2020년 5월 6일 I Equity Research

음식료/건강기능식품 Overweight

지금은 생활 바이오 시대

- 건강기능식품 업체 재평가 기대
- OEM/ODM 업체: 선제적인 Capa 증설로 호실적 예상
- 종근당홀딩스: 확고한 브랜드 바탕으로 안정적인 사업 영위

Collaboration Report

Top picks

노바렉스(194700) I BUY(신규) I TP 35,000원(신규) I CP(5월4일) 27,600원

종근당홀딩스(001630) I BUY I TP 172,500원 I CP(5월4일) 110,500원

Analyst 심은주

02-3771-8538

yesej01@hanafn.com

Analyst 이정기

02-3771-7522

robert.lee@hanafn.com

하나금융투자

CONTENTS

1. 커질 수 밖에 없는 건기식 시장 3

1) 건기식 시장 향후 3년 간 연평균 10% 성장 예상 3

2) 과거 대비 역동적인 건강식품시장 6

2. 주요 업체 현황 8

1) 상장 건기식 업체 호실적 지속 8

2) 코로나19 계기로 재평가 전망 9

3) 확고한 브랜드 보유 업체→ 이익 레버리지 효과 가시화 10

4) 시장 참여자 증가세→ OEM/OEM 업체 중장기 투자 유망 12

Top Picks 및 관심종목 15

노바렉스(194700) 16

종근당홀딩스(001630) 20

콜마비앤에이치(200130) 24

팜스빌(318010) 28

경남제약(053950) 30

Analyst 심은주/이정기 02-3771-8538/7522

2020년 5월 6일 I Equity Research

음식료/건강기능식품

지금은 생활 바이오 시대

건강기능식품 업체 재평가 기대

건강기능식품 업체는 꾸준한 순이익 성장(지난 3년 간 5사 기준 평균 14.6%)에도 불구하고 합산 시가총액은 제자리 걸음이다. 현재 상장 5개사의 평균 12개월 Fwd PER은 10배 내외에 불구하다. ① 백수오 사태 이후 시장의 관심 감소(2015~2017년), ② 단일 제품 매출 비중이 높은 브랜드 업체의 매출 지속성에 대한 의문, ③ 경쟁 심화에 대한 우려가 복합적으로 작용했기 때문으로 판단된다. 그러나, 코로나19를 계기로 재평가가 기대된다. ① 건강기능식품 시장 성장이 예상보다 가팔라지고 있고, ② 확고한 브랜드를 보유한 업체(뉴트리, 종근당건강)의 이익 레버리지 효과가 본격화되고 있다. 여전히 ③ 시장 참여자 증가(경쟁 심화)가 고민이라면 OEM/ODM 업체(노바렉스, 콜마비앤에이치)의 유의미한 실적 개선에 주목할 필요가 있다.

OEM/ODM 업체: 선제적인 Capa 증설로 호실적 예상

OEM/ODM 업체는 선제적인 Capa 증설로 유의미한 실적 개선이 기대된다. 노바렉스(BUY, 3.5만원)와 콜마비앤에이치(BUY, 3.7만원)에 대해 커버리지를 개시한다. 노바렉스는 내년 상반기 오송 공장 증설 완공으로 Capa가 기존 대비 2배 증가한다. 생산능력이 현재 2천억원에서 4천억원으로 상향됨에 따라 향후 3년 간 연평균 23% 매출 성장이 가능할 전망이다. 신공장 자동화 설비에 따른 원가 절감으로 동기간 이익은 CAGR 29% 증가할 것으로 추정된다. 콜마비앤에이치도 올해 하반기 국내 Capa 증설이 완공된다. 국내 건기식 생산 공장인 음성 공장 Capa가 기존 2천억원에서 3천억원으로 상향된다. 향후 3년 간 매출 및 영업이익은 연평균 17%, 16% 증가할 것으로 전망한다.

종근당홀딩스: 확고한 브랜드 바탕으로 안정적인 사업 영위

확고한 브랜드를 보유한 리딩 업체도 중장기 안정적인 실적 개선세가 가능해 보인다. 종근당홀딩스(BUY, 172,500원)의 영업이익은 프로바이오틱스 '락토핏' 브랜드를 판매하는 주력 자회사 실적 개선에 힘입어 향후 3년 간 연평균 30% 증가할 것으로 예상한다.

Industry In-depth

Overweight

Top picks 및 Coverage

종목명	투자의견	TP(12M)	CP(5월 4일)
노바렉스(194700)	BUY(신규)	35,000원(신규)	27,600원
종근당홀딩스(001630)	BUY	172,500원	110,500원
콜마비앤에이치(200130)	BUY(신규)	37,000원(신규)	28,800원
팜스빌(318010)	BUY	20,700원	13,600원
경남제약(053950)	NR	NR	7,760원

Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	107.3	159.1	198.9	245.4	294.5
영업이익	십억원	11.3	16.3	20.4	27.0	35.1
세전이익	십억원	11.5	17.0	21.5	28.0	36.2
순이익	십억원	9.5	14.7	17.8	23.3	30.4
EPS	원	1,178	1,634	1,972	2,586	3,379
증감률	%	11.0	38.7	20.7	31.1	30.7
PER	배	13.46	12.30	13.99	10.67	8.17
PBR	배	1.81	1.97	2.30	1.92	1.57
EV/EBITDA	배	8.17	9.10	9.88	7.44	5.44
ROE	%	14.51	17.23	17.78	19.60	21.12
BPS	원	8,766	10,195	11,990	14,400	17,602
DPS	원	200	200	200	200	200

주: 노바렉스 재무제표

Analyst 심은주
02-3771-8538
yesej01@hanafn.com

Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com

Analyst 심은주/이정기 02-3771-8538/7522

1. 커질 수 밖에 없는 건기식 시장

1) 건기식 시장 향후 3년 간 연평균 10% 성장 예상

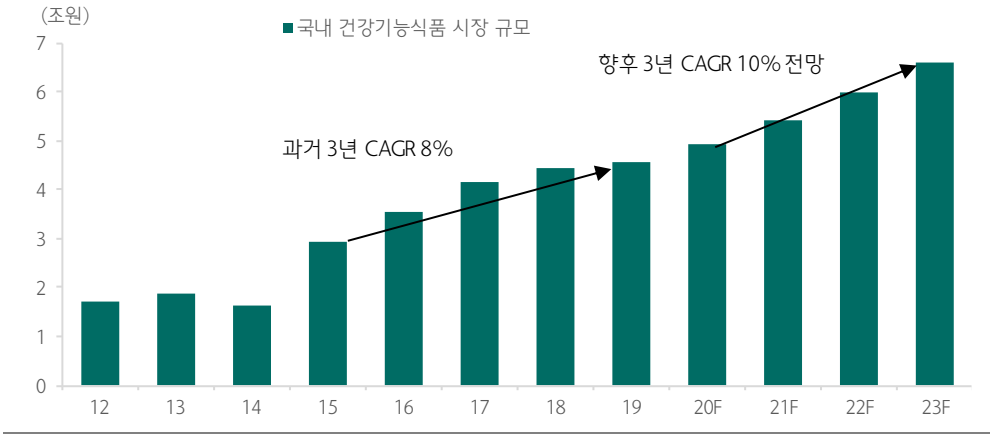
커져갈 수 밖에 없는 건기식 시장
① 카테고리 확대
② 셀프메디케이션 확대 흐름
③ 정부 규제 완화

국내 건강기능식품 시장 규모는 4.6조원으로 파악된다. 2015년 가짜 백수오 사태로 얼어붙었던 구매 심리는 2017년 이후 회복되기 시작했다. 지난 3년 간 건강기능식품 시장은 연평균 8% 증가했다. 올해는 '코로나19'로 촉발된 건강에 대한 관심 고취로 전년대비 9% 증가할 것으로 추산된다.

하나금융투자는 건강기능식품 시장이 향후 3년 간 연평균 10% 고성장할 것으로 추정한다. ① 과거 홍삼이나 비타민에만 국한되어 있었던 카테고리가 눈, 갱년기, 이너뷰티 등으로 확산되는 추세이다. 특히 콜라겐을 필두로 한 이너뷰티 시장은 지난 5년 간 연평균 68% 성장한 것으로 파악된다. ② 셀프메디케이션 확대 흐름에 따라 비처방 일반의약품 대비 건기식으로 질환을 예방하는 경향이 더욱 높아질 것으로 판단된다. 한국 건강기능식품협회의 설문조사에 의하면 현재 건강기능식품 지불 비용을 높일 것이라는 응답이 많았다. 현재 지불 비용 중위값은 6만원 수준이나 향후 지불 의향은 9만원 수준으로 추산된다. ③ 정부의 현장밀착형 규제 혁신도 긍정적이다. 정부는 고부가가치 산업으로 떠오르는 5대 식품(메디푸드 등 맞춤식품/ 기능성식품/ 간편식품/ 친환경식품/ 수출식품) 규모를 2030년 24조 8,500억원(18년 기준 12조 4,400억원)으로 육성할 계획이다. 이에 따라 건강기능식품에 대한 제조 및 판매를 촉진하기 위해 판매사업자의 사전 신고 의무를 폐지하기로 했다. 또한 안정성이 확보된 일부 의약품 성분을 건강기능식품 제조 원료로 활용할 수 있게 했다. 소분 및 혼합 포장을 허용하고 광고 가능 범위도 확대하기로 했다. 과거 일본도 건강기능식품에 대한 규제를 개혁하면서 성장을 장려해왔다. 우리나라도 정부 규제 완화 및 의지 기인해 소비자의 접점이 확대될 공산이 크다.

건강기능식품 시장 향후 3년 간 연평균 10% 성장 예상

그림 1. 국내 건강기능식품시장 규모 추이

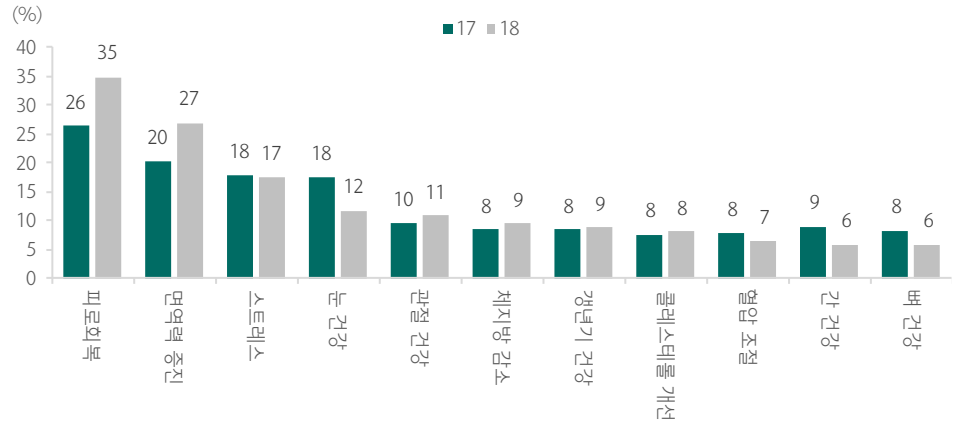


자료: 한국건강기능식품협회, 하나금융투자

Analyst 심은주/이정기 02-3771-8538/7522

과거 대비 카테고리 확산 추세

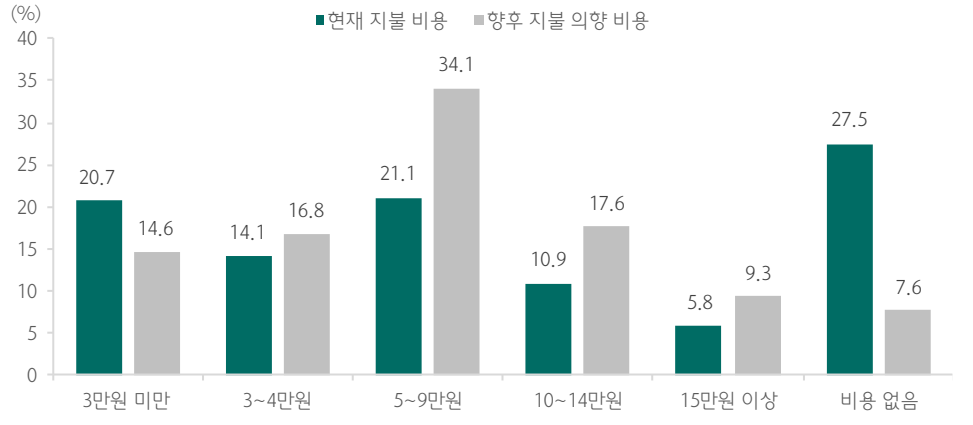
그림 2. 염려하고 있는 건강문제에 대한 응답



자료: 한국건강기능식품협회, 하나금융투자

지불 비용 중위값은 6만원 내외이나 향후 지불 의향은 9만원 내외 추산

그림 3. 현재 건강관리를 위한 건강기능식품 지불 비용 및 향후 지불 의향 비용 비교



자료: 한국건강기능식품협회, 하나금융투자

Analyst 심은주/이정기 02-3771-8538/7522

표 1. 식품 분야별 대책

구분		주요 내용
1. 맞춤형 · 특수식품	메디푸드	① 식품공전 내 특수의료용도식품 분류체계 확대 · 개편 ② 식사관리용 식단제품 유형 신성 ③ 질환별 재가식 맞춤형 메디푸드 제품 및 소재 개발
	고령친화식품	① 『고령친화산업진흥법』 대상 제품에 식품 추가 ② 고령친화 우수식품 지정 및 인증제(KS) 시행 ③ 공공급식 체계를 활용한 고령친화식품 제공방안 연구 · 검토
	대체식품	① 대체식품 개발을 위한 R&D 지원 중장기 로드맵 마련 ② 대체단백질 연구개발비에 대한 세액공제 검토 ③ 대체식품을 위한 기준 설정 및 안전관리절차 등 관리방안 마련
	펫푸드	① 펫푸드 원료 · 가공 · 표시기준 마련 및 『(가칭)펫푸드 관리법』 제정 추진 ② 민간 참여 펫푸드 품질 인증체계 구축 ③ 유기 인증 제품 확대 및 기능성 표시제 도입 검토 ④ 맞춤형 제품 개발을 위한 사양 정보 DB 구축 등 R&D 추진
2. 기능성식품		① 일반식품의 기능성 표시 허용 ② 안전성과 기능성이 입증된 의약품 원료의 건강기능식품 제조 허용 ③ 건강기능식품의 소분 · 혼합 포장 판매 허용 ④ 기능성 원료은행 구축 및 기능성 식품 제형센터 설립을 통한 기술 지원 강화 ⑤ 기능성 식품 전문인력 양성을 위한 계약학과 설치 ⑥ 수출용 건강기능식품 국가 인증제 도입
3. 간편식품		① 급속 냉 · 해동기술 연구개발비에 대한 세액공제 검토 ② 밀키트 제품의 특성을 반영한 식품유형 신설 ③ 즉석밥, 가공김 등 간편식 제품의 글로벌 규격 마련 추진 ④ 원료농산물 계약재배 활성화 및 지역 농특산물 반가공 · 소재화 지원 ⑤ 간편식 포장재 · 용기의 친환경 소재화를 위한 기술 로드맵 마련
4. 친환경식품		① '무농약원료가공식품' 인증제 시행 ② 유기농산물 원료 사용 가공식품에 대한 '유기' 표시기준 완화 ③ 유기농산업 복합서비스 지원단지 조성
5. 수출식품		① 신남방 · 신북방 시장 개척, 할랄시장 및 UN 조달시장 등 신규시장 진출 지원 ② 한류 · 한식 문화 활용 마케팅 지원 강화 ③ 국가간 비관세장벽 협의체 확대

자료: 언론보도, 하나금융투자

Analyst 심은주/이정기 02-3771-8538/7522

2) 과거 대비 역동적인 건강식품시장

최근 우리나라는 프로바이오틱스, 루테인 각광

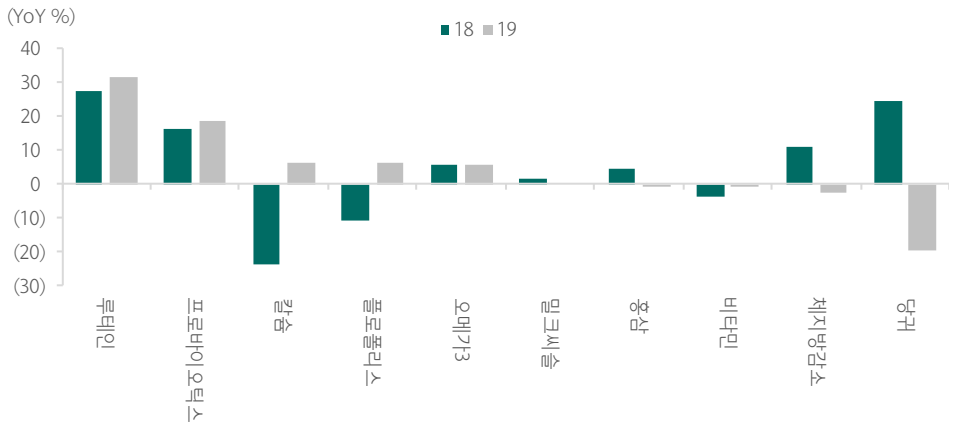
작년 기준 상위 Top 5 원료는 홍삼(42%), 비타민(18%), 프로바이오틱스(18%), 오메가3(6%), 루테인(4%)이다. 홍삼이 42%를 차지하여 여전히 절대적인 비중을 차지했다. 주목할 점은 뒤를 잇는 원료들의 비중 변화이다. 최근 2년 간 홍삼이 연평균 2% 성장한 반면, 프로바이오틱스 및 루테인은 각각 18%, 30% 성장하여 시장을 큰 폭 아웃퍼폼 했다. 건강기능식품 원료 내 프로바이오틱스 및 루테인의 매출 비중은 2017년 14%, 3%를 차지했으나 2019년에는 18%, 4%로 상승했다. 실제로 한국건강기능식품협회의 국내 리서치에 따르면 비타민 섭취가 52%로 가장 많았고 프로바이오틱스, 오메가3, 루테인을 섭취 중이라는 응답이 각각 24%, 23%, 17%로 높았다.

