2021년 1월 29일

IBK기업은행 금융그룹
IBK투자증권

IBKS Issue Report

음식료 (Overweight)

2021년, 음식료 스몰캡에 기회는 있다!

음식료 김태현
02) 6915-5658
kith0923@ibks.com

본 조사분석자료는 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으며, 과거의 자료를 기초로 한 투자참고 자료로서 향후 주가 움직임은 과거의 패턴과 다를 수 있습니다. 고객께서는 자신의 판단과 책임 하에 종목 선택이나 투자시기에 대해 최종 결정하시기 바라며, 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권 투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

Executive Summary

2021년 음식료 스몰캡 아이디어

올 들어서도 코로나19 확산세가 여전함을 고려하면 식품 시장 내 건강기능식품과 가정간편식 수요 증가세가 당분간 이어질 것으로 예상되며, 이와 관련된 음식료 스몰캡 기업들의 2021년 실적 성장 및 주가 상승 기대감도 유효하다고 판단됨

1. 건강기능식품

- 코로나19 장기화에 따른 건강기능식품 수요 증가세 지속
- 프로바이오틱스(면역력), 루테인(눈), 콜라겐(피부_이너뷰티) 소비 확대
- 향후 규제 완화에 따른 개인 맞춤형 건강기능식품 시장 개화할 전망

2. 가정간편식(HMR)

- 내식(內食) 비중 증가에 따른 가정간편식(HMR) 고성장세 이어질 전망
- B2B사업 기반의 가정간편식 OEM/ODM 업체 수혜 기대
- 가정 내 에어프라이어 보급 확대가 냉동 간편식 시장 성장으로 귀결

3. 관심기업

- 노바렉스 (194700)
- 뉴트리 (270870)
- 코스맥스엔비티 (222040)
- 네오크레마 (311390)
- 우양 (103840)

1

건강기능식품

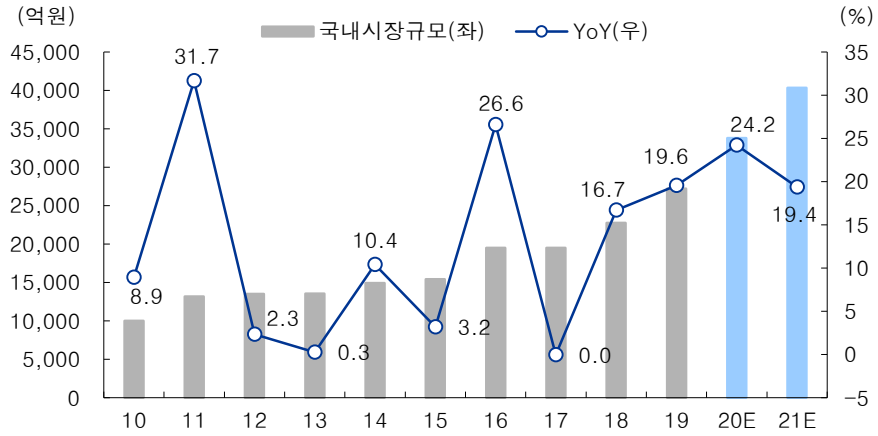
건강기능식품

올해도 고성장세 이어질 전망

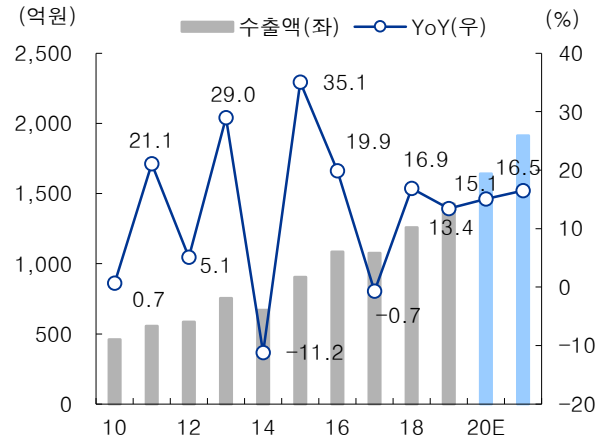
2018년 이래로 두자릿대 성장세 지속

- 올해 국내 건강기능식품 시장 규모(생산액-수출액+수입액)는 4조 338억원(+19.4% yoy)으로 전망됨. 코로나19 확산 이후 면역력 증진 등 건강에 대한 관심과 소비가 증가함에 따라 고성장세가 이어질 전망
- 작년 코로나19를 계기로 건강기능식품 섭취가 보다 대중화되고 습관화됨에 따라 향후 코로나 사태가 진정되더라도 시장 규모가 급격히 감소할 가능성은 크지 않을 것으로 사료됨

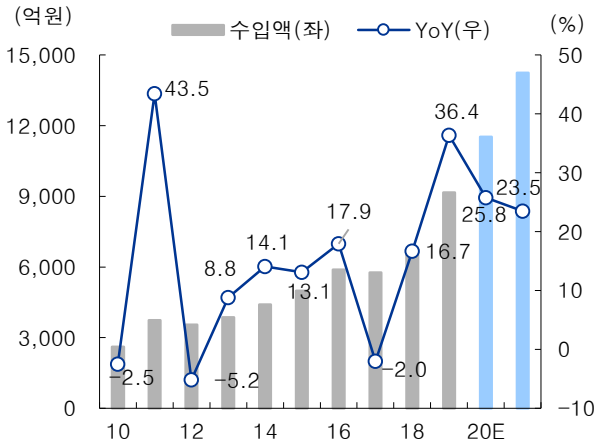
국내 건강기능식품 시장 규모 추이 및 전망



건강기능식품 수출 추이 및 전망



건강기능식품 수입 추이 및 전망



자료: 식품의약품안전처, IBK투자증권
주: 개인이 온라인 등에서 별도로 구매하는 해외직구 및 판매대행 등은 불포함

건강기능식품

초고령 사회 진입 초읽기, 중장기 성장 여력도 높아

구매 경험률 및 평균 구매액 증가세

- 구매 경험률이 매년 증가하는 가운데, 작년에는 100가구 중에 약 79가구가 연 1회 이상의 건강기능식품을 구입한 것으로 추산되며 가구당 연 평균 구매액도 2018년 301,350원에서 2020년 321,077원으로 상승

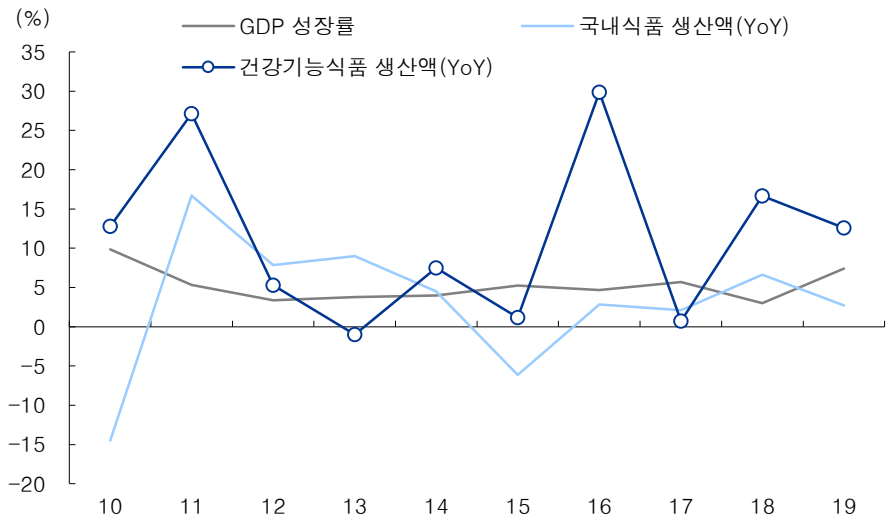
식품산업 및 GDP 대비 높은 성장세 이어질 전망

- 코로나 시대, 건강기능식품은 보다 건강한 일상을 위한 필수품으로 자리매김하고 있는 것으로 판단됨. 또한 중장기적 관점에서 보더라도 우리나라는 2025년 초고령사회(65세 이상 비중이 전체 인구의 20% 이상)에 진입, 2045년에는 세계 1위 고령화 국가가 될 것으로 전망되고 있어 건강기능식품은 식품산업 및 GDP 대비 높은 성장세가 유지될 것으로 예상됨

건강기능식품 구매 행동 지표

	구매경험률 (100가구 당)	구매 총 가구 수	평균 구매액 (1가구 당)
2018	76.2%	1,469만	301,350원
2019	78.5%	1,534만	304,341원
2020E	78.9%	1,551만	321,077원

건강기능식품, GDP, 국내식품산업의 성장률 비교



자료: 한국건강기능식품협회, 식품의약품안전처, IBK투자증권

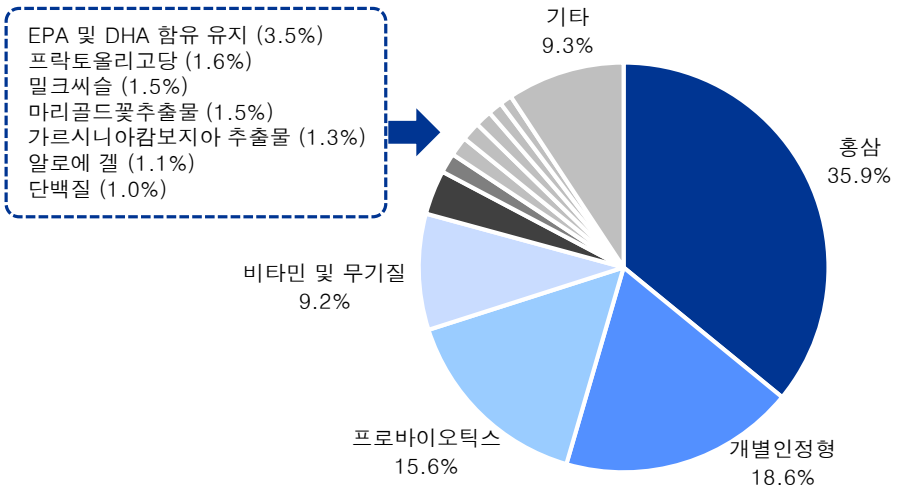
건강기능식품

작년 홍삼 판매 정체된 반면 프로바이오틱스는 고성장 지속

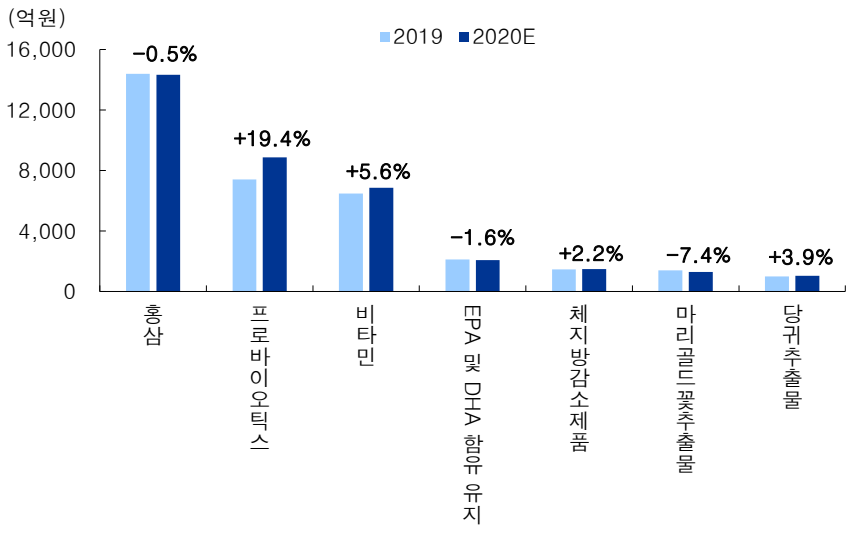
프로바이오틱스 고성장세 여전

- 작년 사회적 거리두기 조치로 인해 건강기능식품 중 선물 수요가 높은 홍삼 판매가 주춤했던 반면, 개인의 면역력 향상을 위한 프로바이오틱스 판매는 19.4%(yoy) 증가했을 것으로 전망. 단백질보충제와 콜라겐 판매도 각각 29.0%(yoy), 28.6%(yoy) 늘어난 것으로 추산됨

품목별 건강기능식품 생산 비중 (2019)



주요 기능성원료별 성장률



자료: 한국건강기능식품협회, 식품의약품안전처, IBK투자증권

건강기능식품

프로바이오틱스, 5년 내 홍삼 판매액 넘어설 듯

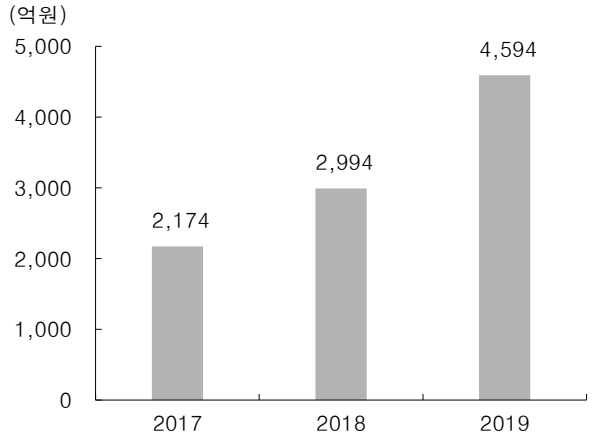
프로바이오틱스 활용범위 확대 추세

- 프로바이오틱스(유산균, 비피더스균 등)는 섭취되어 장에 도달했을 때, 장내 환경에 유익한 작용을 하는 균주. 신체 면역세포의 70% 이상이 집중돼있는 장 기능을 강화시켜 궁극적으로 신체 면역력을 높이고 천식, 비염, 피부염 등의 질환을 예방하는데 도움이 되는 것으로 알려져 있음
- 프로바이오틱스에 대한 소비자 수요가 늘면서 기존 발효유 뿐 아니라 유산균이 첨가된 분유, 제과 등 관련 식품 출시가 있따르고 있으며, 피부 질환과 미용 업계에도 활용되면서 프로바이오틱스 시장의 고성장세가 지속될 전망

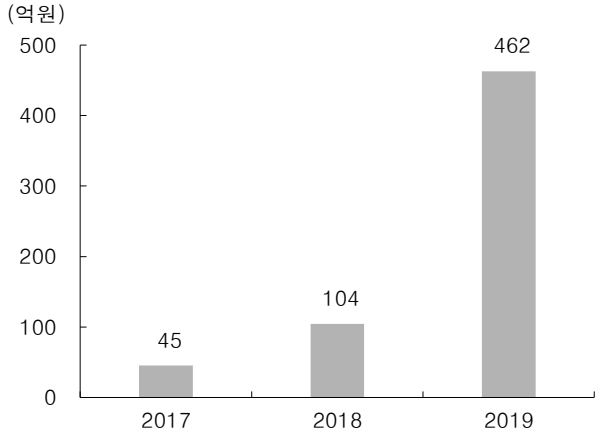
건강기능식품 시대별 유행 제품

시기	유행원료	기능성 내용 및 특징
1960~70년대	비타민	- 식욕을 돋우는 제품, 필수적인 영양소 보충
1970~80년대	비타민 버섯추출물	- 영양 보충 - 면역력 증대
1980~90년대	스쿠알렌 키토산	- 혈액순환에 좋고, 피가 맑아짐 - 혈액순환, 면역력강화, 영양공급 등
2000년대	홍삼 클로렐라 감마리놀렌산	- 면역기능 강화 - 5대 영양소, 식이섬유, 비타민, 미네랄 함유 - 관절염 예방, 혈액순환 촉진, 여성질환 예방
2010년대	밀크씨슬 가르시니아 캄보지아 추출물	- 간 건강 - 체지방 분해, 감소
2020년대	**프로바이오틱스 루테인 콜라겐**	**- 면역기능 강화, 장 건강 - 눈 건강 - 피부 건강**

프로바이오틱스 국내판매액 추이



프락토올리고당 국내판매액 추이



자료: 식품의약품안전처, 국내언론, IBK투자증권

건강기능식품

스마트폰 사용 늘면서 눈 건강 수요도 증가

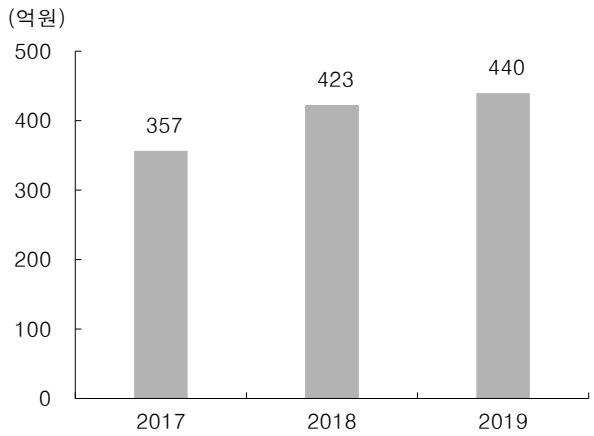
젊은층의 루테인 섭취 증가세

- 스마트폰 사용 시간이 증가하고 미세먼지 등 환경 문제로 인해 눈 건강 관리에 대한 수요도 꾸준한 증가세를 나타냄. 눈 건강에 도움이 되는 건강기능식품 소재는 비타민A(베타카로틴), 루테인, DHA 및 EPA 함유유지(오메가3), 빌베리추출물, 헤마토코쿠스 등이 있음
- 특히 루테인은 눈의 망막 중심에 있는 황반의 구성 성분으로 노화로 인해 감소할 수 있는 황반색소 밀도를 유지하여 눈 건강에 도움을 준다. 체내에서 스스로 합성되지 않고 나이가 들면서 점차 감소하기 때문에 외부로부터 보충이 요구되는 성분
- 또 DHA 및 EPA 함유유지(오메가3)는 혈행개선 및 중성지질 개선에 도움이 될 뿐만 아니라 건조한 눈(안구건조증)을 개선하는데 도움이 됨

