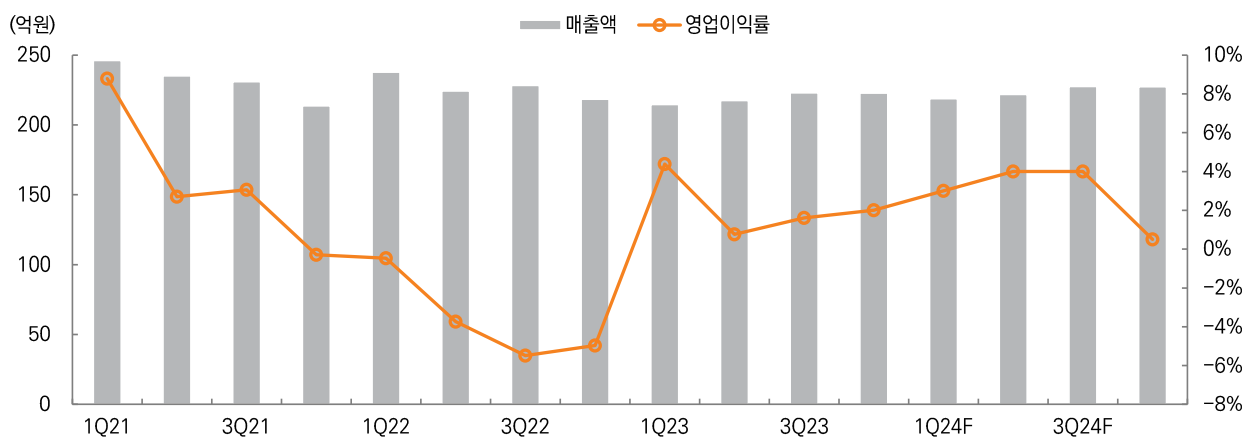
종근당홀딩스는 2023년 9월 30일 기준, 8개의 자회사, 8개의 손자회사를 보유한 지주사이다. 종근당홀딩스는 2023년 3분기 매출액 2,230억원(-5.1% YoY), 영업이익 36억원(흑자전환 YoY)을 기록하였다. 경보제약의 비마약성 진통제 맥시제식주 중심으로 완제의약품 판매가 증가하였다. 반면, 원료의약품 및 건강기능식품 판매 부진으로 전년 동기대비 매출이 5.1% 감소하였다. 영업이익은 전년 동기 125억원 적자 대비 36억원으로 흑자전환 하였다. 건강기능식품의 광고선전비, 지급수수료 절감에 따라 영업이익 흑자전환이 가능하였다.

그림 1. 종근당홀딩스 지배구조 현황



주: 2023년 9월 30일 기준
자료: 종근당홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 종근당홀딩스 분기별 실적 추이 및 전망



자료: 종근당홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

경보제약

경보제약은 종근당홀딩스가 43.4%의 지분을 보유하고 있는 상장 기업이다. 2023년 매출액 546억원(+10.6% YoY), 영업이익 17억원(흑자전환 YoY)을 기록하였다. 2022년 출시된 비마약성 진통제 맥시제식주의 매출 비중이 8.4%까지 증가하였다. 23년 3분기 기준 매출액은 45.8억원으로 전년 동기 대비 1,954.4% 증가하였다. 맥시제식주는 경보제약의 신성장동력으로 2023년 8월 서울대병원, 서울아산병원 등 24개 상급종합병원 유통을 통해 수익성 극대화를 추진 중이다.

종근당바이오

종근당바이오는 종근당홀딩스가 39.1%의 지분을 보유하고 있는 상장 기업이다. 2001년 종근당으로부터 분할되어 항생제 원료물질을 판매하고 마이크로바이옴 신약을 연구 개발하는 기업이다. 2023년 매출액 423억원(+12.7% YoY), 영업손실 57억원(적자지속 YoY)을 기록하였다. PC(Potassium Clavulanate, 베타락탐 저해제), DMCT(항생제 원료) 등 원료의약품 매출이 회복 중이나, 프로바이오틱스 매출은 감소하였다. 인플레이션으로 인한 유틸리티 비용 상승 및 가동률 저하로 원가율이 높아졌다. 또한 보툴리눔독소 임상비용 및 프로바이오틱스 시장경쟁 비용(광고선전비 등) 증가로 판관비도 높아졌다.

