

흥국에프엔비 (189980)

스몰캡



권명준

02 3770 5587
myoungchun.kwon@yuantakorea.com

투자의견	Not Rated (M)
목표주가	-원 (M)
현재주가 (10/4)	2,435원
상승여력	-

시가총액	974억원
총발행주식수	39,997,771주
60일 평균 거래대금	14억원
60일 평균 거래량	421,826주
52주 고	4,605원
52주 저	2,300원
외인지분율	0.93%
주요주주	오길영 외 5 인 50.62%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(15.0)	(11.6)	(18.2)
상대	(4.1)	(8.3)	15.5
절대(달려환산)	(19.0)	(19.8)	(32.0)

은.은.은(은은하게, 은밀하게, 은근하게)

카페 토탈 솔루션

흥국에프엔비는 카페 토탈 솔루션 ODM기업이다. 과일농축액, 커피 등의 제품들을 국내외 커피프랜차이즈, 중간도매상, 개인카페까지 폭넓게 공급하고 있다. 코로나19로 인한 2020년 역성장을 제외하면, 꾸준한 매출 성장세를 보이고 있다. 특히 2021년에는 테일러팜스 인수 효과로 인해 41.9%의 높은 매출 성장률을 보였다.

자회사 테일러팜스

자회사 테일러팜스는 2017년 매출액 99.6억원에서 2021년 201.7억원으로 연평균 19.3% 성장하고 있다. 동일 기간 내 영업이익률은 1.9%에서 2021년 16.2%로 14.3%P 상향되었다. 성장세를 유지하기 위해 제품 다양화, 해외 진출을 위한 준비, 매출처 다변화를 추진하고 있다.

2022년 매출액 884억원, 영업이익 100억원 전망

2022년 매출액은 884억원, 영업이익 100억원으로 전년대비 23.6%, 49.6% 성장할 것으로 전망한다. 매출액 성장에 따른 규모의 경제 효과 등으로 영업이익률은 2021년 영업이익률 9.4%에서 11.3%으로 1.9%P 상향될 것으로 추정했다. 동사의 주요 제품들은 필수소비재로 실적 변동성이 크지 않을 것으로 예상된다. 최근 주가 하락에도 불구하고 주목을 해야 하는 이유이다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021A	2022F
매출액	538	504	715	884
영업이익	58	25	67	100
지배순이익	53	41	63	75
PER	11.4	15.0	22.3	13.0
PBR	0.9	0.9	1.8	1.1
EV/EBITDA	5.9	8.3	11.9	8.5
ROE	8.6	6.1	8.7	9.3

자료: 유안타증권

은.은.은(은은하게, 은밀하게, 은근하게)

카페 토탈 솔루션

흥국에프엔비는 카페 토탈 솔루션 ODM기업으로 과일농축액, 커피 등의 제품들을 스타벅스, 이디야 등 국내외 커피프랜차이즈 업체뿐만 아니라 중간도매상, 개인카페까지 폭넓게 공급하고 있다. 대표 제품으로는 스타벅스의 망고주스, 이디야의 콜드블루 등이 있다. 2008년 4월에 설립, 2015년 8월에 코스닥에 상장되었다.

코로나19로 인한 2020년 역성장을 제외하면, 꾸준한 매출 성장세를 보이고 있다. 2015년 396.4억원 매출에서 2021년 715.3억원으로 연평균 10.3%의 성장했다. 특히 2021년에는 테일러팜스 인수 효과로 인해 41.9%의 높은 매출 성장률을 보였다.