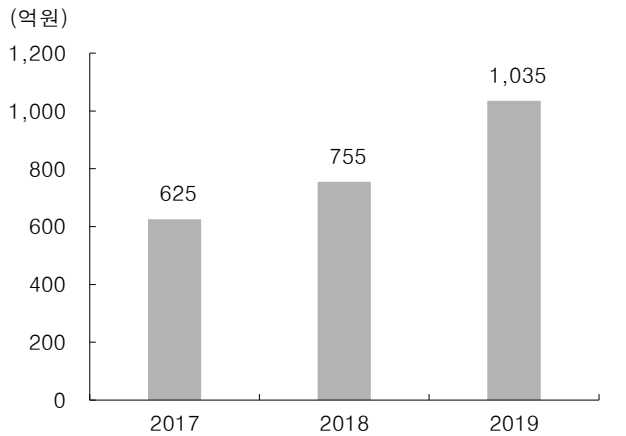
눈 건강 기능성 원료 인정 현황

기능성	기능성원료
눈의 피로도 개선에 도움	빌베리추출물, 헤마토코쿠스추출물
눈 건강에 도움	들쭉열매추출물, 루테인/지아잔틴복합추출물, 루테인 복합물, 루테인지아잔틴복합추출물 20%, 마리골드추출물(루테인에스테르), 지아잔틴추출물, EPA 및 DHA 함유 유지

마리골드꽃추출물(루테인) 국내매출액 추이



EPA 및 DHA 함유 유지



자료: 식품의약품안전처, IBK투자증권

건강기능식품

아름다움을 향한 욕망, 건강기능식품으로 채우다

콜라겐은 20대부터 60대까지 소비자 저변이 넓은 원료

- 여성 소비자들을 중심으로 이너뷰티(Inner-Beauty)에 대한 관심이 높아지고 있는 추세. 이에 피부 표면에 화장품을 바르는 것에 그치지 않고 피부에 도움이 되는 원료로 만든 건강기능식품을 알약, 캡슐 등의 형태로 섭취하는 피부 속 건강 관리가 각광받고 있음
- 피부 보습 관련 기능성 원료는 프로바이오틱스와 히알루론산, 콜라겐 등이 있음. 국내 이너뷰티 시장 규모는 2019년 5,000억원 수준으로, 일본 이너뷰티 시장이 1조 5,000억원을 상회함을 고려하면 국내 이너뷰티 관련 건강기능식품 시장의 성장 가능성이 여전히 높다고 판단됨

피부 건강 기능성 원료 인정 현황

구분		기능성 원료
피부건강	자외선에 의한 피부손상 피부건강을 유지하는데 도움	소나무껍질추출물 등 복합물, 포스파티딜세린, 핑거루트추출분말, 홍삼 · 사상자 · 산수유복합추출물, 프로바이오틱스HY7714
	피부 보습에 도움	AP콜라겐 효소분해 펩타이드, Collactive 콜라겐펩타이드, N-아세틸글루코사민, 곤약감자추출물, 민들레 등 복합 추출물, 쌀겨추출물, 옥수수배아추출물, 저분자콜라겐 펩타이드, 지초추출분말, 포스파티딜세린, 히알루론산, 프로바이오틱스HY7714, 콩 보리 발효복합물, 밀배유추출물
과민피부 상태개선	면역과민반응에 의한 피부상태 개선에 도움	L.sakei Probio 65, 감마리놀렌산 함유 유지, 과채유래유산균(L.plantarum CJLP133), 프로바이오틱스ATP

뉴트리의 이너뷰티 브랜드 에버 콜라겐

CJ제일제당의 이너뷰티 브랜드 이너비

자료: 식품의약품안전처, 뉴트리, CJ제일제당, IBK투자증권

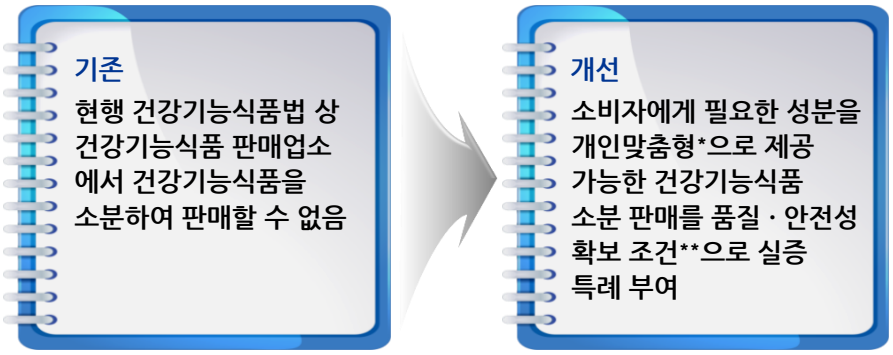
건강기능식품

향후 규제 완화에 따른 개인 맞춤형 건기식 시장 개화할 듯

건기식 소분 판매, 맞춤형 건기식 시장 형성의 첫 단추될 듯

- 그간 건강기능식품법상 건강기능식품 판매업소에서 소분 판매가 불가능했지만 작년 4월 규제 샌드박스 실증특례로 개인맞춤형 건강기능식품 추천 · 판매가 허용. 식품의약품안전처와 산업통상자원부 주관의 맞춤형 건강기능식품 시범사업을 시작으로 향후 소비자 개인의 생활습관과 건강 상태에 따른 건기식 소분 판매 사업이 확대될 전망
- 규제 샌드박스 실증 특례 기업으로 선정된 풀무원건강생활은 국내 최초로 개인 맞춤형 건강기능식을 소분 · 판매하는 서비스 퍼팩(PERPACK)을 런칭하고 작년 7월 1호 매장을 오픈
- 풀무원건강생활 소속 전문 영양사가 내방 고객의 건강상태, 생활습관, 체성분 분석, 유전자 검사 등을 참고해 개인 맞춤형 건강기능식품을 추천 및 제공. 첫 상담 이후 동일한 구성의 제품에 대해서는 온라인을 통해 추가 구매 및 정기구독이 가능하지만 제품 구성의 변경이 필요한 경우 매장을 방문해 추가 상담을 요함

개인맞춤형 건강기능식품 추천 · 판매 허용 (규제 샌드박스 실증특례)



* 설문, 개인용의료기기 자가 측정 및 DTC 유전자검사 결과 등을 통해 소비자의 식 · 생활습관을 분석하여 보충이 필요한 건강기능식품을 추천

** ① 최초 판매업소에서 구매 후 동일제품 정기구매는 매장방문 없이 가능 ② 의사 · 약사 등 '위생관리책임자', '건강상담사' 지정 · 운영 등

규제 샌드박스 실증특례 선정 업체

신청기업(7개)	건강기능식품 판매업 영업장 (152개)	소분대상 제품 제조사
풀무원건강생활	5개	풀무원건강생활
아모레퍼시픽	6개	에스트라
한국암웨이	5개	미국암웨이(수입), 한국암웨이(국내OEM)
허벌라이프	5개	코스맥스바이오, 허벌라이프(수입)
빅썸	100개 (제휴약국 1차년도 30개, 2차년도 70개)	네추럴웨이
코스맥스엔비티	5개	코스맥스엔비티
모노랩스	26개 (판매업 영업장 6개, 제휴약국 20개)	콜마비앤에이치

자료: 식품의약품안전처, IBK투자증권

2

가정간편식(HMR)

가정간편식(HMR)

HMR 시장 성장, 식품 OEM/ODM업체에게 수혜로 작용

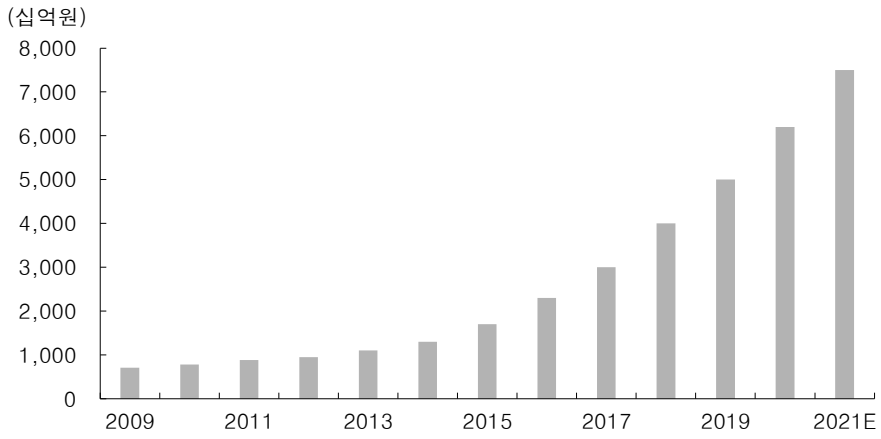
올해 HMR 시장은 약 20%(yoy) 성장할 듯

- 코로나19 장기화로 외식이 제한된 만큼 올해도 내식(內食) 비중 증가에 따른 가정간편식(HMR) 시장의 고성장세가 이어질 것으로 전망됨. 올해 국내 가정간편식 시장 규모는 전년 대비 약 20% 증가한 7.5조원 수준으로 확대될 것으로 기대

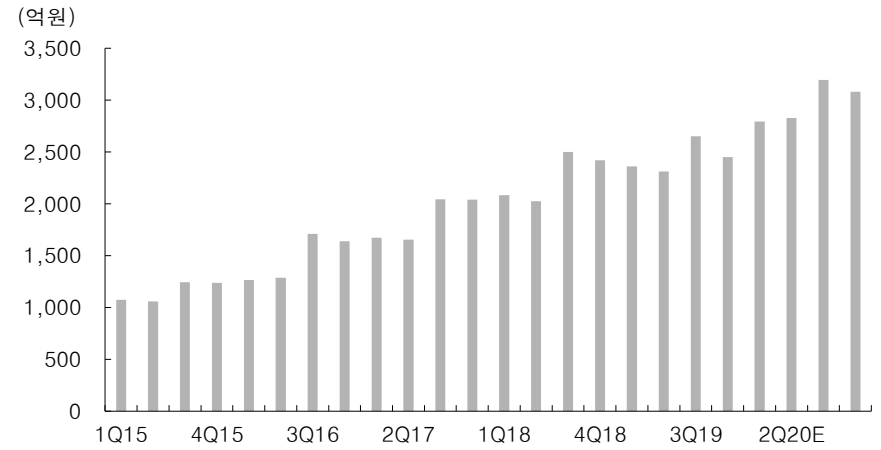
B2B 사업 기반의 식품 OEM/ODM업체 수혜 기대

- 시장 성장세와 맞물려 대형 식품업체들은 급변하는 소비자 니즈를 충족시키기위한 가정간편식 신제품 출시를 강화하는 추세. 하지만 제품 가짓수가 늘어날수록 생산 설비 및 수율 측면에서 모든 제품을 직접 제조해 대응하기는 어려운 만큼, 일부 품목에 대해 OEM/ODM생산을 맡기는 경우가 늘고 있음. 이에 우양 등 B2B 사업 기반의 대형 식품제조사를 거래처로 둔 식품OEM/ODM 전문기업들의 수혜가 예상됨

국내 가정간편식(HMR) 시장 추이



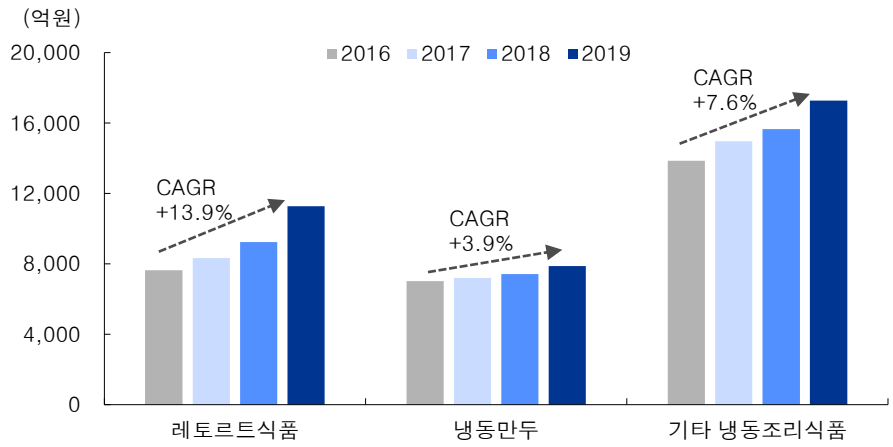
분기별 즉석조리식품 소매채널 판매액



자료: 한국농수산식품유통공사, 닐슨코리아, 농식품유통교육원, IBK투자증권

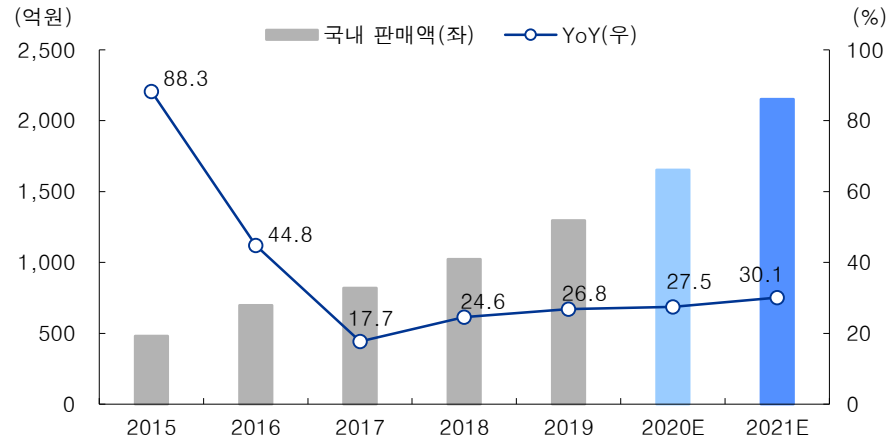
가정간편식(HMR)

가정간편식(HMR) 관련 품목 성장추이

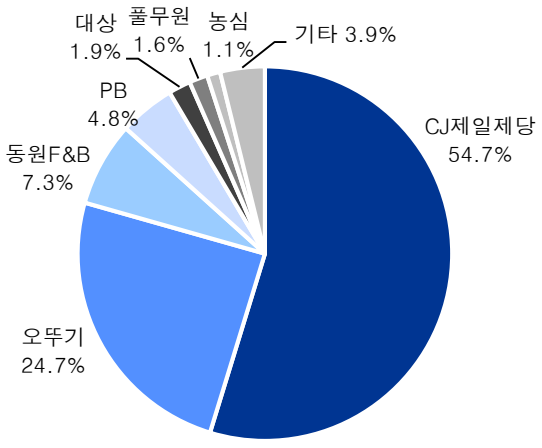


국내 핫도그 판매액은 2019년 1,297억원을 기록. 올해는 2,151억원으로 증가할 전망

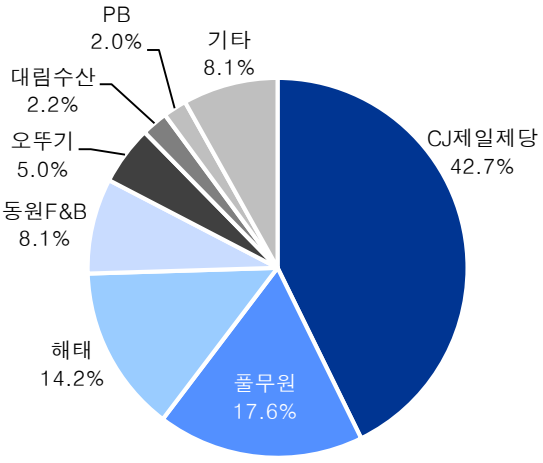
국내 핫도그 판매액 추이 및 전망



즉석섭취조리식품 소매점 시장점유율(4Q19)



만두 소매점 시장점유율(4Q19)



자료: 식품의약품안전처, 한국농수산식품유통공사, 닐슨코리아, 농식품유통교육원, IBK투자증권

가정간편식(HMR)

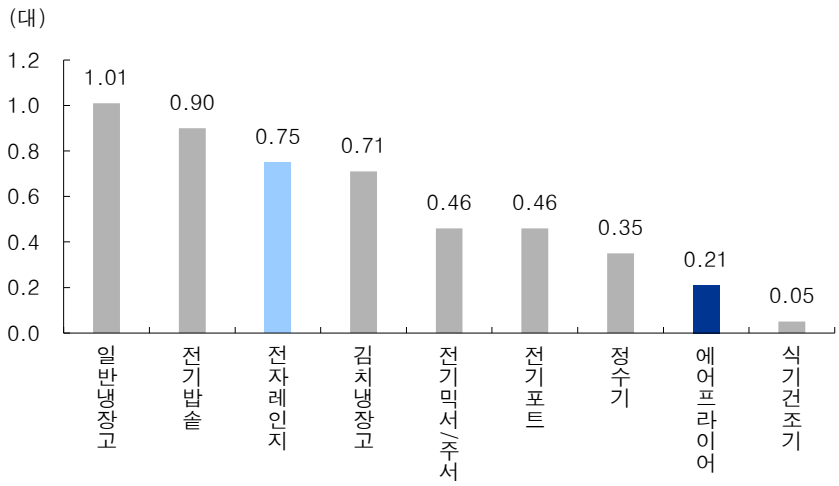
에어프라이어 보급 확대가 냉동 간편식 시장 성장으로 이어져

2019년 에어프라이어 보급률은 1가구당 0.21대를 기록

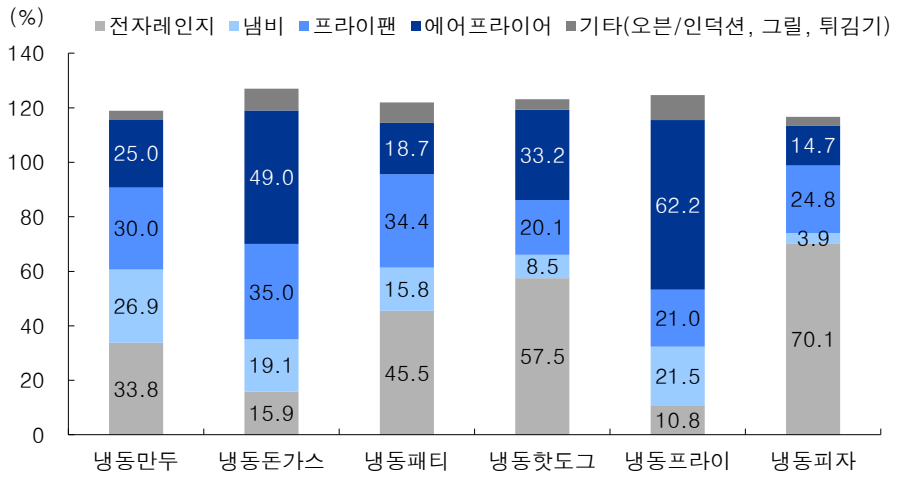
작년 코로나19 확산 이후 내식 수요 확대로 에어프라이어 보급률이 빠르게 증가하고 있는 것으로 파악됨

