



백준기 (미드/스몰캡)  
02)768-7066  
jack.baek@nhqv.com

## 이너뷰티

### 이너뷰티 중소형 브랜드에 주목하자

이너뷰티는 본래 내면의 아름다움을 의미하지만 최근에는 먹는 화장품 내지는 미용기능식품을 총칭하는 단어로도 사용되고 있습니다. 피부 재생, 주름 개선, 미백 효과에 대한 관심이 높은 가운데 바르는 화장품이 아닌 먹는 화장품에 대한 관심이 증가하고 있습니다. 국내 이너뷰티 시장과 해당 시장 내 중소형 브랜드 기업을 살펴보았습니다.



# CONTENTS

|                              |    |
|------------------------------|----|
| I. 이너뷰티란? .....              | 3  |
| II. 우리가 알고 있는 이너뷰티 브랜드 ..... | 4  |
| III. 현재 이너뷰티 시장 규모는?.....    | 7  |
| IV. 이너뷰티 시장에 투자하기 .....      | 9  |
| [기업분석]                       |    |
| 뉴트리 (Not Rated) .....        | 10 |
| 에이치엘사이언스 (Not Rated).....    | 17 |
| 흥국에프엔비 (Not Rated).....      | 22 |

## I. 이너뷰티란?

### 이너뷰티는 먹는 화장품?

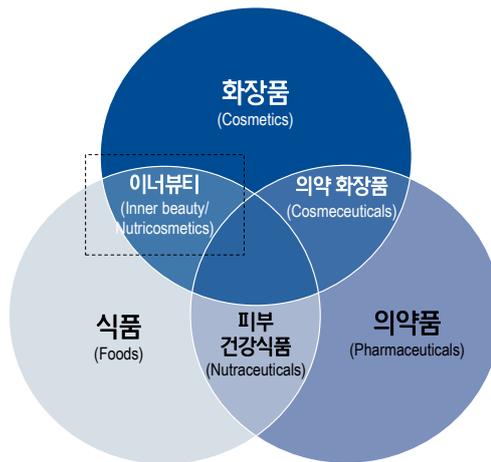
신체 내부의 건강이  
외면의 아름다움을  
만들어낸다

이너뷰티는 본래 내면의 아름다움을 의미하지만 최근에는 먹는 화장품 내지는 미용 기능식품을 총칭하는 단어로도 사용되고 있다. 히알루론산, 콜라겐, 디톡스 제품 등이 대표적이다.

이너뷰티 제품은 언뜻 생소하게 들리지만 사실 한국인들이 오랜 시간 먹어온 식재료를 원료로 하는 경우가 많다. 보리, 현미, 울무, 감초 등은 미백 효과가 있는 식품으로 잘 알려져있다. 썩은 피부에 탄력과 윤기를 주는 대표적인 피부관리 식품으로 알려져 과거부터 많이 이용되어 왔다. 식재료는 아니지만 장미 또한 비타민E와 K를 함유하고 있어 피부 재생에 효과가 있고 유해환경이나 화장으로 지친 피부를 생기있게 해주는 데도 효과적인 것으로 알려져 있다.

이너뷰티의 또 다른 이름은 미용기능식품(Nutricosmetics, 뉴트리코스메틱)이다. 전통적으로 화장품은 피부에 발라 영양을 공급받는 형태로 제조되어 왔으나 최근에는 먹는 화장품, 즉 이너 뉴트리션(Inner Nutrition)의 중요성이 부각되기 시작했다. 이너뷰티와 유사한 코스메슈티컬(Cosmeceuticals, 화장품과 의약품의 합성어)이라는 개념도 있다. 이는 단순한 기능성 화장품에 의약품의 전문적인 치료 기능을 더한 제품을 일컫는 용어로 피부 재생, 주름 개선, 미백 효과 등 의학적으로 검증된 기능성 성분을 포함한 화장품이다. 이너뷰티, 즉 미용기능식품은 화장품과 식품의 교집합에 해당된다(ABNC, 2019)는 점에서 코스메슈티컬과 구분된다.

그림1. 이너뷰티의 범위



자료: 김교남, 먹는 화장품 '이너뷰티', 전력전자학회지 (2018)

## II. 우리가 알고 있는 이너뷰티 브랜드

### 대표적인 이너뷰티 기업

**대표적인 기업은  
에버콜라겐을 보유한  
뉴트리**

이너뷰티를 상업적으로 잘 활용해 성공적으로 안착한 대표적인 기업은 뉴트리와 뉴트리원이다. 이들 외에 화장품 기업 중에서는 아모레퍼시픽과 클리오가 신규 브랜드를 적극적으로 론칭 중이다.

뉴트리의 대표 제품인 에버콜라겐은 저분자콜라겐펩타이드라는 뉴트리의 개별인정형 원료로 생산한 제품으로 피부 미용에 도움을 주는 건강기능식품이다. 2020년 기준으로 1,800억원의 매출액을 달성하는 등 이너뷰티 제품 중 메가히트한 상품이다. 실제로 에버콜라겐 출시가 이너뷰티 시장을 형성한 계기가 되었을 정도다. 해당 제품은 시장 내 가장 높은 점유율을 확보하고 있다(40% 이상으로 추정).

그 다음으로는 뉴트리원의 대표 제품인 BB랩이 잘 알려져있다. 2020년 기준으로 약 700억원의 매출을 달성한 것으로 추정된다. 다만 건강기능식품이 아닌 일반식품으로 분류되어 있다. 아모레퍼시픽 또한 바이탈뷰티라는 브랜드를 론칭했고 슈퍼콜라겐을 대표적으로 한 저분자콜라겐, 체지방관리 등을 타깃으로 한 제품군을 선보이고 있다.

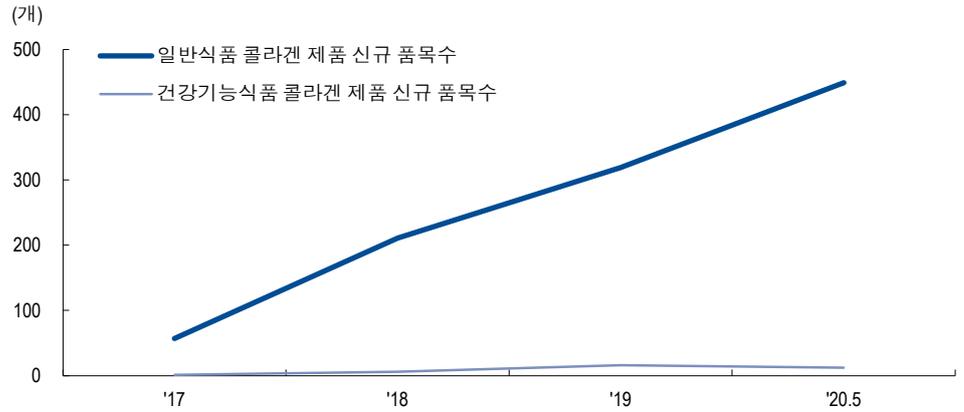
한 가지 특이점으로 에버콜라겐의 성공 이후 뉴트리원과 아모레퍼시픽의 바이탈뷰티가 전지현, 송혜교, 정우성 등 톱스타를 모델로 본격적으로 기용하기 시작했다는 점을 꼽을 수 있다. 이 같은 마케팅 전략이 강조될수록 이너뷰티 시장의 치열한 경쟁 또한 부각될 것이다. 각 기업의 비용 구조에도 중장기적인 부담이 될 것으로 예상된다.

표1. 국내 주요 이너뷰티 식품 제조 기업

| 기업       | 내용   |
|----------|--|
| 아모레퍼시픽   | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 2002년 비비프프로그램 출시(국내 최초 이너뷰티 제품 론칭)</li> <li>• 2016년 바이탈뷰티로 리뉴얼 · 국내 최초 먹는 콜라겐 음료 생산</li> <li>• 2018년 갱년기 특화 앰플 '자음보액' 출시</li> </ul> |
| CJ제일제당   | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 2009년 '이너비'(히알루론산 주성분 수분보충캡슐) 히트</li> <li>• 2016년 국내 최초 중국 시장 진출</li> </ul>   |
| LG생활건강   | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 2018년 건강식품기능 브랜드 '생활정원' 리브랜딩(20~30대 타겟으로 다이어트 제품 등 라인업)</li> </ul>  |
| 종근당건강    | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 2015년 이너뷰티 브랜드 '걸크러시' 론칭</li> <li>• '락토피' 브랜드 유산균 제품군 판매</li> </ul>   |
| 뉴트리원     | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 2012년 설립</li> <li>• 비비랩 콜라겐 매출액 700억원 달성</li> <li>• 정우성 루테인, 임영웅 유산균, 새싹보리 등 판매 중</li> </ul>  |
| 뉴트리      | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 2001년 설립</li> <li>• 이너뷰티 최대 브랜드 에버콜라겐 보유</li> </ul>   |
| 롯데제과     | <ul style="list-style-type: none"> <li>• '헬스원' 통합 건강 브랜드에서 파우치 타입 곤약 젤리 출시</li> <li>• 일반 과자류에서도 건강요소를 부각한 건강 지향성 제품 개발</li> </ul>  |
| 웅진식품     | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 2017년 이너뷰티 쥬스 브랜드 '자연은 데일리톡'(자몽/망고 등 젊은 여성 대상으로 다이어트 시장 진출)</li> </ul>  |
| 한국야쿠르트   | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 2018년 발효유 '뷰티플러스' 출시(특허유산균 상용화)</li> <li>• 어린이 대상 '키즈플러스' 시판 등 타겟별 세분화 전략</li> </ul>  |
| 푸르밀      | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 2018년 '비피더스 2.0' 출시(마테추출물 함유, 유산균 활용)</li> </ul>  |
| KGC 인삼공사 | <ul style="list-style-type: none"> <li>• '정관장 굿베이스' 브랜드로 기존 정관장 인삼제품의 고급화 이미지를 활용하여 100% 계약재배로 엄격한 재료 관리</li> </ul>  |
| 내츨얼앤도텍   | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 여성 갱년기 개선 건강기능식품 전문업체로 홈쇼핑에서 인기</li> <li>• 2018년 '오버나잇 마이크로 패치' 미국 시장 출시</li> </ul>   |
| 비타민하우스   | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 2017년 이너뷰티 전문 브랜드 '뷰티푸드' 론칭</li> <li>• '태반가득 콜라겐 젤리'로 태반 제품 시장 주도</li> </ul>  |
| 휴온스      | <ul style="list-style-type: none"> <li>• 허니부쉬 제품 출시하여 갈라만시 등 다이어트 음료 시장 공략</li> </ul>  |

자료: 언론 자료, ABNC 정리(심봉섭, 이봉진), 한국공업화학회

그림2. 이너뷰티 대표 제품인 콜라겐, 건강기능식품 외 일반식품으로 출시되는 사례 큰 폭으로 증가 중



자료: 식품의약품안전처 통합식품안전정보망(20.5.20.기준)

그림3. 뉴트리의 에버콜라겐



자료: 뉴트리, NH투자증권 리서치본부

그림4. 뉴트리원의 BB랩



자료: 뉴트리원, NH투자증권 리서치본부

그림5. 아모레퍼시픽의 슈퍼콜라겐



자료: 아모레퍼시픽, NH투자증권 리서치본부

그림6. CJ제일제당의 이너비 아쿠아뱅크



자료: CJ제일제당, NH투자증권 리서치본부

### III. 현재 이너뷰티 시장 규모는?

#### 이너뷰티 시장 규모 약 5,000억원으로 추정됨

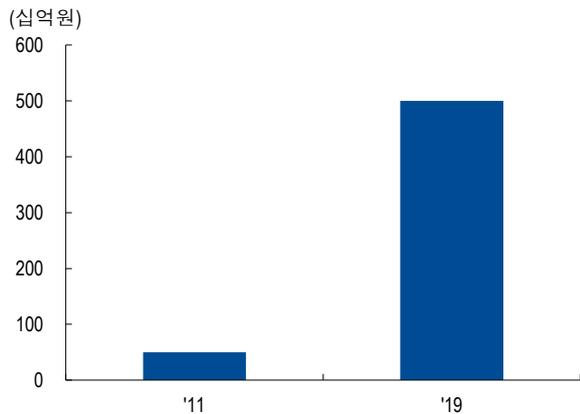
##### 연평균 25~30% 성장 중인 이너뷰티 시장

한국건강기능식품협회에 따르면 이너뷰티 시장 규모는 2019년 기준 5,000억원 수준으로 파악된다. 이너뷰티 대표 기업 뉴트리는 이너뷰티 시장 규모를 2021년 기준 5,000억원으로 추정하고 있다. 이 경우 최대 매출 제품인 에버콜라겐의 시장 점유율은 약 40% 수준이다. 2021년 이너뷰티 시장은 신규 브랜드 출시에 힘입어 25~30%의 성장률을 이어갈 것으로 보인다.