주요 제품 1. 주스류



자료: 흥국에프엔비, 유안타증권 리서치센터

주요 제품 2. 커피류



자료: 흥국에프엔비, 유안타증권 리서치센터

주요 제품 3. 기타



자료: 흥국에프엔비, 유안타증권 리서치센터

주요 제품 4. 자회사 테일러팜스 딥워터



자료: 올리브영, 유안타증권 리서치센터

테일러팜스

테일러팜스는 미국 테일러 브라더스 팜스 사의 푸룬(서양자두)을 이용해 만든 주스와 건과일 제품을 CJ 올리브영, 이마트, 홈플러스 등에 판매하는 기업으로 국내 1위 푸룬 업체이다. 당사는 2021년 7월 테일러팜스의 지분(75.0%)을 인수했다.

푸룬 100g 에 식이섬유가 약 7g(사과 대비 3배) 함유되어 있어 변비 개선 효과가 좋은 것으로 알려져 있다. 포털사이트로 검색해 보면 변비인들에게 효과가 좋다는 입소문이 난 음료이다. 푸룬으로 제조한 딥워터 제품은 올리브영에서 2020년 이너뷰티푸드, 2021년에는 헬시푸드에서 Trend Awards 를 수상했다. 올해도 리부 베스트에서 6위(딥워터 180ml), 36위(푸룬주스 180ml)에 랭크되어 있다.

이로 인해 특별한 마케팅을 하지 않았음에도 불구하고 꾸준한 실적 성장을 보이고 있다. 2017년 매출액 99.6억원에서 2021년 201.7억원으로 연평균 19.3% 성장했다. 매출 성장과 더불어 영업이익률도 2017년 1.9%에서 2021년 16.2%로 14.3%p 향상되었다.

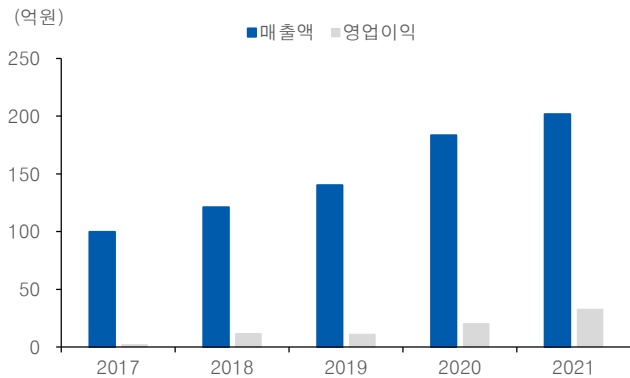
성장세를 이어가기 위해 첫째, 제품 다양화를 추진하고 있다. 신제품으로 딥워터 콤부차, 딥워터 커피 등을 출시하였고 좋은 반응을 얻고 있다. 둘째, 해외 진출을 위한 준비 중이다. 현재 중국식품 기준 규격에 맞춰 제품개발을 진행 중이며, 온라인/오프라인 동시 입점을 준비 중이다. 셋째, 채널 다변화를 추진하고 있다. 이마트, 신세계백화점, 마켓컬리, 올리브영, 롯데백화점, 현대백화점 등에 입점되어 있으며 지속적으로 매출처를 확대시킬 예정이다.

딥워터: 2020, 2021년 올리브영 어워즈 2년 연속 수상



자료: 올리브영, 유안타증권 리서치센터

테일러팜스 실적 추이



자료: 흥국에프엔비, 유안타증권 리서치센터

주스 시장의 반등

동사의 주력 제품 중 하나는 주스이다.

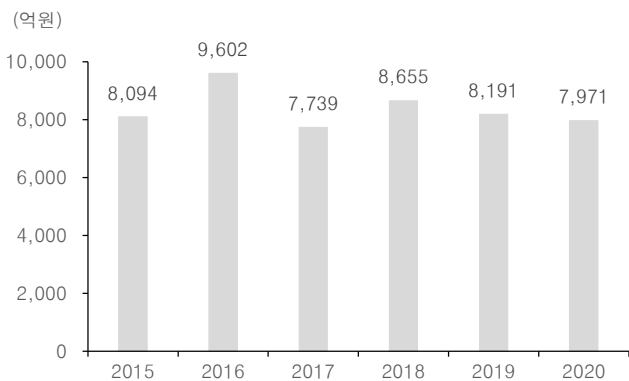
과채음료는 과일 또는 채소를 주원료로 하여 가공한 것으로 직접 또는 희석하여 음용하는 것으로 농축과채즙, 과채주스, 과채음료 등이 있다. 과채음료 시장은 연도별 변화는 있지만 성장하기 못하였다. 2016~2020년 기간에는 연평균 4.5% 감소했다.

