

개별인정형 건기식의 장벽

Analyst 박병국

02-3787-2474 bbk1100@hmsec.com

현재주가 (11/19)	38,150원
상승여력	33.7%
시가총액	343십억원
발행주식수	9,004천주
자본금/액면가	5십억원/500원
52주 최고가/최저가	44,750원/18,550원
일평균 거래대금 (60일)	3십억원
외국인지분율	2.02%
주요주주	권석형 외 7인 37.41%
주가상승률	1M 3M 6M
절대주가(%)	-0.1 -7.3 18.5
상대주가(%p)	-4.5 -11.7 -4.1

* K-IFRS 별도 기준

(단위: 원)	EPS(20F)	EPS(21F)	T/P
Before	N/A	N/A	
After	2,456	3,714	51,000
Consensus	N/A	N/A	51,500
Cons. 차이	N/A	N/A	-1.0%

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 노바렉스에 대한 투자이견 BUY, 목표주가 51,000원으로 신규 커버리지 개시
- 단순 OEM이 아닌 자사의 개별인정형 허가 성분을 가지고 생산을 하는 플랫폼 전략
- COVID-19로 인한 건강기능식품 시장 확대가 예상되며, 공장 증설에 따른 어닝 확대

주요 이슈 및 실적전망

- 20년 별도 기준 실적은 매출액 2,150억 원(YoY 35%), 영업이익 258억 원(YoY 50%) 전망
- 21년은 별도 기준, 매출액 3,009억 원(YoY 40%), 영업이익 391억 원(YoY 51%)을 전망하며 지속적인 성장을 기대
- 노바렉스는 현재 36개의 개별인정형 원료를 보유하고 있으며 이는 국내업체 최다 보유. 뿐만 아니라 2021년 9건, 2014년 14건을 추가 신청할 예정이며 총 100개의 개별인정형 원료개발 계획을 가지고 있음. 이렇게 허가권을 확보하여 성분에 대한 독점을 하는 동시에 직접 판매를 하지 않기 때문에 판매관리보다는 R&D에 역량을 좀 더 집중할 수 있음
- 뿐만 아니라 이번 COVID-19 사태를 겪으면서 면역력, 셀프 메디케이션에 대한 인식이 높아졌고 이는 건강기능식품 성장에 큰 역할을 함
- 현재 매출 2,000억 규모의 케파를 가지고 있으나 증가하는 수요에 대응하기 위해 2,000억 원 규모의 공장을 증설하고 있음. 신공장은 내년 3월에 완공될 예정이며 6월부터는 매출 확보 가능
- 현재 짓고 있는 신공장의 가동률은 이르면 2023년 하반기에 풀케파 가동이 될 것으로 전망됨. 따라서 2022년 경 추가 공장증설 가능성을 배제할 수 없고 이는 지속적인 어닝 확대로 연결

주가전망 및 Valuation

- PER 방식을 적용하였으며, 20년 3분기 피어그룹의 21년 PER 평균인 13.8배 적용. 노바렉스의 21년 EPS 추정치는 3,719원으로 산출되었으며, 목표 시가총액은 4,611억 원
- COVID-19, 인터넷 판매로 인한 젊은 층의 유입, 고령화 사회 가속 등의 흐름으로 인해 장 단기간 측면에서 건강기능식품 산업의 성장이 예상됨. 개별인정형 허가 확대를 통한 생산 독점 전략은 건강기능식품 산업에서 동사의 지위를 더욱 공고히 할 것. 현재 주가 상승 여력 33.7%

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2018	107	12	10	14	1,301	16.0	12.2	1.8	7.6	15.8	1.3
2019	159	17	15	20	1,659	27.5	12.1	1.9	8.6	17.2	1.0
2020F	215	26	22	29	2,456	48.1	15.5	3.1	11.7	21.5	0.5
2021F	301	39	33	43	3,714	51.2	10.3	2.4	7.4	26.1	0.5
2022F	327	43	36	46	4,009	8.0	9.5	1.9	6.1	22.3	0.5

* K-IFRS 별도 기준

밸류에이션

〈표1〉 노바렉스 PER 밸류에이션

	factor	단위	내용
타겟 PER	13.8	배	20년 3분기 기준 PEER 그룹 21년 PER 평균 적용
EPS	3718.9	원	21년 EPS
목표주가	51000	원	
현재주가	38150	원	
상승여력	33.7	%	