##### 이너뷰티 시장을 선도하는 대표적인 원료는 콜라겐과 히알루론산

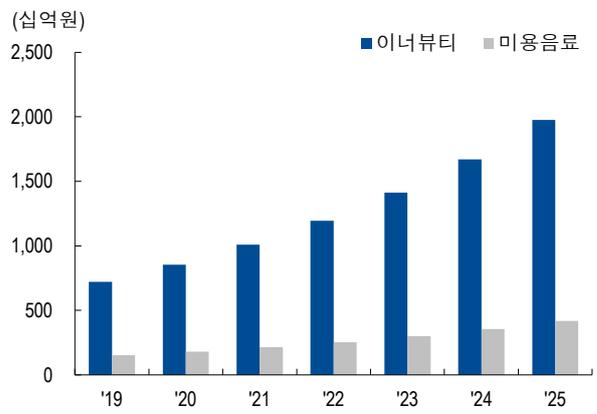
이너뷰티 시장 내 대표 제품 대부분이 우리가 알고 있는 원료를 위주로 하고 있다는 점에 주목할 필요가 있다. 콜라겐, 히알루론산, 석류 추출물 등 기존에 큰 매출을 발생시켰던 원료 중심으로 시장 트렌드가 지속되고 있어 신생 브랜드의 진입이 만만치 않다. 더욱이 개별인정형 원료를 이용하는 경우 개발, 등록에 드는 비용 및 시간을 감안하면 신규 중소형 기업들의 진입은 더욱 쉽지 않은 상황이다. 또한 앞 언급했듯이 최근 마케팅 경쟁이 치열해지면서 마케팅 역량이 제품의 흥행을 좌우하는 경향이 강해지고 있음을 참고할 필요가 있다.

그림7. 2019년 이너뷰티 시장 규모 5,000억원으로 추산



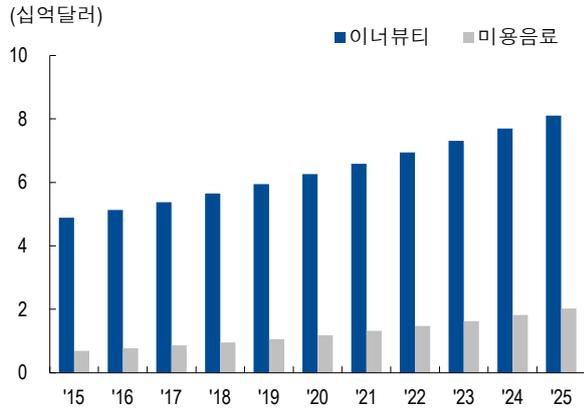
자료: 한국건강기능식품협회, NH투자증권 리서치본부

그림8. 국내 이너뷰티 및 미용음료 시장 전망



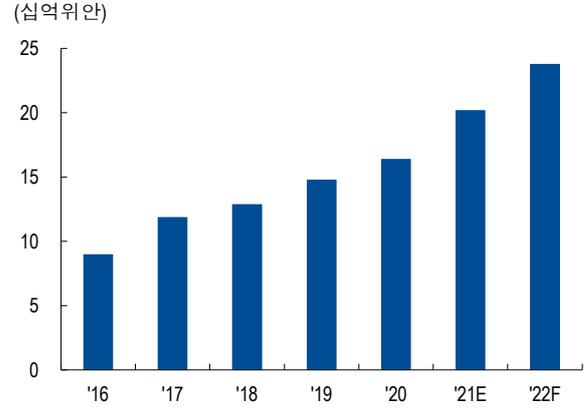
자료: ABNC, 한국공업화학회, NH투자증권 리서치본부

그림9. 세계 이너뷰티 및 미용음료 시장 규모



자료: Transparency Market Research, ABNC, NH투자증권 리서치본부

그림10. 중국 이너뷰티 및 미용음료 시장 전망



자료: 중국 중상산업연구원, 식품음료신문

## IV. 이너뷰티 시장에 투자하기

### 이너뷰티 투자 유망 종목

#### 이너뷰티 관련 기업 선정 기준

당사는 이너뷰티 시장이 성장중임을 고려해 국내 중소형 건강기능식품 기업 중 투자 유망한 기업을 선정했다. 이들 기업들을 선정한 기준은 1) 메가히트 아이템을 보유하고 있거나, 2) 안정적인 현금흐름을 기반으로 개별인정형 원료 등 R&D에 적극적으로 투자할 수 있는 기업, 3) 새로운 트렌드가 될 수 있는 제품을 보유한 기업이다. 이제 이너뷰티 시장의 진입장벽이 어느 정도 높아지고 있기 때문에 기 진입한 기업들과 제품 경쟁력을 보유한 기업들에 대한 관심이 필요하다.

가장 선호하는 투자 유망 기업은 신규 브랜드를 론칭해 원아이템에서 탈피 중인 뉴트리이며, 관심종목으로는 올 하반기 석류 추출물 신제품 출시로 반등이 기대되는 에이치엘사이언스와 푸룬으로 유명한 테일러팜스를 인수한 **홍국에프엔비**를 선정했다. 이 중에서도 뉴트리를 선호 기업으로 꼽은 이유는 업종 내 밸류에이션 매력이 높고 메가히트 브랜드를 보유 중이며 신제품 매출 추이가 양호하기 때문이다.

표2. Peer Group Analysis

(단위: 원, 십억원, 달러, 백만달러, 배, %)

| 회사명      | 뉴트리    | 에이치엘 사이언스 | 홍국에프엔비 | 콜마비엔 에이치 | 노바렉스   | USANA   | Herbalife | NU Skin |         |
|----------|--------|-----------|--------|----------|--------|---------|-----------|---------|---------|
| 주가 (7/6) | 36,700 | 39,350    | 3,885  | 49,900   | 44,800 | 100.9   | 52.9      | 56.3    |         |
| 시가총액     | 334.5  | 212.2     | 149.1  | 1,474.2  | 403.4  | 2,041.3 | 6,245.1   | 2,816.4 |         |
| 매출액      | 2020   | 190.1     | 143.0  | 50.4     | 606.9  | 222.8   | 1,134.6   | 5,541.8 | 2,581.9 |
|          | 2021E  | 291.2     | 159.0  | 73.4     | 720.8  | 281.8   | 1,266.0   | 6,136.0 | 2,852.5 |
|          | 2022F  | 347.7     | 176.8  | 94.0     | 841.6  | 342.6   | 1,293.0   | 6,532.5 | 2,944.8 |
| 영업이익     | 2020   | 23.5      | 23.6   | 2.5      | 109.2  | 27.0    | 176.5     | 726.5   | 260.8   |
|          | 2021E  | 38.0      | 23.1   | 9.1      | 126.0  | 35.3    | 187.0     | 805.5   | 301.3   |
|          | 2022F  | 46.4      | 27.2   | 12.0     | 147.4  | 44.0    | 190.0     | 854.0   | 314.5   |
| 순이익      | 2020   | 19.2      | 19.6   | 4.1      | 80.5   | 25.1    | 124.7     | 455.4   | 193.9   |
|          | 2021E  | 29.9      | 19.2   | 8.2      | 98.5   | 31.1    | 130.0     | 516.0   | 223.0   |
|          | 2022F  | 36.7      | 22.5   | 9.9      | 114.1  | 38.0    | 132.0     | 560.5   | 230.5   |
| PER      | 2020   | 11.8      | 12.3   | 19.2     | 19.1   | 14.0    | 13.2      | 14.2    | 14.9    |
|          | 2021E  | 11.2      | 11.0   | 18.1     | 15.0   | 13.0    | 16.0      | 10.8    | 13.3    |
|          | 2022F  | 9.1       | 9.9    | 15.1     | 12.9   | 10.6    | 15.7      | 9.9     | 12.6    |
| PBR      | 2020   | 3.2       | 2.5    | 1.2      | 4.7    | 3.0     | 3.7       | N/A     | 3.1     |
|          | 2021E  | 3.4       | 2.0    | 2.0      | 3.6    | 2.8     | N/A       | N/A     | 3.0     |
|          | 2022F  | 2.5       | 1.7    | 1.7      | 2.8    | 2.2     | N/A       | N/A     | 2.8     |
| ROE      | 2020   | 30.0      | 22.2   | 6.1      | 27.9   | 24.3    | 31.4      | N/A     | 21.9    |
|          | 2021E  | 35.5      | 18.4   | 11.4     | 26.7   | 23.9    | N/A       | N/A     | 24.3    |
|          | 2022F  | 31.8      | 18.3   | 12.2     | 24.5   | 23.4    | N/A       | N/A     | 23.8    |

주: 뉴트리, 에이치엘사이언스, 홍국에프엔비는 당사 추정치 기준  
 자료: Bloomberg, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

# 뉴트리 (270870.KQ)

## 메가히트 제품으로 안착한 에버콜라겐

Company Note | 2021. 7. 8

※ ESG Index/Event는 12페이지 참조

에버콜라겐 단일 제품만으로 올해 매출액 2,400억원 예상. 주요 관전 포인트는 에버콜라겐을 잇는 마스터바이옴 등 신제품 매출 추이. 단일 제품 매출 비중 2020년 97%에서 2021년 1분기 83%로 낮아져 다각화 성공적으로 진행. 2021E PER 11.2배로 산업 내 밸류에이션 매력 높음

### 에버콜라겐은 이미 메가히트급 건강기능식품

올해 에버콜라겐 매출액 2,400억원으로 예상. 국내에서 단일 제품으로 2,000억원 이상의 매출이 발생한 사례로는 정관장의 홍삼 시리즈, 애터미의 헤모힘, 종근당건강의 락토피이 있으며 에버콜라겐은 4번째 메가히트 아이템이 될 전망이다. 메가히트 아이템은 추가 성장 제품 발굴이 없으면 성장을 둔화가 불가피하지만 라이프사이클이 길다는 장점이 있음

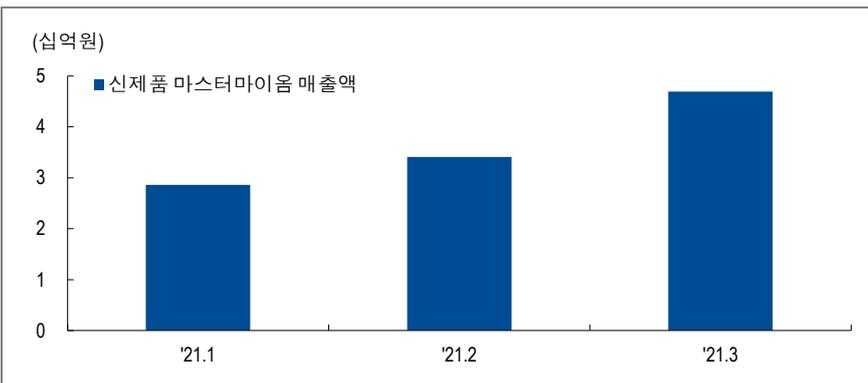
즉 신제품의 성공 여부가 기업의 성장에 있어 중요한 포인트. 따라서 올해 출시한 마스터바이옴(기능성 유산균)의 1분기 매출 성장이 갖는 의미가 크다고 판단됨. 마스터바이옴은 2020년 12월 출시되어 올해 1분기 110억원의 매출을 달성. 이에 뉴트리의 단일 제품 의존도는 2020년 97%에서 2021년 1분기 83%으로 낮아짐

