

## 자신만의 차별화 전략으로 승승장구

현재주가 (9/1)	53,100원	
상승여력	31.8%	
시가총액	4,991억원	
발행주식수	9,400천주	
자본금/액면가	47억원/500원	
52주 최고가/최저가	72,000원/39,050원	
일평균 거래대금 (60일)	64억원	
외국인지분율	13.17%	
주요주주	정명준 외 2인 25.03%	
주가상승률	1M	3M 6M
절대주가(%)	-13.0	-14.2 -25.1
상대주가(%)	-6.2	-8.8 -30.5

※ K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(15F)	EPS(16F)	T/P
Before			
After	1,564	1,894	70,000
Consensus	N/A	N/A	75,000
Cons. 차이	N/A	N/A	-6.7%

### 최근 12개월 주가수익률



자료: WiseFn, HMC투자증권

### 1) 투자포인트 및 결론

- 셀바이오텍의 투자 의견을 Buy 목표주가 70,000원으로 커버리지 개시.
- 원료부터 완제품까지 프로바이오틱스 전 기술을 가지고 있는 기업으로 독보적인 원천 기술인 듀얼코팅을 바탕으로 OEM에서 자체 브랜드로 신규 포지셔닝 중.
- 투자포인트는 1) 급성장하는 프로바이오틱스 시장에서 국내 업계 1위로 마켓 지배력 향상, 2) 높은 마진의 B2C 제품 및 해외 매출 비중 증가로 마진 개선, 3) 프리미엄 전략과 지속적인 R&D를 통한 신제품 출시로 포트폴리오 다각화를 통한 빠른 외형성장 지속.

### 2) 주요이슈 및 실적전망

- 국내 건강기능식품 시장 5.4%를 점유하고 있는 프로바이오틱스 시장은 홍삼, 개별인 정형, 비타민에 이어 4위. 건강기능식품 중 가장 빠른 25.9% (5년 CAGR) 성장 중이며 전년 대비 55% 증가한 생산 실적을 보임.
- B2C사업군에서 자사브랜드 '듀오락' 15종의 제품 매출 상승 추세 (마진 가장 높음).
- 품질관리를 통한 프리미엄 제품 포지셔닝으로 경쟁사들과 차별화. 국내의 경우 약국, 병원, 한의원과 자체 쇼핑몰에서 듀오락 판매체널 제한. 약사들은 당사에서 운영하는 교육과정 3회이상 이수해야 판매자격 부여.
- 프로바이오틱스를 이용한 여드름 치료용 화장품, 아토피 증상 개선, 유산균 발효액을 통한 동식물 생육개선 등 꾸준한 연구개발 투자 (매출의 6%).
- 2분기에 집행된 광고비 부재로 3분기 매출 134억원 (+35.2% YoY) 영업이익 51억원 (+11% QoQ, +34.4% YoY, OPM 38%) 전망. 올해 EPS 41% 성장 예상.

### 3) 추가전망 및 Valuation

- 가짜 백수호 사건으로 인한 건강기능식품에 대한 불신과 전반적인 헬스케어 관련 중소형주들의 조정으로 호실적 불구 지난 6개월동안 주가 하락.
- 현재 주가는 내년 PER기준 28.0배에 거래되고 있으며, 국내외 높은 성장 및 프리미엄 제품 포지셔닝을 통한 어닝스 성장 고려하면 내년 EPS에 37.0배 적용한 70,000만원 목표주가 적정하다고 판단.

### 요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (억원)	영업이익 (억원)	순이익 (억원)	EBITDA (억원)	EPS (원)	증감율 (%)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2013	316	94	78	102	830	27.0	23.3	4.2	15.7	19.6	0.8
2014	408	129	104	140	1,106	33.4	47.1	9.3	33.0	21.8	0.3
2015F	508	175	147	187	1,564	41.1	34.0	7.6	24.5	24.8	0.3
2016F	597	209	178	221	1,894	21.1	28.0	6.0	20.1	23.9	0.3
2017F	726	263	224	276	2,383	26.2	22.3	4.8	15.4	24.1	0.3