시장조사기관인 유로모니터(2020년 12월)에 따르면, 과채음료 시장은 역성장을 전망했다. 원인으로는 당분에 대한 우려감과 커피, 탄산수 등과 같은 대체 시장의 성장, 대용량으로 판매되는 주스 특성상 1인 가구 소비 트렌드와 미스매칭했다는 요인들을 지목했다.

과채음료 시장 내 변화가 발생했다. 첫째, 코로나19 이후 음료시장에서도 건강이 중요한 요소로 자리 잡았다. 비타민 등 영양소가 풍부한 제품들에 대한 관심이 증가하였다. 둘째, 기업들은 신선도를 높이며 1인 가구의 접근성을 높이기 위해 소용량으로 포장재와 용기를 변화시켰다. 이러한 요인들로 인해 2022년 과채음료시장은 전년대비 1.7% 성장할 것으로 전망된다.

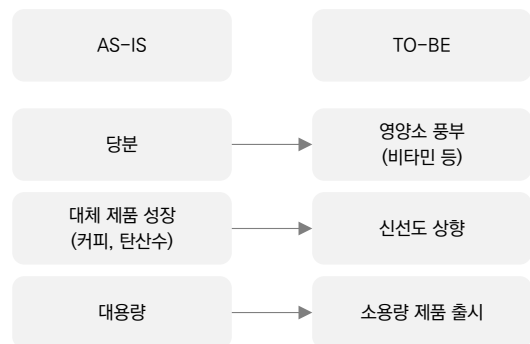
동사는 초고압 처리 기술을 통한 비가열 처리가 가능하여 향과 맛의 손실을 최소화한 제품을 제조하는 경쟁력을 보유하고 있다. 이를 기반으로 스타벅스, 이마트, 카페 등으로 자몽농축액, 한라봉주스, 망고주스를 납품하고 있어 시장 트렌드 변화에 수혜를 받을 것으로 기대된다. 또한, 스타벅스에서 시즌 제품들을 출시하고 있는데, 커피뿐만 아니라 과채주스 등도 출시하고 있다. 이 역시 동사에게 긍정적인 요인이라고 판단된다.

과채음료 시장 추이



자료: 식품의약품안전처, 유로모니터, 유안타증권 리서치센터

과채음료 시장의 변화



자료: 유안타증권 리서치센터

다양해진 커피 선호도

커피 역시 동사의 주력 제품 중 하나이며, 2021 식품소비 행태조사(한국농촌경제연구원) 설문조사에 따르면 한국인들이 가장 선호하는 음료이다.

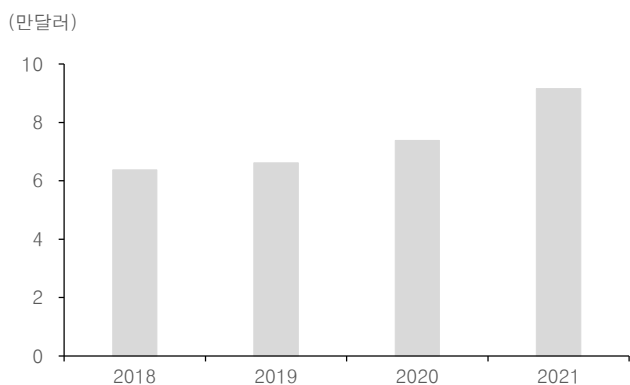
2018년 한국 커피 전문점 시장규모는 약 43억달러로 이미 세계 3위(미국 261억달러, 중국 51억달러)였다. 성인 1인당 연간 353잔으로 글로벌 평균(132잔)보다 2.7배 많다. 즉, 1인당 커피 소비량은 전세계 1위이다.

