vol. 53 2019. 9. 24

eBEST Mid-Small cap 10월

Value & Growth

Part I Value & Growth Universe
Part II 중소형주 종목 동향
Part III 중소형주 탐방노트
Part IV 건강기능식품 시장 현황: 먹는 Beauty 시장의 개화

eBEST
이베스트투자증권

이베스트투자증권 **Mid-Small cap 팀**입니다.

저희 스몰캡 팀은 [Value & Growth] 라는 제목으로 월보 형식의
투자유망 중소형주 자료를 제공하고 있습니다.

Value & Growth는
안정적인 현금흐름과 Valuation 메리트를 중심으로

중소형주 투자유망 기업을 선별하고 있는 Value Part와
기업이 중장기적인 Core 경쟁력을 보유하고 있거나
시장 환경 Trend에 부합하여 성장이 진행되는 기업을 중심으로
중소형주 투자유망 기업을 선별하고 있는 Growth Part로 구성하고 있습니다.

이러한 선별 기준을 적용하여 이베스트 Mid-Small cap팀은
Value & Growth Universe 를 제공하고 있습니다.
이는 일회성적인 기업 추천을 지양하고 지속적인 업데이트를 통해
기업에 대한 투자의견을 중장기적으로 제시하기 위함입니다.

앞으로도 중소형주 투자환경에 맞춰 적절한 의사결정을 할 수 있도록
도움을 드릴 수 있는 스몰캡팀이 되도록 노력하겠습니다.

감사합니다.

10월

Mid-Small Cap
Analyst **정홍식**
02 3779 8468
hsjeong@ebestsec.co.kr

Mid-Small Cap
Analyst **김한경**
02 3779 8848
hkkim@ebestsec.co.kr

10 월 eBest Mid-Small cap

Value & Growth

Contents

Part I	Value & Growth Universe	4
Part II	중소형주 종목 동향	12
Part III	중소형주 탐방노트	19
Part IV	건강기능식품 시장 현황: 먹는 Beauty 시장의 개화	21

기업분석

다나와 (119860)	34
서흥 (008490)	38
종근당바이오 (063160)	43
노바렉스 (194700)	48

Part I

Value & Growth Universe

이베스트투자증권 Mid-Small cap 팀은
Value & Growth 선별 방식을 적용한 중소형주 Universe를 구성하여
투자 유망 기업을 제시하고 있습니다.

2019년 10월 Universe에는 종근당바이오가 신규편입 되었습니다.

이번 Universe 업데이트에서는
Universe 기업에 대한 View 변화 및 코멘트와
2019년 9월 신규상장(IPO) 기업들을 정리하였습니다.

Value & Growth Universe

표1 Universe 투자포인트 요약

애널리스트	기업코드	기업명	투자포인트
정홍식	A058470	리노공업	3Q19 긍정적인 실적 기대, IC Test 소켓의 수요 증가에 기인, 성장중인 의료부문도 매력적임
	A019680	대교	Q(학생수)↓ · P(수강료)↑, 자산가치 높음. 회원수 추이 살펴봐야 할 듯
	A034310	NICE	ITM반도체(자회사)의 상장 기대감으로 지분가치 부각, 하반기 실적 기대감
	A030190	NICE평가정보	추세적인 실적 개선, 개인·기업 신용정보를 모두 처리할 수 있는 국내 유일 기업의 프리미엄
	A119860	다나와	온라인 쇼핑 증가추세에 기인하여 성장흐름이 유지되고 있는 상황. 과거 10년간 역성장 없음
	A023910	대한약품	기초 수액제의 추세적인 성장, 다만 최근 급등한 OPM: 높은 Base Effect → 수익성 우려감
	A005680	삼영전자	순현금이 시가총액을 상회하는 상태, Valuation 저평가, 다만 올해 전해콘덴서 수익성 하락
	A086450	동국제약	Valuation 저평가, OTC & ETC 부문의 안정적인 성장성 + 헬스케어 사업부문 모멘텀 부각
	A025000	KPX케미칼	PPG-PO Spread 확대 본격화로 영업이익 성장흐름으로 전환, 하반기 성장유지 기대감
	A063570	한국전자금융	CD-VAN & OK POS 부진, 향후 KIOSK & 무인주차장 수익성 강화시기에 접근 권고
	A049070	인탑스	전방 고객사의 플라스틱 채용 증가, 자동차&가전부문 수익성 개선흐름, 신규사업 모멘텀 강화
	A069510	에스텍	자동차용 스피커 글로벌 고객선 확대 진행 중, Valuation 저평가, 대형 SUV 효과 모멘텀
	A016800	퍼시스	시디즈, 일룸 등의 관계사로 공급물량 증가, Valuation 저평가, 안정적인 이익구조
	A011040	경동제약	안정적인 재무구조, 배당메리트, 실적하락폭 대비 현저히 낙폭과대로 가격메리트 있는 상황
	A078000	텔코웨어	2019년을 저점으로 2020년 실적 개선 기대감, 이는 Core 부문의 투자시기를 고려한 것임
	A036190	금화피에스시	Valuation 절대 저평가, 경상정비 사업의 구조적인 성장, 건설부문 턴어라운드
	A130580	나이스디앤비	기업신용평가(TCB 포함) 수요 증가, 매년 상승하는 흐름, 동종기업 대비 상대적 저평가
	A040420	정상제이엘에스	프리미엄 영어 교육의 수요 증가로 학생수 급증, 2019년 상반기 영업이익 30% 고성장
	A092130	이크레더블	기업 신용평가에 대한 추세적인 수요 증가, 매년 DPS 상승으로 중장기적인 배당메리트
김한경	A067160	아프리카TV	별풍선과 광고의 쌍두마차! 올해에도 고성장 지속
	A065510	휴비츠	렌즈가공기 판매 호조와 망막진단기 매출 온기 반영 효과로 성장 재개
	A006060	화승인더	안정적인 유통수수료 매출, 화승엔터 지분가치 상승
	A192440	슈피겐코리아	5G, 폴더블 폰 출시로 케이스 수요 증가, 적극적인 주주환원
	A241590	화승엔터프라이즈	P&Q 동반 성장 국면 진입, 2Q19부터 뚜렷한 실적 개선 전망
	A012750	에스원	안정적인 보안 서비스 매출 성장 + 무인화 시대 수혜
	A039830	오로라	신비아파트 흥행에 따른 완구매출 호조로 사상최대 실적 달성 전망
	A063160	종근당바이오	락토핏 판매 호조에 따른 담보된 성장. 안정적인 원료 매출과 성장하는 프로바이오틱스 사업

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 2019년 Universe 주요 Valuation 및 투자 지표

애널리스트	기업코드	기업명	투자 의견	시가 총액 (십억원)	종가 (원)	2019년 증가율(% YoY)			수익성 (%)		Valuation (x)		
						매출액	영업 이익	순이익	영업 이익률	ROE	PER	PBR	EV/ EBITDA
정홍식	A058470	리노공업	Buy	838.3	55,000	3.8	5.5	-0.5	34.6	16.4	17.3	2.8	10.3
	A019680	대교	Buy	595.2	6,060	-1.1	6.3	20.2	3.6	3.9	26.3	1.0	7.4
	A034310	NICE	Buy	717.9	18,950	10.6	2.1	0.2	7.4	5.5	11.9	0.7	2.7
	A030190	NICE평가정보	Buy	834.8	13,750	7.7	7.0	4.7	12.6	17.4	20.8	3.6	11.4
	A119860	다나와	Buy	304.6	23,300	11.4	24.3	31.1	21.2	20.0	14.2	2.8	9.1
	A005680	삼영전자	Buy	192.0	9,600	-11.5	-44.3	-29.3	3.3	2.3	17.9	0.4	-2.9
	A023910	대한약품	Buy	195.6	32,600	4.8	-6.1	-2.5	20.4	16.7	7.0	1.2	4.3
	A086450	동국제약	Buy	578.9	65,100	12.5	12.2	7.7	13.7	15.2	11.5	1.7	6.6
	A025000	KPX케미칼	Buy	265.7	54,900	0.1	62.3	181.3	5.0	6.7	8.5	0.6	2.2
	A063570	한국전자금융	Buy	242.8	7,110	-4.9	-22.5	-51.0	6.9	6.0	23.6	1.4	5.3
	A049070	인탑스	Buy	225.3	13,100	15.4	45.6	38.9	6.0	6.3	7.2	0.5	0.7
	A069510	에스텍	Buy	128.2	11,750	10.5	20.4	-0.8	6.4	12.2	6.5	0.8	1.9
	A016800	퍼시스	Buy	360.5	31,350	8.0	9.0	-19.8	8.9	8.1	9.9	0.8	4.4
	A011040	경동제약	Buy	221.2	8,330	2.3	28.1	254.8	14.2	8.2	11.9	1.0	4.2
	A078000	텔코웨어	Buy	137.8	14,200	-4.3	-20.0	-9.5	11.9	5.1	24.2	1.2	8.4
	A036190	금화피에스시	Buy	181.2	30,200	-1.2	-4.3	-12.6	17.2	14.2	5.2	0.7	0.3
	A130580	나이스디앤비	Buy	124.7	8,100	41.5	8.7	7.5	15.4	18.4	12.5	2.3	7.3
	A040420	정상제이엘에스	Buy	120.6	7,690	6.5	22.9	155.6	14.4	14.0	13.1	1.8	6.8
	A092130	이크레더블	Buy	218.6	18,150	9.1	8.5	8.0	40.9	25.2	16.2	4.1	9.6
김한경	A067160	아프리카TV	Buy	741.4	64,500	34.0	45.0	59.7	23.2	28.3	21.5	6.1	14.8
	A065510	휴비츠	Buy	113.5	9,550	11.8	44.1	14.1	13.6	8.3	14.0	1.2	6.1
	A006060	화승인더	Buy	540.5	9,770	12.9	72.3	239.9	7.6	16.5	7.8	1.3	4.3
	A192440	슈피겐코리아	Buy	347.5	55,900	15.0	3.5	4.4	16.6	14.7	7.8	1.1	3.8
	A241590	화승엔터프라이즈	Buy	874.8	14,450	22.2	87.1	217.5	7.0	15.8	16.1	2.6	8.1
	A012750	에스원	Buy	3,655.5	96,200	5.5	5.4	56.7	9.9	12.1	22.6	2.7	9.3
	A039830	오로라	Buy	127.5	11,850	11.7	41.2	80.0	11.3	9.2	11.8	1.1	4.9
	A063160	종근당바이오	Buy	159.5	30,500	6.3	88.4	35.9	10.0	6.9	14.7	1.0	6.0

주: 영업이익률, ROE, PER, PBR, EV/EBITDA 2019년 추정실적 기준, 시가총액, 종가 2019년 9월 20일 종가 기준
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 2020년 Universe 주요 Valuation 및 투자 지표

애널리스트	기업코드	기업명	투자의견	2020년 증가율(% YoY)			수익성 (%)		Valuation (x)		
				매출액	영업이익	순이익	영업이익률	ROE	PER	PBR	EV/EBITDA
정홍식	A058470	리노공업	Buy	8.5	10.2	8.9	35.1	16.0	15.9	2.5	9.0
	A019680	대교	Buy	-0.4	7.7	6.2	3.9	4.1	24.8	1.0	7.1
	A034310	NICE	Buy	9.8	13.2	17.6	7.6	6.1	10.1	0.6	2.4
	A030190	NICE평가정보	Buy	7.5	9.0	8.0	12.8	16.5	19.3	3.2	10.2
	A119860	다나와	Buy	7.3	13.1	12.1	22.4	19.0	12.6	2.4	7.6
	A005680	삼영전자	Buy	2.8	13.7	11.2	3.7	2.5	16.1	0.4	-2.9
	A023910	대한약품	Buy	4.5	7.4	6.8	21.0	15.3	6.6	1.0	4.3
	A086450	동국제약	Buy	11.1	12.6	8.9	13.9	12.9	10.5	1.4	5.9
	A025000	KPX케미칼	Buy	3.9	14.2	17.0	5.5	7.4	7.3	0.5	1.8
	A063570	한국전자금융	Buy	4.2	10.9	9.7	7.3	6.2	21.5	1.3	5.0
	A049070	인탑스	Buy	8.6	9.0	8.6	6.1	6.4	6.6	0.4	0.5
	A069510	에스텍	Buy	9.5	12.9	10.6	6.6	12.2	5.9	0.7	1.4
	A016800	퍼시스	Buy	7.6	8.6	6.3	8.9	8.1	9.3	0.8	3.5
	A011040	경동제약	Buy	2.5	4.2	8.6	14.5	8.4	10.9	0.9	3.6
	A078000	텔코웨어	Buy	13.4	18.8	14.0	12.5	5.6	21.2	1.2	6.7
	A036190	금화피에스시	Buy	4.3	4.8	4.0	17.3	13.3	5.0	0.7	-0.3
	A130580	나이스디앤비	Buy	7.7	8.8	7.0	15.5	17.1	11.7	2.0	6.3
	A040420	정상제이엘에스	Buy	5.6	6.0	15.2	14.5	15.1	11.4	1.7	6.4
	A092130	이크레더블	Buy	9.1	10.8	10.4	41.5	24.8	14.7	3.6	8.3
김한경	A067160	아프리카TV	Buy	19.9	27.2	17.1	24.6	26.4	18.4	4.8	11.4
	A065510	휴비츠	Buy	12.5	35.8	58.0	16.4	12.0	8.9	1.1	4.6
	A006060	화승인더	Buy	13.8	33.0	31.9	8.9	18.8	5.9	1.1	3.4
	A192440	슈피겐코리아	Buy	11.8	18.1	9.4	17.5	14.1	7.1	1.0	3.2
	A241590	화승엔터프라이즈	Buy	21.5	36.9	38.9	7.9	18.4	11.6	2.1	6.4
	A012750	에스원	Buy	5.4	9.9	7.2	10.3	12.3	21.1	2.6	8.3
	A039830	오로라	Buy	9.7	30.8	46.3	13.5	12.1	8.1	1.0	3.5
	A063160	종근당바이오	Buy	15.9	36.7	34.9	11.8	8.5	10.9	0.9	4.7

주: 영업이익률, ROE, PER, PBR, EV/EBITDA 2020년 당사 추정실적 기준
시가총액, 종가 2019년 9월 20일 종가 기준
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표4 Universe 실적전망 (억원)

기업코드	기업명	매출액			영업이익			지배주주 순이익		
		2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
A058470	리노공업	1,504	1,560	1,693	512	540	595	486	484	527
A019680	대교	7,631	7,545	7,513	256	272	293	188	226	240
A034310	NICE	16,119	17,820	19,568	1,283	1,310	1,483	601	602	708
A030190	NICE평가정보	3,838	4,132	4,440	486	520	567	383	401	433
A119860	다나와	1,063	1,184	1,270	202	251	284	164	215	241
A005680	삼영전자	2,497	2,210	2,272	131	73	83	151	107	119
A023910	대한약품	1,587	1,664	1,739	362	340	365	285	278	297
A086450	동국제약	4,008	4,508	5,008	551	618	696	469	505	550
A025000	KPX케미칼	7,667	7,677	7,979	239	387	442	111	311	364
A063570	한국전자금융	2,944	2,801	2,918	249	193	214	210	103	113
A049070	인탑스	7,156	8,258	8,966	342	498	543	226	314	341
A069510	에스텍	3,064	3,385	3,707	180	217	245	200	198	219
A016800	퍼시스	3,157	3,408	3,667	277	302	328	455	365	388
A011040	경동제약	1,793	1,835	1,881	204	261	272	52	186	202
A078000	텔코웨어	421	403	457	60	48	57	63	57	65
A036190	금화피에스시	2,333	2,305	2,403	414	396	415	397	347	361
A130580	나이스디앤비	520	736	793	104	113	123	93	100	107
A040420	정상제이엘에스	871	928	980	109	134	142	36	92	106
A092130	이크레더블	372	406	443	153	166	184	125	135	149
A067160	아프리카TV	1,266	1,697	2,034	271	393	500	216	345	404
A065510	휴비츠	789	882	992	83	120	163	71	81	128
A006060	화승인더	11,519	13,002	14,794	577	994	1,322	203	690	910
A192440	슈피겐코리아	2,669	3,070	3,433	492	509	601	427	446	488
A241590	화승엔터프라이즈	8,792	10,741	13,051	403	754	1,032	171	543	754
A012750	에스원	20,183	21,292	22,441	1,991	2,099	2,307	1,030	1,614	1,730
A039830	오로라	1,468	1,640	1,799	131	185	242	60	108	158
A063160	종근당바이오	1,245	1,324	1,535	70	132	180	80	108	146

자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

표5 Universe 신규 편입- 제외

종목코드	종목명	구분	내용
A063160	종근당바이오	신규 편입	종근당바이오에 대해 투자의견 매수, 목표주가 41,000원 신규 제시. 동사는 국내 1위 원료의약품 수출 기업으로 매출의 80%가 해외에서 발생하고 있으며 항생제, 치료제, 면역억제제 등 완제품 제조에 필요한 원료의약품을 생산하고 있음. 프로바이오틱스는 지난해부터 개시한 신규사업이며 국내 1위 프로바이오틱스 제품인 락토핏의 원말을 생산해 관계사 종근당건강에 납품하고 있음. 투자 포인트는 1) 관계사 종근당건강의 락토핏 판매 호조가 지속되며 동사가 납품하는 물량 역시 빠르게 성장할 전망. 안산공장 증설로 동사 생산 규모는 연간 38.4t에서 108.0t로 급증. 현재 풀캐파 수준으로 가동되고 있음에도 전체 물량의 30% 대응에 그치는 것으로 추정되어 신규 설비 가동이 본격화되는 내년 2분기부터 급증이 예상됨. 2) 자체 브랜드 유거스의 해외 판매 본격화. 유거스는 프롤린공법을 활용해 유산균 안정성을 극대화한 제품이며 내년부터 유럽, 싱가폴, 홍콩 등 해외 시장 공략에 박차를 가할 전망. 기존 원료의약품 판매 네트워크를 활용해 전체 수출물량의 30%를 소화할 수 있다는 점도 긍정적. 3) 프로바이오틱스 시장은 타 건기식 원료 대비 충성도가 높음. 백수오사태 당시에도 개별인정원료의 타격은 컸으나 홍삼 및 프로바이오틱스와 같은 대중적 제품들은 오히려 성장폭이 커진 바 있음. 락토핏이 국내 프로바이오틱스 시장의 1인자로 부상한 만큼 향후에도 빠르고 안정적인 성장이 예상됨.

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표6 Universe View 변화

기업코드	기업명	View 변화
A119860	다나와	온라인 쇼핑 증가(1H19 기준 +19.6% yoy, 모바일의 경우 동기간 +26.5% yoy 성장)의 흐름에 맞추어 동사의 트랙픽 증가 & 제휴쇼핑 부문의 성장이 유지되고 있는 상황으로 파악됨. 광고부문은 매출인식에 따른 변화로 전년과 비슷한 수준을 보일 것으로 예상되며, 판매수수료는 2Q19 역성장에서 3Q19 다시 성장흐름으로 전환(최근 비브랜드 PC 수요 회복세)되는 것으로 파악됨. 이에 3Q19 실적에 대한 우려감이 다소 있었으나, 추세적인 성장성이 유지되는 것에는 문제가 없을 것으로 보임. 낙폭과대로 가격메리트가 부각된 상황이기 때문에 매수관점으로 접근하는 것을 권고.
A086450	동국제약	3Q19에도 ETC와 OTC 부문에서 영업상황이 순조로운 것으로 파악되어 실적은 예상대로 진행될 가능성이 높음. 우려감으로 제기되었던 한국콜마가 생산한 품목에 대한 홈쇼핑 중단에 있어서는 이슈 시작 이후 약 2주정도 화장품 방송을 쉰 것으로 파악(마데카크림을 콜마에서 생산하기 때문)됨. 평소 동사의 방송횟수를 가정할 경우 2주간 8~10회정도로 추정되며, 회당 매출액 3억원을 가정할 경우 24억원 ~ 30억원 정도 계획대비 매출액이 감소할 가능성도 있음. 추가적으로 방송을 편입할 가능성이 높지만 보수적인 관점에서 위의 금액 정도가 3분기중 계획대비 매출을 달성하지 못한다고 가정할 경우, 분기매출액 1,100억원 ~ 1,200억원의 2% 정도로 미미하며, 영업이익의 경우 헬스케어가 OTC & ETC 대비 수익성이 낮을 것으로 추정되기 때문에 이보다도 영향력이 낮을 것으로 보임. 이에 화장품 관련 우려감 이슈가 펀더멘털에 미치는 영향은 미미할 것으로 보임.
A011040	경동제약	지난 9월 18일 최대주주 변경에 관한 사항을 공시함. 최대주주 및 특수관계인의 구성(지분율 43.76%)에는 변화가 없으며, 변경사항은 최대주주의 증여로 인하여 1대주주가 류덕희 → 류기성(아들)로 변경되었음. 이러한 이슈로 펀더멘털을 해석하는 것은 연관성이 낮으나, 주가 하락폭이 큰 상황(가격메리트가 높은 상황)에서 이러한 이벤트가 진행되었다는 것은 긍정적인 이슈로 해석할 수도 있음.
A058470	리노공업	3Q19 실적 기대감이 높음. 지난 5월부터 모바일 고객사의 IC Test 소켓 수요가 증가하고 있기 때문. 초음파 프로브부문은 상반기와 비슷한 규모일 가능성이 높으며, 고성장을 유지하고 있다는 것은 긍정적임. 2020년에는 신규 완공된 초음파 프로브 신공장에서 해외 고객선이 얼마나 확대될 지가 중요한 변수임.

