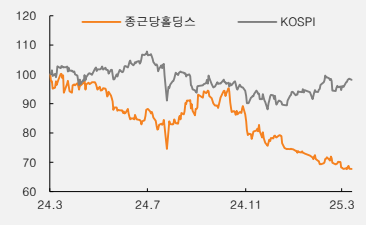


투자의견(유지)	Trading Buy
목표주가(하향)	▼ 50,000원
현재주가(25/3/24)	43,150원
상승여력	15.9%

영업이익(25F,십억원)	43
Consensus 영업이익(25F,십억원)	26
EPS 성장률(25F,%)	-34.1
MKT EPS 성장률(25F,%)	16.5
P/E(25F,x)	9.8
MKT P/E(25F,x)	9.6
KOSPI	2,632.07
시가총액(십억원)	216
발행주식수(백만주)	5
유동주식비율(%)	47.2
외국인 보유비중(%)	4.5
베타(12M) 일간수익률	0.49
52주 최저가(원)	43,100
52주 최고가(원)	63,800

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-4.4	-27.8	-31.0
상대주가	-4.0	-27.9	-27.9



[글로벌 바이오텍]

서미화

mihwa.seo@miraeasset.com

종근당홀딩스

종근당건강의 모멘텀이 필요하다

4Q24 Review: 매출액 2,271억원, 영업이익 69억원

4Q24 종근당홀딩스는 매출액 2,271억원(+1.1% YoY), 영업이익 69억원(+194.7% YoY)을 기록했다. 연결 자회사의 매출 증대 및 수익성 개선으로 매출 및 영업이익 모두 전년 대비 증가했다. 경보제약의 원료의약품 및 완제의약품 맥시제식주 판매 증가, 종근당건강의 유산균 신제품 출시 효과로 매출액은 전년동기 대비 1.1% 증가했다. 경보제약은 전년동기 대비 이익률이 개선(4.6%→5.0%)되었고, 종근당바이오는 전년동기 대비 흑자전환했다. 종근당건강의 건강기능식품은 당케어 유산균, 비타민 등의 신제품 매출이 증가하고 있으나, 신제품 출시에 따른 광고선전비 증가 및 홈쇼핑 수수료를 증가로 영업이익은 적자전환했다

2025년: 경보제약의 맥시제식주, 종근당건강의 신제품 매출 증가 기대

종근당홀딩스의 2025년 매출액은 1조 349억원(+8.1% YoY), 영업이익 429억원(+21% YoY)으로 추정했다. 경보제약의 완제의약품 맥시제식주의 매출 성장에 따라 외형성장 및 이익개선이 가능할 것으로 보인다. 맥시제식주가 24년 약 300억원(추정) 매출을 달성하며 완제의약품이 경보제약 총 매출액의 40.6% 비중을 차지(23년 33.8%)했다. 24년 영업이익률은 4.4%를 달성(23년 2.5%)했다. 또한, 경보제약은 26년까지 855억원 규모 ADC CDMO 공장 건설 계획을 발표했으며, 26년 11월 1차 가동을 목표로 하고 있다. 종근당바이오는 원료의약품의 해외 수출 및 프로바이오틱스 원말 매출 증가로 매출및 영업이익 개선 중이다. 2020년 이후 4년만에 연간 흑자를 기록했다. 종근당건강은 중국 시장 진출을 위해 현지 온라인 플랫폼(과징)과 협약도 추진 중이다.

투자의견 Trading Buy 유지, 목표주가 50,000원으로 하향

종근당홀딩스 투자의견 Trading Buy 유지하며, 목표주가는 50,000원으로 하향(기존 70,000원)한다. 종근당홀딩스의 현재주가는 PER 9.8배에 거래 중이다. 국내 주요 5개 제약 지주사 평균(12.9배) 대비 저평가 받고 있다. 주가 하락의 요인은 종근당건강 실적에 대한 불확실성 및 경보제약의 거래정지 이슈(24년 3월~12월) 때문이다. 경보제약은 완제의약품 맥시제식주로 매출의 성장이 크게 이뤄질 것으로 예상되며, 종근당바이오 또한 흑자유지 및 특신 제품의 허가가 기대된다. 하지만, 주가 반등에는 종근당건강의 건기식 매출 증가 및 이익개선 모멘텀이 필요하다는 판단이다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	880	958	1,035	1,107	1,204
영업이익 (십억원)	17	35	43	48	55
영업이익률 (%)	1.9	3.7	4.2	4.3	4.6
순이익 (십억원)	47	34	22	29	33
EPS (원)	9,383	6,706	4,422	5,712	6,559
ROE (%)	8.6	5.8	3.7	4.7	5.2
P/E (배)	6.3	7.1	9.8	7.6	6.6
P/B (배)	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
배당수익률 (%)	2.4	2.9	3.2	3.2	3.2

