

코스맥스엔비티(222040)

2분기 국내만 70억, 하반기 수익성 개선 기대

투자 의견 'BUY', 목표주가 15,900원 제시

코스맥스엔비티에 대해 투자 의견 'BUY', 목표주가 15,900원을 제시하며 커버리지를 개시한다. 목표주가는 2021년 예상 EPS 1,301원에 국내 Peer(콜마비엔에이치, 노바렉스)의 2021F 평균 PER을 20% 할인한 12.2배를 적용해 산출했다. 2020년은 고객사 확장에 주력하는 시기인 만큼 수익성 대비 외형성장이 두드러지는 시기가 될 것으로 보인다. 그러나 2021년은 ① 중국 내 네트워크 마케팅 채널의 회복으로 인한 중국향 물량 확대와 ② 기존 고객사들의 물량 확대를 바탕으로 한 해외법인의 흑자전환으로 전사 영업이익률이 크게 향상되며 코스맥스엔비티의 주가 저평가 요소였던 수익성 악화에 대한 우려가 해소될 전망이다.

2Q20 Review: 국내 법인의 놀라운 성장

코스맥스엔비티의 2분기 실적은 매출액 730억원(+46.8%, YoY), 영업이익 1억원(-87.0%, YoY)으로 추정치 대비 매출은 증가하였으나 수익성 개선 측면에서 아쉬운 모습을 보였다.

① 국내 법인: 온라인 및 홈쇼핑 채널의 매출이 25% 이상 성장하며 매출액 526억원(+54.3%, YoY), 영업이익 70억원(+43.4%, YoY)을 달성했다. 하반기는 면역 관련 제품군의 견조한 성장과 신규 개별인정형 원료 출시로 매출원이 확대되며 2분기의 성장세를 이어갈 전망이다.

② 해외 법인: 호주 법인은 주요 거래처의 중국향 물량이 증가하며 적자폭을 크게 축소시켰으나 미국 법인은 매출액 성장 대비 부진한 영업이익을 기록하였다. 이는 코로나19로 인해 운반비 증가와 원재료 공급 차질이 발생하며 원가 부담이 높아졌기 때문이다. 그러나 하반기 신규 고객사와의 계약 체결로 가동률이 높아지며 상반기 대비 영업이익이 증가할 것으로 기대된다.

2020년 하반기에도 분기별 실적 성장세 이어질 전망

2020년 연결 실적은 매출액 2,915억원(+50.0%, YoY)과 영업이익 60억원(흑자전환, YoY)을 예상한다. 2분기 미국 법인의 영업이익이 다소 아쉬웠으나 하반기 신규 고객사 확보에 따른 가동률 상승으로 수익성 개선이 기대된다는 점, 국내 법인과 호주 법인의 실적이 예상보다 빠르게 상승하고 있다는 점으로 인해 2020년 전사 연결 실적은 흑자전환에 성공할 전망이다.

Update

BUY(신규)

| TP(12M): 15,900원 | CP(8월 13일): 10,500원

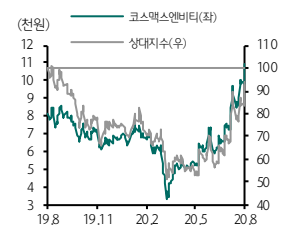
Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	854.77
52주 최고/최저(원)	10,500/2,860
시가총액(십억원)	216.6
시가총액비중(%)	0.07
발행주식수(천주)	20,628.0
60일 평균 거래량(천주)	542.5
60일 평균 거래대금(십억원)	4.2
20년 배당금(예상, 원)	0
20년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	2.24
주요주주 지분율(%)	
코스맥스엔비티아이 외 10인	39.07
	0.00
주가상승률	1M 6M 12M
절대	49.6 64.8 38.9
상대	36.7 32.6 (4.0)

Consensus Data

	2020	2021
매출액(십억원)	254.4	302.3
영업이익(십억원)	5.0	25.3
순이익(십억원)	(3.3)	15.2
EPS(원)	(165)	735
BPS(원)	3,127	3,949