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

9월 신규 상장(IPO) 기업 정리

표7 9월 IPO 기업

기업	기업코드	신규 상장일	기업개요	유사/경쟁 업체
한독크린텍	A256150	2019-09-05	당사는 가정용 정수기 카본블록 필터 제조 전문 기업('19 년 반기 매출 96%)으로 국내 정수기 카본블록 필터 시장점유율은 약 52%임. 당사의 정수기 카본블록 필터 제조 기술은 압축 성형기술을 활용한 것으로 압출 방식을 활용한 경쟁사 대비 통수량, 염소 제거율 등에서 우수한 기술력을 보유함. 당사는 향후 산업용 필터와 공기청정기, 냉장고 및 자동차용 에어필터 시장으로 진출할 계획임.	크린앤사이언스, 웅진코웨어, 쿠쿠홈시스
라닉스	A317120	2019-09-18	당사는 자동차 통신 및 보안/인증 솔루션 제공 전문 업체임. 당사는 국내 표준에 준한 DSRC(Dedicated Short Range Communication; 단거리 전용통신)통신 칩과 S/W 솔루션을 자체 개발하여 현대,기아차, GM 대우 자동차 그리고 수입자동차에 공급함. 현재는 차세대 자율주행자동차의 핵심 기술인 IEEE 802.11p 표준의 5.9GHz WAVE V2X 통신 통합 솔루션을 국내에서는 유일하게 개발하여 국내는 물론 해외로의 사업 진출을 모색 중.	텔레칩스, 파인디지털, 모바일어플라이언스, 팅크웨어
올리패스	A244460	2019-09-20	당사는 세포투과성이 우수한 올리고뉴클레오티드를 만드는 고유의 플랫폼 기술을 기반으로 RNA 치료제 신약개발 사업을 영위함. 또한 PNA 기반의 인공유전자 플랫폼기술을 응용하여 기능성 화장품을 개발, 판매함. 당사의 주요 매출은 신약 연구개발 사업부에서 발생하고 있으며 주로 국내외 기술이전 계약에 따른 기술료임.	일동제약, 종근당, 녹십자, 메디톡스, 녹십자셀

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Part II

중소형주 종목 동향

중소형주 종목 동향

이번 섹션에서는 중소형주 종목 동향에 대해서 살펴보겠습니다.

매월 중소형주 가격변동에 의한 낙폭확대, 저평가 부각 등, 투자자분들이 궁금해 할만한 것들을 정리하려고 합니다.
이번 파트는 과거 1개월간의 데이터를 정리한 것이라고 보면 됩니다.

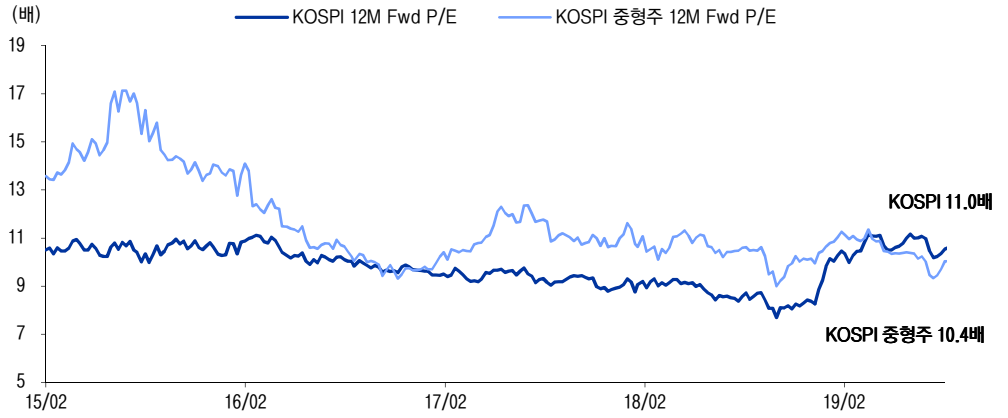
달라지는 시장흐름을 파악해 저희가 제시해드리는
중소형주 투자판단에 도움이 되시기를 바랍니다.

시장상황 점검

KOSPI 중형주, 밸류에이션 상승세

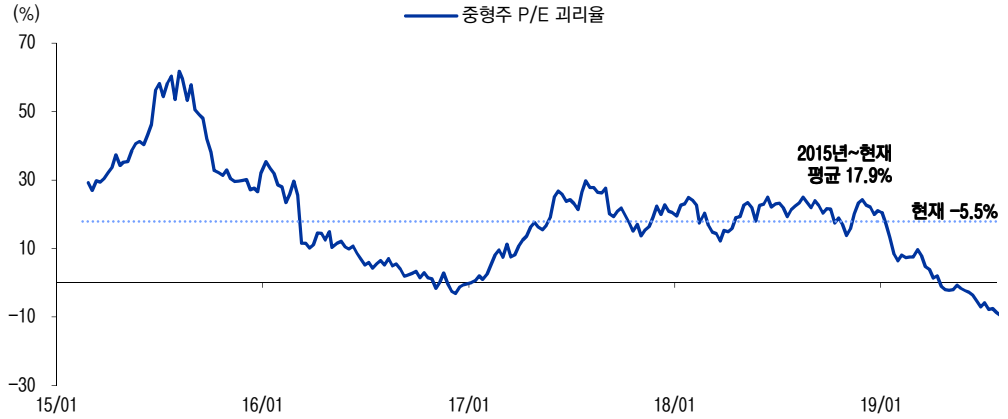
KOSPI 대비 KOSPI 중형주의 P/E 괴리도는 현재 -5.5%이다. 2015년 이후~현재까지의 평균인 17.9%를 하회하는 수준이다. 참고로 KOSPI 중형주의 12MF P/E는 10.4배, KOSPI의 12MF P/E는 11.0배 수준으로 Valuation 격차가 축소되고 있다.

그림1 KOSPI 대형주 대비 중형주의 P/E 괴리도



주: KRX 분류기준 (시가총액 기준, 대형주: 1~100위, 중형주: 101~300위, 소형주: 300위 이하)
자료: WiseFn. 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 KOSPI 중형주 P/E 괴리율 추이

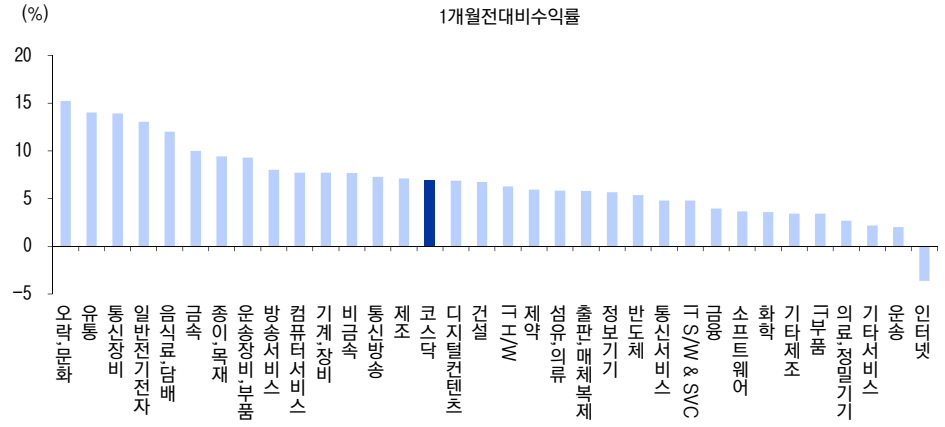


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

KOSDAQ 업종별 수익률 추이 비교(지난 1개월, 12개월)

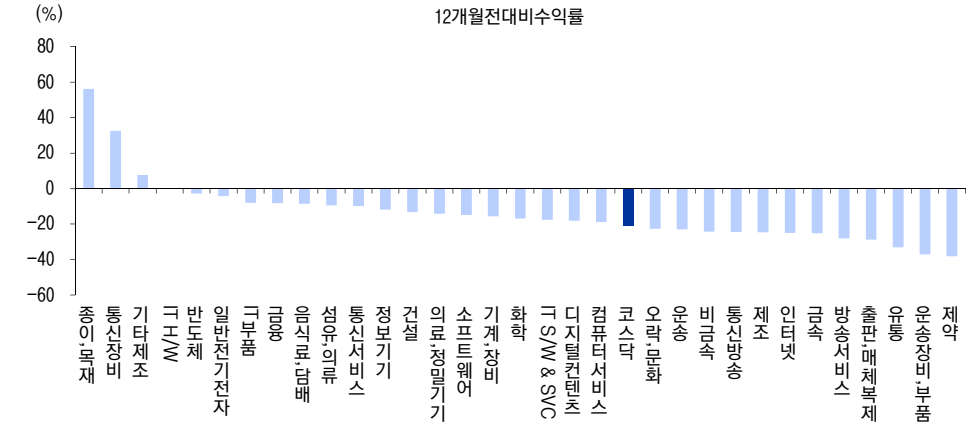
9월 코스닥 수익률은 1개월전 대비 6.93%를 기록하였다. 같은 기간 동안 오락·문화 업종(+15.25%)의 수익률이 가장 높았으며, 유통 업종(+14.04%), 통신장비 업종(+13.92%) 등이 뒤를 이었다. 기관투자자의 순매수 상위 종목 중 오락· 문화 업종(스튜디오드래곤(253450), CJ ENM(035760), 제이콘텐트리(036420), 에이스토리(241840) 등)이 다수 포함됨에 따라 높은 수익률을 기록하였다.

그림3 KOSDAQ 업종별 1 개월전 대비 수익률



자료: WiseFn, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 KOSDAQ 업종별 12 개월전 대비 수익률



자료: WiseFn, 이베스트투자증권 리서치센터

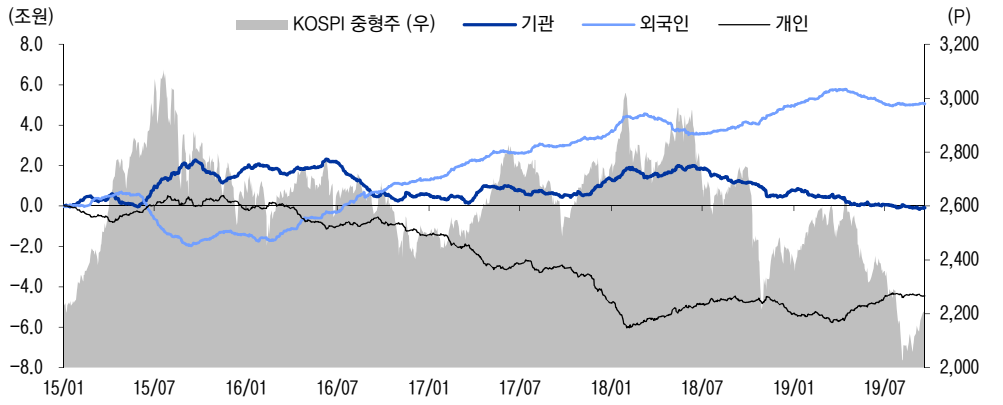
수급상황- KOSPI 중형주 외국인 매수세, KOSDAQ 개인 매수세

표8 KOSPI 중형주 수급(2019.09.02~2019.09.20)

주체	수급	누적순매수('15~)
기관	-71억원	-919억원
외국인	276억원	5.0조원
개인	-376억원	-4.4조원

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 KOSPI 중형주 매매 주체별 수급동향



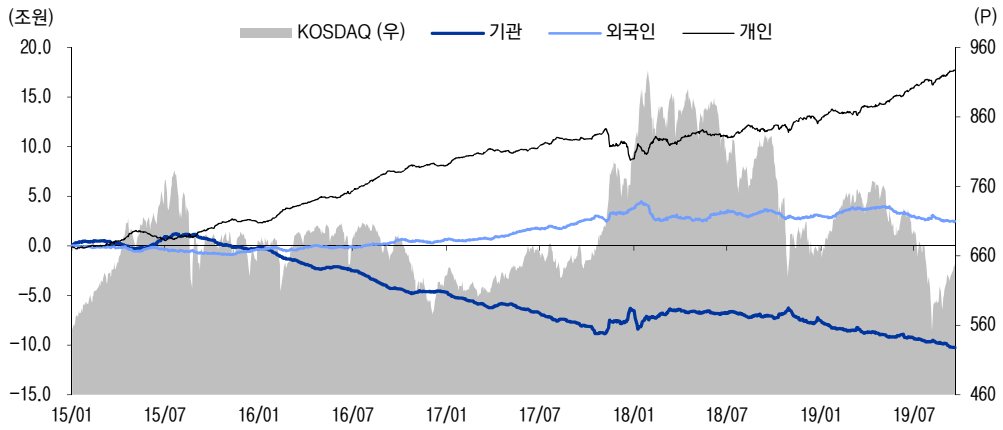
자료: 증권전산, 이베스트투자증권 리서치센터

표9 KOSDAQ 수급(2019.09.02~2019.09.20)

주체	수급	누적순매수('15~)
기관	-4,326억원	-10.3조원
외국인	-746억원	2.5조원
개인	5,968억원	17.7조원

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 KOSDAQ 매매동향



자료: 증권전산, 이베스트투자증권 리서치센터

월간 중소형주 수익률 상위

표10 MoM 중소형주 수익률 상위

	내용
시가총액	시가총액 1,000억원 ~ 1조원
Valuation	12M Trailing P/E 30.0배 이하, P/B 4.0배 이하
조건	지난 1개월 수익률 상위 기준으로 정렬

자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: 2019년 9월 19일 종가기준, YoY Sales & OP는 직전 4분기 실적 반영

표11 MoM 중소형주 수익률 상위

종목코드	종목명	시가 총액	1M 수익률	1Y 수익률	YoY Sales	YoY OP	P/E	P/B	순현금 비중
A058400	KNN	2,020	45.9%	67.0%	-0.2%	-6.7%	27.5	1.1	21.3%
A189300	인텔리안테크	2,707	44.2%	165.9%	16.2%	20.7%	27.1	3.6	-1.5%
A290380	대유	1,353	34.7%	-46.6%	12.6%	-17.0%	22.6	2.2	32.5%
A110790	크리스에프앤씨	2,835	34.4%	0.0%	40.7%	31.1%	10.4	1.4	13.2%
A001540	안국약품	1,513	33.0%	-10.4%	-2.6%	2.9%	17.7	1.0	23.5%
A052420	오성첨단소재	1,250	32.1%	-19.1%	41.3%	15.6%	14.9	0.9	29.6%
A073560	우리손에프앤지	1,828	32.0%	27.2%	4.0%	-86.4%	9.5	1.0	-43.8%
A100590	머큐리	1,624	31.6%	0.0%	23.0%	-22.7%	17.5	2.4	18.0%
A215360	우리산업	2,114	30.4%	-27.8%	10.6%	-5.1%	20.4	1.9	-16.0%
A086390	유니테스트	2,906	26.7%	-15.9%	-13.2%	-52.1%	14.3	2.1	24.2%
A109740	디에스케이	2,127	25.2%	45.8%	-28.6%	-5.2%	8.9	2.0	13.2%
A092040	아미코젠	4,552	24.7%	-47.3%	5.3%	-166.8%	21.2	3.6	-4.3%
A238490	힘스	1,372	24.4%	48.8%	-2.5%	0.2%	23.1	2.6	5.0%
A201490	미투온	2,132	23.8%	-2.6%	64.7%	88.5%	19.0	3.1	6.4%
A001260	남광토건	1,366	23.0%	-32.4%	72.2%	80.4%	16.5	2.8	21.8%
A072870	메가스터디	1,431	22.6%	-9.8%	3.8%	-228.7%	7.5	0.6	102.8%
A050110	캠시스	1,636	22.3%	27.8%	48.3%	88.5%	8.6	2.1	-14.1%
A072710	농심홀딩스	4,095	21.6%	8.7%	-0.4%	-12.4%	8.7	0.5	-14.2%
A065710	서호전기	1,264	21.5%	75.4%	-3.8%	-37.2%	12.2	2.0	37.3%
A290720	푸드나무	1,191	21.5%	0.0%	59.3%	12.3%	22.2	2.5	33.2%
A215200	메가스터디교육	4,108	20.9%	48.5%	28.8%	42.2%	9.6	1.9	10.9%
A144960	뉴파워프라즈마	1,497	20.6%	3.7%	-29.8%	-77.5%	19.6	1.2	32.8%
A067170	오텍	1,839	19.5%	11.7%	14.5%	3.8%	8.8	1.3	-3.7%
A001820	삼화콘덴서	4,953	19.4%	-40.7%	26.5%	59.7%	8.3	3.9	3.7%
A002840	미원상사	2,915	19.4%	57.1%	-24.1%	30.3%	11.7	1.5	8.4%
A026890	디피씨	2,230	19.3%	52.0%	-5.5%	-11.2%	25.7	1.5	17.5%
A037560	CJ헬로	4,871	18.7%	-32.7%	1.3%	-5.0%	13.4	0.5	-111.6%
A088910	동우팜투테이블	1,109	18.5%	21.3%	22.0%	233.5%	5.3	0.6	73.3%
A264450	유비쿼스	1,775	18.3%	-9.5%	10.6%	-10.1%	12.9	2.2	27.6%
A017040	광명전기	1,070	18.2%	-20.1%	38.5%	339.3%	24.1	1.2	11.4%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

월간 중소형 낙폭과대주

표12 MoM 중소형 낙폭과대주

	내용
시가총액	시가총액 1,000억원 ~ 1조원
Valuation	12M Trailing P/E 30.0배 이하, P/B 4.0배 이하
조건	지난 1개월 수익률 하위 기준으로 정렬

자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: 2019년 9월 19일 종가기준, YoY Sales & OP는 직전 4분기 실적 반영

표13 MoM 중소형 낙폭과대주

종목코드	종목명	시가 총액	1M 수익률	1Y 수익률	YoY Sales	YoY OP	P/E	P/B	순현금 비중
A060240	롱투코리아	1,420	-23.5%	25.0%	-41.5%	-81.5%	8.5	2.2	20.4%
A011280	태림포장	4,192	-16.6%	70.6%	-3.4%	65.1%	24.5	1.3	-43.0%
A005390	신성통상	2,472	-15.1%	63.8%	3.9%	-11.9%	22.3	1.1	-109.4%
A243840	신흥에스이씨	2,277	-14.8%	-33.9%	32.7%	33.5%	18.2	2.7	-40.1%
A091970	나노캠텍	1,054	-12.6%	-16.3%	53.5%	-426.8%	15.4	1.6	4.4%
A900250	크리스탈신소재	1,600	-10.6%	40.9%	1.4%	-19.4%	7.3	0.7	85.9%
A260930	씨티케이코스메틱스	1,635	-9.5%	-33.5%	65.2%	240.8%	13.1	1.0	50.1%
A091580	상신이디피	1,212	-9.3%	-46.4%	20.2%	12.4%	16.5	2.1	-26.0%
A143240	사람인에이치알	3,077	-9.1%	36.0%	3.5%	38.0%	13.9	3.4	12.9%
A073110	엘엠에스	1,597	-9.1%	200.7%	11.3%	43.0%	8.2	1.4	-0.7%
A131970	테스나	2,716	-8.9%	49.6%	30.1%	24.0%	15.7	3.3	3.3%
A284740	쿠쿠홈시스	9,222	-8.5%	-5.3%	138.9%	132.9%	22.7	2.5	-0.7%
A067990	도이치모터스	2,212	-8.3%	45.3%	-8.9%	223.8%	4.1	1.2	-91.0%
A009970	영원무역홀딩스	6,545	-7.7%	-22.1%	8.8%	29.1%	6.3	0.6	36.2%
A038680	에스넷	1,175	-7.6%	56.5%	18.5%	100.6%	11.9	1.7	38.9%
A049070	인탑스	2,313	-7.6%	51.0%	39.4%	153.6%	6.1	0.6	68.1%
A033290	코웰패션	5,358	-7.4%	15.4%	15.3%	14.0%	10.0	2.6	-1.3%
A007980	태평양물산	1,425	-7.0%	-13.5%	4.0%	79.1%	9.6	1.0	-174.1%
A023760	한국캐피탈	1,063	-6.9%	-1.7%	38.4%	46.9%	5.2	0.4	0.0%
A000540	흥국화재	2,258	-6.7%	-41.3%	-1.9%	64.2%	3.5	0.3	0.0%
A145720	덴티움	7,427	-6.3%	-32.4%	32.2%	-0.3%	23.3	3.8	-22.9%
A036800	나이스정보통신	3,630	-6.2%	58.5%	8.6%	-17.4%	12.1	1.8	55.2%
A036530	S&T홀딩스	2,470	-6.2%	12.2%	4.9%	255.9%	4.6	0.4	224.0%
A034310	NICE	7,217	-6.2%	-4.3%	12.0%	-15.0%	12.9	1.1	16.9%
A001130	대한제분	2,890	-5.8%	-4.2%	8.8%	-23.8%	18.7	0.4	68.8%
A192400	쿠쿠홀딩스	7,681	-5.7%	-37.2%	5.6%	-14.9%	12.0	1.3	18.7%
A234080	JW생명과학	3,484	-5.6%	-9.3%	7.0%	40.6%	16.2	3.2	-12.1%
A041830	인바디	3,223	-5.4%	-18.9%	12.6%	6.7%	14.5	2.6	7.9%
A002700	신일산업	1,087	-5.3%	17.7%	12.4%	-32.6%	16.6	1.6	8.0%
A082920	비츠로셀	2,197	-5.1%	-11.1%	34.9%	99.7%	11.2	1.8	1.3%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

