Value & Growth

vol. 58 2020. 2. 25
3월

eBEST Mid-Small cap

Mid-Small Cap (가치)
Analyst 정홍식
02 3779 8468
hsjeong@ebestsec.co.kr

Mid-Small Cap (성장)
Analyst 김한경
02 3779 8848
hkkim@ebestsec.co.kr

Part I
Value & Growth Universe

Part II
중소형주 종목 동향

Part III
중소형주 탐방노트

Part IV
건강기능식품 시장 동향 Update

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.

3월

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

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

3 월 eBest Mid-Small cap

Value & Growth

Contents

Part I	Value & Growth Universe	4
Part II	중소형주 종목 동향	11
Part III	중소형주 탐방노트	18
Part IV	건강기능식품 시장 동향 Update	23

기업분석

서흥 (008490)	38
종근당바이오 (063160)	44
팜스빌 (318010)	50

Part I

Value & Growth Universe

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

2020년 3월 Universe에는 신규편입종목은 없으며,
제외 종목은 화승인더, 화승엔터프라이즈가 있습니다.

이번 Universe 업데이트에서는
Universe 기업에 대한 VIEW 변화 및 코멘트와
2020년 2월 신규상장(IPO) 기업들을 정리하였습니다.

Value & Growth Universe

표1 Universe 투자포인트 요약

애널리스트	기업코드	기업명	투자포인트
정홍식	A058470	리노공업	2020년 피치미세화 진행으로 ASP 상승, 비메모리 R&D 증가에 따른 소켓 수요 확대
	A019680	대교	안정적인 재무구조 & 자산가치, 테블릿PC를 활용한 수학 비중 확대
	A034310	NICE	ITM반도체 고성장으로 연결실적 큰 폭 개선, 금융계열 자회사 안정적인 성장성 유지
	A030190	NICE평가정보	추세적인 성장성 유효, 데이터3법 이슈로 인지도 상승, 국내 최대의 CB 기업
	A119860	다나와	제휴쇼핑의 안정적인 성장성 + 다나와컴퓨터의 고성장, 온라인쇼핑 거래액과 연관성 높음
	A023910	대한약품	Valuation 저평가, 기초 수액제 시장이 확대될 경우 동사의 성장성도 동행할 가능성 높음
	A005680	삼영전자	순현금이 시가총액보다 높은 절대 저평가 상황, 다만 전해콘덴서 가격하락으로 이익은 부진
	A086450	동국제약	헬스케어 사업부문의 화장품 고성장 흐름 지속, OTC 동영제 브랜드 런칭, 2020년 성장 유지
	A025000	KPX케미칼	Valuation 저평가, 상대적으로 저렴한 원재료 투입 효과는 2020년에 연간 Fully 반영
	A063570	한국전자금융	CD-VAN & ATM 관리 둔화〈 무인주차장 개선이 될 시기에 관심 높여야 할 것으로 판단
	A049070	인탑스	자동차 & 가전 뿐만 아니라 사출경쟁력을 기반으로 사업영역 다각화 진행, Valuation 저평가
	A069510	에스텍	최대실적에도 불구 지나친 저평가 구간에 있음. 자동차용 스피커 성장성 유효
	A016800	퍼시스	국내 사무용 가구 1인자로서의 프리미엄, 일룸 & 시디즈 등의 관계사 성장의 수혜
	A008490	서흥	2020년 식물성 하드캡슐 Capa증설 마진기여, 건강기능식품 수익성 개선 기대감
	A078000	텔코웨어	높은 자산가치 및 배당메리트, 2020년 이후 Core 부문의 투자 집행할 경우 수혜
	A036190	금화피에스시	Valuation 절대 저평가 구간, 2020년에는 올해 OH공사 기저효과로 실적 상승 가능성 높음
	A130580	나이스디앤비	국내 CB 상장기업 중에서 성장성 대비 가장 저평가. 안정적인 현금흐름으로 사업 다각화
	A040420	정상제이엘에스	영업이익 고성장에도 불구하고 주가 상승 없었음. 배당메리트 부각, 학생수 증가 추세
	A092130	이크레더블	배당메리트 매우 높음. 매년 성장하는 순이익에 비례하여 DPS 상승하는 구조
김한경	A067160	아프리카TV	별풍선과 광고의 쌍두마차! 올해에도 고성장 지속
	A065510	휴비츠	렌즈가공기 판매 호조와 망막진단기 매출 온기 반영 효과로 성장 재개
	A192440	슈피겐코리아	5G, 폴더블 폰 출시로 케이스 수요 증가, 적극적인 주주환원
	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
	A051360	토비스	카지노의 담보된 성장과 전장 사업부의 기여도 상승

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	1,323.0	86,800	9.2	12.9	4.2	35.2	17.1	26.1	4.5	16.9
	A019680	대교	Buy	531.3	5,450	-0.2	21.5	-2.1	4.1	3.2	28.9	0.9	6.0
	A034310	NICE	Buy	858.0	22,650	22.4	15.7	2.5	7.5	5.6	13.9	0.8	3.2
	A030190	NICE평가정보	Buy	1,053.4	17,350	7.2	5.8	4.2	12.5	17.3	26.4	4.6	15.0
	A119860	다나와	Buy	336.7	25,750	57.2	41.1	43.9	17.1	21.5	14.3	3.1	9.1
	A005680	삼영전자	Buy	164.0	8,200	-17.6	-57.2	-33.9	2.7	2.1	16.4	0.4	-6.5
	A023910	대한약품	Buy	190.2	31,700	5.6	-4.2	-3.2	20.7	16.6	6.9	1.1	4.1
	A086450	동국제약	Buy	811.0	91,200	19.8	23.2	19.2	14.1	14.6	14.5	2.1	8.3
	A025000	KPX케미칼	Buy	252.6	52,200	-0.1	102.9	267.2	29.2	8.7	6.2	0.5	1.5
	A063570	한국전자금융	Buy	262.3	7,680	-4.9	-22.5	-51.0	6.9	6.0	25.5	1.5	5.8
	A049070	인탑스	Buy	241.7	14,050	15.4	45.6	38.9	6.0	6.3	7.7	0.5	0.9
	A069510	에스텍	Buy	117.8	10,800	10.6	21.5	-0.8	6.5	12.2	6.0	0.7	1.5
	A016800	퍼시스	Buy	330.1	28,700	8.0	9.0	-19.8	8.9	8.1	9.0	0.7	3.5
	A008490	서흥	Buy	461.6	39,900	16.3	27.2	45.5	10.9	10.7	12.3	1.3	9.3
	A078000	텔코웨어	Buy	117.4	12,100	-5.5	-41.7	-27.0	8.8	4.1	25.5	1.1	6.6
	A036190	금화피에스시	Buy	161.7	26,950	-1.2	-4.3	-12.6	17.2	14.2	4.7	0.7	-0.2
	A130580	나이스디앤비	Buy	135.8	8,820	45.0	20.2	11.8	16.6	19.0	13.1	2.5	7.5
	A040420	정상제이엘에스	Buy	114.9	7,330	7.5	25.7	172.2	14.6	14.7	11.7	1.7	6.4
	A092130	이크레더블	Buy	230.0	19,100	9.1	8.5	8.0	40.9	25.2	17.0	4.3	10.3
김한경	A067160	아프리카TV	Buy	700.0	60,900	34.0	45.0	59.7	23.2	28.3	20.3	5.7	13.9
	A065510	휴비츠	Buy	117.9	9,920	13.8	39.2	6.0	12.9	4.8	15.7	0.7	4.8
	A192440	슈피겐코리아	Buy	298.4	48,000	15.0	3.5	4.4	16.6	14.7	6.7	1.0	2.9
	A012750	에스원	Buy	3,275.5	86,200	5.5	5.4	56.7	9.9	12.1	20.3	2.5	8.2
	A039830	오로라	Buy	137.8	12,800	11.7	41.2	80.0	11.3	9.2	12.8	1.2	5.4
	A063160	종근당바이오	Buy	183.8	33,500	10.2	119.7	54.5	11.2	7.8	14.9	1.2	6.4
	A051360	토비스	Buy	141.8	8,480	0.2	5.3	36.2	7.0	13.2	5.4	0.7	2.8

주: 영업이익률, ROE, PER, PBR, EV/EBITDA 2019년 추정실적 기준, 시가총액, 종가 2020년 2월 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	16.1	15.9	15.4	35.1	17.3	22.6	3.9	14.2
	A019680	대교	Buy	1.2	1.9	21.2	4.1	3.8	23.8	0.9	6.0
	A034310	NICE	Buy	6.1	15.2	19.0	8.2	63.2	11.7	7.4	2.8
	A030190	NICE평가정보	Buy	7.0	8.6	7.5	12.7	16.4	24.6	4.0	13.6
	A119860	다나와	Buy	0.8	5.3	3.8	17.8	18.9	13.7	2.6	8.1
	A005680	삼영전자	Buy	1.0	10.7	11.0	3.0	2.4	14.8	0.3	-6.5
	A023910	대한약품	Buy	4.1	4.3	7.6	20.7	15.3	6.4	1.0	3.5
	A086450	동국제약	Buy	11.9	10.5	9.7	14.0	14.1	13.2	1.9	8.0
	A025000	KPX케미칼	Buy	2.5	8.5	4.9	6.7	8.6	5.9	0.5	1.2
	A063570	한국전자금융	Buy	4.2	10.9	9.7	7.3	6.2	23.2	1.4	5.4
	A049070	인탑스	Buy	8.6	9.0	8.6	6.1	6.4	7.1	0.5	0.7
	A069510	에스텍	Buy	9.3	12.3	10.6	6.6	12.2	5.4	0.7	1.1
	A016800	퍼시스	Buy	7.6	8.6	6.3	8.9	8.1	8.5	0.7	2.8
	A008490	서흥	Buy	10.1	11.4	5.9	11.1	10.3	11.7	1.2	2.5
	A078000	텔코웨어	Buy	13.1	20.0	10.9	9.3	4.5	23.0	1.0	5.3
	A036190	금화피에스시	Buy	4.3	4.8	4.0	17.3	13.3	4.5	0.6	-0.7
	A130580	나이스디앤비	Buy	5.2	6.4	6.7	16.8	17.5	12.2	2.1	6.6
	A040420	정상제이엘에스	Buy	6.3	8.0	9.2	14.9	15.1	10.7	1.6	5.9
	A092130	이크레더블	Buy	9.1	10.8	10.4	41.5	24.8	15.4	3.8	8.9
김한경	A067160	아프리카TV	Buy	19.9	27.2	17.1	24.6	26.4	17.3	4.6	10.7
	A065510	휴비츠	Buy	11.3	42.3	73.0	16.5	7.6	9.0	0.7	3.7
	A192440	슈피겐코리아	Buy	11.8	18.1	9.4	17.5	14.1	6.1	0.9	2.5
	A012750	에스원	Buy	5.4	9.9	7.2	10.3	12.3	18.9	2.3	7.3
	A039830	오로라	Buy	9.7	30.8	46.3	13.5	12.1	8.7	1.1	3.9
	A063160	종근당바이오	Buy	15.2	25.3	26.8	12.2	9.1	11.8	1.1	5.3
	A051360	토비스	Buy	8.0	22.0	10.9	7.9	13.0	4.9	0.6	2.3

주: 영업이익률, ROE, PER, PBR, EV/EBITDA 2020년 당사 추정실적 기준
시가총액, 종가 2020년 2월 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	1,642	1,907	512	578	670	486	507	585
A019680	대교	7,631	7,616	7,705	256	311	317	188	184	223
A034310	NICE	16,119	19,735	20,931	1,283	1,485	1,710	601	616	733
A030190	NICE평가정보	3,838	4,115	4,404	486	514	558	383	399	429
A119860	다나와	1,063	1,671	1,684	202	285	300	164	236	245
A005680	삼영전자	2,497	2,057	2,077	131	56	62	151	100	111
A023910	대한약품	1,587	1,676	1,745	362	347	362	285	276	297
A086450	동국제약	4,008	4,802	5,374	551	679	750	469	559	613
A025000	KPX케미칼	7,667	7,657	7,848	239	484	525	111	406	426
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	3,388	3,703	180	219	246	200	198	219
A016800	퍼시스	3,157	3,408	3,667	277	302	328	455	365	388
A008490	서흥	3,935	4,577	5,038	393	500	557	257	374	396
A078000	텔코웨어	421	398	450	60	35	42	63	46	51
A036190	금화피에스시	2,333	2,305	2,403	414	396	415	397	347	361
A130580	나이스디앤비	520	754	793	104	125	133	93	104	111
A040420	정상제이엘에스	871	936	995	109	137	148	36	98	107
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	897	999	83	116	165	71	75	130
A192440	슈피겐코리아	2,669	3,070	3,433	492	509	601	427	446	488
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	1,372	1,580	70	154	193	80	123	156
A051360	토비스	4,302	4,310	4,656	285	300	366	196	267	296

자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

표5 Universe 신규 편입·제외

종목코드	종목명	구분	내용
			이번달 신규 편입 종목은 없으며, 화승인더, 화승엔터프라이즈는 담당 애널리스트 변경으로 제외합니다.

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표6 Universe View 변화

기업코드	기업명	View 변화
A058470	리노공업	2020년 피치미세화가 진행(High-end 기준 0.35~0.3피치 → 0.25피치)되면서 소켓 내 적용되는 핀의 개수가 증가(High-end 기준, 300개 ~ 500개 → 700개이상)하여 ASP와 Q가 동시에 확대되는 분위기임. 이에 4Q19 실적은 YoY 상승폭이 매우 클 것으로 기대되고, 이러한 분위기는 2020년에 지속될 가능성이 높음. 2가지 잠재적인 모멘텀이 있음. 첫째, 해외 대형 고객사 중에 A사의 5G관련된 IC Test 소켓 주문이 아직 본격적으로 진행되지 않은 것으로 파악됨. 빠르면 올해 하반기 정도에 대규모 물량 공급이 가능할 수도 있음. 둘째, 초음파프로브 공장이 완공되었으며, 현재 생산시설 이관 중. 하반기에 신규고객사가 확보되면 동사의 새로운 성장모멘텀이 될 것으로 기대됨
A008490	서흥	최근 건강기능식품의 관심도가 높아지면서 동사의 건기식 사업부문의 1~2월 실적이 매우 좋을 것으로 기대됨. 회사측에서는 현재 주문이 들어오는 물량을 감당하기 어려울 정도로 생산활동이 잘 진행되고 있음. 특히 동사의 건기식 사업부문은 가동률이 높아지면 수익성이 개선되는 구조이기 때문에 올해 상반기 건기식부문의 외형확대 + 수익성 개선이 큰 폭으로 진행될 것으로 기대됨
A119860	다나와	온라인 쇼핑에 대한 관심이 증가하고 있으나, 동사의 1월 트래픽 YoY 성장률은 기대치보다 다소 낮은 것으로 파악됨. 이는 전년동기 높은 Base Effect에 대한 기저효과 + 최근 온라인 쇼핑 급증이 IT 부문이 아니라 생활용품이기 때문으로 보임. 그래도 올해 인력확대가 별로 없고, 과거와 같이 별도기준 매출액 성장이 좋은 것으로 보여 안정적인 성장성 흐름은 유지될 듯

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

2월 신규 상장(IPO) 기업 정리

표7 2 월 IPO 기업

기업	기업코드	신규 상장일	기업개요	유사/경쟁 업체
위세아이텍	A065370	2020-02-10	동사는 응용소프트웨어 개발 및 공급업을 영위하고 있음. 주요 제품은 빅데이터 분석솔루션, 데이터품질관리 솔루션, 인공지능 솔루션이 있으며, 주요 서비스로 정보시스템구축, 시스템운영 및 유지보수를 영위하고 있음. 데이터품질 부문에서는 금융산업 시장 점유율 1 위를 기록함.	링크제니시스, 한컴 MDS, 엔텔스
서남	A294630	2020-02-20	동사는 전력케이블, 한류기, 모터 및 발전기용 고온 초전도 선재 제조 및 판매업을 주력 사업으로 영위 중. 동사의 주요 제품은 2 세대 고온초전도 선재, 초전도 자석 등이 있음. 동사는 고객사의 요구에 따라 은, 구리, 황동, 스테인리스스틸 등을 진공증착, 전해도금, 솔더링 방식을 활용해 맞춤형 제품으로 제작, 납품하고 있음.	파루, 피앤씨테크, 윌링스
레몬	A294140	2020-02-28	동사는 전자파의 오작동 방지를 위해 사용되는 전자파 차폐소재 사업과 초극세사 첨단소재인 나노섬유멤브레인을 대량 양산하는 나노 관련 사업을 영위하고 있음. 신규사업으로는 안테나 관련 부품사업, 클린케이블 사업 등을 진행하고 있음.	상신전자, 이녹스첨단소재, 아모텍, 나노신소재

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.

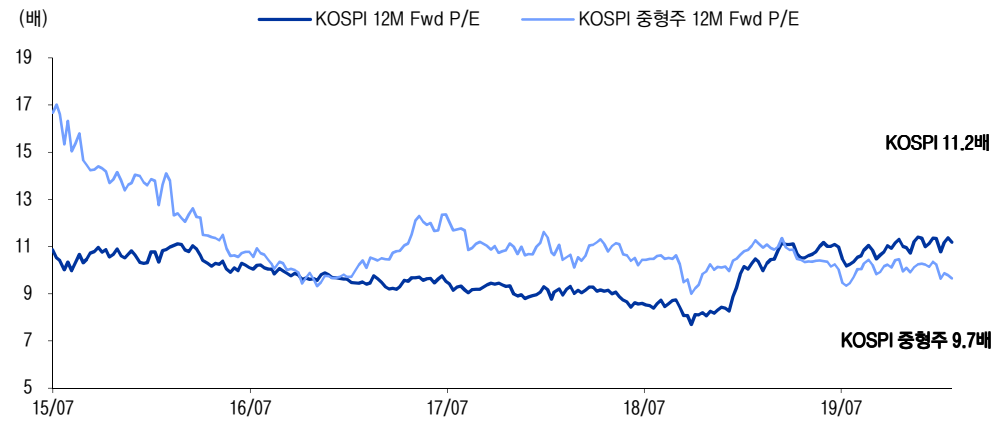
달라지는 시장흐름을 파악해 저희가 제시해드리는
중소형주 투자판단에 도움이 되시기를 바랍니다.

