

# Value & Growth

vol. 62 2020. 6. 30

eBEST Mid-Small cap

Mid-Small Cap (가치)

Analyst 정홍식

02 3779 8468

hsjeong@ebestsec.co.kr

Mid-Small Cap (성장)

Analyst 조은애

02 3779 8951

goodkid@ebestsec.co.kr

Part I  
Value & Growth  
Universe

Part II  
중소형주  
종목 동향

Part III  
중소형주  
탐방노트

Part IV  
미용의료기기 Study &  
한국판 뉴딜 Update



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.



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



**Mid-Small Cap**  
Analyst 조은애  
02 3779 8951  
goodkid@ebestsec.co.kr



# Value & Growth

## Contents

|          |                              |    |
|----------|------------------------------|----|
| Part I   | Value & Growth Universe      | 4  |
| Part II  | 중소형주 종목 동향                   | 11 |
| Part III | 중소형주 탐방노트                    | 18 |
| Part IV  | 미용의료기기 Study & 한국판 뉴딜 Update | 33 |

### 기업분석

|                  |    |
|------------------|----|
| 서흥 (008490)      | 54 |
| 뷰웍스 (100120)     | 62 |
| 콜마비엔에이치 (200130) | 67 |

---

# Part I

---

## Value & Growth Universe

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

2020년 7월 Universe에는 콜마비앤에이치가 신규 편입되었으며, 편입 제외종목은 없습니다.

이번 Universe 업데이트에서는 Universe 기업에 대한 VIEW 변화 및 코멘트와 2020년 6월 신규상장(IPO) 기업들을 정리하였습니다.

# Value & Growth Universe

표1 Universe 투자포인트 요약

| 애널리스트 | 기업코드    | 기업명      | 투자포인트   |
|-------|---------|----------|---|
| 정홍식   | A058470 | 리노공업     | IC Test 소켓 사업의 고성장으로 최대 실적 경신, 초음파 프로브 Capa 증설효과 기대     |
|       | A019680 | 대교       | 낙폭과대, 현재 주가는 자산가치도 평가 받지 못함. 초등생 교육 안정화 시기에 반등 기대       |
|       | A034310 | NICE     | 상장 계열회사들의 지분가치 대비 저평가, 금융 계열사들의 안정적인 성장성                |
|       | A030190 | NICE평가정보 | 기업 및 개인정보 사업의 추세적인 성장성 유효, 향후 사업영역 확대될 가능성 높음           |
|       | A119860 | 다나와      | 온라인 쇼핑 증가, 2Q20에도 제휴쇼핑 부문의 사상 최대 트래픽을 기반으로 고성장 가능       |
|       | A023910 | 대한약품     | 기초수액제 수요의 안정적인 증가, Valuation 저평가 수준, 병원 입원일 수에 실적 연동    |
|       | A005680 | 삼영전자     | 현재 보유하고 있는 순현금이 시가총액 대비 현저히 낮음. 절대 저평가, 안정적인 현금흐름       |
|       | A086450 | 동국제약     | 헬스케어 부문에서 원재료(TECA) 증설 계획으로 중·장기적인 수익성 개선 기대감           |
|       | A025000 | KPX케미칼   | 배당메리트, Valuation 저평가, 전반적인 PPG 수요상황 지켜봐야 함              |
|       | A063570 | 한국전자금융   | 향후 무인주차장과 KIOSK 성장이 ATM & CD-VAN 사업의 둔화를 커버할 때 관심 높여야 함 |
|       | A049070 | 인탑스      | Valuation 메리트가 매우 높은 상황. 순현금 > 시가총액, 플라스틱 채용 증가 시 수혜    |
|       | A069510 | 에스텍      | 배당메리트 ↑, 안정적인 재무구조 및 현금흐름 대비 현저히 저평가, 자동차 출하 증가시 수혜     |
|       | A016800 | 퍼시스      | 자산가치가 매우 높음, 사업의 안정성 및 배당메리트, 국내 기업 경기가 좋아져야 함          |
|       | A008490 | 서홍       | 지난 2월 이후 건강기능식품 사업부문 호황 지속, 하드캡슐은 인도 등의 경쟁기업 반사 수혜      |
|       | A078000 | 텔코웨어     | 2020년 하반기 5G 관련 가상화 솔루션 공급 시작으로 가치주에서 성장주로의 변화 기대감      |
|       | A036190 | 금화피에스시   | Valuation 절대 저평가 상태, 2020년은 OH 공사 교체주기 도래로 실적개선 전망      |
|       | A130580 | 나이스디앤비   | 안정적인 사업구조, 과거 5년간 매년 영업이익의 20% 이상 성장, 추세적인 성장성          |
|       | A040420 | 정상제이엘에스  | 낙폭과대, 배당메리트 부각, 5월이후 오프라인으로 수업 진행, 1H20실적 감소는 불가피.      |
|       | A092130 | 이크레더블    | 배당메리트, 기업신용평가 수요 증가할 가능성 있음. 안정적인 사업구조                  |
| 조은애   | A200130 | 콜마비엔에이치  | 안정적인 국내 건강기능식품 매출 기반에 2020년 하반기부터 중국 사업 매출액 반영          |

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 2020년 Universe 주요 Valuation 및 투자 지표

| 애널리스트 | 기업코드    | 기업명      | 투자<br>의견 | 시가<br>총액<br>(십억원) | 증가<br>(원) | 2020년 증가율(% YoY) |          |       | 수익성 (%)   |      | Valuation (x) |     |               |
|-------|---------|----------|----------|-------------------|-----------|------------------|----------|-------|-----------|------|---------------|-----|---------------|
|       |         |          |          |                   |           | 매출액              | 영업<br>이익 | 순이익   | 영업<br>이익률 | ROE  | PER           | PBR | EV/<br>EBITDA |
| 정홍식   | A058470 | 리노공업     | Buy      | 1,780.3           | 116,800   | 14.0             | 10.5     | 12.3  | 36.5      | 17.4 | 30.0          | 5.2 | 19.6          |
|       | A019680 | 대교       | Hold     | 428.0             | 4,420     | -5.4             | -71.8    | -76.9 | 1.2       | 0.7  | 109.7         | 0.8 | 8.8           |
|       | A034310 | NICE     | Buy      | 808.8             | 21,350    | 12.5             | 21.5     | 130.1 | 8.9       | 5.3  | 12.0          | 0.6 | 1.7           |
|       | A030190 | NICE평가정보 | Buy      | 1,138.4           | 18,750    | 7.2              | 8.7      | 5.2   | 12.7      | 16.4 | 26.5          | 4.4 | 14.8          |
|       | A119860 | 다나와      | Buy      | 374.6             | 28,650    | -17.6            | 11.2     | 5.2   | 23.0      | 19.2 | 15.1          | 2.9 | 7.9           |
|       | A005680 | 삼영전자     | Buy      | 148.0             | 7,400     | -1.3             | -35.3    | -15.8 | 1.5       | 1.5  | 20.6          | 0.3 | -9.9          |
|       | A023910 | 대한약품     | Buy      | 180.0             | 30,000    | 3.4              | 7.6      | 5.4   | 20.7      | 15.3 | 6.1           | 0.9 | 3.2           |
|       | A086450 | 동국제약     | Buy      | 1,049.3           | 118,000   | 14.5             | 14.5     | 13.5  | 14.2      | 14.5 | 16.4          | 2.4 | 10.1          |
|       | A025000 | KPX케미칼   | Buy      | 227.2             | 46,950    | 2.5              | 8.4      | 4.5   | 6.7       | 8.5  | 5.3           | 0.5 | 0.8           |
|       | A063570 | 한국전자금융   | Hold     | 228.8             | 6,700     | 1.7              | -22.0    | 10.0  | 4.3       | 3.0  | 45.8          | 1.4 | 5.0           |
|       | A049070 | 인탑스      | Buy      | 200.4             | 11,650    | -18.5            | -48.8    | -43.3 | 4.9       | 3.8  | 9.9           | 0.4 | -1.1          |
|       | A069510 | 에스텍      | Buy      | 94.0              | 8,620     | -7.6             | -15.9    | -23.3 | 4.7       | 7.9  | 7.1           | 0.6 | 0.7           |
|       | A016800 | 퍼시스      | Buy      | 325.5             | 28,300    | 1.3              | 2.3      | 5.7   | 8.3       | 7.6  | 9.1           | 0.7 | 2.8           |
|       | A008490 | 서흥       | Buy      | 659.4             | 57,000    | 23.4             | 32.3     | 30.5  | 11.0      | 10.9 | 15.9          | 1.7 | 10.0          |
|       | A078000 | 벨코웨어     | Buy      | 116.9             | 12,050    | 4.8              | 60.6     | 40.1  | 12.3      | 5.2  | 19.5          | 1.0 | 4.2           |
|       | A036190 | 금화피에스시   | Buy      | 158.1             | 26,350    | 9.0              | 11.9     | 10.9  | 16.8      | 11.7 | 5.1           | 0.6 | -0.2          |
|       | A130580 | 나이스디앤비   | Buy      | 175.6             | 11,400    | 9.0              | 14.1     | 16.4  | 17.3      | 17.2 | 14.3          | 2.5 | 6.1           |
|       | A040420 | 정상제이엘에스  | Buy      | 93.4              | 5,960     | -2.7             | -40.3    | -42.7 | 8.8       | 7.0  | 21.2          | 1.5 | 6.3           |
|       | A092130 | 이크레더블    | Buy      | 240.3             | 19,950    | 8.3              | 10.0     | 9.1   | 41.5      | 24.8 | 16.1          | 4.0 | 9.5           |
| 조은애   | A200130 | 콜마비엔에이치  | Buy      | 1,186.2           | 40,150    | 22.1             | 39.3     | 48.4  | 19.3      | 25.0 | 14.7          | 3.7 | 9.5           |

주: 영업이익률, ROE, PER, PBR, EV/EBITDA 2020년 추정실적 기준, 시가총액, 증가 2020년 6월 25일 증가 기준

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 2021년 Universe 주요 Valuation 및 투자 지표

| 애널리스트   | 기업코드    | 기업명      | 투자의견 | 2021년 증가율(% YoY) |       |       | 수익성 (%) |      | Valuation (x) |     |            |
|---------|---------|----------|------|------------------|-------|-------|---------|------|---------------|-----|------------|
|         |         |          |      | 매출액              | 영업 이익 | 순이익   | 영업 이익률  | ROE  | PER           | PBR | EV/ EBITDA |
| 정흥식     | A058470 | 리노공업     | Buy  | 14.0             | 13.1  | 12.0  | 36.3    | 17.1 | 26.8          | 4.6 | 17.0       |
|         | A019680 | 대교       | Hold | 0.6              | 53.0  | 102.6 | 1.8     | 1.4  | 54.2          | 0.8 | 7.8        |
|         | A034310 | NICE     | Buy  | 5.0              | 7.0   | 11.0  | 9.0     | 55.5 | 10.8          | 6.0 | 1.7        |
|         | A030190 | NICE평가정보 | Buy  | 6.9              | 9.0   | 9.3   | 12.9    | 15.9 | 24.3          | 3.9 | 13.4       |
|         | A119860 | 다나와      | Buy  | 10.3             | 15.8  | 14.9  | 24.2    | 18.7 | 13.1          | 2.5 | 6.3        |
|         | A005680 | 삼영전자     | Buy  | 1.8              | 10.0  | 6.9   | 1.6     | 1.6  | 19.2          | 0.3 | -9.7       |
|         | A023910 | 대한약품     | Buy  | 4.0              | 4.7   | 3.7   | 20.9    | 13.8 | 5.8           | 0.8 | 2.7        |
|         | A086450 | 동국제약     | Buy  | 11.4             | 14.6  | 13.9  | 14.6    | 14.4 | 14.4          | 2.1 | 8.6        |
|         | A025000 | KPX케미칼   | Buy  | 2.9              | 5.0   | 2.3   | 6.8     | 8.1  | 5.2           | 0.4 | 0.6        |
|         | A063570 | 한국전자금융   | Hold | 2.4              | 21.6  | 58.0  | 5.2     | 4.7  | 29.0          | 1.4 | 4.7        |
|         | A049070 | 인탑스      | Buy  | 10.2             | 39.0  | 34.7  | 6.1     | 4.9  | 7.4           | 0.4 | -1.1       |
|         | A069510 | 에스텍      | Buy  | 5.6              | 10.9  | 9.8   | 4.9     | 8.1  | 6.5           | 0.5 | 0.5        |
|         | A016800 | 퍼시스      | Buy  | 1.2              | 1.9   | 1.9   | 8.4     | 7.3  | 8.9           | 0.7 | 2.0        |
|         | A008490 | 서흥       | Buy  | 9.7              | 11.8  | 12.1  | 11.2    | 11.0 | 14.2          | 1.6 | 9.4        |
|         | A078000 | 텔코웨어     | Buy  | 6.2              | 11.1  | 10.0  | 12.9    | 5.6  | 17.7          | 1.0 | 3.4        |
|         | A036190 | 금화피에스시   | Buy  | 2.6              | 3.6   | 3.3   | 17.0    | 11.1 | 5.0           | 0.6 | -0.7       |
|         | A130580 | 나이스디앤비   | Buy  | 5.6              | 6.8   | 5.7   | 17.5    | 16.0 | 13.5          | 2.2 | 6.1        |
|         | A040420 | 정상제이엘에스  | Buy  | 7.3              | 28.8  | 47.7  | 10.6    | 10.3 | 14.4          | 1.5 | 5.6        |
| A092130 | 이크레더블   | Buy      | 8.8  | 9.8              | 9.4   | 41.9  | 24.3    | 14.7 | 3.6           | 8.4 |            |
| 조은애     | A200130 | 콜마비엔에이치  | Buy  | 24.6             | 37.3  | 26.5  | 21.2    | 24.0 | 11.6          | 2.8 | 6.2        |

주: 영업이익률, ROE, PER, PBR, EV/EBITDA 2021년 당사 추정실적 기준

시가총액, 종가 2020년 6월 25일 종가 기준

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표4 Universe 실적전망(억원)

| 애널리스트   | 기업코드    | 기업명      | 매출액    |        |        | 영업이익  |       |       | 지배주주 순이익 |       |       |
|---------|---------|----------|--------|--------|--------|-------|-------|-------|----------|-------|-------|
|         |         |          | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2019  | 2020E | 2021E | 2019     | 2020E | 2021E |
| 정홍식     | A058470 | 리노공업     | 1,703  | 1,941  | 2,212  | 641   | 709   | 802   | 528      | 593   | 664   |
|         | A019680 | 대교       | 7,619  | 7,207  | 7,248  | 294   | 83    | 127   | 169      | 39    | 79    |
|         | A034310 | NICE     | 18,777 | 21,129 | 22,194 | 1,542 | 1,874 | 2,005 | 292      | 672   | 746   |
|         | A030190 | NICE평가정보 | 4,109  | 4,404  | 4,706  | 513   | 558   | 608   | 408      | 429   | 469   |
|         | A119860 | 다나와      | 1,670  | 1,376  | 1,518  | 285   | 317   | 367   | 236      | 248   | 285   |
|         | A005680 | 삼영전자     | 2,010  | 1,984  | 2,019  | 46    | 30    | 33    | 86       | 72    | 77    |
|         | A023910 | 대한약품     | 1,688  | 1,745  | 1,815  | 336   | 362   | 379   | 282      | 297   | 308   |
|         | A086450 | 동국제약     | 4,823  | 5,520  | 6,152  | 686   | 785   | 900   | 563      | 639   | 728   |
|         | A025000 | KPX케미칼   | 7,657  | 7,848  | 8,076  | 484   | 525   | 551   | 408      | 426   | 436   |
|         | A063570 | 한국전자금융   | 2,829  | 2,878  | 2,948  | 160   | 125   | 152   | 45       | 50    | 79    |
|         | A049070 | 인탑스      | 9,105  | 7,424  | 8,184  | 707   | 362   | 503   | 357      | 202   | 272   |
|         | A069510 | 에스텍      | 3,380  | 3,123  | 3,299  | 175   | 147   | 163   | 172      | 132   | 145   |
|         | A016800 | 퍼시스      | 3,047  | 3,087  | 3,125  | 251   | 257   | 262   | 340      | 359   | 366   |
|         | A008490 | 서흥       | 4,607  | 5,686  | 6,239  | 474   | 627   | 701   | 317      | 414   | 464   |
|         | A078000 | 텔코웨어     | 418    | 438    | 465    | 34    | 54    | 60    | 43       | 60    | 66    |
|         | A036190 | 금화피에스시   | 2,094  | 2,283  | 2,343  | 343   | 384   | 398   | 277      | 307   | 317   |
|         | A130580 | 나이스디앤비   | 773    | 843    | 890    | 128   | 146   | 156   | 106      | 123   | 130   |
|         | A040420 | 정상제이엘에스  | 936    | 910    | 976    | 134   | 80    | 103   | 77       | 44    | 65    |
| A092130 | 이크레더블   | 409      | 443    | 482    | 167    | 184   | 202   | 137   | 149      | 163   |       |
| 조은애     | A200130 | 콜마비엔에이치  | 4,389  | 5,360  | 6,679  | 741   | 1,032 | 1,417 | 545      | 809   | 1,023 |

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

표5 Universe 신규 편입·제외

| 종목코드    | 종목명     | 구분   | 내용   |
|---------|---------|------|--|
| A200130 | 콜마비엔에이치 | 신규편입 | 콜마비엔에이치는 안정적인 국내 매출을 기반으로 2020년 하반기부터는 '애틀랜틱 차이나'향 수출매출이 발생한다. 국내외 증가하는 수요 대응을 위해 기존 2,000억 Capa를 6,000억원으로 확대하는 증설 작업이 진행 중이다. 2021년부터 중국 매출액이 운기 반영되기 시작하면 추가적인 Multiple 리레이팅도 가능할 것으로 판단한다. |

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표6 Universe Update &amp; 관심종목 현황

| 기업코드    | 기업명    | View 변화   |
|---------|--------|---|
| A228850 | 레이언스   | 2분기 실적은 메디컬 부문(의료용 엑스레이 디텍터)의 성장이 기대되는 반면, 바텍향 덴탈 CMOS 디텍터 판매량 감소 영향으로 실적이 다소 부진할 것으로 보임. 미국과 유럽이 1분기 대비 2분기에 상황이 더 안좋았고, 중국의 경우 1분기보다는 나아졌지만 회복의 정도가 크지 않기 때문에 덴탈향 상황이 좋지는 않은 것으로 보임. 산업용 디텍터 역시 전방업체의 투자 사이클 지연으로 상황이 안좋은 것으로 보임.     |
| A043150 | 바텍     | 2분기 상황이 상당히 안좋은 것으로 보임. 코로나19가 2분기부터 본격적으로 유럽, 미국 등 해외에 영향을 미치다 보니 동사의 미국, 유럽향 치과용 장비 매출에 타격이 있었음. 뿐만 아니라 신흥국(인도, 러시아 등) 역시 코로나19의 영향을 받으면서 2분기 매출 및 영업이익 yoy 감소가 불가피해보임. 특히 마진이 높은 탐라인 제품들의 판매량 감소로 영업이익의 부진이 예상됨.                     |
| A119860 | 다나와    | 1Q20 분기 최대실적에 이어 2Q20에도 OP 20% 수준의 YoY 성장이 가능할 것으로 기대된다. 이유는 1)1Q대비 상대적인 비수기임에도 불구하고 제휴쇼핑 트래픽이 QoQ 11% 수준 상승하고 있다는 점을 고려하면 2분기 15~20% yoy 성장이 가능할 것으로 예상되고, 2)판매수수료는 삼다나와닷컴 홈페이지를 통해 확인한 결과 4+5월 합산 비브랜드 PC 판매실적이 +20.0% yoy 증가했기 때문이다. |
| A130580 | 나이스디앤비 | 2Q20에도 고성장이 기대된다. 이는 TCB와 연관성이 높은 은행의 중소기업 대출 동향을 살펴봤을때 신규대출(기업대출 중 중소기업) 증가율이 2019년 평균 6.4% yoy, 1Q20 7.4% yoy, 2020년 4월 9.5% yoy, 2020년 5월 10.6% yoy를 기록하고 있기 때문이다.   |

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 6월 신규 상장(IPO) 기업 정리

표7 6월 IPO 기업

| 기업              | 기업코드    | 신규 상장일     | 기업개요  | 유사/경쟁 업체                        |
|-----------------|---------|------------|---|---------------------------------|
| <b>에스씨엠생명과학</b> | A298060 | 2020-06-17 | 동사는 플랫폼 원천기술인 층분리배양법을 활용해 고순도, 고효능의 줄기세포치료제 개발 및 제조업을 영위하고 있다. 동사는 희귀, 난치성 질환에 대한 줄기세포치료제 4 품목을 주요 파이프라인으로 보유하고 있는데, 성체줄기세포치료제, 유도만능줄기세포, 수지상세포, CAR-CIK 세포를 통해 치료제를 개발 중이다.. | <b>녹십자셀,<br/>동아에스티</b>          |
| <b>엘이티</b>      | A297890 | 2020-06-22 | 동사는 모듈 공정 디스플레이 제조설비 자동화시스템 장비 제조 및 판매 업체이다. 주요 고객사는 삼성디스플레이 이다. 동사의 주력제품은 FOD Lamination, Side Sealing 도포기, 복합기 등이 있다. OLED 디스플레이 설비투자 싸이클과 실적이 연동될 것으로 보인다.                 | <b>힘스,<br/>브이원텍,</b>            |
| <b>젠큐릭스</b>     | A229000 | 2020-06-25 | 동사는 체외진단산업 중 암 관련 분자진단 검사 사업을 영위하고 있다. 유방암 예후예측 검사 개발을 완료했으며 폐암 및 대장암 동반진단 검사를 개발 진행 중이다. 맞춤형 치료, 정밀의료의 일반화로 암 조기진단 시장이 지속 성장할 것으로 보인다.                                       | <b>랩지노믹스,<br/>씨젠,<br/>바디텍메드</b> |

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

---

# Part II

---

## 중소형주 종목 동향

### 중소형주 종목 동향

이번 섹션에서는 중소기업주 종목 동향에 대해서 살펴보겠습니다.

매월 중소기업주 가격변동에 의한 낙폭확대, 저평가 부각 등, 투자자분들이 궁금해 할만한 것들을 정리하려고 합니다.

이번 파트는 과거 1개월간의 데이터를 정리한 것이라고 보면 됩니다.

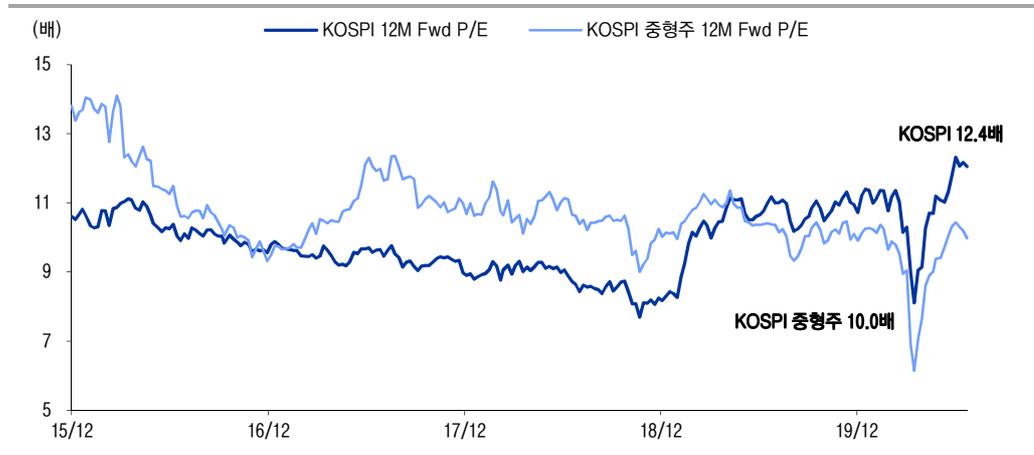
달라지는 시장흐름을 파악해 저희가 제시해드리는 중소기업주 투자판단에 도움이 되시기를 바랍니다.

# 시장상황 점검

## KOSPI 중형주, 최근 밸류에이션 하락세

KOSPI 대비 KOSPI 중형주의 P/E 괴리도는 현재 -17.2%이다. 2015년 이후~현재까지의 평균인 8.9%를 하회하는 수준이다. 참고로 KOSPI 중형주의 12MF P/E는 10.0배, KOSPI의 12MF P/E는 12.4배 수준으로 밸류에이션이 가파르게 상승하다 최근 소폭 하락했다.

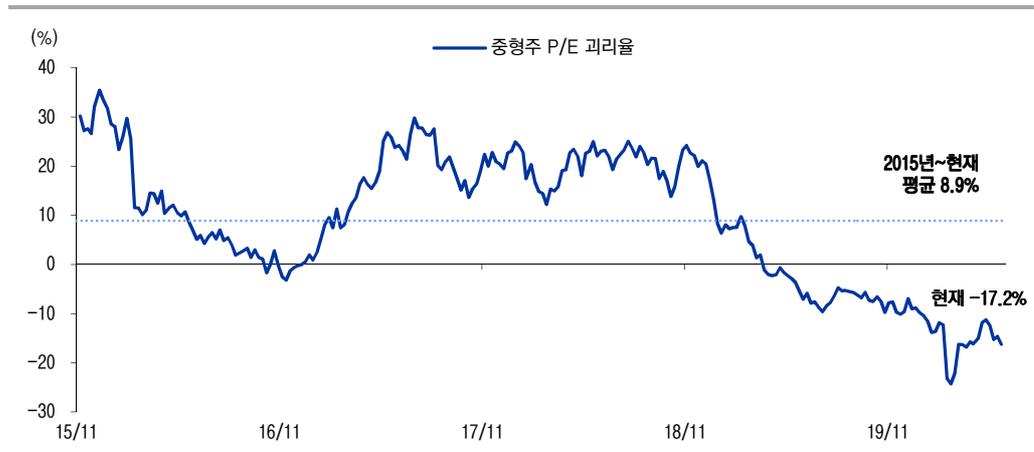
그림1 KOSPI 대형주 대비 중형주의 P/E 괴리도



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

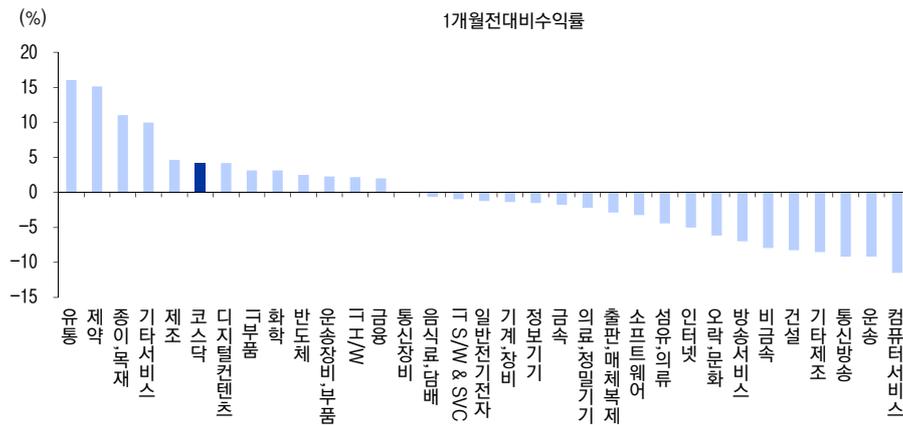


자료: 이베스트투자증권 리서치센터

### KOSDAQ 업종별 수익률 추이 비교(지난 1개월, 12개월)

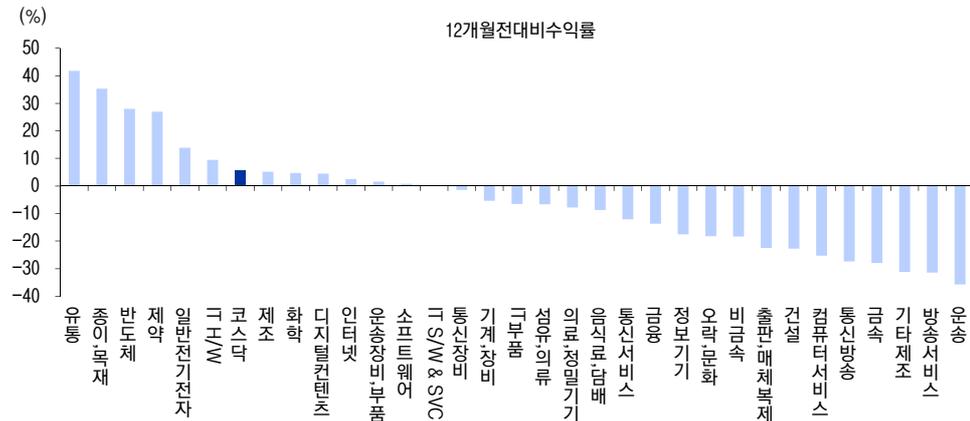
6월 코스닥 수익률은 1개월전 대비 4.2%를 기록하였다. 전 업종이 모두 플러스 수익률을 냈던 지난 달과 달리 이번 달부터 업종별로 수익률이 다르게 나타나고 있다. 같은 기간 동안 유통 업종(+16.0%)의 수익률이 가장 높았으며, 제약(+15.1%), 종이·목재(+11.0%) 등이 뒤를 이었다. 코로나19 영향이 지속되면서 언택트 및 코로나19 치료제와 같은 이슈에 의한 것으로 보인다.

그림3 KOSDAQ 업종별 1개월전 대비 수익률



자료: WiseFn, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 KOSDAQ 업종별 12개월전 대비 수익률



자료: WiseFn, 이베스트투자증권 리서치센터

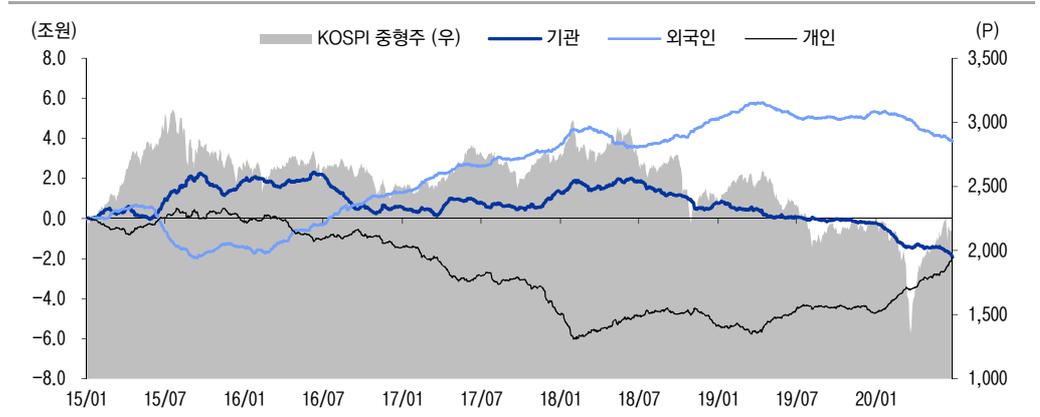
## 수급상황- KOSPI 중형주 개인 매수세, KOSDAQ 개인/외국인 매수세

표8 KOSPI 중형주 수급(2020.05.28~2020.06.26)

| 주체  | 수급       | 누적순매수('15~) |
|-----|----------|-------------|
| 기관  | -4,565억원 | -1.9조원      |
| 외국인 | -2,627억원 | 3.9조원       |
| 개인  | 7,916억원  | -1.9조원      |

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 KOSPI 중형주 매매 주체별 수급동향



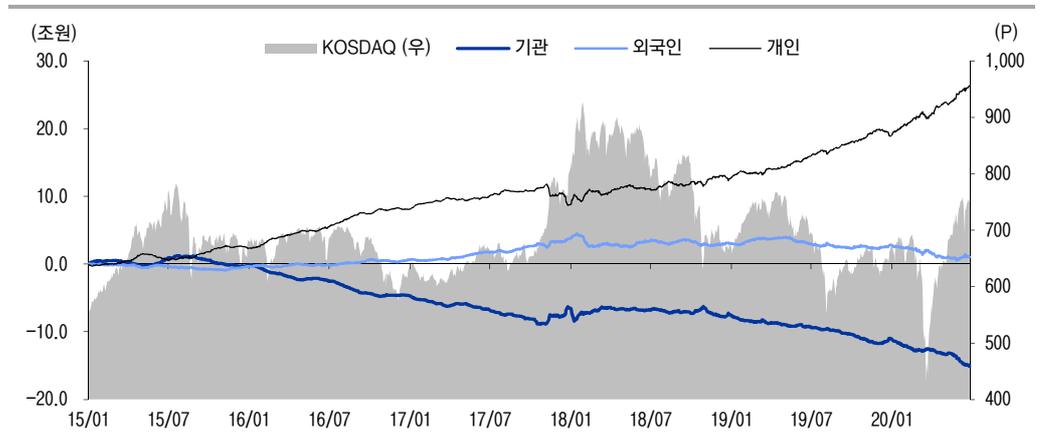
자료: 증권전산, 이베스트투자증권 리서치센터

표9 KOSDAQ 수급(2020.05.28~2020.06.26)

| 주체  | 수급        | 누적순매수('15~) |
|-----|-----------|-------------|
| 기관  | -11,744억원 | -15.1조원     |
| 외국인 | 5,263억원   | 1.1조원       |
| 개인  | 11,425억원  | 26.3조원      |

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 6월 25일 종가기준, YoY Sales & OP는 직전 4분기 실적 반영

