

# 종근당홀딩스 (001630)

## 2020년 종근당건강 최대실적 재경신 전망, 종근당홀딩스 실적도 맑음!

### 투자 의견 BUY, 목표주가 172,500원으로 커버리지 개시

종근당홀딩스에 대해 투자 의견 'BUY', 목표주가 172,500원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 172,500원은 종근당홀딩스의 주요 자회사 4개 적정 지분가치 8,213.9억원과 이의 5개 자회사의 장부가치 436억원을 적용한 총 지분가치 8,649.9억원으로 산정하였다. 종근당홀딩스는 성장하는 건강기능식품 시장 내 독보적 브랜드 파워로 매출액 성장이 지속되고 있고 그룹간 시너지를 통한 전사적 외형성장 과 수익성개선 또한 이어질 것으로 보여 투자 매력도가 높다.

### 성장하는 프로바이오틱스 시장 내 압도적 브랜드력 보유

종근당건강은 국내 프로바이오틱스 시장 점유율 1위로 시장 성장에 대한 수혜가 지속 될 전망이다. 종근당건강 대표 프로바이오틱스 제품 '락토핏'은 국내 건기식 시장 내 프로바이오틱스 제품군의 대중화를 이끌며 2019년 기준 연평균 82.7%로 고성장 중이다. '락토핏'은 소비자가 건강기능식품 구매 시 중요시하는 브랜드 인지도 및 제품의 효능을 갖추었고, 리뉴얼을 통해 특정 연령층을 겨냥한 타겟성 제품 및 프리미엄 제품들을 지속 출시하고 있어 종근당건강의 관련 매출액 증가는 계속 될 전망이다. 종근당건강의 2020년 프로바이오틱스 매출은 2020년 2,310억원(+15.0%, YoY)으로 추정한다.

### 제품다각화와 판매채널 확장으로 지속 성장 동력 확보

종근당건강은 마케팅 강화 및 판매채널 확장을 통해 락토핏 외 제품(프로메가, 아이클리어, 아이커 등)의 매출 비중을 점진적으로 늘려갈 계획이다. 특히 프로메가(오메가3)는 히트상품 '락토핏' 과 비슷한 전략으로 가격경쟁력 기반 대중화 및 시장점유율 확장을 목표로 하는 만큼 2020년에는 '프로메가'의 매출성장이 돋보일 전망이다. 종근당건강의 2020년 '프로메가' 매출액은 전년대비 38.8% 성장한 353억원으로 예상된다. 종근당건강은 이외에도 2019년 말 H&B스토어 및 면세점 등 오프라인 진출 등의 공격적인 판매채널 확장을 하였으며, 이에 대한 매출상승효과는 2020년부터 본격적으로 나타날 전망이다.

Initiate

**BUY(신규)**

| TP(12M): 172,500원(신규) | CP(3월 11일): 103,500원

#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	1,908.27
52주 최고/최저(원)	129,000/67,200
시가총액(십억원)	518.5
시가총액비중(%)	0.04
발행주식수(천주)	5,009.9
60일 평균 거래량(천주)	40.2
60일 평균 거래대금(십억원)	4.4
19년 배당금(예상, 원)	1,300
19년 배당수익률(예상, %)	1.29
외국인지분율(%)	16.12
주요주주 지분율(%)	
이장한 외 5인	45.96
국민연금공단	7.41
주가상승률	1M 6M 12M
절대	(18.8) 19.4 49.6
상대	(5.4) 28.2 67.6

#### Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	879.3	925.3
영업이익(십억원)	179.2	120.3
순이익(십억원)	152.6	97.8
EPS(원)	19,801	9,561
BPS(원)	103,995	102,278

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	450.7	531.1	711.8	804.9	928.9
영업이익	십억원	43.5	53.7	87.5	118.4	163.5
세전이익	십억원	79.2	67.4	99.1	128.7	174.3
순이익	십억원	48.0	27.5	41.5	54.1	72.7
EPS	원	9,583	5,481	8,284	10,804	14,505
증감률	%	53.9	(42.8)	51.1	30.4	34.3
PER	배	7.57	11.40	12.19	9.58	7.14
PBR	배	0.89	0.73	1.09	1.01	0.90
EV/EBITDA	배	8.05	7.17	7.37	5.98	4.60
ROE	%	12.48	6.55	9.29	11.09	13.33
BPS	원	81,622	85,685	92,669	102,173	115,378
DPS	원	900	1,300	1,300	1,300	1,300



Analyst 이정기  
02-3771-7522  
robert.lee@hanafn.com



Analyst 안주원  
02-3771-3125  
joowonahn@hanafn.com

RA 정민구  
02-3771-3429  
mingu.jeong@hanafn.com

## 밸류에이션

### 1. 투자 의견 BUY, 목표주가 172,500원으로 커버리지 개시

목표주가 174,000원 종근당홀딩스  
주요 자회사 4개 적정 지분가치  
8,213.9억원 + 이외 5개 자회사의  
장부가치 436억원 적용

종근당홀딩스에 대해 투자 의견 'BUY', 목표주가 172,500원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가 172,500원은 종근당홀딩스의 주요 자회사 4개 적정 지분가치 8,213.9억원과 이외 5개 자회사의 장부가치 436억원을 적용하였다. 주요 자회사 중 종근당바이오는 당사 커버리지 기업으로 종근당바이오의 추정 기업가치인 2,310억원을 적용 지분가치 860억원(지분율 37.2%)으로 산정하였다. 또한 종근당홀딩스의 성장에 중심이 되는 종근당건강은 2020년 예상 당기순이익 642억원에 2020년 건강기능식품 업종 평균 PER 15배를 적용한 기업가치 9,634억원으로 산정하였다. (지분율 51.0%, 지분가치 4,913억원) 이외 상장되어있는 자회사인 종근당, 경보제약은 현재 시가총액(3월 11일 기준)에 각각 지분율 및 할인율을 적용하였다. 기타 영업에 중심적이지 않은 비상장자회사는 장부 가치를 적용하였다. 종근당홀딩스는 자회사들의 매출액 성장이 가파르고 그룹간 시너지를 통한 전사적 외형성장과 수익성개선이 이어질 것으로 보여 투자 매력도가 높다.