종근당건강

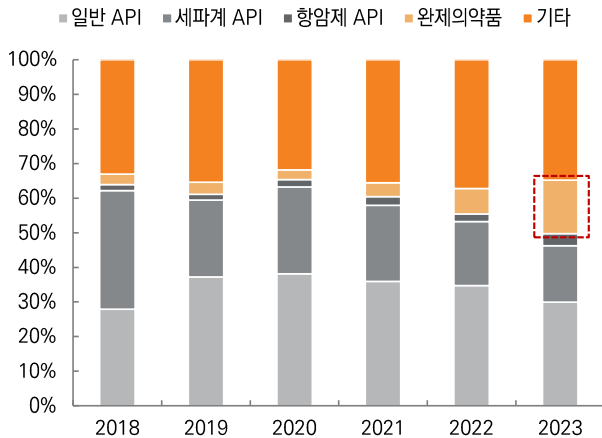
종근당건강은 종근당홀딩스가 51%의 지분을 보유한 주요 종속 회사이다. 코로나19 이후 높아진 유산균 매출이 코로나 이전인 2019년 매출 수준까지 감소하였다. 따라서 유산균 매출의 감소는 제한적일 것으로 판단된다. 최근 프리미엄 비타민의 시장 확대로 아이비타 제품 매출이 증가하며 비타민 제품군 매출이 전년대비 124.2% 증가하였다.

주요 판매채널 전략 변경에 따른 지급수수료, 광고선전비 등 판관비 감소로 23년 영업이익 흑자 전환이 가능할 것으로 보인다. 2020년 이후 40% 이상 높아졌던 홈쇼핑 채널을 23년 3분기 기준 29.2%까지 낮췄다. 온라인채널이 상대적으로 확대되며 그에 따라 지급수수료가 낮아졌다.

종근당

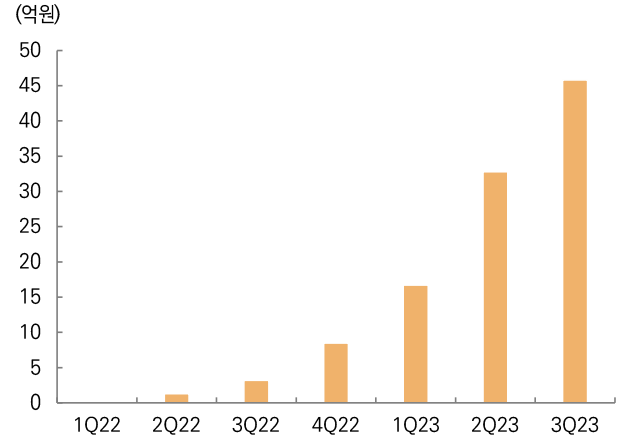
종근당은 종근당홀딩스가 25.4%의 지분을 보유하고 있는 상장 기업이다. 지난 11월 HDAC6 저해제 CKD-510 파이프라인을 스위스 노바티스에 기술이전 하였다. 한국을 제외한 전세계 권리를 기술이전하였으며, 총 계약규모는 1.7조원이다. 순매출액에 따른 경상기술료는 별도 수령한다. 계약금은 1,061억원으로 반환의무가 없다. CKD-510은 히스톤디아세틸화효소6로 유럽 임상 1상을 완료한 상황이다. 본 계약으로 공시 당일 종근당의 주가는 26.1% 상승하였다.