표11 MoM 중소형주 수익률 상위

| 종목코드    | 종목명       | 시가<br>총액 | 1M<br>수익률 | 1Y<br>수익률 | YoY<br>Sales | YoY<br>OP | P/E  | P/B | 순현금<br>비중 |
|---------|-----------|----------|-----------|-----------|--------------|-----------|------|-----|-----------|
| A077500 | 유니퀘스트     | 2,833    | 66.7%     | 37.8%     | 23.9%        | -28.9%    | 16.7 | 1.3 | -8.6%     |
| A065680 | 우주일렉트로    | 2,498    | 49.3%     | 162.0%    | 4.6%         | 468.6%    | 21.8 | 1.3 | 24.4%     |
| A053610 | 프로텍       | 2,343    | 47.4%     | 7.7%      | -42.0%       | -45.7%    | 13.1 | 1.1 | 41.9%     |
| A126880 | 제이엔케이히터   | 1,637    | 47.0%     | 35.1%     | 37.5%        | 205.9%    | 19.6 | 1.9 | -4.0%     |
| A090740 | 아이엠이연이    | 1,489    | 46.2%     | 45.9%     | 10.7%        | 29.4%     | 22.9 | 1.8 | 5.2%      |
| A047770 | 코데즈컴바인    | 1,026    | 43.0%     | -12.6%    | 9.3%         | -16.6%    | 15.4 | 2.5 | -3.0%     |
| A251370 | 와이엠티      | 2,525    | 36.1%     | 39.2%     | 35.2%        | 54.7%     | 18.6 | 3.3 | -0.4%     |
| A192650 | 드림텍       | 5,658    | 34.7%     | 2.7%      | 19.7%        | -32.3%    | 27.3 | 2.6 | -7.8%     |
| A036890 | 진성티이씨     | 1,803    | 32.1%     | -7.8%     | -6.2%        | -7.2%     | 8.7  | 1.3 | -23.2%    |
| A012610 | 경인양행      | 3,898    | 32.0%     | 52.5%     | 7.4%         | 13.2%     | 28.5 | 1.8 | -38.1%    |
| A002390 | 한독        | 4,170    | 30.0%     | 13.5%     | 5.4%         | 7.8%      | 15.2 | 1.2 | -43.9%    |
| A030520 | 한글과컴퓨터    | 4,033    | 29.9%     | 31.0%     | 37.8%        | -6.2%     | 16.8 | 1.7 | -3.2%     |
| A046440 | KG모빌리언스   | 4,620    | 28.4%     | 70.5%     | 5.9%         | 63.4%     | 25.4 | 2.0 | -14.6%    |
| A234080 | JW생명과학    | 3,571    | 27.4%     | -6.2%     | 12.2%        | 13.5%     | 15.5 | 2.9 | -9.8%     |
| A241790 | 오션브릿지     | 1,840    | 26.0%     | 84.0%     | -28.0%       | -35.5%    | 18.2 | 2.8 | 10.5%     |
| A067080 | 대화제약      | 2,524    | 25.3%     | -16.3%    | 8.6%         | 116.1%    | 23.5 | 3.2 | -15.7%    |
| A214370 | 케어젠       | 7,595    | 23.4%     | 15.5%     | 19.9%        | 64.7%     | 27.7 | 3.5 | 22.0%     |
| A001130 | 대한제분      | 2,822    | 23.3%     | -16.1%    | 8.4%         | -7.4%     | 16.2 | 0.4 | 13.9%     |
| A102710 | 이엔에프테크놀로지 | 5,215    | 22.6%     | 80.1%     | 10.5%        | 59.7%     | 10.6 | 2.0 | -5.4%     |
| A216050 | 인크로스      | 2,538    | 21.6%     | 26.5%     | 1.1%         | 28.8%     | 26.5 | 3.9 | 11.0%     |
| A272290 | 이녹스첨단소재   | 4,224    | 21.3%     | -14.2%    | 12.4%        | 2.1%      | 14.2 | 2.3 | -2.7%     |
| A041930 | 동아화성      | 1,027    | 21.3%     | 12.9%     | 8.6%         | -9.3%     | 27.9 | 1.0 | -54.6%    |
| A055490 | 테이팩스      | 1,092    | 21.2%     | 5.2%      | 3.2%         | 33.4%     | 12.8 | 1.1 | -13.4%    |
| A063160 | 종근당바이오    | 2,203    | 20.0%     | 41.6%     | 43.8%        | 164.1%    | 17.7 | 1.4 | -10.6%    |
| A006120 | SK디스커버리   | 6,732    | 19.4%     | 17.3%     | -24.0%       | 315.2%    | 2.8  | 0.4 | -150.6%   |
| A002140 | 고려산업      | 1,035    | 18.9%     | 9.6%      | 15.8%        | 110.1%    | 19.2 | 1.1 | -33.4%    |
| A131290 | 티에스이      | 2,749    | 18.3%     | 230.9%    | 32.9%        | 929.6%    | 10.1 | 1.7 | 2.8%      |
| A016710 | 대성홀딩스     | 2,132    | 18.3%     | 62.0%     | 2.9%         | 53.1%     | 17.1 | 0.5 | -55.5%    |
| A041910 | 에스텍파마     | 1,505    | 18.2%     | 56.8%     | 30.6%        | 125.6%    | 9.0  | 1.5 | 26.4%     |
| A210980 | SK디앤디     | 5,450    | 16.9%     | 5.3%      | -12.3%       | 23.0%     | 8.5  | 1.5 | -109.2%   |

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 6월 25일 종가기준, YoY Sales & OP는 직전 4분기 실적 반영

표13 MoM 중소형 낙폭과대주

| 종목코드    | 종목명      | 시가<br>총액 | 1M<br>수익률 | 1Y<br>수익률 | YoY<br>Sales | YoY<br>OP | P/E  | P/B | 순현금<br>비중 |
|---------|----------|----------|-----------|-----------|--------------|-----------|------|-----|-----------|
| A016250 | 이테크건설    | 1,921    | -30.1%    | -37.9%    | 0.7%         | -54.0%    | 12.0 | 0.6 | -467.8%   |
| A049950 | 미래컴퍼니    | 2,082    | -24.6%    | -49.8%    | -58.6%       | -110.0%   | 25.6 | 1.8 | 22.8%     |
| A042700 | 한미반도체    | 3,976    | -22.7%    | 3.2%      | -26.3%       | -54.8%    | 15.1 | 1.8 | 12.0%     |
| A038540 | 상상인      | 3,425    | -20.1%    | -65.2%    | 1.4%         | -18.8%    | 3.8  | 0.7 | 135.7%    |
| A025770 | 한국정보통신   | 3,422    | -19.8%    | 1.6%      | 7.7%         | -5.3%     | 15.7 | 1.7 | 34.7%     |
| A122900 | 아이마켓코리아  | 2,983    | -19.8%    | -28.5%    | -4.8%        | 26.7%     | 18.3 | 0.8 | 88.7%     |
| A086390 | 유니테스트    | 2,684    | -19.1%    | 11.4%     | -13.7%       | -50.1%    | 12.4 | 1.7 | 27.6%     |
| A008060 | 대덕       | 1,768    | -19.1%    | -49.0%    | 138.5%       | 83.8%     | 3.1  | 0.2 | 121.5%    |
| A036800 | 나이스정보통신  | 2,535    | -18.8%    | 14.2%     | 9.6%         | 1.0%      | 9.1  | 1.1 | 98.4%     |
| A067990 | 도이치모터스   | 1,800    | -18.6%    | -44.4%    | 25.5%        | 14.0%     | 3.6  | 0.7 | -164.5%   |
| A145990 | 삼양사      | 4,128    | -18.5%    | -28.6%    | -1.2%        | 16.0%     | 8.2  | 0.4 | -114.7%   |
| A052420 | 오성첨단소재   | 1,342    | -17.8%    | 16.1%     | 53.7%        | 300.0%    | 9.0  | 0.8 | 31.3%     |
| A004840 | DRB동일    | 1,252    | -17.4%    | 2.5%      | -1.4%        | 17.7%     | 13.9 | 0.4 | -56.9%    |
| A085620 | 미래에셋생명   | 4,886    | -16.9%    | -37.6%    | -8.6%        | -9.8%     | 4.6  | 0.2 | 0.0%      |
| A241590 | 화승엔터프라이즈 | 6,992    | -16.3%    | -19.5%    | 35.2%        | 117.8%    | 14.0 | 2.0 | -39.4%    |
| A298020 | 효성티앤씨    | 4,998    | -16.3%    | -19.8%    | 25.0%        | 92.9%     | 5.6  | 1.0 | -348.9%   |
| A054950 | 제이브이엠    | 1,988    | -16.0%    | -23.3%    | 8.6%         | -13.2%    | 25.6 | 1.6 | 4.3%      |
| A043150 | 바텍       | 3,067    | -15.9%    | -27.7%    | 10.2%        | 1.4%      | 10.9 | 1.2 | 5.8%      |
| A083930 | 아바코      | 1,129    | -15.5%    | 4.9%      | -26.3%       | -31.8%    | 5.1  | 0.9 | 29.6%     |
| A033640 | 네팅스      | 6,503    | -15.4%    | -8.6%     | 34.2%        | 94.9%     | 26.3 | 3.1 | -16.2%    |
| A280360 | 롯데제과     | 7,026    | -15.4%    | -37.1%    | 17.8%        | 47.5%     | 23.7 | 0.6 | -94.1%    |
| A102120 | 어보브반도체   | 1,378    | -15.3%    | 3.3%      | 26.2%        | 126.5%    | 8.4  | 1.5 | 24.2%     |
| A068790 | DMS      | 1,137    | -15.0%    | -12.1%    | -26.7%       | -11.3%    | 4.5  | 0.7 | -63.5%    |
| A006060 | 화승인더     | 4,016    | -15.0%    | -21.3%    | 28.8%        | 93.4%     | 7.8  | 1.2 | -97.1%    |
| A006040 | 동원산업     | 7,631    | -15.0%    | -16.0%    | 9.6%         | 6.9%      | 21.0 | 0.7 | -139.3%   |
| A018250 | 애경산업     | 5,744    | -14.9%    | -42.7%    | -3.7%        | -37.5%    | 17.7 | 1.7 | 23.1%     |
| A040910 | 아이씨디     | 2,345    | -14.8%    | 25.1%     | -31.3%       | -15.2%    | 13.5 | 1.6 | 0.8%      |
| A089030 | 테크윙      | 3,255    | -14.7%    | 48.5%     | 18.0%        | 109.6%    | 17.3 | 1.9 | -30.4%    |
| A241690 | 유니테크노    | 1,157    | -14.5%    | -24.2%    | 19.3%        | 2.8%      | 20.1 | 1.8 | -12.8%    |
| A214320 | 이노션      | 9,200    | -14.3%    | -36.3%    | 5.2%         | 4.6%      | 12.2 | 1.2 | 50.8%     |

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

## 순현금 & 저평가 중소형주

표14 순현금 &amp; 저평가 중소형주

| 구분        | 내용  |
|-----------|---|
| 시가총액      | 시가총액 700억원 ~ 1조원                                |
| 순현금 & 성장성 | 순현금 재무구조, YoY 매출액 & 영업이익 상승기업(직전 4분기 기준)        |
| Valuation | 12M Trailing P/E 20.0배 이하, P/B 2.0배 이하          |
| 조건        | 위에 기준을 충족한 중소형 기업 중에 일부 기업을 제외하고 1M 낙폭과대 순으로 나열 |

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: 2020년 6월 25일 종가기준, YoY Sales &amp; OP는 직전 4분기 실적 반영

표15 순현금 &amp; 저평가 중소형주

| 종목코드    | 종목명     | 시가<br>총액 | 1M<br>수익률 | 1Y<br>수익률 | YoY<br>Sales | YoY<br>OP | P/E  | P/B | 순현금<br>비중 |
|---------|---------|----------|-----------|-----------|--------------|-----------|------|-----|-----------|
| A036800 | 나이스정보통신 | 2,535    | -18.8%    | 14.2%     | 9.6%         | 1.0%      | 9.1  | 1.1 | 98.4%     |
| A052420 | 오성첨단소재  | 1,342    | -17.8%    | 16.1%     | 53.7%        | 300.0%    | 9.0  | 0.8 | 31.3%     |
| A033830 | 티비씨     | 774      | -16.0%    | -30.3%    | 13.5%        | 72.9%     | 14.5 | 0.7 | 83.0%     |
| A043150 | 바텍      | 3,067    | -15.9%    | -27.7%    | 10.2%        | 1.4%      | 10.9 | 1.2 | 5.8%      |
| A102120 | 어보브반도체  | 1,378    | -15.3%    | 3.3%      | 26.2%        | 126.5%    | 8.4  | 1.5 | 24.2%     |
| A204620 | 글로벌텍스프리 | 935      | -14.9%    | -38.4%    | 21.7%        | 145.7%    | 6.3  | 1.3 | 55.6%     |
| A214320 | 이노션     | 9,200    | -14.3%    | -36.3%    | 5.2%         | 4.6%      | 12.2 | 1.2 | 50.8%     |
| A205100 | 엑셀      | 1,130    | -14.2%    | -1.6%     | 16.0%        | 88.5%     | 15.0 | 1.7 | 39.8%     |
| A041830 | 인바디     | 2,306    | -14.0%    | -32.9%    | 9.4%         | 4.5%      | 11.5 | 1.7 | 18.1%     |
| A036200 | 유니셀     | 1,843    | -12.5%    | 29.3%     | 2.3%         | 40.6%     | 7.6  | 1.4 | 18.0%     |
| A236200 | 슈프리마    | 2,410    | -12.0%    | -7.8%     | 36.0%        | 93.5%     | 8.3  | 1.8 | 26.3%     |
| A066620 | 국보디자인   | 1,046    | -11.7%    | -13.6%    | 27.2%        | 10.5%     | 5.4  | 0.8 | 107.3%    |
| A077360 | 덕산하이메탈  | 1,540    | -11.5%    | 20.6%     | 8.1%         | 687.8%    | 7.4  | 0.8 | 24.3%     |
| A022100 | 포스코 ICT | 6,522    | -11.5%    | -24.3%    | 9.4%         | 11.0%     | 16.0 | 1.8 | 17.3%     |
| A307950 | 현대오트모터  | 8,138    | -11.4%    | -36.3%    | 10.9%        | 18.0%     | 14.6 | 1.6 | 17.3%     |
| A100840 | S&TC    | 1,134    | -11.2%    | 5.6%      | 117.3%       | 399.4%    | 4.9  | 0.5 | 18.5%     |
| A136540 | 원스      | 1,877    | -11.0%    | -10.2%    | 26.1%        | 75.2%     | 10.0 | 1.7 | 8.3%      |
| A251970 | 펄텍코리아   | 1,879    | -10.9%    | 0.0%      | 18.4%        | 8.9%      | 8.6  | 1.3 | 44.8%     |
| A048430 | 유라테크    | 706      | -10.8%    | 2.0%      | 1.8%         | 84.5%     | 15.0 | 0.7 | 34.5%     |
| A079960 | 동양이엔피   | 963      | -10.6%    | 5.2%      | 27.0%        | 465.1%    | 3.2  | 0.4 | 69.0%     |
| A042500 | 링네트     | 712      | -10.5%    | 4.0%      | 2.3%         | 73.3%     | 13.3 | 1.2 | 51.7%     |
| A163560 | 동일고무벨트  | 1,095    | -10.2%    | 23.8%     | 1.7%         | 29.6%     | 8.9  | 0.6 | 7.5%      |
| A035890 | 서희건설    | 2,205    | -10.1%    | -22.3%    | 6.1%         | 44.3%     | 3.1  | 0.6 | 74.2%     |
| A093920 | 서원인텍    | 1,189    | -10.1%    | 8.3%      | 22.5%        | 177.1%    | 7.6  | 0.7 | 71.2%     |
| A290740 | 액트로     | 903      | -9.9%     | -18.5%    | 24.7%        | 5.5%      | 5.9  | 1.2 | 52.1%     |
| A123570 | 이엠넷     | 728      | -9.9%     | -16.6%    | 13.4%        | 24.6%     | 10.5 | 1.2 | 49.2%     |
| A010960 | 삼호개발    | 1,055    | -9.8%     | -24.5%    | 17.8%        | 4.4%      | 5.0  | 0.6 | 83.7%     |
| A284740 | 쿠쿠홈시스   | 7,629    | -9.6%     | -34.9%    | 53.0%        | 40.7%     | 12.8 | 1.8 | 3.4%      |
| A035000 | 지투알     | 819      | -9.3%     | -40.6%    | 1.4%         | 4.0%      | 5.0  | 0.6 | 112.7%    |
| A950180 | SNK     | 3,286    | -9.0%     | -35.0%    | 98.6%        | 200.7%    | 10.1 | 1.1 | 82.3%     |

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.

## 씨엠에스에듀 (225330)

표16 기업요약

| 시가총액(억원) | 증가(원) | 순현금 비중 | 12M Trailing P/E | P/B |
|----------|-------|--------|------------------|-----|
| 1,038    | 5,570 | -30.6% | 17.3             | 2.6 |

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

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

### 기업개요

동사는 프리미엄 오프라인 교육업체로 사고력관, 영재관, 코딩 교육(씨큐브코딩)의 3가지 유형의 교육사업을 영위하고 있으며, 주로 교육특수지역(압구정, 서초, 대치, 분당 등)의 상위권 학생들을 중심으로 운영된다. 최대주주는 청담러닝으로 1Q20말 기준 지분 43.0%를 보유하고 있다.

사고력관(매출 비중 약 42%)은 초등학생 전용 영재교육센터로 토론, 발표, 게임 등의 방식을 통해 수학 문제를 해결하는 사고력을 기르는 수업을 진행하고 있다. 한 수업당 12명 정도의 학생들로 운영되며, 1주일에 한번 등원, 90분 수업으로 진행된다. 사고력관은 직영과 가맹으로 운영되는데, 직영은 수강료+교재비 매출이 발생하는 반면, 가맹은 대부분 교재비 매출이다. 직영의 경우 주로 수도권을 중심으로 위치해 있으며, 이외의 지역은 가맹으로 운영된다. 직영 사고력관 센터는 총 23개(1Q20 3개월 기간 평균 학생 수 14,835명), 가맹 사고력관 센터는 46개(1Q20 기간 평균 학생 수 6,728명)이며, 사고력관 수강료는 '20년 6월 기준 월 17.5만원, 교재비는 2.5만원으로 분기마다 결제되어 월별 매출로 인식된다.

영재관(49%)은 영재학교 입시 중심의 수학 심화 학습을 진행하고 있다. 주로 중학생 대상이며, 2020년도 영재학교 합격자 39%를 배출하는 등의 이력이 있다. 1주일에 3회, 회당 60분 수업으로 진행되며 전부 직영센터로 운영된다. 수도권을 중심으로 총 12개의 센터, 1Q20 기간 평균 학생 수 8,377명을 보유하고 있으며, 수강료는 월 50만원(교재비는 별도지만 금액이 크지 않음)이다.

씨큐브코딩(4%)은 2017년 8월 런칭된 코딩교육 전문 학원브랜드이다. 12명 이내의 PC를 활용한 토론, 발표식 수업으로 운영되고 있으며, 직영과 가맹이 동시에 운영되는데, 2019년 중순부터 가맹사업 중심으로 전환되고 있다. 1Q20말 직영 7개, 가맹 10개 센터를 운영하고 있으며, 1Q20 기간 평균 학생 수 직영 1,438명, 가맹 423명 수준이다. 수강료는 월 20만원, 교재비 2.5만원이며 사고력관과 마찬가지로 분기 결제 시스템이다.

## 실적동향

1Q20 연결 기준 매출액 220억원(+3.4% yoy), 영업이익 30억원(-8.3% yoy)을 기록했다. 코로나19로 오프라인 학원 업체들이 실적 타격을 입은 가운데, 동사는 매출액에서 비교적 선방한 모습을 보였다. 이유는 1,2월의 학생수 증가가 3월 감소분을 상쇄했기 때문이다.

사고력관의 경우, 3~5월이 한 분기로 분기마다 수강료가 결제되기 때문에 코로나19가 확산되기 시작한 3월 대비 4,5월 학생 이탈 추이가 더 큰 것(3월에는 코로나19 확산 초기라서 학원비 환불 등의 조치를 덜 취한 것으로 보임)으로 나타났다. 영재관의 경우, 월별 결제 시스템이라 3월 일시적인 학생수 급감이 있었으나, 5월의 영재학교 입시 시험이 6월로 연기되면서 4,5월 다시 학생수를 회복한 것으로 보인다.

2분기 실적은 사고력관의 4,5월 학생수 감소와 영재관의 4,5월 학생수 회복 추이를 확인해야 할 것으로 보인다. 또한 6월 사고력관과 씨큐브코딩 등록 분기가 시작되는 만큼 사고력관 및 씨큐브 코딩 6월 등록율을 체크해봐야 한다.

## 체크포인트

### 1) 글로벌 게임엔진 업체 '유니티'와 코딩 교육 프로그램 개발 및 공급계약 체결

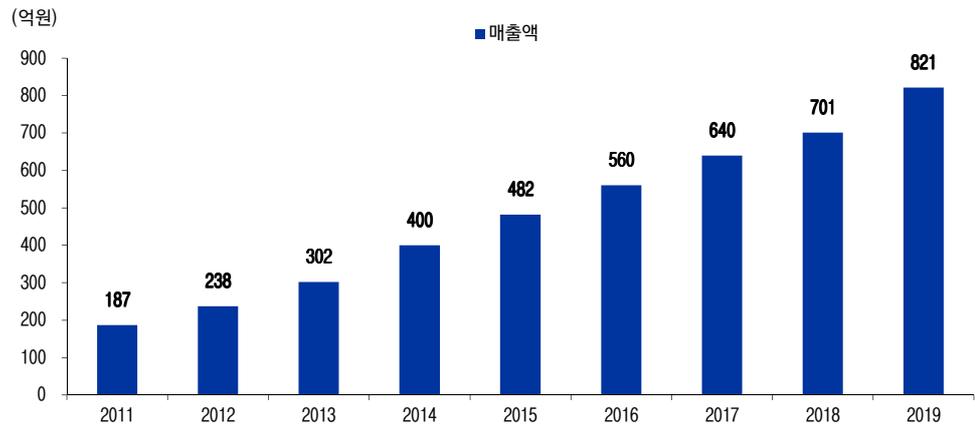
동사는 지난 5월 14일 글로벌 모바일 게임엔진 기업인 유니티테크놀로지스(비상장, 이하 유니티)와 온라인 코딩교육 프로그램 개발 및 공급 계약을 체결했다. 유니티는 게임 개발용 소프트웨어 공급 업체로 윈도우, 맥OS, iOS, 안드로이드 등 총 27개의 플랫폼에서 사용 가능한 콘텐츠를 만들 수 있다. 유니티 엔진은 게임 하나를 개발하면 컴퓨터, 안드로이드용, 아이폰용 등 여러 기기에 맞게끔 전환하기 쉽다는 장점을 바탕으로 모바일 게임 시장의 성장에 따라 빠르게 시장을 장악하고 있다. 전 세계 650만명의 개발자가 사용하고 있으며, 글로벌 모바일 게임의 50% 이상이 유니티의 엔진을 사용하고 있다. 대표적으로 포켓몬 고(나이언틱랩스), 하스스톤(블리자드), 앵그리버드2(로비오), 슈퍼마리오 런(닌텐도) 등이 있다. 참고로 유니티는 꾸준히 IPO 가능성이 언급되고 있으며, 여러 경제 신문에서는 유니티의 가치를 약 60억 달러로 매기고 있다.

유니티는 게임엔진 사업을 중심으로 여러 사업들을 확장하고 있는데, 그 중 하나가 교육 사업이며, 향후 유니티는 씨엠에스에듀와 함께 코딩교육 프로그램 개발을 위한 협업을 진행할 것으로 보인다.

### 2) 환기 종목 해제 이슈

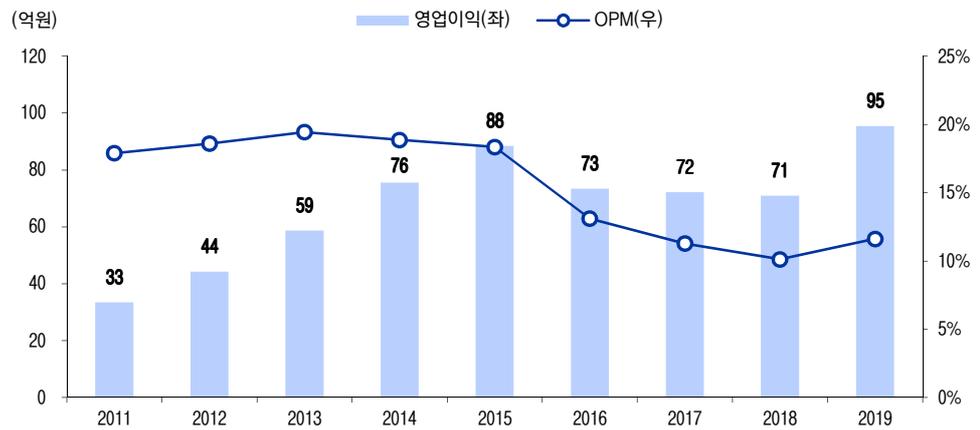
동사는 2019년 3월 내부회계관리제도 비적정 의견으로 투자주의 환기종목에 지정된 바 있다. 사고력관 3개월치 수강료를 월별로 안분해 인식하지 않거나, 강사 퇴직급여 과소계상 등의 문제로 회계처리가 미흡한 부분이 있었기 때문이다. 올해 3월, 2019년 사업보고서를 제출하며 감사의견 적정을 받았고, 따라서 3월 17일부로 투자주의 환기종목이 해제되었다.

그림7 씨엠에스에듀 연간 매출액



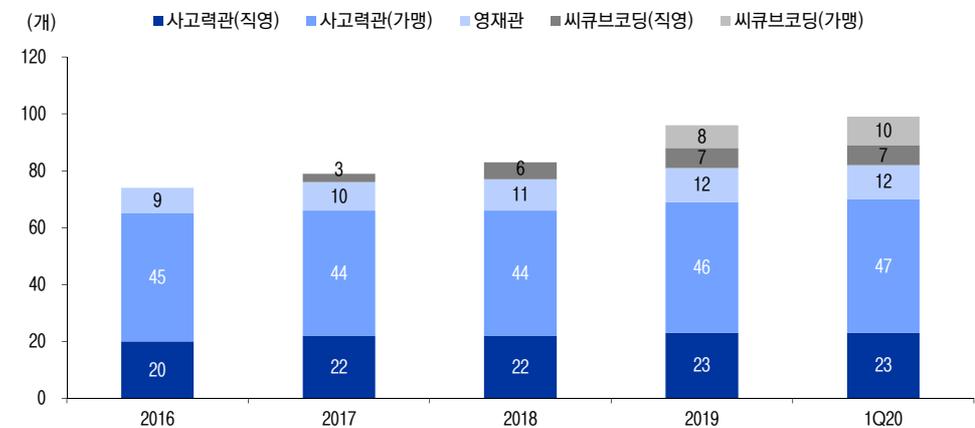
자료: 씨엠에스에듀, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 씨엠에스에듀 연간 영업이익 및 OPM



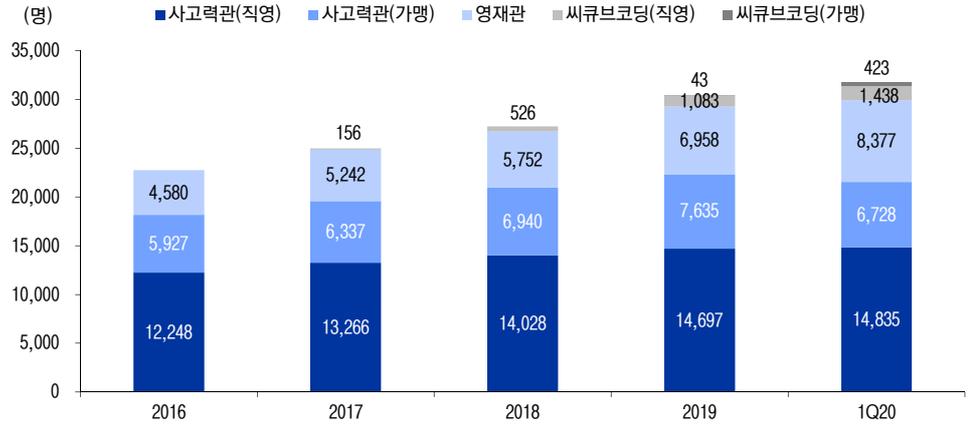
자료: 씨엠에스에듀, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 씨엠에스에듀 리닝센터 현황



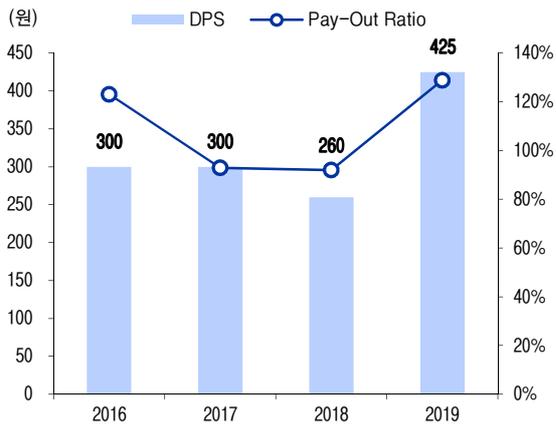
자료: 씨엠에스에듀, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 씨엠에스에듀 재원생 수 현황



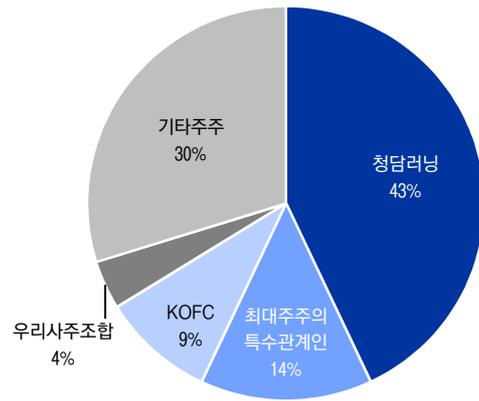
자료: 씨엠에스에듀, 이베스트투자증권 리서치센터  
 주: 기간 평균 재원생 수

그림11 씨엠에스에듀 DPS 추이



자료: 씨엠에스에듀, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 씨엠에스에듀 주주구성(1Q20 기준)



자료: 씨엠에스에듀, 이베스트투자증권 리서치센터

## 클래시스 (214150)

표17 기업 요약

| 시가총액(억원) | 증가(원)  | 순현금 비중 | 12M Trailing P/E | P/B |
|----------|--------|--------|------------------|-----|
| 9,512    | 14,700 | 4.7%   | 24.5             | 9.8 |

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

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

### 기업개요

클래시스는 미용 의료기기 제조 및 판매업체로 주력제품은 슈링크(수출명: 울트라포머 III, 1Q20기준 매출 비중 43%)와 관련 소모품(카트리지, 젤패드 등, 49%)으로 동 제품들이 매출의 대부분을 차지하고 있다. 수출 비중은 2019년 연간 기준 49%이다.

슈링크는 HIFU(High Intensity Focused Ultrasound, 고강도 집속 초음파, 고강도의 초음파 에너지를 한 곳에 모으면 열에너지가 발생하고, 이 열에너지를 통해 피부의 응축 및 콜라겐 생성이 진행됨) 기술을 활용한 미용의료기기로 피부 탄력 개선, 지방 세포 분해, 리프팅 등의 효과가 있다. 슈링크는 크게 본체와 카트리지로 구성되는데, 본체에 다른 카트리지를 교체해주면 얼굴(양볼), 눈가, 복부 및 허벅지 등 다양한 부위에 사용가능 하다. 이 때 카트리지는 총 6종류로 피부에 침투하는 깊이에 따라 용도가 달라진다. 내수용 카트리지는 한 개당 12,000샷(보통 회당 300샷)이며, 수출용의 경우 국가별로 사양이 조금씩 다르다. 슈링크는 기기 하나로 여러 명 및 여러 부위에 시술이 가능하기 때문에 지속적인 소모품 매출이 발생한다. 시술 주기는 보통 6개월이다.

슈링크의 경쟁 제품으로는 울세라(멀츠코리아), 더블로(하이로닉)가 있으며, 동사 제품이 HIFU 리프팅 시장에서 가장 후발주자이지만 국내 점유율 1위이다. 시술가격은 병의원마다 상이하지만, 울세라의 경우 보통 100만원 이상의 높은 가격대를 형성하고 있으며, 더블로와 슈링크는 300샷당 20~30만원 수준인 것으로 보인다.

### 실적동향

동사의 매출액은 슈링크가 런칭된 2014년을 기점으로 매년 꾸준히 성장(CAGR 44.1%, 2014년 141억원 → 2019년 811억원)하고 있다. 이유는 비침습/최소침습 미용 의료기기 시장 성장에 따른 슈링크 판매 호조이다. 특히 2018년 7월 유튜브 영상을 통해 크게 이슈화 된 이후, 빠르게 매출이 증가하고 있다.

1Q20 실적은 매출액 214억원(+32.3% yoy), 영업이익 134억원(+80.5% yoy), OPM 62.7%(+16.7%pt yoy)를 기록하며 고성장을 시현했다. 코로나19로 인해 3월 국내 및 해외 매출에 타격이 불가피했으나, 슈링크 판매 호조세가 1,2월 동안 지속되면

서 코로나19 영향이 다소 제한적이었던 것으로 보인다. 영업이익의 경우, 1)마진이 높은 소모품 비중이 증가하고, 2) 원/달러 환율 효과로 분기 최대 영업이익을 기록했다.

2분기는 코로나19로 실적이 다소 부진할 것으로 예상된다. 코로나19가 3월 말부터 해외에서 본격 확산됐고, 동사 매출에서 수출 비중이 49%이므로 해외 수출 부진 영향이 있을 것으로 보인다. 다만, 코로나19가 잠잠해지고 사람들의 외출이 본격화되면 높은 침투율을 바탕으로 빠르게 매출을 회복할 수 있을 것으로 기대된다.

## 체크포인트

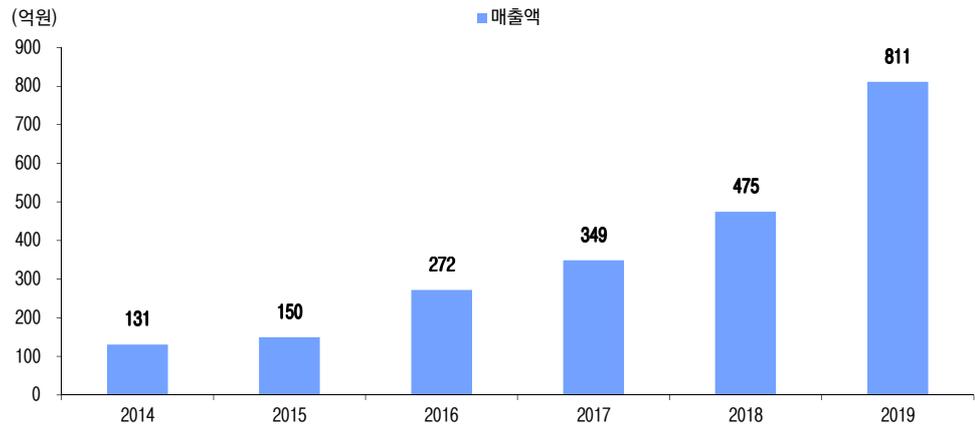
### 1) 해외 수출 지속 성장

동사는 내수뿐 만 아니라 해외에서도 고성장을 지속하고 있다. 특히 브라질 지역을 중심으로 고성장이 있는데 브라질 최대 고객사 비중이 2019년 12% → 1Q20 15%로 확대되고 있다. 브라질은 글로벌 상위의 미용성형 시장으로, 소득수준이 높진 않지만, 소득의 많은 부분을 미용에 소비하고 있는 것으로 알려져 있다. 브라질 시장의 성장성을 고려하면, 향후 동사의 해외매출 증가가 기대된다.

