

건강기능식품

선택 → 필수 소비재, 전환은 시작됐다



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

투자의견

Overweight

비중확대, 신규

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

Rating & Target

종목명	투자의견	목표주가
콜마비엔에이치	Buy	37,000원
노바렉스	Buy	28,000원
종근당바이오	N/R	N/R
서흥	N/R	N/R
에이치엘사이언스	N/R	N/R
뉴트리	N/R	N/R

분기별 실적 성장 입증 중인 건기식 업종, 밸류에이션 리레이팅 필요

- 주요 9개 건기식 업체 2Q19 합산 매출액, 영업이익 증가율 전년 대비 각각 23%, 35% 기록. 2019년 합산 매출액, 영업이익 21%, 38% 성장 전망. 필수소비재, 음식료 2분기 매출액 증가율은 각각 6.5%, 7.0%, 영업이익 증가율 1.0%, 4.7% 기록
- 업황 호조에도 6월 이후 전반적인 건기식 업체들의 12개월 Forward PER 15배에서 10배 초반까지 하락. 2020년 예상 국내 경제 성장률은 2.3%로 둔화가 예상되는 상황에서도 주요 건기식 업체들의 2020년 EPS 증가율 17%의 고성장 전망

일본의 고령사회 진입 이후 건기식 시장과 비교 가능한 국내 시장

- 일본은 1994년 고령사회 진입. 고령화를 증가와 함께 건강기능식품 시장 본격적인 성장세. 특정보건용식품 시장 연평균(1997년~2007년) 17.9%의 고성장 기록. 동기간 일본 경제는 성장 정체된 불황을 겪었기 때문에 더 의미있는 성장
- 한국은 2017년 고령사회(고령화율 14.2% 기록) 진입. 2025년에는 20.2%로 초고령사회 접어들 것으로 예상. 2000년 고령화사회 진입 이후 불과 20년만에 급속한 인구구조 변화가 이뤄지고 있는 만큼 과거 일본과 같은 구조적인 성장 전망

정부의 건기식 시장 규제 완화 움직임은 시장의 추가 성장 동력

- 정부는 2019년 4월 대형마트, 백화점 등 건기식 자유판매, 일반식품에 기능성 표시 허용 등 추진. 7월 소비자 요구에 맞는 맞춤형포장을 위한 건기식 소분 제조 및 판매 허용도 추진 중
- 일본은 2015년 기능성표시식품 제도 도입 이후 전체 건기식 시장 확대. 2018년까지 연평균(2014~2018) 5.1%의 증가율 기록. 한국도 정부의 규제 완화 노력이 이어지는 만큼 정부 주도의 시장 성장 가능하다고 판단

밸류체인별 선호도: 종합 건기식 업체, ODM/OEM, 브랜드순

- 1) 높은 인지도 기반 자체 제조 및 브랜드에서 경쟁 우위를 가질 수 있는 종합 건기식 업체, 2) 충분한 캐파 확보로 증가하는 시장, 늘어나는 판매 업체(브랜드사, 네트워크 업체)에 대응할 수 있는 ODM/OEM 업체, 3) 개별인정형 원료를 다수 보유한 업체의 수혜 기대
- Top picks로 콜마비엔에이치, 노바렉스, 종근당바이오 제시. 관심주로 서흥, 에이치엘사이언스, 뉴트리 제시

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	987	1,163	1,433	1,654	1,890
영업이익	115	138	193	231	275
세전순이익	118	138	197	232	277
총당기순이익	97	109	161	187	224
지배지분순이익	92	105	155	182	218
EPS	11,284	12,249	17,587	20,598	24,676
PER	17.6	13.8	13.1	11.2	9.4
BPS	84,200	93,387	105,858	124,280	146,622
PBR	2.3	1.8	2.1	1.8	1.5
ROE	13.3	13.9	17.5	17.5	17.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출

자료: 콜마비엔에이치, 에이치엘사이언스 서흥, 노바렉스, 종근당바이오, 뉴트리 합산, 대신증권 Research&Strategy본부

Contents

I	Summary	3
II	내수소비재 중 돌보이는 2분기 실적	7
III	건강기능식품 산업 전망	10
IV	국내 건강기능식품 시장 현황	18
V	건강기능식품 밸류체인 및 Valuation	21
VI	기업 분석	26
	콜마비앤에이치(200130)	27
	노바렉스(194700)	36
	종근당바이오(063160)	41
	서흥(008490)	47
	에이치엘사이언스(239610)	52
	뉴트리(270870)	58

I. Summary

건기식 업종 2분기
내수소비재 내 돋보
이는 실적 성장 기록

건기식 업종 분기별 실적으로 입증한 성장성, 밸류에이션 리레이팅 필요

2019년 2분기 실적 발표가 마무리된 이후 건기식 업체들의 실적 성장이 돋보였다. 주요 9개 건기식 업체들의 2Q19 합산 매출액, 영업이익 증가율은 전년 대비 각각 23%, 35%를 기록했다. 코스닥 전체(+9.5% YoY) 및 여러 업종 대비 돋보이는 실적 성장을 보여줬지만 대내외 환경에 따른 국내 증시의 하락 속에 관심 받지 못했다. 2019년 9개 건기식 업체들의 합산 매출액, 영업이익은 전년 대비 21%, 38% 성장이 전망된다.

특히 필수소비재 및 음식료 업종의 실적과 비교하면 차이는 더 확연히 나타난다. 필수소비재, 음식료의 2분기 매출액 증가율은 전년 대비 각각 6.5%, 7.0%, 영업이익 증감률은 1.0%, 4.7%를 기록했다. 내수소비재 섹터인 음식료, 필수생활용품 업체들의 평균 PER은 성장 둔화에도 여전히 15~16배 수준을 유지하고 있다. 반면 건기식 업체들은 전반적인 업황 호조에도 6월 이후 12개월 Forward PER가 15배에서 10배 초반까지 하락했다.

2020년 국내 경제 성장률 둔화가 예상되는 가운데 주요 건기식 업체들의 2020년 EPS 증가률은 17%(+YoY)의 고성장이 전망된다. 필수소비재 및 유통 섹터의 성장률에 비해 높은 성장률 감안 시 밸류에이션 정상화가 필요하다고 판단한다.

일본의 고령사회 진입 이후 건기식 시장과 비교 가능한 국내 시장

일본은 1991년 보건용식품제도가 시행되었고 1994년 고령사회(65세 이상 인구 비중 14% 이상)에 접어들었다. 고령화를 증가와 함께 건강기능식품 시장은 본격적인 성장세를 보였다. 일본이 고령사회에서 초고령사회로 넘어간 기간 동안 특정보건용식품 시장은 연평균(1997년~2007년) 17.9%의 고성장을 기록했다. 동기간 일본 GDP는 성장이 정체된 불황을 겪었기 때문에 더 의미있는 성장이라고 할 수 있다.

한국은 2017년 고령사회에 진입했다. 2025년에는 20.2%로 가파르게 증가해 초고령사회(후기고령사회, 65세 이상 인구 비중 20% 이상)로 접어들 것으로 예상된다. 2000년 처음으로 고령화사회(65세 이상 인구 비중 7% 이상)에 진입한 이후 불과 20년만에 급속한 인구구조 변화가 이뤄지고 있는 만큼 과거 일본과 같은 구조적인 성장이 전망된다.

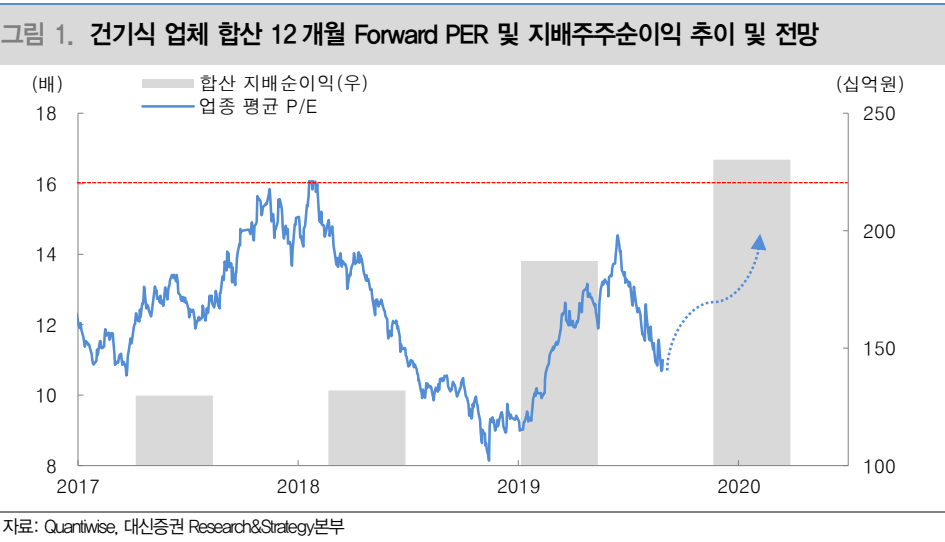
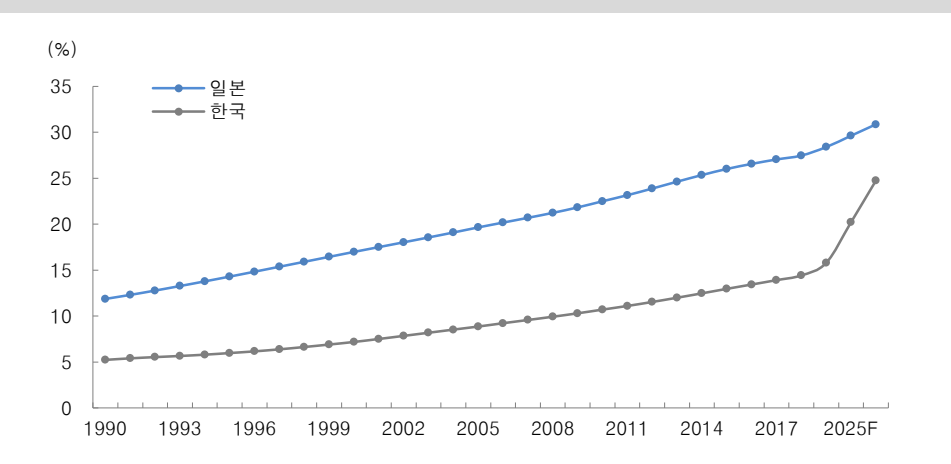
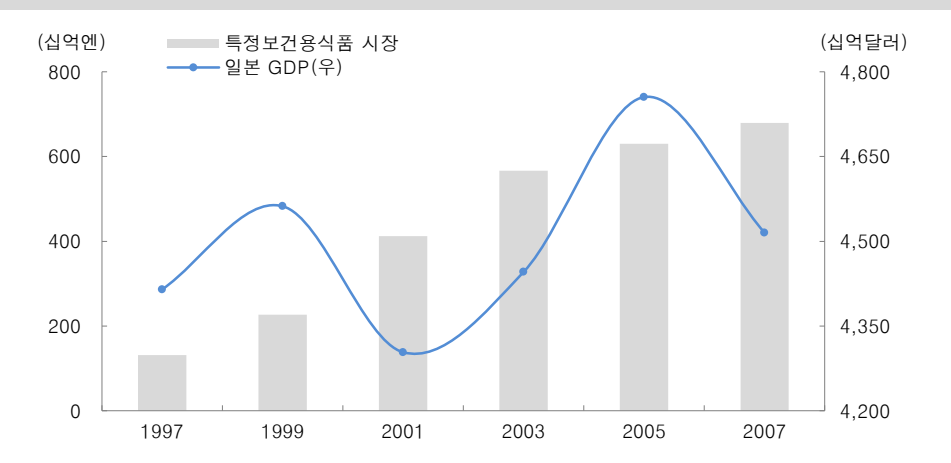


그림 2. 한국, 일본의 고령화율 추이 비교



자료: WorldBank, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 3. 과거 고령 사회 진입한 시기 일본 특정보건용식품 시장, GDP 규모 비교



자료: 일본건강영양식품협회, 대신증권 Research&Strategy본부

정부의 규제 완화는
사회구조적인 필연적
흐름

정부의 건기식 시장 규제 완화 움직임은 시장의 추가 성장 동력

정부의 건기식 시장 규제 완화 흐름도 긍정적이다. 2019년 4월 대형마트, 백화점 등의 ‘건기식 자유판매 허용’, 과학적 근거 확보된 일반식품에도 ‘기능성 표시 허용’ 등이 언급됐다. 2019년 7월에는 식약처에서 발표한 ‘건강기능식품에 관한 법률’ 일부 개정안에 소비자 요구에 맞는 맞춤형포장을 위한 건기식 소분 제조 및 판매를 허용하는 내용이 포함되어 건기식 시장의 대중화를 추진하고 있다.

건기식 규제 완화는 저출산, 고령화 심화로 커져가는 건강보험 부담에 대한 우려를 다소 완화시키기 위한 것으로 판단된다. 보건복지부에 따르면 2018년 건강보험 누적 적립금은 20.6조원에서 2023년 11.8조원으로 46% 감소할 것으로 전망되며 2026년 누적 적립금 고갈이 예상된다. 사회구조적인 변화로 의료비 부담이 증가하는 상황에서 건기식 시장 규제 완화는 국민들이 사전에 질병을 예방해 의료비 부담을 줄이도록 하는 셀프 메디케이션의 촉진으로 이어질 것이다.

일본에서도 2015년 기능성표시식품 제도 도입 이후 건기식 시장은 성장했다. 2014년 3,768억엔 규모에서 2015년 4,175억엔으로 10.8% 증가했고 2018년까지 연평균 (2014~2018) 5.1%의 증가율을 기록한 것으로 추정된다. 세계 건기식 시장 내 2위 규모로 이미 성숙해진 일본에서 꾸준한 성장세는 의미있다. 한국도 정부의 규제 완화 노력이 이어지는 만큼 정부 주도의 시장 성장은 의심의 여지가 없다고 판단한다.

밸류체인별 선호도: 종합 건기식 업체, ODM/OEM, 브랜드순

Top Picks:
콜마비엔에이치,
노바렉스,
종근당바이오

관심주: 서흥,
에이치엘사이언스,
뉴트리

건기식 시장 성장에 따른 밸류체인별 수혜 정도는 종합 업체, ODM/OEM, 브랜드 업체순으로 기대된다. 1) 높은 인지도 기반 자체 제조 및 브랜드에서 경쟁 우위를 가질 수 있는 종합 건기식 업체, 2) 충분한 캐파 확보로 증가하는 시장, 늘어나는 판매 업체(브랜드사, 네트워크 업체)에 대응할 수 있는 ODM/OEM 업체, 3) 개별인정형 원료를 다수 보유한 업체의 수혜가 기대된다. Top picks로 콜마비엔에이치, 노바렉스, 종근당바이오를 제시한다. 관심주는 서흥, 에이치엘사이언스, 뉴트리다.

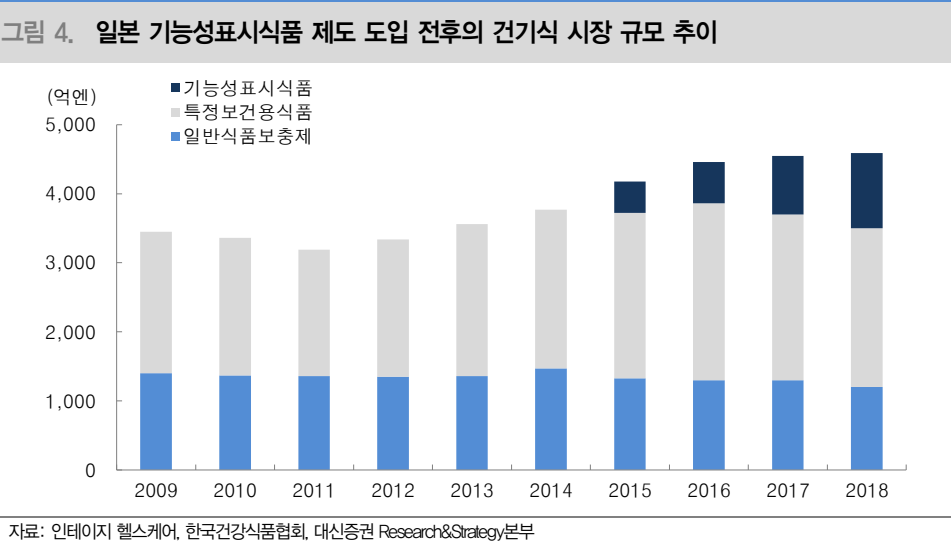


표 1. 건강기능식품 산업 자료 내 종목 밸류에이션 (단위: 십억원, %, 배)

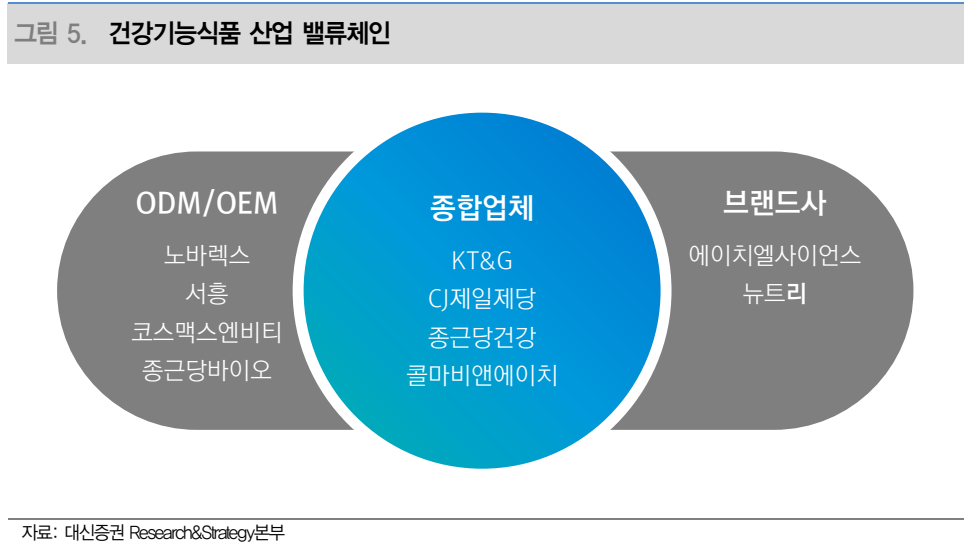
종목명	종목코드	시가총액	매출액 증가율		영업이익 증가율		PER		PBR	
			2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
콜마비엔에이치	200130	774.0	17.4	12.1	25.4	12.2	13.1	11.5	3.0	2.4
노바렉스	194700	179.2	36.3	22.2	34.5	30.3	12.2	9.7	2.0	1.7
종근당바이오	063160	150.9	7.0	15.9	112.9	31.5	11.6	9.2	0.9	0.9
서흥	008490	364.4	13.2	9.5	24.7	6.9	9.4	9.7	1.1	1.0
에이치엘사이언스	239610	424.2	114.2	28.3	130.3	30.6	18.2	14.0	5.0	3.8
뉴트리	270870	141.8	34.3	26.6	21.2	60.8	13.7	8.8	2.4	1.9

자료: Quantiwise, 대신증권 Research&Strategy 본부

표 2. 건강기능식품 주요 업체 리스트 (단위: 십억원)

부문	주요 기업	시가총액	주요 사업 내용
브랜드 (종합 업체 포함)	콜마비엔에이치	774.0	애틀미 통한 헤모힘, 진생 유산균 판매, ODM/OEM 사업도 병행
	종근당홀딩스	463.4	종근당건강 락토피 인기로 국내 1 위 유산균 매출 기록
	에이치엘사이언스	424.2	자체 원료로 주로 브랜드 사업, 빨강석류, 새싹보리, 우슬시크릿 등 판매
	뉴트리	141.8	국내 최초 콜라겐 개별인정형 원료로 에버콜라겐 판매
	셀바이오텍	173.4	프로바이오틱스 브랜드 듀오락 제품군 판매
ODM/OEM (원료 제조 업체 포함)	서흥	364.4	글로벌 3 위 하드캡슐 제조 업체, 건가식 ODM/OEM 사업 영위
	노바렉스	179.2	국내 최대 개별인정형 원료를 바탕으로 ODM/OEM 사업
	종근당바이오	150.9	종근당건강향 프로바이오틱스 원말 공급, 브랜드, OEM 사업 계획 중
	코스맥스엔비티	162.3	기능성 원료 연구 및 미국, 호주 등 현지 공장 확보하며 ODM/OEM 사업

자료: Quantiwise, 대신증권 Research&Strategy 본부



II. 내수소비재 중 돋보이는 2분기 실적

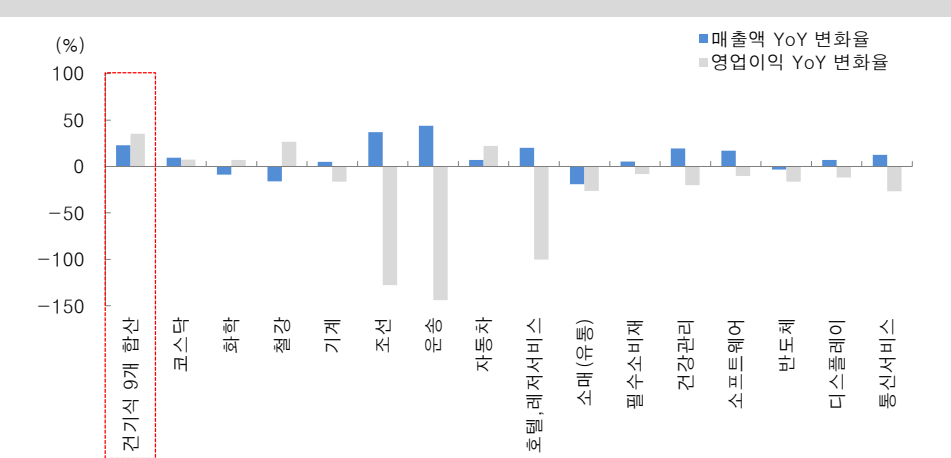
2분기 건기식 9개 업체 합산 매출액, 영업이익 각각 23%, 35% 증가 기록

건기식 주요 9개 업체
2분기 매출액,
영업이익의 증가율
각각 23%, 35% 기록

건강기능식품(건기식) 시장의 성장세는 여전히 현재 진행형이다. 2분기 실적 발표가 마무리된 이후 건기식 업체들의 실적 성장이 돋보였다. 2분기 주요 9개 건기식 업체들의 합산 매출액, 영업이익의 증가율은 각각 23%, 35%를 기록했다. 코스닥 전체 및 여러 업종 대비 돋보이는 실적 성장을 보여줬지만 대내외 환경에 따른 국내 증시의 하락 속에 관심을 받지 못했다.

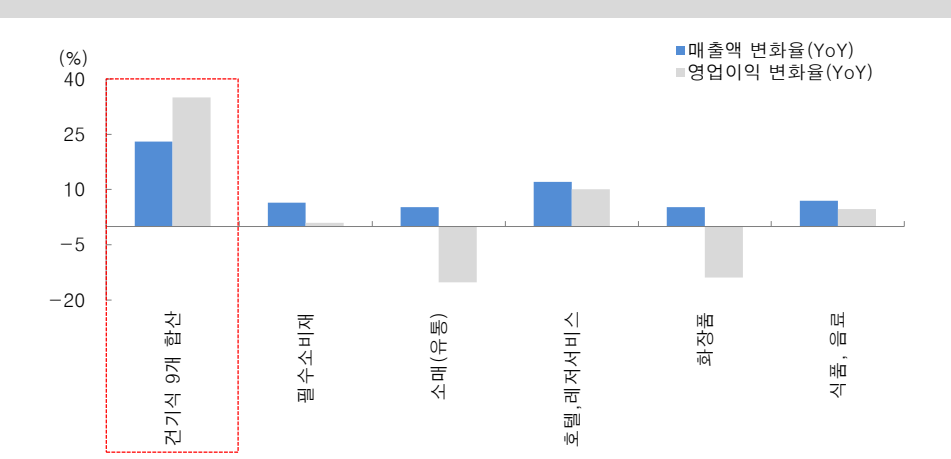
특히 필수소비재 및 음식료 업종의 실적과 비교하면 차이는 더 확연히 나타난다. 필수소비재, 음식료의 2분기 매출액 증가율은 각각 6.5%, 7.0%, 영업이익의 증가율은 1.0%, 4.7%를 기록했다. 국내 경제 성장률이 둔화된 상황에서 상대적으로 높은 성장을 이어가는 건기식 업종에 관심이 필요하다.

그림 6. 2Q19 건기식 업체 및 코스닥 섹터별 실적 YoY 증감률 비교



주: 건기식 9개 업체: 콜마비엔에이치, 종근당홀딩스, 에이치엘사이언스, 서흥, 노바렉스, 셀바이오텍, 코스맥스엔비티, 뉴트리, 코스맥스비티아이
자료: Quantwise, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 7. 2Q19 건기식 업체 및 필수소비재 실적 비교



자료: Quantwise, 대신증권 Research&Strategy본부

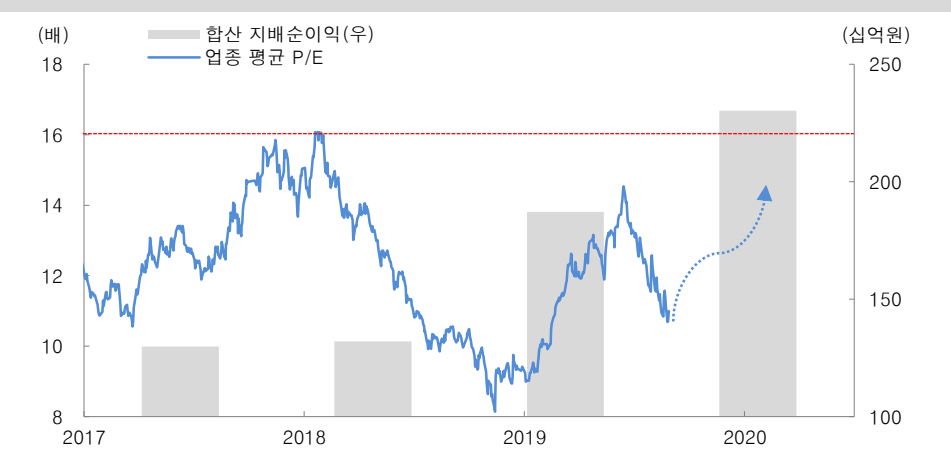
실적 호조에도
밸류에이션은 하락해
10배 초반으로
부담없는 수준

예상보다 좋은 업황 호조에도 멀티플은 하락한 아이러니한 상황

주요 건기식 상장 업체들은 연초 사업계획에 비해 상반기에 더 나은 성장세를 보여줬다. 업황 호조에도 전반적인 건기식 업체들의 12개월 Forward PER는 연초 10배 수준에서 15배까지 상승했다 6월 이후 다시 하락하며 10배 초반까지 내려왔다. 국내 경제 성장률은 둔화되고 내수 경기도 불황 국면에 접어들었음에도 불구하고 주요 건기식 업체들의 2020년 EPS 증가률은 17%의 고성장이 전망된다.

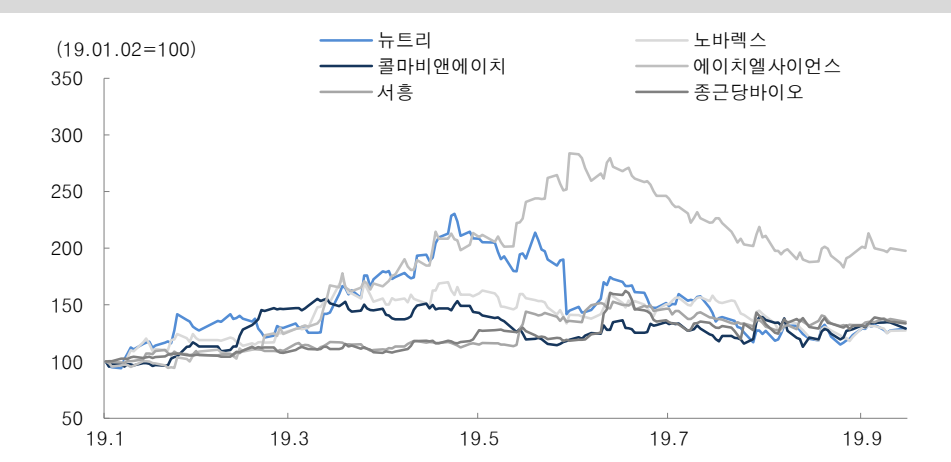
대표적인 내수소비재 섹터인 음식료, 필수생활용품 업종의 평균 PER은 성장 둔화에도 여전히 15~16배 수준을 유지하고 있다. 필수소비재 및 유통 섹터의 성장률에 비해 높은 성장률은 감안하면 밸류에이션 정상화가 필요하다고 판단한다.