시장상황 점검

KOSPI 중형주, 밸류에이션 하락세

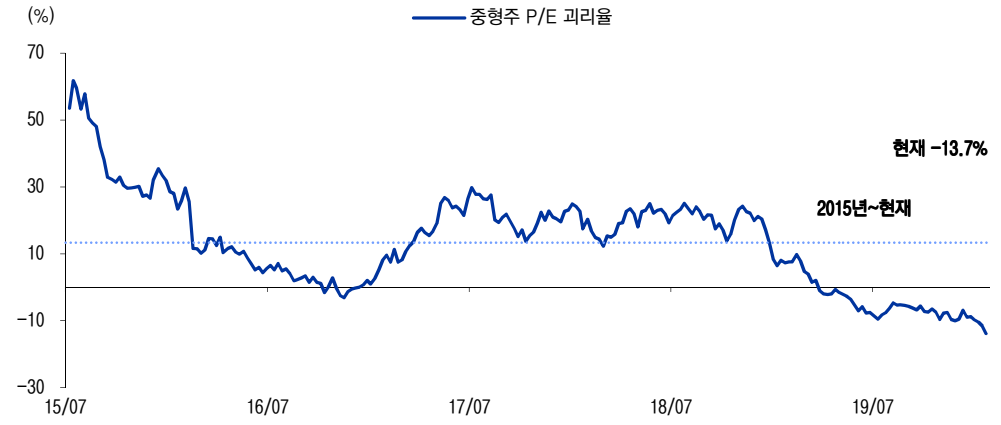
KOSPI 대비 KOSPI 중형주의 P/E 괴리도는 현재 -13.7%이다. 2015년 이후~현재까지의 평균인 13.3%를 하회하는 수준이다. 참고로 KOSPI 중형주의 12MF P/E는 9.7배, KOSPI의 12MF P/E는 11.2배 수준으로 Valuation 격차가 확대되고 있다.

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

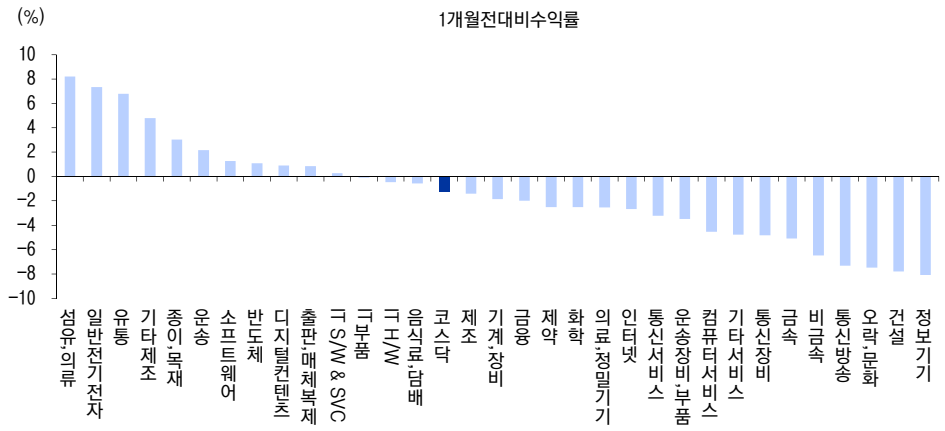


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

KOSDAQ 업종별 수익률 추이 비교(지난 1개월, 12개월)

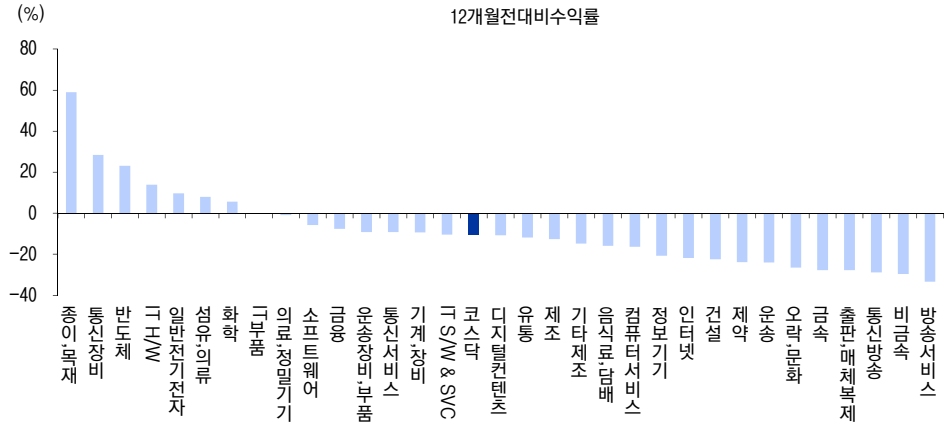
1월 코스닥 수익률은 1개월전 대비 -1.26%를 기록하였다. 같은 기간 동안 섬유·의류 업종(+8.21%)의 수익률이 가장 높았으며, 일반전기전자(+7.33%), 유통(+6.78%) 등이 뒤를 이었다. 이는 섬유·의류 업종으로 분류된 특정종목이 코로나19 영향으로 급등한 것이 주요 원인으로, 업종 전반적인 영향은 아닌 것으로 추정된다.

그림3 KOSDAQ 업종별 1 개월전 대비 수익률



자료: WiseFn, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 KOSDAQ 업종별 12 개월전 대비 수익률



자료: WiseFn, 이베스트투자증권 리서치센터

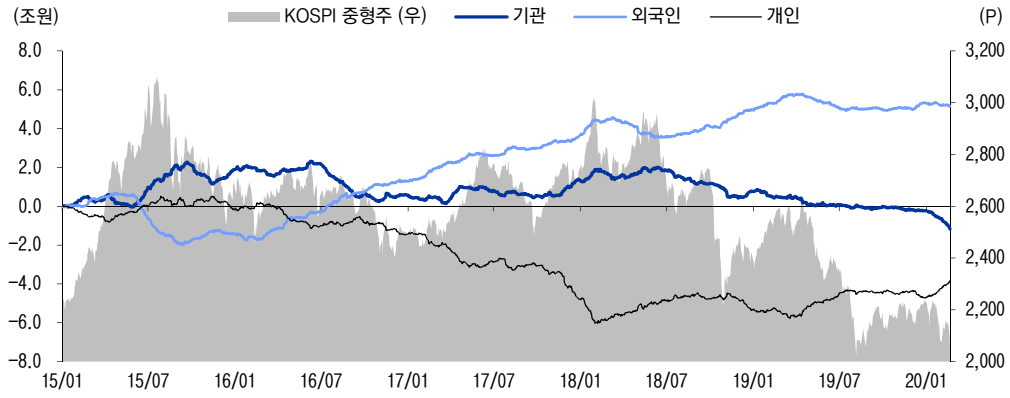
수급상황- KOSPI 중형주 외국인 매도세, KOSDAQ 기관 매도세

표8 KOSPI 중형주 수급(2020.01.21~2020.02.21)

주체	수급	누적순매수('15~)
기관	-6,725억원	-1.2조원
외국인	-1,607억원	5.2조원
개인	6,594억원	-3.8조원

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 KOSPI 중형주 매매 주체별 수급동향



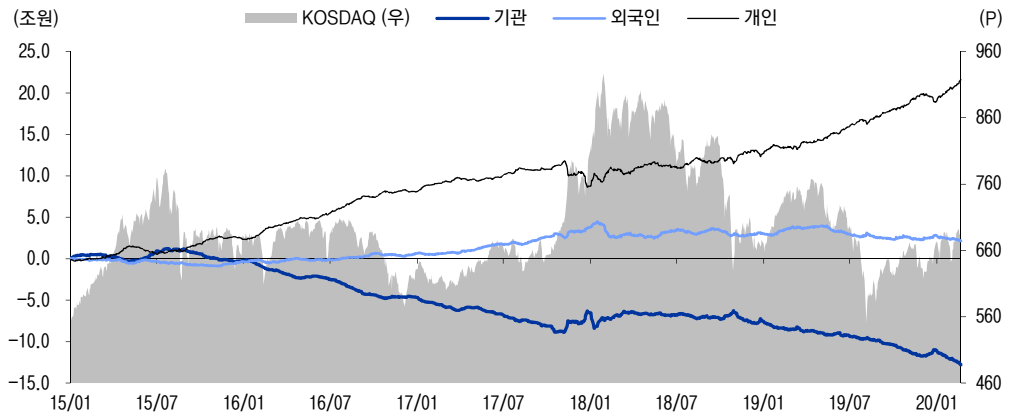
자료: 증권전산, 이베스트투자증권 리서치센터

표9 KOSDAQ 수급(2020.01.21~2020.02.21)

주체	수급	누적순매수('15~)
기관	-9,403억원	-12.8조원
외국인	-2,835억원	2.2조원
개인	14,153억원	21.6조원

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 KOSDAQ 매매동향



자료: 증권전산, 이베스트투자증권 리서치센터

월간 중소형주 수익률 상위

표10 MoM 중소형주 수익률 상위

구분	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: 2020년 2월 20일 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
A065680	우주일렉트로	1,401	70.1%	55.1%	-1.3%	977.5%	19.3	0.8	38.7%
A083550	케이엠	1,450	58.1%	95.5%	17.7%	52.5%	24.1	1.9	2.6%
A122310	제노레이	1,680	47.5%	48.5%	49.2%	82.9%	14.2	3.7	6.6%
A004650	창해에탄올	1,599	45.6%	22.1%	-3.3%	76.5%	14.8	1.5	-80.8%
A241690	유니테크노	1,407	41.8%	-20.5%	8.3%	27.0%	26.5	2.2	-7.8%
A065130	탑엔지니어링	2,261	40.1%	58.1%	87.6%	146.2%	6.9	1.3	-17.5%
A131370	알서포트	1,971	38.8%	48.6%	14.7%	33.1%	24.0	3.7	13.1%
A290120	대유에이피	1,045	34.8%	105.8%	30.5%	107.7%	17.4	2.5	5.7%
A017890	한국알콜	2,409	34.8%	43.0%	12.3%	17.4%	7.5	0.8	1.8%
A009460	한창제지	2,420	33.8%	23.6%	-5.2%	-28.3%	26.0	3.1	-11.1%
A131390	피앤이솔루션	2,306	31.3%	25.7%	24.2%	-4.9%	23.2	3.5	8.6%
A003800	에이스침대	5,018	28.7%	65.2%	17.7%	42.2%	12.5	1.2	4.8%
A099320	쎄트렉아이	1,901	27.6%	74.3%	32.8%	37.3%	25.8	3.3	1.9%
A073490	이노와이어리스	2,557	24.7%	88.1%	49.2%	543.7%	19.6	3.8	4.6%
A035600	KG이니시스	5,958	23.8%	37.3%	-0.8%	-8.6%	13.9	2.8	-3.3%
A102120	어보브반도체	1,685	22.9%	60.0%	9.8%	5.1%	19.6	2.1	17.8%
A080000	에스엔유	1,260	22.3%	13.8%	-21.8%	-45.6%	14.9	1.2	30.3%
A079940	가비아	1,408	20.1%	40.0%	12.4%	29.5%	15.5	2.2	30.4%
A109740	디에스케이	2,013	16.5%	7.3%	-12.4%	-22.5%	11.4	1.9	14.0%
A056360	코위버	1,048	16.3%	49.4%	58.9%	-2462.4%	6.2	1.1	13.5%
A059090	미코	2,051	15.3%	-21.5%	8.4%	3.9%	25.1	2.4	-8.3%
A001340	백광산업	1,662	15.3%	22.3%	2.4%	-3.5%	9.1	1.1	-40.8%
A089010	켐트로닉스	2,696	14.6%	152.7%	13.6%	429.6%	17.4	3.4	-37.9%
A086520	에코프로	5,931	14.5%	-23.7%	35.5%	58.3%	18.4	3.3	-45.1%
A063160	종근당바이오	1,838	13.8%	51.5%	5.4%	86.4%	17.1	1.2	6.6%
A009200	무림페이퍼	1,190	13.7%	-12.5%	0.5%	-19.5%	5.1	0.3	-683.7%
A085620	미래에셋생명	7,656	13.5%	-14.2%	-11.5%	74.7%	5.3	0.4	0.0%
A110990	디아이티	1,864	13.5%	1.0%	56.0%	34.9%	18.3	1.1	73.2%
A091340	S&K폴리텍	1,087	13.3%	124.4%	14.8%	111.3%	8.0	1.5	-43.7%
A194700	노바렉스	2,152	13.3%	33.5%	36.0%	5.9%	19.5	2.7	16.6%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

월간 중소형 낙폭과대주

표12 MoM 중소형 낙폭과대주

구분	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: 2020년 2월 20일 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
A267270	현대건설기계	4,571	-25.2%	-58.9%	-6.5%	-2.1%	7.7	0.4	-78.5%
A073110	엘엠에스	1,281	-23.0%	106.0%	36.5%	86.0%	5.0	1.1	-0.8%
A063080	게임빌	1,642	-22.1%	-53.5%	40.5%	-47.9%	28.3	0.7	-33.6%
A079430	현대리바트	2,115	-19.8%	-52.5%	-4.4%	-42.7%	8.4	0.5	26.5%
A035150	백산	1,755	-19.7%	-5.0%	72.8%	66.1%	9.1	1.3	-32.9%
A006390	한일현대시멘트	4,466	-18.3%	-48.5%	17.2%	252.7%	11.1	2.5	4.6%
A021050	서원	1,401	-18.1%	138.9%	-3.3%	1.6%	21.8	1.4	-66.7%
A019210	와이지-원	1,837	-18.0%	-45.4%	6.3%	-42.5%	13.3	0.6	-206.2%
A299900	위지윅스튜디오	1,390	-17.8%	-5.4%	70.7%	53.8%	24.5	3.1	11.7%
A192400	쿠쿠홀딩스	6,721	-17.5%	-32.0%	6.7%	-17.1%	9.8	1.1	21.3%
A093050	LF	4,006	-17.5%	-46.4%	7.1%	-16.5%	5.6	0.3	48.1%
A950170	JTC	2,419	-16.8%	-16.0%	19.4%	35.6%	13.3	1.0	21.2%
A071840	롯데하이마트	5,689	-16.8%	-51.0%	-1.5%	-42.1%	21.2	0.3	-54.3%
A000400	롯데손해보험	5,105	-16.5%	-39.2%	4.4%	-20.3%	8.0	0.9	0.0%
A192820	코스맥스	7,306	-16.2%	-49.9%	13.1%	-2.9%	25.8	2.8	-64.3%
A039570	HDC아이콘트롤스	1,498	-15.4%	-17.3%	-7.4%	-7.5%	9.9	0.7	58.7%
A053280	예스24	1,058	-15.2%	24.4%	9.2%	-327.2%	17.5	1.6	24.2%
A006840	AK홀딩스	3,855	-15.2%	-47.2%	-0.1%	-41.1%	7.4	0.5	-33.2%
A002450	삼익악기	1,598	-15.1%	-8.1%	19.6%	35.0%	8.6	0.8	-173.1%
A001880	삼호	2,520	-15.1%	3.8%	49.8%	89.4%	2.3	0.7	131.6%
A044820	코스맥스비티아이	1,239	-14.9%	-45.1%	19.6%	-52.4%	18.6	0.4	-287.5%
A089470	HDC현대EP	1,284	-14.4%	-17.4%	-4.2%	-8.8%	10.3	0.5	-137.5%
A286940	롯데정보통신	5,466	-14.4%	-13.8%	16.3%	51.8%	10.7	1.6	28.8%
A006650	대한유화	6,208	-14.4%	-47.8%	-14.2%	-70.0%	5.5	0.4	-0.4%
A091700	파트론	6,147	-14.3%	13.5%	64.2%	520.9%	9.7	2.1	-1.3%
A003470	유안타증권	5,539	-14.3%	-21.0%	-11.5%	-21.5%	7.4	0.5	0.0%
A005880	대한해운	4,666	-14.2%	-17.1%	-21.9%	40.9%	4.4	0.6	-366.0%
A007720	대명코퍼레이션	1,406	-13.9%	-54.0%	19.2%	40.4%	2.5	1.4	-44.9%
A225530	보광산업	1,674	-13.9%	-19.5%	26.0%	0.4%	26.7	2.9	7.5%
A251970	펌텍코리아	2,009	-13.8%	0.0%	41.4%	31.8%	9.6	2.4	2.2%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

순현금 & 저평가 중소형주

표14 순현금 & 저평가 중소형주

구분	내용
시가총액	시가총액 700억원 ~ 5,000억원
순현금 & 성장성	순현금 재무구조, YoY 매출액 & 영업이익 상승기업(직전 4분기 기준)
Valuation	12M Trailing P/E 15.0배 이하, P/B 1.5배 이하
조건	위에 기준을 충족한 중소형 기업 중에 일부 기업을 제외하고 1M 낙폭과대 순으로 나열

자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: 2020년 1월 30일 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
A950170	JTC	2,419	-16.8%	-16.0%	19.4%	35.6%	13.3	1.0	21.2%
A001880	삼호	2,520	-15.1%	3.8%	49.8%	89.4%	2.3	0.7	131.6%
A308100	까스텔바작	772	-11.7%	0.0%	47.0%	59.5%	7.4	1.2	18.1%
A038540	상상인	4,587	-11.2%	-49.6%	16.1%	5.2%	3.3	1.1	19.2%
A126600	코프라	754	-7.5%	3.9%	24.5%	45.5%	9.0	0.7	4.8%
A036560	영풍정밀	1,284	-7.4%	-11.0%	36.7%	100.7%	8.6	0.5	34.8%
A005430	한국공항	1,249	-7.2%	-18.7%	3.3%	14.4%	6.5	0.4	71.9%
A016090	대현	1,010	-7.1%	-16.6%	4.9%	13.1%	6.1	0.5	44.5%
A005190	동성화학	894	-6.9%	10.9%	7.0%	756.9%	6.4	0.8	27.9%
A022220	정산애강	1,044	-6.7%	-16.9%	11.2%	57.1%	8.3	1.5	13.5%
A130660	한전산업	1,060	-6.5%	-21.2%	14.4%	49.9%	6.0	1.4	24.9%
A007540	샘표	1,099	-6.3%	-0.7%	4.1%	83.2%	9.5	0.7	20.6%
A282690	동아타이어	1,504	-6.0%	-8.8%	10.5%	82.4%	6.5	0.4	5.5%
A025000	KPX케미칼	2,526	-5.8%	-6.0%	4.6%	118.2%	9.2	0.6	32.7%
A053690	한미글로벌	941	-5.6%	-30.7%	35.2%	109.8%	4.5	1.0	16.3%
A013120	동원개발	3,469	-5.5%	-10.4%	24.3%	11.7%	3.2	0.5	103.2%
A093920	서원인텍	1,257	-4.9%	29.0%	36.9%	76.4%	11.0	0.8	44.5%
A049430	코메론	712	-4.8%	-3.7%	2.8%	11.7%	4.9	0.6	95.9%
A100840	S&TC	1,321	-4.6%	32.3%	24.7%	93.1%	11.0	0.6	50.2%
A016580	환인제약	2,790	-4.2%	-20.8%	33.7%	27.7%	14.2	1.1	33.5%
A152330	코리아오토글라스	3,010	-4.1%	10.7%	13.8%	35.6%	6.1	0.9	21.4%
A037710	광주신세계	2,616	-4.1%	-21.4%	92.4%	10.9%	5.4	0.4	17.9%
A035890	서희건설	2,205	-4.1%	-16.8%	16.2%	39.9%	5.1	0.8	49.5%
A069510	에스텍	1,178	-4.0%	-8.1%	14.3%	44.5%	5.8	0.8	45.9%
A042370	비츠로테크	1,473	-3.9%	4.9%	28.3%	278.9%	9.5	1.1	5.5%
A005960	동부건설	1,806	-3.9%	-7.4%	41.2%	193.8%	3.6	0.5	91.2%
A004450	삼화왕관	922	-3.9%	-7.6%	3.2%	3.3%	9.0	0.7	23.7%
A041910	에스텍파마	1,267	-3.6%	12.5%	13.2%	347.7%	8.8	1.4	18.9%
A002170	삼양통상	1,761	-3.6%	32.7%	13.9%	72.4%	4.8	0.6	71.0%
A010960	삼호개발	1,056	-3.5%	-25.2%	32.2%	22.7%	4.9	0.6	68.1%

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.

