

## 셀바이오텍 (049960.KQ)

## 높은 마진율과 ROE는 나의 힘

Company Comment | 2019. 2. 18

시장의 높은 경쟁 강도에도 불구하고 지속적으로 높은 영업이익률 기록 중. 이는 동사에 대한 고객 로열티가 높고 동사가 제품 경쟁력을 보유했기 때문. 건기식 만으로도 저평가 매력 높은 가운데 지속적인 R&D를 통해 높은 ROE(자기자본이익률) 유지하고 있는 점 매력적

## 높은 경쟁 강도 불구하고 호황기 수준 35% 이상의 영업이익률 달성

셀바이오텍은 당사 예상치와 시장 컨센서스를 크게 상회하는 4분기 실적을 발표. 매출액 161억원(+19.1% y-y), 영업이익 63억원(+72.2% y-y), 지배기업순이익 57억원(+122.4% y-y)으로 기대 이상의 호실적 시현

국내 프로바이오틱스 시장 내 치열한 경쟁 감안 시 돋보이는 실적. 2015년 이후 해외 수입 제품과 국내 제품 간 가격 경쟁이 지속되고 있는 상황. 이에 시장점유율 1위 기업인 셀바이오텍의 마진율 감소할 것이라는 우려 있었으나 30% 이상의 영업이익률 유지해 동사 제품에 대한 강한 고객 로열티 확인. 자체 브랜드 '듀오락'이 2010년 출시된 10년차 브랜드임에도 불구하고 가격 인하 없이 매출 선방한 점 주목

## 자체 건강기능식품만으로도 저평가 매력, 마이크로바이옴 히든밸류 역할 기대

2018년 발표 실적 기준 동사의 EPS는 2,619원(자사주 제외), PER은 10.5 배로 저평가 매력. 더욱이 상장된 건강기능식품 기업 중 30% 이상의 영업이익률과 20%대의 ROE를 기록하는 기업은 셀바이오텍 외에는 없음. 높은 마진율은 1) 고강도 경쟁에도 불구하고 고객 로열티가 높고 제품 경쟁력을 보유했기 때문이며, 타사 대비 높은 ROE는 2) 비교적 높은 배당성향과 신제품 및 마이크로바이옴 등 지속적인 R&D 투자에서 비롯

전문 의약품 GMP(우수의약품품질관리제조기준) 생산 시설인 제 4공장은 2019년 6월 준공을 앞두고 있음. 현재 대장암 치료제 전임상 진행 중이며 하반기에는 임상 1상 진입 계획. 마이크로바이옴 분야는 스타트업 중심 분야인데다 동사 또한 2021년 이후 임상 마무리할 계획이어서 아직 관심을 받지는 못하고 있으나 임상 진행될 수록 히든밸류 역할 기대

## 셀바이오텍 4분기 실적 Review (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원, %)

|         | 4Q17 | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18P |       |      |       |      | 1Q19E |
|---------|------|------|------|------|-------|-------|------|-------|------|-------|
|         |      |      |      |      | 발표치   | y-y   | q-q  | 당사 추정 | 컨센서스 |       |
| 매출액     | 13.5 | 15.9 | 16.3 | 14.7 | 16.1  | 19.1  | 9.7  | 15.0  | 15.6 | 16.2  |
| 영업이익    | 3.6  | 5.8  | 5.2  | 4.8  | 6.3   | 72.2  | 29.4 | 4.8   | 5.5  | 5.6   |
| 영업이익률   | 26.9 | 36.4 | 32.0 | 33.0 | 38.9  |       |      | 32.0  |      | 34.5  |
| 세전이익    | 3.1  | 6.3  | 6.2  | 5.0  | 7.0   | 123.6 | 40.9 | 4.4   | N/A  | 5.8   |
| (지배)순이익 | 2.6  | 5.1  | 5.0  | 3.9  | 5.7   | 122.4 | 46.9 | 3.2   | 4.6  | 4.6   |

주: IFRS 연결기준. 자료: 셀바이오텍, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

## Not Rated

현재가 ('19/02/15)