그림 8. 건기식 업체 합산 12개월 Forward PER 및 지배주주순이익의 추이 및 전망



주: 주요 7개 업체(콜마비엔에이치, 에이치엘사이언스, 종근당홀딩스, 종근당바이오, 서흥, 노바렉스, 뉴트리) 기준
자료: Quantwise, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 9. 건강기능식품 주요 기업 상대주가 추이



자료: Quantwise, 대신증권 Research&Strategy본부

표 3. 건기식 주요 기업 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

종목명	구분	2Q18	3Q18	2Q19	3Q19F		2019F		2020F	
					추정치	YoY	추정치	YoY	추정치	YoY
콜마비엔에이치	매출액	120.7	116.9	116.4	109.8	-6.1	453.6	17.4	508.0	12.0
	영업이익	13.7	13.7	19.8	17.6	28.6	74.0	26.4	83.0	12.2
노바렉스	매출액	28.8	30.1	40.6	41.5	38.1	146.2	36.2	178.6	22.2
	영업이익	3.5	3.8	4.4	4.5	18.1	15.2	34.2	19.8	30.3
종근당바이오	매출액	30.9	32.6	33.0	34.4	5.7	133.2	7.0	154.4	15.9
	영업이익	0.9	2.8	4.0	4.2	51.6	14.9	112.6	19.6	31.5
서흥	매출액	104.1	94.8	115.4	109.3	15.3	445.5	13.2	487.7	9.5
	영업이익	12.0	8.0	13.6	12.3	53.4	49.0	24.7	52.4	6.9
에이치엘사이언스	매출액	15.6	16.6	37.5	34.5	108.5	137.3	114.2	176.2	28.3
	영업이익	3.0	3.3	7.4	6.9	109.1	28.1	129.4	36.7	30.6
뉴트리	매출액	-	21.8	28.3	29.6	36.0	117.1	34.3	148.3	26.6
	영업이익	-	3.1	2.9	3.4	9.0	12.0	21.3	19.3	60.8
*종근당홀딩스	매출액	128.4	133.5	180.5	-	-	705.8	32.9	824.5	16.8
	영업이익	12.7	14.5	27.4	-	-	88.8	65.3	119.8	34.9
*코스맥스엔비티	매출액	45.2	53.1	49.8	53.9	1.5	227.8	12.9	245.8	7.9
	영업이익	3.0	4.9	1.0	3.2	-34.2	11.1	-38.5	23.5	112.3

주: 종근당홀딩스, 코스맥스엔비티는 컨센서스 추정치 사용
자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

III. 건강기능식품 산업 전망

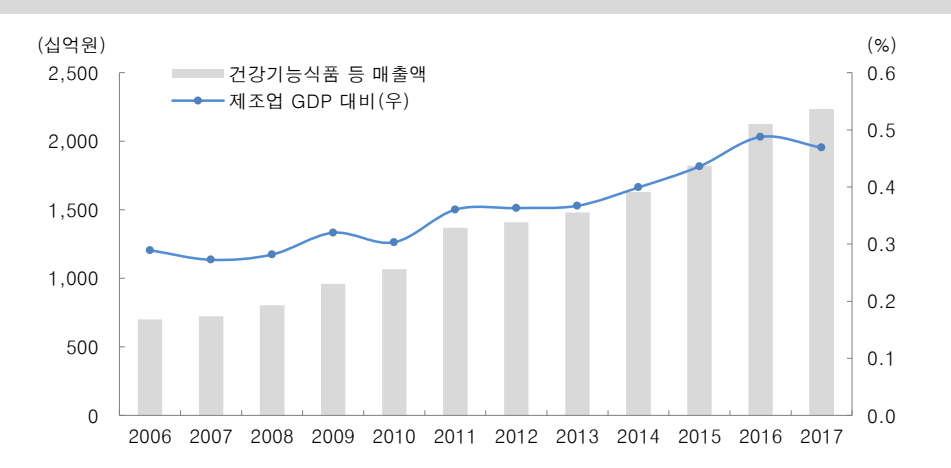
건기식 시장의 성장은 필연적

국내 건기식 산업
GDP 대비 비중
2010년 0.08% →
2017년 0.13%

국내 건기식 시장은 인구 고령화 추세, 1인당 소득 증가, 정부의 건기식 산업 규제 완화 등으로 지속 성장 중이다. 국내 시장 규모는 2013년 1.8조원에서 2017년 2.7조원으로 연평균 10.8%의 고성장을 기록했다. 2019년엔 3조원을 상회할 것으로 전망된다. 국내 GDP 대비 건기식 산업 비중은 2010년 0.08%에서 2017년 0.13%, 제조업 GDP 내 비중은 0.30%에서 0.47%로 비중이 확대되고 있다.

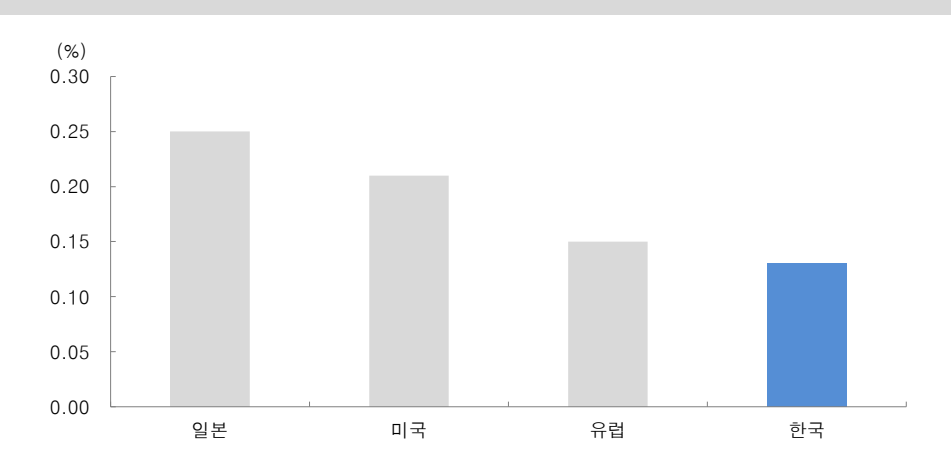
글로벌 선진국과 비교해보면 한국의 건기식 시장 규모는 상대적으로 작은 편이다. 미국, 일본, 유럽의 전체 GDP에서 건기식 시장이 차지하는 비중은 각각 0.21%, 0.25%, 0.15% 수준이다. 국내의 경우 건기식 시장에 대한 강한 규제, 선진국 대비 상대적으로 낮은 국민 소득, 전세계에서 가장 가파른 고령화를 등으로 더 성장할 여력이 높다고 판단한다.

그림 10. 국내 건기식 시장 규모 및 제조업 GDP 대비 비중 추이



자료: 식품의약품안전처, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 11. 선진국 GDP 대비 건기식 시장 규모 비교



자료: World Bank, GNC, 식약처, 대신증권 Research&Strategy본부

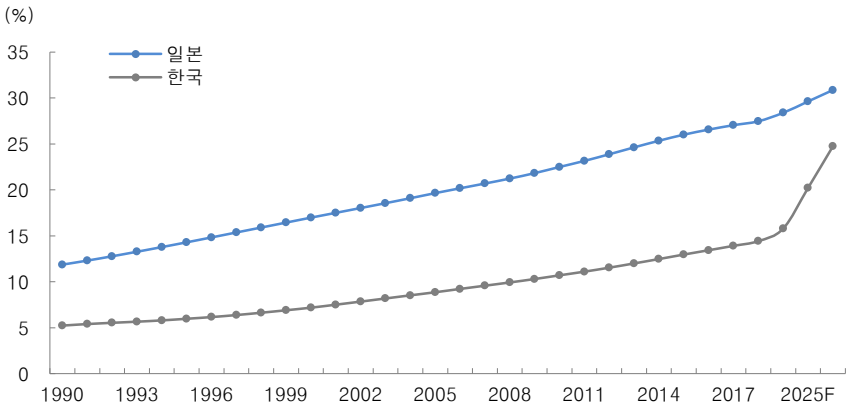
인구 구조 변화에 따른 구조적인 성장

일본 고령사회 진입 이후 건강식 시장 연평균(97~07) 17.9% 고성장 기록, 한국도 구조적 성장 기대

한국은 전세계에서 가장 빠르게 고령화가 진행 중이다. 2017년 총인구 대비 65세 이상 인구 비중이 14.2%를 기록하며 고령사회(65세 이상 인구 비중 14% 이상)에 진입했다. 2025년엔 20.2%로 가파르게 증가해 초고령사회(후기 고령사회, 65세 이상 인구 비중 20% 이상)로 접어들 것으로 예상된다. 2000년 처음으로 고령화사회(65세 이상 인구 비중 7% 이상)에 진입한 이후 불과 20년만에 급속한 인구구조 변화가 이뤄지고 있다.

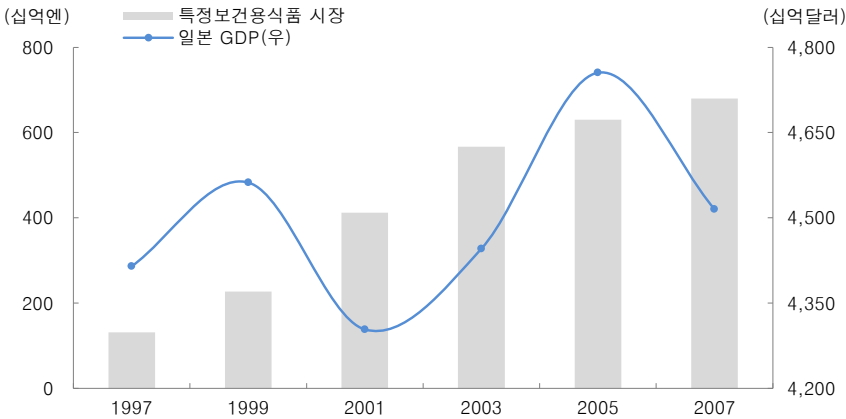
2020년대 초고령사회 진입에 대비해 전세계에서 가장 높은 고령화율을 기록 중인 일본 건강식 시장의 과거 추이와 비교해 볼 필요가 있다. 일본은 1991년 보건용식품제도가 시행되었고 1994년 고령사회에 접어들었다. 고령화율 증가와 함께 건강기능식품 시장은 본격적인 성장세를 보였다. 일본이 고령사회에서 초고령사회로 넘어간 기간 동안 특정보건용식품 시장은 연평균(1997년~2007년) 17.9%의 고성장을 기록했다. 동기간 일본 GDP는 성장이 정체된 불황을 겪었기 때문에 더 의미있는 성장이라고 할 수 있다.

그림 12. 한국, 일본의 고령화율 추이 비교



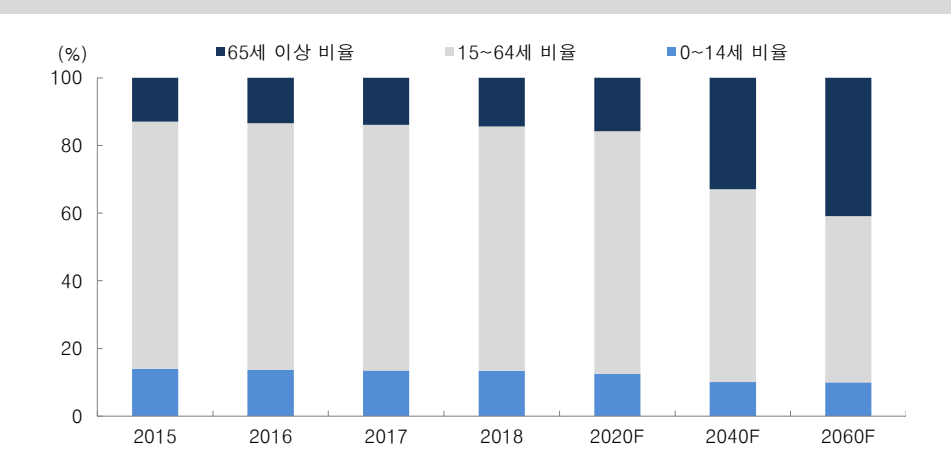
자료: World Bank, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 13. 과거 고령 사회 진입한 시기 일본 특정보건용식품 시장, GDP 성장률 비교 및 추이



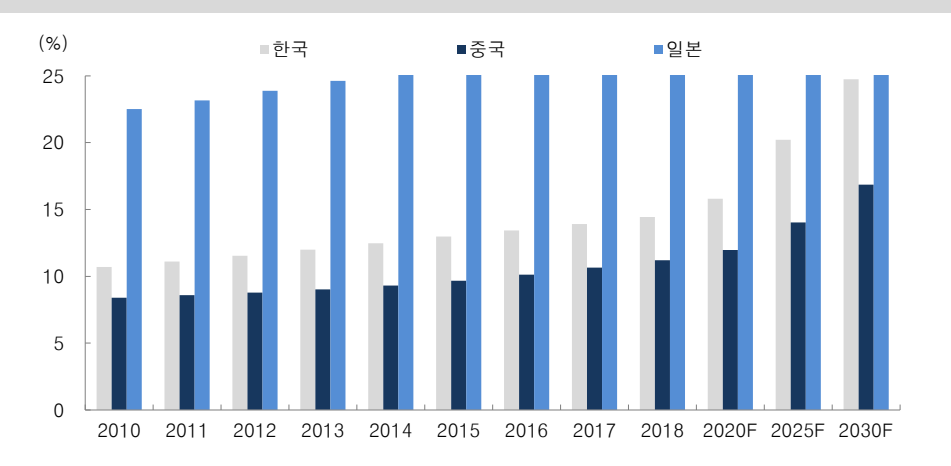
자료: World Bank, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 14. 한국 65세 이상 인구비율(고령화율) 추이 및 전망



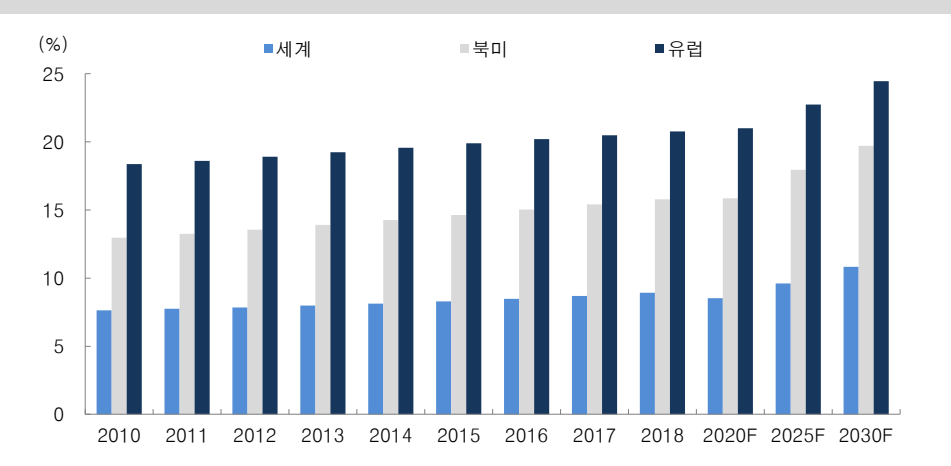
자료: World Bank, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 15. 한국, 중국, 일본 65세 이상 인구비율(고령화율) 추이 및 전망



자료: World Bank, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 16. 글로벌, 북미, 유럽 65세 이상 인구비율(고령화율) 추이 및 전망



자료: World Bank, 대신증권 Research&Strategy본부

불황에도 건기식은 필수소비재로 변화 중

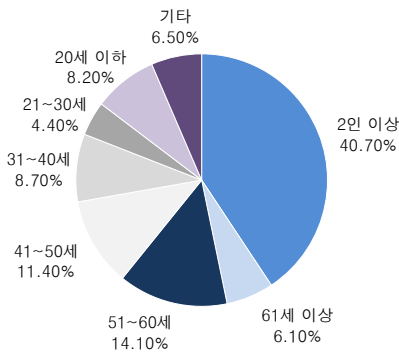
한국 경제 성장 둔화
예상되지만 건기식은
필수소비재로
자리잡으며 성장
전망

고령 사회에 접어든 한국도 과거 일본의 경제 불황기와 비슷한 국면에 놓여있다. 2019년 8월 소비자물가 상승률은 사상 처음 전년 동기 0.04% 하락하며 경기 침체에 대한 우려가 높아지고 있다. 당사 하우스뷰에 따르면 2019년, 2020년 GDP 증가율은 각각 2.0%, 2.3%, 민간소비 증가율은 2.3%, 2.2%로 2%대 저성장 국면에 접어들 것으로 전망된다.

1인당 국민소득이 3만불을 넘어가는 경제 수준에 고령화율의 증가는 사회 전반적으로 건강에 대한 관심 증대에 따른 건기식에 대한 구매 증가로 이어질 수 있다. 건강기능식품 협회에 따르면 국내 5,000가구를 대상으로 한 조사에서 2017년 건기식 구매 연령대는 40대 이상이 31.6%, 가구당 2인 이상이 40.7%로 가장 큰 비중을 차지했다. 40대 미만의 연령대도 21.3%로 고르게 퍼져있다. 한 가구당 건기식 평균 구매액은 2015년 26.6만원에서 2017년 29.6만원으로 11.3% 늘어났다. 100가구 당 건기식 구매 경험률은 2015년 58.7%에서 2017년 67.9%로 9.2%p 증가했다.

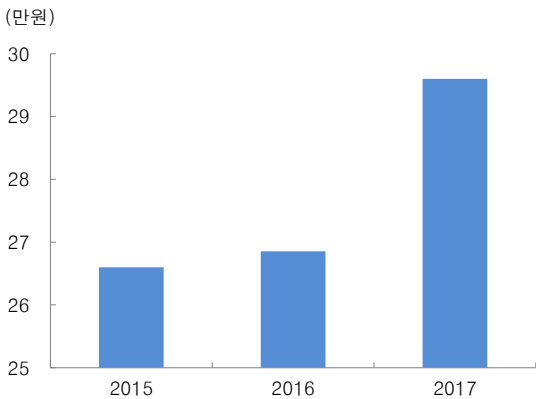
2018년 농림축산식품부의 조사에서도 가구원수, 연령, 소득에 상관없이 89.3%가 건기식, 건강식품을 복용하고 있다고 알려졌다. 사회구조적인 변화로 이제 건기식은 필수소비재로 변하고 있다. 내수 경기가 다소 둔화되더라도 건강에 대한 투자는 쉽게 줄이기 어렵기 때문에 건기식 시장은 안정적인 성장이 기대된다.

그림 17. 연령대별 건기식 구매 비율



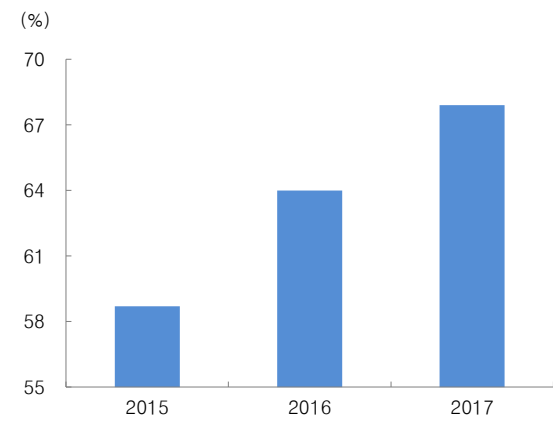
자료: 한국건강기능식품협회, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 18. 가구당 연평균 건기식 구매액 추이



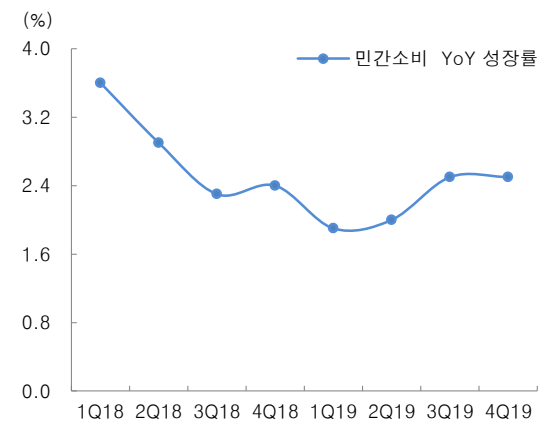
자료: 한국건강기능식품협회, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 19. 100 가구 당 건기식 구매 경험률 추이



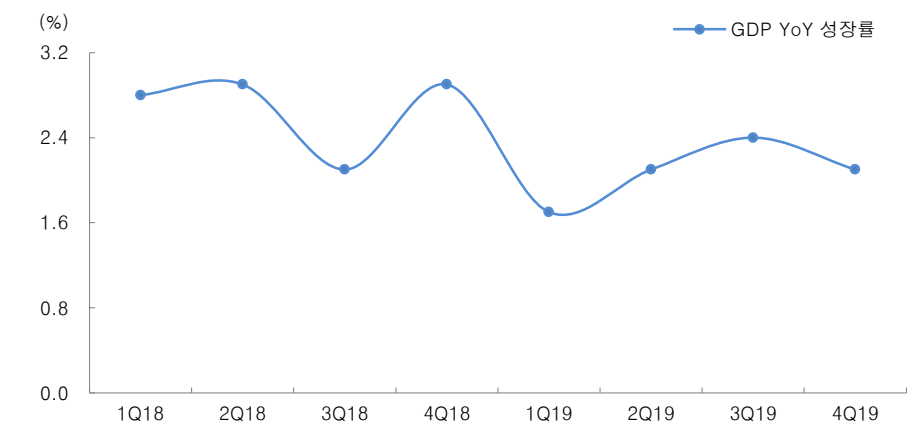
자료: 한국건강기능식품협회, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 20. 민간소비 성장률 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research&Strategy본부 전망

그림 21. 국내 GDP 성장률 추이 및 전망



자료: 대신증권 Research&Strategy본부 전망

표 4. 식품산업 주요 키워드 언급빈도

(단위: 개, %)

구분	17년 언급빈도		18년 언급빈도	
	연간(월평균)	상반기(월평균)	상반기(월평균)	17년 상반기 대비 증가율
건강기능식품	21,486(1,791)	9,835(1,639)	12,793(2,132)	30.1
가정간편식	16,413(1,368)	7,100(1,183)	11,101(1,850)	56.4
유전자변형식품	3,710(309)	1,858(310)	2,821(470)	51.6
고령친화식품	950(79)	372(62)	779(130)	109.7

자료: 한국농촌경제연구원, 대신증권 Research&Strategy 본부

정부의 건기식 시장 규제 완화 움직임은 시장의 추가 성장 동력

정부의 건기식 시장
규제 완화 흐름 지속
→ 추가 성장 동력

국내 건기식 시장은 2002년 건강기능 식품에 관한 법률이 제정되면서 형성됐다. 이후 점진적으로 건기식에 대한 기준이 정해지면서 시장이 자리를 잡아갔다. 2008년 건기식 제형을 6개(정제, 캡슐, 분말, 과립, 환, 약상)에서 추가 6개(편상, 페이스트상, 시럽, 겔, 젤리, 바)로 확대됐다. 2016년에는 '필름'에 대한 정의 추가해 제형 확대, 개별인정형 원료에서 고시형으로 전환하는 기간을 '품목제조신고(수입신고)일로부터 3년'에서 '인정일로부터 6년'으로 개정, 50건 이상 품목 제조 신고한 원료에 한해 고시형으로 등재 가능하도록 했다.

2019년에도 건기식 시장의 규제 완화 흐름은 이어지고 있다. 2019년 4월 13차 경제협력대책회의에서 대형마트, 백화점 등의 건기식 자유판매 허용, 과학적 근거 확보된 일반 식품에도 기능성 표시 허용, 건기식 광고 문구 규제 완화 등이 추진 과제로 언급됐다. 2019년 7월에는 식약처에서 발표한 ‘건강기능식품에 관한 법률’ 일부 개정안에 소비자 요구에 맞는 맞춤형포장을 위한 건기식 소분 제조 및 판매를 허용하는 내용이 포함되어 건기식 시장의 대중화를 추진하고 있다.

한국 정부의 건기식 시장 규제 완화 노력은 저출산, 고령화 심화로 커져가는 건강보험 부담에 대한 우려를 다소 완화시키기 위한 것으로 판단된다. 보건복지부에 따르면 2018년 건강보험 누적 적립금은 20.6조원에서 2023년 11.8조원으로 46% 감소할 것으로 전망되며 2026년 누적 적립금 고갈이 예상된다. 당기 수지는 2018년 1,778억원 적자에서 2019년 3.2조원 적자로 확대될 전망이다 이후 적자 상태가 지속될 전망이다.

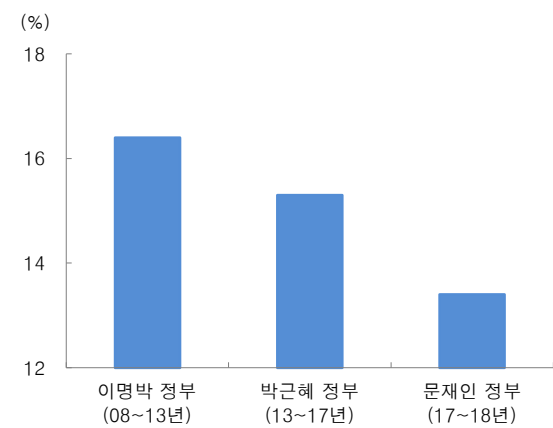
사회구조적인 변화로 의료비 부담이 증가하는 상황에서 건기식 시장 규제 완화는 국민들이 사전에 질병을 예방해 의료비 부담을 줄이도록 하는 셀프 메디케이션의 촉진으로 이어질 것이다.