고령화가 빨리 시작된 일본은 과체중, 눈 피로, 탈모, 관절염에 대한 니즈 높아

일본 건강기능식품 시장은 우리나라 대비 2배 큰 약 9조원으로 파악된다. 일본 건강식품시장 상위 Top 5 원료는 약초 및 전통원료(36%)를 제외하고 비타민(23%), 루테인(8%), 미네랄(7%), 글로코사민(7%), 프로바이오틱스(6%)가 차지했다. 우리나라보다 고령화를 일찍 겪은 만큼 면역 및 노화와 관련된 미네랄 및 글루코사민에 대한 수요가 컸다. 더불어 프로바이오틱스 시장도 꾸준히 성장 중인 것으로 파악된다. 일본 소비자는 현재 우려하고 있는 건강 문제에 대한 설문에 비만 및 과체중, 눈 피로, 탈모, 관절염 등을 상위권으로 꼽았다. 일본도 전자상거래로 유통되는 건강식품 판매량이 폭발적으로 증가하는 추세인 만큼 관련 시장은 중장기 잠재력이 커 보인다.

루테인 및 프로바이오틱스 고성장 중

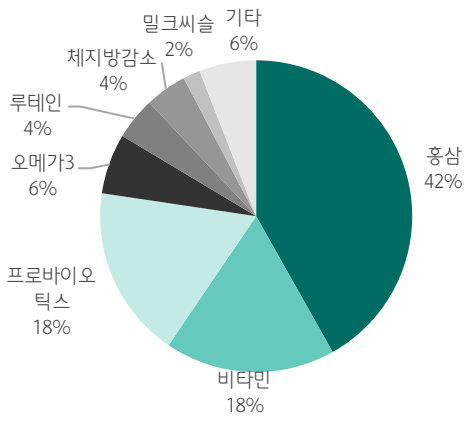
그림 4. 우리나라 건강식품 원료별 성장률 추이



자료: 하나금융투자

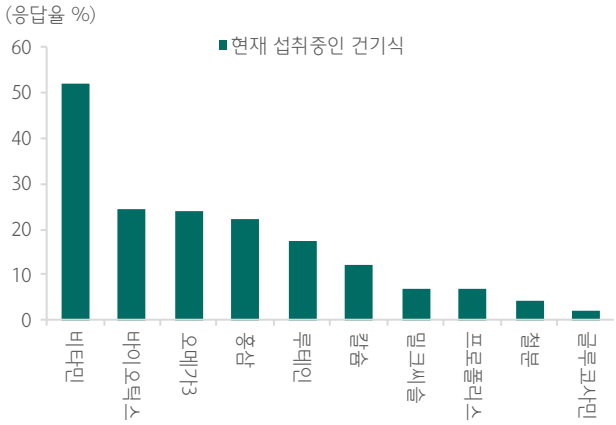
Analyst 심은주/이정기 02-3771-8538/7522

그림 5. 우리나라 원료별 비중



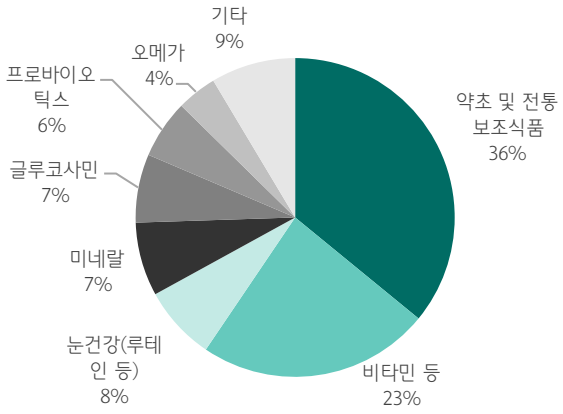
자료: 하나금융투자, 식품연감
기타: 2019년 기준임

그림 6. 우리나라 소비자의 섭취 중인 건기식 현황



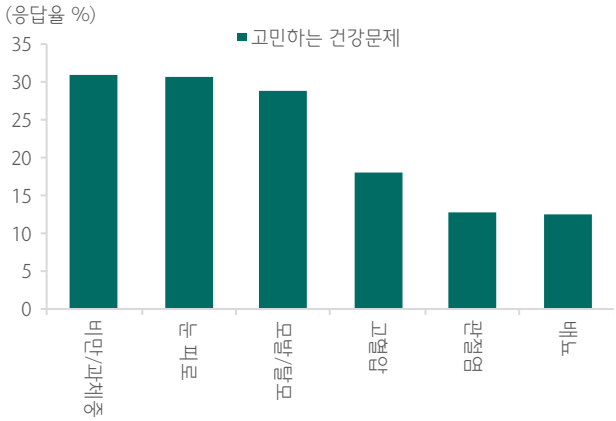
자료: 하나금융투자, 건기식협회
기타: 한국 거주 남녀 5만명 대상 설문조사 결과

그림 7. 일본 원료별 비중



자료: 하나금융투자

그림 8. 일본 소비자가 우려하는 건강문제



자료: 하나금융투자, 건기식협회
기타: 일본 거주 남녀 5만명 대상 설문조사 결과

Analyst 심은주/이정기 02-3771-8538/7522

2. 주요 업체 현황

1) 상장 건기식 업체 호실적 지속

상장 5개사 지난 3년 간 연평균 18.4% 이익 성장

국내 건강기능식품 업체 중 매출 규모가 가장 큰 업체는 한국인삼공사(19년 매출액 1조 4천억원)이다. 한국인삼공사는 국내 홍삼 시장에서 점유율 70%를 차지한다. 국내 하드캡슐 생산 1위 업체인 서흥, 애터미라는 강력한 유통망을 확보한 콜마비앤에이치, '뉴트리바이오텍'을 인수한 코스맥스엔비티, 국내 최다 개별인정원료 등록 업체인 노바렉스, '락토핏'의 원료를 공급하고 있는 종근당바이오가 매출 Top 5를 차지했다.

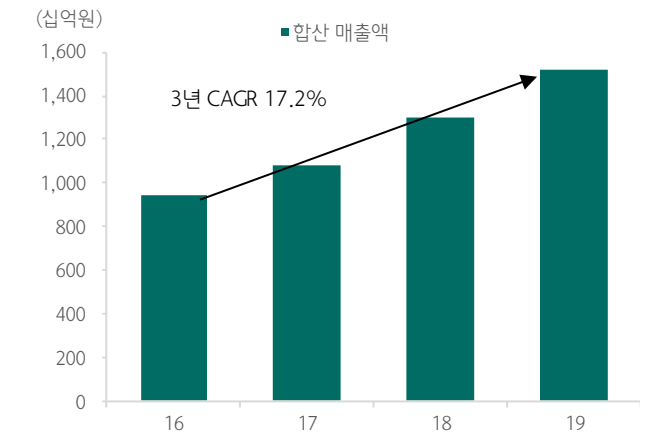
한국인삼공사를 제외한 상장사 6개사(뉴트리, 종근당바이오, 서흥, 노바렉스, 코스맥스엔비티, 콜마비앤에이치) 기준 합산 매출액 및 영업이익은 지난 3년 간 연평균 각각 17.2%, 9.5% 증가했다. 중국 등 해외 실적이 부진했던 코스맥스앤비티 제외 시 영업이익은 연평균 18.4% 증가했다.

표 2. 주요 건강식품 업체 현황(매출 순) (단위: 십억원, %)

업체 명	매출액	영업이익	OPM	비고
한국인삼공사	1,403.7	205.9	14.7	국내 홍삼 점유율 70% 점유(비상장)
서흥	460.8	47.4	10.3	국내 하드캡슐 생산 점유율 95%, OEM/ODM 업체
콜마비앤에이치	438.9	74.0	16.9	글로벌 유통 업체 '애터미' 통해 건강식품 판매, OEM/ODM 업체
코스맥스엔비티	194.2	-9.9	-5.1	'뉴트리바이오텍' 인수하면서 건강식품시장 보폭 확대, OEM/ODM 업체
노바렉스	159.1	16.3	10.2	국내 최다 개별인정원료 등록, OEM/OEM 업체
종근당바이오	137.1	15.4	11.2	'종근당' 원료의약 사업부문이 분할 및 신설된 업체, '락토핏' 원료 공급
뉴트리	125.1	11.9	9.5	이너뷰티 시장을 타깃한 원료 생산 및 판매, '에버콜라겐' 브랜드 보유
에스트라	111.1	6.7	6.1	'아모레퍼시픽' 그룹 자회사로 건강식품 제조 및 판매(비상장)
네이처텍	59.3	1.8	3.1	알로에 건강기능식품 및 화장품의 제조 영위(비상장)
쎌바이오텍	45.9	5.7	12.6	프로바이오틱스 생산 및 판매 영위, '듀오락' 브랜드 보유

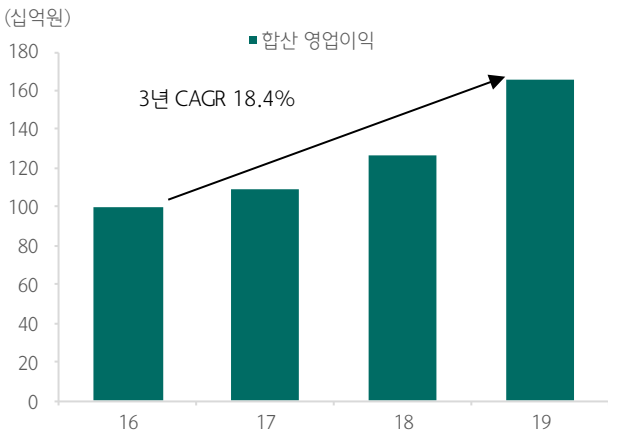
자료: 하나금융투자
비고: 매출액 및 영업이익은 2019년 기준임

그림 9. 상장 6개사 최근 3년 연평균 매출 성장



자료: 하나금융투자
비고: 뉴트리, 종근당바이오, 서흥, 노바렉스, 코스맥스엔비티, 콜마비앤에이치 합산

그림 10. 상장 5개사 최근 3년 연평균 이익 성장



자료: 하나금융투자
비고: 뉴트리, 종근당바이오, 서흥, 노바렉스, 콜마비앤에이치 합산

Analyst 심은주/이정기 02-3771-8538/7522

2) 코로나19 계기로 재평가 전망

① 시장 확대 가능성,
② 브랜드 업체 이익 레버리지,
③ OEM/ODM 업체 호실적
감안시 밸류에이션 재평가 필요

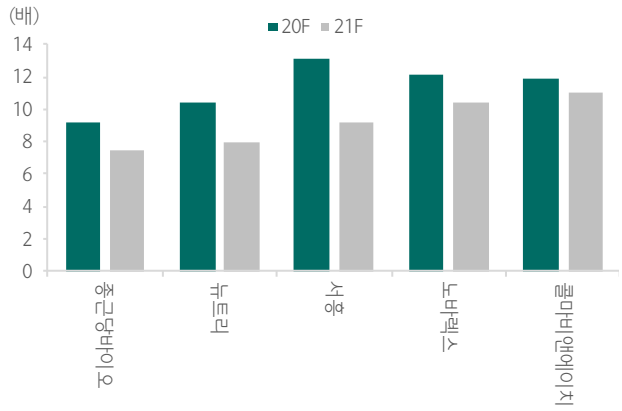
건강기능식품 업체는 꾸준한 순이익 성장(지난 3년 간 5사 기준 평균 14.6%)에도 불구하고 합산 시가총액은 제자리 걸음이다. 현재 상장 5개사의 평균 12개월 Fwd PER은 10배 내외에 불구하다. ① 백수오 사태 이후 시장의 관심 감소(2015~2017년), ② 단일 제품 매출 비중이 높은 브랜드 업체의 매출 지속성에 대한 의문, ③ 경쟁 심화에 대한 우려가 복합적으로 작용했기 때문으로 판단된다. 그러나, 코로나19를 계기로 재평가가 기대된다. ① 건강기능식품 시장 성장이 예상보다 가팔라지고 있고, ② 확고한 브랜드를 보유한 업체(뉴트리, 종근당건강)의 이익 레버리지 효과가 본격화되고 있기 때문이다. 여전히 ③ 시장 참여자 증가(경쟁 심화)가 고민이라면 OEM/ODM 업체(노바렉스, 콜마비앤에이치)의 유의미한 실적 개선에 주목할 필요가 있다.

지난 3년 간 합산 순이익 14.6% 성장 VS. 시가총액 상승 제한적

그림 11. 합산 시가총액 및 순이익 추이

자료: 하나금융투자
비고: 뉴트리, 종근당바이오, 서흥, 노바렉스, 콜마비앤에이치 5개사 합산

그림 12. 상장 5개사 12개월 Fwd PER 10배 거래 중



자료: 하나금융투자

그림 13. 상장 5개사 12개월 Fwd PBR 1.7배 거래 중

자료: 하나금융투자

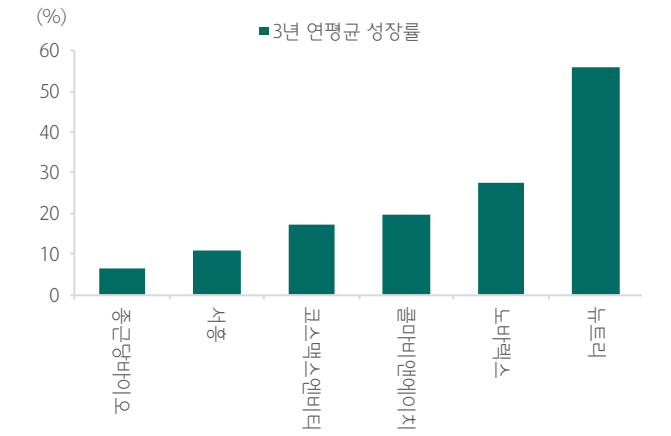
Analyst 심은주/이정기 02-3771-8538/7522

3) 확고한 브랜드 보유 업체→ 이익 레버리지 효과 가시화

한국인삼공사→
'브랜드'만 확고하면
안정적인 사업 영위 가능

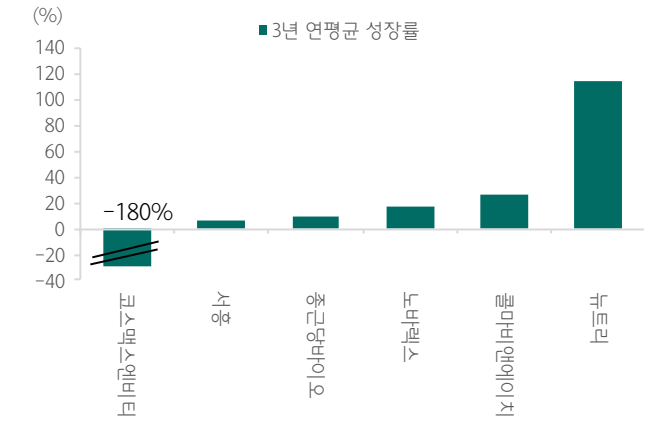
리딩 업체는 높은 브랜드력을 바탕으로 호실적을 시현 중이다. 국내 홍삼시장 점유율 70% 이상을 차지하고 있는 한국인삼공사 매출액은 지난 3년 간 연평균 8.2% 증가했다. 동기간 국내 홍삼 시장은 연평균 4.6% 성장하는데 그쳤다. 한국인삼공사는 차세대 브랜드인 '에브리타임', '화애락' 등에 대한 투자가 지속되고 있음에도 15% 내외의 높은 영업 마진을 가져가고 있다. '정관장'에 대한 사업 노하우를 바탕으로 차세대 브랜드 매출액은 유의미하게 증가하고 있는 만큼 중장기 마진은 개선될 공산이 크다.

그림 14. 업체별 최근 3년 연평균 매출 성장



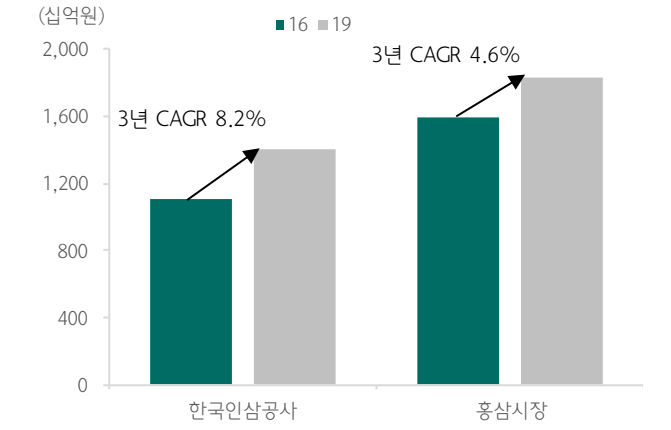
자료: 하나금융투자

그림 15. 업체별 최근 3년 연평균 이익 성장



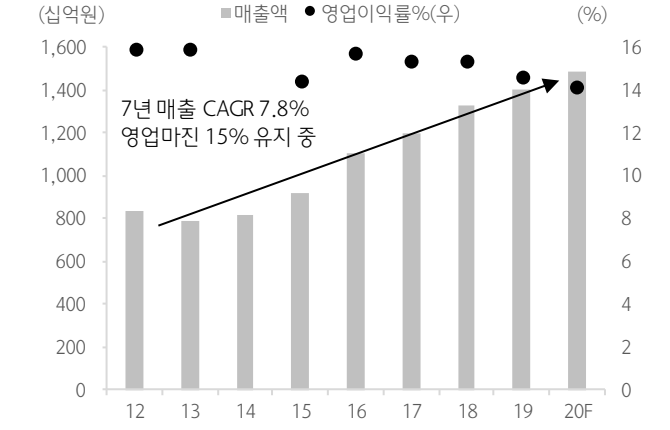
자료: 하나금융투자

그림 16. 한국인삼공사는 높은 브랜드력 바탕으로 시장 아웃퍼폼



자료: 하나금융투자

그림 17. 한국인삼공사 15% 내외 높은 영업마진 유지 중



자료: 하나금융투자

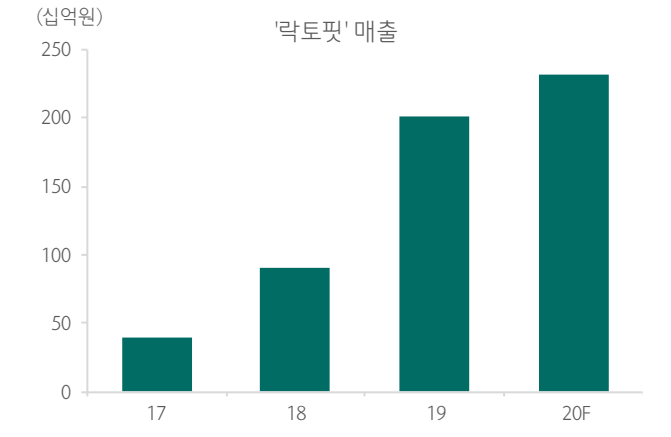
Analyst 심은주/이정기 02-3771-8538/7522

'종근당바이오'와 '뉴트리'
→ 무서운 이익 레버리지 효과

종근당건강과 뉴트리는 이익 레버리지가 가시화되고 있는 대표적인 브랜드 업체이다. 종근당건강은 영업마진이 최근 3년 사이 6.8%p 개선되었다. 2016년 출시한 '락토핏' 매출액이 2017년 390억원에서 2019년 2천억원까지 증가하면서 영업마진은 16%까지 상승했다. 뉴트리의 영업마진도 최근 3년 간 7.4%p 개선되었다. 2017년 270억원에 불과했던 '에버콜라겐' 매출이 2019년 820억원까지 증가하면서 동기간 영업마진이 4.6%→12.0%로 상승했다.