\* K-IFRS 연결 기준

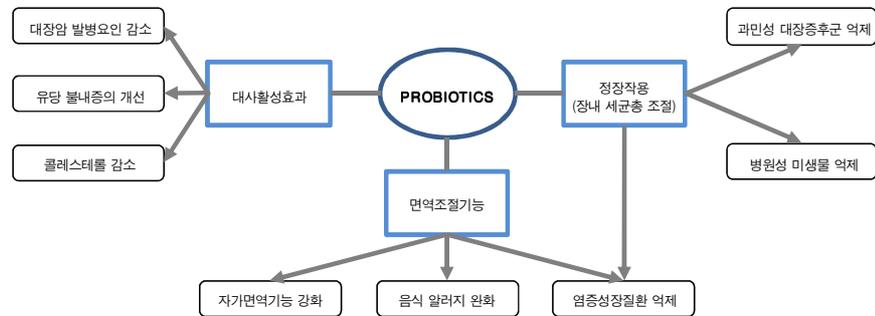
〈표1〉 분기 및 연간 실적 전망 연결기준

(단위: 억원)

	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15	2Q15	3Q15(E)	4Q15(E)	2014	2015(E)	2016(E)
매출액	94	97	99	117	100	133	134	140	408	508	597
(QoQ 증가률)	-6.1%	2.7%	2.5%	17.8%	-14.4%	33.1%	0.7%	4.1%			
(YoY 증가률)	51.9%	21.8%	34.6%	16.5%	6.2%	37.6%	35.2%	19.5%	29.0%	24.5%	17.5%
영업이익	22	34	38	35	27	46	51	50	129	175	209
(QoQ 증가률)	-41.0%	58.6%	10.7%	-7.4%	-22.6%	68.8%	11.0%	-1.4%			
(YoY 증가률)	214.3%	30.1%	58.0%	-4.0%	25.9%	34.1%	34.4%	43.1%	37.4%	35.3%	19.7%
영업이익률	22.9%	35.4%	38.2%	30.1%	27.2%	34.5%	38.0%	36.0%	31.7%	34.4%	35.0%
순이익	19	22	29	34	18	43	43	43	104	147	178
(QoQ 증가률)	-37.1%	16.1%	36.3%	16.5%	-47.9%	140.8%	-0.5%	0.3%			
(YoY 증가률)	180.8%	-5.2%	55.4%	16.0%	-3.9%	99.2%	45.4%	25.2%	33.4%	41.1%	21.1%

자료: HMC투자증권

〈그림1〉 Probiotics 효능



자료: 셀바이오텍, HMC투자증권

〈표2〉 국내 건강기능식품 시장 현황

(단위: 억원)

순위	구분	총 생산액					CAGR
		2009	2010	2011	2012	2013	
1	홍삼	4,995	5,817	7,191	6,484	5,869	3.3%
2	개별인정형	799	1,129	1,435	1,807	2,324	23.8%
3	비타민/무기질	761	991	1,561	1,646	1,747	18.1%
4	<b>프로바이오틱스</b>	<b>254</b>	<b>317</b>	<b>405</b>	<b>518</b>	<b>804</b>	<b>25.9%</b>
	전년대비 성장률	-	25%	28%	28%	55%	
5	알로에	648	584	692	687	628	-0.6%
6	가르시니아 캄보지아 추출물	-	208	207	440	541	27.0%
7	오메가-3 지방산 함유유지	334	348	509	497	490	8.0%
8	인삼	364	341	381	450	466	5.1%
9	감마-리놀렌산 함유유지	108	93	224	152	186	11.5%
10	기타	1,235	726	963	1,232	1,765	5.7%
<b>총 생산액</b>		<b>9,598</b>	<b>10,671</b>	<b>13,682</b>	<b>14,091</b>	<b>14,820</b>	<b>9.1%</b>

자료: KFDA, HMC투자증권

〈그림2〉 글로벌 Probiotics 시장현황

(Unit: USD mn)