엔피디 (IPO예정)

표16 기업요약

예상 시가총액(억원)	공모 희망가액(원)	순현금 비중	P/E	P/B
1,163~1,357	5,400~6,300	N/A	13.5	1.0

자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: 순현금비중=순현금/시가총액, P/E: 2018년 당기순이익 기준, P/B: 2018년 자산총계 기준

기업개요

동사는 SMT(Surface Mount Technology, 표면실장기술) 전문 업체로 MLCC, FPCB 등 부품을 매입, 실장하여 스마트폰 디스플레이 핵심부품인 FPCA와 TSP FPCA를 제조·생산하고 있다. 전방산업은 스마트폰 OLED 디스플레이 시장이며, 주요 고객사는 삼성디스플레이 이다. 중국 천진법인(CAPA 2,200만개/월)과 베트남 하노이 법인(CAPA 900만개/월)을 보유하고 있으나, 스마트폰 FPCA 제조는 주로 천진법인에서 진행, 중국천진 삼성디스플레이로 공급하고 있다. 동사는 2017년 11월, 애프터마켓용 자동차와이퍼 제조사인 캐프를 인수하였다(지분 51.0% 보유). 동사의 3Q19누적 연결기준 사업부문별 매출비중은 FPCA 사업 72.2%(삼성디스플레이 71.5%, 기타 0.8%), 와이퍼 사업 27.8%(ITW 18.3%, 기타 9.4%)이다.

실적동향

동사의 매출액은 '16년 1,477억원 → '17년 1,518억원 → '18년 2,593억원 → 3Q19누적 2,369억원이다. 영업이익은 '16년 71억원 → '17년 107억원 → '18년 159억원 → 3Q19누적 206억원이다. '17년 말 인수된 자회사 캐프의 실적을 제외하더라도 매출이 꾸준히 증가해왔는데, 이는 전방산업인 스마트폰 OLED 시장의 성장으로 인한 것으로 보인다. 특히 주요 고객사인 삼성디스플레이가 중국 업체로 고객선을 다변화하면서 중화향 보급형 스마트폰에 OLED 적용이 확대됨에 따라 외형성장이 진행되고 있다.

자회사인 캐프의 매출액은 '16년 888억원 → '17년 651억원(결산일 변경으로 4/1~12/31기준) → '18년 899억원 → 3Q19누적 657억원이다. 영업이익은 '16년 104억원 → '17년 65억원(4/1~12/31기준) → '18년 77억원 → 3Q19누적 74억원이다.

체크포인트

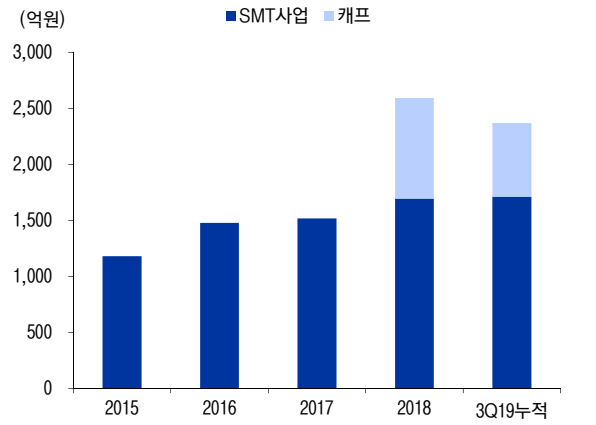
1) 공정자동화로 높은 수익성 시현

동사는 E/T(Electronic Test), Tape Attach 등에서 자동화 설비(80~100% 수준, 경쟁업체는 50% 내외)를 구축하며 동종업계 평균 대비 높은 수익성을 시현하고 있다. 동사의 3Q19 누적 기준 OPM은 8.7%이며, 자회사 캐프 효과를 제외해도 7.6%로 업계평균 OPM 4.3% 대비 높다.

2) 자회사 캐프 보유

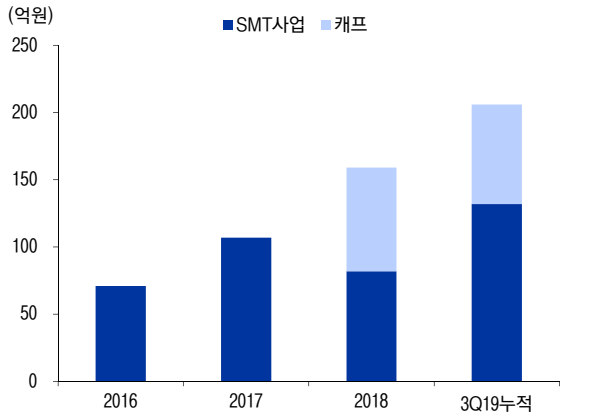
동사는 2017년 11월 애프터마켓용 자동차 와이퍼 제조사인 캐프를 PE와 함께 인수(지분 42%)하여 지분 51.0%를 보유하고 있다. 캐프는 국내1위, 세계 5위의 시장점유율을 유지하고 있으며, 주요 고객사는 ITW이다. 3Q19 누적기준 OPM은 11.3%로 애프터마켓용이라 일반 자동차 부품사(OPM 3~5%)에 비해 수익성이 좋다. 자동차 와이퍼 모든 제품군을 제조하고 있으며, 수출이 90%(미국 70%), 내수 10%로 매출이 구성되어있다.

그림7 엔피디 매출액 추이



자료: 엔피디, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 엔피디 영업이익 추이



자료: 엔피디, 이베스트투자증권 리서치센터

콜마비앤에이치 (200130)

표17 기업요약

시가총액(억원)	종가(원)	순현금 비중	12M Trailing P/E	P/B
7,962	26,950	7.8%	13.8	3.3

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

기업개요

동사는 한국콜마그룹의 건강기능식품 및 화장품 OEM/ODM 전문 기업으로 주요 고객사는 애터미이며, 애터미향 매출 비중이 전체의 70%(건기식과 화장품 합산 비중)을 차지하고 있다. 건강기능식품 사업은 전체 매출의 약 60%를 차지하고 있으며, 헤모힘과 유산균 등의 제품군을 보유하고 있다. 헤모힘의 경우, 국내 개별인정형원료 판매 1위의 제품으로 전량 애터미를 통해 판매된다. 화장품 사업의 주력 제품으로는 스테디 셀러인 앱솔루트 셀렉티브 세트와 19년 3월에 출시된 프리미엄 제품인 The Fame이 있으며 두 제품 합산하여 화장품 매출의 40% 수준을 차지하고 있다.

실적동향

동사의 3Q19 연결기준 실적은 매출액 1,081억원(yoy +20.8%), 영업이익 174억원(yoy +27.0%, OPM 16.1%)으로 전년동기대비 실적이 증가했다. 이는 1) 애터미의 해외 시장 진출 확대에 따라 건강기능식품(yoy +107%)과 화장품(yoy +47%) 수출 실적이 크게 성장한 것과 2) 국내 건기식 시장의 성장에 따라 기존 고객사 매출증가 및 신규 고객사 확대가 주요 원인으로 보인다. 애터미향 헤모힘과 유산균 매출은 각각 +35%, +32% 증가했으며, 비애터미 채널 역시 +58%의 고성장세를 보였다.

체크포인트

1) 해외 매출 성장

동사의 해외 매출 증가가 가속화되고 있다(건기식 yoy +107%, 화장품 yoy +47%). 기존에 진출해 있던 13개 국가(미국, 말레이시아, 대만 등)에서 매출 성장이 지속되고 있으며 2020년에는 베트남, 중국 등 6개 국가에 신규진출이 예정되어 있다.

2) 건강기능식품 신규 고객사 및 비애터미향 매출 증가

동사의 건기식 비애터미향 매출이 가파르게 증가하고 있다(3Q19 yoy +58%). 건강기능식품 시장 호조에 따른 수혜인 것으로 보인다. 또한 동사가 신규 고객사 영입에 적극적으로 나섬에 따라 추가적인 신규 고객사 확보가 기대된다

노바렉스 (194700)

표18 기업요약

시가총액(억원)	종가(원)	순현금 비중	12M Trailing P/E	P/B
2,138	23,750	3.1%	19.4	2.4

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

기업개요

동사는 국내 1위 건기식 OEM/ODM회사로 약 200여개의 고객사를 보유하고 있다. 주요 고객사로는 CJ제일제당, 종근당건강, 콜마비앤에이치, 뉴트리, 암웨이, KT&G 등이 있다. 동사의 주요 강점은 국내 최다 개별인정원료(35개)를 보유해 건기식 트렌드 변화에 따라 빠르게 신제품을 출시할 수 있다는 점과 다변화된 거래선 등을 꼽을 수 있다.

실적동향

동사의 매출액은 '16년 771억원 → '17년 809억원 → '18년 1,073억원 → '19년 1,591억원으로 꾸준히 성장하고 있다. 4Q19 실적은 매출액 448억원(+74.9% yoy), 영업이익 45.1억원(+221.8% yoy)로 전년동기대비 매출액과 영업이익이 크게 증가했다. 이는 4분기가 건기식 OEM/ODM사들의 통상적인 비수기임에도 불구하고, 건강기능식품 시장이 지속 성장함에 따라 주요 거래처로부터의 매출이 고르게 증가하였기 때문이다. 영업이익의 경우, 4Q18 신규상장으로 인한 비용발생에 대한 기저효과로 크게 증가한 것으로 보인다.

체크포인트

1) 건기식 시장의 구조적 성장 수혜

건강기능식품 시장이 지속 성장함에 따라 식품, 화장품, 제약 등 각종 업체들이 연이어 건기식 시장에 침투하고 있으며, 이에 따라 동사는 건기식 OEM/ODM 1위 업체로 주문량 확대 수혜를 받고 있다. 특히 올해 하반기 오송공장 완공, 2021년 본격 가동이 예정되며 CAPA가 연간 1,500억원 → 3,000억원으로 확대됨에 따라 고성장이 기대된다.

2) 해외 사업 확대

동사는 작년 미국 Mannatech, 대만 TCI, 싱가폴 Unicity, 글로벌 암웨이 등으로부터 오더를 확보했다. 수출금액은 2018년 20억원 → 2019년 60억원 → 2020년 100억원 이상으로 빠르게 성장할 전망이다.

Part IV

건강기능식품 시장 동향 Update

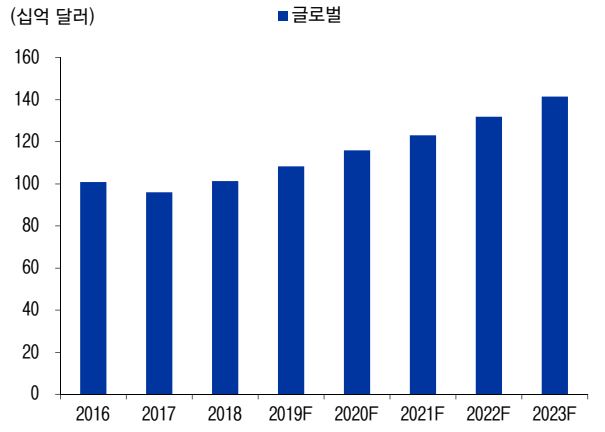
글로벌 건강기능식품 시장 동향

글로벌 건강기능식품 시장 동향

고령화와 건강에 대한 관심 증대로 인해 글로벌 건강기능식품 시장이 매년 5%수준으로 꾸준히 성장하고 있다. 글로벌 건기식 시장은 미국이 31.4%로 가장 큰 비중을 차지하고 있으며, 다음으로 중국(16.0%)과 서유럽(12.7%), 기타 아시아(중국, 일본 제외, 11.5%)가 뒤를 잇고 있다.

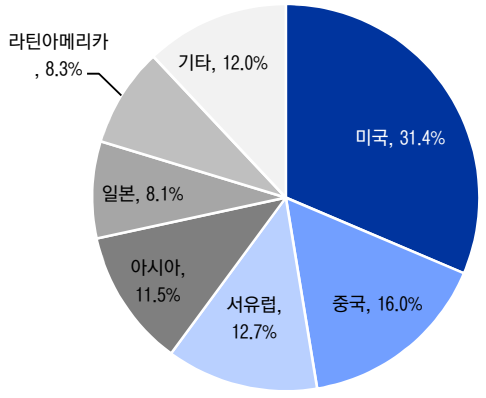
미국 건강기능식품 시장은 2019년 491억 달러 규모로 추정되며 매년 6% 수준의 성장세를 보이고 있다. 품목별로는 비타민/미네랄이 37%로 가장 높은 비중을 차지하고 있으며, 다음으로 스포츠 영양식품(운동능력 향상을 위해 섭취하는 보충제로 프로틴 바, 단백질 파우더 등)으로 26%(Sports Nutrition+Meal Supplements)를 차지하고 있다. 미국의 건강기능식품은 주로 전문소매점이나 대형할인점 등 오프라인매장을 통해 유통되고 있다. 통계에 따르면 순수 온라인 판매가 차지하는 비중은 크지 않아 보이지만, 전문 소매판매점들 모두 개별적으로 온라인몰을 운영하고 있어 실제 비중은 더 큰 것으로 추정된다. 실제로 미국 건기식 온라인 판매량은 매년 10% 수준으로 고성장 중이다. 미국 건기식 주요업체로는 GNC, Vitamin Shoppe, Herbalife, Nu Skin 등이 있다.

그림9 글로벌 건강기능식품 시장규모 추이



자료: 식품의약품안전처, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 글로벌 건강기능식품 시장 국가별 점유율



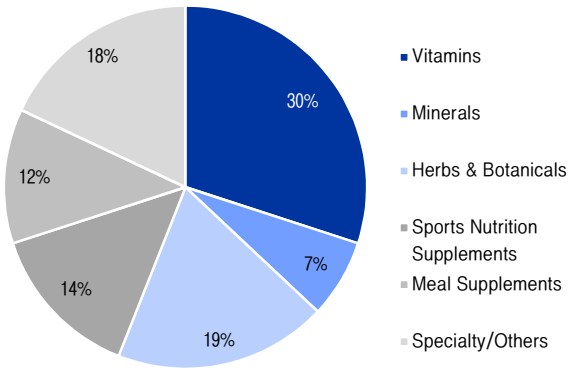
자료: Nutrition Business Journal, 이베스트투자증권 리서치센터

표19 주요국가별 건강기능식품 시장규모

(단위: 백만 달러)	2015	2016	2017	2018	2019F	2020F
미국	38,845	41,158	43,674	46,316	49,194	52,278
중국	15,748	17,218	18,810	20,504	22,302	24,226
일본	10,768	10,909	11,044	11,136	11,201	11,262
캐나다	1,864	1,940	2,008	2,073	2,139	2,209
호주/뉴질랜드	2,518	2,659	2,803	2,952	3,105	3,269

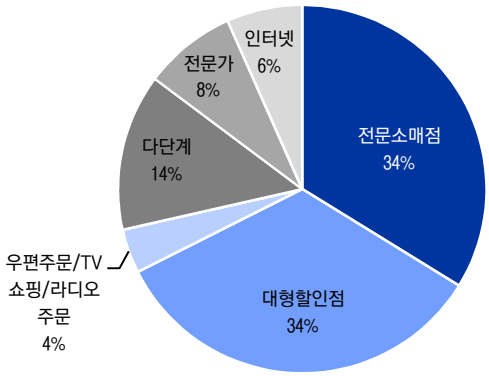
자료: Global Supplement Business Report(New Hope Network), 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 미국 건강기능식품 품목별 판매 비중(2018)



자료: Nutrition Business Journal, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 미국 유통채널별 건강기능식품 판매 비중(2019F)

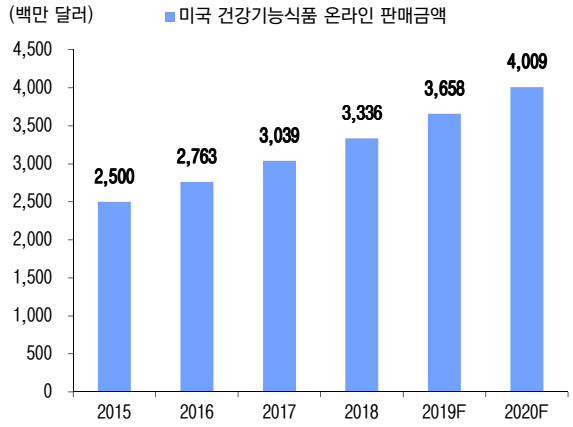


자료: 한국건강기능식품협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 미국 건강기능식품 전문소매점(GNC)

자료: 기사자료, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 미국 건강기능식품 온라인 판매금액



자료: 한국건강기능식품협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 GNC 시가총액 및 P/E

자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 Herbalife 시가총액 및 P/E

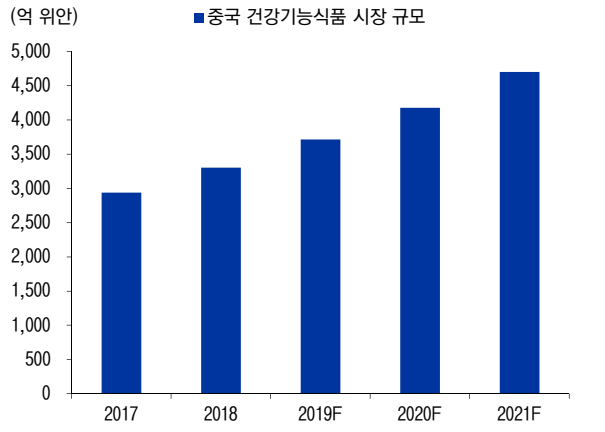
자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

중국산업연구센터에 따르면, 중국 건강기능식품 시장은 세계 2위의 시장규모로 2018년 3,300억 위안을 초과했으며, 매년 10% 이상으로 빠른 속도로 성장하고 있다. 품목별로는 Herbs/Botanicals(식물을 원재료로 만든 보충제, ex 홍삼)가 43.2%로 꾸준히 가장 높은 비중을 차지하고 있다. 특히 중국인의 건강 및 운동에 대한 관심이 증대됨에 따라 스포츠영양제품 판매량이 급증하고 있는데, 중국 샤먼무역관에 따르면 2018년 스포츠영양제품의 판매액이 전년대비 35.9% 증가했으며, 2016년 56.5%, 2017년 46.4%의 증가율을 보였다고 한다.