- 최근 에어프라이어를 활용한 핫도그, 치킨 등 냉동 간편식 섭취가 늘고 있어 주목됨
- 에어프라이어는 2011년 필립스 에어프라이어가 국내 첫 도입된 이후 빠르게 보편화됐지만 아직 가정 내 보급률이 전자레인지의 1/3 미만임을 고려하면 향후 보급 확대 여지가 여전히 높다고 판단됨
- 에어프라이어 보급 확대에 따른 냉동 간편식 제조업체들의 실적 성장세가 당분간 이어질 전망

1가구당 주방 가전기기 보급 현황



냉동간편식 조리 도구 이용률



자료: 전력거래소, 한국농수산식품유통공사, IBK투자증권
주: 냉동간편식 조리 도구 이용률 복수 선택

3

관련종목

[건강기능식품]

- 노바렉스(194700)
- 뉴트리(270870)
- 코스맥스엔비티(222040)
- 네오크레마(311390)

[가정간편식(HMR)]

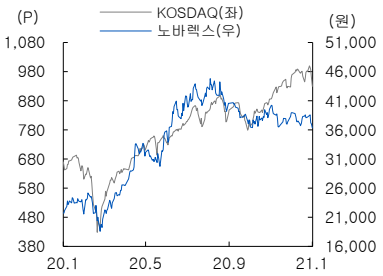
- 우양(103840)

노바렉스 (194700)

[음식료/스몰캡] 김태현

Not Rated	
목표주가	-
현재가 (1/29)	36,300원
KOSDAQ (1/29)	928.73pt
시가총액	3,268억원
발행주식수	9,004천주
액면가	500원
52주 최고가	44,750원
최저가	18,550원
60일 평균거래대금	24억원
외국인 지분율	1.2%
배당수익률 (2019.12월)	1.0%
주주구성	
권석형 외 7 인	37.41%
KB자산운용	6.43%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-4%	-22%	21%
절대기준	-7%	-11%	67%



개별인정형 원료 경쟁력 강화세 지속

- 4Q20 매출액과 영업이익은 각각 577억원(+28.6% yoy), 65억원(+45.3% yoy)으로 추정됨. 건강기능식품 수요 증가세와 맞물려 기존 주요 거래처 공급량이 확대된 것으로 파악됨. 더욱이 3Q20 수면의 질 개선에 도움을 줄 수 있는 개별인정형 원료 락티움(유단백가수분해물) 출시 이후 월 평균 매출이 10억원을 상회하며 4Q20 실적 성장에 유의미한 도움이 됐을 것으로 전망됨
- 올해 매출액은 2,866억원(+27.2% yoy), 영업이익은 327억원(+24.3% yoy)으로 예상됨. 국내 코로나19가 장기화됨에 따라 올해도 건강기능식품에 대한 관심과 소비가 증가할 것으로 전망되는 가운데, 6월 오송 신공장 가동 이후 신규 거래처 확대 등에 따른 실적 성장이 가능할 전망
- 락티움 매출 성장과 더불어 1월 중순 피부보습 기능성을 인정받은 개별인정형 원료 밀 추출물(Ceratiq®)의 제품화를 진행, 이너뷰티 시장 진출 확대 기대감도 유효. 올해 총 14건의 개별인정형 기능성 원료 등록을 신청할 것으로 전망되는 바, 개별인정형 원료 경쟁력은 더 높아질 것으로 예상됨

(단위:억원,배)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	-	771	809	1,073	1,591
영업이익	-	103	99	113	163
세전이익	-	109	96	115	170
지배주주순이익	-	92	81	95	147
EPS(원)	-	1,205	1,061	1,178	1,634
증가율(%)	-	0.0	-11.9	11.0	38.7
영업이익률(%)	-	13.4	12.2	10.5	10.2
순이익률(%)	-	11.9	9.9	8.6	9.1
ROE(%)	-	20.6	16.8	14.5	17.2
PER	-	0.0	0.0	13.5	12.3
PBR	-	0.0	0.0	1.8	2.0
EV/EBITDA	-	-1.6	-1.9	8.2	9.1

자료: Company data, 예상치는 Bloomberg 컨센서스

노바렉스 (194700)

기업소개

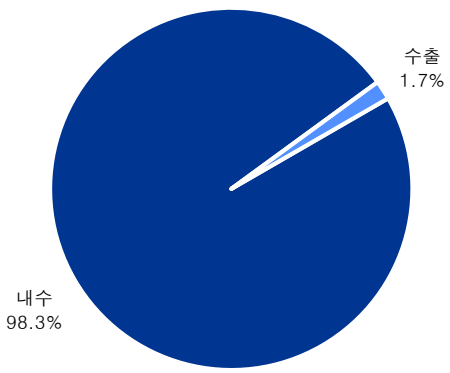
개별인정형 원료 등록 건수 국내 1위

- 연평균 350여개 제품을 생산하는 건강기능식품 ODM/OEM 전문 업체로, 2008년 설립, 2018년 상장
- 국내 건강기능식품 시장점유율은 4.67%로 5위 수준이며 개별인정형 원료 등록 건수(올해 1월 기준)는 37개로 국내 최다
- 안정적인 제품 포트폴리오를 기반으로 눈과 뼈 건강에 도움을 줄 수 있는 다수의 스테디셀러 제품 보유

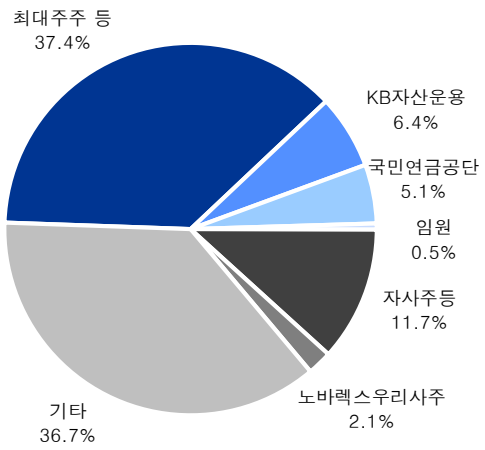
오송 공장 증설, 생산능력 4,000억원으로 확대. 하반기 가동 예정

- 대규모 제조설비를 통한 맞춤형 생산을 비롯, 거의 모든 종류의 제형 및 포장이 가능. 2019년 착공한 오송 공장이 올 하반기(6~7월)부터 본격적인 생산에 들어감에 따라 생산능력이 기존 2,000억원에서 4,000억원 수준으로 확대될 전망
- 주요 제품별 매출 비중(3Q20누적)은 건기식 제품 99.0%, 건기식 상품 0.9%, 기타 0.1%로 구분되며 국내외 매출 비중은 내수 98.3%, 수출 1.7%
- 주주는 최대주주 등 37.4%, KB자산운용 6.4%, 국민연금공단 5.1%, 임원0.5%, 자사주11.7%, 노바렉스 우리사주 2.1%, 기타 36.7%로 구성

국내외 매출비중(3Q20누적)



주주구성(3Q20)



자료: 노바렉스, IBK투자증권

노바렉스 (194700)

주가 및 실적 추이

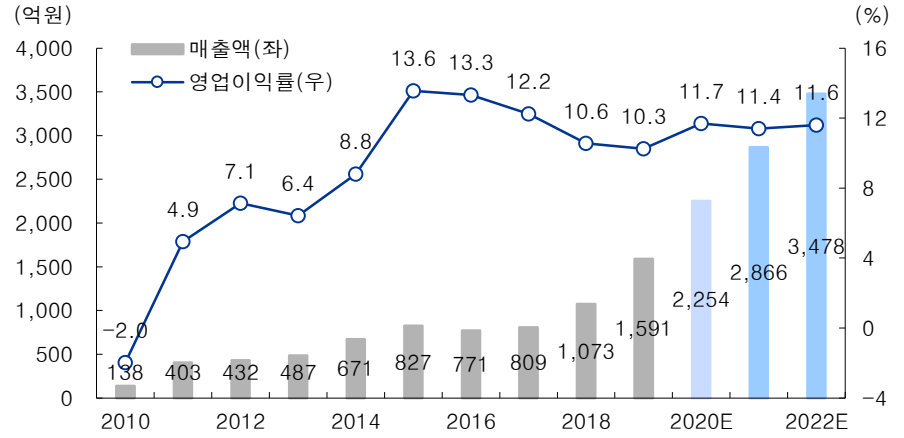
매출액 CAGR (2010-19) 31.2%

- 국내 건강기능식품 시장의 성장세와 견조한 시장 점유율 확장세가 동반, 2010년 138억원 수준이던 매출이 2019년 1,591억원으로 연평균(2010~19) 31.2% 성장. 더욱이 생산 설비 확대 및 매출 성장에 따른 이익 레버리지 효과로 2015년부터 영업이익률도 10%를 상회. 작년에도 3분기 누적 매출액이 1,677억원을 기록하며 이미 2019년 연간 매출액(1,591억원)을 넘어선 가운데, 2020년 또 한번 최대 실적을 경신할 전망

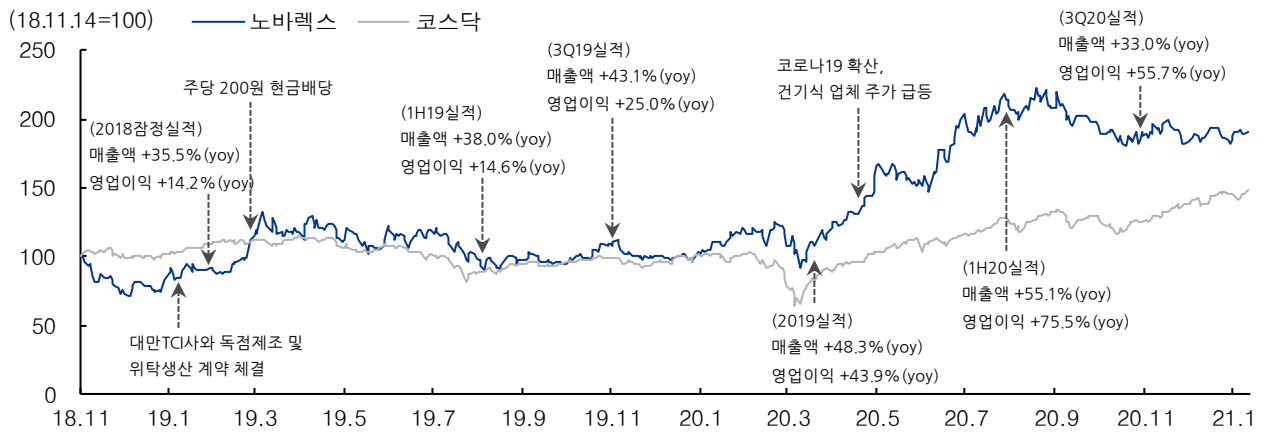
실적 호조에 따른 긍정적인 주가흐름 예상

- 2018년 말 상장 이후 약 1년간 코스닥 지수와 동반, 박스권 흐름이 지속됐던 주가는 2019년 실적 성장 및 코로나19 확산에 따른 반사이익이 부각되며 큰 폭의 상승세를 나타냄. 올해도 캐파 증설 및 해외 시장 진출 확대 기대감이 반영되며 주가 우상향세가 이어질 것으로 전망됨

실적 추이 (매출액&영업이익률)



주가추이



자료: 노바렉스, IBK투자증권

노바렉스 (194700)

실적 전망 및 투자 포인트

4Q 매출액과 영업이익 모두 큰 폭으로 개선될 전망

- 4Q20 매출액과 영업이익은 각각 577억원(+28.6% yoy), 65억원(+45.3% yoy)으로 추정됨. 건강기능식품 수요 증가세와 맞물려 기존 주요 거래처 공급량이 확대된 것으로 파악됨. 더욱이 3Q20 수면의 질 개선에 도움을 줄 수 있는 개별인정형 원료 락티움(유단백 가수분해물) 출시 이후 월 평균 매출이 10억원을 상회하며 4Q20 실적 성장에 유의미한 도움이 됐을 것으로 전망됨

코로나 장기화 국면, 실적 호조세 이어질 전망

- 올해 매출액은 2,866억원(+27.2% yoy), 영업이익은 327억원(+24.3% yoy)으로 예상됨. 국내 코로나19가 장기화됨에 따라 올해도 건강기능식품에 대한 관심과 소비가 증가할 것으로 전망되는 가운데, 6월 오송 신공장 가동 이후 신규 거래처 확대 등에 따른 실적 성장이 가능할 전망

올해도 개별인정형 기능성 원료 등록에 주력할 듯

- 락티움 매출 성장과 더불어 1월 중순 피부보습 기능성을 인정받은 개별인정형 원료 밀 추출물(Ceratiq®)의 제품화를 진행, 이너뷰티 시장 진출 확대 기대감도 유효. 올해 총 14건의 개별인정형 기능성 원료 등록을 신청할 것으로 전망되는 바, 개별인정형 원료 경쟁력은 더 높아질 것으로 예상됨

노바렉스 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020E	2021E	2022E
매출액	**500**	**605**	**572**	**577**	**609**	**738**	**775**	**744**	**2,254**	**2,866**	**3,478**
YoY	63.1%	49.1%	33.0%	28.6%	21.7%	22.0%	35.6%	29.0%	41.6%	27.2%	21.4%
매출원가	**418**	**508**	**467**	**475**	**509**	**613**	**638**	**613**	**1,867**	**2,373**	**2,875**
YoY	63.6%	54.8%	32.3%	28.8%	21.9%	20.6%	36.7%	29.2%	43.1%	27.1%	21.2%
% COGS	83.5	83.9	81.6	82.3	83.6	83.0	82.3	82.4	82.8	82.8	82.7
매출총이익	**83**	**97**	**105**	**102**	**100**	**125**	**137**	**131**	**387**	**493**	**603**
YoY	60.4%	25.0%	36.1%	27.9%	20.8%	29.2%	30.8%	28.3%	35.2%	27.6%	22.1%
% GPM	16.5	16.1	18.4	17.7	16.4	17.0	17.7	17.6	17.2	17.2	17.3
판매관리비	**28**	**28**	**31**	**37**	**35**	**35**	**44**	**52**	**124**	**166**	**199**
YoY	13.8%	-17.8%	4.3%	5.5%	26.3%	23.7%	44.0%	41.1%	0.4%	34.5%	20.0%
% SG&A	5.6	4.6	5.4	6.4	5.8	4.7	5.7	7.0	5.5	5.8	5.7
영업이익	**55**	**69**	**74**	**65**	**65**	**91**	**93**	**79**	**263**	**327**	**403**
YoY	102.7%	58.7%	55.7%	45.3%	17.9%	31.4%	25.3%	21.0%	61.4%	24.3%	23.2%
% OPM	10.9	11.4	13.0	11.3	10.6	12.3	12.0	10.6	11.7	11.4	11.6

자료: 노바렉스, IBK투자증권

노바렉스 (194700)

포괄손익계산서

(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	-	771	809	1,073	1,591
증가율(%)	-	na	4.8	32.7	48.3
매출원가	-	615	638	866	1,305
매출총이익	-	157	170	207	286
매출총이익률 (%)	-	20.4	21.0	19.3	18.0
판관비	-	54	71	93	123
판관비율(%)	-	7.0	8.8	8.7	7.7
영업이익	-	103	99	113	163
증가율(%)	-	na	-3.7	14.5	43.9
영업이익률(%)	-	13.4	12.2	10.5	10.2
순금융손익	-	7	-4	4	6
이자손익	-	1	1	2	2
기타	-	6	-5	2	4
기타영업외손익	-	-1	1	-2	1
종속/관계기업손익	-	0	0	0	0
세전이익	-	109	96	115	170
법인세	-	17	16	23	25
법인세율	-	15.6	16.7	20.0	14.7
계속사업이익	-	92	80	92	145
중단사업손익	-	0	0	0	0
당기순이익	-	92	80	92	145
증가율(%)	-	na	-13.5	15.1	58.5
당기순이익률 (%)	-	11.9	9.9	8.6	9.1
지배주주당기순이익	-	92	81	95	147
기타포괄이익	-	0	1	-8	-3
총포괄이익	-	92	81	84	142
EBITDA	-	116	114	131	190
증가율(%)	-	na	-1.0	14.6	45.2
EBITDA마진율(%)	-	15.0	14.1	12.2	11.9

재무상태표

(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	-	404	456	640	800
현금및현금성자산	-	179	217	356	295
유가증권	-	4	6	1	1
매출채권	-	104	138	141	239
재고자산	-	89	87	132	256
비유동자산	-	198	262	423	744
유형자산	-	173	230	311	585
무형자산	-	6	12	13	15
투자자산	-	13	16	49	50
자산총계	-	602	718	1,063	1,544
유동부채	-	146	187	260	389
매입채무및기타채무	-	109	143	147	207
단기차입금	-	0	0	0	0
유동성장기부채	-	0	0	0	0
비유동부채	-	8	8	12	236
사채	-	0	0	0	0
장기차입금	-	0	0	0	195
부채총계	-	154	195	272	625
지배주주지분	-	446	519	789	918
자본금	-	38	38	45	45
자본잉여금	-	116	117	320	320
자본조정등	-	8	9	-1	0
기타포괄이익누계액	-	0	0	0	0
이익잉여금	-	284	355	425	553
비지배주주지분	-	1	5	2	1
자본총계	-	448	523	791	919
비이자부채	-	154	195	272	413
총차입금	-	0	0	0	212
순차입금	-	-183	-223	-357	-84