표 1. 종근당홀딩스 기업가치 구성표

(단위: 억원, 원)

	기업명	①시가 총액(억원)	②지분율(%)	③할인율	④지분 가치=①x②x(100%-③)
1. 상장사	종근당	9,046	23.20	10%	1,888.8
	경보제약	1,819	43%	30%	552.6
	종근당 바이오(주1)	(주2) 2,310	37%	0%	859.3
	상장회사 지분가치 합 = 종근당 + 종근당바이오 + 경보제약				3,300.74
2. 주요 비상장사	종근당건강	20년 당기순이익(억원)	적용PER(배)	지분율(%)	지분 가치
		642	15	51.00	4,913.26
3. 기타 비상장사	기업명	기업 개요 요약			장부 가치(억원)
	종근당산업	부동산임대업			266
	벨아이앤에스	정보통신업			30
	벤처투자조합	바이오 벤처 및 바이오 벤처 투자 조합에 투자한 금액			129
	기타	벨커뮤니케이션즈(광고업), 벨아이앤씨(건설, 엔지니어링) 등			11
주요 비상장사 기업가치 합					436
4. 종근당 홀딩스 기업 가치 = 1+2+3					8,649.99
5. 종근당홀딩스 목표주가 (기업가치합 8,649.99억원 / 상장주식수 5,009,861주)					172,500

주1: 종근당바이오는 당사 커버리지 기업으로 종근당바이오의 기업가치를 시가총액이 아닌 당사 추정 기업가치로 적용하였음

주2: 기업가치 2,310억원은 시가총액이 아닌 당사 예상 기업가치임

주3: 상장자회사는 3월 11일 기준 총가로 시가총액 적용함

자료: 종근당홀딩스, 하나금융투자

## 기업개요(요약)

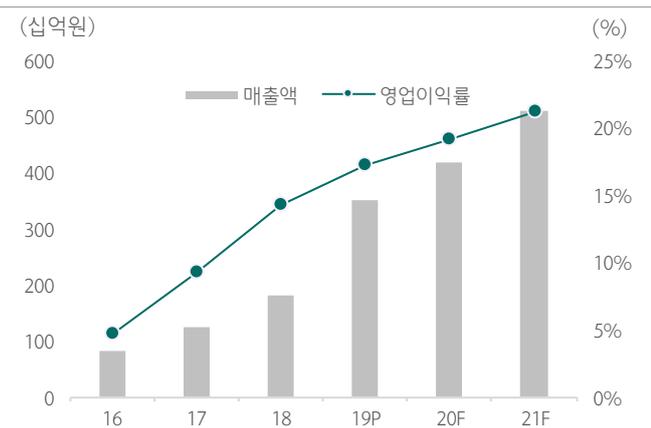
### 1. 종근당홀딩스

종근당홀딩스와 신설법인 종근당이 인적분할해 지주사 체제로 전환, 주요 자회사는 종근당건강, 경보제약, 종근당바이오

종근당홀딩스는 8개의 자회사를 보유한 지주사이다. 2013년 투자부문을 담당하는 존속법인 종근당홀딩스와 신설법인 종근당이 인적분할해 지주사 체제로 전환하였다. 주요 자회사는 종근당건강, 경보제약, 종근당바이오, 종근당이다. 최근 종근당건강의 매출성장세가 가파르다. 종근당건강은 2016년 프로바이오틱스 제품 ‘락토피트’를 출시한 이후로 매출이 폭발적으로 성장하며 매출액, 영업이익이 지속 증가하고 있다. 이에 더해 각종 원료의약품 생산 사업을 영위하는 종근당바이오도 동반 수혜를 얻고 있다.

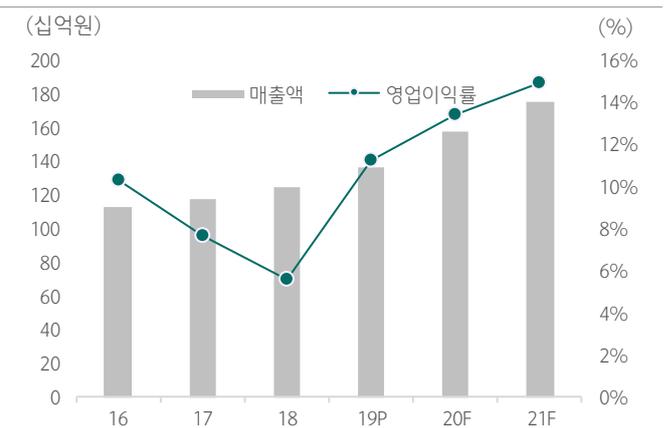
이번 인덱스 자료에서는 건강기능식품 시장의 성장 트렌드 및 제품별 비중, 그리고 제품홍행의 필수조건을 조사하였다. 이에 따라 작게는 ‘락토피트’의 성장배경에서 크게는 종근당건강 및 계열사의 향후 실적전망까지 다루었다.

그림 1. 종근당건강 실적 추이



자료: 종근당건강, 하나금융투자

그림 2. 종근당바이오 실적 추이



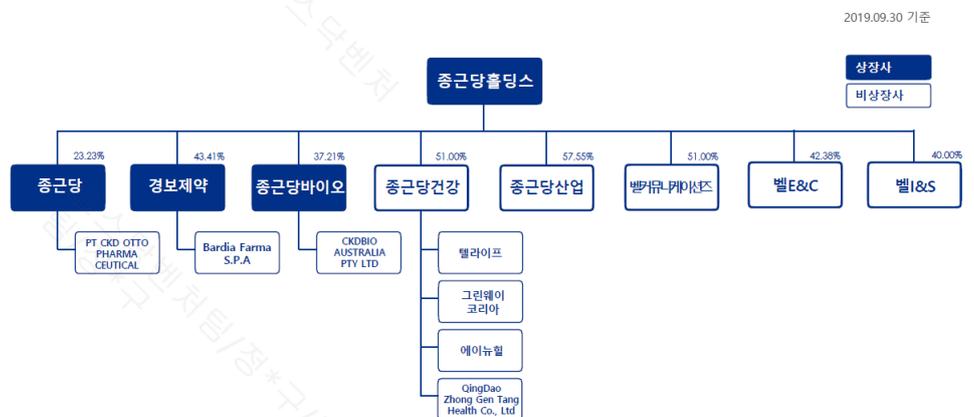
자료: 종근당바이오, 하나금융투자

그림 3. 종근당홀딩스 지분구조(2019년 3분기 기준)

상장 자회사: 종근당, 경보제약, 종근당바이오

비상장 자회사: 종근당건강, 종근당산업, 벨커뮤니케이션즈, 벨E&C, 벨I&C

#### Corporate Governance



\* 경보제약의 해외법인인 Bardia Farma SPA는 현재 청산절차 및 법원에 의한 주요 자산매각절차 진행 중  
\* 종근당건강의 자회사인 그린웨이코리아는 현재 청산절차 진행 중