표 5. 건강기능식품 산업 연도별 정부 규제

연도	주요 내용
2002	건강기능 식품에 관한 법률 제정. 건기식 탄생(영양식품, 기능성 식품)
2004	건기식에 관한 법률 시행. 식품위생법 내 건강보조식품에서 분리되어 별도의 법률로 관리 시작 (건강기능식품 원료/성분/기준 및 규격 인정에 관한 규정)
2007	건강기능 식품 기준 규격 간소화. 고시되지 않은 건기식에 대해 기준, 규격으로 인정하기 위한 철차만 규정. 품목별 허가에서 원료별 허가로 변경.
2008	기준 제형 확대. 건식 공전 전면개정, 건식제형 확대. 정제, 캡슐, 분말, 과립, 환, 약상(기존 6개 제형)에서 편상, 페이스트상, 시럽, 겔, 젤리, 바 등으로(추가 6개 제형) 제형 확대
2016	기존 12개 제형에서 '필름'에 대한 정의 추가해 제형 확대, 개별인정형 기능성 원료 고시형으로 전환하는 기간 '품목제조신고(수입신고)일로부터 3년'에서 '인정일로부터 6년'으로 개정, 50건 이상 품목 제조신고한 원료에 한해 등재 가능 개별인정 심사기간 단축(신속심사제)
2019.04	13차 경제협력대책회의에서 1) 대형마트에서 건강기능식품 판매 시 사전 신고 절차 폐지 2) 광고문구 규제 완화 3) 신제품 개발 관련 규제 개선 발표
2019.05	정부의 '신산업 현장 애로 규제 혁신 방안' 논의에서 건강기능식품제조업 진입 절차 간소화 방안 확정. 12월부터 HACCP 인증업체 경우 건기식 제조업 허가 및 GMP 인증 받는 경우 제출 서류 및 단계 간소화됨
2019.07	식품의약품안전처는 '건강기능식품에 관한 법률'을 일부 개정안 발표 1) 소비자의 섭취, 휴대 편의성 개선을 위해 건기식 소분 제조 및 판매에 대한 규제를 개선할 것으로 밝힘. 2) 의약품 제조업 시설도 건기식 제조에 이용 가능(기준- 의약품 제조업소만 건기식 제조 가능)

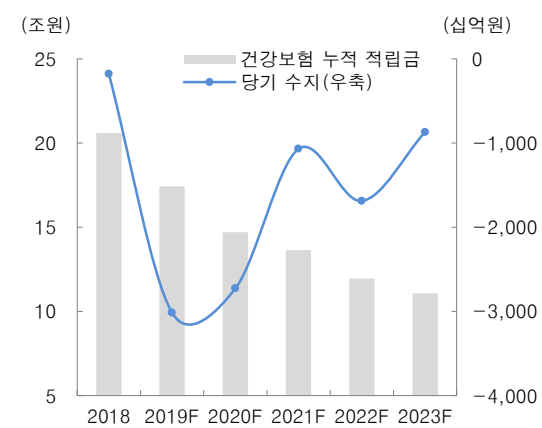
자료: 한국건강기능식품협회, 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 22. 과거 정부의 건강보험 정부지원을 추이



자료: 보건복지부, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 23. 건강보험금 재정 수지 추이 및 전망



자료: 보건복지부, 대신증권 Research&Strategy본부

표 6. 건기식, 일반식품 정의 비교

	건강기능식품	일반식품
제조	제조허가/품목신고 GMP 의무화(2020 년)	제조신고/품목허가 HACCP 적용
과학적 증명	인체적용시험 기능성원료/최종제품	명확한 규정 없음
표시, 광고 실증	표시 광고 사전 심의 O 사후 실증 O	사전심의 X 사후실증 O
유통 판매 및 기타	건강기능식품판매업 영업신고, 법정의무교육 이상사례신고 그림자규제	식품 판매 제한 없음 교육의무 없음 상대적으로 덜 엄격한 관리

자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

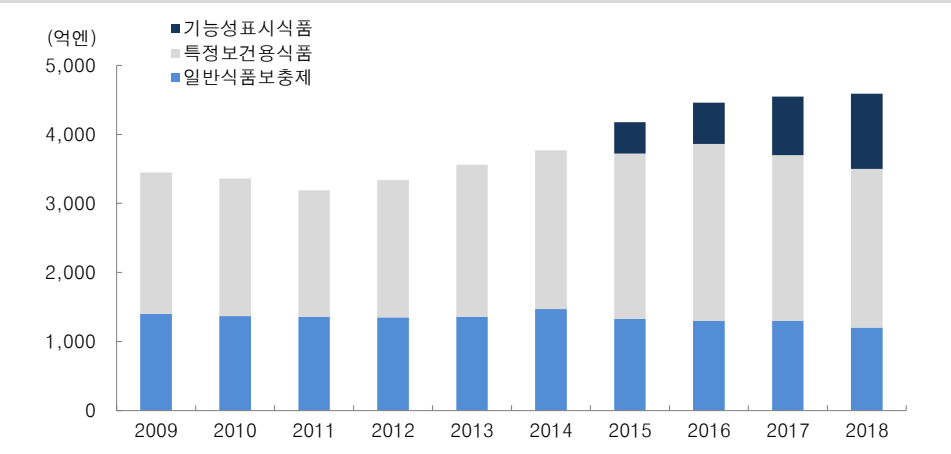
2015년 일본 건기식
시장 규제 완화로
10.8% 성장 기록

일본 2015년 규제 완화로 건기식 시장 연평균(14~18) 5.1% 성장세 기록

2015년 일본에서도 건기식 시장의 규제 완화를 위해 ‘기능성표시식품’ 제도를 도입했다. 기능성표시식품은 특정 성분을 통해 건강 유지, 증진이 가능하다는 내용을 포함한 식품이다. 기존 특정보건용식품과는 달리 일본소비자청의 사전 검증 절차가 필요 없이 출시 가능하도록 했다. 이 제도를 도입한 이유는 일본 정부가 국민 건강 증진에 기여할 수 있는 건기식을 통해 경제 활성화를 위한 목적이었다.

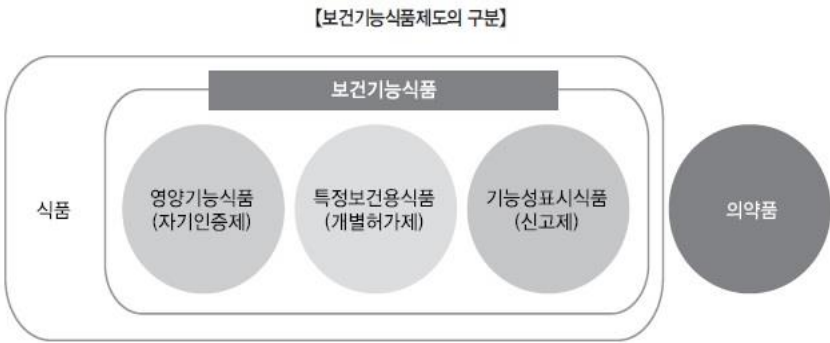
실제로 기능성표시식품 제도 도입 이후 신제품 출시 확대, 제품 라인업 다각화, 제형 다변화로 일본 전체 건기식 시장은 성장했다. 2014년 3,768억엔 규모에서 2015년 4,175억엔으로 10.8% 증가했고 2018년까지 연평균(2014~2018) 5.1%의 증가율을 기록한 것으로 추정된다. 세계 건기식 시장 내 2위 규모로 이미 성숙해진 일본에서 꾸준한 성장세는 의미있다. 한국도 정부의 규제 완화 노력이 이어지는 만큼 정부 주도의 시장 성장은 의심의 여지가 없다고 판단한다.

그림 24. 일본 기능성표시식품 제도 도입 전후의 건기식 시장 규모 추이



자료: 인테이지 헬스케어, 한국건강식품협회, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 25. 일본 보건기능식품제도 식품별 비교



자료: 일본 식품안전위원회, 농림축산식품부, 대신증권 Research&Strategy본부

표 7. 일본 보건기능식품제도 구분

제도명	표시요건	제도의 개요
영양기능식품	자기인증제 (규격기준형)	국가(소비자청)에서 정한 영양성분에 대해 일정 기준 만족 시 해당 영양성분 기능 표시 가능
특정보건용식품	개별허가제	특정 건강 유지 및 증진에 도움되는 식품으로서 기능을 표시할 수 있도록 한 제도 국가(소비자청)에 신청 후 식품의 유효성이나 안전성 심사 받아야 함 (표시 내용에 대한 국가 허가 과정 필요)
기능성표시식품	신고제	특정 건강 유지 및 증진에 도움되는 식품으로서 기능을 표시할 수 있도록 한 제도 신고주체가 되는 식품관련 사업자가 자기책임 하에 신고, 신고 내용이 적절한지 국가 (소비자청)에서 검토 후 수리

자료: 일본 식품안전위원회, 농림축산식품부, 대신증권 Research&Strategy 본부

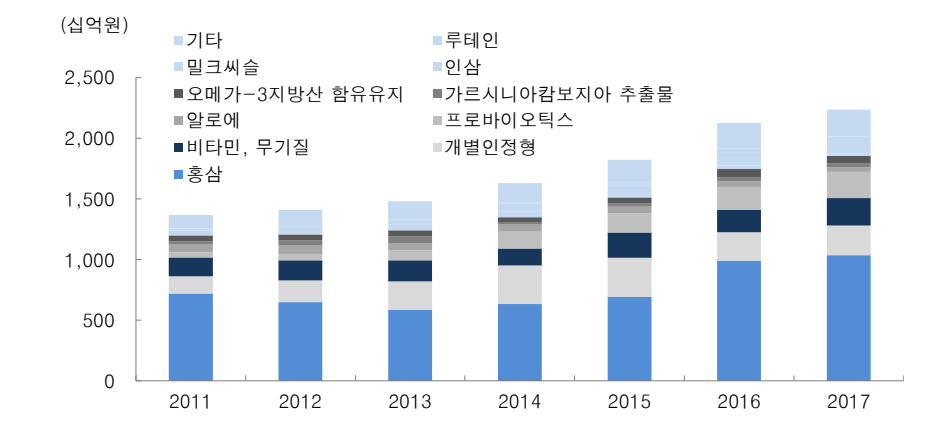
IV. 국내 건강기능식품 시장 현황

건기식 인기 품목 트렌드: 뜨는 프로바이오틱스, 회복 중인 개별인정형

국내 건기식 품목 중 가장 두드러지는 프로바이오틱스, 개별인정형은 15년 이후 회복 중

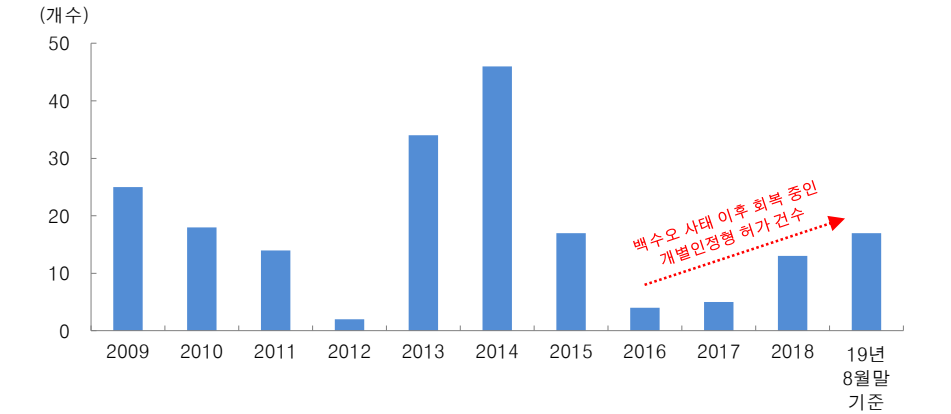
국내 건기식 시장의 트렌드를 보면 프로바이오틱스의 약진이 두드러진다. 2011년 건기식 품목별 비중 3%에서 2017년 9.7%로 가파른 상승을 보였다. 반면 개별인정형은 2011년에서 2014년까지 가장 빠르게 성장했지만(2011년 10.5% → 2014년 19.5%) 2015년 백수오 사태로 시장이 위축되어 2017년 10.9%로 다시 하락했다. 긍정적인 부분은 연간 개별인정원료 등록 건수가 2015년 이후 3년간 대폭 감소(2015년 17개, 2016년 4개, 2017년 5개)했지만 2018년 이후 다시 회복되고 있다는 점이다.

그림 26. 국내 건기식 품목별 매출액 추이



자료: 식품의약품안전처, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 27. 개별인정형원료 신규 등록 추이



자료: 식품의약품안전처, 대신증권 Research&Strategy본부

프로바이오틱스 시장: 브랜드, 마케팅 영향력 증대, 기능성 제품도 증가 중

브랜드, 가성비 위주
프로바이오틱스 시장,
개별인정형 제품도
출시되며 지속 성장
기대

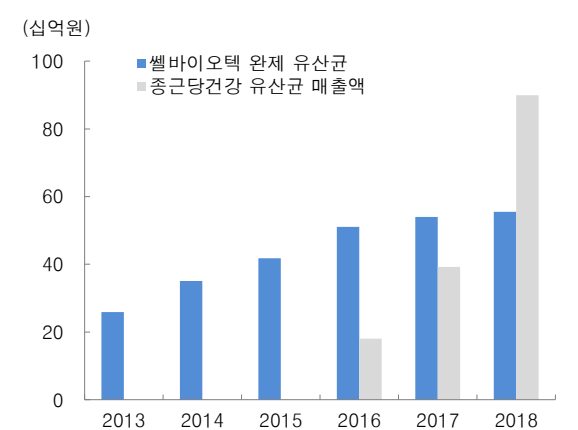
프로바이오틱스 시장은 브랜드, 마케팅이 중요해지고 있다. 식약처로부터 ‘유산균 증식 및 유해균 억제, 배변 활동 원활에 도움을 줄 수 있다’는 기능성을 인증받으면 되기 때문에 다양한 제품이 출시되고 있지만 소비자들이 차별화된 효능을 체감하기 쉽지 않다. 제품 고급화에 따른 고가 제품보다 가성비 좋은 제품이 인기를 끌고 있다.

대표적으로 프로바이오틱스 시장 내 1위 업체였던 쉐바이오텍의 듀오락과 종근당건강의 락토핏의 매출액 추이를 보면 확인할 수 있다. 쉐바이오텍의 완제 유산균 매출액은 2013년~2016년 연평균 25.4%의 성장세를 보이다 이후엔 성장률이 정체됐다. 종근당건강은 2016년 프로바이오틱스 제품 출시 이후 매출액 180억원에서 2018년 900억원으로 연평균 123%의 압도적인 성장을 기록했다.

쉐바이오텍은 한국, 미국 등에서 특허를 받은 듀얼코팅 기술(단백질로 코팅한 후 다당류로 한번 더 코팅해 장내 도달률 향상시키는 기술)을 바탕으로한 고급 프로바이오틱스 제품을 주력으로 판매 중이다. 판매 채널도 약국이 절반 이상을 차지하고 있으며 제품 가격대는 3~6만원 수준으로 고가인 편이다. 종근당건강의 락토핏 제품군 가격대는 1~3만원 수준으로 가성비를 강점으로 마케팅에 집중해 브랜드 인지도를 높였다. 홈쇼핑, 온라인, 오프라인 등 유통 채널 다각화도 추진했다. 소비자와 접점이 많은 유통 채널의 중요성, 필수소비재로 변하는 건기식 특성상 대중화를 위한 가성비가 점점 중요해지는 것을 확인할 수 있다.

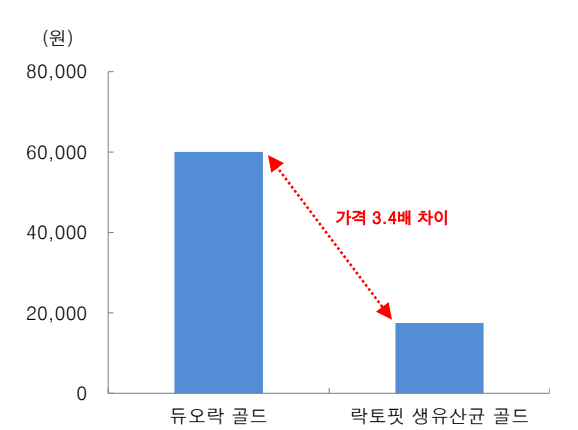
추가 기능성을 인정 받은 제품 출시도 이어지고 있다. 지난 4월 유한양행은 체지방 감소 기능성을 인정받은 다이어트 프로바이오틱스를 출시했고 일동제약도 아토피 개선 기능성 프로바이오틱스를 유럽, 러시아, 일본에서 특허받았다. 더 나아가 마이크로바이옴에 대한 관심도 증가하고 있다. 인체에 서식하는 미생물과 유전정보 전체를 의미하며 건강과 질병에 미치는 영향이 커 글로벌 연구도 활발히 진행 중이다.

그림 28. 쉐바이오텍, 종근당건강 유산균 매출 비교



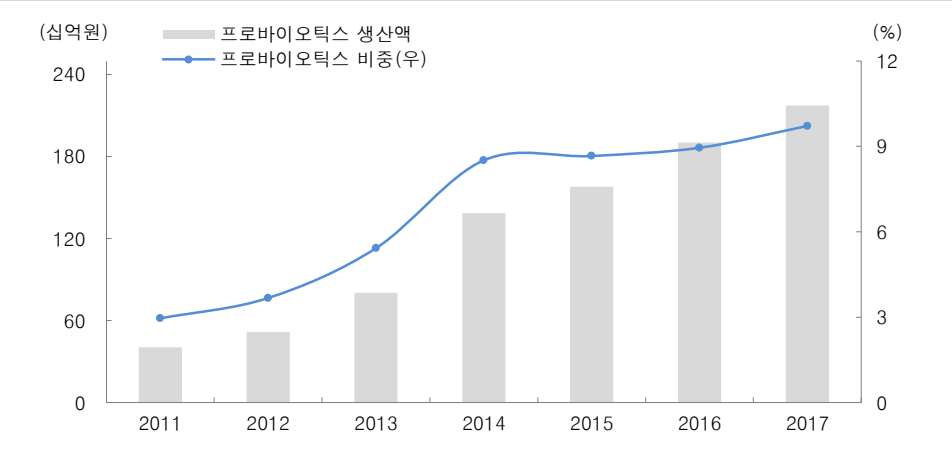
자료: 쉐바이오텍, 종근당홀딩스, 대신증권 Research&Strategy본부
주: 종근당건강의 유산균 매출액은 2016년 이후 발생

그림 29. 듀오락, 락토핏 제품군 ASP 비교



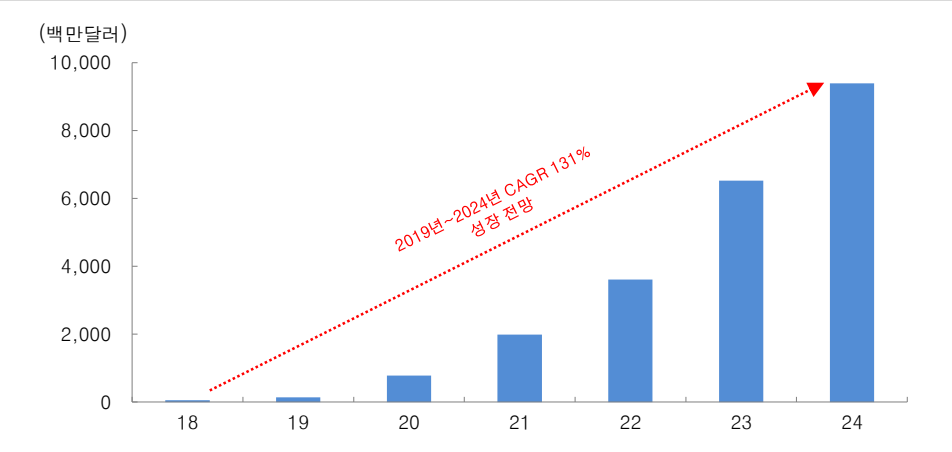
주: 듀오락골드는 60포, 락토핏 생유산균 골드는 50포 기준
자료: 쉐바이오텍, 종근당홀딩스, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 30. 국내 프로바이오틱스 시장 규모, 비중 추이



자료: 식품의약품안전처, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 31. 글로벌 마이크로바이옴 시장 규모 전망



자료: BCC Research, 대신증권 Research&Strategy본부

V. 건강기능식품 밸류체인

화장품 업종 성장 시기: ODM 업체의 선제적 수혜 경험

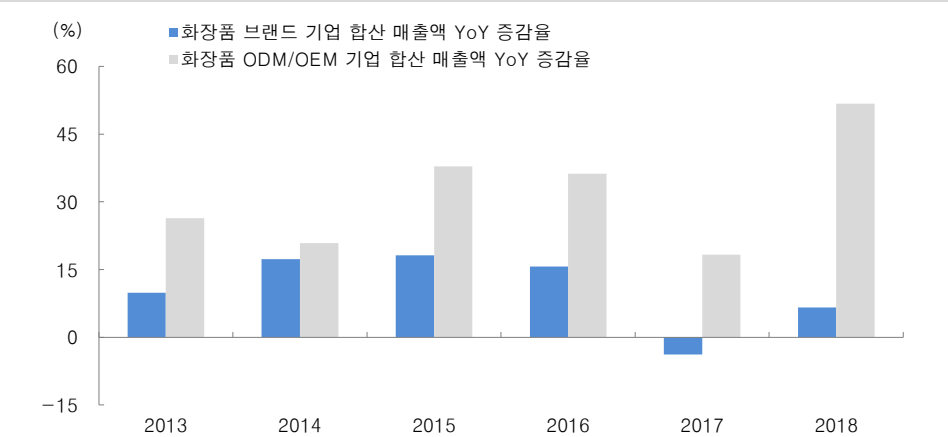
화장품 시장 성장
시기에 ODM 업체
선제적 수혜 받음,
건강식 시장도 ODM
업체 선제적 수혜
기대

건강식 산업은 내수 시장의 성장 둔화와 달리 꾸준한 성장이 기대되기 때문에 제약, 화장품, 음식료 업계에서 지속적으로 시장 진입 중이다. 자본력을 바탕으로 한 대기업들은 브랜드, 마케팅에서 상대적인 경쟁 우위를 가질 수 밖에 없다. 전체 시장 규모가 커지더라도 공급 업체가 많아지면 치열한 경쟁으로 개별 기업의 수혜는 상대적으로 낮을 수 있다. 건강식 시장 내 판매업체는 2010년 72,234개에서 2017년 88,834개로 16,600개 늘어나는 동안 제조업체는 397개에서 496개로 99개 증가에 그쳤다. 이 중 GMP 승인을 받은 제조업체는 247개로 더 적다. 판매업체 증가에 따른 상위 제조업체가 수혜를 받는 구조다.

건강식과 비슷한 구조의 밸류체인을 가지고 있는 산업은 화장품이 대표적이다. 현재 건강식 산업은 구조적 성장 국면에 들어섰다고 판단하므로 화장품 산업의 2013년~2016년 시기와 비교해 볼 만하다. 2013년 이후 대중국 국내 화장품 수요는 본격화됐다. 성장 초기 구간이었던 2013년 매출액 증가율은 주요 8개 브랜드 업체의 경우 9.8%를 기록했다. 주요 5개 ODM/OEM 업체는 26.4%로 브랜드사에 비해 높은 성장률을 기록했다. 전방 시장이 성장하는 초입 구간에서 ODM 업체의 선제적인 수혜를 확인할 수 있었다. 이후 2014년, 2015년에도 각각 20.9%, 37.8%의 높은 매출액 성장률이 유지됐다. 브랜드 업체의 2014년, 2015년 매출액 증가율은 각각 17.3%, 18.2%를 기록하며 2013년 이후 점진적으로 증가했다.

건강식 산업의 밸류체인을 보면 크게 브랜드 업체, ODM/OEM 업체로 나뉜다. 주요 브랜드 업체로는 건강식 전문 브랜드 업체를 포함한 음식료, 화장품 업체들이 있다. 대표적으로 한국인삼공사, 콜마비엔에이치, 종근당건강, CJ제일제당, 에이치엘사이언스, 뉴트리 등이다. 전문 제조 업체로는 콜마비엔에이치(해모힘 브랜드도 보유), 서흥, 노바렉스 등이 있다.

그림 32. 화장품 브랜드, ODM/OEM 업체 과거 실적 비교



주: 화장품 주요 브랜드 8개 업체(아모레퍼시픽, LG생활건강, 애경산업, 토니모리, 잇츠한불, 네오팜, 코리아나, 한국화장품), ODM 5개 업체 (한국콜마, 코스맥스, 코스메카코리아, 코스온, 한국화장품제조) 기준
자료: 대신증권 Research&Strategy본부

Top Picks:
콜마비엔에이치,
노바렉스,
종근당바이오

관심주: 서흥,
에이치엘사이언스,
뉴트리

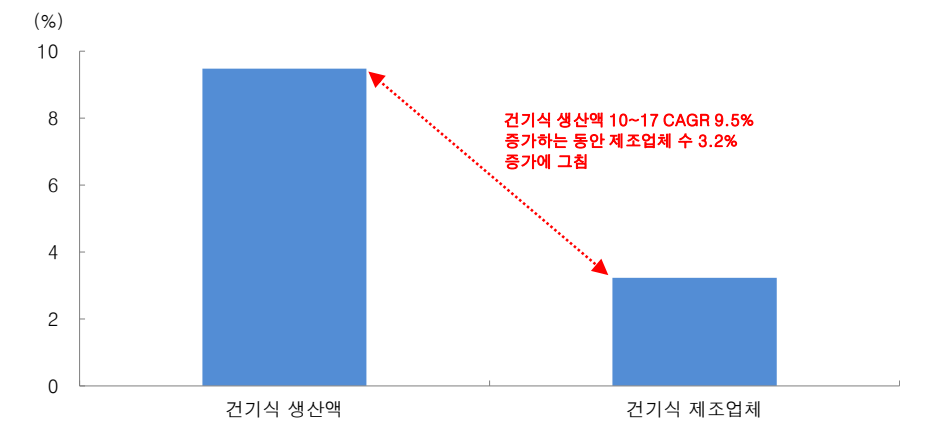
밸류체인별 선호도: 종합 건기식 업체, ODM/OEM, 브랜드순

건기식 시장 성장에 따른 밸류체인별 수혜 정도는 종합 업체, ODM/OEM, 브랜드 업체순으로 기대된다. 1) 높은 인지도 기반 자체 제조 및 브랜드에서 경쟁 우위를 가질 수 있는 종합 건기식 업체, 2) 충분한 캐파 확보로 증가하는 시장, 늘어나는 판매 업체(브랜드사, 네트워크 업체)에 대응할 수 있는 ODM/OEM 업체, 3) 개별인정형 원료를 다수 보유한 업체의 수혜가 기대된다. Top picks로 콜마비엔에이치, 노바렉스, 종근당바이오를 제시한다. 관심주는 서흥, 에이치엘사이언스, 뉴트리다.

콜마비엔에이치는 자체 브랜드(해모힘 등)와 제조 설비를 통한 ODM/OEM 사업 모두 영위한다. ODM/OEM 전문 업체 노바렉스는 국내 최대 개별인정형을 보유하고 있다. 종근당바이오는 1) 종근당건강향 프로바이오틱스 원료를 공급 중이며, 2) 2019년말 신규 공장 완공 이후 완제 OEM, 브랜드 사업 진행할 예정이다.

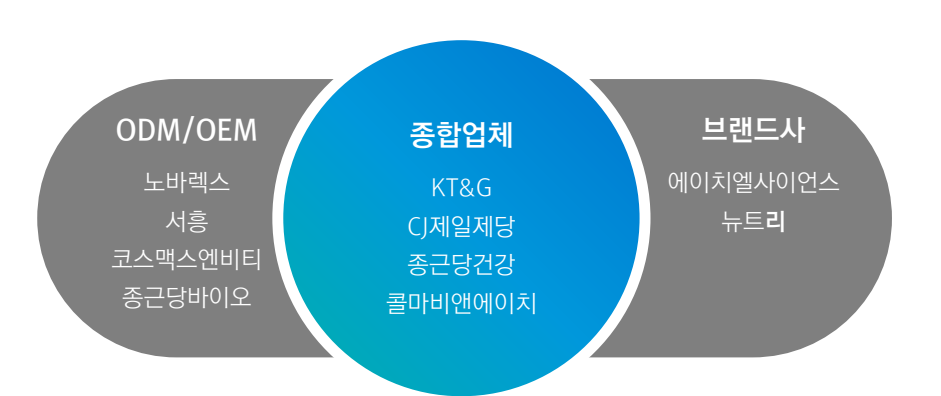
서흥은 글로벌 하드캡슐 3위 수준 업체이며 전문 제조업을 영위하고 있다. 에이치엘사이언스는 자체 원료 기반의 석류 제품군, 새싹보리, 우슬시크릿 등 제품 판매 중이다. 뉴트리는 국내 최초 개별인정형 콜라겐 원료로 만든 에버콜라겐이 실적을 견인하고 있다.