투자지표

(12월 결산)	2015	2016	2017	2018	2019
주당지표(원)					
EPS	-	1,205	1,061	1,178	1,634
BPS	-	5,844	6,783	8,766	10,195
DPS	-	150	200	200	200
밸류에이션(배)					
PER	-	0.0	0.0	13.5	12.3
PBR	-	0.0	0.0	1.8	2.0
EV/EBITDA	-	-1.6	-1.9	8.2	9.1
성장성지표(%)					
매출증가율	-	0.0	4.8	32.7	48.3
EPS증가율	-	0.0	-11.9	11.0	38.7
수익성지표(%)					
배당수익률	-	0.0	0.0	1.3	1.0
ROE	-	20.6	16.8	14.5	17.2
ROA	-	15.3	12.0	10.3	11.1
ROIC	-	36.2	29.4	28.9	27.3
안정성지표(%)					
부채비율(%)	-	34.5	37.2	34.4	68.0
순차입금 비율(%)	-	-40.8	-42.6	-45.1	-9.1
이자보상배율(배)	-	0.0	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	-	0.0	6.7	7.7	8.4
재고자산회전율	-	0.0	9.2	9.8	8.2
총자산회전율	-	0.0	1.2	1.2	1.2

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

현금흐름표

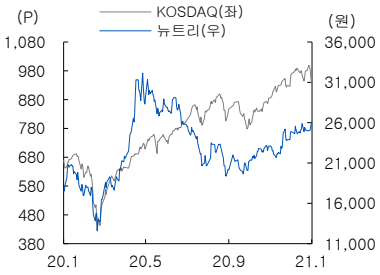
(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	-	74	106	74	-13
당기순이익	-	0	0	0	0
비현금성 비용 및 수익	-	17	24	27	41
유형자산감가상각비	-	13	15	17	27
무형자산상각비	-	0	1	1	1
운전자본변동	-	-28	0	-55	-152
매출채권등의 감소	-	14	-35	-5	-99
재고자산의 감소	-	12	9	-44	-123
매입채무등의 증가	-	-38	33	-1	60
기타 영업현금흐름	-	85	82	102	98
투자활동 현금흐름	-	-39	-53	-122	-224
유형자산의 증가(CAPEX)	-	34	49	90	209
유형자산의 감소	-	0	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	-	0	-1	-4	-3
투자자산의 감소(증가)	-	-4	-3	-33	-14
기타	-	-69	-98	-175	-416
재무활동 현금흐름	-	-12	-9	186	176
차입금의 증가(감소)	-	-1	0	0	195
자본의 증가	-	0	0	180	0
기타	-	-11	-9	6	-19
기타 및 조정	-	3	-5	1	0
현금의 증가	-	26	39	139	-61
기초현금	-	153	179	217	356
기말현금	-	179	217	356	295

뉴트리 (270870)

[음식료/스몰캡] 김태현

Not Rated	
목표주가	-
현재가 (1/29)	26,100원
KOSDAQ (1/29)	928.73pt
시가총액	2,379억원
발행주식수	9,113천주
액면가	500원
52주 최고가	32,150원
최저가	12,600원
60일 평균거래대금	22억원
외국인 지분율	1.1%
배당수익률 (2019.12월)	1.1%
주주구성	
김도언 외 10 인	50.52%
GS홈쇼핑	6.10%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	8%	-11%	7%
절대기준	5%	2%	48%



이너뷰티 시장 성장 수혜 지속

- 4Q20 매출액과 영업이익이 각각 459억원(+26.7% yoy), 59억원(+37.2% yoy)으로 추정됨. 피부에 도움이 되는 원료로 만든 건강기능식품을 섭취하는 이너뷰티에 대한 소비와 관심이 높아짐에 따라 주력 제품 에버콜라겐 판매 호조세가 이어졌을 것으로 전망됨
- 올해 매출액은 2,619억원(+45.3% yoy), 영업이익은 342억원(+42.5% yoy)로 예상됨. 건강기능식품 시장 성장에 따른 수혜가 지속되는 가운데, 에버콜라겐 앰플 제품을 출시해 소비자 저변을 확대할 것으로 예상됨. 또 작년 11월 마스터바이옴(리스펙타_ 여성 질 건강 유산균)을 출시, 올해 유의미한 매출 성장에 대한 기대감도 유효. 더욱이 온라인 판매 비중을 확대해 작년 수준의 높은 영업 마진율(13%)을 유지할 것으로 전망됨. 실제로 온라인 채널을 통한 판매 수수료는 홈쇼핑 대비 25% 수준으로 파악됨
- 작년 아마존에서 테스트 판매를 진행하고, 동남아지역에 역직구형태로 제품을 판매. 아직 큰 성과는 없지만 올해도 아마존 정식 판매를 위한 승인을 준비하는 등 중장기적 관점에서의 수출 확대를 위한 움직임은 지속될 전망

(단위:억원,배)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	-	331	604	872	1,251
영업이익	-	12	46	99	120
세전이익	-	4	30	40	123
지배주주순이익	-	3	21	22	95
EPS(원)	-	50	336	311	1,056
증가율(%)	-	0.0	570.2	-7.5	239.8
영업이익률(%)	-	3.6	7.6	11.4	9.6
순이익률(%)	-	0.9	3.5	2.4	7.6
ROE(%)	-	6.3	35.6	7.8	17.9
PER	-	0.0	0.0	39.3	13.2
PBR	-	0.0	0.0	2.3	2.2
EV/EBITDA	-	-1.4	-1.6	7.2	7.0

자료: Company data, 예상치는 Bloomberg 컨센서스

뉴트리 (270870)

기업소개

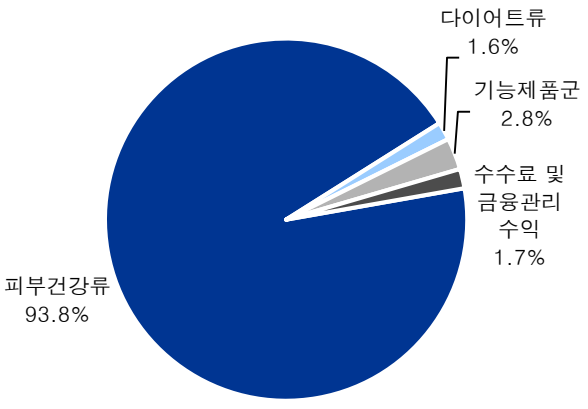
에버콜라겐, 이너뷰티 대표 브랜드로 자리매김

- 2001년 설립된 뉴트리는 식품 및 식품첨가물의 제조 및 판매를 목적으로 설립된 전문 건강기능식품 업체. 이너뷰티 시장을 선도하고있으며, 지난 2018년 12월 코스닥 시장에 상장함
- 피부건강 식품군으로 콜라겐을 주 원료로 하여 여러 차별화된 제품을 개발 판매하고 있으며, 대표 브랜드로는 에버콜라겐이 있으며, 동 브랜드의 경우 고객 연령 및 유통 채널별로 제품 브랜드 라인업을 세분화하여 시장 공략
- 또, 다이어트 제품군으로는 핑거루트 추출 분말을 활용한 판도라, 뉴피니션 등의 브랜드 제품을 판매하고 있음

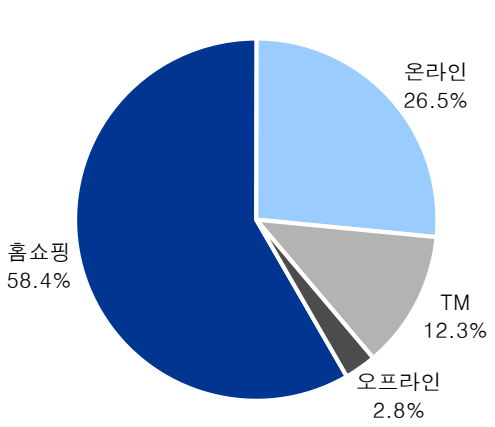
온라인 비중이 점차 확대될 전망

- 사업부문은 건강기능식품사업부와 신기술사업금융업으로 구분되며, 주요 제품별 매출비중은 3Q20누적 기준 피부건강류 93.8%, 다이어트류 1.6%, 기능제품군 2.8%, 기타 수수료 및 금융 1.7%로 구성
- 주요 유통채널별 매출 비중은 홈쇼핑 58.4%, 온라인 26.5%, TM 12.3%, 오프라인 2.8%
- 주주구성은 최대주주 등 50.5%, GS홈쇼핑 6.1%, 김건오 5.7%, 임원 2.0%, 자사주 4.2%, 뉴트리우리사주 3.4%, 기타 28.1%

품목별 매출 비중(3Q20 누적)



유통 채널별 매출비중(3Q20 누적)



자료: 뉴트리, IBK투자증권

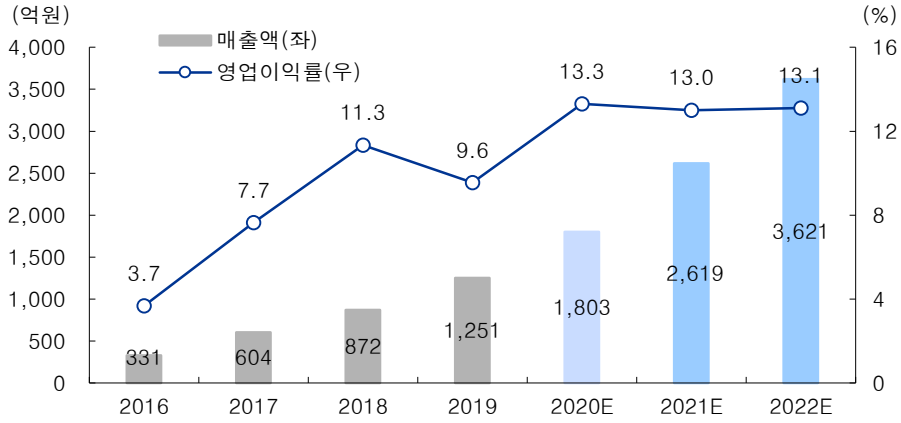
뉴트리 (270870)

주가 및 실적 추이

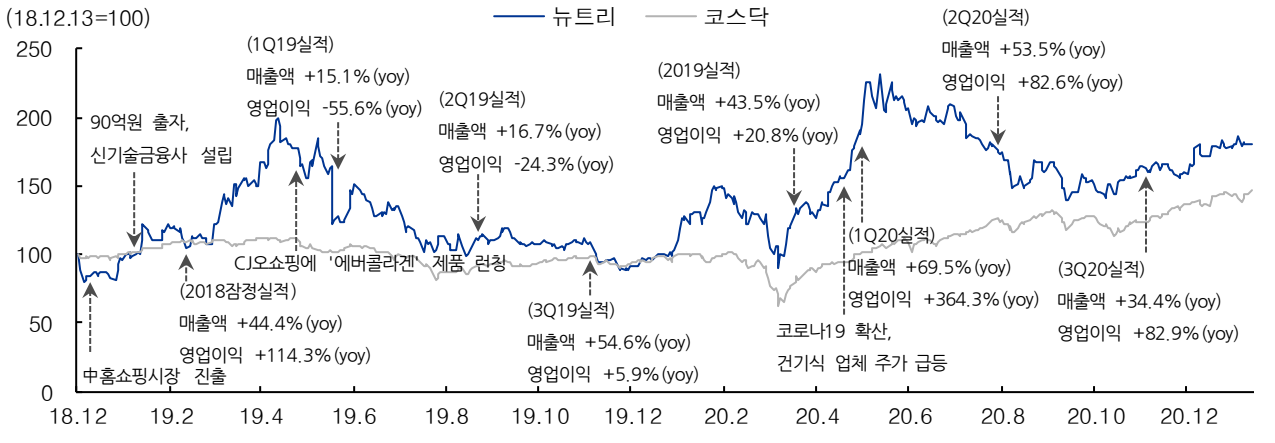
3Q20에 이미 2019년 연간 매출 넘어서

- 지난 3년간 연평균 성장률(2016-19 CAGR) 약 55.7%를 기록하며 매년 급격한 외형성장을 기록. 특히 2019년은 이너뷰티 시장 내 에버콜라겐을 메가브랜드로 안착시키며 43.5%(yoy) 큰 폭의 외형 성장 시현. 작년에도 3분기 누적 매출액이 1,344억원을 기록하며 이미 2019년 연간 매출액(1,251억원)을 넘어섰고 영업이익률도 13.4%로 최고치
- 2018년 잠정 실적 발표를 기점으로 2019년 초 코스닥 지수 대비 월등한 주가 상승세를 나타냄. 이후 2019년 상반기 실적 성장률 둔화 여파로 주가도 하락했지만 3Q19를 기점으로 실적 회복세로 다시 큰 폭의 주가 상승세 기록. 동사 주가 흐름은 분기별 실적과 연동돼 큰 변동성을 나타내고 있지만 2020년 이후 우상향 국면이 이어지는 것으로 판단됨

실적 추이(매출액&영업이익률)



주가추이



자료: 뉴트리, IBK투자증권

뉴트리 (270870)

실적 전망 및 투자 포인트

4Q20 이너뷰티 시장 성장에 따른 호실적 기대

- 4Q20 매출액과 영업이익이 각각 459억원(+26.7% yoy), 59억원(+37.2% yoy)으로 추정됨. 건강기능식품 전반의 수요 증가세와 더불어 피부에 도움이 되는 원료로 만든 건강기능식품을 알약, 캡슐 등의 형태로 섭취하는 이너뷰티에 대한 소비와 관심이 높아짐에 따라 동사 주력 제품인 에버콜라겐 판매 호조세가 이어졌을 것으로 전망됨

에버콜라겐 앰플 제품 연내 출시 예정

- 올해 매출액은 2,619억원(+45.3% yoy), 영업이익은 342억원(+42.5% yoy)으로 예상됨. 코로나19 장기화로 올해도 건강기능식품 시장 성장에 따른 수혜가 지속될 것으로 기대되는 가운데, 에버콜라겐 앰플 제품을 출시해 소비자 저변을 확대할 것으로 예상
- 또 작년 11월 마스터바이옴(리스펙타: 여성 질 건강 유산균)을 출시, 올해부터 유의미한 매출 성장이 나타날 것으로 예상됨
- 더욱이 온라인 판매 비중을 확대해 작년 수준의 높은 영업 마진율(13%)을 유지할 것으로 전망됨. 실제로 온라인 채널을 통한 판매 수수료는 홈쇼핑 대비 25% 수준으로 파악됨
- 수출과 관련하여 작년 아마존에서 테스트 판매를 진행하고, 동남아시아지역에 역직구형태로 제품을 판매함. 아직 큰 성과는 없지만 올해도 아마존 정식 판매를 위한 승인을 준비하는 등 중장기적 관점에서의 수출 확대를 위한 움직임은 지속될 전망

뉴트리 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020E	2021E	2022E
매출액	**458**	**434**	**452**	**459**	**702**	**637**	**675**	**606**	**1,803**	**2,619**	**3,621**
YoY	69.5%	53.5%	34.4%	26.7%	53.2%	46.8%	49.3%	32.0%	44.1%	45.3%	38.3%
매출원가	**104**	**94**	**91**	**92**	**161**	**140**	**138**	**122**	**382**	**561**	**776**
YoY	61.5%	32.6%	20.3%	23.8%	54.6%	48.4%	50.7%	33.3%	33.6%	47.0%	38.3%
% COGS	22.7	21.8	20.2	20.0	22.9	22.0	20.4	20.2	21.2	21.4	21.4
매출총이익	**354**	**339**	**361**	**367**	**541**	**497**	**537**	**483**	**1,421**	**2,058**	**2,846**
YoY	72.0%	60.5%	38.5%	27.4%	52.8%	46.4%	48.9%	31.7%	47.2%	44.8%	38.3%
% GPM	77.3	78.2	79.8	80.0	77.1	78.0	79.6	79.8	78.8	78.6	78.6
판매관리비	**287**	**286**	**301**	**308**	**441**	**422**	**447**	**407**	**1,182**	**1,717**	**2,370**
YoY	49.8%	57.0%	32.1%	25.7%	53.7%	47.3%	48.8%	32.2%	39.6%	45.3%	38.0%
% SG&A	62.6	66.0	66.5	67.1	62.8	66.2	66.3	67.2	65.5	65.5	65.4
영업이익	**67**	**53**	**60**	**59**	**100**	**75**	**90**	**76**	**240**	**342**	**476**
YoY	364.3%	82.6%	82.9%	37.2%	48.8%	41.4%	49.8%	28.9%	100.6%	42.5%	39.4%
% OPM	14.7	12.2	0.1	12.9	14.3	11.8	13.3	12.6	13.3	13.0	13.1

자료: 뉴트리, IBK투자증권

뉴트리 (270870)

포괄손익계산서

(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	-	331	604	872	1,251
증가율(%)	-	na	82.2	44.4	43.5
매출원가	-	96	161	215	286
매출총이익	-	235	443	657	966
매출총이익률 (%)	-	71.0	73.3	75.3	77.2
판관비	-	223	397	558	846
판관비율(%)	-	67.4	65.7	64.0	67.6
영업이익	-	12	46	99	120
증가율(%)	-	na	277.4	114.3	20.8
영업이익률(%)	-	3.6	7.6	11.4	9.6
순금융손익	-	-8	-14	-51	5
이자손익	-	-2	-4	-3	5
기타	-	-6	-10	-48	0
기타영업외손익	-	0	0	-9	-1
종속/관계기업손익	-	0	-2	0	0
세전이익	-	4	30	40	123
법인세	-	1	9	18	28
법인세율	-	25.0	30.0	45.0	22.8
계속사업이익	-	3	21	21	95
중단사업손익	-	0	0	0	0
당기순이익	-	3	21	21	95
증가율(%)	-	na	583.8	2.0	342.9
당기순이익률 (%)	-	0.9	3.5	2.4	7.6
지배주주당기순이익	-	3	21	22	95
기타포괄이익	-	0	0	0	-2
총포괄이익	-	3	21	21	93
EBITDA	-	14	50	105	133
증가율(%)	-	na	247.4	109.8	27.7
EBITDA마진율(%)	-	4.2	8.3	12.0	10.6

