

2020년 전망

스몰캡

5G는 숨 고르기, 건기식은 제자리 찾기

- Analyst 한경래 kyungrae.han@daishin.com



5G 통신 장비: 재도약을 위한 숨 고르기 필요

2019년 하반기 통신 장비 업종은 조정 중이나 향후 해외 투자 및 개별 모멘텀이 유효한 만큼 지속적인 관심 필요

- 2019년 상반기 국내 5G 투자 확대에 따라 통신장비 업체들의 두드러진 실적 성장세 시현. 하반기는 국내 투자 속도가 다소 완만해진 가운데 해외 5G 투자가 본격적으로 확대되지 않으며 업종 전반적으로 주가 조정 중. 2019년 11월 중국 5G 상용화 시작, 2020년 상반기 일본의 5G 투자가 시작될 것으로 예상되는 만큼 지속적인 관심 필요하다고 판단
- 5G 통신 장비의 향후 Key Points: 1) 해외 5G 투자 Cycle 규모, 속도, 2) 인빌딩 솔루션 등 5G 신규 장비 관련 차별적 수혜 기대, 3) 글로벌 통신 장비 업체 및 통신사향 장비, 부품의 불가피한 단가 인하에 대응한 이익률 방어가 중요. 삼성전자의 글로벌 통신 시장 점유율 확대도 중요하지만 개별 업체들도 해외 5G 투자에 대응한 프로젝트 추진하고 있는 만큼 개별 모멘텀에도 주목해야함

5G 통신 장비 업체들의 향후 주요 모멘텀 및 사업 전망

통신 장비 업체	향후 주요 이슈 및 사업 전망
케이엠더블유	노키아 통한 중국향 MMR 공급 가능성, 일본 후지쓰와의 JDM 체결 및 공급 규모, 라쿠텐향 RRA 장비 공급, 에릭슨향 MBF 필터 공급 시기
오이솔루션	국내 통신사내 트랜시버 점유율 유지, 일본 5G 투자 확대에 따른 트랜시버 매출 규모, 중국 현지 LD칩 공급 가능 시기
RFHIC	중국 시장 내 화웨이 통신장비 점유율 증가에 따른 수혜
에치에프알	SKT향 인빌딩 솔루션 공급 확대 및 일본, 미국향 본격적인 프론트홀 장비 수주 시점
다산네트웍스	일본 라쿠텐, 소프트뱅크, 미국향 유선 통신 장비 공급 기대
서진시스템	삼성전자 일본 통신장비 점유율 확대에 따른 수혜 가능

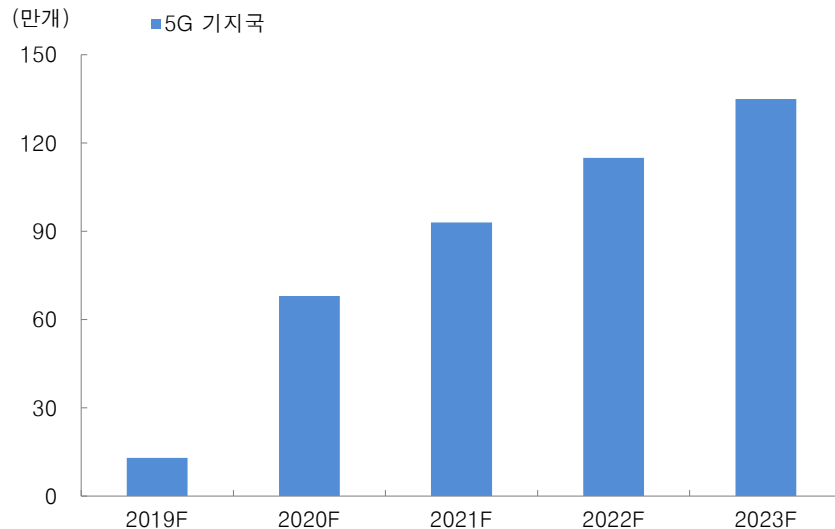
자료: 대신증권 Research Center

5G 통신 장비: 재도약을 위한 숨 고르기 필요

중국은 2019년 5G 투자 Cycle 진입, 2020년 전국망 투자 본격적으로 확대 예정

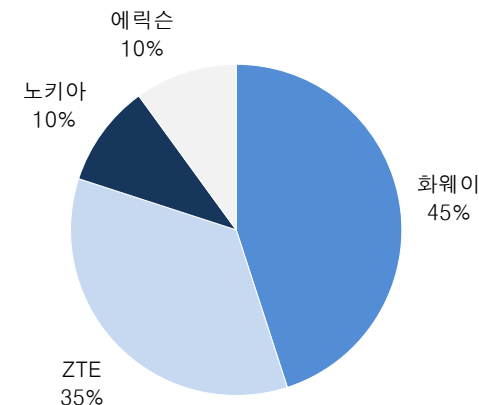
- 전세계 가장 큰 규모의 시장인 중국은 2019년 11월 5G 서비스 상용화 시작. 중국 통신 3사(차이나 모바일, 차이나 유니콤, 차이나 텔레콤) 중국 50개 도시에 5G 86,000개국 설치한 것으로 파악
- 중국 통신 3사는 5G 가입자 1,200만명 이상 확보하고 2019년 11월 5G 상용 서비스를 기점으로 본격적인 5G 인프라 투자 확대 기대. 2020년 예상 5G 기지국 설치 수는 68만개국으로 2019년 국내 연간 5G 기지국 12만개 대비 약 5.7배에 달할 전망
- 중국 5G 투자 확대에 따른 국내 통신 장비 업체들의 수혜: 케이엠더블유 ZTE향 MBF 필터 공급, 노키아 통한 MMR 공급 가능성, RFHIC 화웨이향 GAN 트랜지스터 공급, 오이솔루션 중국 현지 업체향 LD칩 공급 가능성

