2020 년 7 월 28 일

Mid-Small Cap | 조은애

Analyst
조은애
02 3779 8951
goodkid@ebestsec.co.kr

건강기능식품

예방이 치료보다 중시되는 '셀프 메디케이션' 시대

치료의학에서 예방의학으로 건강관리의 개념 변화

2018 년 기준 국내 건강기능식품 시장 규모는 2.5 조원(+13% yoy)으로 최근 4 년 CAGR +12%로 고성장 중이다. 건강기능식품 시장은 소비자 스스로 건강을 챙기고 동시에 정부가 시장 발전을 지원해 성장하는 산업으로 부각되고 있다. 고령화로 인한 건강보험 재정부담과 건강수명 연장이 정부와 개인으로 하여금 스스로 건강관리를 강화하여 의료비 부담을 감소시키는 것이 중요한 문제로 대두되었기 때문이다.

시장환경은 OEM 업체에 우호적

국내 건강기능식품 업체 중에서는 OEM/ODM 사업자에 대한 우호적인 영업환경이 지속될 것으로 전망한다. 건강기능식품 시장성장에 따라 판매업자간 경쟁이 치열해지고 있지만 진입장벽이 있는 제조업 업체 수는 크게 늘어나지 않고 있기 때문이다. 2018 년 기준 건강기능식품 제조업체 수는 500 개로 건강기능식품 관련 업체 중 제조업체 비중은 0.6%에 불과하다.

향후 대형 OEM 업체는 Capa Up 에 기인한 매출 증가가 지속될 것

2020 년 기준 OEM 4 사(콜마비앤에이치, 서흥, 노바렉스, 코스맥스엔비티) 합산 매출액은 1.5 조원으로 전년 동기대비 +31%를 전망한다. 2014~2018 CAGR 은 +17%로 같은 기간 건강기능식품시장 연평균 성장률 +12%를 상회했다. 향후 건강기능식품 시장의 지속 성장 가능성과 대규모 Capex 가 가능한 상위 소수 업체로의 Vendor Consolidation 현상은 더욱 심화될 수 있다.

콜마비앤에이치, 서흥 투자의견 매수 유지, 노바렉스 커버리지 개시

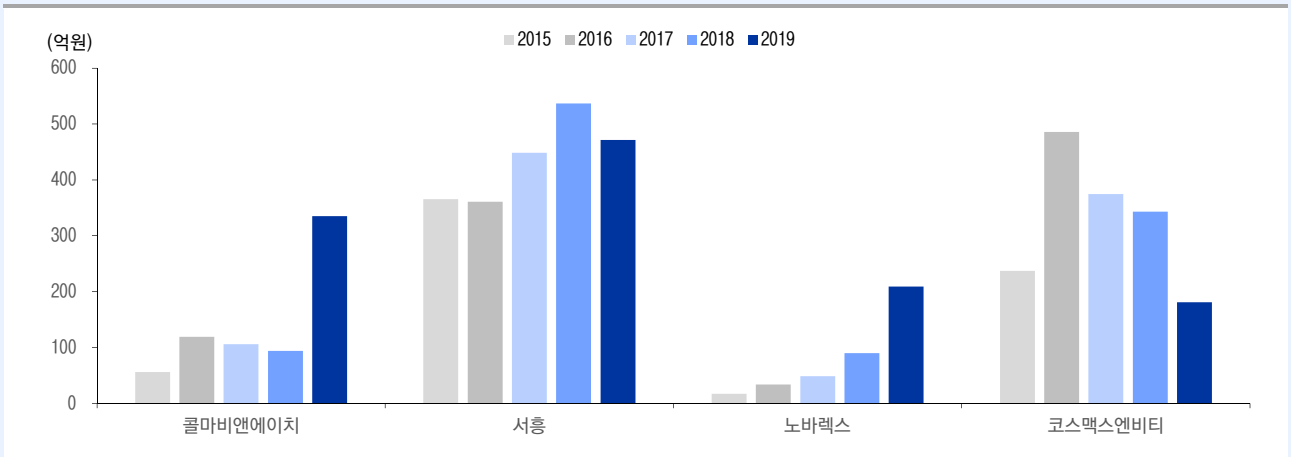
건강기능식품 업체 중 OEM ・ ODM 업체인 콜마비앤에이치와 서흥에 대한 투자의견 매수를 유지하고, 노바렉스를 신규편입 한다. 노바렉스는 1Q21 기준 생산능력이 4,000 억원으로 기존 대비 2 배로 증가한다. 최근 제약, 음식료 등 대형기업의 연이은 건강기능식품 시장 진입과 시장 성장세를 감안할 때, 동사의 여유 CAPA 는 신규 대형 고객사 유치에 매우 큰 강점으로 작용할 것으로 판단한다.

콜마비앤에이치	
투자의견	Buy (유지)
목표주가	78,000 원 (상향)
서흥	
투자의견	Buy (유지)
목표주가	70,000 (유지)
노바렉스	
투자의견	Buy (신규)
목표주가	54,000 (신규)
종근당홀딩스	
투자의견	NR
목표주가	NR
코스맥스엔비티	
투자의견	NR
목표주가	NR
에이치엘사이언스	
투자의견	NR
목표주가	NR
셀바이오텍	
투자의견	NR
목표주가	NR

이 베스트투자증권

Key Charts

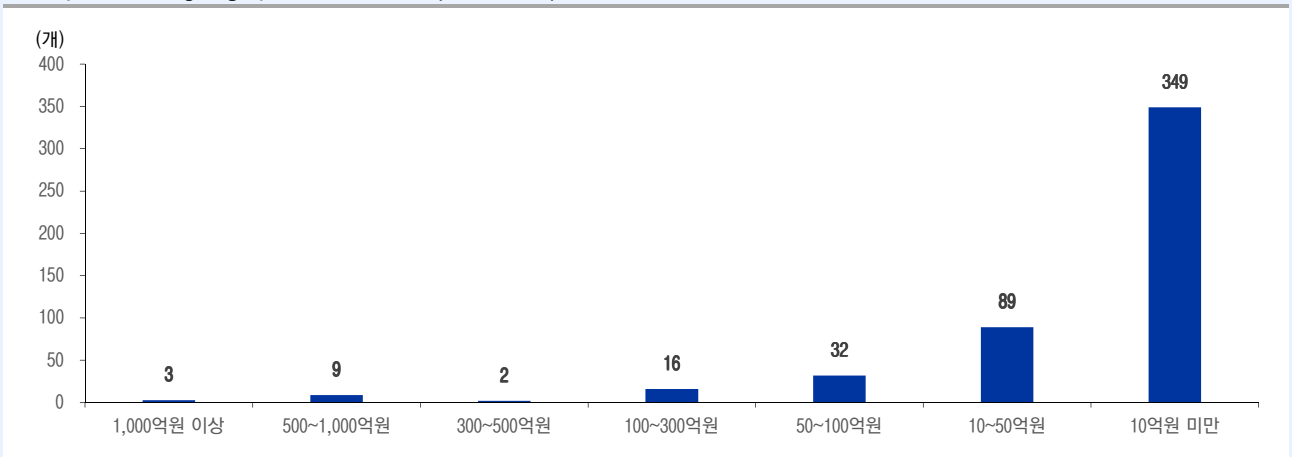
우리나라 건강기능식품 OEM 4 사 CAPEX 추이



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

- 향후 대형 OEM 업체는 Capa Up 에 기인한 매출 증가가 지속될 것
- 2020 년 OEM 4 사 합산 매출액 1.5 조원(yoy +31%) 전망

매출액 규모별 건강기능식품 제조 업체 수 (2018 기준)

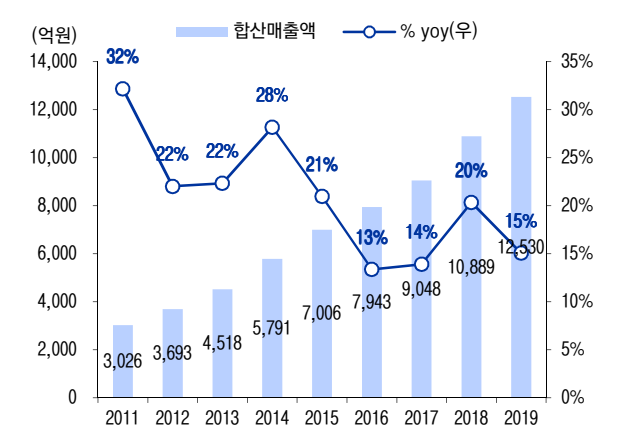


자료: FIS 식품정보통계, 이베스트투자증권 리서치센터

- 국내 건강기능식품 500 개 제조업체 중 매출액 500 억원 이상 기업은 12 곳
- 대규모 CAPEX 가 가능한 매출액 상위 업체로의 Vendor Consolidation 현상 심화 전망

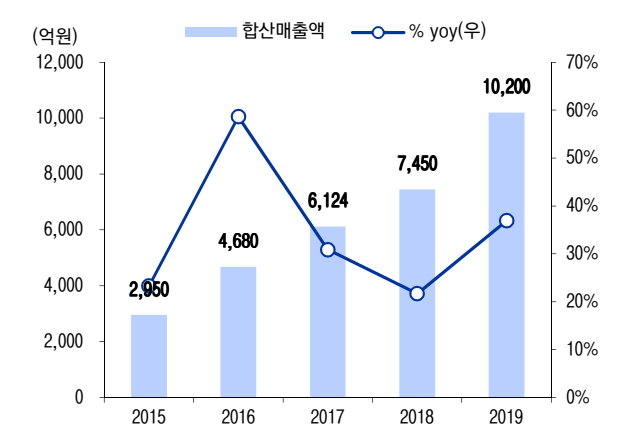
Key Charts

제조 4 사 합산 매출액 추이



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

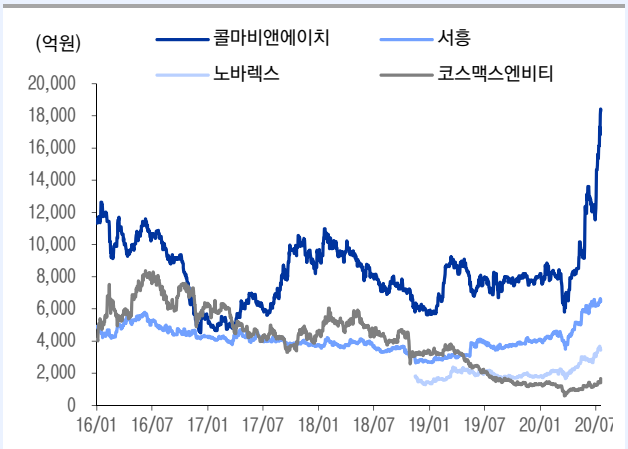
브랜드 4 사 합산 매출액 추이



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

- **2014~2019 년 OEM 4 사 합산 매출액 CAGR +17%, 브랜드 4 사 합산 매출액 CAGR +34%**
- **2020 년 예상 OEM 4 사 합산 매출액은 1.5 조원(+31% yoy)으로 성장 가속화 전망**

제조 4 사 시가총액 추이



자료: Wind, 이베스트투자증권 리서치센터

브랜드 4 사 시가총액 추이

자료: CCMA, 이베스트투자증권 리서치센터

- **건강기능식품은 업체 중 실적 개선폭이 큰 업체는 Capa Up 통해 대형고객유치가 가능한 OEM 업체**
- **OEM 업체에 대한 밸류에이션 프리미엄 타당**

산업분석

Mid-Small Cap

예방이 치료보다 중시되는 '셀프 메디케이션' 시대

Contents

Part I	건강기능식품 정의 및 개요	5
Part II	건강기능식품 시장 성장은 지속된다	8
Part III	시장 환경은 OEM/ODM 업체에 우호적	15
Part IV	건강기능식품 브랜드 업체 톺아보기	18

기업분석

콜마비앤에이치 (200130)	24
서흥 (008490)	28
노바렉스 (194700)	34
종근당홀딩스 (001630)	40
코스맥스엔비티 (222040)	44
에이치엘사이언스 (239610)	48
쎌바이오텍 (049960)	52

Part I 건강기능식품 정의 및 개요

건강기능식품은 일상에서 결핍되기 쉬운 영양소나 인체에 유용한 기능을 가진 성분을 가공·제조한 식품이다. 식품위생법상의 일반식품과는 달리 동물시험, 인체적용시험 등 과학적 근거를 기반으로 한 기능성 원료만을 인정한다. 인정된 기능성원료를 사용한 식품은 건강기능식품으로 표시할 수 있다. 질병 치료가 목적인 의약품과는 질병 발생 위험을 감소시키거나 건강을 유지·증진시키는 것을 목적으로 한다는 점에서 구분된다.

건강기능식품에 사용되는 기능성 원료는 고시된 원료와 개별인정 원료 두 가지로 구분된다. 고시된 원료는 식품의약품안전처에서 '건강기능식품공전'에 기준 및 규격을 고시한 원료로 비타민, 무기질, 식이섬유 등 95 종이 있다. 개별인정 원료는 개별적으로 식품의약품안전처의 심사를 거쳐 인정받은 업체만이 사용할 수 있는 원료로 오미자추출물, 그린커피추출물 등 200 여 종이 있다.

식품의약품안전처는 기능성의 종류에 따라 제품상의 표시(광고)도 구분하고 있다. 기능성 문구는 'OO 에 도움을 줄 수 있다'로 표현된다. 식약처가 정의한 기능성 종류는 장 건강, 콜레스테롤 개선, 피부건강 등 33 개 이며, 건강기능식품 시장 활성화에 따라 늘어나고 있는 추세다.

표1 건강기능식품과 건강식품, 의약품의 구분

	식품		의약품	
구분	건강기능식품	기타가공품(일반식품)	전문의약품	일반의약품
정의	인체에 유용한 기능성 원료를 사용하여 제조한 식품	전통적으로 건강에 좋다고 인식되는 식품	사람이나 동물의 질병을 치료, 예방할 목적으로 사용 의사의 처방전에 의해 사용	질병진단, 질병치료, 경감 처치 또는 예방 약국에서 제한적 구매
관련법	건강기능식품법	식품위생법	약사법	약사법

자료: FIS 식품산업통계정보, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 건강기능식품 기능성 원료의 종류

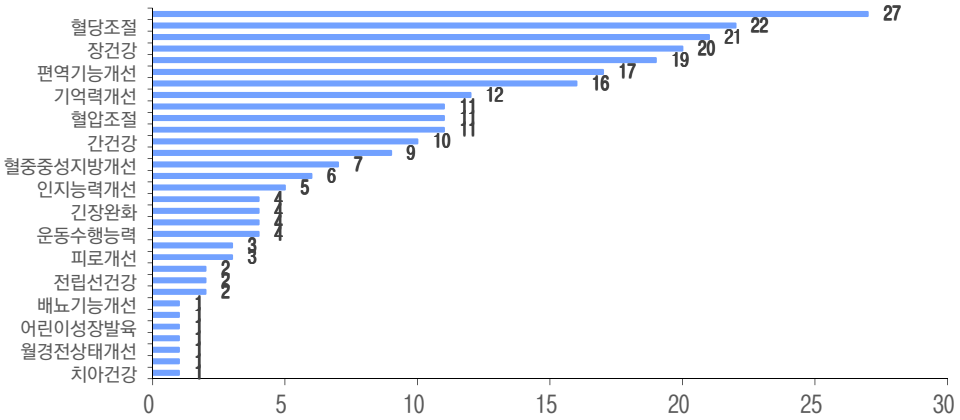
	고시된 원료	개별인정 원료
정의	'건강기능식품 공전'에 등재되어 있는 원료 별도의 인정절차가 필요 없음	식품의약품안전처장이 개별적으로 인정한 원료 자료를 근거한 안전성, 기능성, 원료표준화 등에 대한 인정 필요
원료예시	비타민류, 무기질류, 식이섬유, 홍삼 등 약 95 종	오미자추출물, 그린커피추출물 등 약 200 여 종
기능성 종류	① 질병발생위험감소기능: 질병의 발생 또는 위험감소와 관련한 기능, OO 발생위험감소에 도움을 줌 ② 생리활성기능: 인체의 기능이나 생물학적 활동에 효과, 건강상의 기여나 기능향상, OO 에 도움을 줄 수 있음 ③ 영양소기능: 비타민 및 무기질, 단백질, 식이섬유, 필수지방산의 기능	

자료: 식품의약품안전처, 이베스트투자증권 리서치센터
주석: 개별인정 원료는 인정 일로부터 6 년이 경과하거나, 품목제조신고 50 건 이상일 경우 고시형 원료로 전환될 수 있음

그림1 건강기능식품 33 가지 기능별 정보

자료: 식품의약품안전처, 이베스트투자증권 리서치센터

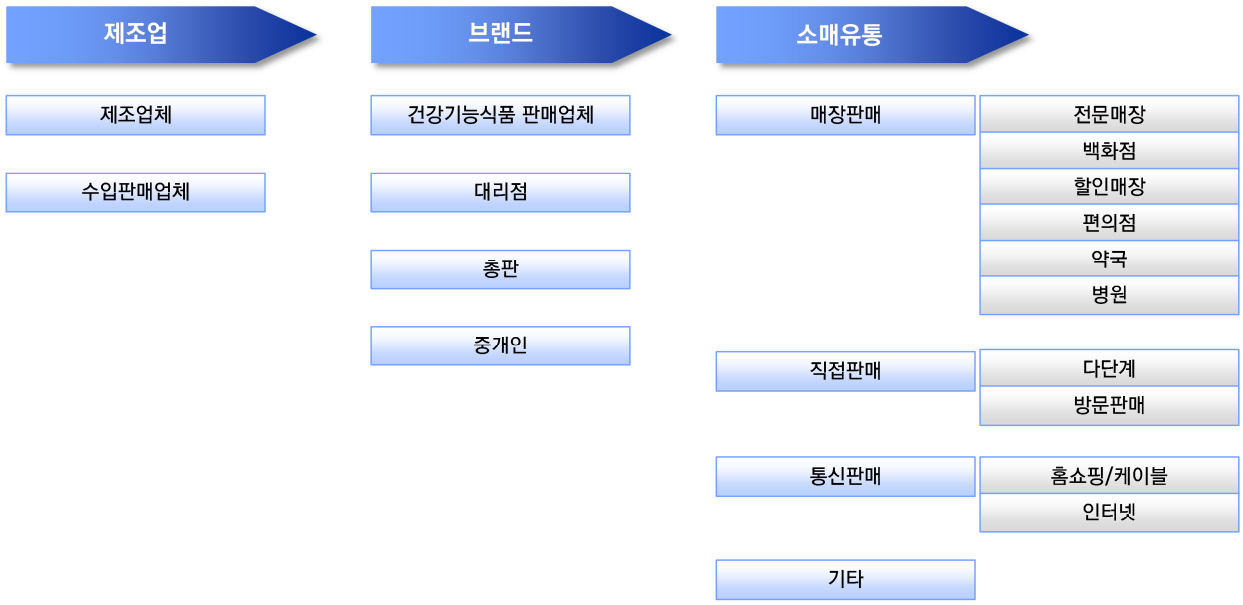
그림2 2004~2016 년 기능성별 원료 인정 현황



자료: 식품의약품안전처, 이베스트투자증권 리서치센터

건강기능식품 주요 player 는 크게 제조업자와 판매업자(브랜드)로 구분 가능하다. 유통구조는 제조업체 생산 후에 건강기능식품 주요 도매유통 채널(판매업체, 대리점, 총판 등)을 통해 소매채널로 이동하는 구조이다. 우리나라 건강기능식품은 제조업체에서 생산되는 비중이 77%, 수입 판매업체에서 수입되는 비중이 23%이다. 수입에는 건강기능식품 원료 수입이 포함되어 있기 때문에 국내 생산 비중이 더 높다.

그림3 건강기능식품 업체 Value Chain



자료: 이베스트투자증권 리서치센터

Part II 건강기능식품 시장 성장은 지속된다

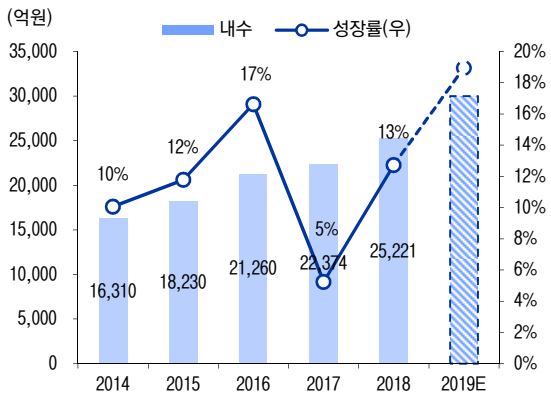
건강관리의 개념이 치료의학에서 예방의학으로 변화

건강기능식품 시장은 소비자 스스로 건강을 챙기는 '셀프 메디케이션(Self-Medication)' 시장인 동시에 정부가 시장 성장을 장려하고 지원하는 산업으로 부각되고 있다. 건강관리에 대한 개념이 질병에 대한 사후치료가 아닌 평소 식이 생활습관 관리에 의한 예방의 중요성이 강조되고 있기 때문이다.

이러한 사회적 분위기가 형성된 이유는 크게 고령화와 건강관리에 대한 개인의 인식변화로 꼽을 수 있다. 우리나라 노령인구 확대로 인한 건강보험 재정부담과 건강수명 연장은 정부와 개인으로 하여금 스스로 건강을 챙기는 셀프 메디케이션에 대한 의식을 향상 시켰다.

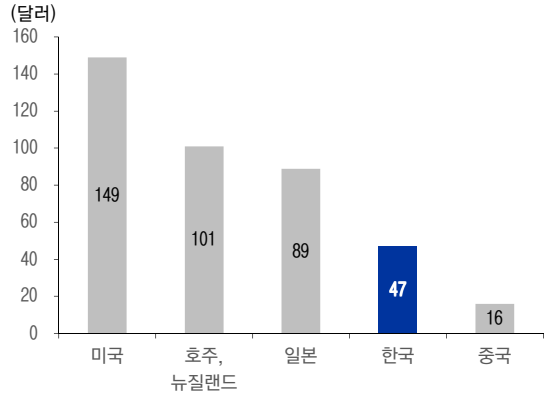
건강기능식품 시장은 정부의 시장 성장 장려와 건강관리에 대한 사회적 인식 변화로 꾸준한 성장을 지속하고 있다. 2018 년 기준 국내 건강기능식품 시장 규모는 2.5 조원(+13% yoy)이며, 최근 4 년 CAGR 은 +12%로 고성장 중이다. 한국건강기능식품 협회는 2019 년에도 건강기능식품 시장이 플러스 성장을 지속했을 것으로 추정하고 있다.