27,650원

|                     |                   |
|---------------------|-------------------|
| 업종                  | 제약                |
| KOSPI / KOSDAQ      | 2,196.09 / 738.66 |
| 시가총액(보통주)           | 259.9십억원          |
| 발행주식수(보통주)          | 9.4백만주            |
| 52주 최고가 ('18/03/13) | 52,100원           |
| 최저가 ('18/10/29)     | 24,800원           |
| 평균거래대금(60일)         | 2,785백만원          |
| 배당수익률(2018P)        | 2.14%             |
| 외국인지분율              | 17.4              |

|          |       |
|----------|-------|
| 주요주주     |       |
| 정명준 외 4인 | 25.1% |
| FIDELITY | 5.0%  |

| 주가상승률      | 3개월  | 6개월   | 12개월  |
|------------|------|-------|-------|
| 절대수익률 (%)  | 4.7  | -16.5 | -36.7 |
| 상대수익률 (%p) | -3.4 | -13.8 | -27.3 |

|           | 2017  | 2018P | 2019E | 2020F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액       | 61.1  | 62.9  | 66.0  | 70.1  |
| 증감률       | 4.8   | 3.0   | 4.9   | 6.2   |
| 영업이익      | 22.6  | 22.1  | 23.2  | 25.5  |
| 영업이익률     | 37.1  | 35.1  | 35.1  | 36.3  |
| (지배)순이익   | 18.2  | 19.7  | 20.1  | 22.0  |
| EPS       | 1,936 | 2,094 | 2,135 | 2,342 |
| 증감률       | -1.6  | 8.1   | 2.0   | 9.7   |
| PER       | 20.7  | 13.4  | 13.0  | 11.8  |
| PBR       | 4.2   | 2.5   | 2.1   | 1.9   |
| EV/EBITDA | 13.0  | 7.9   | 6.9   | 5.7   |
| ROE       | 20.9  | 20.1  | 17.7  | 17.0  |
| 부채비율      | 7.0   | 6.2   | 5.7   | 5.2   |
| 순차입금      | -60.0 | -76.8 | -82.7 | -98.8 |

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 백준기

02)768-7541, jack.baek@nhqv.com

RA 장재호

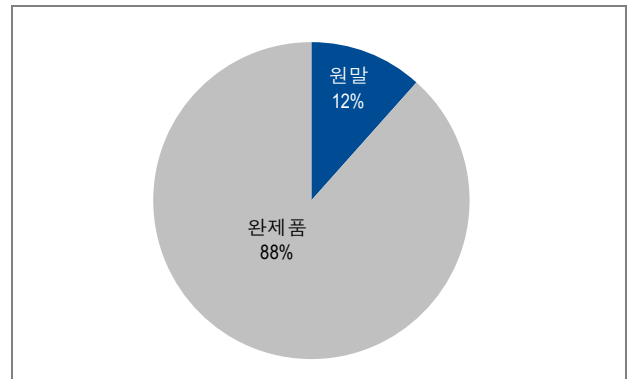
02)768-7083, jangjaeho@nhqv.com

## 기업개요

- 켈바이오텍은 국내 프로바이오틱스 제조 기업 중 매출 규모가 가장 크고 베스트셀러 유산균 상품인 '듀오락' 브랜드를 보유
- B2B 매출은 네트워크 업체 포함한 OEM(주문자상표부착생산) 통해, B2C 매출은 자체 브랜드 '듀오락' 통해 발생. 원말 자체도 연 70억원 이상 판매
- 프로바이오틱스를 포함한 박테리아(마이크로바이옴)를 이용해 의약품을 개발하는데 관심이 높아지면서, 켈바이오텍이 개발하고 특허를 받은 신약 파이프라인에 대한 관심 또한 고조될 전망
- 최대주주는 정명준 대표이사로 지분율은 19.3%, 특수관계인 포함 25.1% 지분 보유. 외국인 지분율 최근 17.4%로 감소

### 제품 및 매출비중

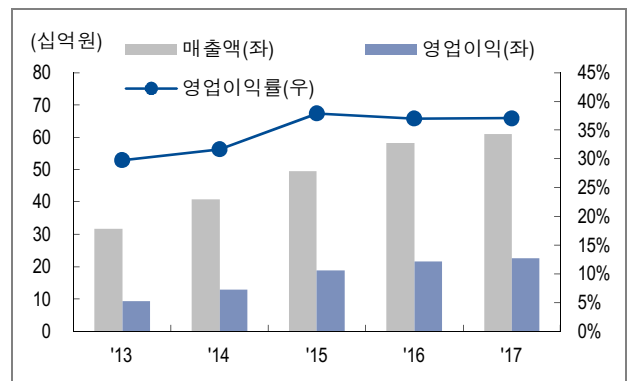
- 켈바이오텍은 프로바이오틱스 제품 전문 제조업체로 대부분 매출은 프로바이오틱스 제품에서 발생. 이 중 유산균 원말이 12%, 자체 브랜드 및 OEM 제품이 88%를 차지
- 자체 브랜드 비중을 지속 확대하기 위해 노력하고 있는 가운데 2018년 말 기준 약 40%가 자체 브랜드 매출



