

# 종근당홀딩스 (001630)

한경래 kyungrae.han@daishin.com  
이새롬 saerom.lee@daishin.com

투자 의견 **N/R**  
신규

6개월 목표주가 **N/R**

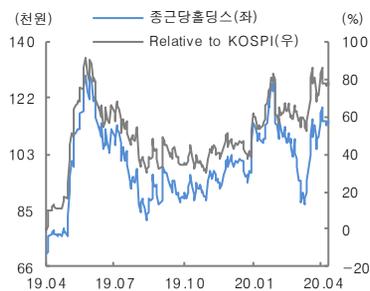
현재주가 **114,000**  
(20.04.24)

스몰캡업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

|             |                                 |
|-------------|---------------------------------|
| KOSPI       | 1889.01                         |
| 시가총액        | 571십억원                          |
| 시가총액비중      | 0.04%                           |
| 자본금(보통주)    | 13십억원                           |
| 52주 최고/최저   | 129,000원 / 76,100원              |
| 120일 평균거래대금 | 38억원                            |
| 외국인지분율      | 16.35%                          |
| 주요주주        | 이장한 외 5인 45.98%<br>국민연금공단 8.41% |

| 주가수익률(%) | 1M   | 3M   | 6M   | 12M  |
|----------|------|------|------|------|
| 절대수익률    | 29.1 | 5.6  | 18.1 | 47.3 |
| 상대수익률    | 10.0 | 25.5 | 30.4 | 71.6 |



## 2020년 더 건강해집니다

### 건기식 성장세가 돋보이는 종근당 그룹 지주사

- 8개 자회사를 보유한 지주사로 19년 하반기 순수 지주사에서 사업 지주사로 변경
- 주요 자회사는 종근당건강(지분 51%, 비상장), 경보제약(43.4%), 종근당바이오(37.2%), 종근당(23.5%)
- 종근당건강의 가파른 외형 확대로 종근당홀딩스 17~21F 연평균 매출액 성장률 39% 기대

### 종근당건강 1분기 영업이익 198억원(+32.3% YoY) 전망

- 종근당홀딩스 1Q20 매출액 1,805억원(+7.9% YoY), 영업이익 229억원(+13.0% YoY) 예상
- 핵심 자회사 종근당건강 1분기 매출액은 전년 동기 대비 23.0% 증가한 977억원 전망. 1월 설 연휴 효과에 2월 면역 관련 건기식 수요 증가로 베스트셀러 유산균 '락토픽' 뿐만 아니라 홍삼, 오메가3, 크릴오일 등 주요 제품 판매 확대 기대
- 작년 하반기부터 크게 증가한 고정비 부담에도 높은 외형성장으로 종근당홀딩스 1Q20 OPM 12.7%(+0.6%p YoY) 전망. 락토픽 외 메가 브랜드 육성을 위해 월 50~60억(+45% YoY) 사이의 광고비 집행 중으로 파악
- 상반기 이후 1) 면세점 매출 비중 높은 아이커 성장세 회복, 2) 락토픽 중국 진출 본격화, 3) 프로메가(오메가3), 아이커 등 락토픽 외 아이템 매출 본격화 기대

### 현 주가는 적정가치 대비 30% 이상 저평가

- 2020년 종근당홀딩스 예상 매출액 7,943억원(+10.2% YoY), 영업이익 1,070억원(+24.1% YoY). 종근당건강 매출액 4,245억원(+20.0% YoY), 영업이익 810억원(+34.1% YoY) 전망
- 보수적으로 산정한 적정 시가총액은 7,550억원으로 판단. 상장 자회사 지분 가치(지주사 30% 할인) 2,621억원 및 종근당건강 기업가치 8,700억원 외 장부가 합산. 사업 지주사 전환에 따른 부가가치 반영되지 않은 수준
- 본격적인 주가 상승을 위해서는 고정비 부담 상회하는 신제품 마케팅 효과 및 중국 락토픽 수출 모멘텀 가시화 필요. 다만 1) 저평가된 밸류에이션, 2) 1분기 실적으로 검증될 락토픽의 견조한 국내 성장성, 3) 하반기 본격화될 신규 수출 모멘텀 감안 시 기업가치 재평가 필요