그림4 우리나라 건강기능식품 시장규모 추이



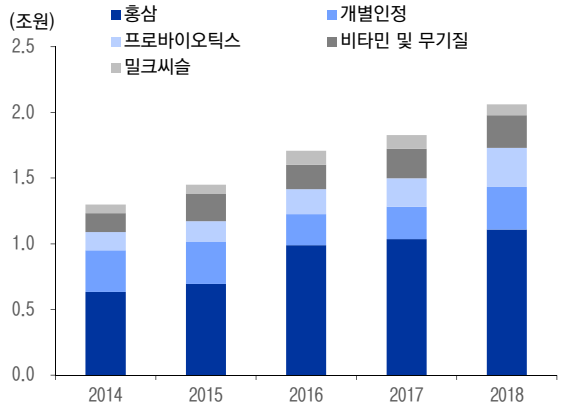
자료: 한국건강기능식품협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 국가별 1 인당 건강기능식품 연간 구매액



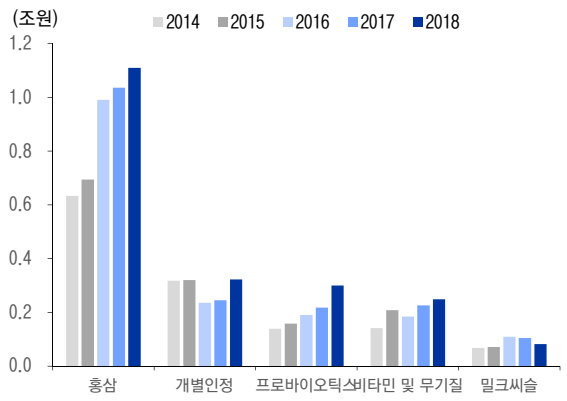
자료: 식품의약품안전처, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 연도별 건강기능식품 5대 품목 매출액 추이



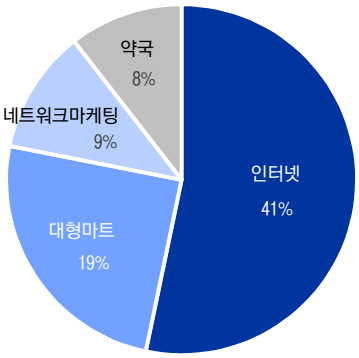
자료: 한국건강기능식품협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 원료별 건강기능식품 5대 품목 매출액 추이



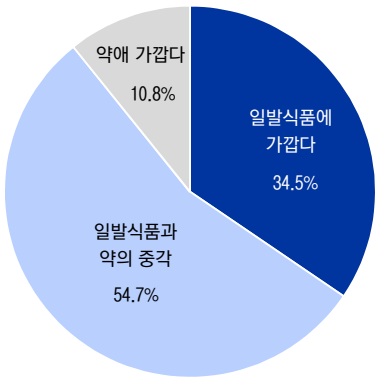
자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 구매건수에 따른 채널 비중



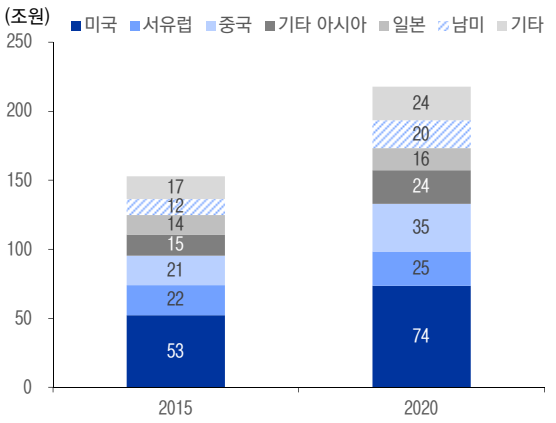
자료: 한국건강기능식품협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 건강기능 식품에 대한 소비자 인식



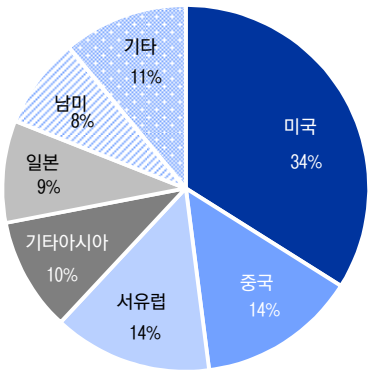
자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 글로벌 건강기능식품 시장 규모



자료: 연구성과실용화진흥원, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 국가별 건강기능식품 시장 비중(2015 기준)



자료: 연구성과실용화진흥원, 이베스트투자증권 리서치센터

변화를 주도하는 원인

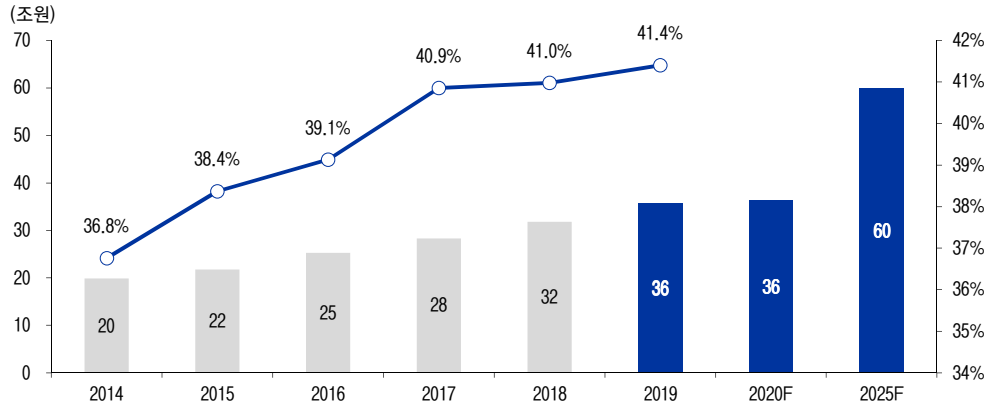
① 고령화

우리나라는 낮은 출산율, 기대수명 증가 등으로 급속한 고령화가 진행 중이다. 2018 년 기준 우리나라는 이미 고령사회로 진입했으며, 2026 년에는 초고령사회에 진입할 전망이다. 고령사회에서 초고령사회로의 진입 소요기간이 영국 44 년, 프랑스 40 년, 일본이 12 년 소요된 것 대비, 우리나라는 8 년 만의 빠른 진입이 예상된다.

**고령사회: 65 세 인구비중 14% 이상, 초고령사회: 65 세 인구비중 20% 이상*

급격히 늘어난 고령인구 비중으로 가장 이슈가 되는 부문은 노령인구의 건강보험 재정부담 가중이다. 2019 년 우리나라 노령인구는 전체 인구의 14%지만, 건강보험 진료비 차지 비중은 41%다. 보건복지부는 2025 년 노령인구 진료비가 2018 년의 두 배에 달하고, 2026 년에는 누적 건강보험 적립금이 모두 고갈될 것으로 예상하고 있다.

그림12 우리나라 65 세 이상 노령인구 건강보험 진료비와 비중 추이



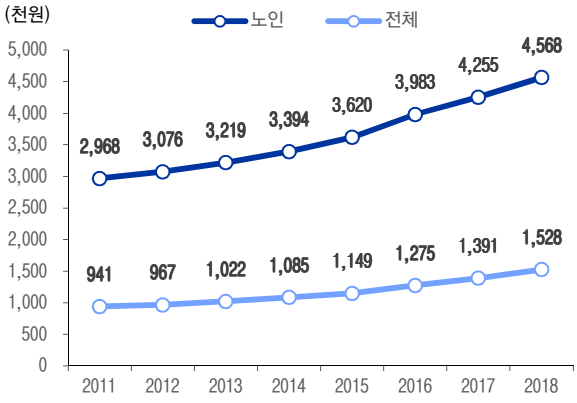
자료: 보건의료빅데이터개방시스템, 이베스트투자증권 리서치센터

그림13 주요국 고령화 단계별 소요연도

	고령자 비율 도달 연도			소요기간(연)	
	7%	14%	20%	7% →14%	14% →20%
한국	2000	2018	2026	18	8
일본	1970	1994	2006	24	12
미국	1942	2014	2030	72	16
영국	1929	1976	2020	47	44
프랑스	1864	1979	2019	115	40

자료: 통계청, 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 우리나라 1 명당 연평균 진료비 추이



자료: 보건의료빅데이터개방시스템, 이베스트투자증권 리서치센터

이와 같은 건강보험 재정 부담은 질병의 치료에서 일상 생활 속 건강유지를 장려하는 사회적 분위기를 조성시키고 있다. 스스로 건강관리를 강화하여 의료비 부담을 감소시키는 것이 중요한 문제로 대두되었기 때문이다. 정부도 관련 산업으로 건강기능식품 시장에 대한 규제를 완화하고 산업 발전을 장려하는 분위기다.

정부는 지난 2019 년 12 월 '5 대 유망식품 집중 육성 방안'을 관계기관 합동으로 발표했다. 이번 대책을 통해 5 대 분야의 국내산업 규모를 키우고, 관련 일자리를 확대한다는 것이 정부 계획이다. 5 대 유망분야에는 건강기능식품이 포함되었으며, 각종 규제 완화와 기술 및 수출 지원체계 지원에 대한 내용이 포함되었다.

표3 정부, 5 대 유망 식품산업 분야에 건강기능식품 선정

발표시기	2019 년 12 월 04 일
추진목적	최근 식품소비 트렌드 변화를 반영, 성장 가능성 높은 유망 분야 발굴 및 육성
5 대 분야	① 메디푸드, 고령친화식품, 대체식품, 펫푸드 등 맞춤형 특수식품, ② **기능성 식품**, ③ 간편식품, ④ 친환경식품, ⑤ 수출 식품
목표	5 대 유망식품이 선도하는 혁신적 산업생태계 조성 산업규모: 2018 년 12.4 조원 → 2022 년 16.9 조원 → 2030 년 24.8 조원 일자리: 2018 년 5.1 만개 → 2022 년 7.4 만개 → 2030 년 11.5 만개
기능성식품 주요 대책	**- 일반식품의 기능성 표시 허용** **- 안전성과 기능성이 입증된 의약품 원료의 건강기능식품 제조 허용** **- 건강기능식품의 소분 및 혼합 포장 판매 허용** **- 기능성 원료은행 구축 및 기능성 식품 제형센터 설립을 통한 기술지원 강화** **- 기능성 식품 전문인력 양성을 위한 계약학과 설치** **- 수출용 건강기능식품 국가 인증제 도입**

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표4 우리나라 건강기능식품 관련 제도 변천

일시	내용
2000	김명섭 의원 등 29 인 국민건강증진을위한 건강기능식품에관한법률안 발의
2003	건강기능식품에관한법률 시행
2004	건강기능식품의 기준 및 규격 제정
2006	우수건강기능식품제조기준(GMP) 도입
2008	건강기능식품 제형확대 (캡슐, 정제에서 편상, 시럽, 겔, 젤리 등으로 제형확대)
2016	건강기능식품 개별인정 심사기간 60 일로 단축 (추진중)
2019	대형마트, 백화점 등(식품위생법상 기타 식품 판매업자)의 건강기능식품 자유 판매 허용 기능성을 홍보하기 위한 광고 문구에 대한 규제 완화
2020	일반식품의 기능성 표시 방안 논의 중

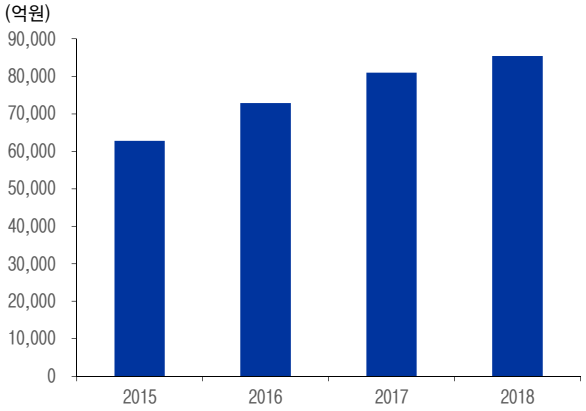
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

우리나라보다 앞서 고령사회에 진입(1994 년)한 일본은 1991 년 우리나라의 '건강기능식품' 제도인 '특정보건용식품' 제도를 도입했다. 1997 년~2007 년 일본 특정보건용식품 시장 성장률은 CAGR +17.9%를 기록했다. 초고령 사회로 진입한 이후인 2015 년에는 일반 식품에도 기능성을 표시할 수 있는 '일반식품의 기능성 표시 제도'를 도입하면서 기능성 표시 영역을 특정 식품 영역까지 확대했다.

그림15 우리나라보다 광범위한 일본의 건강기능식품 제도

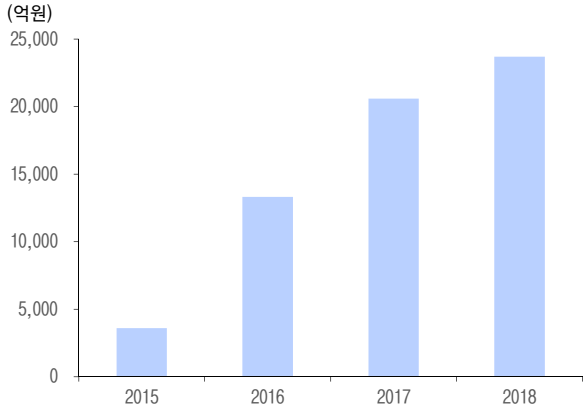
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림16 일본 보건기능식품 시장규모 추이



자료: 일본후행성, 이베스트투자증권 리서치센터

그림17 일본 기능성표시식품 시장규모 추이



자료: 일본후행성, 이베스트투자증권 리서치센터

② 건강에 대한 개인의 관심 증대

2019 년 우리나라 100 가구당 건강기능식품 구매 경험율은 78%로 2017 년 대비 +7%p 상승했다. 구매 총 가구 수도 1,500 만 가구로 전년 동기대비 +3%(489 만 가구) 늘었다. 가구당 평균 구매액은 30 만원으로 전년대비 소폭 상승했으나, 2017 년 대비해서는 낮아졌다.

같은 기간 조사한 건강기능식품 구매목적은 면역력 증진(59.7%)이 가장 큰 것으로 나타났다. 주요품목 구매건수에서도 프로바이오틱스 등 면역성 강화 제품의 구매건수 비율이 빠른 상승세를 보였다. 전통적으로 높은 판매 비중을 차지했던 홍삼, 비타민 구매건수 비율은 낮아졌다.

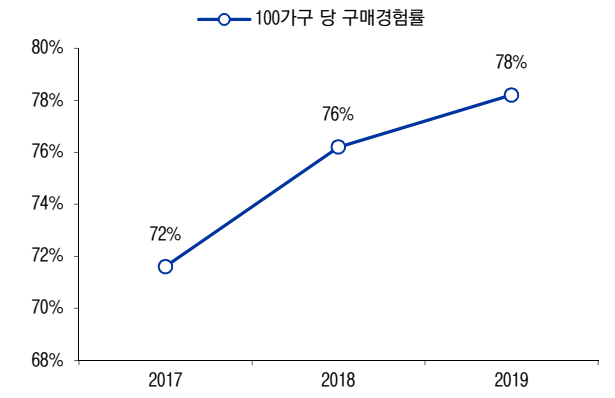
COVID-19 발생 이후로는 일반적인 건강관리에 대한 관심과 동시에 면역력을 키울 수 있는 건강기능식품에 대한 관심이 더욱 높아진 상태다. 실제로 홈쇼핑 채널들은 주요 황금 시간대에 건강기능식품 방송을 확대 편성하고 있다. 백화점 업계도 헬스케어 상품만 한곳에 모은 행사를 진행하는 등 소비자의 건강 관리 제품 선택폭을 넓히고 있다.

표5 7/26(일) 기준 홈쇼핑 채널 황금시간대 방송 품목

	7:00	8:00	9:00	10:00	20:00	21:00
롯데홈쇼핑	건강식품	침구	건강식품	미용	주방가전	렌터카
현대홈쇼핑	종근당유산균	KF 마스크	씨서스다이어트	생활잡화	노트북	가전
CJ 오쇼핑	석류콜라겐	단백질 건강식품	언더웨어	화장품	정관장 홍삼	HL 석류콜라겐
GS SHOP	렌탈	건강식품	건강식품	미용기구	건강식품	렌탈
NS 홈쇼핑	건강기능식품	건강보조식품	주방가전	의약외품	생활가전	건강보조식품
홈&쇼핑	렌탈	렌탈	가구	유산균	화장품	시서스다이어트

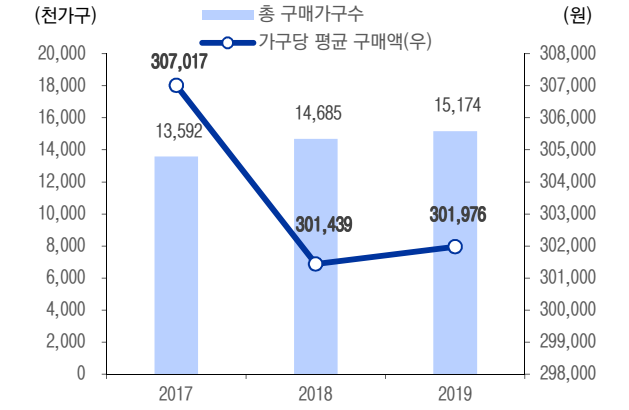
자료: 홈쇼핑 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

그림18 우리나라 100 개구 당 건강기능식품 구매경험률



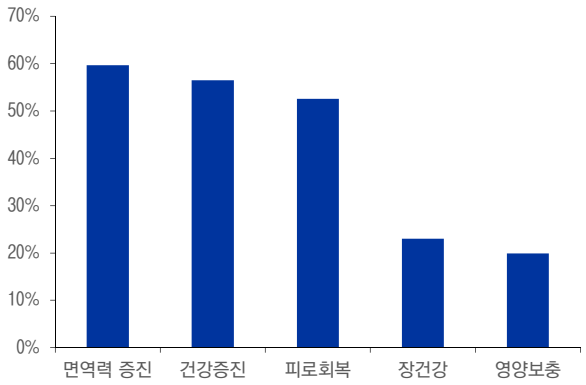
자료: 한국건강기능식품협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림19 구매 총 가구수와 가구당 평균 구매액



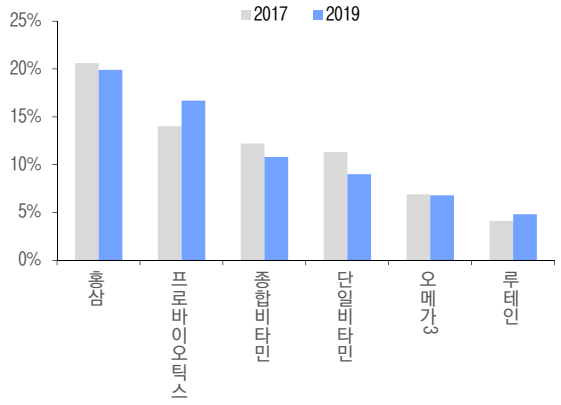
자료: 식품의약품안전처, 이베스트투자증권 리서치센터

그림20 우리나라 건강기능식품 구매목적 top 5 (2019)



자료: 한국건강기능식품협회, 이베스트투자증권 리서치센터

그림21 2017 vs 2019 우리나라 건강기능식품 구매건수 비율



자료: 식품의약품안전처, 이베스트투자증권 리서치센터

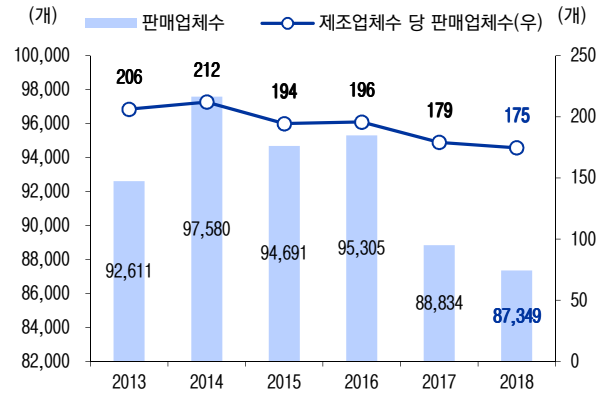
Part III 시장 환경은 OEM/ODM 업체에 우호적

국내 건강기능식품 업체 중에서는 OEM/ODM 사업자에 대한 우호적인 영업환경이 지속될 것으로 전망한다. 시장성장에 따라 판매업자 시장 경쟁이 치열해지고 있지만 진입장벽이 있는 제조업 업체 수는 크게 늘어나지 않고 있기 때문이다. 2018 년 기준 건강기능식품 관련 업체수는 8.8 만여 개 이며, 그 중 제조업체 수는 500 개에 불과하다.

건강기능식품 제조업체에 대한 진입 장벽은 더욱 높아지고 있는 추세다. 식약처는 2017 년 이후 건강기능식품 제조업 영업허가를 신청하는 업체에 반드시 GMP 기준을 적용하도록 제정(기존 의약품 생산에만 적용)했다. 2017 년 이전에 영업허가를 받은 제조업체는 최대 2020 년 12 월 1 일 이전까지 반드시 GMP 제조기준을 준수해야 한다. 2018 년 기준 GMP 인증을 완료한 제조 업체 수는 280 개로 전체의 56%이다.

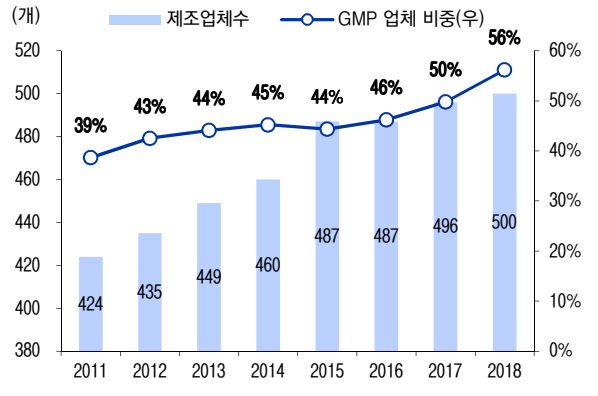
제조업체 입장에서 GMP 적용까지 관련 컨설팅, 등록비 등 각 종 부대비용 및 인증까지의 시간이 소요된다. 이는 매출액 규모가 크지 않은 건강기능식품 제조 소기업에게는 부담으로 작용할 것이다. 우리나라 건강기능식품 500 개 제조업체 중 매출액 10 억원 미만 소기업수는 349 개로 70% 비중을 차지하고 있다.

그림22 건강기능식품 판매업체수와 제조업체수 당 업체수



자료: 식품의약품안전처, 이베스트투자증권 리서치센터

그림23 건강기능식품 GMP 지정업체 수와 제조업체 내 비중



자료: 식품의약품안전처, 이베스트투자증권 리서치센터

우리나라 상장사 중 건강기능식품 제조를 전문으로 하는 업체는 콜마비앤에이치, 서흥, 노바렉스, 코스맥스엔비티 등이 있다. 4 곳 업체 모두 원료에 대한 원천기술 경쟁력을 바탕으로 제조사업을 영위하고 있다. 콜마비앤에이치는 특정 고객사(애터미)에 대한 매출액 비중이 높으며, 서흥과 노바렉스, 코스맥스엔비티는 다수 고객사에 대한 제조 포트폴리오를 관리하고 있다.

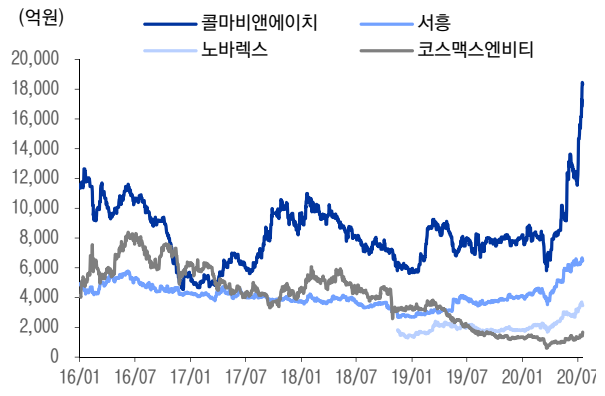
2019 년 기준 제조 4 사 합산 매출액은 1.2 조원으로 전년 동기대비 +15% 증가했다. 2014~2019 CAGR 은 +17%로 같은 기간 건강기능식품시장 연평균 성장률 +12%를 상회하고 있다. 향후 건강기능식품 시장의 지속 성장 가능성과 자본적투자가 가능한 매출액 상위 업체 수를 고려할 때 Vendor Consolidation 현상은 더욱 심화될 수 있다.