재무상태표

(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	-	94	188	496	654
현금및현금성자산	-	32	88	348	354
유가증권	-	8	6	0	0
매출채권	-	29	43	59	71
재고자산	-	23	36	58	91
비유동자산	-	30	51	93	121
유형자산	-	13	21	28	45
무형자산	-	9	15	23	40
투자자산	-	6	11	24	3
자산총계	-	124	239	589	775
유동부채	-	33	69	93	175
매입채무및기타채무	-	12	19	35	74
단기차입금	-	16	9	0	0
유동성장기부채	-	3	2	0	0
비유동부채	-	42	101	6	16
사채	-	0	0	0	0
장기차입금	-	2	0	0	0
부채총계	-	76	169	100	191
지배주주지분	-	48	69	490	574
자본금	-	10	10	45	45
자본잉여금	-	0	0	368	369
자본조정등	-	0	0	0	-1
기타포괄이익누계액	-	0	0	0	-2
이익잉여금	-	39	59	76	163
비지배주주지분	-	0	1	0	10
자본총계	-	48	70	490	584
비이자부채	-	55	158	100	182
총차입금	-	21	11	0	9
순차입금	-	-19	-82	-348	-344

투자지표

(12월 결산)	2015	2016	2017	2018	2019
주당지표(원)					
EPS	-	50	336	311	1,056
BPS	-	778	1,079	5,420	6,336
DPS	-	0	0	100	150
밸류에이션(배)					
PER	-	0.0	0.0	39.3	13.2
PBR	-	0.0	0.0	2.3	2.2
EV/EBITDA	-	-1.4	-1.6	7.2	7.0
성장성지표(%)					
매출증가율	-	0.0	82.2	44.4	43.5
EPS증가율	-	0.0	570.2	-7.5	239.8
수익성지표(%)					
배당수익률	-	0.0	0.0	0.8	1.1
ROE	-	6.3	35.6	7.8	17.9
ROA	-	2.5	11.5	5.2	13.9
ROIC	-	5.0	31.4	26.6	86.6
안정성지표(%)					
부채비율(%)	-	156.1	242.8	20.4	32.6
순차입금 비율(%)	-	-39.6	-117.1	-71.0	-58.9
이자보상배율(배)	-	0.0	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	-	0.0	16.9	17.3	19.3
재고자산회전율	-	0.0	20.6	18.7	16.9
총자산회전율	-	0.0	3.3	2.1	1.8

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

현금흐름표

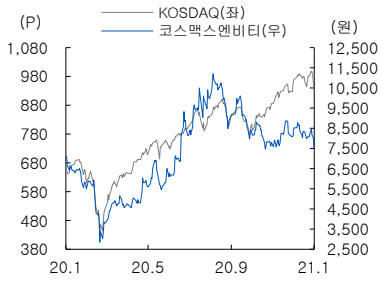
(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	-	0	41	79	75
당기순이익	-	3	21	21	95
비현금성 비용 및 수익	-	11	36	85	42
유형자산감가상각비	-	1	2	3	11
무형자산상각비	-	1	2	3	3
운전자본변동	-	-14	-14	-14	-40
매출채권등의 감소	-	-9	-16	-11	-34
재고자산의 감소	-	-5	-14	-29	-28
매입채무등의 증가	-	-1	7	16	61
기타 영업현금흐름	-	0	-2	-13	-22
투자활동 현금흐름	-	-7	-26	-59	-87
유형자산의 증가(CAPEX)	-	0	9	14	30
유형자산의 감소	-	1	0	0	1
무형자산의 감소(증가)	-	-5	-7	-10	1
투자자산의 감소(증가)	-	4	-8	-34	-42
기타	-	-7	-20	-29	-77
재무활동 현금흐름	-	23	41	240	17
차입금의 증가(감소)	-	0	1	0	0
자본의 증가	-	0	0	262	38
기타	-	23	40	-22	-21
기타 및 조정	-	0	0	0	0
현금의 증가	-	16	56	260	5
기초현금	-	15	32	88	348
기말현금	-	32	88	348	354

코스맥스엔비티 (222040)

[음식료/스몰캡] 김태현

Not Rated	
목표주가	-
현재가 (1/29)	7,530원
KOSDAQ (1/29)	928.73pt
시가총액	1,553억원
발행주식수	20,628천주
액면가	500원
52주 최고가	11,200원
최저가	2,860원
60일 평균거래대금	16억원
외국인 지분율	1.1%
배당수익률 (2019.12월)	0.0%
주주구성	
코스맥스비티아이 외 10 인	39.07%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-5%	-21%	-23%
절대기준	-7%	-9%	6%



해외 법인 수익성 개선에 주목할 시점

- 올해 연결 매출액과 영업이익은 각각 3,232억원(+18.3% yoy), 130억원(흑자전환 yoy)으로 추정됨. 전세계적으로 코로나19 확산세가 지속되고 있음을 고려하면 올해도 건강기능식품 소비 증가에 따른 수혜로 국내외 법인의 실적 성장이 가능할 전망. 특히 미국과 호주 등 해외 법인의 공장 가동률 상승에 따른 수익성 개선폭이 클 것으로 기대됨
- 국내는 개별인정형 원료 판매 증가에 기인, 매출액이 전년 대비 약 15% 성장할 것으로 예상됨. 2Q20 출시한 리스펙타(여성 질 건강 유산균)는 작년 월 평균 약 10억원 매출을 기록했는데, 뉴트리를 비롯 신규 거래처에 공급을 확대함에 따라 올해 연간 매출이 약 160억으로 증가할 전망. 올 2분기 아가트리(피부건강 소재) 제품 출시 및 상반기 관절건강소재에 대한 개별인정형 원료 허가취득도 예상되는 바, 개별인정형 원료 판매 비중 확대에 따른 마진율 개선이 가능할 전망
- 호주 법인은 암웨이 등 기존 주력 거래처 공급을 확대하는 한편 2~3개의 신규 거래처가 추가됨에 따라 전년 대비 약 50% 증가한 450억원의 매출을 기록할 것으로 전망됨. 호주법인의 연간 생산능력이 900억원 수준임을 고려하면 올해 공장 가동률이 약 50%로 개선돼 영업이익 기준 BEP를 달성할 것으로 기대됨
- 미국 법인도 최근 온라인과 리테일 채널로 제품 판로를 확대, 생산 수율이 개선됨에 따라 작년 200억원대 영업 적자가 올해는 100억원 초반 수준으로 대폭 축소될 전망

(단위:억원,배)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	775	1,208	1,364	2,017	1,943
영업이익	108	188	115	180	-99
세전이익	104	209	101	123	-149
지배주주순이익	86	172	63	76	-178
EPS(원)	513	834	304	369	-861
증가율(%)	280.5	62.8	-63.6	21.5	-333.0
영업이익률(%)	13.9	15.6	8.4	8.9	-5.1
순이익률(%)	11.1	14.2	4.7	3.8	-9.1
ROE(%)	22.5	23.7	7.5	8.7	-22.0
PER	38.7	36.9	72.1	44.4	-7.6
PBR	6.4	7.8	5.3	3.7	1.9
EV/EBITDA	29.1	35.4	29.0	16.5	93.7

자료: Company data, 예상치는 Bloomberg 컨센서스

코스맥스엔비티 (222040)

기업소개

- 건강기능식품 및 건강지향식품 생산 업체로서, 2002년 설립 후 2007년부터 건강기능식품 ODM사업 본격화
- 주요 고객은 뉴트리, 뉴트리원, 경동제약, 종근당 등 이며, 유산균과 콜라겐이 주요 판매 품목

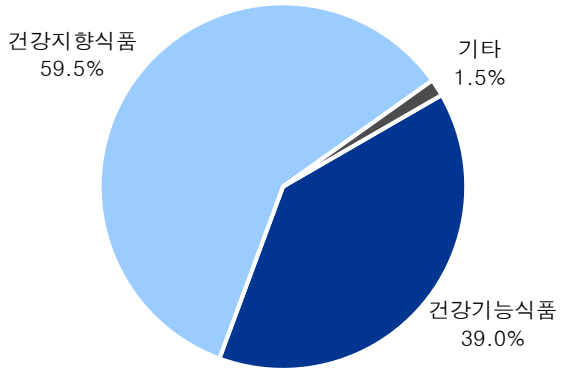
온라인, 홈쇼핑 채널 판매 증가세

- 네트워크/다단계 채널 유통 비중은 약 36%(국내 6%+해외 30%)임 코로나19 확산 이후 네트워크/다단계 채널 비중이 축소되는 반면, 온라인과 홈쇼핑 등 특수 채널이 빠른 성장세를 나타내고 있음

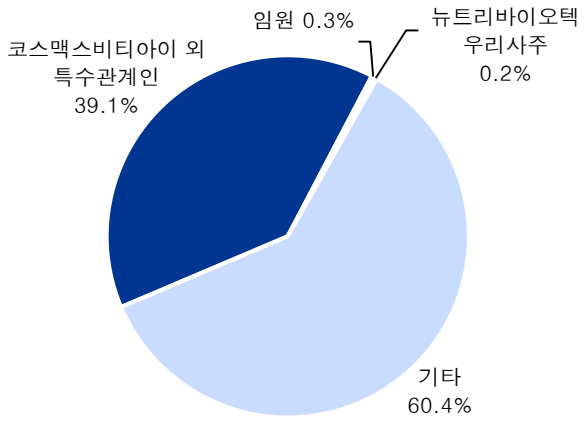
총 생산능력은 5,200억원 수준

- 국내외 매출 비중은 3Q20누적 기준 수출 50.4%, 내수 49.6%로 구성됨. 한국과 미국, 호주에 생산법인, 중국에 판매법인을 보유하고 있으며, 연간 생산능력은 한국 3,000억원, 미국 1,400억원, 호주 800억원 수준
- 3Q20누적 기준 사업부별 매출 비중은 건강기능식품 39.0%, 건강지향식품 59.5%, 기타 1.5%로 구성
- 주주구성은 코스맥스비티아이 외 특수관계인 39.1%, 임원 0.3%, 뉴트리바이오텍우리사주 0.2%, 기타 60.4%

주요 제품별 매출 비중(3Q20누적)



주주구성(3Q20)



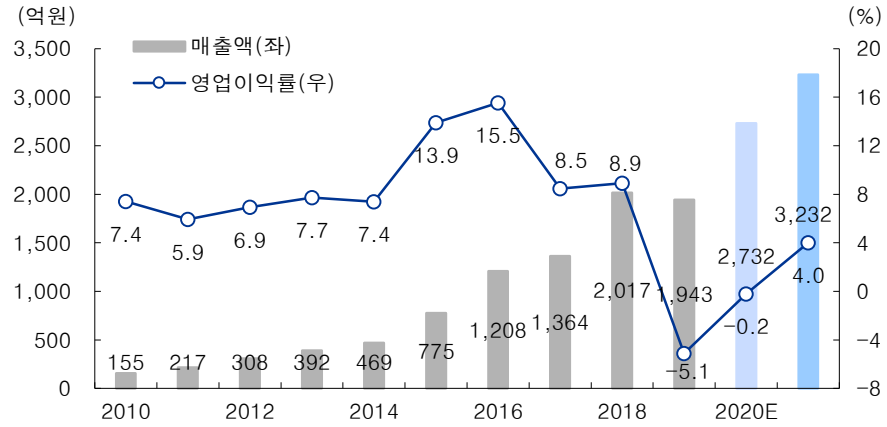
자료: 코스맥스엔비티, IBK투자증권

코스맥스엔비티 (222040)

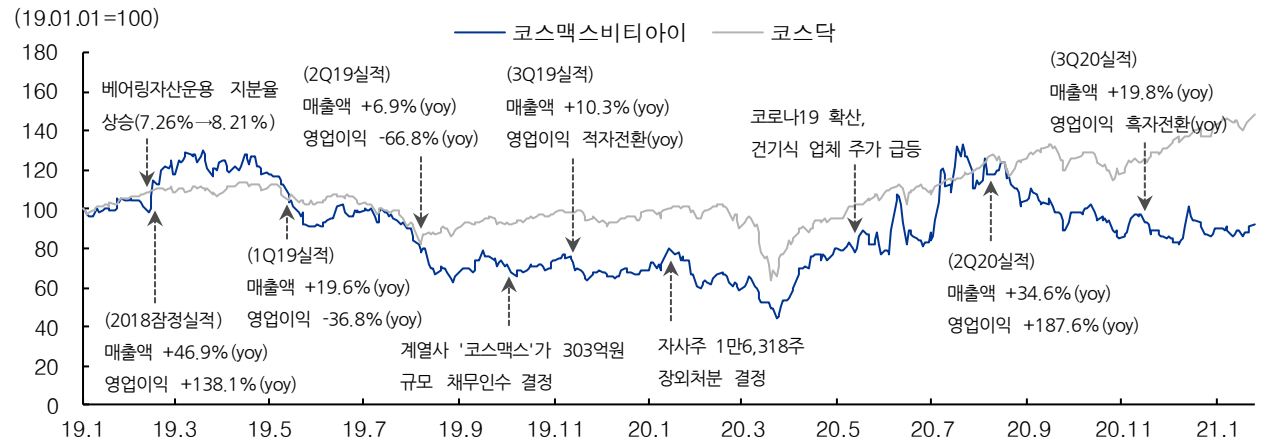
주가 및 실적 추이

- 국내외 건강기능식품 시장 성장세가 이어지는 가운데 지난 2010년 155억원 수준이던 매출액 규모가 지난 18년 2,017억원으로 연평균 37.8% 증가함. 이후 2019년 미중 무역 갈등 여파로 중국 사업 부진과 더불어 미국과 호주 공장 가동률 하락 영향이 겹쳐 실적이 크게 악화됐고 주가도 약 60% 하락함
- 2020년 들어 코로나 쇼크 이후 건강기능식품 수요 증가세와 맞물려 매 분기 매출이 큰 폭으로 성장함에 따라 주가도 우상향 흐름을 보임. 올해 해외 법인 가동률 상승에 따른 이익 개선 기대감이 높아 주가도 점진적으로 회복세를 나타낼 것으로 예상됨

실적 추이(매출액&영업이익률)



주가추이



자료: 코스맥스엔비티, IBK투자증권

코스맥스엔비티 (222040)

실적 전망 및 투자포인트

4분기 매출 큰 폭 성장하는 반면, 수익성 다소 부진할 듯

- 4Q20 매출액과 영업이익은 각각 626억원(+37.9% yoy), 6억원적자(적자지속 yoy, 4Q19: 88억원 적자)로 추정됨. 고객사 재고 조정 등의 영향으로 3Q20대비 매출 성장폭이 다소 축소될 것으로 예상됨. 또 해외 법인의 고정비 부담에 따른 소폭의 영업적자가 예상됨

작년 호주법인, 비용 구조 개선에 따른 적자폭 축소 긍정적

- 2020년 연간으로는 매출액 2,732억원(+40.6% yoy), 영업이익 6억원 적자(적자지속 yoy, 2019년: 99억원 적자)를 기록할 전망. 코로나19 확대에 따른 국내외 건강기능식품 수요가 크게 늘면서 국내 뿐 아니라 미국와 호주 법인의 판매 호조로 큰 폭의 외형 성장세를 시현할 것으로 예상됨. 다만 여전히 호주와 미국 법인의 공장 가동률이 BEP수준인 50%를 하회함에 따른 고정비 부담이 있는 가운데, 원부자재 등 생산 비용도 증가함에 따라 소폭의 영업적자는 불가피할 전망. 호주 법인의 비용구조가 개선됨에 따라 2019년 대비 적자폭이 크게 축소된 점은 긍정적으로 판단됨

코스맥스엔비티 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	**529.3**	**497.6**	**462.0**	**453.8**	**609.4**	**730.6**	**765.9**	**625.6**	**1,942.7**	**2,731.6**	**3,231.6**
YoY	24.1%	10.1%	-13.0%	-25.4%	15.1%	46.8%	65.8%	37.9%	-3.7%	40.6%	18.3%
매출원가	**452.5**	**426.5**	**434.0**	**457.7**	**550.8**	**665.1**	**683.1**	**531.8**	**1,770.7**	**2,430.8**	**2,762.3**
YoY	47.2%	22.2%	3.0%	-7.0%	21.7%	55.9%	57.4%	16.2%	12.8%	37.3%	13.6%
% COGS	85.5	85.7	93.9	100.9	90.4	91.0	89.2	85.0	91.1	89.0	85.5
매출총이익	**76.8**	**71.1**	**28.0**	**-3.9**	**58.6**	**65.4**	**82.9**	**93.8**	**172.0**	**300.8**	**469.2**
YoY	-35.5%	-30.8%	-74.4%	-103.4%	-23.7%	-8.0%	195.6%	흑전	-61.5%	74.8%	56.0%
% GPM	14.5	14.3	6.1	-0.9	9.6	9.0	10.8	15.0	8.9	11.0	14.5
판매관리비	**57.1**	**61.5**	**68.0**	**84.5**	**69.6**	**63.8**	**73.4**	**100.1**	**271.1**	**306.8**	**339.8**
YoY	-20.1%	-15.5%	11.2%	36.3%	21.7%	3.7%	7.9%	18.5%	1.4%	13.2%	10.7%
% SG&A	10.8	12.4	14.7	18.6	11.4	8.7	9.6	16.0	14.0	11.2	10.5
영업이익	**19.7**	**9.6**	**-39.9**	**-88.4**	**-10.9**	**1.7**	**9.5**	**-6.3**	**-99.1**	**-6.0**	**129.5**
YoY	-58.6%	-68.0%	적전	적전	적전	-82.7%	흑전	적지	적전	적지	흑전
% OPM	3.7	1.9	-8.6	-19.5	-1.8	0.2	1.2	-1.0	-5.1	-0.2	4.0

자료: 코스맥스엔비티, IBK투자증권

코스맥스엔비티 (222040)

실적 전망 및 투자 포인트

올해 연간 기준 흑자 전환이 가능할 전망

- 올해 연결 매출액과 영업이익은 각각 3,232억원(+18.3% yoy), 130억원(흑자전환 yoy)으로 추정됨. 전세계적으로 코로나19 확산세가 지속되고 있음을 고려하면 올해도 건강기능식품 소비 증가에 따른 수혜로 국내외 법인의 실적 성장이 가능할 전망. 특히 미국과 호주 등 해외 법인의 공장 가동률 상승에 따른 수익성 개선 폭이 클 것으로 기대됨