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

|         | 2018A  | 2019A  | 2020F   | 2021F   | 2022F   |
|---------|--------|--------|---------|---------|---------|
| 매출액     | 531    | 640    | 774     | 940     | 1,142   |
| 영업이익    | 54     | 78     | 96      | 117     | 144     |
| 세전순이익   | 67     | 90     | 107     | 128     | 154     |
| 총당기순이익  | 53     | 70     | 84      | 100     | 121     |
| 지배지분순이익 | 27     | 62     | 74      | 89      | 107     |
| EPS     | 5,481  | 12,462 | 14,770  | 17,737  | 21,383  |
| PER     | 11.4   | 9.7    | 7.7     | 6.4     | 5.3     |
| BPS     | 85,685 | 96,641 | 110,027 | 126,430 | 146,499 |
| PBR     | 0.7    | 1.2    | 1.0     | 0.9     | 0.8     |
| ROE     | 6.6    | 13.7   | 14.3    | 15.0    | 15.7    |

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 종근당홀딩스, 대신증권 Research Center

표 1. 종근당홀딩스 NAV

(단위: 십억원, %)

| 상장 자회사         | 지분율  | 시가총액  | 평가액(30% 할인)  |
|----------------|------|-------|--------------|
| 종근당            | 23.5 | 1,021 | 168.0        |
| 경보제약           | 43.4 | 184   | 55.9         |
| 종근당바이오         | 37.2 | 171   | 44.4         |
| 비상장 자회사        | 지분율  | 장부가격  | 평가액          |
| 종근당건강          | 51   | 2.6   | 443.7        |
| 종근당산업          | 57.6 | 26.6  | 26.6         |
| 벨커뮤니케이션즈       | 51   | 0.4   | 0.4          |
| 벨아이앤에스         | 40   | 3.0   | 3.0          |
| <b>계열사 가치</b>  |      |       | <b>742.0</b> |
| 보유현금           |      |       | 13.0         |
| <b>적정 기업가치</b> |      |       | <b>755.0</b> |
| 현재 시가총액        |      |       | 568.6        |
| 업사이드           |      |       | 32.8         |

주석: 종근당건강 기업가치는 2020F 추정치에 기반, Target P/E 14 배 적용하여 산정  
 자료: 대신증권 Research Center

표 2. 종근당 건강 기업가치 산정

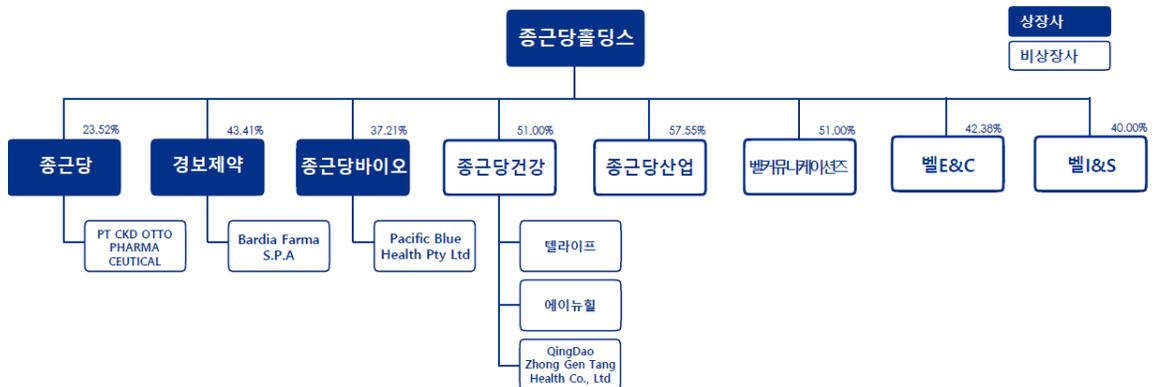
(단위: 십억원, %)

| 종근당건강      | 2019 | 2020F | 2021F |
|------------|------|-------|-------|
| 순이익        | 45.4 | 62.1  | 70.7  |
| Target P/E |      | 14    | 14    |
| 기업가치       |      | 870.0 | 990.0 |
| 지분율 51% 반영 |      | 443.7 | 504.9 |