중국 5G 기지국 설치 전망



자료: 중국산업정보기술부, 대신증권 Research Center

4G 기준 중국 통신 장비 업체 점유율 비교



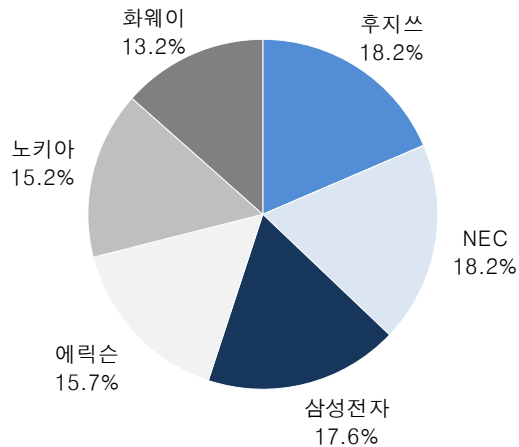
자료: 중국산업정보기술부, 대신증권 Research Center

5G 통신 장비: 재도약을 위한 숨 고르기 필요

일본은 2020년 상반기 내 5G 본격적인 투자 시작할 것으로 기대

- 일본은 2020년 상반기 본격적인 투자 및 도쿄올림픽(7월)을 기점으로 5G 상용화 시작할 것으로 추정. NTT도코모, KDDI는 2020년 3월 5G 정식 서비스 시작할 계획. 소프트뱅크, 라쿠텐은 각각 2020년 3월, 6월 5G 사전 서비스 시작 예정. 5G 서비스 시작 시점 전후로 본격적인 통신 장비 발주 시작될 것으로 전망
- KDDI는 5G 기지국 54,000개 구축 계획을 기존 2023년에서 2022년 3월까지로 앞당기고 5G 커버율 93% 실현 계획. 소프트뱅크도 2021년까지 5G 커버율을 90%로 조기 구현할 계획. 삼성전자는 KDDI와 5년간 20억달러의 장비 공급 계약 체결. 일본이 화웨이 장비를 배제하기로 한 만큼 2020년 본격적인 투자에 맞춰 NTT도코모나 라쿠텐 등 신규 고객사에 장비 공급 가능성도 높음. 삼성전자의 5G 통신장비 공급 확대, 일본 5G 투자 시 관련 업체(오이솔루션, 케이엠더블유, 에치에프알, 다산네트웍스 등) 수혜로 이어질 수 있음

일본 시장 통신 장비 업체 점유율



자료: MCA, 대신증권 Research Center

일본 통신사별 통신 장비 업체 점유율 비교

통신 장비 업체	NTT도코모	KDDI	소프트뱅크
후지쓰	38.4%		
NEC	38.4%		
노키아	21.4%	4.7%	9.6%
에릭슨	1.8%	26.4%	10.1%
삼성		68.9%	
화웨이			71.3%
ZTE			9.0%

자료: 대신증권 Research Center

5G 통신 장비: 재도약을 위한 숨 고르기 필요

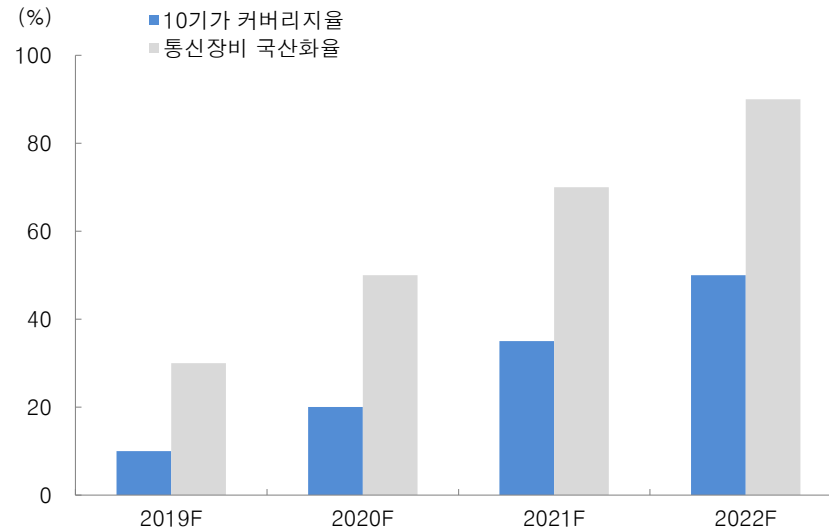
국내는 5G 기지국 확대와 더불어 인빌딩 솔루션, 백홀에 대한 투자에 주목

