



INDUSTRY

2020년 6월 1일

건강기능식품 (Positive)

건강이 최고의 재산이다

“ 최근 견조한 성장을 보이고 있는 국내 건강기능식품 시장은 향후에도 꾸준하게 확대될 것으로 보여집니다. 이는 선진국 대비 충분한 성장 여지, 건강에 대한 관심 증가, 소득 수준 향상, 가속화되는 고령화, 정부의 규제 완화 스탠스 등 때문입니다. 특히 올해 COVID19 발생으로 인해 건강기능식품 필요성에 대한 소비자들의 인식이 크게 제고될 것으로 기대됩니다. 업체별로는 브랜드보다는 ODM/OEM 같은 생산 업체들을 선호합니다. 성장기에 진입한 국내 건강기능식품 시장과 동반 성장이 가능하고, 현재 수출 성장 가능성도 더 커 상대적으로 안정적·지속적 성장이 예상되기 때문입니다. 이에 당사는 최선호주로 콜마비엔에이지와 노바렉스를 제시해드립니다. ”

| Contents |

I. 핵심 요약	03
II. 주요 지표	04
III. 투자 포인트	07
1. 국내 건강기능식품 시장 성장 지속	07
2. 해외 진출을 통한 성장 동력 확보	13
IV. 투자 전략	21
V. 추천 종목	26
VI. 분석대상 종목	29
1. 콜마비앤에이치 (200130)	30
2. 노바렉스 (194700)	34
3. 서흥 (008490)	43
4. 코스맥스비티아이 (044820)	46
5. 코스맥스엔비티 (222040)	52
6. 에이치엘사이언스 (239610)	57
7. 녹십자웰빙 (234690)	61
8. 팜스빌 (318010)	65
VII.붙임	70
1. 국내 동종 업체 비교	71
2. 건강기능식품 용어 및 주요 기업 밸류 체인	72

I. 핵심 요약

건강기능식품시장,
꾸준한 성장 지속 전망

국내 건강기능식품 시장의 성장세가 지속되고 있다. 한국 건강기능식품협회에 따르면 지난해 국내 건강기능식품 시장 규모는 4.58조원이다. 2015년부터 연평균 11.7% 성장 중이다(식약처 기준 2018년 국내 건강기능식품 시장 규모 3.07조원, 생산-수출+수입). 향후에도 국내 건강기능식품 시장은 5~10% 수준의 안정적 성장세를 이어갈 가능성이 크다고 판단된다. 이유는 ① 건강에 대한 관심 증가와 고령화 현상 확대, ② 정부의 규제 완화, ③ 업체들의 다양한 개별인정형 원료 개발 투자, ④ 유통 채널 다각화로 접근성 확대, ⑤ COVID19로 건강기능식품 섭취 필요 인식 강화 등이 시장 확대의 기회 요인으로 작용할 것으로 전망하기 때문이다.

해외 성장 확대도 기대

최근 국내 건강기능식품 업체들도 해외 진출을 노력 중이다. 특히 브랜드 업체보다 ODM/OEM 업체 쪽에서 활발히 진행되고 있다. 내수 시장의 한계를 고려 시 중장기 성장성 확보를 위해 국내 건강기능식품 업체들의 해외 진출 노력은 더욱 확대될 전망이다. 해외 사업의 성공적 안착은 기업가치 향상 측면에서도 가장 긍정적인 요인 중 하나이다. 실적 개선과 성장 모멘텀 확대에 따른 주가 멀티플 상승이 모두 가능하기 때문이다. 해외 유통-홍보의 어려움을 감안할 때 브랜드 업체보다는 ODM/OEM 업체의 해외 사업 성공 확률이 커 보인다. 당사는 콜마비엔에이치와 코스맥스엔비티가 해외 사업의 성장이 상대적으로 빠르게 가시화될 수 있는 업체라 판단한다.

산업의 성장성 고려시
밸류에이션 프리미엄 부여
정당하다고 판단

최근 국내 건강기능식품 시장 성장에 따라 관련 기업의 Valuation이 빠르게 재평가되고 있다. 현재 시가총액 상위 건강기능식품 업체들의 20F P/E 평균은 13.6x까지 상승해 국내 음식료 업종 평균과 유사한 수준이다. 당사는 산업의 성장성을 비교해봤을 때 음식료 대비 건강기능식품 업종에 대한 Valuation 프리미엄 부여가 가능하다고 판단돼 아직 건강기능식품 업체들의 주가 상승 여지가 충분하다고 판단한다.

ODM/OEM업체에 주목,
Top picks로는
콜마비엔에이치와 노바렉스
제시

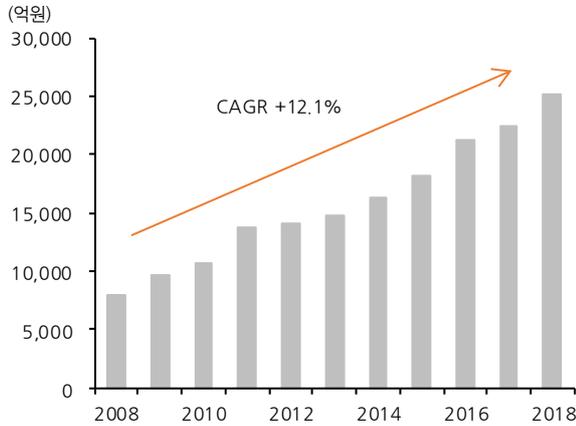
건강기능식품 업체 내에서 브랜드 대비 ODM/OEM 업체를 선호한다. 브랜드 업체의 경우 수요 집중 시 급격한 성장이 가능하나 빠른 트렌드 변화로 실적 변동성이 커 단기적 시각으로 접근하는 경향이 크다. 그러나 ODM/OEM 업체는 전방 시장 확대와 동행하며 안정적인 성장이 가능하다는 점에서 단기와 중장기적 시각 모두에서 투자가 가능하다 판단되기 때문이다.

건강기능식품 종목 선정에 핵심 요인 중 하나는 해외 사업이다. 해외 사업의 성장성이 부각된 업체는 Valuation 프리미엄이 확대될 것으로 전망한다.

이에 Top picks로는 콜마비엔에이치와 노바렉스, 관심종목으로는 코스맥스비티아이, 서흥, 팜스빌 등을 제시한다.

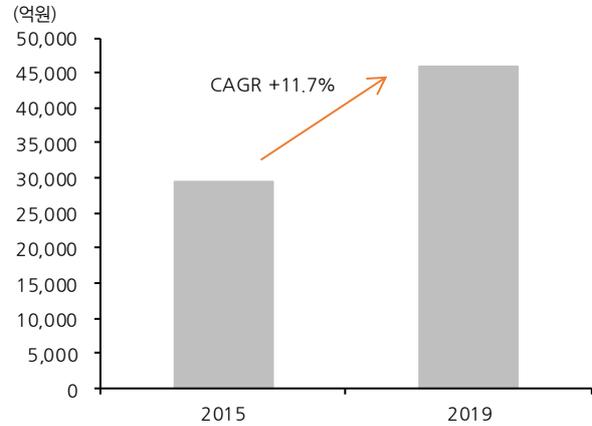
II. 주요 도표

[그림1] 국내 건강기능식품 시장 규모와 성장률 (생산 기준)



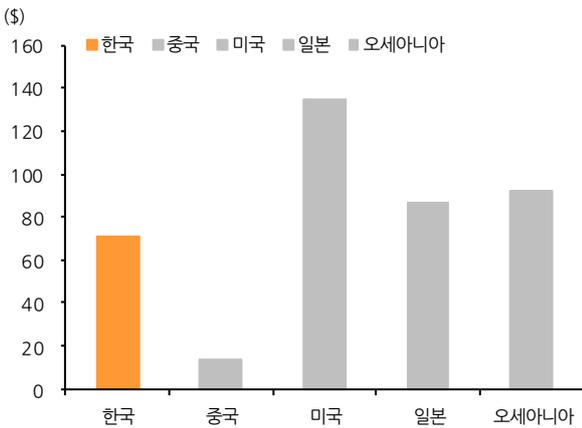
자료: 식약처, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 국내 건강기능식품 시장 규모와 성장률 (소매 기준)