Type	2010	2011	2012-e	2017-p	CAGR% (2012-2017)
Functional F&B	19,252.5	20,527.5	21,886.6	29,906.4	6.4
Probiotic dietary supplements	1,359.0	1,488.1	1,628.5	2,522.2	9.1
Specialty nutrients	453.0	501.7	554.9	900.8	10.2
Animal feed	1,585.5	1,718.3	1,861.9	2,702.4	7.7
Total	22,650.0	24,235.5	25,932.0	36,031.8	6.8

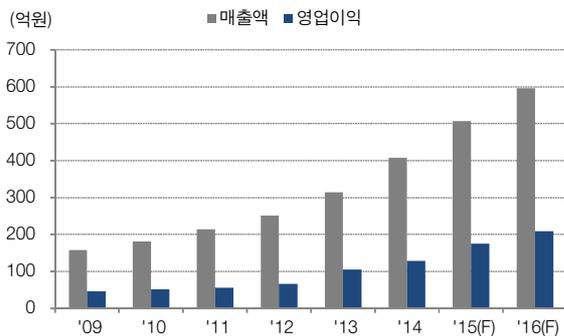
PROBIOTIC DIETARY SUPPLEMENTS PRODUCTS MARKET REVENUE, BY GEOGRAPHY, 2010 - 2017 (\$MILLION)

Region	2010	2011	2012-e	2017-p	CAGR% (2012-2017)
North America	244.3	267.1	289.4	439.5	8.7
Europe	774.8	830.6	888.7	1,268.2	7.4
Asia-Pacific	172.4	189.2	208.5	261.3	4.6
ROW	167.5	201.2	241.8	553.2	18.0
Total	1,359.0	1,488.1	1,628.5	2,522.2	9.1

e - Estimated; p - Projected

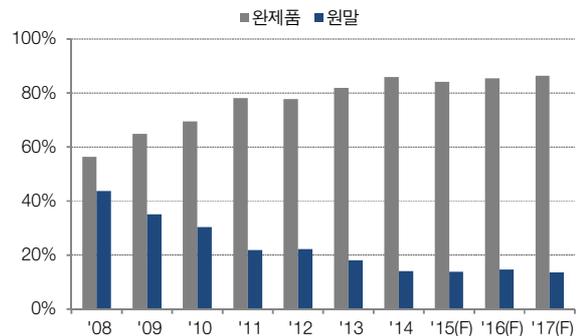
자료 : 셀바이오텍, USFDA, FAO, WHO, IPA, UBIC, EFSA, MarketsandMarkets Analysis

〈그림3〉 매출, 영업이익 추이 및 전망



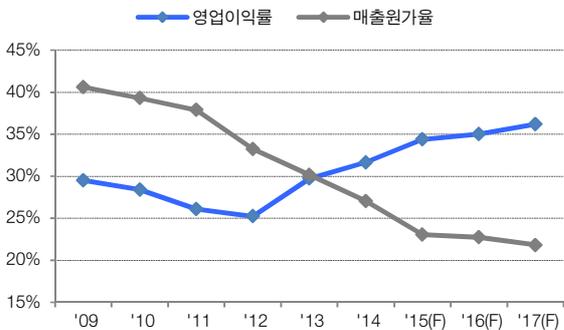
자료 : HMC투자증권

〈그림4〉 완제품 vs 원말 매출 비중



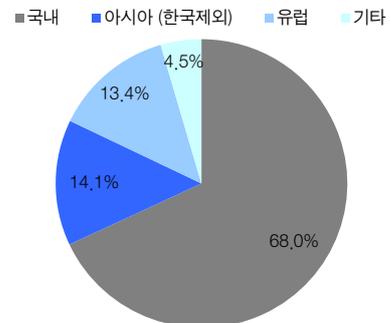
자료 : 셀바이오텍, HMC투자증권

〈그림5〉 영업이익률을 및 매출원가율 추이



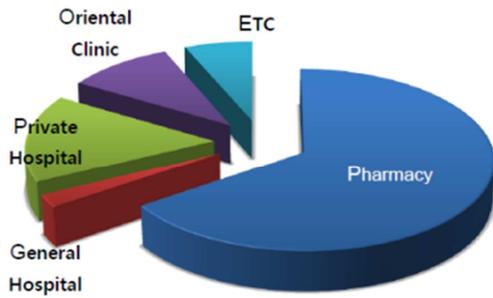
자료 : 셀바이오텍, HMC투자증권

〈그림6〉 지역별 매출 현황 ('14년 기준)