### 2) 소모품 매출 지속 증가로 수익성 개선

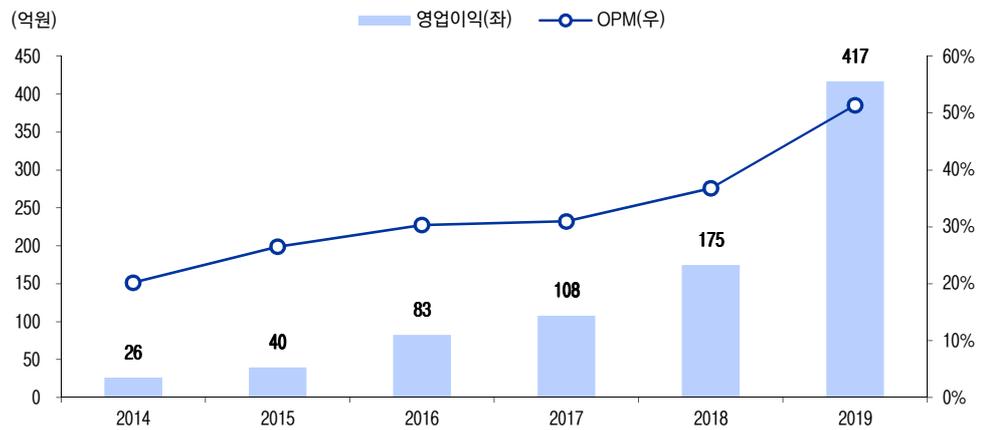
동사의 소모품 매출은 매년 증가하고 있다. 마진이 높은 소모품(GPM 90% 수준, 슈링크 본체는 GPM 약 70%) 매출이 2017년 92억원 → 2018년 157억원 → 2019년 350억원, 1Q20 105억원(1Q19 67억원)으로 증가함에 따라 OPM이 2017년 31.0% → 2018년 36.8% → 2019년 51.4% → 1Q20 62.7%(1Q19 46.0%)로 증가해왔다. 또한 소모품은 슈링크 시술 건수에 비례한다는 점을 감안하면 슈링크 사용자 수가 지속 증가하며 시장을 빠르게 장악하고 있음을 알 수 있다.

그림13 클래식스 연간 매출액



자료: 클래식스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 클래식스 연간 영업이익 및 OPM



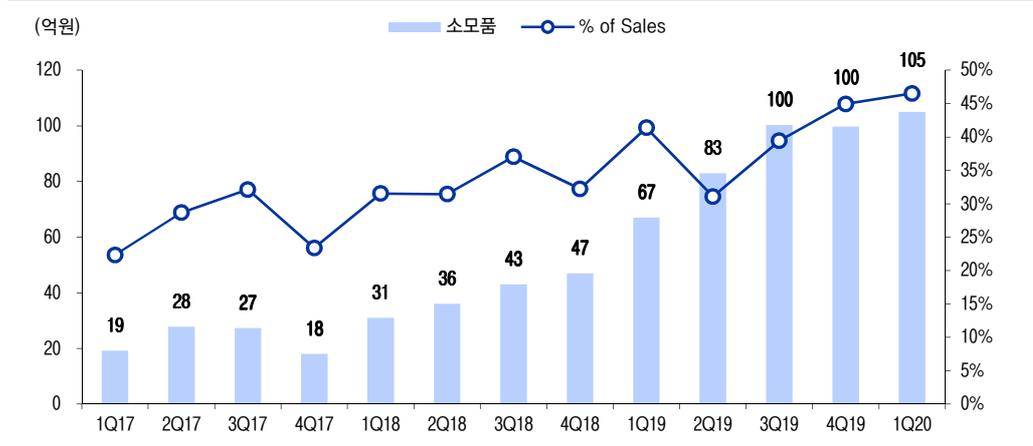
자료: 클래식스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 클래식스 브랜드별 분기 매출액 추이



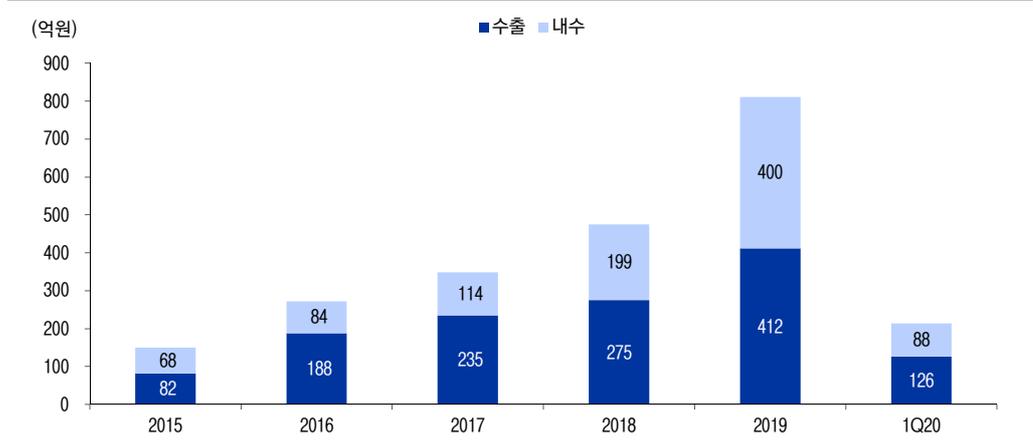
자료: 클래식스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 클래식스 소모품 분기별 매출



자료: 클래식스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림17 클래식스 수출 및 내수 매출액 추이



자료: 클래식스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 슈링크 카트리지 종류



자료: 클래식스 홈페이지, 이베스트투자증권 리서치센터

## 파마리서치프로덕트 (214450)

표18 기업요약

| 시가총액(억원) | 증가(원)  | 순현금 비중 | 12M Trailing P/E | P/B |
|----------|--------|--------|------------------|-----|
| 5,700    | 59,200 | 9.0%   | 34.7             | 2.7 |

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

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

### 기업개요

동사는 연어의 생식세포에서 추출한 DNA를 재구성해 만든 물질인 PDRN과 PN을 원료로 의료기기, 의약품, 화장품 등 재생제품을 제조, 판매하고 있으며, 최근 건강기능식품까지 사업을 확장하고 있다. 사업부별 매출액 비중은 의료기기 42.6%, 의약품 42.5%, 화장품 11.7%, 기타 3.2% 이다.

PN(연어의 정소에서 추출)은 PDRN(연어의 정액에서 추출)에 비해 분자량이 큰 DNA 분절체로 구성되어 있어 피부 내 잔존기간이 상대적으로 길며, 형태유지 및 지지체 역할에 용이하다. 따라서 PN은 미용 목적이나 조직수복용 생체 재료 등 의료기기로 사용되는 반면 PDRN은 의약품에 사용된다. PN을 사용한 제품은 리쥬란 힐러(자가피부재생 촉진 주사), 콘쥬란(관절강 주사), 리쥬비엘(HA 안면 필러)이 있다. 반면 PDRN은 리쥬비넥스/플라센텍스(피부 상처치료 및 조직수복용 앰플주사제), 리안(점안액), 리쥬비넥스 크림(상처에 영양보급) 등에 사용된다.

### 실적동향

동사의 1Q20 매출액은 207억원(+1.1% yoy), 영업이익 46억원(-7.3% yoy)을 기록했다. 매출액의 경우, 의료기기 부문에서 전년동기대비 +36.7% 증가하며 실적 성장을 견인했고, 나머지 사업(의약품, 화장품)은 코로나19 영향으로 실적이 부진했다. 영업이익은 리쥬란힐러 광고선전비와 사업 확장으로 인해 인건비가 증가함에 따라 전년동기대비 감소했다.

2분기의 경우, 리쥬란힐러와 콘쥬란의 성장이 지속되고 있으며, 1분기 코로나19로 수출 바닥을 찍었던 화장품의 경우, 4월을 저점으로 5,6월에 점차 회복되고 있는 분위기인 것으로 보인다.

## 체크포인트

### 1) 의료기기 사업 고성장 전망

동사의 주력제품인 콘쥬란과 리쥬란 힐러의 매출 성장이 예상된다. 콘쥬란은 관절강 주사로 기존의 HA 필러(관절 사이를 벌려 마찰과 통증을 줄이는 역할) 기능에 관절의 운동기능 개선 효과를 추가한 제품이다. 2018년 출시 이후 1년간 한시적 비급여 품목(환자부담금 20만원 수준)이었다가 올해 3월 급여 품목으로 전환되면서 환자부담금 4만7천원으로 가격이 인하되었다. 게다가 경쟁제품인 HA필러(6개월에 3번)에 비해 보험 적용 가능 횟수(6개월에 5번)가 더 많아 의사와 환자에게 모두 유리한 부분이 있어, 3월부터 급여 전환되면서 판매량이 증가하고 있는 것으로 파악된다.

리쥬란 힐러는 런칭 이후 일명 연어주사로 불리며 젊은 여성들 사이에서 피부재생 능력을 인정받아 매출이 증가(2017년 70억원 → 2018년 110억원 → 2019년 190억원)하고 있다. 국내에서 타 미용시술들과 패키지로 묶여 점차 판매량이 증가하고 있는 가운데, 올해 1월 중국 1등급 의료기기 허가를 취득했으며, 1월10일에는 중국 에스테틱 수입·판매 전문 기업 Hangzhou Yxintent와 5년간 총 250억원 규모의 공급계약 체결을 공시하며 중국 시장 진출을 본격화 하였다.

### 2) 건강기능식품 출시

2019년 4월, 동사는 연어이리추출물(관절 건강에 도움) 원료에 대해 식약처 개별 인정형원료 승인을 받았다. 이에 연어이리추출물을 활용하여 건강기능식품을 개발 중이며, 올해 7월 출시될 예정이다. 동사의 건강기능식품은 정형외과, 흡쇼핑 등에서 판매될 예정이며, 정형외과에서는 콘쥬란을 맞는 환자들을 대상으로 영업이 진행될 것으로 보인다.

### 3) 보툴리눔 독신 시장 진출

동사는 2018년 파마리서치바이오 지분 47.5%를 취득하며 자회사로 영입, 보툴리눔 독신 시장에 진출했다. 동사의 보툴리눔 독신 제품인 리엔톡스는 지난 6월 9일 국내 3상 IND를 승인 받아 국내 임상을 진행하고 있다. 2019년 2월 리엔톡스에 대한 수출용 허가과 식약처 GMP 인증을 취득하여 미등록 수출국에 이미 제품 판매를 시작, 작년 24억원의 매출이 발생했다. 리엔톡스가 국내 임상을 통과한다면 메디톡스의 보툴리눔 독신 제품 품목허가 취소로 인한 손해가 있을 것으로 기대된다.

## 루트로닉 (085370)

표19 기업요약

| 시가총액(억원) | 종가(원) | 순현금 비중 | 12M Trailing P/E | P/B |
|----------|-------|--------|------------------|-----|
| 1,614    | 6,300 | 12.0%  | -35.5            | 1.4 |

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

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

### 기업개요

동사는 레이저, RF, IPL 등 종합 미용 의료기기 제조 및 판매 업체이다. 주력 제품은 클라리티(Clarity, 제모 특화 레이저 치료기기), 스펙트라(Spectra, 색소, 기미 등 피부재생용 레이저 치료기기), 피코플러스(Picoplus, 색소, 기미 등 피부재생용 레이저 치료기기), 라셈드 울트라(LaseMD Ultra, 일반적인 피부 재생 치료), 지니어스(Genius, 피부 리프팅용 RF 치료기기)이며 상위 5개 제품이 매출 약 70%를 차지하고 있다. 수출 비중은 77%이며, 약 65개국에 수출하고 있으며, 미국 비중(약 28%)이 가장 크다.

### 실적동향

동사는 2011년부터 미용 의료기기 시장 성장 추세에 따라 역성장 없이 매년 매출액(CAGR 13.5%, 2011년 420억원 → 2019년 1,157억원)이 증가하고 있다. 다만, 2017년 영업이익 적자전환 이후 1Q20까지 적자가 지속되고 있는데, 이유는 지난 2년간 신제품 출시 부재, 해외 법인 채용에 따른 인건비 증가, 신규사업 개발비 상각 등의 영향이다.

1Q20 실적은 매출액 255억원(+6.4% yoy), 영업이익 -3억원(적자지속 yoy)을 기록했다. 2019년 초 출시된 신제품 클라리티Ⅱ와 지니어스가 1분기 미국에서 판매 호조를 보였으나, 3월부터 본격적으로 시작된 코로나19 영향으로 미국에서 정상적인 영업이 불가능했던 것을 감안하면 2분기 실적은 다소 타격이 있을 것으로 추정된다.

### 체크포인트

#### 1) 고가의 신제품 판매 호조로 수익성 개선 기대

동사 제품들은 상당히 높은 판매가를 형성하고 있는데, 주력 제품인 지니어스의 경우 대당 1억원, 클라리티Ⅱ와 울트라(2019년 12월 출시)는 각각 대당 7,500만원에 판매되고 있다. 동 제품들이 미국을 중심으로 판매량이 증가하면서 GPM(1Q19 49.8% → 1Q20 54.7%)이 개선되고, 영업적자폭이 축소되었다. 게다가 시술 시 고가의 소모품이 필요하기 때문에 미국 내 코로나19가 안정되고, 사용자가 증가하면 수익성은 더 크게 개선될 것으로 기대된다.

# 한스바이오메드 (042520)

표20 기업요약

| 시가총액(억원) | 증가(원)  | 순현금 비중 | 12M Trailing P/E | P/B |
|----------|--------|--------|------------------|-----|
| 1,990    | 20,100 | -5.8%  | 26.4             | 2.7 |

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

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

## 기업개요

동사는 뼈이식재, 인공 유방 보형물, 리프팅실, 화장품 등을 제조 판매하고 있는 의료기기 업체이다. 사업부별 매출 비중은 실리콘 폴리머(주요 제품: 인공유방보형물, 얼굴보형물 등) 36%, 인체조직(주요 제품: 뼈이식재 86%, 피부이식재 14%) 34%, 의료기기(리프팅실, 모발이식기기 등) 17%, 화장품(자회사 한스파마를 통해 영위) 10% 이다. 주요 자회사로는 한스파마(지분 39.9%), 에이템스(지분 47%) 등이 있다. 이외에도 미국, 중국, 태국 등 총 6개국에 해외법인을 보유하고 있다. 동사는 현재 송파구 한스빌딩과 대전의 대덕조직공학센터에 생산시설을 보유하고 있는데, 한스빌딩은 8층에 GMP인증 시설이 있어 자회사 에이템스의 연골치료제 임상을 진행 중이며, 대덕조직공학센터 4층에 위치한 스마트팩토리 공장에서 현재 판매 중인 전 제품을 생산하고 있으며, 총 800~1,000억원 캐파가 예상된다.

## 실적동향

2분기 실적(9월결산, 20년 1월~20년 3월)은 매출액 190억원(+13.2% yoy), 영업이익 27억원(+23.7% yoy)을 기록했다. 동사의 주력 제품인 골이식재(+22.3%), 벨라젤(유방보형물, +25.7%), 민트(실리프팅, +75.3%)의 실적이 전년동기대비 증가하면서 매출 성장을 견인했다. 판매비는 90억원으로 +36.8% yoy 증가했는데, 인건비(자회사 에이템스 인건비 및 해외영업인력 증가) 증가, 해외인허가 취득 비용 등의 이유 때문이다.

## 체크포인트

### 1) 리프팅실 및 벨라젤 고성장 전망

동사는 리프팅실 민트 제품에 대해 2019년 7월 CFDA허가를 획득하며 중국 진출을 본격화하였다. 민트는 매출이 빠르게 증가하고 있는데, 19기 16억원 → 20기 39억원 → 21기 79억원으로 수출 중심으로 증가하고 있다. 중국허가를 시작으로 중국향 매출 고성장이 기대된다.

벨라젤 역시 매년 매출이 고성장하고 있는데, 18기 38억원 → 19기 67억원 → 20기 109억원 → 21기 199억원으로 증가했다. 동사가 마이크로텍스처 타입의 3세대 유방보형물을 런칭하며 기존 2세대 점유율을 빠르게 장악하고 있는 것으로 보인다.

## 디알텍 (214680)

표21 기업요약

| 시가총액(억원) | 종가(원) | 순현금 비중 | 12M Trailing P/E | P/B |
|----------|-------|--------|------------------|-----|
| 766      | 1,480 | -22.7% | 49.9             | 1.9 |

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

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

### 기업개요

동사는 디지털 엑스레이 디텍터 제조사로 국내에서 유일하게 직접변환방식 디텍터를 제조하고 있다. 주요 제품은 여성유방촬영용 디텍터인 맘모그래피(Mammography) 디텍터(시스템용, 레트로핏용)와 TFT 간접방식과 직접방식을 활용한 정지영상 디텍터(인체용, 치과용, 동물용, 산업용 등)를 제조·판매하고 있다. 제품별 매출 비중의 경우, 2019 연간 기준 직접방식 13.7%, 간접방식 52.5%, 맘모그래피 21.0% 등으로 구성되어 있다. 동사는 간접방식 TFT디텍터의 후발주자라 시스템 제조사에 직접 납품하기 보다 딜러를 통해 대부분의 디텍터를 공급하고 있다. 수출 비중은 75.2%이다.

### 실적동향

동사의 1Q20 실적은 매출액 133억원(+32.8% yoy), 영업이익 14억원(+404.3% yoy)을 기록했다. 동사의 매출액은 2015년 302억원 → 2019년 478억원(CAGR 12%)으로 매년 글로벌 디텍터 시장 성장률 수준의 외형성장을 보이고 있다. 1Q20의 경우, 코로나19로 인한 의료용 이동형 디텍터 글로벌 수요 증가로 간접방식 디텍터 매출이 크게 증가(1Q20 매출액 68억원, +27.8% yoy)했다. 반면 맘모용과 직접방식 디텍터는 코로나19로 인한 글로벌 수요 둔화로 매출액이 각각 -43.3%, -9.9% 전년동기대비 감소했다.

### 체크포인트

- 1) 코로나19로 의료용 디텍터 수혜현상 2분기에도 지속

코로나19가 본격 확산되기 시작한 지난 3월부터 글로벌 모바일 의료용 부품 및 완성품 수요가 증가하고 있으며, 4,5월에 정점을 찍은 것으로 판단된다. 따라서 2분기에도 1분기와 비슷하거나 더 좋은 분위기가 이어지고 있는 것으로 파악된다. 1분기에는 유럽과 미국을 중심으로 공급한 반면, 2분기에는 동남아 등 그 외 국가들로 수출이 확대되면서 상황이 더 좋은 것으로 보인다.

## 종근당바이오 (063160)

표22 기업요약

| 시가총액(억원) | 증가(원)  | 순현금 비중 | 12M Trailing P/E | P/B |
|----------|--------|--------|------------------|-----|
| 2,225    | 40,550 | -18.3% | 17.9             | 1.4 |

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

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

### 기업개요

종근당바이오는 2001년 종근당의 원료의약사업부문이 분할, 신설된 기업으로 원료의약품 및 프로바이오틱스 제품을 생산하고 있다. 2019년 기준 제품별 매출 비중은 Potassium lavulanate(베타락탐 저해제, 항생제의 항생효과를 저해하는 베타락탐의 작용을 억제, 약효를 극대화시키는 기능) 33.1%, DMCT(항생제 원료) 15.9%, Rifampicin(결핵치료제 원료) 13.1%, Acarbose(제 2형 당뇨병 치료제) 9.3%, Probiotics(건강기능식품 원료) 6.6% 이다. 수출 비중은 77.9%로 대부분의 원료의약품 매출이 해외에서 발생하고 있다.

### 실적동향

동사의 1Q20 실적은 매출액 304억원(-2.9% yoy), 영업이익 34억원(+36.8% yoy)을 기록했다. 매출액은 소폭 감소했는데, 이유는 동사의 매출에서 해외 수출 비중이 높다 보니 코로나19로 인한 글로벌 원료의약품 판매 둔화 영향이 불가피했던 것으로 보인다. 영업이익의 경우, 원/달러 환율 효과 및 수익성이 높은 프로바이오틱스 매출액 비중 확대 등으로 증가했다.

### 체크포인트

#### 1) 프로바이오틱스 및 건기식 OEM 사업 고성장 전망

동사는 2018년 3분기 관계사 종근당건강의 락토핏향 프로바이오틱스 공급 사업을 개시했다. 작년 락토핏이 판매 호조를 보이며, 동사의 프로바이오틱스 원말 사업(연간 약 90억원) 고성장을 견인했다. 2019년 말 안산 공장 증설을 완료했고, 올해 4월부터 조금씩 가동을 시작하고 있는 것으로 보인다. 증설캐파는 프로바이오틱스 원말 기준 38톤 → 108톤, 신규사업인 락토핏 완제품 OEM 1억 8천만포 수준이다.

참고로 종근당건강 1Q20 실적은 매출액 1,204억원(+48.3% yoy), 영업이익 226억원 (+51.4% yoy)를 기록했다. 기존 락토핏 판매 호조세에 코로나19로 건기식 수요 증가가 더해지며 실적 고성장을 시현한 것이다. 동사의 프로바이오틱스 사업 부문은 거의 대부분 락토핏향이며, 일부 자체 브랜드 유거스향인 것으로 파악된다. 락토핏 판매 호조에 따라 프로바이오틱스 사업부문 실적 고성장이 기대된다.

---

# Part IV

---

**미용의료기기 Study  
& 한국판 뉴딜 Update**

# 미용의료기기 Study

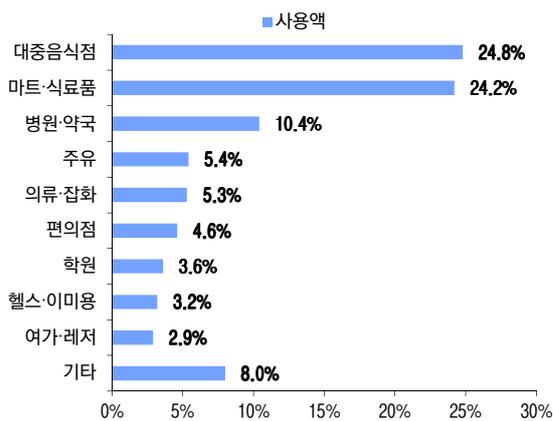
## 피부과·성형외과, 긴급재난지원금 특수를 맞다

지난 5월 4일부터 5월 21일까지 약 12조원 규모의 긴급재난지원금이 전국 가구에 지급되었다. 12조원이라는 유동성이 시중에 일시에 풀리면서, 긴급재난지원금의 행방에 사람들의 이목이 집중되고 있다. 행정안전부에서 발표한 자료에 따르면, 대부분의 사람들이 예상했듯이 대중음식점, 마트 등 음식료품 관련 소비규모가 가장 컸다. 그러나 5월 첫째주 대비 넷째주 매출액 증가율을 보면 병원/약국(+63.8%), 헬스/미용(+29.4%) 부문이 확연하게 높았다. 재난지원금이 병원 규모 및 진료 항목에 상관없이 사용 가능함에 따라 비급여 진료항목인 탈모, 미용성형 부문에서 매출이 증가한 것으로 보인다.

실제로 긴급재난지원금으로 인해 피부과·성형외과 업계가 특수를 맞았다는 기사들이 연이어 나오고 있다. 게다가 코로나19로 개강이 연기되고, 재택근무를 하는 사람들이 많아지면서 성형수술 및 시술 수요가 더욱 증가한 상황이다. 이러한 상황에 대응하여 피부과 및 성형외과 병·의원들은 긴급재난지원금을 사용 가능함을 밝히고 할인, 이벤트 등 다양한 프로모션을 통해 소비자들을 유인하고 있다.

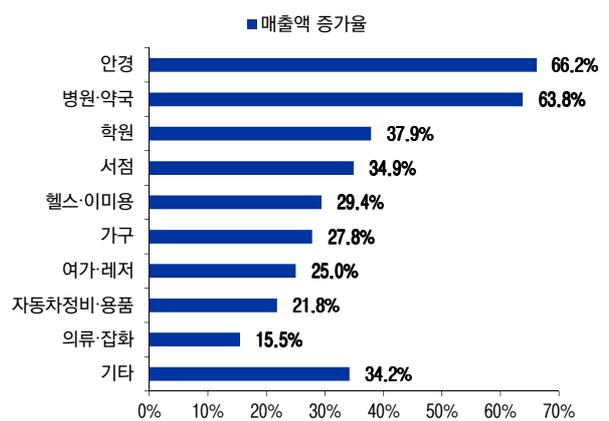
따라서 이번 월보에서는 코로나19 상황에도 불구하고, 여전히 호황을 맞이하고 있는 피부·미용성형 업황에 대한 스테디와 관련 중·소형 종목들을 정리해보았다.

그림19 긴급재난지원금 사용액 상위 업종



자료: 행정안전부, 이베스트투자증권 리서치센터  
 주: 5월11일~5월31일 8개 카드사(KB국민, 농협, 롯데, 비씨, 삼성, 신한, 하나, 현대) 신용 및 체크카드 긴급재난지원금 사용 분석

그림20 업종별 긴급재난지원금 매출액 증가율



자료: 행정안전부, 이베스트투자증권 리서치센터  
 주: 5월1주 대비 5월4주 기준

## 글로벌 미용성형 시장 동향

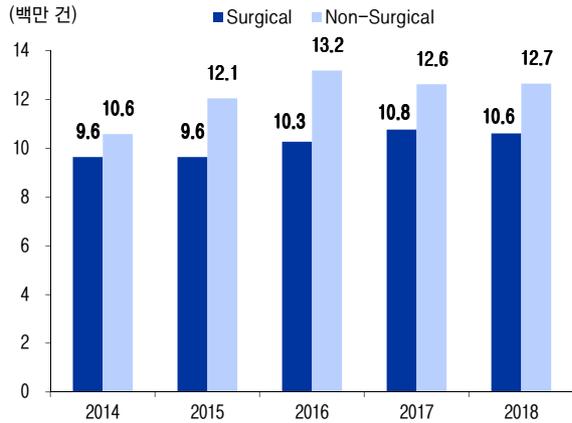
글로벌 미용성형 시장 규모는 매년 꾸준히 성장하고 있다. 미용성형 시장은 크게 수술적 방법과 비수술적 방법으로 나뉘는데, 비수술적 미용성형 시장이 전체 시장의 성장을 견인하고 있다.

수술적 방법은 의료기계를 이용하여 자르거나, 찌는 등의 조작을 가하여 외형을 변형시키는 방식을 뜻한다. 가령 쌍꺼풀 수술, 코 성형수술, 안면 리프팅 수술, 양악수술 등이 있다. 수술적 방법은 효과가 즉각적이며, 반영구적이라는 장점이 있는 반면, 부작용 우려가 있으며, 회복하는데 시간이 오래 걸리고, 비용 역시 부담스럽다는 단점이 있다. 이러한 단점들로 인해 최근 각광받고 있는 방식이 비수술적 방법이다. 비수술적 방법은 최소침습/비침습 방식이라고 불리기도 한다. 즉, 자르거나 찌는 등의 조작 없이 또는 조작을 최소화하여 외형을 변형시키는 방식으로 주로 주사를 이용해 약물을 주입하거나, 첨단 의료기기를 이용하여 시술한다.

최소침습/비침습 시술을 선호하는 현상은 이미 글로벌 시장에서 두드러지고 있다. 국제 성형미용 협회에 따르면, 2018년 글로벌 미용성형수술 건수는 약 10.6백만 건을 기록한 반면, 시술 건수는 약 12.7백만 건을 기록하며 시장 규모에서 앞서고 있다. 또한 2017년 대비 2018년 글로벌 미용수술 건수는 -0.6%로 감소한 반면, 비침습적 시술은 10.4% 증가한 것으로 나타났다. 전체적인 추세에 있어서 미용성형 수술과 비침습/최소침습 시술 건수 격차가 확대 및 유지되고 있는 상황이다.

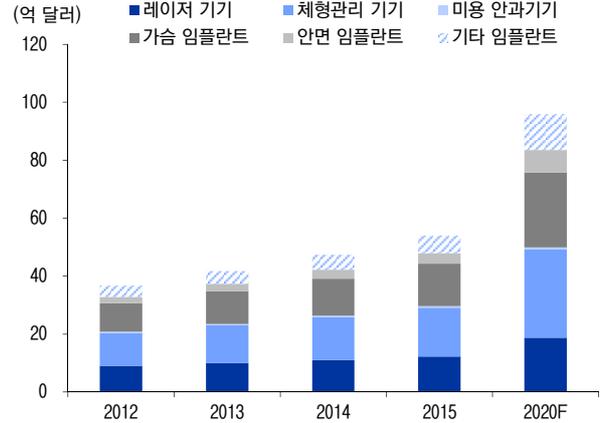
지역별로 보면 미국과 브라질이 압도적으로 큰 시장을 형성하고 있다. 미국의 경우, 성형수술과 비침습/최소침습 시술 합산 약 4백만건 이상을 기록하며 글로벌 미용성형 시장 1위를 차지했다. 미국 내 수술 부문 Top 5는 유방확대술(21.5%), 지방흡입술(19.1%), 복부성형술(9.9%), 유방거상술(8.8%), 유방확대술과 달리 보형물을 사용하지 않고 유륜 주위를 절제, 당김으로 치진 가슴을 올리는 수술), 쌍꺼풀 수술(8.0%) 순으로 많이 진행되었다. 비침습/최소침습 시술 부문에서는 보툴리눔 독신(51.0%)과 히알루론산 필러(26.6%)가 대부분을 차지했다. 브라질의 경우 성형수술 부문에서는 미국 시장을 앞질렀는데, 미국과 마찬가지로 유방확대술, 지방흡입술 등을 중심으로 수술이 행해졌다.

그림21 글로벌 미용성형 수술/시술 건수 추이



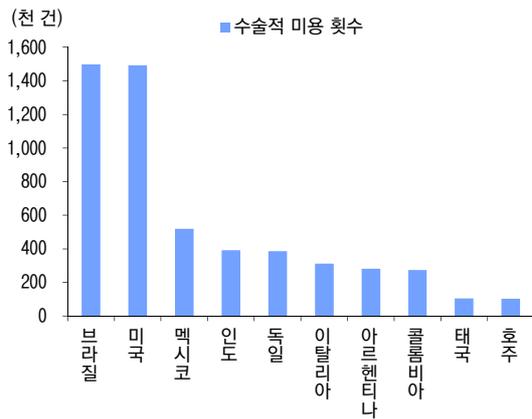
자료: ISAPS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림22 글로벌 미용 의료기기 시장규모



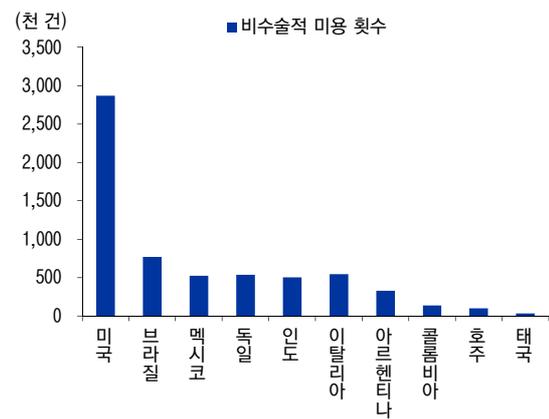
자료: Mordor Intelligence, 이베스트투자증권 리서치센터

그림23 국가별 미용수술 건수 순위(한국 제외)



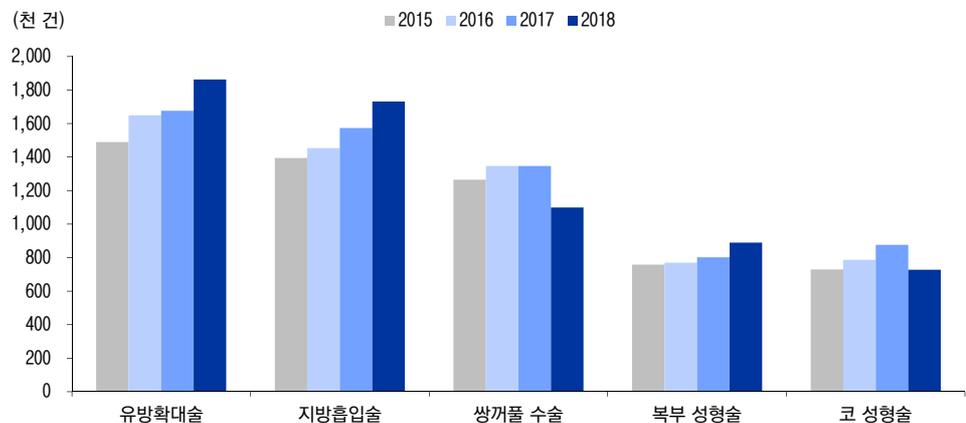
자료: ISAPS, 이베스트투자증권 리서치센터  
 주: 2018년 자료, 한국은 유의미한 데이터를 수집하는데 한계가 있어 통계에서 제외된 것으로 보임.

그림24 국가별 비침습/최소침습 시술 건수 순위(한국 제외)



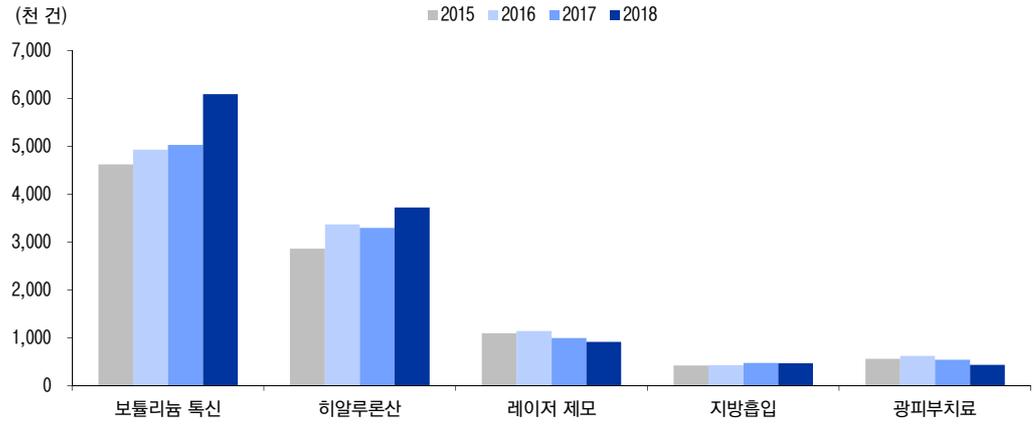
자료: ISAPS, 이베스트투자증권 리서치센터  
 주: 2018년 자료, 한국은 유의미한 데이터를 수집하는데 한계가 있어 통계에서 제외된 것으로 보임.