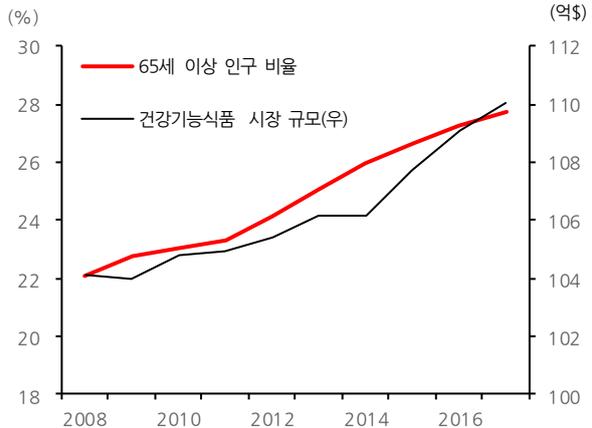
자료: 한국건강기능식품협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 국가별 1인당 건강기능식품 구매액 (2017년)



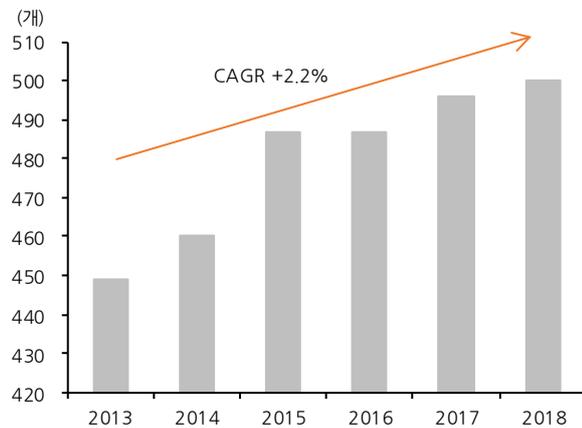
자료: 식약처, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] 일본 고령화 비율과 건강기능식품 시장 규모 추이



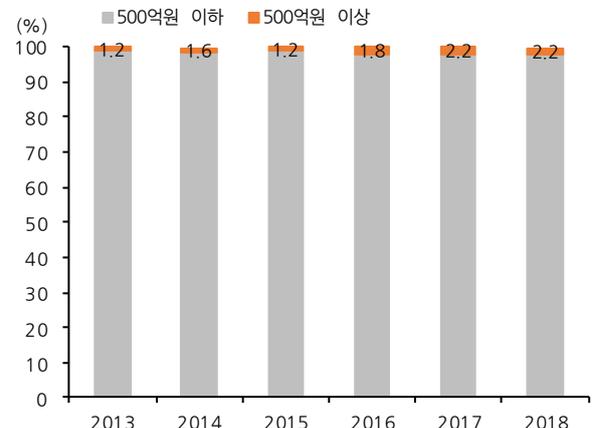
자료: 한국건강기능식품협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 국내 생산업체 개수 추이



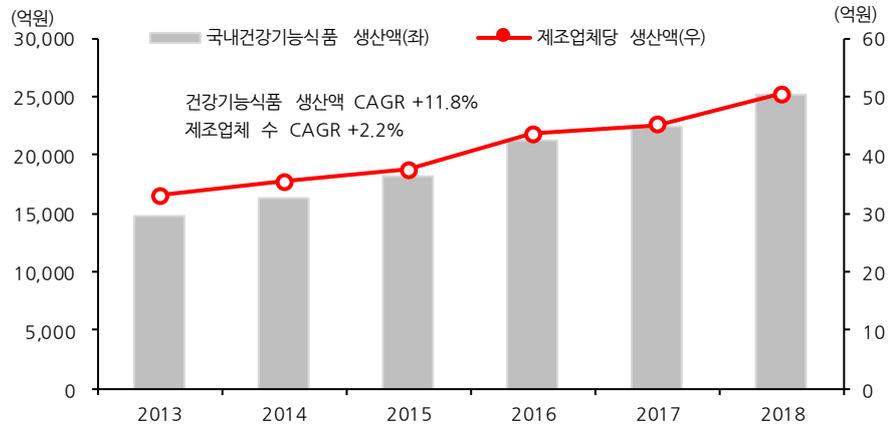
자료: 식약처, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 국내 생산업체 중 500억원 이상 매출 규모 비중 추이



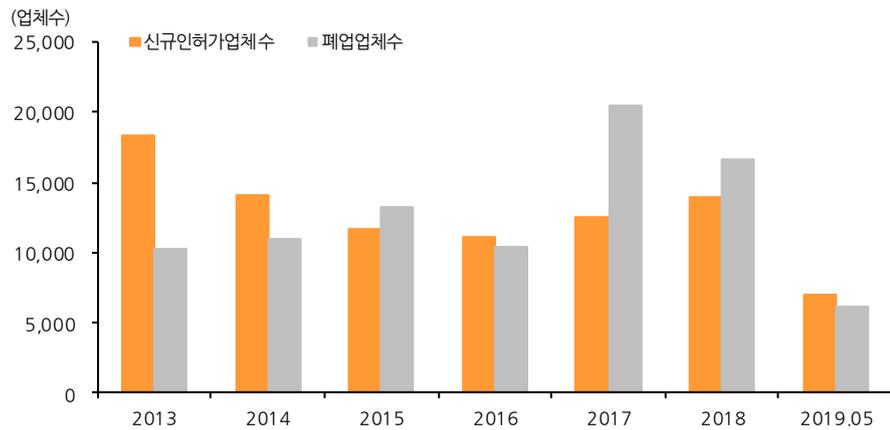
자료: 한국건강기능식품협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 건강기능식품 시장과 생산업체 성장을 비교