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

투자 의견 Trading Buy, 목표주가 50,000원 하향

종근당홀딩스의 투자 의견 Trading Buy 유지하며, 목표주가는 50,000원(기존 70,000원)으로 하향한다. 주가 하향의 근거는 낮아진 자회사의 주가 퍼포먼스이다. 과거 대비 경보제약+종근당건강+종근당의 시가총액은 23.6% 낮아졌다. 목표주가 산정에 반영된 가치 또한 기존 4,030억원에서 3,080억원으로 낮아졌다. 이에 따라 전체 NAV는 2,530억원(기존 3,480억원)이다.

표 1. 종근당홀딩스 목표주가 산정

(십억원)

내용	금액			비고
상장사	시가총액	지분율(%)	반영 가치	
경보제약	134	43%	58	최근 시가 기준
종근당바이오	113	39%	44	최근 시가 기준
종근당	1,111	25%	282	최근 시가 기준
소계(A)			338	20% 할인 후 가치
비상장사	장부가	지분율	반영 가치	비고
종근당건강	2.6	51%	103	2025F 추정 순이익 201억원, 적정 PER10
종근당산업	26.6	58%	15	
벨커뮤니케이션즈	0.4	51%	0	
벨E&C	0.7	42%	0	
벨I&S	3.0	40%	1	
기타자산	4.0		4	2024년 12월 말 기준
소계(B)			124	
투자자산합계(A+B)			431	
순차입금(C)			327	
브랜드 수수료(D)			149	
NAV(A+B-C+D)			253	
주식수(천주)			5,010	
주당 NAV(원)			50,461	

자료: 미래에셋증권 리서치센터

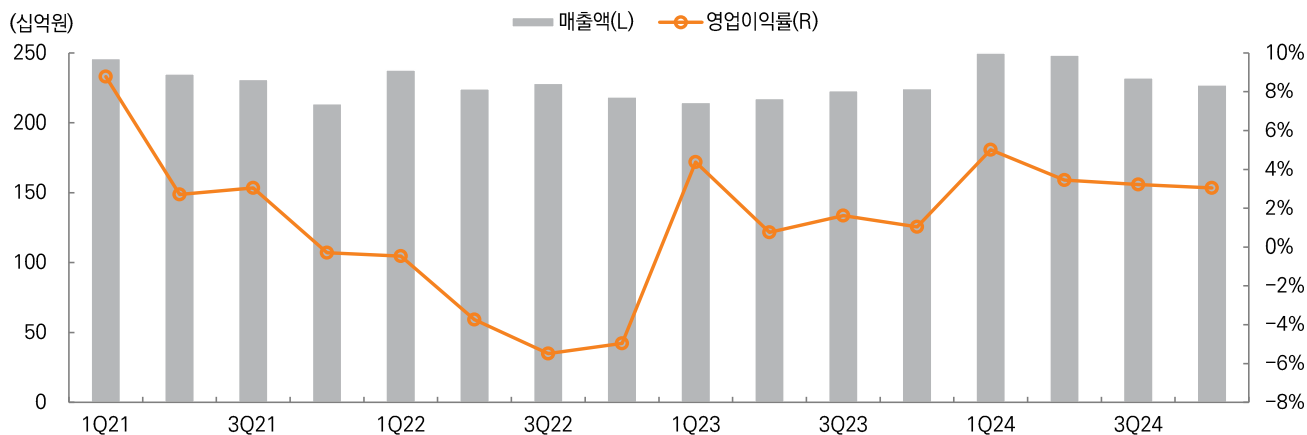
표 2. 종근당홀딩스 실적 추이 및 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2024	2025F	2026F
매출액	250.0	248.4	232.2	227.1	281.2	259.1	244.1	250.5	957.8	1,034.9	1,107.5
YoY	16.5%	14.2%	4.1%	1.1%	12.5%	4.3%	5.1%	10.3%	8.9%	8.1%	7.0%
영업이익	12.5	8.6	7.5	6.9	12.8	12.5	12.6	5.1	35.5	42.9	47.7
YoY	33.1%	420.3%	107.5%	194.7%	2.2%	45.7%	68.8%	-27.0%	108.7%	21.0%	11.1%
영업이익률	5.0%	3.4%	3.2%	3.0%	4.5%	4.8%	5.2%	2.0%	3.7%	4.1%	4.3%