홈쇼핑 비중이 64%에 달해 타 건강기능식품 기업 대비 이익률이 낮아 보이나 온라인 비중이 상승함에 따라 이익률 제고 지속되고 있다는 점을 고무적으로 판단. 영업이익률은 2017년 7.6%에서 2020년 12.4%까지 상승

### 밸류에이션 매력 보유한 건강기능식품 브랜드 기업

2021년 PER 11.2배로 국내 건강기능식품 산업 내 밸류에이션 매력적. 타 건강기능식품 브랜드 기업과는 메가히트급 아이템을 보유했다는 점과 차기 제품의 호조가 이어지고 있다는 점에서 차별화. 마스터바이옴에 이어 에버콜라겐 화장품 또한 2021년 4분기 론칭을 앞두고 있는데 동사가 지금까지 보여준 브랜딩과 마케팅 역량 감안할 때 긍정적 흐름 기대

### 신제품 마스터바이옴의 호조로 제품 다각화 성공적으로 진행 중



자료: 뉴트리, NH투자증권 리서치본부 전망

## Not Rated

현재가 ('21/07/06)

36,700원

|                     |                   |
|---------------------|-------------------|
| 업종                  | 음식료, 담배           |
| KOSPI / KOSDAQ      | 3305.21 / 1044.96 |
| 시가총액(보통주)           | 334.5십억원          |
| 발행주식수(보통주)          | 9.1백만주            |
| 52주 최고가 ('21/05/17) | 41,950원           |
| 최저가 ('20/09/25)     | 19,400원           |
| 평균거래대금(60일)         | 2,991백만원          |
| 배당수익률 (2021E)       | 0.68%             |
| 외국인지분율              | 3.9%              |

### 주요주주

|            |       |
|------------|-------|
| 김도연 외 10 인 | 50.5% |
| GS홈쇼핑      | 6.1%  |

| 주가상승률     | 3개월  | 6개월  | 12개월 |
|-----------|------|------|------|
| 절대수익률 (%) | 13.4 | 45.9 | 35.2 |
| 상대수익률 (%) | 5.2  | 37.0 | -1.7 |

|           | 2020  | 2021E | 2022F | 2023F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액       | 190.1 | 291.2 | 347.7 | 393.3 |
| 증감률       | 51.9  | 53.2  | 19.4  | 13.1  |
| 영업이익      | 23.5  | 38.0  | 46.4  | 53.4  |
| 증감률       | 96.8  | 61.5  | 22.1  | 15.2  |
| 영업이익률     | 12.4  | 13.0  | 13.3  | 13.6  |
| (지배지분)순이익 | 19.2  | 29.9  | 36.7  | 42.5  |
| EPS       | 2,113 | 3,282 | 4,030 | 4,667 |
| 증감률       | 100.1 | 55.3  | 22.8  | 15.8  |
| PER       | 11.8  | 11.2  | 9.1   | 7.9   |
| PBR       | 3.2   | 3.4   | 2.5   | 1.9   |
| EV/EBITDA | 8.6   | 7.4   | 5.5   | 4.2   |
| ROE       | 30.0  | 35.5  | 31.8  | 27.8  |
| 부채비율      | 42.4  | 28.5  | 21.9  | 17.4  |
| 순차입금      | -10.5 | -31.1 | -63.2 | -98.0 |

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 백준기

02)768-7066, jack.baek@nhq.com

Summary

뉴트리는 2001년 설립된 건강기능식품 기업으로 먹는 콜라겐인 에버콜라겐이라는 히트 아이템 보유. 에버콜라겐은 개별 인정형 건강기능식품으로 이너뷰티를 표방하는 동사의 성장 토대가 되었음. 기존 매출 대부분은 에버콜라겐이 차지했으나 2020년 12월 마스터바이옴이라는 신제품을 출시하면서 제품 다각화 진행 중. 2018년 12월 코스닥시장 상장. 최대주주는 김도연 대표이사이며 특수관계인 포함 50.5%의 지분 확보

Share price drivers/Earnings Momentum

- 신제품 마스터바이옴과 에버콜라겐 화장품 호조

Downside Risk

- 에버콜라겐 매출 정체와 동시에 신제품 부진

Cross valuations

(단위: 배, %)

| Company   | PER   |       | PBR   |       | ROE   |       |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           | 2021E | 2022F | 2021E | 2022F | 2021E | 2022F |
| 콜마비엔에이치   | 15.0  | 12.9  | 3.6   | 2.8   | 26.7  | 24.5  |
| 에이치엘사이언스  | 11.0  | 9.9   | 2.0   | 1.7   | 18.4  | 18.3  |
| 팜스빌       | 7.8   | 6.5   | 1.4   | 1.2   | 19.9  | 20.1  |
| 노바렉스      | 13.0  | 10.6  | 2.8   | 2.2   | 23.9  | 23.4  |
| USANA     | 16.0  | 15.7  | N/A   | N/A   | N/A   | N/A   |
| Herbalife | 10.8  | 9.9   | N/A   | N/A   | N/A   | N/A   |
| NU Skin   | 13.3  | 12.6  | 3.0   | 2.8   | 24.3  | 23.8  |

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

| Valuations | 2019 | 2020 | 2021E | 2022F | 2023F |
|------------|------|------|-------|-------|-------|
| PER        | 13.2 | 11.8 | 11.2  | 9.1   | 7.9   |
| PBR        | 2.2  | 3.2  | 3.4   | 2.5   | 1.9   |
| PSR        | 1.0  | 1.2  | 1.1   | 1.0   | 0.9   |
| ROE        | 17.9 | 30.0 | 35.5  | 31.8  | 27.8  |
| ROIC       | 52.3 | 48.0 | 53.0  | 62.3  | 68.4  |

자료: NH투자증권 리서치본부

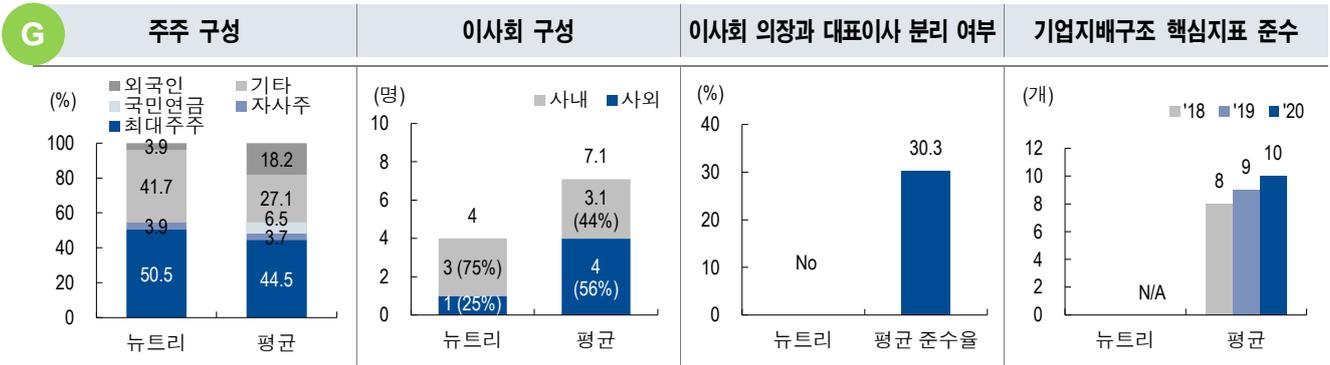
Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

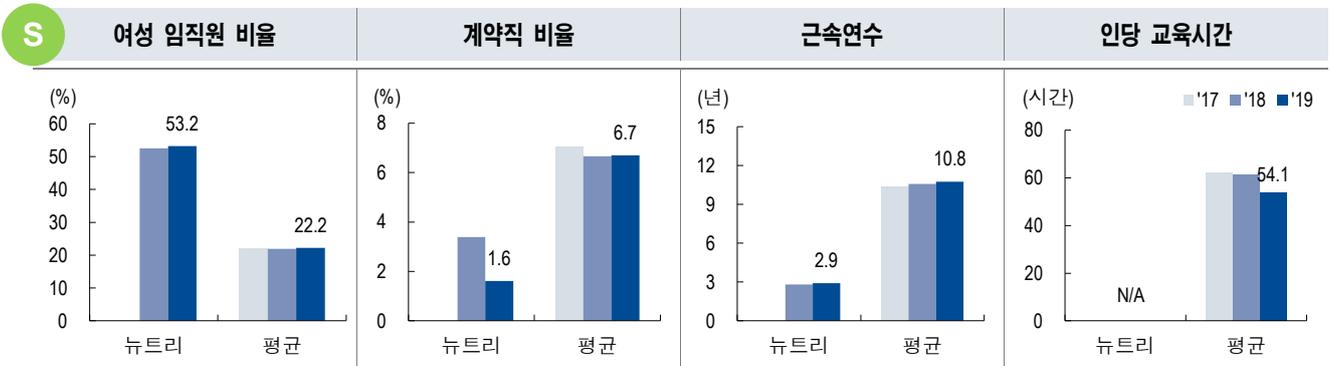
|                | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016  | 2017   | 2018  | 2019  | 2020  |
|----------------|------|------|------|------|-------|--------|-------|-------|-------|
| 매출액            | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | 33.1  | 60.4   | 87.2  | 125.1 | 190.1 |
| 영업이익           | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | 1.2   | 4.6    | 9.9   | 12.0  | 23.5  |
| 영업이익률(%)       | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | 3.7   | 7.6    | 11.3  | 9.6   | 12.4  |
| 세전이익           | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | 0.4   | 3.0    | 4.0   | 12.3  | 23.7  |
| 순이익            | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | 0.3   | 2.1    | 2.1   | 9.5   | 19.4  |
| 지배지분순이익        | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | 0.3   | 2.1    | 2.2   | 9.5   | 19.2  |
| EBITDA         | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | 1.4   | 5.0    | 10.5  | 13.3  | 25.4  |
| CAPEX          | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | 0.0   | 0.9    | 1.4   | 3.0   | 18.0  |
| Free Cash Flow | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | -0.1  | 3.2    | 6.5   | 4.5   | -13.6 |
| EPS(원)         | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | 51    | 349    | 319   | 1,056 | 2,113 |
| BPS(원)         | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | 778   | 1,079  | 5,420 | 6,336 | 7,732 |
| DPS(원)         | 0    | 0    | 0    | 0    | 0     | 0      | 100   | 150   | 250   |
| 순차입금           | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | -2.0  | -8.3   | -34.8 | -37.1 | -10.5 |
| ROE(%)         | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | 6.3   | 35.6   | 7.8   | 17.9  | 30.0  |
| ROIC(%)        | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | N/A   | 45.8   | 54.3  | 52.3  | 48.0  |
| 배당성장(%)        | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | 0.0   | 0.0    | 41.5  | 14.2  | 11.9  |
| 배당수익률(%)       | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | N/A   | N/A    | 0.8   | 1.1   | 1.0   |
| 순차입금 비율(%)     | N/A  | N/A  | N/A  | N/A  | -41.6 | -119.4 | -71.1 | -63.5 | -14.6 |

