

종근당홀딩스(001630/KS)

기업가치 재평가, 주가 상승여력 큰 상태

매수(유지)

T.P 130,000 원(유지)

Analyst

하태기

tgha@sk.com

02-3773-8872

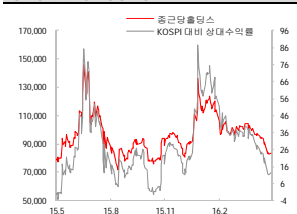
Company Data

자본금	112 억원
발행주식수	448 만주
자사주	96 만주
액면가	2,500 원
시가총액	3,739 억원
주요주주	
이정환(외8)	31.38%
자사주	21.36%
외국인지분률	6.50%
배당수익률	1.40%

Stock Data

주가(16/05/10)	83,500 원
KOSPI	1967.81 pt
52주 Beta	1.75
52주 최고가	146,000 원
52주 최저가	72,000 원
60일 평균 거래대금	19 억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-16.9%	-16.7%
6개월	-11.0%	-8.4%
12개월	13.8%	20.6%

종근당홀딩스의 기업가치를 재평가했다. 그 결과 순수 사업가치는 217 억원, 자회사 지분 가치는 3,716 억원으로 평가되었다. 신약개발과 M&A 잠재력 등에 대한 프리미엄을 부여 한 후의 최종 기업가치는 5,670 억이며, 주식수로 나눈 적정주가는 135,216 원으로 추정 되었다. 기존 목표주가와의 차이가 크지 않고 자회사 주가의 변동성을 감안하여 목표주가 130,000 원을 유지한다. 올해 큰 폭의 주가하락으로 향후 상승 여력이 큰 상황이다.

목표주가 130,000 원 유지

종근당홀딩스의 사업가치와 자회사 지분가치를 재평가했다. 그 결과 기존 목표주가와 큰 차이가 없어 최종 목표주가는 130,000 원으로 유지한다. 금년 들어 주가 하락으로 상승여력이 확대된 상황이다.

종근당, 경보제약, 종근당바이오 등 자회사 지분가치 상승 중

동사의 기업가치 평가는 지주사 특성을 반영, **사업가치와 자회사 지분가치로 구분**하여 추정하는 것이 옳을 것이다. **첫째 사업가치이다.** 브랜드 로열티와 경영자문료, 그리고 배당금이 대부분이며, 여기서 창출되는 매출과 이익이 적기 때문에 순수 사업가치가 크지 않은 상황이다. 동사의 순수 사업가치는 금년 예상 순이익(배당금 차감 후)에 PER 20 배를 부여하여 217 억원으로 평가했다. **둘째 자회사 지분가치이다.** 계열사 지분가치는 전체 3,716 억원으로 평가된다. 자회사 중에서 사업자회사 종근당(지분 19.88%)은 외형 고성장과 R&D 부문이 재평가되며 금년 초에 주가가 급등한 후 하락했지만 현재 주가 수준이 2015 년 평균대비 크게 높아 보유 지분(시장)가치는 상승한 상황이다. 경보제약(지분 33.36%)은 주가하락에 따라 지분가치가 소폭 감소했다. 종근당바이오(지분 3.1%)는 원가율이 개선되고 환율상승효과가 가세하여 영업실적이 개선되었다. 그 결과 주가도 상승, 지분가치가 크게 증가했다. 그 외 비상장 자회사는 자본총액에서 지분을 만큼 반영하여 평가했다. 사업가치와 계열사지분가치 합계에 신약개발, M&A 등과 같은 성장 잠재력을 반영, 프리미엄 20%를 추가 부여했다. 이렇게 하여 산정된 최종 기업가치는 5,670 억원이며 주식수로 나눈 적정주가는 135,000 원으로 추정되었다.

제약 지주사로서 미래 성장 잠재력 높음

동사는 종근당 그룹의 지주사이다. 2015 년 경보제약 상장 이후, 이제 지주사 밖에서 남아 있는 주요 자회사는 종근당바이오(지분율 3.1%)이다. 멀지 않은 시점에 지분구조를 지주사 체제로 완결짓고 그룹의 성장전략을 다양하게 추진할 수 있을 것이다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	억원	32	112	141	164	175	195
yoy	%	342.3	244.4	26.4	16.1	6.8	11.5
영업이익	억원	9	67	97	104	110	123
yoy	%	흑전	661.1	44.2	7.3	6.4	11.5
EBITDA	억원	162	68	97	105	111	124
세전이익	억원	-40	73	717	105	118	129
순이익(지배주주)	억원	4,015	62	552	81	91	99
영업이익률%	%	27.1	59.9	68.4	63.2	63.0	63.0
EBITDA%	%	497.4	60.4	68.9	64.0	63.6	63.5
순이익률	%	12,358.1	55.6	390.3	49.3	51.7	50.8
EPS	원	-385	1,710	13,228	1,808	2,023	2,217
PER	배	N/A	35.0	8.4	46.2	41.3	37.7
PBR	배	1.2	1.6	2.0	1.4	1.4	1.4
EV/EBITDA	배	6.7	26.9	42.3	26.3	23.3	19.5
ROE	%	163.9	4.7	28.3	3.2	3.5	3.7
순차입금	억원	-462	-360	-850	-975	-1,145	-1,322
부채비율	%	7.2	0.9	6.5	7.0	7.4	8.2