그림25 글로벌 Top5 미용성형 수술 건수



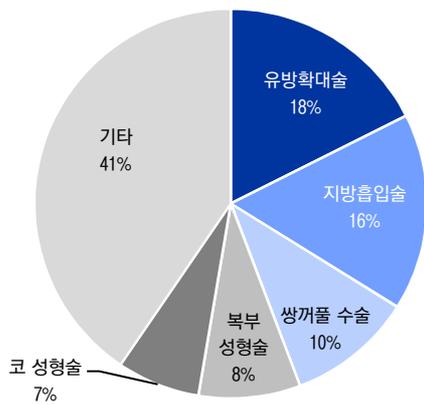
자료: ISAPS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림26 글로벌 Top5 비침습/최소침습 시술 건수



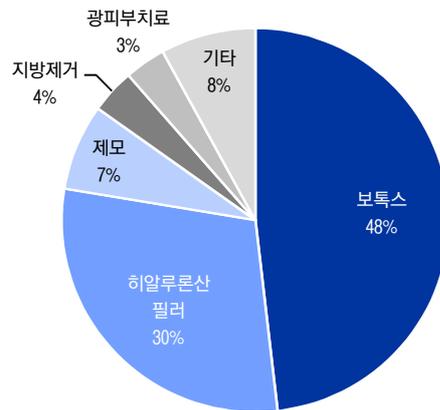
자료: ISAPS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림27 글로벌 미용성형 수술별 비중(2018)



자료: ISAPS, 이베스트투자증권 리서치센터

그림28 글로벌 비침습/최소침습 시술별 비중(2018)



자료: ISAPS, 이베스트투자증권 리서치센터

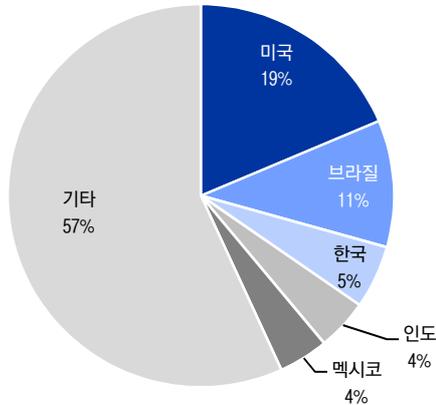
## 국내 미용/성형 의료기기 시장 동향

국제미용성형외과학회(ISAPS)에서 발표한 2015년 글로벌 미용성형 시장 통계에 따르면, 한국은 수술과 비수술(비침습/최소침습 시술)부문에서 모두 미국과 브라질 다음으로 3위의 건수를 기록하고 있다(2015년 이후 통계자료에서 한국은 제외됨).

반면 업계 자료에 따르면, 한국 미용성형 시장 규모는 약 5조원으로 글로벌 시장 약 25%를 차지하고 있다고 한다. 글로벌 공식 자료들은 보통 전문의를 대상으로 조사가 이루어지는 경우가 많은데, 국내 시장은 비전문의나 일반의도 보틀리눔 독신, 필러 등 미용시술을 많이 시행하고 있으며, 성형 시술 대부분이 비급여 항목이라 정확한 통계가 부족하다. 따라서 글로벌 통계 데이터보다 훨씬 많은 성형외과 수술 및 시술이 이루어지고 있는 상황이며 한국은 공공연한 글로벌 1위 미용성형 시장이다.

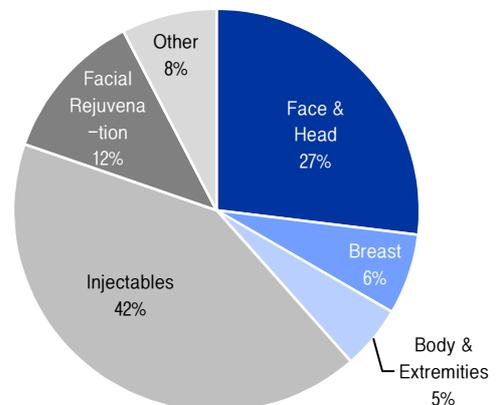
한국의 미용성형 수술 트렌드는 미국, 브라질 등의 서구시장과는 조금 다른데, 두 국가는 유방확대, 지방흡입 등 몸매 관련 성형수술이 많이 행해지는 반면, 한국은 쌍꺼풀이나 코와 같은 얼굴 중심으로 성형수술이 행해지고 있다. 비침습/최소침습 시술의 경우, 글로벌 트렌드와 마찬가지로 수술보다 높은 비중(62%)을 차지하고 있으며, 관련 의료기기 업체들의 매출액이 매년 증가하고 있다.

그림29 국가별 수술 및 시술 점유율(2015)



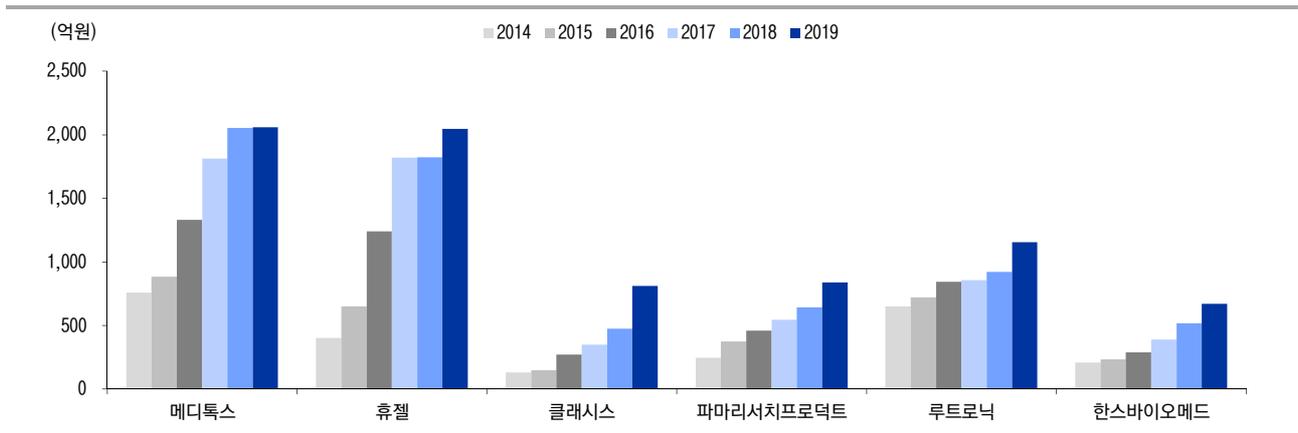
자료: ISAPS, 이베스트투자증권 리서치센터  
 주: 한국은 유의미한 데이터를 수집하는데 한계가 있어 최근 통계에서 제외된 것으로 보여 지난 데이터를 사용.

그림30 국내 수술 및 시술별 비중



자료: ISAPS, 이베스트투자증권 리서치센터  
 주: 비침습/최소침습 시술 = Injectables+Facial Rejuvenation+Other, 이외는 미용성형 수술에 포함

그림31 국내 미용의료기기 업체 매출액 추이



자료: DART, 이베스트투자증권 리서치센터

국내 미용성형 시장은 비침습/최소침습 기술 중심으로 성장하고 있다. 시장 성장의 주요 원인은 1)기술 단가의 하락, 2)높은 재시술 비율, 3)기술 부위의 확대이다.

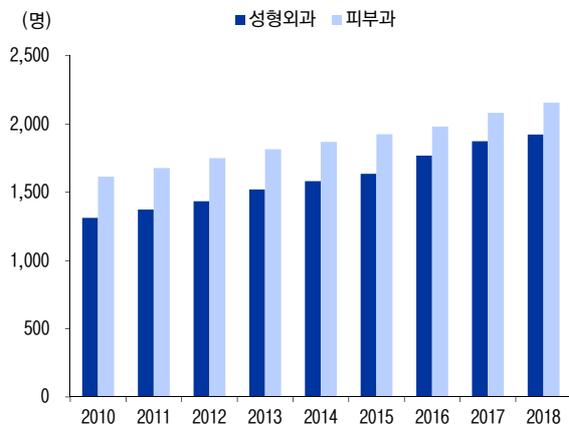
1) 국내 미용성형 시장은 기술 단가 하락과 함께 대중화 되었다. 단가 하락 이유는 크게 2가지가 있는데, 경쟁 심화와 기술 전문 대형 프랜차이즈 병·의원의 등장이다. 대표적인 미용성형 기술인 보틀리눔 특신의 경우, 경쟁심화로 인해 단가 하락이 지속되고 있다. 국산의 경우, 저렴한 곳은 2만원으로 기술을 받을 수 있다. 평소 미용성형에 관심이 없는 사람이더라도 2만원 정도의 값은 지불하기 어렵지 않기 때문에, 경험삼아 기술을 받게 되는 경우가 많으며, 기술을 자주 받는 사람에게 보틀리눔 특신은 일상적인 관리가 되었다.

또한 비침습/최소침습 기술 전문 프랜차이즈 병·의원들이 등장하며 대중화를 앞당겼다. 대표적으로 뽀클리닉은 2016년 설립된 프랜차이즈 성형외과로 비침습/최소침습 기술을 중심으로 의원이 운영되고 있다. 강남, 신사, 명동 등 젊은 여성들이 많이 밀집되는 지역을 중심으로 분포되어 있으며, 최근 중국, 태국 등 해외까지 진출하였다. 이러한 대형 병·의원들은 대량으로 제품을 구입하기 때문에 일반 소규모 병의원에 비해 판매가를 낮게 책정할 수 있다. 실제로 판매되고 있는 기술들이 최소 1.9만원(사각턱용 양쪽 50 유닛)에서 보통 기술2~3개 패키지로 20~30만원 내외로 판매된다. 2030 젊은 여성들에게 전혀 부담스러운 가격이 아니다.

2) 비침습/최소침습 기술은 재시술율이 매우 높다. 한번도 안받은 사람은 있어도 한번만 받은 사람은 없다는 말이 있을 정도이다. 보틀리눔 특신, 필러, HIFU 등 대부분의 기술들은 한번의 기술 이후 일정 기간이 지나면 원래의 얼굴로 복구된다. 유지 기간은 보통 6개월 내외이며 필러의 경우 1년 정도로 비교적 길다. 기술로 얼굴이 달라지는 것을 경험한 여성들은 그 상태를 유지하기 위해 대부분 재시술을 받게 된다. 대한레이저 피부모발학회에 따르면 보틀리눔 특신 주사 기술을 받은 500명을 대상으로 설문조사한 결과, 재시술 비율이 약 90%에 달하는 것으로 나타났으며, 주기의 경우 약 77%가 4~9개월, 13%가 1~3개월인 것으로 밝혀졌다.

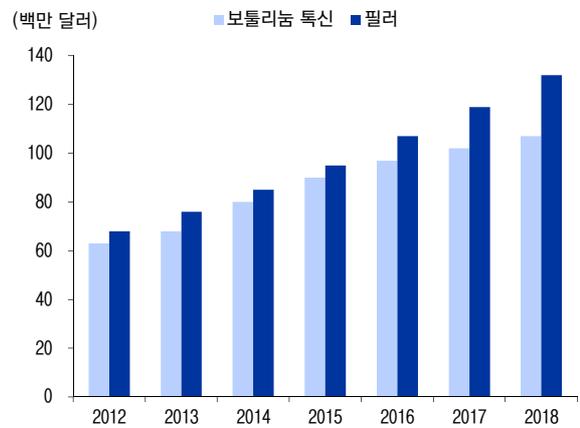
3) 1인당 시술 건수가 점차 증가하고 있다. 이유는 1인이 1회에 받는 시술 종류가 늘어나고, 시술 적용 부위가 확대되고 있기 때문이다. 처음에는 호기심이나 주변지인들의 권유로 경험삼아 시술을 받은 여성들이 효과를 검증하고, 부작용이 없다는 것을 시험한 후, 다른 시술들을 추가적으로 받는 경우가 많다. 예를 들어, 사각턱 근육 이완을 위해 보툴리눔 독신 시술을 받은 여성들이 재진 시에는 보툴리눔 독신에 지방분해주사를 추가하는 것이다. 병·의원에서는 이러한 트렌드에 따라 여러 시술들을 묶어서 패키지로 제공하고 있다. 또한 보툴리눔 독신, 슈링크 등 미용 의료기기들의 적용 부위가 얼굴에서 종아리, 복부 등 몸 전체로 점차 확대되고 있다. 신체용의 경우, 투여하는 약물의 용량이나 샷 수가 더 많다는 점에서 미용성형 시장 성장을 견인하고 있다.

그림32 국내 성형외과, 피부과 전문의 수



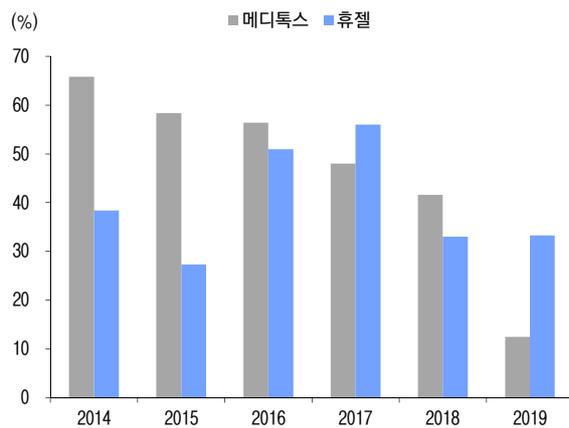
자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림33 국내 보툴리눔 독신 및 필러 시장 규모



자료: 제타마 사업보고서, hyaluronic Acid Products Market, 이베스트투자증권 리서치센터

그림34 메디톡스, 휴젤 영업이익률



자료: Quantiwise, 이베스트투자증권 리서치센터

그림35 낮아진 시술 판매단가



자료: 업계 자료, 이베스트투자증권 리서치센터

그림36 비침습/최소침습 시술 전문 의원 '뽀클리닉'



자료: 기사 자료, 이베스트투자증권 리서치센터

## 비침습/최소침습 의료기기 종류

최근 국내에서 흔히 사용되는 비침습/최소침습 의료기기의 종류와 브랜드 및 제조사들은 다음과 같다.

### 1) 보툴리눔 독신(Botulinum Toxin)

보툴리눔 독신은 일명 보톡스로 근육을 수축시키는 역할을 한다. 본래 신경조직을 마비시키고 파괴하는 매우 강력한 독소물질인데, 근골격계 치료 목적으로 미량 사용되다가 최근에는 미용 목적으로 더 많이 사용된다. 사각턱 근육 마비(얼굴이 가름해보이는 효과)나 주름 제거효과(주름살을 만드는 근육을 일시적으로 마비) 등으로 자주 사용된다. 지속기간은 보통 3~6개월로 주기적으로 맞아야 효과가 지속된다. 국내 제품으로는 나보타(대웅제약), 보툴렉스(휴젤), 리즈톡스(휴온스글로벌), 윈더톡스(종근당) 등이 있다.

### 2) 필러(Filler)

필러는 문자 그대로 피부 내 공간을 채워주는 역할을 한다. 수술 없이도 수술효과를 낼 수 있는 대표적인 최소침습 시술로, 주름부위를 채워 주름을 없애거나, 콧대나 코끝 모양을 개선하는 등의 효과를 준다. 필러의 종류는 크게 2가지인데, 히알루론산을 원재료로 사용하는 HA필러(국내 유통 약 90% 차지)와 비히알루론산 필러가 있다. 현재 국내에서 유통되고 있는 필러 종류는 수십가지에 이를 정도로 매우 다양한데, 특정 제품이 기술적으로 우수하다고 보기는 어렵고 사람마다 부작용, 효능 등이 다르게 나타나는 것으로 보인다. 유명 제품에는 스웨덴 갈더마코리아의 레스틸렌, 앨러간의 주비덤 등이 있다.

### 3) 기타 리프팅 장비

레이저, IPL, RF, Fractional Laser, HIFU 등은 활용하는 기술은 다르지만 공통적으로 피부 상태 및 주름 개선, 리프팅 효과를 위한 장비들이다. 피부 속에 고주파, 열에너지, 초음파 등을 쏘면 피부조직이 수축되고 콜라겐이 생성되어 피부탄력을 개선해주고, 얼굴이 가름해지는 효과를 주는 것이다. 대부분의 미용의료기기들은 시술시 일회성 소모품이 필요하기 때문에, 장비 판매의 일회성 매출에서 그치는 것이 아니라 지속적인 소모품 매출이 발생한다. 2019년 유튜브에서 한 연예인이 슈링크 시술을 받고 즉각적인 효과가 나타난 영상이 화제가 되며, 리프팅 장비에 대한 관심이 더욱 커지고 있다.

표23 피부미용 장비 종류

| 구분                               | 내용  |
|----------------------------------|---|
| <b>보툴리눔 독신</b>                   | 근육 수축용 주사제로 사각턱 등 부위의 근육 발달을 방지하거나, 주름을 제거하는 효과로 사용됨. 최대 6개월 효과가 지속되며, 일정한 주기를 지키지 않고 시술을 받을 시 내성이 생길 위험이 있음.                             |
| <b>필러</b>                        | 얼굴의 꺼진 부위를 채워주는 물질로 보통 히알루론산을 원재료로 만들어짐. 히알루론산은 수분을 머금은 성질이 뛰어나(자기 무게의 1000배의 수분 보유 가능) 피부로 주입 시 피부내 공간을 채워주는 역할을 함.                      |
| <b>Laser</b>                     | 레이저라는 특수한 형태의 빛을 이용하여 점, 문신, 제모, 여드름 흉터 등 특정 피부조직을 선택적으로 치료하는 의료기기. 여러가지 종합적 치료를 위해서는 각 파장별 레이저를 보유해야 함.                                  |
| <b>IPL(Intense Pulsed Light)</b> | 다파장을 이용하여 일상생활에 지장 없는 치료 가능. 현대의 장비로 색소, 혈관, 제모 등 거의 모든 미용치료가 가능하지만 레이저 보다는 효과가 떨어짐.  |
| <b>RF(Radio Frequency)</b>       | Laser나 IPL이 진피와 같이 깊은 부위까지 에너지를 전달하지 못하는 단점을 보완하여 피부속 깊숙히 에너지를 전달하여 콜라겐 재생을 용이하게 하는 고주파 장비  |
| <b>Fractional Laser</b>          | 고주파장비(치료 후 주름개선에 가시적인 효과가 나타나지 않음)와 레이저박피(부작용이 많이 발생)의 단점을 보완하기 위해 개발됨. 피부 일부 영역에 미세한 열기둥을 만들어 치료하는 방법으로 새로운 조직 생성촉진, 강한 치료느낌 등으로 환자층에 호평 |
| <b>Needle RF</b>                 | RF Needle을 피부 속에 찔러 넣어 절연되지 않은 끝부분에서 열에너지를 주어 피부의 콜라겐 생성을 촉진시킴. 단점은 피부 속에 높은 에너지 사용시 바늘자국이 남는 경우가 있으며, 혈관 등을 건드리기 쉬워 멍이 들기 쉬움             |
| <b>HIFU</b>                      | 피부 속 깊숙이 고집적초음파의 열적효과를 발생하여 리프팅 등의 치료에 사용됨. RF보다 강력한 효과를 보임.  |

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표24 국내 유통 주요 미용의료장비 현황

| 종류                       | 브랜드  | 제조사       | 국가   |
|--------------------------|------|-----------|------|
| <b>보툴리눔 독신</b>           | 나보타  | 대웅제약      | 한국   |
|                          | 보톡스  | 한국 엘러간    | 미국   |
|                          | 보툴렉스 | 휴젤        | 한국   |
|                          | 제오민  | 멜츠아시아퍼시픽  | 독일   |
|                          | 리즈톡스 | 휴온스글로벌    | 한국   |
|                          | 원더톡스 | 중근당       | 한국   |
| <b>필러</b>                | 에피티크 | 제테마       | 한국   |
|                          | 더채움  | 휴젤        | 한국   |
|                          | 벨로테로 | 멜츠        | 독일   |
|                          | 레스틸렌 | 갈더마코리아    | 스웨덴  |
|                          | 쥬비덤  | 엘러간       | 미국   |
|                          | 테오시알 | 테옥산       | 스위스  |
| <b>RF (Needle RF 포함)</b> | 써마지  | 솔타메디칼     | 미국   |
|                          | 인모드  | 인바식스      | 이스라엘 |
|                          | 리노바  | 바이오텍 이탈리아 | 이탈리아 |
|                          | 스칼렛  | 비올        | 미국   |
| <b>HIFU</b>              | 지니어스 | 루트로닉      | 한국   |
|                          | 슈링크  | 클래시스      | 한국   |
|                          | 울세라  | 멜츠        | 독일   |
|                          | 더블로  | 하이로닉      | 한국   |

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: 메디톡스의 보툴리눔 독신 제품은 6/18 품목허가 취소 처분으로 제외함.

표25 국내 미용 의료기기 업체 사업내용

| 기업코드    | 기업명       | 사업내용   |
|---------|-----------|--|
| A214150 | 클래시스      | 동사는 미용의료기기 전문 업체로 HIFU(초음파)기반 시술기기를 병의원 및 에스텍샵에 공급 중임. 동사의 대표 제품은 슈링크가 있으며 얼굴, 복부 및 허벅지의 피부와 피하조직의 탄력개선에 사용되고 있음. 동사 제품은 실리프팅 등 기존의 침습형 방식 대비 부작용이나 회복기간 측면에서 우수함. 또한 경쟁 브랜드 대비 가격 메리트가 월등하며 통증이 덜해 빠르게 시장에 침투하고 있음. 이러한 동사 제품의 장점은 고객으로 하여금 시술에 대한 부담감을 경감시키며 시술 빈도수를 높일 수 있어 리프팅 시술의 대중화를 재촉하고 있음. 2019년 기준 브랜드별 매출 비중은 클래시스 45%, 클루덤 8%, 소모품 43%, 스케덤 3%로 구성되어 있음 |
| A214450 | 파마리서치프로덕트 | 동사는 연어의 생식세포에서 추출한 DNA를 재구성해 만든 물질인 PDRN과 PN을 원료로 의료기기, 의약품, 화장품 등 재생제품을 제조, 판매하고 있으며, 최근 건강기능식품까지 사업을 확장하고 있음. 사업부별 매출액 비중은 의료기기 42.6%, 의약품 42.5%, 화장품 11.7%, 기타 3.2% 임. PN을 사용한 제품은 리주란 힐러(자가피부재생 촉진 주사), 콘주란(관절강 주사), 리주비엘(HA 안면 필러)가 있음. 반면 PN은 리주비넥스/플라센텍스(피부 상처치료 및 조직수복용 앰플주사제), 리안(점안액), 리주비넥스 크림(상처에 영양보급) 등에 사용됨.  |
| A042520 | 한스바이오메드   | 동사는 가습보형물, 골이식재, 리프팅실(의료기기) 등 미용성형 소모품 제조, 판매 전문 기업임. 동사의 제품별 매출 비중은 실리콘폴리머(인공유방보형물 등) 36%, 골이식재 34%, 의료기기(리프팅실 등) 17%, 한스파마(화장품) 10%로 구성됨. 동사의 주력제품은 벨라젤마이크로와 민트리프트인데, 동사는 2017년 실제가슴과 유사한 실루엣과 촉감을 제공하는 마이크로텍처 타입의 인공유방보형물인 벨라젤을 출시하여 높은 성장률(3개년 CAGR 57%)을 시현함.   |
| A290650 | 엘앤씨바이오    | 동사는 인체조직 이식재 전문 업체로 피부, 뼈, 인대 등의 이식재를 판매하고 있음. 주력 제품은 MegaDerm(동종 진피 이식재, 주로 유방 재건용으로 사용됨, 인체조직 이식재 중 가장 비중이 큼), MegaFill(동종 진피 이식재 파우더 타입), MegaBone(동종 골 이식재) 등이 있음. 주요 제품별 매출 비중은 인체조직 이식재 83.3%, 의료기기 13.7%, 기능성화장품 2.0% 등으로 구성되어 있음.  |
| A200670 | 휴메딕스      | 동사는 HA필러(제품명: 엘라비에), 보툴리눔 독신(리즈톡스), HA 관절염 치료제(하이알원) 등의 제품군을 보유하고 있는 의료기기 업체임. 2019년 기준 매출 비중은 HA필러 30.1%, 골관절염 치료제 17.8% 로 구성되어 있음. 보툴리눔 독신 제품인 리즈톡스의 경우, 2019년 6월 국내 품목 허가 승인을 획득하였으며, 지난 4월 경쟁업체의 품목 허가 취소로 인한 반사이익이 있을 것으로 기대됨.  |
| A085370 | 루트로닉      | 동사는 국내 상위의 레이저 치료기기 업체로 지난 20년간 꾸준히 매출성장을 시현함. 매년 매출액 대비 15%에 달하는 R&D 투자를 통해 다양한 레이저 기반 피부과용 의료기기 라인업을 보유하고 있음. 2019 실적은 매출액 528억원(+8.7% yoy), 영업적자 63억원(적지)을 기록함. 지난 2년간 신제품 출시 부재, 해외 법인 채용에 따른 인건비 증가, 신규사업 개발비 상각 영향으로 적자가 지속돼 옴. 그러나 2019년 초부터 신제품 출시(지니어스, 클라리티, 내년 1분기 1종) 재개로 외형 성장이 시현되고 있음.  |
| A149980 | 하이로닉      | 동사는 집속초음파장비(HIFU) 전문 개발 제조사임. 동사의 주력제품은 집속초음파장비인 '더블로'이며 주요 경쟁제품은 클래시스의 슈링크와 멀초코리아의 울세라임. 1Q20 실적은 매출액 53억원 (1Q19 45억원, +16.9% yoy), 영업이익 8억원 (1Q19 5억원, +49.7% yoy), 지배주주순이익 12억원 (1Q19 13억원, -7.4% yoy)임.  |
| A216080 | 제테마       | 동사는 히알루론산 필러 (에피티크 시리즈), 보툴리눔 독신을 이용한 리프팅실 (에피티콘)을 제조, 판매하고 있음. 동사의 경쟁력은 영국 공중보건원으로부터 확보한 보툴리눔 균주 Type A, B, E 를 기반으로 고순도의 보툴리눔 독신 자체 생산 기술을 개발 완료했다는 것임. 향후 보툴리눔 독신 의료기기 및 치료제 시장에 진입할 계획이며, 지난 6월4일 이미 수출 품목 허가(수출명: 보툴리즈, 에피톡스)를 취득한 상황임. 주요 제품별 매출 비중은 히알루론산 필러 42.9%, 기타 (리프팅 실, 화장품 등) 5.1%, 수수료 수입(보툴리눔 독신 License Out) 32.1% 등으로 구성되어 있음.                    |

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## Peer Valuation

표26 국내 및 해외 미용 의료기기 업체 실적 및 밸류에이션 테이블

| 업체        | 연도   | 실적(억원, USD) |        |        | 성장률(%) |       |       | 수익성(%) |        | Valuation(x, %) |     |           |        |
|-----------|------|-------------|--------|--------|--------|-------|-------|--------|--------|-----------------|-----|-----------|--------|
|           |      | Sales       | OP     | NI     | Sales  | OP    | NI    | OPM    | NIM    | P/E             | P/B | EV/EBITDA | ROE    |
| 클래시스      | 2016 | 272         | 83     | 71     | 81.7   | 107.9 | 50.8  | 30.3   | 26.0   | N/A             | N/A | N/A       | 56.0   |
|           | 2017 | 349         | 108    | -51    | 28.0   | 30.7  | 적전    | 31.0   | -14.7  | -28.8           | 4.2 | -89.2     | 0.0    |
|           | 2018 | 475         | 175    | 149    | 36.2   | 61.8  | 흑전    | 36.8   | 31.3   | 21.6            | 6.4 | 13.4      | 34.5   |
|           | 2019 | 811         | 417    | 334    | 70.9   | 138.7 | 124.7 | 51.4   | 41.2   | 20.6            | 8.0 | 20.2      | 48.1   |
| 파마리서치프로덕트 | 2016 | 460         | 141    | 139    | 22.7   | -12.4 | N/A   | 30.7   | 30.1   | 38.6            | 3.1 | 17.0      | 0.0    |
|           | 2017 | 545         | 148    | 130    | 18.5   | 5.2   | -6.9  | 27.3   | 23.0   | 29.9            | 2.1 | 33.8      | 7.1    |
|           | 2018 | 643         | 87     | 144    | 18.0   | -41.4 | 11.2  | 13.5   | 17.5   | 31.1            | 2.3 | 14.9      | 5.6    |
|           | 2019 | 839         | 191    | 167    | 30.5   | 119.0 | 15.7  | 22.7   | 17.7   | 22.3            | 1.8 | 11.4      | 6.6    |
| 한스바이오메드   | 2016 | 290         | 60     | 46     | 24.0   | 18.4  | -5.8  | 20.6   | 16.4   | 41.5            | 3.9 | 27.4      | 10.5   |
|           | 2017 | 391         | 95     | 78     | 34.5   | 57.9  | 69.3  | 24.2   | 20.8   | 20.8            | 2.9 | 14.7      | 15.9   |
|           | 2018 | 517         | 105    | 42     | 32.5   | 10.6  | -46.9 | 20.2   | 9.8    | 64.0            | 4.1 | 41.2      | 8.2    |
|           | 2019 | 670         | 126    | 100    | 29.5   | 20.4  | 139.3 | 18.8   | 14.2   | 25.1            | 3.3 | 16.3      | 12.4   |
| 엘앤씨바이오    | 2016 | 118         | 21     | 20     | 31.4   | 84.6  | N/A   | 17.5   | 16.8   | N/A             | N/A | N/A       | 28.4   |
|           | 2017 | 179         | 49     | 38     | 51.4   | 135.0 | 35.7  | 27.2   | 21.0   | N/A             | N/A | N/A       | 28.0   |
|           | 2018 | 212         | 55     | 52     | 18.7   | 12.4  | 89.4  | 25.8   | 24.0   | 24.8            | 2.8 | 17.3      | 0.0    |
|           | 2019 | 292         | 90     | 73     | 37.2   | 64.9  | 39.2  | 31.0   | 29.0   | 23.3            | 2.9 | 15.9      | 15.0   |
| 휴메딕스      | 2016 | 471         | 128    | 103    | 11.9   | -8.6  | -11.6 | 27.2   | 22.2   | 39.7            | 3.7 | 18.1      | 0.0    |
|           | 2017 | 547         | 124    | 119    | 16.1   | -3.3  | 16.2  | 22.7   | 25.2   | 24.4            | 2.6 | 18.6      | 12.2   |
|           | 2018 | 648         | 107    | 92     | 18.5   | -13.8 | -22.9 | 16.5   | 16.6   | 35.6            | 3.0 | 13.4      | 9.5    |
|           | 2019 | 786         | 133    | 104    | 21.3   | 24.2  | 13.2  | 16.9   | 15.4   | 23.9            | 2.1 | 9.8       | 10.3   |
| 루트로닉      | 2016 | 845         | 67     | 56     | 17.2   | 26.7  | -4.2  | 7.9    | 6.3    | 81.4            | 3.9 | 31.2      | 5.0    |
|           | 2017 | 858         | -28    | -73    | 1.5    | 적전    | 적전    | -3.3   | -8.2   | -45.2           | 2.4 | 186.7     | -5.2   |
|           | 2018 | 921         | -124   | -150   | 7.4    | 적지    | 적지    | -13.4  | -16.7  | -23.4           | 2.7 | -63.3     | -11.7  |
|           | 2019 | 1,157       | -85    | -114   | 25.6   | 적지    | 적지    | -7.3   | -10.0  | -20.7           | 2.0 | 46.8      | -9.3   |
| 하이로닉      | 2016 | 155         | 3      | 7      | -13.6  | -83.4 | -74.6 | 2.2    | 3.9    | 193.4           | 3.1 | 80.2      | 1.4    |
|           | 2017 | 181         | 17     | 8      | 17.2   | 403.7 | 6.1   | 9.6    | 4.2    | 112.9           | 2.0 | 46.2      | 1.8    |
|           | 2018 | 203         | 0      | -3     | 12.1   | 적전    | 적전    | -0.1   | 0.7    | -316.4          | 1.9 | 50.5      | 0.4    |
|           | 2019 | 201         | 26     | 29     | -1.0   | 흑전    | 흑전    | 13.0   | 15.2   | 26.0            | 1.7 | 16.6      | 7.6    |
| 제테마       | 2016 | 126         | 21     | N/A    | N/A    | N/A   | N/A   | 16.5   | 6.5    | N/A             | N/A | N/A       | N/A    |
|           | 2017 | 82          | -40    | -56    | -35.3  | 적전    | N/A   | -49.0  | -68.3  | N/A             | N/A | N/A       | N/A    |
|           | 2018 | 112         | -46    | -158   | 37.2   | 적지    | 적지    | -40.6  | -140.5 | N/A             | N/A | N/A       | N/A    |
|           | 2019 | 133         | -107   | -147   | 18.7   | 적지    | 적지    | -80.7  | -110.7 | -9.6            | 5.0 | -13.2     | -101.9 |
| Allergan  | 2016 | 14,571      | -1,826 | 14,973 | 14.8   | 적지    | -14.7 | -12.5  | 8.1    | 89.2            | 1.0 | 19.8      | 20.6   |
|           | 2017 | 15,941      | -5,921 | -4,126 | 9.4    | 적지    | 적전    | -37.1  | -2.3   | N/A             | 0.8 | 57.2      | -6.3   |
|           | 2018 | 15,787      | -6,248 | -5,096 | -1.0   | 적지    | 적지    | -39.6  | 0.1    | N/A             | 0.7 | 131.8     | -7.7   |
|           | 2019 | 16,089      | -4,445 | -5,271 | 1.9    | 적지    | 적지    | -27.6  | 4.5    | N/A             | 1.1 | 49.2      | -8.6   |

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: 2020년 5월 8일, Abbvie(NYSE: ABBV)가 Allergan 인수 절차 완료.

표27 국내 미용 의료기기 업체 실적 및 밸류에이션 테이블 (직전 12개월 누적 기준)

| 종목명       | P/E   | P/B  | 직전 4개분기<br>누적 OP | OP growth | 직전 4개분기<br>누적 NI | EPS growth | ROE  |
|-----------|-------|------|------------------|-----------|------------------|------------|------|
| 클래시스      | 24.5  | 10.8 | 477              | 106.2     | 389              | 113.5      | 44.2 |
| 파마리서치프로덕트 | 34.7  | 2.5  | 187              | 7.2       | 164              | 106.3      | 7.2  |
| 한스바이오메드   | 26.4  | 2.4  | 127              | 43.5      | 75               | 17.7       | 9.0  |
| 엘앤씨바이오    | 107.8 | 13.0 | 89               | 32.0      | 73               | 55.4       | 12.1 |
| 휴메딕스      | 28.2  | 2.1  | 133              | -6.5      | 90               | 18.2       | 7.4  |
| 루트로닉      | -37.0 | 1.4  | -31              | 적지        | -45              | 적지         | -3.8 |
| 하이로닉      | 23.2  | 1.6  | 29               | 193.7     | 28               | 463.6      | 6.8  |
| 제테마       | 47.8  | 5.1  | 81               | 흑전        | 48               | 흑전         | 10.6 |

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: 한스바이오메드는 9월결산으로 2Q20 기준 OP, NI 값임

제테마는 2020E 시장 컨센서스 기준 NI, 1Q20 기준 자본총계

## 한국판 뉴딜 Update

### 한국판 뉴딜 3차추경 예산안 발표

코로나19로 인한 경제 타격 및 고용 불안 극복을 위해 시작된 '한국판 뉴딜' 프로젝트의 구체적인 윤곽이 드러났다. 지난 6월 1일 발표된 「2020년 하반기 경제정책방향」과 7일 발표된 3차 추경 예산안에서 한국판 뉴딜 총 25개의 세부과제와 각 프로젝트별 배정된 예산안이 발표되었으며, 7월 초 최종 한국판 뉴딜 종합계획이 발표될 예정이다.