자료: 대신증권 Research Center

그림 1. 종근당홀딩스 지배 구조

2019.12.31 기준



자료: 종근당홀딩스, 대신증권 Research Center

표 3. 종근당홀딩스, 종근당건강 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

| 종근당홀딩스 | 1Q19  | 2Q19  | 3Q19  | 4Q19  | 1Q20F | 2Q20F | 3Q20F | 4Q20F | 2019  | 2020F | 2021F |
|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액    | 167.3 | 180.5 | 182.9 | 189.7 | 180.5 | 196.4 | 202.8 | 214.7 | 720.5 | 794.3 | 861.0 |
| 영업이익   | 20.3  | 27.4  | 26.2  | 12.4  | 22.9  | 30.4  | 29.6  | 24.1  | 86.3  | 107.0 | 124.1 |
| 순이익    | 20.2  | 3.8   | 12.4  | 8.5   | 11.9  | 15.5  | 16.1  | 12.4  | 45.0  | 55.9  | 65.1  |
| OPM    | 12.1  | 15.2  | 14.3  | 6.6   | 12.7  | 15.5  | 14.6  | 11.2  | 12.0  | 13.5  | 14.4  |
| YoY    |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 매출액    | 31.4  | 40.6  | 37.1  | 33.7  | 7.9   | 8.8   | 10.9  | 13.2  | 35.7  | 10.2  | 8.4   |
| 영업이익   | 46.1  | 115.6 | 80.3  | -1.4  | 13.0  | 11.0  | 13.1  | 93.7  | 60.6  | 24.1  | 16.0  |
| 순이익    | 35.2  | 52.2  | 127.5 | 87.4  | -41.0 | 306.4 | 29.0  | 47.0  | 63.7  | 24.5  | 16.4  |

| 종근당건강 | 1Q19  | 2Q19  | 3Q19  | 4Q19 | 1Q20F | 2Q20F | 3Q20F | 4Q20F | 2019  | 2020F | 2021F |
|-------|-------|-------|-------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액   | 81.2  | 83.5  | 94.0  | 95.2 | 99.9  | 101.7 | 109.8 | 113.1 | 353.9 | 424.5 | 466.8 |
| 영업이익  | 15.0  | 16.2  | 20.2  | 9.1  | 19.8  | 19.9  | 20.6  | 20.6  | 60.4  | 81.0  | 92.0  |
| OPM   | 18.5  | 19.4  | 21.5  | 9.6  | 19.9  | 19.6  | 18.8  | 18.2  | 17.1  | 19.1  | 19.7  |
| YoY   |       |       |       |      |       |       |       |       |       |       |       |
| 매출액   | 81.3  | 104.2 | 108.4 | 84.9 | 23.0  | 21.8  | 16.8  | 18.8  | 94.0  | 20.0  | 10.0  |
| 영업이익  | 130.8 | 189.3 | 173.0 | 35.8 | 32.3  | 22.8  | 2.1   | 126.3 | 126.3 | 34.1  | 13.7  |

주석: 종근당건강 매출액은 종근당홀딩스 집계 기준  
 자료: 대신증권 Research Center

표 4. 종근당건강 주요 제품별 매출액 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

| 종근당건강  | 1Q19 | 2Q19 | 3Q19 | 4Q19 | 1Q20F | 2Q20F | 3Q20F | 4Q20F | 2019  | 2020F | 2021F |
|--------|------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액    | 81.2 | 83.5 | 94.0 | 95.2 | 99.9  | 101.7 | 109.8 | 113.1 | 353.9 | 424.5 | 466.8 |
| 오메가3   | 9.7  | 5.7  | 4.7  | 8.2  | 9.9   | 10.2  | 10.7  | 13.5  | 28.4  | 44.3  | 48.5  |
| 홍삼     | 3.9  | 2.3  | 3.7  | 2.1  | 4.0   | 2.8   | 3.8   | 3.0   | 12.0  | 13.6  | 15.0  |
| 유산균    | 44.7 | 47.9 | 54.5 | 54.3 | 57.6  | 58.5  | 59.5  | 60.5  | 201.4 | 236.1 | 255.3 |
| 비타민/칼슘 | 1.5  | 1.6  | 1.8  | 2.4  | 1.8   | 1.9   | 2.0   | 2.6   | 7.3   | 8.3   | 8.5   |
| 기타     | 21.4 | 26.1 | 29.2 | 28.1 | 26.6  | 28.3  | 33.8  | 33.5  | 104.8 | 122.2 | 139.5 |
| 아이클리어  | 6.5  | 6.4  | 5.2  | 5.4  | 5.8   | 7.0   | 8.2   | 8.8   | 23.5  | 29.8  | 38.3  |
| 아이커    | 4.0  | 4.5  | 4.4  | 6.0  | 4.8   | 4.8   | 5.6   | 6.7   | 18.9  | 21.9  | 26.2  |