그림 3. 경보제약 매출 구성 비중



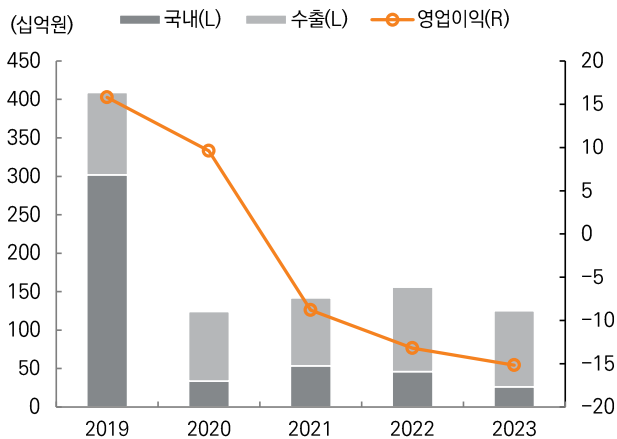
주: 2023년 데이터는 3분기까지 누적 매출액
자료: 경보제약, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 경보제약의 맥시제식주 판매액 추이



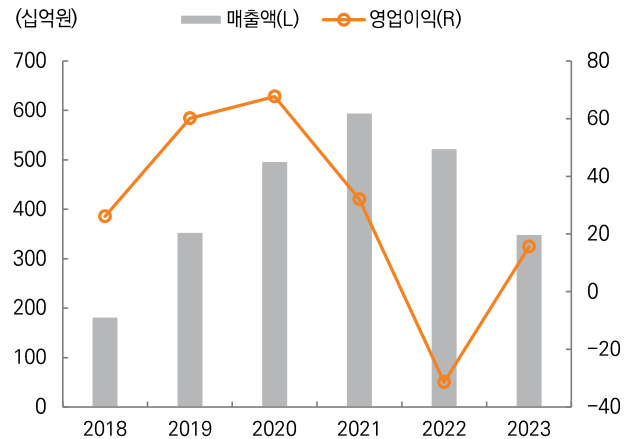
자료: 경보제약, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 종근당바이오 실적 추이



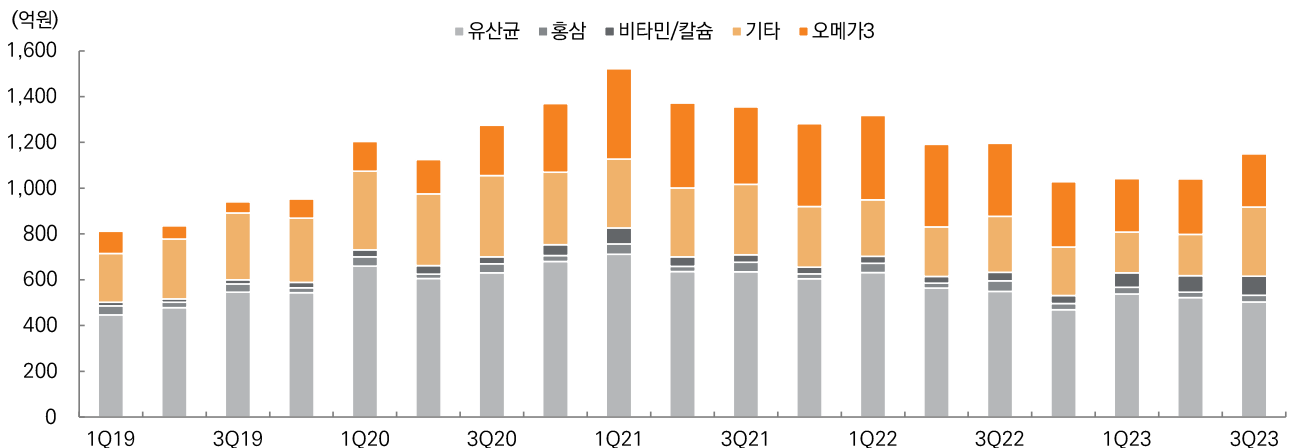
주: 2023년 데이터는 23년 3분기까지의 누적 데이터
자료: 종근당홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 종근당건강 실적 추이