자료 : 현대차증권

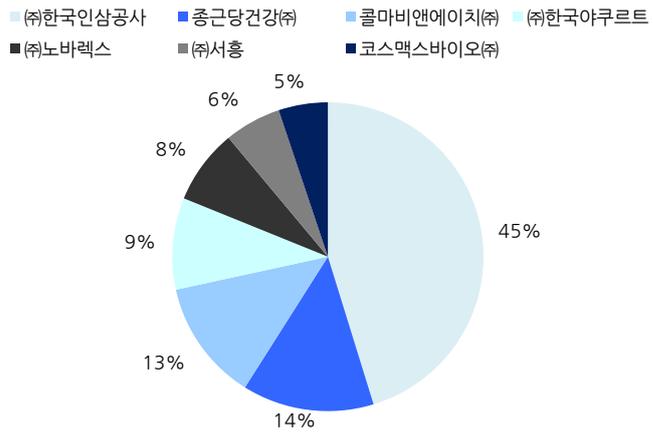
〈표2〉 노바렉스 실적 전망

	2017	2018	2019	2020	2021	2022
매출	80.9	107.3	159.1	215.0	300.9	327.3
YoY(%)	5%	33%	48%	35%	40%	9%
영업이익	10.5	12.4	17.2	25.8	39.1	42.5
영업이익률(%)	13.0%	11.6%	10.8%	12.0%	13.0%	13.0%
지배주주 순이익	8.6	10.5	14.9	22.1	33.5	36.1
순이익률(%)	11%	10%	9%	10%	11%	11%