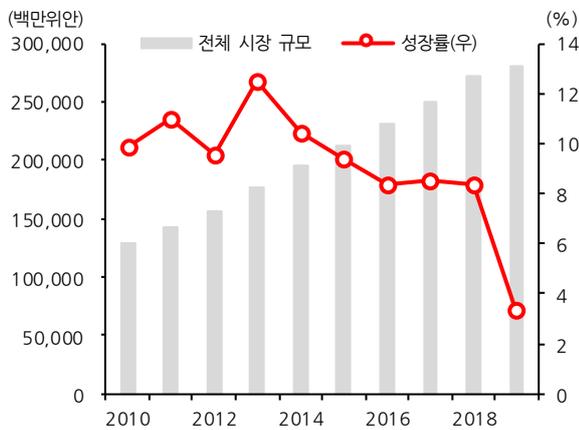
자료: 식약처, 한화투자증권 리서치센터

[그림8] 건강기능식품 유통판매업체 폐업과 개업 수 추이



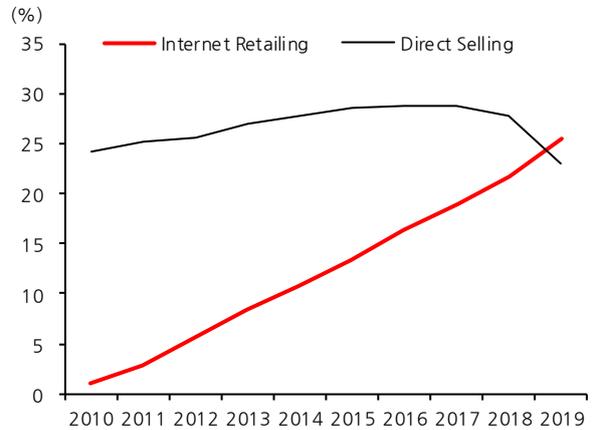
자료: 행정안전부, 한화투자증권 리서치센터

[그림9] 중국 건강기능식품 시장 규모 추이



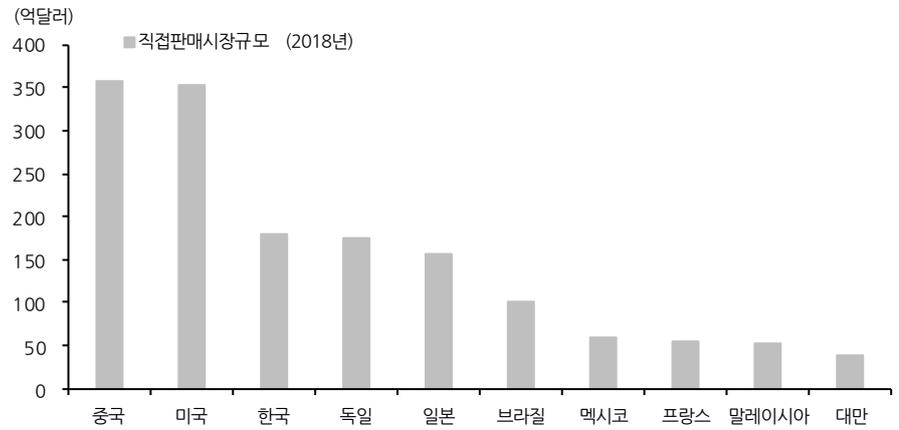
자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

[그림10] 중국 건강기능식품 시장 온라인과 직접판매 채널 비중



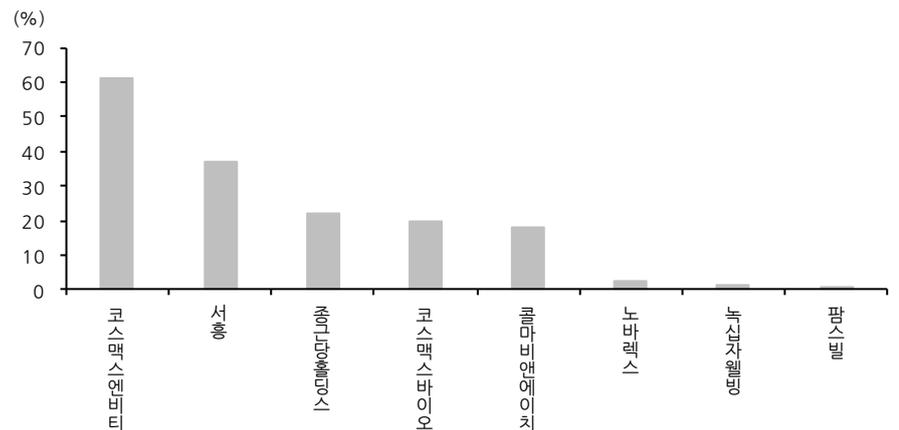
자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

[그림11] 국가별 직접판매 매출 규모 (2018)



자료: World Federation of Direct Selling Associations(WFDSA), 한화투자증권 리서치센터

[그림12] 주요 건강기능식품 업체 해외 사업 매출 비중 비교 (2019년 기준)



자료: 각사 사업보고서, 한화투자증권 리서치센터

Ⅲ. 투자 포인트

1. 국내 건강기능식품 시장 성장 지속

i. 건강에 대한 관심 증가와 고령화

건강기능식품시장, 꾸준한 성장 지속

국내 건강기능식품 시장의 성장세가 지속되고 있다. 한국 건강기능식품협회에 따르면 지난해 국내 건강기능식품 시장 규모는 4.58조원이다. 2015년부터 연평균 11.7% 성장 중이다(식약처 기준 2018년 국내 건강기능식품 시장 규모 3.07조원, 생산-수출+수입). 향후에도 국내 건강기능식품 시장은 5~10% 수준의 안정적 성장세를 이어갈 가능성이 크다고 판단된다.

전세대에서 건강에 대한 관심 증가

웰빙 분위기가 확산되며 전 세대에서 건강에 대한 관심도가 높아지고 있기 때문이다(건강기능식품 구매 경험률 2017년 71.6%→2018년 76.2%→2019년 78.2%). 스포츠 활동 증대에 따른 젊은 세대의 관절 및 뼈 건강 관련 제품 수요 증가, 중년 여성에서 젊은 여성으로 주요 소비층이 이동하고 있는 피부 미용 관련 제품, 서구식 식습관으로 인한 체지방 감소 관련 제품 수요 증가 등이 그 예이다.

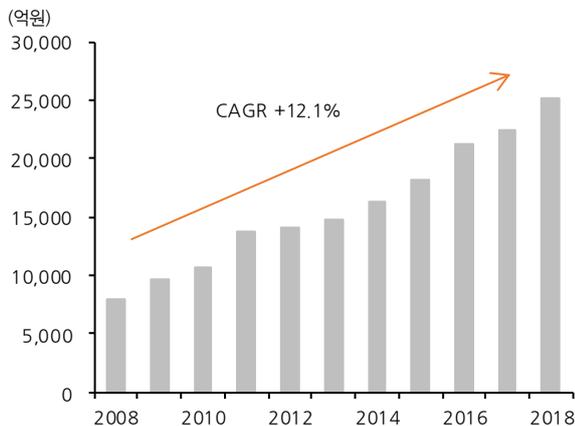
선진국 대비 시장규모는 아직 미미한 상황

건강기능식품 시장 규모를 인구 수로 나눈 1인당 건강기능식품 구매액의 경우 한국은 \$71로 미국 \$134, 일본 \$87, 오세아니아 \$92 등 주요 선진국 대비 낮은 수준이다. 이는 소득 수준에 따른 건강에 대한 관심 차이의 영향으로 보여진다(1인당 GDP ∝ 1인당 건강기능식품 구매액). 향후 국내 건강기능식품 시장도 소득 증가에 따라 건강에 대한 관심이 제고되며 그 규모가 더욱 확대될 것으로 예상된다.

고령화로 인한 추가 수요 확대 기대

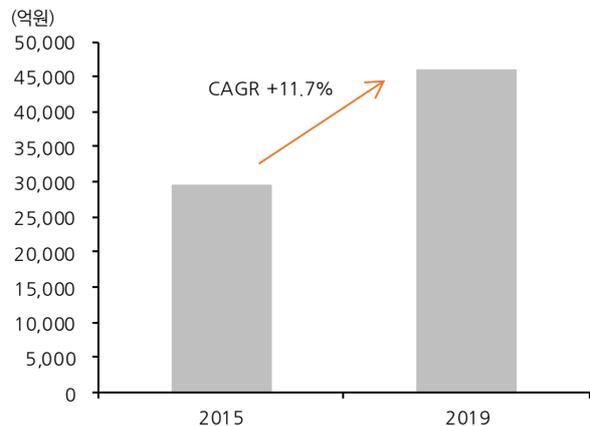
또한 국내 건강기능식품 시장의 성장세는 소득 수준 대비 확대될 여지도 크다. ① 과거 일본의 고령화(65세 이상 인구) 비율과 건강기능식품 시장 규모가 유사한 흐름을 나타낸 점, ② 국내 고령화 가속화 추세(2030년 한국의 65세 이상 인구 비율이 24.5%로 2018년 대비 10.7%p 상승하며 주요국 내 가장 큰 증가 폭이 전망됨) 등을 고려 시 고령화로 인한 추가 수요 발생이 기대되기 때문이다.