주: 2023년 데이터는 23년 3분기까지의 누적 데이터
자료: 종근당홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 종근당건강 매출액 구성



자료: 종근당홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 장건강 제품 락토핏 라인



자료: 종근당건강물, 미래에셋증권 리서치센터

그림 9. 혈행건강 제품 프로메가



자료: 종근당건강물, 미래에셋증권 리서치센터

그림 10. 락토핏솔루션: 프리미엄 유산균



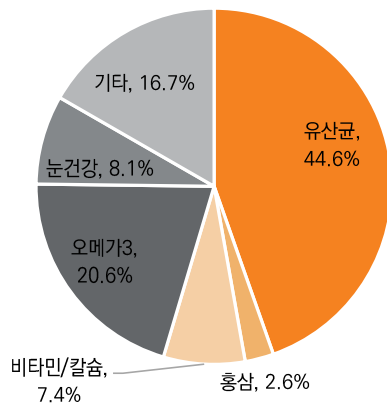
자료: 종근당건강물, 미래에셋증권 리서치센터

그림 11. 아이비타: 프리미엄 비타민



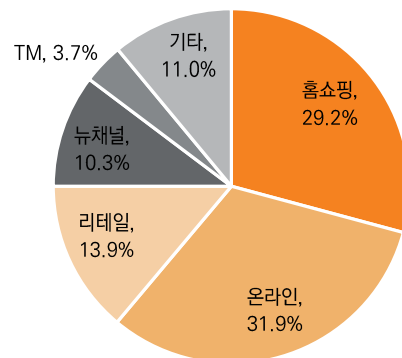
자료: 종근당건강물, 미래에셋증권 리서치센터

그림 12. 3Q23 종근당건강 제품별 매출 비중



자료: 종근당홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 13. 3Q23 종근당건강 유통 채널별 매출 비중



자료: 종근당홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

종근당홀딩스 실적 전망

종근당홀딩스의 2024년 매출액은 8,956억원(+2.0% YoY), 영업이익 257억원(+34.3% YoY)으로 추정하였다. 종근당건강의 건강기능식품 판매 채널의 다변화 및 마진이 높은 제품의 판매량 증가로 이익이 개선될 것으로 보인다. 종근당홀딩스는 지주사로 종근당, 경보제약, 종근당바이오의 성장에 따라 주가 상승이 이어졌다. 하지만 최근 경보제약의 매출증가에 따른 주가 상승, 종근당의 기술이전에 따른 주가 상승을 충분히 반영하지 못하고 있다.