자료 : 셀바이오텍, HMC투자증권

〈그림7〉 국내 유통망 현황



※Nationwide trade over 1600 pharmacies, hospitals, and clinics

자료 : 셀바이오텍, HMC투자증권

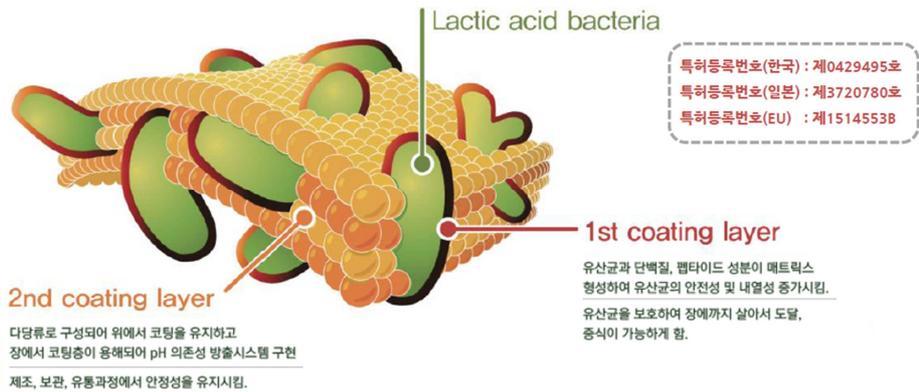
〈표3〉 경쟁사 주요제품 및 유통현황

경쟁사	주요제품	유통채널	주요 제품가 (온라인몰기준)
셀바이오텍	듀오락	약국, 병원, 한의원, 자체 소핑몰	60포 60,000원
CJ제일제당	BYO	대형마트, 올리브영, 온라인 몰 등	30포 34,900원
세노비스	Lp299v	백화점, 약국, 온라인 몰 등	30캡슐 33,000원
나무물산	VSL3	온라인 몰	60캡슐 39,000원
한독	컬처렐	약국 및 온라인 몰	30스틱 34,900원
메디포스트	프로바이오 330	약국 및 온라인 몰	30포 30,400원

자료 : HMC투자증권

〈그림8〉셀바이오텍의 프로바이오틱스 듀얼 코팅 기술

◇ 듀얼(이중) Matrix 코팅기술을 통해 장까지 안전하게 프로바이오틱스 전달 및 장정착



자료 : 셀바이오텍, HMC투자증권

〈그림9〉 듀오락 제품

CI

CELL BIOTECH  
주식회사 셀바이오텍

PROBIOTICS  
**DUOLAC**

Family Brand  
'World Best Probiotics'

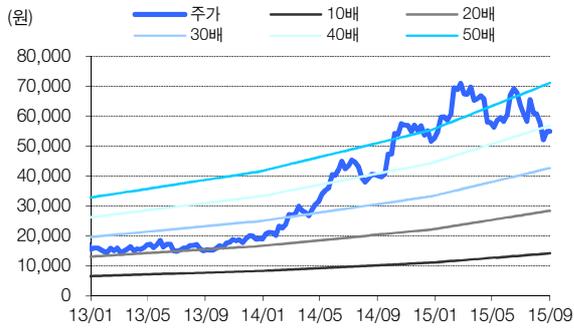
A	6	+
Target Code A : Adult F : Family B : Baby S : Special Care M : Medical Care	복합군주Code 제품에 혼합된 유산균 종류	2차분류Code 임상시험 진행 여부

Adult		Baby			Family	Special Care			Medical Care			
A6+	A6+	A6	B4	B5	B4	F6	S3	S1	S3+	M12	M1	M7+
사면	캡슐	경계	경계	스틱	스틱	스틱	캡슐	캡슐	사면	캡슐	캡슐	캡슐