순현금 & 저평가 중소형주

표14 순현금 & 저평가 중소형주

	내용
시가총액	시가총액 1,000억원 ~ 1조원
순현금 & 성장성	순현금 비중 10% 이상, YoY 매출액 & 영업이익 상승기업(직전 4분기 기준)
Valuation	12M Trailing P/E 15.0배 이하, P/B 2.0배 이하
조건	위에 기준을 충족한 중소형 기업 중에 일부 기업을 제외하고 1M 낙폭과대 순으로 나열

자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: 2019년 9월 19일 종가기준, YoY Sales & OP는 직전 4분기 실적 반영

표15 순현금 & 저평가 중소형주

종목코드	종목명	시가 총액	1M 수익률	1Y 수익률	YoY Sales	YoY OP	P/E	P/B	순현금 비중
A049070	인탑스	2,313	-7.6%	51.0%	39.4%	153.6%	6.1	0.6	68.1%
A101330	모베이스	1,103	-5.0%	5.6%	32.3%	53.9%	4.1	0.5	22.6%
A025540	한국단자	4,879	-4.8%	7.3%	7.2%	3.2%	12.9	0.7	27.3%
A152330	코리아오토글라스	3,470	-2.8%	29.0%	11.3%	43.6%	7.1	1.0	18.6%
A069510	에스텍	1,276	-2.5%	14.2%	12.1%	53.4%	5.9	0.9	42.3%
A053610	프로텍	1,942	-2.5%	29.6%	35.0%	75.3%	4.4	1.2	10.0%
A025000	KPX케미칼	2,638	-1.6%	-13.2%	1.4%	21.3%	14.5	0.6	31.3%
A016090	대현	1,080	0.4%	-7.2%	4.1%	11.0%	6.7	0.6	41.6%
A005430	한국공항	1,284	0.5%	7.7%	5.6%	13.7%	6.6	0.4	70.0%
A003650	미창석유	1,347	0.5%	-3.5%	2.6%	59.9%	8.4	0.5	68.1%
A016800	퍼시스	3,594	1.1%	3.7%	2.4%	8.3%	8.4	0.9	56.0%
A100220	비상교육	1,045	1.4%	5.8%	16.1%	122.2%	7.6	0.5	13.6%
A034590	인천도시가스	1,280	1.7%	-3.0%	53.0%	133.6%	8.3	0.7	26.3%
A108320	실리콘웍스	5,619	1.9%	-18.7%	14.1%	6.0%	13.1	1.3	39.7%
A002170	삼양통상	1,860	2.0%	53.1%	14.2%	50.4%	5.9	0.6	67.3%
A108380	대양전기공업	1,234	2.0%	2.8%	29.7%	8.0%	9.3	0.6	81.2%
A079940	가비아	1,094	2.3%	-4.6%	8.6%	25.0%	14.3	1.7	39.1%
A086450	동국제약	5,789	2.4%	-2.4%	15.3%	7.7%	11.4	1.8	11.0%
A293480	하나제약	3,848	2.4%	0.0%	41.1%	31.7%	13.5	1.9	26.4%
A100120	뷰웍스	2,595	2.4%	-25.9%	13.7%	18.1%	11.3	1.8	22.0%
A010960	삼호개발	1,158	2.4%	-10.8%	33.0%	74.8%	5.0	0.6	62.2%
A013120	동원개발	3,909	3.2%	4.5%	29.2%	38.2%	3.1	0.6	91.6%
A093920	서원인텍	1,021	4.0%	-2.5%	46.4%	425.2%	14.0	0.7	54.8%
A035000	지투알	1,193	4.4%	-4.6%	7.7%	22.8%	7.6	0.7	75.4%
A001880	삼호	3,180	4.8%	47.5%	44.9%	94.6%	3.1	0.9	104.3%
A036560	영풍정밀	1,394	5.4%	16.0%	33.4%	155.7%	9.5	0.5	32.0%
A024090	디씨엠	1,480	5.4%	2.0%	12.5%	87.5%	9.4	0.9	37.9%
A015710	코콤	1,210	5.5%	-14.1%	12.5%	34.8%	8.7	1.1	19.8%
A005960	동부건설	2,039	6.4%	5.9%	35.5%	81.6%	3.3	0.6	80.7%
A130660	한전산업	1,115	6.4%	-5.1%	3.3%	41.1%	8.1	1.5	23.7%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Part III

중소형주 탐방노트

중소형주 탐방노트 부문은
지난 한달간 이베스트 스몰캡 팀에서 탐방을 다녀온
기업들 중 관심 있는 내용을 정리한 것입니다.

이는 기업에 대한 투자포인트를 정리하기 보다는
사업의 내용과 현황, 그리고 방향성 등을 살펴보는 것입니다.

그리고 탐방을 다녀온 기업뿐만 아니라
IR미팅이 어려운 기업들에 한하여
사업의 내용과 현황에 관한 부문을 정리한 것도 포함하였습니다.

삼광글라스 (005090)

표16 기업요약

시가총액(억원)	종가(원)	순현금 비중	12M Trailing P/E	P/B
1,641	33,800	-208.5%	N/A	0.6

자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: 순현금비중=순현금/시가총액, P/E: 직전 4분기 지배주주순이익 기준, P/B: 최근 분기 지배주주지분 기준

기업개요

동사는 유리병 및 유리식기 제조 전문 기업으로 음료용·주류용 공병과 글라스락 제조 사업을 영위하며, 이외에 2017년 하반기부터 자원트레이딩 사업(기타 사업에 포함)을 시작함. 유리병 사업의 경우, 갈색병, 녹색병, 백색병을 모두 제조 가능한 기업 중 하나로 국내 점유율은 21%로 추정됨. 동사는 계열사로 이테크건설(지분 30.7%), 군장에너지(25.0%), SG개발(34.3%)를 보유하고 있음.

실적동향

동사의 1H19 연결기준 실적은 매출액 1,793억원(1H18기준 1,780억원, +0.7% yoy), 영업이익 -29억원(1Q19 -50억원+2Q19 21억원)(1H18기준 -138억원, 흑자전환), 순이익 49억원(1H18기준 -49억원, 흑자전환)으로 실적 턴어라운드에 성공함. 이러한 실적 개선은 '17~'18년의 부진했던 영업활동(재고 폐기 손실, 회계감사 한정의견, 용해로 보수 등이 원인)이 차츰 정상화되며 나타난 기저효과로 올해 연말까지 영업활동 회복흐름이 이어질 것으로 전망됨.

체크포인트

1) 캔 사업부 매각

올해 7월 19일, 동사는 한일제관에 캔 사업부 매각 계약을 체결함. 매각 대금은 약 510억원으로 이 중 300억원은 차입금 변제에 사용될 예정임. 캔 사업부의 1H19 연결기준 매출액 362억원, 영업이익 -42억원, 순이익 -38억원으로 '17년 이후 적자가 지속됨. 따라서 적자사업을 매각함에 따라 이익률이 개선되고 본업인 유리사업에 주력할 것으로 전망됨.

2) 테라 판매 호조 수혜

하이트산업(비상장, 하이트진로 계열사)에서 테라병을 생산함에 따라 기존에 생산하던 소주병 물량이 증가함.

Part IV

건강기능식품 시장 현황
: 먹는 Beauty 시장의 개화

건강기능식품 시장 동향

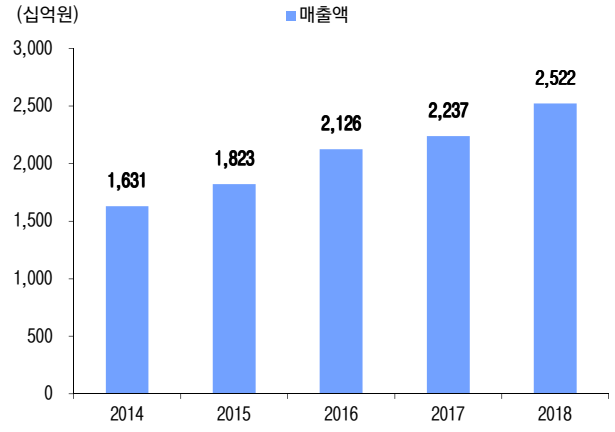
1. 건강기능식품 시장 동향

건강기능식품 시장이 빠르게 성장하며 저성장 시대의 군계일학으로 주목 받고 있다. 식품의약품안전처에 따르면 2018년 국내 건강기능식품 생산 규모는 2.5조원으로 지난 5년간 연평균 11.5%의 성장률을 시현했으며 매출 규모는 약 4.3조원으로 보도된 바 있다.

현대인들은 일상생활에서 결핍되기 쉬운 영양소들을 건강기능식품을 통해 보충하고 있다. 건강기능식품은 인체에 유용한 기능성을 보유한 원료나 성분을 이용해 여러 가지 제형으로 제조된 식품을 의미하며 '건강기능식품'이라는 문구 또는 인증마크가 부여된다. 기능성 측면에서는 영양소 기능, 생리활성 기능, 질병발생 위험감소 기능이 대표적이다. 고령화 사회 진입으로 건강에 대한 사회적 관심도는 계속해서 증가하고 있어 원료와 제형이 점차 다양화되는 추세다.

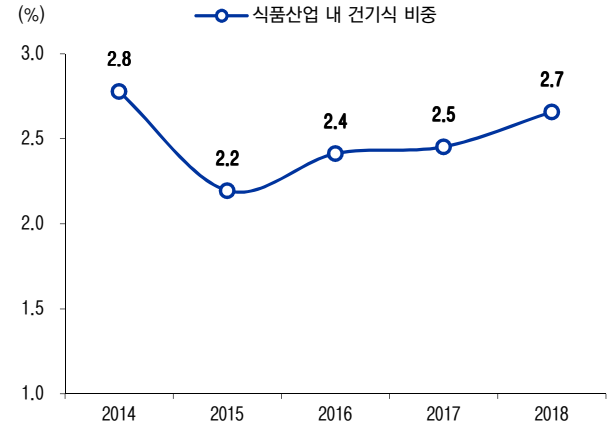
건강기능식품 시장은 2015년 백수오 사태로 진통을 앓았음에도 홍삼, 프로바이오틱스 등의 주요 품목들의 성장과 신규 카테고리 효과로 성장률이 재차 반등하는 모양새다. 또한 1) 어린이 성장발육 및 면역력 강화 제품, 2) 20-30대를 위한 이너뷰티, 슬리밍 뷰티 관련 제품, 3) 50-60대를 위한 갱년기 및 웰 에이징 제품 등의 판매가 확대되고 있다. 건강기능식품의 가능성을 감지한 식품회사, 제약사, 화장품 회사들을 중심으로 시장 침투가 가속화되고 있으며 생산 업체 수는 매년 순증해 2018년을 기준으로 500개의 업체가 시장에 뛰어들었다. 현재 전체 식품산업 중 건강기능식품 비중은 2.7%로 2015년 2.2%까지 하락한 뒤 꾸준히 상승하는 추세다.

그림7 건강기능식품 시장 총 매출액(출하 기준)



자료: 식품의약품안전처, 이베스트투자증권 리서치센터

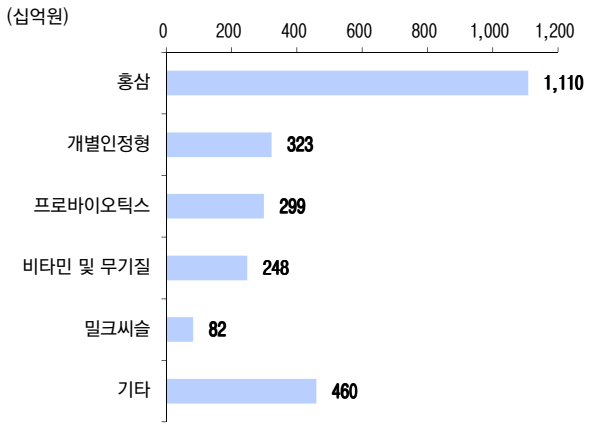
그림8 식품산업 내 건강기능식품 비중



자료: 식품의약품안전처, 이베스트투자증권 리서치센터

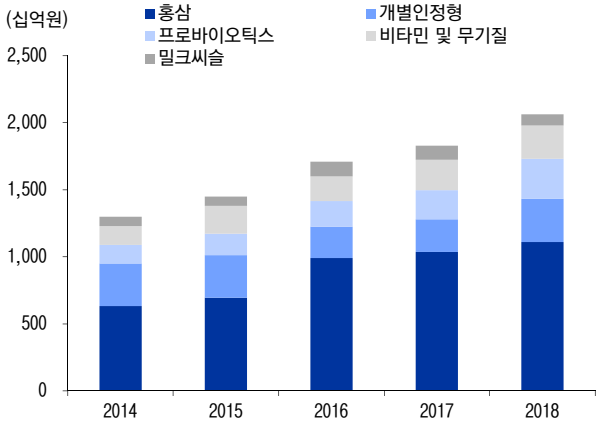
품목별로는 홍삼, 프로바이오틱스 등 면역력 강화 제품이 꾸준한 인기를 끌고 있다. 2018년 홍삼 제품 매출액은 1.1조원을 기록했으며 프로바이오틱스 제품의 경우 2,994억원의 매출을 올렸다. 개별인정형 품목 매출은 3,226억원을 기록했으며 2015년 이후 하락세를 보이다가 2018년 재차 반등세를 기록했다. 기능별로는 면역기능 제품이 1.2조원의 매출을 기록해 가장 많이 판매되었으며 기억력개선, 혈행개선, 피로개선 제품이 뒤를 이었다. 유통채널별로는 20-30대 인구 유입과 이커머스의 확산, 온라인 식품 구입이 대중화되며 인터넷몰 구매 비중(42%)이 가장 높았으며 대형할인점(18%), 네트워크판매(14%), 약국(12%) 등이 뒤를 이었다.

그림9 건강기능식품 품목별 매출 현황(2018)



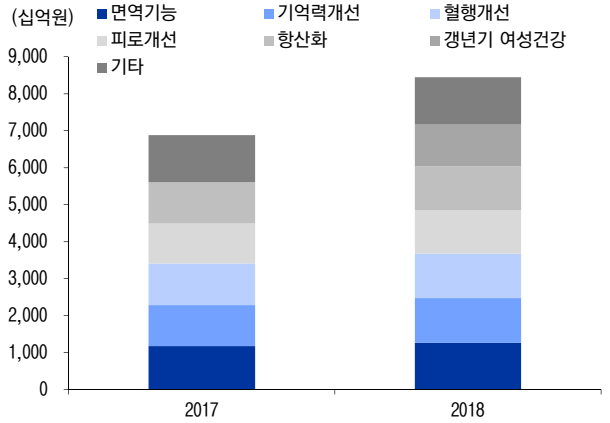
자료: 식품의약품안전처, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 건강기능식품 품목별 연도별 매출 현황



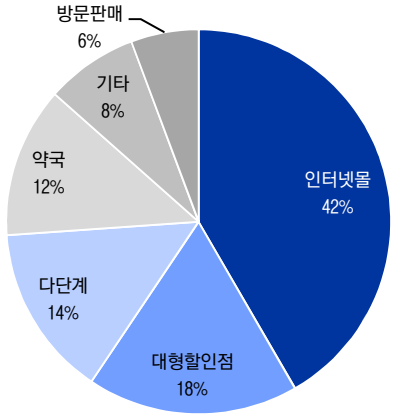
자료: 식품의약품안전처, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 건강기능식품 기능별 매출 현황



자료: 식품의약품안전처, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 건강기능식품 유통채널 현황



자료: 건강기능식품협회, 이베스트투자증권 리서치센터

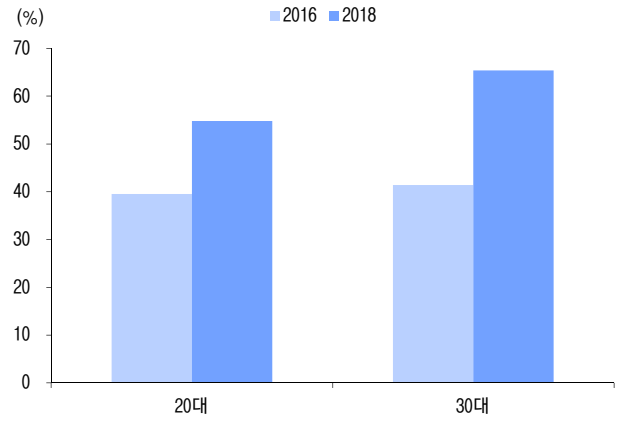
2. 이너뷰티에 대한 관심 확대

이너뷰티(Inner Beauty)란 문자 그대로 몸 속의 아름다움을 뜻한다. 기능성 식품의 섭취를 통해서 아름다움을 추구한다는 신조어이며 최근 건강기능식품 회사들의 마케팅에 빈번하게 동원되고 있다. 그 동안 우리가 미용이라 일컫는 행위들은 화장, 성형 등의 외면적이고 직접적인 변화에 한정되었으나 이너뷰티 시장이 개화하며 먹는 형태까지 범주가 확장되었다.

이로 인해 건강기능식품의 섭취인구가 증가하고 있으며 품목 역시 다양화되는 추세다. 그 동안 건강기능식품은 대체로 중장년층을 중심으로 소비되었다. 나이에 비례해 건강에 대한 관심과 걱정이 함께 증가하기 때문이다. 반면 이너뷰티 식품의 경우 체중관리, 피부미용, 노화 방지 등 미용과 관련된 키워드를 강조하며 2030 세대를 중심으로 인기를 끌고 있다.

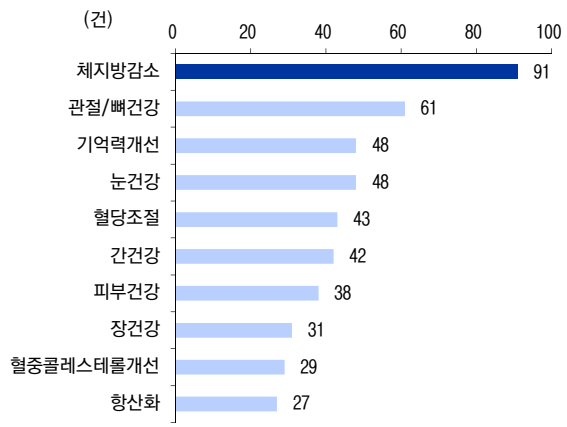
그 동안 건강기능식품 관련주들의 핵심 투자 포인트는 고령화 사회였는데 이너뷰티의 확산으로 새로운 국면을 맞이하게 됐다. 한국 건강기능식품협회가 발표한 '2018 건강기능식품 시장 현황 및 소비자 실태조사'에 따르면 20대의 건강기능식품 섭취율은 2016년 39.5% → 2018년 41.4%로, 30대의 섭취율은 2016년 54.8% → 65.4%로 크게 증가했다. 개별인정형 원료의 기능별 인정 건수를 보아도 체지방감소 관련 원료가 91건으로 가장 많았다. 또한 피부건강, 콜레스테롤개선 원료들도 각각 31건, 29건을 기록하는 등 여러 회사들이 이너뷰티 시장에 적극적으로 투자하고 있다.

그림13 2030 건강기능식품 섭취율



자료: 한국건강기능식품협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 개별인정형 기능성별 인정 건수 Top 10



자료: 식품의약품안전평가원, 이베스트투자증권 리서치센터

3. 개별인정원료 사용 재활성화

건강기능식품의 원료는 고시형원료와 개별인정형 원료로 구분된다. 고시형 원료는 '건강기능식품 공전'에 등재된 원료로 제조기준, 기능성 등 요건에 적합할 경우 누구나 사용이 가능하다. 반면 개별인정형 원료는 '건강기능식품 공전'에 등재되어있지 않은 원료로 사업자가 별도의 자료(안전성, 기능성, 기준규격 등)를 제출해 식약처장으로부터 인정받아 사용하게 된다. 개별인정형 원료는 식약처장의 인정 후 6년간 독점 생산 권한이 부여되며 이후에는 고시형 원료로 전환되게 된다.