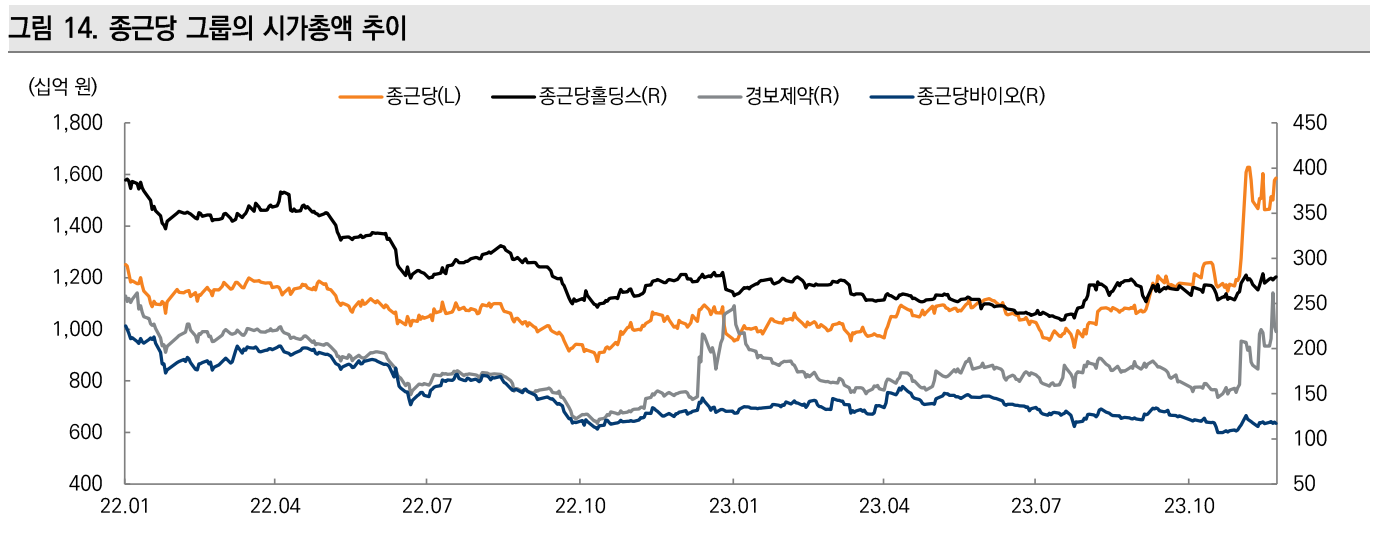
종근당홀딩스는 2021년 1분기 유산균(주요 제품: 락토핏) 매출이 분기 최대인 712억원을 달성하였다. 락토핏의 매출이 고성장한 2020년, 종근당홀딩스는 시가총액 6,000억원 이상을 달성하였다. 락토핏의 매출은 감소하여 코로나 이전 수준으로 회복하였다. 락토핏 이후의 성장 가능 제품은 프리미엄 라인의 제품이다. 아직은 절대 매출액(누적 약 200억원으로 추정)이 아쉬우나, 빠른 속도로 매출 성장 시, 주가 상승 가능할 것으로 판단된다.

표 1. 종근당홀딩스 실적 추이 및 전망

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2022	2023F	2024F
매출액	238	224	228	219	215	218	223	223	909	878	896
YoY	-3.4%	-4.6%	-1.2%	2.2%	-9.7%	-3.0%	-2.3%	2.0%	-1.8%	-3.4%	2.0%
영업이익	-1	-8	-13	-11	9	2	4	4	-33	19	26
YoY	-105.1%	-231.7%	-277.6%	1639.4%	-949.5%	-119.6%	-128.7%	흑전	적전	흑전	34.3%
영업이익률	-0.5%	-3.7%	-5.5%	-5.0%	4.4%	0.8%	1.6%	2.0%	-3.6%	2.2%	2.9%

자료: 종근당홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 14. 종근당 그룹의 시가총액 추이



자료: 블룸버그, 미래에셋증권 리서치센터

종근당홀딩스 (001630)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	909	878	896	914
매출원가	510	498	504	512
매출총이익	399	380	392	402
판매비와관리비	432	361	366	375
조정영업이익	-33	19	26	27
영업이익	-33	19	26	27
비영업손익	8	15	-16	-14
금융손익	-9	-17	-15	-14
관계기업등 투자손익	15	31	0	0
세전계속사업손익	-25	34	10	13
계속사업법인세비용	-2	3	1	1
계속사업이익	-23	31	9	12
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-23	31	9	12
지배주주	1	35	11	15
비지배주주	-24	-4	-2	-3
총포괄이익	-22	30	9	12
지배주주	0	35	12	16
비지배주주	-22	-5	-3	-4
EBITDA	10	62	65	61
FCF	-105	16	44	43
EBITDA 마진율 (%)	1.1	7.1	7.3	6.7
영업이익률 (%)	-3.6	2.2	2.9	3.0
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.1	4.0	1.2	1.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	399	445	483	430
현금 및 현금성자산	36	89	121	61
매출채권 및 기타채권	112	114	117	119
재고자산	188	192	196	200
기타유동자산	63	50	49	50
비유동자산	978	997	964	936
관계기업투자등	276	281	287	293
유형자산	492	487	451	419
무형자산	29	41	38	36
자산총계	1,376	1,442	1,447	1,366
유동부채	399	463	465	378
매입채무 및 기타채무	87	89	90	92
단기금융부채	292	353	353	264
기타유동부채	20	21	22	22
비유동부채	178	165	166	167
장기금융부채	147	133	133	133
기타비유동부채	31	32	33	34
부채총계	578	628	631	544
지배주주지분	529	551	555	564
자본금	13	13	13	13
자본잉여금	175	175	175	175
이익잉여금	362	389	393	402
비지배주주지분	270	263	261	258
자본총계	799	814	816	822