자료: 뉴트리, NH투자증권 리서치본부

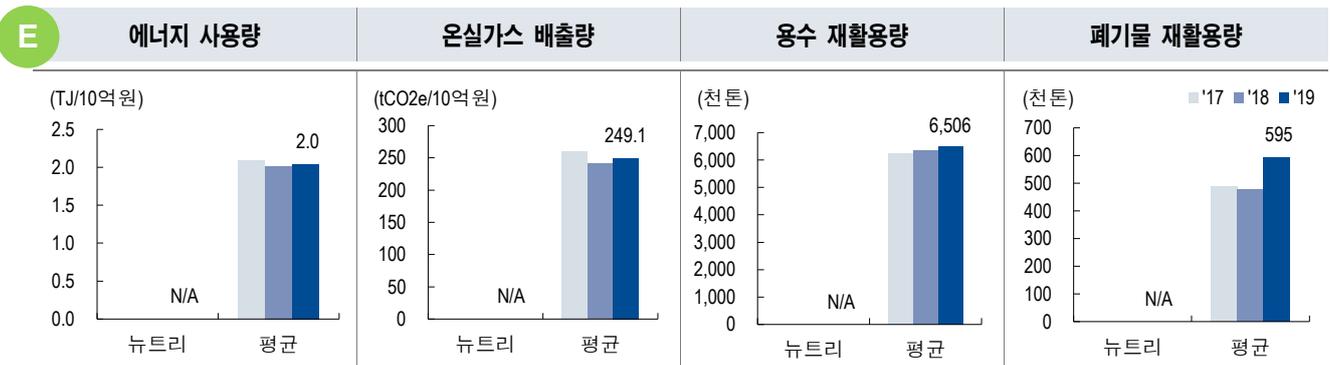
ESG Index & Event



주1: 평균은 2021년 기업지배구조보고서 의무공시 대상 비금융 175개사 대상  
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황  
 자료: 뉴트리, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2020년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 171개사 중 지속가능경영보고서 공시한 66개사 대상  
 자료: 뉴트리, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2020년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 171개사 중 지속가능경영보고서 공시한 66개사 대상  
 자료: 뉴트리, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

| 구분 | 연월      | 내용                               |
|----|---------|----------------------------------|
| E  | N/A     | - N/A                            |
| S  | 2017.09 | - 2017 과학기술정보통신부 주최 IR52 장영실상 수상 |
| G  | 2018.12 | - 코스닥 시장 상장                      |

자료: 뉴트리, NH투자증권 리서치본부

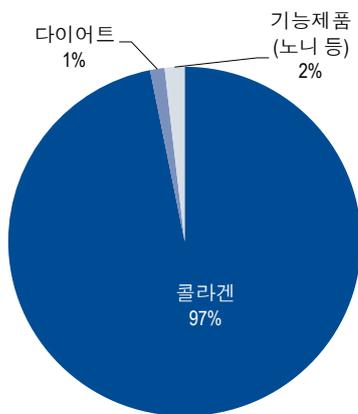
### 에버콜라겐 올해 매출액 2,000억원 이상, 메가히트 아이템으로 안착

**국내에서 4번째로 단일  
제품으로 2,000억원의  
매출을 달성하는  
메가히트 건기식  
브랜드 기업으로 성장**

국내에서 단일 제품으로 2,000억원 이상의 매출을 기록한 건강기능식품은 한 국인삼공사의 정관장 시리즈, 애터미의 헤모힘(콜마비엔에이치 생산), 종근당건강의 락토픽 등 3개 제품에 불과하다. 해당 제품들은 메가히트 아이템으로 일반적인 건강기능식품 대비 긴 라이프사이클을 지녔다. 이들 제품 중에서 매출액이 역성장을 하는 경우는 없었다. 이는 메가히트 아이템의 경우 사용자들이 실제 효과를 경험해 재구매가 지속되어 일상으로 침투했음을 의미한다.

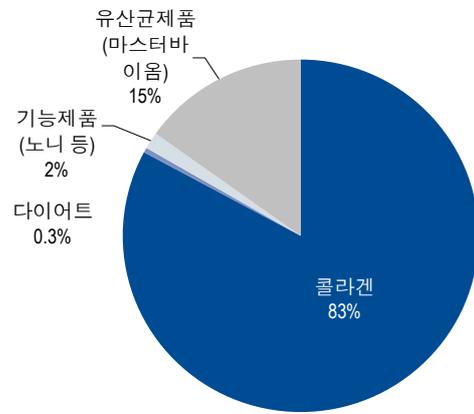
뉴트리의 주력 제품인 에버콜라겐은 2020년 매출액 1,800억원을 달성했고 2021년에는 매출액 2,400억원을 기록할 것으로 기대된다. 매출이 기대치에 부합할 경우, 동사는 국내에서는 4번째로 매출액 2,000억원 이상의 메가히트 아 이템을 보유하게 된다. 메가히트 아이템을 보유하게 될 경우 안정적인 매출원 을 확보했다는 장점이 있으나 성장률 둔화는 불가피하다는 단점이 있다. 그러 나 뉴트리의 에버콜라겐은 이너뷰티 시장 성장률이 높아 추가적인 신규 구매자 유입이 가능한 품목으로 판단된다. 게다가 추가 성장 동력의 여부가 될 차기 제품(마스터바이움) 또한 틈새 시장에 안착하고 있어 주가 리레이팅 포인트가 될 전망이다.

그림1. 2020년 말 기준 콜라겐 제품의 매출 비중이 97% 차지



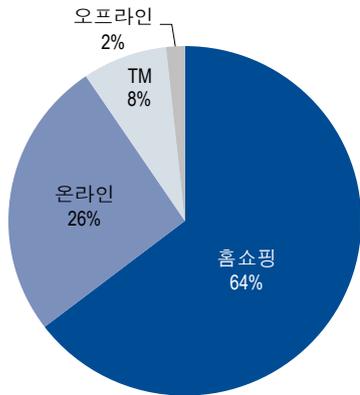
자료: 뉴트리, NH투자증권 리서치본부

그림2. 2021년 1분기 신제품 출시로 콜라겐 비중 83%로 감소



자료: 뉴트리, NH투자증권 리서치본부

그림3. 판매 채널 비중



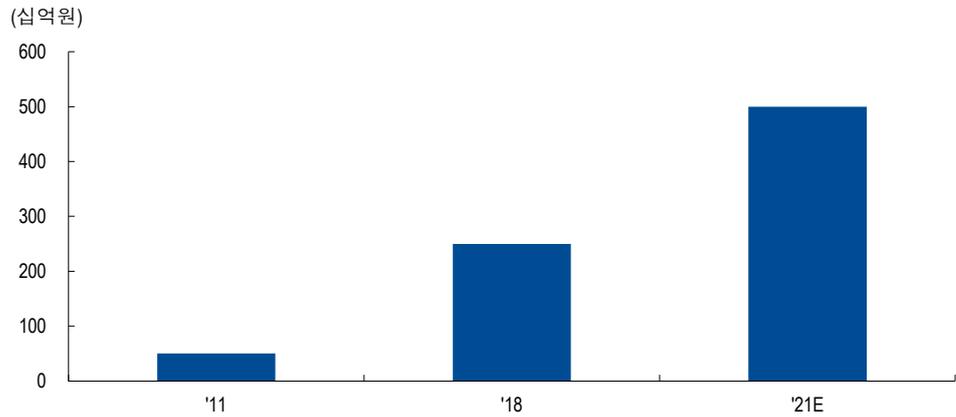
자료: 뉴트리, NH투자증권 리서치본부

그림4. 신제품 기능성 유산균 제품 마스터바이옴



자료: 뉴트리, NH투자증권 리서치본부

그림5. 뉴트리 추정 이너뷰티 시장 규모는 2021년 5,000억원



자료: 뉴트리, NH투자증권 리서치본부

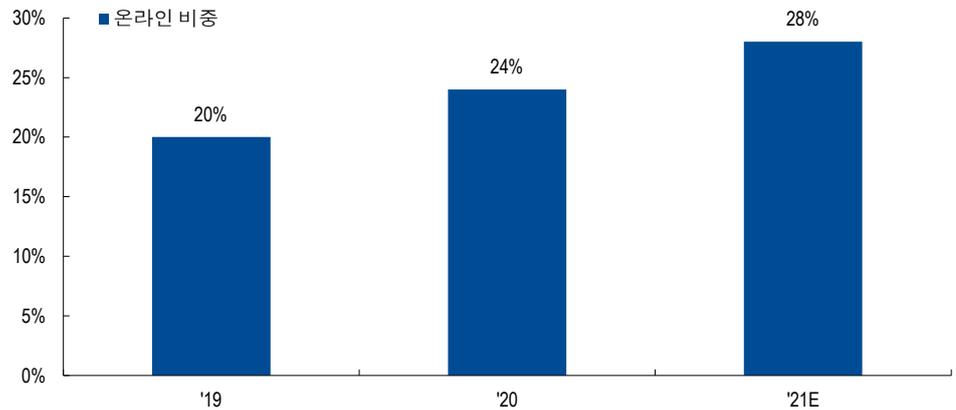
**양호한 신제품 월 매출 추세**

그런 의미에서 올해 1분기 신제품 마스터바이옴의 매출액 성장은 의미가 크다. 올해 1분기에만 매출액 110억원을 달성했고 3월에는 광고비 지출을 제외하면 손익분기점(BEP) 수준까지 도달했다. 마스터바이옴은 경쟁 강도가 덜한 여성 전용 유산균 시장에 집중하는 전략을 선택했는데 월 매출 추세가 양호해 해당 시장에 성공적으로 안착할 것으로 기대된다. 올해 회사의 마스터바이옴 매출액 목표는 400억원 수준으로 현재 추세를 감안하면 달성 가능할 것으로 판단된다.

**온라인 비중은 26%에서 지속 상승 중으로 이익률 제고에 도움**

뉴트리의 강점은 온라인 매출 비중이다. 타 브랜드 기업들과 마찬가지로 동사의 주력 채널은 여전히 홈쇼핑이지만 온라인 매출 비중이 26%에 달한다. 이는 브랜드 인지도와 로열티가 확고해졌음을 의미한다. 올해는 온라인 매출 비중이 28%까지 상승할 것으로 예상된다. 온라인은 영업이익률 기준 홈쇼핑 대비 2배 이상 동사의 이익률 제고에 기여할 전망이다.

**그림6. 뉴트리 온라인 비중 올해 28%까지 상승할 것으로 기대**



자료: 뉴트리, NH투자증권 리서치본부

**2021E PER 11.2배로  
업종 내 밸류에이션  
매력 최고 수준**

동사의 2021년 예상 실적 기준 PER은 11.2배로 국내 건강기능식품 업종 내에서 밸류에이션 매력이 높다. 동사는 타 중소형 건기식 브랜드 기업과는 달리 메가히트급 아이템을 보유했다는 장점도 지니고 있다. 즉 에버콜라겐 브랜드를 캐시카우로 확보한 가운데 마스터바이옴 등 차기 제품의 호조가 이어지고 있어 주가의 추가 리레이팅 가능성이 높다고 판단된다.