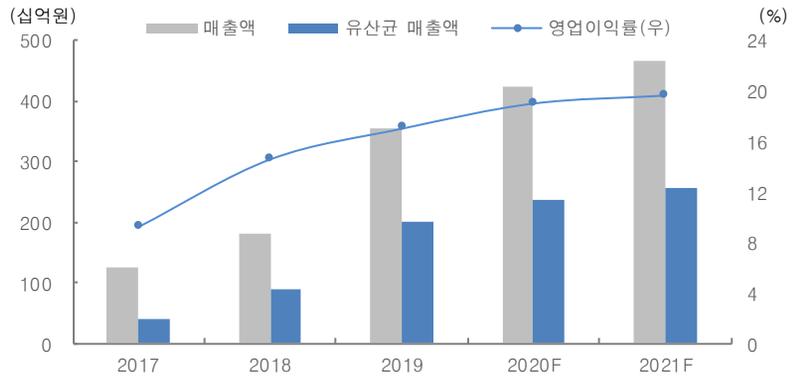
주석: 기타는 아이클리어, 아이커 포함. 주석: 종근당건강 매출액은 종근당홀딩스 집계 기준  
 자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 2. 종근당홀딩스 연결 실적 추이 및 전망



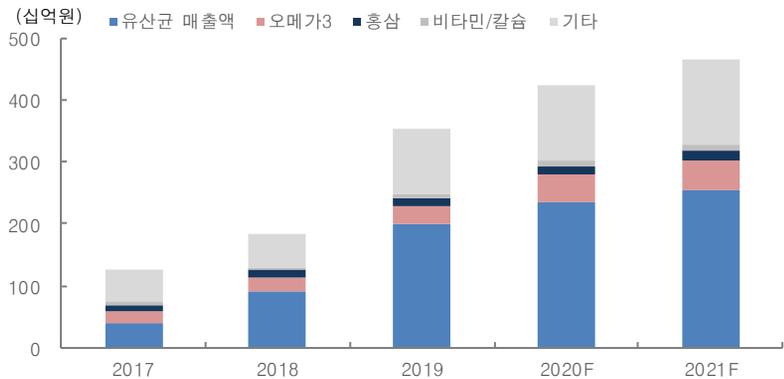
자료: 종근당홀딩스, 대신증권 Research Center

그림 3. 종근당건강 실적 추이 및 전망



주석: 종근당건강 매출액은 종근당홀딩스 집계 기준  
 자료: 종근당홀딩스, 대신증권 Research Center

그림 4. 락토픽 매출액 추이 및 전망



자료: 종근당홀딩스, 대신증권 Research Center

## 기업개요

### 기업 및 경영진 현황

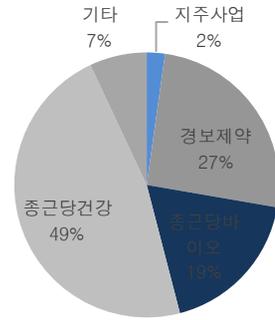
- 2008년 7월 설립, 2018년 11월 코스닥 상장
- 종근당 그룹의 지주사
- 주요 계열사는 건강기능식품 및 의약품 사업 운영
- 19년 종근당건강 매출 비중은 연결조정 기준 49% 수준
- 자산 1조786억원, 부채 3,347억원, 자본 7,400억원 (2019 기준)  
(발행주식수: 5,009,861/ 자기주식수: 없음, 2019 기준)