코로나19 이후 커피 수입액이 2020년 +11.5%(YoY), 2021년 +24.1%(YoY) 성장한 것으로 추정해보면 2021년 커피 전문점 시장규모는 약 60억달러 수준으로 예상된다.

코로나19 이후 변화를 주목할 필요가 있다. 카페인이 없는 디카페인 커피와, 일반 커피에서는 볼 수 없는 단팥/밀크/너트크림과 같은 특이한 재료를 포함한 제품, 콜드브루 등 다양한 제품들이 관심을 받고 있다. 동사는 이디야 등에 2017년부터 콜드브루를 공급하고 있다.

Opensurvey(카페 트렌드 리포트 2022)의 조사에 따르면, 소비자는 매장과 무관하게 에스프레소 베이스 커피(에스프레소, 아메리카노 등)를 선호하지만, 매장 내 음료 이용자와 테이크아웃 이용자가 방문하는 카페가 상이하며, 연령별로도 선호하는 매장이 차이가 존재한다. 동사는 로스팅 및 원두커피, 캡슐 커피 등도 판매하고 있으며, 다양한 납품처를 보유하고 있다는 점에서 긍정적이다.

커피류 수입액 추이: 연평균 43.8% 성장(2018~2021년)



자료: 관세청, 유안타증권 리서치센터

평소 주 이용 프랜차이즈 카페

기업명	20대	30대	40대	50대	남성	여성
스타벅스	70.4	80.2	71.1	73.3	69.1	77.6
투썸플레이스	50.9	35.2	41.0	39.1	36.0	46.2
이디야	25.9	26.4	25.3	25.5	26.2	25.3
메가커피	23.6	22.0	23.4	18.1	24.7	19.3
컴포즈커피	19.0	17.6	16.5	7.4	14.0	15.9
빽다방	17.1	13.2	15.4	9.9	17.8	10.4

자료: Opensurvey(카페 트렌드 리포트 2022), 유안타증권 리서치센터

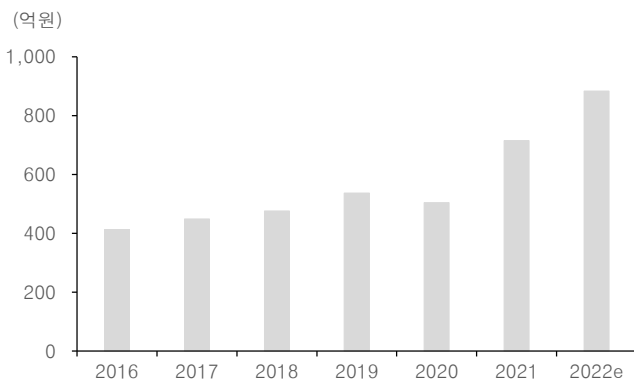
2022년 매출액 884억원, 영업이익 100억원 전망

동사의 주력 제품들은 필수소비재이기 때문에 실적 변동성이 크지 않을 것으로 예상된다. 최근 주가 하락에도 불구하고 주목해야 하는 이유이다. 또한 2021년에 인수한 테일러팜스가 빠른 성장세를 이어가고 있으며 해외 진출 및 매출처 확대를 위한 준비를 진행 중이라는 점도 주목할 요소이다.

2022년 매출액은 884억원으로 전년대비 23.6% 성장할 것으로 전망한다. 상반기 매출액은 475.8억원으로 전년대비 52.5%의 성장률을 보였으며, 2021년 매출액 성장률(41.9%)을 상회하는 추세를 보이고 있다. 분기별 평균 매출액 추이가 2분기>3분기>4분기>1분기 경향이 있다는 점을 감안해 연간 성장률을 할인하여 추정하였다.