중국 건강기능식품 유통채널은 크게 직소(直销, 네트워크 판매), 비직소(非直销)로 나뉘는데 2018년 기준 네트워크 판매가 47.3%로 꾸준히 가장 큰 비중을 차지하고 있다. 비직소는 온라인과 오프라인으로 나뉘는데, 온라인 판매와 약국과 대형할인점 등 오프라인 판매로 나뉘는데, 전자상거래 시장의 발전으로 온라인 판매가 꾸준히 증가하고 있는 추세이다.

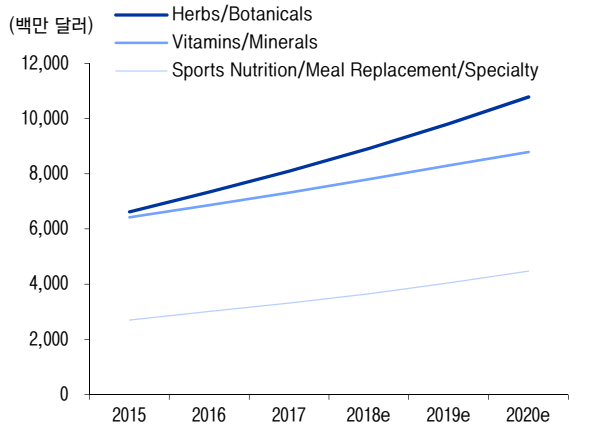
중국 건기식 시장은 중국 로컬업체들의 비중이 높은 편이며 1,2위 업체에 점유율이 편중되어있지 않고 소형 건기식 업체들에 분산되어있다. 중국산업정보망에서 발표한 자료에 따르면 점유율 1위는 미국업체인 암웨이(11%)이며, 2위는 중국 업체인 무한(10%)이다. 한 자리 수 점유율을 나눠가지고 있는데, 점유율 10위권 이내 총 7개 업체가 중국 로컬업체이다. 한편 중국 건기식 생산업체 수는 2013년 큰 폭으로 증가했다가 매년 줄어드는 모습을 보이고 있는데, 기업간의 인수합병 증가와 식품안전 등 관리감독이 엄격해지는 것이 주요 원인인 것으로 보인다.

그림17 **중국 건강기능식품 시장규모**



자료: 중국 산업연구센터, 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 **중국 품목별 건강기능식품 시장 규모 추이**



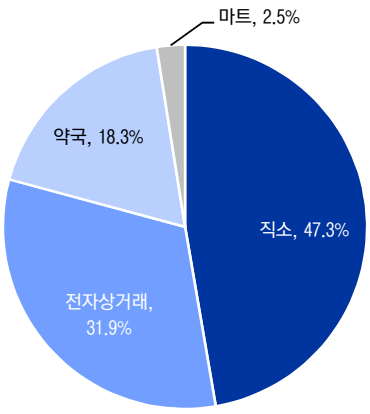
자료: 식품의약품안전처, 이베스트투자증권 리서치센터

표20 중국 주요 건강기능식품 업체

브랜드	국가	주요제품
JoinCare	중국	면역력강화, 피로회복, 빈혈, 미용 건강보조식품
Shanghai Goldpartner Biotech	중국	수면장애, 장폐색 등 조절기능 보충제
By-Health	중국	눈피로 회복, 비타민c보충, 골밀도 증가를 위한 제품
Nutrilite	미국	면역력 증진, 피로회복 비타민, 미네랄제제
Pfizer	미국	단백질, 비타민, 미네랄, 칼슘보충제

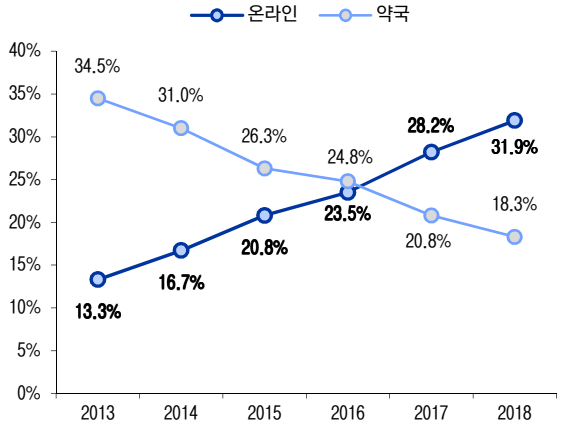
자료: 중국브랜드망, 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 중국 건강보조식품 유통채널 비중(2018)



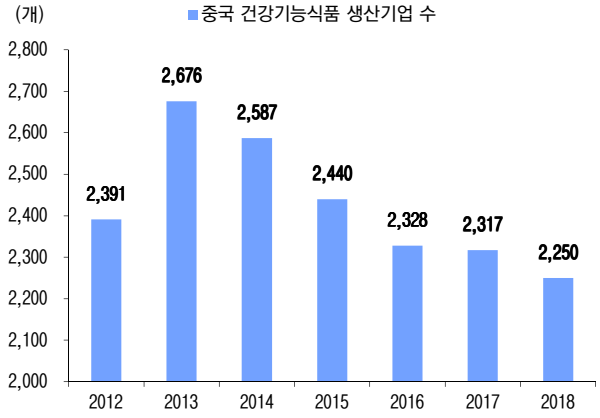
자료: 중국산업정보망, 이베스트투자증권 리서치센터

그림20 중국 건강기능식품 온라인 및 약국 판매 추이



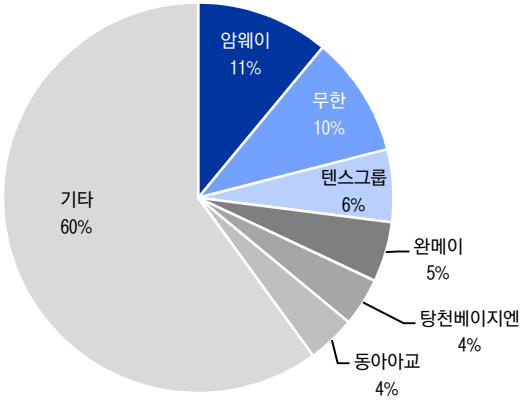
자료: 중국국가통계국, 이베스트투자증권 리서치센터

그림21 중국 건강기능식품 생산기업 수 추이



자료: KOTRA, 이베스트투자증권 리서치센터

그림22 중국 건강기능식품 업체 점유율



자료: 중국산업정보망, 이베스트투자증권 리서치센터

국내 건강기능식품 시장 동향

꾸준히 성장하는 국내 건강기능식품 시장

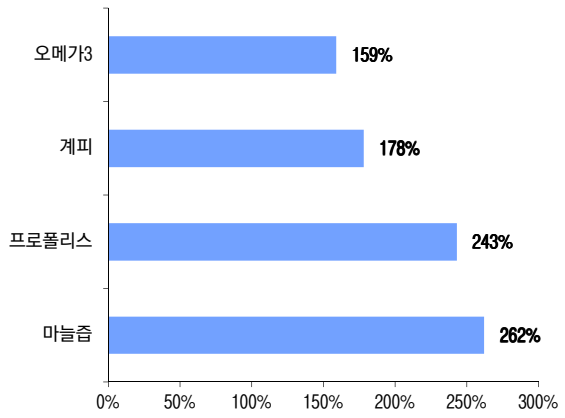
지난 1월 중국 후베이성 우한시를 시작으로 국내에도 신종 코로나바이러스 감염증(코로나19) 확진자가 발생함에 따라 건강기능식품 판매량이 급증하였다. 언론에 따르면 코로나19가 본격적으로 확산되는 2월4~10일 한주간 G마켓의 건강기능식품 판매량이 전년동기 대비 각 품목별로 2~3배 이상 증가했다. 다른 건기식 판매 채널의 상황도 비슷하다. H&B스토어 롭스 온라인몰은 1월27일~2월11일 기간의 건기식 품목 매출이 전년동기대비 +579% 신장했다고 밝혔다.

코로나19를 예방하기 위해 면역력강화 건강기능식품에 대한 관심이 증대된 가운데, 국내 건강기능식품 시장은 2014년~2018년 CAGR 11.3%로 꾸준히 성장해왔다. 건강기능식품협회에 따르면 2019년 건기식 시장은 전년대비 7% 수준 증가한 4조 5,800억 규모로 추정된다.

품목별로 보면 상위 5개 품목의 매출액 비중이 81.8%로 편중되어있는데, 홍삼이 44.0%로 압도적인 비중을 차지하고 있으며, 꾸준히 1위를 유지하고 있다. 성장률이 가장 돋보이는 품목은 개별인정형과 프로바이오틱스인데, 두 품목 모두 2018년에 30% 이상의 증가율을 보였다. 특히 프로바이오틱스는 2019년 시장규모가 5,000억원(언론보도, 2018년 4,700억원 규모)을 넘을 것으로 예상되는 상황이다.

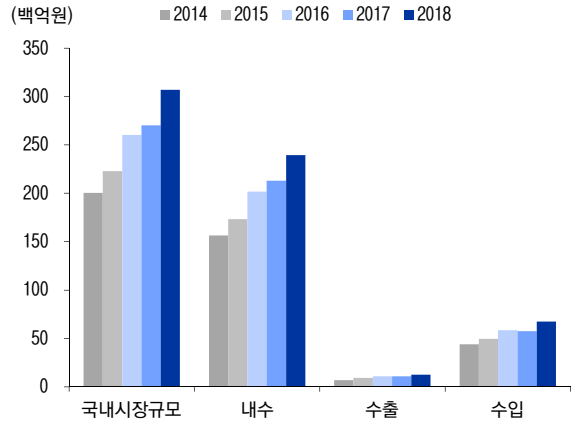
유통채널별로는 인터넷몰의 고성장이 돋보였다. 2018년 인터넷몰은 35.9%로 유통채널 중 가장 높은 비중을 차지하고 있으며, 온라인 시장의 성장에 따라 향후에도 이러한 추세가 지속될 것으로 예상된다. 대형할인점은 2016년 24.5% → 2018년 15.3%로 지속적으로 비중이 감소하고 있는 반면, 다단계 채널은 2016년 6.8% → 2018년 12.5%로 꾸준히 증가하고 있다.

그림23 급증하는 G마켓 건강기능식품 판매량



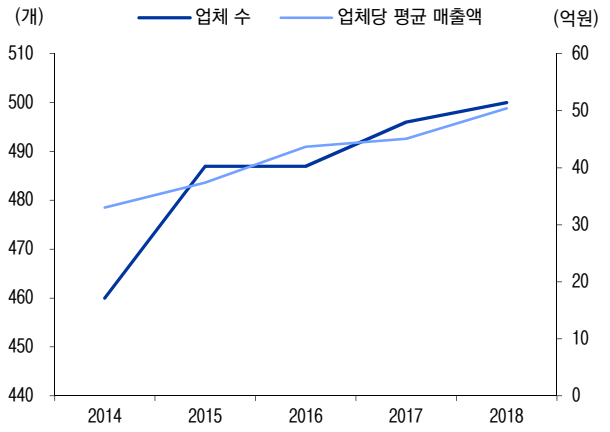
자료: 언론보도, 이베스트투자증권 리서치센터

그림24 국내 건강기능식품 시장 규모



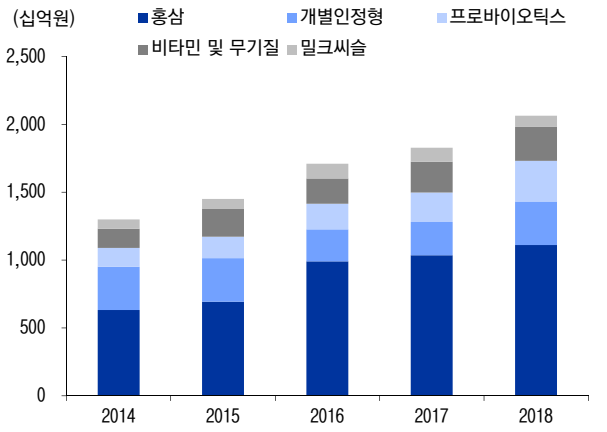
자료: 식품의약품안전처, 이베스트투자증권 리서치센터

그림25 국내 건기식 업체 수 및 평균매출액 추이



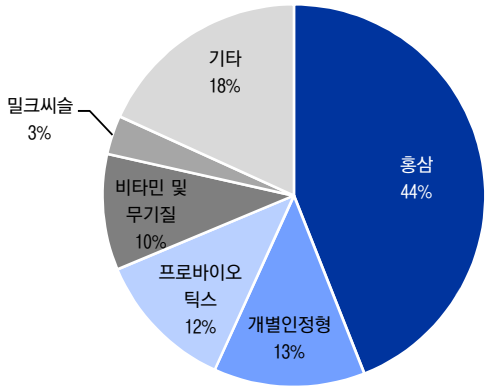
자료: 식품의약품안전처, 이베스트투자증권 리서치센터

그림26 건강기능식품 상위 5개 품목별 매출 현황



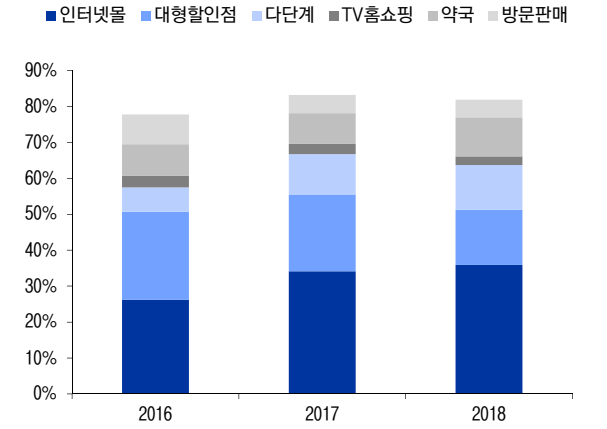
자료: 식품의약품안전처, 이베스트투자증권 리서치센터

그림27 건강기능식품 품목별 시장점유율(2018)



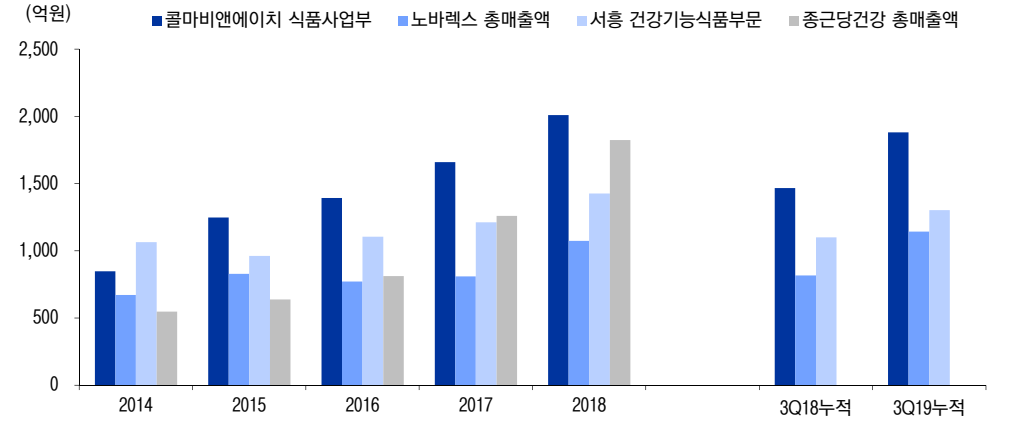
자료: 식품의약품안전처, 이베스트투자증권 리서치센터

그림28 국내 건강기능식품 유통채널 현황



자료 : 건강기능식품협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림29 국내 주요 건강기능식품 업체 매출액 추이



자료: 각 사 사업보고서, 이베스트투자증권 리서치센터

표21 2018년 기준 국내 건강기능식품 업체 생산액 순위

(단위: 억원)

순위	업체명	2015	2016	2017	2018
1	(주)한국인삼공사 원주공장	4.2	2,714.9	3,229.3	5,259.5
2	(주)한국인삼공사 부여공장	5,228.9	4,882.7	4,946.7	3,243.9
3	종근당건강(주)	396.3	425.6	611.6	1,242.4
4	콜마비앤에이치(주)푸디팜사업부문	427.8	469.9	718.4	980.4
5	(주)한국야쿠르트	871.2	998.0	928.7	954.1
6	(주)서흥	501.7	670.0	755.2	731.6
7	콜마비앤에이치(주)선바이오텍사업부문	792.8	624.9	596.0	720.7
8	코스맥스바이오(주)	461.1	570.0	627.9	718.6
9	(주)에스트라	471.9	601.4	648.2	709.2
10	(주)노바렉스	805.0	625.7	660.0	636.5
11	(주)셀바이오텍	464.7	553.7	562.6	576.2