그림 33. 건기식 생산액 10~17년 CAGR 9.5% 증가하는 동안 제조업체 수 3.2% 증가



자료: 식품의약품안전처, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 34. 건기식 밸류체인 구조



자료: 대신증권 Research&Strategy본부

Valuation

표 8. 건강기능식품 산업 자료 내 종목 밸류에이션 (단위: 십억원, %, 배)

종목명	종목코드	시가총액	매출액 증가율		영업이익 증가율		PER		PBR	
			2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
콜마비엔에이치	200130	774.0	17.4	12.1	25.4	12.2	13.1	11.5	3.0	2.4
노바렉스	194700	179.2	36.3	22.2	34.5	30.3	12.2	9.7	2.0	1.7
종근당바이오	063160	150.9	7.0	15.9	112.9	31.5	11.6	9.2	0.9	0.9
서흥	008490	364.4	13.2	9.5	24.7	6.9	9.4	9.7	1.1	1.0
에이치엘사이언스	239610	424.2	114.2	28.3	130.3	30.6	18.2	14.0	5.0	3.8
뉴트리	270870	141.8	34.3	26.6	21.2	60.8	13.7	8.8	2.4	1.9

자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

표 9. 건강기능식품 주요 업체 리스트 (단위: 십억원)

부문	주요 기업	시가총액	주요 사업 내용
브랜드 (종합 업체 포함)	콜마비엔에이치	774.0	애터미 통한 헤모힘, 진생 유산균 판매, ODM/OEM 사업도 병행
	종근당홀딩스	463.4	종근당건강 락토픽 인기로 국내 1 위 유산균 매출 기록
	에이치엘사이언스	424.2	자체 원료로 주로 브랜드 사업, 빨강석류, 새싹보리, 우슬시크릿 등 판매
	뉴트리	141.8	국내 최초 콜라겐 개별인정형 원료로 에버콜라겐 판매
	셀바이오텍	173.4	프로바이오틱스 브랜드 듀오락 제품군 판매
ODM/OEM (원료 제조 업체 포함)	서흥	364.4	글로벌 3 위 하드캡슐 제조 업체, 건기식 ODM/OEM 사업 영위
	노바렉스	179.2	국내 최다 개별인정형 원료를 바탕으로 ODM/OEM 사업
	종근당바이오	150.9	종근당건강향 프로바이오틱스 원말 공급, 브랜드, OEM 사업 계획 중
	코스맥스엔비티	162.3	기능성 원료 연구 및 미국, 호주 등 현지 공장 확보하며 ODM/OEM 사업

자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

표 10.연도별 건강기능식품 업체별 판매 실적 순위 (단위: 억원)

순위	업체명	2014	2015	2016	2017	2018
1	(주)한국인삼공사 원주공장	-	4.2	2714.9	3229.3	5259.5
2	(주)한국인삼공사 부여공장	4562	5228.9	4882.7	4946.7	3243.9
3	종근당건강(주)	383.7	396.3	425.6	611.6	1242.4
4	콜마비엔에이치(주)푸디팜사업부문	238	427.8	469.9	718.4	960.4
5	(주)한국아쿠르트	857.6	871.2	998	928.7	954.1
6	(주)서흥	482	501.7	670	755.2	731.6
7	콜마비엔에이치(주)선바이오텍사업부문	441.6	792.8	624.9	596	720.7
8	코스맥스바이오(주)	459.8	461.1	570	627.9	718.6
9	(주)에스트라	262.3	471.9	601.4	648.2	709.2
10	주식회사 노바렉스	551.2	805	625.7	660	636.5
11	(주)셀바이오텍	382.9	464.7	553.7	562.6	576.2
12	(주)뉴트리바이오	280.8	350	409.6	429.4	515.5
13	고려은단(주)	320.3	862.4	483.8	406	377.7

자료: 식품의약품안전처, 대신증권 Research&Strategy 본부

기업분석

Initiation

콜마
비앤에이치
(200130)

한경래
이새롬

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

투자 의견

BUY

매수, 신규

6개월
목표주가

37,000

신규

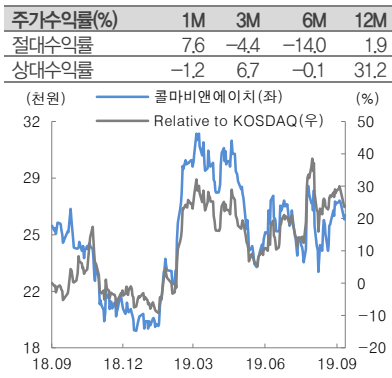
현재주가
(19.09.17)

26,200

건강기능식품업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSDAQ	638.59
시가총액	774십억원
시가총액비중	0.36%
자본금(보통주)	15십억원
52주 최고/최저	31,250원 / 19,050원
120일 평균거래대금	21억원
외국인지분율	4.54%
주요주주	한국콜마홀딩스 외 4 인 59.45% 한국원자력연구원 12.04%



중국 모멘텀 없이도 좋다

투자이견 ‘매수’, 목표주가 37,000원 제시

- 투자이견 ‘매수’, 목표주가 37,000원으로 커버리지 개시. 2020년 예상 EPS 2,288원에 Target PER 16배 적용. 2020년 예상 EPS를 적용한 이유는 2020년 상반기 음성 3공장이 증설돼 실적에 반영될 예정이기 때문
- 1) 주요 고객사인 애틀라미 통한 해외 매출액 고성장세(16년~20년 연평균 26% 전망), 2) 2020년 음성 3공장 증설, 신규 개별인정형 제품 출시 기대, 3) 중국 시장 진출 모멘텀 보유 등 긍정적

애틀라미 채널 리스크가 아닌 안정적인 매출처

- 애틀라미 국내 건기식 시장에선 암웨이에 이은 2위 업체. 애틀라미 매출액은 2010년 847억원에서 2017년 9,016억원으로 연평균 40% 고성장 기록, 헤모힘, 유산균 제품 등 다각화된 제품군으로 애틀라미향 매출액 연평균 (15~19F) 12%의 안정적인 성장 전망
- 애틀라미 진출한 14개 해외 국가(대만, 말레이시아, 미국 등)향 매출액 가파르게 증가 중. 직접 해외 진출 대비 애틀라미를 통한 안정적인 해외 진출 확대, 매출액 증가 가능
- 2019년 별도기준 건기식 해외 매출액 407억원(+33% YoY)으로 2016년 이후 연평균 40%의 고성장 기대
- 네트워크 채널은 신규 진입이 힘들지만 한번 브랜드가 자리 잡으면 중장기적인 매출 성장 가능. 애틀라미향 높은 매출 비중은 리스크가 아닌 건기식 업체 중 안정적인 포트폴리오 갖춘 강점이라고 판단

음성 3공장 완공, 신규 개별인정형 제품 출시로 제2의 헤모힘 기대

- 2020년 상반기 3공장 완공으로 기존 캐파 2,000억원에서 약 1,000억원 생산 능력 추가 예정. 국내 건기식 시장 성장에 따른 비애틀라미향 신규 고객사 확대, 주문 물량 지속 증가세. 2017년 비애틀라미향 매출 비중 10% 수준에 불과했지만 2019년에는 10% 중반 이상으로 증가 추정. 3공장 완공으로 추가적인 국내외 고객사 확보 기대
- 여주추출물을 기반으로 한 개별인정형 원료(혈당 개선 효능 지닌 원료) 하반기 내 허가 예상. 2020년 상반기 내 제품 출시 계획. 기존 개별인정형 원료 제품 헤모힘 단일 브랜드 매출액 2013년 314억원에서 2018년 690억원으로 개별인정형 품목 1위 기록. 5년을 준비한 두번째 개별인정형 제품이므로 제 2의 헤모힘으로 기대해 볼 만함

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	338	386	454	508	566
영업이익	49	59	74	83	94
세전순이익	59	64	75	87	98
총당기순이익	47	49	59	68	76
지배지분순이익	46	48	59	68	76
EPS	1,549	1,637	1,998	2,288	2,583
PER	21.0	12.2	13.1	11.5	10.1
BPS	5,713	6,928	8,726	10,815	13,198
PBR	5.7	2.9	3.0	2.4	2.0
ROE	30.9	25.9	25.5	23.4	21.5

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 콜마비앤에이치, 대신증권 Research&Strategy본부

I. Valuation

투자 의견 ‘매수’, 목표주가 37,000 원으로 커버리지 개시

투자 의견 ‘매수’, 목표주가 37,000원으로 커버리지를 개시한다. 2020년 예상 EPS 2,288 원에 Target PER 16배를 적용했다. 2020년 예상 EPS를 적용한 이유는 현재 풀캐파인 기존 공장에 2020년 상반기 음성 3공장이 증설돼 실적에 반영될 예정이기 때문이다.

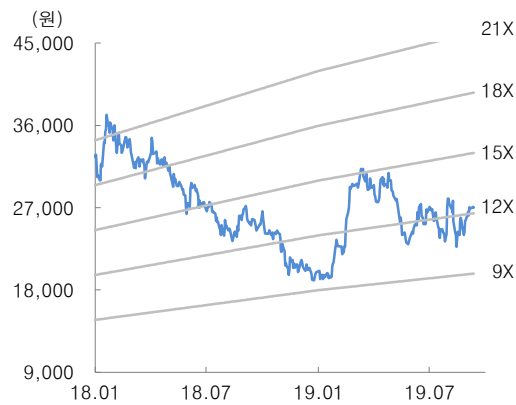
- 1) 주요 고객사인 애틀랜틱을 통한 해외 매출액 고성장세(16년~20년 연평균 26% 전망),
- 2) 2020년 음성 3공장 증설, 신규 개별인정형 제품 출시 기대, 3) 중국 시장 진출 모멘텀 보유 등이 긍정적이다. 국내 건기식 시장에서 한국인삼공사에 이은 2위 업체로서 국내 구조적 시장 성장 수혜, 해외 시장 진출 확대 모멘텀이 기대된다.

표 1. 콜마비앤에이치 목표주가 산출 (단위: 원, 배, %)

		비고
EPS	2,288	2020년 예상 EPS
Target PER	16.0	내수 음식료, 생활소비재 평균 PER
목표주가	37,000	
현재주가	26,200	
상승여력(%)	41.2	

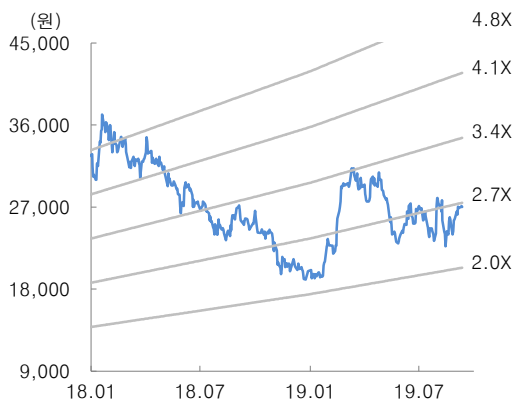
주: 2020년 예상 EPS 적용한 이유는 2020년 신규 공장 증설에 따른 실적 반영되기 때문
자료: 콜마비앤에이치, 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 1. 콜마비앤에이치 12M Forward PER 추이



자료: 콜마비앤에이치, 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 2. 콜마비앤에이치 12M Forward PBR 추이



자료: 콜마비앤에이치, 대신증권 Research&Strategy 본부

II. 투자포인트

애틀미 채널은 리스크가 아닌 안정적인 매출처

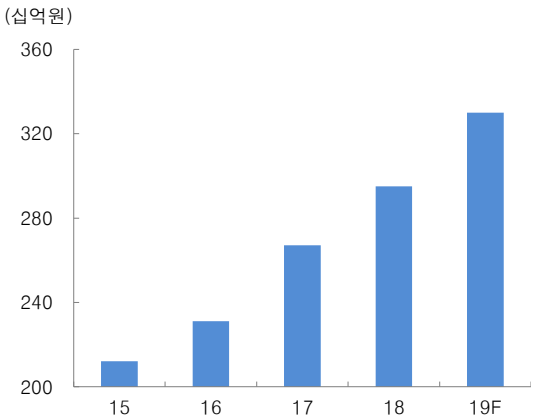
주요 고객사인 애틀미향 매출액은 매년 꾸준히 증가 중이다. 애틀미는 국내 네트워크 판매 업체 1위, 전체 시장에선 앰웨이에 이은 2위 업체다. 애틀미 매출액은 2010년 847억 원에서 2017년 9,016억 원으로 연평균 40%의 고성장을 기록했다. 같은 기간 회원수는 19.3만명에서 331.9만명으로 연평균 50% 증가세를 보였다. 애틀미의 성장과 함께 콜미비엔에이치도 ‘헤모힘’이라는 대표 브랜드로 지속 성장했다. 특히 애틀미는 네트워크 업계에서 가장 높은 자가 소비형 회원(90%)을 보유하고 있으므로 안정적인 매출 성장이 가능한 점이 긍정적이다. 헤모힘, 유산균 제품 등 다각화된 제품군으로 애틀미향 매출액은 연평균(15~19F) 12%의 안정적인 성장이 기대된다.

애틀미를 통한 건기식 해외 매출액 연평균(16~19F) 40% 고성장 전망

애틀미가 진출한 14개 해외 국가(대만, 말레이시아, 미국 등)향 매출액은 더 가파르게 증가하고 있다. 직접 해외 거래처를 확보해 계약 성사되는 데까진 시간, 비용이 많이 드는 반면 애틀미를 통한 안정적인 해외 진출 확대, 매출액 증가가 가능하다. 2019년 별도 기준 건기식 해외 매출액은 407억원(+33% YoY)으로 2016년 이후 연평균 40%의 고성장이 기대된다.

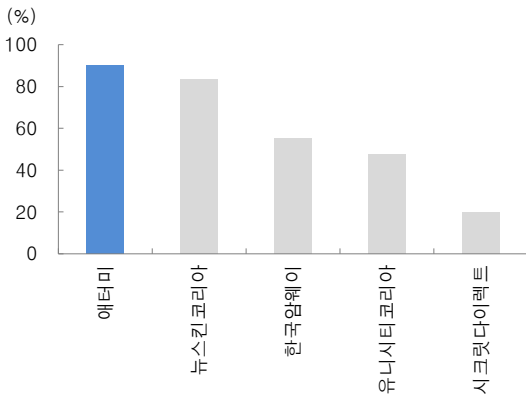
보통 건기식 브랜드 제품 매출처로 홈쇼핑, 오프라인 채널, 네트워크 업체 등이 있다. 홈쇼핑은 히트 제품의 단기적인 성과가 가장 빠르게 나타나는 채널이지만 홈쇼핑 업체의 편성 정책에 따라 영향을 받기 때문에 중장기 매출 가시성이 낮은 편이며 높은 판매수수료율을 부담해야 하는 점이 있다. 반면 네트워크 채널은 신규 진입이 힘들지만 한번 브랜드가 자리 잡으면 중장기적인 매출 성장이 가능하다. 따라서 콜마비엔에이치의 애틀미향 높은 매출 비중은 리스크가 아닌 건기식 업체 중 안정적인 포트폴리오를 갖춘 강점이라고 판단한다.

그림 3. 애틀미향 매출액 추이 및 전망



자료: 콜마비엔에이치, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 4. 2017년 네트워크 업체 자가소비형 회원 비중



자료: 공정거래위원회, 콜마비엔에이치, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 5. 애터미 매출액, 회원수 추이

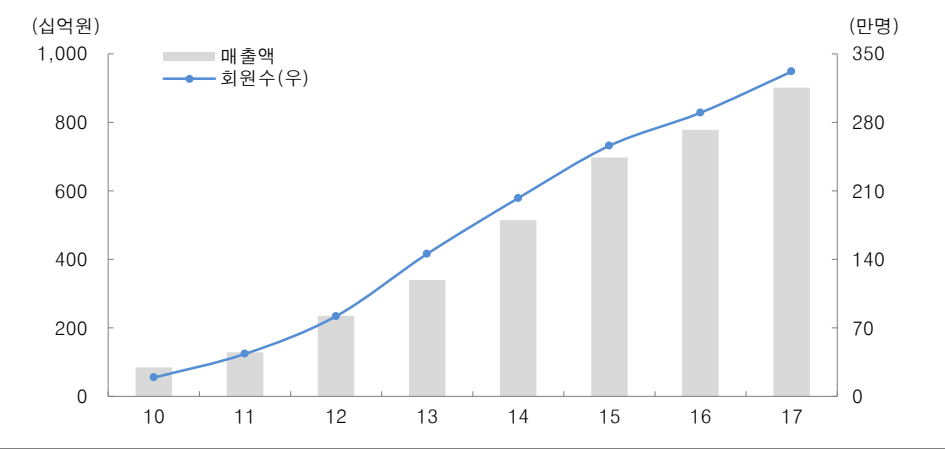
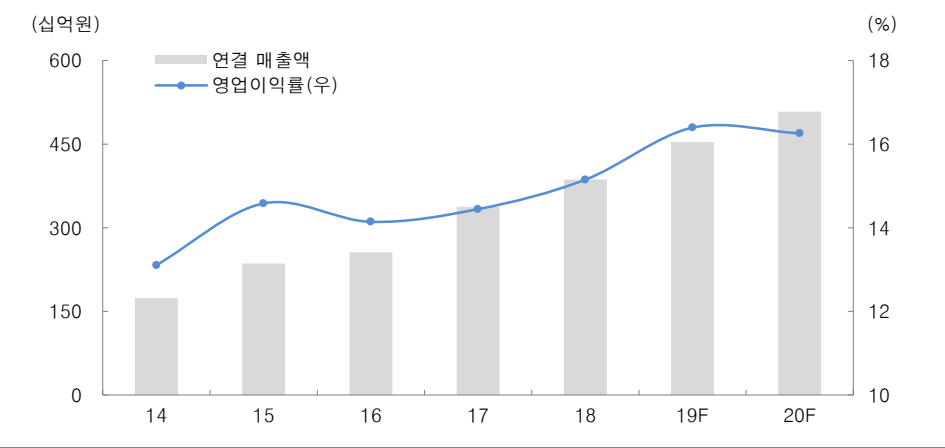


그림 6. 연결 기준 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



II. 투자포인트

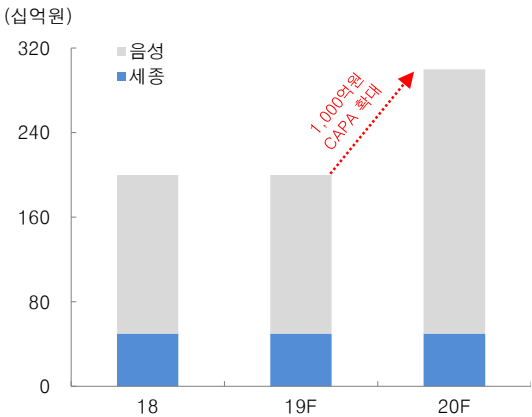
2020년 상반기 음성 3공장 완공으로 외형 성장 기대

2020년 상반기 음성 3공장 완공이 예상된다. 3공장 완공으로 기존 보유한 세종, 음성 2
캐파 2,000억원에서 약 1,000억원 생산 능력이 추가될 예정이다. 현재 기존 라인은 풀
캐파로 생산 중이다. 국내 건기식 시장 성장에 따른 비에터미향 신규 고객사 확대, 주문
물량이 지속 증가하고 있다. 2017년 비에터미향 매출 비중은 10% 수준에 불과했지만
2019년에는 10% 중반 이상으로 증가할 것으로 추정된다. 3공장 완공으로 추가적인 국
내외 고객사 확보가 기대된다.

2020년 신규 개별인정형 제품 출시로 제2의 헤모힘 기대

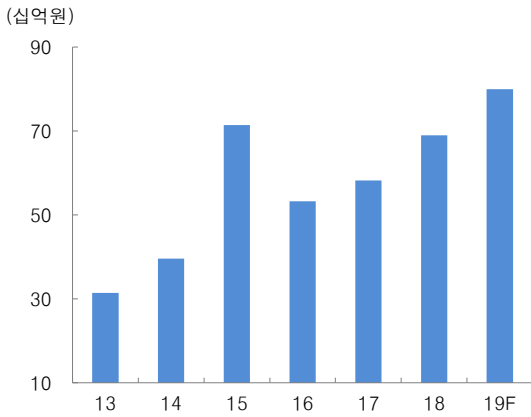
여주추출물을 기반으로 한 개별인정형 원료(혈당 개선 효능 지닌 원료)를 식약처에 허가
신청해 하반기 내 허가 받을 것으로 예상된다. 하반기에 허가를 받게되면 2020년 상반
기 내 제품화해서 출시 계획이다. 기존 개별인정형 원료 제품인 헤모힘을 성공시킨 사례
가 있다. 헤모힘 단일 브랜드 매출액은 2013년 314억원에서 2018년 690억원으로 개별
인정형 품목 1위를 차지할 정도로 성공적으로 자리잡았다. 5년을 준비한 헤모힘에 이은
두번째 개별인정형 제품이므로 제 2의 헤모힘으로 기대해 볼 만하다.

그림 7. 2020년 국내 음성 3공장 증설



자료: 콜마비앤에이치, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 8. 2017년 네트워크 업체 자가소비형 회원 비중



자료: 공정거래위원회, 콜마비앤에이치, 대신증권 Research&Strategy본부

III. 영업실적 전망

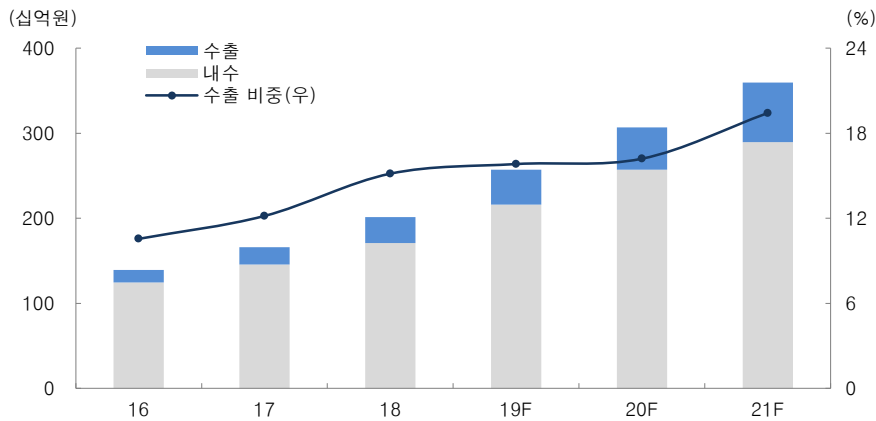
중국 현지 공장 증설은 보수적으로 접근

중국 시장 진출은 두가지 방법으로 진행 예정이다. 강소콜마를 통한 자체 생산 라인 투자, 애터미와 JV로 설립한 연태콜마의 애터미를 통한 시장 진출이다. 강소콜마는 총 2,000억 캐파에 1차분 700억원은 2020년 상반기 내 가동 가능할 전망이다. 연태콜마는 총 500억원 캐파에 1차분은 200억원 수준이다. 애터미의 중국 내 네트워크 판매업 허가를 받아야하므로 매출 발생 시기를 예측하기 힘들다. 따라서 강소콜마를 통한 중국 시장 진출이 선제적으로 진행 될것으로 보인다. 2020년 상반기 본격적인 가동이 시작된다면 중국 시장을 타겟으로 한 해외 브랜드 업체들을 고객사로 확보 가능할 전망이다. 다만 중국 시장의 불확실성이 높은 만큼 보수적으로 접근하는 편이 낫다고 판단한다.

2019년 영업이익 744억원(+27% YoY) 전망

2019년 매출액 4,536억원(+17% YoY), 영업이익 744억원(+27% YoY)이 전망된다. 별도 기준 건기식 매출액은 2,570억원(+28% YoY)으로 전사 외형 성장 견인이 기대된다. 건기식 수출액은 407억원으로 전년 대비 33% 증가하며 해외 매출 성장세가 지속될 예정이다. 화장품 매출액은 1,411억원(+5% YoY)이 예상된다. 수익성이 좋은 애터미향 매출 확대, 건기식 시장 성장에 따른 고마진 중심의 ODM/OEM 제조로 영업이익률은 전년 대비 1.2%p 개선된 16.4%가 기대된다.

그림 9. 별도 기준 건기식 내수, 수출 매출액 및 수출 비중 전망



자료: 콜마비앤에이치, 대신증권 Research&Strategy본부

표 2. 콜마비앤에이치 분기별 영업실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019F	2020F
연결 매출액	106.6	116.4	109.8	120.9	122.0	130.5	123.2	132.7	386.4	453.6	508.4
별도 매출액	92.9	102.2	96.3	107.1	107.5	116.0	109.3	118.4	336.1	398.5	451.2
건기식	57.1	67.3	63.0	69.6	70.5	80.6	75.6	80.4	201.3	257.0	307.1
내수	47.3	58.3	53.8	57.0	59.1	69.0	63.6	65.5	170.8	216.3	257.3
수출	9.8	9.0	9.3	12.6	11.3	11.5	12.0	14.9	30.5	40.7	49.8
화장품	35.7	34.8	33.2	37.4	36.9	35.3	33.5	37.9	134.4	141.1	143.7
내수	26.5	26.9	25.2	27.5	27.6	27.5	25.8	28.2	98.9	106.1	109.0
수출	9.2	7.9	7.9	9.9	9.3	7.8	7.8	9.8	35.5	34.9	34.7
임대 / 기타	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.4	0.4	0.4
근오농림	7.3	11.6	9.0	11.5	7.8	8.9	6.8	9.8	20.0	39.4	33.3
에치엔지	18.1	18.8	18.0	18.3	19.4	19.4	18.5	19.0	62.7	73.2	76.3
연결조정	-11.7	-16.2	-13.5	-16.1	-12.6	-13.7	-11.4	-14.6	-32.5	-57.5	-52.3
YoY 증감률											
연결 매출액	10.3	28.1	22.6	10.6	14.5	12.1	12.2	9.8	14.5	17.4	12.1
별도 매출액	10.7	27.8	24.5	12.9	15.7	13.5	13.5	10.6	12.4	18.6	13.2
건기식	15.6	36.0	31.3	28.1	23.4	19.7	20.0	15.6	21.3	27.7	19.5
내수	9.2	35.0	29.5	32.8	25.0	18.4	18.4	15.0	17.1	26.7	18.9
수출	58.1	40.6	43.0	10.5	15.6	28.3	29.2	18.3	51.0	33.4	22.3
화장품	3.8	14.9	13.1	-7.3	3.4	1.4	1.2	1.3	1.4	5.0	1.8
내수	5.2	8.9	14.1	2.4	4.2	2.2	2.2	2.2	-3.0	7.3	2.7
수출	1.1	38.6	10.4	-26.7	1.2	-1.2	-2.2	-1.2	16.0	-1.6	-0.8
영업이익률	15.7	17.0	16.0	16.8	15.8	16.6	15.9	16.7	15.2	16.4	16.3
당기순이익률	12.5	13.3	12.7	13.3	12.9	13.5	13.1	13.7	12.5	13.0	13.3

자료: 콜마비앤에이치, 대신증권 Research&Strategy 본부

표 3. 연도별 건강기능식품 업체별 판매 실적 순위

(단위: 억원)

순위	업체명	2014	2015	2016	2017	2018
1	한국인삼공사	4562	5233.1	7597.6	8176	8503.4
2	콜마비앤에이치	679.6	1220.6	1094.8	1314.4	1681.1
3	중근당건강	383.7	396.3	425.6	611.6	1242.4
4	한국아쿠르트	857.6	871.2	998	928.7	954.1
5	서흥	482	501.7	670	755.2	731.6
6	코스맥스바이오	459.8	461.1	570	627.9	718.6
7	에스트라	262.3	471.9	601.4	648.2	709.2
8	노바렉스	551.2	805	625.7	660	636.5
9	셀바이오텍	382.9	464.7	553.7	562.6	576.2
10	코스맥스엔비티	280.8	350	409.6	429.4	515.5
11	고려은단	320.3	862.4	483.8	406	377.7

자료: 식품의약품안전처, 대신증권 Research&Strategy 본부

기업개요

기업 및 경영진 현황

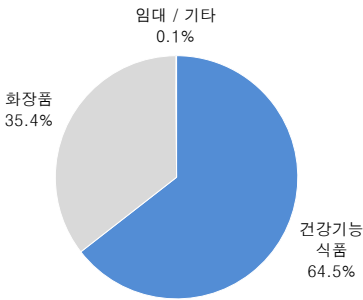
- 건강기능식품, 화장품 OEM/ODM 전문 업체
- 건강기능식품은 ODM, 화장품은 한국콜마를 통해 외주 생산
- 매출액의 85%가 애터미(네트워크 업체)에서 발생
- 주요 제품인 헤모힘(건기식)은 개별인정형원료인 당귀추출물 사용. 2003년 특허 취득
- 자산 3,353억원, 부채 1,054억원, 자본 2,299억원 (2Q19 기준)
(발행주식수: 29,543,558주 / 자기주식수: 2,166주, 2Q19 기준)

주가 변동요인

- 주요 고객사인 애터미 및 비 애터미향 안정적 매출 성장
- 2020년 이후 신규 공장 캐파 증설에 따른 추가 고객사 확보 및 외형성장
- 베트남 등 해외 판매 확대