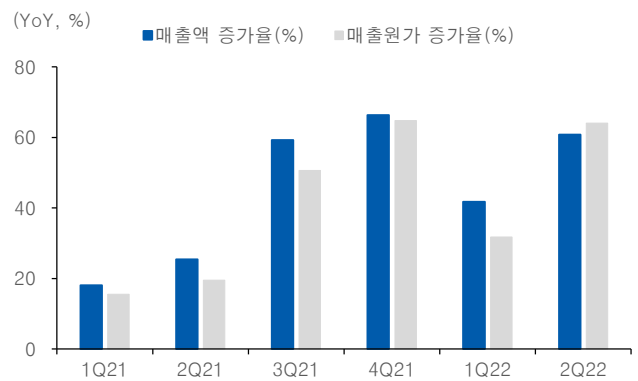
2022년 영업이익은 100억원으로 전년대비 49.6% 성장을 전망한다. 2022년 영업이익률은 2021년 9.4%에서 11.3%으로 1.9%p 향상될 것으로 추정했다. 매출액 성장에 따른 규모의 경제 효과에 기인한다. 아래 그림과 같이 2021년 이후 매출액 증가율 대비 매출원가 증가율이 낮은 상황이 이어지고 있다. 동사의 이익률이 개선될 것으로 추정하는 이유이다.