**표1. Peer Group Analysis**

(단위: 원, 십억원, 달러, 백만달러, 배, %)

| 회사명      |       | 뉴트리    | 콜마비엔<br>에이치 | 에이치엘<br>사이언스 | 팜스빌    | 노바렉스   | USANA   | Herbalife | NU Skin |
|----------|-------|--------|-------------|--------------|--------|--------|---------|-----------|---------|
| 주가 (7/6) |       | 36,700 | 49,900      | 39,350       | 10,850 | 44,800 | 100.9   | 52.9      | 56.3    |
| 시가총액     |       | 334.5  | 1,474.2     | 212.2        | 86.0   | 403.4  | 2,041.3 | 6,245.1   | 2,816.4 |
| 매출액      | 2020  | 190.1  | 606.9       | 143.0        | 39.4   | 222.8  | 1,134.6 | 5,541.8   | 2,581.9 |
|          | 2021E | 291.2  | 720.8       | 159.0        | 70.0   | 281.8  | 1,266.0 | 6,136.0   | 2,852.5 |
|          | 2022F | 347.7  | 841.6       | 176.8        | 83.3   | 342.6  | 1,293.0 | 6,532.5   | 2,944.8 |
| 영업이익     | 2020  | 23.5   | 109.2       | 23.6         | 4.3    | 27.0   | 176.5   | 726.5     | 260.8   |
|          | 2021E | 38.0   | 126.0       | 23.1         | 17.4   | 35.3   | 187.0   | 805.5     | 301.3   |
|          | 2022F | 46.4   | 147.4       | 27.2         | 20.4   | 44.0   | 190.0   | 854.0     | 314.5   |
| 순이익      | 2020  | 19.2   | 80.5        | 19.6         | 2.9    | 25.1   | 124.7   | 455.4     | 193.9   |
|          | 2021E | 29.9   | 98.5        | 19.2         | 14.2   | 31.1   | 130.0   | 516.0     | 223.0   |
|          | 2022F | 36.7   | 114.1       | 22.5         | 17.2   | 38.0   | 132.0   | 560.5     | 230.5   |
| PER      | 2020  | 11.8   | 19.1        | 12.3         | 29.9   | 14.0   | 13.2    | 14.2      | 14.9    |
|          | 2021E | 11.2   | 15.0        | 11.0         | 7.8    | 13.0   | 16.0    | 10.8      | 13.3    |
|          | 2022F | 9.1    | 12.9        | 9.9          | 6.5    | 10.6   | 15.7    | 9.9       | 12.6    |
| PBR      | 2020  | 3.2    | 4.7         | 2.5          | 1.5    | 3.0    | 3.7     | N/A       | 3.1     |
|          | 2021E | 3.4    | 3.6         | 2.0          | 1.4    | 2.8    | N/A     | N/A       | 3.0     |
|          | 2022F | 2.5    | 2.8         | 1.7          | 1.2    | 2.2    | N/A     | N/A       | 2.8     |
| ROE      | 2020  | 30.0   | 27.9        | 22.2         | 5.2    | 24.3   | 31.4    | N/A       | 21.9    |
|          | 2021E | 35.5   | 26.7        | 18.4         | 19.9   | 23.9   | N/A     | N/A       | 24.3    |
|          | 2022F | 31.8   | 24.5        | 18.3         | 20.1   | 23.4   | N/A     | N/A       | 23.8    |

주: 뉴트리, 에이치엘사이언스는 당사 추정치 기준

자료: Bloomberg, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

# 에이치엘사이언스 (239610.KQ)

## 석류의 반등을 기대

Company Comment | 2021. 7. 8

※ ESG Index/Event는 19페이지 참조

가능성석류농축액관련 업력과 기술력을 보유한 기업. 주요 기술인 'P-estro BL Powder'의 국내외 인정을 통해 올해 말 본격적 제품 출시 계획 중. 최근 천연물 의약품 특허, 개별인정형 원료 개발, 자체 생산 위한 GMP 공장 투자 등 수직적, 수평적 확장 통해 견조한 밸류체인 구성 중

### Not Rated

현재가 ('21/07/06) **39,350원**

|                     |                   |
|---------------------|-------------------|
| 업종                  | 음식료,담배            |
| KOSPI / KOSDAQ      | 3305.21 / 1044.96 |
| 시가총액(보통주)           | 212.2십억원          |
| 발행주식수(보통주)          | 5.4백만주            |
| 52주 최고가 ('20/07/09) | 57,423원           |
| 최저가 ('21/05/24)     | 37,450원           |
| 평균거래대금(60일)         | 893백만원            |
| 배당수익률 (2021E)       | 0.97%             |
| 외국인지분율              | 0.8%              |

주요주주  
이해연 외 3인 63.3%

|            |       |       |       |
|------------|-------|-------|-------|
| 주가상승률      | 3개월   | 6개월   | 12개월  |
| 절대수익률 (%)  | -8.1  | -9.9  | -30.0 |
| 상대수익률 (%)p | -14.8 | -15.3 | -49.1 |

|           | 2020  | 2021E | 2022F | 2023F  |
|-----------|-------|-------|-------|--------|
| 매출액       | 143.0 | 159.0 | 176.8 | 194.5  |
| 증감률       | 11.5  | 11.2  | 11.2  | 10.0   |
| 영업이익      | 23.6  | 23.1  | 27.2  | 30.8   |
| 증감률       | -0.2  | -2.4  | 17.8  | 13.6   |
| 영업이익률     | 16.5  | 14.5  | 15.4  | 15.9   |
| (지배지분)순이익 | 19.6  | 19.2  | 22.5  | 25.7   |
| EPS       | 3,643 | 3,566 | 3,990 | 4,339  |
| 증감률       | -0.5  | -2.1  | 11.9  | 8.7    |
| PER       | 12.3  | 11.0  | 9.9   | 9.1    |
| PBR       | 2.5   | 2.0   | 1.7   | 1.6    |
| EV/EBITDA | 6.8   | 5.5   | 4.0   | 2.9    |
| ROE       | 22.2  | 18.4  | 18.3  | 17.7   |
| 부채비율      | 11.7  | 15.2  | 14.6  | 14.1   |
| 순차입금      | -65.9 | -80.3 | -98.2 | -119.5 |

단위: 십억원, %, 원, 배  
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

### 도약을 기대할 수 있는 포인트 확인

지난 5년간 CAGR +42.8%의 드라마틱한 매출액 성장을 달성. 그러나 새싹보리 이후 신제품이 부진했고 광고비용 등 판매비율 상승에 따른 이익률 둔화를 경험. 그러나 건전한 재무구조를 기반으로 최근 눈에 띄게 변화. 1) 원료 R&D 관련 성과(HL-JOINT 100K, 천연물 의약품), 2) 지속적인 개별 인정형 원료 개발(우슬, 인디안구스베리 복합물 등), 3) GMP 공장을 자체 생산 기지로 확보해 수평적, 수직적 확장 중

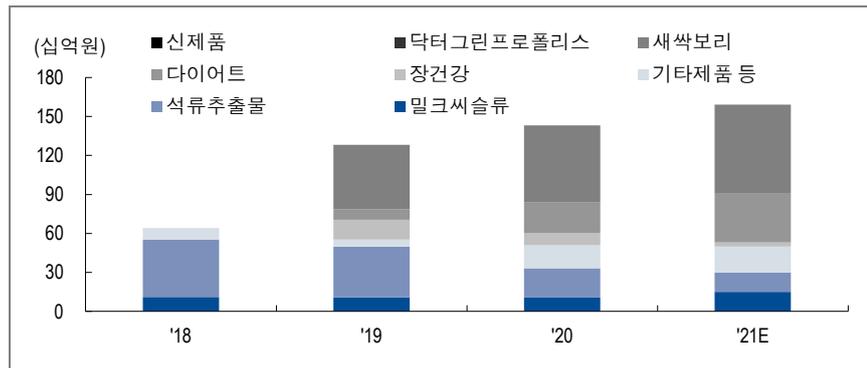
특히 충주에 완공 예정인 GMP 공장 가동 시점은 2022년 상반기로 예상. 이는 기존 외주 생산 방식과 자체 생산 방식을 병행함을 의미. 해당 공장에서 주요 제품인 석류농축액, 새싹보리 등의 원료 및 완제품을 생산할 계획. 공장의 매출액 기준 Capa는 약 1,000억원으로 예상되나 대부분은 내부 매출로 인식되어 매출액 증가보다는 이익률 제고에 기여할 것으로 예상

가능성석류 개별인정형 원료 제품(P-estro BL Powder)은 외부 평가 기관들의 우호적인 평가를 기반으로 하반기 판매 개시할 계획. 해당 원료는 수분량, 피부탄력 및 주름 개선, 미백 등의 효과를 보유해 이너뷰티에 특화

### 올해까지 영업이익률 둔화, 밸류에이션 및 자금 부담은 낮은 편

올해 매출액 1,590억원(+11.2% y-y), 영업이익 231억원(-2.4% y-y)으로 영업이익 성장률 소폭 둔화 예상. 2021E PER 11.0배로 밸류에이션은 건기식 브랜드 기업 중 매력적. 2020년 말 기준 700억원에 달하는 현금성자산을 보유하고 있어 R&D 및 증설 관련 자금 부담 낮음

### 올해는 새싹보리의 성장 지속되면서 시서스와 신제품(가능성석류) 출시가 기여할 전망



주: 에이치엘사이언스, NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 백준기  
02)768-7066, jack.baek@nhq.com

Summary

에이치엘사이언스는 2000년 설립된 건강기능식품 전문 기업. 개별인정형 기능성원료 및 천연물 신약 연구개발을 통해 성장 동력을 마련 중. 주력 제품인 석류농축액은 화성 공장에서 직접 생산 중이며 타 제품은 주로 OEM 생산. 10종의 개별인정형 원료를 개발했으며 누적 500억원 이상의 매출을 기록한 자체 제품 3종(닥터슈퍼칸, 빨강석류, 새싹보리) 보유. 최대주주는 이해연 대표이사로 37.53% 지분 보유. 2대 주주 이동현 부사장이 25.6% 및 특수관계인 포함 63.27% 보유

Share price drivers/Earnings Momentum

- 지속적인 신제품 출시에 따른 다양한 SKU 확보
- 천연물 신약 효과성 제고

Downside Risk

- 신제품의 성공 부재

Cross valuations

(단위: 배, %)

| Company   | PER   |       | PBR   |       | ROE   |       |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           | 2021E | 2022F | 2021E | 2022F | 2021E | 2022F |
| 콜마비엔에이치   | 15.0  | 12.9  | 3.6   | 2.8   | 26.7  | 24.5  |
| 뉴트리       | 11.2  | 9.1   | 3.4   | 2.5   | 35.5  | 31.8  |
| 팜스빌       | 7.8   | 6.5   | 1.4   | 1.2   | 19.9  | 20.1  |
| 노바렉스      | 13.0  | 10.6  | 2.8   | 2.2   | 23.9  | 23.4  |
| USANA     | 16.0  | 15.7  | N/A   | N/A   | N/A   | N/A   |
| Herbalife | 10.8  | 9.9   | N/A   | N/A   | N/A   | N/A   |
| NU Skin   | 13.3  | 12.6  | 3.0   | 2.8   | 24.3  | 23.8  |

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations

(단위: 배, %)

| Valuations | 2019  | 2020 | 2021E | 2022F | 2023F |
|------------|-------|------|-------|-------|-------|
| PER        | 14.3  | 12.3 | 11.0  | 9.9   | 9.1   |
| PBR        | 3.5   | 2.5  | 2.0   | 1.7   | 1.6   |
| PSR        | 2.2   | 1.7  | 1.3   | 1.3   | 1.2   |
| ROE        | 27.4  | 22.2 | 18.4  | 18.3  | 17.7  |
| ROIC       | 136.3 | 97.0 | 85.6  | 90.7  | 93.7  |