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	십억원	201.7	194.3	291.4	344.9	449.4
영업이익	십억원	18.0	(9.9)	6.0	39.7	49.4
세전이익	십억원	12.3	(14.9)	1.7	34.4	42.8
순이익	십억원	7.6	(17.8)	(2.1)	26.8	32.1
EPS	원	369	(861)	(100)	1,301	1,555
증감률	%	21.4	적전	적지	흑전	19.5
PER	배	44.41	N/A	N/A	8.07	6.75
PBR	배	3.72	1.92	3.19	2.29	1.71
EV/EBITDA	배	16.48	93.97	19.06	6.91	5.76
ROE	%	8.67	(22.01)	(2.99)	33.00	28.94
BPS	원	4,406	3,413	3,289	4,594	6,154
DPS	원	111	0	0	0	0



Analyst 김두현
02-3771-8542
doohyun@hanafn.com



Analyst 이정기
02-3771-7522
robert.lee@hanafn.com

RA 최수지
02-3771-3124
suuji@hanafn.com

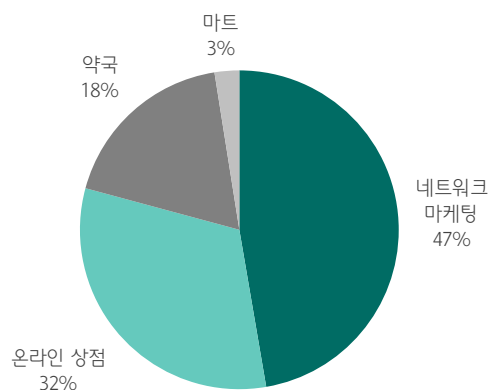
표 1. 코스맥스엔비티 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	18	19	20F	21F
매출액	52.9	49.8	46.2	45.4	61.0	73.1	75.3	82.1	201.7	194.3	291.5	344.9
YoY	24.2%	10.2%	-13.0%	-25.3%	15.3%	46.7%	63.0%	80.8%	47.9%	-3.7%	50.0%	31.0%
NBT(별도)	38.8	34.1	34.1	39.3	46.5	52.6	53.7	56.8	145.8	146.3	209.7	201.3
중국 법인	17.2	11.4	8.0	8.6	11.2	7.8	11.3	14.7	69.9	45.2	45.0	71.8
미국 법인	4.8	5.5	7.0	4.0	6.1	7.8	9.8	10.3	17.4	21.3	33.9	66.9
호주 법인	6.3	7.1	4.1	4.0	6.6	11.0	8.5	9.5	19.2	21.6	35.5	52.7
엔에스	2.8	1.0	1.4	0.8	2.1	1.2	2.3	2.1	10.1	6.0	7.8	10.1
연결조정	(17.1)	(9.3)	(8.4)	(11.4)	(11.5)	(7.3)	(10.3)	(11.3)	(60.7)	(46.1)	(40.4)	(57.9)
영업이익	2.0	1.0	(4.0)	(8.8)	(1.0)	0.1	3.4	3.5	18.0	(9.9)	6.0	39.8
OPM	3.7%	1.9%	-8.7%	-19.5%	-1.7%	0.2%	4.6%	4.3%	8.9%	-5.1%	2.1%	11.5%
NBT(별도)	6.6	4.9	2.4	3.6	5.6	7.0	7.4	7.7	25.7	17.5	27.6	31.4
중국 법인	0.2	0.3	(0.3)	(0.4)	0.2	(0.1)	0.2	0.3	5.0	(0.2)	0.6	5.2
미국 법인	(4.1)	(3.8)	(4.2)	(7.1)	(5.4)	(7.0)	(4.6)	(4.1)	(9.1)	(19.2)	(21.2)	0.4
호주 법인	(1.0)	(0.7)	(2.1)	(3.9)	(1.9)	(0.5)	(0.3)	(0.2)	(5.7)	(7.7)	(2.9)	0.1
엔에스	0.3	0.0	0.0	0.1	0.6	0.2	0.4	0.4	0.5	0.5	1.6	1.6
(지배)순이익	0.8	(1.2)	(6.3)	(11.1)	(5.1)	(0.9)	2.4	1.7	7.6	(17.8)	(1.6)	26.9
NPM	1.6%	-2.4%	-13.7%	-24.4%	-8.3%	-1.2%	3.2%	2.0%	3.8%	-9.1%	-0.6%	7.8%