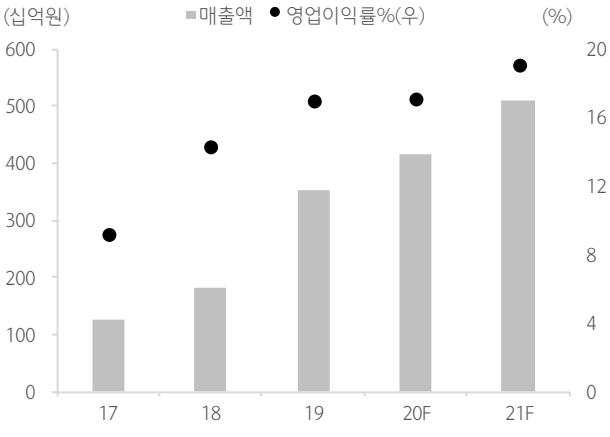
브랜드 리딩 업체인 '종근당건강'과 '뉴트리'는 올해도 호실적이 지속될 것으로 전망된다. 올해 종근당건강의 '락토핏' 매출액은 2,300억원으로 전년대비 15% 증가할 것으로 추정한다. 뉴트리의 '에버콜라겐' 매출액은 1,300억원으로 전년대비 58% 증가할 것으로 예상된다. 종근당건강과 뉴트리의 영업이익은 전년대비 각각 37%, 57% 증가할 것으로 추산된다.

그림 18. 종근당건강 '락토핏' 매출 추이



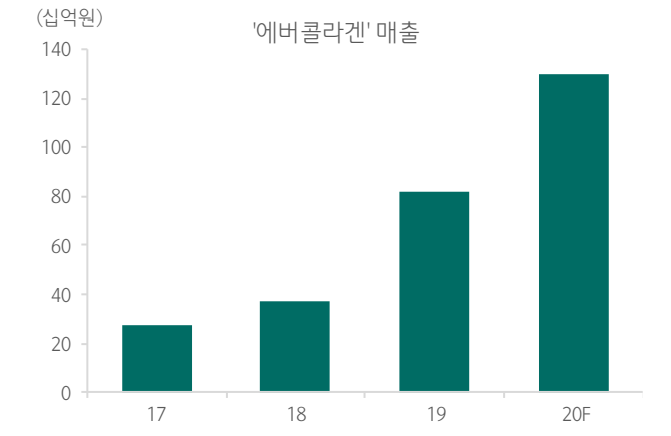
자료: 하나금융투자

그림 19. 종근당건강 매출 및 영업마진 전망



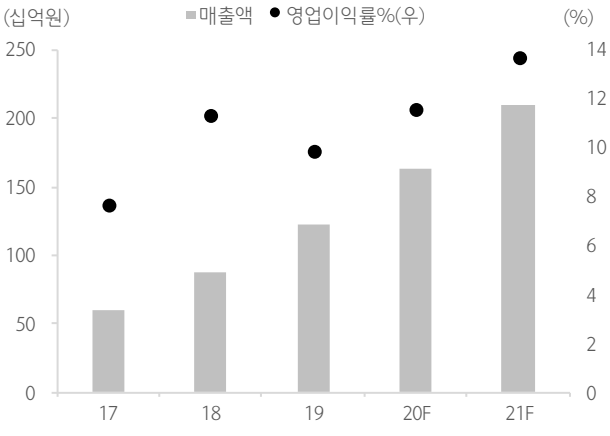
자료: 하나금융투자

그림 20. 뉴트리' 에버콜라겐' 매출 추이



자료: 하나금융투자

그림 21. 뉴트리 매출 및 영업마진 전망



자료: 하나금융투자
비고: 컨센서스 수치임

Analyst 심은주/이정기 02-3771-8538/7522

4) 시장 참여자 증가세→ OEM/OEM 업체 중장기 투자 유망

식음료 업체의 건강기능식품 시장 진출 활발

식음료 업체들이 앞다투어 건강기능식품 시장에 진출하고 있다. 2018년 매일유업이 출시한 '셀렉스'는 작년 한 해 유의미한 성과를 시현했다. 언론보도에 따르면 작년 '셀렉스'는 매출액 300억원을 시현한 것으로 파악된다. 올해는 중국에도 진출할 계획이다. CJ제일제당은 작년 '리턴업'을 런칭했다. 'BYO 유산균', '이너비', '한뿌리'에 이어 카테고리를 확장한 것이다. 작년 CJ제일제당의 건기식 매출액은 1,000억원으로 YoY 15% 증가한 것으로 추산된다. 올해도 두 자리 수 성장이 가능할 것으로 예상한다. 빙그레와 농심도 최근 '비바시티'와 '라이필'을 런칭했다. 런칭 시점 감안시 아직 매출은 미미하나 초기 반응은 우호적인 것으로 파악된다.

표 2. 주요 식음료 업체 건강기능식품 제품 출시 현황

업체명	런칭 시점	비고
매일유업	2018년 하반기	성인 단백질 섭취에 도움을 주는 '셀렉스' 출시, 올해는 중국 진출 계획
빙그레	2019년 하반기	여성 전용 건강식 '비바시티' 출시, 스틱젤리 제형으로 차별성 꾀함
CJ제일제당	2019년 하반기	연령별 맞춤형 건강기능식품 브랜드 '리턴업' 출시, 40세부터 노년층 고령인구까지 폭넓은 소비자층 겨냥
농심	2020년 상반기	자체 개발 콜라겐을 사용한 '라이필 더마 콜라겐' 출시, '조여정 콜라겐'으로 홈쇼핑 판매 중

자료: 언론보도, 하나금융투자

'BYO 유산균', '이너비', '한뿌리', '리턴업'

그림 22. CJ제일제당 건강기능식품 브랜드

자료: CJ제일제당, 하나금융투자

그림 23. 매일유업 '셀렉스'

자료: 매일유업, 하나금융투자

그림 24. 농심 '조여정 콜라겐'

자료: 농심, 하나금융투자

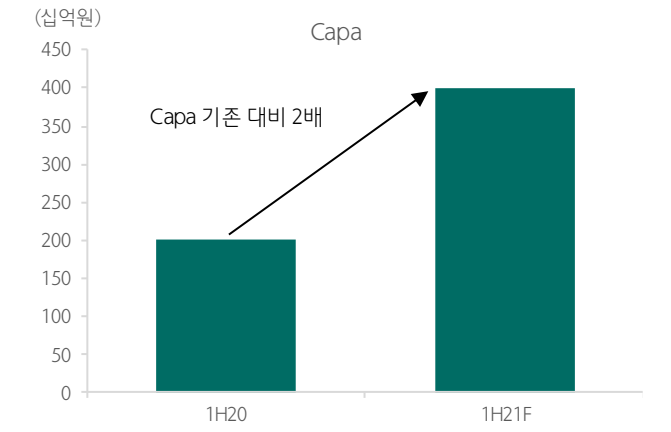
Analyst 심은주/이정기 02-3771-8538/7522

노바렉스, 콜마비앤에이치 유의미한 Capa 확대

시장 참여자의 증가는 OEM/ODM 업황 호황을 의미한다. 실제 주요 OEM/ODM 업체는 선제적인 Capa 증설로 유의미한 실적 개선이 기대된다.

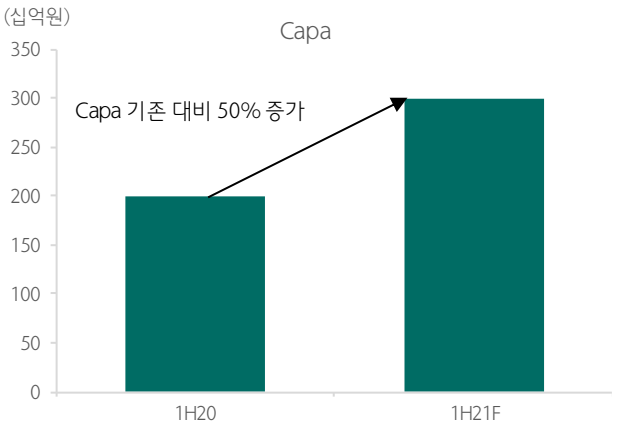
노바렉스는 내년 상반기 오송 공장 증설 완공시 Capa가 기존 대비 2배 증가한다. 생산능력이 현재 2천억원에서 4천억원으로 상향됨에 따라 향후 연평균 23% 매출 성장이 가능할 전망이다. 콜마비앤에이치는 올해 하반기 국내 Capa 증설이 완공된다. 국내 건기식 생산 공장인 음성공장 Capa는 기존 2천억원에서 3천억원으로 상향된다. 더불어 중국 강소콜마의 제1공장(Capa 700억원)도 하반기부터 생산을 시작할 것으로 기대된다. 향후 연평균 17% 매출 성장이 가능해 보인다.

그림 23. 노바렉스 Capa 증설 현황



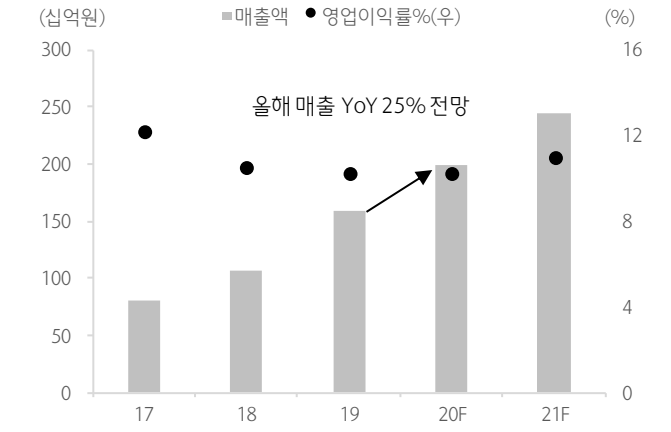
자료: 하나금융투자

그림 24. 콜마비앤에이치 국내 Capa 증설 현황



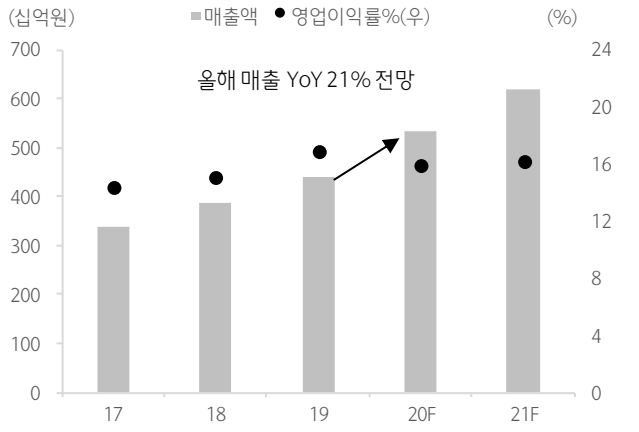
자료: 하나금융투자

그림 23. 노바렉스 매출 및 영업마진 전망



자료: 하나금융투자

그림 24. 콜마비앤에이치 매출 및 영업마진 전망



자료: 하나금융투자

Analyst 심은주/이정기 02-3771-8538/7522

표 3. 당사 커버리지 밸류에이션 테이블

		매출액	영업이익	(지배)순이익	EPS	OPM	NPM	P/E	P/B	EV/EBITDA	ROE	Div_Ratio
	FY	십억원	십억원	십억원	원	%	%	x	x	x	%	%
노바렉스	19	159.1	16.3	14.7	1,633.7	10.2	9.2	12.3	2.0	9.1	17.2	0.8
	20F	198.9	20.4	17.8	1,972.3	10.3	8.9	13.4	2.2	9.5	17.8	0.8
	21F	245.4	27.0	23.3	2,585.9	11.0	9.5	10.2	1.8	7.1	19.6	0.8
종근당홀딩스	19	720.6	86.2	45.0	8,988.2	12.0	6.2	11.2	1.1	7.4	10.0	1.1
	20F	806.6	114.3	57.1	11,388.6	14.2	7.1	10.0	1.1	6.5	11.5	1.1
	21F	933.6	153.1	74.6	14,890.4	16.4	8.0	7.7	1.0	5.1	13.5	1.1
콜마비앤에이치	19	438.9	74.1	54.5	1,844.2	16.9	12.4	15.0	3.2	9.4	23.8	0.9
	20F	533.9	85.0	65.6	2,220.0	15.9	12.3	13.0	2.7	8.2	23.3	0.9
	21F	618.1	100.5	79.6	2,695.2	16.3	12.9	10.7	2.2	6.4	23.0	0.9
팜스빌	19	30.0	7.1	7.3	1,091.4	23.7	24.2	10.7	1.7	8.0	17.6	1.4
	20F	59.4	13.8	11.4	1,441.2	23.2	19.2	9.6	1.7	4.3	18.9	1.4
	21F	70.0	17.4	14.2	1,785.3	24.9	20.2	7.8	1.4	2.9	19.8	1.4
경남제약	19	44.8	(3.1)	(4.5)	(292.6)	(7.0)	(10.1)	N/A	2.8	N/A	(10.1)	0.0
	20F	80.4	7.1	4.3	250.4	8.8	5.4	31.3	2.1	14.7	6.8	0.0
	21F	91.8	8.3	6.5	371.0	9.0	7.0	21.1	1.9	12.6	9.4	0.0
서흥	19	460.8	47.4	31.7	2,853.0	10.3	6.9	13.0	1.3	9.5	11.1	1.1
	20F	518.7	55.0	39.0	3,371.0	10.6	7.5	12.9	1.4	9.6	12.3	1.1
	21F	567.6	60.0	40.6	3,509.0	10.6	7.2	12.4	1.3	9.0	10.8	1.1
뉴트리	19	125.1	12.0	9.5	1,056.0	9.5	7.6	13.2	2.2	9.6	17.9	1.1
	20F	163.7	18.9	15.4	1,695.0	11.5	9.4	13.3	2.8	6.8	23.4	1.1
	21F	210.9	28.7	24.3	2,673.0	13.6	11.5	8.4	2.1	4.3	25.5	1.1

비고: 서흥, 뉴트리는 컨센서스 수치임

자료: 하나금융투자

Top Picks 및 관심종목

노바렉스(194700)	16
종근당홀딩스(001630)	20
콜마비앤에이치(200130)	24
팜스빌(318010)	28
경남제약(053950)	30

Analyst 심은주/이정기 02-3771-8538/7522

2020년 5월 6일

노바렉스(194700)

건강기능식품 시장 내 낭중지추

'건강기능식품 시장' 투자의 가장 매력적인 선택

코로나19를 계기로 건강기능식품 시장 성장은 더욱 가팔라질 것으로 전망된다. 하나금융투자는 건강기능식품 시장이 향후 3년 간 연평균 10% 고성장할 것으로 추정한다. ① 과거 홍삼이나 비타민에만 국한되어 있었던 카테고리가 눈, 갱년기, 이너뷰티 등으로 확산되는 추세이며, ② 셀프메디케이션 확대 흐름에 따라 건기식으로 질환을 예방하는 경향이 더욱 높아질 것으로 판단된다. ③ 정부의 현장밀착형 규제 혁신도 긍정적이다. 업황에 대한 이견이 없다면 시장에 투자해보자. 시장 성장은 OEM/ODM 업체 실적 호조를 의미한다. 노바렉스는 선제적인 Capa 확장을 통해 향후 3년 간 연평균 23% 매출 성장이 예상된다. 내년 상반기부터 가동될 신공장 자동화 설비 기인해 이익 레버리지가 본격화될 것으로 기대한다. 향후 3년 간 영업이익은 연평균 29% 증가할 것으로 추정한다.

1Q20 Pre: 매출 및 이익 YoY 39.4%, 58.4% 증가 추산

1분기 매출액 및 영업이익을 각각 428억원(YoY +39.4%), 43억원(YoY +58.4%)로 추정한다. 기존 공장의 Capa 확대 기인해 생산능력이 향상된 가운데 코로나19 반사수혜가 기대된다. 노바렉스의 주요 대기업 고객사의 건강기능식품 사업 확장 의미 및 신규 고객사 확보 기인해 매출 고성장은 지속될 것으로 판단된다. 2월 개별인정형 원료 락티움(수면 개선 효과)에 대한 인증으로 총 36개 원료에 대해 특허를 보유하게 되었다. 관련 매출액은 하반기 갈수록 점진적 증가가 기대된다.

목표주가 3.5만원으로 커버리지 개시

노바렉스에 대해 투자의견 BUY 및 목표주가 3.5만원으로 커버리지를 개시한다. '건강기능식품 시장' 투자의 가장 매력적인 선택으로 판단한다. ① 내년 상반기 오송 공장 증설 완공시 Capa는 기존 2천억원에서 4천억원으로 증가한다. 더불어 ② 오송 공장의 자동화 설비 기인해 유의미한 이익 레버리지 효과가 본격화될 것으로 추정된다. ③ 해외 고객사 확보 기인한 큰 폭의 수출 증가도 기대된다.