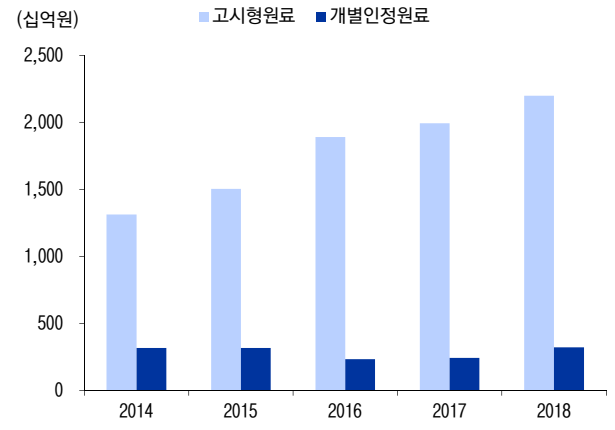
표17 기능성 원료의 구분

구분	내용
고시형 원료	- '건강기능식품 공전'에 등재되어 있는 원료로 제조기준, 기능성 등 요건에 적합할 경우 누구나 사용이 가능함
개별인정형 원료	- '건강기능식품 공전'에 등재되어 있지 않은 원료로 영업자가 원료의 안전성, 기능성, 기준규격 등의 자료를 제출하여 식약처장으로부터 인정을 받아야하며, 인정받은 업체만이 동 원료를 사용 가능함 - 인정받은 일로부터 6년이 경과하고 품목제조신고가 50건 이상(생산실적이 있는 경우에 한함)인 경우 고시형 원료로 전환될 수 있음

자료: 건강기능식품협회, 이베스트투자증권 리서치센터

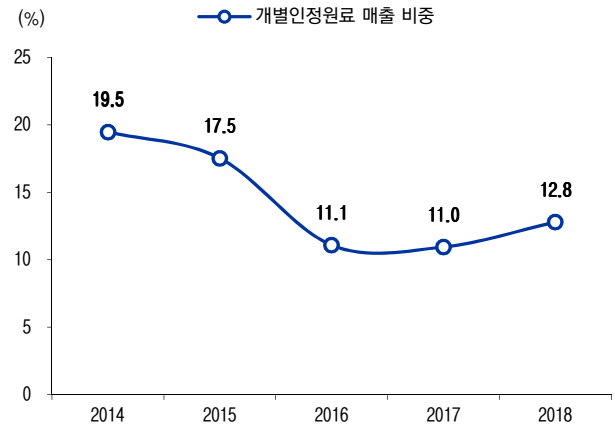
원료별 생산실적 추이를 살펴보면 2018년 고시형원료 기반 건기식 생산 규모는 2.2조원, 개별인정원료 기반 건기식 생산액은 3,226억원으로 현재 대부분의 건강기능식품은 고시형 원료를 이용해 제조되고 있다. 개별인정형원료의 제조 비중은 2014년 19.5%를 기록한 뒤 계속 하락하다가 2018년 12.8%로 소폭 반등했다. 개별인정원료의 생산액이 하락했던 이유는 2015년 백수오사태 이후 개별인정원료의 등록 숫자가 2014년 66건 → 2017년 6건까지 가파르게 하락했고, 그 와중에 기존에 등록되어있던 개별인정원료들이 등록 후 6년이 경과해 고시형원료로 전환되었기 때문이다.

그림15 원료별 생산실적 추이



자료: 식품의약품안전평가원, 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 개별인정형 원료 매출 비중 추이

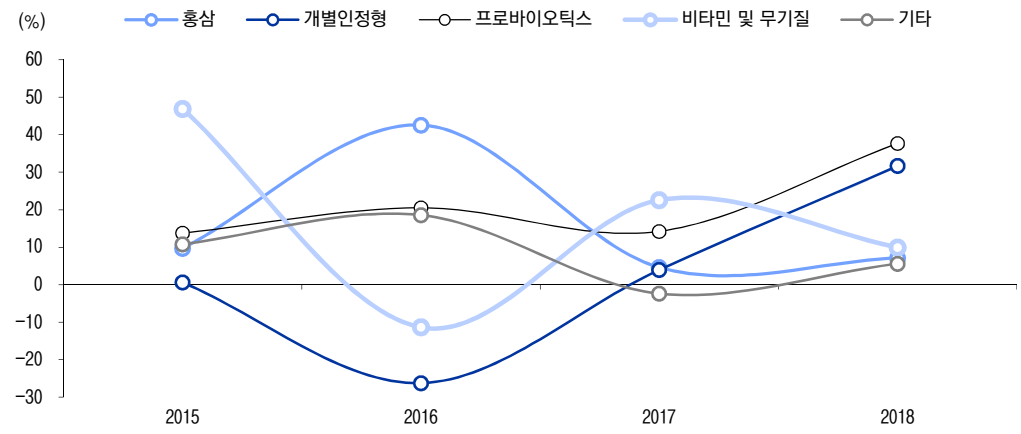


자료: 식품의약품안전평가원, 이베스트투자증권 리서치센터

홍삼, 프로바이오틱스 등 면역기능 개선 제품에 대한 시장의 충성도는 높다. 개별인정형 원료는 2016년 -26.2% yoy 하락하며 매출에 직격탄을 맞았으며 신규 등록 건수도 2017년 6건까지 급감했다. 반면 면역기능 개선 제품, 비타민 등 대중적인 품목들은 백수오 사태 직후에도 성장을 지속해왔다. 식약처에 따르면 홍삼과 프로바이오틱스는 2016년 당시 원료 매출이 각각 +42.6% yoy, +20.5% yoy 성장해 오히려 성장세가 가팔라졌고 전체 건기식 생산 규모도 +11.1% yoy 성장했다. 이는 개별인정원료에 대한 불신으로 이용자들이 더욱 오랜 기간 검증된 품목 위주로 회귀했으며 기업들도 대중화된 원료 기반 품목에 대한 마케팅을 더욱 강화했기 때문인 것으로 추정된다.

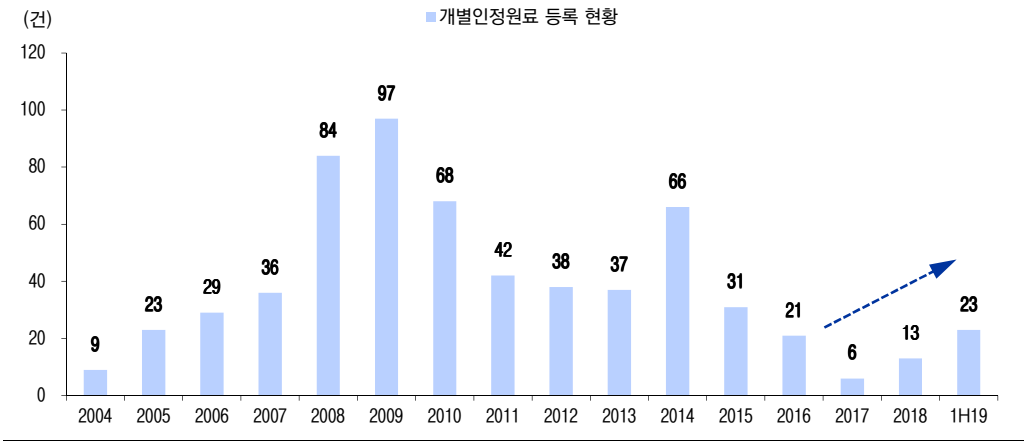
다만 개별인정형 원료 등록이 다시금 활성화되며 당분간은 매출 반등세를 보일 것으로 예상된다. 시장 신뢰 회복과 이너뷰티로 신제품에 대한 수요가 점차 높아지고 있다. 개별인정원료 등록 건수는 올해 상반기에만 23건이 등록되었으며 2018년 매출도 +31.7% yoy 성장하며 뚜렷하게 반등하는 모습이다. 고시형원료 기반 제품은 시장 선점 기업들도 많고 진입 장벽도 낮아 경쟁이 치열한데 반해 개별인정형 원료의 경우 6년 동안 독점 효과를 누릴 수 있어 이러한 추세는 지속될 전망이다.

그림17 2015년 이후 품목별 매출 성장률 추이



자료: 식품의약품안전처, 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 연도별 개별인정원료 등록 현황



자료: 식품의약품안전처, 이베스트투자증권 리서치센터

4. 건강기능식품 관련 정책 및 규제 동향

건기식 관련 규제는 점차 완화되는 추세다. 정부는 지난 4월 현장밀착형 규제혁신 방안 중 하나로 건기식 관련 규제 개선안을 발표했다. 미국·일본 등 선진국은 건강기능식품을 식이보충제로 취급해 기능성을 크게 강조하지 않으며 최소한의 규제만 적용하는데 반해 우리나라는 소비자 보호를 이유로 의약품과 유사한 높은 수준의 규제를 적용하고 있다는 판단에서다. 이에 따라 정부는 1) 시장진출입 활성화, 2) 신제품 개발 촉진, 3) 기능성 표시제 개선, 4) 마케팅 경쟁력 제고 등 총 4개 분야에서 22건의 규제 혁신안을 내놨다.

주요 개선 사항으로는

① 대형마트 및 백화점의 건강기능식품 자유 판매 허용 : 관할 지자체에 신고한 대형마트, 백화점만 판매가 가능했으나 사전 신고의무 폐지로 소비자 접근성이 제고될 수 있음.

② 건강기능식품 원료범위 확대 : 건기식 원료 범위를 안전성이 확보된 일부 의약품원료까지 확대. 해외에서 식이보충제로 인정하고 있는 동·식물성 추출물 중심으로 확대해 건기식의 기능성을 강화.

③ 과학적 근거가 확보된 일반식품에도 기능성표시 허용 : 현재 건강기능식품에만 기능성 표시가 허용되고 있으나 과학적 근거가 확보된 일반 식품에도 허용. 소비자 선택권 확대 및 건강기능식품의 다양성 확보가 예상됨.

④ 건강기능식품 광고의 허용범위 확대 : 건기식 제품 광고 관련 규제를 대폭 개선. 광고에 활용할 수 있는 객관적 자료의 허용 범위가 확대되며 동물실험 결과 등 제품의 작용기전을 활용한 광고도 허용. 또한 표시 및 광고에 대한 사전심의 폐지 및 처벌수준 합리화로 건강기능식품업체의 마케팅 경쟁력 제고가 기대됨.

표18 건강기능식품 규제 개선 사항

주요 규제 변경사항	비고
대형마트, 백화점의 건강기능식품 자유판매 허용	(現) 지자체에 신고하는 대형마트, 백화점에 한해 판매 허용 건강기능식품 사업자 사전신고 의무 폐지로 소비자 접근성 확대
건강기능식품 원료범위 확대	알파-GPC, 에키네시아 등 해외에서 식이보충제로 인정하는 동·식물성 추출물 중심으로 확대해 건강기능식품의 기능성 강화
과학적 근거가 확보된 일반식품에도 기능성 표시 허용	(現) 건강기능식품에 한해 기능성 표시 허용 표시근거: 제품에 함유된 기능성분함량 자료, 인체적용실험 결과 등 표시내용: 영양성분 기능 또는 신체조직과 기능 증진에 도움
건강기능식품 광고의 허용범위 확대	(現) 건강기능식품법에 근거한 심사부서의 검사 결과만 광고 허용 광고에 활용할 수 있는 객관적 자료의 범위 확대 과도한 건기식 표시 및 광고 위반 규제를 합리적으로 개선

자료: 관계부처합동 보고서, 이베스트투자증권 리서치센터

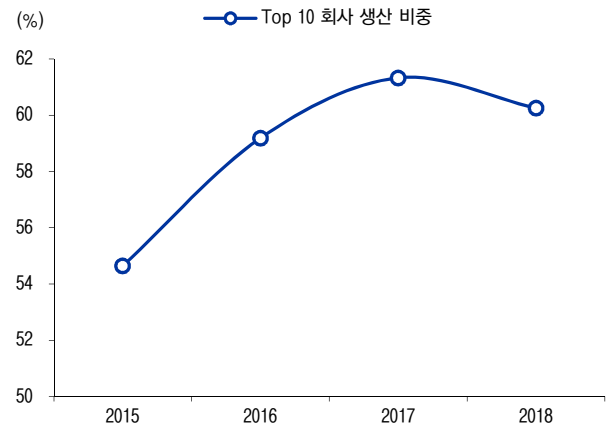
국내 건강기능식품 상장사 현황

브랜드사와 ODM/OEM

건강기능식품 회사들은 브랜드사와 ODM/OEM사로 분류되며 각각 장단점이 있다. 브랜드사는 여느 소비재 회사와 동일하게 제품 히트시 가파른 실적 상승을 시현하는 폭발력이 있다. 그러나 트렌드에 다소 민감하여 매출 변동폭은 크게 나타날 수 있다. 홍삼, 프로바이오틱스, 비타민 등 대중화된 제품군은 전통의 강호들이 선점하고 있으며 다이어트, 피부미용 등 이너뷰티 관련 시장에서는 신흥 강자들이 떠오르고 있다. 회사는 브랜드 파워를 장기간 유지시켜야 하는 만큼 마케팅비, 신제품 개발비 등이 발생한다. 국내 상장 회사로는 종근당홀딩스, 에이치엘사이언스, 뉴트리, 쎌바이오텍 등이 존재한다.

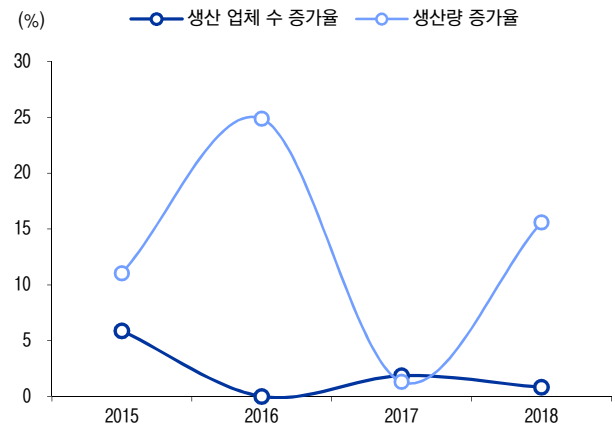
ODM/OEM 회사들은 브랜드사와 같은 폭발력은 없지만 시장의 성장률을 안정적으로 따라간다는 장점을 보유하고 있다. 유행에 민감한 건강기능식품 시장의 특성 때문에 브랜드사들은 외주 생산 방식을 이용하는 경우가 많으며 이에 따라 생산만 전문으로 하는 회사들이 다수 생겨났다. 시장 참여자들이 많아질수록 브랜드사의 경쟁은 심화되나 OEM 회사들은 수혜를 입을 수 있다. 2018년 기준 건강기능식품 생산 업체 수는 500개까지 증가했는데 건기식 생산량 증가율 대비 생산 업체 수 증가율이 적은 만큼 업체당 평균 생산량은 증가하는 추세다. OEM사의 핵심 경쟁력은 대용량 CAPA(규모의 경제)와 신뢰도(GMP 인증 등)로 판단한다. 이들은 브랜드가 없어 마케팅비 지출이 적으며 트렌드 변화에 따른 리스크 역시 상대적으로 적다. 다만 시장 침체기에 CAPEX 투자의 효율이 저하될 수 있다. OEM/ODM 회사들 중에서는 자체적인 원료 개발 경쟁력을 보유한 회사 및 고객사 다변화가 진행된 회사가 유리하다. 국내 상장사로는 노바렉스, 서흥, 종근당바이오, 콜마비앤에이치, 코스맥스엔비티 등이 있다.

그림19 건기식 Top 10 회사 생산 비중



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림20 건기식 생산 업체 수 증가율 vs 총 생산량 증가율



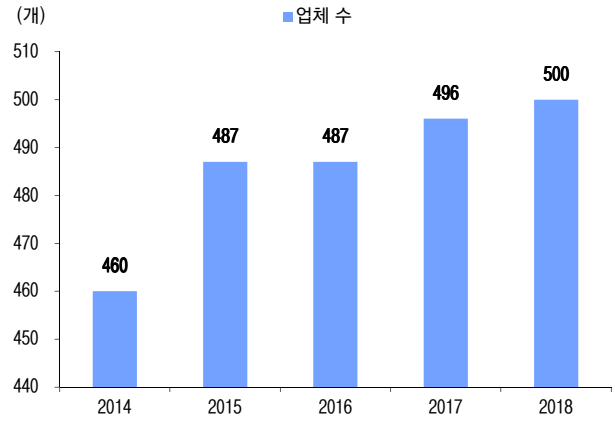
자료: 식품의약품안전처, 이베스트투자증권 리서치센터

표19 국내 건강기능식품 상장사 현황

분류	기업	사업 부문	비고
브랜드	종근당홀딩스	프로바이오틱스(26.6%), 오메가3(4.4%) 등	락토핏
	에이치엘사이언스	건강지향식품(75.4%), 건강기능식품(23.3%)	석류농축액, 새싹보리, 밀크씨슬
	셀바이오텍	듀오락 브랜드 외(86.0%)	듀오락
	뉴트리	에버콜라겐 외(44.6%), 판도라 다이어트 외(30.9%), 유기농노니 외(14.6%)	에버콜라겐
OEM	노바렉스	영양보충용제품(10.7%), 유산균함유제품(7.3%), 기타제품(80.0%)	
	서흥	건강기능식품(38.4%), 하드캡슐(36.3%), 캡슐 의약품(11.8%), 원료 젤라틴(10.3%)	
	종근당바이오	원료의약품(93.3%), 건강기능식품(6.7%)	락토핏 원료 생산
	콜마비앤에이치	건강기능식품(52.3%), 화장품(40.6%)	헤모힘, 유산균 등
	코스맥스엔비티	건강기능식품(30.31%), 건강지향식품(68.8%)	헬시, 뷰티. 식사대용식

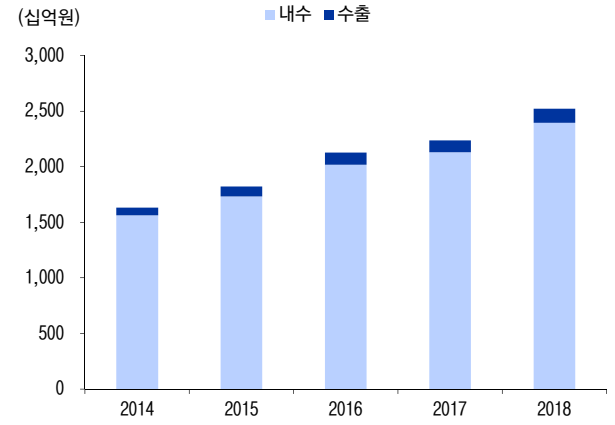
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림21 건강기능식품 생산 업체 수



자료: 식품의약품안전처, 이베스트투자증권 리서치센터

그림22 건강기능식품 내수 및 수출 규모



자료: 식품의약품안전처, 이베스트투자증권 리서치센터

그림23 건강기능식품 시장 구성 요소

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표20 국내 건강기능식품 업체 사업내용

기업코드	기업명	사업내용
A001630	종근당홀딩스	동사는 8개 자회사를 보유한 순수지주회사로 주요 자회사로 종근당(지분율 20.2%), 종근당바이오(36.6%), 경보제약(39.5%), 종근당건강(51.0%) 등을 보유하고 있음. 특히 비상장 자회사인 종근당건강이 유산균 제품 '락토핏'의 판매호조로 고성장을 지속하고 있어, 동사의 기업가치상승이 예상됨.
A239610	에이치엘사이언스	동사는 종합건강기능식품회사로 건기식 원료개발부터 제품 개발·생산 및 판매까지 전 밸류체인을 담당하며 닥터슈퍼칸(간 건강 개선), 갱년기N빨강석류(갱년기 여성 건강), 유기농새싹보리, 우슬시크릿(관절 및 연골건강) 등의 다각화된 제품군 보유. 동사는 자체 연구개발을 통해 획득한 개별인정형원료를 이용해 제품을 개발·생산함(간 건강에 좋은 밀크씨슬추출물, 갱년기 여성건강에 도움을 주는 석류농축액, 관절 및 연골건강에 좋은 HL-JOINT 100 등).
A049960	쎌바이오텍	동사는 프로바이오틱스 제품 전문 제조업체로 유산균 제품인 '듀오락' 브랜드를 보유함. 최근 듀오락 판매와 더불어 대장암과 같은 질병의 치료제 목적으로 프로바이오틱스를 개발 중임.
A270870	뉴트리	동사는 이너뷰티 건강기능식품 제조,판매업체로 주요 제품은 에버콜라겐(피부건강)과 판도라 핑거루트 다이어트(다이어트) 등이 있음. 자체 보유한 개별인정형원료에는 저분자콜라겐펩타이드(에버콜라겐), 핑거루트 추출분말 등이 있음.
A194700	노바렉스	동사는 국내 1위 건기식 OEM/ODM 회사로 동사의 강점은 국내 최다 개별인정원료(35개)를 보유하고 있다는 점. 주요 개별인정원료로는 당귀혼합추출물, 헛개나무과병추출분말, 보이차추출물 등이 있음.
A008490	서흥	동사는 하드캡슐 제조 및 건기식 OEM업체로 주요 제품은 하드캡슐(비중 37%), 의약품(비중 14%), 건강기능식품(비중 36%), 원료(젤라틴 11%) 등이 있음.
A063160	종근당바이오	동사는 국내 1위 원료의약품 수출 기업으로 항생제, 치료제, 면역억제제 등 완제품 제조에 필요한 원료 의약품을 생산하고 있음. 프로바이오틱스는 지난해부터 개시한 신규사업이며 국내 1위 프로바이오틱스 제품인 락토핏의 원말을 생산해 관계사 종근당건강에 납품하고 있음.
A200130	콜마비앤에이치	동사는 건강기능식품 및 화장품 OEM/ODM업체로 한국콜마의 계열사임. 주요 건기식 제품에는 헤모힘(면역기능개선), 유산균 등이 있음. 주요 고객사로 에터미, 종근당건강, 뉴트리팜텍 등이 있음.
A222040	코스맥스엔비티	동사는 글로벌 건강기능식품 ODM/OEM 업체로 2018년 지역별 매출 비중은 국내 56%, 중국 27%, 호수 7%, 미국 7%임. 국내에서 생산되는 건기식 제품은 대부분 동남아/중국으로 수출됨.