### 주가 변동요인

- 국내외 건강기능식품 시장 성장
- 종근당건강 락토피트 중국 수출 확대에 따른 외형 성장
- 광고 효율 증가로 매출액 및 수익성 확대

자료: 종근당홀딩스, 대신증권 Research Center

### 종근당홀딩스 사업부문별 매출 비중

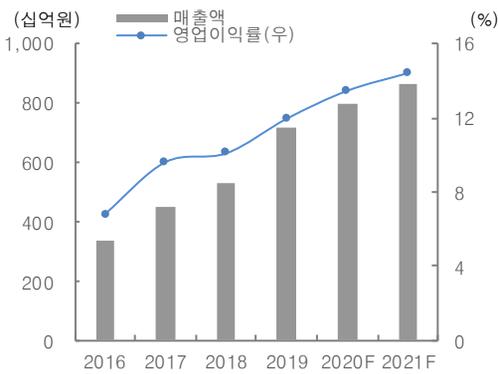


주: 2019년 2분기 매출액기준

자료: 종근당홀딩스, 대신증권 Research Center

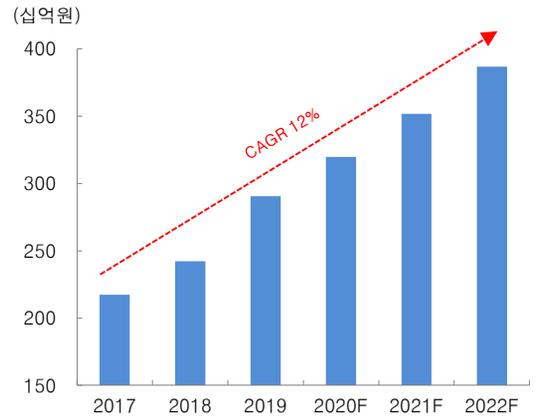
## Earnings Driver

### 종근당홀딩스 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



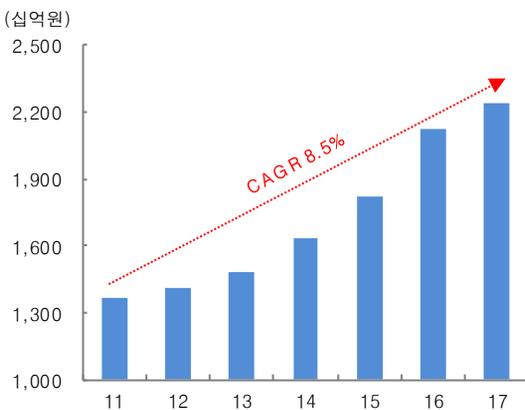
자료: 종근당홀딩스, 대신증권 Research Center

### 국내 프로바이오틱스 시장 규모 전망



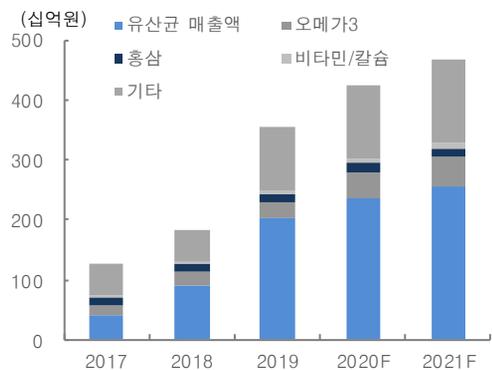
자료: 종근당홀딩스, 대신증권 Research Center

### 국내 건강기능식품 시장 규모 추이



자료: 종근당홀딩스, 대신증권 Research Center

### 종근당건강 주요 제품별 매출액 추이



자료: 종근당홀딩스, 대신증권 Research Center

재무제표

| 포괄손익계산서     | (단위: 십억원) |       |       |       |       |
|-------------|-----------|-------|-------|-------|-------|
|             | 2018A     | 2019A | 2020F | 2021F | 2022F |
| 매출액         | 531       | 640   | 774   | 940   | 1,142 |
| 매출원가        | 328       | 346   | 419   | 509   | 618   |
| 매출총이익       | 203       | 294   | 355   | 431   | 524   |
| 판매비와관리비     | 149       | 215   | 259   | 314   | 380   |
| 영업이익        | 54        | 78    | 96    | 117   | 144   |
| 영업이익률       | 10.1      | 12.3  | 12.4  | 12.5  | 12.6  |
| EBITDA      | 78        | 104   | 125   | 150   | 179   |
| 영업외손익       | 14        | 12    | 11    | 11    | 11    |
| 관계기업손익      | 4         | 2     | 1     | 0     | 0     |
| 금융수익        | 11        | 10    | 10    | 11    | 11    |
| 외환관련이익      | 2         | 2     | 2     | 2     | 2     |
| 금융비용        | -4        | -3    | -3    | -3    | -3    |
| 외환관련손실      | 1         | 1     | 1     | 1     | 1     |
| 기타          | 3         | 3     | 3     | 3     | 3     |
| 법인세비용차감전순이익 | 67        | 90    | 107   | 128   | 154   |
| 법인세비용       | -15       | -19   | -23   | -28   | -33   |
| 계속사업순이익     | 53        | 70    | 84    | 100   | 121   |
| 중단사업순이익     | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익       | 53        | 70    | 84    | 100   | 121   |
| 당기순이익률      | 9.9       | 11.0  | 10.8  | 10.7  | 10.6  |
| 비재배분순이익     | 25        | 8     | 10    | 11    | 14    |
| 재배분순이익      | 27        | 62    | 74    | 89    | 107   |