자료: 종근당홀딩스, 하나금융투자

## 2019년 국내 건강기능식품시장 4.6조원, 2022년 5.6조원 전망

### 1. 소비연령층 확대 + 판매채널 다변화 + 규제완화로 건기식 시장 지속 성장

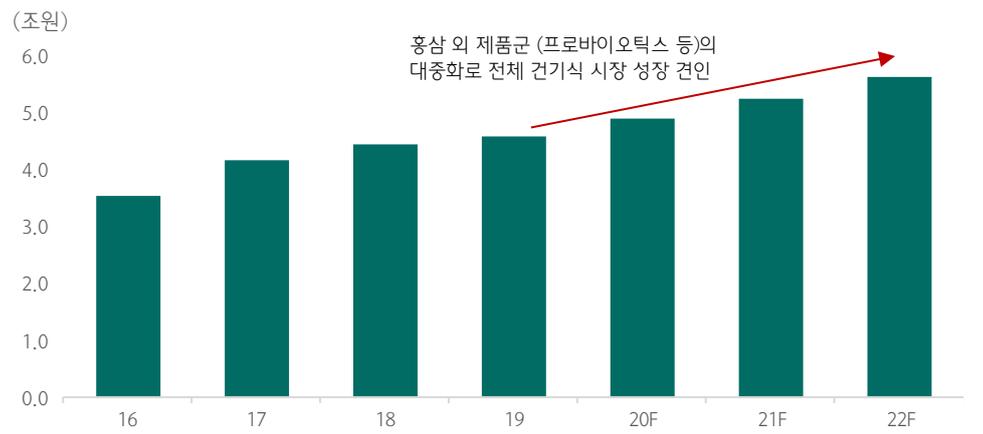
국내 건강기능식품시장은 우호적인 영업환경 조성으로 연평균 7% 성장, 2022년에는 5.6조원 형성 전망

건강기능식품이 다양해지고 있다. 기존 홍삼 위주의 시장에서 콜라겐, 프로바이오틱스, 크릴오일 등 기능별, 부위별로 카테고리가 확대되고 있다. 그 이유는 1) 소비 연령층 확대, 2) 온라인 및 H&B 스토어 등 채널 다변화, 3) 규제 완화 등 때문이다.

건강기능식품은 기존 중장년층의 기력보충제로 여겨졌으나, 20~30대에서도 건강에 대한 관심도 증가와 건강기능식품의 기능다변화(면역력 강화중심 → 피부관리, 장건강, 눈건강 등)로 소비 연령층이 넓어지고 있다. 이와 함께 판매채널이 오프라인에서 온라인으로 옮겨가고 있는 점과 H&B 스토어의 확산도 건강기능식품 시장 확대를 이끌고 있다. 또한, 2019년에는 정부가 건강기능식품 제조, 유통 및 판매 관련 규제를 완화한 부분도 시장 활성화에 긍정적으로 작용했다. 이에 따라 4.6조원 규모를 형성하고 있는 국내 건강기능식품시장은 우호적인 영업환경 조성으로 향후 연평균 7% 성장하며 2022년에는 5.6조원을 형성할 것으로 전망한다.

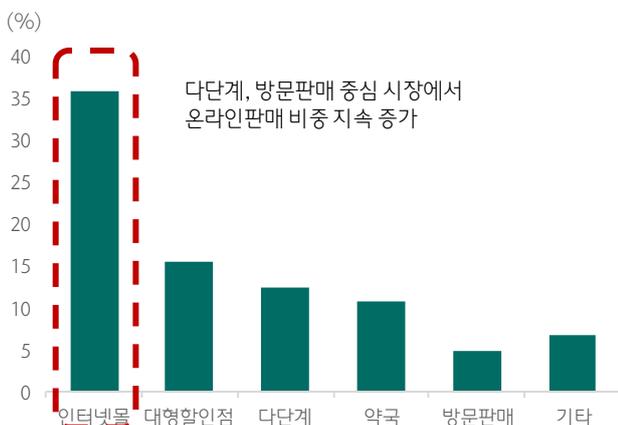
그림 4. 국내 건강기능식품 시장 규모 추이

소비연령층 확대 + 판매채널 다변화 + 규제완화로 건기식 시장 지속 성장



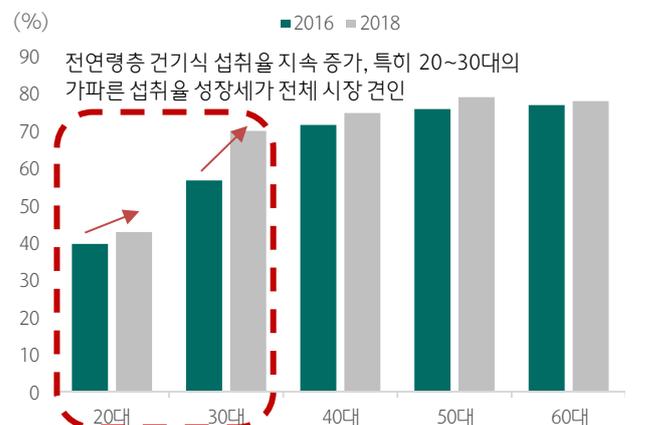
자료: 한국건강기능식품협회, 하나금융투자

그림 5. 건강기능식품 판매채널별 비중 현황(2018년 기준)



자료: 한국건강기능식품협회, 하나금융투자

그림 6. 2016년 vs 2018년 연령대별 건기식 섭취율 추이



자료: 한국건강기능식품협회, 하나금융투자

## 2. 건기식 시장 내 제품 점유율 1위: 홍삼, 성장성 1위: 프로바이오틱스

최근 프로바이오틱스가 대중화를 이 끌며 2019년 기준 건기식 시장 내 점유율 2위 달성

건기식 시장 내 홍삼이 가장 높은 비중을 차지하고 프로바이오틱스가 가장 높은 성장세를 보이고 있다. 홍삼은 기존 ‘면역력강화’ 용도로 각광받으며 제품 점유율 1위를 유지 중이다. 최근 프로바이오틱스가 대중화를 이끌며 2019년 기준 건기식 시장 내 점유율 2위를 달성하였다. 향후 프로바이오틱스 제품군은 건강기능식품 시장 내 장건강 기능을 넘어 피부, 면역력, 의학용 치료제로서도 각광을 받으며 전체 건기식 시장의 성장을 이끌 전망이다.