정부의 발표를 종합해보면 다음과 같다. 한국판 뉴딜은 '디지털 뉴딜'과 '그린 뉴딜' 두 개의 축을 중심으로 진행된다. 정부는 2022년까지 디지털 뉴딜에 13.4조원, 그린뉴딜에 12.9조원을 투자할 것을 발표했으며, 우선적으로 금번 3차추경에서는 즉시 추진가능한 사업을 중심으로 디지털뉴딜에 2.7조원, 그린뉴딜에 1.4조원, 고용안전망 강화에 1.0조원을 투자할 것을 밝혔다. 각 프로젝트별 세부적인 내용은 다음과 같다.

#### 디지털뉴딜

##### 1) D.N.A 생태계 강화 (3차 추경 예산 +1.3조원)

정부는 디지털 뉴딜의 가장 핵심과제로 D.N.A(Digital, Network, AI) 생태계 강화를 제시하며, 3차추경에서 가장 큰 규모의 예산을 배정하였다. 세부과제로는 ① 금융, 환경, 문화, 교통 등 분야에서 데이터 구축, 개방, 활용을 추진하며, ② 5G 인프라망으로 단계적으로 전환하고 공공부문 자원관리를 클라우드 기반으로 전환하며, ③ 1,2,3차 전 산업에 걸쳐 5G 및 AI 모델(ex. 감염병 예후 예측, 제조업 공정·품질관리, 군장병 의료영상 AI판독 등)을 개발하는 프로젝트를 시행하며, ④ AI 및 소프트웨어 전문인력을 양성할 것을 발표했다.

##### 2) 디지털 포용 및 안전망 구축 (+0.14조원)

디지털 뉴딜의 두 번째 과제로 디지털 포용 및 안전망 구축이 제시되었다. 이는 디지털망이 낙후된 지역과 디지털 보안이 필수적인 부분을 중심으로 디지털망을 점검하는 프로젝트이다. 이에 따라 ⑤ 농어촌 등 인터넷 미설치 지역에 초고속 인터넷망 및 공공 WiFi 구축을 지원하고, 디지털소외계층(노인, 저소득층 등)에 디지털 역량 강화 교육을 실시하며 ⑥ 중소기업, 행정기관, 병원 등에 보안컨설팅 및 암호화망 등을 구축하는 프로젝트를 세부과제로 선정했다.

### 3) 비대면 서비스·산업 육성 (+0.75조원)

디지털 뉴딜의 세번째 과제로 이번 코로나19로 더욱 강조되고 있는 비대면 서비스 및 산업을 적극 육성하겠다는 의지를 드러냈다. 특히 교육, 의료, 원격근무 등을 중심으로 프로젝트가 구성되었다. ⑦ 모든 초·중·고에 WiFi망을 구축하고, 노후화된 기기들을 교체하는 등 디지털 교육 기반 인프라를 구축하며, ⑧ 전국 국립대 및 직업훈련기관에 노후 서버, 네트워크 장비 등을 교체하며 ⑨ 의료부문 비대면 인프라 강화 프로젝트(ex. 비대면 진료 인프라를 구축, 웨어러블 및 모바일 기기를 활용한 건강관리서비스를 제공, EMR 프로그램 표준화 지원)가 포함되었다. 또한 ⑩ 중소기업 16만개를 대상으로 원격근무 인프라 구축 프로젝트가 포함되었다.

### 4) SOC 디지털화 (+0.48조원)

SOC(Social Overhead Capital, 사회간접자본) 디지털화 역시 디지털 뉴딜 프로젝트에 선정되었다. 김용범 1차관은 지난 5월 한국판 뉴딜 TF회의에서 도로, 철도, 하수도 등 국가 기반시설을 디지털화(IoT 등의 설치)하여 사고 예방, 안전 보장 등의 공익을 달성하며, 더불어 이 시설을 통해 축적한 데이터를 활용할 방안을 모색하겠다고 말했다. 이에 따라 금번 추경에서 발표된 세부 과제로는 ⑪ 4대 핵심시설(도로, 국가하천, 공동구, 재난대응) 디지털 안전관리체계 구축, ⑫ 도시 산단 디지털 혁신(스마트 시티) 및 스마트 물류 체계 구축이 있다.

## 그린 뉴딜

### 1) 도시·공간·생활 인프라 녹색 전환 (+0.37조원)

정부는 그린뉴딜의 첫 번째 과제로 도시, 공간, 생활 전반 인프라의 친환경 시스템 구축을 제시했으며, 2022년까지 재정투자 5.8조원, 일자리 8.9만개 창출을 목표로 정했다. 관련 세부 과제로는 ① 공공시설의 제로에너지화 전면 전환(노후 공공건축물, 어린이집, 국립학교 등), ② 스마트 그린도시 조성을 위한 프로젝트 100개 추진(ex. 물부족, 미세먼지 등 도시환경문제 맞춤형 솔루션 개발), ③ 스마트 상·하수도 관리체계 구축(ex. 노후 지방상수도 정비 및 스마트관리체계 구축 등) 프로젝트가 포함되었다.

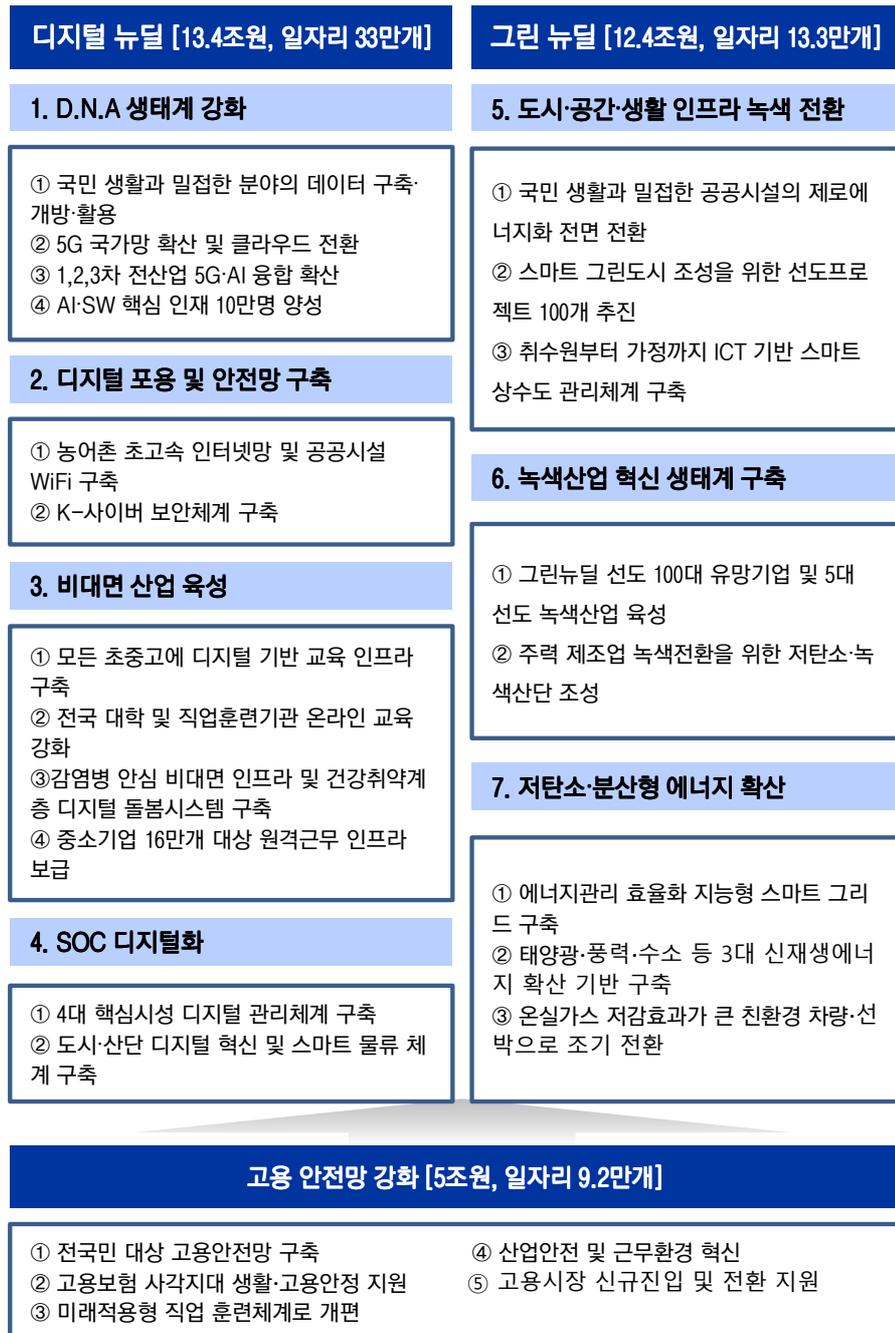
### 2) 녹색산업 혁신 생태계 구축 (+0.48조원)

그린뉴딜의 두 번째 프로젝트는 녹색산업 혁신 생태계 구축 프로젝트로 2022년까지 1.7조원의 재정이 투입되며 일자리 1.1만개 창출이 목표이다. 구체적으로 ④ 친환경 기술을 보유하고 있는 유망기업을 선정, 육성하며 ⑤ 주력 제조업을 중심으로 저탄소, 친환경 산업단지 조성을 과제로 선정하였다.

### 3) 저탄소, 분산형 에너지 확산 (+0.58조원)

마지막으로 에너지 관리를 효율화하고 신재생에너지를 육성하기 위한 저탄소, 분산형 에너지 확산정책이 선정되었다. 2022년까지 재정투자 5.4조원이 투입되며, 일자리 3.3만개 창출을 목표로 한다. 이를 위해 ⑥ 지능형 스마트 그리드 구축, ⑦ 3대 신재생 에너지(태양광, 풍력, 수소) 확산 기반 구축 ⑧ 노후 차량 및 선박을 친환경 차량 및 선박으로 조기 전환 등의 과제가 선정되었다.

그림37 한국판 뉴딜 25개 과제



자료: 기획재정부, 이베스트투자증권 리서치센터

표28 한국판 뉴딜 관련 종목

| 종목코드    | 종목명       | 시가총액<br>(억원) | P/E   | EPS<br>growth | P/B  | ROE  | YoY<br>매출액 | YoY<br>영업이익 | 순현금<br>비중 |
|---------|-----------|--------------|-------|---------------|------|------|------------|-------------|-----------|
| A030190 | NICE 평가정보 | 11,566       | 27.4  | 8.0           | 5.2  | 5.3  | 7.1        | 5.6         | 9.5%      |
| A138580 | 비즈니스온     | 1,312        | 34.0  | -29.7         | 4.1  | 8.2  | 4.2        | 9.2         | 33.2%     |
| A012510 | 더존비즈온     | 30,415       | 61.2  | 11.3          | 8.5  | 7.2  | 15.7       | 23.7        | -7.4%     |
| A032850 | 비트컴퓨터     | 2,095        | 36.1  | 흑전            | 4.3  | 8.4  | 14.1       | -379.9      | 3.7%      |
| A032620 | 유비케어      | 5,350        | 71.0  | 9.6           | 5.0  | 14.2 | 11.0       | 29.2        | 13.6%     |
| A263700 | 케어랩스      | 1,564        | 96.2  | -22.9         | 2.3  | 41.3 | 25.6       | -28.7       | -7.3%     |
| A112610 | 씨에스원드     | 7,200        | 21.8  | 100.9         | 1.9  | 11.6 | 59.2       | 83.6        | -19.5%    |
| A131370 | 알서포트      | 4,171        | -28.2 | 적전            | 10.1 | -2.8 | 15.3       | 5.9         | 1.7%      |
| A297090 | 씨에스베어링    | 1,235        | 20.2  | 165.2         | 2.6  | 13.5 | 58.4       | 204.1       | -19.0%    |
| A100130 | 동국 S&C    | 3,034        | 20.9  | 흑전            | 1.1  | 19.0 | -12.5      | -362.1      | 6.9%      |
| A313760 | 윌링스       | 591          | 19.1  | -27.9         | 1.7  | 8.6  | -21.1      | -32.3       | 3.6%      |
| A136540 | 원스        | 1,889        | 10.1  | 58.1          | 1.6  | 6.2  | 16.2       | 40.9        | 2.6%      |
| A066130 | 하츠        | 836          | 32.7  | 1.6           | 1.0  | 32.5 | 8.5        | 99.7        | 43.9%     |

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주: 2020년 6월 26일 종가 기준, 1Q20 Trailing P/E, 1Q20기준 자본총계  
씨에스베어링, 윌링스는 2019년 연간 기준 NI

표29 한국판 뉴딜 관련 종목 코멘트

| 기업코드    | 기업명       | 코멘트  |
|---------|-----------|--|
| A030190 | NICE 평가정보 | 동사는 개인 및 기업 CB업체로 자회사인 NICE지니데이터를 통해 빅데이터 관련 사업을 영위하고 있는데, 한국판 뉴딜과 데이터3법으로 관련 사업을 확장할 수 있을 것으로 기대된다.   |
| A138580 | 비즈니스온     | 동사는 전자세금계산서 발행 업체로 빅데이터 관련해 스마트M 사업 영위하고 있다. 동사의 전자세금계산서 발행 데이터를 기반으로 거래처 미수금 발생 여부 등을 미리 파악하는 사업 등을 영위할 수 있을 것으로 보인다.                               |
| A012510 | 더존비즈온     | 동사는 ERP 솔루션 제공 업체로 데이터3법 및 한국판 뉴딜로 동사의 중소/중견 기업 데이터를 기반으로 관련 사업을 확장할 수 있을 것으로 보인다. 지난 6월18일 문재인 대통령이 동사 강촌캠퍼스를 직접 방문해 정부의 데이터 활용 산업 육성 정책의 수혜가 기대된다. |
| A032850 | 비트컴퓨터     | 동사는 의료정보 솔루션(EMR) 제공 업체로 데이터3법의 의료분야 적용 및 비대면 진료서비스(동사의 원격 진료 사업 확장) 관련 수혜를 받을 수 있을 것으로 기대된다.  |
| A032620 | 유비케어      | 동사는 EMR솔루션 업체로 자회사인 비브로스가 운영하고 있는 모바일 헬스케어 플랫폼 똑닥에서 전화진료가 가능한 병원 정보를 제공하면서 관련 사업이 비대면 진료 부문과 연관이 있다.   |
| A263700 | 케어랩스      | 동사는 병원과 약국 위치 검색 서비스, 실시간 마스크 재고 서비스 등을 제공하는 플랫폼 '굿닥'을 운영하고 있다. 비대면 진료 관련 수혜가 있을 것으로 기대된다.   |
| A112610 | 씨에스윈드     | 동사는 풍력발전 타워 제조 업체로 그린뉴딜 진행에 따라 신재생에너지 사업이 확장될 것으로 기대되면서 동사에게 수혜가 있을 것으로 기대된다   |
| A131370 | 알서포트      | 동사는 재택근무를 위한 원격제어 및 화상회의의 소프트웨어 업체로 디지털 뉴딜 관련 비대면 산업 육성 정책으로 인한 수혜가 있을 것으로 기대된다. 실제로 6월 중순 김용범 1차관이 동사를 방문, 재택근무 지원 관련 언급이 있었던 것으로 파악된다.             |
| A297090 | 씨에스베어링    | 동사는 씨에스윈드 자회사로 풍력 발전기용 부품(피치 베어링, 요 베어링 등)을 제조하고 있다. 그린뉴딜 신재생 에너지 사업 확장 정책에 따라 지배회사와 함께 수혜가 있을 것으로 전망된다.   |
| A100130 | 동국 S&C    | 동사는 풍력발전기용 윈드타워 제조 업체로 신재생에너지 부문 매출 비중이 2019년 기준 46%이다. 동사 역시 정부의 신재생에너지 육성 사업 수혜가 있을 것으로 기대된다.  |
| A313760 | 월링스       | 동사는 전력변환장치 제조업체로 태양광 인버터/EPC 등을 제조하고 있다. 2019년 기준 태양광 관련 매출액 290억원(68%)이며 그린 뉴딜의 신재생 에너지 관련 대형 인버터 발주 수혜가 있을 것으로 기대된다.                               |
| A136540 | 원스        | 동사는 네트워크 보안 업체로 NGIPS(침입방지시스템), NGDDX(디도스공격대응), NGFW(방화벽) 등의 네트워크 보안 솔루션을 제공하고 있다. 디지털 뉴딜에 따라 보안솔루션 수요가 증가할 것으로 예상되며 동사의 수혜가 기대된다.                   |
| A066130 | 하츠        | 동사는 주방용 레인지후드, 세대환기 시스템 등을 제조, 판매하는 환기시스템 1위 업체이다. 이번 그린 뉴딜 관련 학교, 공공기관 시설 리모델링의 영향으로 관련 수혜가 기대된다.   |

자료: 이베스트투자증권 리서치센터



# 기업분석

|                  |    |
|------------------|----|
| 서흥 (008490)      | 54 |
| 뷰웍스 (100120)     | 62 |
| 콜마비엔에이치 (200130) | 67 |

| Universe |           |              |
|----------|-----------|--------------|
| 기업명      | 투자판단      | 목표주가         |
| 서흥       | BUY(유지)   | 70,000 원(상향) |
| 뷰웍스      | Not Rated | Not Rated    |
| 콜마비엔에이치  | BUY(신규)   | 55,000 원(신규) |

# 서흥 (008490)

## 2Q20 최대 실적 기대감

2020. 6. 30

Mid-Small Cap

Analyst 정홍식

02. 3779-8468

hsjeong@ebestsec.co.kr

### 2Q20에도 최대 실적 이어질 듯

동사의 2Q20 실적은 매출액 1,485억원(+28.7% yoy), 영업이익 190억원(+39.5% yoy, OPM 12.9%), 순이익(지배주주) 123억원(+18.6% yoy)을 전망한다. 이는 당사의 기존 추정치(Sales 1,423억원, OP 161억원)를 각각 Sales +4.4%, OP +17.7% 상향한 것으로 지난 1Q20에 이어 분기 최대 실적을 예상하는 것이다.

실적이 개선될 것이라고 보는 이유는 첫째, 건강기능식품 사업에서 2Q19 445억원 → 2Q20 655억원으로 +47.3% yoy, +6.5% qoq 고성장을 예상하는 것으로, 코로나19의 영향으로 지난 2월 중순 이후 국내 건강기능식품에 대한 ODM/OEM 공급이 증가한 흐름이 4~6월에도 이어지고 있기 때문이다. 중요한 점은 1)주문 ~ 공급이 약 2개월 정도 소요된다는 점을 고려할 때 7~8월에도 2분기와 같은 호조가 유지될 가능성이 있어 3Q20에 대한 실적기대감이 높고, 2)동사의 건식 사업부문의 가동률 상승에 따른 수익성 개선효과가 매우 크게 진행되고 있다는 것이다. 참고로 이러한 건강기능식품 기업들의 실적호조는 동사뿐만 아니라 국내 ODM/OEM 상위 기업들에게 공통적으로 나타나고 있다.

둘째, 하드캡슐 사업에서 2Q19 417억원 → 2Q20 450억원으로 +8.0% yoy, +11.6% qoq 안정적인 성장이 예상된다. 이는 1)지난 3Q19 베트남 공장의 하드캡슐 생산설비 Capa 증설효과(+8대), 2)코로나19로 인한 글로벌 동종기업의 생산차질(인도 등의 지역에 있는 공장 포함)에 대한 반사수혜가 진행되고 있기 때문이다.

### 투자의견 매수 유지, 목표주가 70,000원으로 상향

동사의 투자의견 매수를 유지하며, 목표주가는 70,000원으로 상향한다. 목표주가는 RIM Valuation을 통해 산출(가정:  $\beta$  0.8, Cost of Equity 8.0%, Sustainable Growth = Margin \* Turnover \* Leverage \* Retention ratio = 6.9% \* 0.6 \* 2.2 \* 67.0% = 6.5%, 보수적인 관점에서 g=2.0% 적용)하였으며, Target P/E 17.7배는 성장성(EPS growth 2018년 ~ 2021년 CAGR 21.7%)을 고려할 경우 무리가 없다는 판단이다.

## Buy(maintain)

목표주가 70,000 원

현재주가 54,800 원

### 컨센서스 대비

| 상회 | 부합 | 하회 |
|----|----|----|
|    | ●  |    |

### Stock Data

|                |                   |             |
|----------------|-------------------|-------------|
| KOSPI(6/29)    |                   | 2,093.48 pt |
| 시가총액           |                   | 6,340 억원    |
| 발행주식수          |                   | 11,569 천주   |
| 52 주 최고가 / 최저가 | 55,900 / 29,750 원 |             |
| 90 일 일평균거래대금   |                   | 36.2 억원     |
| 외국인 지분율        |                   | 10.4%       |
| 배당수익률(20.12E)  |                   | 0.8%        |
| BPS(20.12E)    |                   | 30,019 원    |
| KOSPI 대비 상대수익률 | 1 개월              | -1.1%       |
|                | 6 개월              | 59.0%       |
|                | 12 개월             | 63.4%       |
| 주주구성           | 양주환외 7 인          | 53.2%       |
|                | 국민연금공단            | 9.9%        |
|                | 자사주               | 3.9%        |

### Stock Price



### Financial Data

|       | 매출액   | 영업이익 | 세전이익 | 순이익    | EPS   | 증감률  | EBITDA | PER  | EV/EBITDA | PBR | ROE  |
|-------|-------|------|------|--------|-------|------|--------|------|-----------|-----|------|
| (십억원) |       |      |      | (지배주주) | (원)   | (%)  |        | (배)  | (배)       | (배) | (%)  |
| 2018  | 393.5 | 39.3 | 35.1 | 25.7   | 2,315 | 14.5 | 66.0   | 10.1 | 8.0       | 1.0 | 9.5  |
| 2019  | 460.7 | 47.4 | 44.9 | 31.7   | 2,853 | 23.3 | 77.2   | 12.1 | 8.9       | 1.4 | 11.1 |
| 2020E | 568.6 | 62.7 | 60.4 | 41.4   | 3,723 | 30.5 | 95.3   | 14.7 | 9.8       | 1.8 | 12.9 |
| 2021E | 623.9 | 70.1 | 67.7 | 46.4   | 4,172 | 12.1 | 101.1  | 13.1 | 9.3       | 1.6 | 12.6 |
| 2022E | 681.2 | 79.5 | 77.1 | 52.3   | 4,707 | 12.8 | 108.9  | 11.6 | 8.6       | 1.5 | 12.7 |

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

# 실적전망

표30 서흥 분기실적 전망

| (단위: 억원)          | 1Q19         | 2Q19         | 3Q19         | 4Q19         | 1Q20         | 2Q20E        | 3Q20E        | 4Q20E        |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>        | <b>1,178</b> | <b>1,154</b> | <b>1,128</b> | <b>1,148</b> | <b>1,430</b> | <b>1,485</b> | <b>1,414</b> | <b>1,356</b> |
| YoY               | 18.9%        | 10.9%        | 19.0%        | 20.1%        | 21.4%        | 28.7%        | 25.4%        | 18.2%        |
| 하드캡슐              | 428          | 417          | 407          | 418          | 404          | 450          | 441          | 441          |
| 의약품               | 139          | 137          | 147          | 141          | 156          | 149          | 156          | 155          |
| <b>건강기능식품</b>     | <b>451</b>   | <b>445</b>   | <b>406</b>   | <b>447</b>   | <b>615</b>   | <b>655</b>   | <b>584</b>   | <b>550</b>   |
| 원료                | 114          | 125          | 147          | 127          | 230          | 198          | 211          | 196          |
| 상품 & 기타           | 45           | 30           | 20           | 14           | 26           | 34           | 22           | 15           |
| <b>% YoY</b>      |              |              |              |              |              |              |              |              |
| 하드캡슐              | 22.7%        | 8.1%         | 14.3%        | 20.5%        | -5.8%        | 8.0%         | 8.1%         | 5.4%         |
| 의약품               | -10.6%       | 3.5%         | 21.3%        | 4.1%         | 12.6%        | 8.8%         | 6.6%         | 9.5%         |
| 건강기능식품            | 19.7%        | 17.5%        | 17.9%        | 36.5%        | 36.1%        | 47.3%        | 43.8%        | 23.2%        |
| 원료                | 21.8%        | -4.1%        | 26.6%        | 28.6%        | 101.8%       | 57.6%        | 43.9%        | 54.2%        |
| 상품 & 기타           | 192.1%       | 112.6%       | 111.9%       | -69.2%       | -43.4%       | 12.2%        | 5.3%         | 2.2%         |
| <b>% of Sales</b> |              |              |              |              |              |              |              |              |
| 하드캡슐              | 36.4%        | 36.1%        | 36.1%        | 36.5%        | 28.2%        | 30.3%        | 31.2%        | 32.5%        |
| 의약품               | 11.8%        | 11.9%        | 13.0%        | 12.3%        | 10.9%        | 10.0%        | 11.1%        | 11.4%        |
| 건강기능식품            | 38.3%        | 38.5%        | 36.0%        | 38.9%        | 43.0%        | 44.1%        | 41.3%        | 40.6%        |
| 원료                | 9.7%         | 10.9%        | 13.0%        | 11.1%        | 16.1%        | 13.3%        | 14.9%        | 14.4%        |
| 상품 & 기타           | 3.8%         | 2.6%         | 1.8%         | 1.2%         | 1.8%         | 2.3%         | 1.5%         | 1.1%         |
| <b>생산실적(Q)</b>    |              |              |              |              |              |              |              |              |
| 하드캡슐(억개)          | 84           | 96           | 94           | 106          | 97           | 97           | 94           | 101          |
| YoY               | -1.7%        | 1.0%         | -6.1%        | 27.4%        | 15.2%        | 0.3%         | 0.3%         | -4.5%        |
| 젤라틴(톤)            | 1,435        | 1,601        | 1,470        | 1,472        | 1,574        | 1,590        | 1,606        | 1,622        |
| YoY               | -1.0%        | 5.4%         | 7.7%         | -5.5%        | 9.7%         | -0.7%        | 9.2%         | 10.2%        |
| 생산기계 대수           | 75           | 75           | 83           | 83           | 83           | 83           | 83           | 83           |
| 기계 1 대당 생산        | 1.1          | 1.3          | 1.1          | 1.3          | 1.2          | 1.2          | 1.1          | 1.2          |
| <b>ASP(P)</b>     |              |              |              |              |              |              |              |              |
| 하드캡슐(원)           | 5.1          | 4.3          | 4.3          | 3.9          | 4.2          | 4.7          | 4.7          | 4.3          |
| YoY               | 24.8%        | 7.0%         | 21.6%        | -5.4%        | -18.2%       | 7.7%         | 7.8%         | 10.3%        |
| 젤라틴(백만원/톤)        | 7.9          | 7.8          | 10.0         | 8.6          | 14.6         | 14.8         | 14.9         | 15.1         |
| YoY               | 23.0%        | -9.0%        | 17.6%        | 36.1%        | 84.0%        | 88.5%        | 49.2%        | 74.5%        |
| <b>영업이익</b>       | <b>125</b>   | <b>136</b>   | <b>125</b>   | <b>88</b>    | <b>185</b>   | <b>190</b>   | <b>150</b>   | <b>101</b>   |
| % of sales        | 10.6%        | 11.8%        | 11.1%        | 7.7%         | 12.9%        | 12.8%        | 10.6%        | 7.4%         |
| % YoY             | 21.7%        | 13.3%        | 55.4%        | -2.0%        | 47.9%        | 39.5%        | 20.6%        | 15.0%        |
| <b>사업부별 OPM</b>   |              |              |              |              |              |              |              |              |
| 캡슐(건기식 포함)        | 90           | 100          | 76           | 57           | 152          | 162          | 121          | 84           |
| OPM               | 8.8%         | 10.0%        | 7.9%         | 5.7%         | 12.9%        | 12.9%        | 10.2%        | 7.3%         |
| 원료                | 42           | 47           | 46           | 32           | 50           | 40           | 42           | 30           |
| OPM               | 36.6%        | 37.5%        | 31.3%        | 25.4%        | 21.7%        | 20.3%        | 19.7%        | 15.3%        |
| 기타                | -6           | -11          | 3            | -2           | -16          | -12          | -12          | -12          |

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

표31 서흥 연간실적 전망

| (단위: 억원)          | 2015         | 2016         | 2017         | 2018         | 2019         | 2020E        | 2021E        | 2022E        |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>        | <b>3,041</b> | <b>3,404</b> | <b>3,500</b> | <b>3,935</b> | <b>4,607</b> | <b>5,686</b> | <b>6,239</b> | <b>6,812</b> |
| YoY               | 4.5%         | 11.9%        | 2.8%         | 12.4%        | 17.1%        | 23.4%        | 9.7%         | 9.2%         |
| 하드캡슐              | 1,171        | 1,237        | 1,312        | 1,439        | 1,671        | 1,735        | 1,851        | 1,962        |
| 의약품               | 459          | 639          | 530          | 544          | 564          | 616          | 671          | 725          |
| <b>건강기능식품</b>     | <b>963</b>   | <b>1,105</b> | <b>1,212</b> | <b>1,427</b> | <b>1,749</b> | <b>2,404</b> | <b>2,719</b> | <b>3,058</b> |
| 원료                | 335          | 333          | 386          | 439          | 513          | 835          | 908          | 981          |
| 상품 & 기타           | 112          | 90           | 61           | 86           | 110          | 96           | 90           | 87           |
| <b>% YoY</b>      |              |              |              |              |              |              |              |              |
| 하드캡슐              | 10.1%        | 5.6%         | 6.0%         | 9.7%         | 16.2%        | 3.8%         | 6.7%         | 6.0%         |
| 의약품               | 7.8%         | 39.1%        | -17.0%       | 2.7%         | 3.6%         | 9.3%         | 8.9%         | 8.0%         |
| 건강기능식품            | -9.6%        | 14.7%        | 9.7%         | 17.8%        | 22.6%        | 37.4%        | 13.1%        | 12.5%        |
| 원료                | 43.6%        | -0.7%        | 15.7%        | 13.8%        | 16.9%        | 62.6%        | 8.8%         | 7.9%         |
| 상품 & 기타           | -8.6%        | -19.8%       | -32.4%       | 41.3%        | 28.5%        | -13.1%       | -6.6%        | -3.3%        |
| <b>% of Sales</b> |              |              |              |              |              |              |              |              |
| 하드캡슐              | 38.5%        | 36.3%        | 37.5%        | 36.6%        | 36.3%        | 30.5%        | 29.7%        | 28.8%        |
| 의약품               | 15.1%        | 18.8%        | 15.1%        | 13.8%        | 12.2%        | 10.8%        | 10.8%        | 10.6%        |
| 건강기능식품            | 31.7%        | 32.5%        | 34.6%        | 36.3%        | 38.0%        | 42.3%        | 43.6%        | 44.9%        |
| 원료                | 11.0%        | 9.8%         | 11.0%        | 11.2%        | 11.1%        | 14.7%        | 14.6%        | 14.4%        |
| 상품 & 기타           | 3.7%         | 2.6%         | 1.7%         | 2.2%         | 2.4%         | 1.7%         | 1.4%         | 1.3%         |
| <b>생산실적(Q)</b>    |              |              |              |              |              |              |              |              |
| 하드캡슐(억개)          | 333          | 342          | 355          | 364          | 380          | 389          | 400          | 412          |
| YoY               | 16.6%        | 2.7%         | 3.5%         | 2.7%         | 4.5%         | 2.2%         | 2.7%         | 3.0%         |
| 젤라틴(톤)            | 4,262        | 4,973        | 5,638        | 5,890        | 5,978        | 6,391        | 6,612        | 6,817        |
| YoY               | 15.6%        | 16.7%        | 13.4%        | 4.5%         | 1.5%         | 6.9%         | 3.5%         | 3.1%         |
| 생산기계 대수           | 69           | 75           | 75           | 75           | 79           | 83           | 87           | 87           |
| 기계 1 대당 생산        | 4.8          | 4.6          | 4.7          | 4.9          | 4.8          | 4.7          | 4.6          | 4.7          |
| <b>ASP(P)</b>     |              |              |              |              |              |              |              |              |
| 하드캡슐(원)           | 3.5          | 3.6          | 3.7          | 4.0          | 4.4          | 4.5          | 4.6          | 4.8          |
| YoY               | -5.5%        | 2.8%         | 2.4%         | 6.8%         | 11.2%        | 1.6%         | 3.8%         | 2.9%         |
| 젤라틴(백만원/톤)        | 7.9          | 6.7          | 6.8          | 7.5          | 8.6          | 13.1         | 13.7         | 14.4         |
| YoY               | 24.2%        | -14.9%       | 2.1%         | 9.0%         | 15.2%        | 52.1%        | 5.2%         | 4.7%         |
| <b>영업이익</b>       | <b>338</b>   | <b>401</b>   | <b>373</b>   | <b>393</b>   | <b>474</b>   | <b>627</b>   | <b>701</b>   | <b>795</b>   |
| % of sales        | 11.1%        | 11.8%        | 10.7%        | 10.0%        | 10.3%        | 11.0%        | 11.2%        | 11.7%        |
| % YoY             | 16.2%        | 18.6%        | -7.0%        | 5.4%         | 20.6%        | 32.2%        | 11.8%        | 13.5%        |
| <b>사업부별 OPM</b>   |              |              |              |              |              |              |              |              |
| 캡슐(건기식 포함)        | 287          | 322          | 279          | 293          | 323          | 517          | 570          | 631          |
| OPM               | 11.1%        | 10.8%        | 9.1%         | 8.6%         | 8.1%         | 10.9%        | 10.9%        | 11.0%        |
| 원료                | 53           | 84           | 82           | 87           | 167          | 162          | 167          | 182          |
| OPM               | 15.7%        | 25.1%        | 21.3%        | 19.8%        | 32.5%        | 19.4%        | 18.4%        | 18.6%        |
| 기타                | -2           | -4           | 12           | 13           | -16          | -52          | -36          | -18          |

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

표32 추정실적 변경

| (단위: 억원) | 변경전   |       | 변경후   |       | 증감    |       |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|          | 2020E | 2021E | 2020E | 2021E | 2020E | 2021E |
| 매출액      | 5,530 | 6,009 | 5,686 | 6,239 | 2.8%  | 3.8%  |
| 영업이익     | 610   | 687   | 627   | 701   | 2.7%  | 2.0%  |
| 순이익      | 403   | 455   | 414   | 464   | 2.8%  | 2.0%  |