[그림13] 국내 건강기능식품 시장 규모와 성장률 (생산 기준)



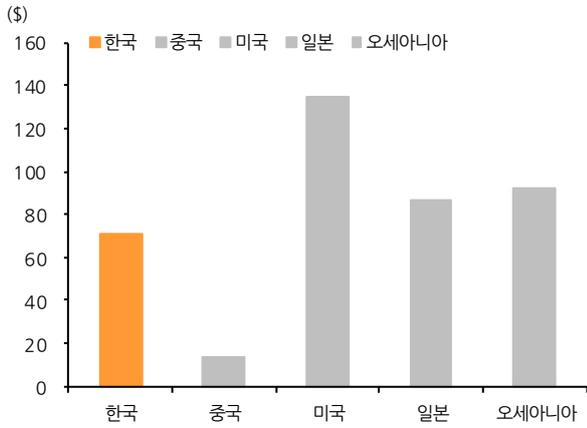
자료: 식약처, 한화투자증권 리서치센터

[그림14] 국내 건강기능식품 시장 규모와 성장률 (소매 기준)



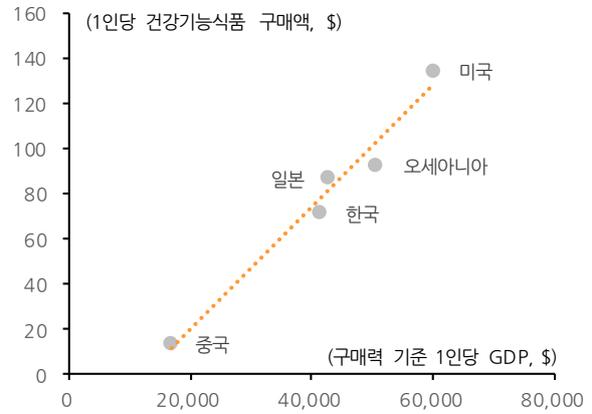
자료: 한국건강기능식품협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림15] 국가별 1인당 건강기능식품 구매액 (2017년)



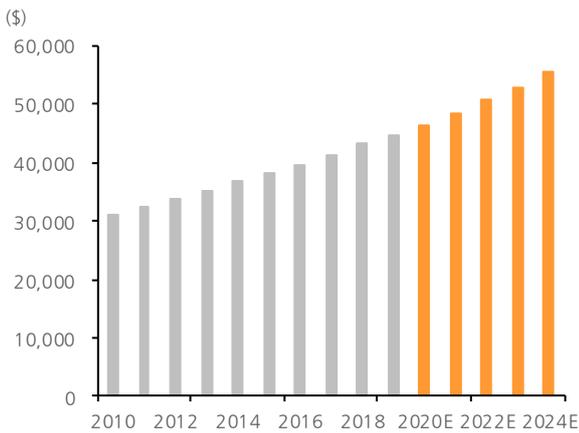
자료: 식약처, 한화투자증권 리서치센터

[그림16] 1인당 구매력 기준 GDP와 건강기능식품 구매액



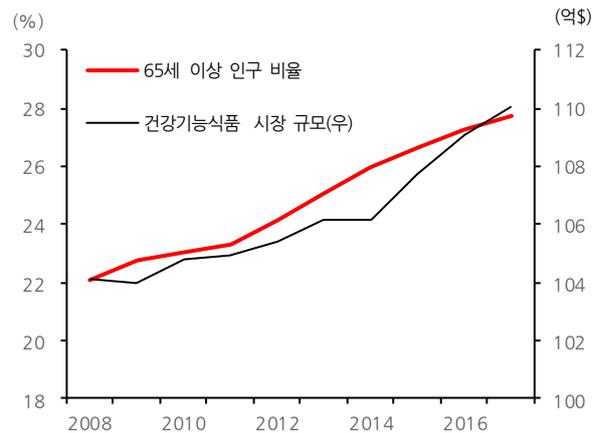
자료: 한국건강기능식품협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림17] 한국 1인당 구매력 기준 GDP 추이와 전망



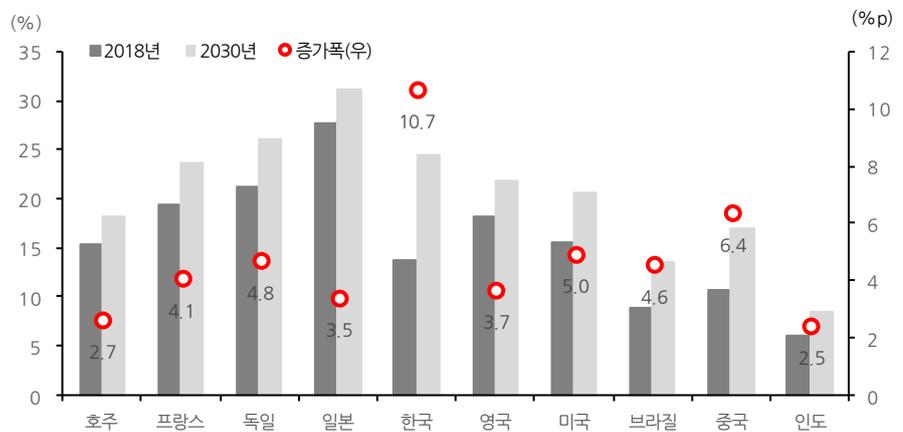
자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터

[그림18] 일본 고령화 비율과 건강기능식품 시장 규모 추이



자료: 식약처, OECD, 한화투자증권 리서치센터

[그림19] 2018년과 2030년 국가별 고령화(65세 이상 인구) 비율 비교



자료: OECD, 한화투자증권 리서치센터

ii. 규제 완화

규제완화도
성장 확대 요인

규제 완화도 건강기능식품 시장 성장에 기여하는 주요 요인이다. 최근 정부는 제도적 차원에서의 건강기능식품의 발전 방안을 지속적으로 확대 및 시행하고 있다. 또한 그 간 한정된 기능성 범주도 확대되는 흐름이다. 이는 질병 발생 가능성을 낮추는 건강기능식품이 고령화 가속화에 따른 국가의 의료비 부담을 완화할 수 있는 효과적 방안일 수 있기 때문이다.

2019년 4월
건강기능식품 규제 완화

특히 지난해 4월 17일 정부가 발표한 현장 밀착형 규제 혁신 방안에서는 高 부가 가치 산업으로 부각 중인 건강기능식품의 개발·제조·판매 등에 관련된 제반 규제가 완화됐다. 미국·일본 등 선진국은 건강기능식품에 최소한의 규제만 적용해(식이보충제로 해석해 기능성을 크게 강조하지 않음) 시장이 빠르게 성장했다. 반면 한국은 의약품과 유사한 수준의 규제가 적용됐던 만큼 향후 건강기능식품 시장 성장에 긍정적 영향이 기대된다.

해당 방안은 최소한의 안전장치 확보를 전제로 건강기능식품에 대한 규제 체계를 개방·적·신축적·합리적으로 전환시키기 위해 건강기능식품의 다양화, 기능성 원료의 인정 범위 확대 등을 추진하고 있다. 총 22건의 건강기능식품 분야 과제를 담고 있고, 분야별로는 ① 시장 진출입 활성화(8건), ② 신제품 개발 촉진(4건), ③ 기능성 표시제 개선(5건), ④ 마케팅 경쟁력 제고(5건) 이다.

분야별로 ① 시장 진출입 활성화: 대형마트·백화점 등에서 건강기능식품 자유 판매 허용 및 각종 신고 의무 완화, ② 신제품 개발 촉진: 건강기능식품 원료 범위 및 기능성 원료의 활용 기간 확대, ③ 기능성 표시제 개선: 일반식품에도 기능성 표시 허용 및 기능성 원료 인정 예측 가능성 제고, ④ 마케팅 경쟁력 제고: 건강기능식품 광고 허용 범위 확대 및 표시·광고에 대한 사전 심의 폐지 등에 대한 방안이 포함되어 있다.