듀오락골드    듀오락케어    듀오락슈어블    듀오락안면    듀오락아이티피    듀오락베이비    듀오락지사랑    듀오락위생장래    듀오락스탑    듀오락발당근트름    듀오락12    듀오락임 플러스    듀오락 아이비에스

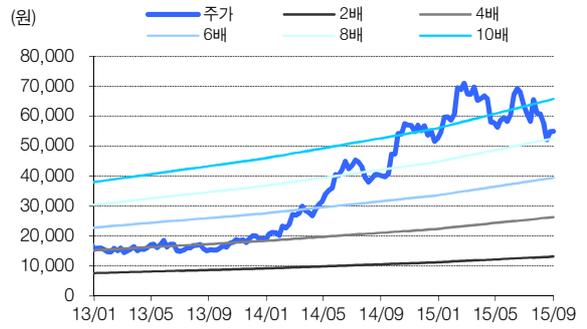
자료 : 셀바이오텍, HMC투자증권

〈그림10〉 PER Band Chart



자료: HMC투자증권

〈그림11〉 PBR Band Chart



자료: HMC투자증권

COMPANY NOTE

(단위: 억원)

포괄손익계산서	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>매출액</b>	316	408	508	597	726
증가율 (%)	22.0	29.1	24.5	17.5	21.6
<b>매출원가</b>	95	110	117	136	159
매출원가율 (%)	30.1	27.0	23.0	22.8	21.9
<b>매출총이익</b>	221	297	391	461	568
매출이익률 (%)	69.9	72.8	77.0	77.2	78.2
증가율 (%)	27.7	34.4	31.6	17.9	23.2
<b>판매관리비</b>	127	168	216	252	305
판매비율(%)	40.2	41.2	42.5	42.2	42.0
<b>EBITDA</b>	102	140	187	221	276
EBITDA 이익률 (%)	32.3	34.3	36.8	37.0	38.0
증가율 (%)	39.7	37.3	33.6	18.2	24.9
<b>영업이익</b>	94	129	175	209	263
영업이익률 (%)	29.7	31.6	34.4	35.0	36.2
증가율 (%)	44.6	37.2	35.7	19.4	25.8
<b>영업외손익</b>	3	2	4	8	10
금융수익	7	7	9	8	10
금융비용	1	5	5	0	0
기타영업외손익	-3	0	0	0	0
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	97	131	179	217	273
세전계속사업이익률	30.7	32.1	35.2	36.3	37.6
증가율 (%)	34.7	35.1	36.6	21.2	25.8
법인세비용	19	27	32	39	49
계속사업이익	78	104	147	178	224
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	78	104	147	178	224
당기순이익률 (%)	24.7	25.5	28.9	29.8	30.9
증가율 (%)	27.9	33.3	41.3	21.1	25.8
지배주주지분 순이익	78	104	147	178	224
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	1	1	0	0
총포괄이익	78	105	147	178	224

(단위: 억원)

현금흐름표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	90	99	146	177	222
당기순이익	78	104	147	178	224
유형자산 상각비	8	11	11	12	13
무형자산 상각비	0	0	1	1	1
외환손익	-1	1	-1	0	0
운전자본의 감소(증가)	-6	-22	-7	-13	-16
기타	11	5	-5	-1	0
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	-76	-81	-61	-78	-97
투자자산의 감소(증가)	5	-1	-2	-2	-3
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-63	-14	-16	-20	-24
기타	-18	-66	-43	-56	-70
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	-20	-12	-12	-12	-12
차입금의 증가(감소)	0	0	0	0	0
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-12	-12	-12	-12	-12
기타	-8	0	0	0	0
<b>기타현금흐름</b>	0	-1	0	0	0
<b>현금의증가(감소)</b>	-6	6	74	88	113
기초현금	53	48	54	128	216
기말현금	48	54	128	216	329

(단위: 억원)