매출액 연평균(2016~2021년) 12.8% 성장



자료: 흥국에프엔비, 유안타증권 리서치센터

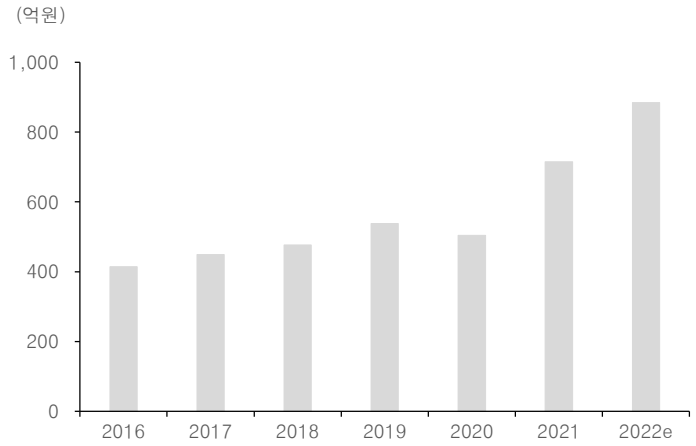
매출액 증가율 VS. 매출원가 증가율



자료: 흥국에프엔비, 유안타증권 리서치센터

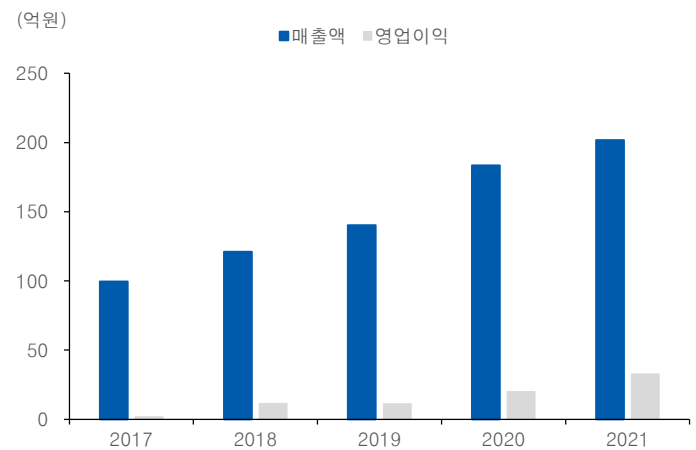
Key Chart

흥국에프엔비 매출액 추이



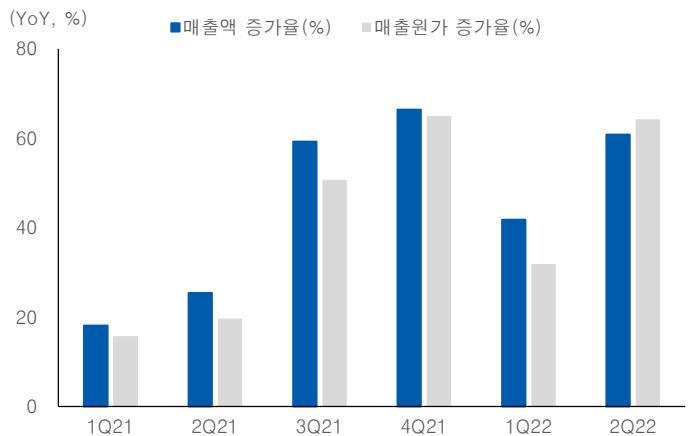
자료: 흥국에프엔비, 유안타증권 리서치센터

테일러팜스 실적추이



자료: 흥국에프엔비, 유안타증권 리서치센터

매출액 증감율 VS. 매출원가 증감율



자료: 흥국에프엔비, 유안타증권 리서치센터

흥국에프엔비 (189980) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F
매출액	477	538	504	715	884
매출원가	311	355	347	476	575
매출충이익	166	183	157	239	309
판매비	123	125	132	173	209
영업이익	43	58	25	67	100
EBITDA	81	102	72	131	154
영업외손익	-8	8	17	19	-4
외환관련손익	0	0	0	1	-1
이자손익	1	3	1	-1	-2
관계기업관련손익	0	0	6	21	0
기타	-9	6	11	-1	-1
법인세비용차감전순이익	34	67	42	86	96
법인세비용	7	14	3	23	21
계속사업순이익	28	53	39	63	75
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	28	53	39	63	75
지배지분순이익	28	53	41	63	75
포괄순이익	27	50	32	62	74
지배지분포괄이익	27	50	34	61	73

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F
영업활동 현금흐름	43	98	47	184	89
당기순이익	28	53	39	63	75
감가상각비	37	42	46	53	44
외환손익	0	0	0	-1	1
중속, 관계기업관련손익	0	0	-6	-21	0
자산부채의 증감	-45	-6	-22	26	-46
기타현금흐름	23	9	-10	64	15
투자활동 현금흐름	-114	-23	-47	-376	-253
투자자산	-20	0	-20	-243	-243
유형자산 증가 (CAPEX)	-45	-75	-54	-40	0
유형자산 감소	0	1	1	0	0
기타현금흐름	-49	51	26	-92	-10
재무활동 현금흐름	72	-5	12	202	194
단기차입금	-30	40	75	210	210
사채 및 장기차입금	-4	-35	-43	4	4
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-4	-7	-11	-4	-12
기타현금흐름	110	-3	-10	-8	-8
연결범위변동 등 기타	0	0	0	-1	-6
현금의 증감	1	71	11	9	24
기초 현금	20	21	92	103	112
기말 현금	21	92	103	112	136
NOPLAT	43	58	25	67	100
FCF	-2	23	-8	143	89