자료: 콜마비엔에이치, 대신증권 Research&Strategy본부

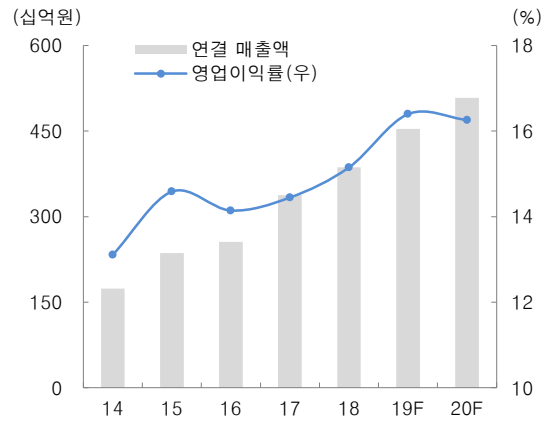
콜마비엔에이치 사업부문별 매출 비중



주: 2019년 예상 별도 매출액기준
자료: 콜마비엔에이치, 대신증권 Research&Strategy본부

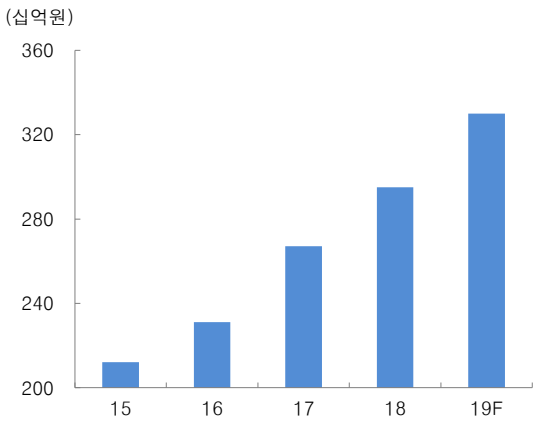
Earnings Driver

매출액, 영업이익률 추이 및 전망



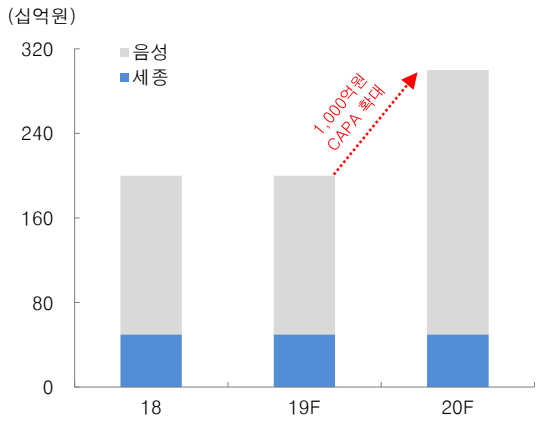
자료: 콜마비엔에이치, 대신증권 Research&Strategy본부

애터미향 매출액 추이 및 전망



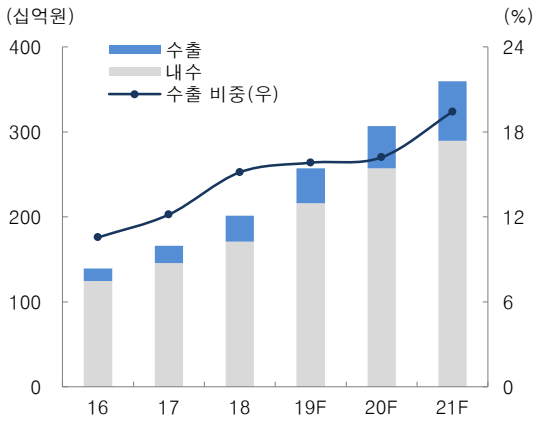
자료: 콜마비엔에이치, 대신증권 Research&Strategy본부

2020년 국내 음성 3공장 증설



자료: 콜마비엔에이치, 대신증권 Research&Strategy본부

건강기능식품(별도) 내수 및 수출 매출 추이 및 전망



자료: 콜마비엔에이치, 대신증권 Research&Strategy본부

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	338	386	454	508	566
매출원가	276	309	361	405	450
매출총이익	61	77	93	103	116
판매비와관리비	12	18	18	21	22
영업이익	49	59	74	83	94
영업이익률	14.4	15.2	16.4	16.3	16.6
EBITDA	52	63	79	88	99
영업외손익	10	6	1	4	4
관계기업손익	1	0	0	0	0
금융수익	1	4	1	3	3
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	0	0	-1	0	-1
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	9	2	1	2	2
법인세비용차감전순이익	59	64	75	87	98
법인세비용	-12	-15	-16	-19	-22
계속사업순이익	47	49	59	68	76
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	47	49	59	68	76
당기순이익률	14.1	12.8	13.0	13.3	13.5
비자배지분순이익	2	1	0	0	0
지배지분순이익	46	48	59	68	76
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	47	49	59	67	76
비자배지분포괄이익	2	1	0	0	0
지배지분포괄이익	46	48	59	67	76

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	1,549	1,637	1,998	2,288	2,583
PER	21.0	12.2	13.1	11.5	10.1
BPS	5,713	6,928	8,726	10,815	13,198
PBR	5.7	2.9	3.0	2.4	2.0
EBITDAPS	1,767	2,122	2,669	2,963	3,356
EV/EBITDA	17.2	8.6	8.9	7.7	6.5
SPS	11,426	13,078	15,355	17,209	19,170
PSR	2.8	1.5	1.8	1.6	1.4
CFPS	1,793	2,200	2,601	2,991	3,378
DPS	160	200	200	200	200

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성					
매출액 증가율	31.9	14.5	17.4	12.1	11.4
영업이익 증가율	34.7	20.0	27.0	11.2	13.6
순이익 증가율	59.5	4.0	19.7	14.5	12.9
수익성					
ROIC	50.8	41.1	41.0	38.5	38.5
ROA	22.7	20.8	23.1	21.5	20.8
ROE	30.9	25.9	25.5	23.4	21.5
안정성					
부채비율	52.4	41.2	35.4	29.5	23.9
순차입금비율	-41.4	-24.0	-30.1	-31.5	-34.0
이자보상배율	170.9	209.7	379.1	479.1	881.7

자료: 콜마비앤에이치, 대신증권 Research&Strategy 본부

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	157	152	192	225	270
현금및현금성자산	34	29	56	73	82
매출채권 및 기타채권	32	41	50	58	70
재고자산	32	38	42	44	48
기타유동자산	59	43	43	50	70
비유동자산	114	140	160	192	217
유형자산	79	87	108	128	132
관계기업투자금	0	0	1	1	1
기타비유동자산	35	52	52	64	83
자산총계	271	292	352	417	488
유동부채	90	82	89	92	91
매입채무 및 기타채무	67	60	65	67	69
차입금	11	9	8	8	5
유동성채무	3	0	0	0	0
기타유동부채	9	12	15	16	16
비유동부채	3	3	3	3	3
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	3	3	3	3	3
부채총계	93	85	92	95	94
자배지분	169	205	258	320	390
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	31	23	23	23	23
이익잉여금	124	167	220	282	352
기타지분변동	0	0	0	0	0
비자배지분	9	2	2	3	4
자본총계	178	207	260	322	393
순차입금	-74	-50	-78	-102	-134

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	53	22	45	54	57
당기순이익	47	49	59	68	76
비현금항목의 가감	6	16	18	21	24
감가상각비	3	4	5	5	5
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	2	12	13	16	18
자산부채의 증감	10	-31	-15	-16	-22
기타현금흐름	-10	-12	-16	-19	-21
투자활동 현금흐름	-31	-3	-25	-44	-50
투자자산	-11	-25	0	-12	-20
유형자산	-11	-9	-25	-25	-10
기타	-10	32	0	-7	-20
재무활동 현금흐름	-4	-25	-23	-21	-24
단기차입금	2	-1	-1	0	-3
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-4	-5	-6	-6	-6
기타	-2	-18	-16	-15	-15
현금의 증감	17	-5	27	16	9
기초 현금	17	34	29	56	73
기말 현금	34	29	56	73	82
NOPLAT	39	45	58	64	73
FCF	32	38	38	44	68

노바렉스
(194700)

한경래
이새롬

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

투자 의견

BUY

매수, 신규

6개월
목표주가

28,000

신규

현재주가
(19.09.17)

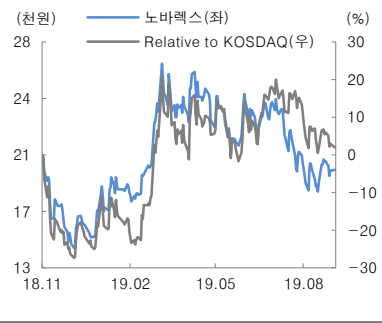
19,900

건강기능식품업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSDAQ	644.28
시가총액	179십억원
시가총액비중	0.08%
자본금(보통주)	5십억원
52주 최고/최저	26,550원 / 14,300원
120일 평균거래대금	21억원
외국인지분율	1.51%
주요주주	권석형 외 8 인 39.01%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.0	-14.2	-14.8	0.0
상대수익률	-1.8	-4.3	-1.0	0.0



신규 증설 없이
외형 성장 가능

투자 의견 ‘매수’, 목표주가 28,000원으로 커버리지 개시

- 투자 의견 ‘매수’, 목표주가 28,000원으로 커버리지 개시. 2020년 예상 EPS 2,048원에 Target PER 14배 적용. 2020년 EPS 적용한 이유는 기존 공장 캐파 증설 효과로 외형 성장 가능, 해외 고객사 매출액 본격적으로 반영되기 때문
- 1) 국내 최대 개별인정형 원료 보유로 기술력 입증, 2) 기존 공장 캐파 증설 및 오송공장 신규 캐파 증설 모멘텀 보유, 3) 2019년 이후 본격적인 해외 고객사 확대 긍정적

20년 기존 공장 캐파 증설 효과로 외형 성장, 해외 고객사 지속 확대

- 기존 공장 생산 능력 기존 1,500억원에서 2,000억까지 확대 가능 1) 창고 공간 대체 시설 추가 증설, 2) 생산 인력 2교대, 3) 설비 자동화율 증가에 따른 생산 효율화 가능하기 때문
- 기존 해외 고객사 Mannatech, 암웨이 코리아, 대만 TCI, 싱가포르 Unicity, 미국 Now 등에 이어 최근 글로벌 암웨이와도 계약 체결하며 하반기부터 해외 수출 물량 확대
- 2018년 해외 매출액 18억원에서 2020년 100억원 이상의 확실한 매출 성장 기대

2020년 하반기 오송 공장 증설로 추가 성장 모멘텀 보유

- 신규 오송 공장 생산 능력 약 2,000억원으로 기존 대비 2배 확대됨
- 자동화 시설 구축해 생산 효율 증대, 원가 절감 효과 기대
- 오송 공장은 2019년부터 수주 확보 중인 해외 수출 물량, 국내 상위 20개 대형 고객사들의 증가하는 주문 물량으로 2020년 이후 외형 성장의 가시성이 높음

2020년 매출액 1,786억원(+22% YoY), 영업이익 198억원(+31% YoY) 전망

- 2020년 매출액 1,786억원(+22% YoY), 영업이익 198억원(+31% YoY) 전망
- 노바렉스 상위 20개 고객사의 주문 물량 국내 건기식 시장 성장 상회하는 증가세.
- 시장 성장에 따른 상위 건기식 제조 업체의 구조적 성장, 증가하는 해외 고객사 고려시 2020년 실적 성장에 대한 가시성 높다고 판단

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	81	107	146	179	225
영업이익	10	11	15	20	26
세전순이익	10	11	16	20	26
총당기순이익	8	9	13	16	21
지배지분순이익	8	9	13	16	21
EPS	1,061	1,355	1,626	2,048	2,702
PER	-	11.7	12.2	9.7	7.4
BPS	6,792	9,795	10,025	11,657	13,866
PBR	-	1.6	2.0	1.7	1.4
ROE	16.8	14.5	15.3	16.7	18.7

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 노바렉스, 대신증권 Research&Strategy본부

표 1. 노바렉스 목표주가 산출 (단위: 원, 배, %)

비고		
EPS	2,048	2020년 예상 EPS
Target PER	14	Peer 그룹 20년 예상 평균 PER
목표주가	28,000	
현재주가	19,900	
상승여력(%)	40.7	

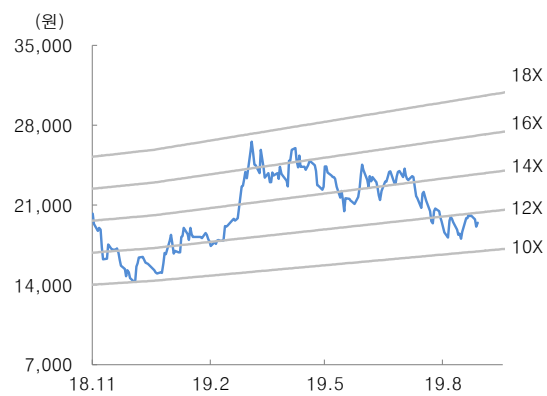
주1: 20년 EPS 반영한 이유는 기존 공장의 캐파 확대 및 해외 고객사 매출액 본격적인 매출 발생 시기이기 때문
자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

표 2. 노바렉스의 영업실적 추이 및 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019F	2020F
매출액	30.7	40.6	41.5	33.5	36.3	49.0	49.4	43.9	107.3	146.2	178.6
영업이익	2.7	4.4	4.5	3.6	3.9	5.5	5.7	4.8	11.3	15.2	19.8
당기순이익	2.7	3.5	3.7	3.0	3.2	4.5	4.7	3.9	9.5	12.9	16.3
YoY 증감률											
매출액	34.1	41.2	38.0	30.8	18.4	20.7	19.1	31.1	32.7	36.3	22.1
영업이익	3.2	23.0	19.1	161.6	44.3	26.5	24.6	33.6	14.5	33.8	30.8
당기순이익	21.4	7.4	16.9	278.9	16.0	29.5	25.1	32.2	17.1	36.2	26.0
영업이익률	8.8	10.7	11.0	10.6	10.7	11.3	11.5	10.8	10.6	10.4	11.1
당기순이익률	8.9	8.6	9.0	8.8	8.7	9.2	9.5	8.9	8.8	8.8	9.1

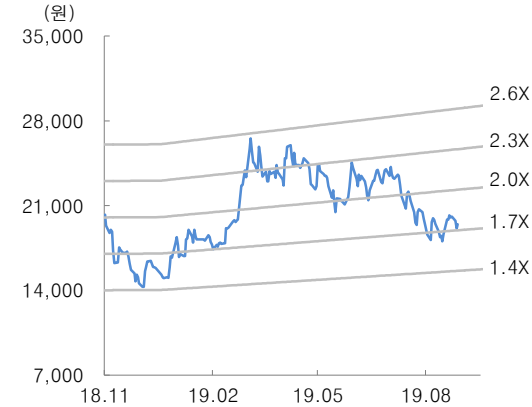
자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 1. 노바렉스 Forward PER 밴드



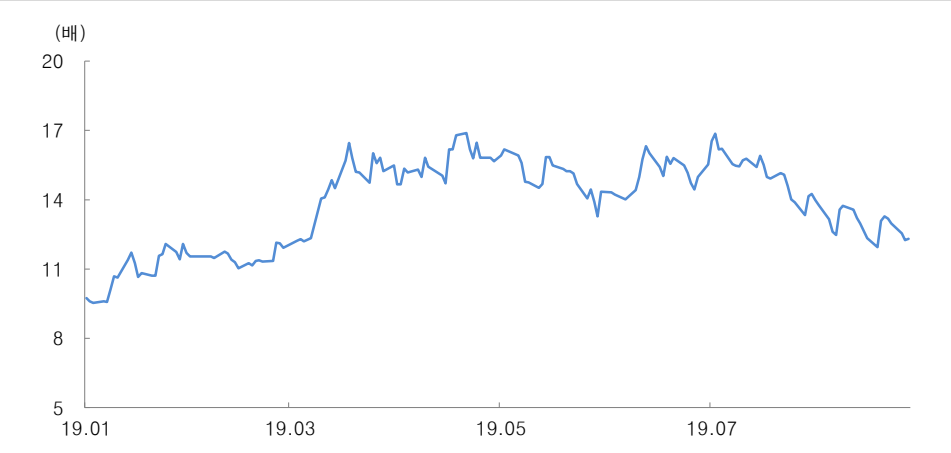
자료: 노바렉스, 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 2. 노바렉스 Forward PBR 밴드



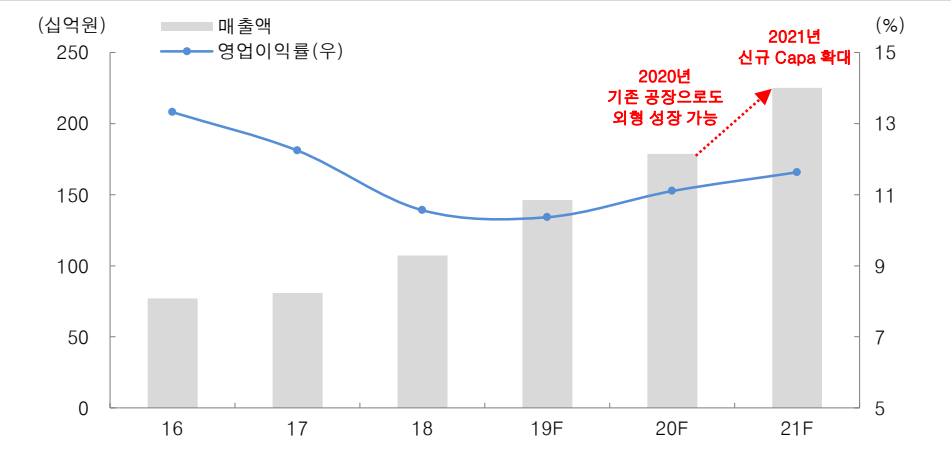
자료: 노바렉스, 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 3. 노바렉스 2019년 PER 추이



자료: 노바렉스, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 4. 캐파 확대에 따른 실적 성장세 전망



자료: 노바렉스, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 5. 노바렉스의 제품 포트폴리오



자료: 노바렉스, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 6. 오송공장 증설, 기존 대비 CAPA 2배 확대



자료: 노바렉스, 대신증권 Research&Strategy본부

기업개요

기업 및 경영진 현황

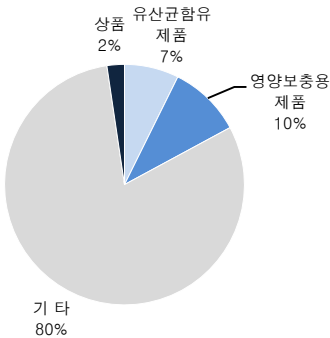
- 2008년 7월 설립, 2018년 11월 코스닥 상장
- 건강기능식품 원료 제조 및 연구, 제품 ODM/OEM 기업
- 국내에서 가장 많은 개별인증원료(35개)를 보유
- 오창에 위치한 3개 공장 기반 OEM/ODM 사업 영위
- 미국 최대 건강기능식품회사 GNC, 호주 BLACK MORES와 생산납품 계약 체결하며 글로벌 레퍼런스 확보
- 자산 1,264억원, 부채 427억원, 자본 836억원 (2Q19 기준)
(발행주식수: 9,003,740주/ 자가주식수: 1,052,632주, 2Q19 기준)

주가 변동요인

- 국내외 건강기능식품 시장 성장
- 2020년 하반기 CAPA 확대에 따른 외형 성장
- 수익성 기여도가 높은 ODM 및 원료 매출 확대로 OPM 개선

자료: 노바렉스, 대신증권 Research&Strategy본부

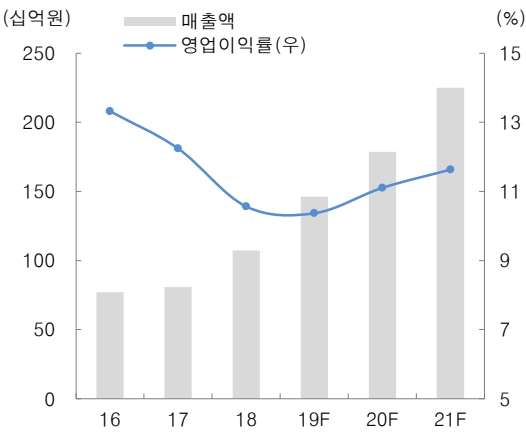
노바렉스 사업부문별 매출 비중



주: 2019년 2분기 매출액기준
자료: 노바렉스, 대신증권 Research&Strategy본부

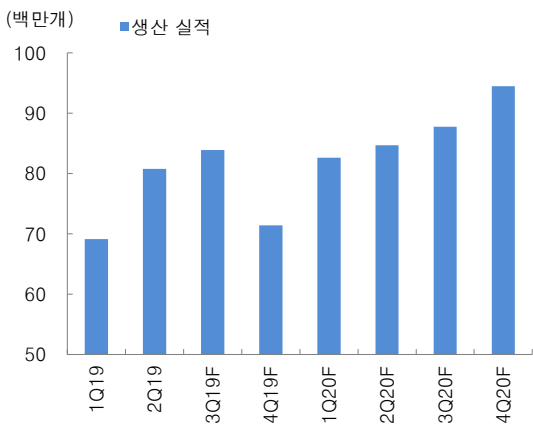
Earnings Driver

노바렉스 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



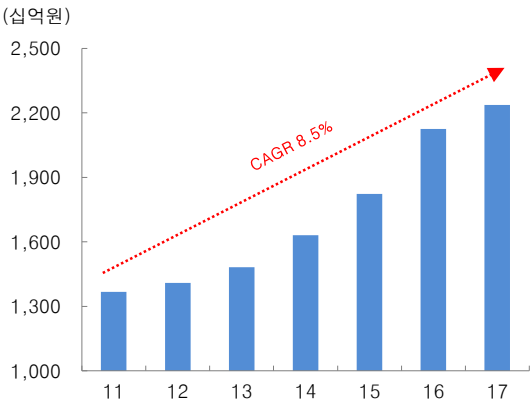
자료: 노바렉스, 대신증권 Research&Strategy본부

노바렉스 분기별 생산 실적 전망



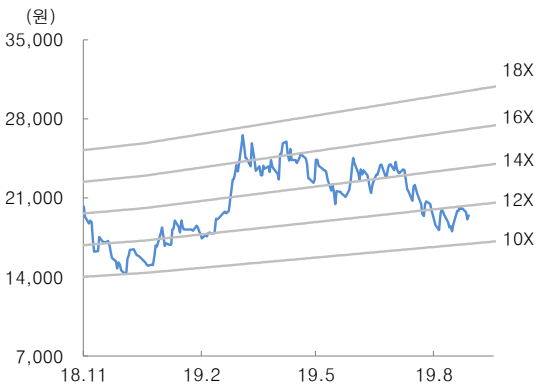
자료: 노바렉스, 대신증권 Research&Strategy본부

국내 건강기능식품 시장 규모 추이



자료: 노바렉스, 대신증권 Research&Strategy본부

노바렉스 2019년 Forward PER 추이



자료: 노바렉스, 대신증권 Research&Strategy본부

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	81	107	146	179	225
매출원가	64	87	119	145	182
매출총이익	17	21	27	34	43
판매비와관리비	7	9	12	14	16
영업이익	10	11	15	20	26
영업이익률	12.2	10.6	10.4	11.1	11.6
EBITDA	11	13	17	23	30
영업외손익	0	0	0	0	0
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	0	0	1	1	1
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-1	0	-1	-1	-1
외환관련손실	1	0	0	0	0
기타	0	0	0	0	0
법인세비용차감전순이익	10	11	16	20	26
법인세비용	-2	-2	-3	-4	-5
계속사업순이익	8	9	12	16	21
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	8	9	13	16	21
당기순이익률	9.8	8.5	8.8	9.1	9.5
비지배자분순이익	0	0	0	0	0
지배자분순이익	8	9	13	16	21
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	1	-4	27
포괄순이익	8	8	18	-22	287
비지배자분포괄이익	0	0	18	-22	287
지배자분포괄이익	8	9	0	0	0

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	1,061	1,355	1,626	2,048	2,702
PER	0.0	11.7	12.2	9.7	7.4
BPS	6,792	9,795	10,025	11,657	13,866
PBR	0.0	1.6	2.0	1.7	1.4
EBITDAPS	1,499	1,627	1,912	2,549	3,292
EV/EBITDA	NA	8.2	9.8	8.1	5.8
SPS	10,586	13,318	16,243	19,837	24,994
PSR	0.0	1.2	1.2	1.0	0.8
CFPS	1,352	1,470	2,113	2,714	3,473
DPS	200	200	200	200	200

재무비율

(단위: 원, 배, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성					
매출액 증가율	48	32.7	36.3	22.1	26.0
영업이익 증가율	-3.7	14.5	33.8	30.8	32.0
순이익 증가율	-13.5	15.1	40.1	27.0	31.9
수익성					
ROIC	27.6	25.6	21.1	17.3	18.9
ROA	15.0	12.7	12.7	14.1	16.4
ROE	16.8	14.5	15.3	16.7	18.7
안정성					
부채비율	37.2	34.4	47.4	41.7	35.9
순차입금비율	-42.7	-45.2	-11.6	5.5	-5.3
이자보상배율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 노바렉스, 대신증권 Research&Strategy 본부

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	46	64	68	57	73
현금및현금성자산	22	36	20	4	16
매출채권 및 기타채권	14	14	25	28	32
재고자산	9	13	22	24	24
기타유동자산	1	1	1	1	1
비유동자산	26	42	65	92	97
유형자산	23	31	54	81	86
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	3	11	11	11	11
자산총계	72	106	133	149	170
유동부채	19	26	31	32	33
매입채무 및 기타채무	17	19	24	25	26
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	1	7	7	7	7
비유동부채	1	1	12	12	12
차입금	0	0	10	10	10
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1	1	2	2	2
부채총계	19	27	43	44	45
자배지분	52	79	90	105	125
자본금	4	5	5	5	5
자본잉여금	12	32	32	32	32
이익잉여금	36	42	54	69	88
기타지분변동	1	0	0	0	0
비지배자분	0	0	0	0	0
자본총계	52	79	90	105	125
순차입금	-22	-36	-10	6	-7

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	11	7	1	16	22
당기순이익	0	0	13	16	21
비현금항목의 가감	2	3	6	8	10
감가상각비	2	2	2	3	3
외환손익	1	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	0	1	4	5	7
자산부채의 증감	0	-6	-15	-5	-4
기타현금흐름	8	10	-3	-4	-5
투자활동 현금흐름	-5	-12	-25	-30	-8
투자자산	0	-3	0	0	0
유형자산	-5	-9	-25	-30	-8
기타	0	0	0	0	0
재무활동 현금흐름	-1	19	10	1	1
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	10	0	0
유상증자	0	18	0	0	0
현금배당	-1	-2	-2	-2	-2
기타	0	2	2	2	2
현금의 증감	4	14	-16	-16	12
기초 현금	18	22	36	20	4
기말 현금	22	36	20	4	16
NOPLAT	8	9	12	16	21
FCF	5	1	-11	-11	16

Issue & News

종근당
바이오
(063160)

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

투자 의견 N/R

6개월 목표주가 N/R

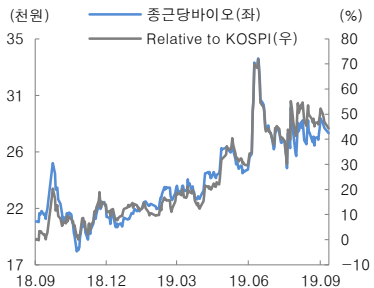
현재주가 28,850
(19.09.17)

건강기능식품업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2,062.33
시가총액	151십억원
시가총액비중	0.01%
자본금(보통주)	13십억원
52주 최고/최저	33,450원 / 18,050원
120일 평균거래대금	15억원
외국인지분율	8.82%
주요주주	종근당홀딩스 외 1 인 37.26%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.2	-11.8	26.0	37.7
상대수익률	0.2	-10.6	32.9	53.8



2020년까지 기다리실 건가요?