재무상태표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
<b>유동자산</b>	283	388	527	696	911
현금성자산	48	54	128	216	329
단기투자자산	164	230	274	330	399
매출채권	39	74	88	106	129
재고자산	25	20	24	29	35
기타유동자산	7	11	13	15	18
<b>비유동자산</b>	184	188	195	205	219
유형자산	165	168	172	181	192
무형자산	7	7	7	6	5
투자자산	9	10	12	14	17
기타비유동자산	3	3	4	4	5
<b>기타금융융자산</b>	0	0	0	0	0
<b>자산총계</b>	467	576	722	901	1,129
<b>유동부채</b>	36	52	62	75	91
단기차입금	0	0	0	0	0
매입채무	8	9	11	13	16
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	28	43	51	62	75
<b>비유동부채</b>	0	0	0	1	1
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	0	0	0	0
장기금융부채 (리스포함)	0	0	0	0	0
기타비유동부채	0	0	0	1	1
<b>기타금융융부채</b>	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	36	52	63	75	91
<b>지배주주지분</b>	431	524	659	826	1,038
자본금	47	47	47	47	47
자본잉여금	128	128	128	128	128
자본조정 등	-53	-53	-53	-53	-53
기타포괄이익누계액	-1	0	1	1	1
이익잉여금	309	402	537	703	916
<b>비지배주주지분</b>	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	431	524	659	826	1,038

(단위: 원,배,%)

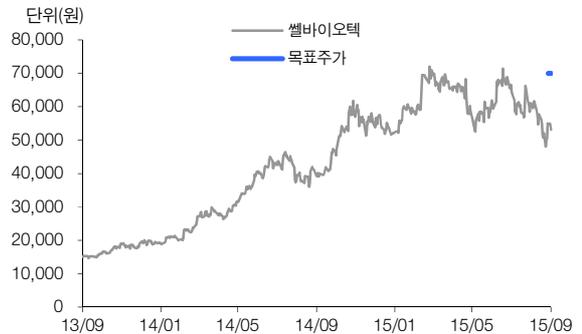
주요투자지표	2013	2014	2015F	2016F	2017F
EPS(당기순이익 기준)	830	1,106	1,564	1,894	2,383
EPS(지배순이익 기준)	830	1,106	1,564	1,894	2,383
BPS(지분총계 기준)	4,585	5,574	7,011	8,787	11,043
BPS(지배지분 기준)	4,585	5,574	7,011	8,787	11,043
DPS	150	150	150	150	150
PER(당기순이익 기준)	23.3	47.1	34.0	28.0	22.3
PER(지배순이익 기준)	23.3	47.1	34.0	28.0	22.3
PBR(지분총계 기준)	4.2	9.3	7.6	6.0	4.8
PBR(지배지분 기준)	4.2	9.3	7.6	6.0	4.8
EV/EBITDA(Reported)	15.7	33.0	24.5	20.1	15.4
배당수익률	0.8	0.3	0.3	0.3	0.3
<b>성장성 (%)</b>					
EPS(당기순이익 기준)	27.3	33.4	41.1	21.1	26.2
EPS(지배순이익 기준)	27.0	33.4	41.1	21.1	26.2
<b>수익성 (%)</b>					
ROE(당기순이익 기준)	19.6	21.8	24.8	23.9	24.1
ROE(지배순이익 기준)	19.6	21.8	24.8	23.9	24.1
ROA	17.9	19.9	22.6	21.9	22.1
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	8.5	10.0	9.5	9.1	8.8
순차입금비율	-49.3	-54.2	-61.0	-66.1	-70.2
이자보상배율	4,434.0	N/A	N/A	N/A	N/A

\* K-IFRS 연결기준

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	일자	투자의견	목표주가
15/09/02	BUY	70,000			

▶ 최근 2년간 셀바이오텍 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 이준아단의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

- ▶ 업종 투자의견 분류: HMC투자증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘탈과 업종주가의 전망을 의미함.
  - OVERWEIGHT : 업종 펀더멘탈의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
  - NEUTRAL : 업종 펀더멘탈상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
  - UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘탈의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ HMC투자증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
  - BUY : 추천일 증가대비 초과수익률 +15%P 이상
  - MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
  - SELL : 추천일 증가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2014.07.01~2015.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	117건	82.98%
보유	24건	17.02%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 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.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.