자료 : 현대차증권

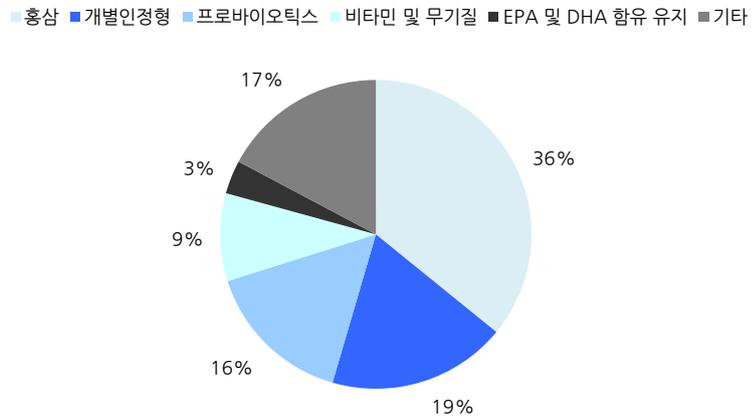
국내 건강기능식품 현황

<그림1> 2019년 건강기능식품 기업별 생산 점유율



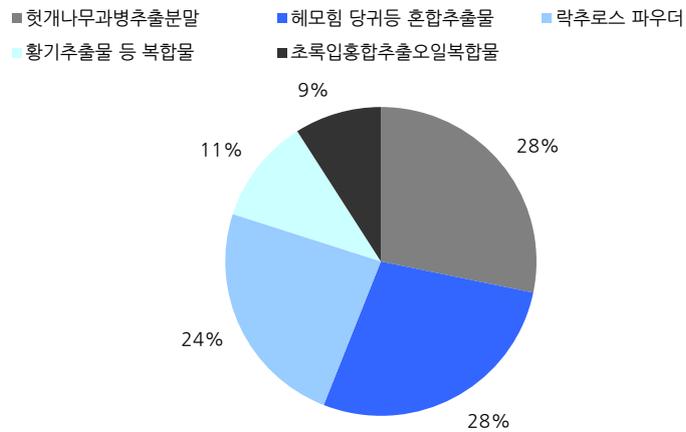
자료 : 현대차증권

<그림2> 2019년 건강기능식품 품목별 점유율



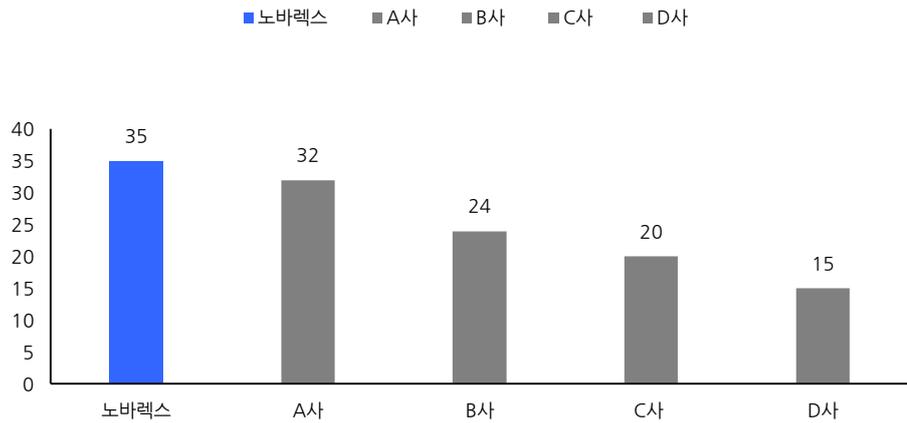
자료 : 현대차증권

<그림1> 국내 개별인정형 원료별 생산 점유율



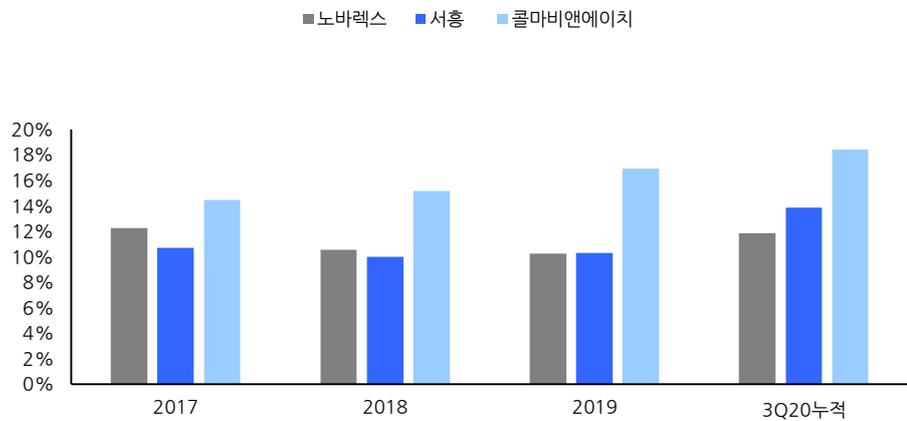
자료 : 현대차증권

<그림4> 건강기능식품회사의 개별인정형 원료 보유 현황



자료 : 현대차증권

<그림5> 건강기능식품 제조3사 영업이익률 비교



자료 : 현대차증권

(단위:십억원)					
포괄손익계산서	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	107	159	215	301	327
증가율 (%)	32.1	48.6	35.2	40.0	8.6
매출원가	87	131	176	244	265
매출원가율 (%)	81.3	82.4	81.9	81.1	81.0
매출총이익	21	29	39	57	62
매출이익률 (%)	19.6	18.2	18.1	18.9	19.0
증가율 (%)	23.5	38.1	34.5	46.2	8.8
판매관리비	8	11	13	18	20
판매비율 (%)	7.5	6.9	6.0	6.0	6.1
EBITDA	14	20	29	43	46
EBITDA 이익률 (%)	13.1	12.6	13.5	14.3	14.1
증가율 (%)	16.7	42.9	45.0	48.3	7.0
영업이익	12	17	26	39	43
영업이익률 (%)	11.2	10.7	12.1	13.0	13.1
증가율 (%)	9.1	41.7	52.9	50.0	10.3
영업외손익	0	1	0	0	0
금융수익	0	1	1	0	0
금융비용	0	0	1	0	0
기타영업외손익	0	-0	0	0	0
종속관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	13	17	26	39	43
세전계속사업이익률	12.1	10.7	12.1	13.0	13.1
증가율 (%)	30.0	30.8	52.9	50.0	10.3
법인세비용	2	3	4	6	6
계속사업이익	10	15	22	33	36
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	10	15	22	33	36
당기순이익률 (%)	9.3	9.4	10.2	11.0	11.0
증가율 (%)	11.1	50.0	46.7	50.0	9.1
지배주주지분 순이익	10	15	22	33	36
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	-0	0	0	0
총포괄이익	10	15	22	33	36