자료: 유안타증권

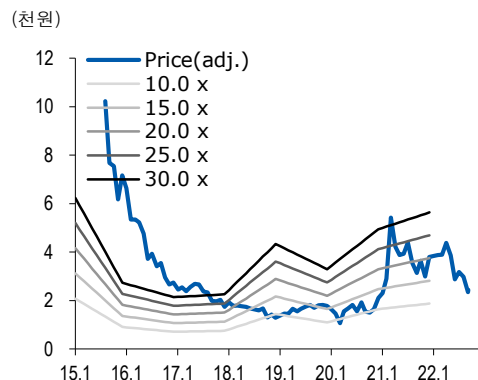
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F
유동자산	361	385	394	517	589
현금및현금성자산	21	92	103	112	136
매출채권 및 기타채권	66	51	49	79	93
재고자산	122	119	124	131	162
비유동자산	457	508	532	802	1,013
유형자산	382	431	446	476	432
관계기업등 지분관련자산	0	0	24	28	292
기타투자자산	50	42	26	54	54
자산총계	819	893	926	1,319	1,602
유동부채	218	240	221	461	674
매입채무 및 기타채무	32	39	30	56	59
단기차입금	40	80	155	365	575
유동성장기부채	22	0	0	5	5
비유동부채	3	13	16	44	49
장기차입금	0	0	5	4	9
사채	0	0	0	0	0
부채총계	221	252	238	505	722
지배지분	597	641	687	773	835
자본금	37	37	38	40	40
자본잉여금	347	347	368	390	390
이익잉여금	313	357	380	439	503
비지배지분	0	0	1	41	45
자본총계	597	641	688	814	880
순차입금	10	-9	-11	100	290
총차입금	173	189	189	388	603

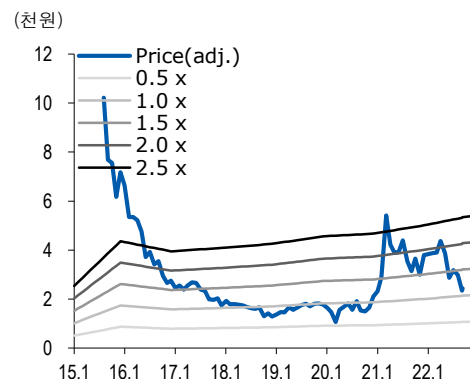
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F
EPS	75	144	110	165	188
BPS	1,701	1,825	1,868	2,004	2,166
EBITDAPS	1,106	277	195	340	384
SPS	1,298	1,465	1,365	1,859	2,210
DPS	20	30	20	30	30
PER	22.2	11.4	15.0	22.3	13.0
PBR	1.0	0.9	0.9	1.8	1.1
EV/EBITDA	7.7	5.9	8.3	11.9	8.5
PSR	1.3	1.1	1.2	2.0	1.1

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020A	2021A	2022F
매출액 증가율 (%)	6.1	12.8	-6.2	41.9	23.6
영업이익 증가율 (%)	47.8	36.7	-57.4	170.0	49.6
지배순이익 증가율 (%)	5.4	92.1	-23.4	56.0	18.6
매출총이익률 (%)	34.8	34.0	31.2	33.5	35.0
영업이익률 (%)	8.9	10.8	4.9	9.4	11.3
지배순이익률 (%)	5.8	9.9	8.1	8.9	8.5
EBITDA 마진 (%)	17.0	18.9	14.3	18.3	17.4
ROIC	6.5	8.1	3.8	6.6	9.1
ROA	3.6	6.2	4.5	5.6	5.1
ROE	4.7	8.6	6.1	8.7	9.3
부채비율 (%)	37.0	39.4	34.5	62.1	82.1
순차입금/자기자본 (%)	1.7	-1.4	-1.6	12.9	34.7
영업이익/금융비용 (배)	39.6	117.5	19.0	15.8	20.0

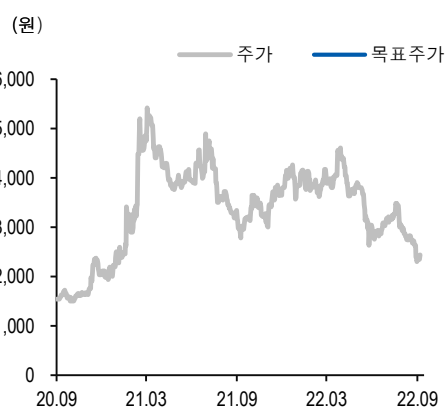
P/E band chart



P/B band chart



흥국에프엔비 (189980) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-10-05	Not Rated	-	1년		

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

- * 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"
- 2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.6
Buy(매수)	93.4
Hold(중립)	6.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-10-02

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 권명준)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.