리스펙타 매출 약 160억원 예상

2Q21 아가트리 출시 예상

- 국내는 개별인정형 원료 판매 증가에 기인, 매출액이 전년 대비 약 15% 성장할 것으로 예상됨. 2Q20 출시한 리스펙타(여성 질 건강 유산균)는 작년 월 평균 약 10억원 매출을 기록했는데, 뉴트리를 비롯 신규 거래처에 공급을 확대함에 따라 올해 연간 매출이 약 160억으로 증가할 전망. 올 2분기 아가트리(피부건강소재) 제품 출시 및 상반기 관절건강소재에 대한 개별인정형 원료 허가취득도 예상되는 바, 개별인정형 원료 판매 비중 확대에 따른 마진율 개선이 가능할 전망

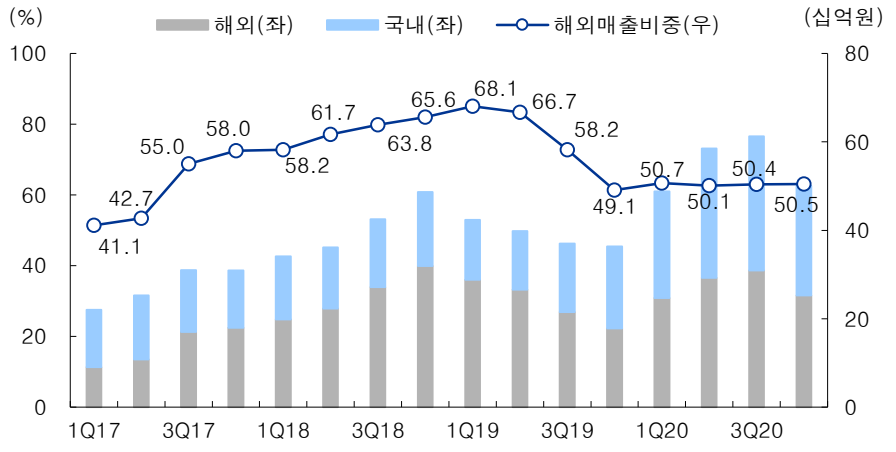
호주 법인, 가동률 상승에 따른 BEP 달성 기대

- 호주 법인은 암웨이 등 기존 주력 거래처 공급을 확대하는 한편 2~3개의 신규 거래처가 추가됨에 따라 전년 대비 약 50% 증가한 450억원의 매출을 기록할 것으로 전망됨. 호주법인의 연간 생산능력이 900억원 수준임을 고려하면 올해 공장 가동률이 약 50%로 개선돼 영업이익 기준 BEP를 달성할 것으로 기대됨

미국 법인, 적자 대폭 축소될 전망

- 미국 법인도 최근 온라인과 리테일 채널로 제품 판로를 확대, 생산 수율이 개선됨에 따라 작년 200억원대 영업 적자가 올해는 100억원 초반 수준으로 대폭 축소될 전망

분기별 국내외 매출 추이



자료: 코스맥스엔비티, IBK투자증권

코스맥스엔비티 (222040)

포괄손익계산서

(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	775	1,208	1,364	2,017	1,943
증가율(%)	65.2	55.8	12.9	47.9	-3.7
매출원가	575	846	993	1,570	1,771
매출총이익	200	362	371	447	172
매출총이익률 (%)	25.8	30.0	27.2	22.2	8.9
판관비	93	174	255	267	271
판관비율(%)	12.0	14.4	18.7	13.2	13.9
영업이익	108	188	115	180	-99
증가율(%)	211.0	74.3	-38.6	56.0	-155.1
영업이익률(%)	13.9	15.6	8.4	8.9	-5.1
순금융손익	-8	10	-22	-54	-47
이자손익	-6	-6	-16	-34	-58
기타	-2	16	-6	-20	11
기타영업외손익	4	11	8	-3	-3
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	104	209	101	123	-149
법인세	18	38	38	47	28
법인세율	17.3	18.2	37.6	38.2	-18.8
계속사업이익	86	171	64	76	-177
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	86	171	64	76	-177
증가율(%)	281.9	99.6	-62.7	19.9	-331.9
당기순이익률 (%)	11.1	14.2	4.7	3.8	-9.1
지배주주당기순이익	86	172	63	76	-178
기타포괄이익	-1	3	-29	-16	-4
총포괄이익	85	174	35	60	-182
EBITDA	137	188	177	270	30
증가율(%)	133.0	37.4	-5.6	52.5	-88.8
EBITDA마진율(%)	17.7	15.6	13.0	13.4	1.5

재무상태표

(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	617	812	683	1,183	1,154
현금및현금성자산	248	280	149	184	294
유가증권	181	0	0	10	0
매출채권	89	235	207	508	337
재고자산	75	165	256	351	458
비유동자산	526	1,018	1,311	1,572	1,708
유형자산	514	978	1,247	1,486	1,598
무형자산	1	8	20	31	27
투자자산	5	14	23	31	48
자산총계	1,144	1,830	1,994	2,755	2,862
유동부채	335	586	623	1,319	1,625
매입채무및기타채무	91	128	137	248	214
단기차입금	144	140	253	603	1,055
유동성장기부채	15	41	29	169	239
비유동부채	167	419	507	514	519
사채	0	0	0	112	116
장기차입금	147	391	476	368	345
부채총계	502	1,005	1,130	1,833	2,144
지배주주지분	640	815	849	909	704
자본금	52	52	103	103	103
자본잉여금	449	449	398	398	398
자본조정등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	13	17	-15	-32	-33
이익잉여금	126	298	363	440	236
비지배주주지분	2	10	15	14	14
자본총계	642	825	864	923	718
비이자부채	196	433	372	581	382
총차입금	306	572	758	1,252	1,762
순차입금	-123	292	609	1,058	1,468

투자지표

(12월 결산)	2015	2016	2017	2018	2019
주당지표(원)					
EPS	513	834	304	369	-861
BPS	3,102	3,952	4,116	4,406	3,413
DPS	0	0	0	111	0
밸류에이션(배)					
PER	38.7	36.9	72.1	44.4	-7.6
PBR	6.4	7.8	5.3	3.7	1.9
EV/EBITDA	29.1	35.4	29.0	16.5	93.7
성장성지표(%)					
매출증가율	65.2	55.8	12.9	47.9	-3.7
EPS증가율	280.5	62.8	-63.6	21.5	-333.0
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.7	0.0
ROE	22.5	23.7	7.5	8.7	-22.0
ROA	10.7	11.5	3.3	3.2	-6.3
ROIC	19.9	20.8	5.0	4.5	-8.6
안정성지표(%)					
부채비율(%)	78.3	121.8	130.8	198.7	298.6
순차입금 비율(%)	-19.2	35.4	70.5	114.6	204.5
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	10.1	7.5	6.2	5.6	4.6
재고자산회전율	11.7	10.1	6.5	6.6	4.8
총자산회전율	1.0	0.8	0.7	0.8	0.7

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

현금흐름표

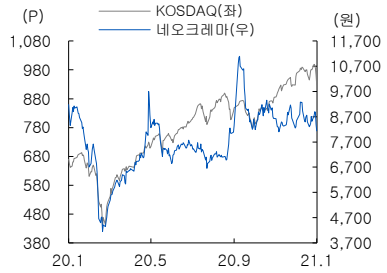
(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	135	95	48	-67	-135
당기순이익	86	171	64	76	-177
비현금성 비용 및 수익	65	100	122	212	249
유형자산감가상각비	29	0	59	85	121
무형자산상각비	0	0	3	6	8
운전자본변동	-2	-139	-49	-292	-81
매출채권등의 감소	-25	-139	28	-304	165
재고자산의 감소	-17	-90	-92	-95	-107
매입채무등의 증가	31	36	9	111	-34
기타 영업현금흐름	-14	-37	-89	-63	-126
투자활동 현금흐름	-415	-322	-384	-358	-175
유형자산의 증가(CAPEX)	237	563	375	343	206
유형자산의 감소	1	77	1	0	25
무형자산의 감소(증가)	0	-8	-2	-2	-3
투자자산의 감소(증가)	0	-9	-14	-7	-2
기타	-653	-945	-744	-692	-401
재무활동 현금흐름	517	262	207	467	412
차입금의 증가(감소)	86	262	207	497	522
자본의 증가	431	0	0	0	0
기타	0	0	0	-30	-110
기타 및 조정	-2	-3	-2	-7	8
현금의 증가	235	32	-131	35	110
기초현금	13	248	280	149	184
기말현금	248	280	149	184	294

네오크레마 (311390)

[음식료/스몰캡] 김태현

Not Rated	
목표주가	-
현재가 (1/29)	8,140원
KOSDAQ (1/29)	928.73pt
시가총액	596억원
발행주식수	7,316천주
액면가	500원
52주 최고가	11,100원
최저가	4,160원
60일 평균거래대금	14억원
외국인 지분율	1.3%
배당수익률 (2019.12월)	0.0%
주주구성	
김재환 외 5 인	48.95%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	1%	-6%	-36%
절대기준	-2%	8%	-11%



올해도 실적 성장세 이어질 전망

- 4Q20 연결 매출액과 영업이익은 각각 78억원(+15.8% yoy), 3억원(+26.7% yoy)으로 추정됨. 건강기능식품 수요 증가세와 맞물려 갈락토올리고당 등 기능성 당류 납품 증가에 기인, 실적 성장세 이어질 전망. 다만 1Q20~3Q20의 평균 매출증가율이 73.7%였음을 고려하면 4Q20는 주요 거래처의 재고 조정 이슈로 매출 증가폭은 상대적으로 작을 것으로 예상됨
- 올해 연결 매출액은 361억원(+19.3% yoy), 영업이익은 17억원(+32.8% yoy)으로 전망됨. 동사 기능성 펩타이드류의 약 90% 매출을 담당하고 있는 Eatless(식욕억제 기능)는 주로 일본에서 판매됐는데, 올해는 미국, 유럽, 동남아시아 지역 수출을 강화할 것으로 기대됨. 대부분 호주에 수출되던 유기농 소재류(유기농 갈락토올리고당, 유기농 프락토올리고당 등)도 미국 지역으로 판로 확대가 예상됨. 근육감소를 억제하는 기능성 펩타이드가 현재 임상 진행중이며 이르면 상반기 중 제품화가 가능할 전망이며, 노인건강식품 소재로 활용될 전망
- 자회사 위스트(가공식품 및 수입식품 유통판매)는 작년 약 70억원의 매출을 기록했을 것으로 전망됨. 사회적 거리두기 단계 강화에 따른 소비심리 위축 영향으로 2019년(약 100억원) 대비 크게 감소. 올해도 코로나19 확산세가 실적에 변수로 작용할 전망

(단위:억원,배)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	-	144	120	217	198
영업이익	-	16	14	33	7
세전이익	-	21	14	43	10
지배주주순이익	-	17	11	36	10
EPS(원)	-	394	267	821	164
증가율(%)	-	0.0	-32.4	207.9	0.0
영업이익률(%)	-	11.1	11.7	15.2	3.5
순이익률(%)	-	11.8	9.2	16.6	5.1
ROE(%)	-	11.5	6.8	17.0	2.7
PER	-	0.0	0.0	0.0	60.2
PBR	-	0.0	0.0	0.0	1.9
EV/EBITDA	-	-3.7	-1.8	-0.3	39.4

자료: Company data, 예상치는 Bloomberg 컨센서스, 주:15~18년도는 별도 실적

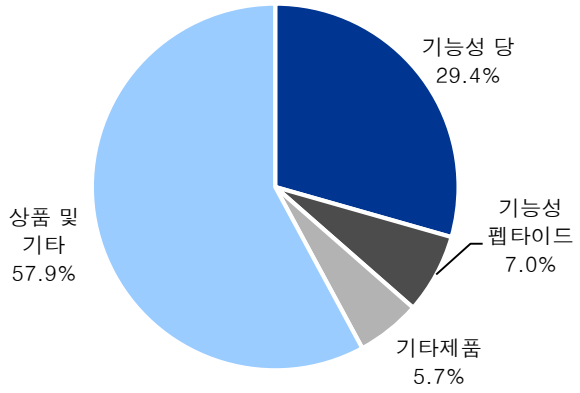
네오크레마 (311390)

기업소개

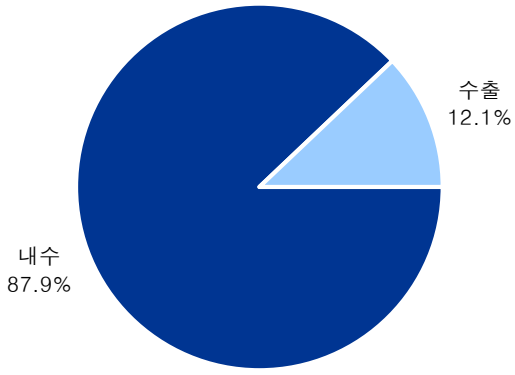
전세계적으로 설탕 시장이 축소되는 한편, 기능성 당류 시장은 빠르게 성장중

- 마이크로바이옴 기반 기능성 당류와 기능성 펩타이드 제품을 주력으로 하는 기능성 식품원료 · 첨가물 제조 업체. 2007년 설립, 2019년 8월 코스닥 상장
- 국내외 300여 개의 건강기능식품 및 일반식품, 영유아식, 화장품 제조사에 기능성 원료 · 첨가물을 납품하고 있으며, 주요 고객은 KGC인삼공사, 종근당, 매일유업 등으로 파악됨
- 전세계적으로 설탕 과다섭취로 인한 당뇨, 비만 등 각종 질병이 증가함에 따라 설탕 시장은 축소되고 올리고당 등 기능성 당류 시장이 빠르게 성장하고 있어 주목됨
- 고순도의 액상 및 파우더 제형의 갈락토올리고당과 유기농 갈락토올리고당은 현재 동사가 국내 유일하게 생산. 유기농 갈락토올리고당 제품은 분유 업체에 공급되고 있음
- 2019년 말 수입식품 및 가공식품 유통업체 위스트를 인수(지분 90%: 26억), 식품 유통 영역으로 사업을 확장
- 3Q20(누적) 기준 매출 비중은 기능성 당 29.4%, 기능성 펩타이드 7.0%, 기타제품 5.7%, 상품 및 기타 57.9%이며 국내외 매출 비중은 내수 87.9%, 수출 12.1%로 분류됨
- 주주는 최대주주 등 49.0%, 우리사주 1.9%, 기타 49.2%로 구성

주요 제품별 매출 비중 (3Q20누적)



국내외 매출비중 (3Q20누적)



자료: 네오크레마, IBK투자증권

네오크레마 (311390)

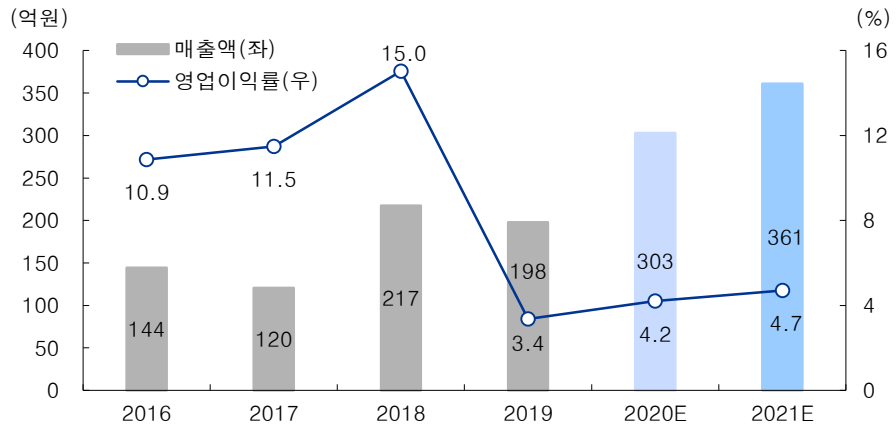
주가 및 실적 추이

- 2019년 해외 주요 거래처(호주, 중국 등) 매출 감소 및 신축 공장의 감가상각비 부담으로 실적이 다소 부진했지만 위스트 지분 인수에 따른 신사업 기대감과 마이크로바이옴 시장 성장 기대감이 반영, 큰 폭의 주가 상승세가 나타남
- 이후 코로나 쇼크로 급락했지만 코로나19에 따른 건강기능식품 수요 확대 및 실적 개선 영향으로 견조한 반등세를 나타냄. 실제로 3Q20 누적 기준 매출액과 영업이익은 각각 72.4%(yoy), 131.7%(yoy) 증가

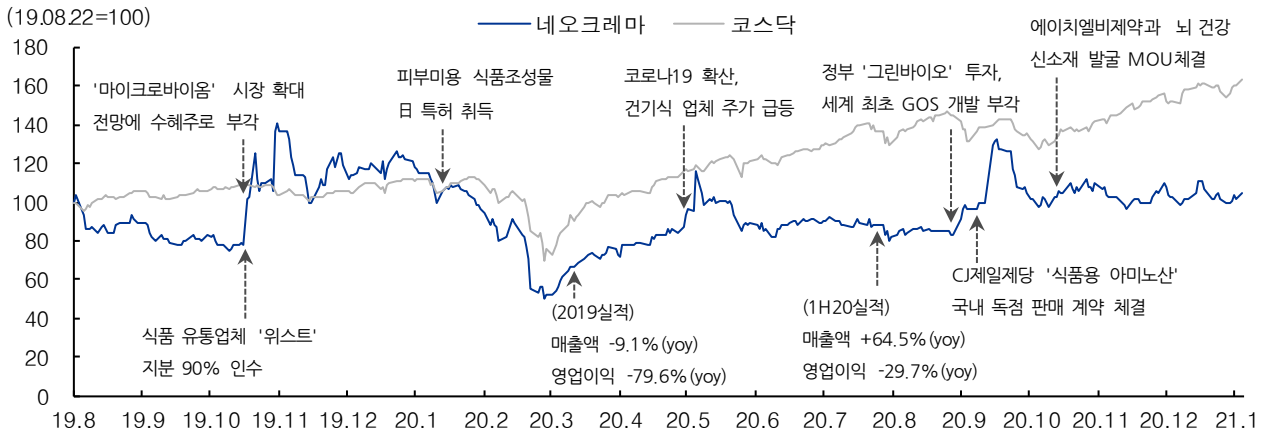
코로나19 수혜 올해도 이어질 전망

- 코로나19 사태가 장기화되는 가운데, 건강기능식품 시장 성장에 따른 수혜가 이어질 것으로 예상되며 국내외 신규 고객사 확보에 따른 납품 확대 기대감도 높은 상황. 이에 완만한 주가 우상향세가 예상됨