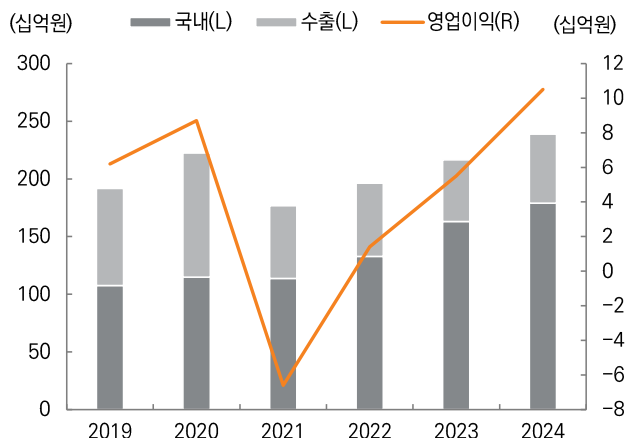
자료: 종근당홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 종근당홀딩스 분기별 실적 추이 및 전망



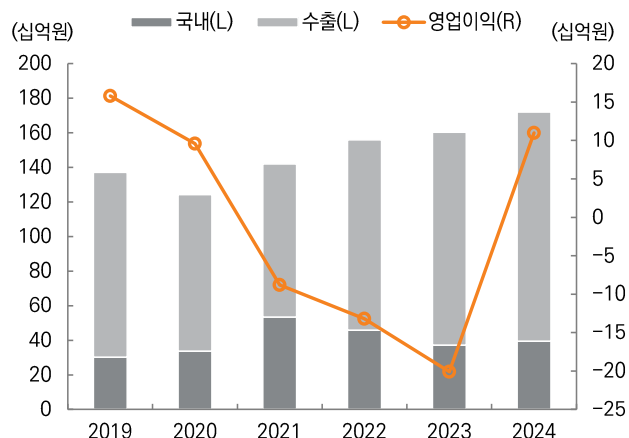
자료: 종근당홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 경보제약 매출액 및 영업이익 추이



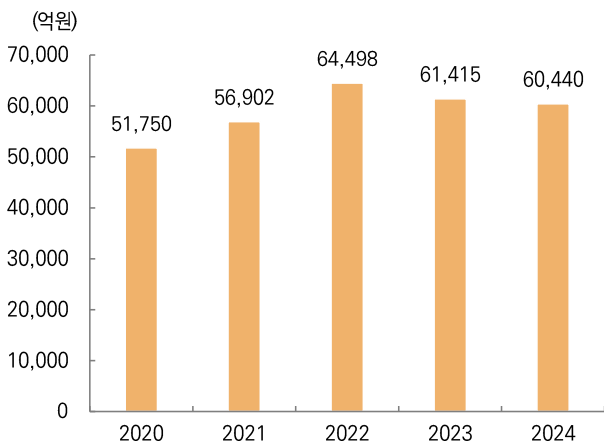
자료: 경보제약, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 종근당바이오 매출액 및 영업이익 추이



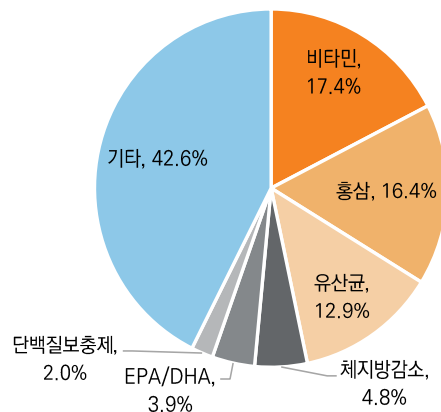
자료: 종근당홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 4. 건강기능식품 시장 규모 현황