그림 7. 건강기능식품 시장 내 제품 점유율 추이

제품 점유율 1위: ‘홍삼’  
성장성 1위: ‘프로바이오틱스’



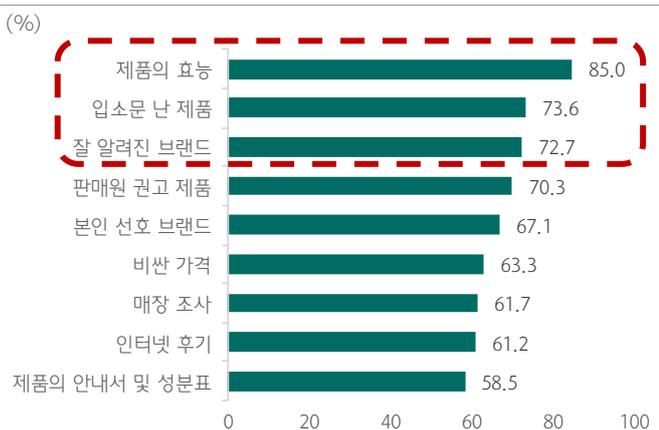
자료: 식품의약품안전처, 하나금융투자

## 3. 건강기능식품 제품 흥행의 필수요건: 브랜드력 + 전문성(효능)

건기식 시장 내 경쟁이 심화되며 요소가 필요, 제품 경쟁력을 높이기 위해 브랜드력과 전문성이 중요

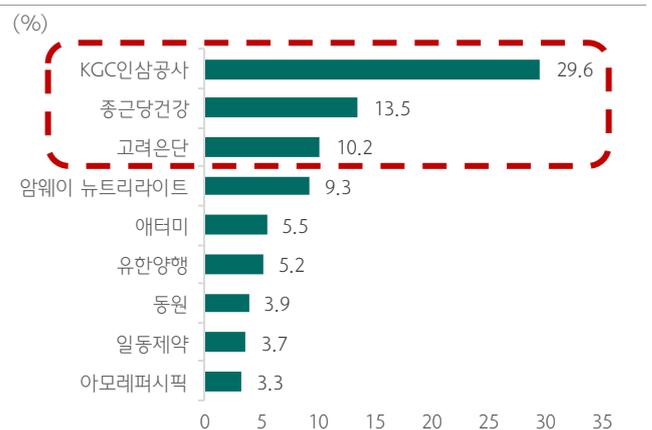
건강기능식품 시장이 성장하면서 출시되는 제품들도 많아지고 있다. 이에 따라 판매 확대를 위한 경쟁은 치열해질 수 밖에 없으며, 흥행을 위한 차별화된 요소가 필요하다. 특히 제품 경쟁력을 높이기 위한 요소로 브랜드력과 전문성이 꼽힌다. 높은 브랜드력은 제품의 재 구매율을 높여주며, 향후 신제품을 출시할 경우에도 순조로운 판매 증가가 이루어질 수 있다. 또한, 제품의 전문성도 중요하다. 최근 소비자들의 제품 선정 기준이 까다롭기 때문에 건강기능식품 업체들은 다양한 개별인정원료 확보, 복합 기능성 제품 개발 등이 필수적이다. 이에 따라 향후 건기식 시장은 공격적 마케팅 및 지속적 신규제품개발이 가능한 메가브랜드 보유 대기업 위주로 시장이 재편될 것으로 판단한다.

그림 8. 건강기능식품 구매시 소비자 기준



자료: 한국건강기능식품협회, 하나금융투자

그림 9. 건강기능식품 브랜드별 섭취율



자료: 한국건강기능식품협회, 하나금융투자

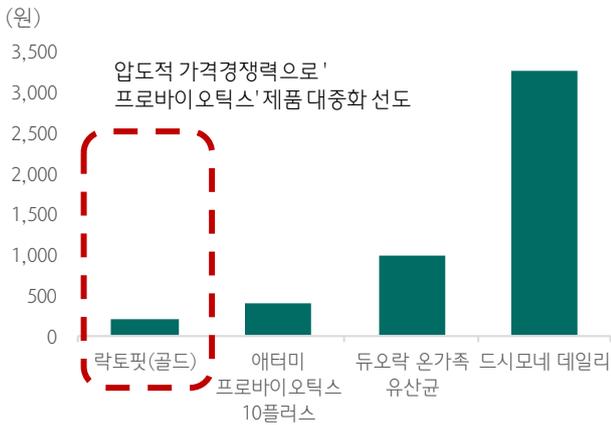
## 투자포인트

### 1. 성장하는 국내 프로바이오틱스 시장 내 압도적 브랜드력 보유

국내 프로바이오틱스 시장 내 시장 점유율 1위로 성장하는 프로바이오틱스 시장에 대한 수혜 지속

종근당건강은 국내 프로바이오틱스 시장점유율 1위로 시장 성장에 대한 수혜가 지속 될 전망이다. 종근당건강 대표 프로바이오틱스 제품 ‘락토핏’은 국내 건기식 시장 내 프로바이오틱스 제품군의 대중화를 이끌며 2019년 기준 연평균 82.7%로 고성장이었다. ‘락토핏’은 소비자가 건강기능식품 구매 시 중요시하는 브랜드 인지도 및 제품의 효능을 갖추었고, 리뉴얼을 통해 특정 연령층을 겨냥한 타겟성 제품 및 프리미엄 제품들을 지속 출시하고 있어 종근당건강의 관련 매출액 증가는 계속 될 전망이다. 종근당건강의 2020년 프로바이오틱스 매출은 2020년 2,310억원 (+ 15.0%, YoY)으로 추정한다.