자료: NH투자증권 리서치본부

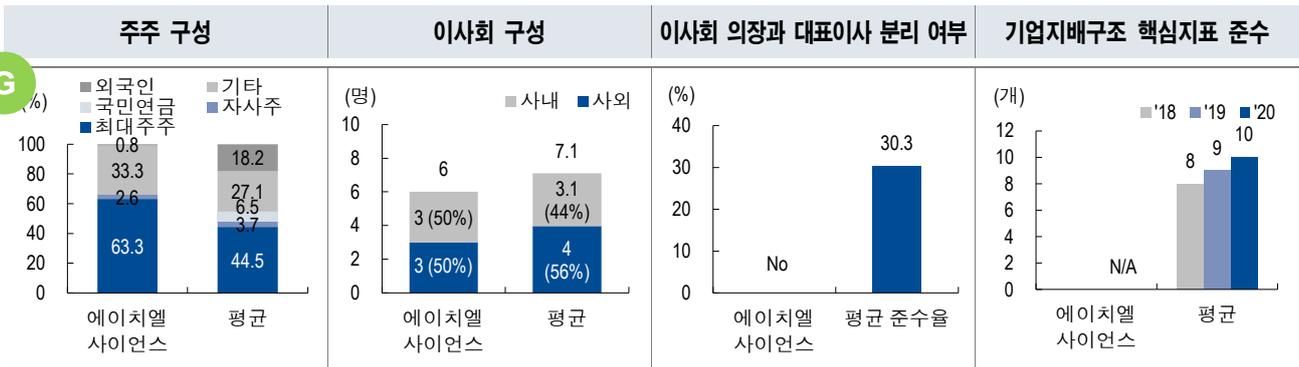
Historical Key financials

(단위: 십억원, %)

|                | 2012 | 2013  | 2014  | 2015  | 2016  | 2017  | 2018   | 2019   | 2020   |
|----------------|------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|
| 매출액            | N/A  | 15.0  | 17.2  | 23.7  | 40.9  | 40.2  | 64.1   | 128.3  | 143.0  |
| 영업이익           | N/A  | 1.8   | 2.5   | 3.0   | 6.8   | 5.3   | 12.2   | 23.7   | 23.6   |
| 영업이익률(%)       | N/A  | 12.2  | 14.5  | 12.6  | 16.7  | 13.3  | 19.1   | 18.5   | 16.5   |
| 세전이익           | N/A  | 2.0   | 2.5   | 4.3   | 7.5   | 5.9   | 13.6   | 25.0   | 24.8   |
| 순이익            | N/A  | 1.7   | 2.1   | 3.5   | 6.1   | 4.9   | 10.9   | 19.7   | 19.6   |
| 지배지분순이익        | N/A  | 1.7   | 2.1   | 3.5   | 6.1   | 4.9   | 10.9   | 19.7   | 19.6   |
| EBITDA         | N/A  | 2.0   | 2.7   | 3.2   | 7.1   | 5.8   | 12.9   | 24.3   | 24.3   |
| CAPEX          | N/A  | 4.9   | 0.4   | 0.7   | 4.1   | 4.9   | 0.4    | 7.5    | 0.5    |
| Free Cash Flow | N/A  | -3.2  | 1.9   | 2.4   | 1.5   | 0.9   | 12.7   | 13.9   | 14.4   |
| EPS(원)         | N/A  | 799   | 1,032 | 1,549 | 1,366 | 916   | 2,015  | 3,661  | 3,643  |
| BPS(원)         | N/A  | 4,793 | 4,966 | 3,460 | 9,308 | 9,854 | 11,682 | 15,061 | 17,774 |
| DPS(원)         | 0    | 0     | 0     | 0     | 0     | 191   | 286    | 381    | 381    |
| 순차입금           | N/A  | 0.5   | -1.3  | -6.2  | -37.1 | -35.3 | -46.9  | -59.6  | -65.9  |
| ROE(%)         | N/A  | 16.7  | 21.1  | 28.5  | 18.8  | 9.6   | 18.7   | 27.4   | 22.2   |
| ROIC(%)        | N/A  | N/A   | 25.1  | 29.2  | 60.9  | 40.8  | 87.1   | 136.3  | 97.0   |
| 배당성장률(%)       | N/A  | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   | 20.5  | 14.0   | 10.3   | 10.2   |
| 배당수익률(%)       | N/A  | N/A   | N/A   | N/A   | 0.0   | 0.6   | 0.7    | 0.7    | 0.8    |
| 순차입금 비율(%)     | N/A  | 4.6   | -13.1 | -43.0 | -73.9 | -66.4 | -74.5  | -73.4  | -68.7  |

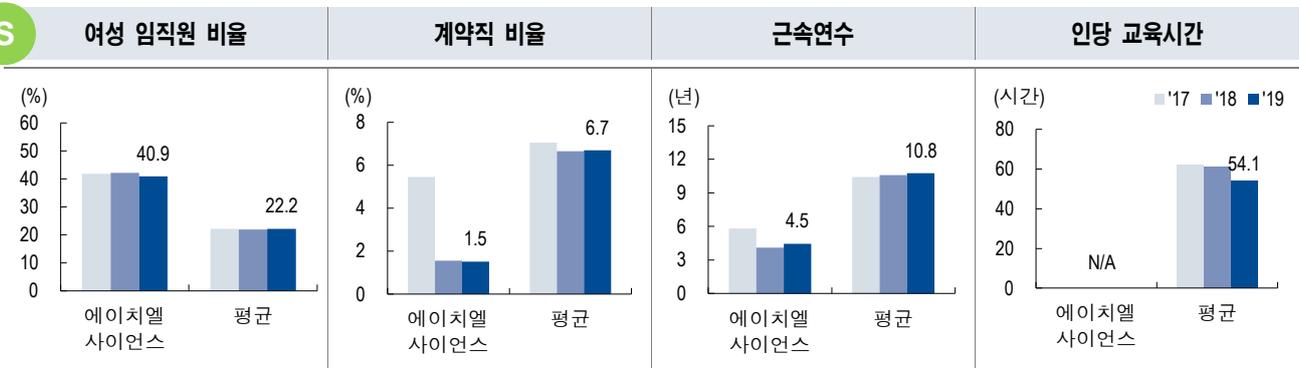
자료: 에이치엘사이언스, NH투자증권 리서치본부

ESG Index & Event



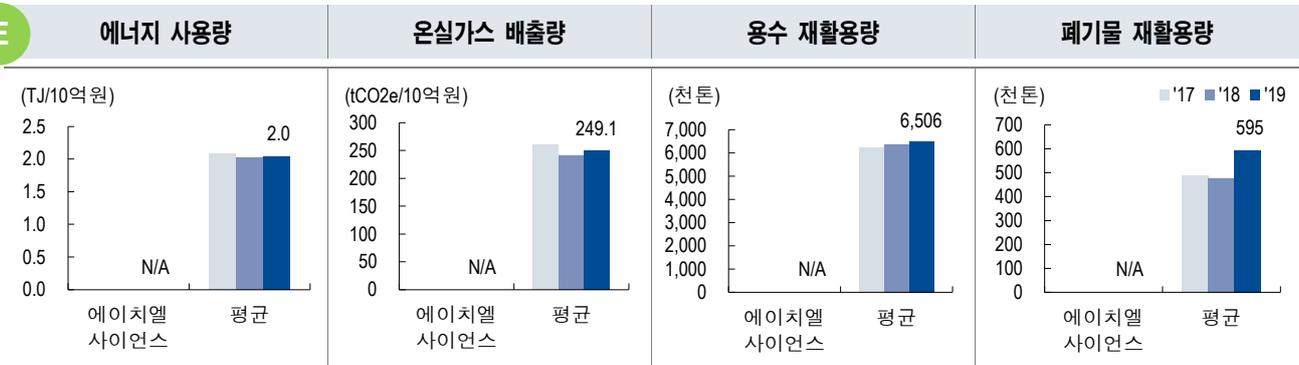
주1: 평균은 2021년 기업지배구조보고서 의무공시 대상 비금융 175개사 대상  
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황  
 자료: 에이치엘사이언스, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부

S



주: 평균은 2020년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 171개사 중 지속가능경영보고서 공시한 66개사 대상  
 자료: 에이치엘사이언스, NH투자증권 리서치본부

E



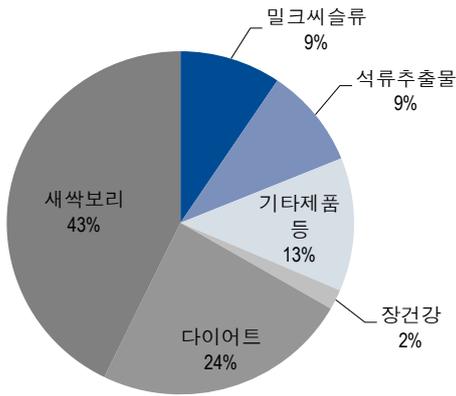
주: 평균은 2020년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 171개사 중 지속가능경영보고서 공시한 66개사 대상  
 자료: 에이치엘사이언스, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

| Category | Date    | Event                             |
|----------|---------|-----------------------------------|
| S        | N/A     | - N/A                             |
|          | 2016.12 | - 경기도 착한기업상 수상                    |
|          | 2018.12 | - 경기도 "2018 가족친화 일하기 좋은 기업" 인증 획득 |
| G        | 2020.12 | - 소비자중심경영(CCM) 6회 연속(12년간) 인증 획득  |
|          | 2016.10 | - 코스닥 시장 상장                       |

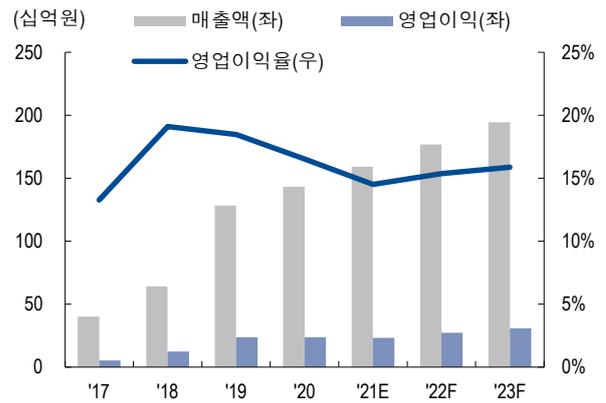
자료: 에이치엘사이언스, NH투자증권 리서치본부

그림1. 석류추출물 비중은 9%로 줄어들었으나 확대 기대



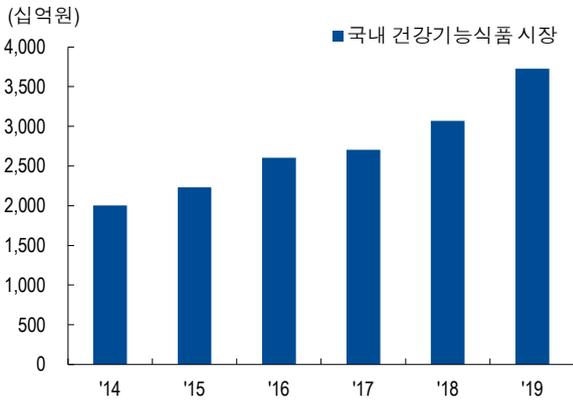
자료: 에이치엘사이언스, NH투자증권 리서치본부

그림2. 영업이익률은 올해를 바닥으로 개선될 전망



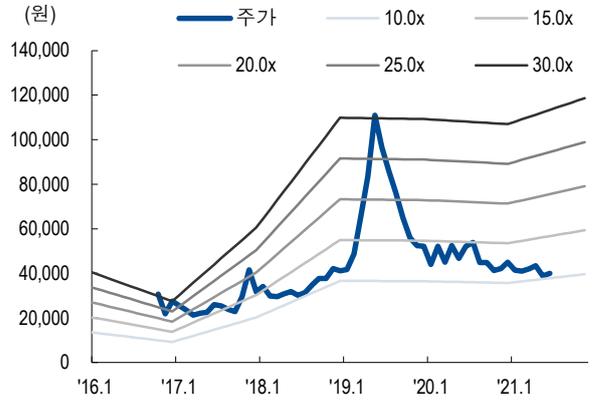
자료: 에이치엘사이언스, NH투자증권 리서치본부

그림3. 국내 건강기능식품 시장 규모 추이



자료: 식약처, NH투자증권 리서치본부

그림4. Forward PER Band



자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

그림5. 우슬조인트100의 매출은 아직 기대만큼은 아님



자료: 에이치엘사이언스, NH투자증권 리서치본부

그림6. 올해 새싹보리는 연 매출 700억원 기대



자료: 에이치엘사이언스, NH투자증권 리서치본부

표1. Peer Group Analysis

(단위: 원, 십억원, 달러, 백만달러, 배, %)