같은해 5월
추가 규제완화 발표

또한 지난해 5월 국정 현안 점검 조정 회의에서 논의된 신산업 현장 애로 규제 혁신을 통해 핵심 테마로 선정된 웰니스 식품에 대해 우수 식품 제조업체의 건강기능식품 제조업 진입 방식 간소화, 일반 의약품 원료 중 외국에서 안전성 및 기능성이 입증된 원료에 대한 건강기능식품 사용 허용, 건강기능식품 기능성 원료 안전성 평가 시 국외 섭취량의 평가자료 인정 등 6건의 애로가 해소되었다.

[그림20] 신산업 현장애로 규제혁신 로드맵



자료: 식약처, 통계청, 한화투자증권 리서치센터

[표1] 현장밀착형 규제혁신 과제별 주요내용 - 1) 건강기능식품시장 진출입 활성화 (8 건)

	현행	개선
1	관할 지자체에 신고하는 대형마트·백화점 등 사업자에 한해 건강기능식품 판매 허용(약국은 신고의무 없음)	모든 대형마트·백화점 등(식품위생법상 기타 식품 판매업자)에게 건강기능식품 자유 판매 허용
2	수입 건강기능식품은 변경신고(일부 공급사 변경, 일부 함량 변경 등) 불가능 *국내제조 건강기능식품은 변경신고 허용 중	기능성에 영향이 없는 범위 내에서 수입 건강기능식품의 변경신고 허용
3	서류검사 대상 제품 매 통관 시마다 사진 제출 의무	영업자가 국내 통관과정에서 사진 제출이 어려운 경우, 선적 당시의 사진을 제출하거나 검사 담당 자가 직접 확인
4	수입식품도 원료의 임상시험 결과서 제출 의무화	수입 건강기능식품 원료는 임상시험 결과서를 확보하기 어려운 점을 감안하여 동일한 내용의 SCI 등급 논문 제출도 인정
5	수입식품 등 인터넷 구매대행자도 일반 수입업자와 동일한 시설 요건(독립된 사무실·창고 등) 구비 의무 존재	수입식품 등 인터넷 구매대행자는 주택에서도 영업 허용
6	가능성이 일부 삭제된 경우에도 품목 제조 신고를 다시 하도록 의무화	일부 가능성이 단순 삭제된 경우 변경신고 허용
7	이력추적관리를 품목별(1년주기)로 실시	이력추적관리를 업체별(2~3년주기)로 실시
8	건강기능식품판매업 폐업 시 관할 지자체에 직접 신고	건강기능식품 판매업도 온라인(행안부, 민원 24) 폐업 신고 신설

자료: 다음 기준, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 현장밀착형 규제혁신 과제별 주요내용 - 2) 신제품 개발 활성화를 위한 규제 개선 (4 건)

	현행	개선
1	건강기능식품 대상원료에서 의약품 제외	알파-GPC(인지능력 개선), 에키네시아(면역력 증진) 등 안전성이 확보된 일반 의약품 원료까지 확대
2	건강기능식품 임상시험 대상으로 일반인만 허용 (경미한 환자 제외)	인체적용시험 대상자를 약물을 복용하지 않는 초기 질병 상태의 피험자 포함
3	既往 인정 원료의 기능성 추가 시 1년 경과 후 식약처 고시에 등재(고시에 등재되지 않은 원료는 개발 자만 제품 제조·판매 가능)	既往 인정 원료의 기능성 추가 시 2년 경과 후 식약처 고시에 등재
4	EPA·DHA 함유 제품의 산패관리 규제를 원료·제품 단계를 고려하지 않고 일률적으로 적용	제조 현실을 반영하여 원료성 제품과 산화방지제가 첨가된 제품에만 적용

자료: 다음 기준, 한화투자증권 리서치센터

[표3] 현장밀착형 규제혁신 과제별 주요내용 - 3) 기능성 표시제 개선 및 신평가기술 도입 (5 건)

	현행	개선
1	건강기능식품에 한해 기능성 표시 허용	과학적 근거가 확보된 일반식품도 기능성 표시 허용
2	건강기능식품(고시성 원료)에 한해 신고제로 운영	기능성 원료가 포함· 표시된 일반식품도 신고제로 운영
3	신규 기능성원료 기준규격과 관련된 가이드라인 부재	신규 기능성원료 기준규격 등 관련 가이드라인 마련
4	신규 기능성원료 개발 관련 사전협의체 부재	신규 기능성원료 개발단계부터 심사부서와의 소통 이 가능하도록 사전협의체 신설
5	지표 성분 원칙 기준(표시량 80~120%) 예외 사유 불명확	타당성 자료(시기별·지역별 품목(LOT)별 지표 성분 함량 변화), 시험 결과 등 예외 사유 명확화하여 가이드라인 배포

자료: 다음 기준, 한화투자증권 리서치센터

[표4] 현장밀착형 규제혁신 과제별 주요내용 - 4) 마케팅 경쟁력 제고 및 관리 비용 절감 (5 건)

	현행	개선
1	식약처가 인정한 건강기능식품 공인검사기관 검사 결과만 광고에 활용	타법령에 근거한 시험기관, 국가표준기본법에 근거한 업종별·분야별 전문 시험기관, 그 밖에 식약 처장이 인정한 시험기관 등의 검사 결과도 광고에 활용
2	공인검사기관에서 인정한 제품효과 문구만 광고 가능	해당 제품의 동물실험 결과 등 작용기전을 활용한 광고 가능
3	기능성 표시·광고에 대한 사전심의, 허위표시·광고 시 영업 정지 또는 허가 취소(영업소 폐쇄)	사전심의 폐지, 처벌수준도 일반식품과 동일한 수준으로 관련 규정 제정
4	건강기능식품 관련 고시 등 개정 후 바로 시행 → 대체 원료 확보·개발, 라벨링 교체 등 탄력적 대응 곤란	고시 등 개정 후 일정기간 유예 후 시행
5	건강기능식품 및 화장품 관련 품질 관리실 공동 사용 가능하나 창고 등 보관 시설 공동 사용 불명확	명확히 분리 또는 구획된 경우 건강기능식품 및 화장품 공동 보관 허용

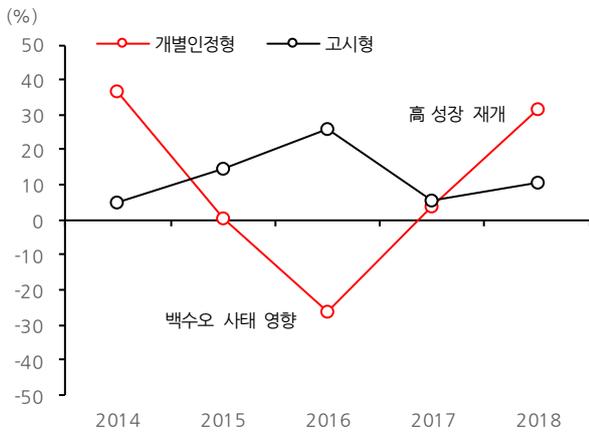
자료: 다음 기준, 한화투자증권 리서치센터

iii. 다양한 개별인정형 원료 개발

개별인정형 원료
개발 투자 확대

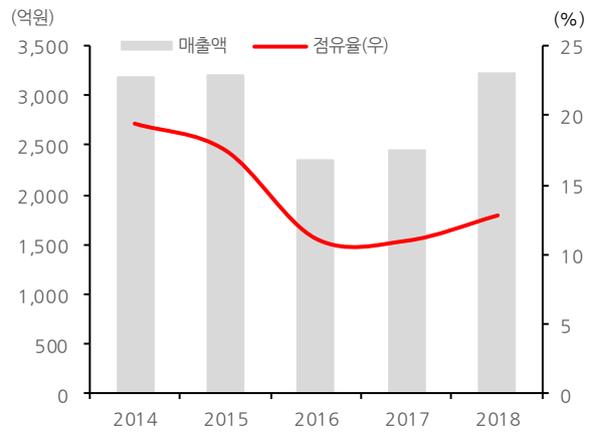
건강기능식품에 대한 대중의 관심이 확대되며 개별인정형 원료 발굴 및 개발을 위한 투자가 크게 증가하고 있다. 향후 개별인정형 원료 인정 증가 시 ① 개발 가능한 건강기능식품 종류 증가, ② 기능성 향상과 다양한 니즈 부합 등이 가능해 건강기능식품에 대한 수요 증가로 이어질 가능성이 크다. 실제로 최근 건강기능식품에 대한 소비자들의 지식이 깊어지고 개별인정형 제품 수요가 크게 증가하며 시장 점유율이 상승하고 있다.