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Peer Valuation

표21 국내 주요 건강기능식품 업체 실적 및 밸류에이션 테이블

업체	연도	실적(억원)			성장률(%)			수익성(%)		Valuation(x, %)			
		Sales	OP	NI	Sales	OP	NI	OPM	NIM	P/E	P/B	EV/EBITDA	ROE
콜마비앤에이치	2015	2,362	344	11	35.8	51.1	-94.6	14.6	0.5	53.0	18.8	40.2	1.5
	2016	2,560	362	297	8.4	5.1	2,529.0	14.1	11.6	479.0	5.5	40.1	25.9
	2017	3,376	488	458	31.9	34.7	54.1	14.5	14.1	20.4	7.6	22.6	30.9
	2018	3,864	585	484	14.5	20.0	5.6	15.2	12.8	12.9	3.5	8.3	25.7
서흥	2015	3,041	338	228	4.5	16.2	7.0	11.1	8.3	23.0	2.3	13.8	10.1
	2016	3,404	401	273	11.9	18.6	19.6	11.8	9.0	18.8	1.8	12.3	11.1
	2017	3,500	373	231	2.8	-7.0	-15.5	10.7	7.5	13.9	1.5	9.7	9.0
	2018	3,935	393	257	12.4	5.4	11.5	10.0	7.5	11.7	1.0	8.1	9.7
종근당홀딩스	2015	2,218	282	152	22.3	-8.3	60.7	12.7	13.8	42.7	2.4	11.3	10.7
	2016	3,357	231	294	51.3	-18.2	93.5	6.9	12.8	18.9	1.0	7.1	9.2
	2017	4,507	435	480	34.3	88.7	63.1	9.7	15.0	11.7	1.0	4.9	11.4
	2018	5,311	537	275	17.8	23.5	-42.8	10.1	9.9	6.5	0.8	2.5	8.1
종근당바이오	2015	1,067	80	67	0.3	404.5	흑전	7.5	6.2	21.7	1.1	7.5	5.3
	2016	1,130	116	94	5.9	44.4	41.8	10.3	8.4	13.1	0.9	5.6	7.2
	2017	1,182	90	80	4.6	-22.2	-15.0	7.6	6.8	13.9	0.8	5.2	5.8
	2018	1,245	70	80	5.3	-22.4	-0.7	5.6	6.4	13.6	0.7	5.3	5.5
에이치엘사이언스	2015	237	30	35	37.9	19.5	65.8	12.6	14.9	N/A	N/A	N/A	28.5
	2016	409	68	61	72.6	129.6	71.9	16.7	14.8	17.7	7.9	20.7	18.8
	2017	402	53	49	-1.8	-22.0	-18.7	13.3	12.3	23.1	3.4	17.5	9.6
	2018	641	122	109	59.5	129.7	119.9	19.1	17.0	44.9	4.1	31.4	18.7
셀바이오텍	2015	495	188	175	21.4	45.4	68.3	37.9	35.4	51.6	8.4	37.2	28.9
	2016	583	216	185	17.7	14.9	5.7	37.0	31.7	26.1	5.5	18.5	24.2
	2017	611	226	182	4.8	5.0	-1.6	37.1	29.8	20.3	3.7	13.7	20.9
	2018	625	217	194	2.4	-4.2	6.5	34.7	31.0	14.5	2.3	8.6	19.8
노바렉스	2015	827	112	97	23.3	89.6	90.9	13.6	11.7	N/A	N/A	N/A	31.7
	2016	771	103	92	-6.8	-8.4	-4.9	13.2	11.9	N/A	N/A	N/A	N/A
	2017	809	99	81	4.8	-3.7	-11.9	12.2	9.8	N/A	N/A	N/A	16.4
	2018	1,073	113	95	32.7	14.5	17.1	10.6	8.5	14.9	2.3	11.0	13.9
뉴트리	2015	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
	2016	331	12	3	N/A	N/A	N/A	3.7	0.9	N/A	N/A	N/A	N/A
	2017	604	46	21	82.2	277.4	581.4	7.7	3.5	N/A	N/A	N/A	35.5
	2018	872	99	22	44.4	114.3	4.1	11.3	2.5	36.3	11.3	29.0	7.7
코스맥스엔비티	2015	775	108	86	65.2	211.0	286.4	13.9	11.1	147.2	26.5	74.3	22.4
	2016	1,208	188	172	55.8	74.3	100.9	15.5	14.2	60.0	9.9	44.9	23.3
	2017	1,364	115	63	12.9	-38.6	-63.6	8.5	4.7	26.3	5.5	22.3	7.6
	2018	2,017	180	76	47.9	56.0	21.5	8.9	3.8	54.0	4.0	22.2	8.6

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표22 국내 주요 건강기능식품 업체 실적 및 밸류에이션 테이블 (직전 12개월 누적 기준)

종목명	P/E	P/B	직전 4개분기 누적 OP	OP growth	직전 4개분기 누적 NI	EPS growth	ROE
콜마비앤에이치	14.0	3.9	668	22.6	562	45.1	27.2
서흥	12.6	1.4	431	10.9	298	16.3	9.7
종근당홀딩스	14.4	1.1	748	49.1	340	-20.1	5.1
종근당바이오	16.1	1.0	107	47.4	96	32.2	6.5
에이치엘사이언스	25.9	6.8	193	131.8	165	121.7	26.2
셀바이오텍	12.7	1.6	139	-35.7	136	-24.0	12.9
노바렉스	17.9	2.3	122	2.4	102	-0.8	12.9
뉴트리	26.6	3.0	71	N/A	55	N/A	11.2
코스맥스엔비티	37.7	1.7	132	-16.8	41	-48.7	4.5

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표23 해외 주요 건강기능식품 업체

업체	연도	실적(억원)			성장률(%)			수익성(%)		Valuation(x, %)			
		Sales	OP	NI	Sales	OP	NI	OPM	NIM	P/E	P/B	EV/EBITDA	ROE
GNC	2015	2,683	393	219	1.1	-10.6	-4.0	14.7	9.0	10.8	5.0	8.3	35.8
	2016	2,570	-171	-285	-4.2	적전	적전	-6.7	6.1	4.9	N/A	N/A	N/A
	2017	2,481	-257	-150	-3.5	적지	적지	-10.4	3.8	2.7	N/A	N/A	N/A
	2018	2,354	112	70	-5.1	흑전	흑전	4.8	1.0	9.1	N/A	8.7	N/A
Vitamin Shoppe	2015	1,267	89	53	4.4	-13.3	-9.2	7.0	4.7	16.6	1.8	7.7	10.4
	2016	1,289	46	25	1.8	-48.8	-12.5	3.5	4.0	11.1	1.3	8.1	5.5
	2017	1,146	-245	-252	-11.1	적전	적전	-21.3	-3.4	N/A	0.5	N/A	-79.4
	2018	1,114	7	-4	-2.8	흑전	적지	0.6	0.5	18.4	0.6	3.4	-2.0
Blackmores	2015	395	60	39	36.0	78.7	83.1	15.1	9.9	27.8	9.8	16.8	39.3
	2016	436	108	73	26.9	107.3	115.2	24.7	16.7	22.6	12.7	14.7	64.3
	2017	416	66	44	-7.7	-40.5	-41.1	15.9	10.7	28.0	9.3	17.6	33.2
	2018	466	80	54	8.9	16.5	19.0	17.1	11.7	35.1	12.7	22.5	37.8
Herbalife Nutrition	2015	4,469	584	339	-9.9	13.7	-21.7	13.1	8.8	11.7	N/A	8.4	N/A
	2016	4,488	458	260	0.4	-21.5	0.4	10.2	8.8	10.5	22.8	9.1	N/A
	2017	4,428	617	214	-1.4	34.7	-3.6	13.9	8.6	14.8	N/A	9.2	N/A
	2018	4,892	683	297	10.5	10.7	2.4	14.0	8.0	22.7	N/A	12.3	N/A
TCI	2015	65	8	8	41.9	90.6	55.6	13.0	N/A	30.8	3.4	20.1	12.5
	2016	97	19	16	50.6	132.0	109.3	20.0	N/A	23.9	4.5	15.7	20.6
	2017	134	29	23	31.0	41.3	37.6	21.6	17.5	34.9	7.4	23.4	23.2
	2018	269	68	60	98.9	131.5	148.3	25.2	21.8	29.2	9.3	22.4	39.4

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

기업분석

다나와 (119860)	34
서흥 (008490)	38
종근당바이오 (063160)	43
노바렉스 (194700)	48

Universe

기업명	투자판단	목표주가
다나와	Buy (유지)	30,000 원(상향)
서흥	NR	NR
종근당바이오	Buy (신규)	41,000 원(신규)
노바렉스	NR	NR

다나와 (119860)

2019. 9. 24 | Mid-Small Cap

Analyst 정홍식
02. 3779-8468
hsjeong@ebestsec.co.kr

성장흐름 유지

Buy(maintain)

목표주가 30,000 원
현재주가 23,650 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

온라인 쇼핑 성장흐름 지속

동사가 추세적인 성장(과거 10년 Sales CAGR 22.7%, 역성장 없음)을 보이는 이유는 1)핵심 사업인 제휴쇼핑(온라인 가격비교)에서 수요자 증가, 2)비브랜드 PC의 샵다나와닷컴(판매수수료 부문) 인지도 확대 등의 여러 가지 이유가 있으나, 가장 기본적인 원인은 온라인 쇼핑 증가이다.

우리나라의 2019년 상반기 온라인 쇼핑 거래액은 63.9조원으로 +19.6% yoy 성장률을 보이며 고성장이 유지되고 있으며, 특히 다나와의 성장성과 관련이 높은 모바일 전자상거래 규모는 1H19 40.7조원(+26.5% yoy) 으로 전체 온라인 쇼핑의 63.8% 수준으로 확대되었다. 그리고 3분기 실적을 가늠할 수 있는 7월 온라인 쇼핑 거래액은 +15.4% yoy, 이중 모바일 쇼핑 거래액은 +21.5% yoy 증가하였다.

3Q19에도 긍정적인 실적 유지될 듯

3Q19 동사의 실적은 매출액(연결) 308억원(+11.6% yoy), 매출액(별도) 143억원(+12.1% yoy), 영업이익 53억원(+16.1% yoy, 보수적 관점)을 전망한다.

제휴쇼핑 부문(3Q19E +27.0% yoy)은 온라인 쇼핑거래액 증가 및 꾸준한 동사의 트래픽 YoY 상승을 기반으로 추세적인 성장성이 유지될 것으로 전망하고 있으며, 판매수수료 부문도 2Q19 기저효과 및 비브랜드 PC 수요 증가에 기인하여 3Q19에는 다시 +14.4% yoy 수준의 성장을 보일 전망이다. 또한 자회사 다나와 컴퓨터의 대규모 공급물량(육군으로 3.5만개 규모)이 3Q~4Q19에 예정되어 있어 큰 폭의 실적개선이 기대된다.

투자의견 매수, 목표주가 30,000원으로 상향

동사의 투자의견 매수를 유지하며, 목표주가는 30,000원(27,000원 → 30,000원, +11%)으로 상향한다. 이는 안정적인 성장흐름과 3Q19를 포함한 2019년 ~ 2020년 추정실적을 상향한데 따른 것이다. 동사의 12MF Target P/E 16.3배는 EPS growth (2018년 ~ 2020년 CAGR 21.2%)를 고려할 경우 무리가 없다는 판단이다.

Stock Data

KOSDAQ(9/23)		645.01 pt
시가총액		3,092 억원
발행주식수		13,075 천주
52 주 최고가 / 최저가		29,400 / 14,150 원
90 일 일평균거래대금		16.02 억원
외국인 지분율		12.7%
배당수익률(19.12E)		1.5%
BPS(19.12E)		8,222 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	0.9%
	6 개월	15.9%
	12 개월	59.1%
주주구성	성장현외 5 인	52.1%
	타이거자산운용	5.0%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	107.6	15.2	15.5	13.5	1,047	51.2	15.9	13.0	8.1	2.3	19.0
2018	106.3	20.2	20.9	16.4	1,272	21.4	21.4	12.0	6.9	2.2	19.7
2019E	118.4	25.1	27.3	21.5	1,665	30.9	26.5	14.2	9.2	2.9	21.8
2020E	127.0	28.4	30.6	24.1	1,869	12.2	29.9	12.7	7.7	2.4	20.6
2021E	136.0	31.4	33.6	26.5	2,053	9.9	33.0	11.5	6.5	2.1	19.2

자료: 다나와, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표24 연결실적 전망

(단위: 억원)	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액(연결)	455	644	1,076	1,063	1,184	1,270	1,360
YoY	*29.2%*	*41.6%*	*67.1%*	*-1.2%*	*11.4%*	*7.2%*	*7.1%*
매출액(별도)	**271**	**324**	**424**	**530**	**586**	**650**	**718**
YoY	*4.6%*	*19.4%*	*30.9%*	*24.9%*	*10.7%*	*10.9%*	*10.5%*
제휴쇼핑	78	97	133	163	218	268	322
광고사업	110	105	123	146	142	146	149
판매수수료	69	90	123	166	175	185	195
정보이용료 등	35	32	46	56	51	51	52
제품 등	162	320	652	531	598	620	642
YoY							
제휴쇼핑	*6.6%*	*24.2%*	*36.8%*	*22.9%*	*33.7%*	*22.7%*	*20.3%*
광고사업	*-2.5%*	*-4.9%*	*17.0%*	*19.0%*	*-3.0%*	*2.7%*	*2.6%*
판매수수료	*24.0%*	*29.2%*	*36.9%*	*35.1%*	*5.3%*	*5.8%*	*5.2%*
정보이용료 등	*12.2%*	*-7.6%*	*41.5%*	*23.6%*	*-8.9%*	*0.3%*	*0.3%*
제품 등	*106.7%*	*97.6%*	*103.7%*	*-18.5%*	*12.5%*	*3.6%*	*3.6%*
% of sales							
제휴쇼핑	17.2%	15.1%	12.3%	15.4%	18.4%	21.1%	23.7%
광고사업	24.3%	16.3%	11.4%	13.7%	12.0%	11.5%	11.0%
판매수수료	15.3%	13.9%	11.4%	15.6%	14.8%	14.6%	14.3%
정보이용료 등	7.7%	5.0%	4.2%	5.3%	4.3%	4.1%	3.8%
제품 등	35.6%	49.7%	60.6%	50.0%	50.5%	48.8%	47.2%
영업이익	**57**	**85**	**152**	**202**	**251**	**284**	**314**
% of sales	12.6%	13.3%	14.2%	19.0%	21.2%	22.4%	23.1%
% YoY	*10.2%*	*49.4%*	*78.6%*	*32.3%*	*24.6%*	*13.0%*	*10.7%*

자료: 다나와, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

표25 추정실적 변경

(단위: 억원)	변경전		변경후		증감	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액(연결)	1,162	1,237	1,184	1,270	1.9%	2.6%
매출액(별도)	578	633	586	650	1.4%	2.7%
영업이익	246	271	251	284	2.2%	4.8%
순이익	211	229	215	241	1.9%	5.0%

자료: 다나와, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

표26 분기실적 전망

(단위: 억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E
매출액(연결)	217	227	276	343	267	250	308	359
YoY	*-28.6%*	*32.1%*	*6.0%*	*0.9%*	*23.2%*	*9.8%*	*11.6%*	*4.8%*
매출액(별도)	**134**	**137**	**128**	**131**	**154**	**139**	**143**	**148**
YoY	*29.6%*	*39.9%*	*17.0%*	*15.3%*	*15.3%*	*1.5%*	*12.1%*	*12.9%*
제휴쇼핑	39	40	40	45	57	55	50	56
광고사업	37	38	39	33	36	34	37	34
판매수수료	42	43	38	43	47	38	44	46
정보이용료 등	16	16	13	12	14	13	12	12
제품 등	83	91	147	211	112	110	165	211
YoY								
제휴쇼핑	*19.3%*	*22.5%*	*16.4%*	*33.2%*	*47.5%*	*37.7%*	*27.0%*	*24.2%*
광고사업	*12.1%*	*32.4%*	*25.0%*	*7.7%*	*-2.2%*	*-10.1%*	*-3.8%*	*5.2%*
판매수수료	*45.6%*	*57.7%*	*21.3%*	*21.5%*	*11.8%*	*-11.8%*	*14.4%*	*7.7%*
정보이용료 등	*81.1%*	*70.8%*	*-41.6%*	*103.5%*	*-9.8%*	*-19.7%*	*-2.0%*	*-0.2%*
제품 등	*-58.5%*	*22.0%*	*3.2%*	*-10.3%*	*35.0%*	*21.4%*	*11.9%*	*0.3%*
% of sales								
제휴쇼핑	18.0%	17.4%	14.3%	13.2%	21.5%	21.8%	16.3%	15.6%
광고사업	16.8%	16.9%	14.0%	9.6%	13.4%	13.8%	12.0%	9.6%
판매수수료	19.6%	18.7%	13.9%	12.4%	17.7%	15.0%	14.2%	12.8%
정보이용료 등	7.2%	7.2%	4.6%	3.4%	5.3%	5.2%	4.0%	3.3%
제품 등	38.4%	39.8%	53.3%	61.4%	42.1%	44.1%	53.4%	58.7%
영업이익	**54**	**49**	**46**	**53**	**73**	**61**	**53**	**63**
% of sales	25.0%	21.4%	16.6%	15.5%	27.5%	24.6%	17.3%	17.6%
% YoY	*25.0%*	*77.8%*	*20.5%*	*21.3%*	*35.7%*	*26.3%*	*16.1%*	*19.3%*

자료: 다나와, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

다나와 (119860)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	67.0	72.6	85.6	100.5	117.1
현금 및 현금성자산	17.4	16.8	28.5	41.0	55.1
매출채권 및 기타채권	10.8	13.9	13.8	14.8	15.8
재고자산	3.6	3.4	3.7	4.0	4.2
기타유동자산	35.3	38.5	39.6	40.8	41.9
비유동자산	25.9	35.8	41.1	45.7	50.8
관계기업투자등	7.8	0.9	1.0	1.1	1.2
유형자산	5.8	9.6	10.6	11.8	13.0
무형자산	2.5	4.2	5.9	7.7	9.6
자산총계	**92.8**	**108.4**	**126.6**	**146.3**	**168.0**
유동부채	14.8	16.8	17.4	17.5	17.6
매입채무 및 기타재무	10.2	9.4	10.3	10.5	10.7
단기금융부채	0.2	1.0	0.7	0.6	0.5
기타유동부채	4.4	6.4	6.4	6.4	6.4
비유동부채	1.2	1.7	1.7	1.7	1.7
장기금융부채	1.0	0.9	0.9	0.9	0.9
기타비유동부채	0.2	0.8	0.8	0.8	0.8
부채총계	**16.0**	**18.5**	**19.1**	**19.1**	**19.3**
지배주주지분	76.8	89.9	107.5	127.1	148.7
자본금	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5
자본잉여금	16.2	16.2	16.2	16.2	16.2
이익잉여금	56.0	69.3	86.6	106.2	127.8
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**76.9**	**90.0**	**107.5**	**127.1**	**148.7**