표6 국내 건강기능식품 제조 4 사 주요지표

	콜마비앤에이치	서흥	노바렉스	코스맥스엔비티	4 사 합산, 평균
시가총액(억원)	18,228	6,375	3,538	1,762	29,903
매출액(억원)	4,389	4,607	1,591	1,943	12,530
GPM(%)	21.7	19.8	18.0	8.9	17.1
OPM(%)	16.9	10.3	10.3	-5.1	8.1
지배주주순이익(억원)	545	317	147	(178)	832
매출액증가율(%)	13.6	17.1	48.3	-3.7	18.8
영업이익증가율(%)	26.5	20.6	43.9	적전	30.3
EPS(원)	1,844	2,742	1,634	-861	1,340
PER(x)	19.3	12.7	13.4	18.9	16.1
ROE(%)	23.8	11.7	17.0	-21.6	7.7

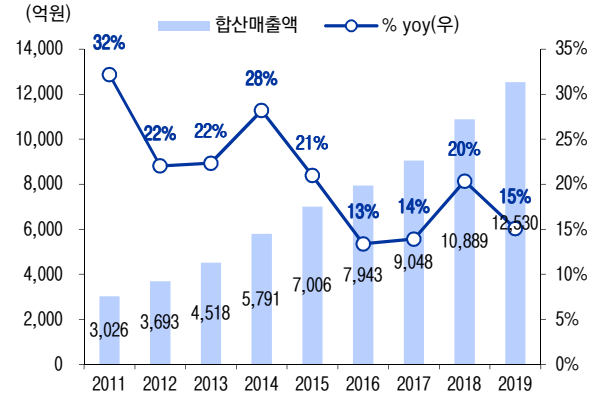
자료: 각 사, fnguide, 이베스트투자증권 리서치센터
주석: 시가총액 2020.07.24, 손익지표 2019 년, PER 2021 년 기준

그림24 제조 4 사 시가총액 추이



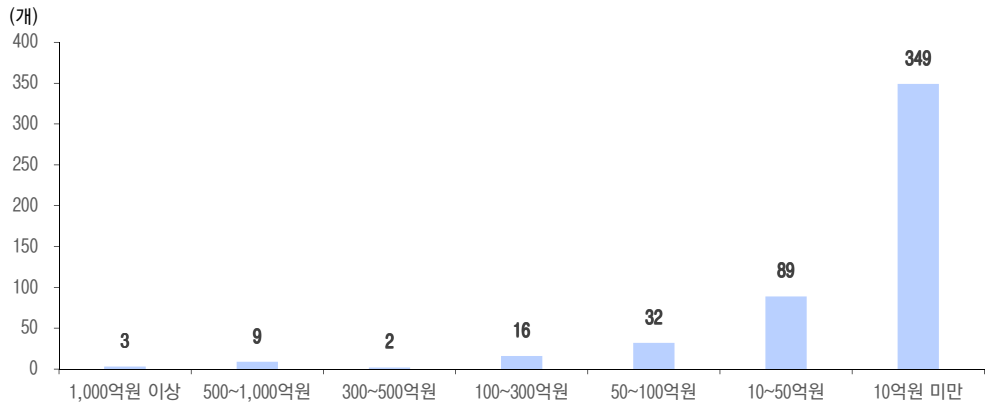
자료: Fuguide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림25 제조 4 사 합산매출액 추이



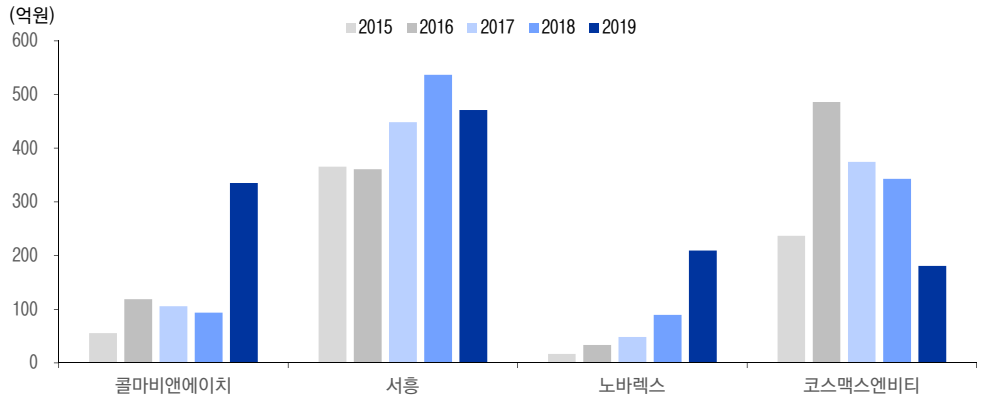
자료: Fuguide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림26 우리나라 건강기능식품 매출액 규모별 제조업체 수



자료: FIS 식품산업통계정보, 이베스트투자증권 리서치센터

그림27 우리나라 건강기능식품 OEM 4 사 CAPEX 추이



자료: 각 사, 이베스트투자증권 리서치센터

Part IV 건강기능식품 브랜드 업체 톺아보기

2018 년 기준 건강기능식품 판매업체(브랜드) 수는 8.7 만개로 건강기능식품 관련 업체 중 브랜드 업체 비중이 99.4%를 차지했다. 최근 2 년간 총 판매업체수는 감소했지만, 여전히 브랜드 업체간 경쟁이 치열한 상황이다. 이는 건강기능식품 판매업체가 신고제로 운영되다 보니 진입 장벽이 상대적으로 낮기 때문이다.

건강기능식품 브랜드 업체의 실적은 기능성원료의 유행을 주도하거나 그 해 시장에서 크게 반응을 얻는 유행 원료 제품을 얼마나 시기 적절하게 출시하느냐와 연관이 크다. 유행 원료는 해당 시기 기능성 인증을 받은 개별인정형 원료이거나 최근 코로나 사태에 각광을 받은 면역력 제품처럼 사회적으로 이슈가 되는 원료가 되기도 한다.

현재의 우리나라 건강기능식품 브랜드 시장은 다수 사업자가 기술력을 갖춘 소수 OEM, ODM 업체에 외주하여, 영업 브랜딩 역할에 집중하는 구조이다. 따라서 브랜드 업체임에도 원료, 생산, 제조, 유통을 포괄하는 서플라이 체인을 보유한 회사는 상대적으로 유동적인 경영계획이 가능하다. 유행주기가 짧은 건강기능식품 트렌드에 상대적으로 빠른 대응을 할 수 있고, 마진 컨트롤 능력이 높기 때문이다.

국내 브랜드 상장사 중 종근당홀딩스는 유산균(락토핏), 에이치엘사이언스는 여성건강(석류), 쎌바이오텍은 프로바이오틱스(듀오락) 등 주력제품은 자체생산하고, 기획제품 등 나머지는 외주생산으로 시장변화에 빠르게 대응하고 있다.

표7 건강기능식품 유행 원료 트렌드 변화

시기	유행원료	기능성 내용 및 특징
1900 년대	비타민	영양 보충
	스쿠알렉, 키토산	혈액순환, 면역력 강화
2000 년대	홍삼	면역기능 강화
	클로렐라	5 대 영양소, 미네랄 함유
	감마리놀레산	관절염 예방, 혈액순환 촉진, 여성질환 예방
	밀크씨슬	간 건강
	루테인	눈 건강
	가르시니아캄보지아 추출물	체지방 분해
	프로바이오틱스	면역기능 강화, 장 건강
최근	새싹보리, 타트체리 등	각 종 건강식품
	콜라겐 등 이너뷰티	피부건강
	질건강 프로바이오틱스 등	기능성 강화한 프로바이오틱스

자료: 식품산업통계정보, 이베스트투자증권 리서치센터

2019 년 기준 브랜드 4 사 합산 매출액은 10,200 억원으로 전년 동기대비 +37% 증가했다. 2014~2019 CAGR 은 +34%로 같은 기간 건강기능식품시장 연평균 성장률 +12%를 상회했다. 성장속도의 기울기는 개별기업별로 차이가 있지만 대체로 시장 성장을 크게 상회하고 있다.

표8 국내 건강기능식품 브랜드 4 사 주요지표

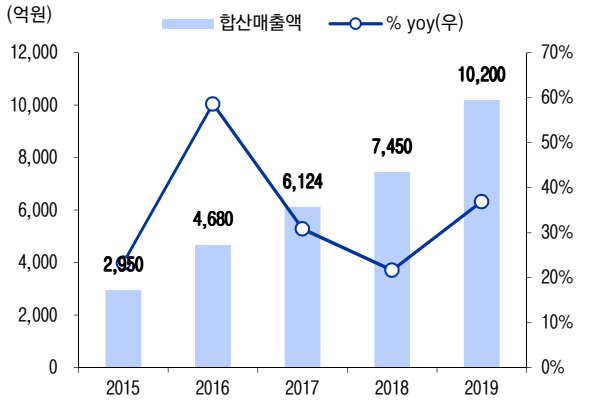
	종근당홀딩스	에이치엘사이언스	쎌바이오텍	뉴트리	4 사 합산, 평균
시가총액(억원)	6,012	2,910	1,556	2,345	12,823
매출액(억원)	7,206	1,283	460	1,251	10,200
GPM(%)	45.6	75.6	76.6	77.2	68.7
OPM(%)	11.2	18.5	12.6	9.6	13.0
지배주주순이익(억원)	450	197	72	95	815
매출액증가율(%)	35.7	100.1	-26.5	43.5	38.2
영업이익증가율(%)	60.4	93.4	-73.3	20.8	25.3
EPS(원)	8,988	3,839	769	1,056	3,663
PER(x)	10.7	n/a	8.4	8.7	6.2
ROE(%)	11.3	27.4	6.9	17.6	15.8

자료: 이베스트투자증권 리서치센터
주석: 시가총액 2020.07.24, 손익지표 2019 년, PER 2021 년 기준

그림28 브랜드 4 사 시가총액 추이

자료: Fuguide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림29 제조 4 사 합산매출액 추이



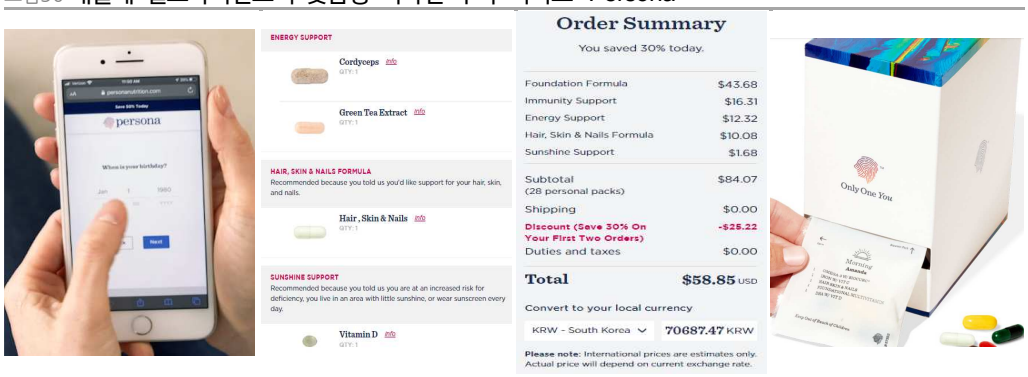
자료: Fuguide, 이베스트투자증권 리서치센터

우리나라 건강기능식품 브랜드 사업자를 톺아보기 위해서는 글로벌 건강기능식품 브랜드 사업자의 동향도 참고할 필요가 있다. 건강기능식품 시장은 매우 트렌디하면서, 미국과 유럽이 글로벌 시장을 주도하는 트렌드세터이기 때문이다.

그 중 네슬레는(Nestle Health & Science)는 건강기능식품 브랜드 인수합병으로 건강기능식품 브랜드 포트폴리오를 확장하면서 시장 내 지위를 견고히 하고 있다. 2018 에는 천연물 유래 보충제 브랜드 'Atrium Innovation(에이트리움 이노베이션)', 2019 에는 맞춤형 비타민 구독 서비스 스타트업 'Persona(페르소나)', 2020 년에는 미국 내 콜라겐 선도 브랜드 'Vital Protein'을 인수했다.

Persona 는 90 여 종의 비타민 및 영양제로 5 조 개 이상의 소비자 맞춤형 보충제 조합을 구독 서비스 형태로 제공한다. 사전 설문을 통해 기본적으로 소비자의 성별, 나이, 연령대 등을 고려하여 제품 조합을 제시한다. 만성질환자, 알러지 등 환자의 경우에는 처방전 등을 참고해 사내 닥터가 영양성분을 구성한다.

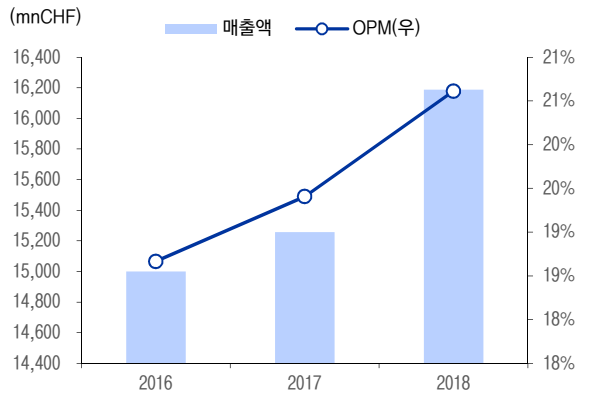
그림30 네슬레 헬스사이언스의 맞춤형 비타민 구독 서비스 'Persona'



설문→ 진단→ 결제→ 정기구독

자료: Nestle, 이베스트투자증권 리서치센터

그림31 Nestle Health&Science 매출액과 영업이익률 추이



자료: Nestle, 이베스트투자증권 리서치센터

그림32 Nestle 브랜드 포트폴리오 전략

자료: Nestle, 이베스트투자증권 리서치센터

우리나라도 맞춤형 건강기능식품에 대한 개념이 점차 생성되고 있다. 지난 4 월 산업통상자원부가 개인맞춤형 건강기능식품 판매를 생활밀착형 규제 샌드박스 과제로 승인했기 때문이다. 이에 따라 특례 대상으로 선정된 일부 업체는 '건강기능식품을 소분하여 판매하는 것이 가능'해졌다. 특례에 선정된 업체들은 관련 법규가 정식화 되기 전까지 경쟁사에 앞서 관련 영업을 시작할 수 있다.

표9 4/27 승인된 우리나라 건강기능식품 규제 샌드박스

구분	내용
현행 규제	건강기능식품법상 건강기능식품 판매업소는 건강기능식품을 소분하여 판매하는 것이 불가
규제 샌드박스	실증특례에 선정된 7 개 업체에 한해 개인맞춤형 건강기능식품 추천, 판매 허용
내용	설문, 개인용의료기기 자가 측정 및 DTC 유전자 검사 결과 통해 건강기능식품 추천
기대 효과	소비자에게 필요한 성분을 개인맞춤형으로 소분, 판매함으로써 과다 섭취 및 오남용 방지 1 회 분량으로 섭취가능하여 소비자의 편의성 증대 온라인 정기 구매로 비대면 서비스 활성화
특례 업체	풀무원건강생활, 아모레퍼시픽, 한국암웨이, 허벌라이프, 빅썸, 코스맥스엔비티, 모노랩스
제형 규제	소분판매시 변화가 거의 없는 6 개 제형(정제, 캡슐, 편상, 바, 젤리)으로 제한

자료: 산업통상자원부, 이베스트투자증권 리서치센터

표10 건강기능식품 규제 샌드박스 특례 업체와 제조사

신청기업	판매업 영업장	제조사
풀무원건강생활	5	풀무원건강생활
아모레퍼시픽	6	에스트라
한국암웨이	5	미국암웨이(수입), 한국암웨이(국내 OEM)
허벌라이프	5	코스맥스바이오, 허벌라이프(수입)
빅썸	100	네추럴웨이
코스맥스엔비티	5	코스맥스엔비티
모노랩스	26	콜마비앤에이치

자료: 산업통상자원부, 이베스트투자증권 리서치센터

기업분석

콜마비앤에이치 (200130)	24
서흥 (008490)	28
노바렉스 (194700)	34
종근당홀딩스 (001630)	40
코스맥스엔비티 (222040)	44
에이치엘사이언스 (239610)	48
쎌바이오텍 (049960)	52

Universe

종목명	투자판단	목표주가
콜마비앤에이치	Buy (유지)	78,000 원(상향)
서흥	Buy (유지)	70,000 원(유지)
노바렉스	Buy (신규)	54,000 원(신규)
종근당홀딩스	Not Rated	Not Rated
코스맥스엔비티	Not Rated	Not Rated
에이치엘사이언스	Not Rated	Not Rated
쎌바이오텍	Not Rated	Not Rated

콜마비앤에이치 (200130)

2020. 7. 28 | Mid-Small Cap

Analyst 조은애
02. 3779-8955
hyunyong.kim@ebestsec.co.kr

증설계획 업데이트

Buy (maintain)

목표주가 78,000 원
현재주가 60,200 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	○	

상위 OEM 업체로 건강기능식품 주문이 몰리고 있다

동사는 2019 년~1Q20 까지 애터미 및 비애터미향 주문물량 증가 추이를 감안해 분기평균 90 억원 규모의 Capex 를 진행했다. 2020 년 하반기부터는 애터미 차이나 효과로 본격적인 투자회수기에 진입할 전망이다. 2020 년 기준 애터미향 매출액은 3,625 억원(+15% yoy), 비애터미향 매출액은 약 1,128 억원(+76% yoy)을 전망한다.

국내외 증설 진행 상황

2020 년 하반기부터는 애터미 차이나 매출 동향, 이에 따른 증설 계획 등이 기업가치의 주요 변수가 될 것으로 예상한다. 음성 3 공장은 현재 기계설비 설치 중으로 9 월 중 완공이 예상된다. 음성 3 공장이 완공되면 국내 총 Capa 는 3,000 억원으로 확대된다. 여기에 추가적인 생산능력 확보를 위해 비워둔 대전공장(500 억원 Capa)은 언제든지 생산에 활용이 가능한 상태다.

강소콜마는 9 월 가동을 목표로 1 기 기준 700 억 Capa(총 Capa 2,000 억원)를 증설 중이다. 연태는 하반기 1 기 기준 200 억 Capa(총 Capa 500 억원) 선가동을 위한 등록 절차에 있다.

목표주가 78,000 원으로 상향

콜마비앤에이치에 대해 기존 62,000 에서 78,000 원으로 목표주가를 상향한다. 목표주가는 2021 년 예상 EPS 에 Target PER 19.5 배를 적용해 산출했다. Target Per 은 국내 건강기능식품 OEM 업체(15.0x)와 중국 exposure 가 높은 화장품 ODM PER(15.1x)의 30% 프리미엄 적용한 수치다. 2021 년 중국 매출액이 온기 반영되면 중국 수출매출이 전체 매출비중 내 20% 이상을 달성하면서 본격적인 Multiple 리레이팅 구간에 진입할 전망이다.

Stock Data

KOSDAQ (7/27)		801.23 pt
시가총액		17,785 억원
발행주식수		29,544 천주
52 주 최고가 / 최저가		63,200/19,650 원
90 일 일평균거래대금		253 억원
외국인 지분율		5.8%
배당수익률(17.12E)		0.5%
BPS(20.12E)		11,054 원
KOSDAQ 대비	1 개월	43.7%
	6 개월	87.9%
	12 개월	97.3%
주주구성	한국콜마홀딩스 (외 5 인)	59.5%
	한국원자력연구원(외 1 인)	6.0%

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	21.0	17.0	5.7	30.9
2018	386.4	58.5	64.2	49.3	1,637	5.6	63	12.2	8.6	2.9	25.9
2019	438.9	74.1	72.1	54.8	1,844	12.7	79	33.5	22.0	7.2	23.8
2020E	545.9	104.6	105.5	82.0	2,760	49.6	111	21.8	14.8	5.4	28.2
2021E	742.7	148.4	149.5	116.6	3,932	42.5	156	15.3	10.0	4.1	30.6

자료: 콜마비앤에이치, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표11 PER 목표주가 산출

구분	2017	2018	2019	12M FWD	2021E
EPS(원)	1,549	1,637	1,844	3,419	3,932
발행주식수(천주)	29,544	29,544	29,544	29,544	29,544
Target PER(x)				19.5	19.5
적정 시가총액(십억원)				20,000	23,000
목표주가(원)				68,000	78,000
현재주가(원)				60,200	60,200
상승여력				13%	30%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표12 콜마비앤에이치 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	1,366	1,475	4,389	5,459	7,427
% yoy	*10%*	*28%*	*21%*	*-1%*	*21%*	*14%*	*16%*	*38%*	*14%*	*24%*	*36%*
별도매출액	928	1,021	961	931	1,105	1,146	1,214	1,289	3,842	4,753	6,617
% yoy	*11%*	*28%*	*24%*	*-2%*	*20%*	*12%*	*26%*	*38%*	*15%*	*24%*	*39%*
건강기능식품	572	673	636	653	798	855	872	916	2,534	3,441	4,905
% yoy					*40%*	*27%*	*37%*	*40%*	*26%*	*36%*	*43%*
화장품	357	348	325	278	*306*	*291*	*342*	*373*	*1,308*	*1,312*	*1,712*
% yoy					*-14%*	*-16%*	*5%*	*34%*	*-3%*	*0%*	*30%*
매출총이익	212	243	227	268	298	310	314	339	950	1,262	1,807
% Sales	*20%*	*21%*	*21%*	*25%*	*23%*	*23%*	*23%*	*23%*	*22%*	*23%*	*24%*
영업이익	167	198	174	201	241	256	262	286	741	1,046	1,484
% Sales	*16%*	*17%*	*16%*	*19%*	*19%*	*19%*	*19%*	*19%*	*17%*	*19%*	*20%*
지배주주순이익	134	155	137	120	184	202	207	221	545	815	1,162
% yoy	*28%*	*47%*	*13%*	*-22%*	*38%*	*30%*	*52%*	*85%*	*13%*	*41%*	*33%*
% Sales	*13%*	*13%*	*13%*	*11%*	*14%*	*15%*	*15%*	*15%*	*12%*	*15%*	*16%*

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표13 콜마비앤에이치 국내외 Capa 현황

국가	생산기지	완공	제품	Capa(억원)
한국	세종	2012.06	식품 및 화장품 소재	1,000
	음성 1, 2	2014.12	건강기능식품	1,000
	음성 3 공장	2020.09	건강기능식품	1,000
	대전*	2009.01	건강기능식품	500
중국	연태콜마*	2020 하반기	건강기능식품	500
	강소콜마*	2020.09	건강기능식품	2,000
			국내+중국	6,000

자료: 콜마비앤에이치, 이베스트투자증권 리서치센터
주석: 연태는 하반기 1 기 기준 200 억 캐파 선가동, 강소는 하반기 1 기 기준 700 억 캐파로 7 월 선가동, 대전은 현재 창고로 활용중

표14 애터미 차이나 매출액 전망 시나리오

(단위: 억원, 만명, 원)

구분	2019 매출액	회원수	APRU	건기식 APRU	화장품 ARPU	비고
애터미 한국	9,848	300	328,262	143,339	121,448	
애터미 대만	1,663	88	188,591	82,350	60,349	
Amway China	17,945	300	598,167	261,196	191,413	
3 사 평균 ARPU			371,673	162,295	124,404	
시나리오 1. BULL				162,295	124,404	사업 안정화 단계 3 사 ARPU 0% 할인
시나리오 2. BASE				81,148	62,202	사업 확장단계 3 사 ARPU 50% 할인
시나리오 3. BEAR				48,689	37,321	사업 초기단계 3 사 ARPU 의 70% 할인
				건기식 매출액	화장품 매출액	
A. 1 차 사업연도 애터미 차이나 건강기능식품 매출액(억원)				1,461	358	3 사 ARPU 70% 할인한 BEAR 시나리오적용
B. 콜마비앤에이치 인식 매출액(억원)				638	358	B=A*납품 원가율=996 억원

자료: 콜마비앤에이치, 애터미, Amway China, 이베스트투자증권 리서치센터

콜마비앤에이치 (200130)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	157.2	151.8	207.4	282.0	383.1
현금 및 현금성자산	34.5	29.2	59.6	125.2	216.9
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
비유동자산	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
자산총계	**271.2**	**291.5**	**386.4**	**482.3**	**594.4**
유동부채	90.3	81.5	116.1	132.8	137.5
매입채무 및 기타재무	64.7	57.4	84.2	93.8	98.5
단기금융부채	14.2	9.2	11.3	14.2	13.1
기타유동부채	11.5	14.9	20.7	24.9	25.9
비유동부채	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
부채총계	**93.3**	**85.0**	**131.8**	**153.5**	**158.3**
지배주주지분	168.8	204.7	252.4	326.6	433.9
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	288.6	395.9
비지배주주지분(연결)	9.1	1.9	2.1	2.2	2.2
자본총계	**177.9**	**206.5**	**254.6**	**328.8**	**436.1**

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	**337.6**	**386.4**	**438.9**	**545.9**	**742.7**
매출원가	276.4	309.3	343.9	419.7	561.9
매출총이익	**61.2**	**77.0**	**95.0**	**126.2**	**180.7**
판매비 및 관리비	12.5	18.5	20.9	21.6	32.4
영업이익	**48.8**	**58.5**	**74.1**	**104.6**	**148.4**
(EBITDA)	52.2	62.7	79.3	111.3	155.5
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
세전계속사업이익	**59.0**	**64.2**	**72.1**	**105.5**	**149.5**
계속사업법인세비용	11.5	14.9	17.3	23.4	32.9
계속사업이익	47.4	49.3	54.8	82.0	116.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**47.4**	**49.3**	**54.8**	**82.0**	**116.6**
지배주주	45.8	48.4	54.5	81.5	116.2
총포괄이익	**47.3**	**49.3**	**54.9**	**82.0**	**116.6**
매출총이익률 (%)	18.1	19.9	21.6	23.1	24.3
영업이익률 (%)	14.4	15.2	16.9	19.2	20.0
EBITDA 마진률 (%)	15.5	16.2	18.1	20.4	20.9
당기순이익률 (%)	14.1	12.8	12.5	15.0	15.7
ROA (%)	21.3	17.2	16.1	18.8	21.6
ROE (%)	30.9	25.9	23.8	28.2	30.6
ROIC (%)	49.3	36.4	34.4	45.0	59.2

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	**53.2**	**22.0**	**76.8**	**92.3**	**121.4**
당기순이익(손실)	47.4	64.2	72.1	87.5	116.6
비현금수익비용가감	5.5	0.8	10.5	6.6	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	-0.4
영업활동 자산부채변동	10.3	-31.2	9.4	3.1	-1.9
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	11.2	4.8
기타자산, 부채변동	-0.3	-7.8	-5.6	-0.2	0.3
투자활동 현금	**-31.5**	**-2.7**	**-49.7**	**-28.7**	**-19.7**
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
재무활동 현금	**-4.2**	**-24.5**	**3.2**	**1.8**	**-10.0**
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
현금의 증가	**17.5**	**-5.2**	**30.4**	**65.6**	**91.7**
기초현금	17.0	34.5	29.2	59.6	125.2
기말현금	34.5	29.2	59.6	125.2	216.9

주요 투자지표

	2017	2018	2019	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	21.0	12.2	32.6	21.8	15.3
P/B	5.7	2.9	7.0	5.4	4.1
EV/EBITDA	17.0	8.6	21.4	14.8	10.0
P/CF	18.2	9.1	21.6	18.9	14.4
배당수익률 (%)	0.5	1.0	0.4	0.5	0.6
성장성 (%)					
매출액	0.0	14.5	13.6	24.4	36.0
영업이익	0.0	20.0	26.5	41.2	41.9
세전이익	0.0	8.9	12.2	46.4	41.7
당기순이익	0.0	4.0	11.0	49.8	42.1
EPS	0.0	5.6	12.7	49.6	42.5
안정성 (%)					
부채비율	52.4	41.2	51.8	46.7	36.3
유동비율	174.0	186.2	178.6	212.3	278.6
순차입금/자기자본(x)	-42.1	-24.8	-30.8	-41.3	-52.8
영업이익/금융비용(x)	170.9	209.7	213.4	202.5	287.3
총차입금 (십억원)	14	9	24	33	31
순차입금 (십억원)	-75	-51	-78	-136	-230
주당지표(원)					
EPS	1,549	1,637	1,844	2,760	3,932
BPS	5,713	6,928	8,544	11,054	14,686
CFPS	1,793	2,200	2,793	3,185	4,173
DPS	160	200	250	300	350

자료: 콜마비앤에이치, 이베스트투자증권 리서치센터, IFRS 연결기준

서흥 (008490)

2020. 7. 28 | Mid-Small Cap

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

2Q20 Preview: 건기식 호조 지속

Buy(maintain)

목표주가 70,000 원
현재주가 56,500 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	●	

2Q20 Preview

동사의 2Q20 예상 실적은 매출액 1,453 억원(+25.9% yoy), 영업이익 174 억원(+27.5% yoy, OPM 11.9%), 순이익(지배주주) 111 억원(+7.7% yoy)을 전망한다. 이는 매출액 기준으로는 사상 최대 실적을 기대하는 것이다. 다만, 영업이익은 일회성 비용(ex 성과급) 등이 일부 반영될 것으로 보여 1Q20 대비 소폭 낮은 수준일 것으로 보인다. 중요한 점은 이러한 일회성을 제외할 경우 영업이익도 분기 최대 실적일 것이기 때문에 현재 상황이 매우 좋다.