종근당홀딩스 주가 밸류에이션

(단위: 억원)

	시가총액	지분율	
사업가치(로열티 및 수수료수입)			217
종근당	10,726	19.88%	2,132
경보제약	3,610	33.36%	1,204
종근당바이오	1,608	3.10%	50
종근당산업		13.70%	32
벨이앤씨	자본총계	42.38%	7
벨컴	39	90.63%	35
종근당건강	93	51.00%	47
CKD창투	92	56.29%	52
CKD벤처 3호	97	60.00%	58
CKD벤처 5호	147	60.00%	88
기타			10
계열사 가치			3,716
합계			3,933
신약 등 프리미엄		20%	764
보유현금			950
합계			5,670
발행주식수(주)			4,477,766
자기주식수(주)			284,771
유통주식수(주)			4,192,995
적정주가(원)			135,216

자료 SK 증권

주: 계산된 적정주가가 기존 목표주가와 차이가 적어 목표주가 변화 없이 유지함

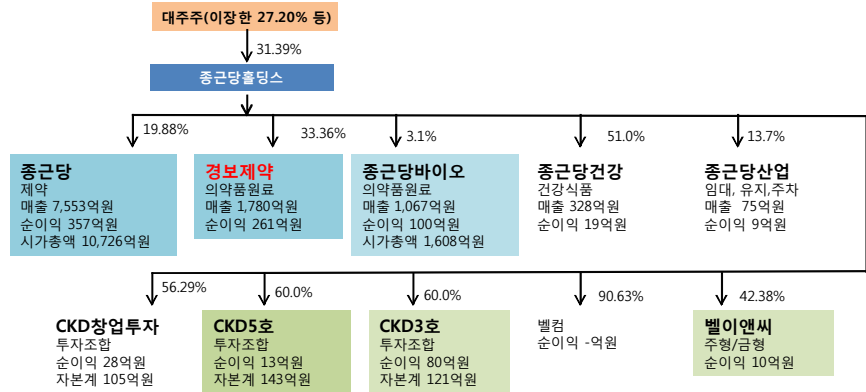
종근당홀딩스 사업가치

(단위: 억원)

종근당홀딩스 사업가치	2016년
브랜드매출액	50
수수료수입	17
배당금	82
합계	149
영업이익	96
배당금부분차감	82
배당차감 후 영업이익	14
세후 순이익	11
PER(배)	20
사업가치	217

자료 SK 증권

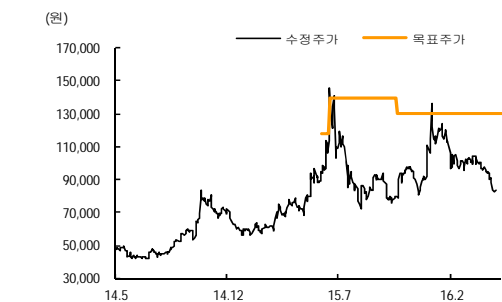
종근당그룹 지배구조



자료 : 종근당 사업보고서

주 : 종근당, 종근당바이오의 영업실적은 2016년 추정치, 그 외는 2015년 기준

투자의견변경	일시	투자의견	목표주가
	2016.05.11	매수	130,000원
	2015.11.02	매수	130,000원
	2015.06.25	매수	140,000원
	2015.06.09	매수	118,000원



Compliance Notice

- 작성자(하태기)는 본 조사분석자료에 기재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2016년 5월 11일 기준)