- 국내는 5G 기지국 투자와 더불어 인빌딩 솔루션, 백홀 투자 이어질 전망. 국내 이동 3사의 5G 기지국은 10만개를 넘어 2019년말까지 12만개국 설치될 전망. 국내 5G 평균 다운로드 속도는 393.07Mbps 수준. LTE 평균 다운로드 속도 64.79Mbps 대비 6배 정도 빠르나 5G에서 가능한 최고 속도인 20Gbps에는 한참 못미침. 인빌딩 기지국, 백홀에 대한 투자 필수.
- 설치된 인빌딩 기지국은 약 1,000개 정도로 전체 5G 기지국의 1% 수준. 향후 인빌딩 기지국 투자 확대될 전망. SK텔레콤의 경우 5GX 인빌딩 솔루션 장비를 개발해 2019년말까지 1,000여개 건물에 확대 계획
- 5G 인프라 구축을 위한 백홀(유선망) 투자도 확대 전망. 정부는 2022년까지 10기가 인터넷의 커버리지를 전국 85개시 50%까지 확대할 계획. 2020년에는 인빌딩 솔루션, 백홀 투자의 수혜 가능한 업체 에치에프알, 쉘리드, 다산네트웍스 등에 주목할 필요 있음

국내 장소별 5G 기지국 설치 현황(19.09.19)

구분	지상	옥내	지하
SKT	21,954	483	80
KT	36,210	391	31
LGU+	30,365	24	335
합계	88,529	898	446

10기가 인터넷 커버리지 확대 계획



자료: 과학기술정보통신부, 대신증권 Research Center

자료: 대신증권 Research Center

5G 통신 장비: 재도약을 위한 숨 고르기 필요

미국, 유럽 등은 보다 중장기적으로 5G 투자 진행될 예정

- 미국은 5G 투자에 있어서 보다 장기적으로 접근. 2019년말까지 버라이즌은 30개 도시, AT&T는 21개 도시에 5G 서비스 범위 확대할 계획. T-모바일과 스프린트의 합병이 미국 법무부와 FCC(미국 연방통신위원회)의 승인을 받았지만 뉴욕주를 포함한 일부 주들이 합병금지 소송을 제기해 재판이 진행될 예정. 향후 합병이 승인된다면 2023년 6월까지 5G 커버리지를 미국 인구의 70% 수준까지 구축해야함. 따라서 미국 5G 전국망 투자는 중장기적으로 진행될 가능성 높음
- 유럽에서는 독일이 상대적으로 빠르게 5G 서비스에 나서고 있음. 도이치텔레콤은 2019년 9월 4개 도시에서 5G 서비스 상용화 시작. 2020년말까지 20개 대도시로 넓힐 예정. 보다폰도 2020년말까지 5G 가입자 1,000만명 유치 목표. 다만 유럽 전역의 5G 투자는 더디게 진행 예정. 낮은 광케이블 보급률과 미국, 일본에 비해 약 50~65% 낮은 ARPU로 대규모 5G 투자가 급하지 않은 상황이기 때문

해외 5G 투자 예상 시기

국가	4Q18	1Q19	3Q19	4Q19F	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F
일본					NTT도코모: 20년 3월 5G 정식 서비스 시작 KDDI: 20년 3월 정식 서비스 SoftBank: 20년 3월 사전 서비스			
						Rakuten: 20년 6월 5G 사전 서비스 시작		
중국			KDDI: 23년까지 53,626개 기지국 구축 계획(21년까지 16,22개 구축 예정). 삼성전자 5년간 2조3,500억 규모 장비 공급	일본 주요 이동통신사 '5G 상용화 및 서비스 범위 전역 확대 계획' 조기 이행 결정				
	18년 12월 3대 통신사 주파수 사용 허가	차이나유니콤: 19년 5월 7개 도시 5G 최초 상용화	차이나 유니콤, 차이나 텔레콤: 19.08.24 투자비용 절감을 위해 공동으로 5G네트워크 구축 결정	19년 10월 31일 5G 요금제 발표, 11월 1일 사용화 차이나 모바일: 19년 10월 5G 서비스 개시				
미국		5G 기지국 13,000개 구축			20년 연간 5G 68만개국 기지국 설치 예정(340개 도시 커버리지)			
	AT&T: 18년 12월 모바일 라우터 기반 5G 서비스 개시	19년 상반기 스마트폰 기반 5G 상용화		19.11.05 미국 연방통신위원회(FCC) 공식적으로 T-모바일, 스프린트 합병 승인				
한국			19년말까지 버라이즌 30개 도시, AT&T 21개 도시 5G 서비스 예정		20년 초부터 삼성전자, 에릭슨의 28GHz 지원 장비 공급 예정			
			5G 기지국 90,755개 구축 (지상 기지국 82,529개) SKT 19년말까지 1,000여개 5G 인빌딩 장치 설치 계획					

자료: 대신증권 Research Center

5G 업종 Valuation

(단위: 십억원, %, 배)