실적이 개선될 것이라고 보는 이유는 건강기능식품 사업에서 2Q19 445 억원 → 2Q20 631 억원으로 +42.0% yoy, +2.7% qoq 고성장을 예상하기 때문이다. 국내 건강기능식품 ODM/OEM 업체들은 코로나 19 의 영향으로 수요가 급증한 데 수혜를 받아 실적개선이 진행되고 있으며, 이러한 흐름이 7~8 월에도 유지되고 있어 3Q20 실적도 긍정적일 것이다.

2Q 하반기 하드캡슐 부문에서도 기대감이 있다.

동사는 2019 년 3 분기 베트남에 하드캡슐 생산설비 8 대를 추가(국내 45 대, 베트남 30 대 → 38 대, 4Q20 +4 대 추가 예정)하였다. 과거 경험을 고려했을 때 신규 설비가 투입되면 1 년정도 수율 정상화 기간이 필요하기 때문에 신규 투자 이후 수익성은 적자 or BEP 수준을 보이다가 1 년 정도 이후에 마진율이 회복된다. 이에 3Q20 이후 하드캡슐 사업부문에서 수익성 개선이 진행될 가능성이 높아 하반기에도 영업이익 YoY 성장이 유지될 것으로 기대된다.

매년 성장하는 기업

동사의 매출액은 2009 년 ~ 2019 년 CAGR 12.2%(역성장 없음)을 기록하였으며, 2020 년에는 이보다 높은 22.4% 수준의 외형성장이 기대된다. 이는 2020 년 코로나 19 에 대한 수혜로 건강기능식품 사업부문의 실적이 고성장 중이라는 점이 부각되고 있지만, 이와는 별개로 과거에도 추세적인 성장이 진행되었다는 것이 중요하다. 향후에도 하드캡슐과 건기식 사업의 고른 성장 흐름이 지속될 것으로 보여 중 · 장기적인 관점에서 동사의 실적추이를 살펴봐야 할 것이다.

Stock Data

KOSPI(7/27)		2,217.86 pt
시가총액		6,537 억원
발행주식수		11,569 천주
52 주 최고가 / 최저가		57,500 / 29,750 원
90 일 일평균거래대금		42 억원
외국인 지분율		12.6%
배당수익률(20.12E)		0.8%
BPS(20.12E)		29,800 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월	-1.9%
	6 개월	53.5%
	12 개월	73.8%
주주구성	양주환외 7 인	53.2%
	국민연금공단	9.9%
	자사주	3.9%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2018	393.5	39.3	35.1	29.4	2,315	14.5	66.0	10.1	8.0	1.0	9.5
2019	460.7	47.4	44.9	37.4	2,853	23.3	77.2	12.1	8.9	1.4	11.1
2020E	563.8	60.3	58.0	46.5	3,579	25.5	92.9	15.8	10.2	1.9	12.4
2021E	616.8	67.3	65.0	52.0	4,007	12.0	98.2	14.1	9.7	1.7	12.2
2022E	671.4	76.2	73.9	58.6	4,513	12.6	105.5	12.5	9.1	1.5	12.3

자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

실적전망

표15 연간실적 전망

(단위: 억원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**3,041**	**3,404**	**3,500**	**3,935**	**4,607**	**5,638**	**6,168**	**6,714**
YoY	*4.5%*	*11.9%*	*2.8%*	*12.4%*	*17.1%*	*22.4%*	*9.4%*	*8.9%*
하드캡슐	1,171	1,237	1,312	1,439	1,671	1,720	1,832	1,939
의약품	459	639	530	544	564	616	671	725
건강기능식품	963	1,105	1,212	1,427	1,749	2,372	2,667	2,983
원료	335	333	386	439	513	835	908	981
상품 & 기타	112	90	61	86	110	96	90	87
% YoY								
하드캡슐	*10.1%*	*5.6%*	*6.0%*	*9.7%*	*16.2%*	*2.9%*	*6.5%*	*5.9%*
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%*	*35.6%*	*12.5%*	*11.8%*
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%*
% of Sales								
하드캡슐	38.5%	36.3%	37.5%	36.6%	36.3%	30.5%	29.7%	28.9%
의약품	15.1%	18.8%	15.1%	13.8%	12.2%	10.9%	10.9%	10.8%
건강기능식품	31.7%	32.5%	34.6%	36.3%	38.0%	42.1%	43.2%	44.4%
원료	11.0%	9.8%	11.0%	11.2%	11.1%	14.8%	14.7%	14.6%
상품 & 기타	3.7%	2.6%	1.7%	2.2%	2.4%	1.7%	1.5%	1.3%
생산실적(Q)								
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
ASP(P)								
하드캡슐(원)	3.5	3.6	3.7	4.0	4.4	4.4	4.6	4.7
YoY	*-5.5%*	*2.8%*	*2.4%*	*6.8%*	*11.2%*	*0.7%*	*3.7%*	*2.8%*
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%*
영업이익	**338**	**401**	**373**	**393**	**474**	**603**	**673**	**762**
% of sales	11.1%	11.8%	10.7%	10.0%	10.3%	10.7%	10.9%	11.4%
% YoY	*16.2%*	*18.6%*	*-7.0%*	*5.4%*	*20.6%*	*27.3%*	*11.5%*	*13.3%*
사업부별 OPM								
캡슐(건기식 포함)	287	322	279	293	323	494	542	598
OPM	*11.1%*	*10.8%*	*9.1%*	*8.6%*	*8.1%*	*10.5%*	*10.5%*	*10.6%*
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

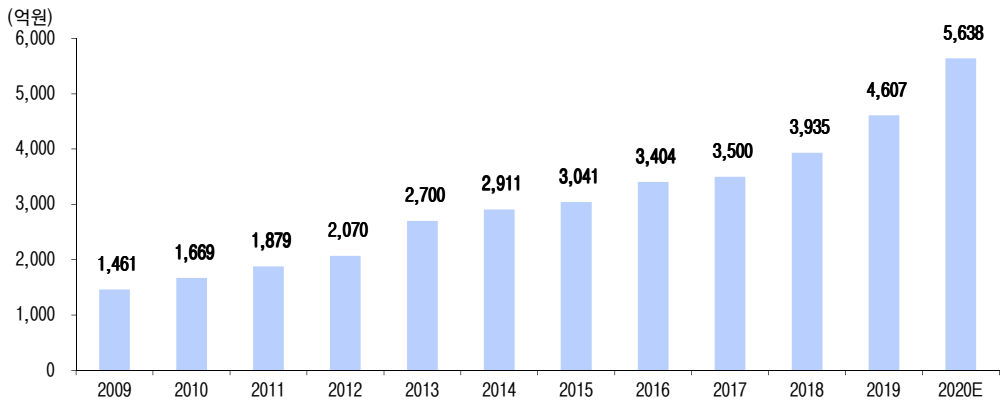
자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

표16 분기실적 전망

(단위: 억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	**1,178**	**1,154**	**1,128**	**1,148**	**1,430**	**1,453**	**1,407**	**1,348**
YoY	*18.9%*	*10.9%*	*19.0%*	*20.1%*	*21.4%*	*25.9%*	*24.8%*	*17.5%*
하드캡슐	428	417	407	418	404	441	439	436
의약품	139	137	147	141	156	149	156	155
건강기능식품	451	445	406	447	615	631	579	547
원료	114	125	147	127	230	198	211	196
상품 & 기타	45	30	20	14	26	34	22	15
% YoY								
하드캡슐	*22.7%*	*8.1%*	*14.3%*	*20.5%*	*-5.8%*	*5.9%*	*7.7%*	*4.2%*
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%*	*42.0%*	*42.5%*	*22.5%*
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%*
% of Sales								
하드캡슐	36.4%	36.1%	36.1%	36.5%	28.2%	30.4%	31.2%	32.3%
의약품	11.8%	11.9%	13.0%	12.3%	10.9%	10.2%	11.1%	11.5%
건강기능식품	38.3%	38.5%	36.0%	38.9%	43.0%	43.4%	41.2%	40.6%
원료	9.7%	10.9%	13.0%	11.1%	16.1%	13.6%	15.0%	14.5%
상품 & 기타	3.8%	2.6%	1.8%	1.2%	1.8%	2.4%	1.5%	1.1%
생산실적(Q)								
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
ASP(P)								
하드캡슐(원)	5.1	4.3	4.3	3.9	4.2	4.6	4.6	4.3
YoY	*24.8%*	*7.0%*	*21.6%*	*-5.4%*	*-18.2%*	*5.6%*	*7.4%*	*9.0%*
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%*
영업이익	**125**	**136**	**125**	**88**	**185**	**174**	**147**	**98**
% of sales	10.6%	11.8%	11.1%	7.7%	12.9%	11.9%	10.4%	7.3%
% YoY	*21.7%*	*13.3%*	*55.4%*	*-2.0%*	*47.9%*	*27.5%*	*17.6%*	*11.4%*
사업부별 OPM								
캡슐(건기식 포함)	90	100	76	57	152	145	117	80
OPM	*8.8%*	*10.0%*	*7.9%*	*5.7%*	*12.9%*	*11.9%*	*9.9%*	*7.1%*
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

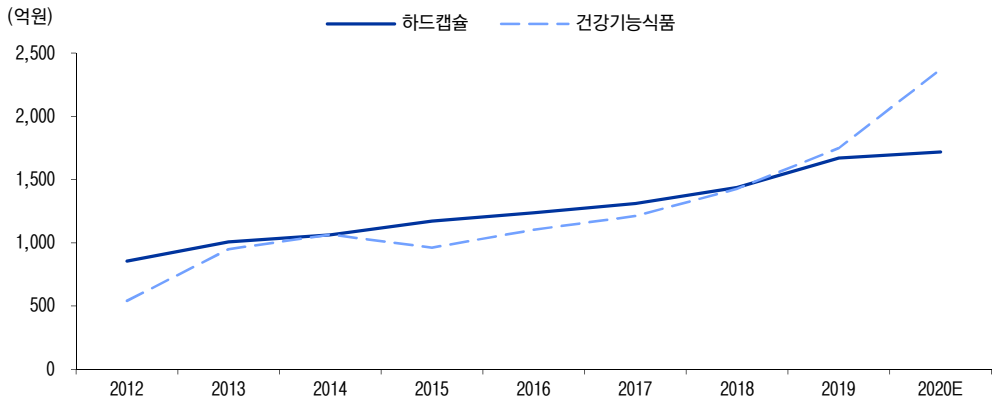
자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림33 서흥 매출액 추이: 과거 10 년간 역성장 없음, 2020 년에는 성장폭 확대 전망



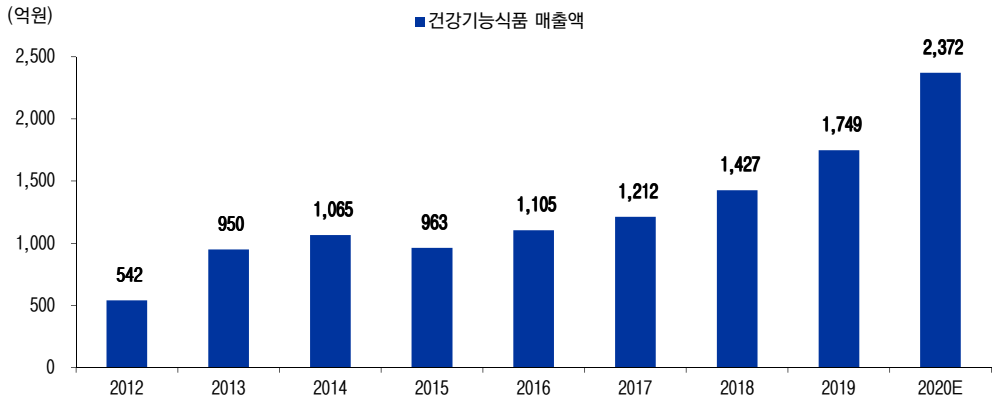
자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터
주: IFRS 연결기준

그림34 서흥 하드캡슐 & 건강기능식품 매출액 추이



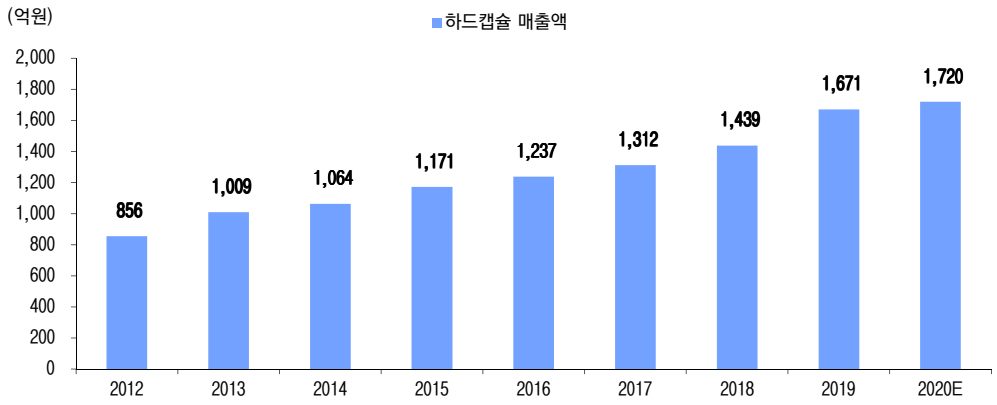
자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림35 서흥 건강기능식품 매출액 추이



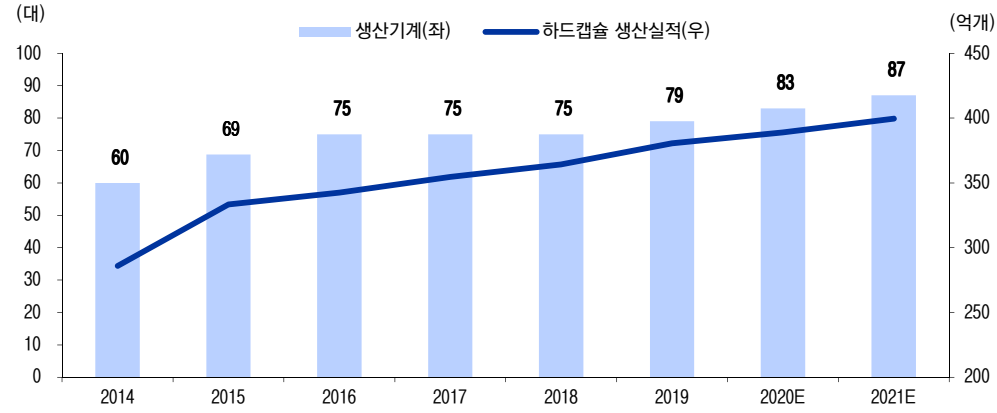
자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림36 서흥 하드캡슐 매출액 추이



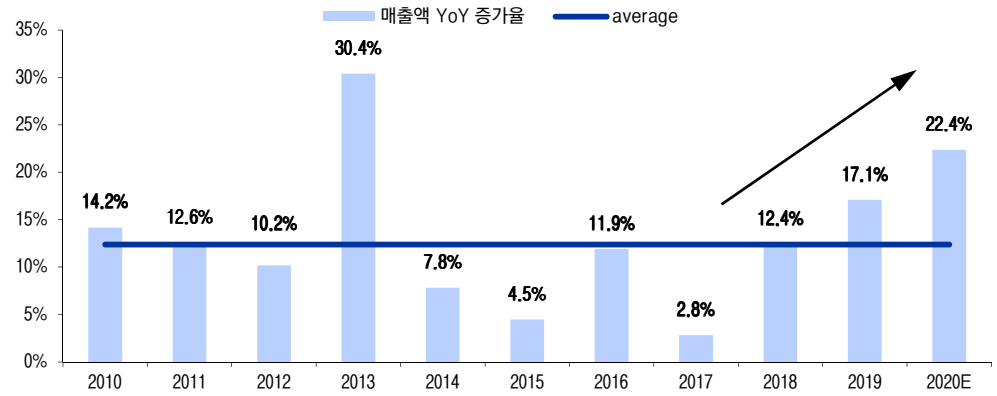
자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림37 서흥 하드캡슐 생산 설비



자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

그림38 서흥 매출액 증가율 추이



자료: 서흥, 이베스트투자증권 리서치센터, 주: IFRS 연결기준

서흥 (008490)

재무상태표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	214.0	264.6	287.2	304.5	327.2
현금 및 현금성자산	13.2	23.0	16.2	9.4	7.1
매출채권 및 기타채권	75.7	86.2	99.1	108.4	118.0
재고자산	116.2	141.0	157.4	172.2	187.4
기타유동자산	8.9	14.4	14.5	14.5	14.6
비유동자산	425.1	444.3	474.0	499.7	526.1
관계기업투자등	24.1	16.6	20.3	22.2	24.1
유형자산	381.6	392.0	412.2	433.2	454.7
무형자산	10.8	8.1	7.7	7.3	6.9
자산총계	**639.1**	**708.9**	**761.1**	**804.2**	**853.3**
유동부채	193.9	196.3	198.6	202.2	206.3
매입채무 및 기타재무	29.1	38.9	41.6	45.5	49.5
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
부채총계	**330.9**	**379.9**	**382.1**	**385.6**	**389.5**
지배주주지분	273.6	295.6	345.7	385.2	430.4
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	305.3	344.9	390.0
비지배주주지분(연결)	34.6	33.4	33.4	33.4	33.4
자본총계	**308.2**	**329.0**	**379.1**	**418.6**	**463.8**

손익계산서

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	**393.5**	**460.7**	**563.8**	**616.8**	**671.4**
매출원가	319.2	369.4	458.3	500.9	543.1
매출총이익	**74.3**	**91.4**	**105.6**	**115.9**	**128.3**
판매비 및 관리비	35.0	44.0	45.2	48.6	52.1
영업이익	**39.3**	**47.4**	**60.3**	**67.3**	**76.2**
(EBITDA)	66.0	77.2	92.9	98.2	105.5
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	3.0	2.9
세전계속사업이익	**35.1**	**44.9**	**58.0**	**65.0**	**73.9**
계속사업법인세비용	5.7	7.5	11.5	13.0	15.3
계속사업이익	29.4	37.4	46.5	52.0	58.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**29.4**	**37.4**	**46.5**	**52.0**	**58.6**
지배주주	25.7	31.7	39.8	44.6	50.2
총포괄이익	**20.0**	**31.6**	**46.5**	**52.0**	**58.6**
매출총이익률 (%)	18.9	19.8	18.7	18.8	19.1
영업이익률 (%)	10.0	10.3	10.7	10.9	11.4
EBITDA 마진률 (%)	16.8	16.8	16.5	15.9	15.7
당기순이익률 (%)	7.5	8.1	8.2	8.4	8.7
ROA (%)	4.2	4.7	5.4	5.7	6.1
ROE (%)	9.5	11.1	12.4	12.2	12.3
ROIC (%)	6.3	6.9	7.7	7.9	8.4

현금흐름표

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	**49.0**	**22.1**	**50.1**	**48.0**	**51.3**
당기순이익(손실)	29.4	37.4	46.5	52.0	58.6
비현금수익비용가감	42.6	51.4	30.2	16.2	13.5
유형자산감가상각비	26.4	29.4	32.2	30.5	29.0
무형자산상각비	0.2	0.4	0.4	0.4	0.4
기타현금수익비용	-1.9	-3.7	-2.4	-14.8	-15.9
영업활동 자산부채변동	-11.2	-52.3	-26.6	-20.2	-20.8
매출채권 감소(증가)	-5.2	-11.5	-12.9	-9.3	-9.6
재고자산 감소(증가)	-3.4	-25.2	-16.4	-14.8	-15.2
매입채무 증가(감소)	2.1	3.8	2.7	3.9	4.0
기타자산, 부채변동	-4.7	-19.4	0.0	0.0	0.0
투자활동 현금	**-50.8**	**-45.8**	**-52.2**	**-49.5**	**-48.5**
유형자산처분(취득)	-53.6	-47.1	-52.4	-51.6	-50.5
무형자산 감소(증가)	-0.7	0.7	0.0	0.0	0.0
투자자산 감소(증가)	-0.3	-5.5	0.2	2.0	2.0
기타투자활동	3.8	6.1	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금	**3.2**	**33.9**	**-4.7**	**-5.3**	**-5.0**
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
현금의 증가	**1.8**	**9.9**	**-6.8**	**-6.8**	**-2.3**
기초현금	11.4	13.2	23.0	16.2	9.4
기말현금	13.2	23.0	16.2	9.4	7.1

주: IFRS 연결 기준, 자료: 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
투자지표 (x)					
P/E	10.1	12.1	15.4	13.8	12.2
P/B	1.0	1.4	1.8	1.7	1.5
EV/EBITDA	8.0	8.9	10.1	9.6	8.9
P/CF	3.8	4.5	8.3	9.4	8.8
배당수익률 (%)	1.5	1.2	0.8	0.8	0.8
성장성 (%)					
매출액	12.4	17.1	22.4	9.4	8.9
영업이익	5.4	20.6	27.3	11.5	13.3
세전이익	13.3	27.9	29.3	12.0	13.7
당기순이익	11.3	27.2	24.4	11.9	12.7
EPS	14.5	23.3	25.5	12.0	12.6
안정성 (%)					
부채비율	107.4	115.5	100.8	92.1	84.0
유동비율	110.4	134.8	144.6	150.6	158.6
순차입금/자기자본(x)	83.9	88.4	78.4	72.5	65.8
영업이익/금융비용(x)	4.9	5.0	5.8	6.4	7.3
총차입금 (십억원)	273.4	322.0	321.5	321.0	320.9
순차입금 (십억원)	258.5	290.8	297.0	303.3	305.3
주당지표 (원)					
EPS	2,315	2,853	3,579	4,007	4,513
BPS	23,650	25,552	29,880	33,299	37,204
CFPS	6,225	7,675	6,629	5,892	6,231
DPS	350	400	450	450	450

노바렉스 (194700)

2020. 7. 28 | Mid-Small Cap

Analyst 조은애
02. 3779-8951
goodkid@ebestsec.co.kr

증설, 그리고 1 년후

Buy(initiate)

목표주가 54,000 원
현재주가 41,800 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	●	

건강기능식품 원료 R&D 능력이 있는 OEM/ODM 회사

노바렉스는 2008 년 건강기능식품 원료 제조 및 건강기능식품 연구업을 목적으로 설립된 회사다. 건강기능식품 생산 및 판매가 주요사업이지만 기능성 원료 R&D 능력이 있어, 국내에서 개별인정형 원료를 가장 많이 보유하고 있다. 창업자이자 경영을 맡고 있는 권석형 대표는 약학 박사 출신이며 현재 건강기능식품협회 협회장이다.