[그림21] 개별인정형과 고시형 제품 매출액 증가율 추이



자료: IMF, 한화투자증권 리서치센터

[그림22] 개별인정형 제품 매출액과 시장 점유율 추이



자료: 식약처, OECD, 한화투자증권 리서치센터

iv. 유통 채널 다각화에 따른 접할 기회 증가

유통채널 다각화도
수요증가에
기여할 것으로 기대

과거 건강기능식품의 주요 유통 채널은 다단계, 방문판매 등 직접 판매였다. 그러나 최근 인터넷 쇼핑몰, TV 홈쇼핑, SNS 마케팅 등 비대면 유통 채널이 발달하며 과거에 비해 소비자들이 건강기능식품을 접할 수 있는 기회가 크게 증가하고 있다. 이에 따라 ① 건강기능식품에 대한 소비자들의 인식 개선과 지식 증가, ② 구매 편의성 향상 등이 가능해 지속적인 건강기능식품 수요 증가에 기여할 것으로 보인다.

[표5] 건강기능식품 구매 유통 채널(선물 제외, 구매 건수 기준)

순위	2010년		2018년	
	유통채널	비중(%)	유통채널	비중(%)
1	다단계	38.4	인터넷몰	35.9
2	방문판매	21.4	대형할인점	15.3
3	전문매장	15.1	다단계	12.5
4	홈쇼핑	5.9	약국	10.9
5	백화점	4.8	기타	6.7
6	인터넷	4.6	방문판매	4.9

자료: 한화투자증권 리서치센터

V. COVID19 효과: 건강기능식품 섭취 필요 인식 강화

COVID19로
면역력 강화에 대한
필요성 대두

올해 COVID19 발생도 국내 건강기능식품 시장 성장에 긍정적 요인이다. 과거 전염병 발생 당시도 건강기능식품 수요가 증가한 사례가 있다. 칸타 리서치에 따르면 2009년 7월 신종플루 발생 전후(6개월) 비교 시 홍삼을 중심으로 신규로 건강기능식품을 구매하는 소비자가 증가했다. 2015년 6월 메르스 발생 전후(7개월)의 경우에는 홍삼 외 타 건강기능식품을 신규로 구매하는 소비자 유형이 크게 나타나며 시장 저변이 확대됐다.

건강기능식품은
선택이 아닌 필수

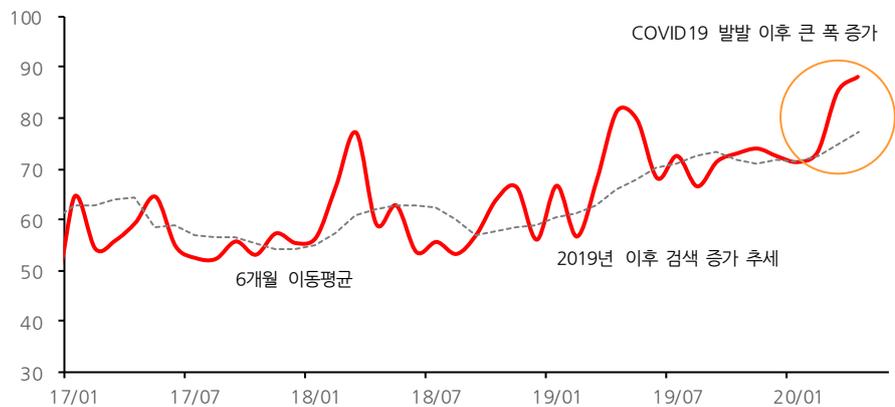
최근 COVID19 장기화로 과거 신종플루나 메르스 발생 때보다 면역력 강화(면역력이 결여된 상태에서 더욱 취약)에 대한 소비자들의 니즈가 더욱 커지고 있다. 실제로 COVID19 발생 이후 건강기능식품에 대한 검색이 크게 증가하고 있다. 미세먼지 등 환경오염에 주기적 전염병까지 더해지며 국내 소비자의 건강기능식품에 대한 인식이 전환(선택→필수)될 가능성이 크다. 향후 국내 건강기능식품의 신규 수요 확대가 기대된다.

[그림23] 신종플루와 메르스 발생 후 건강기능식품 카테고리별 성과



자료: 칸타, 한화투자증권 리서치센터

[그림24] 건강기능식품 검색어 트렌드 추이



자료: 네이버, 한화투자증권 리서치센터

2. 해외 진출을 통한 성장 동력 확보

i. 해외 진출 중인 건강기능식품 생산 업체

글로벌 건강기능식품 시장도
꾸준히 성장 중

글로벌 건강기능식품 시장도 견조한 성장이 지속되고 있다. 이에 국내 건강기능식품 업체들도 해외 진출을 노력 중이다. 특히 브랜드 업체보다 ODM/OEM 업체 쪽에서 활발히 진행되고 있다. 제조 경쟁력 인정을 통해 해외 건강기능식품 브랜드 업체의 아시아 생산기지 역할을 수행하고 있기 때문이다. 향후 이렇게 쌓인 네트워크를 바탕으로 해외 공장을 설립해 적극적으로 해외 업체 向 생산 물량을 확대해 나갈 전망이다

코스맥스엔비티,
해외사업에 가장
공격적인 투자 진행

건강기능식품 상장 업체 중에서 해외 사업을 가장 활발히 진행하고 있는 곳은 코스맥스엔비티다. 코스맥스엔비티는 일찍이 글로벌 네트워크 판매 업체와 거래를 시작하며 중국 및 해외 지역으로 수출을 진행했다. 이런 경험을 바탕으로 2015년 미국 1공장, 2016년 미국 2공장, 2017년 호주 공장, 2018년 중국 공장을 순차적으로 설립하며 해외에 직 진출하고 있다. 현재 공격적인 해외 확장 전략으로 고정비 부담이 증가하였고 중국의 다단계 규제 강화로 실적 타격을 입으며 수익성은 부진하나, 최근 회복되고 있어 점진적인 실적 개선이 전망된다.

콜마비엔에이치,
드디어 가시화되는
해외성장성

콜마비엔에이치는 현재까지 해외 매출은 주요 고객사인 애터미를 통해 발생하고 있지만 향후 자체 해외 진출을 통해 성장의 여지가 확대될 것으로 전망한다. 중국의 경우 투 트랙방식으로 진출할 계획이다. ① 애터미 중국 사업 물량 생산을 위한 애터미와 J.V 공장 설립(지분율 각각 5:5), ② 중국 현지 업체의 ODM 물량 생산을 위한 자체 공장 설립이다. 두 공장 모두 하반기 중 완공하여 이후 본격 가동될 것으로 예상된다. 호주에는 2019년 초 유통 법인을 설립했다. 중국 소비자들의 높은 'Made in Australia' 건강기능식품 선호를 감안, 호주 현지 공장에서 아웃소싱을 통해 생산한 제품을 유통 법인을 통해 중국 현지 업체에게 납품하기 위해서이다. 더불어 최근 애터미가 6월부터 중국 사업을 본격적으로 시작할 것으로 예정되어 있어 해외 부문의 성장성은 하반기 이후부터 가시화될 것으로 전망한다.