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

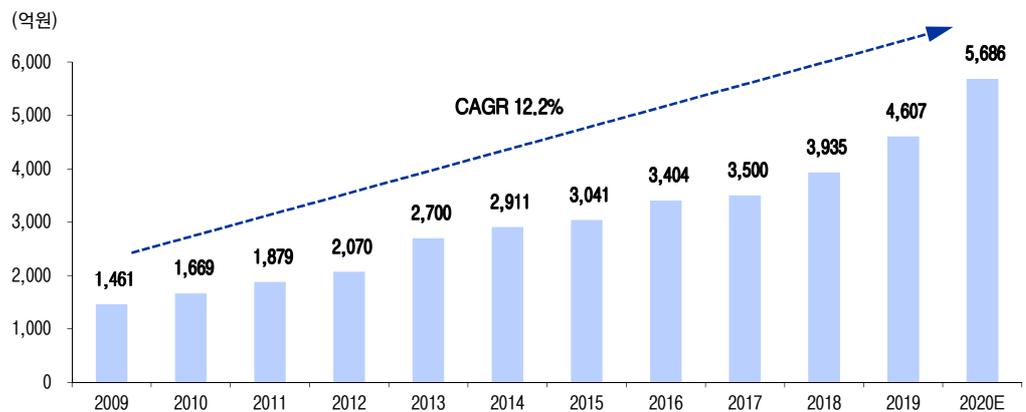
표33 2Q20 Preview: 분기 최대실적 전망

| (단위: 억원) | 2Q20E | 2Q19  | YoY   | 2Q19  | QoQ   | 기존추정치 | 조정    |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액      | 1,485 | 1,154 | 28.7% | 1,430 | 3.8%  | 1,423 | 4.4%  |
| 영업이익     | 190   | 136   | 39.5% | 185   | 2.7%  | 161   | 17.7% |
| 순이익      | 123   | 103   | 18.6% | 134   | -8.5% | 103   | 19.0% |
| OPM      | 12.8% | 11.8% |       | 12.9% |       | 11.3% |       |
| NPM      | 8.2%  | 9.0%  |       | 9.4%  |       | 7.2%  |       |

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

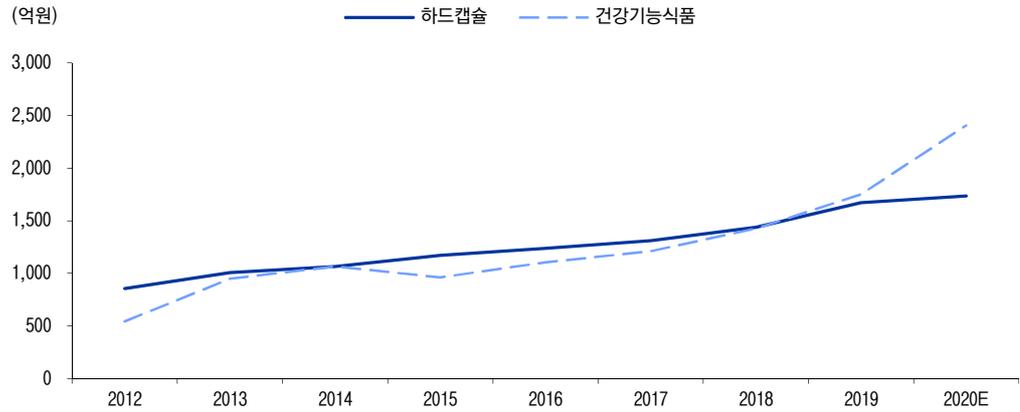
그림38 서흥 매출액 추이: 과거 10년간 역성장 없음, 2020년에는 성장폭 확대 전망



자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터

주: IFRS 연결기준

그림39 서흥 하드캡슐 & 건강기능식품 매출액 추이



자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림40 서흥 건강기능식품 매출액 추이



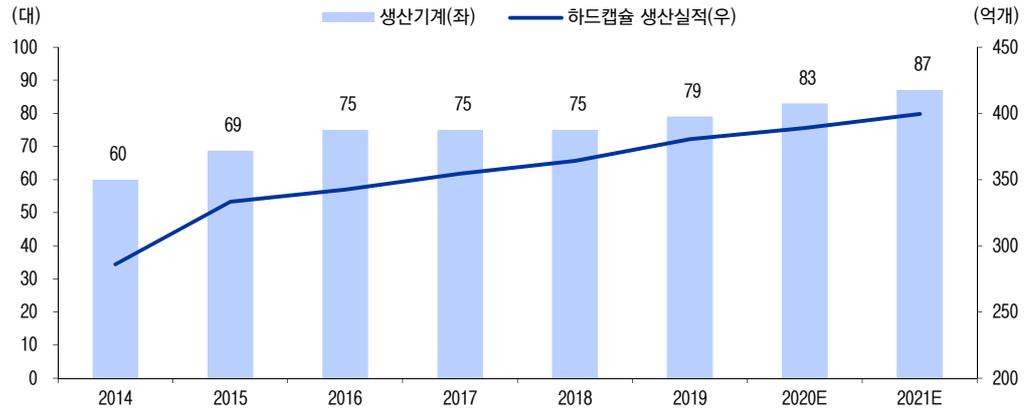
자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림41 서흥 하드캡슐 매출액 추이



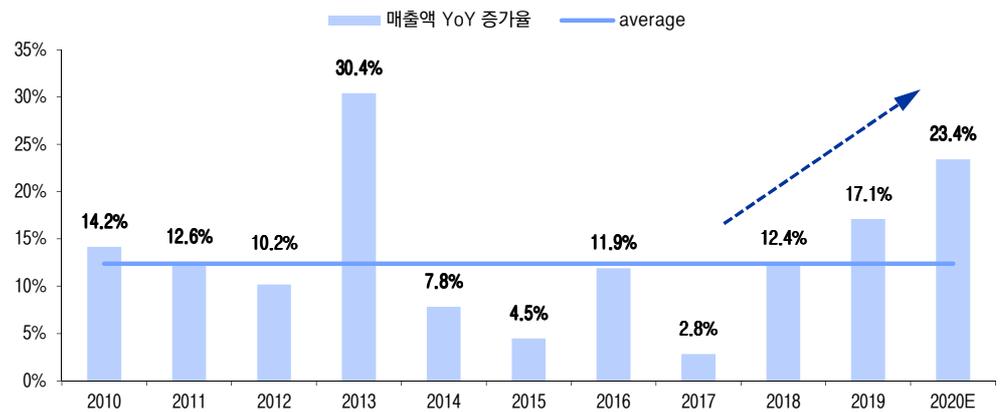
자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림42 서흥 하드캡슐 생산 설비



자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림43 서흥 매출액 증가율 추이



자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

# Valuation

## 투자의견 매수 유지, 목표주가 70,000원으로 상향

동사의 투자의견 매수를 유지하며, 목표주가는 70,000원으로 상향한다. 목표주가는 RIM Valuation을 통해 산출(가정:  $\beta$  0.8, Cost of Equity 8.0%, Sustainable Growth = Margin \* Turnover \* Leverage \* Retention ratio = 6.9% \* 0.6 \* 2.2 \* 67.0% = 6.5%, 보수적인 관점에서  $g=2.0\%$  적용)하였으며, Target P/E 17.7배는 성장성(EPS growth 2018년 ~ 2021년 CAGR 21.7%)을 고려할 경우 무리가 없다는 판단이다.

표34 RIM Valuation

| (단위: 억원)                                  | 2019   | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E |
|---|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| Total Shareholder's Equity                | 2,956  | 3,473 | 3,887 | 4,360 | 4,892 | 5,476 |       |
| Total Shareholder's Equity (Year average) | 2,956  | 3,215 | 3,680 | 4,123 | 4,626 | 5,184 |       |
| Net Income                                | 374    | 484   | 542   | 612   | 679   | 740   |       |
| Dividend                                  | 105    | 120   | 135   | 135   | 135   | 135   |       |
| Payout ratio %                            | 28.0%  | 24.7% | 24.8% | 22.0% | 19.8% | 18.2% |       |
| FROE (Forecasted ROE)                     | 12.6%  | 15.0% | 14.7% | 14.9% | 14.7% | 14.3% |       |
| 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  | 0.8    | 0.8   | 0.8   | 0.8   | 0.8   | 0.8   |       |
| COE (Cost of Equity)                      | 8.0%   | 8.0%  | 8.0%  | 8.0%  | 8.0%  | 8.0%  |       |
| ROE Spread (FROE-COE)                     | 4.7%   | 7.1%  | 6.8%  | 6.9%  | 6.7%  | 6.3%  |       |
| Residual Income                           | 138    | 227   | 249   | 284   | 311   | 327   | 327   |
| PVIF (including Mid-year adj. Factor)     |        | 97%   | 90%   | 84%   | 77%   | 72%   | 66%   |
| 추정잔여이익의 현재가치                              |        | 222   | 225   | 237   | 241   | 235   |       |
| 계속가치 (2025년 이후)                           |        |       |       |       |       |       | 5,487 |
| <b>Continuing Value Calculation</b>       |        |       |       |       |       |       |       |
| RI 증가율 (1-normalized RI)                  | 0.0%   |       |       |       |       |       |       |
| RI 계속성장률 g (%)                            | 2.0%   |       |       |       |       |       |       |
| COE                                       | 8.0%   |       |       |       |       |       |       |
| 추정RI 현재가치                                 | 1,159  |       |       |       |       |       |       |
| 계속가치 현재가치                                 | 3,643  |       |       |       |       |       |       |
| Beginning Shareholder's Equity            | 2,956  |       |       |       |       |       |       |
| Equity Value for Residual Income          | 7,758  |       |       |       |       |       |       |
| <b>Appraised company value</b>            |        |       |       |       |       |       |       |
| 발행주식수 (천주)                                | 11,569 |       |       |       |       |       |       |
| 자기주식수 (천주)                                | 450    |       |       |       |       |       |       |
| 추정주당가치 (원)                                | 69,773 |       |       |       |       |       |       |
| 현재주당가격 (원)                                | 54,800 |       |       |       |       |       |       |
| Potential (%)                             | 27.3%  |       |       |       |       |       |       |

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 서흥 (008490)

## 재무상태표

| (십억원)       | 2018         | 2019         | 2020E        | 2021E        | 2022E        |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 유동자산        | 214.0        | 264.6        | 288.3        | 306.8        | 331.0        |
| 현금 및 현금성자산  | 13.2         | 23.0         | 15.2         | 8.5          | 6.5          |
| 매출채권 및 기타채권 | 75.7         | 86.2         | 99.9         | 109.6        | 119.7        |
| 재고자산        | 116.2        | 141.0        | 158.7        | 174.2        | 190.1        |
| 기타유동자산      | 8.9          | 14.4         | 14.5         | 14.5         | 14.6         |
| 비유동자산       | 425.1        | 444.3        | 474.8        | 501.3        | 528.6        |
| 관계기업투자등     | 24.1         | 16.6         | 20.4         | 22.4         | 24.5         |
| 유형자산        | 381.6        | 392.0        | 412.6        | 434.1        | 456.3        |
| 무형자산        | 10.8         | 8.1          | 7.7          | 7.3          | 6.9          |
| <b>자산총계</b> | <b>639.1</b> | <b>708.9</b> | <b>763.1</b> | <b>808.1</b> | <b>859.6</b> |
| 유동부채        | 193.9        | 196.3        | 199.0        | 202.8        | 207.0        |
| 매입채무 및 기타채무 | 29.1         | 38.9         | 41.9         | 46.0         | 50.2         |
| 단기금융부채      | 154.8        | 145.0        | 144.7        | 144.5        | 144.5        |
| 기타유동부채      | 10.0         | 12.4         | 12.3         | 12.3         | 12.3         |
| 비유동부채       | 137.0        | 183.5        | 183.4        | 183.3        | 183.2        |
| 장기금융부채      | 118.6        | 176.9        | 176.8        | 176.6        | 176.4        |
| 기타비유동부채     | 18.4         | 6.6          | 6.7          | 6.7          | 6.8          |
| <b>부채총계</b> | <b>330.9</b> | <b>379.9</b> | <b>382.4</b> | <b>386.1</b> | <b>390.2</b> |
| 지배주주지분      | 273.6        | 295.6        | 347.3        | 388.7        | 436.0        |
| 자본금         | 6.1          | 6.1          | 6.1          | 6.1          | 6.1          |
| 자본잉여금       | 49.0         | 49.0         | 49.0         | 49.0         | 49.0         |
| 이익잉여금       | 242.2        | 270.0        | 306.9        | 348.3        | 395.6        |
| 비지배주주지분(연결) | 34.6         | 33.4         | 33.4         | 33.4         | 33.4         |
| <b>자본총계</b> | <b>308.2</b> | <b>329.0</b> | <b>380.7</b> | <b>422.1</b> | <b>469.4</b> |

## 현금흐름표

| (십억원)            | 2018         | 2019         | 2020E        | 2021E        | 2022E        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>영업활동 현금흐름</b> | <b>49.0</b>  | <b>22.1</b>  | <b>49.6</b>  | <b>48.8</b>  | <b>52.4</b>  |
| 당기순이익(손실)        | 29.4         | 37.4         | 48.3         | 54.1         | 61.1         |
| 비현금수익비용가감        | 42.6         | 51.4         | 29.7         | 15.8         | 13.0         |
| 유형자산감가상각비        | 26.4         | 29.4         | 32.2         | 30.6         | 29.1         |
| 무형자산상각비          | 0.2          | 0.4          | 0.4          | 0.4          | 0.4          |
| 기타현금수익비용         | -1.9         | -3.7         | -2.9         | -15.2        | -16.4        |
| 영업활동 자산부채변동      | -11.2        | -52.3        | -28.4        | -21.1        | -21.8        |
| 매출채권 감소(증가)      | -5.2         | -11.5        | -13.7        | -9.7         | -10.1        |
| 재고자산 감소(증가)      | -3.4         | -25.2        | -17.7        | -15.4        | -16.0        |
| 매입채무 증가(감소)      | 2.1          | 3.8          | 3.0          | 4.1          | 4.2          |
| 기타자산, 부채변동       | -4.7         | -19.4        | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| <b>투자활동 현금</b>   | <b>-50.8</b> | <b>-45.8</b> | <b>-52.8</b> | <b>-50.2</b> | <b>-49.4</b> |
| 유형자산처분(취득)       | -53.6        | -47.1        | -52.8        | -52.1        | -51.2        |
| 무형자산 감소(증가)      | -0.7         | 0.7          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 투자자산 감소(증가)      | -0.3         | -5.5         | 0.1          | 2.0          | 1.9          |
| 기타투자활동           | 3.8          | 6.1          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| <b>재무활동 현금</b>   | <b>3.2</b>   | <b>33.9</b>  | <b>-4.7</b>  | <b>-5.3</b>  | <b>-5.0</b>  |
| 차입금의 증가(감소)      | 18.5         | 44.6         | -0.3         | -0.3         | 0.0          |
| 자본의 증가(감소)       | -5.4         | -10.5        | -4.4         | -5.0         | -5.0         |
| 배당금의 지급          | 5.4          | 10.5         | 4.4          | 5.0          | 5.0          |
| 기타재무활동           | -9.8         | -0.2         | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| <b>현금의 증가</b>    | <b>1.8</b>   | <b>9.9</b>   | <b>-7.9</b>  | <b>-6.6</b>  | <b>-2.0</b>  |
| 기초현금             | 11.4         | 13.2         | 23.0         | 15.2         | 8.5          |
| 기말현금             | 13.2         | 23.0         | 15.2         | 8.5          | 6.5          |

주: IFRS 연결 기준, 자료: 이베스트투자증권 리서치센터

## 손익계산서

| (십억원)           | 2018         | 2019         | 2020E        | 2021E        | 2022E        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>      | <b>393.5</b> | <b>460.7</b> | <b>568.6</b> | <b>623.9</b> | <b>681.2</b> |
| 매출원가            | 319.2        | 369.4        | 460.3        | 504.7        | 548.9        |
| <b>매출총이익</b>    | <b>74.3</b>  | <b>91.4</b>  | <b>108.3</b> | <b>119.2</b> | <b>132.3</b> |
| 판매비 및 관리비       | 35.0         | 44.0         | 45.6         | 49.2         | 52.8         |
| <b>영업이익</b>     | <b>39.3</b>  | <b>47.4</b>  | <b>62.7</b>  | <b>70.1</b>  | <b>79.5</b>  |
| (EBITDA)        | 66.0         | 77.2         | 95.3         | 101.1        | 108.9        |
| 금융손익            | -7.5         | -7.8         | -9.5         | -9.4         | -9.3         |
| 이자비용            | 8.0          | 9.6          | 10.4         | 10.4         | 10.4         |
| 관계기업등 투자손익      | 2.1          | 4.0          | 4.0          | 4.0          | 4.0          |
| 기타영업외손익         | 1.2          | 1.2          | 3.1          | 2.9          | 2.8          |
| <b>세전계속사업이익</b> | <b>35.1</b>  | <b>44.9</b>  | <b>60.4</b>  | <b>67.7</b>  | <b>77.1</b>  |
| 계속사업법인세비용       | 5.7          | 7.5          | 12.0         | 13.5         | 15.9         |
| 계속사업이익          | 29.4         | 37.4         | 48.3         | 54.1         | 61.1         |
| 중단사업이익          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| <b>당기순이익</b>    | <b>29.4</b>  | <b>37.4</b>  | <b>48.3</b>  | <b>54.1</b>  | <b>61.1</b>  |
| 지배주주            | 25.7         | 31.7         | 41.4         | 46.4         | 52.3         |
| <b>총포괄이익</b>    | <b>20.0</b>  | <b>31.6</b>  | <b>48.3</b>  | <b>54.1</b>  | <b>61.1</b>  |
| 매출총이익률 (%)      | 18.9         | 19.8         | 19.0         | 19.1         | 19.4         |
| 영업이익률 (%)       | 10.0         | 10.3         | 11.0         | 11.2         | 11.7         |
| EBITDA 마진률 (%)  | 16.8         | 16.8         | 16.8         | 16.2         | 16.0         |
| 당기순이익률 (%)      | 7.5          | 8.1          | 8.5          | 8.7          | 9.0          |
| ROA (%)         | 4.2          | 4.7          | 5.6          | 5.9          | 6.3          |
| ROE (%)         | 9.5          | 11.1         | 12.9         | 12.6         | 12.7         |
| ROIC (%)        | 6.3          | 6.9          | 8.0          | 8.2          | 8.7          |

## 주요 투자지표

|                 | 2018   | 2019   | 2020E  | 2021E  | 2022E  |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| <b>투자지표 (x)</b> |        |        |        |        |        |
| P/E             | 10.1   | 12.1   | 14.7   | 13.1   | 11.6   |
| P/B             | 1.0    | 1.4    | 1.8    | 1.6    | 1.5    |
| EV/EBITDA       | 8.0    | 8.9    | 9.8    | 9.3    | 8.6    |
| P/CF            | 3.8    | 4.5    | 8.1    | 9.1    | 8.5    |
| 배당수익률 (%)       | 1.5    | 1.2    | 0.8    | 0.8    | 0.8    |
| <b>성장성 (%)</b>  |        |        |        |        |        |
| 매출액             | 12.4   | 17.1   | 23.4   | 9.7    | 9.2    |
| 영업이익            | 5.4    | 20.6   | 32.2   | 11.8   | 13.5   |
| 세전이익            | 13.3   | 27.9   | 34.5   | 12.1   | 13.9   |
| 당기순이익           | 11.3   | 27.2   | 29.4   | 12.0   | 12.9   |
| EPS             | 14.5   | 23.3   | 30.5   | 12.1   | 12.8   |
| <b>안정성 (%)</b>  |        |        |        |        |        |
| 부채비율            | 107.4  | 115.5  | 100.5  | 91.5   | 83.1   |
| 유동비율            | 110.4  | 134.8  | 144.9  | 151.3  | 159.9  |
| 순차입금/자기자본(x)    | 83.9   | 88.4   | 78.3   | 72.1   | 65.2   |
| 영업이익/금융비용(x)    | 4.9    | 5.0    | 6.0    | 6.7    | 7.6    |
| 총차입금 (십억원)      | 273.4  | 322.0  | 321.5  | 321.0  | 320.9  |
| 순차입금 (십억원)      | 258.5  | 290.8  | 298.1  | 304.2  | 306.0  |
| <b>주당지표 (원)</b> |        |        |        |        |        |
| EPS             | 2,315  | 2,853  | 3,723  | 4,172  | 4,707  |
| BPS             | 23,650 | 25,552 | 30,019 | 33,596 | 37,687 |
| CFPS            | 6,225  | 7,675  | 6,746  | 6,044  | 6,413  |
| DPS             | 350    | 400    | 450    | 450    | 450    |

# 뷰웁스 (100120)

## Medical 디텍터 수요 증가

2020. 6. 30

Mid-Small Cap

Analyst 정홍식

02. 3779-8468

hsjeong@ebestsec.co.kr

### 기업개요

동사는 디지털 X-Ray의 핵심 부품인 디텍터를 생산하고 있다. X-ray 디텍터(Detector)란, 디지털 엑스레이 시스템의 핵심부품으로 피사체(ex 환자의 신체부위)를 투과한 x선을 전기적신호로 변환하여 검출하는 부품이다. 동사는 간접변환방식 중 TFT디텍터(원가가 저렴, 대면적 촬영에 적합, 주로 의료용으로 사용됨)제조에 주력하고 있으며, 국내 동종기업으로 레이언스, 디알텍이 있다. 매출 비중(1Q20 기준)은 DR용 디텍터(Medical, 42.2%), 동영상디텍터(Dental, 13.5%), 산업용이미지솔루션(디스플레이 패널 검사, 스크린 골프 시뮬레이터 등에 사용, 27.8%) 수준이다.

NR

목표주가

NR

현재주가

33,100 원

### 컨센서스 대비

| 상회 | 부합 | 하회 |
|----|----|----|
|    | ●  |    |

### Medical 디텍터 고성장

코로나19 진단에 필요한 이동형 디지털 X-ray 디텍터의 수요가 증가하고 있다. 주로 Medical 분야에 사용되는 DR용 디텍터 매출액은 1Q19 122억원 → 1Q20 152억원(+24.9% yoy), 2Q19 145억원 → 2Q20 200억원 이상 가능할 것으로 기대된다. 이유는 X-ray 디텍터의 수출이 4월 이후 본격화(X-ray 디텍터를 포함한 의료기기 수출액 1분기합산 < 4+5월 합산으로 파악, 관세청 Data 참고)된 것으로 보이기 때문이다.

### 치과용 & 산업용 디텍터 둔화

코로나19의 영향으로 동영상디텍터(Dental)와 디스플레이 · 스크린골프 시뮬레이터 등 산업용에 적용되는 디텍터의 수요가 감소하고 있다. 다만, 동사의 경우 매출비중이 Dental+산업용 < Medical 수준으로 우려감이 높지는 않은 상황이다.

### 투자의견 안정적인 현금흐름

동사의 순현금은 1Q20 466억원을 보유하고 있다. 참고로 동사의 순현금 추이는 2014년 102억원 → 2015년 251억원 → 2016년 402억원 → 2017년 468억원 → 2018년 570억원 → 2019년 643억원으로 지난 5년간 매년 증가하고 있다. 1Q20 순현금이 감소한 이유는 대규모 Capex 증설을 위한 신규공장 투자(296억원 규모, 투자기간 2019년 5월 ~ 2021년 1월, 경기도 화성시에 위치)에 사용된 것으로 보인다. 동사는 안정적인 현금흐름을 기반으로 배당정책(과거 3년간 평균 Pay-Out Ratio 12.2%)을 유지하고 있는데, 2016년부터 매년 100원씩 DPS가 증가하고 있다.

### Stock Data

|                 |                   |           |
|-----------------|-------------------|-----------|
| KOSDAQ(6/29)    |                   | 734.69 pt |
| 시가총액            |                   | 3,311 억원  |
| 발행주식수           |                   | 10,002 천주 |
| 52 주 최고가 / 최저가  | 40,750 / 16,400 원 |           |
| 90 일 일평균거래대금    |                   | 54.9 억원   |
| 외국인 지분율         |                   | 26.7%     |
| 배당수익률(20.12E)   |                   | 1.2%      |
| BPS(20.12E)     |                   | 18,269 원  |
| KOSDAQ 대비 상대수익률 | 1 개월              | -4.0%     |
|                 | 6 개월              | -6.4%     |
|                 | 12 개월             | -4.6%     |
| 주주구성            | 김후식(외 8 인)        | 28.5%     |
|                 | Templeton         | 8.2%      |
|                 | 자사주               | 3.6%      |

### Stock Price



### Financial Data

| (십억원) | 매출액   | 영업이익 | 세전이익 | 순이익<br>(지배주주) | EPS<br>(원) | 증감률<br>(%) | EBITDA | PER<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | PBR<br>(배) | ROE<br>(%) |
|-------|-------|------|------|---------------|------------|------------|--------|------------|------------------|------------|------------|
| 2016  | 117.3 | 30.5 | 33.4 | 26.9          | 2,704      | 69.9       | 34.0   | 22.1       | 16.4             | 5.4        | 27.7       |
| 2017  | 123.5 | 28.6 | 23.2 | 19.6          | 1,975      | -26.9      | 32.4   | 20.7       | 11.2             | 3.2        | 16.6       |
| 2018  | 131.4 | 22.6 | 25.1 | 20.8          | 2,108      | 6.7        | 25.7   | 16.9       | 11.6             | 2.5        | 15.6       |
| 2019  | 136.0 | 26.4 | 30.2 | 24.3          | 2,457      | 16.6       | 29.9   | 14.5       | 9.8              | 2.2        | 16.0       |
| 2020E | 140.4 | 28.3 | 32.0 | 25.4          | 2,577      | 4.9        | 33.2   | 12.8       | 7.8              | 1.8        | 14.8       |

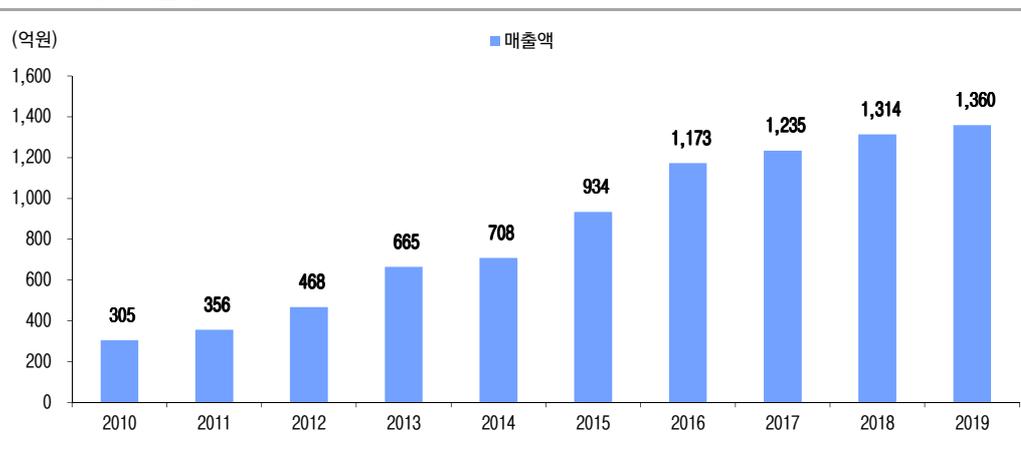
자료: 뷰웁스, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

표35 연간실적 추이

| (단위: 억원)           | 2012       | 2013       | 2014       | 2015       | 2016         | 2017         | 2018         | 2019         |
|--------------------|------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>         | <b>468</b> | <b>665</b> | <b>708</b> | <b>934</b> | <b>1,173</b> | <b>1,235</b> | <b>1,314</b> | <b>1,360</b> |
| YoY                | 31.4%      | 42.0%      | 6.5%       | 32.0%      | 25.5%        | 5.2%         | 6.4%         | 3.5%         |
| <b>의료용 이미지 솔루션</b> | <b>373</b> | <b>462</b> | <b>519</b> | <b>735</b> | <b>790</b>   | <b>710</b>   | <b>809</b>   | <b>936</b>   |
| DR용 디텍터            | 149        | 295        | 403        | 632        | 710          | 628          | 659          | 614          |
| 동영상 디텍터            |            |            |            |            |              |              |              | 119          |
| 산업용 디텍터            |            |            |            |            |              |              |              | 34           |
| CCD 디텍터            | 129        | 77         | 68         | 68         | 48           | 67           | 57           | 63           |
| 기타 의료용 디텍터         | 95         | 90         | 48         | 35         | 32           | 15           | 93           | 106          |
| <b>산업용 이미지 솔루션</b> | <b>82</b>  | <b>187</b> | <b>188</b> | <b>199</b> | <b>383</b>   | <b>525</b>   | <b>505</b>   | <b>424</b>   |
| YoY                |            |            |            |            |              |              |              |              |
| 의료용 이미지 솔루션        | 75.1%      | 23.9%      | 12.3%      | 41.6%      | 7.5%         | -10.1%       | 13.9%        | 15.7%        |
| DR용 디텍터            | 3625.0%    | 98.0%      | 36.6%      | 56.8%      | 12.3%        | -11.5%       | 4.9%         | -6.9%        |
| 기타 의료용 디텍터         | -28.0%     | -5.3%      | -46.7%     | -27.1%     | -8.6%        | -53.1%       | 520.0%       | 14.4%        |
| 산업용 이미지 솔루션        | -35.9%     | 128.0%     | 0.5%       | 5.9%       | 92.5%        | 37.1%        | -3.8%        | -16.0%       |
| <b>% of Sales</b>  |            |            |            |            |              |              |              |              |
| 의료용 이미지 솔루션        | 79.7%      | 69.5%      | 73.3%      | 78.7%      | 67.3%        | 57.5%        | 61.6%        | 68.8%        |
| DR용 디텍터            | 31.8%      | 44.4%      | 56.9%      | 67.6%      | 60.5%        | 50.9%        | 50.2%        | 45.1%        |
| 동영상 디텍터            |            |            |            |            |              |              |              | 8.8%         |
| 산업용 디텍터            |            |            |            |            |              |              |              | 2.5%         |
| CCD 디텍터            |            |            |            |            |              |              |              | 4.6%         |
| 기타 의료용 디텍터         | 20.3%      | 13.5%      | 6.8%       | 3.7%       | 2.7%         | 1.2%         | 7.1%         | 7.8%         |
| 산업용 이미지 솔루션        | 17.5%      | 28.1%      | 26.5%      | 21.3%      | 32.7%        | 42.5%        | 38.4%        | 31.2%        |
| <b>영업이익</b>        | <b>75</b>  | <b>128</b> | <b>133</b> | <b>184</b> | <b>305</b>   | <b>286</b>   | <b>226</b>   | <b>264</b>   |
| % of sales         | 16.0%      | 19.3%      | 18.7%      | 19.7%      | 26.0%        | 23.2%        | 17.2%        | 19.4%        |
| % YoY              | -0.4%      | 70.8%      | 3.4%       | 38.6%      | 65.8%        | -6.0%        | -21.2%       | 17.1%        |

자료: 뷰웍스, 이베스트투자증권 리서치센터,  
주: IFRS 연결기준

그림44 뷰웍스 매출액 추이



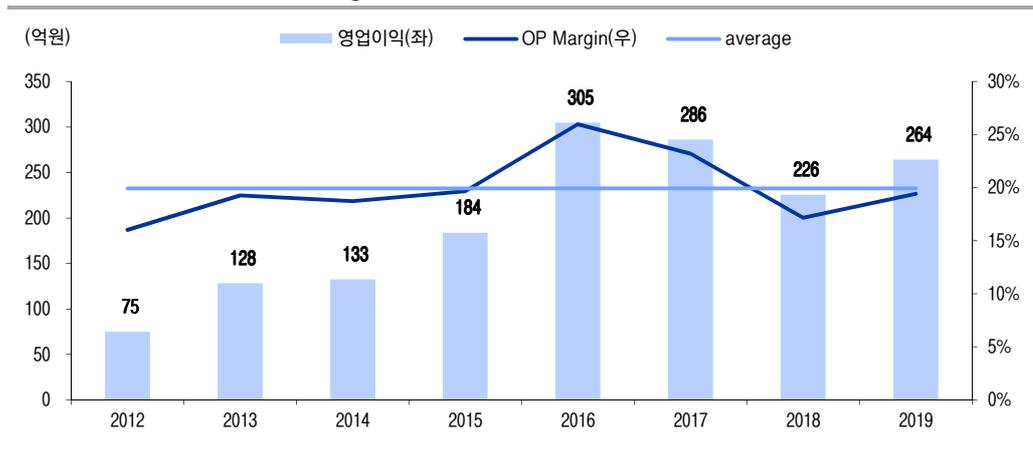
자료: 뷰웍스, 이베스트투자증권 리서치센터,  
주: IFRS 연결기준

표36 분기실적 추이

| (단위: 억원)           | 1Q18       | 2Q18       | 3Q18       | 4Q18       | 1Q19       | 2Q19       | 3Q19       | 4Q19       | 1Q20       |
|--------------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| <b>매출액</b>         | <b>294</b> | <b>307</b> | <b>338</b> | <b>376</b> | <b>295</b> | <b>351</b> | <b>325</b> | <b>389</b> | <b>360</b> |
| YoY                |            |            |            |            | 0.5%       | 14.5%      | -3.9%      | 3.5%       | 22.0%      |
| <b>의료용 이미지 솔루션</b> |            |            |            |            | <b>188</b> | <b>229</b> | <b>230</b> | <b>289</b> | <b>260</b> |
| DR용 디텍터            |            |            |            |            | 122        | 145        | 157        | 189        | 152        |
| 동영상 디텍터            |            |            |            |            | 21         | 33         | 25         | 41         | 49         |
| 산업용 디텍터            |            |            |            |            | 7          | 5          | 10         | 12         | 19         |
| CCD 디텍터            |            |            |            |            | 16         | 17         | 17         | 13         | 18         |
| 기타 의료용 디텍터         |            |            |            |            | 23         | 29         | 22         | 33         | 22         |
| 산업용 이미지 솔루션        |            |            |            |            | 107        | 122        | 94         | 100        | 100        |
| <b>영업이익</b>        | <b>41</b>  | <b>44</b>  | <b>70</b>  | <b>71</b>  | <b>56</b>  | <b>64</b>  | <b>68</b>  | <b>76</b>  | <b>80</b>  |
| % of sales         | 13.9%      | 14.4%      | 20.6%      | 18.9%      | 18.9%      | 18.3%      | 21.0%      | 19.5%      | 22.2%      |
| % YoY              |            |            |            |            | 36.6%      | 45.2%      | -1.8%      | 6.9%       | 42.8%      |