분기 실적 호조 하반기에도 지속될 예정

- 하반기 매출액 689억원, 영업이익 83억원으로 상반기 대비 각각 7.2%, 27.1% 증가 전망. 2분기 일부 제품 고단가로 공급됐던 원료의약품 부문은 하반기에도 비슷한 수준으로 공급
- 프로바이오틱스 원말 풀캐파 상태로 공급 중이므로 3, 4분기도 2분기(매출액 25억원)와 비슷한 매출 예상(3Q19F 28억원, 4Q19F 30억원)
- 4분기 내 21년 완공 예정인 오송공장 관련 사업 발표 예정. 완제약품 관련 신규 사업으로 중심이 된 프로바이오틱스에 이은 핵심 사업될 전망

2020년 성장이 담보된 프로바이오틱스 원말 매출 + 브랜드,OEM 사업 본격화

- 기존 프로바이오틱스 생산 라인의 풀캐파로 종근당건강 락토피의 판매 호조에 따른 추가적인 공급 대응 힘든 상황
- 안산공장 2019년 연내 완공 스케줄은 변동 없는 것으로 파악. 2020년 1분기 GMP 승인 받고 2분기부터 일부 가동 시작 기대
- 원말은 캐파만 확대되면 종근당건강향 공급 증가 가능. 2020년 원말 매출액 204억원 전망2020년 하반기부터 유거스 브랜드 통한 해외 매출 발생 기대. 싱가포르 협력사는 유거스 홈페이지 개설하며 유거스 제품 판매 준비 중

2020년 영업이익 196억원(+32% YoY) 전망

- 2020년 매출액 1,544억원(+16% YoY), 영업이익 196억원(+32% YoY) 전망
- 2020년은 프로바이오틱스 매출 본격적으로 반영되는 원년. 2020년 프로바이오틱스 매출액 293억원으로 전사 외형 성장 견인 기대
- 종근당건강향 원말 및 OEM 매출은 안정적인 캡티브 물량으로 성장 담보됐다고 판단
- 완제브랜드 매출은 2분기 이후 분기별 점진적인 가동률 증가(2Q20F 5% → 4Q20F 20%) 가정
- 원료의약품에 비해 수익성이 좋은 프로바이오틱스 매출 비중 증가로 영업이익률 전년 대비1.5%p 개선된 12.7% 예상
- 2020년 예상 PER 9배 수준. 2020년 실적 성장에 대한 가시성이 높은 점 고려시 밸류에이션 매력 높다고 판단

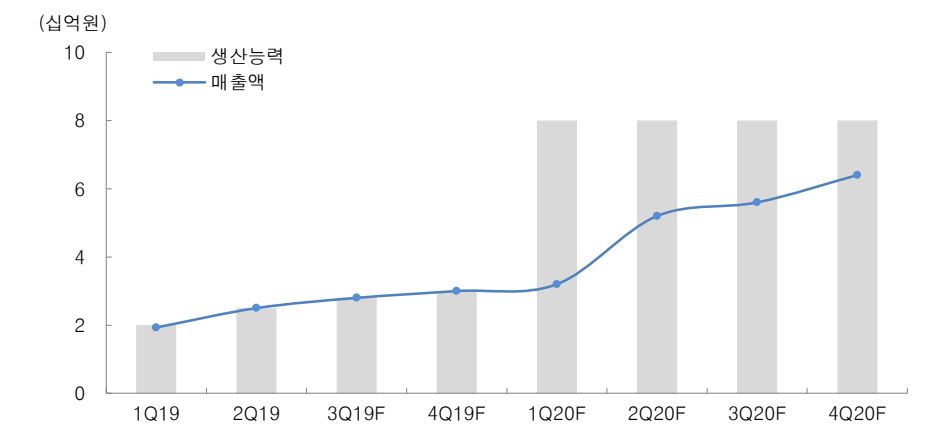
영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	118	125	133	154	185
영업이익	9	7	15	20	26
세전순이익	10	9	16	20	26
총당기순이익	8	8	13	16	21
지배지분순이익	8	8	13	16	21
EPS	1,563	1,551	2,483	3,132	4,132
PER	13.7	13.4	11.6	9.2	7.0
BPS	27,162	28,236	30,476	33,352	37,208
PBR	0.8	0.7	0.9	0.9	0.8
ROE	5.8	5.5	8.3	9.6	11.5

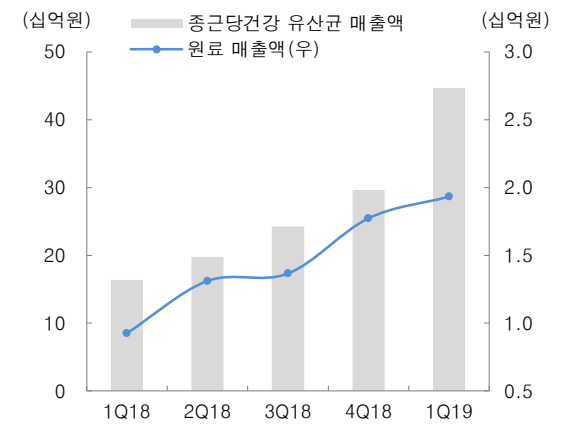
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 종근당바이오, 대산증권 Research&Strategy본부

그림 1. 프로바이옥스 원료 분기별 생산능력 및 매출액 전망



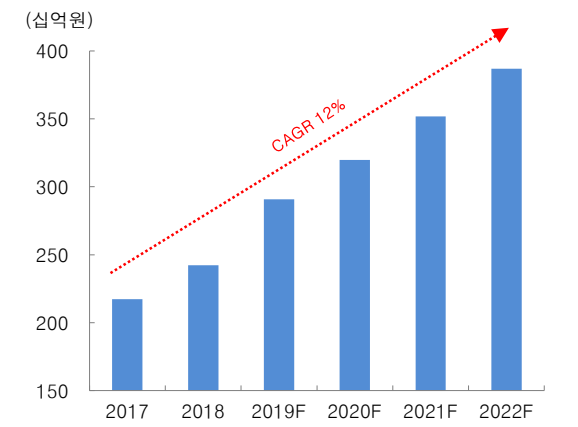
자료: 종근당바이오, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 2. 종근당건강 유산균, 바이오 원료 매출액 비교



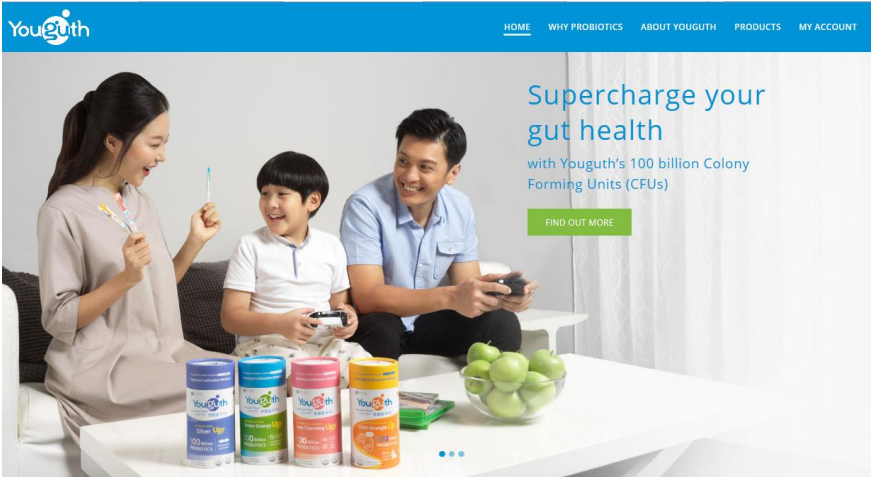
자료: 종근당홀딩스, 종근당바이오, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 3. 국내 프로바이옥스 시장 규모



자료: 종근당바이오, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 4. 프로바이오틱스 원료 분기별 생산능력 및 매출액 전망

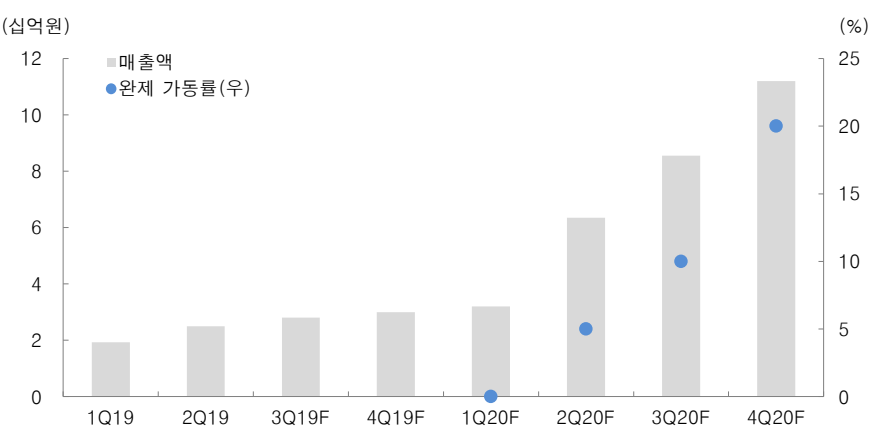


Top 3 reasons why Youguth is your go-to probiotic for better gut health

Discover the "You + Gut + Youth" difference

자료: 종근당바이오, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 5. 프로바이오틱스 완제 가동률 및 전체 매출액 전망



자료: 종근당바이오, 대신증권 Research&Strategy본부

표 1. 2017년 국내 건강기능식품 품목별 판매 실적

순위	품목	매출액(십억원)	점유율(%)
1	홍삼	1036	46
2	개별인정형	245	11
3	비타민 및 무기질	226	10
4	프로바이오틱스	217	10
5	밀크씨슬 추출물	104	5
6	EPA, DHA	63	3
7	알로에 겔	38	2
8	루테인	36	2
9	가르시니아캄보지아 추출물	29	1
10	인삼	20	1
11	기타	224	10

자료: 식품의약품안전처, 대신증권 Research&Strategy 본부

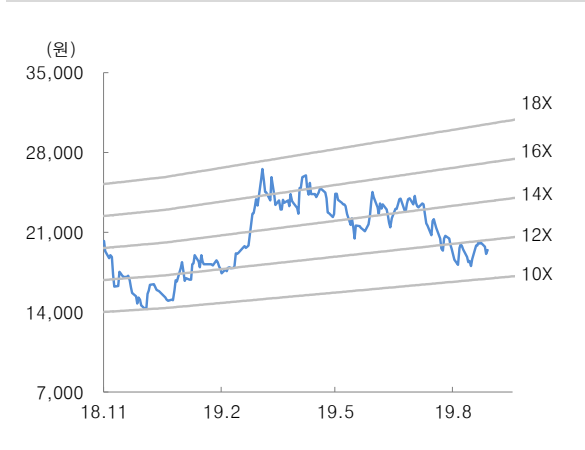
표 2. 종근당바이오 영업실적 추이 및 전망

(단위: 십억원,%)

	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	2018	2019F	2020F
매출액	31.3	33.0	34.4	34.6	34.2	36.3	40.6	43.3	124.5	133.2	154.4
주요 원료의약품	22.3	21.8	23.9	23.5	23.2	22.4	24.5	24.2	94.6	92.5	94.3
프로바이오틱스	1.9	2.5	2.8	3.0	3.2	6.4	8.6	11.2	5.4	10.2	29.3
기타 제품 및 상품	7.1	7.7	7.7	8.0	7.8	7.6	7.5	7.9	24.5	30.5	30.8
YoY 증감률											
매출액	1.7	6.8	5.5	14.1	9.2	10.1	18.1	25.4	5.3	7.0	15.9
주요 원료의약품	-9.3	0.5	-3.3	3.8	3.9	-1.7	2.8	3.0	1.9	-2.2	2.0
프로바이오틱스	108.6	90.7	105.0	69.2	65.6	154.0	205.4	273.3		90.3	186.4
기타 제품 및 상품	34.8	11.2	18.0	37.1	10.4	-1.6	-2.7	-1.6	-3.1	24.3	0.9
영업이익	2.5	4.1	4.2	4.1	4.1	4.5	5.5	5.5	7.0	14.9	19.6
당기순이익	2.3	3.2	3.7	3.5	3.6	3.7	4.3	4.4	8.0	12.7	16.1
영업이익률	8.0	12.3	12.4	11.8	12.0	12.5	13.5	12.8	5.6	11.2	12.7
당기순이익률	7.3	9.7	10.9	10.1	10.4	10.3	10.7	10.2	6.4	9.6	10.4

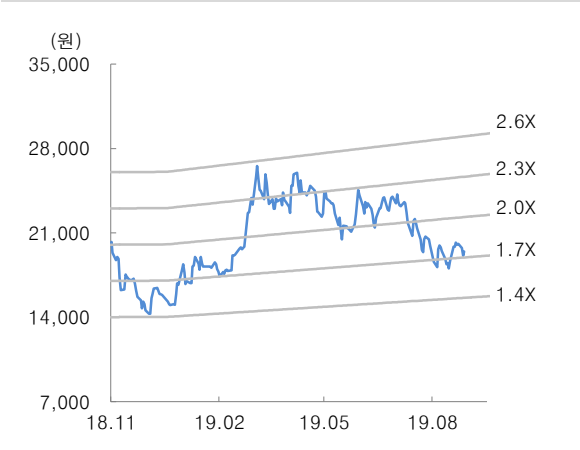
자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 6. 종근당바이오의 Forward PER 밴드



자료: 종근당바이오, 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 7. 종근당바이오의 Forward PBR 밴드



자료: 종근당바이오, 대신증권 Research&Strategy 본부

기업개요

기업 및 경영진 현황

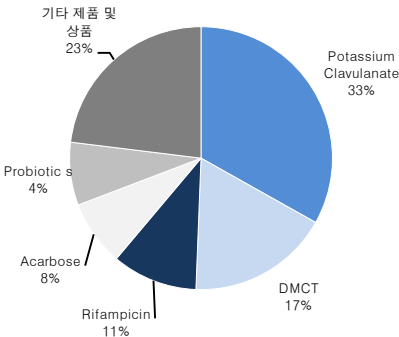
- 2001년 종근당에서 분할설립 및 코스피 상장
- 국내 최대 규모 발효공법 기반 원료의약품 전문 기업
- 주요제품은 항생제 원료에 사용되는 PC, 당뇨병치료제 등
- 수출 비중은 80% 수준, 전사 매출의 대부분이 원료의약품에서 발생
- 프로바이오틱스 특허 취득하며 16년 신규 진출
- 자산 2,083억원, 부채 562억원, 자본 1,521억원 (2Q19 기준)
- (발행주식수: 5,229,489주 / 자기주식수: 100,024주 2Q19 기준)

주가 변동요인

- 프로바이오틱스 매출 증가 및 전사 OPM 상승
- 환율 상승
- 미국, 유럽 등 선진시장 수출 증가

자료: 종근당바이오, 대신증권 Research&Strategy본부

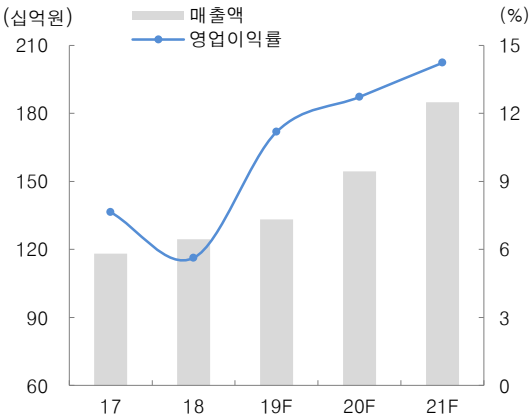
종근당바이오 사업부문별 매출 비중



주: 2019년 예상 매출액기준
자료: 종근당바이오, 대신증권 Research&Strategy본부

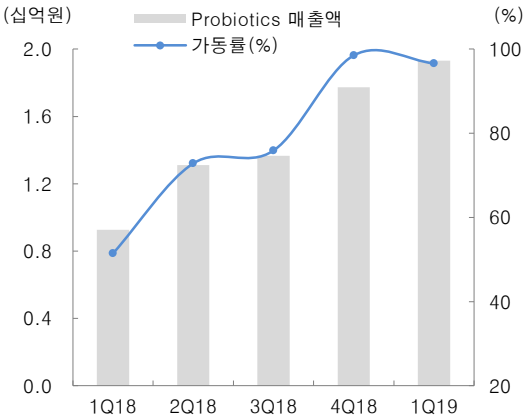
Earnings Driver

매출액, 영업이익률 추이 및 전망



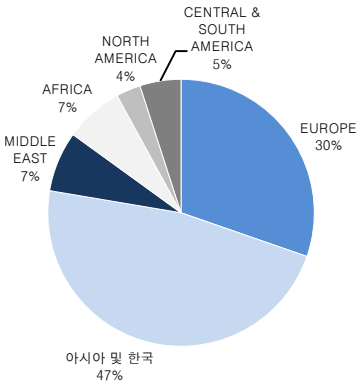
자료: 종근당바이오, 대신증권 Research&Strategy본부

Probiotics 매출액 및 가동률 추이



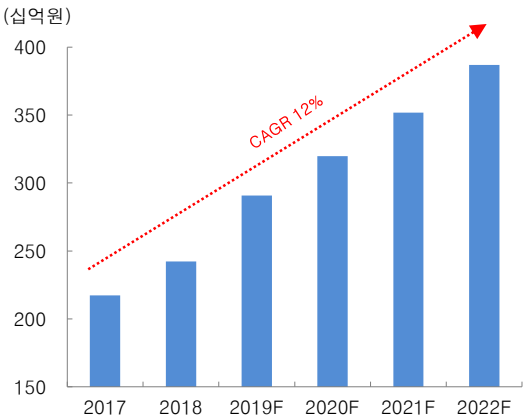
자료: 종근당바이오, 대신증권 Research&Strategy본부

지역별 원료의약품 수출 비중



자료: 종근당바이오, 대신증권 Research&Strategy본부

국내 프로바이오틱스 시장 규모



자료: 종근당바이오, 대신증권 Research&Strategy본부

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	118	125	133	154	185
매출원가	93	101	98	110	131
매출총이익	25	23	36	45	54
판매비와관리비	16	16	21	25	28
영업이익	9	7	15	20	26
영업이익률	7.6	5.6	11.2	12.7	14.2
EBITDA	18	16	27	34	41
영업외손익	1	2	1	0	0
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	3	2	2	3	3
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-3	-2	-2	-4	-4
외환관련손실	3	1	1	1	1
기타	0	2	1	1	1
법인세비용차감전순이익	10	9	16	20	26
법인세비용	-2	-1	-3	-4	-5
계속사업순이익	8	8	13	16	21
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	8	8	13	16	21
당기순이익률	6.8	6.4	9.6	10.4	11.5
비자배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	8	8	13	16	21
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	9	8	13	16	21
비자배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	9	8	13	16	21

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	1,563	1,551	2,483	3,132	4,132
PER	13.7	13.4	11.6	9.2	7.0
BPS	27,162	28,236	30,476	33,352	37,208
PBR	0.8	0.7	0.9	0.9	0.8
EBITDAPS	3,461	3,053	5,164	6,483	7,782
EV/EBITDA	5.3	6.0	6.1	4.9	3.9
SPS	22,600	23,809	25,470	29,522	35,368
PSR	0.9	0.9	1.1	0.9	0.8
CFPS	3,805	3,927	5,542	6,738	7,972
DPS	400	200	200	200	200

재무비율

(단위: 원, 배, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성					
매출액 증가율	46	53	7.0	15.9	19.8
영업이익 증가율	-22.2	-22.4	112.6	31.9	33.9
순이익 증가율	-15.0	-0.7	60.1	26.1	31.9
수익성					
ROIC	5.1	3.9	6.8	7.8	9.7
ROA	5.0	3.9	7.5	8.7	10.3
ROE	5.8	5.5	8.3	9.6	11.5
안정성					
부채비율	26.4	25.0	32.2	37.8	39.9
순차입금비율	-11.0	-8.2	8.5	8.4	3.2
이자보상배율	57.8	54.3	0.0	0.0	0.0

자료: 종근당바이오, 대신증권 Research&Strategy 본부

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	84	78	75	94	125
현금및현금성자산	16	12	2	13	30
매출채권 및 기타채권	29	31	40	46	55
재고자산	33	28	29	31	37
기타유동자산	7	7	4	4	3
비유동자산	95	106	136	147	147
유형자산	94	104	134	145	146
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	2	2	2	2	2
자산총계	179	185	211	240	272
유동부채	27	24	27	33	39
매입채무 및 기타채무	20	20	20	21	23
차입금	6	3	6	10	13
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	1	1	2	2	4
비유동부채	11	13	24	33	38
차입금	0	2	12	20	25
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	10	11	12	13	13
부채총계	37	37	51	66	78
자배지분	142	148	159	174	195
자본금	13	13	13	13	13
자본잉여금	27	27	27	27	27
이익잉여금	103	109	121	136	156
기타지분변동	-2	-2	-2	-2	-2
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	142	148	159	174	195
순차입금	-16	-12	14	15	6

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	20	16	15	22	21
당기순이익	8	8	13	16	21
비현금항목의 가감	12	13	16	19	20
감가상각비	9	9	12	14	14
외환손익	0	0	-1	-1	-1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	2	3	5	6	7
자산부채의 증감	4	-4	-11	-10	-16
기타현금흐름	-4	-1	-3	-4	-5
투자활동 현금흐름	-13	-16	-39	-25	-15
투자자산	-3	1	0	0	0
유형자산	-8	-16	-42	-25	-15
기타	-1	-1	3	0	0
재무활동 현금흐름	-7	-3	12	11	7
단기차입금	-5	-3	3	4	3
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	2	10	8	5
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-2	-2	-1	-1	-1
기타	0	0	0	0	0
현금의 증감	1	-4	-10	11	16
기초 현금	15	16	12	2	13
기말 현금	16	12	2	13	30
NOPLAT	8	6	12	16	21
FCF	7	-2	-18	5	21

Issue & News

서흥
(008490)

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

투자지견
N/R
신규

6개월
목표주가
N/R

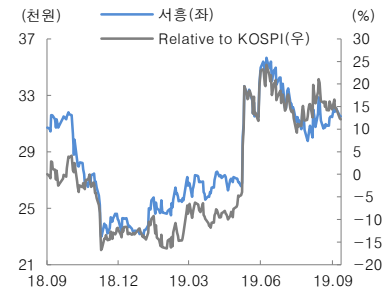
현재주가
(19.09.17)
31,500

건강기능식품업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSPI	2,062.33
시가총액	364십억원
시가총액비중	0.03%
자본금(보통주)	6십억원
52주 최고/최저	35,650원 / 22,950원
120일 평균거래대금	10억원
외국인지분율	5.45%
주요주주	양주환 외 6 인 53.22% 국민연금공단 9.06%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	2.4	-10.1	15.2	0.6
상대수익률	-4.3	-8.9	21.5	12.4



하드캡슐, 건기식 모두 좋다

하드캡슐, 건기식 OEM 업체

- 주요 사업: 하드캡슐(젤라틴, 식물성 하드캡슐) 제조, 건기식 OEM, 의약품 전 공정 수탁
- 19년 반기 매출액 비중 하드캡슐 36%, 건기식 38%, 의약품 12%, 원료 10%, 화장품 10%
- 국내 하드캡슐 시장 95% 점유, 글로벌 3위 수준(글로벌 1위 업체 캡슈겔, 2위 ACG월드와이드)
- 주요 자회사 젤텍, 서흥 베트남, 아메리카 등 보유. 젤텍은 하드캡슐 원료 젤라틴 공급

글로벌 식물성 하드캡슐 수요 증가로 베트남 법인 캐파 지속 확대

- 하드캡슐 시장에서 식물성 하드캡슐 수요 증가 추세. 돼지, 소로부터 만들어 지는 젤라틴 섭취 불가능한 종교적 이유, 채식주의 확대, 범용성 등으로 식물성 하드캡슐 증가세
- 시장 성장에 따른 베트남 법인 6월에 캐파 기존 젤라틴 하드캡슐 30대에서 식물성 하드캡슐 신규 장비 6대 추가, 2020년 4대 추가할 예정
- 하드캡슐 매출액 중 식물성 비중 2017년 20% 중반에서 2018년 30%, 2019년 40%까지 증가할 전망. 젤라틴 대비 식물성 하드캡슐 평균 가격대가 더 높기 때문에 애개당 식물성 6~10원 vs. 젤라틴 4~5원) 믹스효과에 따른 마진 개선도 기대

건기식 고객사 주문 증가에 대응 가능한 충분한 생산 능력 보유

- 2013년에 이미 건기식 생산 라인 투자로 3,000억원 이상 생산 능력 보유. 고객사로 한국인삼공사, 종근당건강, 뉴스킨코리아 등 확보
- 현재 가동률은 약 50% 미만으로 건기식 시장 구조적 성장에 따른 건기식 매출액 연평균(16~20F) 17%의 지속 성장 기대

2019년 매출액 4,455억원(+13% YoY), 영업이익 490억원(+25% YoY) 전망

- 건기식 매출액 1,712억원(+20% YoY)으로 가장 큰 폭의 성장 예상
- 하드캡슐 매출액은 식물성 하드캡슐 중심의 수요 증가로 1,594억원(+11% YoY) 기대
- 고단가의 식물성 하드캡슐 비중 확대, 건기식 생산 라인 가동률 증가 등으로 2019년 영업이익률 전년 대비 1.0%p 개선된 11% 기대
- 2019년 예상 실적 기준 PER 9.4배로 건기식 섹터 내 가장 낮은 수준. 베트남 법인 신규생산 라인 가동률 추이 및 건기식 매출액 증가세에 따른 주가 리레이팅 기대

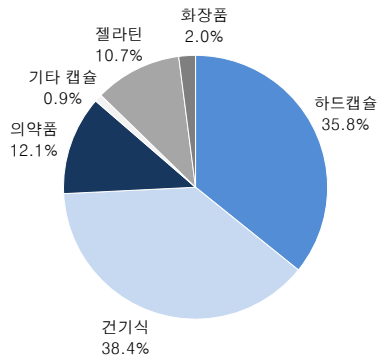
영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	350	393	446	488	532
영업이익	37	39	49	52	60
세전순이익	31	35	49	49	57
총당기준이익	26	29	43	41	48
지배지분순이익	23	26	37	36	42
EPS	2,021	2,315	3,366	3,243	3,813
PER	16.2	10.1	9.4	9.7	8.3
BPS	23,330	23,650	26,548	29,281	32,513
PBR	1.4	1.0	1.1	1.0	0.9
ROE	8.7	9.5	12.9	11.2	11.9

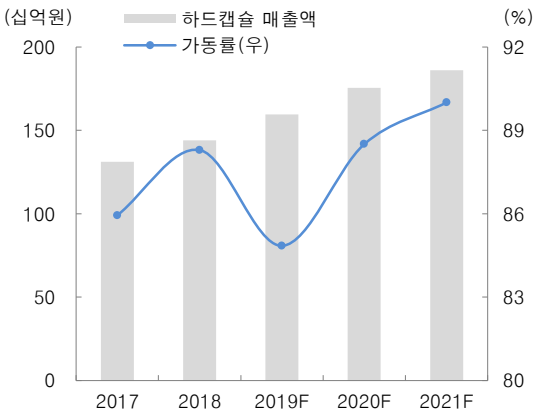
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 서흥, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 1. 서흥의 2019F 부문별 매출 비중



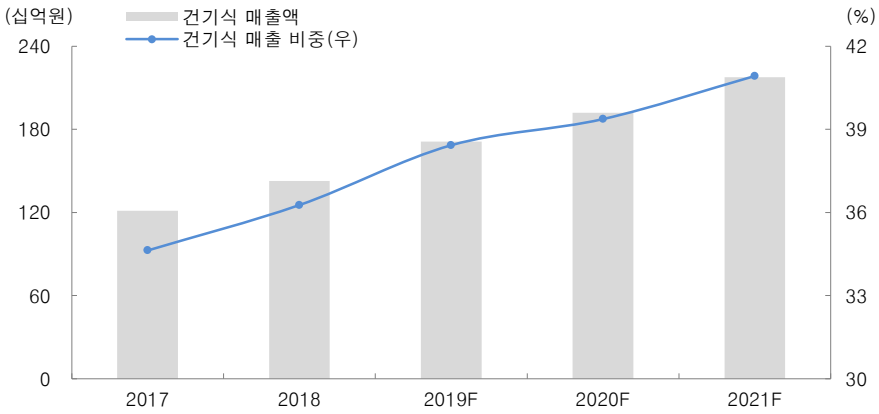
자료: 서흥, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 2. 서흥의 하드캡슐 매출액 및 가동률 추이



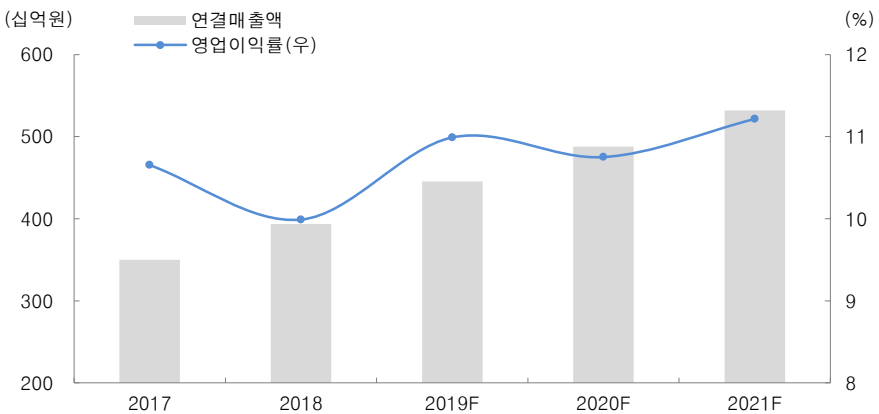
자료: 서흥, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 3. 건기식 매출액, 매출 비중 전망