| 매도가능금융자산평가  | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타포괄이익      | 0         | 0     | 0     | 0     | 1     |
| 포괄순이익       | 55        | 73    | 87    | 105   | 128   |
| 비재배분포괄이익    | 25        | 8     | 10    | 12    | 15    |
| 재배분포괄이익     | 29        | 65    | 77    | 93    | 113   |

| Valuation 지표 | (단위: 원, 배, %) |         |         |         |         |
|--------------|---------------|---------|---------|---------|---------|
|              | 2018A         | 2019A   | 2020F   | 2021F   | 2022F   |
| EPS          | 5,481         | 12,462  | 14,770  | 17,737  | 21,383  |
| PER          | 11.4          | 9.7     | 7.7     | 6.4     | 5.3     |
| BPS          | 85,685        | 96,641  | 110,027 | 126,430 | 146,499 |
| PBR          | 0.7           | 1.2     | 1.0     | 0.9     | 0.8     |
| EBITDAPS     | 15,542        | 20,857  | 25,044  | 29,961  | 35,716  |
| EV/EBITDA    | 7.5           | 8.1     | 6.6     | 5.6     | 6.3     |
| SPS          | 106,014       | 127,712 | 154,490 | 187,655 | 227,940 |
| PSR          | 0.6           | 0.9     | 0.7     | 0.6     | 0.5     |
| CFPS         | 17,797        | 22,367  | 26,412  | 31,300  | 37,080  |
| DPS          | 1,300         | 1,300   | 1,300   | 1,300   | 1,300   |

| 재무비율     | (단위: 원, 배, %) |       |       |       |       |
|----------|---------------|-------|-------|-------|-------|
|          | 2018A         | 2019A | 2020F | 2021F | 2022F |
| 성장성      |               |       |       |       |       |
| 매출액 증가율  | 17.8          | 20.5  | 21.0  | 21.5  | 21.5  |
| 영업이익 증가율 | 23.5          | 45.9  | 22.2  | 22.5  | 22.3  |
| 순이익 증가율  | -21.7         | 33.5  | 18.5  | 20.1  | 20.6  |
| 수익성      |               |       |       |       |       |
| ROC      | 10.7          | 13.5  | 14.5  | 15.7  | 17.0  |
| ROA      | 6.4           | 8.4   | 9.1   | 9.7   | 11.5  |
| ROE      | 6.6           | 13.7  | 14.3  | 15.0  | 15.7  |
| 안정성      |               |       |       |       |       |
| 부채비율     | 29.9          | 30.4  | 30.4  | 30.0  | 29.2  |
| 순차입금비율   | 3.9           | -4.1  | -5.7  | -8.4  | 12.6  |
| 이자보상배율   | 36.9          | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |