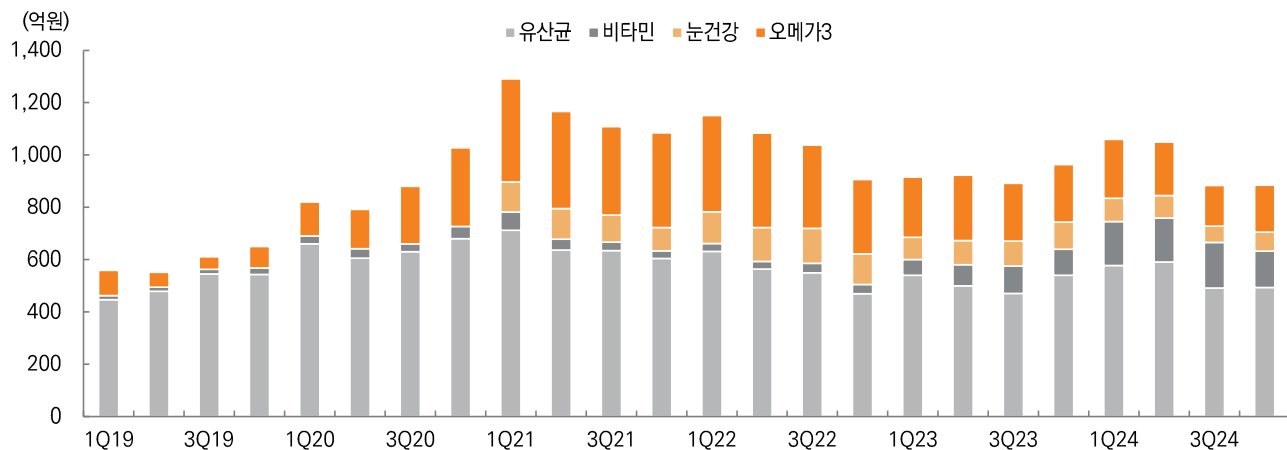
자료: 한국건강기능식품협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 5. 2024년 건강기능식품 매출 현황



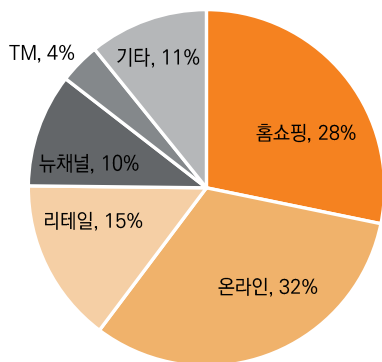
자료: 한국건강기능식품협회, 미래에셋증권 리서치센터

그림 6. 종근당건강 주요 품목 매출액 추이



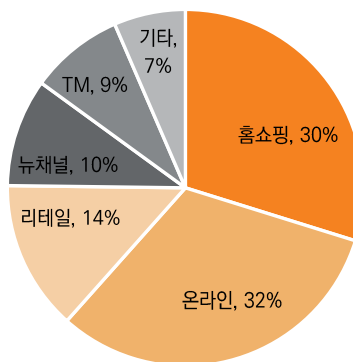
자료: 종근당홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 7. 2024년 종근당건강 유통 채널별 매출 비중



자료: 종근당홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

그림 8. 2023년 종근당건강 유통 채널별 매출 비중



자료: 종근당홀딩스, 미래에셋증권 리서치센터

종근당홀딩스 (001630)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	958	1,035	1,107	1,204
매출원가	513	552	590	639
매출총이익	445	483	517	565
판매비와관리비	409	440	470	509
조정영업이익	35	43	48	55
영업이익	35	43	48	55
비영업손익	5	-19	-19	-17
금융손익	-19	-19	-18	-17
관계기업등 투자손익	22	0	0	0
세전계속사업손익	40	24	29	38
계속사업법인세비용	0	-7	-11	-8
계속사업이익	40	31	40	46
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	40	31	40	46
지배주주	34	22	29	33
비지배주주	7	9	12	14
총포괄이익	36	31	40	46
지배주주	31	24	31	35
비지배주주	5	8	10	11
EBITDA	79	81	81	85
FCF	3	47	65	54
EBITDA 마진율 (%)	8.2	7.8	7.3	7.1
영업이익률 (%)	3.7	4.2	4.3	4.6
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.5	2.1	2.6	2.7