자료: 서흥, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 4. 서흥의 영업실적 추이 및 전망



자료: 서흥, 대신증권 Research&Strategy본부

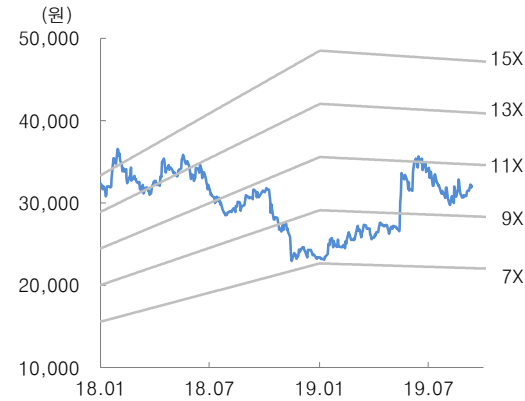
표 1. 서흥의 분기별 영업실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
연결 매출액	99.1	104.1	94.8	95.5	117.8	115.4	109.3	103.0	393.5	445.5	487.7
캡슐	89.7	91.0	83.2	81.7	103.2	101.0	95.2	89.3	345.6	388.7	425.8
하드캡슐	34.9	38.6	35.7	34.7	42.8	41.7	39.3	35.6	143.9	159.4	175.4
건기식	37.7	37.8	34.5	32.7	45.1	44.5	41.6	40.0	142.7	171.2	192.0
의약품	15.5	13.2	12.1	13.6	13.9	13.7	13.4	13.0	54.4	54.0	54.0
기타	1.5	1.4	1.0	0.7	1.4	1.2	0.9	0.7	4.6	4.2	4.4
젤라틴	9.4	13.1	11.6	9.9	11.4	12.5	12.1	11.5	44.0	47.5	52.0
화장품	0.0	0.0	0.0	3.9	3.1	1.8	2.0	2.2	3.9	9.1	9.9
YoY 증감률											
연결 매출액	10.0	13.7	6.0	21.0	18.9	10.9	15.3	7.9	12.4	13.2	9.5
캡슐	11.6	11.9	4.0	18.3	15.0	11.0	14.4	9.3	11.2	12.5	9.5
하드캡슐	9.9	11.0	9.4	8.5	22.6	8.0	10.2	2.6	9.7	10.8	10.0
건기식	23.0	22.7	-0.1	29.7	19.6	17.7	20.6	22.3	17.7	20.0	12.1
의약품	-4.4	-2.4	0.3	22.0	-10.6	3.8	10.4	-4.2	2.7	-0.8	0.0
기타	-7.2	-36.9	31.6	-0.3	-9.4	-14.3	-12.0	0.1	-13.1	-10.0	5.6
젤라틴	-3.3	27.8	30.0	1.8	21.9	-4.6	4.5	16.4	14.0	8.2	9.4
영업이익	10.3	12.0	8.0	9.0	12.5	13.6	12.3	10.6	39.3	49.0	52.4
당기순이익	7.6	9.5	3.4	5.3	10.9	10.3	8.9	7.3	25.7	37.4	36.1
영업이익률	10.4	11.5	8.5	9.4	10.6	11.8	11.2	10.2	10.0	11.0	10.8
당기순이익률	7.7	9.1	3.5	5.5	9.2	9.0	8.1	7.1	6.5	8.4	7.4

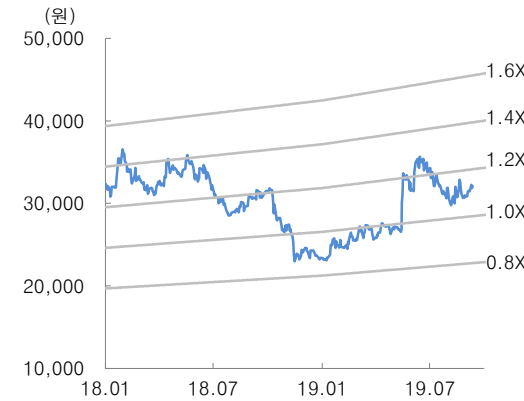
자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 8. 서흥의 Forward PER 밴드



자료: 서흥, 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 9. 서흥의 Forward PBR 밴드



자료: 서흥, 대신증권 Research&Strategy 본부

기업개요

기업 및 경영진 현황

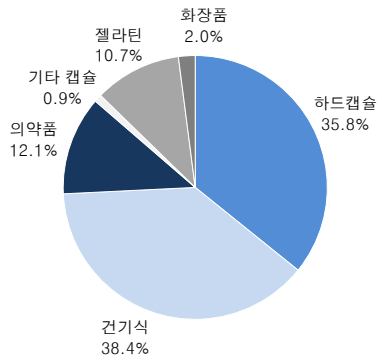
- 1973년 설립된 하드캡슐 생산전문 업체
- 주요 사업은 건강기능식품 OEM, 하드캡슐, 의약품 캡슐, 원료
- 하드캡슐 제조에서 독보적 경쟁력 보유. 하드캡슐 점유율은 국내 95%(국내 1위), 글로벌 7%(3위) 수준
- 주요 제형은 캡슐, 액상/젤리, 정제 등
- 자산 7,165억원, 부채 3,961억원, 자본 3,204억원 (2Q19 기준)
(발행주식수: 11,569,113주 / 자기주식수: 450,000주, 2Q19 기준)

주가 변동요인

- 하드캡슐 내 식물성 캡슐 비중 증가로 외형 및 이익률 성장
- 베트남 공장 캐파 추가 확보에 따른 외형 성장
- 건기식 OEM 및 원료 수요 증가

자료: 서흥, 대신증권 Research&Strategy본부

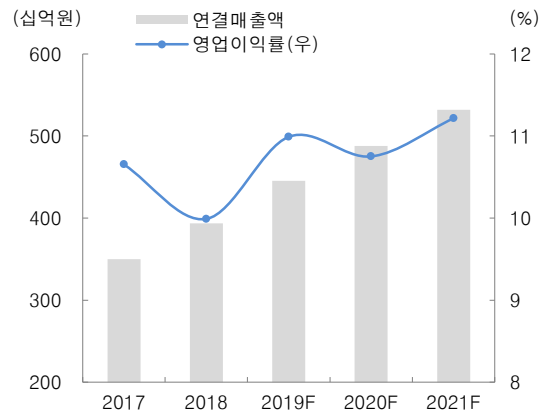
서흥 사업부문별 매출 비중



주: 2019년 예상 매출액기준
자료: 서흥, 대신증권 Research&Strategy본부

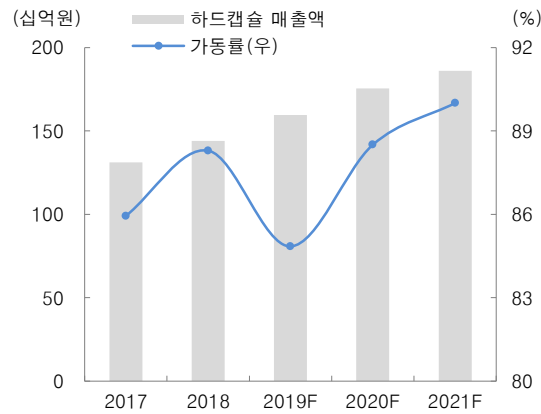
Earnings Driver

연결 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



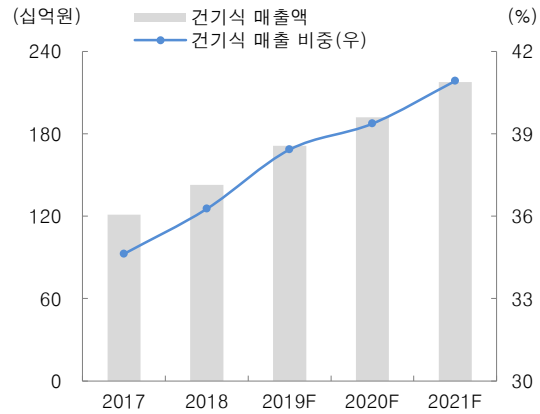
자료: 서흥, 대신증권 Research&Strategy본부

서흥의 하드캡슐 매출액 및 가동률 추이



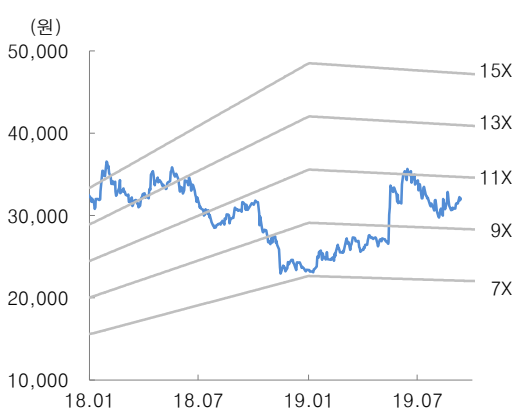
자료: 서흥, 대신증권 Research&Strategy본부

건기식 매출액, 매출 비중 전망



자료: 서흥, 대신증권 Research&Strategy본부

서흥의 Forward PER 밴드



자료: 서흥, 대신증권 Research&Strategy본부

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	350	393	446	488	532
매출원가	278	319	355	391	424
매출총이익	72	74	90	97	107
판매비와관리비	35	35	41	44	48
영업이익	37	39	49	52	60
영업이익률	10.7	10.0	11.0	10.8	11.2
EBITDA	62	66	76	79	85
영업외손익	-6	-4	0	-4	-3
관계기업손익	2	2	2	2	2
금융수익	1	3	7	8	8
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-10	-10	-11	-14	-13
외환관련손실	4	2	2	2	2
기타	0	1	2	0	0
법인세비용차감전순손익	31	35	49	49	57
법인세비용	-5	-6	-7	-7	-9
계속사업순손익	26	29	43	41	48
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	26	29	43	41	48
당기순이익률	7.5	7.5	9.6	8.5	9.1
비지배지분순이익	3	4	5	5	6
지배지분순이익	23	26	37	36	42
매도가능금융자산평가	1	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	-1	1	1	1
포괄순이익	23	21	53	51	58
비지배지분포괄이익	3	4	7	7	7
지배지분포괄이익	20	17	46	45	51

Valuation 지표

(단위: 원 배, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	2,021	2,315	3,366	3,243	3,813
PER	16.2	10.1	9.4	9.7	8.3
BPS	23,330	23,650	26,548	29,281	32,513
PBR	1.4	1.0	1.1	1.0	0.9
EBITDAPS	5,384	5,701	6,541	6,818	7,378
EV/EBITDA	10.3	8.5	9.2	8.7	7.8
SPS	30,254	34,011	38,511	42,154	45,960
PSR	1.1	0.7	0.8	0.7	0.7
CFPS	5,831	6,225	7,618	7,485	8,107
DPS	300	350	400	450	500

재무비율

(단위: 원 배, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성					
매출액 증가율	28	12.4	13.2	9.5	9.0
영업이익 증가율	-7.0	5.4	24.6	7.1	13.7
순이익 증가율	-14.0	11.3	45.5	-3.0	16.8
수익성					
ROIC	6.2	6.1	7.1	7.0	7.7
ROA	6.3	6.4	7.0	6.8	7.4
ROE	8.7	9.5	12.9	11.2	11.9
안정성					
부채비율	97.9	107.4	120.2	106.7	91.8
순차입금비율	77.5	83.9	84.9	72.8	59.3
이자보상배율	5.6	4.9	4.8	5.6	6.5

자료: 서울, 대신증권 Research&Strategy 본부

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	197	214	312	337	369
현금및현금성자산	11	13	17	23	29
매출채권 및 기타채권	70	76	108	123	143
재고자산	112	116	130	135	140
기타유동자산	4	9	57	57	57
비유동자산	398	425	449	452	445
유형자산	345	382	394	397	390
관계기업투자금	9	10	10	10	10
기타비유동자산	44	33	45	45	45
자산총계	595	639	761	789	814
유동부채	202	194	157	159	151
매입채무 및 기타채무	26	35	32	34	36
차입금	86	110	110	110	110
유동성채무	88	45	11	11	1
기타유동부채	3	4	4	4	4
비유동부채	92	137	258	248	238
차입금	72	119	170	170	170
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	20	18	88	78	68
부채총계	294	331	415	407	389
지배지분	270	274	307	339	376
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	49	49	49	49	49
이익잉여금	219	242	276	307	345
기타지분변동	-4	-24	-24	-24	-24
비지배지분	31	35	39	43	48
자본총계	301	308	346	382	424
순차입금	233	258	294	278	252

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	46	49	19	47	49
당기순이익	26	29	43	41	48
비현금항목의 가감	41	43	45	45	45
감가상각비	25	27	27	26	26
외환손익	1	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	15	16	19	19	20
자산부채의 증감	-11	-11	-53	-23	-28
기타현금흐름	-11	-12	-16	-16	-17
투자활동 현금흐름	-43	-51	-96	-26	-16
투자자산	-2	1	0	0	0
유형자산	-45	-54	-39	-29	-19
기타	4	2	-57	3	3
재무활동 현금흐름	-7	3	13	-4	-15
단기차입금	-10	-54	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	13	72	51	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-6	-5	-4	-4	-5
기타	-5	-10	-34	0	-10
현금의 증감	-6	2	4	6	6
기초 현금	17	11	13	17	23
기말 현금	11	13	17	23	29
NOPLAT	32	33	42	45	51
FCF	10	-2	29	41	56

에이치엘 사이언스 (239610)

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

투자 의견
N/R
신규

6개월
목표주가
N/R

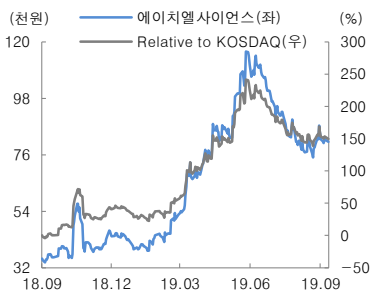
현재주가
(19.09.17)
82,500

건강기능식품업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSDAQ	644.28
시가총액	424십억원
시가총액비중	0.20%
자본금(보통주)	3십억원
52주 최고/최저	116,300원 / 35,750원
120일 평균거래대금	38억원
외국인지분율	5.49%
주요주주	이해연 외 3인 69.22%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	7.1	-24.9	20.4	120.9
상대수익률	-1.6	-16.2	39.9	184.2



건기식계의 히트 메이커

자체 원료 기반의 건기식 브랜드 판매 업체

- 건강기능식품 전문기업. 개별인정형원료 개발로 차별화된 소재 경쟁력 보유
- 10건 이상의 개별인정형원료 기반 독자 브랜드 제품 및 원료 판매
- 주요 제품: 기능성 식료 농축액(갱년기/빨강색류), 유기농새싹보리 등. 신제품(다이어트, 프로바이오틱스) 지속 출시, 판매 확대 중
- 기능성식료농축액 바탕으로 국내 유일 기능성 갱년기 여성 건강 소재 보유
- B2C 홈쇼핑, B2B 유통망 확보, 홈쇼핑이 주요 채널

식료 제품에 이은 상반기 새싹보리의 히트, 홈쇼핑 채널 다변화

- 식료 제품군의 2018년 폭발적인 성장세를 바탕으로 스테디셀러로 안착. 여성 갱년기 시장에서 독점적 지위, 라인업 확대로 안정적인 매출 성장 예상 (17년 192억원, 18년 440억원, 19년 483억원 전망)
- 새싹보리 1분기 매출 발생(73억원) 이후 2분기 QoQ 134% 성장 기록. 하반기에도 매출 확대로 매출액 상반기 대비 14% 증가한 278억원 기대
- 신제품(시서스 다이어트핏, 프리바이오틱스) 1분기 매출액 10억원에서 2Q19 매출액 61억원으로 +510% QoQ 기록하며 성공적으로 시장 안착
- 홈쇼핑 채널은 기존 NS홈쇼핑에 이어 주요 7개 홈쇼핑에 모두 제품 판매 중. NS홈쇼핑 매출 비중 2015년 71% 수준에서 2019년 상반기 10% 초반으로 축소될 정도로 채널 다변화 성공

하반기 '우슬시크릿' 신규 모멘텀 기대

- 6월 출시한 우슬시크릿(골관절염 건기식) 3분기부터 신규 매출 기대. 4분기 홈쇼핑채널 1곳에 PB제품 출시 계획으로 홈쇼핑 내 공격적인 마케팅 기대
- 자사 브랜드 '우슬시크릿' 을 시작으로 헬스케어 업체에 HL-JOINT100(연골 재생 및 손상 억제 효과) 원료 납품도 가능할 전망. 향후 원료 매출 확대에 따른 추가적인 수익성 개선 기대
- 우슬시크릿 신규 출시에 따른 마케팅비 선제적 집행으로 하반기 추가적인 마케팅비 제한적, 4분기 실적 추정치에 우슬시크릿 홈쇼핑 PB제품만 월 5회, 회당 1.5억원 보수적인 가정 반영. 판매 추이에 따라 추정치 상향 가능

2019년 영업이익의 전년 대비 130% 증가한 281억원 전망

- 19년 매출액 1,373억원(+114% YoY), 영업이익 281억원(+130% YoY) 전망
- 홈쇼핑 채널 확장에 따른 주요 제품 식료제품군, 새싹보리 매출액 각각 483억원, 522억원 예상
- 수익성 좋은 식료 제품군 매출액 증가, 새싹보리 등 신규 제품 매출 기여에 따른 원가를 개선으로 2019년 예상 영업이익률은 전년 대비 1.4%p 개선된 20.5% 기대
- 자체 원료를 바탕으로 자체 브랜드 포트폴리오 성공적인 확대로 건기식 산업 내 높은 수준의 영업이익률 달성 가능한 점 긍정적, 하반기 우슬시크릿 신규 모멘텀으로 추가적인 외형 성장 기대되기 때문에 지속적인 관심 필요

영업실적 및 주요 투자지표

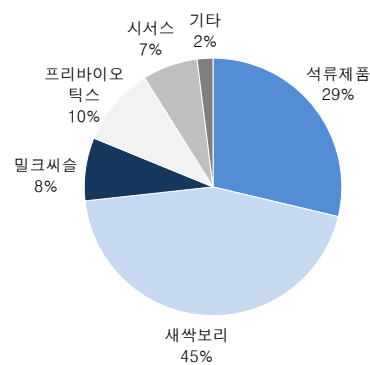
(단위: 십억원, 원, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	40	64	137	176	209
영업이익	5	12	28	37	44
세전순이익	6	14	29	37	44
총당기순이익	5	11	23	30	35
지배지분순이익	5	11	23	30	35
EPS	976	2,147	4,532	5,895	7,012
PBR	34.0	20.1	18.2	14.0	11.8
BPS	10,333	12,249	16,413	21,919	28,524
PBR	3.2	3.5	5.0	3.8	2.9
ROE	9.6	18.7	31.1	30.3	27.4

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 에이치엘사이언스, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 1. 에이치엘사이언스 주요 제품별 매출 비중

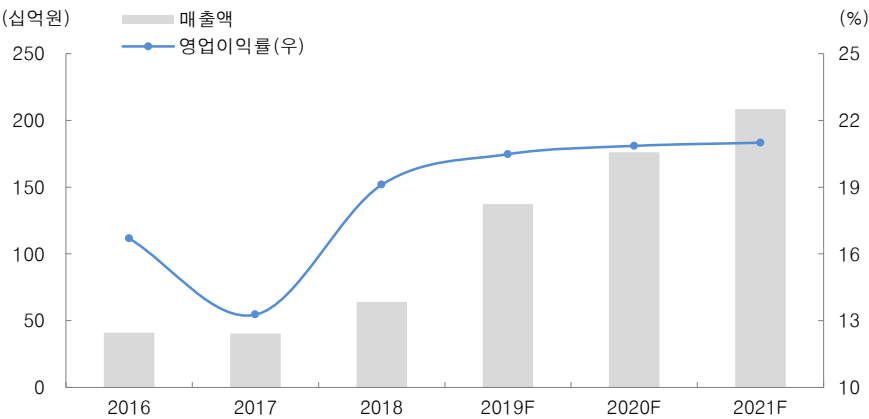
그림 2. 신제품 우슬시크릿 제품 사진



자료: 에이치엘사이언스, 대신증권 Research&Strategy본부

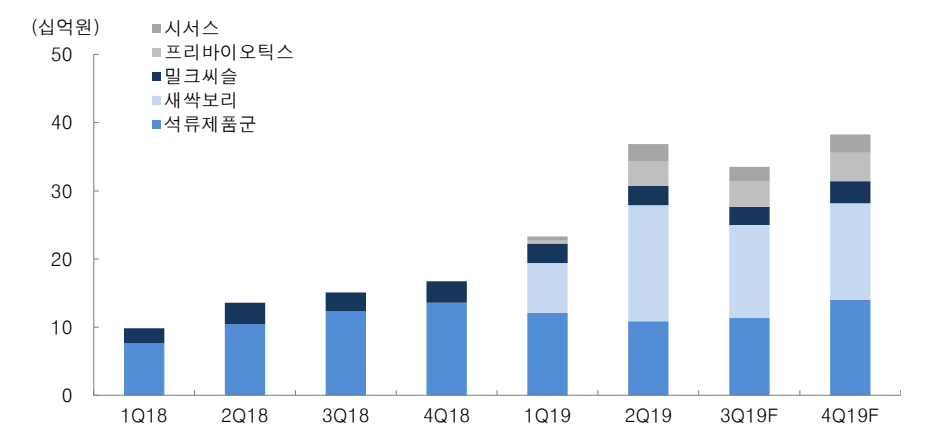
자료: 에이치엘사이언스, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 3. 에이치엘사이언스의 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



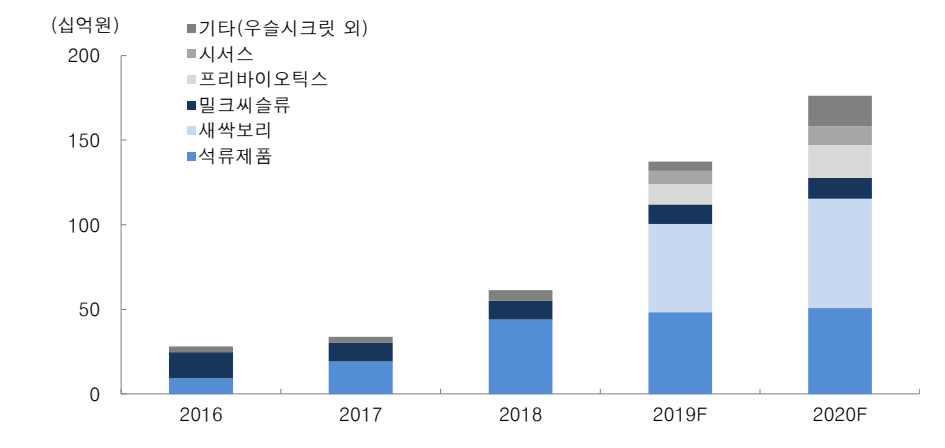
자료: 에이치엘사이언스, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 4. 주요 제품군 분기별 매출액 추이 및 전망



자료: 에이치엘사이언스, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 5. 주요 제품군 연간 매출액 추이 및 전망



자료: 에이치엘사이언스, 대신증권 Research&Strategy본부

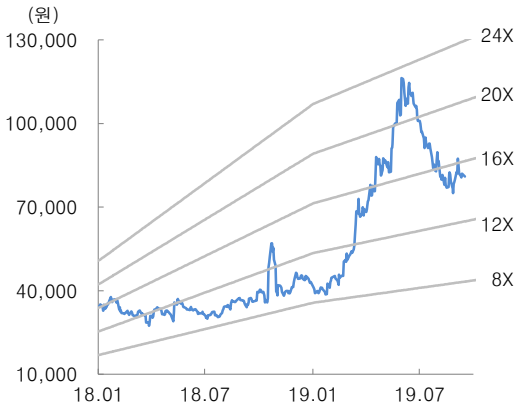
표 1. 에이치엘사이언스의 영업이익 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	12.8	15.6	16.5	19.1	24.4	37.5	34.5	40.9	64.1	137.3	176.2
석류농축액류	7.6	10.5	12.3	13.6	12.1	10.9	11.3	14.0	44.0	48.3	50.7
밀크시슬류	2.2	3.1	2.8	3.1	2.8	2.8	2.7	3.2	11.2	11.5	12.3
새싹보리					7.3	17.1	13.6	14.2	0.0	52.2	64.6
장건강제품류					0.4	3.6	3.7	4.2	0.0	12.0	19.5
다이어트제품류					0.6	2.5	2.1	2.7	0.0	7.9	11.0
기타 (우슬시크릿 외)	2.0	1.3	0.9	2.0	1.1	0.6	1.0	2.7	6.2	5.4	18.0
YoY 증감률											
매출액	32.4	95.5	98.2	34.9	90.9	139.8	108.5	113.9	59.5	114.2	28.3
영업이익	2.8	3.0	3.3	3.2	5.4	7.4	6.9	8.3	12.2	28.1	36.7
당기순이익	2.5	2.5	2.9	2.9	4.6	6.1	5.6	6.6	10.9	22.9	29.8
영업이익률	22.1	18.9	20.0	16.5	22.3	19.8	20.1	20.4	19.1	20.5	20.9
당기순이익률	19.5	16.3	17.6	15.2	18.8	16.3	16.3	16.1	16.9	16.7	16.9

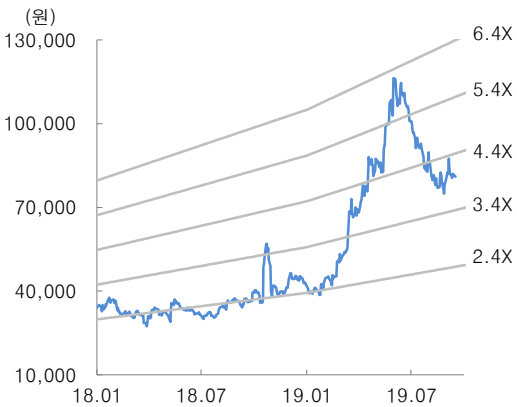
주: 기타 매출액 19년 1분기부터 기준 변경, 새싹보리:18년 11월 출시, 다이어트 및 장건강제품류: 19년 4월 출시
자료: 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 6. 에이치엘사이언스 Forward PER 밴드



자료: 에이치엘사이언스, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 7. 에이치엘사이언스 Forward PBR 밴드



자료: 에이치엘사이언스, 대신증권 Research&Strategy본부

기업개요

기업 및 경영진 현황

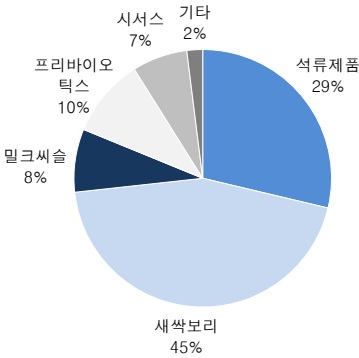
- 2016년 10월 코스닥 상장
- 건강기능식품 전문기업, 개별인정형원료 개발로 소재 경쟁력 보유
- 주요제품은 석류농축액류, 밀크씨슬류, 새싹보리 외 신제품
- 매출액의 대부분은 B2C(홈쇼핑) 채널에서 발생
- 1H19 기준 B2C 내 주요 채널 별 매출액 비중은 NS 홈쇼핑 12%, CJ 오쇼핑 34%, 홈앤쇼핑 30% 등
- 자산 880억원, 부채 158억원, 자본 722억원 (2Q19 기준)
(발행주식수: 5,142,148주/ 자기주식수: 82,172주, 2Q19 기준)

주가 변동요인

- 홈쇼핑 PB 제품 판매, 방송 횟수 및 효율성 증가에 따른 매출 증가
- 하반기 신제품(다이어트, 프리바이오틱스, 우슬시크릿) 판매 확대
- 향후 원료 매출 증가에 따른 수익성 개선