자료: 종근당홀딩스, 대신증권 Research Center

| 재무상태표       | (단위: 십억원) |       |       |       |       |
|-------------|-----------|-------|-------|-------|-------|
|             | 2018A     | 2019A | 2020F | 2021F | 2022F |
| 유동자산        | 289       | 390   | 486   | 612   | 491   |
| 현금및현금성자산    | 34        | 113   | 152   | 207   | 0     |
| 매출채권 및 기타채권 | 118       | 143   | 175   | 214   | 262   |
| 재고자산        | 96        | 116   | 140   | 171   | 207   |
| 기타유동자산      | 40        | 18    | 19    | 20    | 22    |
| 비유동자산       | 583       | 596   | 637   | 675   | 710   |
| 유형자산        | 235       | 261   | 284   | 304   | 321   |
| 관계기업투자금     | 193       | 213   | 233   | 253   | 272   |
| 기타비유동자산     | 155       | 122   | 120   | 118   | 117   |
| 자산총계        | 871       | 986   | 1,123 | 1,287 | 1,201 |
| 유동부채        | 143       | 157   | 173   | 192   | 215   |
| 매입채무 및 기타채무 | 81        | 89    | 100   | 114   | 130   |
| 차입금         | 53        | 60    | 67    | 74    | 82    |
| 유동성채무       | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타유동부채      | 10        | 7     | 5     | 4     | 3     |
| 비유동부채       | 57        | 73    | 89    | 105   | 121   |
| 차입금         | 16        | 31    | 46    | 61    | 76    |
| 전환증권        | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타비유동부채     | 41        | 42    | 43    | 44    | 45    |
| 부채총계        | 201       | 230   | 262   | 297   | 335   |
| 자배지분        | 429       | 484   | 551   | 633   | 734   |
| 자본금         | 13        | 13    | 13    | 13    | 13    |
| 자본잉여금       | 175       | 175   | 175   | 175   | 175   |
| 이익잉여금       | 240       | 296   | 364   | 446   | 547   |
| 기타자본변동      | 2         | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 비재배지분       | 242       | 272   | 310   | 356   | 413   |
| 자본총계        | 671       | 757   | 861   | 990   | 1,147 |
| 순차입금        | 26        | -31   | -49   | -83   | 144   |

| 현금흐름표     | (단위: 십억원) |       |       |       |       |
|-----------|-----------|-------|-------|-------|-------|
|           | 2018A     | 2019A | 2020F | 2021F | 2022F |
| 영업활동 현금흐름 | 38        | 53    | 62    | 72    | 84    |
| 당기순이익     | 53        | 70    | 84    | 100   | 121   |
| 비현금항목의 가감 | 36        | 42    | 49    | 56    | 65    |
| 감가상각비     | 24        | 26    | 30    | 33    | 35    |
| 외환손익      | 0         | -2    | -2    | -2    | -2    |
| 지분법평가손익   | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타        | 12        | 17    | 21    | 25    | 31    |
| 자산부채의 증감  | -33       | -40   | -47   | -57   | -68   |
| 기타현금흐름    | -19       | -19   | -23   | -28   | -33   |
| 투자활동 현금흐름 | -64       | -47   | -78   | -78   | -78   |
| 투자자산      | -14       | 11    | -20   | -20   | -20   |
| 유형자산      | -51       | -51   | -51   | -51   | -51   |
| 기타        | 1         | -7    | -7    | -7    | -7    |
| 재무활동 현금흐름 | 5         | 7     | 7     | 7     | 7     |
| 단기차입금     | 7         | 7     | 7     | 7     | 7     |
| 사채        | 0         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 장기차입금     | 15        | 15    | 15    | 15    | 15    |
| 유상증자      | 5         | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 현금배당      | -13       | -7    | -7    | -7    | -7    |
| 기타        | -8        | -8    | -8    | -8    | -8    |
| 현금의 증감    | -21       | 78    | 39    | 55    | 13    |
| 기초 현금     | 55        | 34    | 113   | 152   | 207   |
| 기말 현금     | 34        | 113   | 152   | 207   | 220   |
| NOPLAT    | 42        | 61    | 75    | 92    | 112   |
| FCF       | 14        | 37    | 54    | 74    | 97    |