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	439	481	541	565
현금 및 현금성자산	29	31	76	61
매출채권 및 기타채권	128	141	146	159
재고자산	238	262	271	295
기타유동자산	44	47	48	50
비유동자산	1,057	1,054	1,034	1,038
관계기업투자등	343	378	392	426
유형자산	484	449	419	392
무형자산	31	28	25	22
자산총계	1,496	1,535	1,575	1,604
유동부채	503	516	521	507
매입채무 및 기타채무	99	110	113	123
단기금융부채	379	380	381	354
기타유동부채	25	26	27	30
비유동부채	143	147	148	151
장기금융부채	112	112	112	112
기타비유동부채	31	35	36	39
부채총계	646	663	669	658
지배주주지분	588	601	623	648
자본금	13	13	13	13
자본잉여금	175	175	175	175
이익잉여금	427	442	464	490
비지배주주지분	262	271	283	297
자본총계	850	872	906	945

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	24	47	65	54
당기순이익	40	31	40	46
비현금수익비용가감	45	50	40	38
유형자산감가상각비	40	35	31	27
무형자산상각비	4	4	3	3
기타	1	11	6	8
영업활동으로 인한 자산및부채의 변동	-47	-23	-9	-22
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	5	-13	-5	-12
재고자산 감소(증가)	-43	-24	-9	-24
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-6	6	2	6
법인세납부	-3	7	11	8
투자활동으로 인한 현금흐름	-38	-2	-1	-1
유형자산처분(취득)	-21	0	0	0
무형자산감소(증가)	-3	0	0	0
장단기금융자산의 감소(증가)	10	-2	-1	-1
기타투자활동	-24	0	0	0
재무활동으로 인한 현금흐름	-4	-6	-6	-33
장단기금융부채의 증가(감소)	13	1	0	-26
자본의 증가(감소)	0	0	0	0
배당금의 지급	-13	-7	-7	-7
기타재무활동	-4	0	1	0
현금의 증가	-16	2	45	-15
기초현금	45	29	31	76
기말현금	29	31	76	61

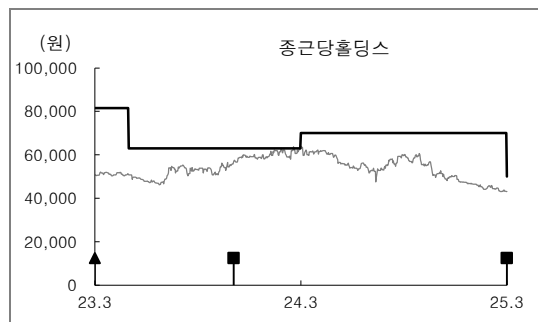
자료: 종근당홀딩스, 미래셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	7.1	9.8	7.6	6.6
P/CF (x)	2.8	2.7	2.7	2.6
P/B (x)	0.4	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA (x)	12.0	11.3	10.9	10.4
EPS (원)	6,706	4,422	5,712	6,559
CFPS (원)	17,072	16,151	16,135	16,828
BPS (원)	120,513	123,103	127,484	132,713
DPS (원)	1,400	1,400	1,400	1,400
배당성향 (%)	16.5	21.3	16.5	14.4
배당수익률 (%)	2.9	3.2	3.2	3.2
매출액증가율 (%)	8.9	8.1	7.0	8.7
EBITDA증가율 (%)	26.6	3.1	-0.1	4.3
조정영업이익증가율 (%)	108.7	21.0	11.1	16.1
EPS증가율 (%)	-28.5	-34.1	29.2	14.8
매출채권 회전율 (회)	7.7	7.9	8.0	8.2
재고자산 회전율 (회)	4.4	4.1	4.2	4.3
매입채무 회전율 (회)	8.5	9.0	9.0	9.2
ROA (%)	2.7	2.1	2.6	2.9
ROE (%)	5.8	3.7	4.7	5.2
ROIC (%)	4.6	7.5	8.8	9.4
부채비율 (%)	76.0	76.0	73.9	69.6
유동비율 (%)	87.3	93.2	103.8	111.5
순차입금/자기자본 (%)	52.7	49.0	42.1	39.0
조정영업이익/금융비용 (x)	1.7	2.1	2.3	2.8

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
종근당홀딩스 (001630)				
2025.03.25	Trading Buy	50,000	-	-
2024.03.25	Trading Buy	70,000	-23.49	-8.86
2023.11.27	Trading Buy	63,000	-13.14	1.11
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
84.62%	7.14%	8.24%	0%

* 2024년 12월 31일 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.