종목명	종목코드	시가총액	매출액 증가율		영업이익 증가율		PER		PBR	
			2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
케이엠더블유	032500	1,892.7	139.4	37.4	-716.7	19.0	13.2	11.2	7.7	4.6
에치에프알	230240	303.7	25.7	45.4	229.9	250.1	31.9	9.8	3.4	2.5
오이솔루션	138080	369.6	160.2	20.2	25577.0	10.4	8.0	7.8	3.3	2.5
다산네트웍스	039560	259.8	36.1	14.6	52.3	132.1	22.2	9.7	1.8	1.3
서진시스템	178320	448.9	32.1	17.9	74.3	18.5	7.0	6.6	1.6	1.3
에이스테크	088800	246.4	29.7	14.4	201.6	20.9	9.0	5.6	2.1	1.5

자료: 대신증권 Research Center

케이엠더블유(032500)

그래도 5G 대장주

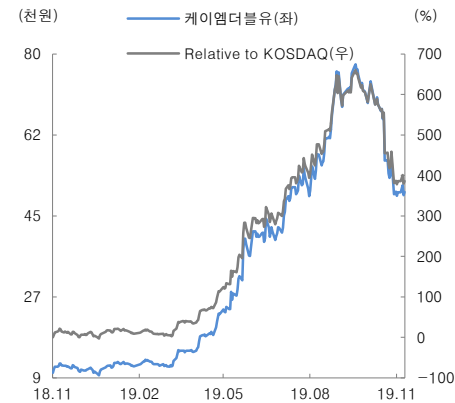
투자의견	BUY 매수, 유지
목표주가	75,000원 유지
현재주가 (19.11.20 현재)	47,550원

KOSDAC	649.87
시가총액	1,893십억원
시가총액비중	0.8%
자본금(보통주)	19십억원
52주 최고/최저	77,700원 / 9,775원
120일 평균거래대금	634억원
외국인지분율	11.66%
주요주주	김덕용 외 2인 33.55% 미래에셋자산운용 외 5인 7.51%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	-31.1	-15.7	74.8	300.4
상대수익률	-31.4	-21.3	88.9	325.6

[Summary]

- 2019년 상반기의 압도적인 실적 성장세가 3분기 다소 완만해지며 10월 이후 주가 조정 중. 2019년 4분기는 국내 통신사의 Capex 절감으로 전분기 대비 실적 역성장은 불가피할 전망이나 2020년 해외 5G 본격적인 투자 시 수혜 정도가 가장 크기 때문에 다시 한번 높은 실적 성장 가능하다고 판단
- 2020년 상반기 일본 5G 투자 시 후지쓰와의 JDM 계약으로 MMR 장비 공급 가능성, 라쿠텐향 RRA 장비 공급, 노키아 통한 부품 공급 등으로 국내 5G 투자 Cycle 대비 비슷하거나 더 큰 규모의 수혜 가능. 2020년 중국은 5G 기지국을 약 68만개 설치할 것으로 예측. ZTE향 MBF 필터 공급 지속, 노키아 통한 MMR 장비 공급 가능성도 있음. 중국 시장 내 노키아 MS 약 10% 가정 시 노키아향 MMR 장비 공급 확정되면 국내 5G 투자 대비 더 큰 수혜 가능. 2020년 국내 5G 투자 지속되는 가운데 해외 투자 규모에 따라 추가 업사이드는 열려있음



(십억원, 원, %)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	204	296	709	975	1,180
영업이익	-3	-26	162	193	218
세전순이익	-8	-30	164	196	223
총당기순이익	-9	-31	136	160	178
지배지분순이익	-9	-31	136	160	178
EPS	-259	-927	3,606	4,262	4,734
PER	NA	NA	13.2	11.2	10.0
BPS	1,529	2,555	6,148	10,410	15,144
PBR	16.6	8.6	7.7	4.6	3.1
ROE	-17.9	-45.5	85.5	51.5	37.1

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

에치에프알(230240)

2020년 확실한 Level-Up 가능한 5G 다크호스

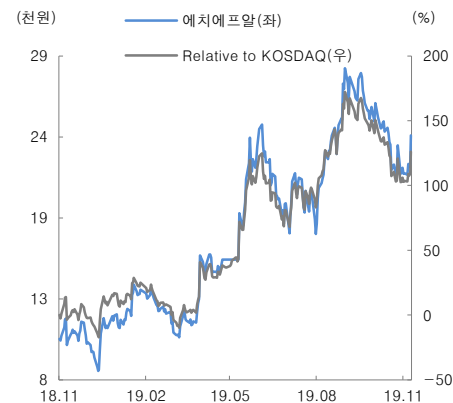
투자의견	N/R
목표주가	N/R
현재주가 (19.11.20 현재)	25,350원

KOSDAQ	649.87
시가총액	304십억원
시가총액비중	0.13%
자본금(보통주)	6십억원
52주 최고/최저	28,200원 / 8,575원
120일 평균거래대금	88억원
외국인지분율	0.64%
주요주주	정종민 외 2 인 34.40%
	스톤브릿지벤처스 외 1 인 8.03%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	5.2	10.9	41.2	129.4
상대수익률	4.7	3.6	52.6	143.9

[Summary]