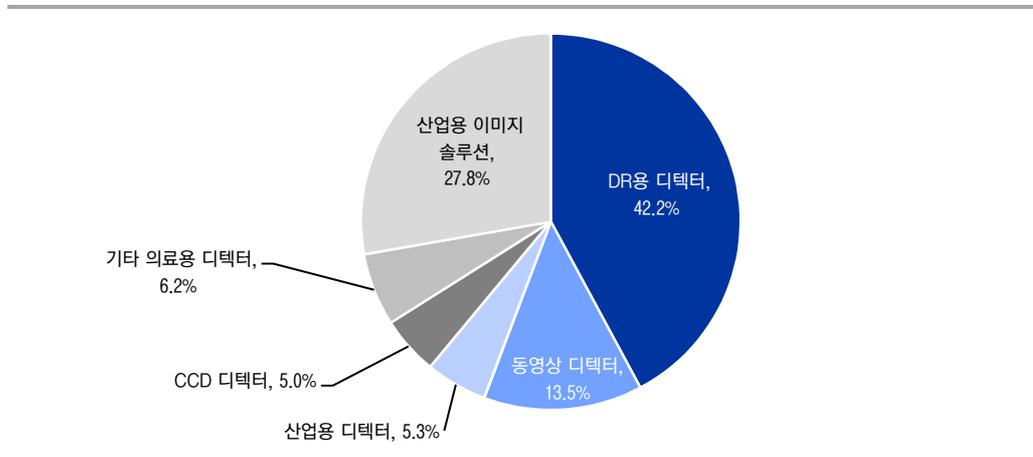
자료: 뷰웍스, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림45 뷰웍스 영업이익 & OP Margin



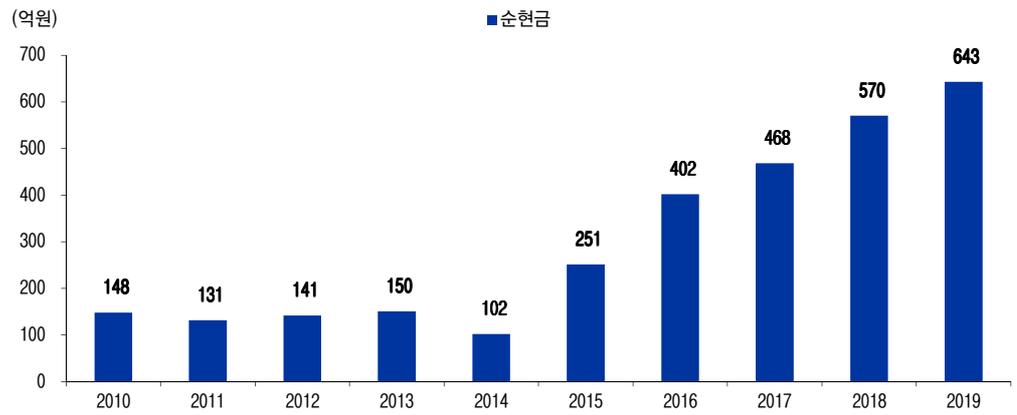
자료: 뷰웍스, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림46 뷰웍스 매출비중(1Q20 기준)



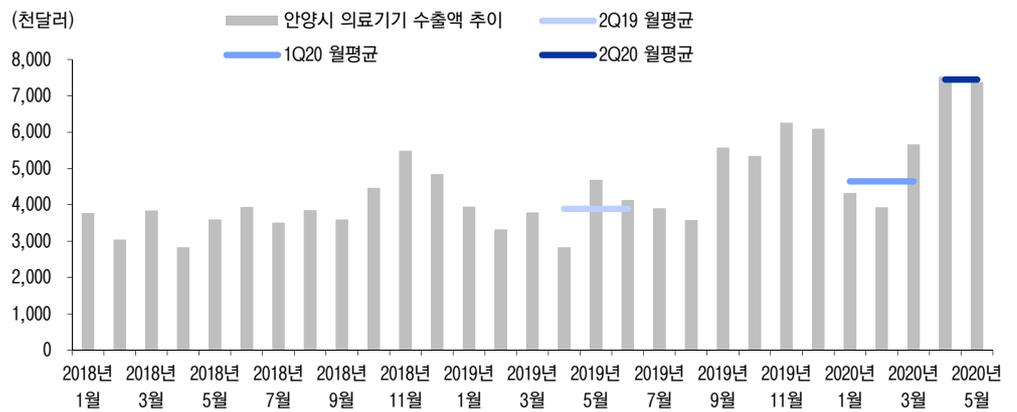
자료: 뷰웍스, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림47 뷰웍스 순현금 추이



자료: 뷰웍스, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림48 의료기기 수출액(안양시) 참고



자료: 관세청, 이베스트투자증권 리서치센터

## 뷰웍스 (100120)

### 재무상태표

| (십억원)         | 2016         | 2017         | 2018         | 2019         | 2020E        |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>유동자산</b>   | 92.2         | 98.6         | 106.7        | 124.4        | 130.7        |
| 현금 및 현금성자산    | 34.8         | 37.3         | 46.5         | 53.1         | 61.3         |
| 매출채권 및 기타채권   | 25.2         | 22.4         | 22.1         | 20.9         | 22.2         |
| 재고자산          | 22.5         | 21.6         | 24.1         | 33.2         | 29.6         |
| 기타유동자산        | 9.7          | 17.4         | 14.0         | 17.2         | 17.6         |
| <b>비유동자산</b>  | 37.7         | 39.0         | 49.7         | 56.6         | 71.4         |
| 관계기업투자등       | 0.3          | 0.2          | 0.2          | 0.2          | 0.2          |
| 유형자산          | 31.5         | 32.2         | 39.1         | 45.5         | 60.2         |
| 무형자산          | 3.0          | 3.1          | 6.1          | 6.4          | 6.4          |
| <b>자산총계</b>   | <b>129.9</b> | <b>137.6</b> | <b>156.4</b> | <b>181.0</b> | <b>202.1</b> |
| <b>유동부채</b>   | 16.7         | 10.7         | 13.4         | 16.9         | 16.7         |
| 매입채무 및 기타채무   | 5.4          | 3.7          | 6.5          | 7.0          | 7.0          |
| 단기금융부채        | 1.4          | 0.4          | 0.4          | 2.1          | 1.9          |
| 기타유동부채        | 9.9          | 6.7          | 6.5          | 7.8          | 7.8          |
| <b>비유동부채</b>  | 2.8          | 0.8          | 2.2          | 2.7          | 2.7          |
| 장기금융부채        | 0.3          | 0.0          | 0.0          | 0.2          | 0.2          |
| 기타비유동부채       | 2.5          | 0.8          | 2.2          | 2.5          | 2.5          |
| <b>부채총계</b>   | <b>19.6</b>  | <b>11.6</b>  | <b>15.6</b>  | <b>19.6</b>  | <b>19.4</b>  |
| <b>지배주주지분</b> | 110.3        | 126.2        | 140.8        | 161.4        | 182.7        |
| <b>자본금</b>    | 5.0          | 5.0          | 5.0          | 5.0          | 5.0          |
| <b>자본잉여금</b>  | 10.3         | 10.3         | 10.3         | 10.3         | 10.3         |
| <b>이익잉여금</b>  | 95.9         | 114.2        | 131.4        | 151.8        | 173.3        |
| 비지배주주지분(연결)   | 0.0          | -0.1         | -0.1         | 0.0          | 0.0          |
| <b>자본총계</b>   | <b>110.4</b> | <b>126.1</b> | <b>140.7</b> | <b>161.5</b> | <b>182.8</b> |

### 현금흐름표

| (십억원)            | 2016        | 2017        | 2018         | 2019         | 2020E        |
|------------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>영업활동 현금흐름</b> | <b>19.9</b> | <b>18.9</b> | <b>27.8</b>  | <b>18.7</b>  | <b>32.3</b>  |
| 당기순이익(손실)        | 26.9        | 19.6        | 20.8         | 24.3         | 25.4         |
| 비현금수익비용가감        | 10.3        | 13.4        | 9.4          | 10.7         | 4.6          |
| 유형자산감가상각비        | 1.5         | 2.0         | 2.2          | 2.5          | 3.7          |
| 무형자산상각비          | 2.0         | 1.8         | 0.9          | 1.0          | 1.2          |
| 기타현금수익비용         | -1.6        | 3.1         | -1.4         | -1.4         | -0.3         |
| 영업활동 자산부채변동      | -13.1       | -7.1        | 1.0          | -11.9        | 2.3          |
| 매출채권 감소(증가)      | -8.2        | 2.3         | 2.7          | 1.6          | -1.3         |
| 재고자산 감소(증가)      | -8.3        | 0.5         | -1.3         | -9.7         | 3.6          |
| 매입채무 증가(감소)      | 3.4         | -2.1        | -0.7         | 0.5          | 0.0          |
| 기타자산, 부채변동       | -0.1        | -7.8        | 0.4          | -4.3         | 0.0          |
| <b>투자활동 현금</b>   | <b>-8.7</b> | <b>-8.4</b> | <b>-15.1</b> | <b>-11.6</b> | <b>-20.0</b> |
| 유형자산처분(취득)       | -3.7        | -2.7        | -9.4         | -8.1         | -18.4        |
| 무형자산 감소(증가)      | -0.2        | -1.9        | -0.3         | -1.3         | -1.2         |
| 투자자산 감소(증가)      | -3.7        | -2.4        | -0.4         | -1.1         | -0.4         |
| 기타투자활동           | -1.0        | -1.4        | -4.9         | -1.2         | 0.0          |
| <b>재무활동 현금</b>   | <b>-2.5</b> | <b>-5.5</b> | <b>-4.7</b>  | <b>-2.0</b>  | <b>-4.2</b>  |
| 차입금의 증가(감소)      | -1.0        | -1.4        | 0.0          | 0.9          | -0.2         |
| 자본의 증가(감소)       | -1.0        | -2.0        | -2.0         | -3.0         | -3.9         |
| 배당금의 지급          | 1.0         | 2.0         | 2.0          | 3.0          | 3.9          |
| 기타재무활동           | -0.5        | -2.1        | -2.8         | 0.0          | 0.0          |
| <b>현금의 증가</b>    | <b>9.8</b>  | <b>2.5</b>  | <b>9.2</b>   | <b>6.6</b>   | <b>8.2</b>   |
| 기초현금             | 25.0        | 34.8        | 37.3         | 46.5         | 53.1         |
| 기말현금             | 34.8        | 37.3        | 46.5         | 53.1         | 61.3         |

주: IFRS 연결 기준, 자료: 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

| (십억원)           | 2016         | 2017         | 2018         | 2019         | 2020E        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>      | <b>117.3</b> | <b>123.5</b> | <b>131.4</b> | <b>136.0</b> | <b>140.4</b> |
| 매출원가            | 57.1         | 61.4         | 65.9         | 64.1         | 66.2         |
| <b>매출총이익</b>    | <b>60.2</b>  | <b>62.1</b>  | <b>65.5</b>  | <b>71.9</b>  | <b>74.2</b>  |
| 판매비 및 관리비       | 29.8         | 33.4         | 43.0         | 45.5         | 45.9         |
| <b>영업이익</b>     | <b>30.5</b>  | <b>28.6</b>  | <b>22.6</b>  | <b>26.4</b>  | <b>28.3</b>  |
| (EBITDA)        | 34.0         | 32.4         | 25.7         | 29.9         | 33.2         |
| 금융손익            | 2.9          | -5.6         | 2.4          | 3.1          | 0.3          |
| 이자비용            | 0.0          | 0.0          | 0.1          | 0.1          | 0.0          |
| 관계기업등 투자손익      | 0.1          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 기타영업외손익         | 0.0          | 0.3          | 0.2          | 0.7          | 3.4          |
| <b>세전계속사업이익</b> | <b>33.4</b>  | <b>23.2</b>  | <b>25.1</b>  | <b>30.2</b>  | <b>32.0</b>  |
| 계속사업법인세비용       | 6.5          | 3.6          | 4.3          | 5.8          | 6.6          |
| 계속사업이익          | 26.9         | 19.6         | 20.8         | 24.3         | 25.4         |
| 중단사업이익          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| <b>당기순이익</b>    | <b>26.9</b>  | <b>19.6</b>  | <b>20.8</b>  | <b>24.3</b>  | <b>25.4</b>  |
| 지배주주            | 27.0         | 19.6         | 20.8         | 24.2         | 25.4         |
| <b>총포괄이익</b>    | <b>26.8</b>  | <b>19.2</b>  | <b>21.0</b>  | <b>24.5</b>  | <b>25.4</b>  |
| 매출총이익률 (%)      | 51.3         | 50.3         | 49.9         | 52.9         | 52.8         |
| 영업이익률 (%)       | 26.0         | 23.2         | 17.2         | 19.4         | 20.2         |
| EBITDA 마진률 (%)  | 29.0         | 26.2         | 19.5         | 22.0         | 23.6         |
| 당기순이익률 (%)      | 22.9         | 15.9         | 15.8         | 17.9         | 18.1         |
| ROA (%)         | 23.8         | 14.7         | 14.1         | 14.4         | 13.3         |
| ROE (%)         | 27.7         | 16.6         | 15.6         | 16.0         | 14.8         |
| ROIC (%)        | 37.9         | 32.5         | 23.0         | 23.6         | 21.8         |

### 주요 투자지표

|                 | 2016    | 2017    | 2018   | 2019   | 2020E  |
|-----------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| <b>투자지표 (x)</b> |         |         |        |        |        |
| P/E             | 22.1    | 20.7    | 16.9   | 14.5   | 12.8   |
| P/B             | 5.4     | 3.2     | 2.5    | 2.2    | 1.8    |
| EV/EBITDA       | 16.4    | 11.2    | 11.6   | 9.8    | 7.8    |
| P/CF            | 16.1    | 12.4    | 11.8   | 10.2   | 11.0   |
| 배당수익률 (%)       | 0.3     | 0.5     | 0.8    | 1.1    | 1.2    |
| <b>성장성 (%)</b>  |         |         |        |        |        |
| 매출액             | 25.5    | 5.2     | 6.4    | 3.5    | 3.3    |
| 영업이익            | 65.8    | -6.0    | -21.2  | 17.1   | 7.1    |
| 세전이익            | 74.4    | -30.3   | 8.1    | 20.0   | 6.2    |
| 당기순이익           | 70.3    | -27.0   | 6.0    | 16.9   | 4.6    |
| EPS             | 69.9    | -26.9   | 6.7    | 16.6   | 4.9    |
| <b>안정성 (%)</b>  |         |         |        |        |        |
| 부채비율            | 17.7    | 9.2     | 11.1   | 12.1   | 10.6   |
| 유동비율            | 550.7   | 918.0   | 796.0  | 737.0  | 784.5  |
| 순차입금/자기자본(x)    | -36.4   | -37.2   | -40.5  | -39.8  | -40.0  |
| 영업이익/금융비용(x)    | 3,867.1 | 2,866.9 | 350.1  | 392.6  | 575.9  |
| 총차입금 (십억원)      | 1.7     | 0.4     | 0.4    | 2.3    | 2.1    |
| 순차입금 (십억원)      | -40.2   | -46.8   | -57.0  | -64.3  | -73.1  |
| <b>주당지표 (원)</b> |         |         |        |        |        |
| EPS             | 2,704   | 1,975   | 2,108  | 2,457  | 2,577  |
| BPS             | 11,032  | 12,614  | 14,077 | 16,139 | 18,269 |
| CFPS            | 3,712   | 3,302   | 3,016  | 3,497  | 3,002  |
| DPS             | 200     | 200     | 300    | 400    | 400    |

# 콜마비엔에이치 (200130)

2020. 6. 30

Mid-Small Cap

## 플가동, 증설, 그리고 중국 진출

Analyst **조은애**

02-3775-8951

goodkid@ebestsec.co.kr

### 확실한 고객사, 안정적으로 성장

콜마비엔에이치는 2004년 설립된 건강기능식품 및 화장품 핵심원료 개발/생산 전문 ODM 업체다. 당사는 2005년부터 국내 최대 네트워킹 판매 업체인 애터미와 파트너십 관계를 유지하며 안정적인 매출액 성장(2015~2019년 CAGR +17%)을 기록 중이다. 2019년 기준 애터미향 매출액 비중은 88% 수준으로 추정되며, 당사는 애터미 외에도 약 200개 고객사를 관리하고 있다.

### 안정적인 국내에 중국이 붙는다

당사는 안정적인 국내 매출을 기반으로 2020년 하반기부터는 '애터미 차이나'향 수출매출도 발생할 전망이다. 올해 초부터 모집한 애터미 차이나 초기회원 규모는 300만명(한국 330만명) 수준이며, 5월부터는 애터미 제품 설명회를 온라인으로 진행하고 있다. 중국사업 1차 연도(4Q20~3Q21)의 애터미 차이나향 매출액은 638억원으로 전망한다. 매출액 가정에는 한국 애터미, 대만 애터미, Amway China 3사 평균 ARPU를 70% 할인해 산출했다. 사업초기 단계에서의 낮은 애터미 브랜드 인지도 등을 고려해 높은 할인율을 적용했다.

### 기존 2,000억원 Capa를 6,000억원으로 증설

올해 7월 음성 3 공장이 완공 되면, 국내 총 Capa는 3,000억원으로 확대된다. 여기에 추가적인 생산능력 확보를 위해 기존 임대 주었던 대전공장(500억원 Capa)을 임대 중지하여 유보해 놓은 상태이며, 중국 연태와 강소법인이 각각 총 생산능력 500억원, 2,000억원으로 증설 중이다. 참고로, 중국향 매출은 ① 한국에서 수출, ② 연태법인 직접생산, ③ 역직구로 대응한다.

### 투자 의견 Buy, 목표주가 55,000원으로 커버리지 개시

콜마비엔에이치에 대해 투자 의견 매수, 목표주가 55,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M FWD EPS에 Target PER 17.0x를 적용해 산출했다. 2021년부터 중국 매출액이 온기 반영되기 시작하면 추가적인 Multiple 리레이팅도 가능할 것으로 판단한다.

## Buy (initiate)

목표주가 **55,000 원**현재주가 **39,050 원**

### 컨센서스 대비

| 상회 | 부합 | 하회 |
|----|----|----|
|    | ○  |    |

### Stock Data

|                 |                        |
|-----------------|------------------------|
| KOSDAQ (6/29)   | 734.69 pt              |
| 시가총액            | 11,537 억원              |
| 발행주식수           | 29,544 천주              |
| 52 주 최고가 / 최저가  | 46,100/19,650 원        |
| 90 일 일평균거래대금    | 131 억원                 |
| 외국인 지분율         | 5.1%                   |
| 배당수익률(20.12E)   | 0.8%                   |
| BPS(20.12E)     | 10,942 원               |
| KOSDAQ 대비 상대수익률 | 1 개월 -6.3%             |
|                 | 6 개월 32.2%             |
|                 | 12 개월 31.0%            |
| 주주구             | 한국콜마홀딩스 (외 5 인) 59.5%  |
|                 | 한국원자력연구원 (외 1 인) 12.0% |

### Stock Price



### Financial Data

| (십억원) | 매출액   | 영업이익  | 세전이익  | 순이익   | EPS (원) | 증감률 (%) | EBITDA | PER (배) | EV/EBITDA (배) | PBR (배) | ROE (%) |
|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|--------|---------|---------------|---------|---------|
| 2017  | 337.6 | 48.8  | 59.0  | 47.4  | 1,549   | 0.0     | 52.2   | 21.0    | 17.0          | 5.7     | 30.9    |
| 2018  | 386.4 | 58.5  | 64.2  | 49.3  | 1,637   | 5.6     | 62.7   | 12.2    | 8.6           | 2.9     | 25.9    |
| 2019  | 438.9 | 74.1  | 72.1  | 54.8  | 1,844   | 12.7    | 79.3   | 21.8    | 14.0          | 4.7     | 23.8    |
| 2020E | 536.0 | 103.2 | 104.0 | 80.9  | 2,722   | 47.6    | 109.9  | 14.3    | 9.2           | 3.5     | 27.8    |
| 2021E | 667.9 | 141.7 | 142.8 | 114.5 | 3,860   | 41.8    | 148.8  | 10.1    | 6.1           | 2.7     | 30.2    |

자료: 콜마비엔에이치, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

## 기업개요

콜마비엔에이치는 2004년 한국원자력연구원과 한국콜마가 공동출자로 설립한 건강기능식품 및 화장품 핵심소재 개발, 판매 업체다. 최대주주인 한국콜마홀딩스(주) 지분율은 50.15%이며, 경영은 윤여원, 정화영 공동대표 체제이다. 현재 세종과 음성1, 2 공장이 가동 중이고, 하반기 음성 3공장과 중국 장소, 연태 공장이 완공된다. 임대 주었던 대전 공장도 임대를 중단하고 추가 생산능력을 확보해놓은 상태이다.

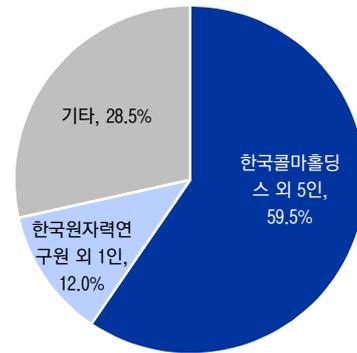
식품사업부(건강기능식품 등)는 원료 개발부터 완제품 생산까지 수직계열화 되어 있어 생산관리 능력과 이익률이 높다. 화장품 사업은 기술과 원료 등 R&D를 직접 수행하고, 고객사에 납품할 때는OEM 방식으로 납품한다. 2019년 말 기준 애터미를 통한 간접 수출금액은 810억원이며, 2020년 하반기부터 중국 사업이 본격적으로 시작되면 추가적인 매출액 증가와 지분법 이익이 증가한다.

그림49 주요연혁

| 시기       | 주요연혁                            |
|----------|---------------------------------|
| 2004.02  | 한국원자력연구원-한국콜마 공동출자 '선바이오텍' 설립   |
| 2006.08  | 헤모힘 면역개선 건강기능식품 개별인정형 승인        |
| 2008.10' | 선바이오텍 대전공장 준공                   |
| 2012.06  | 선바이오텍 세종공장 준공                   |
| 2013.01  | 한국푸드팜 M&A, '콜마비엔에이치'로 사명 변경     |
| 2015.02  | 코스닥 상장                          |
| 2017.09  | 중국 Jiangsu 법인 설립                |
| 2018.07  | 중국 Yantai Kolmar-Atomy 합작 법인 설립 |

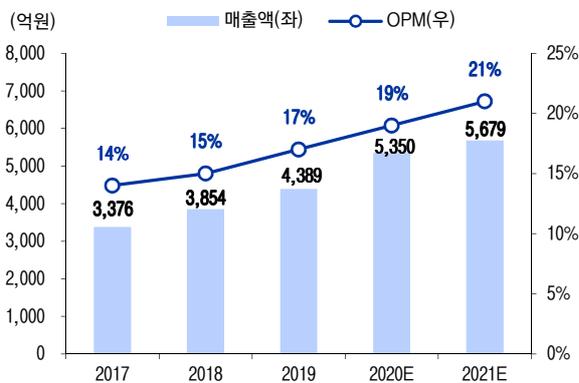
자료: 콜마비엔에이치, 이베스트투자증권 리서치센터

그림50 주요 주주 현황



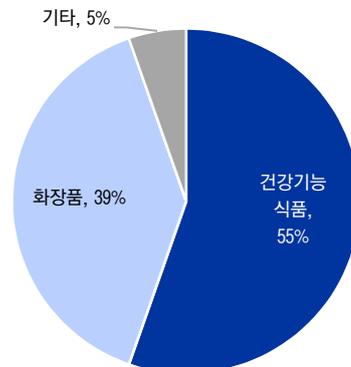
자료: 콜마비엔에이치, 이베스트투자증권 리서치센터

그림51 매출액과 영업이익률 추이



자료: 콜마비엔에이치, 이베스트투자증권 리서치센터

그림52 연결매출 기준 부문별 매출액 (2019)



자료: 콜마비엔에이치, 이베스트투자증권 리서치센터

## 실적 전망과 Valuation

콜마비엔에이치에 대해 투자 의견 매수와 목표주가 55,000원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 12M FWD EPS에 PER 17.0배를 적용해 산출하였다. Target PER은 국내 건강기능식품 업체(14.0x)와 중국 exposure가 높은 화장품 ODM(20.0x) 업체 평균 PER을 적용했다.

2020년 예상 매출액 5,360억원(+22% yoy), 영업이익 1,032억원(+39% yoy)을 전망한다. 중국향 애터미 매출은 4Q20부터 반영하였으며, 중국사업 1차연도(4Q20~3Q21) 예상 매출액은 638억원이다. 2021년 중국 매출액이 온기 반영되면 중국향 수출매출이 매출비중 10%를 상회하면서 본격적인 Multiple 리레이팅이 가능할 것으로 판단한다.

표37 PER 목표주가 산출

| 구분           | 2017   | 2018   | 2019   | 2020E  | 12M FWD | 2021E  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|
| EPS(원)       | 1,549  | 1,637  | 1,844  | 2,722  | 3,114   | 3,860  |
| 발행주식수(천주)    | 29,544 | 29,544 | 29,544 | 29,544 | 29,544  | 29,544 |
| Target PERx  |        |        |        | 17     | 17      | 17     |
| 적정 시가총액(십억원) |        |        |        | 14,065 | 16,091  | 19,946 |
| 목표주가(원)      |        |        |        | 47,608 | 54,466  | 67,511 |
| 현재주가(원)      |        |        |        | 39,050 | 39,050  | 39,050 |
| 상승여력         |        |        |        | 22%    | 39%     | 73%    |

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표38 콜마비엔에이치 실적 전망 테이블

| (단위: 억원) | 1Q19  | 2Q19  | 3Q19  | 4Q19  | 1Q20  | 2Q20E | 3Q20E | 4Q20E | 2019  | 2020E | 2021E |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액      | 1,066 | 1,164 | 1,082 | 1,077 | 1,291 | 1,327 | 1,256 | 1,486 | 4,389 | 5,360 | 6,679 |
| % yoy    | 10%   | 28%   | 21%   | -1%   | 21%   | 14%   | 16%   | 38%   | 14%   | 22%   | 25%   |
| 별도매출액    |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| % yoy    |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 건강기능식품   | 571   | 673   | 636   | 656   | 798   | 855   | 808   | 841   | 2,537 | 3,303 | 4,658 |
| % yoy    |       |       |       |       | 40%   | 27%   | 27%   | 60%   | 26%   | 30%   | 41%   |
| 화장품      | 357   | 348   | 325   | 276   | 314   | 288   | 296   | 278   | 1,306 | 1,176 | 1,212 |
| % yoy    |       |       |       |       | -12%  | -16%  | -9%   | 2%    | -3%   | -10%  | 3%    |
| 매출총이익    | 212   | 243   | 227   | 268   | 298   | 310   | 289   | 357   | 950   | 1,254 | 1,657 |
| % Sales  | 20%   | 21%   | 21%   | 25%   | 23%   | 23%   | 23%   | 24%   | 22%   | 23%   | 25%   |
| 영업이익     | 167   | 198   | 174   | 201   | 241   | 256   | 237   | 297   | 741   | 1,032 | 1,417 |
| % Sales  | 16%   | 17%   | 16%   | 19%   | 19%   | 19%   | 19%   | 20%   | 17%   | 19%   | 21%   |
| 지배주주순이익  | 134   | 155   | 137   | 120   | 184   | 202   | 187   | 230   | 545   | 804   | 1,140 |
| % yoy    | 47%   | 13%   | -22%  | 47%   | 38%   | 31%   | 37%   | 92%   | 13%   | 41%   | 33%   |
| % Sales  | 13%   | 13%   | 13%   | 11%   | 14%   | 15%   | 15%   | 15%   | 12%   | 15%   | 17%   |

자료: 콜마비엔에이치, 이베스트투자증권 리서치센터

### 중국 1차년도 매출액, 보수적으로도 638억원 가능

콜마비엔에이치 중국사업 1차 연도(4Q20~3Q21)의 애터미 차이나향 매출액은 638억원으로 전망한다. 매출액 가정에는 한국 애터미, 대만 애터미, Amway China 3사 평균 ARPU를 70% 할인해 산출했다. 사업초기 단계에서의 낮은 애터미 브랜드 인지도 등을 고려해 높은 할인율을 적용했다. 중국 회원 유형이 사업자(국내는 자가소비형이 대부분)이고, 대만 애터미가 이미 중화권에서 7년간 사업을 유지중인 것을 감안하면 매우 보수적인 추정이다.

동사는 세종과 음성 공장에서 건강기능식품 및 화장품 소재를 생산하고 있다. 오는 7월에는 1,000억원 Capa의 음성 3 공장 가동이 시작되면서 국내 총 Capa는 3,000억원으로 확대된다. 여기에 추가적인 생산능력 확보를 위해 기존 임대 주었던 대전공장을 임대 중지하여 유보해 놓은 상태이며, 2020년 하반기 중에는 중국 연태와 강소법인이 각각 200억원(Full Capa 500억원), 700억원(Full Capa 2,000억원) Capa로 선가동 된다.

표39 콜마비엔에이치 국내외 Capa 현황

| 국가           | 생산기지   | 완공       | 제품          | Capa(억원)     |
|--------------|--------|----------|-------------|--------------|
| 한국           | 세종     | 2012.06  | 식품 및 화장품 소재 | 1,000        |
|              | 음성1, 2 | 2014.12  | 건강기능식품      | 1,000        |
|              | 음성3 공장 | 2020.07  | 건강기능식품      | 1,000        |
|              | 대전*    | 2009.01  | 건강기능식품      | 500          |
| 중국           | 연태콜마*  | 2020 하반기 | 건강기능식품      | 500          |
|              | 강소콜마*  | 2020.07  | 건강기능식품      | 2,000        |
| <b>국내+중국</b> |        |          |             | <b>6,000</b> |

자료: 콜마비엔에이치, 이베스트투자증권 리서치센터

주석: 연태는 하반기 1기 기준 200억 캐파 선가동, 강소는 하반기 1기 기준 700억 캐파로 7월 선가동

표40 애터미 차이나 건강기능식품 매출액 전망 시나리오

| 구분                                | 2019 매출액 | 회원수 | APRU           | 건기식 APRU       | 비고  |
|-----------------------------------|----------|-----|----------------|----------------|---|
| 애터미 한국                            | 9,848    | 300 | 328,262        | 143,339        | ARPU 내 건강기능식품 매출액 비중<br>= 한국 애터미 매출 내 건강기능식품 매출 비중으로 가정 |
| 애터미 대만                            | 1,663    | 88  | 188,591        | 82,350         |   |
| Amway China                       | 17,945   | 300 | 598,167        | 261,196        |   |
| <b>3사 평균 ARPU</b>                 |          |     | <b>371,673</b> | <b>162,295</b> |   |
| 시나리오 1. BULL                      |          |     |                | 162,295        | 사업 안정화 단계로 3사 건기식 ARPU 100% 적용                          |
| 시나리오 2. BASE                      |          |     |                | 81,148         | 사업 확장 단계로 3사 건기식 ARPU 50% 적용                            |
| 시나리오 3. BEAR                      |          |     |                | <b>48,689</b>  | 사업 초기 단계로 3사 건기식 ARPU의 30% 적용                           |
| A. 1차 사업연도 애터미 차이나 건강기능식품 매출액(억원) |          |     |                | <b>1,461</b>   | 회원수(300만)*3사 건기식 ARPU 70% 할인 적용                         |
| <b>콜마비엔에이치 인식 매출액(억원)</b>         |          |     |                | <b>638</b>     | A*콜마비엔에이치 납품 원가율 44% 적용                                 |

자료: 콜마비엔에이치, 애터미, Amway China, 이베스트투자증권 리서치센터

## 안정적인 고객사와 동반성장

콜마비엔에이치는 건강기능식품 및 화장품 핵심원료 개발/생산 전문 ODM 업체이다. 핵심 고객사는 2005년부터 현재까지 파트너십을 유지하고 있는 애터미로 2019년 기준 애터미향 매출액 비중은 87.5%(+0.7%p yoy)이다. 동사는 애터미 외에도 매년 편출입 관리를 통해 200여 개 고객사를 관리하고 있다.

동사는 2006년 'HemoHIM당귀혼합추출물'을 면역기능 개선 개별인정형 원료로 승인 받아 애터미 주력 제품 '헤모힘(HemoHIM)'을 출시했다. 2018년 기준 KFDA 발표 해당 소재 매출액은 699억원(+20% yoy)으로 5년 연속 개별인정형 건강기능식품 중 매출액 1위를 차지하고 있다.

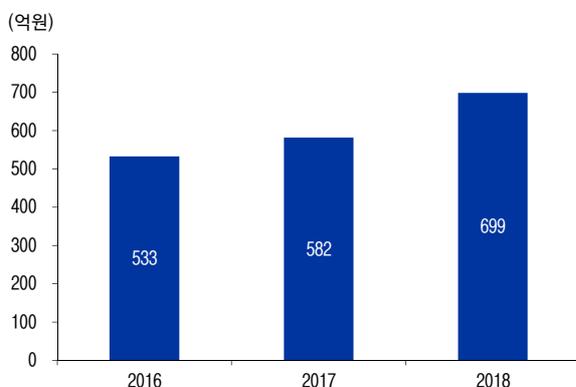
그 외, 주요 고객사는 중근당건강(프로바이오틱스), 한국콜마(화장품) 등이 있다. 비애터미향 고객사 매출은 2017년 389억원, 2018년 509억원, 2019년 547억원으로 확대 중이다.

표41 콜마비엔에이치 사업부문별 주요거래처 및 매출액

| 사업부문  | 품목     | 주요거래처                   | 2019<br>매출액 | 1Q20<br>매출액 | 1Q20<br>비중 |
|-------|--------|-------------------------|-------------|-------------|------------|
| 식품    | 건강기능식품 | 애터미, 중근당건강, 에이프릴스킨      | 2,429       | 778         | 60%        |
|       | 치약세트 등 |                         | 167         | 41          | 3%         |
| 화장품   | 화장품    | 애터미, 한국콜마, 알파크립텍, 다미화학  | 1,725       | 447         | 35%        |
|       | 소재     |                         | 11          | 4           | 0%         |
|       | 손소독제 등 |                         | -           | 8           | 1%         |
| 제약유통  | 의약품    | 지오영, 인천약품, 복산나이스팜, 백제약품 | 44          | 11          | 1%         |
| 임대/기타 |        |                         | 12          | 3           | 0%         |
| 합계    |        |                         | 4,389       | 1,291       | 100%       |

자료: 콜마비엔에이치, 이베스트투자증권 리서치센터

그림53 개별인정형 당귀혼합추출물(HemoHIM) 판매실적



자료: KFDA, 이베스트투자증권 리서치센터

표42 개별인정형 품목 판매실적 (2018)

| 순위    | 구분           | 판매실적(억원) | 점유율(%) |
|-------|--------------|----------|--------|
| 1 위   | 당귀혼합추출물      | 699      | 28.5%  |
| 2 위   | 헛개나무과병추출분말   | 543      | 22.2%  |
| 3 위   | 초록입홍합추출오일복합물 | 210      | 8.6%   |
| 4 위   | 보이차          | 207      | 8.4%   |
| 5 위   | 폴리코사놀        | 137      | 5.6%   |
| 5개 합산 |              | 1,796    | 53.1%  |
| 전체실적  |              | 3,226    | 100%   |

자료: KFDA, 이베스트투자증권 리서치센터

2019년 기준 애터미 매출액은 1.1조원으로 전년 동기대비 +14% 증가했다. 그 중, 콜마비엔에이치 제품 매출액 비중은 약 70% 수준으로 추정되며, 그 중 약 60%가 건강기능식품 매출액인 것으로 파악된다. 같은 기간 콜마비엔에이치 별도기준 매출액은 3,842억원이다.