실적 추이 (매출액&영업이익률)



주가추이



자료: 네오크레마, IBK투자증권

네오크레마 (311390)

2021년 실적 전망 및 투자 포인트

4Q20, 거래처 재고 조정 이슈 있지만 견조한 실적 성장세 이어졌을 것으로 예상

- 4분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 78억원(+15.8% yoy), 3억원(+26.7% yoy)으로 추정됨. 건강기능식품 수요 증가세와 맞물려 갈락토올리고당 등 기능성 당류 납품량 증가에 기인, 실적 성장세가 이어질 전망. 다만 1Q20~3Q20의 전년동기 대비 평균 매출증가율이 73.7%였음을 고려하면 4Q20는 주요 거래처의 재고 조정 이슈로 매출 증가폭은 상대적으로 작을 것으로 예상됨

올해 수출 지역 다변화할 것으로 전망

- 올해 연결 매출액은 361억원(+19.3% yoy), 영업이익은 17억원(+32.8% yoy)으로 전망됨. 동사 기능성 펩타이드류의 약 90% 매출을 담당하고 있는 Eatless(식욕억제 기능)는 주로 일본에서 판매됐는데, 올해는 미국, 유럽, 동남아시아 지역 수출을 강화할 것으로 기대됨. 대부분 호주에 수출되던 유기농 소재류(유기농 갈락토올리고당, 유기농 프락토올리고당 등)도 미국 지역으로 판로 확대가 예상됨. 근육감소를 억제하는 기능성 펩타이드가 현재 임상 진행중이며 이르면 상반기 중 제품화가 가능할 전망이며, 노인건강식품 소재로 활용될 전망

올해 근감소 억제하는 기능성 펩타이드 제품 출시 기대감 유효

자회사 위스트 실적, 코로나19 확산세가 변수로 작용

- 자회사 위스트(가공식품 및 수입식품 유통판매)는 작년 약 70억원의 매출을 기록했을 것으로 전망됨. 사회적 거리두기 단계강화에 따른 소비심리 위축 영향으로 2019년(약 100억원) 대비 크게 감소. 올해도 코로나19 확산세가 실적에 변수로 작용할 전망

네오크레마 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2019	2020E	2021E
매출액	**72**	**76**	**78**	**78**	**85**	**95**	**91**	**91**	**198**	**303**	**361**
YoY	77.8%	53.7%	89.5%	15.8%	18.6%	25.2%	16.8%	16.7%	-9.1%	53.2%	19.3%
매출원가	55	54	57	59	64	67	66	68	152	224	265
YoY	92.5%	40.8%	68.4%	13.9%	16.3%	24.8%	16.2%	15.9%	-2.9%	47.5%	18.2%
% COGS	76.5	71.0	73.2	75.8	75.0	70.8	72.8	75.3	77.0	74.1	73.4
매출총이익	17	22	21	19	21	28	25	22	46	78	96
YoY	42.4%	98.1%	187.8%	22.2%	26.1%	26.2%	18.4%	19.1%	-24.9%	72.4%	22.4%
% GPM	23.5	29.0	26.8	24.2	25.0	29.2	27.2	24.7	23.0	25.9	26.6
판매관리비	18	17	15	16	21	21	19	19	39	66	79
YoY	103.3%	97.8%	76.2%	21.4%	12.2%	26.3%	22.2%	21.9%	39.0%	69.0%	20.4%
% SG&A	25.7	21.8	19.5	20.1	24.3	22.0	20.4	21.0	19.7	21.7	21.9
영업이익	**-2**	**5**	**6**	**3**	**1**	**7**	**6**	**3**	**7**	**13**	**17**
YoY	적전	98.9%	흑전	26.7%	흑전	26.0%	8.2%	5.3%	-79.6%	92.0%	32.8%
% OPM	-2.2	7.2	7.3	4.1	0.7	7.2	6.8	3.7	3.4	4.2	4.7

자료: 네오크레마, IBK투자증권

네오크레마 (311390)

포괄손익계산서

(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	-	144	120	217	198
증가율(%)	-	na	-16.6	80.6	na
매출원가	-	98	82	157	152
매출총이익	-	46	39	61	46
매출총이익률 (%)	-	31.9	32.5	28.1	23.2
판관비	-	30	25	28	39
판관비율(%)	-	20.8	20.8	12.9	19.7
영업이익	-	16	14	33	7
증가율(%)	-	na	-11.7	136.0	na
영업이익률(%)	-	11.1	11.7	15.2	3.5
순금융손익	-	0	0	-3	-1
이자손익	-	0	0	-3	-2
기타	-	0	0	0	1
기타영업외손익	-	6	0	13	5
종속/관계기업손익	-	0	0	0	0
세전이익	-	21	14	43	10
법인세	-	5	2	7	0
법인세율	-	23.8	14.3	16.3	0.0
계속사업이익	-	17	11	36	10
중단사업손익	-	0	0	0	0
당기순이익	-	17	11	36	10
증가율(%)	-	na	-32.0	213.3	na
당기순이익률 (%)	-	11.8	9.2	16.6	5.1
지배주주당기순이익	-	17	11	36	10
기타포괄이익	-	0	0	0	-2
총포괄이익	-	0	0	35	8
EBITDA	-	19	15	37	18
증가율(%)	-	na	-18.3	142.9	na
EBITDA마진율(%)	-	13.2	12.5	17.1	9.1

재무상태표

(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	-	149	138	152	238
현금및현금성자산	-	77	69	76	64
유가증권	-	6	2	0	1
매출채권	-	26	20	17	37
재고자산	-	36	40	52	72
비유동자산	-	35	113	171	234
유형자산	-	27	104	168	217
무형자산	-	1	0	0	13
투자자산	-	7	8	1	1
자산총계	-	184	250	323	472
유동부채	-	28	22	26	26
매입채무및기타채무	-	16	7	9	11
단기차입금	-	3	3	3	5
유동성장기부채	-	3	3	2	0
비유동부채	-	11	41	65	67
사채	-	0	0	0	0
장기차입금	-	8	38	60	56
부채총계	-	39	63	91	93
지배주주지분	-	145	187	231	377
자본금	-	1	1	1	36
자본잉여금	-	70	100	110	210
자본조정등	-	-2	-1	1	3
기타포괄이익누계액	-	0	0	0	-2
이익잉여금	-	76	87	119	130
비지배주주지분	-	0	0	0	2
자본총계	-	145	187	231	379
비이자부채	-	26	19	27	32
총차입금	-	13	44	64	61
순차입금	-	-69	-28	-12	-3

투자지표

(12월 결산)	2015	2016	2017	2018	2019
주당지표(원)					
EPS	-	394	267	821	164
BPS	-	3,416	4,390	4,090	5,197
DPS	-	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	-	0.0	0.0	0.0	60.2
PBR	-	0.0	0.0	0.0	1.9
EV/EBITDA	-	-3.7	-1.8	-0.3	39.4
성장성지표(%)					
매출증가율	-	0.0	-16.6	80.6	0.0
EPS증가율	-	0.0	-32.4	207.9	0.0
수익성지표(%)					
배당수익률	-	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	-	11.5	6.8	17.0	2.7
ROA	-	9.1	5.2	12.4	2.2
ROIC	-	23.3	10.0	19.0	3.2
안정성지표(%)					
부채비율(%)	-	26.9	33.6	39.5	24.7
순차입금 비율(%)	-	-47.6	-15.0	-5.2	-0.8
이자보상배율(배)	-	0.0	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	-	0.0	5.2	11.8	0.0
재고자산회전율	-	0.0	3.2	4.7	0.0
총자산회전율	-	0.0	0.6	0.8	0.0

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

현금흐름표

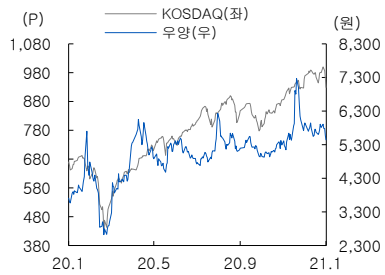
(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	-	-15	6	40	-10
당기순이익	-	17	11	36	10
비현금성 비용 및 수익	-	5	3	17	17
유형자산감가상각비	-	3	1	4	11
무형자산상각비	-	0	0	0	0
운전자본변동	-	-36	-8	-10	-24
매출채권등의 감소	-	-13	7	3	0
재고자산의 감소	-	-28	-4	-13	-15
매입채무등의 증가	-	11	-10	3	0
기타 영업현금흐름	-	-1	0	-3	-13
투자활동 현금흐름	-	-12	-75	-59	-134
유형자산의 증가(CAPEX)	-	14	78	71	68
유형자산의 감소	-	2	0	5	14
무형자산의 감소(증가)	-	0	0	0	-13
투자자산의 감소(증가)	-	-2	0	7	0
기타	-	-26	-153	-142	-203
재무활동 현금흐름	-	59	59	26	132
차입금의 증가(감소)	-	4	33	24	36
자본의 증가	-	60	30	0	123
기타	-	-5	-4	2	-27
기타 및 조정	-	0	1	0	-1
현금의 증가	-	32	-9	7	-13
기초현금	-	46	79	69	76
기말현금	-	79	70	76	64

우양 (103840)

[음식료/스몰캡] 김태현

Not Rated	
목표주가	-
현재가 (1/29)	5,440원
KOSDAQ (1/29)	928.73pt
시가총액	699억원
발행주식수	14,258천주
액면가	100원
52주 최고가	7,270원
최저가	2,625원
60일 평균거래대금	131억원
외국인 지분율	0.9%
배당수익률 (2019.12월)	0.0%
주주구성	
이구열 외 1 인	42.68%

주가상승률	1M	6M	12M
상대기준	-4%	0%	6%
절대기준	-7%	15%	47%



생산능력 확대, HMR 제품 및 유통채널 다변화 기대

- 4Q20 별도 매출액과 영업이익은 각각 279억원(-14.8% yoy), 20억원(-24.9% yoy)으로 추정됨. 주력 품목인 핫도그를 비롯한 HMR 판매 실적은 양호할 전망. 다만 스타벅스향 음료베이스 납품이 크게 늘었던 4Q19 실적에 대한 역기저 부담이 있는 가운데, 거리두기 단계 상향 여파로 카페 영업에 제약이 커졌고 동사의 카페 소재 납품도 크게 감소한 것으로 파악됨
- 올해 별도 매출액은 1,476억원(+14.1% yoy), 영업이익은 86억원(+13.7% yoy)으로 전망됨. 내식 비중 증가 및 에어프라이어 보급 확대에 따른 냉동 제품 수요가 증가하는 가운데, 핫도그 판매 호조세가 이어질 전망. 또 백신 출시 이후 하반기로 갈수록 코로나19 완화에 따른 음료베이스 납품도 개선될 것으로 예상됨
- 가정간편식(핫도그 · HMR) 신 공장이 1분기 완공됨에 따라 기존 연 500억원 수준이던 가정간편식 생산 능력이 약 1,200억원으로 대폭 상승할 전망. 식품제조업체(OEM) 뿐 아니라 대형마트(PB), 군대, 음식점 등으로 가정간편식 유통 판매를 확대할 것으로 기대됨. 더욱이 신공장에서는 핫도그 뿐 아니라 다양한 제품 생산을 통해 매출 다변화 및 HMR 시장 경쟁력을 강화할 전망. 신규 공장은 생산 자동화 설비를 도입, 인건비 절감이 예상되는 바, 감가비 증가에 따른 이익 감소 우려는 제한적

(단위:억원,배)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	748	832	957	1,074	1,179
영업이익	16	-4	30	67	60
세전이익	4	-23	14	42	38
지배주주순이익	3	-25	13	39	34
EPS(원)	29	-209	108	319	283
증가율(%)	-85.9	-810.7	-151.9	193.9	-11.2
영업이익률(%)	2.1	-0.5	3.1	6.2	5.1
순이익률(%)	0.4	-3.0	1.4	3.6	2.9
ROE(%)	1.8	-12.5	6.4	20.4	13.3
PER	0.0	0.0	0.0	0.0	14.1
PBR	0.0	0.0	0.0	0.0	1.7
EV/EBITDA	10.1	17.9	6.2	4.4	8.5

자료: Company data, 예상치는 Bloomberg 컨센서스, 주:별도 실적

우양 (103840)

기업소개

- 식품원료 수입 및 가공과 위탁생산품 제조 등 B2B 사업 기반의 식품제조업체로 1992년 설립, 2019년 코스닥 시장에 상장함

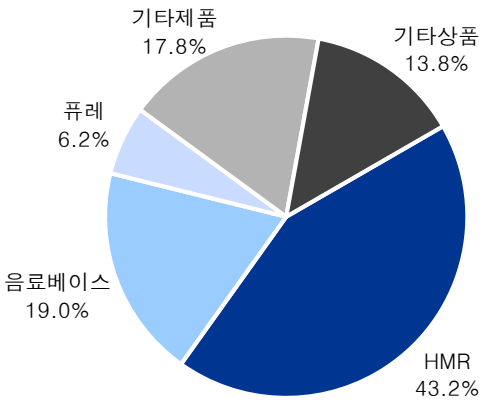
핫도그 등 HMR 비중이 약 43%로 가장 높아

- 사업부문은 크게 식품부문과 음료 및 기타부문으로 구분되며, 품목별 매출 비중(3Q20누적)은 HMR 43.2%, 음료베이스 19.0%, 퓨레 6.2%, 기타제품 17.8%, 기타상품 13.8%
- 주요 매출처는 CJ제일제당과 풀무원식품 각각 약 20%, 스타벅스 10% 초반, SPC 약 6%, 이디야 약 5%이며 자체 브랜드 제품 매출은 2~3억원 수준으로 미미함
- 3Q20 누적 기준, 핫도그는 전체 매출의 약 35%로 가장 많은 비중을 차지하며 CJ제일제당과 풀무원식품 등 대형 식품제조사를 통해 약 80%의 매출이 발생

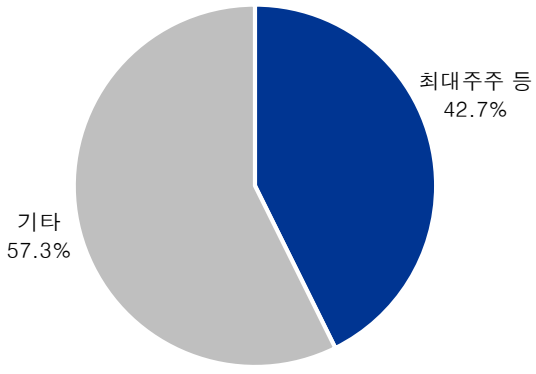
국내 핫도그 시장 내 점유율은 약 40% 수준

- 가정간편식(HMR) 시장내 핫도그 품목에서 40% 수준의 높은 시장 점유율을 확보하고 있는 가운데, 최근 치즈볼, 간편죽, 고로케, 냉동면/밥 등 HMR 제품 다변화를 추진하고 있어 주목됨

주요 제품별 매출비중 (3Q20누적)



주주구성 (3Q20)



자료: 우양, IBK투자증권

우양 (103840)

주요 판매 제품군

- 냉동 과일 & 야채, 퓨레, 페이스트

- 음료, 농축액, 스무디

- 핫도그

- 가정간편식

- 소스&잼 등 제과제빵 원료

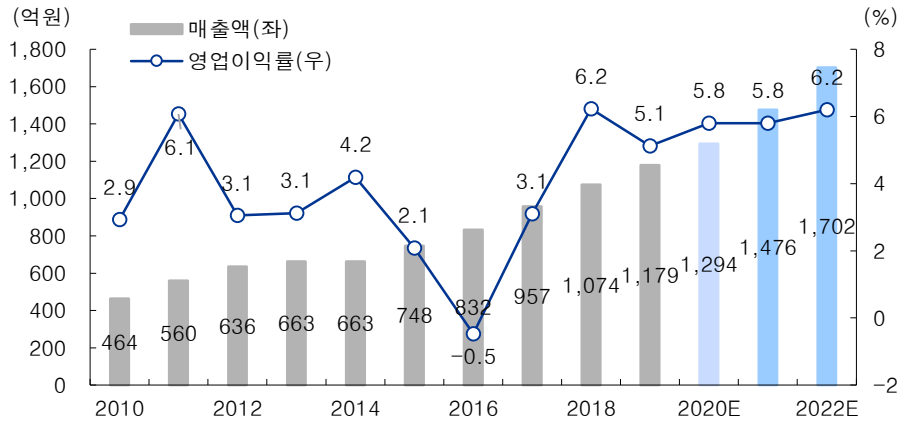
자료: 우양, IBK투자증권

우양 (103840)