그림 10. 기업별 대표 프로바이오틱스 제품 가격(1포당) 비교



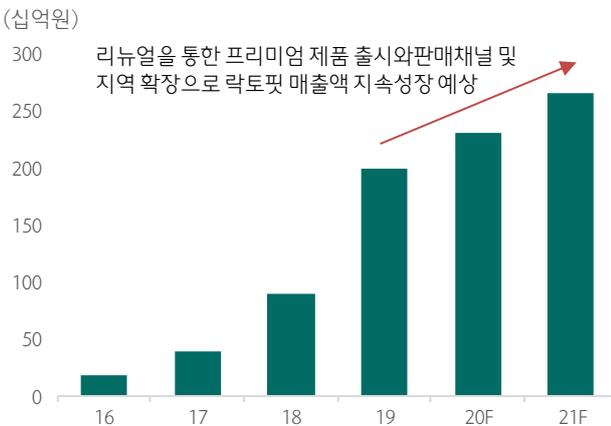
자료: 다나와, 하나금융투자

그림 11. 종근당건강 ‘락토핏’ 파생 제품



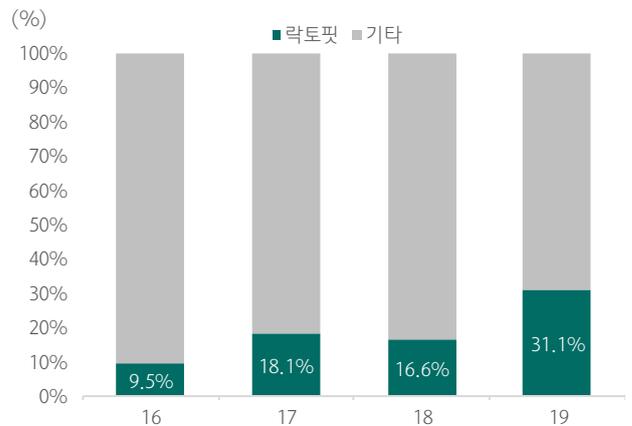
자료: 종근당건강, 하나금융투자

그림 12. 종근당건강 ‘락토핏’ 매출액 추이



자료: 종근당건강, 하나금융투자

그림 13. ‘락토핏’ 프로바이오틱스 시장 점유율 추이



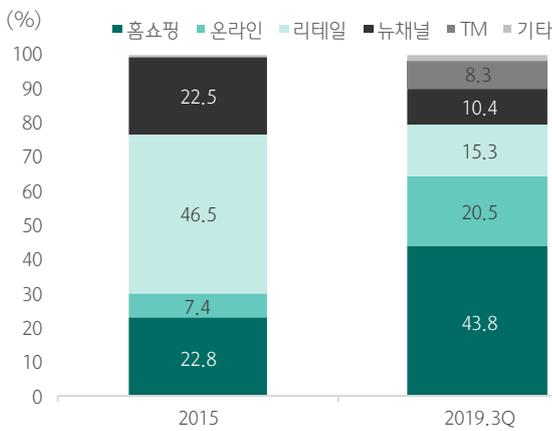
자료: 종근당건강, 식품의약품안전처, 하나금융투자

## 2. 제품다각화와 판매채널 확장으로 지속 성장 동력 확보

제품다각화와 판매채널 확장으로 매출액 지속 증가 예상

종근당건강은 마케팅 강화 및 판매채널확장을 통해 락토픛 외 제품 (프로메가, 아이클리어, 아이커 등)의 매출 비중을 점진적으로 늘려갈 계획이다. 특히 프로메가(오메가 3)는 히트상품 ‘락토픛’ 과 비슷한 전략으로 가격경쟁력 기반 대중화 및 시장점유율 확장을 목표로 하는 만큼 2020년에는 ‘프로메가’의 매출성장이 돋보일 전망이다. 종근당건강의 2020년 ‘프로메가’ 매출액은 전년대비 38.8% 성장한 353억원으로 예상된다. 종근당건강은 이외에도 2019년 말 H&B스토어 및 면세점 등 오프라인 진출 등의 공격적인 판매채널 확장을 하였으며, 이에 대한 매출상승효과는 2020년부터 본격적으로 나타날 전망이다.

그림 14. 락토픛 판매채널별 매출액 추이



자료: 종근당건강, 하나금융투자

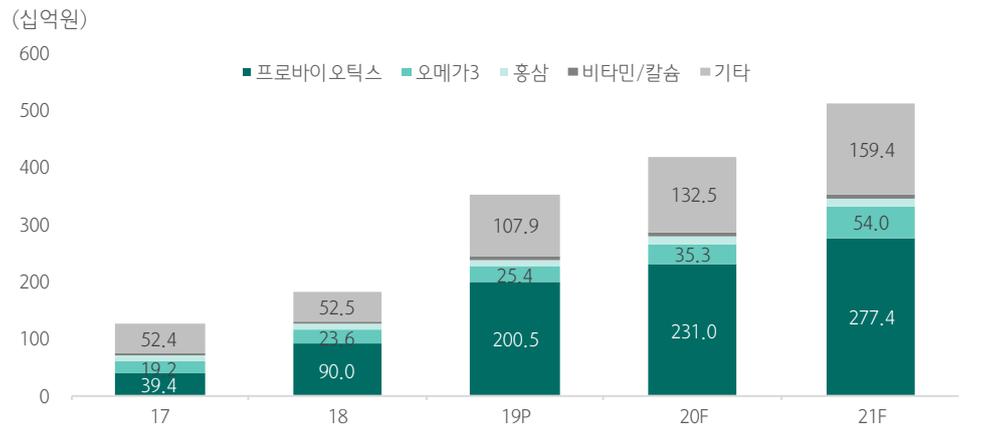
그림 15. 종근당건강 대표 제품 및 광고모델 모습



자료: 종근당건강, 하나금융투자

그림 16. 종근당건강 제품별 연간매출액 추이

종근당건강, 프로바이오틱스 포함 전 건강기능식품 품목의 고른 성장 예상



자료: 종근당건강, 하나금융투자

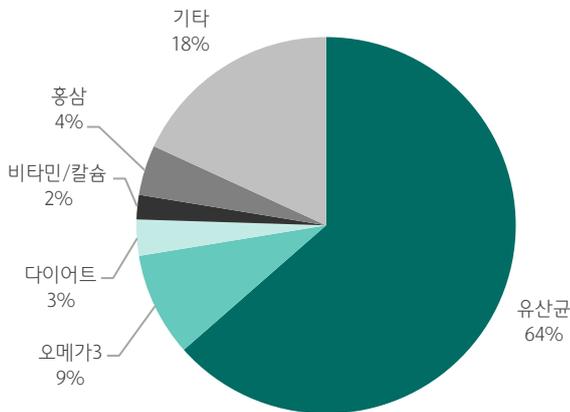
## 기업개요(주요계열사)

### 1. 종근당건강(비상장)

종근당건강은 건강기능식품 전문 제조 판매 업체로서 1996년 설립

종근당건강은 건강기능식품 전문 제조 판매 업체로서 1996년 설립되었다. 2004년 건강기능식품 전문제조 판매업 허가를 취득하였고, 2009년 ‘오메가3’ NS홈쇼핑 건강기능식품 부문 판매 1위를 하며 브랜드 인지도를 높여갔다. 이후 종근당건강은 셀프케어 트렌드에 따라 실속형 프로바이오틱스 제품 ‘락토픽’을 출시, 히트시키며 큰 폭의 매출성장을 이루었다. 2019년 3분기 기준 제품별 매출 비중은 유산균 63.5% 오메가3 8.9% 기타 18.1% 이다. 지속 매출성장에 따라 CAPEX투자가 활발히 이루어지고 있으며 2022년 합진 신규공장 완공 시 당진공장 생산라인을 신규공장으로 이전 및 증설하며 약 3배 규모의 생산 CAPA 증가가 예상된다.

그림 17. 종근당건강 제품별 매출액 비중(2019년 3분기 기준)



자료: 종근당건강, 하나금융투자

표 2. 종근당건강 판매채널별 매출액 비중(2019년 3분기 기준)

생산시설	가동 시점	생산제품	생산규모 (매출액기준)
당진공장	현재 가동 중	건강기능식품 원말, 분말 등	2,100억원 규모
합진공장	2022년 상반기 가동 예정	유산균 원말, 분말, 연질캡슐, 홍삼 등	6,600억원 규모

자료: 종근당건강, 하나금융투자

그림 18. 종근당건강 2020년 전략제품 ‘프로메가’



자료: 종근당건강, 하나금융투자

그림 19. 종근당건강 2020년 전략제품 ‘아이커’