자료: 식품의약품안전처, 이베스트투자증권 리서치센터

표22 2018년 기준 품목별 매출현황

구분	품목	매출액(억원)		
		총 매출액	내수용	수출용
고시형	홍삼	11,095.7	10,772.5	323.2
	프로바이오틱스	151.8	151.3	0.5
	비타민 및 무기질	2,993.8	2,615.4	378.4
	밀크씨슬(카르두스 마리아누스) 추출물	2,483.6	2,387.6	95.9
	EPA 및 DNA 함유 유지	823.3	813.3	10.0
	마리골드꽃추출물	755.0	658.4	96.6
	가르시니아캄보지아 추출물	422.6	419.8	2.8
	알로에 겔	374.5	373.0	1.5
	녹차추출물	339.6	304.8	34.8
	인삼	220.6	219.8	0.8
개별인정형	HemoHIM당귀혼합추출물	699.4	560.9	138.5
	헛개나무과병추출분말	543.1	543.1	-
	초록입홍합추출오일복합물	209.8	209.8	-
	황기추출물 등 복합물(HT042)	207.2	207.2	-
	보이차추출물	136.9	130.1	6.8
	미역 등 복합추출물(잔티젠)	113.7	113.7	-
	폴리코사놀-사탕수수 왁스알코올	103.6	103.6	-
	레몬 밤 추출물 혼합분말	101.3	101.3	-
	석류농축액	82.4	80.8	1.6
	저분자콜라겐펩타이드	82.3	82.3	-

자료: 식품의약품안전처, 이베스트투자증권 리서치센터

표23 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 건강기능식품 브랜드사로 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 제품군을 보유하고 있음. 동사의 사업부별 매출 비중은 건강기능식품 23.3%, 건강지향식품 75.4%로 구성됨.
A049960	쎌바이오텍	동사는 프로바이오틱스 제품 전문 제조업체로 유산균 제품인 '듀오락' 브랜드를 보유하고 있으며, 국내 및 해외 OEM/ODM도 진행하고 있음. 동사의 제품별 매출비중은 원말(프로바이오틱스) 13.4%, 완제품(듀오락 시리즈, OEM/ODM) 86.6%로 구성되어있음.
A270870	뉴트리	동사는 이너뷰티 건강기능식품 제조, 판매업체로 주로 피부미용, 다이어트, 근육강화를 위한 제품군을 보유하고 있음. 주요 제품은 에버콜라겐(피부건강)과 판도라 핑거루트 다이어트(다이어트) 등이 있으며, 자체 보유한 개별인정형원료에는 저분자콜라겐펩타이드(에버콜라겐), 핑거루트 추출분말 등이 있음. 동사의 제품군별 매출비중은 피부건강 60.6%, 다이어트 22.9%로 구성되어 있음.
A194700	노바렉스	동사는 국내 1위 건기식 OEM/ODM회사로 약 200여개의 고객사를 보유하고 있음. 주요 고객사로는 CJ제일제당, 종근당건강, 콜마비앤에이치, 뉴트리, 암웨이, KT&G 등이 있음. 동사의 주요 강점은 국내 최다 개별인정원료(35개)를 보유해 건기식 트렌드 변화에 따라 빠르게 신제품을 출시할 수 있다는 점과 다변화된 거래선 등을 꼽을 수 있음. 동사의 제품별 매출비중은 영양보충용제품 11..85%, 유산균함유제품 10.13%, 기타제품매출 75.97% 등으로 구성되어있음.
A008490	서흥	동사는 하드캡슐 제조 및 건기식 OEM업체로 주요 제품은 하드캡슐(비중 36.6%), 의약품(비중 13.8%), 건강기능식품(비중 36.3%), 원료(젤라틴 11.2%) 등이 있음. 하드캡슐 사업의 경우, 해외수출 물량 증가(Q)와 식물성 하드캡슐 비중 증가(P)로 인해 매년 성장하고 있음. 건강기능식품 사업 역시 고성장이 진행되고 있는데, 건기식 시장규모 확대에 따른 수혜인 것으로 보임.
A063160	종근당바이오	동사는 종근당홀딩스의 계열사로 원료의약품 및 프로바이오틱스 제품을 생산하고 있음. 동사는 국내 1위의 원료의약품 수출 기업으로 항생제, 치료제, 면역억제제 등 완제품 제조에 필요한 원료 의약품을 생산하여 대부분 해외로 수출하고 있음. 프로바이오틱스의 경우, 관계사 종근당건강의 락토핏의 원말을 생산해 납품하고 있음. 제품별 매출 비중은 Potassium Clavulanate(베타락탐 저해제) 34.0%, DMCT(항생제 원료) 16.6%, Rifampicin(항생제원료) 12.9%, Acarbose(항생제원료) 9.2%, 프로바이오틱스 6.5%로 구성되어있음.
A200130	콜마비앤에이치	동사는 건강기능식품 및 화장품 OEM/ODM업체로 한국콜마의 계열사임. 주요 건기식 제품에는 헤모힘(면역기능개선), 유산균 등이 있음. 주요 고객사로 애터미, 종근당건강 등이 있으며, 애터미향 매출 비중이 전체의 70%(건기식과 화장품 합산 비중)을 차지하고 있음. 건기식 시장 성장의 수혜로 건강기능식품 사업부의 애터미+비애터미향 매출이 모두 증가하고 있으며, 해외사업의 고성장 역시 지속되고 있음.
A222040	코스맥스엔비티	동사는 글로벌 건강기능식품 ODM/OEM 업체로 3Q19 연결기준 국내 35.5%, 수출 64.55%로 구성됨. 국내에서 생산되는 건기식 제품은 대부분 동남아/중국으로 수출되고 있는데. 미국, 호주 등에 현지공장, 중국에 판매법인을 설립해 총 글로벌 30개국에 진출해 사업을 영위하는 중. 동사의 제품별 매출비중은 건강기능식품(헬시, 뷰티 등) 31.99%, 건강지향식품(식사대용식 등) 66.84% 등으로 구성되어있음.
A318010	팜스빌	팜스빌은 건강기능식품 전문회사로 지난해 10월 신규 상장했으며 애플트리 김약사네(약사 상담 기반), 악마 다이어트(다이어트 전문) 등의 자체 브랜드를 보유하고 있음. 유형별 비중은 피부건강 46%, 다이어트 17%, 관절건강 14% 등이며 판매 채널별 비중은 홈쇼핑 62%, 오프라인 27% 등으로 구성되어 있음. 팜스빌 이너뷰티 관련 제품 매출은 2016년 74억원 → 2017년 90억원 → 2018년 119억원 → 2019년 186억원으로 가파르게 성장하고 있음

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표24 국내 건강기능식품 업체 사업내용

기업코드	기업명	사업내용
A239610	에이치엘사이언스	**기업개요** 동사는 건강기능식품 브랜드 업체로 개별인정형원료를 개발해 자체 브랜드 제품을 개발 및 생산하고 있으며, 일부는 OEM 생산을 하고 있음. 주요 제품으로는 석류농축액류(3Q19 기준 매출비중 31.5%). 새싹보리착즙분말 (39.6%), 밀크씨슬류 (8.7%), 장건강제품류 (10.3%), 다이어트 제품류(6.1%) 등이 있음. 동사는 석류농축액 건강기능식품과 석류농축액 건강지향식품만을 자체 생산하고 있으며, 나머지 제품은 OEM을 통해서 제조하고 있음. 매출액의 95%이상이 홈쇼핑 및 온라인 채널에서 발생하고 있음. **실적동향** 3Q19 실적은 매출액 335억원(yoy +102.4%), 영업이익 59억원(yoy +77.2%)을 기록함. 동사는 2019년 한해 동안 신제품을 꾸준히 출시하며 외형성장을 지속했는데, '18년 11월 새싹보리 출시, '19년 4월 다이어트 및 장건강제품류 출시, '19년 6월 우슬시크릿을 연이어 출시하며 매출을 더해감. 특히 새싹보리의 매출성장이 돋보였는데, 1Q19 73억원, 2Q19 171억원, 3Q19 134억원의 매출을 기록하며 동사의 실적개선을 견인함. **체크포인트** 1) 신제품 '닥터 그린프로폴리스' 매출 추이 확인 동사는 2019년 12월 홈쇼핑에서 처음으로 '닥터 그린프로폴리스' 신제품을 출시하였음. 이는 츄어블제형으로 면역, 구강항균 등의 효과가 있는 제품임. 신제품의 성공여부가 올해 동사의 실적개선 포인트가 될 것으로 기대됨. 시가총액: 2,569억원 종가: 49,950원 순현금비중: 21.5% P/E: 13.9 P/B: 3.3

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표25 국내 건강기능식품 업체 사업내용

기업코드	기업명	사업내용
A270870	뉴트리	**기업개요** 동사는 이너뷰티 건강기능식품 제조, 판매업체로 주로 피부미용, 다이어트, 근육강화 등을 위한 제품군을 보유하고 있음. 주요 제품은 에버콜라겐(피부건강)과 판도라 핑거루트 다이어트(다이어트) 등이 있으며, 제품 개발 및 생산에 자체 보유한 개별인정형원료(저분자콜라겐펩타이드(에버콜라겐), 핑거루트 추출분말) 등을 사용하고 있음. 동사의 제품군별 매출비중은 피부건강 60.6%, 다이어트 22.9%로 구성되어 있음. **실적동향** 4Q19 연결기준 실적은 매출액 332억원(yoy +98.6%), 영업이익 41억원(yoy 흑전)를 기록함. 동사는 이너뷰티 시장의 성장에 따라 이너뷰티 대표 제품인 에버콜라겐을 필두로 외형성장을 이어나가고 있음. 이번 4분기 홈쇼핑 수수료 및 광고선전비가 안정화되며 영업이익률 13.2%로 지난 분기 대비 이익률 개선됨. **체크포인트** 1) 이너뷰티 시장 고성장 수혜 건강기능식품군 중 다이어트, 피부미용, 근력강화 등 이너뷰티 시장이 고성장을 지속하고 있으며, 이에 동사의 수혜가 지속되고 있음. 동사의 매출액은 2016년 331억원 → 2017년 604억원 → 2018년 872억원 → 2019년 1,221억원으로 시장 고성장에 따라 외형성장을 지속하고 있으며, 특히 에버콜라겐 브랜드는 2016년 218억원 → 2017년 269억원 → 2018년 371억원 → 3Q19 누적 539억원으로 판매호조를 이어가고 있음. 시가총액: 1,737억원 종가: 19,150원 순현금비중: 18.9% P/E: 31.7 P/B: 3.2

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표26 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	991.6	11.4	87.1	1.5
	2016	2,560	362	297	8.4	5.1	2,529.0	14.1	11.6	18.5	4.3	12.3	25.9
	2017	3,376	488	458	31.9	34.7	54.1	14.5	14.1	21.0	5.7	14.3	30.9
	2018	3,864	585	484	14.5	20.0	5.6	15.2	12.8	12.2	2.9	7.9	25.7
서흥	2015	3,041	338	228	4.5	16.2	7.0	11.1	8.3	21.5	2.1	13.4	10.1
	2016	3,404	401	273	11.9	18.6	19.6	11.8	9.0	15.7	1.7	10.5	11.1
	2017	3,500	373	231	2.8	-7.0	-15.5	10.7	7.5	16.4	1.4	9.8	9.0
	2018	3,935	393	257	12.4	5.4	11.5	10.0	7.5	10.5	1.0	7.6	9.7
종근당홀딩스	2015	2,218	282	152	22.3	-8.3	60.7	12.7	13.8	30.5	1.6	10.7	10.7
	2016	3,357	231	294	51.3	-18.2	93.5	6.9	12.8	11.1	0.9	4.6	9.2
	2017	4,507	435	480	34.3	88.7	63.1	9.7	15.0	7.6	0.9	2.9	11.4
	2018	5,311	537	275	17.8	23.5	-42.8	10.1	9.9	11.4	0.7	3.5	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	20.1	3.0	14.6	18.8
	2017	402	53	49	-1.8	-22.0	-18.7	13.3	12.3	34.5	3.2	22.8	9.6
	2018	641	122	109	59.5	129.7	119.9	19.1	17.0	20.4	3.5	13.1	18.7
셀바이오텍	2015	495	188	175	21.4	45.4	68.3	37.9	35.4	30.7	6.4	22.0	28.9
	2016	583	216	185	17.7	14.9	5.7	37.0	31.7	24.7	4.5	17.1	24.2
	2017	611	226	182	4.8	5.0	-1.6	37.1	29.8	20.7	3.3	13.3	20.9
	2018	625	217	194	2.4	-4.2	6.5	34.7	31.0	13.6	2.0	8.2	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	13.5	1.6	8.2	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	39.3	2.3	15.3	7.7
코스맥스엔비티	2015	775	108	86	65.2	211.0	286.4	13.9	11.1	38.7	6.4	28.6	22.4
	2016	1,208	188	172	55.8	74.3	100.9	15.5	14.2	36.9	7.8	30.8	23.3
	2017	1,364	115	63	12.9	-38.6	-63.6	8.5	4.7	72.1	5.3	28.6	7.6
	2018	2,017	180	76	47.9	56.0	21.5	8.9	3.8	44.4	3.7	17.9	8.6
팜스빌	2015	184	33	31	114.3	61.9	59.8	18.2	16.6	N/A	N/A	N/A	27.5
	2016	157	32	27	-14.9	-4.5	-11.8	20.4	17.2	N/A	N/A	N/A	19.1
	2017	155	41	34	-1.0	29.8	24.4	26.7	21.6	N/A	N/A	N/A	19.6
	2018	198	56	48	27.7	35.1	43.6	28.2	24.3	N/A	N/A	N/A	N/A

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표27 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	13.8	3.9	706	28.7	578	40.9	28.0
서흥	13.3	1.7	476	26.6	348	53.6	11.3
종근당홀딩스	13.6	1.3	864	71.8	410	3.9	6.1
종근당바이오	17.2	1.2	127	83.7	106	49.3	7.2
에이치엘사이언스	15.3	4.5	219	92.9	185	89.7	29.4
셀바이오텍	13.3	1.4	101	-44.1	114	-31.1	10.8
노바렉스	19.4	2.7	132	5.9	110	3.9	13.9
뉴트리	30.1	3.4	73	N/A	55	N/A	11.2
코스맥스엔비티	-38.2	1.3	43	-73.1	-32	-158.7	-3.4
팜스빌	19.2	4.1	69	23.2	58	20.8	N/A

자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주: 팜스빌은 2019년 시장 컨센서스 기준

표28 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
Nu Skin Enterprises	2015	2,247	245	133	-12.5	-30.5	-29.7	10.9	5.9	16.8	2.6	6.5	15.1
	2016	2,208	231	143	-1.7	-5.6	8.0	10.5	6.5	18.7	3.8	8.4	19.2
	2017	2,279	274	129	3.2	18.8	23.3	12.0	7.8	21.1	5.1	10.2	18.9
	2018	2,679	241	122	17.5	-12.2	-3.2	9.0	6.4	20.2	4.3	10.6	16.4
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

서흥 (008490)	38
종근당바이오(063160)	44
팜스빌 (318010)	50

Universe

기업명	투자판단	목표주가
서흥	Buy(유지)	50,000 원(상향)
종근당바이오	Buy(유지)	41,000 원(유지)
팜스빌	NR	NR

서흥 (008490)

2020. 2. 25 | Mid-Small Cap

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

기대되는 2020년 + 더 기대되는 2021년

안정적인 성장흐름 유효

동사의 매출액은 매년 성장(과거 10년 Sales CAGR 12.1%, 역성장 없음)이 진행 중이며 향후에도 이러한 흐름이 유지될 것으로 기대된다. 이유는 1)하드캡슐 ASP의 상승(과거 3년 CAGR 7.6%, 상대적으로 고가인 식물성의 비중 증가) + 판매량 증가(생산실적 과거 3년 CAGR 2.3%, Capa 확대), 2)건강기능식품의 안정적인 외형 확대(과거 3년 CAGR 15.6%) 흐름이 향후에도 지속될 가능성이 높기 때문이다.

건강기능식품 사업의 고성장 기대감

최근 건강기능식품에 대한 관심이 높아지면서 동사의 건기식 ODM/OEM 사업의 생산활동이 큰 폭으로 증가하고 있는 것으로 파악된다. 2020년 동사의 건기식 사업부문의 수익성이 큰 폭으로 개선될 것으로 기대되는데, 이는 건강기능식품 사업부문의 매출액이 매년 고성장함에도 불구하고, 오송공장으로 이전 + 제형확대에 따른 투자 등의 요인으로 Capa 대비 가동률이 저조하여 그동안 마진율이 좋지 않았는데 가동률 상승으로 수익성이 개선될 전망이기 때문이다.

하드캡슐 2020년 하반기 ~ 2021년 긍정적 전망

동사의 하드캡슐 사업에서 3Q19 생산설비 8대(기존 75대의 10.7%) 신규설치의 이익기여가 2H20에 본격화되어 2021년 수익성이 큰 폭으로 개선될 가능성이 높다. 또한 생산설비 대규모 투자 10년이 도래하는 2021년 ~ 2022년에 감가상각비가 큰 폭으로 감소(연간 20억원 ~ 40억원 규모)할 것으로 기대됨에 따라 영업이익 개선이 전망된다.

투자의견 매수 유지, 목표주가 50,000원으로 상향

서흥의 투자의견 매수를 유지하며, 목표주가는 50,000원으로 상향(45,000원 → 50,000원, +11.1%)한다. 이는 당사의 기존 Target P/E(12MF) 12.8배(EPS growth 2018년 ~ 2021년 CAGR 18.6%)를 유지하는 것으로 실적이 지속적으로 개선되는 점을 반영하여 12MF EPS 상승에 따른 것이다. 참고로 추정실적의 변경은 없었다.