- 주요 사업 부문은 5G 프론트홀, 인빌딩 솔루션 관련 중계기 및 레이어 스플리터 등. 3Q19 매출액 462억원, 영업이익 40억원 기록하며 전분기 대비 각각 17%, 68% 성장 기록. 국내 통신사의 2019년 하반기 5G 프론트홀 발주가 시작됨에 분기별 실적 성장 가능
- 5G에서는 LTE에 비해 기지국 커버리지가 좁은 만큼 인빌딩 솔루션이 중요해짐. 국내 설치된 5G 기지국 중 인빌딩 비중은 1% 수준으로 향후 인빌딩 중계기 설치 비중 확대 전망. 2019년 4분기 5G 인빌딩 솔루션 관련 광중계기 및 레이어 스플리터 신규 매출 기대되며 5G 업종 내 차별화된 움직임 가능할 전망
- 2020년 기존 고객사인 버라이즌, NTT도코모, AT&T의 5G 프론트홀 투자 시 공급 가능. 국내 5G 프론트홀의 성공적인 납품 레퍼런스를 바탕으로 신규 해외 고객사 추가 확보도 기대. 2020년 매출액 2,468억원(+48% YoY), 영업이익 331억원(+274% YoY) 전망



(십억원, 원, %)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	131	135	166	247	321
영업이익	3	3	9	33	49
세전순이익	2	0	10	34	50
총당기순이익	3	-1	8	31	45
지배지분순이익	3	-1	9	31	43
EPS	51	-15	795	2,579	3,612
PER	38.9	NA	31.9	9.8	7.0
BPS	832	1,257	7,476	10,055	13,667
PBR	2.4	1.8	3.4	2.5	1.9
ROE	6.4	-1.4	11.3	29.6	30.6

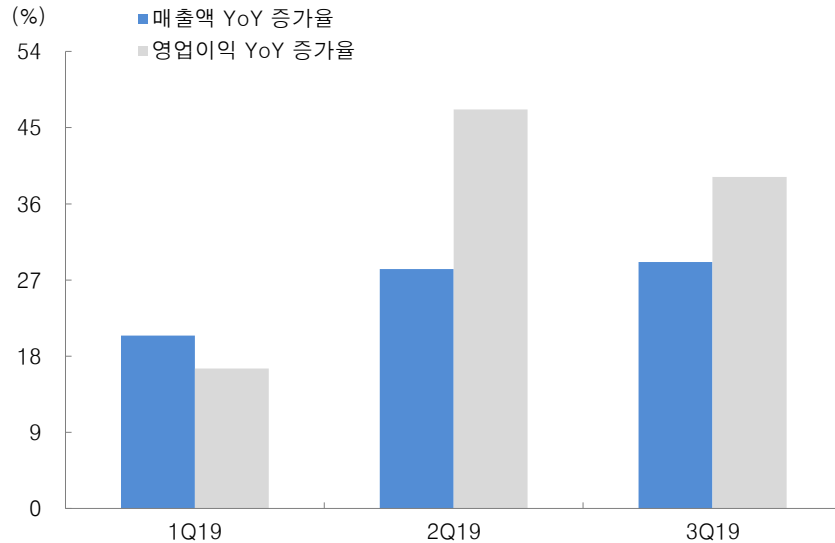
주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 에치에프알, 대신증권 Research Center

건강기능식품: 실적 성장에 맞춰 밸류에이션 정상화 기대

3Q19 다시 한번 실적 성장 입증

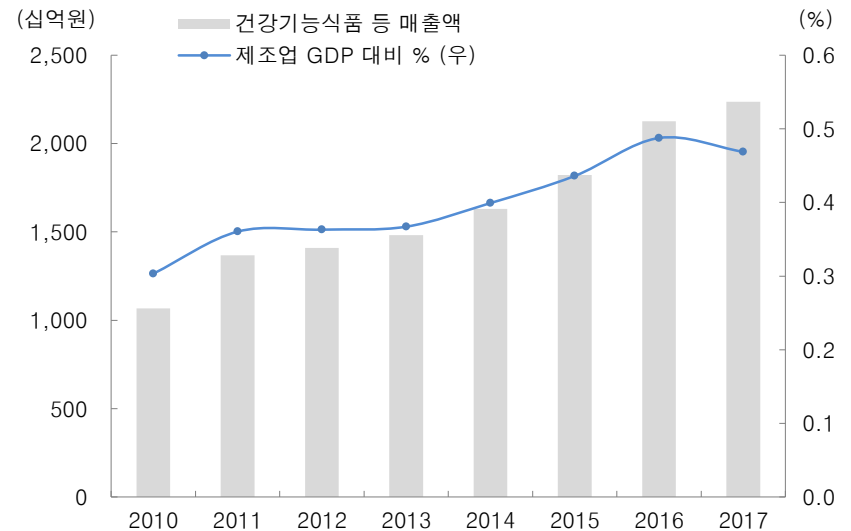
- 3Q19 건기식 업종(주요 8개 업체 합산) 매출액, 영업이익 전년 동기 대비 각각 29%, 39% 성장 기록. 2Q19(매출액, 영업이익 전년 동기 대비 각각 28%, 47% 성장)에 이어 분기별 성장세 입증
- 고령화율 증가에 따른 사회 전반적인 건강에 대한 관심 확대와 더불어 유통 채널의 확장, 젊은 세대들의 건기식 구매 증가 등으로 건기식 업체들은 내수 소비재 업종에서 두드러지는 실적 성장 지속 중