Top Picks

BUY(신규)

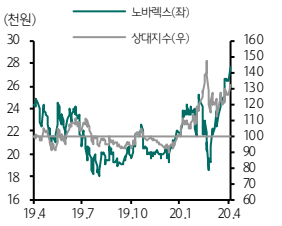
| TP(12M): 35,000원(신규) | CP(5월4일): 27,600원

Key Data	
KOSDAQ 지수 (pt)	641.91
52주 최고/최저(원)	27,600/18,050
시가총액(십억원)	248.5
시가총액비중(%)	0.11
발행주식수(천주)	9,003.7
60일 평균 거래량(천주)	137.0
60일 평균 거래대금(십억원)	3.3
20년 배당금(예상,원)	200
20년 배당수익률(예상,%)	0.72
외국인지분율(%)	0.96
주요주주 지분율(%)	
권석형 외 8 인	39.01

주가상승률	1M	6M	12M
절대	23.8	31.4	10.8
상대	10.5	36.9	31.5

Consensus Data	2020	2021
매출액(십억원)	193.2	242.7
영업이익(십억원)	20.9	27.4
순이익(십억원)	18.2	23.5
EPS(원)	2,032	2,593
BPS(원)	13,715	16,457

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	107.3	159.1	198.9	245.4	294.5
영업이익	십억원	11.3	16.3	20.4	27.0	35.1
세전이익	십억원	11.5	17.0	21.5	28.0	36.2
순이익	십억원	9.5	14.7	17.8	23.3	30.4
EPS	원	1,178	1,634	1,972	2,586	3,379
증감율	%	11.0	38.7	20.7	31.1	30.7
PER	배	13.46	12.30	13.99	10.67	8.17
PBR	배	1.81	1.97	2.30	1.92	1.57
EV/EBITDA	배	8.17	9.10	9.88	7.44	5.44
ROE	%	14.51	17.23	17.78	19.60	21.12
BPS	원	8,766	10,195	11,990	14,400	17,602
DPS	원	200	200	200	200	200

Analyst 심은주
02-3771-8538
yesej01@hanafn.com

RA 권중하
02-3771-3126
shkon1215@hanafn.com

Analyst 심은주/이정기 02-3771-8538/7522

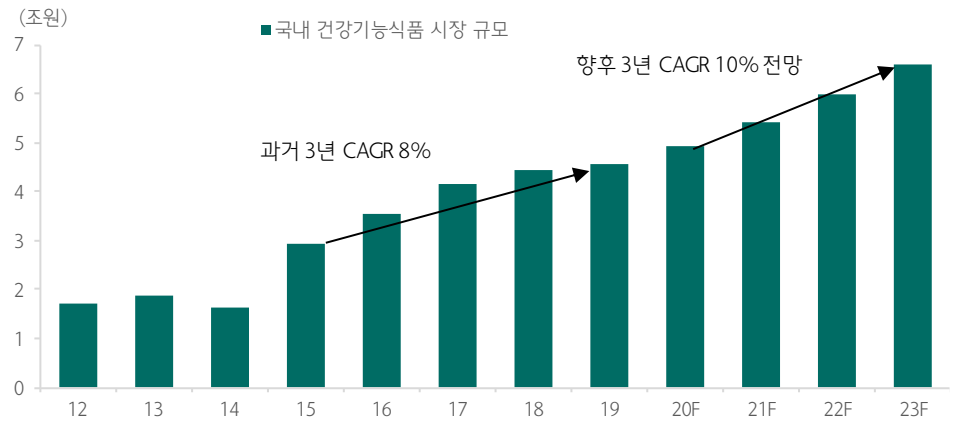
향후 3년 간 매출 및 영업이익 각각 연평균 23%, 29% 증가 추정

선제적인 Capa 확장을 통해 고성장 담보

하나금융투자는 건강기능식품 시장이 향후 3년 간 연평균 10% 고성장할 것으로 추정한다. ① 과거 홍삼이나 비타민에만 국한되어 있었던 카테고리가 눈, 갱년기, 이너뷰티 등으로 확산되는 추세이며, ② 셀프메디케이션 확대 흐름에 따라 건기식으로 질환을 예방하는 경향이 더욱 높아질 것으로 판단된다. ③ 정부의 현장밀착형 규제 혁신도 긍정적이다. 업황에 대한 이견이 없다면 시장에 대한 투자가 유효하다는 판단이다. 시장 성장은 OEM/ODM 업체 실적 호조를 의미한다. 노바렉스는 선제적인 Capa 확장을 통해 향후 3년 간 연평균 23% 매출 성장이 예상된다. 내년 상반기부터 가동될 신공장 자동화 설비 기인해 이익 레버리지가 본격화될 것으로 기대한다. 향후 3년 간 영업이익은 연평균 29% 증가할 것으로 추정한다.

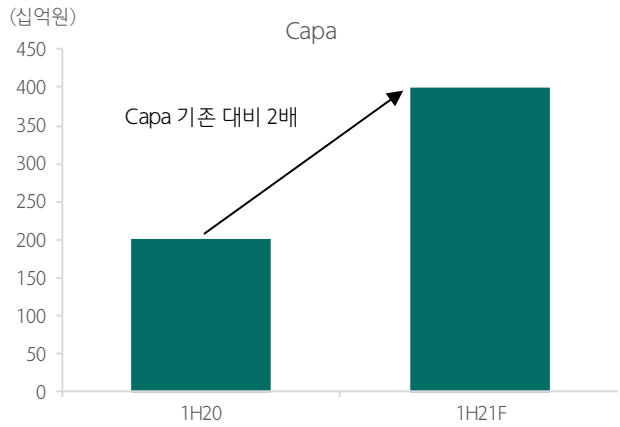
건강기능식품 시장 향후 3년 간 연평균 10% 성장 예상

그림 1. 국내 건강기능식품시장 규모 추이



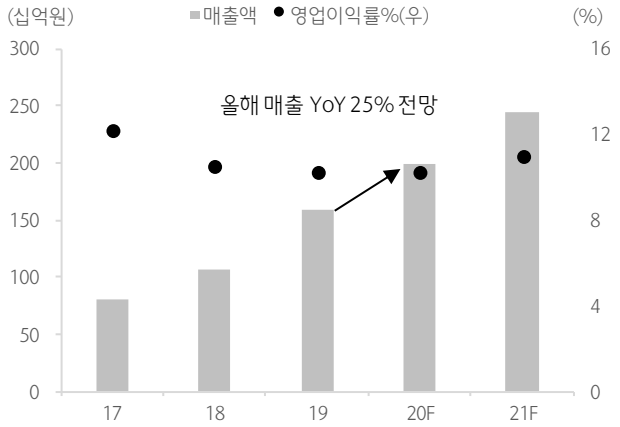
자료: 한국건강기능식품협회, 하나금융투자

그림 2. 노바렉스 Capa 증설 현황



자료: 하나금융투자

그림 3. 노바렉스 매출 및 영업마진 전망



자료: 하나금융투자

Analyst 심은주/이정기 02-3771-8538/7522

표 1. 노바렉스 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	18	19	20F
매출액	30.7	40.6	43.0	44.8	42.8	49.5	54.4	52.2	107.3	159.1	198.9
YoY	34.1%	41.2%	43.1%	75.0%	39.4%	22.0%	26.5%	16.5%	32.7%	48.3%	25.0%
영업이익	2.7	4.4	4.8	4.5	4.3	5.4	6.0	4.7	11.3	16.3	20.4
YoY	3.1%	23.2%	25.2%	229.4%	58.4%	24.9%	25.4%	4.9%	14.4%	43.9%	25.2%
OPM	8.8%	10.7%	11.1%	10.0%	10.0%	11.0%	11.0%	9.0%	10.6%	10.2%	10.3%
세전이익	3.4	4.1	4.8	4.7	4.3	5.4	6.5	5.3	11.5	17.0	21.5
YoY	25.5%	8.1%	27.9%	281.5%	27.7%	32.2%	34.8%	12.1%	20.2%	48.0%	26.5%
지배순이익	2.7	3.5	4.0	4.5	3.4	4.5	5.3	4.6	9.5	14.7	17.8
YoY	21.8%	7.4%	25.2%	476.9%	24.9%	29.5%	32.2%	-5.8%	17.2%	54.9%	19.0%
NPM	8.9%	8.6%	9.4%	10.0%	8.0%	9.1%	9.8%	8.1%	8.8%	9.2%	8.8%

자료: 하나금융투자

표 2. 적정주가 3.5만원 도출

구분	20F	21F	비고
EPS(원)	1,972	2,586	
Target PER		15	필수소비재 역사적 밴드 중단 값
Target Price(원)		35,000	적정 주가 3.5만원 산출

자료: 하나금융투자

Analyst 심은주/이정기 02-3771-8538/7522

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	**107.3**	**159.1**	**198.9**	**245.4**	**294.5**
매출원가	86.6	130.5	162.5	199.8	238.9
매출총이익	20.7	28.6	36.4	45.6	55.6
판관비	9.3	12.3	16.0	18.6	20.5
영업이익	**11.3**	**16.3**	**20.4**	**27.0**	**35.1**
금융손익	0.4	0.6	0.0	(0.0)	0.1
종속/관계기업손익	0.0	0.0	1.1	1.0	1.0
기타영업외손익	(0.2)	0.1	0.0	0.0	0.0
세전이익	**11.5**	**17.0**	**21.5**	**28.0**	**36.2**
법인세	2.3	2.5	4.0	5.0	6.2
계속사업이익	9.2	14.5	17.5	23.0	30.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**9.2**	**14.5**	**17.5**	**23.0**	**30.0**
비지배주주지분 순이익	(0.3)	(0.2)	(0.2)	(0.3)	(0.4)
지배주주순이익	**9.5**	**14.7**	**17.8**	**23.3**	**30.4**
지배주주지분포괄이익	8.7	14.4	17.8	23.3	30.4
NOPAT	9.0	13.9	16.6	22.2	29.1
EBITDA	13.1	19.0	27.2	34.0	42.3
성장성(%)					
매출액증가율	32.6	48.3	25.0	23.4	20.0
NOPAT증가율	9.8	54.4	19.4	33.7	31.1
EBITDA증가율	14.9	45.0	43.2	25.0	24.4
영업이익증가율	14.1	44.2	25.2	32.4	30.0
(지배주주)순익증가율	17.3	54.7	21.1	30.9	30.5
EPS증가율	11.0	38.7	20.7	31.1	30.7
수익성(%)					
매출총이익률	19.3	18.0	18.3	18.6	18.9
EBITDA이익률	12.2	11.9	13.7	13.9	14.4
영업이익률	10.5	10.2	10.3	11.0	11.9
계속사업이익률	8.6	9.1	8.8	9.4	10.2

대차대조표

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	**64.0**	**80.0**	**64.4**	**95.0**	**133.1**
금융자산	35.7	29.6	1.4	17.3	39.8
현금성자산	35.6	29.5	1.3	17.1	39.7
매출채권 등	14.5	24.1	30.2	37.2	44.7
재고자산	13.2	25.6	32.0	39.5	47.4
기타유동자산	0.6	0.7	0.8	1.0	1.2
비유동자산	**42.3**	**74.4**	**115.9**	**118.2**	**120.8**
투자자산	4.9	5.0	5.3	5.7	6.0
금융자산	0.9	1.2	1.5	1.8	2.2
유형자산	31.1	58.5	99.8	101.8	104.1
무형자산	**1.3**	**1.5**	**1.5**	**1.4**	**1.3**
기타비유동자산	**5.0**	**9.4**	**9.3**	**9.3**	**9.4**
자산총계	**106.3**	**154.4**	**180.3**	**213.3**	**253.9**
유동부채	**26.0**	**38.9**	**48.2**	**59.1**	**70.7**
금융부채	0.0	0.5	0.7	0.8	1.0
매입채무 등	19.0	36.0	45.0	55.5	66.6
기타유동부채	7.0	2.4	2.5	2.8	3.1
비유동부채	**1.2**	**23.6**	**24.3**	**25.0**	**25.7**
금융부채	**0.0**	**21.2**	**21.2**	**21.2**	**21.2**
기타비유동부채	1.2	2.4	3.1	3.8	4.5
부채총계	**27.2**	**62.5**	**72.5**	**84.1**	**96.4**
지배주주지분	**78.9**	**91.8**	**108.0**	**129.7**	**158.5**
자본금	**4.5**	**4.5**	**4.5**	**4.5**	**4.5**
자본잉여금	32.0	32.0	32.0	32.0	32.0
자본조정	(0.1)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	42.5	55.3	71.5	93.2	122.0
비지배주주지분	**0.2**	**0.1**	**(0.2)**	**(0.5)**	**(0.9)**
자본총계	**79.1**	**91.9**	**107.8**	**129.2**	**157.6**
순금융부채	(35.7)	(7.9)	20.4	4.7	(17.7)

투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,178	1,634	1,972	2,586	3,379
BPS	8,766	10,195	11,990	14,400	17,602
CFPS	1,470	2,071	3,142	3,885	4,810
EBITDAPS	1,627	2,114	3,020	3,774	4,699
SPS	13,318	17,671	22,091	27,258	32,710
DPS	200	200	200	200	200
주가지표(배)					
PER	13.5	12.3	14.0	10.7	8.2
PBR	1.8	2.0	2.3	1.9	1.6
PCFR	10.8	9.7	8.8	7.1	5.7
EV/EBITDA	8.2	9.1	9.9	7.4	5.4
PSR	1.2	1.1	1.2	1.0	0.8
재무비율(%)					
ROE	14.5	17.2	17.8	19.6	21.1
ROA	10.7	11.3	10.6	11.8	13.0
ROIC	25.7	23.5	16.6	17.7	22.1
부채비율	34.4	68.0	67.2	65.1	61.2
순부채비율	(45.2)	(8.6)	18.9	3.6	(11.2)
이자보상배율(배)	0.0	389.2	242.8	319.0	411.7

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	**7.4**	**(1.3)**	**21.5**	**26.7**	**33.8**
당기순이익	9.2	14.5	17.5	23.0	30.0
조정	3.7	(0.6)	6.8	6.9	7.2
감가상각비	1.8	2.7	6.8	7.0	7.2
외환거래손익	(0.1)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	2.0	(3.3)	0.0	(0.1)	0.0
영업활동 자산부채 변동	(5.5)	(15.2)	(2.8)	(3.2)	(3.4)
투자활동 현금흐름	**(12.2)**	**(22.4)**	**(48.3)**	**(9.4)**	**(9.8)**
투자자산감소(증가)	(3.4)	(0.1)	(0.3)	(0.3)	(0.4)
유형자산감소(증가)	(9.0)	(20.9)	(48.0)	(9.0)	(9.5)
기타	0.2	(1.4)	0.0	(0.1)	0.1
재무활동 현금흐름	**18.6**	**17.6**	**(1.5)**	**(1.4)**	**(1.4)**
금융부채증가(감소)	0.0	21.7	0.1	0.2	0.2
자본증가(감소)	21.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(0.9)	(2.5)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(1.5)	(1.6)	(1.6)	(1.6)	(1.6)
현금의 증감	**13.9**	**(6.1)**	**(28.2)**	**15.9**	**22.5**
Unlevered CFO	11.8	18.6	28.3	35.0	43.3
Free Cash Flow	(1.5)	(22.2)	(26.5)	17.7	24.3

자료: 하나금융투자

Analyst 심은주/이정기 02-3771-8538/7522

2020년 5월 6일

종근당홀딩스(001630)

락토핏만 있는게 아닙니다, 탄탄한 제품 포트폴리오의 종근당건강!

투자의견 BUY, 목표주가 172,500원 유지

종근당홀딩스에 대해 투자의견 'BUY', 목표주가 172,500원을 유지한다. 종근당홀딩스의 자회사 종근당건강의 실적 성장세가 가파르다. 종근당건강은 1) 코로나19로 인해 건강에 대한 관심도가 높아지며 건강기능식품 시장 성장이 가속화 되고 있고 2) 건강기능식품 시장 내 독보적 브랜드파워로 매출액 성장이 지속되고 있으며 3) 그룹간 시너지를 통한 전사적 외형성장과 수익성 개선 또한 이어질 것으로 보여 2020년에도 지속적 성장을 이룰 전망이다.

홀딩스: 1Q20 매출액 1,874억원 영업이익 260억원 전망

종근당홀딩스의 2020년 1분기 연결실적은 매출액 1,874억원(+12.0%, YoY) 영업이익 275억원(+36.3%, YoY)으로 전망한다. 종근당홀딩스의 외형성장은 종근당건강의 전 제품군의 매출성장으로 인한 호실적과 종근당바이오의 계열사향 프로바이오틱스 OEM 물량 증가로 인한 매출액 증가가 이끌 것으로 보인다. 2020년 1분기 영업이익은 주력 자회사인 종근당건강, 종근당바이오의 성장과 이외 자회사의 적자폭 감소로 인하여 전년 동기 대비 28.3% 성장한 260억원을 시현할 전망이다.

종근당건강: 20.1Q 매출액 994억원 영업이익 180억원 전망

종근당건강의 2020년 1분기 실적은 매출액 994억원(+22.4%, YoY) 영업이익 180억원으로(+20.6 %, YoY) 전망한다. 외형성장은 프로바이오틱스 포함 전 제품군의 매출성장이 이끌 것으로 보인다. 종근당건강은 코로나19가 소강 될 2020년 하반기부터 H&B스토어 및 면세점 등 오프라인 판매채널 확장에 따른 매출액 증가 효과 또한 예상되어 2020년 분기별 성장이 지속 될 전망이다. 영업이익률은 광고선전비 및 지급수수료 증가에도 불구하고 프로바이오틱스 및 고마진 제품군의 매출 비중 또한 증가하며 전년 동기 수준인 18%대를 유지할 것으로 판단한다.