Buy(maintain)

목표주가	50,000 원
현재주가	37,750 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	●	

Stock Data

KOSPI(2/24)		2,079.04 pt
시가총액		4,367 억원
발행주식수		11,569 천주
52 주 최고가 / 최저가		39,700 / 25,450 원
90 일 일평균거래대금		6.48 억원
외국인 지분율		8.5%
배당수익률(20.12E)		1.0%
BPS(20.12E)		27,315 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	10.2%
	6 개월	9.9%
	12 개월	50.7%
주주구성	양주환외 7 인	53.2%
	베어링자산운용	6.0%

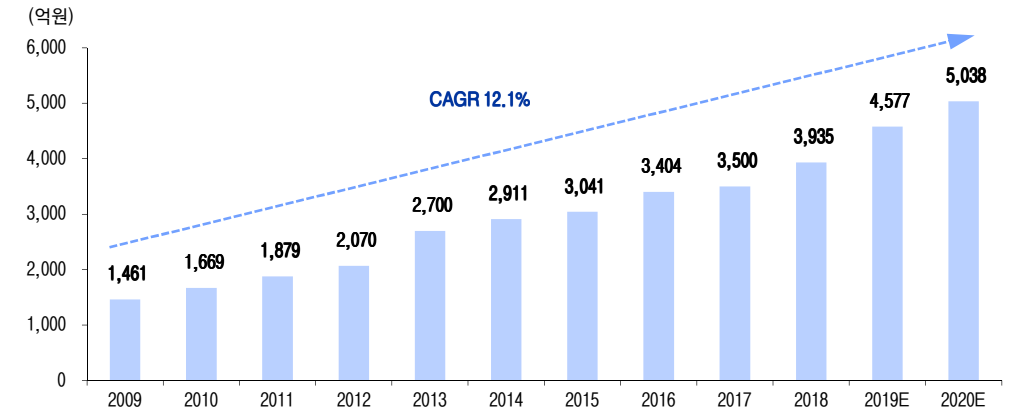
Stock Price

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	26.4	2,021	-14.4	62.3	16.2	9.8	1.4	8.7
2018	393.5	39.3	35.1	29.4	2,315	14.5	66.0	10.1	8.0	1.0	9.5
2019E	457.7	50.0	50.9	43.3	3,360	45.2	77.0	11.2	9.0	1.4	12.7
2020E	503.8	55.7	54.7	45.8	3,565	6.1	85.3	10.6	8.0	1.2	11.9
2021E	551.9	62.2	61.2	50.6	3,941	10.6	88.8	9.6	7.4	1.1	11.8

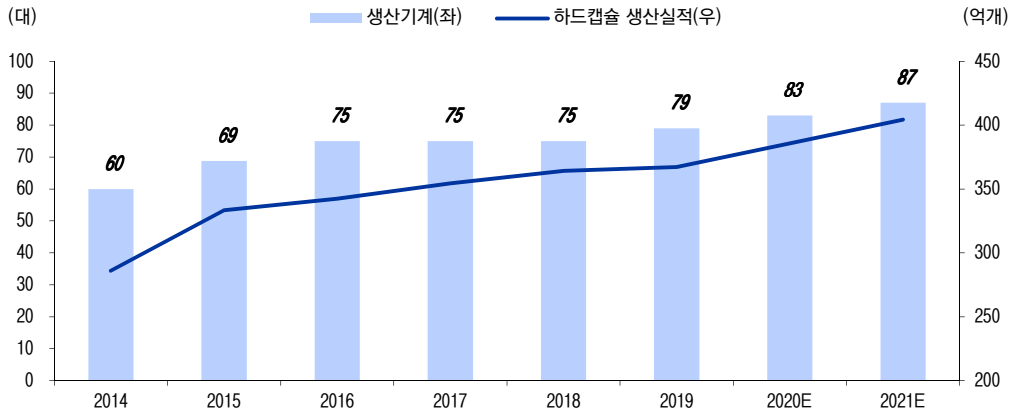
자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림30 서흥 매출액 추이(역성장 없음)



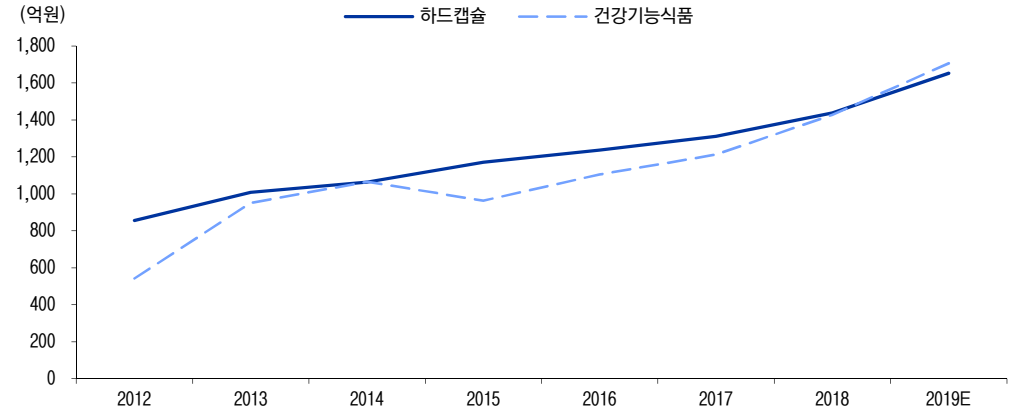
자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림31 서흥 하드캡슐 생산기계 Capa 추이



자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림32 서흥 하드캡슐 & 건강기능식품 매출액 추이



자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

표29 연간실적 전망

(단위: 억원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**2,700**	**2,911**	**3,041**	**3,404**	**3,500**	**3,935**	**4,577**	**5,038**	**5,519**
YoY	*30.4%*	*7.8%*	*4.5%*	*11.9%*	*2.8%*	*12.4%*	*16.3%*	*10.1%*	*9.6%*
하드캡슐	1,009	1,064	1,171	1,237	1,312	1,439	1,653	1,793	1,942
의약품	388	426	459	639	530	544	566	607	647
건강기능식품	950	1,065	963	1,105	1,212	1,427	1,706	1,884	2,070
원료	230	234	335	333	386	439	529	623	724
상품 & 기타	124	123	112	90	61	86	124	130	136
% YoY									
하드캡슐	*17.9%*	*5.5%*	*10.1%*	*5.6%*	*6.0%*	*9.7%*	*14.9%*	*8.5%*	*8.3%*
의약품	*26.8%*	*9.9%*	*7.8%*	*39.1%*	*-17.0%*	*2.7%*	*4.0%*	*7.3%*	*6.6%*
건강기능식품	*75.3%*	*12.1%*	*-9.6%*	*14.7%*	*9.7%*	*17.8%*	*19.5%*	*10.4%*	*9.9%*
원료	*-6.0%*	*1.8%*	*43.6%*	*-0.7%*	*15.7%*	*13.8%*	*20.4%*	*17.9%*	*16.1%*
상품 & 기타	*1.0%*	*-0.7%*	*-8.6%*	*-19.8%*	*-32.4%*	*41.3%*	*44.6%*	*5.0%*	*4.5%*
% of Sales									
하드캡슐	37.4%	36.5%	38.5%	36.3%	37.5%	36.6%	36.1%	35.6%	35.2%
의약품	14.4%	14.6%	15.1%	18.8%	15.1%	13.8%	12.4%	12.0%	11.7%
건강기능식품	35.2%	36.6%	31.7%	32.5%	34.6%	36.3%	37.3%	37.4%	37.5%
원료	8.5%	8.0%	11.0%	9.8%	11.0%	11.2%	11.5%	12.4%	13.1%
상품 & 기타	4.6%	4.2%	3.7%	2.6%	1.7%	2.2%	2.7%	2.6%	2.5%
생산실적(Q)									
하드캡슐(억개)	276	286	333	342	355	364	367	386	404
YoY	*17.2%*	*3.7%*	*16.6%*	*2.7%*	*3.5%*	*2.7%*	*0.8%*	*5.1%*	*4.8%*
젤라틴(톤)	3,693	3,687	4,262	4,973	5,638	5,890	5,991	6,062	6,128
YoY	*-6.9%*	*-0.2%*	*15.6%*	*16.7%*	*13.4%*	*4.5%*	*1.7%*	*1.2%*	*1.1%*
생산기계 대수	60	60	69	75	75	75	79	83	87
기계 1 대당 생산	4.6	4.8	4.8	4.6	4.7	4.9	4.6	4.6	4.6
ASP(P)									
하드캡슐(원)	3.7	3.7	3.5	3.6	3.7	4.0	4.5	4.6	4.8
YoY	*0.6%*	*1.6%*	*-5.5%*	*2.8%*	*2.4%*	*6.8%*	*14.0%*	*3.3%*	*3.3%*
젤라틴(백만원/톤)	6.2	6.3	7.9	6.7	6.8	7.5	8.8	10.3	11.8
YoY	*0.9%*	*2.0%*	*24.2%*	*-14.9%*	*2.1%*	*9.0%*	*18.4%*	*16.5%*	*14.9%*
영업이익	**252**	**291**	**338**	**401**	**373**	**393**	**500**	**557**	**622**
% of sales	9.3%	10.0%	11.1%	11.8%	10.7%	10.0%	10.9%	11.1%	11.3%
% YoY	*74.4%*	*15.8%*	*16.2%*	*18.6%*	*-7.0%*	*5.4%*	*27.3%*	*11.3%*	*11.5%*
사업부별 OPM									
캡슐(건기식포함)	227	272	287	322	279	293	340	379	420
OPM	*9.7%*	*10.6%*	*11.1%*	*10.8%*	*9.1%*	*8.6%*	*8.7%*	*8.8%*	*9.0%*
원료	39	20	53	84	82	87	175	186	205
OPM	*16.9%*	*8.4%*	*15.7%*	*25.1%*	*21.3%*	*19.8%*	*33.1%*	*29.8%*	*28.3%*
기타	-14	0	-2	-4	12	13	-15	-7	-4

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터,
주: IFRS 연결기준

표30 분기실적 전망

(단위: 억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	**1,178**	**1,154**	**1,128**	**1,118**	**1,292**	**1,269**	**1,237**	**1,241**
YoY	*18.9%*	*10.9%*	*19.0%*	*17.0%*	*9.7%*	*9.9%*	*9.7%*	*11.0%*
하드캡슐	428	417	407	400	463	441	447	443
의약품	139	137	147	143	149	148	155	156
건강기능식품	451	445	406	403	492	488	453	451
원료	114	125	147	142	143	158	161	162
상품 & 기타	45	30	20	28	45	35	22	29
% YoY								
하드캡슐	*22.7%*	*8.1%*	*14.3%*	*15.3%*	*8.0%*	*5.7%*	*9.7%*	*10.6%*
의약품	*-10.6%*	*3.5%*	*21.3%*	*5.6%*	*6.9%*	*8.1%*	*5.8%*	*8.5%*
건강기능식품	*19.7%*	*17.5%*	*17.9%*	*23.3%*	*9.0%*	*9.8%*	*11.3%*	*11.8%*
원료	*21.8%*	*-4.1%*	*26.6%*	*44.3%*	*25.6%*	*25.7%*	*9.6%*	*13.8%*
상품 & 기타	*192.1%*	*112.6%*	*111.9%*	*-39.4%*	*0.1%*	*13.4%*	*6.5%*	*3.4%*
% of Sales								
하드캡슐	36.4%	36.1%	36.1%	35.8%	35.8%	34.7%	36.1%	35.7%
의약품	11.8%	11.9%	13.0%	12.8%	11.5%	11.7%	12.5%	12.5%
건강기능식품	38.3%	38.5%	36.0%	36.1%	38.1%	38.5%	36.6%	36.4%
원료	9.7%	10.9%	13.0%	12.7%	11.1%	12.4%	13.0%	13.1%
상품 & 기타	3.8%	2.6%	1.8%	2.5%	3.5%	2.7%	1.8%	2.3%
생산실적(Q)								
하드캡슐(억개)	84	96	94	93	88	90	91	92
YoY	*-1.7%*	*1.0%*	*-6.1%*	*11.3%*	*4.7%*	*-6.7%*	*-3.4%*	*-0.7%*
젤라틴(톤)	1,435	1,601	1,470	1,485	1,500	1,515	1,530	1,545
YoY	*-1.0%*	*5.4%*	*7.7%*	*-4.6%*	*4.5%*	*-5.4%*	*4.1%*	*4.1%*
생산기계 대수	75	75	83	83	84	85	86	87
기계 1 대당 생산	1.1	1.3	1.1	1.1	1.0	1.1	1.1	1.1
ASP(P)								
하드캡슐(원)	5.1	4.3	4.3	4.3	5.3	4.9	4.9	4.8
YoY	*24.8%*	*7.0%*	*21.6%*	*3.6%*	*3.2%*	*13.3%*	*13.5%*	*11.4%*
젤라틴(백만원/톤)	7.9	7.8	10.0	10.1	10.2	10.3	10.4	10.5
YoY	*23.0%*	*-9.0%*	*17.6%*	*59.1%*	*28.3%*	*31.4%*	*4.1%*	*4.1%*
영업이익	**125**	**136**	**125**	**114**	**136**	**141**	**138**	**143**
% of sales	10.6%	11.8%	11.1%	10.2%	10.5%	11.1%	11.1%	11.5%
% YoY	*21.7%*	*13.3%*	*55.4%*	*27.4%*	*8.5%*	*3.5%*	*10.4%*	*24.8%*
사업부별 OPM								
캡슐(건기식포함)	90	100	76	74	95	95	92	97
OPM	*8.8%*	*10.0%*	*7.9%*	*7.8%*	*8.6%*	*8.8%*	*8.7%*	*9.3%*
원료	42	47	46	40	43	48	48	48
OPM	*36.6%*	*37.5%*	*31.3%*	*28.4%*	*30.1%*	*30.2%*	*29.7%*	*29.3%*
기타	-6	-11	3	0	-2	-2	-2	-2

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터,
주: IFRS 연결기준

Valuation

서흥의 투자의견 매수를 유지하며, 목표주가는 50,000원으로 상향(45,000원 → 50,000원, +11.1%)한다. 이는 당사의 기존 Target P/E(12MF) 12.8배(EPS growth 2018년 ~ 2021년 CAGR 18.6%)를 유지하는 것으로 실적이 지속적으로 개선되는 점을 반영하여 12MF EPS 상승에 따른 것이다. 참고로 추정실적의 변경은 없었다. 단순 참고요인으로 RIM Valuation(Cost of Equity 8.0%, Sustainable Growth = Margin * Turnover * Leverage * Retention ratio = 6.6%에서 55% discount → 3.0% 적용)으로도 목표주가 산정에 무리가 없다는 판단이다.

표31 RIM Valuation

(단위: 억원)	2019	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E
Total Shareholder's Equity	2,736	3,155	3,511	3,901	4,325	4,785	
Total Shareholder's Equity (Year average)	2,718	2,945	3,333	3,706	4,113	4,555	
Net Income	257	373	396	438	482	530	
Dividend	54	63	74	81	89	95	
Payout ratio %	21.1%	17.0%	18.6%	18.5%	18.4%	18.0%	
FROE (Forecasted ROE)	9.5%	12.7%	11.9%	11.8%	11.7%	11.6%	
무위험수익률	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	
E(Rm-Rf) 리스크프리미엄	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	
베타	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	0.75	
COE (Cost of Equity)	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	
ROE Spread (FROE-COE)	1.5%	4.7%	3.9%	3.8%	3.7%	3.7%	
Residual Income	41	138	130	142	154	166	166
PVIF (including Mid-year adj. Factor)		100%	93%	86%	79%	74%	68%
추정잔여이익의 현재가치		138	121	122	122	122	
계속가치 (2025년 이후)							3,320
Continuing Value Calculation							
RI 증가율 (1 -normalized RI)	0.0%						
RI 계속성장률 g (%)	3.0%						
COE	8.0%						
추정RI 현재가치	626						
계속가치 현재가치	2,262						
Beginning Shareholder's Equity	2,736						
Equity Value for Residual Income	5,624						
Appraised company value							
발행주식수 (천주)	11,569						
자기주식수 (천주)	450						
추정주당가치 (원)	50,577						
현재주당가격 (원)	37,750						
Potential (%)	32.5%						

자료: 이베스트투자증권, 이베스트투자증권 리서치센터

서흥 (008490)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	197.0	214.0	229.8	248.1	280.3
현금 및 현금성자산	11.4	13.2	14.7	20.8	41.3
매출채권 및 기타채권	69.6	75.7	80.3	86.6	93.0
재고자산	111.6	116.2	125.9	131.6	137.0
기타유동자산	4.4	8.9	9.0	9.0	9.1
비유동자산	398.3	425.1	448.9	466.4	474.2
관계기업투자등	36.5	24.1	28.0	30.8	33.8
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**	**678.7**	**714.5**	**754.5**
유동부채	202.1	193.9	192.2	193.2	194.4
매입채무 및 기타재무	21.2	29.1	28.9	31.5	34.2
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**	**328.2**	**328.2**	**328.2**
지배주주지분	269.9	273.6	316.0	351.8	391.7
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	275.7	311.4	351.3
비지배주주지분(연결)	30.9	34.6	34.6	34.6	34.6
자본총계	**300.8**	**308.2**	**350.6**	**386.3**	**426.3**

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**350.0**	**393.5**	**457.7**	**503.8**	**551.9**
매출원가	277.5	319.2	368.7	405.9	444.4
매출총이익	**72.5**	**74.3**	**89.0**	**97.9**	**107.5**
판매비 및 관리비	35.2	35.0	39.0	42.1	45.4
영업이익	**37.3**	**39.3**	**50.0**	**55.7**	**62.2**
(EBITDA)	62.3	66.0	77.0	85.3	88.8
금융손익	-8.9	-7.5	-8.1	-8.0	-7.9
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	6.9	5.0	4.9
세전계속사업이익	**31.0**	**35.1**	**50.9**	**54.7**	**61.2**
계속사업법인세비용	4.6	5.7	7.6	9.0	10.6
계속사업이익	26.4	29.4	43.3	45.8	50.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**26.4**	**29.4**	**43.3**	**45.8**	**50.6**
지배주주	23.1	25.7	37.4	39.6	43.8
총포괄이익	**25.3**	**20.0**	**43.3**	**45.8**	**50.6**
매출총이익률 (%)	20.7	18.9	19.5	19.4	19.5
영업이익률 (%)	10.7	10.0	10.9	11.1	11.3
EBITDA 마진률 (%)	17.8	16.8	16.8	16.9	16.1
당기순이익률 (%)	7.5	7.5	9.5	9.1	9.2
ROA (%)	3.9	4.2	5.7	5.7	6.0
ROE (%)	8.7	9.5	12.7	11.9	11.8
ROIC (%)	6.5	6.3	7.6	7.9	8.5