기존 2,000 억원 CAPA 를 4,000 억원으로 증설

노바렉스는 2021 년 3 월 완공을 목표로 오송 4 공장을 건설 중이다. 내년 오송 4 공장이 완공되면, 기존 오창공장 2, 000 억원 CAPA 와 함께 총 4,000 억원의 생산능력을 보유하게 된다. 오창공장은 자동화율이 80%에 달해(기존 30%) 관련 인건비와 업무 효율 증대에 따른 원가율 개선이 가능할 전망이다.

밀려드는 건기식 주문물량 어디로 갈까? CAPA 있는 곳으로

최근 대형기업의 연이은 건강기능식품 시장 진입을 볼 때, 동사의 여유 CAPA 는 신규 대형 고객사 유치에 매우 큰 강점으로 작용할 것으로 판단한다. 브랜드 고객사 입장에서는 다수의 생산 파트너를 관리하는 것보다 여유 CAPA 를 보유한 파트너에게 물량을 몰아주는 것이 생산효율성이 더 높기 때문이다. 실제로 회사는 생산능력을 앞세워 대형 신규 고객사를 적극 유치 중이다.

투자의견 Buy, 목표주가 54,000 원으로 커버리지 개시

노바렉스에 대해 투자의견 매수, 목표주가 54,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2021 년 EPS 에 Target PER 15.0 배를 적용해 산출했다. Target PER 은 건강기능식품 OEM/ODM 업체 서흥, 코스맥스엔비티 평균 PER 을 적용했다. 2021 년은 오송공장 완공으로 Capa Up 에 따른 실적 상승 구간으로 진입한다.

Stock Data

KOSDAQ (7/27)		801.23 pt
시가총액		3,764 억원
발행주식수		9,004 천주
52 주 최고가 / 최저가		41,800/18,050 원
90 일 일평균거래대금		64 억원
외국인 지분율		2.7%
배당수익률(20.12E)		0.5%
BPS(20.12E)		12,557 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	10.7%
	6 개월	71.8%
	12 개월	88.3%
주주	권석형 (외 9 인)	39.0%
	자사주 (외 1 인)	11.7%
	노바렉스우리사주 (외 1 인)	2.1%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2017	80.9	9.9	9.6	8.0	n/a	n/a	11	n/a	-2.0	n/a	16.8
2018	107.3	11.3	11.5	9.2	1,194	n/a	13	13.3	8.2	1.8	14.5
2019	159.1	16.3	17.0	14.5	1,850	55.0	19	21.2	18.2	3.9	17.2
2020E	212.9	25.1	25.2	22.8	2,875	55.4	30	14.5	12.7	3.3	22.3
2021E	270.1	33.4	33.6	28.6	3,601	25.2	39	11.6	9.2	2.7	22.6

자료: 노바렉스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

기업개요

노바렉스는 2008 년 건강기능식품 원료 제조 및 건강기능식품 연구업 등을 목적으로 설립된 회사다. 권석형 대표는 중앙대 약학과를 졸업하고 관련 석・박사 학위를 받았다. 회사의 최대주주이자 경영을 맡고 있으며, 현재 건강기능식품협회 협회장이다.

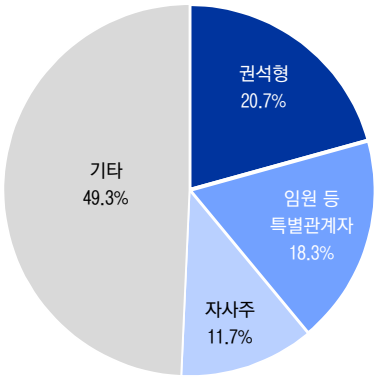
동사는 회사 설립 목표가 건강기능식품 기능성 원료의 연구개발이었다. R&D 기반 회사답게 업계 내 가장 많은 개별인정원료 39 개를 보유하고 있다. 건강기능식품 개별인정원료는 고시형과 달리 식약처의 심사(표준화, 안전성, 기능성)를 필요로 한다. 당사는 개발한 개별인정원료 등을 이용해 ODM 제품을 만들거나 원료 자체를 B2B 로 판매하고 있다.

그림39 주요연혁

시기	주요연혁
2008.11	㈜헬스사이언스 설립
2010.08	렉스진바이오텍 인수합병
2012.04	GNC(미국) 생산계약 체결
2013.11	㈜노바렉스로 사명변경
2016.08	연구소기업 노바케이메드 설립
2017.01	연구소기업 노바케이헬스 설립
2018.11	코스닥시장 상장
2019.11	오송공장(4 공장) 시공

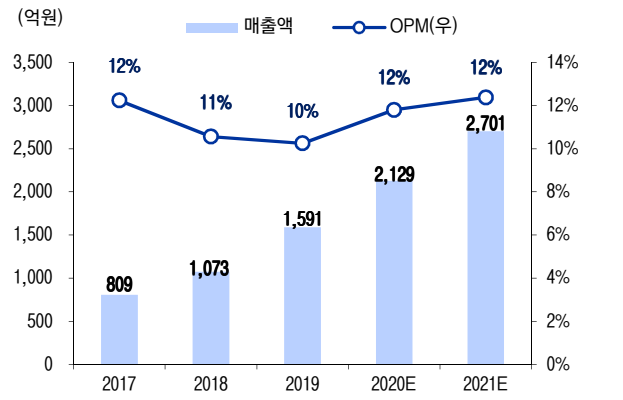
자료: 노바렉스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림40 주요주주 현황



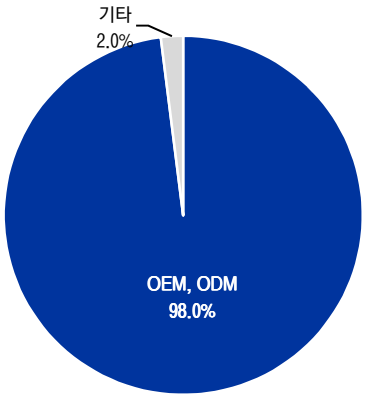
자료: 노바렉스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림41 매출액과 영업이익률 추이



자료: 노바렉스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림42 부문별 매출액 비중 (2019 기준)



자료: 노바렉스, 이베스트투자증권 리서치센터

실적전망과 Valuation

노바렉스에 대해 투자의견 매수와 목표주가 54,000 원으로 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2021 년 EPS 에 PER 15.0 배를 적용해 산출했다. Target PER 은 건강기능식품 OEM/ODM 업체 서흥, 코스맥스엔비티 평균 PER 을 적용했다.

2020 년 예상 매출액 2,129 억원(+34% yoy), 영업이익 251 억원(+54% yoy), OPM 11.8%(+1.6%p yoy)를 전망한다. 오송공장이 본격 생산을 시작하는 2021 년은 예상 매출액 2,701 억원(+27% yoy), 영업이익 334 억원(+33% yoy), OPM 12.4%(+0.6%p yoy)를 전망한다. 오송공장은 자동화율이 80%로 관련 인건비와 업무 효율성 증대에 따른 이익 개선이 가능할 전망이다. 이익개선 시점은 공장이 완공(2021 년 3 월)되고 생산이 안정화 되는 2021 년 하반기로 예상한다.

표17 PER 목표주가 산출

	2018	2019	2020E	2021E
EPS(원)	1,194	1,850	2,875	3,601
발행주식수(만주)			900	900
Target PER(x)			15	15
적정 시가총액(억원)			3,429	4,295
목표주가(원)			43,000	**54,000**
현재주가(원)			41,800	41,800
상승여력			3%	29%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표18 노바렉스 실적 전망 테이블

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	**307**	**406**	**430**	**448**	**500**	**550**	**559**	**520**	**809**	**1,073**	**1,591**	**2,129**	**2,701**
% yoy	*34%*	*41%*	*43%*	*75%*	*63%*	*36%*	*30%*	*16%*	*5%*	*33%*	*48%*	*34%*	*27%*
OEM/ODM	303	396	420	440	495	538	546	516	774	1,023	1,559	2,095	2,660
% yoy	*39%*	*47%*	*46%*	*77%*	*63%*	*36%*	*30%*	*17%*		*32%*	*52%*	*34%*	*27%*
원료	4	10	9	6	4	14	17	6	33	45	29	34	41
% yoy	*-64%*	*-47%*	*-29%*	*58%*	*39%*	*26%*	*45%*	*-38%*		*35%*	*-36%*	*19%*	*20%*
매출총이익	52	78	77	80	83	106	101	94	170	207	286	383	470
% Sales	*17%*	*19%*	*18%*	*18%*	*17%*	*19%*	*18%*	*18%*	*21%*	*19%*	*18%*	*18%*	*17%*
영업이익	**27**	**44**	**48**	**45**	**55**	**71**	**66**	**60**	**99**	**113**	**163**	**251**	**334**
% sales	*8.8%*	*10.7%*	*11.1%*	*10.0%*	*10.9%*	*12.8%*	*11.8%*	*11.5%*	*12.2%*	*10.6%*	*10.2%*	*11.8%*	*12.4%*
지배주주귀속순이익	27	35	40	45	61	59	57	52	81	95	147	229	286
% yoy	*21%*	*7%*	*25%*	*473%*	*122%*	*68%*	*42%*	*16%*	*-12%*	*17%*	*55%*	*55%*	*25%*
% sales	*9%*	*9%*	*9%*	*10%*	*12%*	*11%*	*10%*	*10%*	*10%*	*9%*	*9%*	*11%*	*11%*

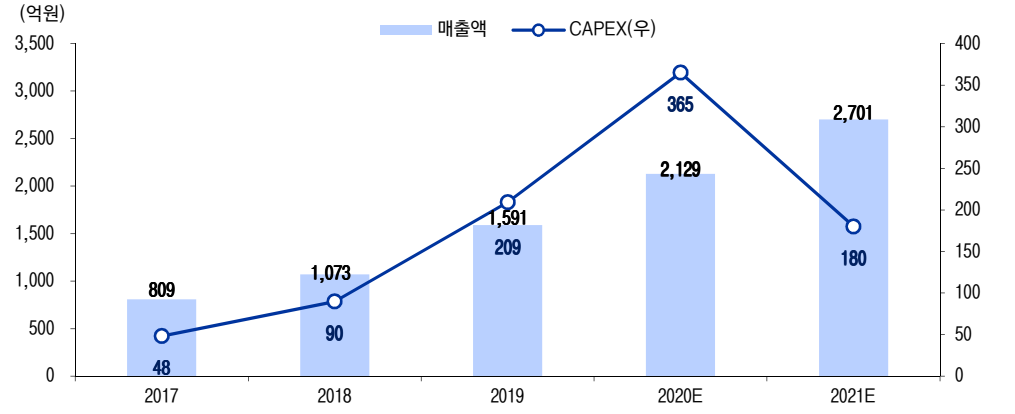
자료: 노바렉스, 이베스트투자증권 리서치센터

대형 고객 유치 위해서는 여유 CAPA 확보가 필수

노바렉스는 오송 4 공장 여유 CAPA 가 있다는 것이 대형 고객사 유치에 매우 큰 강점으로 작용할 것이다. 브랜드 고객사 입장에서는 다수의 생산 파트너를 관리하는 것보다 여유 CAPA 를 보유한 파트너에게 물량을 몰아주는 것이 생산효율성이 더 높기 때문이다. 실제로 동사는 향후 오송공장에서 기존 상위 대형 고객사 물량을 생산할 예정이며, 생산능력을 앞세워 해외 대형 신규 고객사를 적극 유치하고 있다.

오송공장이 완공되는 2021 년부터는 투자에 대한 본격적인 회수기에 돌입할 것으로 예상한다. 오송공장이 준공되면 생산능력은 기존 2,000 억원에서 4,000 억원으로 증가한다. 오송 공장 증설에는 총 820 억원이 투입(토지 200 억원, 기계장치 210 억원, 건물 410 억원)되며, 연간 30 억원의 감가상각비가 추가된다.

그림43 노바렉스 매출액과 CAPEX 투자



자료: 노바렉스, 이베스트투자증권 리서치센터

표19 노바렉스 CAPA 현황

소재	공장	준공	생산품목	CAPA (억원)	오송 이후 생산품목
충북 청주	오창 1 공장	2003.10'	정제, 하드캡슐, 분달 등 고형제	2,000	기존품목, 특수포장
	오창 2 공장	2006.08	구미젤리, 스틱젤리, 자동화 포장센터		기존품목, 특수포장
	오창 3 공장	2013.11	연질캡슐 전용라인, 생명공학연구소		연질캡슐
	오송 4 공장	2021.03(예정)	기존 1,2 공장 품목 등	2,000	신규 및 기존 대형 고객사 대응
총 CAPA				4,000	

자료: 노바렉스, 이베스트투자증권 리서치센터

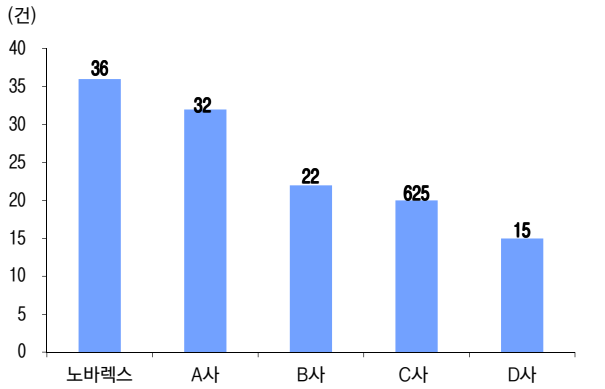
국내 최다 개발인정형 원료 보유 기업

노바렉스의 핵심 경쟁력은 다수의 개별인정형 원료를 개발하는 R&D 능력과 다수의 제품을 저비용으로 생산할 수 있는 생산 능력이다. 지난 1 분기 말 기준 동사가 보유한 개별인정형 원료는 36 개이다. 회사는 매년 5~10 개의 개별인정형 원료 신규 특허 취득을 목표로 R&D 에 대한 투자를 지속 중이다.

그림44 개별인정원료 연도별 개발 계획

자료: 노바렉스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림45 국내 Top 5 개별인정원료 인증 업체 비교



자료: 노바렉스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림46 현재 진행 중인 개별인정원료 인체적용 시험

원료	기능성 내용	시행시점	상용화 시점
NR-17-01	수면의 질 개선	2016.04	2020
NKH-31-12	체지방 감소	2018.06	2020
NKM-01-01	간 기능 개선	2018.01	2020
NR-06-01	관절건강	2018.10	2020
NR-18-02	알콜성 간 보호	2017.02	2020
NR-31-05	체지방 감소	2018.1	2020
NR-12-06	면역 개선	2019.11	2021

자료: 노바렉스, 이베스트투자증권 리서치센터

노바렉스 (194700)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	45.6	64.0	80.0	96.5	126.6
현금 및 현금성자산	21.7	35.6	29.5	48.5	69.3
매출채권 및 기타채권	13.8	14.5	24.1	22.8	30.7
재고자산	8.7	13.2	25.6	23.9	25.3
기타유동자산	1.3	0.7	0.8	1.3	1.3
비유동자산	26.2	42.3	74.4	103.3	116.3
관계기업투자등	0.0	0.0	0.0	2.1	2.2
유형자산	23.0	31.1	58.5	85.9	98.0
무형자산	1.2	1.3	1.5	2.0	2.2
자산총계	**71.8**	**106.3**	**154.4**	**199.8**	**242.9**
유동부채	18.7	26.0	38.9	58.0	68.9
매입채무 및 기타재무	15.4	16.5	33.1	31.2	42.1
단기금융부채	0.0	0.0	0.5	23.7	23.7
기타유동부채	3.3	9.6	5.2	3.1	3.2
비유동부채	0.8	1.2	23.6	28.7	33.8
장기금융부채	0.0	0.0	21.2	26.4	31.4
기타비유동부채	0.8	1.2	2.5	2.3	2.4
부채총계	**19.5**	**27.2**	**62.5**	**86.7**	**102.7**
지배주주지분	51.9	78.9	91.8	113.1	140.1
자본금	3.8	4.5	4.5	4.5	4.5
자본잉여금	11.7	32.0	32.0	32.0	32.0
이익잉여금	35.5	42.5	55.3	76.6	103.6
비지배주주지분(연결)	0.5	0.2	0.1	0.1	0.1
자본총계	**52.3**	**79.1**	**91.9**	**113.1**	**140.2**

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	**80.9**	**107.3**	**159.1**	**212.9**	**270.1**
매출원가	63.8	86.6	130.5	174.7	223.1
매출총이익	**17.0**	**20.7**	**28.6**	**38.3**	**47.0**
판매비 및 관리비	7.1	9.3	12.3	13.1	13.6
영업이익	**9.9**	**11.3**	**16.3**	**25.1**	**33.4**
(EBITDA)	11.4	13.1	19.0	29.6	39.4
금융손익	-0.4	0.4	0.1	0.2	0.2
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.1	-0.3	0.6	-0.1	-0.1
세전계속사업이익	**9.6**	**11.5**	**17.0**	**25.2**	**33.6**
계속사업법인세비용	1.6	2.3	2.5	2.4	5.0
계속사업이익	8.0	9.2	14.5	22.8	28.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**8.0**	**9.2**	**14.5**	**22.8**	**28.6**
지배주주	8.1	9.5	14.7	22.9	28.6
총포괄이익	**8.0**	**9.2**	**14.5**	**22.8**	**28.6**
매출총이익률 (%)	21.1	19.3	18.0	18.0	17.4
영업이익률 (%)	12.2	10.6	10.2	11.8	12.4
EBITDA 마진률 (%)	14.2	12.2	12.0	13.9	14.6
당기순이익률 (%)	9.8	8.5	9.1	10.7	10.6
ROA (%)	12.3	10.7	11.3	12.9	12.9
ROE (%)	16.8	14.5	17.2	22.3	22.6
ROIC (%)	29.2	24.6	21.8	23.3	24.3

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	**10.1**	**7.0**	**-3.9**	**41.2**	**36.4**
당기순이익(손실)	9.6	11.5	17.0	22.3	28.6
비현금수익비용가감	2.4	2.7	4.1	5.6	6.1
유형자산감가상각비	1.5	1.7	2.7	4.4	5.9
무형자산상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
기타현금수익비용	0.6	0.0	-0.4	1.1	0.1
영업활동 자산부채변동	-0.5	-6.0	-17.9	12.7	1.7
매출채권 감소(증가)	-3.5	-0.5	-9.9	1.4	-7.9
재고자산 감소(증가)	0.9	-4.4	-12.3	0.9	-1.4
매입채무 증가(감소)	3.3	-0.1	6.0	10.5	10.8
기타자산, 부채변동	-1.2	-1.0	-1.7	-0.2	0.1
투자활동 현금	**-5.3**	**-12.7**	**-22.1**	**-38.8**	**-19.0**
유형자산처분(취득)	-4.8	-9.0	-20.9	-36.5	-18.0
무형자산 감소(증가)	-0.1	-0.4	-0.3	-0.3	-0.3
투자자산 감소(증가)	-0.1	0.0	0.4	-0.5	-0.1
기타투자활동	-0.3	-3.3	-1.4	-1.5	-0.5
재무활동 현금	**-0.4**	**19.5**	**20.0**	**16.5**	**3.4**
차입금의 증가(감소)	0.5	0.9	21.9	16.6	5.0
자본의 증가(감소)	-1.1	16.5	-1.6	-1.6	-1.6
배당금의 지급	1.1	1.5	1.6	1.6	1.6
기타재무활동	0.2	2.1	-0.3	1.4	0.0
현금의 증가	**3.9**	**13.9**	**-6.1**	**18.9**	**20.8**
기초현금	17.9	21.7	35.6	29.5	48.5
기말현금	21.7	35.6	29.5	48.5	69.3

주요 투자지표

	2017	2018	2019	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	n/a	13.3	22.6	14.5	11.6
P/B	n/a	1.8	4.1	3.3	2.7
EV/EBITDA	-2.0	8.2	19.4	12.7	9.2
P/CF	n/a	10.1	17.8	13.5	10.8
배당수익률 (%)	n/a	1.3	0.5	0.5	0.5
성장성 (%)					
매출액	0.0	32.7	48.3	33.8	26.8
영업이익	0.0	14.5	43.9	54.1	33.1
세전이익	0.0	20.2	48.1	48.1	33.2
당기순이익	0.0	15.1	58.5	57.4	25.4
EPS	n/a	n/a	55.0	55.4	25.2
안정성 (%)					
부채비율	37.2	34.4	68.0	76.6	73.3
유동비율	244.4	245.7	205.9	166.4	183.7
순차입금/자기자본(x)	-42.7	-45.2	-8.6	0.6	-10.8
영업이익/금융비용(x)	n/a	n/a	389.2	n/a	n/a
총차입금 (십억원)	0	0	22	50	55
순차입금 (십억원)	-22	-36	-8	1	-15
주당지표(원)					
EPS	n/a	1,194	1,850	2,875	3,601
BPS	6,783	8,766	10,195	12,557	15,561
CFPS	n/a	1,575	2,350	3,094	3,855
DPS	n/a	200	200	200	200

자료: 노바렉스, 이베스트투자증권 리서치센터

종근당홀딩스 (001630)

2020. 7. 28 | Mid-Small Cap

Analyst 조은애
02. 3779-8951
goodkid@ebestsec.co.kr

자회사 종근당건강의 건강기능식품 매출 호조

NR

목표주가	NR
현재주가	116,000 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

제약사가 만드는 건강기능식품 이미지 구축

2013 년 종근당홀딩스는 존속법인 종근당홀딩스와 신설법인 종근당으로 인적분할 하면서 지주사 체제로 전환하였다. 주요 자회는 종근당건강(51%), 경보제약(42%), 종근당바이오(37%) 등 이다. 동사는 비상장 자회사 종근당건강 고성장으로 지주사 기업가치가 제고 되고 있다. 종근당건강의 종근당홀딩스 이익 기여도는 2017 년 27%, 2018 년 49%, 2019 년 70% 이다.

종근당건강, '락토핏(프로바이오틱스)' 고성장 따른 호실적 지속

종근당건강은 1996 년 건강기능식품 전문 제조·판매 기업으로 설립되었다. 2017 년 유산균 전문 브랜드 '락토핏'을 출시하였고, 2019 년 전체 매출액 3,752 억원(+52% yoy) 내 2,014 억원(+124% yoy)을 락토핏이 견인하였다. 주주구성은 종근당홀딩스 51%, 이주경 23.2%, 이장한 10.0%, 기타 특수관계자 14.8%, 기타 0.9%이다.