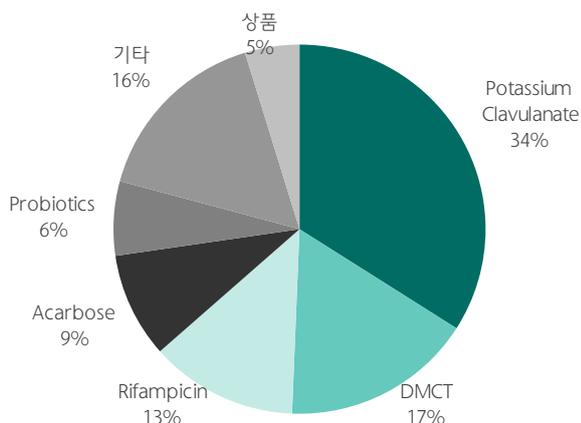
자료: 종근당건강, 하나금융투자

## 2. 종근당바이오

종근당바이오는 발효 원료의약품 제조 판매 업체로서 2001년 종근당으로부터 분할신설

종근당바이오는 발효 원료의약품 제조 판매 업체로서 2001년 종근당으로부터 분할신설되었다. 종근당바이오는 발효 기술력을 바탕으로 항생제 및 면역억제제 등의 원료의약품을 생산하여 국내외 제약회사에 공급하고 있으며, 매출비중 중 80%가 수출비중이다. 종근당바이오는 최근 발효기술 기반 프로바이오틱스 원말을 개발하여 종근당건강으로 원말을 납품하며 외형성장 중이다. 2019년 3분기 누적기준 제품별 매출 비중은 PC 34.0% DMCT 16.6% Probiotics 6.5% 등 이다.

그림 20. 종근당바이오 제품별 매출액 비중(2019년 3분기 누적 기준)



자료: 종근당바이오, 하나금융투자

그림 21. 종근당바이오 프로바이오틱스 주요 파이프라인



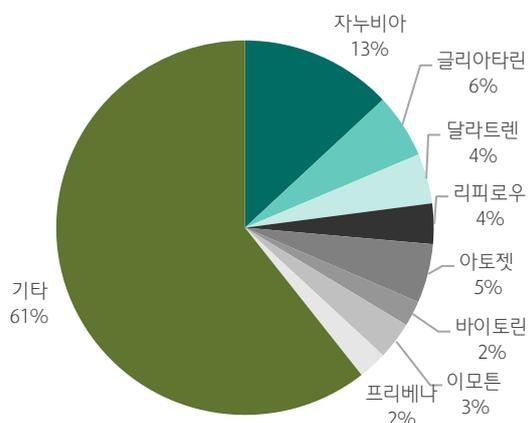
자료: 종근당바이오, 하나금융투자

## 3. 종근당

글리아티린, 자누비아(자누메트포함), 바이토린, 아토젯 등 주력제품들의 판권을 가져오며 외형성장

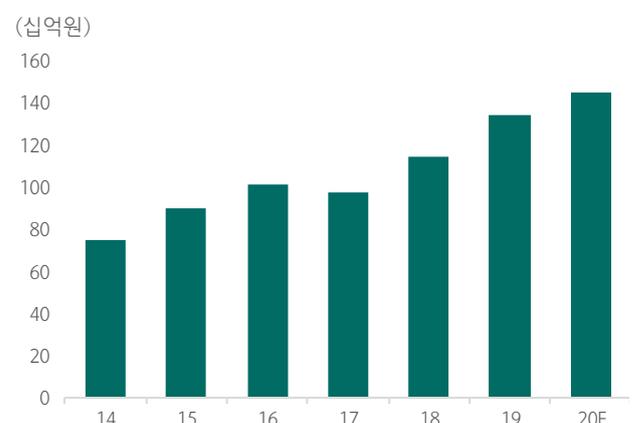
종근당은 제네릭 내수 위주의 제약사이며 영업력을 바탕으로 상위사 대열에 안착한 뒤 꾸준한 개량신약 및 신약에 대한 연구개발 투자에 집중한 회사이다. 2016년 대웅제약에서 판매하고 있던 글리아티린, 자누비아(자누메트포함), 바이토린, 아토젯 등 주력제품들의 판권을 가져오면서 본격적 외형성장을 이루었다. R&D에 대한 투자도 활발히 진행되고 있어 향후 파이프라인 가치에 대한 기대도 높다.

그림 22. 종근당 제품별 매출액 비중(2019년 기준)



자료: 종근당, 하나금융투자

그림 23. 연도별 종근당 연구개발비 추이



자료: 종근당, 하나금융투자

## 실적추정(종근당건강)

### 2020년 매출액 4,195억원 영업이익 805억원 전망

종근당건강, 프로바이오틱스 포함 모든 제품군의 고른 성장으로 지속외형성장 예상

종근당건강의 2019년 4분기 실적은 대규모 마케팅 및 인센티브 지급 등 일회성 비용이 대규모로 집행되며 컨센서스를 하회하였다. 하지만 연간 영업이익은 2018년 대비 132.6% 증가한 609억원을 시현하였으며, 건강기능식품 시장 성장에 대한 수혜가 계속되며 실적 또한 지속 상승할 전망이다.

2020년 실적은 매출액 4,195억원(+18.8%, YoY)과 영업이익 805억원(+32.1%, YoY)으로 전망한다. 매출액 성장은 프로바이오틱스를 포함한 이외 제품들의 고른 성장이 이끌 것으로 보인다. 종근당건강의 프로바이오틱스 대표제품 '락토피'는 제품리뉴얼을 통한 프리미엄화로 ASP상승 및 기존고객의 재구매율이 상승할 전망이다. 프로바이오틱스 매출액은 전년대비 15.2% 성장한 매출액 2,310억원을 달성할 것으로 보인다. 또한 종근당건강은 2019년 말부터 온라인, 면세점, H&B스토어 등 판매채널 다각화를 진행하고 있다. 종근당건강은 가성비 제품은 온라인과 H&B스토어, 고가 프리미엄 제품은 면세점, 텔레마케팅 등으로 제품별 맞춤형 판매채널로 영업력을 강화하고 있다. 이에 따라 2020년 전략제품인 프로메가의 매출액은 전년대비 38.8% 증가한 353억원 규모로 판단하며, 프리미엄 제품인 키성장 보조제품인 '아이커' 또한 유의미한 매출 상승이 있을 전망이다.