Top Picks

BUY

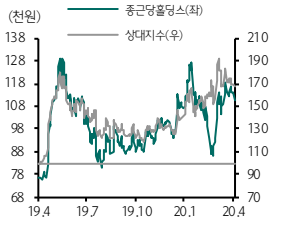
| TP(12M): 172,500원 | CP(5월4일): 110,500원

Key Data	
KOSPI 지수 (pt)	1,895.37
52주 최고/최저(원)	129,000/76,100
시가총액(십억원)	553.6
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	5,009.9
60일 평균 거래량(천주)	43.8
60일 평균 거래대금(십억원)	4.8
20년 배당금(예상,원)	1,300
20년 배당수익률(예상,%)	1.18
외국인지분율(%)	16.01
주요주주 지분율(%)	
이장한 외 5 인	45.98
국민연금공단	8.41

주가상승률	1M	6M	12M
절대	1.8	20.8	44.1
상대	(7.3)	35.7	66.9

Consensus Data	2020	2021
매출액(십억원)	839.0	904.1
영업이익(십억원)	113.3	140.4
순이익(십억원)	100.1	124.9
EPS(원)	11,408	15,084
BPS(원)	103,710	117,781

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	531.1	720.6	806.6	933.6	1,099.4
영업이익	십억원	53.7	86.2	114.3	153.1	190.9
세전이익	십억원	67.4	98.1	124.6	163.9	201.7
순이익	십억원	27.5	45.0	57.1	74.6	91.8
EPS	원	5,481	8,988	11,389	14,890	18,316
증감률	%	(42.8)	64.0	26.7	30.7	23.0
PER	배	11.40	11.24	9.70	7.42	6.03
PBR	배	0.73	1.08	1.07	0.94	0.82
EV/EBITDA	배	7.17	7.37	6.35	5.02	4.19
ROE	%	6.55	10.03	11.55	13.48	14.56
BPS	원	85,685	93,600	103,689	117,279	134,295
DPS	원	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300

Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com

Analyst 안주원
02-3771-3125
joowonahn@hanafn.com

RA 정민구
02-3771-3429
mingu.jeong@hanafn.com

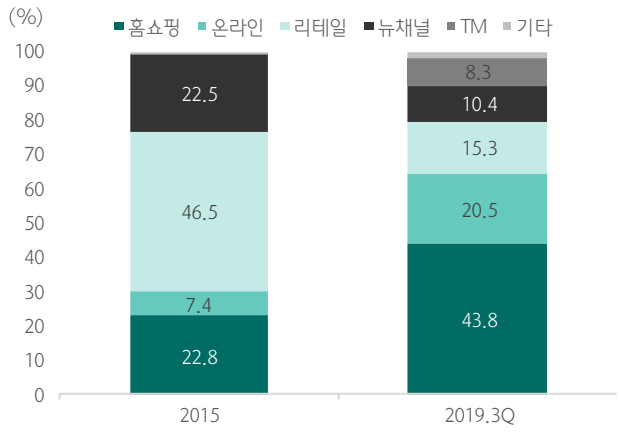
Analyst 심은주/이정기 02-3771-8538/7522

종근당건강: 2020년 매출액 4,144억원 영업이익 712억원 전망

종근당건강, 프로바이오틱스 포함 모든 제품군의 고른 성장으로 지속적 외형성장 예상

2020년 실적은 매출액 4,144억원(+17.1%, YoY)과 영업이익 712억원 (+18.5%, YoY)으로 전망한다. 매출액 성장은 프로바이오틱스를 포함한 이외 제품들의 고른 성장이 이끌 것으로 보인다. 종근당건강의 프로바이오틱스 대표제품 '락토핏' 은 제품리뉴얼을 통한 프리미엄화로 ASP상승 및 기존고객의 재구매율이 상승할 전망이다. 프로바이오틱스 매출액은 전년대비 15.2%성장한 매출액 2,310억원을 달성할 것으로 보인다. 또한 종근당건강은 2019년 말부터 온라인, 면세점, H&B스토어 등 판매채널 다각화를 진행중이다. 종근당건강은 가성비 제품은 온라인과 H&B스토어, 고가 프리미엄제품은 면세점, 텔레마케팅 등으로 제품별 맞춤형 판매채널로 영업력을 강화하고 있다. 이에 따라 2020년 전략제품인 프로메가의 매출액은 전년대비 61.5% 증가한 459억원 규모로 판단하며, 프리미엄 제품인 키성장 보조제품인 '아이커' 또한 유의미한 매출 상승이 있을 전망이다 2020년 종근당건강은 공격적 마케팅 및 오프라인 판매채널 확장으로 인해 큰 폭의 판관비 증가가 예상되나 외형성장을 통한 영업레버리지효과 및 고마진제품군 매출 비중 증가로 전년 수준인 영업이익률 17%대를 유지할 전망이다.

그림 1. 락토핏 판매채널별 매출액 추이



자료: 종근당건강, 하나금융투자

그림 2. 종근당건강 대표 제품 및 광고모델 모음

자료: 종근당건강, 하나금융투자

표 1. 종근당건강 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	18	19P	20F	21F
매출액	**81.2**	**83.6**	**93.9**	**95.2**	**99.4**	**100.3**	**104.9**	**109.8**	**182.7**	**353.9**	**414.4**	**509.9**
(%YoY)	*80.8%*	*103.4%*	*108.2%*	*84.4%*	*22.4%*	*20.0%*	*11.7%*	*15.4%*	*44.9%*	*93.7%*	*17.1%*	*23.0%*
프로바이오틱스	44.7	47.9	54.5	53.4	55.7	56.5	58.3	60.5	90.0	200.5	231.0	277.4
오메가3	9.7	5.7	4.7	8.3	9.8	10.8	11.9	13.3	23.6	28.4	45.9	70.3
홍삼	3.9	2.3	3.7	2.5	3.8	2.5	3.1	3.6	12.1	12.4	13.0	13.5
비타민/칼슘	1.5	1.6	1.8	2.4	1.8	1.7	2.1	2.3	4.5	7.3	7.9	8.4
기타	21.4	26.1	29.2	28.6	28.2	28.8	29.5	30.1	52.5	105.3	116.7	140.4
영업이익	**15.0**	**16.2**	**20.2**	**8.8**	**18.0**	**16.6**	**18.0**	**18.5**	**26.2**	**60.1**	**71.2**	**97.4**
영업이익률	*18.4%*	*19.4%*	*21.5%*	*9.2%*	*18.2%*	*16.6%*	*17.2%*	*16.8%*	*14.3%*	*17.0%*	*17.2%*	*19.1%*
당기순이익	**11.8**	**11.7**	**15.0**	**6.7**	**14.2**	**13.0**	**14.1**	**14.5**	**20.5**	**45.2**	**55.8**	**76.8**
당기순이익률	*14.5%*	*14.0%*	*16.0%*	*8.5%*	*14.3%*	*13.0%*	*13.4%*	*13.2%*	*11.2%*	*12.8%*	*13.5%*	*15.1%*

자료: 종근당건강, 하나금융투자

Analyst 심은주/이정기 02-3771-8538/7522

종근당홀딩스: 2020년 매출액 8,066억원 영업이익 1,143억원 전망

종근당건강, 종근당바이오의 매출액성장, 경보제약 적자폭 축소로 외형성장 + 수익성 개선 전망

종근당홀딩스의 2020년 실적은 매출액 8,066억원(+11.9%, YoY)과 영업이익 1,143억원 (+32.6%, YoY)으로 전망한다. 2020년 실적은 종근당건강, 종근당바이오를 통한 매출액성장과 경보제약의 실적개선으로 외형성장과 수익성 모두 이루는 해로 판단한다. 종근당바이오의 2020년 실적은 매출액 1,595억원(+16.2%, YoY)과 영업이익 214억원 (+35.3%, YoY)으로 전망한다. 계열사 향 프로바이오틱스 원료분말 및 패키징 매출액이 전사적 외형성장을 이끌 전망이다. 경보제약의 2020년 실적은 매출액 2,115억원 (+10.3%, YoY)과 영업이익 186억원 (+200.6%, YoY)으로 완전한 적자폭 감소 및 체질개선이 이루어 질 것으로 추정한다.

표 2. 종근당홀딩스 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19P	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	18	19P	20F	21F
매출액	**167.3**	**180.5**	**182.9**	**189.9**	**187.4**	**194.8**	**205.9**	**218.2**	**531.1**	**720.6**	**806.6**	**933.6**
연결조정	6.4	6.2	8.4	9.0	13.2	14.8	13.5	14.8	22.7	29.9	56.3	66.8
(%YoY)	*31.4%*	*40.6%*	*37.1%*	*33.8%*	*12.0%*	*7.9%*	*12.5%*	*14.9%*	*17.8%*	*35.7%*	*11.9%*	*15.7%*
종근당건강	81.2	83.6	93.9	95.2	99.4	100.3	104.9	109.8	182.7	353.9	414.4	509.9
종근당바이오	31.3	33.0	35.0	38.0	30.4	37.3	41.2	50.3	124.5	137.2	159.5	176.5
경보제약	44.9	52.9	45.3	48.6	51.8	52.2	53.1	54.3	201.3	191.7	211.5	222.7
기타	16.3	17.2	17.1	17.1	19.0	19.7	20.2	18.6	45.2	67.7	77.5	91.3
영업이익	**20.3**	**27.4**	**26.2**	**12.3**	**26.0**	**27.3**	**28.5**	**32.4**	**53.7**	**86.2**	**114.3**	**153.1**
영업이익률	*12.1%*	*15.2%*	*14.3%*	*6.5%*	*13.9%*	*14.0%*	*13.9%*	*14.9%*	*10.1%*	*12.0%*	*14.2%*	*16.4%*
종근당건강	15.0	16.2	20.2	8.8	18.0	16.6	18.0	18.5	26.2	60.1	71.2	97.4
종근당바이오	2.5	4.1	4.5	4.3	3.6	5.1	5.6	6.7	7.0	15.8	21.4	26.5
경보제약	1.8	5.2	1.0	-1.7	3.6	4.8	4.9	5.3	17.3	6.2	18.6	23.4
기타	1.0	2.0	0.5	1.5	0.7	0.7	-0.1	2.0	3.4	5.0	3.4	5.9
당기순이익	**27.9**	**13.6**	**23.3**	**14.5**	**22.9**	**23.8**	**24.3**	**29.5**	**52.8**	**79.3**	**100.5**	**131.4**
당기순이익률	*16.7%*	*7.5%*	*12.8%*	*7.6%*	*12.2%*	*12.2%*	*11.8%*	*13.5%*	*9.9%*	*11.0%*	*12.5%*	*14.1%*

자료: 하나금융투자

Analyst 심은주/이정기 02-3771-8538/7522

추정 재무제표

손익계산서 (단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	**531.1**	**720.6**	**806.6**	**933.6**	**1,099.4**
매출원가	328.2	392.0	425.1	483.6	569.5
매출총이익	202.9	328.6	381.5	450.0	529.9
판관비	149.2	242.5	267.2	296.9	339.0
영업이익	**53.7**	**86.2**	**114.3**	**153.1**	**190.9**
금융손익	6.8	(0.2)	2.0	3.1	3.3
종속/관계기업손익	4.1	9.4	6.5	6.2	5.4
기타영업외손익	2.8	2.7	1.8	1.4	2.0
세전이익	**67.4**	**98.1**	**124.6**	**163.9**	**201.7**
법인세	14.6	18.8	24.0	32.4	40.0
계속사업이익	52.8	79.3	100.5	131.4	161.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**52.8**	**79.3**	**100.5**	**131.4**	**161.7**
비지배주주지분 순이익	25.4	34.3	43.5	56.8	69.9
지배주주순이익	**27.5**	**45.0**	**57.1**	**74.6**	**91.8**
지배주주지분포괄이익	29.4	44.5	57.1	74.7	91.9
NOPAT	42.1	69.7	92.2	122.8	153.0
EBITDA	77.9	113.7	141.4	182.6	224.2
성장성(%)					
매출액증가율	17.8	35.7	11.9	15.7	17.8
NOPAT증가율	13.8	65.6	32.3	33.2	24.6
EBITDA증가율	15.2	46.0	24.4	29.1	22.8
영업이익증가율	23.4	60.5	32.6	33.9	24.7
(지배주주)순익증가율	(42.7)	63.6	26.9	30.6	23.1
EPS증가율	(42.8)	64.0	26.7	30.7	23.0
수익성(%)					
매출총이익률	38.2	45.6	47.3	48.2	48.2
EBITDA이익률	14.7	15.8	17.5	19.6	20.4
영업이익률	10.1	12.0	14.2	16.4	17.4
계속사업이익률	9.9	11.0	12.5	14.1	14.7

대차대조표 (단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	**288.7**	**335.8**	**378.2**	**451.6**	**539.5**
금융자산	65.9	94.0	107.6	141.9	183.6
현금성자산	34.4	40.4	53.5	87.0	127.8
매출채권 등	118.1	120.6	134.9	152.7	171.2
재고자산	96.4	117.2	131.1	151.8	178.7
기타유동자산	8.3	4.0	4.6	5.2	6.0
비유동자산	**582.7**	**739.0**	**793.7**	**869.0**	**968.6**
투자자산	224.4	263.0	289.8	329.6	381.4
금융자산	0.2	1.5	1.7	1.9	2.3
유형자산	234.6	323.8	354.4	392.3	442.0
무형자산	**26.4**	**26.0**	**23.3**	**21.0**	**19.1**
기타비유동자산	**97.3**	**126.2**	**126.2**	**126.1**	**126.1**
자산총계	**871.4**	**1,074.7**	**1,171.9**	**1,320.6**	**1,508.2**
유동부채	**143.3**	**239.5**	**242.2**	**262.8**	**289.6**
금융부채	53.0	105.4	94.3	94.3	94.3
매입채무 등	80.6	114.0	127.6	147.7	174.0
기타유동부채	9.7	20.1	20.3	20.8	21.3
비유동부채	**57.4**	**95.2**	**100.8**	**109.0**	**119.7**
금융부채	**16.4**	**48.7**	**48.7**	**48.7**	**48.7**
기타비유동부채	41.0	46.5	52.1	60.3	71.0
부채총계	**200.7**	**334.7**	**343.0**	**371.7**	**409.3**
지배주주지분	**429.3**	**469.0**	**519.5**	**587.5**	**672.8**
자본금	**12.5**	**12.5**	**12.5**	**12.5**	**12.5**
자본잉여금	174.6	174.7	174.7	174.7	174.7
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	1.7	0.5	0.5	0.5	0.5
이익잉여금	240.4	281.2	331.8	399.8	485.1
비지배주주지분	**241.5**	**271.1**	**309.5**	**361.3**	**426.1**
자본총계	**670.8**	**740.1**	**829.0**	**948.8**	**1,098.9**
순금융부채	3.5	60.2	35.4	1.1	(40.6)

투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	5,481	8,988	11,389	14,890	18,316
BPS	85,685	93,600	103,689	117,279	134,295
CFPS	17,797	24,357	29,385	38,717	45,865
EBITDAPS	15,542	22,689	28,225	36,440	44,745
SPS	106,014	143,845	160,996	186,346	219,443
DPS	1,300	1,300	1,300	1,300	1,300
주가지표(배)					
PER	11.4	11.2	9.7	7.4	6.0
PBR	0.7	1.1	1.1	0.9	0.8
PCFR	3.5	4.1	3.8	2.9	2.4
EV/EBITDA	7.2	7.4	6.4	5.0	4.2
PSR	0.6	0.7	0.7	0.6	0.5
재무비율(%)					
ROE	6.6	10.0	11.5	13.5	14.6
ROA	3.2	4.6	5.1	6.0	6.5
ROIC	11.1	15.6	18.2	22.1	24.8
부채비율	29.9	45.2	41.4	39.2	37.2
순부채비율	0.5	8.1	4.3	0.1	(3.7)
이자보상배율(배)	36.9	29.2	29.2	40.6	50.6

현금흐름표 (단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	**37.9**	**111.3**	**112.1**	**150.1**	**180.8**
당기순이익	52.8	79.3	100.5	131.4	161.7
조정	17.7	28.0	20.9	29.0	27.8
감가상각비	24.1	27.5	27.1	29.4	33.2
외환거래손익	0.1	0.3	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(3.6)	(10.4)	(6.2)	(0.4)	(5.4)
기타	(2.9)	10.6	(0.0)	0.0	(0.0)
영업활동 자산부채 변동	(32.6)	4.0	(9.3)	(10.3)	(8.7)
투자활동 현금흐름	**(64.1)**	**(181.6)**	**(81.3)**	**(110.2)**	**(133.5)**
투자자산감소(증가)	(26.5)	(38.6)	(25.8)	(44.4)	(51.5)
유형자산감소(증가)	(50.9)	(124.9)	(55.0)	(65.0)	(81.0)
기타	13.3	(18.1)	(0.5)	(0.8)	(1.0)
재무활동 현금흐름	**5.3**	**76.2**	**(17.7)**	**(6.5)**	**(6.5)**
금융부채증가(감소)	13.6	84.7	(11.1)	0.0	0.0
자본증가(감소)	(4.4)	0.1	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	9.1	1.0	(0.1)	0.0	0.0
배당지급	(13.0)	(9.6)	(6.5)	(6.5)	(6.5)
현금의 증감	**(20.8)**	**6.0**	**13.2**	**33.5**	**40.7**
Unlevered CFO	89.2	122.0	147.2	194.0	229.8
Free Cash Flow	(13.1)	(13.7)	57.1	85.1	99.8

자료: 하나금융투자

Analyst 심은주/이정기 02-3771-8538/7522

2020년 5월 6일

콜마비앤에이치(200130)

꾸준하다는 것은 인정 받아야 할 일

'건강기능식품 시장' 투자의 차선책

코로나19를 계기로 건강기능식품 시장 성장은 더욱 가팔라질 것으로 전망된다. 하나금융투자는 건강기능식품 시장이 향후 3년 간 연평균 10% 고성장할 것으로 추정한다. 업황에 대한 이견이 없다면 콜마비앤에이치에 대한 투자가 유효하다는 판단이다. 콜마비앤에이치는 '애터미'라는 안정적인 고객사를 바탕으로 '非 애터미' 매출을 확대하고 있다. 업황 호황 기인해 올해 '非 애터미' 매출은 YoY 45% 증가할 것으로 예상된다. 올해 국내 Capa는 기존 2천억원에서 3천억원으로 증설된다. 더불어 중국 강소콜마의 제1공장(Capa 700억원)도 하반기부터 생산을 시작할 것으로 판단된다. 선제적인 투자 기인해 콜마비앤에이치의 매출액 및 영업이익은 향후 3년 간 연평균 각각 17%, 16% 증가할 것으로 예상된다.