동사는 브랜드 업체임에도 원료 → 생산 → 제조 → 유통에 이르는 서플라이 체인을 보유한 회사다. 2020 년 5 월에는 합덕 스마트공장을 착공했으며, 완공은 2022 년이 목표다. 완공 시 총 CAPA 는 기존 2,400 억원에서 6,200 억원(원말 5,100 억원 + 캡슐 1,000 억원 + 홍삼 100 억원)으로 확대된다.

종근당바이오, 원료의약품 외 유산균 원말 매출 비중 상승 중

종근당바이오는 2001 년 종근당으로부터 원료의약 사업부문이 분할 신설된 업체다. 의약품 원재료 외 신성장 동력으로 2015 년부터 프로바이오틱스 관련 기능성 유산균 확보, 배양조건 최적화, 코팅기술 및 효능검증 연구·생산을 수행하고 있으며, 관련 매출액 비중은 2017 년 2% → 2018 년 4% → 2019 년 7%로 상승 중이다. 지난 2019 년 4 분기에는 안산 프로바이오틱스 생산시설이 완공되어 2020 년은 추가적인 매출 성장이 가능하다.

Stock Data

KOSPI (7/27)		2,217.86 pt
시가총액		5,811 억원
발행주식수		5,010 천주
52 주 최고가 / 최저가		80,900/132,500 원
90 일 일평균거래대금		52 억원
외국인 지분율		14.3%
배당수익률(20.12E)		1.1%
BPS(20.12E)		107,301 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	-9.2%
	6 개월	8.7%
	12 개월	2.6%
주주구성	이장한 (외 6 인)	46.0%
	국민연금공단 (외 1 인)	10.5%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2015	221.8	28.2	33.0	30.6	3,941	-58.9	36.9	28.2	12.1	1.7	6.7
2016	335.7	23.1	48.9	42.9	6,652	68.8	39.7	10.4	7.6	1.0	9.0
2017	450.7	43.5	79.2	67.4	9,583	44.1	67.6	12.4	8.0	1.5	12.5
2018	531.1	53.7	67.4	52.8	5,481	-42.8	77.9	21.7	7.7	1.4	6.6
2019	720.6	86.2	98.1	79.3	8,988	64.0	113.7	13.2	5.8	1.3	10.0

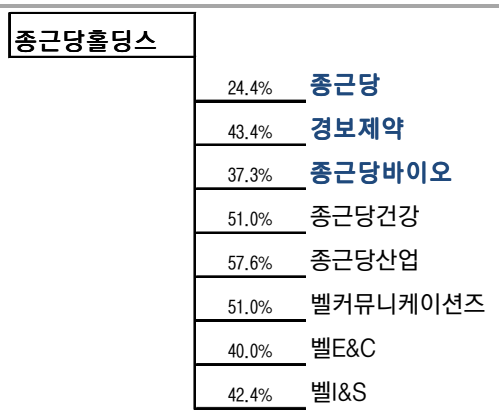
자료: 종근당홀딩스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림47 주요연혁

시기	주요연혁
1956	㈜종근당제약사 법인 설립
1969	종근당으로 사명 변경
1996	종근당건강 설립, 경보제약 인수
2001	종근당바이오 분할신설, 상장
2004	종근당건강 건강기능식품 판매업 허가취득
2013	종근당홀딩스(존손법인) 지주사 체제 전환
2017	종근당건강 '락토핏' 출시
2019	종근당건강 '락토핏' 매출액 2천억원 돌파

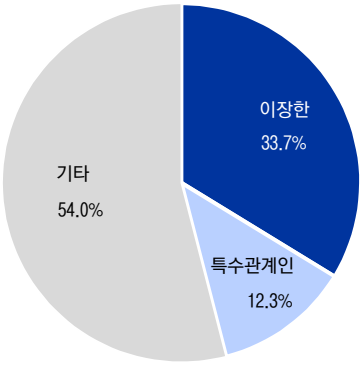
자료: 종근당홀딩스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림48 종근당홀딩스 지배구조



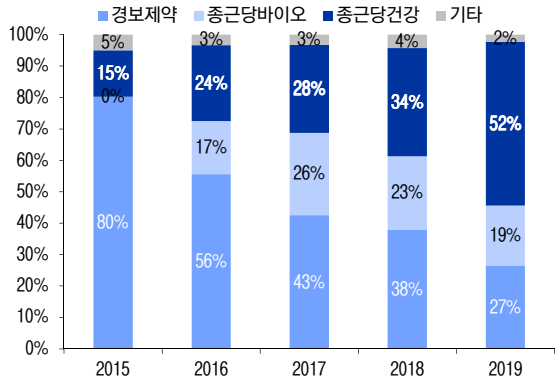
자료: 종근당홀딩스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림49 종근당홀딩스 주요주주 현황



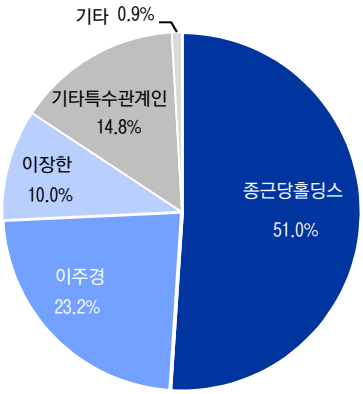
자료: 종근당홀딩스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림50 종근당홀딩스 종속회사 매출액 비중 추이



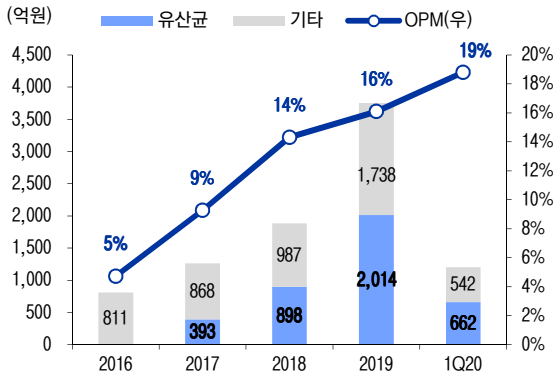
자료: 종근당홀딩스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림51 종근당건강 주요주주 현황



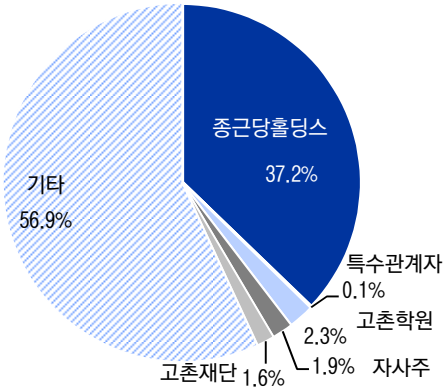
자료: 종근당홀딩스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림52 종근당건강 매출액과 영업이익율 추이



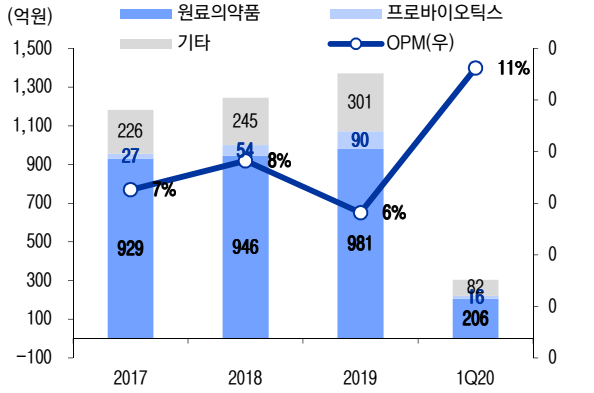
자료: 종근당홀딩스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림53 종근당바이오 주요주주 현황



자료: 종근당홀딩스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림54 종근당바이오 매출액과 영업이익율 추이



자료: 종근당홀딩스, 이베스트투자증권 리서치센터

표20 종근당홀딩스 실적테이블

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2017	2018	2019
매출액	**1,274**	**1,284**	**1,335**	**1,419**	**1,673**	**1,805**	**1,829**	**1,899**	**2,121**	**4,507**	**5,311**	**7,206**
% yoy					*31%*	*41%*	*37%*	*34%*	*27%*	*34%*	*18%*	*36%*
경보제약	473	507	503	531	449	529	453	486	518	1,917	2,013	1,917
% yoy					*-5%*	*4%*	*-10%*	*-8%*	*15%*	*3%*	*5%*	*-5%*
종근당바이오	308	309	326	303	313	330	349	380	304	1,182	1,245	1,372
% yoy					*2%*	*7%*	*7%*	*25%*	*-3%*	*109%*	*5%*	*10%*
종근당건강	448	409	451	515	812	835	940	1,165	1,204	1,261	1,824	3,752
% yoy					*81%*	*104%*	*108%*	*126%*	*48%*	*55%*	*45%*	*106%*
매출총이익	488	468	517	557	768	864	834	821	1,019	1,670	2,029	3,287
% Sales	*38%*	*36%*	*39%*	*39%*	*46%*	*48%*	*46%*	*43%*	*48%*	*37%*	*38%*	*46%*
판관비	349	341	372	431	565	591	572	698	695	1,235	1,492	2,425
% Sales	*27%*	*27%*	*28%*	*30%*	*34%*	*33%*	*31%*	*37%*	*33%*	*27%*	*28%*	*34%*
영업이익	**139**	**127**	**145**	**126**	**203**	**274**	**262**	**123**	**324**	**435**	**537**	**862**
% Sales	*11%*	*10%*	*11%*	*9%*	*12%*	*15%*	*14%*	*7%*	*15%*	*10%*	*10%*	*12%*
3사 이익기여도	*95%*	*90%*	*94%*	*96%*	*95%*	*93%*	*98%*	*95%*	*88%*	*104%*	*94%*	*95%*
경보제약	*37%*	*38%*	*24%*	*29%*	*9%*	*19%*	*4%*	*-14%*	*7%*	*57%*	*32%*	*7%*
종근당바이오	*11%*	*7%*	*19%*	*14%*	*12%*	*15%*	*17%*	*35%*	*11%*	*21%*	*13%*	*18%*
종근당건강	***46%***	***44%***	***51%***	***53%***	***74%***	***59%***	***77%***	***73%***	***70%***	***27%***	***49%***	***70%***
지배주주귀속순이익	150	25	55	45	202	38	124	85	135	480	275	450
% Sales	12%	2%	4%	3%	12%	2%	7%	4%	6%	11%	5%	6%

자료: 종근당홀딩스, 이베스트투자증권 리서치센터

종근당홀딩스 (001630)

재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	216.4	295.4	298.6	288.7	335.8
현금 및 현금성자산	77.4	79.3	55.2	34.4	40.4
매출채권 및 기타채권	55.5	91.5	98.5	118.0	119.6
재고자산	56.9	97.1	89.6	96.4	117.2
기타유동자산	26.6	27.5	55.2	39.9	58.6
비유동자산	284.6	410.3	520.2	582.7	739.0
관계기업투자등	187.3	182.8	197.3	208.6	238.6
유형자산	83.5	185.9	199.8	234.6	323.8
무형자산	4.8	28.0	26.3	26.4	26.0
자산총계	**501.0**	**705.7**	**818.9**	**871.4**	**1,074.7**
유동부채	97.6	133.7	128.6	143.3	239.5
매입채무 및 기타재무	38.7	57.9	60.6	69.8	98.5
단기금융부채	44.3	62.0	45.9	53.0	105.4
기타유동부채	14.7	13.8	22.2	20.5	35.6
비유동부채	22.1	23.9	50.0	57.4	95.2
장기금융부채	5.0	0.2	1.6	16.4	48.7
기타비유동부채	17.1	23.7	48.5	40.9	46.5
부채총계	**119.8**	**157.6**	**178.7**	**200.7**	**334.7**
지배주주지분	292.9	360.4	408.9	429.3	468.9
자본금	11.2	12.5	12.5	12.5	12.5
자본잉여금	126.3	179.1	179.0	174.6	174.7
이익잉여금	145.6	171.2	213.1	240.4	281.2
비지배주주지분(연결)	88.4	187.7	231.3	241.5	271.1
자본총계	**381.2**	**548.0**	**640.2**	**670.8**	**740.1**

손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	**221.8**	**335.7**	**450.7**	**531.1**	**720.6**
매출원가	151.7	233.1	283.7	328.2	392.0
매출총이익	**70.2**	**102.5**	**167.0**	**202.9**	**328.7**
판매비 및 관리비	42.0	79.5	123.5	149.2	242.5
영업이익	**28.2**	**23.1**	**43.5**	**53.7**	**86.2**
(EBITDA)	36.9	39.7	67.6	77.9	113.7
금융손익	0.4	0.8	-3.0	1.8	0.6
이자비용	1.2	1.4	1.6	1.5	2.9
관계기업등 투자손익	0.3	6.5	9.2	3.6	10.4
기타영업외손익	4.1	18.5	29.5	8.3	1.0
세전계속사업이익	**33.0**	**48.9**	**79.2**	**67.4**	**98.1**
계속사업법인세비용	2.4	6.0	11.8	14.6	18.8
계속사업이익	30.6	42.9	67.4	52.8	79.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**30.6**	**42.9**	**67.4**	**52.8**	**79.3**
지배주주	15.2	29.4	48.0	27.5	45.0
총포괄이익	**36.2**	**30.6**	**68.5**	**50.3**	**78.1**
매출총이익률 (%)	31.6	30.5	37.1	38.2	45.6
영업이익률 (%)	12.7	6.9	9.6	10.1	12.0
EBITDA 마진률 (%)	16.7	11.8	15.0	14.7	15.8
당기순이익률 (%)	13.8	12.8	15.0	9.9	11.0
ROA (%)	3.8	4.9	6.3	3.2	4.6
ROE (%)	6.7	9.0	12.5	6.6	10.0
ROIC (%)	20.6	8.6	10.5	9.9	13.6

현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	**8.2**	**19.4**	**57.8**	**37.9**	**111.3**
당기순이익(손실)	30.6	42.9	67.4	52.8	79.3
비현금수익비용가감	8.1	3.4	8.2	36.3	42.7
유형자산감가상각비	8.1	15.1	21.3	21.6	24.3
무형자산상각비	0.7	1.6	2.7	2.6	3.2
기타현금수익비용	-12.3	-22.3	-14.4	-9.1	-10.3
영업활동 자산부채변동	-10.4	-12.2	-7.8	-32.6	4.0
매출채권 감소(증가)	2.7	-10.6	-16.5	-24.0	-10.3
재고자산 감소(증가)	-6.4	-0.9	6.3	-7.5	-21.4
매입채무 증가(감소)	-1.9	2.7	9.9	4.7	28.6
기타자산, 부채변동	-4.8	-3.3	-7.4	-5.8	7.1
투자활동 현금	**-49.8**	**-12.3**	**-48.7**	**-64.1**	**-181.6**
유형자산처분(취득)	-28.5	-26.1	-16.3	-50.9	-124.9
무형자산 감소(증가)	-0.6	-1.4	-1.2	-1.7	-4.0
투자자산 감소(증가)	8.3	7.3	-5.0	15.9	-28.6
기타투자활동	-29.0	7.9	-26.2	-27.5	-24.0
재무활동 현금	**86.2**	**-5.1**	**-32.3**	**5.3**	**76.2**
차입금의 증가(감소)	-10.8	5.8	-21.2	22.0	83.3
자본의 증가(감소)	-5.0	-9.6	-10.2	-13.0	-9.6
배당금의 지급	5.0	9.6	10.2	13.0	9.6
기타재무활동	102.0	-1.3	-0.9	-3.8	2.6
현금의 증가	**44.8**	**1.9**	**-24.1**	**-20.8**	**6.0**
기초현금	32.6	77.4	79.3	55.2	34.4
기말현금	77.4	79.3	55.2	34.4	40.4

자료: 종근당홀딩스, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2015	2016	2017	2018	2019
투자지표 (x)					
P/E	28.2	10.4	12.4	21.7	13.2
P/B	1.7	1.0	1.5	1.4	1.3
EV/EBITDA	12.1	7.6	8.0	7.7	5.8
P/CF	11.9	7.0	7.9	6.7	4.9
배당수익률 (%)	1.1	2.0	0.8	1.1	1.1
성장성 (%)					
매출액	-50.8	51.3	34.3	17.8	35.7
영업이익	-35.2	-18.2	88.7	23.5	60.4
세전이익	-58.4	48.3	62.1	-15.0	45.6
당기순이익	-54.7	40.2	57.3	-21.7	50.2
EPS	-58.9	68.8	44.1	-42.8	64.0
안정성 (%)					
부채비율	31.4	28.8	27.9	29.9	45.2
유동비율	221.6	220.9	232.2	201.5	140.2
순차입금/자기자본(x)	-12.9	-7.6	-9.2	0.5	8.1
영업이익/금융비용(x)	23.7	16.3	27.3	36.9	29.2
총차입금 (십억원)	49	62	47	69	154
순차입금 (십억원)	-49	-42	-59	3	60
주당지표(원)					
EPS	3,941	6,652	9,583	5,481	8,988
BPS	65,402	71,928	81,622	85,685	93,600
CFPS	9,317	9,831	15,091	17,797	24,357
DPS	1,200	1,400	900	1,300	1,300

코스맥스엔비티 (222040)

2020. 7. 28 | Mid-Small Cap

Analyst 조은애
02. 3779-8951
goodkid@ebestsec.co.kr

해외사업 실적 개선 기대

NR

목표주가	NR
현재주가	8,130 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

화장품 제조사 계열의 건강기능식품 OEM · ODM 업체

코스맥스엔비티는 2002 년 설립된 건강기능식품 OEM · ODM 업체다. 2013 년 중국 판매 법인을 설립하면서 해외판로를 넓혔고, 2014 년 코스맥스 계열로 편입되었다. 이후 2015 년 미국, 2017 년 호주에 생산법인을 설립하여 본격적인 해외 생산에 돌입했다. 2015 년 설립 당시 사명인 뉴트리바이오텍으로 IPO 이후 2019 년 코스맥스엔비티로 사명을 변경했다.

국내: 뷰티 ODM 과 자체 개별인정형 제품 매출 호조

국내법인은 내수 및 중국 수출물량 제조를 담당하고 있다. 생산 CAPA 는 3,000 억원 수준이며, 액상, 분말, 정제, 경질캡슐, 연질캡슐, 젤리, 구미 등 다양한 제형 생산이 가능하다.

국내 1 분기 매출액은 301 억원으로 +78% yoy 증가했다. 2019 년부터 이어진 콜라겐 등 뷰티 관련 주문 물량 증가가 매출액 성장을 견인했다. 2 분기에는 회사의 첫 개별인정형 원료 '리스펙타(여성질건강 유산균)' 제품이 출시되었다. 출시한지 얼마 되지 않았지만 제약사 중심의 주문물량이 증가하고 있어 2020 년 국내 실적에 의미 있는 기여가 가능할 전망이다.

해외: 매출회복에 따른 적자폭 축소 기대

해외법인은 생산법인인 미국, 호주와 판매법인인 중국(상해)으로 구분된다. 2019 년 기준 미국법인 매출액은 213 억원(+23% yoy), 순이익 -228 억원(적자폭 확대 yoy), 호주법인 매출액 216 억원(+12% yoy), 순이익 -99 억원(적자폭 확대 yoy), 중국법인 452 억원(-35% yoy), 순이익 -3 억원(적자전환 yoy)이다.

지난 2~3 년간 미국과 호주 법인은 글로벌 대형 고객 유치를 위한 CAPA 투자를 지속했다. 미국과 호주 모두 2019 년 중 증설을 완료했으나 초기 낮은 가동률로 적자폭이 확대되었다. 2020 년 미국과 호주 법인은 확보된 CAPA 로 적극적인 고객 유치를 통해 가동률 제고를 목표하고 있다. 해외법인의 매출액 증가에 따른 적자폭 축소를 확인하며 접근 가능하다.

Stock Data

KOSDAQ (7/27)		801.23 pt
시가총액		1,677 억원
발행주식수		20,628 천주
52 주 최고가 / 최저가		9,320 / 2,860 원
90 일 일평균거래대금		32 억원
외국인 지분율		1.6%
배당수익률(20.12E)		0.0%
BPS(20.12E)		2,533 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	18.3%
	6 개월	-0.2%
	12 개월	4.1%
주주구성	코스맥스비티아이	39.1%

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2015	77.5	10.8	10.4	8.6	415.4	36.7	14	47.7	29.0	6.4	22.5
2016	120.8	18.8	20.9	17.1	834.4	100.9	19	36.9	35.4	7.8	23.7
2017	136.4	11.5	10.1	6.4	303.9	-63.6	18	29.1	13.7	2.1	7.5
2018	201.7	18.0	12.3	7.6	369.3	21.5	27	23.9	10.7	2.0	8.7
2019	194.3	-9.9	-14.9	-17.7	-860.6	적전	3	-10.3	109.0	2.6	-22.0

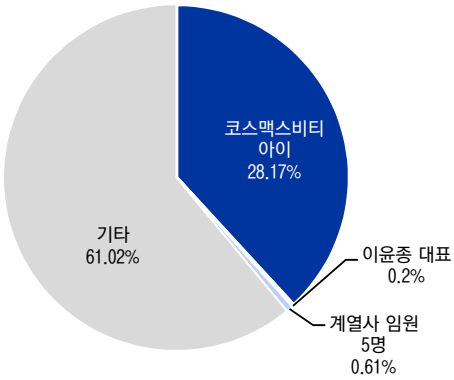
자료: 코스맥스엔비티, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림55 주요연혁

시기	주요연혁
2002.01	뉴트리바이오텍 설립
2007.06	이천 생산공장 완공
2014.07	코스맥스에 인수
2015.11	미국 텍사스 달라스 1공장 완공
2015.12	코스닥 상장
2017.01	호주 멜버른 공장 완공
2018.10	미국 제2공장 완공
2019.03	코스맥스엔비티로 사명 변경

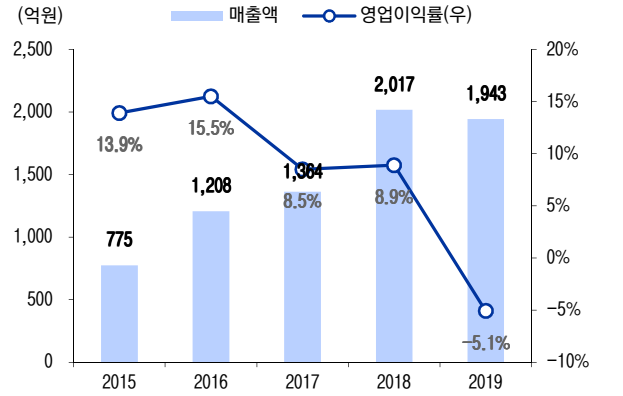
자료: 코스맥스엔비티, 이베스트투자증권 리서치센터

그림56 주요주주 현황



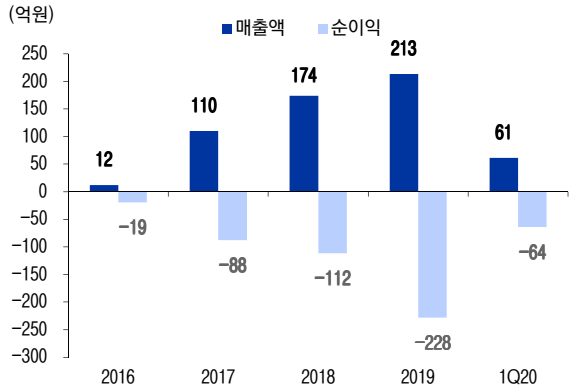
자료: 코스맥스엔비티, 이베스트투자증권 리서치센터

그림57 매출액과 영업이익률 추이



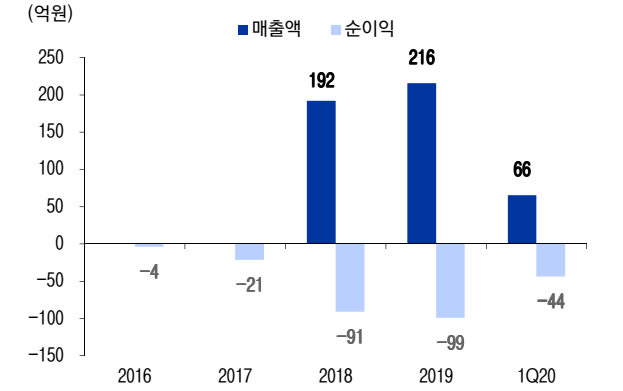
자료: 코스맥스엔비티, 이베스트투자증권 리서치센터

그림58 미국 법인 매출액과 순이익 추이



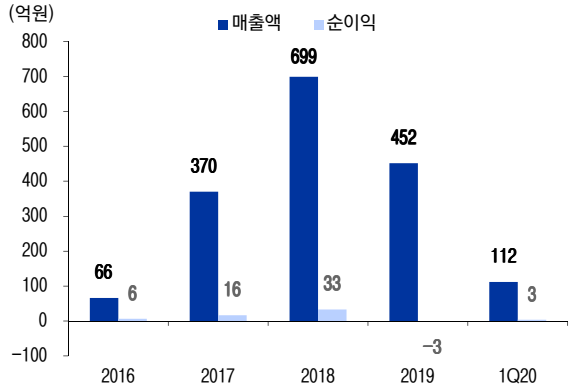
자료: 코스맥스엔비티, 이베스트투자증권 리서치센터

그림59 호주 법인 매출액과 순이익 추이



자료: 코스맥스엔비티, 이베스트투자증권 리서치센터

그림60 중국 법인 매출액과 순이익 추이



자료: 코스맥스엔비티, 이베스트투자증권 리서치센터

표21 코스맥스엔비티 생산 CAPA

국가	생산 CAPA	주요사업 내용	생산제형
대한민국	3,000 억원	국내 및 중국 수출 물량 담당	액상, 분말, 정제, 경질캡슐, 연질캡슐, 젤리, 구미
미국	1,200 억원	미국 내수 대응	분말, 정제, 캡슐, 액상
호주	900 억원	중국 프리미엄 수요 대응	경질캡슐, 연질캡슐, 정제, 분말