건기식 업종 합산 실적



자료: 대신증권 Research Center

국내 건기식 시장 규모 및 제조업 GDP 대비 비중 추이



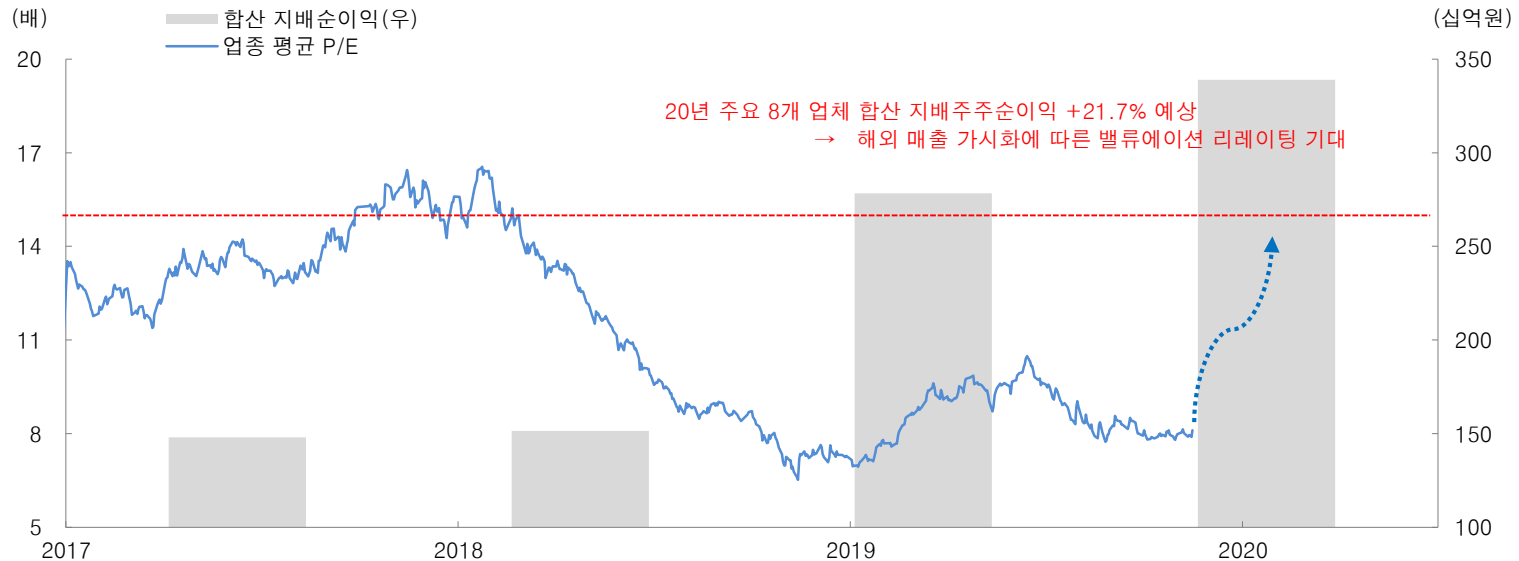
자료: 대신증권 Research Center

건강기능식품: 실적 성장에 맞춰 밸류에이션 정상화 기대

지속적인 실적 성장세와 더불어 해외 매출 가시성 확대가 건기식 업종의 밸류에이션 리레이팅의 모멘텀

- 2019년 2분기에 이어 3분기에도 실적 성장을 입증했지만 주가 레벨은 여전히 낮은 수준. 건기식 업종의 2020년 예상 PER은 약 11 배 수준으로 음식료나 내수 소비재, 유통 업종에 비해 저평가 상태
- 건기식 업종의 밸류에이션 리레이팅은 해외 매출 성장에 대한 가시성이 보일 때 가능할 것으로 판단. 종근당건강은 2019년 4분기 이후 중국 온라인 시장에 락토픽 런칭해 중국 현지 반응 확인할 예정. 콜마비앤에이치는 2020년 중순에 중국 강소 콜마의 가동 시작 될 것으로 예상. 중국 현지 판매를 위한 글로벌 업체들과의 제조, 공급 계약 기대. 신규 매출 발생시 건기식 업종의 밸류에이션 상향에 의미있는 모멘텀 될 것으로 기대. 종근당바이오도 2020년 하반기 자체 프로바이오틱스 브랜드 유거스 해외에 출시 예정. 노바렉스도 글로벌 암웨이, 대만 TCI, 싱가포르 Unicity 등 주요 해외 고객사를 확보하며 2020년 본격적인 매출 기대