1Q20 Pre: 매출 및 이익 YoY 39.4%, 58.4% 증가 추산

1분기 매출액 및 영업이익을 각각 1,259억원(YoY +18.1%), 211억원(YoY +26.0%)로 추정한다. 코로나19 기인해 면역력에 대한 관심이 높아지면서 '헤모힘' 매출이 전년대비 20% 이상 증가한 것으로 파악된다. 주요 대기업 고객사의 건강기능식품 사업 확장 의미 및 신규 고객사 확보 기인해 '非 애터미' 매출도 큰 폭 증가한 것으로 추정된다.

목표주가 3.7만원으로 커버리지 개시

콜마비앤에이치에 대해 투자의견 BUY 및 목표주가 3.7만원으로 커버리지를 개시한다. '건강기능식품 시장' 투자의 차선호주로 제시한다. ① '애터미'라는 안정적인 고객처를 확보한 가운데, ② 선제적인 국내 Capa 증설(기존 2천억원→3천억원)로 올해 '非 애터미' 매출이 YoY 45% 큰 폭 증가할 것으로 기대되기 때문이다. ③ 해외 성과도 가시화될 것으로 전망된다. 중국 강소콜마 제1공장 완공으로 700억원 내외의 Capa를 확보했다. 올해 강소콜마 매출액은 보수적으로 200억원을 예상한다.

관심종목

BUY(신규)

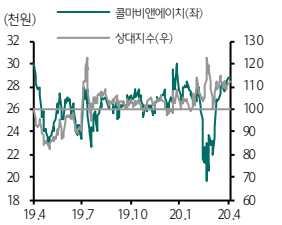
| TP(12M): 37,000원(신규) | CP(5월4일): 28,800원

Key Data	
KOSDAQ 지수(pt)	641.91
52주 최고/최저(원)	29,950/19,650
시가총액(십억원)	850.9
시가총액비중(%)	0.36
발행주식수(천주)	29,543.6
60일 평균 거래량(천주)	125.6
60일 평균 거래대금(십억원)	3.2
20년 배당금(예상,원)	250
20년 배당수익률(예상,%)	0.87
외국인지분율(%)	4.76
주요주주 지분율(%)	
한국콜마홀딩스 외 4 인	59.45
한국원자력연구원	12.04

주가상승률	1M	6M	12M
절대	18.0	4.5	1.8
상대	5.4	8.9	20.8

Consensus Data	2020	2021
매출액(십억원)	520.2	598.8
영업이익(십억원)	85.7	97.1
순이익(십억원)	66.9	75.8
EPS(원)	2,261	2,550
BPS(원)	10,532	12,805

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	386.4	438.9	533.9	618.1	710.8
영업이익	십억원	58.5	74.1	85.0	100.5	115.8
세전이익	십억원	64.2	72.1	86.4	104.4	120.3
순이익	십억원	48.4	54.5	65.6	79.6	91.5
EPS	원	1,637	1,844	2,220	2,695	3,098
증감율	%	5.7	12.6	20.4	21.4	15.0
PER	배	12.19	15.05	12.97	10.69	9.30
PBR	배	2.88	3.25	2.74	2.22	1.82
EV/EBITDA	배	8.64	9.40	8.20	6.43	5.03
ROE	%	25.89	23.84	23.30	22.96	21.54
BPS	원	6,933	8,549	10,519	12,964	15,813
DPS	원	200	250	250	250	250

Analyst 심은주
02-3771-8538
yesej01@hanafn.com

RA 권중하
02-3771-3126
shkon1215@hanafn.com

Analyst 심은주/이정기 02-3771-8538/7522

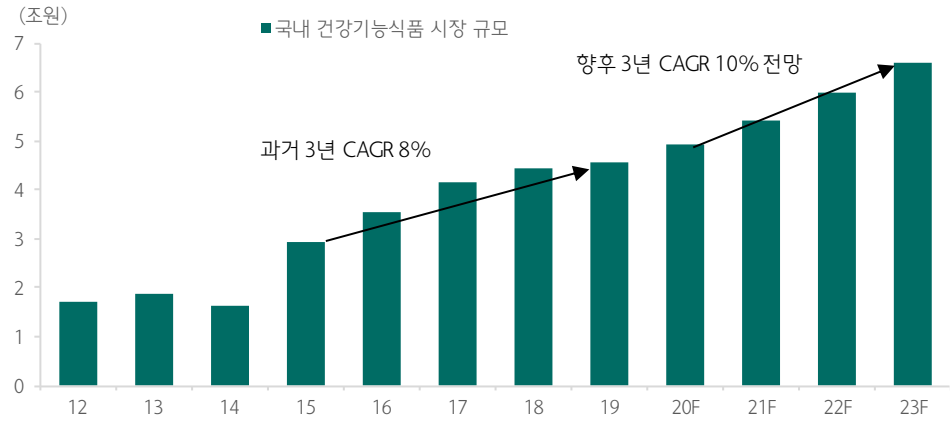
향후 3년 간 매출 및 영업이익 각각 연평균 17%, 16% 증가 추정

애터미 기반으로
'非 애터미' 매출 확대 지속

하나금융투자는 건강기능식품 시장이 향후 3년 간 연평균 10% 고성장할 것으로 추정한다. ① 과거 홍삼이나 비타민에만 국한되어 있었던 카테고리가 눈, 갱년기, 이너뷰티 등으로 확산되는 추세이며, ② 셀프메디케이션 확대 흐름에 따라 건기식으로 질환을 예방하는 경향이 더욱 높아질 것으로 판단된다. ③ 정부의 현장밀착형 규제 혁신도 긍정적이다. 업황에 대한 이견이 없다면 시장에 대한 투자가 유효하다는 판단이다. 시장 성장은OEM/ODM 업체 실적 호조를 의미한다. 콜마비앤에이치는 '애터미'라는 안정적인 고객사를 바탕으로 '非 애터미' 매출을 확대하고 있다. 업황 호황 기인해 올해 '非 애터미' 매출은 YoY 45% 증가할 것으로 예상된다. 올해 국내 Capa는 기존 2천억원에서 3천억원으로 증설된다. 더불어 중국 강소콜마의 제1공장(Capa 700억원)도 하반기부터 생산을 시작할 것으로 판단된다. 선제적인 투자 기인해 콜마비앤에에치의 매출액은 향후 3년 간 연평균 17% 성장할 것으로 추정된다. 동기간 영업이익은 연평균 16% 증가할 것으로 예상된다.

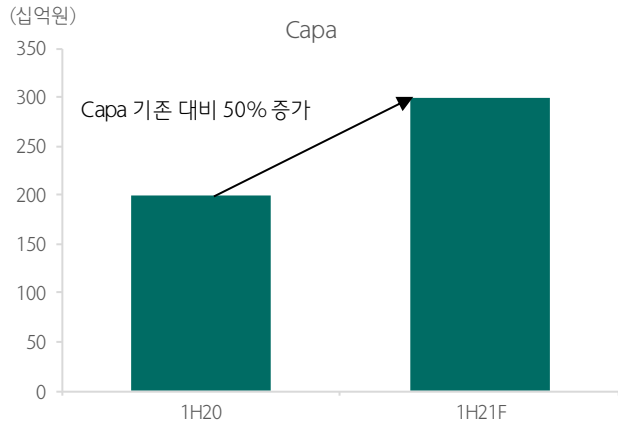
건강기능식품 시장 향후 3년 간 연평균 10% 성장 예상

그림 1. 국내 건강기능식품시장 규모 추이



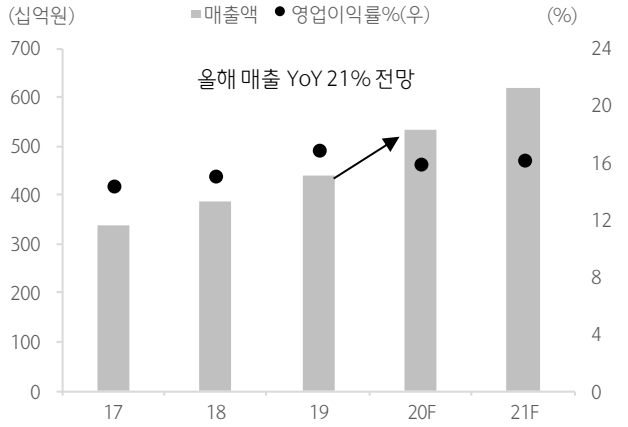
자료: 한국건강기능식품협회, 하나금융투자

그림 2. 콜마비앤에이치 국내 Capa 증설 현황



자료: 하나금융투자

그림 3. 콜마비앤에이치 매출 및 영업마진 전망



자료: 하나금융투자

Analyst 심은주/이정기 02-3771-8538/7522

표 1. 콜마비앤에이치 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	18	19	20F
매출액	**106.6**	**116.4**	**108.2**	**107.8**	**125.9**	**133.4**	**129.5**	**145.1**	**386.4**	**438.9**	**533.9**
① 본사	92.9	102.2	96.2	93.2	112.1	116.3	110.6	120.6	336.0	384.5	459.6
-식품	57.1	67.3	63.6	65.6	77.1	82.3	78.6	85.6	201.4	253.6	323.6
-화장품	35.7	34.8	32.5	27.6	35.0	34.0	32.0	35.0	134.4	130.6	136.0
② 근오농림	7.3	11.6	7.0	10.2	8.0	12.8	7.7	11.2	20.1	36.1	39.7
③ 에치엔지	18.1	18.8	16.8	19.5	18.6	19.3	17.3	20.0	62.7	73.2	75.2
④ 강소콜마						3.0	7.0	10.0			20.0
YoY	**10.3%**	**28.1%**	**20.8%**	**-1.4%**	**18.1%**	**14.6%**	**19.7%**	**34.7%**	**14.5%**	**13.6%**	**21.6%**
① 본사	10.7%	27.9%	24.3%	-1.7%	20.7%	13.8%	15.0%	29.5%	12.3%	14.4%	19.5%
-식품	15.6%	36.0%	32.5%	20.8%	35.0%	22.3%	23.6%	30.5%	21.3%	25.9%	27.6%
-화장품	3.8%	14.9%	10.9%	-31.7%	-2.0%	-2.3%	-1.5%	26.8%	1.3%	-2.8%	4.1%
② 근오농림	14.1%	314.3%	52.2%	61.9%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	63.4%	79.6%	10.0%
③ 에치엔지	16.0%	40.3%	13.5%	3.2%	2.8%	2.7%	3.0%	2.6%	39.3%	16.7%	2.7%
④ 강소콜마					-	NA	NA	NA			NA
영업이익	**16.7**	**19.8**	**17.5**	**20.1**	**21.1**	**22.2**	**19.5**	**22.3**	**58.5**	**74.1**	**85.0**
YoY	15.2%	44.5%	27.5%	20.9%	26.0%	12.0%	11.6%	11.0%	20.0%	26.5%	14.8%
OPM	15.7%	17.0%	16.1%	18.6%	16.7%	16.6%	15.0%	15.4%	15.2%	16.9%	15.9%
세전이익	**16.9**	**20.1**	**18.2**	**16.9**	**21.2**	**22.3**	**20.1**	**22.9**	**64.2**	**72.1**	**86.4**
YoY	20.6%	41.7%	17.8%	-18.0%	25.3%	10.9%	10.6%	35.3%	8.9%	12.2%	19.9%
지배순이익	**13.4**	**15.5**	**13.7**	**12.0**	**16.9**	**17.2**	**15.0**	**16.5**	**48.4**	**54.5**	**65.6**
YoY	28.1%	46.5%	13.4%	-21.8%	26.2%	11.3%	10.0%	37.7%	5.6%	12.7%	20.4%
NPM	12.5%	13.3%	12.6%	11.1%	13.4%	12.9%	11.6%	11.4%	12.5%	12.4%	12.3%

자료: 하나금융투자

표 2. 적정주가 3.7만원 도출

구분	20F	21F	비고
EPS(원)	2,220	2,695	
Target PER		15	필수소비재 역사적 밴드 중단 값
Target Price(원)		**37,000**	적정 주가 3.7만원 산출

자료: 하나금융투자

Analyst 심은주/이정기 02-3771-8538/7522

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	**386.4**	**438.9**	**533.9**	**618.1**	**710.8**
매출원가	309.3	343.9	416.7	480.6	550.5
매출총이익	77.1	95.0	117.2	137.5	160.3
판관비	18.5	20.9	32.2	37.0	44.4
영업이익	**58.5**	**74.1**	**85.0**	**100.5**	**115.8**
금융손익	3.8	(2.3)	0.5	1.0	1.5
종속/관계기업손익	(0.0)	(0.1)	0.8	3.0	3.0
기타영업외손익	1.9	0.5	0.0	0.0	0.0
세전이익	**64.2**	**72.1**	**86.4**	**104.4**	**120.3**
법인세	14.9	17.3	20.8	24.8	28.8
계속사업이익	49.3	54.8	65.6	79.6	91.5
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**49.3**	**54.8**	**65.6**	**79.6**	**91.5**
비지배주주지분 순이익	1.0	0.3	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	**48.4**	**54.5**	**65.6**	**79.6**	**91.5**
지배주주지분포괄이익	48.2	53.7	65.3	79.2	91.1
NOPAT	45.0	56.3	64.6	76.6	88.1
EBITDA	62.7	79.3	89.8	104.9	120.0
성장성(%)					
매출액증가율	14.5	13.6	21.6	15.8	15.0
NOPAT증가율	14.8	25.1	14.7	18.6	15.0
EBITDA증가율	20.1	26.5	13.2	16.8	14.4
영업이익증가율	19.9	26.7	14.7	18.2	15.2
(지배주주)순익증가율	5.7	12.6	20.4	21.3	14.9
EPS증가율	5.7	12.6	20.4	21.4	15.0
수익성(%)					
매출총이익률	20.0	21.6	22.0	22.2	22.6
EBITDA이익률	16.2	18.1	16.8	17.0	16.9
영업이익률	15.1	16.9	15.9	16.3	16.3
계속사업이익률	12.8	12.5	12.3	12.9	12.9

대차대조표

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	**151.8**	**207.4**	**269.4**	**351.5**	**446.4**
금융자산	60.5	102.8	142.2	204.2	277.0
현금성자산	29.2	59.6	93.9	151.6	219.5
매출채권 등	41.2	40.2	48.9	56.6	65.1
재고자산	38.5	48.6	59.1	68.4	78.7
기타유동자산	11.6	15.8	19.2	22.3	25.6
비유동자산	**139.8**	**179.0**	**195.2**	**203.7**	**213.3**
투자자산	30.4	30.2	31.3	32.3	33.3
금융자산	1.7	1.5	1.8	2.1	2.5
유형자산	87.3	122.6	137.8	145.3	153.8
무형자산	**16.9**	**17.2**	**17.2**	**17.2**	**17.2**
기타비유동자산	**5.2**	**9.0**	**8.9**	**8.9**	**9.0**
자산총계	**291.5**	**386.4**	**464.6**	**555.3**	**659.7**
유동부채	**81.5**	**116.1**	**135.7**	**153.7**	**173.4**
금융부채	10.6	12.7	12.6	13.2	13.8
매입채무 등	60.1	88.4	107.5	124.5	143.2
기타유동부채	10.8	15.0	15.6	16.0	16.4
비유동부채	**3.5**	**15.7**	**16.2**	**16.7**	**17.2**
금융부채	**0.2**	**13.2**	**13.2**	**13.2**	**13.2**
기타비유동부채	3.3	2.5	3.0	3.5	4.0
부채총계	**85.0**	**131.8**	**151.9**	**170.3**	**190.6**
지배주주지분	**204.6**	**252.5**	**310.7**	**382.9**	**467.0**
자본금	**14.8**	**14.8**	**14.8**	**14.8**	**14.8**
자본잉여금	23.4	23.4	23.4	23.4	23.4
자본조정	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
기타포괄이익누계액	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	(0.1)
이익잉여금	166.9	214.5	272.7	344.9	429.1
비지배주주지분	**1.9**	**2.1**	**2.1**	**2.1**	**2.1**
자본총계	**206.5**	**254.6**	**312.8**	**385.0**	**469.1**
순금융부채	(49.6)	(76.9)	(116.3)	(177.8)	(250.0)

투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	1,637	1,844	2,220	2,695	3,098
BPS	6,933	8,549	10,519	12,964	15,813
CFPS	1,695	2,207	3,057	3,643	4,151
EBITDAPS	2,122	2,684	3,041	3,552	4,061
SPS	13,078	14,856	18,072	20,920	24,059
DPS	200	250	250	250	250
주가지표(배)					
PER	12.2	15.0	13.0	10.7	9.3
PBR	2.9	3.2	2.7	2.2	1.8
PCFR	11.8	12.6	9.4	7.9	6.9
EV/EBITDA	8.6	9.4	8.2	6.4	5.0
PSR	1.5	1.9	1.6	1.4	1.2
재무비율(%)					
ROE	25.9	23.8	23.3	23.0	21.5
ROA	17.2	16.1	15.4	15.6	15.1
ROIC	39.2	38.0	38.0	41.5	45.1
부채비율	41.2	51.8	48.6	44.2	40.6
순부채비율	(24.0)	(30.2)	(37.2)	(46.2)	(53.3)
이자보상배율(배)	209.7	213.4	173.9	203.7	229.9

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	**22.0**	**78.2**	**68.0**	**81.9**	**93.3**
당기순이익	49.3	54.8	65.6	79.6	91.5
조정	3.8	12.6	4.8	4.5	4.2
감가상각비	4.1	5.2	4.8	4.5	4.1
외환거래손익	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(1.2)	0.1	0.0	0.0	0.0
기타	0.9	7.3	0.0	0.0	0.1
영업활동 자산부채 변동	(31.1)	10.8	(2.4)	(2.2)	(2.4)
투자활동 현금흐름	**(2.7)**	**(49.7)**	**(26.1)**	**(17.4)**	**(18.6)**
투자자산감소(증가)	(17.3)	0.2	(1.1)	(1.0)	(1.1)
유형자산감소(증가)	(9.4)	(33.5)	(20.0)	(12.0)	(12.6)
기타	24.0	(16.4)	(5.0)	(4.4)	(4.9)
재무활동 현금흐름	**(24.5)**	**1.8**	**(7.5)**	**(6.8)**	**(6.8)**
금융부채증가(감소)	(4.8)	15.1	(0.1)	0.5	0.6
자본증가(감소)	(7.5)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(7.2)	(7.4)	0.0	0.1	0.0
배당지급	(5.0)	(5.9)	(7.4)	(7.4)	(7.4)
현금의 증감	**(5.2)**	**30.4**	**34.4**	**57.7**	**67.9**
Unlevered CFO	50.1	65.2	90.3	107.6	122.6
Free Cash Flow	12.4	40.6	48.0	69.9	80.7

자료: 하나금융투자

Analyst 심은주/이정기 02-3771-8538/7522

2020년 5월 6일

팜스빌(318010)

다같이 악마의 다이어트를 합시다

투자의견 BUY, 목표주가 20,700원 유지

팜스빌에 대해 투자의견 'BUY'와 목표주가 20,700원을 유지한다. 2020년 EPS 1,441원에 PER 14.3배(건기식 평균 PER 16배에서 10% 할인)를 적용하여 산출하였으며 4월, 5월에 시작되는 신규 홈쇼핑 채널을 통한 매출 증가, 수출/사후면세점 등으로의 진출을 고려할 때 당사 추정치 대비 더욱 높은 매출 성장이 예상된다.