서흥,
캡슐과 원료로
일찍이 해외 진출

서흥은 이미 경쟁력을 인정받은 기존 사업인 캡슐과 원료 사업 중심으로 일찍이 해외 진출을 시작했다. 주로 베트남, 미국, 유럽 지역에서 캡슐과 원료 사업 위주로 진행되고 있다. 건강기능식품 사업의 경우 대부분을 국내 업체와 거래하고 있다. 이에 따라 해외 사업은 건강기능식품보다는 기존 주력 사업인 캡슐과 원료 부문을 중심으로 성장이 지속될 것으로 전망한다.

노바렉스,
해외수출 초기 단계

노바렉스는 북미, 중국, 동남아 등지를 타겟 시장으로 삼고 각 국의 식품 박람회 전시회 등을 활용하여 수요층 확대를 모색하고 있다. 주요 고객사는 매나텍, 나우, 암웨이, 유니시티, TCI 등이다. 최근 동남아 시장에서의 유산균 판매 호조 등으로 유니시티 향 매출액이 증가하고 있다. TCI와 액상·스틱젤리 제품의 중국 내 독점적 생산공급을 계약하며 중국 진출을 추진 중이나 COVID19 등으로 아직 더딘 편이다

브랜드 업체,
해외 진출 준비중

브랜드 업체들도 해외 영업 확대를 위해 노력 중이다. 뉴트리의 경우 에버콜라겐 중국 보건식품 인증 획득 후 중국 법인, 대리점, GS홈쇼핑 유통망을 활용하여 판매할 계획이다. 이 외 판도라와 위가드, 밀크씨슬 등도 보건식품 인증 획득을 준비 중이다. 매출액 내 수출이 차지하는 비중은 아직 미미하나 향후 중국 보건식품 인증 획득 시 수출 확대가 기대된다.

에이치엘사이언스도 빨강석류, 닥터레드퀸 등의 제품이 중국 보건식품 인증을 획득해 현재 수출 중이다. 또한 국내 메이저 홈쇼핑들과 제휴를 통해 대만, 홍콩 등 중화권과 베트남, 말레이시아 등 동남아시아로의 진출을 준비하고 있다. 향후 신공장 완공 시 기능성석류농축분말(P-estro BL Powder), 우슬 등 복합물(HL-JOINT 100) 등 개별인정형 원료의 수출 확대가 기대된다.

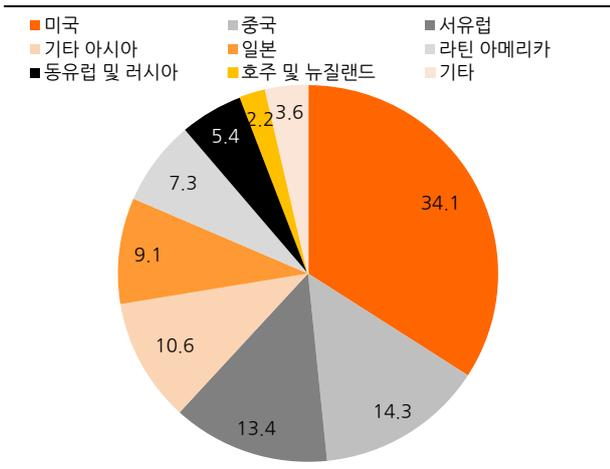
향후 업체들의 해외진출은
더욱 확대될 전망

내수 시장의 한계를 고려 시 중장기 성장성 확보를 위해 국내 건강기능식품 업체들의 해외 진출 노력은 더욱 확대될 전망이다. 해외 사업의 성공적 안착은 기업가치 향상 측면에서도 가장 긍정적인 요인 중 하나이다. 실적 개선과 성장 모델 확대로 따른 주가 멀티플 상승이 모두 가능하기 때문이다. 해외 유통-홍보의 어려움을 감안할 때 브랜드 업체보다는 ODM/OEM 업체의 해외 사업 성공 확률이 커 보인다.

콜마비엔에이치와
코스맥스엔비티가 빠르게
가시화될 것으로 예상

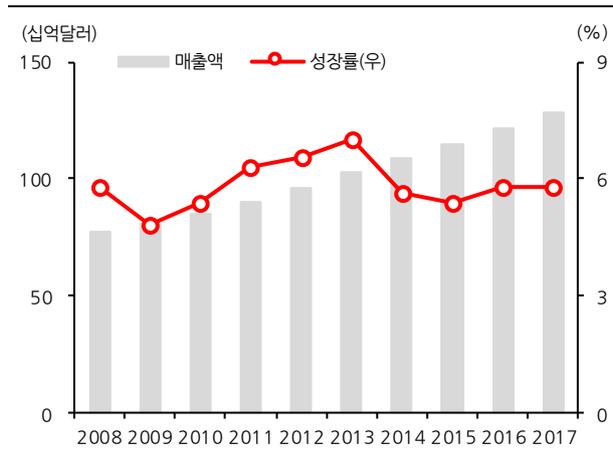
당사는 콜마비엔에이치와 코스맥스엔비티의 해외 사업의 성장이 상대적으로 빠르게 가시화될 수 있는 업체로 보고 있다. 콜마비엔에이치는 중국 공장이 본격 가동되고 주요 고객사인 애터미의 중국 사업이 시작되는 하반기 이후부터 해외 사업의 성장성이 부각될 것으로 전망한다. 코스맥스엔비티의 경우 해외 투자에 대한 회수기를 기다리는 상황이다. 빠르면 올해 하반기, 지연 시에는 내년에 공장 가동률 상승을 통한 적자 축소가 가능할 것으로 예상된다.