(단위:십억원)					
현금흐름표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동으로인한현금흐름	8	-0	40	32	38
당기순이익	10	15	22	33	36
유형자산 상각비	2	3	4	3	3
무형자산 상각비	0	0	0	0	0
외환손익	-0	-0	0	0	0
운전자본의 감소(증가)	-5	-15	13	-5	-1
기타	1	-3	1	1	0
투자활동으로인한현금흐름	-13	-23	-36	-2	-0
투자자산의 감소(증가)	-4	0	-1	-2	-0
유형자산의 감소	0	0	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-9	-21	-29	0	0
기타	0	-2	-6	0	0
재무활동으로인한현금흐름	19	18	9	-1	-2
차입금의 증가(감소)	0	20	10	0	0
사채의 증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	21	0	0	0	0
배당금	-2	-2	-2	-2	-2
기타	0	0	1	1	0
기타현금흐름	0	-0	-0	0	0
현금의 증가(감소)	15	-6	13	29	36
기초현금	21	35	29	42	71
기말현금	35	29	42	71	107

* K-IFRS 별도 기준

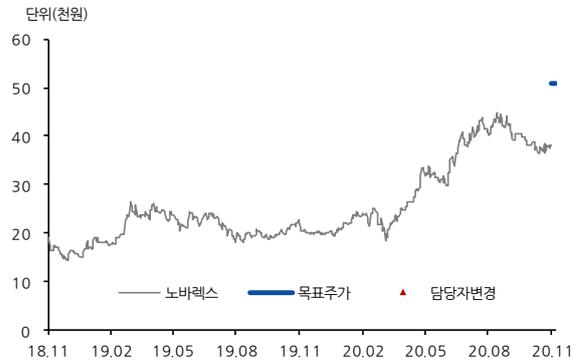
(단위:십억원)					
재무상태표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	63	80	100	160	204
현금성자산	35	29	42	71	107
단기투자자산	0	0	0	0	0
매출채권	14	24	25	40	44
재고자산	13	26	27	43	47
기타유동자산	1	1	1	1	1
비유동자산	44	76	102	100	98
유형자산	31	58	83	80	77
무형자산	1	1	2	2	1
투자자산	7	7	8	10	10
기타비유동자산	5	10	9	8	10
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	107	156	202	261	302
유동부채	26	39	56	80	86
단기차입금	0	0	15	15	15
매입채무	15	21	22	35	38
유동성장기부채	0	0	0	0	0
기타유동부채	11	18	19	30	33
비유동부채	1	23	34	36	37
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	20	30	30	30
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	1	3	4	6	7
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	27	62	90	116	123
지배주주지분	80	94	112	144	179
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	32	32	32	32	32
자본조정 등	0	0	-2	-2	-2
기타포괄이익누계액	0	0	0	0	0
이익잉여금	44	57	78	109	144
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	80	94	112	144	179

(단위:원, 배, %)					
주요투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
EPS(당기순이익 기준)	1,301	1,659	2,456	3,714	4,009
EPS(지배순이익 기준)	1,301	1,659	2,456	3,714	4,009
BPS(자본총계 기준)	8,935	10,385	12,486	16,023	19,856
BPS(지배지분 기준)	8,935	10,385	12,486	16,023	19,856
DPS	200	200	200	200	200
P/E(당기순이익 기준)	12.2	12.1	15.5	10.3	9.5
P/E(지배순이익 기준)	12.2	12.1	15.5	10.3	9.5
P/B(자본총계 기준)	1.8	1.9	3.1	2.4	1.9
P/B(지배지분 기준)	1.8	1.9	3.1	2.4	1.9
EV/EBITDA(Reported)	7.6	8.6	11.7	7.4	6.1
배당수익률	1.3	1.0	0.5	0.5	0.5
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	16.0	27.5	48.1	51.2	8.0
EPS(지배순이익 기준)	16.0	27.5	48.1	51.2	8.0
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	15.8	17.2	21.5	26.1	22.3
ROE(지배순이익 기준)	15.8	17.2	21.5	26.1	22.3
ROA	11.7	11.4	12.4	14.4	12.8
안정성 (%)					
부채비율	33.4	66.6	79.9	80.7	68.7
순차입금비율	순현금	순현금	순현금	순현금	순현금
이자보상배율	N/A	422.1	N/A	N/A	N/A

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일자	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2020.11.20	BUY	51,000		

▶ 최근 2년간 노바렉스 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

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

▶ 투자의견 분류

- ▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
 - OVERWEIGHT: 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
 - NEUTRAL: 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
 - UNDERWEIGHT: 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차증권의 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 (2019.10.01~2020.09.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	137건	87.8%
보유	19건	12.2%
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.