코로나19 수혜주! → 건기식 산업 호조로 실적 상승세 전망

① 1Q20: 1분기 실적은 매출액 109억원(YoY, +142.2%)과 영업이익 30억원(YoY, +232.5%)을 기록할 것으로 예상된다. 코로나19에도 불구하고 실적 개선이 두드러지는데 ① 전염병으로 인한 재택 시간의 증가, 코로나19로 건강기능식에 대한 관심 확대 등으로 건강기능식 시장의 호조 ② 지난 해 4월부터 시작한 롯데홈쇼핑을 통한 꾸준한 매출 증가 ③ 빠른 시장 대응을 통한 지속적인 신제품 출시 등이 실적 호조의 근거로 판단된다.

② 2Q20: 2분기 실적은 매출액 143억원(YoY, +85.7%)과 영업이익 34억원(YoY, +54.2%)을 전망한다. 성장 모멘텀 유지의 근거는 ① 2분기를 맞아 다이어트 전문 브랜드인 '악마다이어트'의 제품 수요 증가 ② 4월 말, 5월 중순 메이져 홈쇼핑 신규 진출이다. 전사 외형성장을 견인해 온 '악마다이어트' 제품군은 주로 홈쇼핑을 통해 매출이 발생하고 있어 홈쇼핑 채널 확대 시 매출액 상승 효과가 두드러질 것으로 판단된다.

2020년 매출액 594억원, 영업이익 138억원 전망

팜스빌은 2020년 매출액과 영업이익이 전년 대비 98.7%, 94.4% 증가할 것으로 예상된다. 팜스빌은 4월 말과 5월 중순 방영 예정인 신규 홈쇼핑 채널 진출을 통해 성장성을 확보하였다. 지난 해 4월부터 메이져 홈쇼핑 채널을 통해 9개월간 발생된 매출액이 약 75억원(약 35회 방영)인 것을 고려하면 2020년에 신규 2개의 홈쇼핑 채널을 통해 신규로 발생되는 추가 매출액은 약 150억원 이상일 것으로 예상된다.

관심종목

BUY

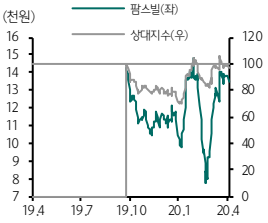
| TP(12M): 20,700원 | CP(5월4일): 13,600원

Key Data	
KOSDAQ 지수 (pt)	641.91
52주 최고/최저(원)	14,950/7,890
시가총액(십억원)	107.8
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	7,929.3
60일 평균 거래량(천주)	220.9
60일 평균 거래대금(십억원)	2.8
20년 배당금(예상,원)	200
20년 배당수익률(예상,%)	1.47
외국인지분율(%)	0.22
주요주주 지분율(%)	
이병욱 외 7 인	70.37

주가상승률	1M	6M	12M
절대	9.7	5.8	0.0
상대	(2.1)	10.2	0.0

Consensus Data	2020	2021
매출액(십억원)	53.3	66.2
영업이익(십억원)	12.5	16.2
순이익(십억원)	11.3	14.1
EPS(원)	1,365	1,799
BPS(원)	8,257	9,810

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	19.8	30.0	59.4	70.0	83.3
영업이익	십억원	5.6	7.1	13.8	17.4	20.4
세전이익	십억원	6.3	9.2	14.3	18.0	21.2
순이익	십억원	4.8	7.3	11.4	14.2	17.2
EPS	원	806	1,091	1,441	1,785	2,168
증감률	%	N/A	35.4	32.1	23.9	21.5
PER	배	N/A	10.72	9.44	7.62	6.27
PBR	배	N/A	1.67	1.65	1.39	1.15
EV/EBITDA	배	N/A	7.98	4.18	2.81	1.80
ROE	%	17.98	17.63	18.94	19.79	20.07
BPS	원	4,273	6,987	8,228	9,815	11,785
DPS	원	40	200	200	200	200

Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com

Analyst 안주원
02-3771-3125
joowonahn@hanafn.com

Analyst 김아영
02-3771-3452
aykim0515@hanafn.com

Analyst 심은주/이정기 02-3771-8538/7522

추정 재무제표

손익계산서

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	**19.8**	**30.0**	**59.4**	**70.0**	**83.3**
매출원가	5.1	7.7	14.8	17.3	20.5
매출총이익	14.7	22.3	44.6	52.7	62.8
판관비	9.1	15.2	30.8	35.3	42.4
영업이익	**5.6**	**7.1**	**13.8**	**17.4**	**20.4**
금융손익	0.1	0.4	0.5	0.6	0.8
종속/관계기업손익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.6	1.7	0.0	0.0	0.0
세전이익	**6.3**	**9.2**	**14.3**	**18.0**	**21.2**
법인세	1.5	2.0	2.9	3.9	4.0
계속사업이익	4.8	7.2	11.4	14.1	17.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**4.8**	**7.2**	**11.4**	**14.1**	**17.1**
비지배주주지분 순이익	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
지배주주순이익	**4.8**	**7.3**	**11.4**	**14.2**	**17.2**
지배주주지분포괄이익	4.9	6.8	11.4	14.1	17.2
NOPAT	4.3	5.6	11.0	13.6	16.5
EBITDA	5.8	7.4	15.0	18.9	22.3
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	51.5	98.0	17.8	19.0
NOPAT증가율	N/A	30.2	96.4	23.6	21.3
EBITDA증가율	N/A	27.6	102.7	26.0	18.0
영업이익증가율	N/A	26.8	94.4	26.1	17.2
(지배주주)순익증가율	N/A	52.1	56.2	24.6	21.1
EPS증가율	N/A	35.4	32.1	23.9	21.5
수익성(%)					
매출총이익률	74.2	74.3	75.1	75.3	75.4
EBITDA이익률	29.3	24.7	25.3	27.0	26.8
영업이익률	28.3	23.7	23.2	24.9	24.5
계속사업이익률	24.2	24.0	19.2	20.1	20.5

대차대조표

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	**17.0**	**44.9**	**56.7**	**67.7**	**82.6**
금융자산	14.3	39.1	49.8	59.2	72.1
현금성자산	8.5	6.7	14.5	20.6	30.7
매출채권 등	1.1	2.7	3.1	3.7	4.4
재고자산	1.5	2.5	3.0	3.7	4.6
기타유동자산	0.1	0.6	0.8	1.1	1.5
비유동자산	**16.5**	**22.9**	**25.5**	**29.0**	**32.2**
투자자산	1.6	4.3	4.3	4.3	4.3
금융자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	5.3	12.7	15.1	18.2	20.9
무형자산	**0.2**	**0.5**	**0.6**	**1.0**	**1.5**
기타비유동자산	**9.4**	**5.4**	**5.5**	**5.5**	**5.5**
자산총계	**33.5**	**67.8**	**82.2**	**96.7**	**114.8**
유동부채	**3.7**	**6.4**	**9.4**	**10.9**	**12.7**
금융부채	1.1	1.0	0.0	0.0	0.0
매입채무 등	1.5	3.9	7.7	9.1	10.8
기타유동부채	1.1	1.5	1.7	1.8	1.9
비유동부채	**2.8**	**5.9**	**7.4**	**8.0**	**8.7**
금융부채	**1.3**	**4.4**	**4.4**	**4.4**	**4.4**
기타비유동부채	1.5	1.5	3.0	3.6	4.3
부채총계	**6.4**	**12.3**	**16.9**	**18.8**	**21.3**
지배주주지분	**26.9**	**55.4**	**65.2**	**77.9**	**93.4**
자본금	**1.3**	**4.0**	**4.0**	**4.0**	**4.0**
자본잉여금	3.2	22.4	22.4	22.4	22.4
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	0.1	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
이익잉여금	22.4	29.4	39.2	51.8	67.4
비지배주주지분	**0.1**	**0.1**	**0.1**	**0.0**	**(0.0)**
자본총계	**27.0**	**55.5**	**65.3**	**77.9**	**93.4**
순금융부채	(11.9)	(33.8)	(45.4)	(54.8)	(67.7)

투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	806	1,091	1,441	1,785	2,168
BPS	4,273	6,987	8,228	9,815	11,785
CFPS	1,080	1,227	1,887	2,386	2,809
EBITDAPS	965	1,115	1,887	2,386	2,809
SPS	3,305	4,505	7,491	8,828	10,505
DPS	40	200	200	200	200
주가지표(배)					
PER	N/A	10.7	9.4	7.6	6.3
PBR	N/A	1.7	1.7	1.4	1.2
PCFR	N/A	9.5	7.2	5.7	4.8
EV/EBITDA	N/A	8.0	4.2	2.8	1.8
PSR	N/A	2.6	1.8	1.5	1.3
재무비율(%)					
ROE	18.0	17.6	18.9	19.8	20.1
ROA	14.5	14.3	15.2	15.8	16.3
ROIC	60.0	50.3	73.4	81.1	81.0
부채비율	23.8	22.2	25.8	24.2	22.8
순부채비율	(44.1)	(60.8)	(69.5)	(70.3)	(72.4)
이자보상배율(배)	33.0	1,609.7	2,481.8	3,468.5	4,066.6

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	**5.1**	**5.7**	**16.9**	**15.9**	**19.6**
당기순이익	4.8	7.2	11.4	14.1	17.1
조정	0.8	(0.5)	1.1	1.5	1.9
감가상각비	0.2	0.3	1.2	1.5	1.9
외환거래손익	(0.0)	(0.0)	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	0.6	(0.8)	(0.1)	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(0.5)	(1.0)	4.4	0.3	0.6
투자활동 현금흐름	**(1.8)**	**(31.8)**	**(10.0)**	**(11.1)**	**(11.8)**
투자자산감소(증가)	(1.5)	(2.8)	0.0	0.0	0.0
유형자산감소(증가)	(1.0)	(6.6)	(6.9)	(7.5)	(8.3)
기타	0.7	(22.4)	(3.1)	(3.6)	(3.5)
재무활동 현금흐름	**(2.0)**	**24.3**	**(2.5)**	**(1.6)**	**(1.6)**
금융부채증가(감소)	2.4	3.0	(1.0)	0.0	0.0
자본증가(감소)	4.4	21.9	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(8.6)	(0.3)	0.1	0.0	0.0
배당지급	(0.2)	(0.3)	(1.6)	(1.6)	(1.6)
현금의 증감	**1.3**	**(1.8)**	**7.8**	**6.2**	**10.1**
Unlevered CFO	6.5	8.2	15.0	18.9	22.3
Free Cash Flow	4.0	(0.9)	10.0	8.4	11.3

자료: 하나금융투자

Analyst 심은주/이정기 02-3771-8538/7522

2020년 5월 6일

경남제약(053950)

레모나, 없어서 못 팝니다

최대주주 리스크 해소로 긍정적인 영업환경 확보

경남제약은 비타민과 일반의약품을 전문적으로 생산하는 업체이다. 매출 구성은 2019년 4분기 기준 비타민군 46.3%, 태반의약품군 11.3%, 콜라겐군 11.5%, 기타 30.9%로 이루어져 있다. 경남제약은 과거 전 최대주주의 불법적 행위로 인해 영업력이 악화되며 저조한 실적세를 나타냈다. 그러나 지속적인 지배구조 및 기업 펀더멘털 개선을 통해 2020년 1분기부터는 비타민군 제품인 레모나를 중심으로 큰 폭의 실적 성장을 보일 것이라 전망된다.

국내 브랜드 파워 강화 + 중국 진출로 매출 성장 본격화

① 광동제약의 개발•영업인력 영입 및 BTS 광고 모델 기용: 경남제약은 제품 다각화와 판매처 확대를 위해 광동제약의 주요 개발 및 영업인력을 영입하여 신제품 출시와 약국 커버리지 확대에 박차를 가하고 있다. 또한 BTS를 광고모델로 기용하며 레모나 제품의 판매 신장세가 두드러진 상황이다. BTS 효과로 레모나 제품은 1분기에만 70억원 이상의 판매고를 올릴 것으로 추정되며 BTS의 계약기간이 2020년 말까지 인 점을 감안 시 2020년 레모나 제품 매출액은 450억원을 상회할 전망이다.

② 레모나산 CFDA 승인을 통해 중국 온/오프라인 진출: 경남제약은 2017년 고함량 비타민류에 대해 CFDA 승인을 받은 바 있으며, 이를 바탕으로 2020년 상반기 중 중국 진출을 진행할 전망이다. 경남제약의 레모나 제품은 중국 온라인 시장 뿐만 아니라 약국 및 마트, H&B 스토어 등 오프라인 매장에 직접 판매가 가능하다. 코로나 19로 인해 중국 내 비타민, 유산균 등 건강보조식품에 대한 관심도가 높아진 상황인 만큼 경남제약의 비타민류 제품은 큰 폭의 매출 성장을 기록할 수 있을 것으로 판단된다.

2020년 매출액 804억원, 영업이익 71억원 전망

2020년 실적은 매출액 804억원(+79.5%, YoY)과 영업이익 71억원(흑자전환)을 전망한다. 코로나 이슈로 인해 1분기부터 호실적을 기록할 수 있을 것이라 기대되며, 하반기 또한 중국 수출 물량 본격화로 인해 상반기 대비 높은 실적 성장세를 나타낼 전망이다.

관심종목

Not Rated

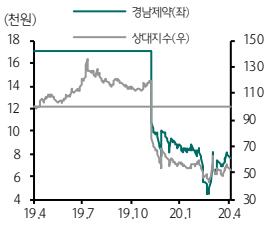
CP(5월4일): 7,760원

Key Data	
KOSDAQ 지수 (pt)	641.91
52주 최고/최저(원)	17,200/4,560
시가총액(십억원)	132.3
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	17,442.6
60일 평균 거래량(천주)	372.5
60일 평균 거래대금(십억원)	2.9
20년 배당금(예상,원)	0
20년 배당수익률(예상,%)	0.00
외국인지분율(%)	1.30
주요주주 지분율(%)	
바이오제네틱스 외 1 인	24.63
마일스톤KN펀드	9.00

주가상승률	1M	6M	12M
절대	18.7	(54.9)	(54.9)
상대	5.9	(53.0)	(46.5)

Consensus Data	2020	2021
매출액(십억원)	80.4	91.8
영업이익(십억원)	7.1	8.3
순이익(십억원)	4.3	6.5
EPS(원)	248	373
BPS(원)	3,755	4,128

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	41.4	44.8	80.4	91.8	105.7
영업이익	십억원	(0.8)	(3.1)	7.1	8.3	10.4
세전이익	십억원	6.3	(6.2)	5.6	8.4	10.3
순이익	십억원	3.7	(4.5)	4.3	6.5	7.8
EPS	원	327	(293)	250	371	447
증감률	%	N/A	적전	흑전	48.4	20.5
PER	배	52.65	N/A	31.00	20.92	17.35
PBR	배	7.32	2.77	2.07	1.88	1.70
EV/EBITDA	배	N/A	N/A	14.55	12.47	9.91
ROE	%	12.87	(10.09)	6.84	9.41	10.28
BPS	원	2,351	3,588	3,757	4,128	4,575
DPS	원	0	0	0	0	0

Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com

Analyst 김두현
02-3771-8542
doohyun@hanafn.com

RA 최수지
02-3771-3124
suuji@hanafn.com

Analyst 심은주/이정기 02-3771-8538/7522

투자포인트

1) 국내: 광동제약 개발·영업 인력 영입 및 BTS 광고 모델 기용을 통한 레모나 브랜드 인지도 확대

BTS 광고모델 기용으로 2020년 1분기 레모나 매출액은 70억원 상회 전망

경남제약은 3자배정 유상증자(최대주주 변경)를 통해 440억원의 자금력을 확보하였다. 이를 통해 광동제약 주요 인력들을 영입함으로써 신제품 출시 및 영업력 확대를 도모하고 있다. 영입한 인력들은 과거 광동제약의 제품 개발 인력들로 신제품을 차례로 출시하고 있으며(패스트팔로우 전략), 우수한 광동제약 영업진들을 필두로 약국 커버리지를 확대하고 있다. 또한 BTS를 광고모델로 기용하면서 레모나 제품의 판매 신장세가 두드러진 상황이다. 2014년 김수현을 모델로 기용했을 당시 연간 약 200억원의 레모나 제품을 판매하였으나, BTS를 모델로 기용한 이후 2020년 1분기에만 70억원 이상의 레모나 판매가 예상되는 상황이다(2019년 레모나 제품 매출액: 146억원). BTS의 광고모델 계약기간이 2020년 말까지 인 점을 감안 시 2020년 레모나 제품 매출액은 450억원을 상회할 전망이다.