| 회사명      | 에이치엘<br>사이언스 | 콜마비엔<br>에이치 | 뉴트리    | 팜스빌    | 노바렉스   | USANA   | Herbalife | NU Skin |         |
|----------|--------------|-------------|--------|--------|--------|---------|-----------|---------|---------|
| 주가 (7/6) | 39,350       | 49,900      | 36,700 | 10,850 | 44,800 | 100.9   | 52.9      | 56.3    |         |
| 시가총액     | 212.2        | 1,474.2     | 334.5  | 86.0   | 403.4  | 2,041.3 | 6,245.1   | 2,816.4 |         |
| 매출액      | 2020         | 143.0       | 606.9  | 190.1  | 39.4   | 222.8   | 1,134.6   | 5,541.8 | 2,581.9 |
|          | 2021E        | 159.0       | 720.8  | 291.2  | 70.0   | 281.8   | 1,266.0   | 6,136.0 | 2,852.5 |
|          | 2022F        | 176.8       | 841.6  | 347.7  | 83.3   | 342.6   | 1,293.0   | 6,532.5 | 2,944.8 |
| 영업이익     | 2020         | 23.6        | 109.2  | 23.5   | 4.3    | 27.0    | 176.5     | 726.5   | 260.8   |
|          | 2021E        | 23.1        | 126.0  | 38.0   | 17.4   | 35.3    | 187.0     | 805.5   | 301.3   |
|          | 2022F        | 27.2        | 147.4  | 46.4   | 20.4   | 44.0    | 190.0     | 854.0   | 314.5   |
| 순이익      | 2020         | 19.6        | 80.5   | 19.2   | 2.9    | 25.1    | 124.7     | 455.4   | 193.9   |
|          | 2021E        | 19.2        | 98.5   | 29.9   | 14.2   | 31.1    | 130.0     | 516.0   | 223.0   |
|          | 2022F        | 22.5        | 114.1  | 36.7   | 17.2   | 38.0    | 132.0     | 560.5   | 230.5   |
| PER      | 2020         | 12.3        | 19.1   | 11.8   | 29.9   | 14.0    | 13.2      | 14.2    | 14.9    |
|          | 2021E        | 11.0        | 15.0   | 11.2   | 7.8    | 13.0    | 16.0      | 10.8    | 13.3    |
|          | 2022F        | 9.9         | 12.9   | 9.1    | 6.5    | 10.6    | 15.7      | 9.9     | 12.6    |
| PBR      | 2020         | 2.5         | 4.7    | 3.2    | 1.5    | 3.0     | 3.7       | N/A     | 3.1     |
|          | 2021E        | 2.0         | 3.6    | 3.4    | 1.4    | 2.8     | N/A       | N/A     | 3.0     |
|          | 2022F        | 1.7         | 2.8    | 2.5    | 1.2    | 2.2     | N/A       | N/A     | 2.8     |
| ROE      | 2020         | 22.2        | 27.9   | 30.0   | 5.2    | 24.3    | 31.4      | N/A     | 21.9    |
|          | 2021E        | 18.4        | 26.7   | 35.5   | 19.9   | 23.9    | N/A       | N/A     | 24.3    |
|          | 2022F        | 18.3        | 24.5   | 31.8   | 20.1   | 23.4    | N/A       | N/A     | 23.8    |

주: 에이치엘사이언스, 뉴트리는 당사 추정치 기준

자료: Bloomberg, FnGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

# 흥국에프엔비 (189980.KQ)

## 이제 B2C로 확대

Company Comment | 2021. 7. 8

※ESG Index/Event는 24페이지 참조

푸룬(서양자두)을 활용한 주스 생산 기업인 테일러팜스 경영권을 확보하면서 B2C로 판매 채널 확대. 스타벅스, 쿠팡,마켓컬리 등 기존 B2B 위주 사업 또한 양호한 성장 추세 이어갈 전망

### 테일러팜스 경영권 확보로 B2C 판매 채널 확보

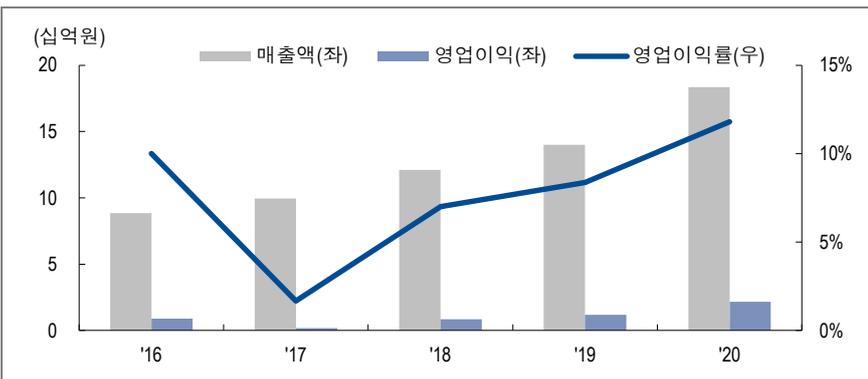
6월 24일 공시에 따르면 동사는 테일러팜스 지분 75%를 225억원에 확보. 테일러팜스는 미국 테일러브라더스 팜스사의 푸룬(서양자두)을 수입해 푸룬주스 등을 제조. 2006년부터 CJ올리브영과 거래 증으로 지난 5년간 매출액 성장률 CAGR +20% 이상이며 작년 영업이익률도 11.8% 수준. 흥국에프엔비의 테일러팜스 지분 확보는 B2C 판매 채널 확대에 긍정적인 것으로 판단. 테일러팜스 주력 제품인 푸룬 및 딥워터의 경우 다이어트와 변비에 효과가 좋아 이너뷰티 시장 호조에 따른 매출액 증가 기대

동사는 스타벅스, 이디야 등 오프라인 전문 프랜차이즈와 쿠팡,마켓컬리 등 온라인 전문 사업자향 매출 비중이 큰 B2B 사업자. 국내 프랜차이즈 사업자들은 코로나19 여파에서 벗어나 올해 턴어라운드 가시화. 2020년 전체 매출 중 프랜차이즈 비중은 46%였으나 2021년 1분기 54%로 개선. 특히 스타벅스의 성장과 더불어 동반 성장 중. 스타벅스커피코리아는 2020년 영업이익 성장률이 -6.1%로 소폭 둔화되었으나 2021년 1분기 기준으로 영업이익이 전년 동기 대비 72.3% 개선되면서 확실한 턴어라운드 시현

### B2C로의 확장 통한 성장률 제고 전망

2021년 안정적 본업 성장과 더불어 테일러팜스 실적 반영되면서 매출액 734억원(+45.6% y-y), 영업이익 91억원(+265.5% y-y)으로 대폭 성장할 것. 동사의 2021E PER은 18.1배로 음식료 섹터 평균 수준이나 매출액 및 영업이익 성장률이 상대적으로 높음. 2022년은 테일러팜스 인수 효과가 온기 반영되면서 매출액 940억원(+28.1% y-y)으로 성장 지속할 것

### 테일러팜스는 2020년 매출액 183억원, 영업이익률 11.8%를 기록한 강소 중견 브랜드



자료: 흥국에프엔비, NH투자증권 리서치본부 전망

## Not Rated

현재가 ('21/07/06)

3,885원

|                     |                   |
|---------------------|-------------------|
| 업종                  | 음식료, 담배           |
| KOSPI / KOSDAQ      | 3305.21 / 1044.96 |
| 시가총액(보통주)           | 149.1십억원          |
| 발행주식수(보통주)          | 38.4백만주           |
| 52주 최고가 ('21/03/31) | 5,420원            |
| 최저가 ('20/08/24)     | 1,370원            |
| 평균거래대금(60일)         | 4,284백만원          |
| 배당수익률 (2021E)       | 0.51%             |
| 외국인지분율              | 0.3%              |

### 주요주주

오길영 외 6 인 48.7%

| 주가상승률      | 3개월   | 6개월  | 12개월  |
|------------|-------|------|-------|
| 절대수익률 (%)  | -24.1 | 92.8 | 120.7 |
| 상대수익률 (%p) | -29.7 | 81.1 | 60.5  |

|           | 2020  | 2021E | 2022F | 2023F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액       | 50.4  | 73.4  | 94.0  | 104.5 |
| 증감률       | -6.2  | 45.6  | 28.1  | 11.2  |
| 영업이익      | 2.5   | 9.1   | 12.0  | 13.9  |
| 증감률       | -57.4 | 265.5 | 32.8  | 16.0  |
| 영업이익률     | 4.9   | 12.3  | 12.8  | 13.3  |
| (지배지분)순이익 | 4.1   | 8.2   | 9.9   | 11.5  |
| EPS       | 110   | 214   | 257   | 300   |
| 증감률       | -23.9 | 94.9  | 20.1  | 16.5  |
| PER       | 19.2  | 18.1  | 15.1  | 13.0  |
| PBR       | 1.2   | 2.0   | 1.7   | 1.6   |
| EV/EBITDA | 11.3  | 9.9   | 7.8   | 6.5   |
| ROE       | 6.1   | 11.4  | 12.2  | 12.7  |
| 부채비율      | 34.5  | 33.3  | 31.9  | 30.4  |
| 순차입금      | -0.4  | -6.8  | -14.4 | -23.5 |

단위: 십억원, %, 원, 배  
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준  
자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 백준기  
02)768-7066, jack.baek@nhq.com

Summary

홍국에프엔비는 2008년 설립된 식품 제조 기업. 에이드베이스, 스무디, 착즙주스 등을 국내 프랜차이즈(스타벅스, 이디야 등) 업체와 대형 마트(이마트 등) 및 온라인(쿠팡, 마켓컬리 등) PB 상품으로 납품하는 B2B 위주 기업. 주요 제품은 1) 과일농축액: 스타벅스, 이디야, 할리스 등에 납품하는 자몽, 유자, 청포도, 레몬 농축액, 2) 커피: 이디야, 파스쿠치 등에 납품하는 콜드브루, 질스코피, 3) 디저트: 빙수 제조를 위한 빙삭기 및 부자재임. 최대주주는 오길영 대표이사이며 특수관계인 포함 49.04%의 지분 보유

Share price drivers/Earnings Momentum

- 프랜차이즈 커피와 온라인 유통 채널 안정적 성장 지속
- 인수한 테일러팜스의 푸른 제품의 판매 호조

Downside Risk

- B2C 진출 확대 따른 비용 증가 가능성
- 고객사 이탈 리스크

Cross valuations (단위: 배, %)

| Company | PER   |       | PBR   |       | ROE   |       |
|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|         | 2021E | 2022F | 2021E | 2022F | 2021E | 2022F |
| USANA   | 16.0  | 15.7  | N/A   | N/A   | N/A   | N/A   |
| NU Skin | 13.3  | 12.6  | 3.0   | 2.8   | 24.3  | 23.8  |
| 뉴트리     | 10.6  | 8.0   | 3.1   | 2.3   | 37.0  | 34.8  |
| 팜스빌     | 7.8   | 6.5   | 1.4   | 1.2   | 19.9  | 20.1  |

자료: FnGuide, NH투자증권 리서치본부

Historical valuations (단위: 배, %)

| Valuations | 2019 | 2020 | 2021E | 2022F | 2023F |
|------------|------|------|-------|-------|-------|
| PER        | 12.3 | 19.2 | 18.1  | 15.1  | 13.0  |
| PBR        | 1.0  | 1.2  | 2.0   | 1.7   | 1.6   |
| PSR        | 1.2  | 1.5  | 2.0   | 1.6   | 1.4   |
| ROE        | 8.6  | 6.1  | 11.4  | 12.2  | 12.7  |
| ROIC       | 9.0  | 4.2  | 13.3  | 16.6  | 19.0  |