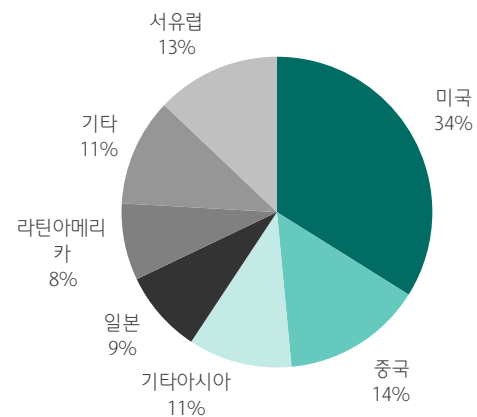
자료: 코스맥스엔비티, 하나금융투자

그림 1. 중국 건강기능식품 판매 채널별 점유율



자료: Eurononitor, 하나금융투자

그림 2. 글로벌 건강기능식품 시장 지역별 점유율



자료: 한국건강기능식품협회, 하나금융투자

그림 3. 코스맥스엔비티 시가총액과 순이익 추이



자료: 코스맥스엔비티, 하나금융투자

그림 4. 노바렉스 시가총액과 순이익 추이



자료: 노바렉스, 하나금융투자

추정 재무제표

손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
매출액	201.7	194.3	291.4	344.9	449.4
매출원가	157.0	177.1	254.6	263.2	343.8
매출총이익	44.7	17.2	36.8	81.7	105.6
판매비	26.7	27.1	30.8	42.0	56.2
영업이익	18.0	(9.9)	6.0	39.7	49.4
금융손익	(5.4)	(4.7)	(4.2)	(5.0)	(6.3)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.3)	(0.3)	(0.1)	(0.3)	(0.3)
세전이익	12.3	(14.9)	1.7	34.4	42.8
법인세	4.7	2.8	3.4	7.6	10.8
계속사업이익	7.6	(17.7)	(1.7)	26.8	32.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	7.6	(17.7)	(1.7)	26.8	32.1
비배주주지분 손익	0.0	0.0	0.3	0.0	0.0
지배주주순이익	7.6	(17.8)	(2.1)	26.8	32.1
지배주주지분포괄이익	6.0	(18.2)	(2.6)	27.9	33.3
NOPAT	11.1	(11.8)	(6.1)	31.0	37.0
EBITDA	27.0	3.0	19.8	52.0	60.7
성장성(%)					
매출액증가율	47.9	(3.7)	50.0	18.4	30.3
NOPAT증가율	54.2	적전	적지	흑전	19.4
EBITDA증가율	52.5	(88.9)	560.0	162.6	16.7
영업이익증가율	56.5	적전	흑전	561.7	24.4
(지배주주)순이익증가율	20.6	적전	적지	흑전	19.8
EPS증가율	21.4	적전	적지	흑전	19.5
수익성(%)					
매출총이익률	22.2	8.9	12.6	23.7	23.5
EBITDA이익률	13.4	1.5	6.8	15.1	13.5
영업이익률	8.9	(5.1)	2.1	11.5	11.0
계속사업이익률	3.8	(9.1)	(0.6)	7.8	7.1

투자지표	2018	2019	2020F	2021F	2022F
주당지표(원)					
EPS	369	(861)	(100)	1,301	1,555
BPS	4,406	3,413	3,289	4,594	6,154
CFPS	1,400	350	1,156	2,534	2,870
EBITDAPS	1,311	147	958	2,522	2,944
SPS	9,779	9,418	14,129	16,720	21,786
DPS	111	0	0	0	0
주가지표(배)					
PER	44.4	N/A	N/A	8.1	6.8
PBR	3.7	1.9	3.2	2.3	1.7
PCFR	11.7	18.8	9.1	4.1	3.7
EV/EBITDA	16.5	94.0	19.1	6.9	5.8
PSR	1.7	0.7	0.7	0.6	0.5
재무비율(%)					
ROE	8.7	(22.0)	(3.0)	33.0	28.9
ROA	3.2	(6.3)	(0.7)	8.2	8.9
ROIC	6.4	(5.7)	(2.8)	13.5	15.1
부채비율	198.7	298.6	363.3	246.2	202.0
순부채비율	114.8	205.8	227.9	146.1	102.4
이자보상배율(배)	5.2	(1.6)	1.0	7.0	9.5