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	**45.7**	**49.0**	**54.3**	**55.7**	**57.3**
당기순이익(손실)	26.4	29.4	43.3	45.8	50.6
비현금수익비용가감	41.1	42.6	25.3	19.4	15.8
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	-1.6	-10.2	-10.9
영업활동 자산부채변동	-11.1	-11.2	-14.4	-9.4	-9.1
매출채권 감소(증가)	-3.4	-5.2	-4.6	-6.3	-6.4
재고자산 감소(증가)	-3.3	-3.4	-9.7	-5.7	-5.4
매입채무 증가(감소)	0.2	2.1	-0.1	2.6	2.7
기타자산, 부채변동	-4.6	-4.7	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	**-43.5**	**-50.8**	**-47.3**	**-44.1**	**-31.4**
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	-1.9	-0.8	-0.9
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	-6.2	-6.2	-6.2
배당금의 지급	5.5	5.4	6.2	6.2	6.2
기타재무활동	-4.9	-9.8	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	**-6.0**	**1.8**	**1.5**	**6.2**	**20.4**
기초현금	17.3	11.4	13.2	14.7	20.8
기말현금	11.4	13.2	14.7	20.8	41.3

주: IFRS 연결 기준, 자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	16.2	10.1	11.2	10.6	9.6
P/B	1.4	1.0	1.4	1.2	1.1
EV/EBITDA	9.8	8.0	9.0	8.0	7.4
P/CF	5.6	3.8	6.4	6.7	6.6
배당수익률 (%)	0.9	1.5	0.9	0.9	0.9
성장성 (%)					
매출액	2.8	12.4	16.3	10.1	9.6
영업이익	-7.0	5.4	27.3	11.3	11.5
세전이익	-8.2	13.3	45.2	7.5	11.8
당기순이익	-14.0	11.3	47.4	5.6	10.5
EPS	-14.4	14.5	45.2	6.1	10.6
안정성 (%)					
부채비율	97.9	107.4	93.6	84.9	77.0
유동비율	97.5	110.4	119.6	128.4	144.2
순차입금/자기자본(x)	77.5	83.9	72.5	63.5	52.1
영업이익/금융비용(x)	5.6	4.9	5.9	6.6	7.4
총차입금 (십억원)	246.0	273.4	270.7	268.0	265.2
순차입금 (십억원)	233.1	258.5	254.2	245.2	222.0
주당지표 (원)					
EPS	2,021	2,315	3,360	3,565	3,941
BPS	23,330	23,650	27,315	30,405	33,857
CFPS	5,831	6,225	5,934	5,629	5,733
DPS	300	350	400	400	400

종근당바이오 (063160)

2020. 2. 25 | Mid-Small Cap

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

성장의 원년

Buy(maintain)

목표주가 41,000 원
현재주가 32,500 원

컨센서스 대비(4Q19 실적 기준)

상회	부합	하회
	●	

4Q19 Review

4Q19 종근당바이오 잠정실적은 매출액 380억원(+25.2% yoy), 영업이익 45억원(+151.7% yoy)으로 컨센서스에 부합했다. 이번 분기 특이사항은 없으며 원료의약품 단가 인상 효과 및 프로바이오틱스의 꾸준한 기여로 두 자리 수 마진율을 지속하고 있다. 특히 매 분기 인력 채용에 따른 비용 증가분을 고려한다면 뚜렷한 이익 개선이 지속되고 있음을 확인할 수 있다.

2020년, 실적 성장의 원년

올해에는 동사의 투자포인트들이 현실화된다. 프로바이오틱스 증설 효과로 동사 CAPA는 2019년 100억원에서 2020년 300억원까지 상승하게 된다. 종근당바이오는 신설 공장에서 유산균 원료, 완제품 OEM, 자체 브랜드 유거스를 생산하며 본격적으로 라인업을 확장한다. 종근당건강의 유산균 매출은 3Q19 545억원(+124.8% yoy)을 기록해 매분기 고성장을 지속하고 있다. 올해에도 편의점 판매 개시 및 신종 코로나 바이러스 여파로 견조한 성장세가 예상된다. 종근당바이오는 락토핏 원료 중 약 30%를 공급하고 있는 것으로 추정되어 증설 이후 관계사향 수주 물량 증가는 매우 가시적인 상황이다.

투자의견 매수, 목표주가 41,000원 유지

종근당바이오에 대해 투자의견 매수, 목표주가 41,000원을 유지한다. 2020년 동사 실적은 매출액 1,580억원(+15.2% yoy), 영업이익 193억원(+25.3% yoy, OPM 12.2%)로 추정한다. 프로바이오틱스 매출은 2019년 89억원에서 2020년 248억원까지 증가해 전사 매출 및 이익 개선을 견인할 것으로 기대된다. 이외에도 자체 브랜드 유거스 생산 본격화, 2021년 완공 예정인 오송공장 관련 신규 사업 역시 연중 공개될 예정이어서 추가적인 모멘텀도 기대할 수 있는 상황이다.

Stock Data

KOSPI(2/24)		2,079.04 pt
시가총액		1,783 억원
발행주식수		5,486 천주
52 주 최고가 / 최저가		34,200 / 21,118 원
90 일 일평균거래대금		12.92 억원
외국인 지분율		12.7%
배당수익률(19.12E)		0.6%
BPS(19.12E)		30,472 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	16.5%
	6 개월	12.1%
	12 개월	53.7%
주주구성	종근당홀딩스 (외 2 인)	37.3%
	자사주 (외 1 인)	1.8%

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	137.2	15.4	15.7	12.3	2,401	54.8	27	13.5	6.4	1.1	8.0
2020E	158.0	19.3	19.5	15.6	2,898	20.7	31	11.2	5.3	1.0	9.4
2021E	184.1	22.1	22.2	17.8	3,296	13.7	33	9.9	4.6	0.9	9.8

자료: 종근당바이오, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표32 종근당바이오 4Q19 Review

(단위: 억원)	4Q19	4Q18	YoY	3Q19	QoQ	이베스트	대비
매출액	**38.0**	30.3	25.2%	34.9	8.6%	35.0	**8.5%**
영업이익	**4.5**	1.8	151.7%	4.4	2.9%	3.6	**25.2%**
순이익(지배)	**3.5**	1.8	96.0%	3.3	4.3%	2.8	**23.9%**
OPM	**11.9%**	5.9%	6.0%	12.5%	-0.7%	10.3%	**1.6%**
NPM	**9.1%**	5.8%	3.3%	9.5%	-0.4%	8.0%	**1.1%**

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표33 종근당바이오 연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원)	2019P			2020E		
항목	**변경전**	**변경후**	**차이(%)**	**변경전**	**변경후**	**차이(%)**
매출액	134.2	**137.2**	2.2%	153.5	**158.0**	2.9%
영업이익	14.5	**15.4**	6.3%	18.0	**19.3**	7.3%
지배순이익	11.6	**12.3**	5.7%	14.6	**15.6**	6.9%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표34 종근당바이오 분기별 실적 테이블

(단위: KRW Bn)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P
매출액	**30.8**	**30.9**	**32.6**	**30.3**	**31.3**	**33.0**	**34.9**	**38.0**
매출총이익	5.8	4.4	6.9	6.3	7.2	9.1	9.9	10.5
GPM	*18.8%*	*14.2%*	*21.2%*	*20.9%*	*23.1%*	*27.5%*	*28.4%*	*27.7%*
판관비	4.3	3.5	4.1	4.6	4.7	5.0	5.5	6.0
영업이익	**1.5**	**0.9**	**2.8**	**1.8**	**2.5**	**4.0**	**4.4**	**4.5**
OPM	*5.0%*	*2.9%*	*8.5%*	*5.9%*	*8.0%*	*12.2%*	*12.5%*	*11.9%*
세전이익	**2.7**	**1.7**	**3.0**	**1.9**	**2.7**	**4.1**	**4.3**	**4.5**
법인세	0.5	0.1	0.6	0.1	0.4	1.0	1.0	1.0
당기순이익	**2.2**	**1.7**	**2.4**	**1.8**	**2.3**	**3.2**	**3.3**	**3.5**
NIM	*7.1%*	*5.3%*	*7.3%*	*5.8%*	*7.3%*	*9.6%*	*9.5%*	*9.1%*
품목별 매출								
Potassium Clavulanate	10.8	11.1	11.2	10.6	10.5	11.3	12.0	11.4
DMCT	5.8	4.9	6.5	7.7	5.4	2.9	8.1	8.7
Rifampicin	2.9	3.5	3.5	1.8	4.2	5.1	3.4	3.2
Acarbose	5.1	3.1	3.6	2.7	2.2	3.6	3.4	4.1
프로바이오틱스	0.0	0.0	3.6	1.8	1.9	2.4	2.2	2.5
기타	6.2	8.2	4.3	5.8	7.1	7.8	5.8	8.1
YoY 성장률								
매출액	2.6%	0.8%	12.9%	5.5%	1.7%	6.8%	7.4%	25.2%
매출총이익	-1.4%	-29.1%	-4.0%	12.4%	24.9%	106.2%	43.7%	66.0%
영업이익	-24.1%	-58.6%	-10.9%	5.9%	62.3%	341.8%	58.1%	151.7%
세전이익	1.5%	-38.4%	-6.9%	92.9%	1.9%	138.2%	45.9%	133.4%
당기순이익	0.0%	-31.3%	-7.4%	98.9%	6.0%	92.1%	40.4%	96.0%

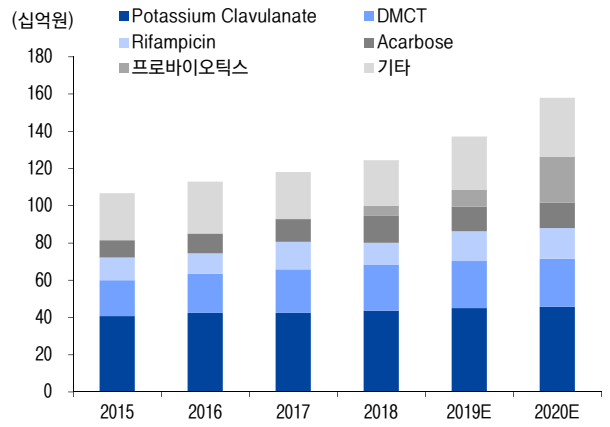
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표35 종근당바이오 연간 실적 테이블

(단위: KRW Bn)	2016	2017	2018	2019P	2020E
매출액	**113.0**	**118.2**	**124.5**	**137.2**	**158.0**
매출총이익	26.4	24.9	23.4	36.7	45.7
GPM	*23.4%*	*21.1%*	*18.8%*	*26.8%*	*28.9%*
판관비	14.8	15.9	16.4	21.3	26.4
영업이익	**11.6**	**9.0**	**7.0**	**15.4**	**19.3**
OPM	*10.3%*	*7.6%*	*5.6%*	*11.2%*	*12.2%*
세전이익	**12.1**	**9.6**	**9.3**	**15.6**	**19.5**
법인세	2.7	1.6	1.3	3.4	3.9
당기순이익	**9.4**	**8.0**	**8.0**	**12.3**	**15.6**
NIM	*8.3%*	*6.8%*	*6.4%*	*8.9%*	*9.9%*
품목별 매출					
Potassium Clavulanate	42.6	42.5	43.7	45.1	45.8
DMCT	21.0	23.4	24.8	25.2	25.7
Rifampicin	10.9	14.7	11.7	16.0	16.5
Acarbose	10.7	12.2	14.5	13.2	13.5
프로바이오틱스	0.0	0.0	5.4	8.9	24.8
기타	28.0	25.3	24.5	28.8	31.6
YoY 성장률					
매출액	5.9%	4.6%	5.3%	10.2%	15.2%
영업이익	44.5%	-22.3%	-22.4%	119.9%	25.3%
세전이익	49.5%	-20.4%	-3.6%	68.3%	24.8%
당기순이익	41.8%	-15.0%	-0.7%	54.1%	27.3%

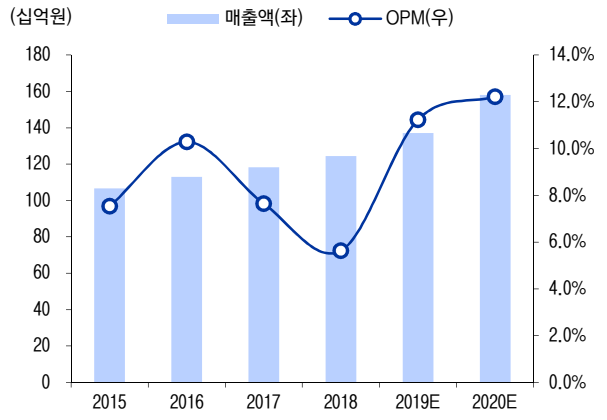
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림33 종근당바이오 부문별 매출 추이 및 전망



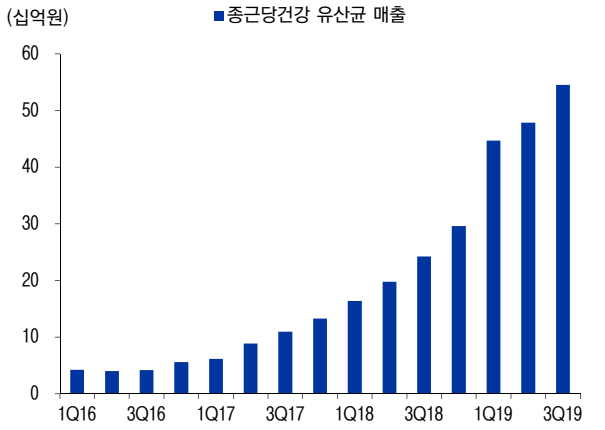
자료: DART, 이베스트투자증권 리서치센터

그림34 종근당바이오 실적 추이 및 전망



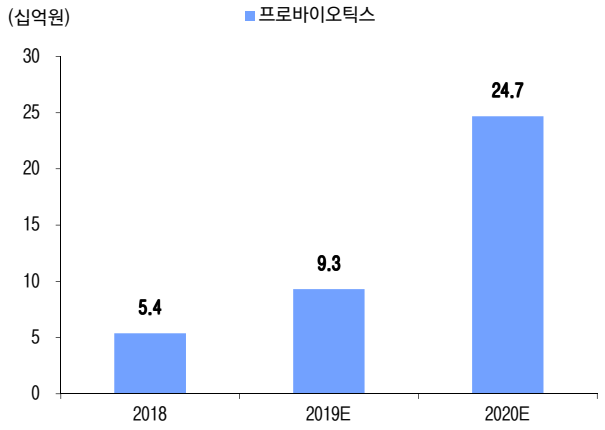
자료: DART, 이베스트투자증권 리서치센터

그림35 종근당건강 유산균 매출 추이



자료: DART, 이베스트투자증권 리서치센터

그림36 종근당바이오 프로바이오틱스 매출 추이 및 전망



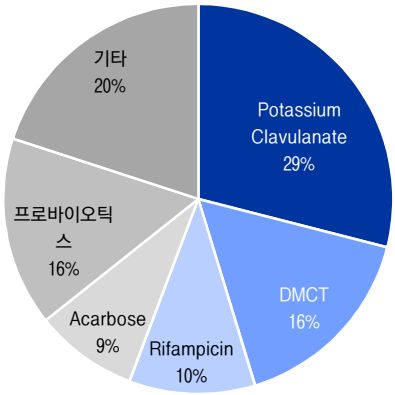
자료: DART, 이베스트투자증권 리서치센터

표36 종근당바이오 주요 제품 현황

제품명	기능	용도	매출액	비율
Potassium Clavulanate	베타락탐 저해제	페니실린계 항생제 약효 극대화, 해열제 등	45.1	32.9%
DMCT	항생제원료	Minocycline의 원료, 여드름 치료제 등	25.2	18.4%
Rifampicin	항생제원료	결핵치료제의 원료	16.0	11.6%
Acarbose	당뇨병치료제	제2형 당뇨병치료제	13.2	9.6%
Probiotics	건강기능식품	락토핏 원료, 유거스	8.9	6.5%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림37 종근당바이오 2020F 매출 구성



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림38 종근당바이오 증설 효과

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

자료: 종근당바이오, 이베스트투자증권 리서치센터

표37 종근당바이오 밸류에이션 테이블

항목	값
당기순이익 (12M Fwd)	13.3
발행주식수(백만 주)	5.2
A. EPS (12M Fwd)	2,534
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	42,314
목표주가	**41,000원**
현 주가	32,500원
Upside	26.2%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

종근당바이오 (063160)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	84.2	78.3	83.0	99.9	127.6
현금 및 현금성자산	15.7	12.0	9.2	16.0	31.0
매출채권 및 기타채권	28.7	31.1	32.9	37.9	44.2
재고자산	33.2	28.4	34.0	39.1	45.6
기타유동자산	6.6	6.9	6.9	6.9	6.9
비유동자산	95.3	106.3	116.2	117.7	112.2
관계기업투자등	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	93.5	104.1	113.6	115.1	109.4
무형자산	1.2	1.9	2.3	2.4	2.5
자산총계	**179.5**	**184.5**	**199.1**	**217.6**	**239.8**
유동부채	26.8	23.6	26.4	30.2	36.7
매입채무 및 기타재무	17.0	16.3	18.3	21.1	24.6
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**	**39.8**	**43.7**	**50.3**
지배주주지분	142.0	147.7	159.4	173.9	189.5
자본금	13.1	13.1	13.1	13.7	13.7
자본잉여금	27.4	27.4	27.4	27.4	27.4
이익잉여금	103.2	109.2	120.5	134.5	150.1
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**142.0**	**147.7**	**159.4**	**173.9**	**189.5**

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**118.2**	**124.5**	**137.2**	**158.0**	**184.1**
매출원가	93.3	101.1	100.5	112.3	130.5
매출총이익	**24.9**	**23.4**	**36.7**	**45.7**	**53.6**
판매비 및 관리비	15.9	16.4	21.3	26.4	31.5
영업이익	**9.0**	**7.0**	**15.4**	**19.3**	**22.1**
(EBITDA)	18.1	16.0	26.7	30.8	33.0
금융손익	-1.2	1.0	-0.2	0.2	0.0
이자비용	0.2	0.1	3.2	3.0	3.0
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	1.9	1.2	0.5	0.0	0.1
세전계속사업이익	**9.6**	**9.3**	**15.7**	**19.5**	**22.2**
계속사업법인세비용	1.6	1.3	3.4	3.9	4.4
계속사업이익	8.0	8.0	12.3	15.6	17.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**8.0**	**8.0**	**12.3**	**15.6**	**17.8**
지배주주	8.0	8.0	12.3	15.6	17.8
총포괄이익	**8.0**	**7.6**	**12.3**	**15.6**	**17.8**
매출총이익률 (%)	21.1	18.8	26.8	28.9	29.1
영업이익률 (%)	7.6	5.6	11.2	12.2	12.0
EBITDA 마진률 (%)	15.3	12.8	19.5	19.5	17.9
당기순이익률 (%)	6.8	6.4	9.0	9.9	9.6
ROA (%)	4.4	4.4	6.4	7.5	7.8
ROE (%)	5.8	5.5	8.0	9.4	9.8
ROIC (%)	5.9	4.6	8.4	9.9	10.9