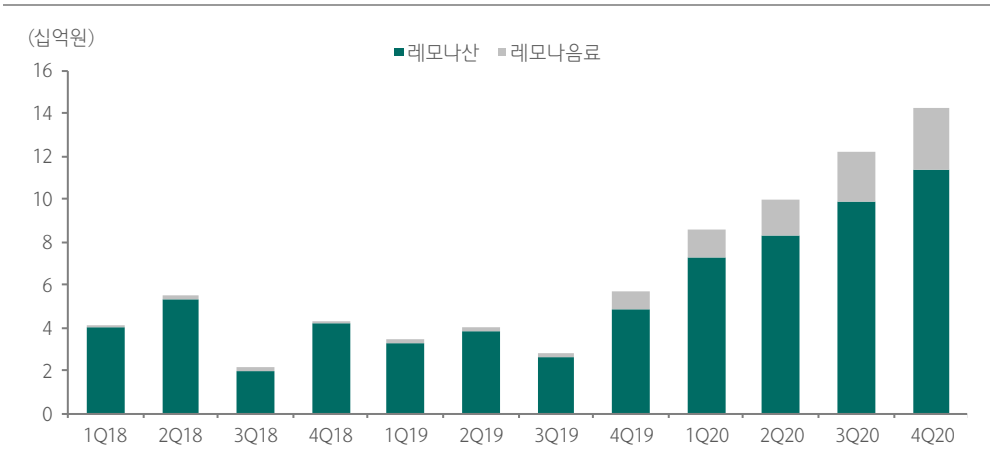
2) 중국: 레모나산 CFDA 승인을 통해 중국 온/오프라인 진출

2017년 CFDA 승인을 바탕으로 2020년 상반기 중 레모나 제품 중국 진출 계획

경남제약은 2017년 고함량 비타민류에 대해 CFDA 승인을 받은 기업이다. 이로 인해 경남제약의 레모나 제품은 온라인 시장 외에 약국 및 마트, H&B스토어 등 오프라인 매장에 직접 판매가 가능하다. 경남제약은 CFDA 승인을 통한 유통경쟁력을 바탕으로 2020년 상반기 중 중국 진출을 진행할 전망이다. 코로나19로 인해 중국 내 비타민, 유산균 등 건강보조식품에 대한 관심도가 높은 상황인 만큼 경남제약의 중국 진출은 실적에 긍정적일 것으로 판단된다.

그림 1. 레모나 제품군 매출액 추이 및 전망

중국 진출 효과로 레모나 제품군의 매출은 지속 성장 전망



자료: 경남제약, 하나금융투자

Analyst 심은주/이정기 02-3771-8538/7522

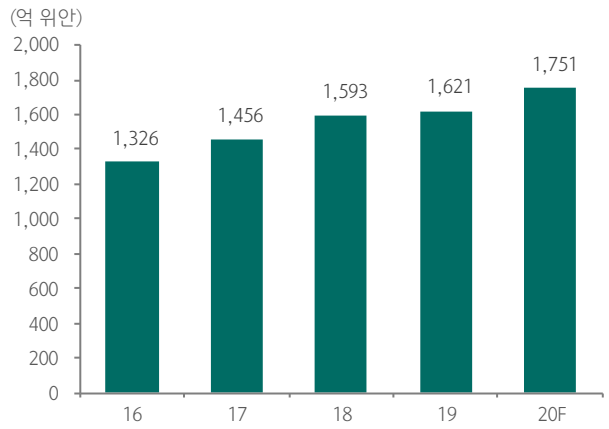
실적전망

2020년 실적 매출액 804억원과 영업이익 71억원 전망

코로나19로 인해 1분기부터 호실적을 기록할 전망 하반기 또한 중국향 수출 물량 확대로 높은 실적 성장 기대

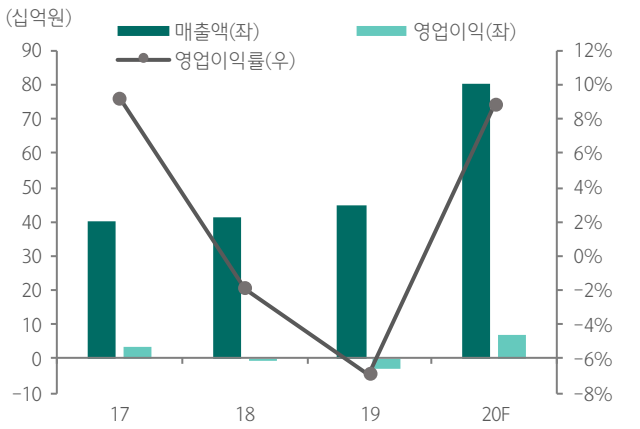
2020년 실적은 매출액 804억원(+79.5%, YoY)과 영업이익 71억원(흑자전환)을 전망한다. 코로나19로 인한 건강기능식품 및 비타민류 판매 호조로 1분기부터 호실적을 기록할 전망이다. 코로나19로 인한 일회성 실적 서프라이즈가 아닌 기업 체질 개선을 통한 펀더멘털 강화로 호실적을 기록하는 만큼 1분기 실적이 연간 최고치일 것이라 판단하지 않는다. 과거 경남제약의 분기 특성을 보면 2분기와 4분기가 높은 특징이 있다. 2분기는 가정의 달로 인해 선물 수요가 증가하며, 4분기는 쇼핑시즌 효과 때문이다. 2020년은 코로나19 이슈가 가세함에 따라 1분기부터 높은 실적이 예상되지만, 건강기능식품에 대한 니즈 확대 및 하반기부터 본격화될 중국향 수출 물량 확대로 인해 하반기에도 상반기 대비 높은 실적 성장세를 나타낼 전망이다.

그림 2. 중국 비타민 및 보조제 시장



자료: 유로모니터, 하나금융투자

그림 3. 경남제약 실적 추이 및 전망



자료: 경남제약, 하나금융투자

표 1. 경남제약 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20F	2Q20F	3Q20F	4Q20F	18	19	20F
매출액	**10.0**	**11.6**	**10.9**	**12.2**	**17.2**	**18.9**	**21.1**	**23.1**	**41.4**	**44.8**	**80.4**
YoY(%)	*5.8*	*-5.2*	*24.5*	*12.1*	*71.7*	*62.3*	*94.1*	*88.6*	*3.1*	*8.1*	79.5
레모나산	3.3	3.8	2.6	4.8	7.3	8.3	9.9	11.4	15.5	14.6	36.9
레모나음료	0.1	0.2	0.2	0.8	1.3	1.7	2.3	2.9	0.7	1.3	8.2
자하생력	1.3	1.5	1.5	1.4	1.5	1.5	1.8	1.6	5.1	5.7	6.5
결콜라겐	0.4	0.7	1.3	1.4	1.7	1.8	1.8	1.9	0.8	3.8	7.2
유산균	0.9	0.5	0.3	0.3	0.6	0.7	0.5	0.6	2.2	2.1	2.4
기타	4.0	4.9	5.0	3.5	4.8	4.9	4.8	4.7	17.2	17.3	19.2
영업이익	**(0.2)**	**(0.7)**	**(0.7)**	**(1.5)**	**1.8**	**1.5**	**1.7**	**2.0**	**(0.8)**	**(3.1)**	**7.1**
OPM(%)	*(1.6)*	*(6.3)*	*(6.8)*	*(12.4)*	*10.5*	*7.9*	*8.1*	*8.7*	*(1.9)*	*(6.9)*	*8.8*
(지배)순이익	**0.0**	**(0.5)**	**(0.7)**	**(3.4)**	**0.9**	**1.1**	**1.2**	**1.1**	**3.7**	**(4.5)**	**4.3**
NPM(%)	*0.4*	*(4.5)*	*(6.1)*	*(27.7)*	*5.2*	*5.8*	*5.7*	*4.8*	*8.9*	*(10.0)*	*5.3*

자료: 경남제약, 하나금융투자

Analyst 심은주/이정기 02-3771-8538/7522

추정 재무제표

손익계산서 (단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	**41.4**	**44.8**	**80.4**	**91.8**	**105.7**
매출원가	24.8	28.0	45.8	51.3	57.2
매출총이익	16.6	16.8	34.6	40.5	48.5
판관비	17.5	20.0	27.5	32.2	38.2
영업이익	**(0.8)**	**(3.1)**	**7.1**	**8.3**	**10.4**
금융손익	9.2	(1.0)	(0.1)	0.1	(0.1)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(2.0)	(2.1)	(1.4)	0.0	0.0
세전이익	**6.3**	**(6.2)**	**5.6**	**8.4**	**10.3**
법인세	2.6	(1.7)	1.3	1.9	2.5
계속사업이익	3.7	(4.5)	4.3	6.5	7.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**3.7**	**(4.5)**	**4.3**	**6.5**	**7.8**
비지배주주지분 순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	**3.7**	**(4.5)**	**4.3**	**6.5**	**7.8**
지배주주지분포괄이익	3.2	(5.3)	4.3	6.5	7.8
NOPAT	(0.5)	(2.3)	5.5	6.4	7.9
EBITDA	(0.1)	(2.0)	8.0	9.1	11.1
성장성(%)					
매출액증가율	N/A	8.2	79.5	14.2	15.1
NOPAT증가율	N/A	적지	흑전	16.4	23.4
EBITDA증가율	N/A	적지	흑전	13.8	22.0
영업이익증가율	N/A	적지	흑전	16.9	25.3
(지배주주)순익증가율	N/A	적전	흑전	51.2	20.0
EPS증가율	N/A	적전	흑전	48.4	20.5
수익성(%)					
매출총이익률	40.1	37.5	43.0	44.1	45.9
EBITDA이익률	(0.2)	(4.5)	10.0	9.9	10.5
영업이익률	(1.9)	(6.9)	8.8	9.0	9.8
계속사업이익률	8.9	(10.0)	5.3	7.1	7.4

대차대조표 (단위: 십억원)

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	**32.6**	**52.1**	**67.7**	**78.2**	**90.8**
금융자산	10.7	23.9	17.2	20.6	24.4
현금성자산	8.4	23.9	17.2	20.5	24.4
매출채권 등	14.7	14.8	26.6	30.4	35.0
재고자산	7.1	9.6	17.2	19.7	22.7
기타유동자산	0.1	3.8	6.7	7.5	8.7
비유동자산	**20.6**	**22.4**	**21.4**	**20.5**	**19.8**
투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
금융자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산	15.9	15.8	14.9	14.1	13.4
무형자산	**0.2**	**0.2**	**0.1**	**0.1**	**0.1**
기타비유동자산	**4.5**	**6.4**	**6.4**	**6.3**	**6.3**
자산총계	**53.2**	**74.5**	**89.1**	**98.8**	**110.7**
유동부채	**22.7**	**10.7**	**19.2**	**21.9**	**25.2**
금융부채	14.9	0.7	1.2	1.3	1.5
매입채무 등	6.6	8.6	15.5	17.7	20.4
기타유동부채	1.2	1.4	2.5	2.9	3.3
비유동부채	**1.5**	**2.6**	**4.3**	**4.9**	**5.6**
금융부채	**0.0**	**0.4**	**0.4**	**0.4**	**0.4**
기타비유동부채	1.5	2.2	3.9	4.5	5.2
부채총계	**24.2**	**13.3**	**23.5**	**26.8**	**30.8**
지배주주지분	**28.9**	**61.2**	**65.5**	**72.0**	**79.8**
자본금	**6.1**	**8.5**	**8.5**	**8.5**	**8.5**
자본잉여금	20.5	55.7	55.7	55.7	55.7
자본조정	(1.5)	(1.5)	(1.5)	(1.5)	(1.5)
기타포괄이익누계액	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
이익잉여금	1.9	(3.4)	0.9	7.4	15.2
비지배주주지분	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**	**0.0**
자본총계	**28.9**	**61.2**	**65.5**	**72.0**	**79.8**
순금융부채	4.2	(22.9)	(15.6)	(18.8)	(22.5)

투자지표

	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	327	(293)	250	371	447
BPS	2,351	3,588	3,757	4,128	4,575
CFPS	80	(49)	388	531	634
EBITDAPS	(12)	(131)	463	522	636
SPS	3,639	2,884	4,644	5,264	6,062
DPS	0	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	52.6	N/A	31.0	20.9	17.4
PBR	7.3	2.8	2.1	1.9	1.7
PCFR	214.6	N/A	20.0	14.6	12.2
EV/EBITDA	N/A	N/A	14.5	12.5	9.9
PSR	4.7	3.5	1.7	1.5	1.3
재무비율(%)					
ROE	12.9	(10.1)	6.8	9.4	10.3
ROA	7.0	(7.1)	5.3	6.9	7.4
ROIC	(1.6)	(7.0)	13.1	12.7	14.4
부채비율	83.9	21.7	35.8	37.2	38.6
순부채비율	14.4	(37.4)	(23.9)	(26.1)	(28.2)
이자보상배율(배)	(0.6)	(9.7)	133.4	0.0	51.8

현금흐름표 (단위: 십억원)

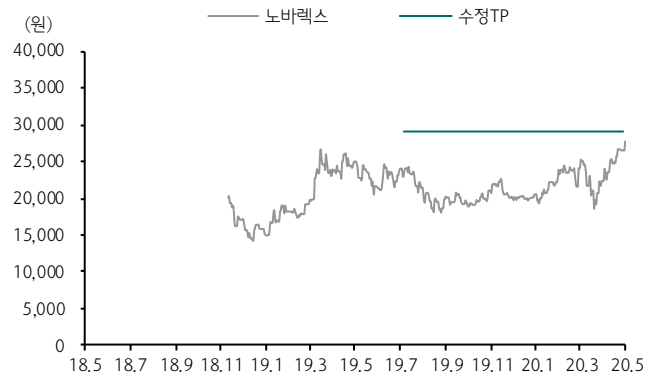
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	**(1.8)**	**(6.4)**	**(7.2)**	**3.3**	**3.6**
당기순이익	3.7	(4.5)	4.3	6.5	7.8
조정	(3.3)	3.9	1.1	0.9	0.7
감가상각비	0.7	1.1	1.0	0.8	0.7
외환거래손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(4.0)	2.8	0.1	0.1	0.0
영업활동 자산부채 변동	(2.2)	(5.8)	(12.6)	(4.1)	(4.9)
투자활동 현금흐름	**(3.3)**	**0.8**	**(0.0)**	**(0.0)**	**(0.0)**
투자자산감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유형자산감소(증가)	(0.5)	(1.3)	0.0	0.0	0.0
기타	(2.8)	2.1	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	**4.9**	**21.1**	**0.5**	**0.2**	**0.2**
금융부채증가(감소)	14.9	(13.8)	0.5	0.2	0.2
자본증가(감소)	26.7	37.5	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(36.7)	(2.6)	0.0	0.0	0.0
배당지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	**(0.1)**	**15.5**	**(6.7)**	**3.4**	**3.7**
Unlevered CFO	0.9	(0.8)	6.7	9.3	11.1
Free Cash Flow	(2.3)	(7.7)	(7.2)	3.3	3.6

자료: 하나금융투자

Analyst 심은주/이정기 02-3771-8538/7522

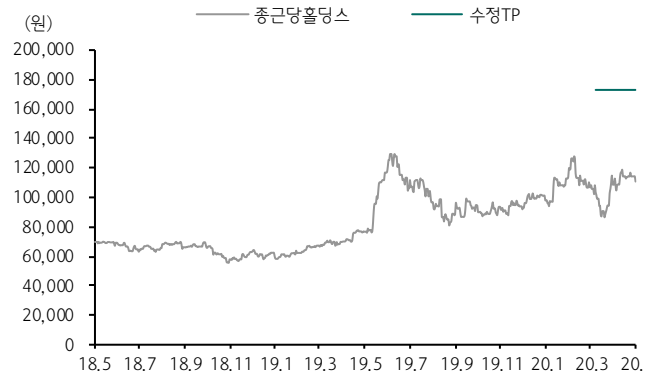
투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

노바렉스



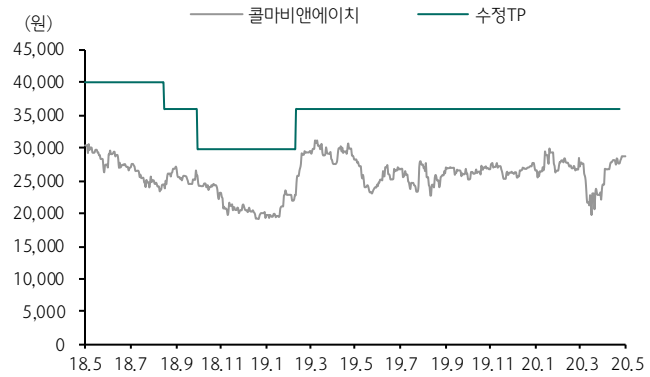
날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.5.6	BUY	35,000		
20.5.4	담당자변경		-	-
20.2.10	BUY	0	-	
19.7.10	BUY	29,000	-28.82%	-16.55%
19.7.8				-

종근당홀딩스



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.3.12	BUY	172,500		
20.2.28				-

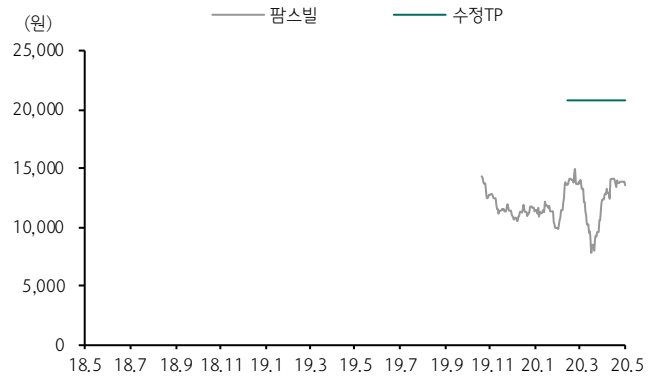
콜마비앤에이치



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.5.6	BUY	37,000		
20.4.28	담당자변경		-	-
19.2.15	BUY	36,000	-25.91%	-13.19%
18.10.5	BUY	30,000	-28.62%	-17.67%
18.8.21	BUY	36,000	-28.74%	-24.44%
18.5.20	BUY	40,000	-33.53%	-25.75%

Analyst 심은주/이정기 02-3771-8538/7522

팜스빌



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.2.18	BUY	20,700		
20.2.17				-

경남제약

날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.4.28				-
20.4.27				-

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**

  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- **산업의 분류**

  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.3%	8.7%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 05월 04일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주, 이정기)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 05월 06일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(심은주, 이정기)는 2020년 05월 06일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.