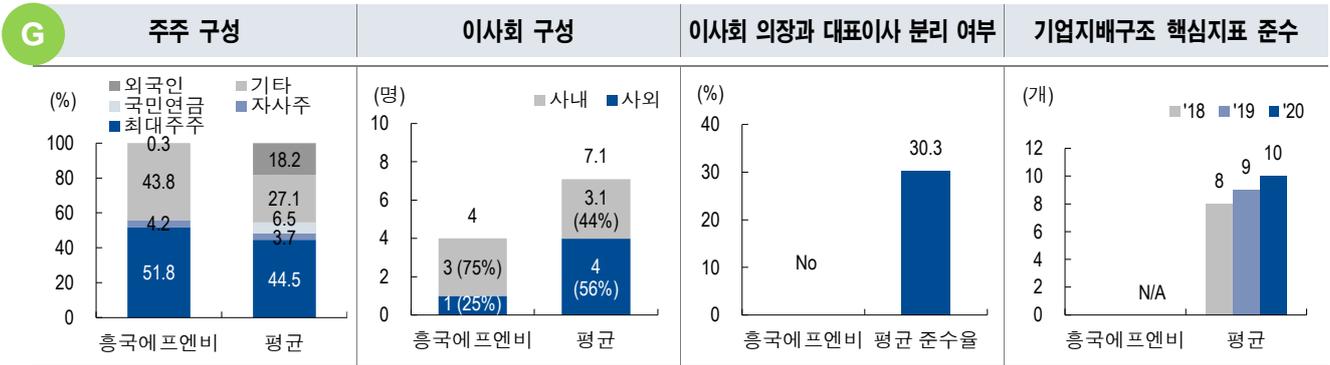
자료: NH투자증권 리서치본부

Historical Key financials (단위: 십억원, %)

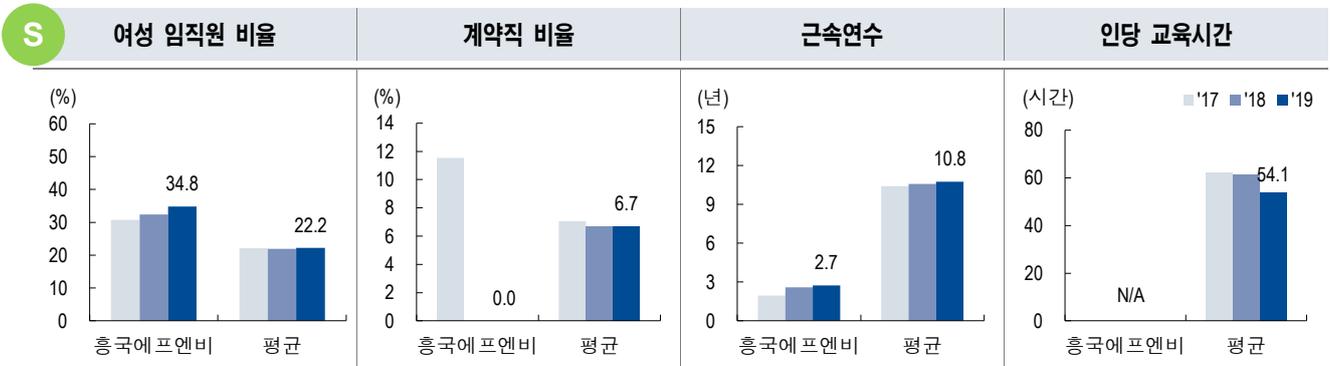
|                | 2012 | 2013 | 2014 | 2015  | 2016  | 2017  | 2018  | 2019  | 2020  |
|----------------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액            | 24.2 | 30.3 | 35.0 | 39.6  | 41.4  | 44.9  | 47.7  | 53.8  | 50.4  |
| 영업이익           | 4.3  | 6.7  | 8.0  | 8.6   | 3.9   | 2.9   | 4.3   | 5.8   | 2.5   |
| 영업이익률(%)       | 18.0 | 22.1 | 22.7 | 21.7  | 9.5   | 6.4   | 8.9   | 10.8  | 4.9   |
| 세전이익           | 3.9  | 6.4  | 7.7  | 8.3   | 4.1   | 2.9   | 3.4   | 6.7   | 4.2   |
| 순이익            | 3.3  | 4.7  | 6.1  | 6.6   | 3.3   | 2.6   | 2.8   | 5.3   | 3.9   |
| 지배지분순이익        | 3.3  | 4.7  | 6.1  | 6.6   | 3.3   | 2.6   | 2.8   | 5.3   | 4.1   |
| EBITDA         | 5.3  | 8.1  | 10.0 | 10.9  | 7.2   | 6.7   | 8.0   | 10.1  | 7.2   |
| CAPEX          | 4.7  | 4.5  | 3.5  | 13.8  | 4.3   | 6.8   | 4.5   | 7.5   | 5.4   |
| Free Cash Flow | -1.5 | 0.7  | 2.7  | -7.3  | 0.2   | -1.2  | -0.2  | 2.3   | -0.8  |
| EPS(원)         | 158  | 219  | 246  | 219   | 91    | 71    | 75    | 144   | 110   |
| BPS(원)         | 461  | 675  | 945  | 1,744 | 1,511 | 1,564 | 1,627 | 1,745 | 1,790 |
| DPS(원)         | 0    | 20   | 40   | 40    | 20    | 10    | 20    | 30    | 20    |
| 순차입금           | 6.8  | 9.1  | 7.6  | -7.2  | 3.6   | -3.5  | 1.0   | -1.6  | -0.4  |
| ROE(%)         | 66.0 | 37.8 | 31.2 | 14.9  | 5.6   | 4.6   | 4.7   | 8.6   | 6.1   |
| ROIC(%)        | 33.8 | 19.1 | 21.5 | 19.8  | 7.4   | 5.5   | 6.0   | 9.0   | 4.2   |
| 배당성장(%)        | 0.0  | 9.0  | 16.3 | 22.2  | 21.0  | 13.4  | 25.4  | 19.9  | 8.7   |
| 배당수익률(%)       | N/A  | N/A  | N/A  | 0.6   | 0.7   | 0.6   | 1.6   | 1.7   | 0.9   |
| 순차입금 비율(%)     | 67.1 | 61.4 | 31.3 | -11.2 | 6.5   | -6.2  | 1.7   | -2.5  | -0.6  |

자료: 홍국에프엔비, NH투자증권 리서치본부

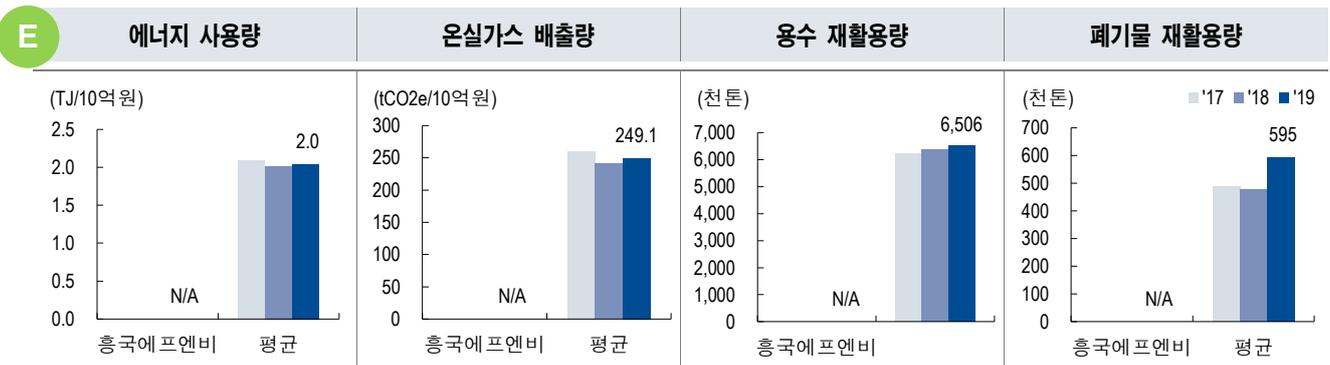
ESG Index & Event



주1: 평균은 2021년 기업지배구조보고서 의무공시 대상 비금융 175개사 대상  
 주2: 기업지배구조 핵심지표는 기업지배구조보고서에서 공시하는 주주, 이사회, 감사기구 관련 15개 핵심지표의 준수 현황  
 자료: 흥국에프엔비, 전자공시시스템, NH투자증권 리서치본부



주: 평균은 2020년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 171개사 중 지속가능경영보고서 공시한 66개사 대상  
 자료: 흥국에프엔비, NH투자증권 리서치본부



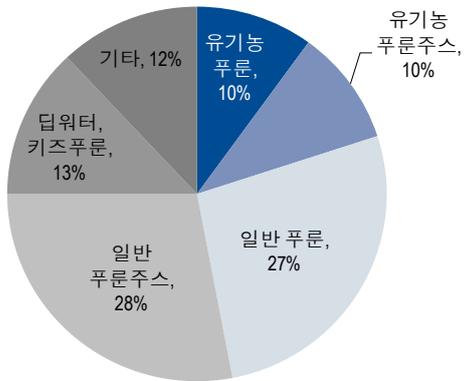
주: 평균은 2020년 기업지배구조보고서 의무공시 비금융 171개사 중 지속가능경영보고서 공시한 66개사 대상  
 자료: 흥국에프엔비, NH투자증권 리서치본부

ESG Event

|   |         |                             |
|---|---------|-----------------------------|
| E |         | - N/A                       |
| S | 2021.04 | - 최대주주겸 대표이사 배당금 포기, 직원 격려금 |
| G | 2015.08 | - 코스닥 시장 상장                 |
|   | 2021.03 | - 보통주 1주당 20원 현금배당 결정       |

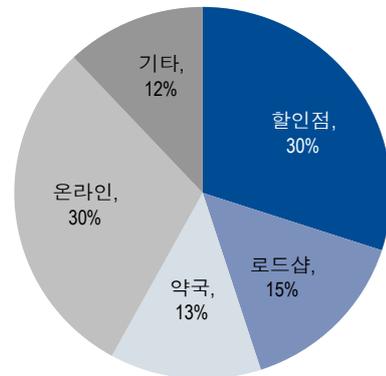
자료: 흥국에프엔비, NH투자증권 리서치본부

그림1. 테일러팜스 주요 매출 Breakdown



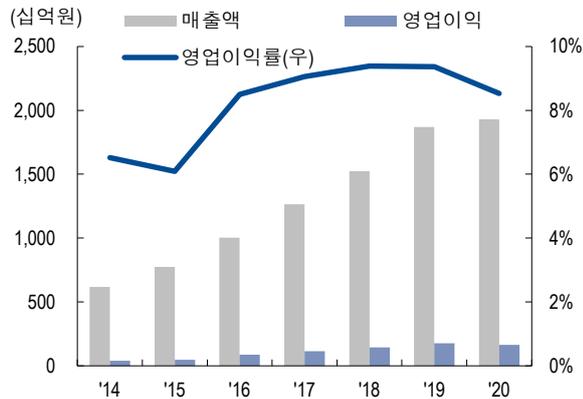
자료: 흥국에프엔비, NH투자증권 리서치본부

그림2. 테일러팜스 주요 채널 Breakdown



자료: 흥국에프엔비, NH투자증권 리서치본부

그림3. 주요 고객사 스타벅스커피코리아 2020년 코로나로 감익



자료: 스타벅스커피코리아, NH투자증권 리서치본부

그림4. 신규 인수한 Taylor의 푸룬 제품 라인업



자료: 테일러팜스, NH투자증권 리서치본부

그림5. 동사 분기별 매출액 Breakdown



자료: 흥국에프엔비, NH투자증권 리서치본부

**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. (2021년 7월 2일 기준)

- 투자의견 분포

| Buy   | Hold  | Sell |
|-------|-------|------|
| 70.3% | 29.3% | 0.5% |

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

**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.