표 3. 종근당건강 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	18	19P	20F	21F
<b>매출액</b>	<b>81.2</b>	<b>83.6</b>	<b>93.9</b>	<b>94.4</b>	<b>99.7</b>	<b>101.1</b>	<b>106.5</b>	<b>112.1</b>	<b>182.7</b>	<b>353.1</b>	<b>419.5</b>	<b>512.5</b>
(%YoY)	80.8%	103.4%	108.2%	82.9%	22.8%	21.0%	13.4%	18.8%	44.9%	93.3%	18.8%	22.2%
프로바이오틱스	44.7	47.9	54.5	53.4	55.7	56.5	58.3	60.5	90.0	200.5	231.0	277.4
오메가3	9.7	5.7	4.7	5.3	6.4	7.7	9.5	11.7	23.6	25.4	35.3	54.0
홍삼	3.9	2.3	3.7	2.5	3.8	2.5	3.1	3.5	12.1	12.4	12.9	13.4
비타민/칼슘	1.5	1.6	1.8	2.0	1.8	1.7	2.1	2.3	4.5	6.9	7.9	8.4
기타	21.4	26.1	29.2	31.2	32.0	32.7	33.5	34.2	52.5	107.9	132.5	159.4
<b>영업이익</b>	<b>15.0</b>	<b>16.2</b>	<b>20.2</b>	<b>9.5</b>	<b>20.2</b>	<b>20.8</b>	<b>22.1</b>	<b>17.3</b>	<b>26.2</b>	<b>60.9</b>	<b>80.5</b>	<b>108.7</b>
영업이익률	18.5%	19.4%	21.5%	10.1%	20.3%	20.6%	20.8%	15.4%	14.3%	17.3%	19.2%	21.2%
<b>당기순이익</b>	<b>11.8</b>	<b>11.7</b>	<b>15.0</b>	<b>8.0</b>	<b>16.7</b>	<b>17.0</b>	<b>17.6</b>	<b>13.0</b>	<b>20.5</b>	<b>46.5</b>	<b>64.2</b>	<b>85.1</b>
당기순이익률	14.5%	14.0%	16.0%	8.5%	16.7%	16.8%	16.5%	11.6%	11.2%	13.2%	15.3%	16.6%

자료: 종근당건강, 하나금융투자

## 실적추정(종근당홀딩스)

### 2020년 매출액 8,049억원 영업이익 1,184억원 전망

종근당건강, 종근당바이오의 매출액 성장, 경보제약 적자폭 축소로 외형 성장 + 수익성 개선 전망

2020년 실적은 매출액 8,049억원(+ 32.8%, YoY)과 영업이익 1,184억원 (+ 35.4%, YoY)으로 전망한다. 2020년 실적은 종근당건강, 종근당바이오를 통한 매출액성장과 경보제약의 실적개선으로 외형성장과 수익성 모두 이루는 해로 판단한다. 종근당바이오의 2020년 실적은 매출액 1,585억원(+ 15.5%, YoY)과 영업이익 212억원(+ 37.8%, YoY)으로 전망한다. 계열사 향 프로바이오틱스 원료분말 및 패키징 매출액이 전사적 외형성장을 이끌 전망이다. 경보제약의 2020년 실적은 매출액 2,057억원(+ 7.3%, YoY)과 영업이익 134억원 (+ 115.9%, YoY)으로 추정한다.

표 4. 종근당홀딩스 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	18	19P	20F	21F
<b>매출액</b>	<b>167.3</b>	<b>180.5</b>	<b>182.9</b>	<b>181.0</b>	<b>186.7</b>	<b>200.3</b>	<b>204.0</b>	<b>213.8</b>	<b>531.1</b>	<b>711.8</b>	<b>804.9</b>	<b>928.9</b>
연결조정	6.4	6.2	8.4	14.9	13.2	14.8	13.5	14.8	22.7	35.8	56.3	66.8
(%YoY)	31.4%	40.6%	37.1%	27.5%	11.6%	11.0%	11.5%	18.1%	17.8%	34.0%	13.1%	15.4%
종근당건강	81.2	83.6	93.9	94.4	99.7	101.1	106.5	112.1	182.7	353.1	419.5	512.5
종근당바이오	31.3	33.0	35.0	38.0	33.7	37.5	42.0	45.3	124.5	137.2	158.5	175.2
경보제약	44.9	52.9	45.3	48.6	47.5	56.8	48.8	52.6	201.3	191.7	205.7	216.6
기타	16.3	17.2	17.1	14.9	19.0	19.7	20.2	18.6	45.2	65.5	77.5	91.3
<b>영업이익</b>	<b>20.3</b>	<b>27.4</b>	<b>26.2</b>	<b>13.6</b>	<b>27.3</b>	<b>32.6</b>	<b>32.4</b>	<b>26.1</b>	<b>53.7</b>	<b>87.5</b>	<b>118.4</b>	<b>163.5</b>
영업이익률	12.1%	15.2%	14.3%	7.5%	14.6%	16.3%	15.9%	12.2%	10.1%	12.3%	14.7%	17.6%
종근당건강	15.0	16.2	20.2	9.5	20.5	20.8	22.1	17.3	26.1	60.9	80.5	108.7
종근당바이오	2.5	4.1	4.5	4.3	4.3	5.2	5.7	6.1	7.0	15.4	21.2	26.3
경보제약	1.8	5.2	1.0	-1.7	2.0	5.8	4.5	0.9	17.3	6.2	13.4	22.7
기타	1.0	2.0	0.5	1.5	0.4	0.7	0.0	1.9	3.4	5.0	3.1	5.8
<b>당기순이익</b>	<b>27.9</b>	<b>13.6</b>	<b>23.3</b>	<b>15.0</b>	<b>23.9</b>	<b>28.0</b>	<b>27.4</b>	<b>24.8</b>	<b>52.8</b>	<b>79.8</b>	<b>104.1</b>	<b>139.8</b>
당기순이익률	16.7%	7.5%	12.8%	8.3%	12.8%	14.0%	13.4%	11.6%	9.9%	11.2%	12.9%	15.0%