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**107.6**	**106.3**	**118.4**	**127.0**	**136.0**
매출원가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
매출총이익	**107.6**	**106.3**	**118.4**	**127.0**	**136.0**
판매비 및 관리비	92.4	86.1	93.3	98.6	104.5
영업이익	**15.2**	**20.2**	**25.1**	**28.4**	**31.4**
(EBITDA)	15.9	21.4	26.5	29.9	33.0
금융손익	1.0	0.9	1.1	1.1	1.2
이자비용	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
관계기업등 투자손익	0.0	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
기타영업외손익	-0.7	0.0	1.3	1.3	1.2
세전계속사업이익	**15.5**	**20.9**	**27.3**	**30.6**	**33.6**
계속사업법인세비용	2.0	4.5	5.8	6.5	7.2
계속사업이익	13.5	16.4	21.5	24.1	26.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**13.5**	**16.4**	**21.5**	**24.1**	**26.5**
지배주주	13.5	16.4	21.5	24.1	26.5
총포괄이익	**13.5**	**16.2**	**21.5**	**24.1**	**26.5**
매출총이익률 (%)	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
영업이익률 (%)	14.2	19.0	21.2	22.4	23.1
EBITDA 마진률 (%)	14.8	20.1	22.4	23.5	24.3
당기순이익률 (%)	12.6	15.4	18.1	19.0	19.5
ROA (%)	16.3	16.3	18.3	17.7	16.9
ROE (%)	19.0	19.7	21.8	20.6	19.2
ROIC (%)	66.6	55.4	49.9	50.1	49.0

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	**17.1**	**16.6**	**21.7**	**23.0**	**25.3**
당기순이익(손실)	13.5	16.4	21.5	24.1	26.5
비현금수익비용가감	5.5	7.7	-0.7	0.0	0.0
유형자산감가상각비	0.5	1.1	1.2	1.2	1.3
무형자산상각비	0.2	0.1	0.2	0.3	0.3
기타현금수익비용	0.2	0.2	-2.0	-1.5	-1.6
영업활동 자산부채변동	-0.9	-5.1	0.8	-1.1	-1.1
매출채권 감소(증가)	-1.9	-4.1	0.2	-1.0	-1.0
재고자산 감소(증가)	0.7	0.1	-0.3	-0.3	-0.3
매입채무 증가(감소)	2.0	-0.7	0.9	0.2	0.2
기타자산, 부채변동	-1.7	-0.4	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	**-0.5**	**-15.2**	**-5.5**	**-5.8**	**-6.2**
유형자산처분(취득)	-2.0	-1.5	-2.2	-2.4	-2.5
무형자산 감소(증가)	-0.2	-1.8	-1.9	-2.0	-2.3
투자자산 감소(증가)	2.9	-3.5	-1.4	-1.4	-1.4
기타투자활동	-1.2	-8.4	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	**-4.1**	**-2.0**	**-4.4**	**-4.7**	**-5.0**
차입금의 증가(감소)	-1.9	0.7	-0.3	-0.2	-0.1
자본의 증가(감소)	-1.9	-3.0	-4.1	-4.5	-4.9
배당금의 지급	1.9	3.0	4.1	4.5	4.9
기타재무활동	-0.3	0.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	**12.5**	**-0.6**	**11.7**	**12.6**	**14.1**
기초현금	4.9	17.4	16.8	28.5	41.0
기말현금	17.4	16.8	28.5	41.0	55.1

주: IFRS 연결 기준
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	13.0	12.0	14.2	12.7	11.5
P/B	2.3	2.2	2.9	2.4	2.1
EV/EBITDA	8.1	6.9	9.2	7.7	6.5
P/CF	9.3	8.3	14.8	12.9	11.7
배당수익률 (%)	1.7	2.1	1.5	1.6	1.7
성장성 (%)					
매출액	67.1	-1.2	11.4	7.2	7.1
영업이익	78.6	32.3	24.6	13.0	10.7
세전이익	52.3	34.7	30.5	12.2	9.9
당기순이익	51.2	21.3	31.0	12.2	9.9
EPS	51.2	21.4	30.9	12.2	9.9
안정성 (%)					
부채비율	20.8	20.5	17.8	15.1	13.0
유동비율	452.8	432.3	490.8	575.3	666.4
순차입금/자기자본(x)	-64.3	-57.4	-60.2	-61.8	-63.2
영업이익/금융비용(x)	188.6	279.2	315.8	382.3	440.3
총차입금 (십억원)	1.2	1.9	1.6	1.4	1.4
순차입금 (십억원)	-49.4	-51.6	-64.7	-78.6	-93.9
주당지표 (원)					
EPS	1,047	1,272	1,665	1,869	2,053
BPS	5,877	6,879	8,222	9,720	11,371
CFPS	1,456	1,844	1,593	1,840	2,023
DPS	230	320	350	380	410

서흥 (008490)

2019. 9. 24 | Mid-Small Cap

Analyst 정홍식
02. 3779-8468
hsjeong@ebestsec.co.kr

매년 성장하는 기업

NR

목표주가	NR
현재주가	32,400 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

기업개요

서흥은 하드캡슐(비중 37%), 의약품(비중 14%), 건강기능식품(비중 36%), 원료(젤라틴 11%) 등을 생산하고 있다. 하드캡슐 사업은 국내 M/S 95% 이상의 독점적인 시장지배력(글로벌 M/S 6~7% 수준으로 3위)을 가지고 있으며, 주 원재료인 젤라틴을 자회사 젤텍(지분율 42.8%, 연결대상)에서 안정적으로 공급받고 있다.

안정적인 성장성: Sales CAGR 11.6%

동사는 매년 외형(매출액)이 성장(2009년 ~ 2018년 Sales CAGR 11.6%, 역성장 없음)하고 있으며, 향후에도 성장흐름이 유지될 가능성이 높다.

첫째, 하드캡슐(국내 독점적 지위, 수익성이 가장 높은 사업부문으로 추정됨) 사업은 2012년 856억원 → 2018년 1,439억원(CAGR 9.0%), 2Q19 누적 845억원(+15.0% yoy)으로 매년 성장이 진행되고 있다. 이유는 1)P(ASP)가 지속적으로 상승(2016년 3.6원 → 2017년 3.7원 → 2018년 4.0원 → 1H19 4.7원, CAGR 7.3%)하고 있는데, 이는 상대적으로 가격이 높은 식물성캡슐의 비중이 증가하고 있기 때문이며, 2)Q(생산실적)도 매년 증가(최근 5년 CAGR 5.7%, 2H19 Capa +10.7% 확대, +식물성 8대)하고 있는데 이는 아시아 지역으로 수출이 확대되고 있기 때문이다.

둘째, 건강기능식품 사업에서 고성장[2015년 963억원 → 2016년 1,105억원 → 2017년 1,212억원 → 2018년 1,427원(CAGR 14.0%), 1H19 896억원(+18.6% yoy)]이 진행되고 있다. 이는 다양한 제형(캡슐 41%, 정제 12%, 액상/젤리 36%, 기타 11%)을 생산할 수 있는 OEM/ODM 전문업체(고객사 한국인삼공사, 뉴스킨코리아, LG생활건강 등)로서 건기식 시장규모가 확대되고 있기 때문이다.

셋째, 자회사 젤텍(지분율 42.8%, 젤라틴 & 콜라겐 생산, 서흥의 원료부문으로 구분)에서 안정적인 성장흐름[젤텍 Sales에서 내부거래 제거된 원료부문 매출액: 2016년 333억원 → 2017년 386억원 → 2018년 439원(CAGR 14.8%)]이 진행되고 있다. 중요한 것은 원료부문 OP Margin이 2018년 19.8% → 1H19 37.1% 수준으로 급등하였다는 것이고, 이는 콜라겐 Capa 확대에 따른 고정비 효과로 파악된다.

Stock Data

KOSPI(9/23)		2,091.7 pt
시가총액		3,748 억원
발행주식수		11,569 천주
52 주 최고가 / 최저가		35,650 / 22,950 원
90 일 일평균거래대금		5.76 억원
외국인 지분율		5.4%
배당수익률(19.12E)		1.1%
BPS(19.12E)		27,267 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-3.5%
	6 개월	25.0%
	12 개월	16.1%
주주구성	양주환(외 7 인)	53.2%
	국민연금공단	9.1%
	베어링자산운용	6.0%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	350.0	37.3	31.0	23.1	2,021	-14.4	62.3	16.2	9.8	1.4	8.7
2018	393.5	39.3	35.1	25.7	2,315	14.5	66.0	10.1	8.0	1.0	9.5
2019E	463.2	50.0	49.6	36.8	3,309	43.0	76.9	9.8	8.2	1.2	12.5
2020E	506.3	55.2	53.9	39.5	3,553	7.4	84.8	9.1	7.3	1.1	11.9
2021E	550.0	60.7	59.2	42.9	3,861	8.6	87.4	8.4	6.8	1.0	11.6

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표27 연간실적 전망

(단위: 억원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	**2,700**	**2,911**	**3,041**	**3,404**	**3,500**	**3,935**	**4,632**	**5,063**
YoY	*30.4%*	*7.8%*	*4.5%*	*11.9%*	*2.8%*	*12.4%*	*17.7%*	*9.3%*
하드캡슐	1,009	1,064	1,171	1,237	1,312	1,439	1,735	1,890
의약품	388	426	459	639	530	544	541	575
건강기능식품	950	1,065	963	1,105	1,212	1,427	1,733	1,920
원료	230	234	335	333	386	439	492	539
상품 & 기타	124	123	112	90	61	86	130	139
% YoY								
하드캡슐	*17.9%*	*5.5%*	*10.1%*	*5.6%*	*6.0%*	*9.7%*	*20.6%*	*8.9%*
의약품	*26.8%*	*9.9%*	*7.8%*	*39.1%*	*-17.0%*	*2.7%*	*-0.6%*	*6.4%*
건강기능식품	*75.3%*	*12.1%*	*-9.6%*	*14.7%*	*9.7%*	*17.8%*	*21.4%*	*10.8%*
원료	*-6.0%*	*1.8%*	*43.6%*	*-0.7%*	*15.7%*	*13.8%*	*12.1%*	*9.5%*
상품 & 기타	*1.0%*	*-0.7%*	*-8.6%*	*-19.8%*	*-32.4%*	*41.3%*	*51.8%*	*6.5%*
% of Sales								
하드캡슐	37.4%	36.5%	38.5%	36.3%	37.5%	36.6%	37.5%	37.3%
의약품	14.4%	14.6%	15.1%	18.8%	15.1%	13.8%	11.7%	11.4%
건강기능식품	35.2%	36.6%	31.7%	32.5%	34.6%	36.3%	37.4%	37.9%
원료	8.5%	8.0%	11.0%	9.8%	11.0%	11.2%	10.6%	10.6%
상품 & 기타	4.6%	4.2%	3.7%	2.6%	1.7%	2.2%	2.8%	2.7%
생산실적(Q)								
하드캡슐(억개)	276	286	333	342	355	364	389	411
YoY	*17.2%*	*3.7%*	*16.6%*	*2.7%*	*3.5%*	*2.7%*	*6.9%*	*5.6%*
젤라틴(톤)	3,693	3,687	4,262	4,973	5,638	5,890	6,286	6,582
YoY	*-6.9%*	*-0.2%*	*15.6%*	*16.7%*	*13.4%*	*4.5%*	*6.7%*	*4.7%*
생산기계 대수	60	60	69	75	75	75	79	83
기계 1 대당 생산	4.6	4.8	4.8	4.6	4.7	4.9	5.0	5.0
ASP(P)								
하드캡슐(원)	3.7	3.7	3.5	3.6	3.7	4.0	4.5	4.6
YoY	*0.6%*	*1.6%*	*-5.5%*	*2.8%*	*2.4%*	*6.8%*	*12.9%*	*3.1%*
젤라틴(백만원/톤)	6.2	6.3	7.9	6.7	6.8	7.5	7.8	8.2
YoY	*0.9%*	*2.0%*	*24.2%*	*-14.9%*	*2.1%*	*9.0%*	*5.0%*	*4.5%*
영업이익	**252**	**291**	**338**	**401**	**373**	**393**	**500**	**552**
% of sales	9.3%	10.0%	11.1%	11.8%	10.7%	10.0%	10.8%	10.9%
% YoY	74.4%	15.8%	16.2%	18.6%	-7.0%	5.4%	27.2%	10.3%
사업부별 OPM								
캡슐	227	272	287	322	279	293	361	402
OPM	*9.7%*	*10.6%*	*11.1%*	*10.8%*	*9.1%*	*8.6%*	*9.0%*	*9.2%*
원료	39	20	53	84	82	87	165	162
OPM	*16.9%*	*8.4%*	*15.7%*	*25.1%*	*21.3%*	*19.8%*	*33.4%*	*30.1%*
기타	-14	0	-2	-4	12	13	-25	-12

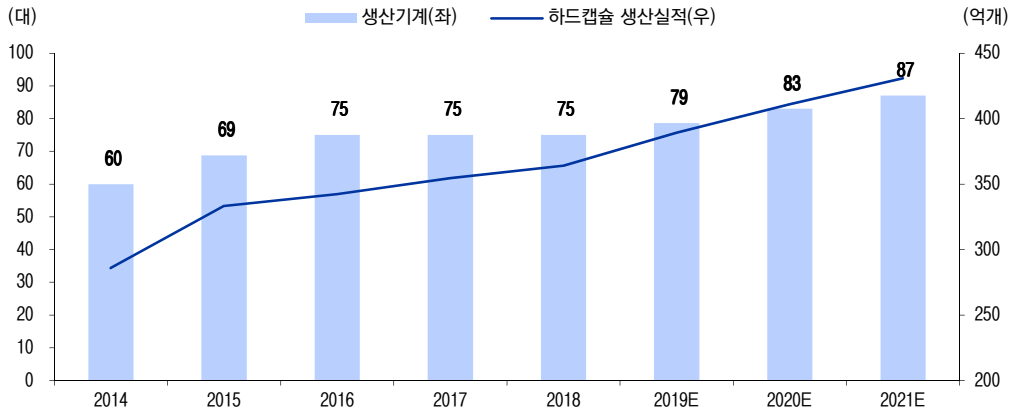
자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

표28 분기실적 전망

(단위: 억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E
매출액	**991**	**1,041**	**948**	**955**	**1,178**	**1,154**	**1,143**	**1,157**
YOY	*10.0%*	*13.7%*	*6.0%*	*21.0%*	*18.9%*	*10.9%*	*20.6%*	*21.1%*
하드캡슐	349	386	357	347	428	417	435	455
의약품	155	132	121	136	139	137	126	139
건강기능식품	377	378	345	327	451	445	429	408
원료	94	131	116	99	114	125	127	126
상품 & 기타	15	14	10	46	45	30	26	29
% YoY								
하드캡슐	*9.9%*	*10.9%*	*9.3%*	*8.5%*	*22.7%*	*8.1%*	*22.1%*	*31.0%*
의약품	*-4.4%*	*-2.4%*	*0.2%*	*21.7%*	*-10.6%*	*3.5%*	*4.0%*	*2.7%*
건강기능식품	*23.0%*	*22.8%*	*-0.1%*	*29.7%*	*19.7%*	*17.5%*	*24.4%*	*24.7%*
원료	*-3.3%*	*-34.4%*	*-1644.2%*	*1.5%*	*21.8%*	*-4.1%*	*9.6%*	*27.3%*
상품 & 기타	*-7.2%*	*-119.2%*	*-91.2%*	*427.6%*	*192.1%*	*112.6%*	*171.5%*	*-38.4%*
% of Sales								
하드캡슐	35.3%	37.0%	37.6%	36.3%	36.4%	36.1%	38.1%	39.3%
의약품	15.7%	12.7%	12.8%	14.2%	11.8%	11.9%	11.0%	12.1%
건강기능식품	38.1%	36.3%	36.4%	34.2%	38.3%	38.5%	37.5%	35.3%
원료	9.4%	12.6%	12.2%	10.3%	9.7%	10.9%	11.1%	10.9%
상품 & 기타	1.6%	1.4%	1.0%	4.9%	3.8%	2.6%	2.3%	2.5%
생산실적(Q)								
하드캡슐(억개)	85	95	100	83	84	96	104	106
YoY	*-1.0%*	*-0.3%*	*15.9%*	*-3.3%*	*-1.7%*	*1.0%*	*3.3%*	*26.7%*
젤라틴(톤)	1,449	1,519	1,365	1,557	1,435	1,601	1,617	1,633
YoY	*-3.7%*	*4.3%*	*16.5%*	*3.5%*	*-1.0%*	*5.4%*	*18.5%*	*4.9%*
생산기계 대수	75	75	75	75	75	75	81	83
기계 1 대당 생산	1.1	1.3	1.3	1.1	1.1	1.3	1.3	1.3
ASP(P)								
하드캡슐(원)	4.1	4.0	3.6	4.2	5.1	4.3	4.2	4.3
YoY	*11.1%*	*11.2%*	*-5.7%*	*12.2%*	*24.8%*	*7.0%*	*18.2%*	*3.4%*
젤라틴(백만원/톤)	6.5	8.6	8.5	6.3	7.9	7.8	7.9	8.0
YoY	*0.5%*	*-37.0%*	*-1425.9%*	*-1.9%*	*23.0%*	*-9.0%*	*-6.9%*	*26.0%*
영업이익	**103**	**120**	**80**	**90**	**125**	**136**	**115**	**124**
% of sales	10.4%	11.5%	8.5%	9.4%	10.6%	11.8%	10.1%	10.7%
% YoY	*2.9%*	*12.2%*	*-13.8%*	*23.5%*	*21.7%*	*13.3%*	*43.6%*	*37.7%*
사업부별 OPM								
캡슐	83	91	53	66	90	100	83	88
OPM	*9.4%*	*10.1%*	*6.4%*	*8.1%*	*8.8%*	*10.0%*	*8.3%*	*8.8%*
원료	18	24	25	20	42	47	37	39
OPM	*19.1%*	*18.4%*	*21.2%*	*20.7%*	*36.6%*	*37.5%*	*29.0%*	*31.0%*
기타	2	5	3	4	-6	-11	-4	-4

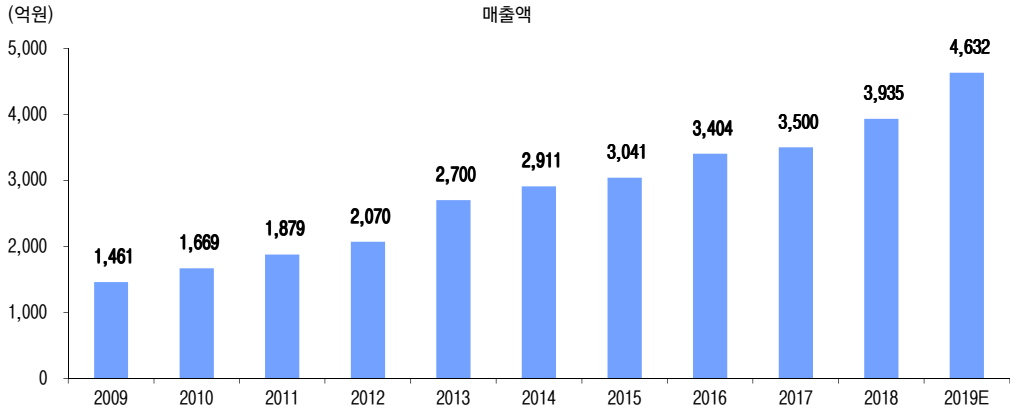
자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림24 하드캡슐 생산: 생산기계 3Q19 +8 대, 2021 년 +4 대, 모두 식물성으로 증설



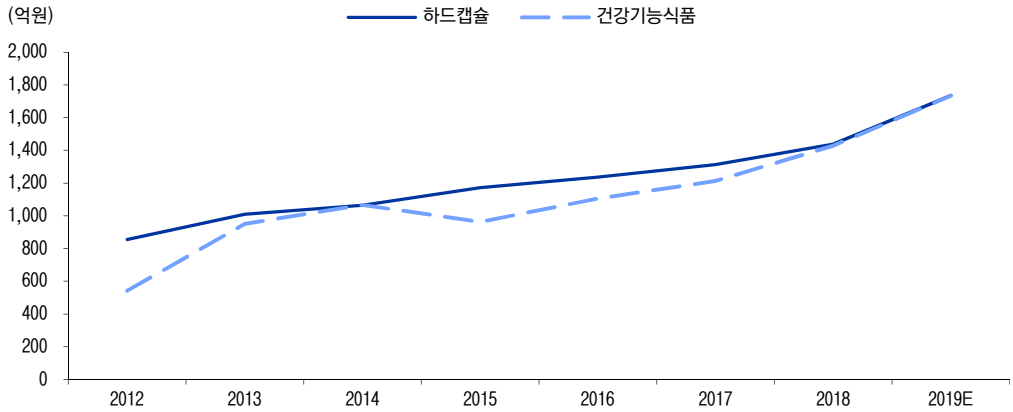
자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림25 서흥 매출액 추이: 역성장 없이 매년 상승흐름 유지