자료: 코스맥스엔비티, 이베스트투자증권 리서치센터

표22 코스맥스엔비티 실적테이블

(억원)	1Q18	2Q1	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2017	2018	2019
매출액	**426**	**452**	**531**	**608**	**529**	**498**	**462**	**454**	**609**	**1,364**	**2,017**	**1,943**
% yoy					*24%*	*10%*	*-13%*	*-25%*	*15%*	*13%*	*48%*	*-4%*
국내	178	173	192	209	169	166	193	231	301	679	683	759
수출	248	279	339	399	360	332	269	223	309	685	1,335	1,184
별도매출액	326	315	372	445	388	341	341	393	465	1,213	1,458	1,463
내수					168	165	193	235	300			761
수출					220	176	148	158	165			702
종속회사매출액	257	247	342	391	343	273	224	198	279	634	1,237	1,038
미국	40	48	47	38	48	55	70	40	61	110	174	213
호주	6	36	77	73	63	71	41	40	66	0	192	216
상해	145	165	169	220	172	114	80	86	112	370	699	452
코스맥스엔에스	17	19	25	39	28	10	14	8	21		101	60
닥터디앤에이	1	(1)	2	1	2	2	2	2	2	10	3	8
싱가포르	17	10	20	20	30	21	18	21	18		68	89
연결조정	(157)	(110)	(183)	(228)	(202)	(117)	(103)	(137)	(135)	(484)	(678)	(559)
매출원가	307	349	421	492	453	427	434	458	551	993	1,570	1,771
% Sales	*72%*	*77%*	*79%*	*81%*	*85%*	*86%*	*94%*	*101%*	*90%*	*73%*	*78%*	*91%*
판관비	71	73	61	62	57	62	68	84	70	255	267	271
% Sales	*17%*	*16%*	*12%*	*10%*	*11%*	*12%*	*15%*	*19%*	*11%*	*19%*	*13%*	*14%*
영업이익	**48**	**30**	**49**	**54**	**20**	**10**	**(40)**	**(88)**	**(11)**	**115**	**180**	**(99)**
% Sales	*11%*	*7%*	*9%*	*9%*	*4%*	*2%*	*-9%*	*-19%*	*-2%*	*8%*	*9%*	*-5%*
세전이익	36	22	19	46	15	3	(59)	(108)	(40)	101	123	(149)
법인세비용	12	14	11	10	6	15	5	3	9	38	47	28
% 유효법인세율	*33%*	*66%*	*54%*	*22%*	*38%*	*536%*	*-8%*	*-3%*	*-22%*	*37%*	*38%*	*-19%*
지배주주귀속순이익	24	8	10	35	8	(12)	(63)	(111)	(51)	63	76	(178)
% Sales	*6%*	*2%*	*2%*	*6%*	*2%*	*-2%*	*-14%*	*-24%*	*-8%*	*5%*	*4%*	*-9%*
별도순이익	44	44	48	78	62	50	28	(73)	45	148	214	67
종속회사순이익	**(20)**	**(49)**	**(47)**	**(50)**	**(54)**	**(59)**	**(86)**	**(127)**	**(99)**	**(103)**	**(166)**	**(325)**
미국	**(15)**	**(35)**	**(28)**	**(34)**	**(48)**	**(45)**	**(50)**	**(86)**	**(64)**	**(94)**	**(112)**	**(228)**
호주	**(18)**	**(26)**	**(22)**	**(26)**	**(14)**	**(14)**	**90**	**(161)**	**(44)**	**(24)**	**(91)**	**(99)**
상해	10	13	3	7	5	1	(4)	(5)	3	13	33	(3)
코스맥스엔에스	1	2	(0)	2	3	(5)	4	1	6	3	5	4
닥터디앤에이	(1)	2	(6)	(0)	(1)	4	(4)	(1)	(1)	0	(5)	(2)
싱가포르	1	1	1	1	1	(1)	3	1	1		3	4

자료: 코스맥스엔비티, 이베스트투자증권 리서치센터

코스맥스엔비티 (222040)

재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	61.7	81.2	68.3	118.3	115.4
현금 및 현금성자산	24.8	28.0	14.9	18.4	29.4
매출채권 및 기타채권	10.2	31.1	22.2	53.0	35.3
재고자산	7.5	16.5	25.6	35.1	45.8
기타유동자산	19.3	5.6	5.6	11.8	4.8
비유동자산	52.6	101.8	131.1	157.2	170.8
관계기업투자등	0.0	0.2	1.3	0.0	0.0
유형자산	51.4	97.8	124.7	148.6	159.8
무형자산	0.1	0.8	2.0	3.1	2.7
자산총계	**114.4**	**183.0**	**199.4**	**275.5**	**286.2**
유동부채	33.5	58.6	62.3	131.9	162.5
매입채무 및 기타재무	13.6	28.8	17.7	25.5	26.3
단기금융부채	15.9	18.1	28.2	77.2	130.2
기타유동부채	4.0	11.7	16.4	29.1	5.9
비유동부채	16.7	41.9	50.7	51.4	51.9
장기금융부채	14.7	39.1	47.6	48.1	46.9
기타비유동부채	2.0	2.8	3.1	3.3	5.0
부채총계	**50.2**	**100.5**	**113.0**	**183.3**	**214.4**
지배주주지분	64.0	81.5	84.9	90.9	70.4
자본금	5.2	5.2	10.3	10.3	10.3
자본잉여금	44.9	44.9	39.8	39.8	39.8
이익잉여금	12.6	29.8	36.3	44.0	23.6
비지배주주지분(연결)	0.2	1.0	1.5	1.4	1.4
자본총계	**64.2**	**82.5**	**86.4**	**92.3**	**71.8**

손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	**77.5**	**120.8**	**136.4**	**201.7**	**194.3**
매출원가	57.5	84.6	99.3	157.0	177.1
매출총이익	**20.0**	**36.2**	**37.1**	**44.7**	**17.2**
판매비 및 관리비	9.3	17.4	25.5	26.7	27.1
영업이익	**10.8**	**18.8**	**11.5**	**18.0**	**-9.9**
(EBITDA)	13.7	18.8	17.7	27.0	3.0
금융손익	-0.4	0.1	-2.0	-5.3	-5.0
이자비용	0.7	1.0	1.7	3.5	6.0
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.0	2.0	0.6	-0.3	0.0
세전계속사업이익	**10.4**	**20.9**	**10.1**	**12.3**	**-14.9**
계속사업법인세비용	1.8	3.8	3.8	4.7	2.8
계속사업이익	8.6	17.1	6.4	7.6	-17.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**8.6**	**17.1**	**6.4**	**7.6**	**-17.7**
지배주주	8.6	17.2	6.3	7.6	-17.8
총포괄이익	**8.7**	**17.5**	**3.2**	**6.0**	**-17.8**
매출총이익률 (%)	25.8	30.0	27.2	22.2	8.9
영업이익률 (%)	13.9	15.5	8.5	8.9	-5.1
EBITDA 마진률 (%)	17.6	15.5	13.0	13.4	1.6
당기순이익률 (%)	11.1	14.2	4.7	3.8	-9.1
ROA (%)	10.7	11.6	3.3	3.2	-6.3
ROE (%)	22.5	23.7	7.5	8.7	-22.0
ROIC (%)	21.2	18.8	5.6	6.5	-3.4

현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	**13.5**	**9.5**	**4.8**	**-6.7**	**-13.5**
당기순이익(손실)	8.6	17.1	6.4	7.6	-17.7
비현금수익비용가감	6.5	10.0	12.2	21.2	24.9
유형자산감가상각비	2.9	0.0	5.9	8.5	12.1
무형자산상각비	0.0	0.0	0.3	0.6	0.8
기타현금수익비용	0.2	0.0	-1.0	1.1	0.7
영업활동 자산부채변동	-0.2	-13.9	-4.9	-29.2	-8.1
매출채권 감소(증가)	-2.5	-13.9	2.8	-30.4	16.5
재고자산 감소(증가)	-1.7	-9.0	-9.2	-9.5	-10.7
매입채무 증가(감소)	3.1	3.6	0.9	11.1	-3.4
기타자산, 부채변동	1.0	5.4	0.6	-0.4	-10.4
투자활동 현금	**-41.5**	**-32.2**	**-38.4**	**-35.8**	**-17.5**
유형자산처분(취득)	-23.7	-48.6	-37.5	-34.3	-18.1
무형자산 감소(증가)	0.0	-0.8	-0.2	-0.2	-0.3
투자자산 감소(증가)	-17.9	18.1	-1.3	-1.5	1.0
기타투자활동	0.0	-0.8	0.6	0.2	-0.1
재무활동 현금	**51.7**	**26.2**	**20.7**	**46.7**	**41.2**
차입금의 증가(감소)	8.6	26.2	20.7	46.7	43.5
자본의 증가(감소)	43.1	0.0	0.0	0.0	-2.3
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	0.0	2.3
기타재무활동	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가	**23.5**	**3.2**	**-13.1**	**3.5**	**11.0**
기초현금	1.3	24.8	28.0	14.9	18.4
기말현금	24.8	28.0	14.9	18.4	29.4

자료: 코스맥스엔비티, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2015	2016	2017	2018	2019
투자지표 (x)					
P/E	47.7	36.9	29.1	23.9	-10.3
P/B	6.4	7.8	2.1	2.0	2.6
EV/EBITDA	29.0	35.4	13.7	10.7	109.0
P/CF	27.2	23.4	9.8	6.3	25.3
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	1.3	n/a
성장성 (%)					
매출액	-43.1	55.8	12.9	47.9	-3.7
영업이익	-6.6	74.3	-38.6	56.0	적전
세전이익	2.1	101.6	-51.4	21.7	적전
당기순이익	34.5	99.6	-62.7	19.9	적전
EPS	36.7	100.9	-63.6	21.5	적전
안정성 (%)					
부채비율	78.3	121.8	130.8	198.7	298.6
유동비율	184.3	138.6	109.7	89.7	71.0
순차입금/자기자본(x)	-19.2	35.3	70.5	114.8	205.8
영업이익/금융비용(x)	14.9	19.0	6.9	5.2	-1.6
총차입금 (십억원)	31	57	76	125	177
순차입금 (십억원)	-12	29	61	106	148
주당지표(원)					
EPS	415	834	304	369	-861
BPS	3,102	3,952	4,116	4,406	3,413
CFPS	730	1,313	902	1,400	350
DPS	n/a	n/a	n/a	111	n/a

에이치엘사이언스 (239610)

2020. 7. 28 | Mid-Small Cap

Analyst 조은애
02. 3779-8951
goodkid@ebestsec.co.kr

건강기능식품 원료 트렌드를 잘 주도하는 회사

NR

목표주가	NR
현재주가	57,400 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

19 년간 석류농축물 기반 건강기능식품 원료 연구

에이치엘사이언스는 2000 년에 설립된 건강기능식품 기능성 원료 개발 및 건강기능식품 생산·판매 업체다. 설립자이자 최고 경영자인 이해연 대표는 현 한국건강기능식품협회 이사, 한국여성발명협회 부회장을 역임하고 있다. 설립초기부터 집중 연구한 여성 건강 관련 석류농축액 원료은 개발부터 완제품까지 자체 생산하고 있다. 그 외는 연구와 기획을 거쳐 외주 생산하면서 건강기능식품 시장 트렌드 변화에 빠르게 대응하고 있다. 2016 년 사명을 에이치엘사이언스로 변경하고 같은 해 10 월 코스닥에 상장했다.

석류에서 새싹보리까지, 원료 트렌드 선도하면서 매출액 고성장

지난 1Q20 매출액은 356 억원(+46% yoy), 영업이익 62 억원(+15% yoy)을 기록했다. 높은 수준의 매출 증대는 유기농새싹보리착즙분말(2018 년 론칭, 5 년간 원료 독점 수입)에 기인한다. 새싹보리 매출비중 상승으로 매출총이익은 2019 년 기준 76%(+5.2%p yoy)으로 개선되었다.

회사 자체개발 원료인 석류 관련 제품은 기존 갱년기 증상완화 제품 중심에서 뷰티 신제품 '빨강석류 콜라겐(4/30 론칭)' 신제품이 추가되어 2 분기부터 매출에 반영된다. 동사는 기능성석류농축액을 포함한 10 가지 기능성 원료를 보유하고 있다.

본격적인 여름 시즌에 진입으로 다이어트 제품 매출 호조가 예상된다. CJ 오쇼핑 PB 상품인 '시서스로우 다이어트 시크릿'은 2019 년 론칭 이후 누적 매출액 120 억원을 넘어섰다. 최근 대형 식품/유통사의 건강기능식품 사업 진출로 원료 개발 능력과 기획력이 있는 동사의 부가가치가 부각되고 있다.

안정적인 재무구조, 원료공장 신설되면 B2B 사업 강화

동사는 무차입 경영체제를 유지하고 있다. 1Q20 기준 순현금은 626 억원으로 시가총액의 22% 수준이다. 2019 년에는 충주 원료 신공장 신설을 발표했다. 2022 년 7 월 완공 목표이며, 총 투자 규모는 190 억원이다. 2019 년 중에 토지 매입과 설계에 대한 비용 75 억원이 집행되었다. 신규공장이 완공되면 에이치엘사이언스의 경쟁력인 원료 생산능력 강화로 B2B 비즈니스에 대한 확대가 가능하다.

Stock Data

KOSDAQ (7/27)		801.23 pt
시가총액		2,952 억원
발행주식수		5,142 천주
52 주 최고가 / 최저가		89,700/36,700 원
90 일 일평균거래대금		56 억원
외국인 지분율		1.8%
배당수익률(20.12E)		0.0%
BPS(20.12E)		20,333 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	4.8%
	6 개월	-2.4%
	12 개월	-12.9%
주주구성	이해연 (외 4 인)	63.2%
	자사주 (외 1 인)	1.6 %

Stock Price

Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2015	23.7	3.0	4.3	3.5	n/a	n/a	3	n/a	-2.0	n/a	28.5
2016	40.9	6.8	7.5	6.1	1,181	n/a	7	24.4	15.7	3.0	18.8
2017	40.2	5.3	5.9	4.9	976	-17.3	6	59.8	45.6	5.7	9.6
2018	64.1	12.2	13.6	10.9	2,147	119.9	13	27.2	19.7	4.8	18.7
2019	128.3	23.7	25.0	19.7	3,902	81.7	24	15.0	9.9	3.7	27.4

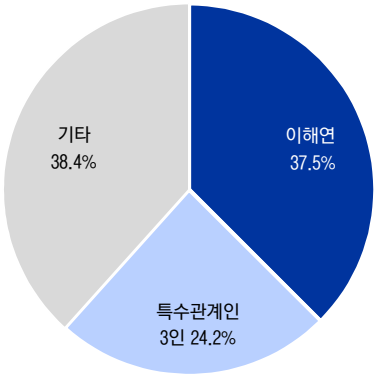
자료: 에이치엘사이언스, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림61 주요연혁

시기	주요연혁
2000.10	㈜건강사랑 설립
2003.11	화성 1 공장 준공
2004.06	건강기능식품 통, 제조 허가
2012.12	석류농축액 갱년기 개선 미국, 중국 특허 출원
2016.07	㈜에이치엘사이언스로 상호 변경
2015.03	2 공장 준공, 기능성석류농축액 NS 홈쇼핑 론칭
2016.10	코스닥 상장
2019.02	신규 원료공장(국제기준 GMP) 신설 결정

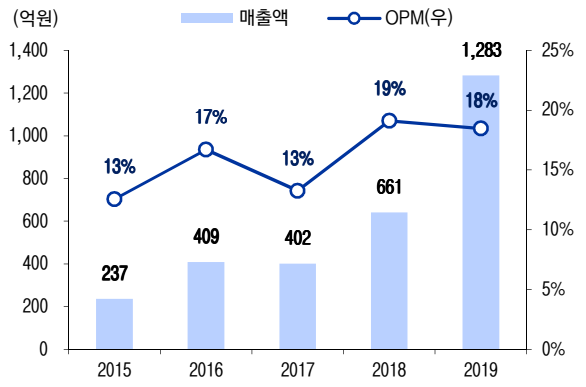
자료: 에이치엘사이언스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림62 주요 주주 현황



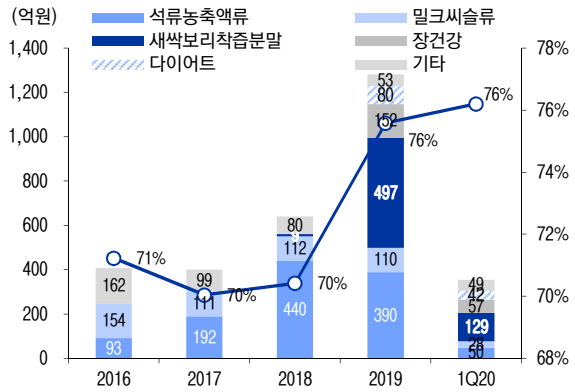
자료: 에이치엘사이언스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림63 매출액과 영업이익률 추이



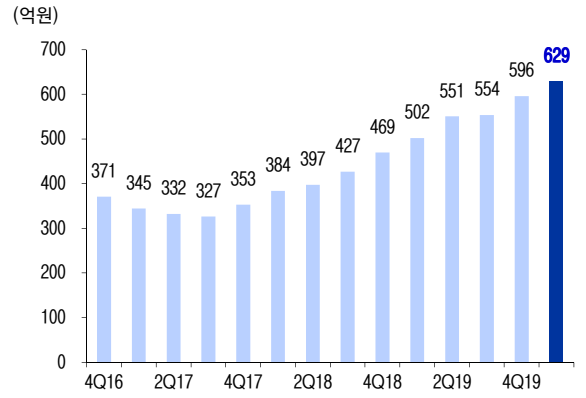
자료: 에이치엘사이언스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림64 제품별 매출액과 매출총이익률 추이



자료: 에이치엘사이언스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림65 순현금 추이



자료: 에이치엘사이언스, 이베스트투자증권 리서치센터

그림66 주요 제품 포트폴리오

자료: 에이치엘사이언스, 이베스트투자증권 리서치센터

표23 에이치엘사이언스 실적테이블

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2017	2018	2019
매출액	**244**	**375**	**335**	**328**	**356**	**402**	**641**	**1,283**
석류농축액류	121	109	71	90	50	192	440	390
새싹보리착즙분말	73	171	134	119	129	-	9	497
밀크씨슬류	28	28	26	27	28	111	112	110
장건강제품류	5	35	58	53	57	-	-	152
다이어트제품류	0	31	27	22	42	-	-	80
기타	16	1	19	17	49	99	80	53
매출액 (% Sales)	*100%*	*100%*	*100%*	*100%*	*100%*	*100%*	*100%*	*100%*
석류농축액류	*50%*	*29%*	*21%*	*27%*	*14%*	*48%*	*69%*	*30%*
새싹보리착즙분말	*30%*	*45%*	*40%*	*36%*	*36%*	*0%*	*1%*	*39%*
밀크씨슬류	*12%*	*8%*	*8%*	*8%*	*8%*	*28%*	*17%*	*9%*
장건강제품류	*2%*	*9%*	*17%*	*16%*	*16%*	*0%*	*0%*	*12%*
다이어트제품류	*0%*	*8%*	*8%*	*7%*	*12%*	*0%*	*0%*	*6%*
기타	*7%*	*0%*	*6%*	*5%*	*14%*	*24%*	*12%*	*4%*
매출총이익	180	287	252	251	271	282	451	969
% Sales	*74%*	*76%*	*75%*	*76%*	*76%*	*70%*	*70%*	*76%*
판관비	125	213	194	201	208	228	329	733
인건비	8	10	8	10	9	28	33	37
광고선전비	21	48	42	49	49	27	58	160
지급수수료	87	146	135	134	143	149	208	502
% Sales	*51%*	*57%*	*58%*	*61%*	*59%*	*57%*	*51%*	*57%*
인건비	*3%*	*3%*	*2%*	*3%*	*3%*	*7%*	*5%*	*3%*
광고선전비	*9%*	*13%*	*13%*	*15%*	*14%*	*7%*	*9%*	*12%*
지급수수료	*36%*	*39%*	*40%*	*41%*	*40%*	*37%*	*32%*	*39%*
영업이익	**54**	**74**	**59**	**50**	**62**	**53**	**122**	**237**
% Sales	*22%*	*20%*	*17%*	*15%*	*18%*	*13%*	*19%*	*18%*
당기순이익	46	61	49	42	52	49	109	197
% Sales	*19%*	*16%*	*15%*	*13%*	*15%*	*12%*	*17%*	*15%*

자료: 에이치엘사이언스, 이베스트투자증권 리서치센터

에이치엘사이언스 (239610)

재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	9.2	42.4	39.9	54.0	69.8
현금 및 현금성자산	3.3	7.8	3.8	8.6	14.5
매출채권 및 기타채권	1.5	1.9	2.1	3.3	4.8
재고자산	1.4	3.1	2.1	2.9	4.9
기타유동자산	3.1	29.7	31.9	39.2	45.7
비유동자산	8.2	12.1	17.8	17.4	24.6
관계기업투자등	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	6.8	10.6	10.2	10.1	17.2
무형자산	0.4	0.6	0.6	0.6	0.7
자산총계	**17.4**	**54.6**	**57.7**	**71.4**	**94.4**
유동부채	2.7	4.3	3.8	7.6	12.3
매입채무 및 기타재무	1.5	2.7	2.8	4.3	7.0
단기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타유동부채	1.1	1.6	1.0	3.2	5.3
비유동부채	0.2	0.1	0.8	0.9	0.9
장기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
기타비유동부채	0.2	0.1	0.8	0.9	0.9
부채총계	**2.9**	**4.4**	**4.6**	**8.4**	**13.2**
지배주주지분	14.5	50.2	53.1	63.0	81.2
자본금	1.5	2.6	2.6	2.6	2.6
자본잉여금	0.0	28.5	28.5	28.5	28.5
이익잉여금	13.1	19.1	24.1	33.9	52.2
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**14.5**	**50.2**	**53.1**	**63.0**	**81.2**

손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	**23.7**	**40.9**	**40.2**	**64.1**	**128.3**
매출원가	6.4	11.8	12.0	19.0	31.3
매출총이익	**17.3**	**29.2**	**28.2**	**45.1**	**96.9**
판매비 및 관리비	14.3	22.3	22.8	32.9	73.3
영업이익	**3.0**	**6.8**	**5.3**	**12.2**	**23.7**
(EBITDA)	3.2	7.1	5.8	12.9	24.3
금융손익	0.0	0.2	0.5	0.8	0.9
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.0
기타영업외손익	1.3	0.5	0.2	0.5	0.5
세전계속사업이익	**4.3**	**7.5**	**5.9**	**13.6**	**25.0**
계속사업법인세비용	0.7	1.5	1.0	2.7	5.3
계속사업이익	3.5	6.1	4.9	10.9	19.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**3.5**	**6.1**	**4.9**	**10.9**	**19.7**
지배주주	3.5	6.1	4.9	10.9	19.7
총포괄이익	**3.5**	**6.1**	**4.9**	**10.9**	**19.7**
매출총이익률 (%)	72.9	71.2	70.0	70.4	75.6
영업이익률 (%)	12.6	16.7	13.3	19.1	18.5
EBITDA 마진률 (%)	13.5	17.3	14.5	20.1	19.0
당기순이익률 (%)	14.9	14.8	12.3	16.9	15.4
ROA (%)	22.6	16.9	8.8	16.8	23.8
ROE (%)	28.5	18.8	9.6	18.7	27.4
ROIC (%)	28.7	51.7	28.7	57.9	99.1