자료: 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>매출액</b>	<b>450.7</b>	<b>531.1</b>	<b>711.8</b>	<b>804.9</b>	<b>928.9</b>
매출원가	283.7	328.2	382.9	424.2	481.2
매출총이익	167.0	202.9	328.9	380.7	447.7
판매비	123.5	149.2	241.4	262.3	284.2
<b>영업이익</b>	<b>43.5</b>	<b>53.7</b>	<b>87.5</b>	<b>118.4</b>	<b>163.5</b>
금융손익	(1.9)	6.8	5.2	3.4	4.4
중속/관계기업손익	9.2	4.1	5.3	6.1	5.8
기타영업외손익	28.5	2.8	1.2	0.8	0.6
<b>세전이익</b>	<b>79.2</b>	<b>67.4</b>	<b>99.1</b>	<b>128.7</b>	<b>174.3</b>
법인세	11.8	14.6	19.3	24.6	34.5
계속사업이익	67.4	52.8	79.8	104.1	139.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>67.4</b>	<b>52.8</b>	<b>79.8</b>	<b>104.1</b>	<b>139.8</b>
비배주주지분 손익	19.4	25.4	38.3	50.0	67.1
<b>지배주주순이익</b>	<b>48.0</b>	<b>27.5</b>	<b>41.5</b>	<b>54.1</b>	<b>72.7</b>
지배주주지분포괄이익	49.5	29.4	43.0	56.0	75.2
NOPAT	37.0	42.1	70.4	95.8	131.1
EBITDA	67.6	77.9	108.0	139.6	187.7
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	34.3	17.8	34.0	13.1	15.4
NOPAT증가율	83.2	13.8	67.2	36.1	36.8
EBITDA증가율	70.3	15.2	38.6	29.3	34.5
영업이익증가율	88.3	23.4	62.9	35.3	38.1
(지배주주)순이익증가율	63.3	(42.7)	50.9	30.4	34.4
EPS증가율	53.9	(42.8)	51.1	30.4	34.3
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	37.1	38.2	46.2	47.3	48.2
EBITDA이익률	15.0	14.7	15.2	17.3	20.2
영업이익률	9.7	10.1	12.3	14.7	17.6
계속사업이익률	15.0	9.9	11.2	12.9	15.1
<b>투자지표</b>					
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	9,583	5,481	8,284	10,804	14,505
BPS	81,622	85,685	92,669	102,173	115,378
CFPS	15,091	17,797	23,946	29,991	39,588
EBITDAPS	13,487	15,542	21,549	27,873	37,470
SPS	89,970	106,014	142,073	160,657	185,414
DPS	900	1,300	1,300	1,300	1,300
<b>주가지표(배)</b>					
PER	7.6	11.4	12.2	9.6	7.1
PBR	0.9	0.7	1.1	1.0	0.9
PCFR	4.8	3.5	4.2	3.5	2.6
EV/EBITDA	8.1	7.2	7.4	6.0	4.6
PSR	0.8	0.6	0.7	0.6	0.6
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	12.5	6.6	9.3	11.1	13.3
ROA	6.3	3.2	4.5	5.2	6.2
ROIC	10.6	11.1	16.7	20.9	25.6
부채비율	27.9	29.9	32.8	31.8	30.6
순부채비율	(7.9)	0.5	2.1	(0.2)	(3.6)
이자보상배율(배)	27.3	36.9	54.3	73.5	101.5

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>유동자산</b>	<b>298.6</b>	<b>288.7</b>	<b>352.7</b>	<b>408.5</b>	<b>493.8</b>
금융자산	106.3	65.9	54.1	70.8	104.1
현금성자산	55.2	34.4	19.5	34.6	65.8
매출채권 등	98.7	118.1	158.3	179.0	206.6
재고자산	89.6	96.4	129.2	146.1	168.6
기타유동자산	4.0	8.3	11.1	12.6	14.5
<b>비유동자산</b>	<b>520.2</b>	<b>582.7</b>	<b>628.0</b>	<b>685.7</b>	<b>756.6</b>
투자자산	197.9	224.4	290.2	324.1	369.3
금융자산	26.7	0.2	0.3	0.3	0.4
유형자산	199.8	234.6	216.4	242.1	269.6
무형자산	<b>26.3</b>	<b>26.4</b>	<b>24.2</b>	<b>22.2</b>	<b>20.5</b>
기타비유동자산	<b>96.2</b>	<b>97.3</b>	<b>97.2</b>	<b>97.3</b>	<b>97.2</b>
<b>자산총계</b>	<b>818.9</b>	<b>871.4</b>	<b>980.7</b>	<b>1,094.1</b>	<b>1,250.4</b>
<b>유동부채</b>	<b>128.6</b>	<b>143.3</b>	<b>171.2</b>	<b>185.5</b>	<b>204.7</b>
금융부채	45.9	53.0	52.9	52.9	52.9
매입채무 등	69.8	80.6	108.0	122.1	140.9
기타유동부채	12.9	9.7	10.3	10.5	10.9
<b>비유동부채</b>	<b>50.0</b>	<b>57.4</b>	<b>71.3</b>	<b>78.5</b>	<b>88.0</b>
금융부채	<b>9.9</b>	<b>16.4</b>	<b>16.4</b>	<b>16.4</b>	<b>16.4</b>
기타비유동부채	40.1	41.0	54.9	62.1	71.6
<b>부채총계</b>	<b>178.7</b>	<b>200.7</b>	<b>242.4</b>	<b>264.0</b>	<b>292.8</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>408.9</b>	<b>429.3</b>	<b>464.2</b>	<b>511.8</b>	<b>578.0</b>
자본금	<b>12.5</b>	<b>12.5</b>	<b>12.5</b>	<b>12.5</b>	<b>12.5</b>
자본잉여금	179.0	174.6	174.6	174.6	174.6
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	4.3	1.7	1.7	1.7	1.7
이익잉여금	213.1	240.4	275.4	323.0	389.2
<b>비지배주주지분</b>	<b>231.3</b>	<b>241.5</b>	<b>274.1</b>	<b>318.3</b>	<b>379.6</b>
<b>자본총계</b>	<b>640.2</b>	<b>670.8</b>	<b>738.3</b>	<b>830.1</b>	<b>957.6</b>
순금융부채	(50.5)	3.5	15.3	(1.5)	(34.8)
<b>현금흐름표</b>	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>57.8</b>	<b>37.9</b>	<b>66.4</b>	<b>107.9</b>	<b>140.7</b>
당기순이익	67.4	52.8	79.8	104.1	139.8
조정	(1.8)	17.7	20.5	21.3	24.2
감가상각비	24.1	24.1	20.5	21.3	24.2
외환거래손익	1.4	0.1	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(9.2)	(3.6)	0.0	0.0	0.0
기타	(18.1)	(2.9)	0.0	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(7.8)	(32.6)	(33.9)	(17.5)	(23.3)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(48.7)</b>	<b>(64.1)</b>	<b>(74.7)</b>	<b>(86.3)</b>	<b>(103.1)</b>
투자자산감소(증가)	(14.7)	(26.5)	(71.6)	(39.7)	(50.9)
유형자산감소(증가)	(16.3)	(50.9)	0.0	(45.0)	(50.0)
기타	(17.7)	13.3	(3.1)	(1.6)	(2.2)
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>(32.3)</b>	<b>5.3</b>	<b>(6.6)</b>	<b>(6.5)</b>	<b>(6.5)</b>
금융부채증가(감소)	(12.5)	13.6	(0.1)	0.0	0.0
자본증가(감소)	(0.1)	(4.4)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(9.5)	9.1	0.0	0.0	0.0
배당지급	(10.2)	(13.0)	(6.5)	(6.5)	(6.5)
<b>현금의 증감</b>	<b>(24.1)</b>	<b>(20.8)</b>	<b>(14.9)</b>	<b>15.1</b>	<b>31.1</b>
Unlevered CFO	75.6	89.2	120.0	150.2	198.3
Free Cash Flow	41.5	(13.1)	66.4	62.9	90.7

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

종근당홀딩스



투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류  
BUY(매수)\_목표주가가 현재가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 현재가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(매도)\_목표주가가 현재가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류  
Overweight(비중확대)\_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락  
Underweight(비중축소)\_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	90.0%	10.0%	0.0%	100.0%

\* 기준일: 2020년 03월 12일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(이정기)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 03월 12일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(이정기)는 2020년 03월 12일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.