자료: 에이치엘사이언스, 대신증권 Research&Strategy본부

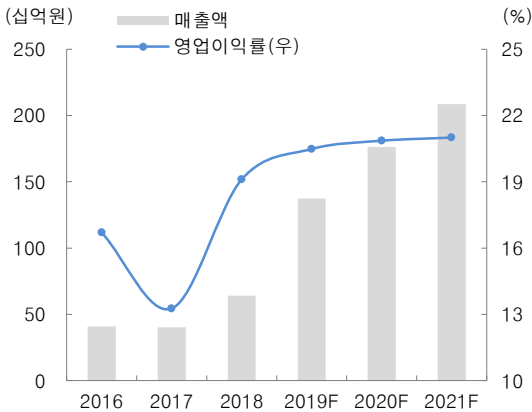
에이치엘사이언스 주요 제품별 매출 비중



주: 2019년 예상 매출액기준
자료: 에이치엘사이언스, 대신증권 Research&Strategy본부

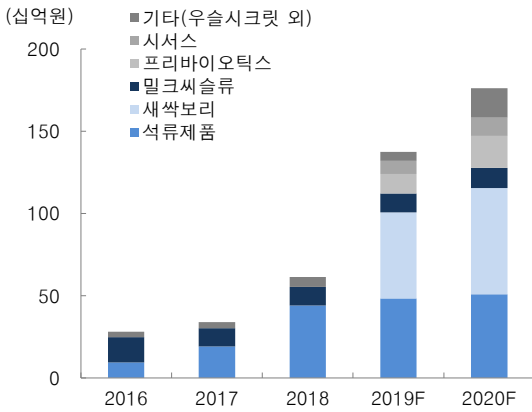
Earnings Driver

매출액, 영업이익률 추이 및 전망



자료: 에이치엘사이언스, 대신증권 Research&Strategy본부

주요제품 매출액 추이 및 전망



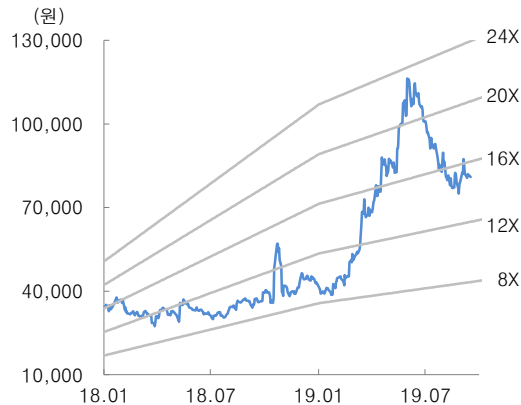
자료: 에이치엘사이언스, 대신증권 Research&Strategy본부

19년 하반기 신제품 우슬시크릿 판매 확대 기대



자료: 에이치엘사이언스, 대신증권 Research&Strategy본부

에이치엘사이언스 Forward PER 밴드



자료: 에이치엘사이언스, 대신증권 Research&Strategy본부

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	40	64	137	176	209
매출원가	12	19	34	44	52
매출총이익	28	45	103	132	156
판매비와관리비	23	33	75	95	113
영업이익	5	12	28	37	44
영업이익률	13.3	19.1	20.5	20.9	21.0
EBITDA	6	13	29	38	45
영업외손익	1	1	1	1	1
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	0	1	0	0	0
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	0	0	0	0	0
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	0	1	1	1	1
법인세비용차감전순이익	6	14	29	37	44
법인세비용	-1	-3	-6	-7	-9
계속사업순이익	5	11	23	30	35
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	5	11	23	30	35
당기순이익률	12.3	16.9	16.7	16.9	17.0
비자배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	5	11	23	30	35
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	5	11	23	30	35
비자배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	5	11	23	30	35

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	976	2,147	4,532	5,895	7,012
PER	34.0	20.1	18.2	14.0	11.8
BPS	10,333	12,249	16,413	21,919	28,524
PBR	3.2	3.5	5.0	3.8	2.9
EBITDAPS	1,131	2,501	5,647	7,379	8,776
EV/EBITDA	23.2	13.6	12.7	9.2	7.1
SPS	7,817	12,467	26,708	34,262	40,567
PSR	4.2	3.5	3.1	2.4	2.0
CFPS	1,174	2,624	5,774	7,506	8,904
DPS	200	300	300	300	300

재무비율

(단위: 원, 배, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성					
매출액 증가율	-1.8	59.5	114.2	28.3	18.4
영업이익 증가율	-22.0	129.7	129.7	30.6	19.2
순이익 증가율	-18.7	119.9	111.0	30.1	19.0
수익성					
ROIC	33.4	76.4	118.9	99.9	100.5
ROA	9.5	19.0	33.6	33.1	30.5
ROE	9.6	18.7	31.1	30.3	27.4
안정성					
부채비율	8.7	13.4	13.8	11.9	10.1
순차입금비율	-66.4	-74.5	-65.5	-66.7	-72.2
이자보상배율	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 에이치엘사이언스, 대신증권 Research&Strategy 본부

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	40	54	70	91	125
현금및현금성자산	4	9	9	19	37
매출채권 및 기타채권	2	3	7	8	10
재고자산	2	3	6	7	8
기타유동자산	32	39	47	57	70
비유동자산	18	17	26	35	37
유형자산	10	10	19	28	30
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	8	7	7	7	7
자산총계	58	71	96	126	161
유동부채	4	8	11	12	14
매입채무 및 기타채무	3	5	8	10	11
차입금	0	0	0	0	0
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	1	2	2	2	2
비유동부채	1	1	1	1	1
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1	1	1	1	1
부채총계	5	8	12	13	15
자배지분	53	63	84	113	147
자본금	3	3	3	3	3
자본잉여금	28	28	28	28	28
이익잉여금	24	34	55	84	118
기타지분변동	-2	-2	-2	-2	-2
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	53	63	84	113	147
순차입금	-35	-47	-55	-75	-106

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	6	13	20	32	36
당기순이익	5	11	23	30	35
비현금항목의 가감	1	3	7	9	10
감가상각비	0	1	1	1	1
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	1	2	6	8	9
자산부채의 증감	1	0	-4	1	-1
기타현금흐름	-2	0	-6	-7	-9
투자활동 현금흐름	-8	-7	-18	-20	-15
투자자산	0	0	0	0	0
유형자산	-5	0	-10	-10	-3
기타	-3	-7	-8	-10	-12
재무활동 현금흐름	-1	-1	-1	-1	-1
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	0	-1	-2	-2	-2
기타	-1	0	0	0	0
현금의 증감	-4	5	0	10	18
기초 현금	8	4	9	9	19
기말 현금	4	9	9	19	37
NOPLAT	4	10	23	29	35
FCF	0	10	13	21	33

뉴트리
(270870)

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

투자 의견 N/R

6개월 목표주가 N/R

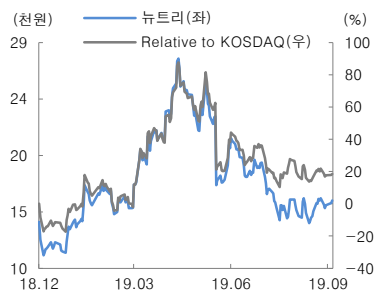
현재주가 15,700
(19.09.17)

건강기능식품업종

4차 산업혁명/안전등급 ■ Neutral Green

KOSDAQ	644.28
시가총액	142십억원
시가총액비중	0.07%
자본금(보통주)	5십억원
52주 최고/최저	27,650원 / 11,100원
120일 평균거래대금	49억원
외국인지분율	0.00%
주요주주	김도연 외 9 인 50.52% GS홈쇼핑 6.15%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	9.0	-23.2	-8.7	0.0
상대수익률	0.1	-14.3	6.0	0.0



믿고 사는 에버콜라겐

하반기 홈쇼핑 채널 확대 효과, 이익률 정상화 전망

- 기존 홈쇼핑 채널(GS, 현대, CJ, 홈앤쇼핑)에 이어 8월 롯데홈쇼핑에도 방송 시작
- 상반기 마케팅을 통해 에버콜라겐 브랜드 인지도 시장 내 성공적으로 안착한 상황에서 하반기 외형 성장 기대
- 2분기에 안정화된 이익률은 하반기 점진적인 개선 예상. 1) 에버콜라겐 리뉴얼 제품 '에버콜라겐 인앤업 플러스' 출시로 매출총이익률 2%p 개선 가능, 2) 홈쇼핑 채널 확장과 동시에 안정적인 회당 매출액으로 판매수수료율 안정화, 3) 적자 사업부(TM)의 구조조정을 통한 비용 절감 등 기대 (2Q19 영업이익률 10.3%, 3Q19F 11.4%, 4Q19F 13.1%)

에버콜라겐 리뉴얼 제품 출시로 하반기에도 매출 성장세 지속

- 지난 8월 출시한 에버콜라겐 리뉴얼 제품 인기에 힘입어 매출 증가세 지속 전망. GS, 현대홈쇼핑에 에버콜라겐 인앤업 플러스 판매, CJ오쇼핑, 홈앤쇼핑, 롯데홈쇼핑에는 에버콜라겐 타임(분말형) 판매 전략
- 3분기 이후 월별 매출액 MoM으로 증가 추세로 파악. 하반기 매출액 점진적 증가 예상 (매출액 2Q19 283억원, 3Q19F 296억원, 4Q19F 322억원)
- 향후 에버콜라겐 제형 확대를 통한 제품 라인업 다각화도 기대

2019년 영업이익 120억원(+21% YoY) 예상

- 2019년 매출액 1,171억원(+34% YoY), 영업이익 120억원(+21% YoY) 예상. 1분기 부진한 실적에도 불구하고 외형 및 이익 동반 성장 가능할 전망
- 2020년은 홈쇼핑 채널과 더불어 온라인 채널 매출액 증가(+45% YoY)에 따른 추가적인 이익률 개선 예상(2020년 영업이익률 13.0%(+2.8%p YoY))
- 1분기 실적 부진 영향으로 주가 고점 대비 50% 하락한 후 아직 회복하지 못한 상황. 2분기 이익률 개선 보여주며 2018년 4분기 이후 지속된 이익률 훼손에 대한 우려 불식
- 에버콜라겐의 대중적 인지도 증가에 따른 하반기 안정적인 외형 성장 및 이익률 개선이 예상되는 만큼 주가 정상화 기대

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	1,046	319	1,145	1,790	2,342
영업이익	0.0	38.3	13.7	8.8	6.7
세전순이익	1,111	6,988	6,463	8,151	10,391
총당기순이익	0.0	1.7	2.4	1.9	1.5
지배지분순이익	35.6	7.8	19.3	24.5	25.3
EPS	1,046	319	1,145	1,790	2,342
PER	0.0	38.3	13.7	8.8	6.7
BPS	1,111	6,988	6,463	8,151	10,391
PBR	0.0	1.7	2.4	1.9	1.5
ROE	35.6	7.8	19.3	24.5	25.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출 / 자료: 뉴트리, 대신증권 Research&Strategy본부

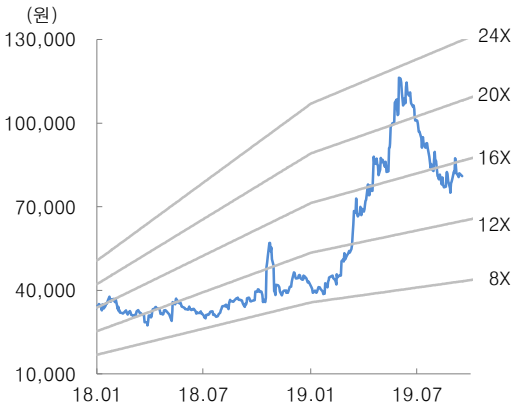
표 2. 뉴트리의 영업이익 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액	27.0	28.3	29.6	32.2	87.2	117.1	148.3
홈쇼핑	17.8	19.6	21.4	23.5	52.1	82.3	102.2
텔레마케팅	3.9	3.5	2.8	2.7	21.5	12.9	14.0
온라인	2.8	3.0	3.2	3.5	5.5	12.5	18.0
오프라인	0.6	0.6	0.5	0.7	1.0	2.4	6.1
기타	1.9	1.7	1.7	1.8	7.1	7.1	8.0
영업이익	1.5	2.9	3.4	4.2	9.9	12.0	19.3
당기순이익	1.1	2.6	2.9	3.7	2.2	10.4	16.2
영업이익률	5.4	10.3	11.4	13.1	11.3	10.2	13.0
당기순이익률	4.3	9.2	10.0	11.3	2.5	8.8	10.9

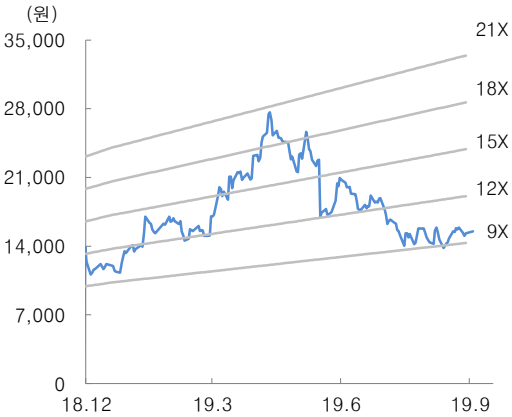
자료: 뉴트리, 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 1. 에이치엘사이언스 PER 밴드



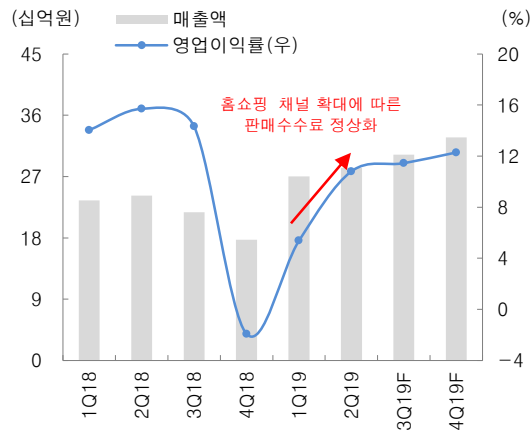
자료: 에이치엘사이언스, 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 2. 뉴트리 PER 밴드



자료: 뉴트리, 대신증권 Research&Strategy 본부

그림 3. 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



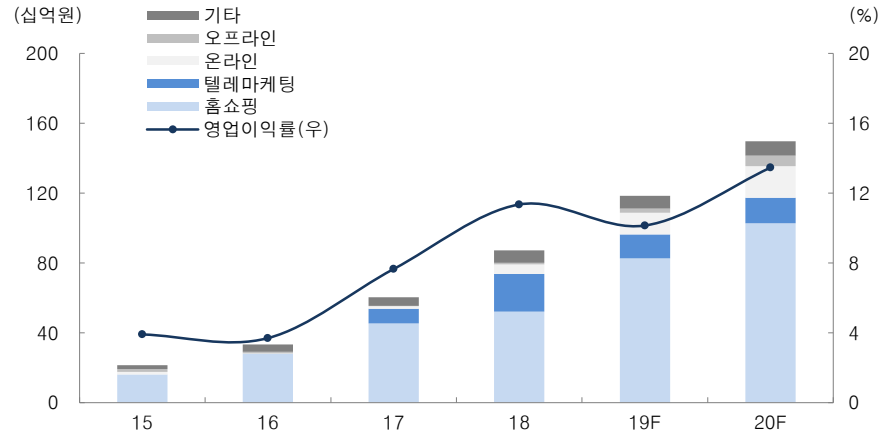
자료: 뉴트리, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 4. 대표 자사브랜드 에버콜라겐 제품 사진



자료: 뉴트리, 대신증권 Research&Strategy본부

그림 5. 채널 별 매출액 추이 차트



자료: 뉴트리, 대신증권 Research&Strategy본부

기업개요

기업 및 경영진 현황

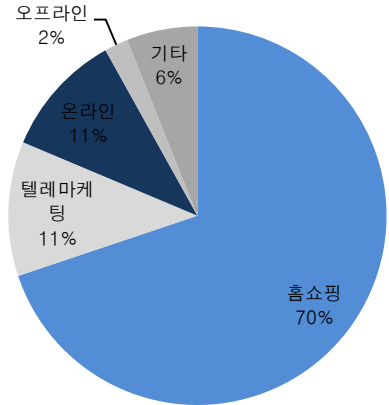
- 2001년 설립, 2018년 12월 코스닥 상장
- 이너뷰티 건강기능식품(피부/다이어트/슈퍼푸드/기능성) 개발 및 판매
- 5개의 자체 브랜드 와 원료 개발 경쟁력 보유
- 2Q19 기준 주요 채널 별 매출액 비중은 홈쇼핑 69, 텔레마케팅 12, 온라인 11, 오프라인 2%, 기타 6 수준
- 자산 639억원, 부채 114억원, 자본 525억원 (2Q19 기준)
- (발행주식수: 9,032,224주 / 자기주식수: 없음, 2Q19 기준)

주가 변동요인

- 신규 홈쇼핑 채널 확보에 따른 매출액 증가
- 18년 중국 시장 진출(유고홈쇼핑 테스트 방영) 성과 가시화 여부
- 자체브랜드 에버콜라겐 판매량 증가
- 전사 매출 증가에 따른 고정비 감소효과 및 영업이익률 개선

자료: 뉴트리, 대신증권 Research&Strategy본부

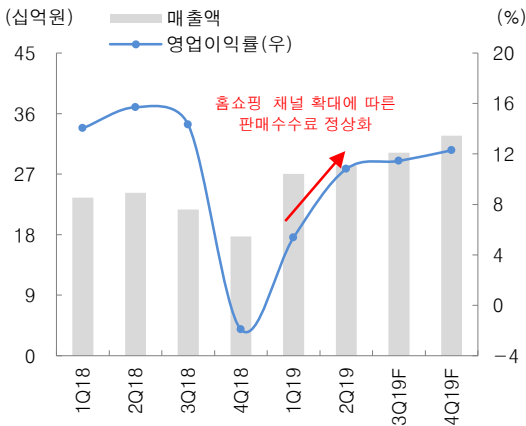
뉴트리 사업부문별 매출 비중



주: 2019년 예상 매출액기준
자료: 뉴트리, 대신증권 Research&Strategy본부

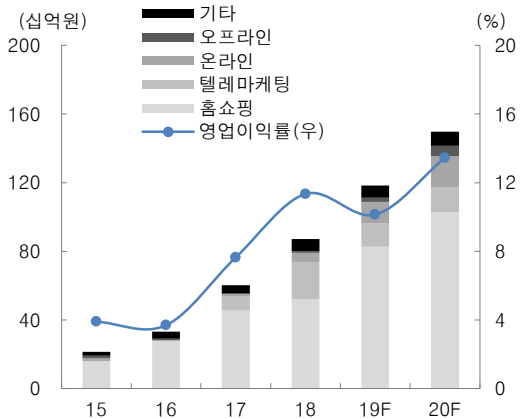
Earnings Driver

매출액, 영업이익률 추이 및 전망



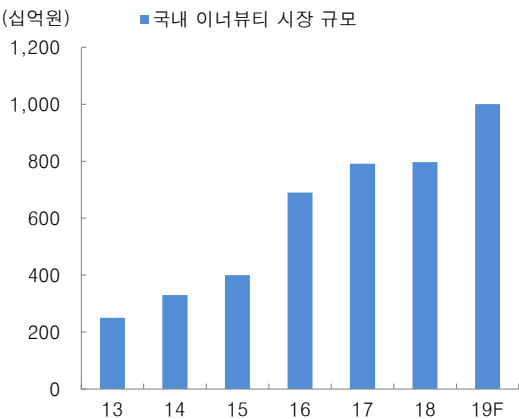
자료: 뉴트리, 대신증권 Research&Strategy본부

채널 별 매출액 추이 차트



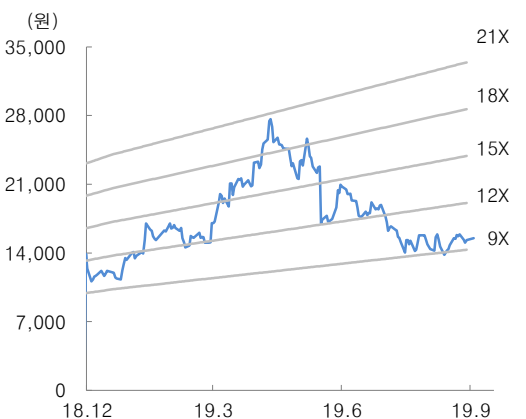
자료: 뉴트리, 대신증권 Research&Strategy본부

국내 이너뷰티 시장 규모 추이 및 전망



자료: 뉴트리, 대신증권 Research&Strategy본부

뉴트리 PER 밴드



자료: 뉴트리, 대신증권 Research&Strategy본부

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	60	87	117	148	174
매출원가	16	22	28	35	41
매출총이익	44	66	89	113	132
판매비와관리비	40	56	77	94	107
영업이익	5	10	12	19	25
영업이익률	7.6	11.3	10.2	13.0	14.6
EBITDA	5	10	13	20	26
영업외손익	-2	-6	0	1	1
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	0	0	1	1	1
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-2	-5	0	0	0
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	0	-1	0	0	0
법인세비용차감전순이익	3	4	13	20	26
법인세비용	-1	-2	-2	-4	-5
계속사업순이익	2	2	10	16	21
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	2	2	10	16	21
당기순이익률	3.5	2.5	8.8	10.9	12.2
비자배지분순이익	0	0	0	0	0
지배지분순이익	2	2	10	16	21
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	2	2	10	16	21
비자배지분포괄이익	0	0	0	0	0
지배지분포괄이익	2	2	10	16	21

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	1,046	319	1,145	1,790	2,342
PBR	-	38.3	13.7	8.8	6.7
BPS	1,111	6,988	6,463	8,151	10,391
PBR	-	1.7	2.4	1.9	1.5
EBITDAPS	800	1,492	1,390	2,200	2,884
EV/EBITDA	0.3	7.0	7.7	4.1	2.5
SPS	9,700	12,451	12,967	16,424	19,219
PSR	0.0	1.0	1.2	0.9	0.8
CFPS	900	1,513	2,103	2,897	3,584
DPS	0	100	100	100	100

재무비율

(단위: 원, 배, %)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
성장성					
매출액 증가율	82.2	44.4	34.3	26.7	17.0
영업이익 증가율	277.4	114.3	20.9	61.7	31.5
순이익 증가율	583.8	2.0	383.6	56.4	30.9
수익성					
ROIC	41.2	48.2	74.6	112.4	127.7
ROA	25.4	23.9	18.0	23.5	25.0
ROE	35.6	7.8	19.3	24.5	25.3
안정성					
부채비율	242.8	20.4	26.4	23.7	19.6
순차입금비율	19.4	-74.7	-76.9	-80.8	-80.9
이자보상배율	10.5	22.7	0.0	0.0	0.0

자료: 뉴트리, 대신증권 Research&Strategy 본부

재무상태표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	19	50	64	82	102
현금및현금성자산	9	35	32	41	55
매출채권 및 기타채권	4	6	9	10	12
재고자산	4	6	6	7	9
기타유동자산	2	3	17	24	26
비유동자산	5	9	10	9	10
유형자산	2	3	4	3	4
관계기업투자금	0	0	0	0	0
기타비유동자산	3	6	6	6	6
자산총계	24	59	74	91	112
유동부채	7	9	14	16	17
매입채무 및 기타채무	4	7	12	14	15
차입금	1	0	0	0	0
유동성채무	0	0	0	0	0
기타유동부채	1	2	2	2	2
비유동부채	10	1	2	2	2
차입금	0	0	0	0	0
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	10	1	2	2	2
부채총계	17	10	15	17	18
자배지분	7	49	58	74	94
자본금	1	5	5	5	5
자본잉여금	0	37	37	37	37
이익잉여금	6	8	17	32	53
기타지분변동	0	0	0	0	0
비자배지분	0	0	0	0	0
자본총계	7	49	58	74	94
순차입금	1	-37	-45	-59	-76

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	4	8	19	24	26
당기순이익	2	2	10	16	21
비현금항목의 가감	4	8	9	10	11
감가상각비	0	1	1	1	1
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	3	8	8	9	11
자산부채의 증감	-1	-1	3	1	-2
기타현금흐름	0	-1	-2	-4	-5
투자활동 현금흐름	-3	-6	-14	-8	-4
투자자산	-1	-3	0	0	0
유형자산	-1	-1	-1	-1	-1
기타	-1	-1	-12	-6	-2
재무활동 현금흐름	4	24	-1	-1	-1
단기차입금	-1	-1	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
유상증자	0	26	0	0	0
현금배당	0	0	-1	-1	-1
기타	5	-1	0	0	0
현금의 증감	6	26	-3	9	14
기초 현금	3	9	35	32	41
기말 현금	9	35	32	41	55
NOPLAT	3	5	10	16	21
FCF	2	4	9	15	20

[Daishin House View 4차 산업혁명 / 안전등급]

- 대신증권 Research&Strategy본부 소속의 각 분야 및 기업 담당 애널리스트의 분석을 기초로 토론 과정을 거쳐 산업 및 기업별 안전등급 최종 확정
- 4차 산업혁명 전개 과정에서 산업 및 종목에 미치는 영향을 파악, 긍정, 중립, 부정적 영향에 따라 Sky Blue, Neutral Green, Dark Gray 등급 부여

Dark Gray (흐림)	Neutral Green (보통)	Sky Blue (맑음)
----------------	--------------------	---------------

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:한경래)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research&Strategy본부의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자등급관련사항]

산업 투자 의견	기업 투자 의견
Overweight(비중확대): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상	Buy(매수): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
Neutral(중립): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상	Marketperform(시장수익률): :향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
Underweight(비중축소): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상	Underperform(시장수익률 하회): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상

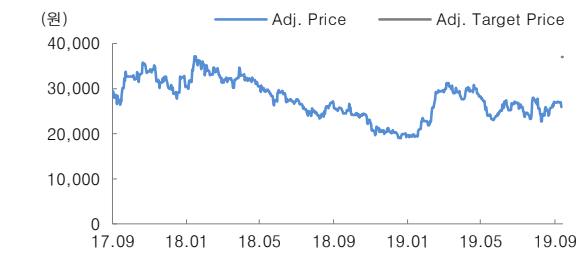
[투자의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	89.7%	9.9%	0.0%

(기준일자: 20190917)

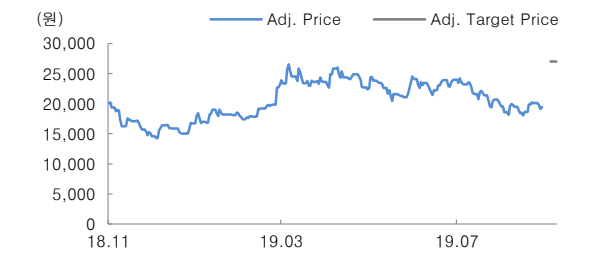
[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

콜마비엔에이치(200130) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



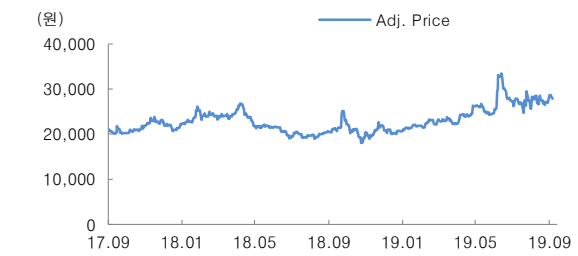
제시일자	190918
투자의견	Buy
목표주가	37,000
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	

노바렉스 (194700) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



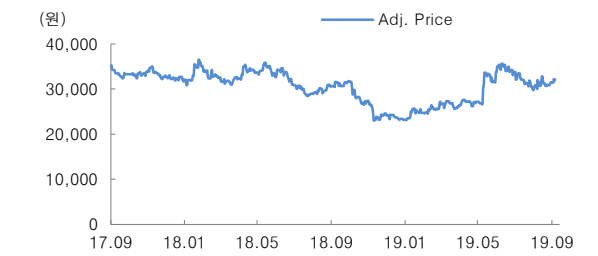
제시일자	190918
투자의견	Buy
목표주가	28,000
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	

종근당바이오(063160) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



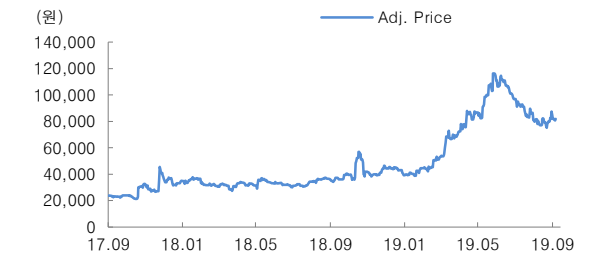
제시일자	190918
투자의견	NA
목표주가	
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	

서흥(008490) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	190918
투자의견	NA
목표주가	
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	

에이치엘사이언스(239610) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



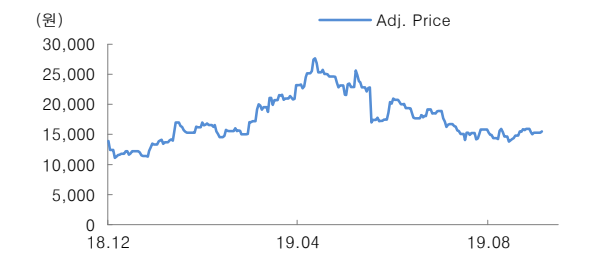
제시일자	190918
투자의견	NA
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	

뉴트리(270870) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	190918
투자의견	NA
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균%)	
과리율(최대/최소%)	