매수	96.43%	중립	3.57%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

대차대조표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	367	858	984	1,154	1,332
현금및현금성자산	222	709	835	1,004	1,182
매출채권및기타채권	4	6	6	7	7
재고자산	0	0	0	0	0
비유동자산	996	1,861	1,789	1,707	1,636
장기금융자산	97	103	103	103	103
유형자산	0	1	1	0	0
무형자산	25	25	26	27	28
자산총계	1,363	2,719	2,772	2,861	2,968
유동부채	12	165	176	188	210
단기금융부채	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무	6	2	2	2	2
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	0	1	5	10	14
장기금융부채	0	0	0	0	0
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	13	166	182	198	224
지배주주지분	1,350	2,553	2,591	2,663	2,745
자본금	91	112	112	112	112
자본잉여금	91	738	738	738	738
기타자본구성요소	-58	-58	-58	-58	-58
자기주식	-58	-58	-58	-58	-58
이익잉여금	1,215	1,743	1,774	1,840	1,915
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	1,350	2,553	2,591	2,663	2,745
부채외자본총계	1,363	2,719	2,772	2,861	2,968

현금흐름표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	-84	0	92	105	114
당기순이익(손실)	62	552	81	91	99
비현금성항목등	-40	-537	24	21	25
유형자산감가상각비	0	0	1	0	0
무형자산상각비	0	1	1	1	1
기타	2	7	11	11	11
운전자본감소(증가)	-9	-5	10	20	20
매출채권및기타채권의 감소(증가)	1	-1	0	0	-1
재고자산감소(증가)	0	0	0	0	0
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	4	-4	0	0	0
기타	-14	1	10	21	21
법인세납부	-98	-10	-22	-27	-30
투자활동현금흐름	46	512	84	90	88
금융자산감소(증가)	7	-9	0	0	0
유형자산감소(증가)	0	-1	0	0	0
무형자산감소(증가)	0	-2	-2	-2	-2
기타	40	524	86	91	90
재무활동현금흐름	-57	-25	-50	-25	-25
단기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
장기금융부채증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-57	-23	-50	-25	-25
기타	0	-2	0	0	0
현금의 증가(감소)	-94	487	126	170	178
기초현금	317	222	709	835	1,004
기말현금	222	709	835	1,004	1,182
FCF	-31	223	89	104	114

자료 : 증권당홀딩스, SK증권 추정

손익계산서

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	112	141	164	175	195
매출원가	0	0	0	0	0
매출총이익	112	141	164	175	195
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
판매비와관리비	45	45	60	65	72
영업이익	67	97	104	110	123
영업이익률 (%)	59.9	68.4	63.2	63.0	63.0
비영업손익	6	621	2	7	6
순금융비용	-10	-10	-13	-14	-17
외환관련손익	0	0	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	621	0	0	0
세전계속사업이익	73	717	105	118	129
세전계속사업이익률 (%)	65.2	507.3	64.1	67.2	66.0
계속사업법인세	11	165	24	27	30
계속사업이익	62	552	81	91	99
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	62	552	81	91	99
순이익률 (%)	55.6	390.3	49.3	51.7	50.8
지배주주	62	552	81	91	99
지배주주귀속 순이익률(%)	55.64	390.26	49.32	51.7	50.78
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	89	558	88	97	106
지배주주	89	558	88	97	106
비지배주주	0	0	0	0	0
EBITDA	68	97	105	111	124

주요투자지표

월 결산(억원)	2014	2015	2016E	2017E	2018E
성장성 (%)					
매출액	2444	264	161	68	115
영업이익	661.1	44.2	7.3	6.4	11.5
세전계속사업이익	흑전	883.2	-85.3	11.9	9.6
EBITDA	-58.2	44.0	7.9	6.1	11.3
EPS(계속사업)	-544.2	673.7	-86.3	11.9	9.6
수익성 (%)					
ROE	4.7	28.3	3.2	3.5	3.7
ROA	4.5	27.0	3.0	3.2	3.4
EBITDA마진	60.4	68.9	64.0	63.6	63.5
안정성 (%)					
유동비율	3,013.5	520.0	558.7	613.8	635.5
부채비율	0.9	6.5	7.0	7.4	8.2
순차입금/자기자본	-26.7	-33.3	-37.7	-43.0	-48.2
EBITDA/이자비용(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	1,710	13,228	1,808	2,023	2,217
BPS	37,087	57,020	57,856	59,480	61,298
CFPS	1,726	13,244	1,837	2,046	2,236
주당 현금배당금	700	1,200	700	700	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	48.8	11.0	75.2	67.2	61.4
PER(최저)	24.1	4.2	45.9	41.0	37.4
PBR(최고)	2.3	2.6	2.4	2.3	2.2
PBR(최저)	1.1	1.0	1.4	1.4	1.4
PCR	34.7	8.4	45.5	40.8	37.3
EV/EBITDA(최고)	39.6	58.4	48.7	44.4	38.4
EV/EBITDA(최저)	16.9	12.2	26.1	23.1	19.3