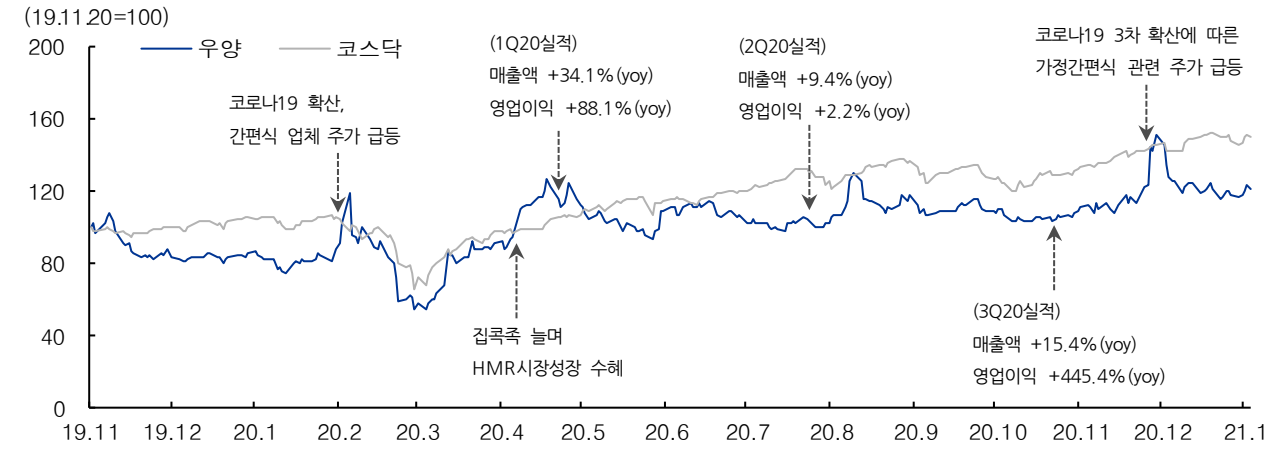
주가 및 실적 추이

- 국내 가정간편식(HMR)과 카페 소재 시장 성장세가 이어지는 가운데, 견조한 시장 점유율 확장세가 동반되며 2010년 464억원 수준이던 매출액이 2019년 1,179억원으로 연평균 10.9% 증가함. 2016 한차례 영업적자 이후 마진율도 개선되는 모습
- 작년 3월 코로나 쇼크로 급락한 주가는 이후 내식 수요 증가에 따른 가정간편식(HMR) 시장 성장 기대감과 맞물려 5월 초 코로나 쇼크 이전 수준까지 빠르게 반등함
- 핫도그 등 HMR 판매 호조세에 기인, 실적 개선세가 이어졌지만 사회적 거리두기 단계가 점차 상향 조정되면서 커피 프랜차이즈향 음료 베이스, 퓨레 등 소재 납품 감소 우려가 부각되며 코스닥 시장 수익률을 다소 하회하는 주가 흐름이 이어지고 있음

실적 추이 (매출액&영업이익률)



주가추이



자료: 우양, IBK투자증권

우양 (103840)

실적 전망 및 투자 포인트

4Q20 실적, 카페 소재 납품 감소 여파로 저조할 전망

- 4Q20 별도 매출액과 영업이익은 각각 279억원(-14.8% yoy), 20억원(-24.9% yoy)으로 추정됨
- 주력 품목인 핫도그 판매 실적은 양호할 전망. 핫도그 매출이 3Q20 누적 360억원에 이어, 4Q20 110억원으로 예상되며 2020년 연간 470억원(+9.3% yoy)을 기록했을 것으로 전망됨
- 다만 스타벅스향 음료베이스 납품이 크게 늘었던 4Q19 실적에 대한 역기저 부담이 있는 가운데, 거리두기 단계 상향 여파로 카페 영업에 제약이 커졌고 동사의 납품량도 크게 감소한 것으로 파악됨
- 2020년 연간 매출액은 1294억원(+9.7% yoy), 영업이익은 76억원(+25.3% yoy)을 기록할 전망

우양 실적 추이 및 전망

(단위: 억원)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20E	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020E	2021E	2022E
매출액	**356**	**326**	**333**	**279**	**376**	**368**	**394**	**339**	**1,294**	**1,476**	**1,702**
YoY	34.1%	9.4%	15.4%	-14.8%	5.6%	12.7%	18.3%	21.6%	9.7%	14.1%	15.3%
매출원가	**302**	**276**	**290**	**233**	**320**	**311**	**344**	**282**	**1,102**	**1,257**	**1,450**
YoY	32.7%	8.0%	11.9%	-14.5%	5.7%	12.6%	18.5%	21.2%	8.5%	14.1%	15.4%
% COGS	85.0	84.6	87.3	83.6	85.1	84.5	87.4	83.3	85.2	85.2	85.2
매출총이익	**53**	**50**	**42**	**46**	**56**	**57**	**50**	**57**	**192**	**219**	**252**
YoY	42.7%	17.4%	46.9%	-16.3%	4.8%	13.3%	17.1%	23.8%	17.1%	14.3%	14.9%
% GPM	15.0	15.4	12.7	16.4	14.9	15.5	12.6	16.7	14.8	14.8	14.8
판매관리비	**28**	**31**	**31**	**26**	**30**	**36**	**37**	**31**	**116**	**133**	**147**
YoY	17.7%	29.4%	14.6%	-8.6%	7.2%	14.9%	19.8%	16.4%	12.3%	14.7%	10.4%
% SG&A	8.0	9.5	9.2	9.4	8.1	9.7	9.3	9.0	9.0	9.0	8.6
영업이익	**25**	**19**	**12**	**20**	**26**	**21**	**13**	**26**	**76**	**86**	**105**
YoY	88.1%	2.2%	445.3%	-24.9%	2.0%	10.7%	10.2%	33.8%	25.3%	13.7%	21.9%
% OPM	7.0	5.9	3.5	7.0	6.8	5.8	3.3	7.7	5.8	5.8	6.2

자료: 식품의약품안전처, IBK투자증권

우양 (103840)

실적 전망 및 투자 포인트

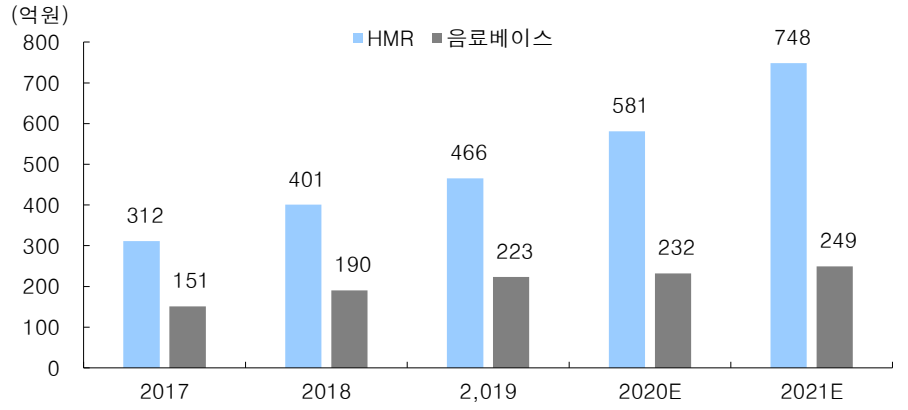
내식 증가 및 에어프라이어 보급 확대에 따른 수혜 지속될 듯

- 올해 별도 매출액은 1,476억원(+14.1% yoy), 영업이익은 86억원(+13.7% yoy)으로 전망됨. 내식 비중 증가 및 에어프라이어 보급 확대에 따른 냉동 제품 수요가 증가하는 가운데, 핫도그 판매 호조세가 이어질 전망. 또 백신 출시 이후 하반기로 갈수록 코로나19 완화에 따른 음료 베이스 납품도 개선될 것으로 예상됨

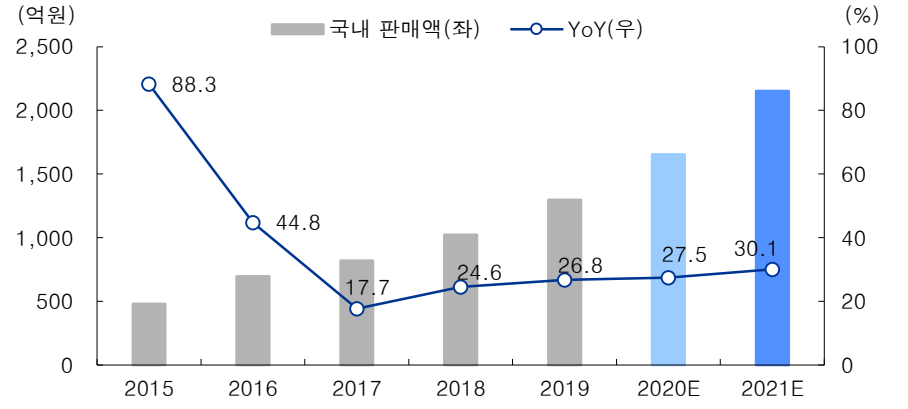
가정간편식 신공장 1분기 완성 예정. 생산 능력이 기존의 2배 이상으로 확대될 전망

- 가정간편식(핫도그 · HMR) 신 공장이 1분기 완공됨에 따라 기존 연 500억원 수준이던 가정간편식 생산 능력이 약 1,200억원으로 대폭 상승할 전망. 식품제조업체(OEM) 뿐 아니라 대형마트(PB), 군대, 음식점 등으로 가정간편식 유통 판매를 확대할 것으로 기대됨. 더욱이 신공장에서는 핫도그 뿐 아니라 다양한 제품 생산을 통해 매출 다변화 및 HMR 시장 경쟁력을 강화할 전망. 신규 공장은 생산 자동화 설비를 도입해, 인건비 절감이 예상되는 바, 감가비 증가에 따른 이익 감소 우려는 제한적

우양 HMR과 음료베이스 매출 추이 및 전망



국내 핫도그 판매액 추이 및 전망



자료: 우양, IBK투자증권

우양 (103840)

포괄손익계산서

(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	748	832	957	1,074	1,179
증가율(%)	12.8	11.3	15.0	12.2	9.7
매출원가	648	751	848	920	1,015
매출총이익	99	81	109	154	164
매출총이익률 (%)	13.2	9.7	11.4	14.3	13.9
판관비	84	85	80	87	103
판관비율(%)	11.2	10.2	8.4	8.1	8.7
영업이익	16	-4	30	67	60
증가율(%)	-44.1	-125.4	-851.2	125.7	-9.9
영업이익률(%)	2.1	-0.5	3.1	6.2	5.1
순금융손익	-13	-13	-18	-25	-23
이자손익	-12	-11	-16	-24	-23
기타	-1	-2	-2	-1	0
기타영업외손익	2	-6	2	0	0
종속/관계기업손익	0	0	0	0	0
세전이익	4	-23	14	42	38
법인세	1	2	1	2	4
법인세율	25.0	-8.7	7.1	4.8	10.5
계속사업이익	3	-25	13	39	34
중단사업손익	0	0	0	0	0
당기순이익	3	-25	13	39	34
증가율(%)	-85.4	-923.1	-150.8	208.6	-13.1
당기순이익률 (%)	0.4	-3.0	1.4	3.6	2.9
지배주주당기순이익	3	-25	13	39	34
기타포괄이익	0	0	0	0	-1
총포괄이익	0	0	0	40	33
EBITDA	39	24	66	106	109
증가율(%)	-6.6	-38.0	172.8	59.3	2.6
EBITDA마진율(%)	5.2	2.9	6.9	9.9	9.2

재무상태표

(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	354	325	328	369	378
현금및현금성자산	1	9	7	2	1
유가증권	9	0	0	2	3
매출채권	65	69	78	117	121
재고자산	265	232	228	235	246
비유동자산	432	487	488	560	646
유형자산	422	480	478	549	628
무형자산	3	2	3	3	2
투자자산	5	5	7	8	8
자산총계	785	812	816	928	1,024
유동부채	415	421	385	570	495
매입채무및기타채무	93	118	137	147	160
단기차입금	193	198	178	204	189
유동성장기부채	63	59	25	114	42
비유동부채	161	198	227	177	194
사채	33	0	40	15	6
장기차입금	117	186	173	139	177
부채총계	576	619	611	747	689
지배주주지분	209	193	204	181	335
자본금	12	12	12	10	13
자본잉여금	60	60	60	12	120
자본조정등	0	0	0	0	11
기타포괄이익누계액	60	70	70	0	0
이익잉여금	77	51	62	159	192
비지배주주지분	0	0	0	0	0
자본총계	209	193	204	181	335
비이자부채	170	176	196	275	273
총차입금	406	443	415	472	416
순차입금	395	434	408	468	412

투자지표

(12월 결산)	2015	2016	2017	2018	2019
주당지표(원)					
EPS	29	-209	108	319	283
BPS	1,745	1,605	1,739	1,495	2,347
DPS	8	0	0	0	0
밸류에이션(배)					
PER	0.0	0.0	0.0	0.0	14.1
PBR	0.0	0.0	0.0	0.0	1.7
EV/EBITDA	10.1	17.9	6.2	4.4	8.5
성장성지표(%)					
매출증가율	12.8	11.3	15.0	12.2	9.7
EPS증가율	-85.9	-810.7	-151.9	193.9	-11.2
수익성지표(%)					
배당수익률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
ROE	1.8	-12.5	6.4	20.4	13.3
ROA	0.5	-3.1	1.6	4.5	3.5
ROIC	0.6	-4.0	2.0	6.1	4.9
안정성지표(%)					
부채비율(%)	275.1	321.4	299.3	413.0	206.0
순차입금 비율(%)	189.0	224.9	200.0	258.6	123.0
이자보상배율(배)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
활동성지표(배)					
매출채권회전율	13.1	12.4	13.1	11.0	9.9
재고자산회전율	3.0	3.4	4.2	4.6	4.9
총자산회전율	1.1	1.0	1.2	1.2	1.2

*주당지표 및 밸류에이션은 지배주주순익 및 지배주주지분 기준

현금흐름표

(억원)	2015	2016	2017	2018	2019
영업활동 현금흐름	46	36	65	109	92
당기순이익	3	-25	13	0	0
비현금성 비용 및 수익	28	52	44	80	84
유형자산감가상각비	24	28	36	38	47
무형자산상각비	0	1	1	1	1
운전자본변동	14	9	8	5	-20
매출채권등의 감소	-16	-8	-11	13	-3
재고자산의 감소	-22	22	4	-17	-15
매입채무등의 증가	17	25	19	10	14
기타 영업현금흐름	1	0	0	24	28
투자활동 현금흐름	-224	-63	-39	-107	-129
유형자산의 증가(CAPEX)	240	77	38	104	128
유형자산의 감소	14	9	0	0	0
무형자산의 감소(증가)	0	0	-2	0	0
투자자산의 감소(증가)	3	1	0	-4	-1
기타	-481	-150	-75	-207	-256
재무활동 현금흐름	178	34	-27	-7	36
차입금의 증가(감소)	77	95	10	53	78
자본의 증가	50	0	0	0	101
기타	51	-61	-37	-60	-143
기타 및 조정	0	0	-1	0	1
현금의 증가	0	7	-2	-5	0
기초현금	2	1	9	7	2
기말현금	1	9	7	2	1

Compliance Notice

동 자료에 게재된 내용들은 외부의 압력이나 부당한 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성되었음을 확인합니다.
동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
동 자료는 조사분석자료 작성에 참여한 외부인(계열회사 및 그 임직원등)이 없습니다.
조사분석 담당자 및 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
동자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
당사는 상기 명시한 사항 외 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다.

종목명	담당자	담당자(배우자) 보유여부			1%이상 보유여부	유가증권 발행관련	계열사 관계여부	공개매수 사무취급	IPO	회사채 지급보증	중대한 이해관계	M&A 관련
		수량	취득가	취득일								
해당 사항 없음												

투자의견 안내 (투자기간 12개월)

종목 투자의견 (절대수익률 기준)			
적극매수 40% ~	매수 15% ~	중립 -15% ~ 15%	매도 ~ -15%
업종 투자의견 (상대수익률 기준)			
비중확대 +10% ~	중립 -10% ~ +10%	비중축소 ~ -10%	

투자등급 통계 (2020.01.01~2020.12.31)

투자등급 구분	건수	비율(%)
매수	138	91.4
중립	13	8.6
매도	0	0

Memo

Memo

IBKS Research Center

성명	직급	담당업종	전화	이메일
정용택	상무	총괄 / Economy	6915-5701	ytjeong0815@ibks.com
투자분석부				
박옥희	연구위원	Global Asset Allocation	6915-5672	marble@ibks.com
김지나	연구위원	Fixed Income	6915-5678	jnkim0526@ibks.com
안소은	연구원	Strategy	6915-5657	ase331@ibks.com
이정빈	연구원	Quant	6915-5654	jblee3280@ibks.com
김인식	선임주임	Global ETF/Quant	6915-5472	kds4539@ibks.com
기간산업분석부				
김은갑	연구위원	은행	6915-5660	egab@ibks.com
김장원	연구위원	통신서비스/지주	6915-5661	jwkim@ibks.com
이상현	연구위원	자동차/기계	6915-5662	coolcat.auto@ibks.com
안지영	연구위원	유통/화장품	6915-5675	jyahn@ibks.com
박용희	연구위원	건설/건자재/미디어/엔터	6915-5651	yhpkorea2005@ibks.com
혁신기업분석부				
김운호	연구위원	반도체/디스플레이	6915-5656	unokim88@ibks.com
이민희	연구위원	중소기업분석	6915-5682	mhl3467@ibks.com
이승훈	연구위원	인터넷/게임, 중소기업분석	6915-5680	dozed@ibks.com
문경준	연구위원	제약/바이오, 중소기업분석	6915-5776	juninearth@ibks.com
김태현	연구위원	음식료, 중소기업분석	6915-5658	kith0923@ibks.com
이건재	연구위원	IT(장비/소재), 중소기업분석	6915-5676	geonjaelee83@ibks.com

"고객에게 신뢰받고 시장에서 존중받는 자본시장의 리더"

IBK기업은행 금융그룹
IBK투자증권

서울특별시 영등포구 여의도동 국제금융로 6길 11
대표번호 02-6915-5000
고객만족팀 1588-0030, 1544-0050

영업부	02) 6915-2626	IBK WM센터 목동	02) 2062-3002
서초센터	02) 3486-8888	IBK WM센터 동부이촌동	02) 798-1030
강남센터	02) 557-4168	IBK WM센터 중계동	02) 948-0270
분당센터	031) 778-8050	IBK WM센터 시화공단	031) 498-7900
인천센터	032) 427-1122	IBK WM센터 일산	031) 904-3450
부산센터	051) 805-2900	IBK WM센터 판교	031) 724-2630
대구센터 (IBK WM센터 대구)	053) 752-3535	IBK WM센터 남동공단	032) 822-6200
광주센터 (IBK WM센터 광주)	062) 382-6611	IBK WM센터 평촌	031) 476-1023
IBK WM센터 한남동	02) 796-8500	IBK WM센터 천안	041) 569-8130
IBK WM센터 강남	02) 2057-9300	IBK WM센터 부산	051) 741-8810
IBK WM센터 반포자이	02) 3481-6900	IBK WM센터 울산	052) 271-3050
IBK WM센터 역삼	02) 556-4999	IBK WM센터 창원	055) 282-1650

본 조사분석자료는 고객의 투자를 돕기 위한 정보제공의 목적으로 작성되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부에서 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 지적재산권은 당사에 귀속되며, 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.