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	-47	36	44	43
당기순이익	-23	31	9	12
비현금수익비용가감	49	37	56	49
유형자산감가상각비	39	40	36	31
무형자산상각비	3	4	3	3
기타	7	-7	17	15
영업활동으로인한자산및부채의변동	-54	-22	-4	-4
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-8	-7	-2	-2
재고자산 감소(증가)	-18	-4	-4	-4
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-14	5	1	1
법인세납부	-10	0	-1	-1
투자활동으로 인한 현금흐름	-65	-19	-1	-1
유형자산처분(취득)	-58	-21	0	0
무형자산감소(증가)	-7	-5	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	-14	-1	-1	-1
기타투자활동	14	8	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	67	15	-7	-96
장단기금융부채의 증가(감소)	81	47	0	-90
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-10	-10	-7	-7
기타재무활동	-4	-22	0	1
현금의 증가	-44	53	32	-60
기초현금	80	36	89	121
기말현금	36	89	121	61

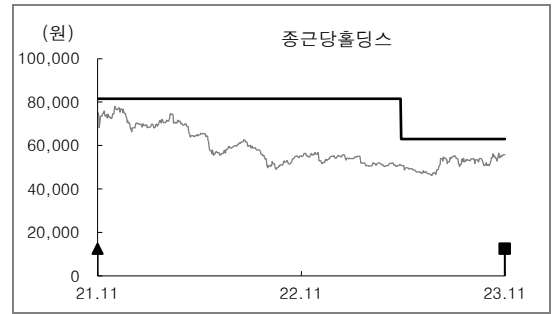
자료: 종근당홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	247.1	8.2	25.0	18.8
P/CF (x)	9.9	4.2	4.4	4.6
P/B (x)	0.5	0.5	0.5	0.5
EV/EBITDA (x)	90.5	14.5	13.5	13.7
EPS (원)	214	6,909	2,271	3,034
CFPS (원)	5,354	13,487	12,884	12,272
BPS (원)	107,743	113,061	114,002	115,705
DPS (원)	1,400	1,400	1,400	1,400
배당성향 (%)	-30.0	21.8	73.8	55.3
배당수익률 (%)	2.6	2.5	2.5	2.5
매출액증가율 (%)	-1.8	-3.4	2.0	2.0
EBITDA증가율 (%)	-85.7	520.5	3.4	-4.8
조정영업이익증가율 (%)	-	-	34.3	6.7
EPS증가율 (%)	-93.3	3,121.6	-67.1	33.6
매출채권 회전율 (회)	8.4	7.9	7.9	7.9
재고자산 회전율 (회)	5.0	4.6	4.6	4.6
매입채무 회전율 (회)	8.2	9.6	9.5	9.5
ROA (%)	-1.7	2.2	0.6	0.9
ROE (%)	0.2	6.4	2.1	2.7
ROIC (%)	-4.3	4.0	3.1	3.5
부채비율 (%)	72.4	77.2	77.3	66.2
유동비율 (%)	99.8	96.1	103.9	113.9
순차입금/자기자본 (%)	47.1	44.1	40.1	36.1
조정영업이익/금융비용 (x)	-3.0	1.0	1.3	1.5

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
종근당홀딩스 (001630)				
2023.11.27	Trading Buy	63,000	-	-
2023.05.25	매수	63,000	-18.31	-10.32
2015.11.08	1년 경과 이후		-	-



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
88.81%	7.24%	3.29%	0.66%

* 2023년 09월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.