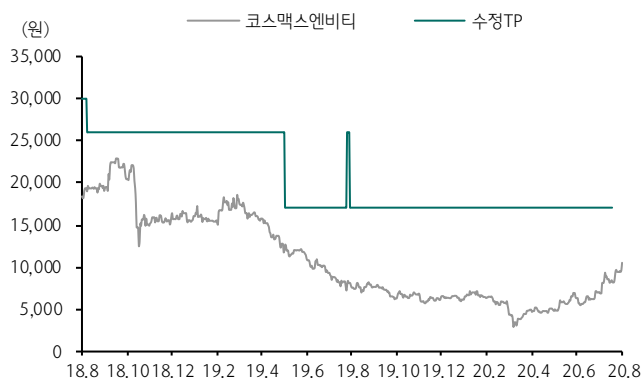
자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
유동자산	118.3	115.4	157.5	179.0	231.6
금융자산	19.4	29.4	26.6	16.9	24.7
현금성자산	18.4	29.4	26.6	16.9	24.7
매출채권 등	53.0	35.3	39.2	43.9	58.2
재고자산	35.1	45.8	82.9	107.8	134.7
기타유동자산	10.8	4.9	8.8	10.4	14.0
비유동자산	157.2	170.8	164.7	155.1	157.1
투자자산	3.1	4.8	10.8	12.4	15.5
금융자산	3.1	4.8	8.6	10.2	13.3
유형자산	148.6	159.8	148.4	137.6	136.6
무형자산	3.1	2.7	2.0	1.6	1.5
기타비유동자산	2.4	3.5	3.5	3.5	3.5
자산총계	275.5	286.2	322.2	334.1	388.6
유동부채	131.9	162.5	192.6	178.8	199.9
금융부채	77.2	130.2	134.1	109.8	110.3
매입채무 등	32.3	29.6	53.5	63.3	82.5
기타유동부채	22.4	2.7	5.0	5.7	7.1
비유동부채	51.4	51.9	60.1	58.8	60.1
금융부채	48.1	46.9	51.1	48.1	46.1
기타비유동부채	3.3	5.0	9.0	10.7	14.0
부채총계	183.3	214.4	252.7	237.6	259.9
지배주주지분	90.9	70.4	67.9	94.8	127.0
자본금	10.3	10.3	10.3	10.3	10.3
자본잉여금	39.8	39.8	39.8	39.8	39.8
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	(3.2)	(3.3)	(3.8)	(3.7)	(3.6)
이익잉여금	44.0	23.6	21.5	48.4	80.5
비배주주지분	1.4	1.4	1.7	1.7	1.7
자본총계	92.3	71.8	69.6	96.5	128.7
순금융부채	105.9	147.7	158.5	140.9	131.7

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018	2019	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	(6.7)	(13.5)	(1.3)	20.1	22.4
당기순이익	7.6	(17.7)	(1.7)	26.8	32.1
조정	14.9	12.3	16.4	12.3	11.2
감가상각비	9.0	12.9	13.8	12.3	11.3
외환거래손익	1.1	0.6	2.8	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	4.8	(1.2)	(0.2)	0.0	(0.1)
영업활동 현금흐름	(29.2)	(8.1)	(16.0)	(19.0)	(20.9)
투자활동 현금흐름	(35.8)	(17.5)	(6.5)	(2.6)	(13.2)
투자자산감소(증가)	(0.8)	(1.7)	(6.0)	(1.6)	(3.1)
유형자산감소(증가)	(34.3)	(18.1)	(1.1)	(1.1)	(10.2)
기타	(0.7)	2.3	0.6	0.1	0.1
재무활동 현금흐름	46.7	41.2	4.9	(27.3)	(1.4)
금융부채증가(감소)	49.5	51.8	8.1	(27.3)	(1.4)
자본증가(감소)	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(2.8)	(8.3)	(3.2)	0.0	0.0
배당지급	0.0	(2.3)	0.0	0.0	0.0
현금의 증감	3.5	11.0	(2.7)	(9.7)	7.8
Unlevered CFO	28.9	7.2	23.8	52.3	59.2
Free Cash Flow	(41.0)	(34.1)	(2.4)	19.0	12.2

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

코스맥스엔비티



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
20.8.2	담당자변경			-
19.8.12	BUY	17,000	-63.27%	-45.18%
19.8.8	BUY	26,000	-68.38%	-67.88%
19.5.16	BUY	17,000	-40.27%	-26.18%
18.8.21	BUY	26,000	-35.08%	-11.92%
18.8.5	BUY	30,000	-35.78%	-32.33%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	92.3%	7.7%	0.0%	100.0%

* 기준일: 2020년 08월 13일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(김두현)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2020년 08월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(김두현)는 2020년 08월 14일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 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. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.