건기식 업체 합산 12개월 Forward PER, 지배주주순이익 추이 및 전망



건강기능식품: 실적 성장에 맞춰 밸류에이션 정상화 기대

정부의 건기식 시장 활성화 정책도 추가 성장 동력

- 식약처는 2019년 11월 건강기능식품 활성화를 위한 건강기능식품 기능성 인정 절차 개선 계획을 발표. 기존 검토 단계 내 1차 검토에 소요되는 기간을 단축하고, 사전협의를 도입해 신규 기능성 원료 접수 및 검토 이후 원료 인정에 대한 예측 가능성 높일 예정
- 2019년 4월 대형마트, 백화점에서 건기식 자유 판매 허용, 광고 문구 규제 완화, 7월 식약처의 건기식 소분 제조 및 판매에 대한 규제 완화 방침 발표 등에 이어 건기식 시장 활성화를 위한 개선 방안 지속 발표
- 2018년 건강보험 누적 적립금 20.6조원에서 2026년 고갈될 것으로 전망되는 가운데 매년 건강보험료는 증가세. 질병 예방 차원의 건기식 시장 활성화 기조는 지속될 수 밖에 없는 환경으로 판단

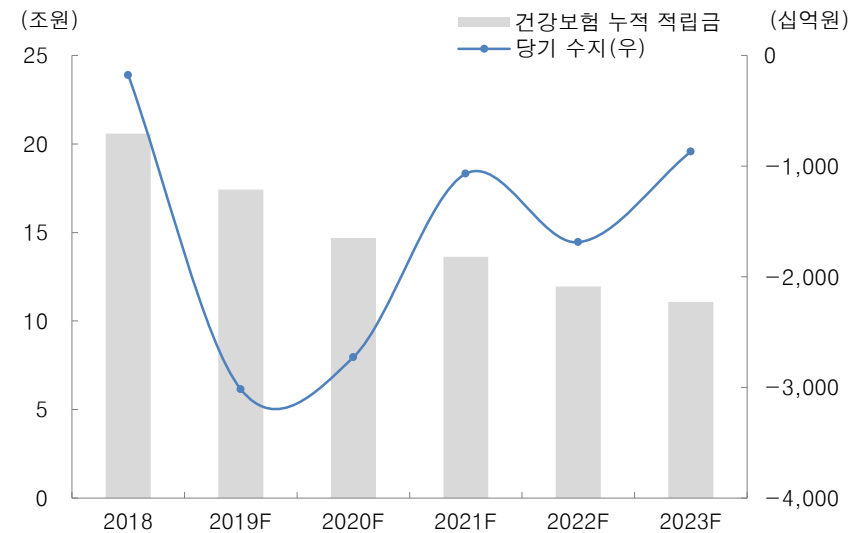
건강기능식품 시장 활성화 정책

건기식 시장 활성화 정책

2016	기존 12개 제형에서 '밀'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 경제활력대책회의-1) 대형마트 등에서 건강기능식품 판매 시 관할지방자치단체 사전 신고 절차 폐지 2) 광고문구 규제 완화 3) 신제품 개발 관련 규제 개선 발표
2019.07	식품의약품안전처는 '건강기능식품에 관한 법률'을 일부 개정안을 발표, 1)소비자 요구에 맞는 맞춤형포장을 위한 건기식 소분제조와 소분 판매에 대한 규제를 개선할 것으로 밝힘. 소비자의 섭취, 휴대 편의성 개선 2)건기식 판매업소 출입, 검사 등 일부 규정 개선 의지 표명 3) 의약품 제조업 시설도 건기식 제조에 이용 가능 (식약처장 인정하는 경우에 한하여, 기존에는 의약품 제조업소만 건기식 제조 가능했음)
2019.11	건강기능식품 활성화를 위한 건기식 기능성 인정 절차 개선 계획 발표, 사전협의 도입해 건기식 기능성 검토 기간 단축

자료: 식품의약품안전처, 신증권 Research Center

건강보험금 재정 수지 추이 및 전망



자료: 보건복지부, 대신증권 Research Center

건기식 업종 Valuation

(단위: 십억원, %, 배)

종목명	종목코드	시가총액	매출액 증가율		영업이익 증가율		PER		PBR	
			2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F	2019F	2020F
콜마비엔에이치	200130	762.2	17.8	11.8	26.3	9.3	13.0	11.5	3.0	2.4
종근당바이오	063160	156.4	6.7	17.9	110.3	41.9	12.7	9.0	1.0	0.9
노바렉스	194700	190.4	39.6	22.5	37.3	26.0	12.6	10.5	2.1	1.8
서흥	008490	418.2	14.9	9.7	26.6	8.4	10.9	11.1	1.4	1.2
에이치엘사이언스	239610	290.0	108.8	25.9	120.9	37.0	12.9	9.5	3.5	2.6
뉴트리	270870	124.2	41.3	20.3	12.3	33.9	13.3	10.1	2.2	1.8

자료: 대신증권 Research Center

콜마비엔에이치(200130)

흔들림 없는 성장세

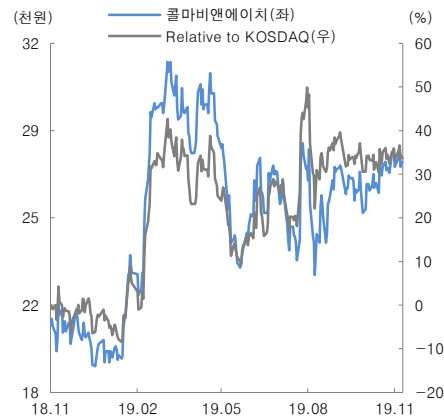
투자의견	BUY 매수, 유지
목표주가	37,000원 유지
현재주가 (19.11.20 현재)	25,800원