현금흐름표

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	**3.1**	**5.5**	**5.8**	**13.0**	**21.4**
당기순이익(손실)	3.5	6.1	4.9	10.9	19.7
비현금수익비용가감	-0.3	1.6	1.1	2.6	5.2
유형자산감가상각비	0.2	0.2	0.4	0.5	0.6
무형자산상각비	0.0	0.0	0.1	0.1	0.1
기타현금수익비용	-1.3	0.0	0.1	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	0.3	-1.3	1.3	-0.3	-0.9
매출채권 감소(증가)	0.0	-0.5	0.0	-1.2	-1.5
재고자산 감소(증가)	-0.5	-1.7	1.0	-0.8	-1.9
매입채무 증가(감소)	0.5	1.2	0.1	1.5	2.6
기타자산, 부채변동	0.3	-0.3	0.2	0.3	-0.1
투자활동 현금	**-0.6**	**-30.6**	**-8.4**	**-7.2**	**-14.0**
유형자산처분(취득)	1.1	-4.0	-4.9	-0.4	-7.4
무형자산 감소(증가)	-0.2	-0.2	0.0	-0.1	-0.1
투자자산 감소(증가)	-1.4	-26.3	-2.2	-6.8	-6.8
기타투자활동	-0.1	-0.1	-1.2	0.0	0.3
재무활동 현금	**-1.0**	**29.6**	**-1.4**	**-0.9**	**-1.5**
차입금의 증가(감소)	-1.7	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	0.7	29.6	0.0	-1.0	-1.5
배당금의 지급	0.0	0.0	0.0	1.0	1.5
기타재무활동	0.0	0.0	-1.4	0.1	0.0
현금의 증가	**1.6**	**4.5**	**-4.0**	**4.8**	**5.8**
기초현금	1.7	3.3	7.8	3.8	8.6
기말현금	3.3	7.8	3.8	8.6	14.5

자료: 에이치엘사이언스, 이베스트투자증권 리서치센터

주요 투자지표

	2015	2016	2017	2018	2019
투자지표 (x)					
P/E	n/a	24.4	59.8	27.2	15.0
P/B	n/a	3.0	5.7	4.8	3.7
EV/EBITDA	-2.0	15.7	45.6	19.7	9.9
P/CF	n/a	19.4	49.8	22.3	12.1
배당수익률 (%)	n/a	n/a	0.3	0.5	0.7
성장성 (%)					
매출액	-41.0	72.6	-1.8	59.5	100.1
영업이익	-44.2	129.7	-22.0	129.7	93.4
세전이익	-28.1	76.7	-21.3	128.7	84.3
당기순이익	-28.5	71.9	-18.7	119.9	81.7
EPS	n/a	n/a	-17.3	119.9	81.7
안정성 (%)					
부채비율	19.7	8.8	8.7	13.4	16.3
유동비율	343.1	986.5	1,049.3	714.5	568.2
순차입금/자기자본(x)	-43.0	-73.9	-66.4	-74.5	-73.3
영업이익/금융비용(x)	338.9	621,284.6	n/a	n/a	6,260.6
총차입금 (십억원)	0	0	0	0	0
순차입금 (십억원)	-6	-37	-35	-47	-60
주당지표(원)					
EPS	n/a	1,181	976	2,147	3,902
BPS	49,623	9,760	10,333	12,249	15,793
CFPS	n/a	1,487	1,174	2,624	4,844
DPS	n/a	n/a	200	300	400

셀바이오텍(049960)

2020. 7. 28 | Mid-Small Cap

Analyst 조은애
02. 3779-8951
goodkid@ebestsec.co.kr

유통채널 다변화 통한 매출 증대 기대

NR

목표주가	NR
현재주가	16,650 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회

프로바이오틱스 전문 건강기능식품 업체

셀바이오텍은 1995 년 설립된 프로바이오틱스 유산균 원료 연구개발 및 제조/판매 업체다. 설립자이자 연구개발 운영 총괄을 맡고 있는 정명준 대표는 미생물학 석사, 유산균 발효 박사를 지냈으며, 현재 한국미생물학회 부회장 및 한국바이오협회 부회장을 역임하고 있다. 동사는 국내에서는 유일하게 프로바이오틱스 균주 개발부터 배양, 완제품 생산이 가능한 업체로 종업원 125 명 중 25 명 이상이 석, 박사급 연구원으로 구성되어 있다.

유통채널 다변화로 고객접점 확대 중

동사는 이미 2019 년 말부터 약국 외로의 채널믹스 다변화를 위해 국내 대형 창고형 매장(코스트코, 이마트트레이더스 등) 전용 제품 등을 출시했다. 관련 신제품 출시로 가격 커버리지가 중저가 라인까지 확대됐다. 1 분기 기준 대형마트 매출액 비중은 6%를 차지했으며, 연간으로는 10% 수준으로 확대가 예상된다.

하반기에는 신규채널 추가 진출을 통해 매출액을 반등 시키는 것이 회사의 목표다. 동사는 기존에 B2C 접점 채널로 약국만 활용하고 있었기 때문에 대규모 매출이 발생할 수 있는 신규 채널 진출로 인한 매출액 성장 가능성이 크다.

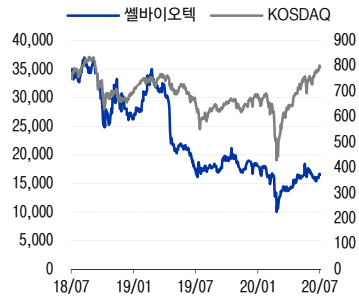
안정적인 재무구조, 분기 영업이익률 개선 추세

1Q20 기준 동사 보유 순현금 규모는 569 억원으로 시가총액의 38% 비중이다. 2019 년 중 대형 브랜드 고객사의 이탈로 매출액이 큰 폭으로 역성장했지만, 영업이익률은 분기별로 개선 추세(2Q19 9% → 3Q19 10% → 4Q19 12% → 1Q20 14%)이다. 향후 신규채널 진출에 따른 관련 매출액 추이에 대한 지속적인 관심이 필요하다.

Stock Data

KOSDAQ (7/27)		801.23 pt
시가총액		1,565 억원
발행주식수		9,400 천주
52 주 최고가 / 최저가		10,050/21,200 원
90 일 일평균거래대금		9 억원
외국인 지분율		13.3%
배당수익률(20.12E)		0.0%
BPS(20.12E)		11,160 원
KOSDAQ 대비 상대수익률	1 개월	-4.1%
	6 개월	-23.1%
	12 개월	-29.4%
주주구성	정명준 (외 5 인)	24.2%
	자사주 (외 1 인)	20.2%
	FIDELITY MANAGEMENT	5.9%

Stock Price



Financial Data

(십억원)	매출액	영업이익	세전이익	순이익	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)
2015	49.5	18.8	21.7	17.5	2,268	-6.5	20.0	25.2	24.7	7.8	28.9
2016	58.3	21.6	22.7	18.5	2,396	5.7	23.0	20.3	17.5	5.4	24.2
2017	61.1	22.6	22.6	18.2	2,425	1.2	24.3	6.6	3.8	1.7	20.9
2018	62.5	21.7	23.9	19.4	2,583	6.5	23.5	6.2	3.8	1.4	19.8
2019	46.0	5.8	8.3	7.2	1,000	-61.3	8.4	16.1	11.0	1.5	6.9

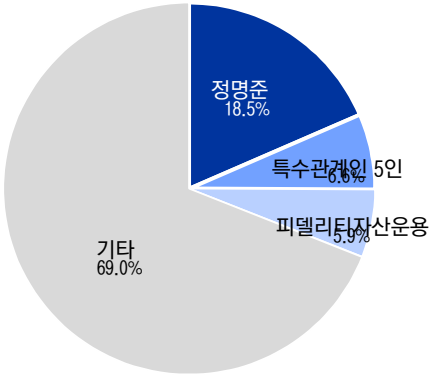
자료: 셀바이오텍, 이베스트투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

그림67 주요연혁

시기	주요연혁
1995.02	㈜셀바이오텍 설립
1999.07	셀바이오텍인터내셔날 설립
2002.12	코스닥 상장
2012.01	Cell Biotech International A/S 설립
2015.07	Forbes Asia 선정 '아시아 200 대 유망기업'
2017.10	Cell Biotech France 설립
2018.11	유산균 약물전달, 항암치료 유산균 특허 취득
2019.07	제 4 공장(바이오 의약품 제조 공장) 완공

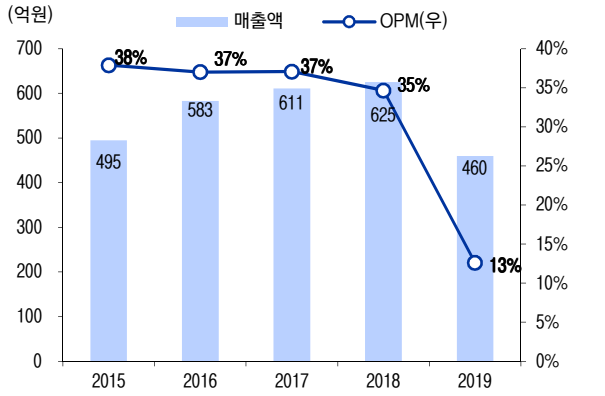
자료: 셀바이오텍, 이베스트투자증권 리서치센터

그림68 주요 주주 현황



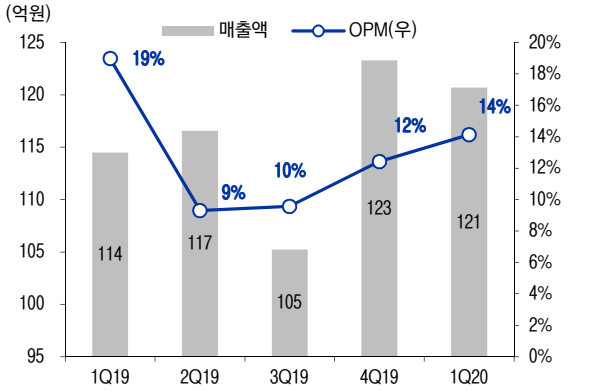
자료: 셀바이오텍, 이베스트투자증권 리서치센터

그림69 매출액과 영업이익률 추이



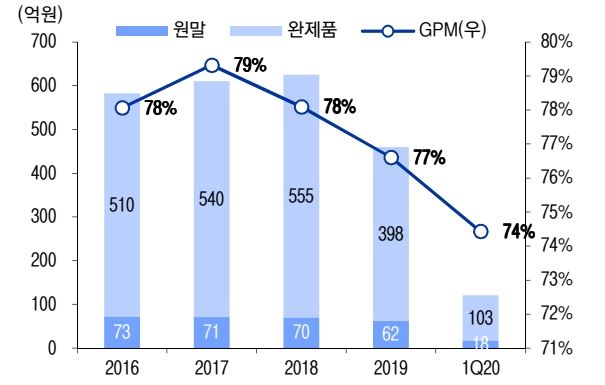
자료: 셀바이오텍, 이베스트투자증권 리서치센터

그림70 분기별 매출액과 영업이익률



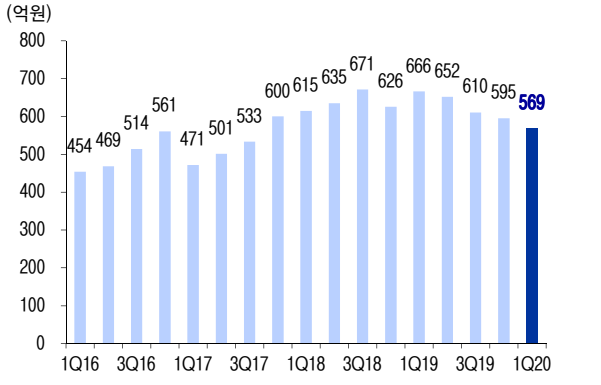
자료: 셀바이오텍, 이베스트투자증권 리서치센터

그림71 부문별 매출액과 매출총이익률 추이



자료: 셀바이오텍, 이베스트투자증권 리서치센터

그림72 순현금 추이



자료: 셀바이오텍, 이베스트투자증권 리서치센터

표24 쎌바이오텍 실적테이블

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2017	2018	2019
매출액	**159**	**163**	**147**	**157**	**114**	**117**	**105**	**123**	**121**	**611**	**625**	**460**
% yoy					*-28%*	*-29%*	*-28%*	*-22%*	*5%*	*5%*	*2%*	*-27%*
원말	19	18	51	19	20	13	13	17	18	71	70	62
% yoy					*6%*	*-30%*	*-75%*	*-11%*	*-9%*	*-2%*	*-1%*	*-12%*
완제품	140	145	417	138	95	104	93	106	103	540	555	398
% yoy					*-32%*	*-28%*	*-78%*	*-23%*	*8%*	*6%*	*3%*	*-28%*
매출총이익	125	129	113	122	88	89	80	94	90	484	488	352
% sales	*79%*	*79%*	*77%*	*77%*	*77%*	*77%*	*76%*	*77%*	*74%*	*79%*	*78%*	*77%*
판관비	67	77	65	63	67	79	70	79	73	258	272	294
인건비	30	27	28	28	29	30	29	30	31	110	114	118
경상개발비	10	8	9	8	9	8	9	11	9	29	34	37
광고선전비	9	25	9	6	9	21	11	12	10	48	49	53
지급수수료	7	6	7	8	8	7	7	10	8	23	28	32
% sales	*42%*	*47%*	*44%*	*40%*	*58%*	*67%*	*66%*	*64%*	*60%*	*42%*	*43%*	*64%*
인건비	*19%*	*17%*	*19%*	*18%*	*26%*	*25%*	*28%*	*24%*	*26%*	*18%*	*18%*	*26%*
경상개발비	*6%*	*5%*	*6%*	*5%*	*8%*	*7%*	*8%*	*9%*	*7%*	*5%*	*5%*	*8%*
광고선전비	*6%*	*15%*	*6%*	*4%*	*8%*	*18%*	*10%*	*10%*	*8%*	*8%*	*8%*	*12%*
지급수수료	*4%*	*4%*	*5%*	*5%*	*7%*	*6%*	*6%*	*8%*	*6%*	*4%*	*5%*	*7%*
영업이익	**58**	**52**	**48**	**58**	**22**	**11**	**10**	**15**	**17**	**226**	**217**	**58**
% sales	*36%*	*32%*	*33%*	*37%*	*19%*	*9%*	*10%*	*12%*	*14%*	*37%*	*35%*	*13%*
지배주주귀속순이익	51	50	39	54	22	20	17	13	30	182	194	72
% sales	*32%*	*31%*	*27%*	*35%*	*19%*	*17%*	*16%*	*10%*	*25%*	*30%*	*31%*	*16%*

자료: 쎌바이오텍, 이베스트투자증권 리서치센터

셀바이오텍 (049960)

재무상태표

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	54.2	69.3	70.9	81.0	69.3
현금 및 현금성자산	7.3	10.6	13.6	13.3	9.4
매출채권 및 기타채권	8.9	10.3	7.0	14.5	5.1
재고자산	2.5	2.1	2.8	2.4	3.1
기타유동자산	35.5	46.4	47.4	50.8	51.6
비유동자산	20.8	21.3	25.6	31.0	39.0
관계기업투자등	0.3	0.3	0.3	0.0	0.0
유형자산	18.8	19.5	23.2	28.7	36.1
무형자산	0.8	0.9	1.1	1.1	1.7
자산총계	**75.0**	**90.5**	**96.5**	**112.0**	**108.3**
유동부채	6.2	6.4	6.3	6.4	4.2
매입채무 및 기타재무	1.9	3.2	2.8	3.0	2.6
단기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4
기타유동부채	4.2	3.2	3.4	3.4	1.2
비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5
장기금융부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5
기타비유동부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**6.2**	**6.4**	**6.3**	**6.4**	**4.7**
지배주주지분	68.8	84.2	90.2	105.6	103.6
자본금	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7
자본잉여금	12.8	12.8	12.8	12.8	12.8
이익잉여금	56.5	71.9	85.9	101.1	103.8
비지배주주지분(연결)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	**68.8**	**84.2**	**90.2**	**105.6**	**103.6**

손익계산서

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	**49.5**	**58.3**	**61.1**	**62.5**	**46.0**
매출원가	11.4	12.8	12.6	13.7	10.8
매출총이익	**38.1**	**45.5**	**48.4**	**48.8**	**35.2**
판매비 및 관리비	19.3	23.9	25.8	27.2	29.4
영업이익	**18.8**	**21.6**	**22.6**	**21.7**	**5.8**
(EBITDA)	20.0	23.0	24.3	23.5	8.4
금융손익	0.6	1.0	-0.9	2.1	2.4
이자비용	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
관계기업등 투자손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	2.4	0.1	0.9	0.1	0.1
세전계속사업이익	**21.7**	**22.7**	**22.6**	**23.9**	**8.3**
계속사업법인세비용	4.2	4.2	4.4	4.5	1.1
계속사업이익	17.5	18.5	18.2	19.4	7.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**17.5**	**18.5**	**18.2**	**19.4**	**7.2**
지배주주	17.5	18.5	18.2	19.4	7.2
총포괄이익	**17.6**	**18.5**	**18.0**	**19.6**	**7.2**
매출총이익률 (%)	76.9	78.1	79.3	78.1	76.6
영업이익률 (%)	37.9	37.0	37.1	34.7	12.6
EBITDA 마진률 (%)	40.4	39.4	39.8	37.6	18.3
당기순이익률 (%)	35.4	31.7	29.8	31.0	15.7
ROA (%)	26.4	22.4	19.5	18.6	6.6
ROE (%)	28.9	24.2	20.9	19.8	6.9
ROIC (%)	60.6	65.0	63.1	48.2	11.5

현금흐름표

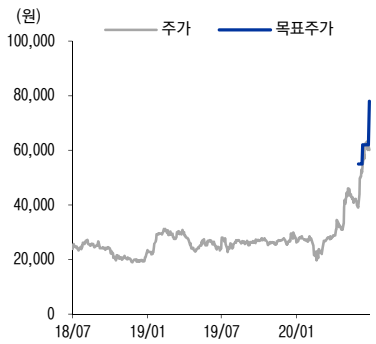
(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	**18.2**	**18.0**	**22.5**	**14.0**	**10.2**
당기순이익(손실)	17.5	18.5	18.2	19.4	7.2
비현금수익비용가감	5.1	4.3	6.2	5.7	3.4
유형자산감가상각비	1.2	1.3	1.4	1.6	2.4
무형자산상각비	0.1	0.1	0.2	0.3	0.3
기타현금수익비용	0.1	-0.6	0.6	0.4	0.5
영업활동 자산부채변동	-1.8	-0.4	1.7	-7.3	3.3
매출채권 감소(증가)	-1.3	-1.4	3.1	-6.5	4.7
재고자산 감소(증가)	-0.5	0.5	-0.8	-0.4	-1.8
매입채무 증가(감소)	0.1	1.1	-0.3	0.2	-0.5
기타자산, 부채변동	-0.2	-0.6	-0.4	-0.5	0.9
투자활동 현금	**-15.0**	**-11.5**	**-7.4**	**-10.1**	**-4.4**
유형자산처분(취득)	-3.1	-2.0	-5.3	-7.1	-8.7
무형자산 감소(증가)	-0.3	-0.1	-0.2	-0.3	-0.2
투자자산 감소(증가)	0.7	0.1	-18.5	4.7	-5.2
기타투자활동	-12.3	-9.4	16.6	-7.5	9.7
재무활동 현금	**-1.2**	**-3.1**	**-11.9**	**-4.1**	**-9.6**
차입금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	-0.4
자본의 증가(감소)	-1.2	-3.1	-4.2	-4.1	-4.5
배당금의 지급	1.2	3.1	4.2	4.1	4.5
기타재무활동	0.0	0.0	-7.7	0.0	-4.7
현금의 증가	**1.9**	**3.3**	**3.0**	**-0.3**	**-3.9**
기초현금	5.4	7.3	10.6	13.6	13.3
기말현금	7.3	10.6	13.6	13.3	9.4

주요 투자지표

	2015	2016	2017	2018	2019
투자지표 (x)					
P/E	25.2	20.3	6.9	6.4	16.7
P/B	7.8	5.4	1.7	1.5	1.5
EV/EBITDA	24.7	17.5	4.0	4.0	11.6
P/CF	23.8	20.0	6.4	6.2	14.8
배당수익률 (%)	0.7	1.1	3.3	3.6	3.6
성장성 (%)					
매출액	-18.9	17.7	4.8	2.4	-26.5
영업이익	-17.1	14.9	5.0	-4.2	-73.3
세전이익	-3.8	4.3	-0.3	5.5	-65.2
당기순이익	-3.8	5.7	-1.6	6.5	-62.7
EPS	-6.5	5.7	1.2	6.5	-61.3
안정성 (%)					
부채비율	9.0	7.6	7.0	6.1	4.5
유동비율	878.6	1,089.0	1,132.2	1,266.0	1,653.3
순차입금/자기자본(x)	-61.4	-66.6	-66.5	-59.2	-56.5
영업이익/금융비용(x)	n/a	n/a	n/a	n/a	108.1
총차입금 (십억원)	0	0	0	0	1
순차입금 (십억원)	-42	-56	-60	-63	-59
주당지표(원)					
EPS	2,268	2,396	2,425	2,583	1,000
BPS	7,315	8,952	9,595	11,237	11,022
CFPS	2,402	2,429	2,600	2,666	1,128
DPS	400	550	550	600	600

자료: 셀바이오텍, 이베스트투자증권 리서치센터

콜마비앤에이치 목표주가 추이

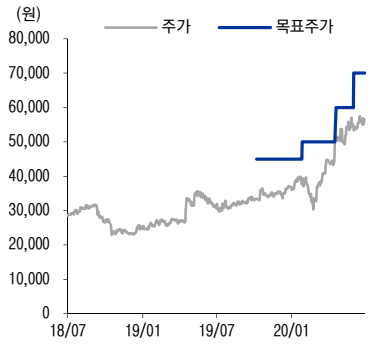


투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2020.06.30	신규	조은애			
2020.06.30	Buy	55,000	-3.8		-12.9
2020.07.10	Buy	62,000	1.9		-2.6
2020.07.28	Buy	78,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

서흥 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2019.11.05	신규	정홍식			
2019.11.05	Buy	45,000	-11.3		-20.6
2020.02.25	Buy	50,000	0.6		-22.3
2020.05.18	Buy	60,000	-5.0		-12.3
2020.06.30	Buy	70,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

노바렉스 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2020.07.28	신규	조은애			
2020.07.28	Buy	54,000			

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

종근당홀딩스 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2020.07.28	신규	조은애			
2020.07.28	NR	NR			

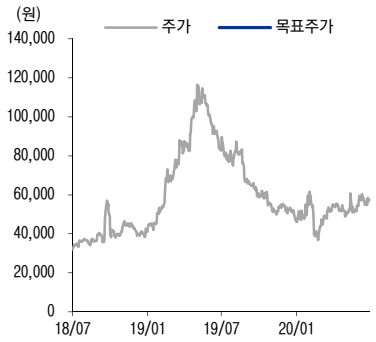
일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비

코스맥스엔비티 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2020.07.28	신규	조은애									
2020.07.28	NR	NR									

에이치엘사이언스 목표주가 추이



투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2020.07.28	신규	조은애									
2020.07.28	NR	NR									

셀바이오텍 목표주가 추이

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비	일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%) 최고 대비	괴리율(%) 최저 대비	괴리율(%) 평균 대비
2020.07.28	신규	조은애									
2020.07.28	BUY	55,000									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 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 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

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

_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12 개월)	투자등급	적용기준 (향후 12 개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	86.9% 13.1%	2018 년 10 월 25 일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2019. 7. 1 ~ 2020. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1 년간 누적 기준. 분기별 갱신)