자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림26 하드캡슐 & 건강기능식품 매출액 추이



자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

서흥 (008490)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	197.0	214.0	229.2	247.3	278.8
현금 및 현금성자산	11.4	13.2	11.6	19.0	40.5
매출채권 및 기타채권	69.6	75.7	81.3	87.0	92.7
재고자산	111.6	116.2	127.4	132.3	136.5
기타유동자산	4.4	8.9	9.0	9.0	9.1
비유동자산	398.3	425.1	449.4	466.6	474.0
관계기업투자등	36.5	24.1	28.3	31.0	33.6
유형자산	344.9	381.6	399.9	413.2	416.7
무형자산	7.5	10.8	11.0	11.3	11.6
자산총계	**595.3**	**639.1**	**678.5**	**714.0**	**752.8**
유동부채	202.1	193.9	192.5	193.4	194.2
매입채무 및 기타재무	21.2	29.1	29.3	31.7	34.1
단기금융부채	173.5	154.8	153.3	151.7	150.2
기타유동부채	7.4	10.0	10.0	10.0	10.0
비유동부채	92.3	137.0	136.0	134.9	133.9
장기금융부채	72.4	118.6	117.4	116.2	115.1
기타비유동부채	19.9	18.4	18.5	18.7	18.8
부채총계	**294.4**	**330.9**	**328.5**	**328.3**	**328.1**
지배주주지분	269.9	273.6	315.5	351.1	390.1
자본금	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1
자본잉여금	49.0	49.0	49.0	49.0	49.0
이익잉여금	219.2	242.2	275.1	310.7	349.7
비지배주주지분(연결)	30.9	34.6	34.6	34.6	34.6
자본총계	**300.8**	**308.2**	**350.0**	**385.6**	**424.7**

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**350.0**	**393.5**	**463.2**	**506.3**	**550.0**
매출원가	277.5	319.2	372.1	406.9	442.1
매출총이익	**72.5**	**74.3**	**91.1**	**99.3**	**107.9**
판매비 및 관리비	35.2	35.0	41.1	44.1	47.2
영업이익	**37.3**	**39.3**	**50.0**	**55.2**	**60.7**
(EBITDA)	62.3	66.0	76.9	84.8	87.4
금융손익	-8.9	-7.5	-8.1	-8.0	-8.0
이자비용	6.7	8.0	8.4	8.4	8.4
관계기업등 투자손익	2.5	2.1	2.1	2.1	2.1
기타영업외손익	0.0	1.2	5.6	4.7	4.4
세전계속사업이익	**31.0**	**35.1**	**49.6**	**53.9**	**59.2**
계속사업법인세비용	4.6	5.7	7.7	8.9	10.3
계속사업이익	26.4	29.4	41.9	45.0	48.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**26.4**	**29.4**	**41.9**	**45.0**	**48.9**
지배주주	23.1	25.7	36.8	39.5	42.9
총포괄이익	**25.3**	**20.0**	**41.9**	**45.0**	**48.9**
매출총이익률 (%)	20.7	18.9	19.7	19.6	19.6
영업이익률 (%)	10.7	10.0	10.8	10.9	11.0
EBITDA 마진률 (%)	17.8	16.8	16.6	16.7	15.9
당기순이익률 (%)	7.5	7.5	9.0	8.9	8.9
ROA (%)	3.9	4.2	5.6	5.7	5.9
ROE (%)	8.7	9.5	12.5	11.9	11.6
ROIC (%)	6.5	6.3	7.5	7.8	8.2

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	**45.7**	**49.0**	**51.5**	**56.8**	**58.1**
당기순이익(손실)	26.4	29.4	41.9	45.0	48.9
비현금수익비용가감	41.1	42.6	26.1	20.0	16.6
유형자산감가상각비	24.9	26.4	26.7	29.4	26.4
무형자산상각비	0.1	0.2	0.2	0.2	0.2
기타현금수익비용	-1.2	-1.9	-0.8	-9.6	-10.0
영업활동 자산부채변동	-11.1	-11.2	-16.5	-8.3	-7.5
매출채권 감소(증가)	-3.4	-5.2	-5.5	-5.8	-5.6
재고자산 감소(증가)	-3.3	-3.4	-11.2	-4.9	-4.2
매입채무 증가(감소)	0.2	2.1	0.2	2.4	2.4
기타자산, 부채변동	-4.6	-4.7	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	**-43.5**	**-50.8**	**-47.7**	**-43.9**	**-31.1**
유형자산처분(취득)	-44.8	-53.6	-45.0	-42.8	-29.9
무형자산 감소(증가)	-0.2	-0.7	-0.4	-0.5	-0.5
투자자산 감소(증가)	2.2	-0.3	-2.3	-0.6	-0.7
기타투자활동	-0.6	3.8	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	**-7.2**	**3.2**	**-5.4**	**-5.4**	**-5.4**
차입금의 증가(감소)	3.3	18.5	-1.5	-1.5	-1.5
자본의 증가(감소)	-5.5	-5.4	-3.9	-3.9	-3.9
배당금의 지급	5.5	5.4	3.9	3.9	3.9
기타재무활동	-4.9	-9.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	**-6.0**	**1.8**	**-1.6**	**7.5**	**21.5**
기초현금	17.3	11.4	13.2	11.6	19.0
기말현금	11.4	13.2	11.6	19.0	40.5

주: IFRS 연결 기준
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	16.2	10.1	9.8	9.1	8.4
P/B	1.4	1.0	1.2	1.1	1.0
EV/EBITDA	9.8	8.0	8.2	7.3	6.8
P/CF	5.6	3.8	5.5	5.8	5.7
배당수익률 (%)	0.9	1.5	1.1	1.1	1.1
성장성 (%)					
매출액	2.8	12.4	17.7	9.3	8.6
영업이익	-7.0	5.4	27.2	10.3	10.0
세전이익	-8.2	13.3	41.4	8.7	9.9
당기순이익	-14.0	11.3	42.5	7.5	8.6
EPS	-14.4	14.5	43.0	7.4	8.6
안정성 (%)					
부채비율	97.9	107.4	93.9	85.1	77.3
유동비율	97.5	110.4	119.0	127.9	143.5
순차입금/자기자본(x)	77.5	83.9	73.5	64.1	52.5
영업이익/금융비용(x)	5.6	4.9	5.9	6.6	7.3
총차입금 (십억원)	246.0	273.4	270.7	268.0	265.2
순차입금 (십억원)	233.1	258.5	257.3	247.0	222.8
주당지표 (원)					
EPS	2,021	2,315	3,309	3,553	3,861
BPS	23,330	23,650	27,267	30,345	33,720
CFPS	5,831	6,225	5,875	5,623	5,664
DPS	300	350	350	350	350

종근당바이오 (063160)

2019. 9. 24 | Mid-Small Cap

Analyst 김한경
02. 3779-8848
hkkim@ebestsec.co.kr

프로바이오틱스의 담보된 성장

Buy(initiate)

목표주가 41,000 원
현재주가 30,550 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

발효기술 기반 원료의약품 및 프로바이오틱스 생산

종근당바이오는 종근당홀딩스의 계열사로서 고도화된 발효기술을 기반으로 원료의약품 및 프로바이오틱스 제품을 생산하고 있다. 동사는 국내 1위 원료의약품 수출 기업으로 매출의 80%가 해외에서 발생하고 있으며 항생제, 치료제, 면역억제제 등 완제품 제조에 필요한 원료 의약품을 생산하고 있다. 프로바이오틱스는 지난해부터 개시한 신규사업이며 국내 1위 프로바이오틱스 제품인 락토핏의 원말을 생산해 관계사 종근당건강에 납품하고 있다.

프로바이오틱스 원말 매출, 증설 효과로 고성장 기대

락토핏이 국내 프로바이오틱스 시장의 1인자로 자리잡으며 동사의 프로바이오틱스 원말 사업에 청신호가 켜졌다. 현재 동사의 생산규모로는 시장 수요를 온전히 소화할 수 없다는 판단에 안산공장 증설에 들어갔으며 올해 연말 완공을 앞두고 있다. 증설 후 연간 원말 생산량은 기존 38.4t에서 108.0t까지 증가하며 금액 기준으로는 올해 93억원(당사 추정)에서 내년도 300억원까지 급증하게 된다. 현재 동사 생산량은 관계사 수요의 약 30%에 그치고 있어 증설 직후 의미 있는 실적 상승이 예상된다.

동사는 고도화된 원료 생산 능력을 바탕으로 완제품 시장에도 진출했다. 자체 브랜드 유거스는 프롤린 공법을 활용해 유산균 안정성을 극대화한 제품인데 이번 증설과 호주법인 설립을 통해 해외 진출에 있어 만반의 준비를 갖췄다. 유럽, 싱가폴, 홍콩 등지에 우선 진출할 예정이며 동사가 구축해놓은 해외 의약품 판매 네트워크를 건기식 판매에도 활용할 수 있어 수월한 해외 진출이 예상된다.

투자의견 매수, 목표주가 41,000원 신규 제시

종근당바이오에 대해 투자의견 매수, 목표주가 41,000원을 신규 제시한다. 2019년 실적은 매출액 1,324억원(+6.3% yoy), 영업이익 132억원(+88.4% yoy, OPM 10.0%)로, 2020년 실적은 매출액 1,535억원(+15.9% yoy), 영업이익 180억원(+36.7% yoy, OPM 11.8%)로 예상한다. 목표주가는 12개월 선행 EPS 2,430원에 건기식 피어그룹 P/E를 10% 할증해 계산했다. 1) 내년도 증설에 따른 실적개선이 매우 가시적이며, 2) OEM에서 브랜드사로 비즈니스 포트폴리오 확장, 3) 프로바이오틱스의 견조한 성장에 따른 수혜가 지속될 전망이다.

Stock Data

KOSPI(9/23)		2,091.7 pt
시가총액		1,598 억원
발행주식수		5,229 천주
52 주 최고가 / 최저가		33,450 / 18,050 원
90 일 일평균거래대금		15.83 억원
외국인 지분율		9.2%
배당수익률(19.12E)		0.9%
BPS(19.12E)		30,182 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	3.7%
	6 개월	34.4%
	12 개월	53.0%
주주구성	종근당홀딩스 (외 2 인)	37.3%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	118.2	9.0	9.6	8.0	1,563	-15.0	18	13.7	5.3	0.8	5.8
2018	124.5	7.0	9.3	8.0	1,551	-0.7	16	13.4	6.0	0.7	5.5
2019E	132.4	13.2	13.5	10.8	2,105	35.7	24	14.5	6.1	1.0	7.1
2020E	153.5	18.0	18.2	14.6	2,846	35.2	29	10.7	5.0	0.9	8.9
2021E	176.5	20.7	20.8	16.6	3,242	13.9	32	9.4	4.4	0.9	9.3

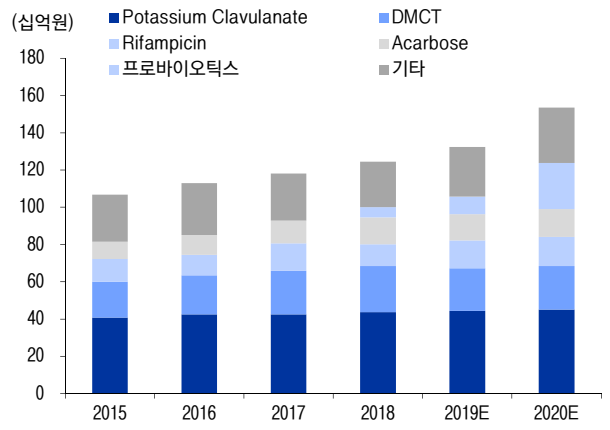
자료: 종근당바이오, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표29 종근당바이오 주요 제품 현황

제품명	기능	용도	매출액 (십억원)	비율
Potassium Clavulanate	베타락탐 저해제	페니실린계 항생제 약효 극대화, 해열제 등	21.7	33.8%
DMCT	항생제원료	Minocycline의 원료, 여드름 치료제 등	8.3	13.0%
Rifampicin	항생제원료	결핵치료제의 원료	9.3	14.5%
Acarbose	당뇨병치료제	제2형 당뇨병치료제	5.7	8.9%
Probiotics	건강기능식품	락토핏 원료, 유거스	4.3	6.7%

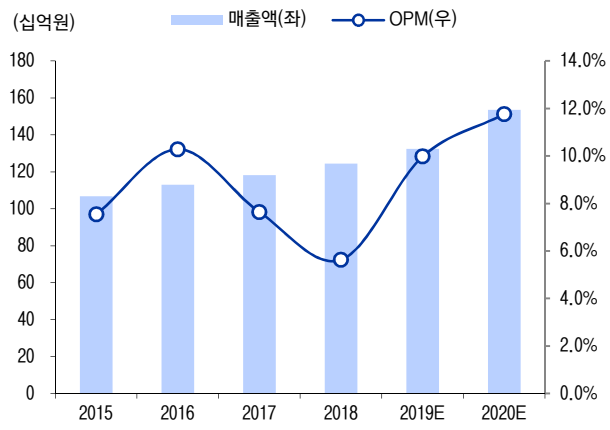
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림27 종근당바이오 부문별 매출 추이 및 전망



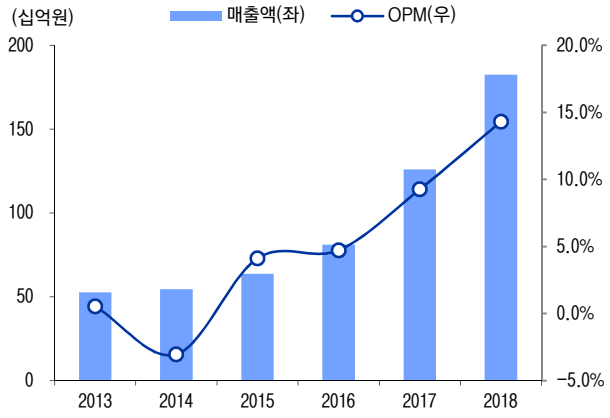
자료: DART, 이베스트투자증권 리서치센터

그림28 종근당바이오 실적 추이 및 전망



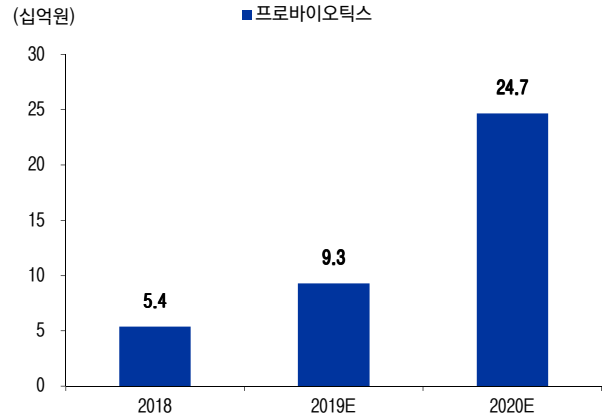
자료: DART, 이베스트투자증권 리서치센터

그림29 종근당건강 실적 추이



자료: DART, 이베스트투자증권 리서치센터

그림30 종근당바이오 프로바이오틱스 매출 추이 및 전망



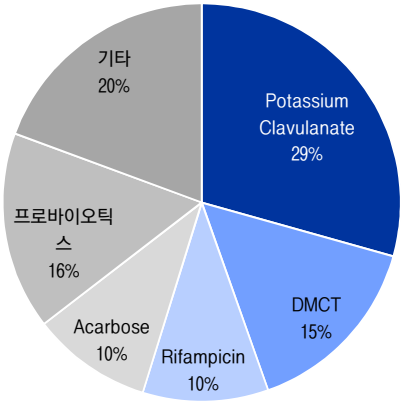
자료: DART, 이베스트투자증권 리서치센터

표30 종근당바이오 분기별 실적 테이블

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E
매출액	**30.8**	**30.9**	**32.6**	**30.3**	**31.3**	**33.0**	**34.0**	**34.1**
매출총이익	5.8	4.4	6.9	6.3	7.2	9.1	9.1	9.1
GPM	*18.8%*	*14.2%*	*21.2%*	*20.9%*	*23.1%*	*27.5%*	*26.9%*	*26.8%*
판관비	4.3	3.5	4.1	4.6	4.7	5.0	5.6	6.0
영업이익	**1.5**	**0.9**	**2.8**	**1.8**	**2.5**	**4.0**	**3.5**	**3.1**
OPM	*5.0%*	*2.9%*	*8.5%*	*5.9%*	*8.0%*	*12.2%*	*10.4%*	*9.2%*
세전이익	**2.7**	**1.7**	**3.0**	**1.9**	**2.7**	**4.1**	**3.5**	**3.1**
법인세	0.5	0.1	0.6	0.1	0.4	1.0	0.7	0.6
당기순이익	**2.2**	**1.7**	**2.4**	**1.8**	**2.3**	**3.2**	**2.8**	**2.5**
NPM	*7.1%*	*5.3%*	*7.3%*	*5.8%*	*7.3%*	*9.6%*	*8.3%*	*7.4%*
품목별 매출								
Potassium Clavulanate	10.8	11.1	11.2	10.6	10.5	11.3	11.7	10.9
DMCT	5.8	4.9	6.5	7.7	5.4	2.9	6.7	7.9
Rifampicin	2.9	3.5	3.5	1.8	4.2	5.1	3.6	1.9
Acarbose	5.1	3.1	3.6	2.7	2.2	3.6	4.9	3.6
프로바이오틱스	0.0	0.0	3.6	1.8	1.9	2.4	2.5	2.5
기타	6.2	8.2	4.3	5.8	7.1	7.8	4.6	7.3
YoY 성장률								
매출액	2.6%	0.8%	12.9%	5.5%	1.7%	6.8%	4.6%	12.5%
매출총이익	-1.4%	-29.1%	-4.0%	12.4%	24.9%	106.2%	32.5%	44.2%
영업이익	-24.1%	-58.6%	-10.9%	5.9%	62.3%	341.8%	27.9%	75.7%
세전이익	1.5%	-38.4%	-6.9%	92.9%	1.9%	138.2%	19.7%	64.7%
당기순이익	0.0%	-31.3%	-7.4%	98.9%	6.0%	92.1%	19.6%	42.2%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림31 종근당바이오 2020F 매출 구성



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림32 종근당바이오 증설 효과

구분	연간 총 생산량		
	기존시설	신축시설	**총 생산량**
원료	38.4t	69.6t	**108.0t 이상**
완제		1.8억 포 2억 캡슐	**1.8억 포 이상** **2억 캡슐 이상**

자료: 종근당바이오, 이베스트투자증권 리서치센터

표31 종근당바이오 연간 실적 테이블

(단위: 십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	**113.0**	**118.2**	**124.5**	**132.4**	**153.5**
매출총이익	26.4	24.9	23.4	34.6	44.5
GPM	*23.4%*	*21.1%*	*18.8%*	*26.1%*	*29.0%*
판관비	14.8	15.9	16.4	21.4	26.5
영업이익	**11.6**	**9.0**	**7.0**	**13.2**	**18.0**
OPM	*10.3%*	*7.6%*	*5.6%*	*10.0%*	*11.8%*
세전이익	**12.1**	**9.6**	**9.3**	**13.5**	**18.2**
법인세	2.7	1.6	1.3	2.7	3.6
당기순이익	**9.4**	**8.0**	**8.0**	**10.8**	**14.6**
NPM	*8.3%*	*6.8%*	*6.4%*	*8.2%*	*9.5%*
품목별 매출					
Potassium Clavulanate	42.6	42.5	43.7	44.4	45.1
DMCT	21.0	23.4	24.8	22.9	23.4
Rifampicin	10.9	14.7	11.7	14.8	15.7
Acarbose	10.7	12.2	14.5	14.2	15.0
프로바이오틱스	0.0	0.0	5.4	9.3	24.7
기타	28.0	25.3	24.5	26.8	29.7
YoY 성장률					
매출액	5.9%	4.6%	5.3%	6.3%	15.9%
영업이익	44.5%	-22.3%	-22.4%	88.4%	36.7%
세전이익	49.5%	-20.4%	-3.6%	45.8%	34.7%
당기순이익	41.8%	-15.0%	-0.7%	35.9%	34.9%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표32 종근당바이오 밸류에이션 테이블

항목	값
당기순이익 (12M Fwd)	12.7
발행주식수(백만 주)	5.2
A. EPS (12M Fwd)	2,430
B. 타겟 멀티플	16.7
콜마비앤에이치	13.7
서흥	11.1
에이치엘사이언스	16.6
뉴트리	14.7
노바렉스	13.8
코스맥스엔비티	30.4
A X B	40,585
목표주가	**41,000원**
현 주가	30,550원
Upside	34.2%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

종근당바이오 (063160)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	84.2	78.3	83.7	96.2	114.0
현금 및 현금성자산	15.7	12.0	12.2	14.5	21.1
매출채권 및 기타채권	28.7	31.1	31.8	36.8	42.4
재고자산	33.2	28.4	32.8	38.0	43.7
기타유동자산	6.6	6.9	6.9	6.9	6.9
비유동자산	95.3	106.3	113.3	117.9	121.0
관계기업투자등	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	93.5	104.1	110.8	114.9	117.6
무형자산	1.2	1.9	2.3	2.7	3.1
자산총계	**179.5**	**184.5**	**197.0**	**214.1**	**235.0**
유동부채	26.8	23.6	25.8	29.6	35.7
매입채무 및 기타재무	17.0	16.3	17.7	20.5	23.6
단기금융부채	5.9	2.9	3.9	4.9	7.9
기타유동부채	3.9	4.5	4.2	4.2	4.2
비유동부채	10.6	13.2	13.3	13.4	13.6
장기금융부채	0.1	2.1	2.1	2.1	2.1
기타비유동부채	10.5	11.2	11.3	11.4	11.5
부채총계	**37.4**	**36.9**	**39.1**	**43.1**	**49.3**
지배주주지분	142.0	147.7	157.8	171.1	185.8
자본금	13.1	13.1	13.1	13.1	13.1
자본잉여금	27.4	27.4	27.4	27.4	27.4
이익잉여금	103.2	109.2	119.0	132.2	147.0
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**142.0**	**147.7**	**157.8**	**171.1**	**185.8**