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	**20.4**	**15.5**	**18.5**	**19.1**	**19.5**
당기순이익(손실)	8.0	8.0	12.3	15.6	17.8
비현금수익비용가감	11.9	12.6	11.5	10.9	11.0
유형자산감가상각비	9.1	8.8	11.1	11.2	10.7
무형자산상각비	0.0	0.2	0.2	0.3	0.3
기타현금수익비용	0.8	0.2	0.2	-0.6	0.1
영업활동 자산부채변동	4.2	-4.1	-5.4	-7.4	-9.2
매출채권 감소(증가)	2.3	-2.5	-1.9	-5.0	-6.3
재고자산 감소(증가)	5.2	4.8	-5.6	-5.2	-6.5
매입채무 증가(감소)	0.5	-3.7	2.1	2.8	3.5
기타자산, 부채변동	-3.8	-2.7	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	**-12.6**	**-16.1**	**-21.2**	**-13.0**	**-5.4**
유형자산처분(취득)	-8.5	-16.3	-20.6	-12.6	-5.0
무형자산 감소(증가)	-1.2	-0.6	-0.6	-0.3	-0.4
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**	**0.6**	**0.8**
차입금의 증가(감소)	-4.8	-1.1	1.0	1.0	3.0
자본의 증가(감소)	-2.1	-2.1	-1.0	-0.4	-2.2
배당금의 지급	2.1	2.1	1.0	1.0	2.2
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	**0.8**	**-3.8**	**-2.7**	**6.8**	**15.0**
기초현금	14.9	15.7	12.0	9.2	16.0
기말현금	15.7	12.0	9.2	16.0	31.0

주: IFRS 연결 기준
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	13.7	13.4	13.5	11.2	9.9
P/B	0.8	0.7	1.1	1.0	0.9
EV/EBITDA	5.3	6.0	6.4	5.3	4.6
P/CF	5.6	5.3	7.1	6.7	6.2
배당수익률 (%)	1.9	1.0	0.6	1.2	1.5
성장성 (%)					
매출액	4.6	5.3	10.2	15.2	16.5
영업이익	-22.2	-22.4	119.9	25.3	14.4
세전이익	-20.4	-3.6	68.7	24.4	13.7
당기순이익	-15.0	-0.7	54.8	26.7	13.7
EPS	-15.0	-0.7	54.8	20.7	13.7
안정성 (%)					
부채비율	26.4	25.0	25.0	25.1	26.5
유동비율	313.9	331.1	313.7	330.5	347.5
순차입금/자기자본(x)	-11.0	-8.2	-5.2	-8.1	-13.8
영업이익/금융비용(x)	57.8	54.3	4.9	6.4	7.4
총차입금 (십억원)	6	5	6	7	10
순차입금 (십억원)	-16	-12	-8	-14	-26
주당지표 (원)					
EPS	1,563	1,551	2,401	2,898	3,296
BPS	27,162	28,236	30,472	31,706	34,549
CFPS	3,805	3,927	4,561	4,830	5,238
DPS	400	200	200	400	500

팜스빌 (318010)

2020. 2. 25 | Mid-Small Cap

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

건기식 시장의 풍운아

NR

목표주가	NR
현재주가	13,850 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

브랜드 중심의 건기식 전문 회사

팜스빌은 건강기능식품 전문회사로 지난해 10월 신규 상장했으며 애플트리 김약사네(약사 상담 기반), 악마 다이어트(다이어트 전문) 등의 자체 브랜드를 보유하고 있다. 유형별 비중은 피부건강 46%, 다이어트 17%, 관절건강 14% 등이며 판매 채널별 비중은 홈쇼핑 62%, 오프라인 27% 등으로 구성되어 있다.

트렌드 맞춤형 전략이 경쟁력

팜스빌의 강점은 트렌드 맞춤형 전략에 있다. 이는 여러 개의 브랜드를 미리 런칭한 뒤 시장 트렌드에 맞는 제품을 시의적절하게 육성하는 전략이다. 대부분의 건기식 회사들이 소수의 베스트 셀러 제품에 매진한다는 점과 차별화되는 요인이다. 동사는 이를 통해 25명에 불과한 인력을 바탕으로 지난 해 299억원(+50.9% yoy)의 매출과 76억원(+34.9% yoy, OPM 25.2%)의 실적을 달성했다. 효율성을 강조한 전략으로 타사 대비 제품 리스크는 낮게 가져가면서도 높은 성장성과 수익성을 기록하고 있다.

판로확대와 콜라겐 고성장으로 가파른 실적 상승 기대

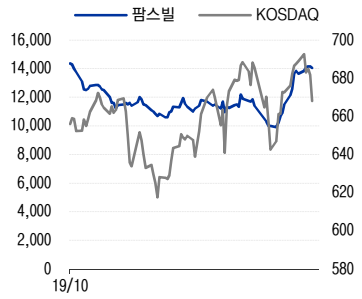
올해에도 판로 확대와 콜라겐 제품의 고성장으로 가파른 실적 상승이 예상된다. 코로나19 바이러스 여파로 면역력 개선 제품 등 건기식에 대한 관심도가 높아졌다는 부분도 긍정적이다. 동사는 지난해 4월 롯데홈쇼핑 추가로 3개의 홈쇼핑 채널에 방송을 송출하고 있는데 올해는 홈쇼핑 채널이 7개까지 한다. 2019년 홈쇼핑 매출은 189억원을 기록했는데 지난해 대비 방송 편성 횟수 등을 고려할 때 산술적으로는 작년 대비 두 배에 가까운 성장을 시현할 수 있다.

제품별로는 콜라겐 성장이 두드러질 것으로 예상하는데 이는 작년 하반기 '미인 콜라겐' 등의 판매 호조가 올해에도 지속될 것으로 예상되기 때문이다. 팜스빌 다이어트/이너뷰티/피부미용 관련 제품 매출은 2016년 74억원 → 2017년 90억원 → 2018년 119억원 → 2019년 186억원으로 가파르게 성장하고 있다.

Stock Data

KOSDAQ(2/24)		639.29 pt
시가총액		1,098 억원
발행주식수		7,929 천주
52 주 최고가 / 최저가		14,350 / 9,910 원
90 일 일평균거래대금		17.05 억원
외국인 지분율		0.5%
배당수익률(19.12E)		0.0%
BPS(19.12E)		13,641 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	20.4%
	6 개월	N/A
	12 개월	N/A
주주구성	이병욱 (외 8 인)	69.4%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2014	8.6	2.1	2.3	1.9	n/a	n/a	2	n/a	-1.5	n/a	22.1
2015	18.4	3.3	3.9	3.1	n/a	n/a	3	n/a	-1.4	n/a	27.5
2016	15.7	3.2	3.4	2.7	n/a	n/a	3	n/a	33.0	n/a	19.1
2017	16.8	4.1	4.6	3.7	n/a	n/a	4	n/a	25.2	n/a	21.2
2018	19.8	5.6	6.3	4.8	n/a	n/a	6	n/a	17.2	n/a	21.1

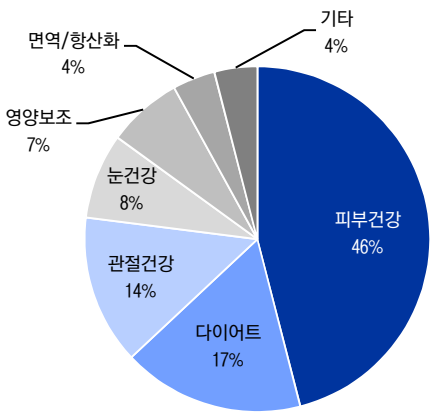
자료: 팜스빌, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표38 팜스빌 연간 실적 테이블

(단위: 십억원)	2015	2016	2017	2018	2019P
매출액	**18.4**	**15.7**	**15.5**	**19.8**	**29.9**
매출총이익	13.4	11.5	11.1	14.7	22.5
GPM	72.5%	73.6%	71.2%	74.1%	75.1%
판매관리비	10.0	8.3	6.9	9.1	14.9
영업이익	**3.4**	**3.2**	**4.2**	**5.6**	**7.6**
OPM	18.2%	20.4%	26.7%	28.2%	25.2%
세전이익	3.9	3.4	4.3	6.3	9.6
당기순이익	**3.1**	**2.7**	**3.4**	**4.8**	**7.6**
NIM	16.6%	17.2%	21.6%	24.3%	25.3%

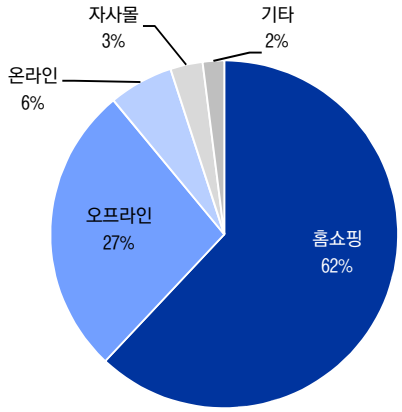
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림39 유형별 판매 비중



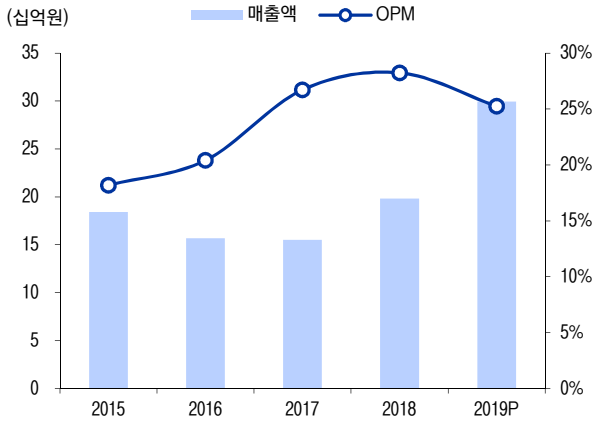
자료: DART, 이베스트투자증권 리서치센터

그림40 채널별 판매 비중



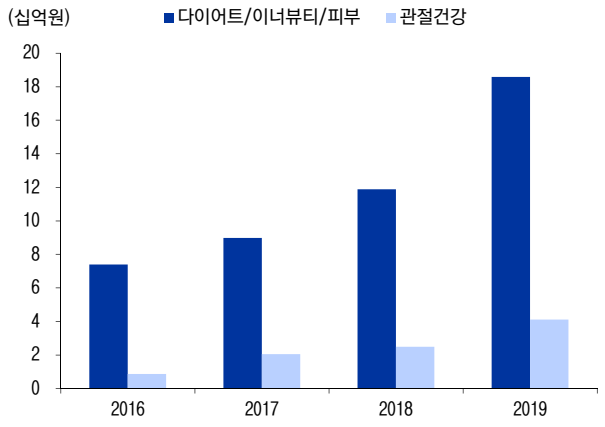
자료: 팜스빌, 이베스트투자증권 리서치센터

그림41 팜스빌 실적 추이



자료: DART, 이베스트투자증권 리서치센터

그림42 주요 제품 판매 추이



자료: DART, 이베스트투자증권 리서치센터

팜스빌 (318010)

재무상태표

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
유동자산	6.0	8.6	13.2	13.3	17.0
현금 및 현금성자산	0.9	7.0	11.1	7.2	8.5
매출채권 및 기타채권	0.7	0.7	0.4	0.8	1.1
재고자산	0.7	0.9	1.6	0.9	1.5
기타유동자산	3.9	0.1	0.0	4.2	5.9
비유동자산	6.3	8.8	13.2	15.6	16.5
관계기업투자등	0.1	0.0	0.9	0.9	0.9
유형자산	5.9	7.9	11.2	3.8	5.3
무형자산	0.0	0.0	0.1	0.5	0.2
자산총계	**12.3**	**17.5**	**26.3**	**28.9**	**33.5**
유동부채	0.8	2.1	2.8	2.1	3.7
매입채무 및 기타재무	0.1	1.1	0.6	0.5	1.4
단기금융부채	0.3	0.3	1.8	0.7	1.1
기타유동부채	0.4	0.7	0.4	0.8	1.3
비유동부채	1.9	2.7	8.0	7.8	2.8
장기금융부채	1.2	1.8	6.9	6.5	1.3
기타비유동부채	0.7	0.9	1.0	1.3	1.4
부채총계	**2.7**	**4.8**	**10.8**	**9.8**	**6.4**
지배주주지분	9.6	12.7	15.5	19.1	26.9
자본금	1.0	1.2	1.2	1.2	1.3
자본잉여금	0.0	0.0	0.3	0.0	3.2
이익잉여금	8.6	11.5	14.0	17.8	22.4
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
자본총계	**9.6**	**12.7**	**15.5**	**19.1**	**27.0**

손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
매출액	**8.6**	**18.4**	**15.7**	**16.8**	**19.8**
매출원가	3.2	5.1	4.1	4.5	5.1
매출총이익	**5.4**	**13.4**	**11.5**	**12.3**	**14.7**
판매비 및 관리비	3.3	10.0	8.3	8.2	9.1
영업이익	**2.1**	**3.3**	**3.2**	**4.1**	**5.6**
(EBITDA)	2.1	3.5	3.3	4.3	5.8
금융손익	0.1	0.3	0.0	-0.1	0.1
이자비용	0.0	0.0	0.2	0.2	0.2
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.2	0.2	0.3	0.5	0.6
세전계속사업이익	**2.3**	**3.9**	**3.4**	**4.6**	**6.3**
계속사업법인세비용	0.4	0.8	0.7	0.9	1.5
계속사업이익	1.9	3.1	2.7	3.7	4.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**1.9**	**3.1**	**2.7**	**3.7**	**4.8**
지배주주	1.9	3.1	2.7	3.7	4.8
총포괄이익	**1.9**	**3.1**	**2.7**	**3.7**	**4.9**
매출총이익률 (%)	63.0	72.5	73.6	73.3	74.1
영업이익률 (%)	24.0	18.2	20.4	24.4	28.2
EBITDA 마진률 (%)	24.7	18.8	21.1	25.3	29.2
당기순이익률 (%)	22.3	16.6	17.2	21.8	24.3
ROA (%)	16.7	20.5	12.3	13.3	15.5
ROE (%)	22.1	27.5	19.1	21.2	21.1
ROIC (%)	26.8	37.6	25.1	25.2	30.5

현금흐름표

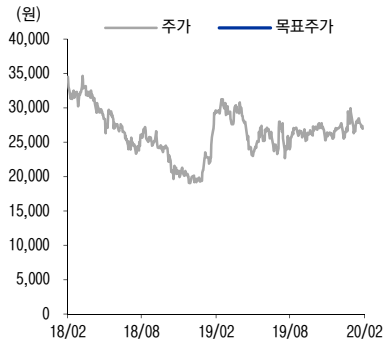
(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018
영업활동 현금흐름	**1.7**	**4.4**	**1.9**	**4.4**	**5.1**
당기순이익(손실)	1.9	3.1	2.7	3.7	4.8
비현금수익비용가감	0.3	0.3	0.4	1.1	1.7
유형자산감가상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금수익비용	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0
영업활동 자산부채변동	-0.5	1.0	-1.2	0.3	-0.5
매출채권 감소(증가)	-0.1	0.0	0.2	-0.4	-0.2
재고자산 감소(증가)	-0.1	-0.3	-0.7	0.6	-0.6
매입채무 증가(감소)	-0.5	1.0	-0.5	-0.1	0.4
기타자산, 부채변동	0.1	0.3	-0.3	0.2	-0.1
투자활동 현금	**-1.5**	**1.1**	**-4.4**	**-6.6**	**-1.8**
유형자산처분(취득)	0.0	-2.2	-3.4	-0.2	-1.0
무형자산 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.2
투자자산 감소(증가)	-1.5	3.7	-0.9	-4.3	-1.8
기타투자활동	0.0	-0.5	-0.1	-2.0	0.8
재무활동 현금	**-0.1**	**0.7**	**6.7**	**-1.7**	**-2.0**
차입금의 증가(감소)	-0.2	0.7	6.8	-1.8	-1.7
자본의 증가(감소)	0.0	0.0	-0.1	-0.1	-0.2
배당금의 지급	0.0	0.0	0.1	0.1	0.2
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.2	0.0
현금의 증가	**0.1**	**6.2**	**4.1**	**-3.9**	**1.3**
기초현금	0.8	0.9	7.0	11.1	7.2
기말현금	0.9	7.0	11.1	7.2	8.5

주: IFRS 연결 기준
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2014	2015	2016	2017	2018
투자지표 (x)					
P/E	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
P/B	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
EV/EBITDA	-1.5	-1.4	33.0	25.2	17.2
P/CF	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	-45.2	114.3	-14.9	7.2	18.0
영업이익	-35.3	61.9	-4.5	28.4	36.5
세전이익	-31.6	65.1	-11.4	32.8	37.7
당기순이익	-29.0	59.8	-11.8	36.1	31.3
EPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
안정성 (%)					
부채비율	28.4	38.0	69.7	51.7	23.8
유동비율	764.0	408.9	465.9	636.7	462.5
순차입금/자기자본(x)	-33.1	-38.9	-15.3	-22.3	-44.1
영업이익/금융비용(x)	46.5	101.5	16.2	20.5	33.0
총차입금 (십억원)	1	2	9	7	2
순차입금 (십억원)	-3	-5	-2	-4	-12
주당지표 (원)					
EPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
BPS	46,201	5,278	6,467	7,940	10,681
CFPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

콜마비앤에이치 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
2020.02.25	신규	정홍식									
2020.02.25	NR	NR									

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
2020.02.25	신규	김한경									
2020.02.25	NR	NR									

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
2019.11.05	신규	정홍식									
2019.11.05	Buy	45,000	-11.3		-20.7						
2020.02.25	Buy	50,000									

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	신규	김한경									
2019.09.24	Buy	41,000									

팜스빌 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
2020.02.25	신규	김한경									
2020.02.25	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 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	95.0% 5.0%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2019. 1. 1 ~ 2019. 12. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨 마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)