KOSDAC	649.87
시가총액	762십억원
시가총액비중	0.34%
자본금(보통주)	15십억원
52주 최고/최저	31,250원 / 19,050원
120일 평균거래대금	19억원
외국인지분율	5.51%
주요주주	한국콜마홀딩스 외 4 인 59.45% 한국원자력연구원 12.04%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	-2.3	1.4	6.8	26.5
상대수익률	-2.8	-5.3	15.4	34.4

[Summary]

- 3Q19 연결 매출액 1,082억원, 영업이익 174억원으로 전년 동기 대비 각각 21%, 27% 증가 기록. 2019년 1분기 이후 분기별 영업이익 평균 YoY 증가율 29%의 고성장세 지속. 국내 애타미향 안정적인 매출과 더불어 건기식 해외 매출액이 135억원으로 전년 동기 대비 108%의 고성장 기록한 점이 긍정적
- 2020년 음성 3공장(연 생산 능력 1,000억원) 가동에 따른 외형 성장 기대. 헤모힘에 이은 신규 개별인정형 제품 출시로 제품 카테고리 다각화 기대. 국내 건강기능식품 시장 성장에 따라 2020년 건기식 매출액 3,082억원(+19% YoY) 전망
- 2020년 중순에 중국 강소 콜마 가동 시작될 것으로 예상. 중국 시장 대응한 글로벌 건기식 업체와의 제조, 공급 계약으로 신규 매출 발생 시 2020F PER 12배 수준의 밸류에이션은 리레이팅 가능하다고 판단



(십억원, 원, %)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	338	386	455	509	567
영업이익	49	59	74	81	92
세전순이익	59	64	76	85	96
총당기순이익	47	49	59	66	75
지배지분순이익	46	48	59	66	75
EPS	1,549	1,637	1,988	2,250	2,547
PER	21.0	12.2	13.0	11.5	10.1
BPS	5,713	6,928	8,716	10,767	13,115
PBR	5.7	2.9	3.0	2.4	2.0
ROE	30.9	25.9	25.4	23.1	21.3

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

종근당바이오(063160)

2020년 예견된 성장, 지금이 매수 기회

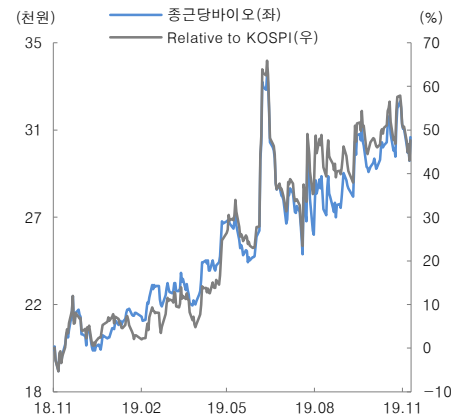
투자 의견	BUY 매수, 유지
목표주가	43,000원 유지
현재주가 (19.11.20 현재)	29,900원

KOSPI	2125.32
시가총액	156십억원
시가총액비중	0.01%
자본금(보통주)	13십억원
52주 최고/최저	33,450원 / 19,450원
120일 평균거래대금	18억원
외국인지분율	9.15%
주요주주	종근당홀딩스 외 1 인 37.26%

주가수익률(%)	1W	1M	3M	12M
절대수익률	-0.3	7.2	17.7	44.4
상대수익률	-3.4	-1.2	13.9	41.5

[Summary]

- 2020년 프로바이오틱스 본격적인 매출 성장으로 회사 Level-Up 가능. 신규 공장 2019년말 완공 이후 2020년 2분기부터 가동될 것으로 추정, 1) 종근당건강향 락토피트 원말 공급 확대, 2) 락토피트 포함한 건기식 완제 OEM 신규 사업, 3) 유거스 자체 브랜드 해외 매출 등 기대
- 3Q19 종근당건강 매출액은 940억원으로 전년 동기 대비 108% 고성장 기록. 유산균 매출액이 545억 원(+125% YoY)으로 시장의 우려와 달리 여전한 고성장세 입증. 기타 제품군 매출액도 292억원(+153% YoY)으로 높은 성장 기록
- 2020년에도 종근당건강의 락토피트는 제품 카테고리 확대, 편의점 본격 진출 등 다각화된 유통 채널로 외형 성장 확실시됨. 종근당바이오는 종근당건강의 락토피트 증분 물량 대부분 OEM을 담당할 예정. 분말, 캡슐 제형의 다른 건기식 완제 OEM도 담당할 전망. 2020년 확실한 성장이 담보된 만큼 현 주가는 매수해야 할 수준으로 판단



(십억원, 원, %)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	118	125	133	157	188
영업이익	9	7	15	21	28
세전순이익	10	9	15	21	28
총당기순이익	8	8	12	17	22
지배지분순이익	8	8	12	17	22
EPS	1,563	1,551	2,355	3,314	4,372
PER	13.7	13.4	12.7	9.0	6.8
BPS	27,162	28,236	30,350	33,404	37,447
PBR	0.8	0.7	1.0	0.9	0.8
ROE	5.8	5.5	7.9	10.2	12.1

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