주: 2018년 기준  
자료: 켈바이오텍, NH투자증권 리서치본부

### 영업 실적 추이

- 2017년까지 매출 지속적으로 성장해왔으나 경쟁 심화로 성장 속도는 감속
- 영업이익률은 2017년 37%, 2018년 35%를 기록하면서 독보적인 제품 경쟁력과 로열티를 확인
- 2018년 연간으로 지속적인 매출 성장 달성. 영업이익률 또한 높은 수준에서 유지되고 있음



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

### 과거 주가 추이 및 주요 이벤트



자료: DataGuide, NH투자증권 리서치본부

표1. 동종 기업 비교 밸류에이션 테이블

(단위: 원, 유로, 십억원, 백만유로, %)

| 기업명       |       | 셀바이오텍  | 뉴트리<br>바이오텍 | 콜마비엔<br>에이치 | Chr.<br>Hansen | 노바렉스   | 뉴트리    |
|-----------|-------|--------|-------------|-------------|----------------|--------|--------|
| 주가 (2/15) |       | 27,650 | 16,750      | 25,750      | 88.1           | 17,400 | 16,550 |
| 시가총액      |       | 259.9  | 345.5       | 760.7       | 11,620.3       | 156.7  | 149.5  |
| 매출액       | 2017  | 61.1   | 136.4       | 419.8       | 1,062.5        | 80.9   | 60.4   |
|           | 2018E | 62.9   | 192.2       | 489.8       | 1,097.4        | 108.6  | 89.9   |
|           | 2019F | 66.0   | 240.2       | 519.8       | 1,191.3        | 129.0  | 146.1  |
| 영업이익      | 2017  | 22.6   | 11.5        | 48.8        | 305.7          | 9.9    | 4.6    |
|           | 2018E | 22.1   | 16.6        | 56.3        | 320.2          | 13.4   | 12.5   |
|           | 2019F | 23.2   | 22.8        | 65.0        | 356.1          | 17.0   | 21.5   |
| 순이익       | 2017  | 18.2   | 6.3         | 45.8        | 224.0          | 8.1    | 2.1    |
|           | 2018E | 19.7   | 6.3         | 42.3        | 228.2          | 11.4   | 6.0    |
|           | 2019F | 20.1   | 12.3        | 52.5        | 262.3          | 14.2   | 13.9   |
| PER(x)    | 2017  | 20.7   | 72.1        | 21.0        | 42.5           | N/A    | N/A    |
|           | 2018E | 13.4   | 49.7        | 15.9        | 50.6           | 14.3   | 24.8   |
|           | 2019F | 13.0   | 28.0        | 14.5        | 44.2           | 11.0   | 10.8   |
| PBR(x)    | 2017  | 4.2    | 5.3         | 5.7         | 12.4           | N/A    | N/A    |
|           | 2018E | 2.5    | 3.4         | 3.3         | 14.9           | 2.0    | 42.7   |
|           | 2019F | 2.1    | 3.3         | 2.9         | 13.6           | 1.6    | 11.5   |
| ROE(%)    | 2017  | 20.9   | 7.5         | 30.9        | 29.9           | 16.8   | N/A    |
|           | 2018E | 20.1   | 7.1         | 22.6        | 29.6           | 17.0   | 115.8  |
|           | 2019F | 17.7   | 12.6        | 22.6        | 32.1           | 16.0   | 168.1  |

주: 셀바이오텍은 당사 추정치 기준, 나머지 기업은 컨센서스 기준

자료: Dataguide, Bloomberg, NH투자증권 리서치본부 전망

## 종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy : 15% 초과
- Hold : -15% ~ 15%
- Sell : -15% 미만

2. 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2019년 2월 15일 기준)

- 투자의견 분포

| Buy   | Hold  | Sell |
|-------|-------|------|
| 77.3% | 22.7% | 0.0% |

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

## Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 “셀바이오텍”의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배무자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 당사 공식 Coverage 기업의 자료가 아니며, 정보제공을 목적으로 투자자에게 제공하는 참고자료입니다. 따라서 당사의 공식 투자의견, 목표주가는 제시하지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

## 고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.