표43 연결기준 애터미 손익계산서

| (단위: 억원)          | 2015         | 2016         | 2017         | 2018         | 2019         |
|-------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>        | <b>4,401</b> | <b>5,066</b> | <b>5,978</b> | <b>6,571</b> | <b>7,549</b> |
| 상품매출              | 6,794        | 7,735        | 9,124        | 9,929        | 11,311       |
| <i>매출액 % yoy</i>  |              | <i>15%</i>   | <i>18%</i>   | <i>10%</i>   | <i>15%</i>   |
| <i>상품매출 % yoy</i> |              | <i>14%</i>   | <i>18%</i>   | <i>9%</i>    | <i>14%</i>   |
| 매출원가              | 2,902        | 3,381        | 3,993        | 4,669        | 5,550        |
| <i>% Sales</i>    | <i>43%</i>   | <i>44%</i>   | <i>44%</i>   | <i>47%</i>   | <i>49%</i>   |
| 매출총이익             | 1,499        | 1,685        | 1,985        | 2,461        | 2,735        |
| <i>% Sales</i>    | <i>34%</i>   | <i>33%</i>   | <i>33%</i>   | <i>37%</i>   | <i>36%</i>   |
| 영업이익              | 889          | 931          | 1,103        | 1,176        | 1,140        |
| <i>% Sales</i>    | <i>20%</i>   | <i>18%</i>   | <i>18%</i>   | <i>18%</i>   | <i>15%</i>   |
| 당기순이익             | 889          | 816          | 978          | 1,200        | 996          |
| <i>% Sales</i>    | <i>20%</i>   | <i>16%</i>   | <i>16%</i>   | <i>18%</i>   | <i>13%</i>   |

자료: 애터미, 이베스트투자증권 리서치센터

표44 애터미 해외 현지법인 매출액

| (단위: 억원)     | 2015     | 2016     | 2017         | 2018         | 2019         |
|--------------|----------|----------|--------------|--------------|--------------|
| <b>합계</b>    | <b>-</b> | <b>-</b> | <b>2,005</b> | <b>2,807</b> | <b>3,936</b> |
| Taiwan       |          |          | 954          | 1,282        | 1,663        |
| America      |          |          | 355          | 566          | 613          |
| Malaysia     |          |          | 215          | 300          | 521          |
| Distribution |          |          | 96           | 183          | 283          |
| Japan        |          |          | 201          | 194          | 225          |
| Thailand     |          |          | 67           | 63           | 102          |
| Canada       |          |          | 53           | 73           | 102          |
| Russia       |          |          | 0            | 1            | 99           |
| Indonesia    |          |          | 0            | 31           | 86           |
| Cambodia     |          |          | 15           | 33           | 84           |
| Philippine   |          |          | 45           | 47           | 68           |
| Mexico       |          |          | 4            | 20           | 47           |
| Oceania      |          |          |              | 14           | 42           |

자료: 애터미, 이베스트투자증권 리서치센터

## 2020년 중국 사업 본격 가동

콜마비앤에이치는 중국사업을 투트랙 구조로 운영 예정이다. ① '강소콜마(Jiangsu Kolmar Meibao Keji)'는 100% 출자 형태의 생산법인으로 현지 건강식품 관련 업체 수요를 대응한다. ② '연태콜마에터미(Yantai Kolmar Atomy Health Care Food)'는 합작법인으로 100% 에터미향 물량만을 생산한다.

에터미 중국은 하반기 중국 사업 가동을 위해 현재 초기회원 모집 막바지 단계에 있다. 5월부터는 에터미 제품 설명회를 온라인으로 진행 중이다. 3월부터 모집된 중국 에터미 회원수는 300만명으로 에터미 한국 회원수와 비슷한 수준이다.

에터미 중국 판매제품은 ① 한국에서 수출, ② 연태법인 직접생산, ③ 역직구로 대응한다. 쇼핑몰이 오픈 하면 건강기능식품과 기초스킨케어 제품이 우선 출시될 예정이다. 중국 내 높은 프리미엄 수요(Made in Australia)를 감안해 지난 2019년 1월 호주 법인도 설립 완료한 상태다.

표45 중국법인 개요

| 법인명      | 강소콜마(Jiangsu Kolmar Meibao Keji) | 연태콜마에터미(Yantai Kolmar Atomy Health Care Food) |
|----------|----------------------------------|---|
| 법인형태     | 자회사(100% 출자)                     | JV (에터미 51%, 콜마비앤에이치 49%)                     |
| 설립/지분취득일 | 2017.09                          | 1H18  |
| 사업내용     | 생산/판매 법인 (중국 로컬 브랜드 건식 OEM/ODM)  | 생산/판매 법인 (100% 에터미 전용 생산)                     |
| 캐파       | 연 2,000억원                        | 연 500억원                                       |
| 투자금      | 220억원                            | 100억원   |
| 생산제품     | 분말, 정제, 연질/경질 캡슐, 스틱젤리           | 분말, 과립, 정제 등                                  |
| 참고       | 1기 기준 700억원 캐파로 7월 가동            | 1기 기준 200억원 캐파로 하반기 완공 전망                     |

자료: 콜마비앤에이치, 이베스트투자증권 리서치센터

그림54 강소콜마 전경



자료: 콜마비앤에이치, 이베스트투자증권 리서치센터

그림55 연태콜마 전경



자료: 콜마비앤에이치, 이베스트투자증권 리서치센터

## 우리나라와 중국의 건강기능식품 시장

우리나라의 '건강기능식품'은 중국에서 '보건식품' 제도로 분류된다. 두 제도의 공통점은 모두 국가기관에서 해당 자격에 대해 인증, 관리 한다는 것이다. 차이점은 우리나라는 일부 고시형원료(비타민, 무기질 등 영양소)에 대해 '등록절차'만 요구하는 반면, 중국은 기능성을 소구하는 모든 원료에 대해 별도의 검사 및 인증절차를 요구한다.

2018년 기준 중국의 건강관련식품 시장규모는 27.6조원으로 지난 5년간 CAGR +11% 성장했다. 그 중, 콜마비엔에이치가 메인 타겟하는 비타민/영양제 시장규모는 2018년 기준 25.2조원이다. 동사의 중국사업 1차연도 예상 매출액 638억원 기준 M/S는 0.2% 수준에 불과하다.

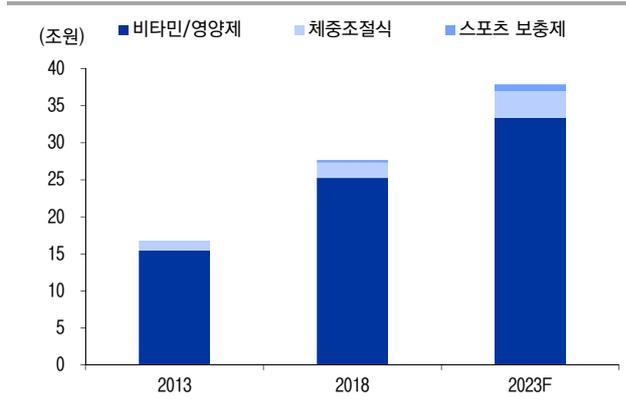
건강관련식품 주요 판매채널은 중국과 한국 모두 1위 H&B, 2위 네트워크판매, 3위 온라인으로 같다. 다만, 중국의 H&B(45%)와 네트워크 판매(30%)에 대한 합산 매출액 비중이 75%로 한국 50% 보다 집중도가 높다. 중국의 건강식품 시장 Top3 업체는 1위 Infinitus(네트워크 판매), 2위 By-Health(건강기능식품 브랜드 업체), 3위 Amway China(네트워크 판매)이며, 3사 합산 점유율은 15%로 시장집중도는 낮은 편이다.

표46 한국과 중국의 건강기능식품 제도

| 구분            | 중국   | 한국   |
|---------------|--|--|
| 명칭            | 보건식품  | 건강기능식품  |
| 인증/관리         | State Administration for Market Regulation   | 식품의약품안전처   |
| 시장규모(2018)    | 27.6 조원(2013~2018 CAGR +11%)   | 5.5 조원(2013~2018 CAGR +3%)   |
| 주요 판매채널(2018) | H&B(45%), 네트워크(30%), 온라인(22%), 기타(3%)  | H&B(30%), 네트워크(20%), 온라인(16%), 홈쇼핑(13%), 백화점(4%) 등   |
| 주요 Player     | Infinitus, By-health, Amway 등  | 한국인삼공사, 콜마비엔에이치, 종근당, 서흥 등   |
| 분류            | 영양소보충제, 특정보건기능식품   | 고시형, 개별인정형   |
| 참고            | 보건식품은 품목별로 별도의 검사기관이 존재, 인증대상에 따라 신청방법 및 획득 소요기간이 상이                                     | 고시형: '건강기능식품 공전'에 등재되어 있는 기능성 원료로 별도의 인증절차가 필요 없음, 영양소 등 약 95여 종                             |

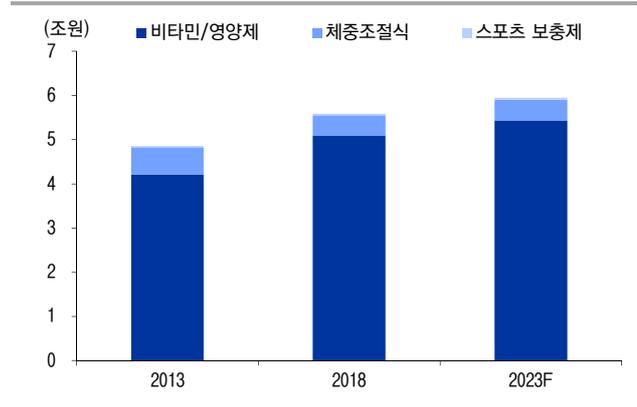
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림56 중국 건강기능식품시장 규모



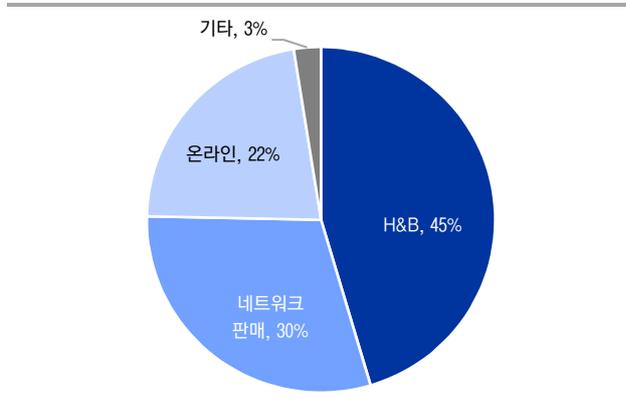
자료: Thomson Reuters, 이베스트투자증권 리서치센터

그림57 한국 건강기능식품시장 규모



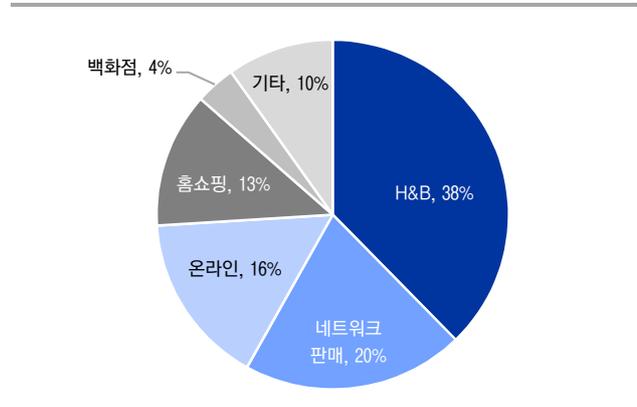
자료: Thomson Reuters, 이베스트투자증권 리서치센터

그림58 중국 건강기능식품 주요 판매 채널(2018)



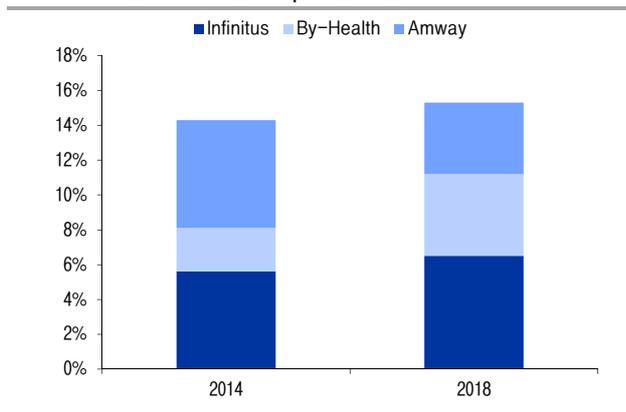
자료: Thomson Reuters, 이베스트투자증권 리서치센터

그림59 한국 건강기능식품 주요 판매 채널(2018)



자료: Thomson Reuters, 이베스트투자증권 리서치센터

그림60 중국 건강기능식품 Top3 업체 점유율



자료: Thomson Reuters, 이베스트투자증권 리서치센터

표47 한국 상위 8개 건강기능식품 업체 매출액 (2018)

| 순위 | 업체명            | 매출액(억원)      | 2017 연도 순위 |
|----|----------------|--------------|------------|
| 1위 | 한국인삼공사         | 8,503        | 1위         |
| 2위 | <b>콜마비엔에이치</b> | <b>1,701</b> | <b>2위</b>  |
| 3위 | 종근당건강          | 1,242        | 8위         |
| 4위 | 한국아쿠르트         | 954          | 3위         |
| 5위 | 서흥             | 732          | 4위         |
| 6위 | 코스맥스바이오        | 719          | 7위         |
| 7위 | 에스트라           | 709          | 6위         |
| 8위 | 노바렉스           | 637          | 5위         |

자료: Thomson Reuters, 이베스트투자증권 리서치센터

## 콜마비엔에이치 (200130)

### 재무상태표

| (십억원)         | 2017         | 2018         | 2019         | 2020E        | 2021E        |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>유동자산</b>   | 157.2        | 151.8        | 207.4        | 289.7        | 399.2        |
| 현금 및 현금성자산    | 34.5         | 29.2         | 59.6         | 132.9        | 232.9        |
| 매출채권 및 기타채권   | 31.8         | 41.0         | 40.1         | 43.0         | 46.0         |
| 재고자산          | 31.9         | 38.5         | 48.6         | 53.5         | 57.5         |
| 기타유동자산        | 59.1         | 43.1         | 59.2         | 60.3         | 62.7         |
| <b>비유동자산</b>  | 114.0        | 139.8        | 179.0        | 200.3        | 211.3        |
| 관계기업투자등       | 10.7         | 0.5          | 3.7          | 3.9          | 4.1          |
| 유형자산          | 78.6         | 87.3         | 122.6        | 136.4        | 144.2        |
| 무형자산          | 15.1         | 16.9         | 17.2         | 18.2         | 19.4         |
| <b>자산총계</b>   | <b>271.2</b> | <b>291.5</b> | <b>386.4</b> | <b>490.0</b> | <b>610.4</b> |
| <b>유동부채</b>   | 90.3         | 81.5         | 116.1        | 141.7        | 156.8        |
| 매입채무 및 기타채무   | 64.7         | 57.4         | 84.2         | 102.6        | 117.8        |
| 단기금융부채        | 14.2         | 9.2          | 11.3         | 14.2         | 13.1         |
| 기타유동부채        | 11.5         | 14.9         | 20.7         | 24.9         | 25.9         |
| <b>비유동부채</b>  | 2.9          | 3.5          | 15.7         | 20.7         | 20.8         |
| 장기금융부채        | 0.1          | 0.0          | 13.1         | 18.4         | 18.4         |
| 기타비유동부채       | 2.9          | 3.5          | 2.6          | 2.3          | 2.4          |
| <b>부채총계</b>   | <b>93.3</b>  | <b>85.0</b>  | <b>131.8</b> | <b>162.4</b> | <b>177.6</b> |
| <b>지배주주지분</b> | 168.8        | 204.7        | 252.4        | 325.5        | 430.6        |
| 자본금           | 14.8         | 14.8         | 14.8         | 14.8         | 14.8         |
| 자본잉여금         | 30.9         | 23.4         | 23.4         | 23.4         | 23.4         |
| 이익잉여금         | 123.5        | 166.9        | 214.5        | 287.5        | 392.7        |
| 비지배주주지분(연결)   | 9.1          | 1.9          | 2.1          | 2.2          | 2.2          |
| <b>자본총계</b>   | <b>177.9</b> | <b>206.5</b> | <b>254.6</b> | <b>327.7</b> | <b>432.8</b> |

### 현금흐름표

| (십억원)            | 2017         | 2018         | 2019         | 2020E        | 2021E        |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>영업활동 현금흐름</b> | <b>53.2</b>  | <b>22.0</b>  | <b>76.8</b>  | <b>100.0</b> | <b>129.7</b> |
| 당기순이익(손실)        | 47.4         | 64.2         | 72.1         | 86.4         | 114.5        |
| 비현금수익비용가감        | 5.5          | 0.8          | 10.5         | 6.5          | 6.7          |
| 유형자산감가상각비        | 3.3          | 4.1          | 5.2          | 6.7          | 7.2          |
| 무형자산상각비          | 0.1          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| 기타현금수익비용         | -9.6         | -4.7         | 2.8          | -0.2         | -0.5         |
| 영업활동 자산부채변동      | 10.3         | -31.2        | 9.4          | 11.9         | 8.5          |
| 매출채권 감소(증가)      | 3.3          | -9.7         | -0.4         | -2.8         | -3.0         |
| 재고자산 감소(증가)      | -11.9        | -7.0         | -10.3        | -5.1         | -4.0         |
| 매입채무 증가(감소)      | 19.3         | -6.7         | 25.7         | 20.0         | 15.2         |
| 기타자산, 부채변동       | -0.3         | -7.8         | -5.6         | -0.2         | 0.3          |
| <b>투자활동 현금</b>   | <b>-31.5</b> | <b>-2.7</b>  | <b>-49.7</b> | <b>-28.7</b> | <b>-19.7</b> |
| 유형자산처분(취득)       | -10.6        | -9.4         | -33.5        | -21.3        | -15.0        |
| 무형자산 감소(증가)      | 0.0          | -1.7         | -0.3         | -0.9         | -1.2         |
| 투자자산 감소(증가)      | -12.6        | 9.1          | -11.4        | -3.1         | -1.8         |
| 기타투자활동           | -8.3         | -0.7         | -4.5         | -3.4         | -1.7         |
| <b>재무활동 현금</b>   | <b>-4.2</b>  | <b>-24.5</b> | <b>3.2</b>   | <b>1.8</b>   | <b>-10.0</b> |
| 차입금의 증가(감소)      | 0.0          | -4.0         | 9.1          | 1.8          | -1.1         |
| 자본의 증가(감소)       | -3.8         | -5.0         | -5.9         | -7.4         | -8.9         |
| 배당금의 지급          | 3.8          | 5.0          | 5.9          | 7.4          | 8.9          |
| 기타재무활동           | -0.4         | -15.5        | 0.0          | 7.4          | 0.0          |
| <b>현금의 증가</b>    | <b>17.5</b>  | <b>-5.2</b>  | <b>30.4</b>  | <b>73.4</b>  | <b>100.0</b> |
| 기초현금             | 17.0         | 34.5         | 29.2         | 59.6         | 132.9        |
| 기말현금             | 34.5         | 29.2         | 59.6         | 132.9        | 232.9        |

자료: 콜마비엔에이치, 이베스트투자증권 리서치센터

### 손익계산서

| (십억원)           | 2017         | 2018         | 2019         | 2020E        | 2021E        |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>      | <b>337.6</b> | <b>386.4</b> | <b>438.9</b> | <b>536.0</b> | <b>667.9</b> |
| 매출원가            | 276.4        | 309.3        | 343.9        | 410.6        | 502.2        |
| <b>매출총이익</b>    | <b>61.2</b>  | <b>77.0</b>  | <b>95.0</b>  | <b>125.4</b> | <b>165.7</b> |
| 판매비 및 관리비       | 12.5         | 18.5         | 20.9         | 22.2         | 24.0         |
| <b>영업이익</b>     | <b>48.8</b>  | <b>58.5</b>  | <b>74.1</b>  | <b>103.2</b> | <b>141.7</b> |
| (EBITDA)        | 52.2         | 62.7         | 79.3         | 109.9        | 148.8        |
| 금융손익            | 0.6          | 0.6          | 0.8          | 1.2          | 1.0          |
| 이자비용            | 0.3          | 0.3          | 0.3          | 0.5          | 0.5          |
| 관계기업등 투자손익      | 9.7          | 1.2          | -0.1         | 0.1          | 0.1          |
| 기타영업외손익         | -0.2         | 3.8          | -2.7         | -0.4         | 0.0          |
| <b>세전계속사업이익</b> | <b>59.0</b>  | <b>64.2</b>  | <b>72.1</b>  | <b>104.0</b> | <b>142.8</b> |
| 계속사업법인세비용       | 11.5         | 14.9         | 17.3         | 23.1         | 28.3         |
| 계속사업이익          | 47.4         | 49.3         | 54.8         | 80.9         | 114.5        |
| 중단사업이익          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          | 0.0          |
| <b>당기순이익</b>    | <b>47.4</b>  | <b>49.3</b>  | <b>54.8</b>  | <b>80.9</b>  | <b>114.5</b> |
| 지배주주            | 45.8         | 48.4         | 54.5         | 80.4         | 114.0        |
| <b>총포괄이익</b>    | <b>47.3</b>  | <b>49.3</b>  | <b>54.9</b>  | <b>80.9</b>  | <b>114.5</b> |
| 매출총이익률 (%)      | 18.1         | 19.9         | 21.6         | 23.4         | 24.8         |
| 영업이익률 (%)       | 14.4         | 15.2         | 16.9         | 19.3         | 21.2         |
| EBITDA 마진률 (%)  | 15.5         | 16.2         | 18.1         | 20.5         | 22.3         |
| 당기순이익률 (%)      | 14.1         | 12.8         | 12.5         | 15.1         | 17.1         |
| ROA (%)         | 21.3         | 17.2         | 16.1         | 18.4         | 20.7         |
| ROE (%)         | 30.9         | 25.9         | 23.8         | 27.8         | 30.2         |
| ROIC (%)        | 49.3         | 36.4         | 34.4         | 45.5         | 62.7         |

### 주요 투자지표

|                 | 2017  | 2018  | 2019  | 2020E  | 2021E  |
|-----------------|-------|-------|-------|--------|--------|
| <b>투자지표 (x)</b> |       |       |       |        |        |
| P/E             | 21.0  | 12.2  | 21.8  | 14.3   | 10.1   |
| P/B             | 5.7   | 2.9   | 4.7   | 3.5    | 2.7    |
| EV/EBITDA       | 17.0  | 8.6   | 14.0  | 9.2    | 6.1    |
| P/CF            | 18.2  | 9.1   | 14.4  | 12.4   | 9.5    |
| 배당수익률 (%)       | 0.5   | 1.0   | 0.6   | 0.8    | 0.9    |
| <b>성장성 (%)</b>  |       |       |       |        |        |
| 매출액             | 0.0   | 14.5  | 13.6  | 22.1   | 24.6   |
| 영업이익            | 0.0   | 20.0  | 26.5  | 39.3   | 37.3   |
| 세전이익            | 0.0   | 8.9   | 12.2  | 44.4   | 37.2   |
| 당기순이익           | 0.0   | 4.0   | 11.0  | 47.8   | 41.4   |
| EPS             | 0.0   | 5.6   | 12.7  | 47.6   | 41.8   |
| <b>안정성 (%)</b>  |       |       |       |        |        |
| 부채비율            | 52.4  | 41.2  | 51.8  | 49.6   | 41.0   |
| 유동비율            | 174.0 | 186.2 | 178.6 | 204.5  | 254.6  |
| 순차입금/자기자본(x)    | -42.1 | -24.8 | -30.8 | -43.8  | -56.9  |
| 영업이익/금융비용(x)    | 170.9 | 209.7 | 213.4 | 199.7  | 274.4  |
| 총차입금 (십억원)      | 14    | 9     | 24    | 33     | 31     |
| 순차입금 (십억원)      | -75   | -51   | -78   | -143   | -246   |
| <b>주당지표(원)</b>  |       |       |       |        |        |
| EPS             | 1,549 | 1,637 | 1,844 | 2,722  | 3,860  |
| BPS             | 5,713 | 6,928 | 8,544 | 11,016 | 14,576 |
| CFPS            | 1,793 | 2,200 | 2,793 | 3,147  | 4,101  |
| DPS             | 160   | 200   | 250   | 300    | 350    |

| 씨엠에스에듀 목표주가 추이 |  | 투자이견 변동내역 |          |          |          |          |    |          |          |          |          |          |
|----------------|--|-----------|----------|----------|----------|----------|----|----------|----------|----------|----------|----------|
|                | 일시   | 투자<br>의견  | 목표<br>가격 | 과리율(%)   |          |          | 일시 | 투자<br>의견 | 목표<br>가격 | 과리율(%)   |          |          |
|                |  |           |          | 최고<br>대비 | 최저<br>대비 | 평균<br>대비 |    |          |          | 최고<br>대비 | 최저<br>대비 | 평균<br>대비 |
|                | 2018.07.10 Buy 13,000<br>2018.10.30 Buy 9,000<br>2019.07.31 커버리지 제외<br>2020.06.30 변경 정홍식<br>2020.06.30 NR NR |           |          |          | -38.2    | -41.6    |    |          |          |          |          |          |

| 클래시스 목표주가 추이 |                                       | 투자이견 변동내역 |          |          |          |          |    |          |          |          |          |          |
|--------------|---------------------------------------|-----------|----------|----------|----------|----------|----|----------|----------|----------|----------|----------|
|              | 일시                                    | 투자<br>의견  | 목표<br>가격 | 과리율(%)   |          |          | 일시 | 투자<br>의견 | 목표<br>가격 | 과리율(%)   |          |          |
|              |                                       |           |          | 최고<br>대비 | 최저<br>대비 | 평균<br>대비 |    |          |          | 최고<br>대비 | 최저<br>대비 | 평균<br>대비 |
|              | 2020.06.30 신규 정홍식<br>2020.06.30 NR NR |           |          |          |          |          |    |          |          |          |          |          |

| 파마리서치프로덕트 목표주가 추이 |                                       | 투자이견 변동내역 |          |          |          |          |    |          |          |          |          |          |
|-------------------|---------------------------------------|-----------|----------|----------|----------|----------|----|----------|----------|----------|----------|----------|
|                   | 일시                                    | 투자<br>의견  | 목표<br>가격 | 과리율(%)   |          |          | 일시 | 투자<br>의견 | 목표<br>가격 | 과리율(%)   |          |          |
|                   |                                       |           |          | 최고<br>대비 | 최저<br>대비 | 평균<br>대비 |    |          |          | 최고<br>대비 | 최저<br>대비 | 평균<br>대비 |
|                   | 2020.06.30 신규 정홍식<br>2020.06.30 NR NR |           |          |          |          |          |    |          |          |          |          |          |

| 루트로닉 목표주가 추이 |                                       | 투자이견 변동내역 |          |          |          |          |    |          |          |          |          |          |
|--------------|---------------------------------------|-----------|----------|----------|----------|----------|----|----------|----------|----------|----------|----------|
|              | 일시                                    | 투자<br>의견  | 목표<br>가격 | 과리율(%)   |          |          | 일시 | 투자<br>의견 | 목표<br>가격 | 과리율(%)   |          |          |
|              |                                       |           |          | 최고<br>대비 | 최저<br>대비 | 평균<br>대비 |    |          |          | 최고<br>대비 | 최저<br>대비 | 평균<br>대비 |
|              | 2020.06.30 신규 정홍식<br>2020.06.30 NR NR |           |          |          |          |          |    |          |          |          |          |          |

| 한스바이오메드 목표주가 추이 | 투자이견 변동내역  |          |          |          |          |          |    |          |          |          |          |          |  |  |
|-----------------|------------|----------|----------|----------|----------|----------|----|----------|----------|----------|----------|----------|--|--|
|                 | 일시         | 투자<br>의견 | 목표<br>가격 | 과리율(%)   |          |          | 일시 | 투자<br>의견 | 목표<br>가격 | 과리율(%)   |          |          |  |  |
|                 |            |          |          | 최고<br>대비 | 최저<br>대비 | 평균<br>대비 |    |          |          | 최고<br>대비 | 최저<br>대비 | 평균<br>대비 |  |  |
|                 | 2020.06.30 | 신규       | 정홍식      |          |          |          |    |          |          |          |          |          |  |  |
|                 | 2020.06.30 | NR       | NR       |          |          |          |    |          |          |          |          |          |  |  |

| 디알텍 목표주가 추이 | 투자이견 변동내역  |          |          |          |          |          |    |          |          |          |          |          |  |  |
|-------------|------------|----------|----------|----------|----------|----------|----|----------|----------|----------|----------|----------|--|--|
|             | 일시         | 투자<br>의견 | 목표<br>가격 | 과리율(%)   |          |          | 일시 | 투자<br>의견 | 목표<br>가격 | 과리율(%)   |          |          |  |  |
|             |            |          |          | 최고<br>대비 | 최저<br>대비 | 평균<br>대비 |    |          |          | 최고<br>대비 | 최저<br>대비 | 평균<br>대비 |  |  |
|             | 2020.06.30 | 신규       | 정홍식      |          |          |          |    |          |          |          |          |          |  |  |
|             | 2020.06.30 | NR       | NR       |          |          |          |    |          |          |          |          |          |  |  |

| 종근당바이오 목표주가 추이 | 투자이견 변동내역  |          |          |          |          |          |    |          |          |          |          |          |  |  |
|----------------|------------|----------|----------|----------|----------|----------|----|----------|----------|----------|----------|----------|--|--|
|                | 일시         | 투자<br>의견 | 목표<br>가격 | 과리율(%)   |          |          | 일시 | 투자<br>의견 | 목표<br>가격 | 과리율(%)   |          |          |  |  |
|                |            |          |          | 최고<br>대비 | 최저<br>대비 | 평균<br>대비 |    |          |          | 최고<br>대비 | 최저<br>대비 | 평균<br>대비 |  |  |
|                | 2019.09.24 | 신규       | 김한경      |          |          |          |    |          |          |          |          |          |  |  |
|                | 2019.09.24 | Buy      | 41,000   | 9.2      | -22.6    |          |    |          |          |          |          |          |  |  |
|                | 2020.03.09 |          | 커버리지 제외  |          |          |          |    |          |          |          |          |          |  |  |
|                | 2020.06.30 | 변경       | 정홍식      |          |          |          |    |          |          |          |          |          |  |  |
|                | 2020.06.30 | NR       | NR       |          |          |          |    |          |          |          |          |          |  |  |

| 서흥 목표주가 추이 | 투자이견 변동내역  |          |          |          |          |          |    |          |          |          |          |          |  |  |
|------------|------------|----------|----------|----------|----------|----------|----|----------|----------|----------|----------|----------|--|--|
|            | 일시         | 투자<br>의견 | 목표<br>가격 | 과리율(%)   |          |          | 일시 | 투자<br>의견 | 목표<br>가격 | 과리율(%)   |          |          |  |  |
|            |            |          |          | 최고<br>대비 | 최저<br>대비 | 평균<br>대비 |    |          |          | 최고<br>대비 | 최저<br>대비 | 평균<br>대비 |  |  |
|            | 2019.11.05 | 신규       | 정홍식      |          |          |          |    |          |          |          |          |          |  |  |
|            | 2019.11.05 | Buy      | 45,000   | -11.3    | -20.6    |          |    |          |          |          |          |          |  |  |
|            | 2020.02.25 | Buy      | 50,000   | 0.6      | -22.3    |          |    |          |          |          |          |          |  |  |
|            | 2020.05.18 | Buy      | 60,000   | -5.0     | -12.5    |          |    |          |          |          |          |          |  |  |
|            | 2020.06.30 | Buy      | 70,000   |          |          |          |    |          |          |          |          |          |  |  |

| 뉴웍스 목표주가 추이 | 투자 의견 변동내역 |       |       |        |       |       |    |       |       |        |       |       |  |
|-------------|------------|-------|-------|--------|-------|-------|----|-------|-------|--------|-------|-------|--|
|             | 일시         | 투자 의견 | 목표 가격 | 과리율(%) |       |       | 일시 | 투자 의견 | 목표 가격 | 과리율(%) |       |       |  |
|             |            |       |       | 최고 대비  | 최저 대비 | 평균 대비 |    |       |       | 최고 대비  | 최저 대비 | 평균 대비 |  |
|             | 2020.06.30 | 신규    | 정홍식   |        |       |       |    |       |       |        |       |       |  |
|             | 2020.06.30 | NR    | NR    |        |       |       |    |       |       |        |       |       |  |

| 콜마비앤에이치 목표주가 추이 | 투자 의견 변동내역 |       |        |        |       |       |    |       |       |        |       |       |  |
|-----------------|------------|-------|--------|--------|-------|-------|----|-------|-------|--------|-------|-------|--|
|                 | 일시         | 투자 의견 | 목표 가격  | 과리율(%) |       |       | 일시 | 투자 의견 | 목표 가격 | 과리율(%) |       |       |  |
|                 |            |       |        | 최고 대비  | 최저 대비 | 평균 대비 |    |       |       | 최고 대비  | 최저 대비 | 평균 대비 |  |
|                 | 2020.06.30 | 신규    | 조은애    |        |       |       |    |       |       |        |       |       |  |
|                 | 2020.06.30 | BUY   | 55,000 |        |       |       |    |       |       |        |       |       |  |

**Compliance Notice**

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

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 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 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<br>(투자기간 6~12개월) | 투자등급  | 적용기준<br>(향후 12개월)                          | 투자 의견 비율      | 비고   |
|------------------------|----------------------------------|---|--|---------------|--|
| <b>Sector</b><br>(업종)  | 시가총액 대비<br>업종 비중 기준<br>투자등급 3단계  | Overweight (비중확대)<br>Neutral (중립)<br>Underweight (비중축소) |  |               |  |
| <b>Company</b><br>(기업) | 절대수익률 기준<br>투자등급 3단계             | Buy (매수)<br>Hold (보유)<br>Sell (매도)<br><b>합계</b>         | +15% 이상 기대<br>-15% ~ +15% 기대<br>-15% 이하 기대 | 94.4%<br>5.6% | 2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경   |
|                        |                                  |   |  | <b>100.0%</b> | 투자 의견 비율은 2019. 4. 1 ~ 2020. 3. 31<br>당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막<br>공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임<br>(최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신) |