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**118.2**	**124.5**	**132.4**	**153.5**	**176.5**
매출원가	93.3	101.1	97.8	109.0	125.4
매출총이익	24.9	23.4	34.6	44.5	51.2
판매비 및 관리비	15.9	16.4	21.4	26.5	30.5
영업이익	**9.0**	**7.0**	**13.2**	**18.0**	**20.7**
(EBITDA)	18.1	16.0	24.2	29.5	32.5
금융손익	-1.2	1.0	0.0	0.1	0.0
이자비용	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.9	1.2	0.3	0.1	0.1
세전계속사업이익	**9.6**	**9.3**	**13.5**	**18.2**	**20.8**
계속사업법인세비용	1.6	1.3	2.7	3.6	4.2
계속사업이익	8.0	8.0	10.8	14.6	16.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**8.0**	**8.0**	**10.8**	**14.6**	**16.6**
지배주주	8.0	8.0	10.8	14.6	16.6
총포괄이익	**8.0**	**7.6**	**10.8**	**14.6**	**16.6**
매출총이익률 (%)	21.1	18.8	26.1	29.0	29.0
영업이익률 (%)	7.6	5.6	10.0	11.7	11.7
EBITDA 마진률 (%)	15.3	12.8	18.3	19.2	18.4
당기순이익률 (%)	6.8	6.4	8.2	9.5	9.4
ROA (%)	4.4	4.4	5.7	7.1	7.4
ROE (%)	5.8	5.5	7.1	8.9	9.3
ROIC (%)	5.9	4.6	7.5	9.5	10.1

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	**20.4**	**15.5**	**18.4**	**18.7**	**20.3**
당기순이익(손실)	8.0	8.0	10.8	14.6	16.6
비현금수익비용가감	11.9	12.6	11.3	11.6	11.9
유형자산감가상각비	9.1	8.8	10.8	11.2	11.5
무형자산상각비	0.0	0.2	0.2	0.3	0.3
기타현금수익비용	0.8	0.2	0.2	0.1	0.1
영업활동 자산부채변동	4.2	-4.1	-3.7	-7.5	-8.1
매출채권 감소(증가)	2.3	-2.5	-0.7	-5.1	-5.5
재고자산 감소(증가)	5.2	4.8	-4.4	-5.2	-5.7
매입채무 증가(감소)	0.5	-3.7	1.4	2.8	3.1
기타자산, 부채변동	-3.8	-2.7	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	**-12.6**	**-16.1**	**-18.1**	**-16.0**	**-14.8**
유형자산처분(취득)	-8.5	-16.3	-17.4	-15.4	-14.1
무형자산 감소(증가)	-1.2	-0.6	-0.6	-0.7	-0.7
투자자산 감소(증가)	-4.0	1.0	0.0	0.0	0.0
기타투자활동	1.1	-0.3	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	**-6.9**	**-3.1**	**0.0**	**-0.4**	**1.1**
차입금의 증가(감소)	-4.8	-1.1	1.0	1.0	3.0
자본의 증가(감소)	-2.1	-2.1	-1.0	-1.4	-1.9
배당금의 지급	2.1	2.1	1.0	1.4	1.9
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	**0.8**	**-3.8**	**0.3**	**2.3**	**6.6**
기초현금	14.9	15.7	12.0	12.2	14.5
기말현금	15.7	12.0	12.2	14.5	21.1

주: IFRS 연결 기준
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	13.7	13.4	14.5	10.7	9.4
P/B	0.8	0.7	1.0	0.9	0.9
EV/EBITDA	5.3	6.0	6.1	5.0	4.4
P/CF	5.6	5.3	7.2	6.1	5.6
배당수익률 (%)	1.9	1.0	0.9	1.2	1.4
성장성 (%)					
매출액	4.6	5.3	6.3	15.9	15.0
영업이익	-22.2	-22.4	88.3	36.4	15.0
세전이익	-20.4	-3.6	45.2	34.8	14.2
당기순이익	-15.0	-0.7	35.7	35.2	13.9
EPS	-15.0	-0.7	35.7	35.2	13.9
안정성 (%)					
부채비율	26.4	25.0	24.8	25.2	26.5
유동비율	313.9	331.1	324.2	324.8	319.4
순차입금/자기자본(x)	-11.0	-8.2	-7.2	-7.4	-8.7
영업이익/금융비용(x)	57.8	54.3	132.0	180.0	179.1
총차입금 (십억원)	6	5	6	7	10
순차입금 (십억원)	-16	-12	-11	-13	-16
주당지표 (원)					
EPS	1,563	1,551	2,105	2,846	3,242
BPS	27,162	28,236	30,182	32,709	35,526
CFPS	3,805	3,927	4,219	5,001	5,446
DPS	400	200	270	370	420

노바렉스 (194700)

2019. 9. 24 | Mid-Small Cap

Analyst 김한경
02. 3779-8848
hkkim@ebestsec.co.kr

내년이 더 기대되는 ODM 회사

NR

목표주가	NR
현재주가	20,050 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

국내 1위 건기식 ODM/OEM 회사

노바렉스는 국내 1위 건기식 OEM/ODM 회사로 2018년 기준 205개의 고객사와 350개의 제품 포트폴리오를 보유하고 있다. 주요 거래선으로는 CJ제일제당, 콜마비앤에이치 등이 있으며 뉴트리, 암웨이, KT&G 등도 지난해 신규 고객으로 확보했다. 동사의 강점으로는 국내 최다 개별인정원료 보유(35개)회사라는 점, 수익성 높은 ODM 및 원료 사업 경쟁력, 다변화된 거래선 등을 꼽을 수 있다.

시장보다 빠르게 성장한다

건강기능식품 시장의 잠재력을 감지한 식품회사, 화장품회사, 제약회사 등이 연이어 시장에 침투하고 있다. 중장기적으로 브랜드간의 경쟁 심화가 나타날 수 있으나 OEM 사 입장에서는 오더 확대에 따른 수혜를 기대할 수 있는 대목이다. 동사는 1위 사업자로서 검증된 생산 능력과 및 레퍼런스를 보유하고 있으며 동사의 거래처들 역시 건기식 시장 성장을 주도하고 있어 고성장이 지속될 전망이다. 특히 내년 하반기 오송 공장 완공으로 생산 규모가 연간 1,500억원 → 3,000억원으로 급증하며 본격적으로 성장판이 열릴 전망이다.

해외 사업도 청신호

해외 사업도 올해부터 가시화된다. 국내 레퍼런스를 바탕으로 미국 Mannatech, 대만 TCI, 싱가폴 Unicity, 암웨이 등으로부터 오더를 확보했다. 동사는 북미, 중화권, 동남아 시장을 단계적으로 공략할 계획이며 수출 금액은 2018년 20억원 → 2019년 60억원 → 2020년 100억원 이상으로 빠르게 성장할 전망이다.

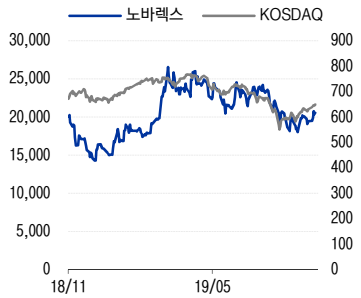
2019F 실적 매출액 1,393억원, 영업이익 167억원 예상

노바렉스 2019년 실적은 매출액 1,393억원(+29.8% yoy), 영업이익 167억원(+47.1% yoy, OPM 12.0%)으로 예상한다. 매출이 빠르게 성장하며 CAPA의 한계에 대한 우려가 존재하나 교대 근무 도입, 생산 효율화를 통해 내년 증설 시점까지는 무리 없이 성장할 수 있다. 현 주가는 2019F P/E 13.5배에 거래되고 있는데 1) 브랜드간 경쟁 심화에 따른 수혜가 기대되며, 2)내년도 증설 효과 및 해외 수출 본격화를 감안 시 중장기 투자 매력도는 높다.

Stock Data

KOSDAQ(9/23)		645.01 pt
시가총액		1,805 억원
발행주식수		9,004 천주
52 주 최고가 / 최저가		26,550 / 14,300 원
90 일 일평균거래대금		14.46 억원
외국인 지분율		1.7%
배당수익률(2018)		1.3%
BPS(2018)		9,926 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	-3.1%
	6 개월	-4.9%
	12 개월	31.0%
주주구성		
권석형(외 9 인)		39.0%
자사주(외 1 인)		11.7%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2014	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
2015	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
2016	77.1	10.3	10.9	9.2	1,205	0.0	12.0	n/a	n/a	n/a	20.6
2017	80.9	9.9	9.6	8.0	1,061	-11.9	11.0	n/a	n/a	n/a	15.5
2018	107.3	11.3	11.5	9.2	1,178	11.0	13.1	13.5	8.2	1.6	12.0

자료: 노바렉스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표33 노바렉스 분기 실적 테이블

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19
매출액	**22.9**	**28.7**	**30.1**	**25.6**	**30.7**	**40.6**
매출원가	18.1	22.8	24.3	21.4	25.5	32.8
매출총이익	4.8	5.9	5.7	4.3	5.2	7.8
GPM	*20.8%*	*20.6%*	*19.1%*	*16.6%*	*16.8%*	*19.1%*
판매관리비	2.1	2.4	1.9	2.9	2.5	3.4
영업이익	**2.6**	**3.5**	**3.8**	**1.4**	**2.7**	**4.4**
OPM	*11.5%*	*12.3%*	*12.7%*	*5.3%*	*8.8%*	*10.7%*
세전이익	**2.7**	**3.8**	**3.8**	**1.2**	**3.4**	**4.1**
법인세	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7	0.7
당기순이익	**2.2**	**3.2**	**3.1**	**0.6**	**2.7**	**3.4**
지배순이익	2.3	3.3	3.2	0.8	2.7	3.5
YoY						
매출액	24.2%	42.0%	43.2%	20.9%	34.1%	41.2%
매출총이익	13.4%	57.3%	21.4%	-2.3%	8.6%	31.4%
영업이익	0.8%	134.5%	15.1%	-45.2%	3.1%	23.0%
세전이익	21.4%	115.4%	9.9%	-43.1%	25.5%	8.2%
당기순이익(지배)	24.3%	115.4%	11.1%	-58.9%	21.8%	7.4%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표34 노바렉스 연간 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)	FY2016	FY2017	FY2018	FY2019E	FY2020E
매출액	**77.1**	**80.9**	**107.3**	**139.3**	**166.9**
매출원가	61.5	63.8	86.7	112.1	132.5
매출총이익	15.7	17.0	20.7	27.2	34.4
GPM	*20.3%*	*21.1%*	*19.3%*	*19.5%*	*20.6%*
판매관리비	5.4	7.1	9.3	10.5	12.1
영업이익	**10.3**	**9.9**	**11.3**	**16.7**	**22.3**
OPM	*13.3%*	*12.2%*	*10.6%*	*12.0%*	*13.3%*
세전이익	**10.9**	**9.6**	**11.5**	**17.2**	**22.9**
법인세	1.7	1.6	2.3	3.4	4.6
당기순이익	**9.2**	**8.0**	**9.2**	**13.7**	**18.3**
지배순이익	9.2	8.1	9.5	13.7	18.3

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

노바렉스 (194700)

재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	0.0	0.0	40.4	45.6	64.0
현금 및 현금성자산	0.0	0.0	17.9	21.7	35.6
매출채권 및 기타채권	0.0	1.0	2.0	3.0	4.0
재고자산	0.0	0.0	8.9	8.7	13.2
기타유동자산	0.0	-1.0	11.7	12.2	11.2
비유동자산	0.0	0.0	19.8	26.2	42.4
관계기업투자등	0.0	0.0	1.9	2.0	10.0
유형자산	0.0	0.0	17.3	23.0	31.1
무형자산	0.0	0.0	0.6	1.2	1.3
자산총계	**0.0**	**0.0**	**60.2**	**71.8**	**106.3**
유동부채	0.0	0.0	14.6	18.7	26.0
매입채무 및 기타재무	0.0	0.0	13.3	17.4	19.0
단기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	0.0	0.0	1.4	1.3	7.0
비유동부채	0.0	0.0	0.8	0.8	1.2
장기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타비유동부채	0.0	0.0	0.8	0.8	1.2
부채총계	**0.0**	**0.0**	**15.5**	**19.5**	**27.2**
지배주주지분	0.0	0.0	44.6	51.9	78.9
자본금	0.0	0.0	3.8	3.8	4.5
자본잉여금	0.0	0.0	11.6	11.7	32.0
이익잉여금	0.0	0.0	28.4	35.5	42.5
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.1	0.5	0.2
자본총계	**0.0**	**0.0**	**44.8**	**52.3**	**79.1**

손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	**0.0**	**0.0**	**77.1**	**80.9**	**107.3**
매출원가	0.0	0.0	61.5	63.8	86.7
매출총이익	**0.0**	**0.0**	**15.7**	**17.0**	**20.7**
판매비 및 관리비	0.0	0.0	5.4	7.1	9.3
영업이익	**0.0**	**0.0**	**10.3**	**9.9**	**11.3**
(EBITDA)	0.0	0.0	12.0	11.0	13.1
금융손익	0.0	0.0	0.7	(0.4)	0.4
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	0.0	(0.1)	0.1	(0.2)
세전계속사업이익	**0.0**	**0.0**	**10.9**	**9.6**	**11.5**
계속사업법인세비용	0.0	0.0	1.7	1.6	2.3
계속사업이익	0.0	0.0	9.2	8.0	9.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**0.0**	**0.0**	**9.2**	**8.0**	**9.2**
지배주주	0.0	0.0	9.2	8.1	9.5
총포괄이익	0.0	0.0	9.2	8.1	8.4
매출총이익률 (%)	n/a	n/a	20.3	21.1	19.3
영업이익률 (%)	n/a	n/a	13.3	12.2	10.6
EBITDA 마진률 (%)	n/a	n/a	15.6	13.6	12.2
당기순이익률 (%)	n/a	n/a	11.9	9.8	8.5
ROA (%)	n/a	n/a	15.3	11.3	8.9
ROE (%)	n/a	n/a	20.6	15.5	12.0
ROIC (%)	n/a	n/a	0.0	28.1	10.9

현금흐름표

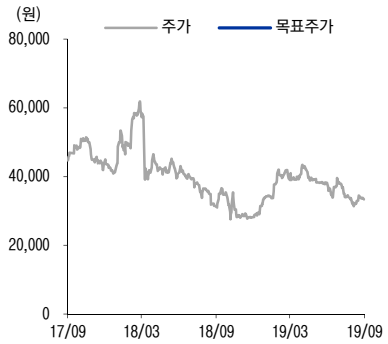
(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동 현금흐름	**0.0**	**0.0**	**7.4**	**10.6**	**7.4**
당기순이익(손실)	0.0	0.0	9.2	8.0	9.2
비현금수익비용가감	0.0	0.0	2.9	3.3	3.1
유형자산감가상각비	0.0	0.0	1.3	1.5	1.7
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.1	0.1
기타현금수익비용	0.0	0.0	1.6	1.7	1.4
영업활동 자산부채변동	0.0	0.0	-2.8	0.0	-5.5
매출채권 감소(증가)	0.0	0.0	1.4	-3.5	-0.5
재고자산 감소(증가)	0.0	0.0	1.2	0.9	-4.4
매입채무 증가(감소)	0.0	0.0	-3.8	3.3	-0.1
기타자산, 부채변동	0.0	0.0	-1.6	-0.7	-0.5
투자활동 현금	**0.0**	**0.0**	**-4.0**	**-5.3**	**-12.2**
유형자산처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.3
투자자산 감소(증가)	0.0	0.0	-0.8	-1.6	-2.3
기타투자활동	0.0	0.0	-3.1	-3.6	-9.7
재무활동 현금	**0.0**	**0.0**	**-1.2**	**-0.9**	**18.6**
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.2	20.1
자본의 증가(감소)	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0
배당금의 지급	0.0	0.0	-1.2	-1.2	-1.5
기타재무활동	0.0	0.0	-0.2	0.0	0.0
현금의 증가	**0.0**	**0.0**	**2.6**	**3.9**	**13.9**
기초현금	0.0	0.0	15.3	17.9	21.7
기말현금	0.0	0.0	17.9	21.7	35.6

주: IFRS 연결 기준
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2014	2015	2016	2017	2018
투자지표 (x)					
P/E	0.0	0.0	0.0	0.0	13.5
P/B	0.0	0.0	0.0	0.0	1.6
EV/EBITDA	0.0	0.0	0.0	0.0	8.2
P/CF	0.0	0.0	0.0	0.0	17.2
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	1.3
성장성 (%)					
매출액	n/a	n/a	n/a	4.8	32.7
영업이익	n/a	n/a	n/a	(3.7)	14.5
세전이익	n/a	n/a	n/a	(12.4)	20.2
당기순이익	n/a	n/a	n/a	(13.5)	15.1
EPS	n/a	n/a	n/a	(11.9)	11.0
안정성 (%)					
부채비율	n/a	n/a	34.5	37.2	34.4
유동비율	n/a	n/a	276.8	244.4	245.7
순차입금/자기자본(x)	n/a	n/a	(40.9)	(42.6)	(45.2)
영업이익/금융비용(x)	n/a	n/a	17,122.6	0.0	0.0
총차입금 (십억원)	n/a	n/a	0.0	0.0	0.0
순차입금 (십억원)	n/a	n/a	(18.3)	(22.3)	(35.7)
주당지표 (원)					
EPS	n/a	n/a	1,205	1,061	1,178
BPS	n/a	n/a	5,844	6,783	9,926
CFPS	n/a	n/a	966	1,391	924
DPS	n/a	n/a	150	200	200

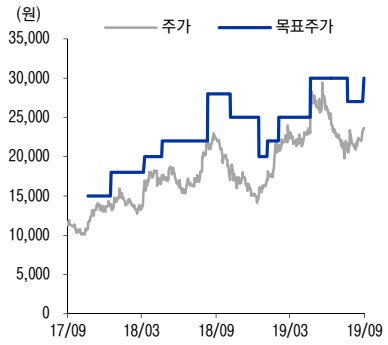
삼광글라스 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2019.09.24	변경	정홍식									
2019.09.24	NR	NR									

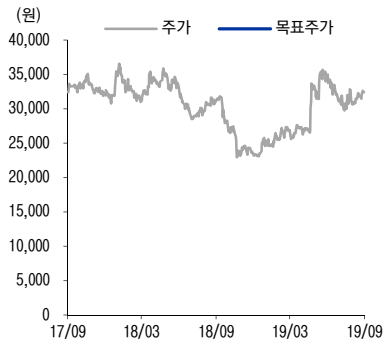
다나와 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2017.05.19	변경	정홍식									
2017.11.14	Buy	15,000	-4.3		-12.0						
2018.01.09	Buy	18,000	-11.4		-21.6						
2018.04.02	Buy	20,000	-8.8		-13.7						
2018.05.15	Buy	22,000	0.5		-21.1						
2018.09.04	Buy	28,000	-17.9		-25.8						
2018.10.30	Buy	25,000	-24.0		-33.8						
2019.01.08	Buy	20,000	-14.5		-19.6						
2019.01.29	Buy	22,000	-1.4		-13.2						
2019.02.26	Buy	25,000	-4.2		-11.0						
2019.05.15	Buy	30,000	-2.0		-17.8						
2019.08.14	Buy	27,000	-13.5		-18.9						
2019.09.24	Buy	30,000									

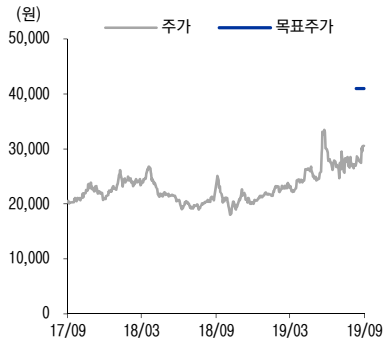
서흥 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2019.09.24	변경	정홍식									
2019.09.24	NR	NR									

종근당바이오 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2019.09.24	변경	김한경									
2019.09.24	Buy	41,000									

노바렉스 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2019.09.24	변경	김한경									
2019.09.24	NR	NR									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다 (작성자: 정홍식, 김한경).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
_ 동 자료의 추천기업은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
_ 동 자료의 추천기업은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
_ 동 자료의 추천기업에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대)			
		Neutral (중립)			
		Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수)	+15% 이상 기대	93.9%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		Hold (보유)	-15% ~ +15% 기대	6.1%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2018.7.1 ~ 2019.6.30 당사 리서치센터의 의견공표 기업들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)