[그림25] 2017 국가별 보충제 시장 점유율



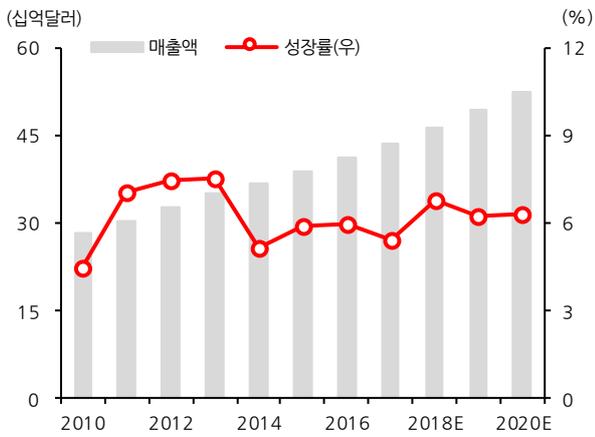
자료: New Hope Network, 식약처, 한화투자증권 리서치센터

[그림26] 글로벌 보충제 시장 매출액 및 성장률



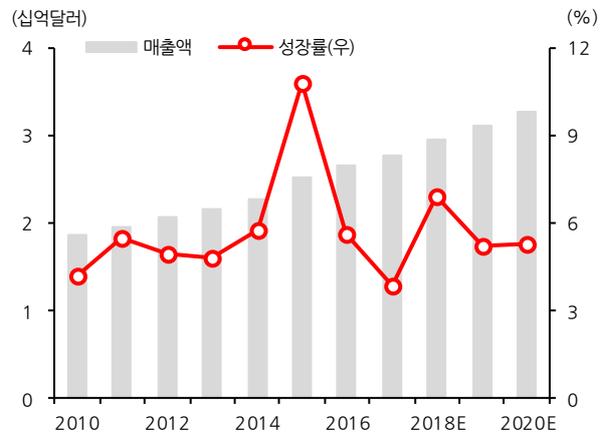
자료: New Hope Network, 식약처, 한화투자증권 리서치센터

[그림27] 미국 식이 보충제 시장 매출액 및 성장률



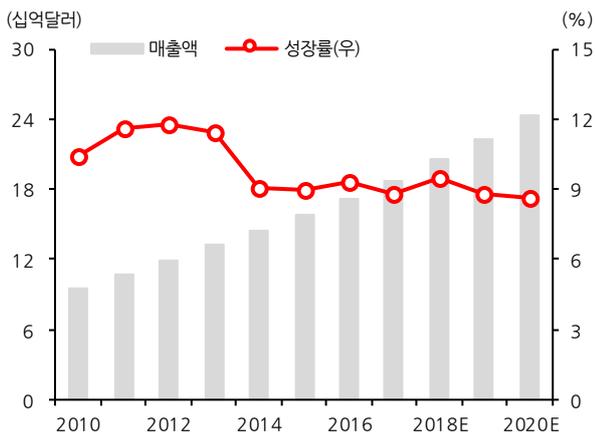
자료: New Hope Network, 식약처, 한화투자증권 리서치센터

[그림28] 호주 및 뉴질랜드 식이 보충제 시장 매출액 및 성장률



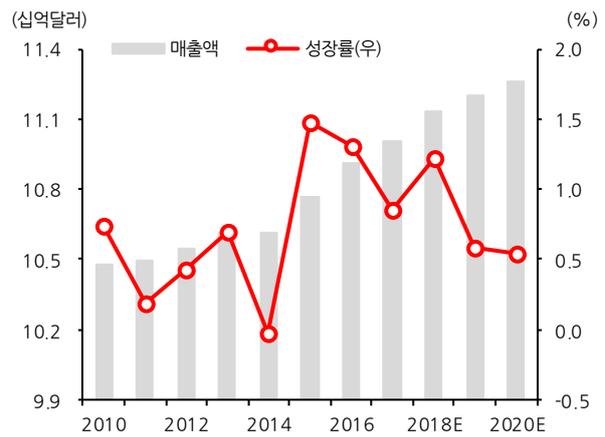
자료: New Hope Network, 식약처, 한화투자증권 리서치센터

[그림29] 중국 보충제 시장 매출액 및 성장률



자료: New Hope Network, 식약처, 한화투자증권 리서치센터

[그림30] 일본 보충제 시장 매출액 및 성장률



자료: New Hope Network, 식약처, 한화투자증권 리서치센터

ii. 성장 여지가 큰 중국 시장

주목하는 국가는 단연 ‘중국’

해외 건강기능식품 시장 중 주목할 곳은 중국이다. Euromonitor에 따르면 중국의 건강기능식품 시장 규모는 2019년 기준 약 2,807억위안(한화 약 49조원)으로 세계 2위이다. 그러나 ① 상대적으로 낮은 소득 수준, ② 세계 1위의 인구 대국, ③ 빠르게 진행 중인 노령화, ④ 환경 오염 등을 고려 시 향후 미국을 제치고 건강기능식품 최대 시장으로 올라설 것으로 전망되기 때문이다. 또한 아직 자국 먹거리에 대한 신뢰도가 낮아 해외 업체들의 침투가 용이할 것으로 보이는 점도 긍정적이다.

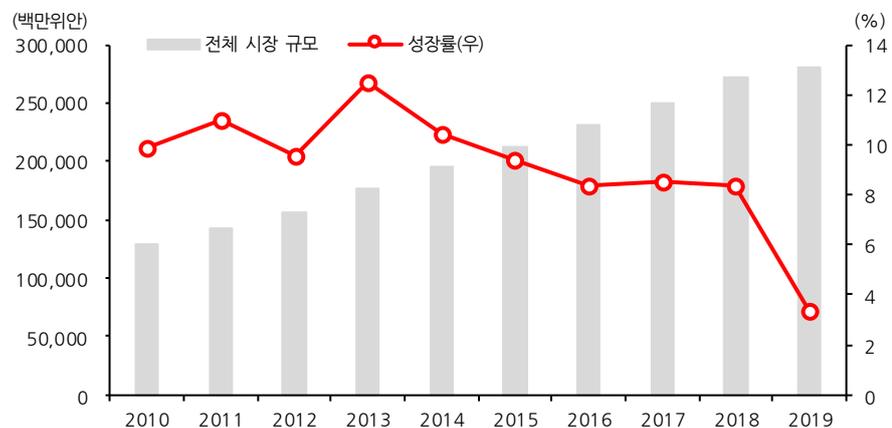
2019년은 다단계규제로
성장 둔화

그러나 지난해 중국 건강기능식품 시장은 전년 대비 3.4% 성장하며 10년 이래 가장 저조한 성장률을 기록했다. 이는 중국 직소판매 업체인 취엔지엔의 과대 광고가 사회적 문제가 되면서 다단계 과대 광고 규제가 강화된 탓이다. 이에 2019년 중국 건강기능식품 직소판매 채널 매출액은 전년 대비 14.5% 감소해 시장 부진을 견인했다. 소비재 특성 상 상반기 집중 점검으로 억눌린 매출이 하반기에 바로 만회되지 못했기 때문이다. 반면 인터넷 채널 매출액은 전년 대비 25.5% 성장하며 견조한 성장세를 이어갔다. 올해는 기저 효과 및 COVID19 영향으로 전년 대비 성장 폭이 확대되며 회복세를 보일 것으로 기대돼 중국에 진출 중인 국내 건강기능식품 업체들의 해외 실적도 점진적 개선이 기대된다.

인터넷 채널은
성장 지속 전망

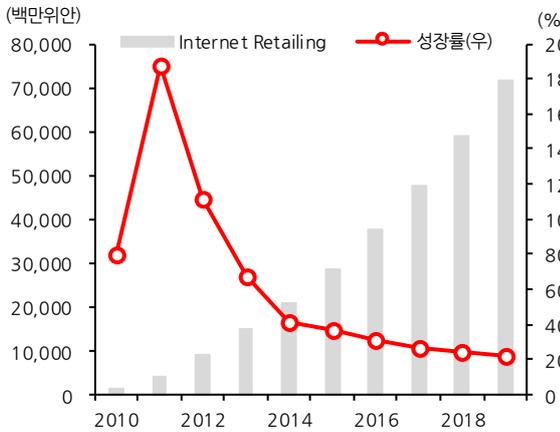
향후에도 인터넷 채널의 성장세가 확대될 전망이다. WFDSA(World Federation of Direct Selling Associations) 기준 중국 직소판매 시장 규모는 357억달러로 세계 1위이다(2018). 그러나 상기 언급한 이슈 등으로 최근 중국 정부가 직소 허가 승인을 하지 않고 있다. 이에 많은 직소판매 업체들이 ‘인터넷쇼핑몰을 통한 경소상’ 방식을 활용하고 인터넷 채널이 빠르게 확산 중이다. 초기 정보의 신뢰성 등이 문제가 될 수 있지만 인터넷 채널이 안착되면 국내와 마찬가지로 구매 편의성이 향상되며 중국 건강기능식품 시장 성장에 기여할 것으로 판단된다. 또한 이런 추세는 국내 브랜드 업체들의 중국 진출에도 긍정적이다. 유통·홍보 등에서 기존 직소판매 대비 용이하고 효율성도 높아질 수 있기 때문이다.

[그림31] 중국 건강기능식품 시장 규모 및 성장률 추이



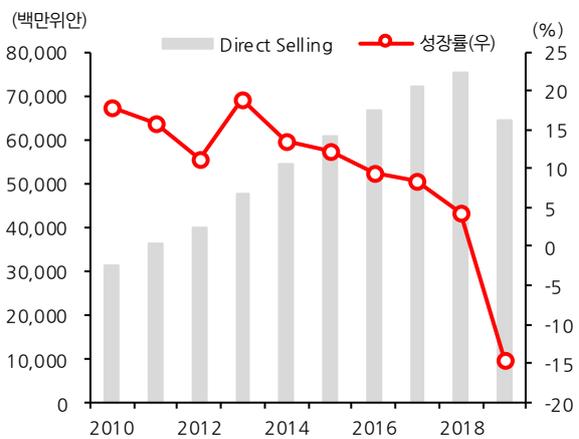
자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

[그림32] 중국 건강기능식품 인터넷 채널 시장규모



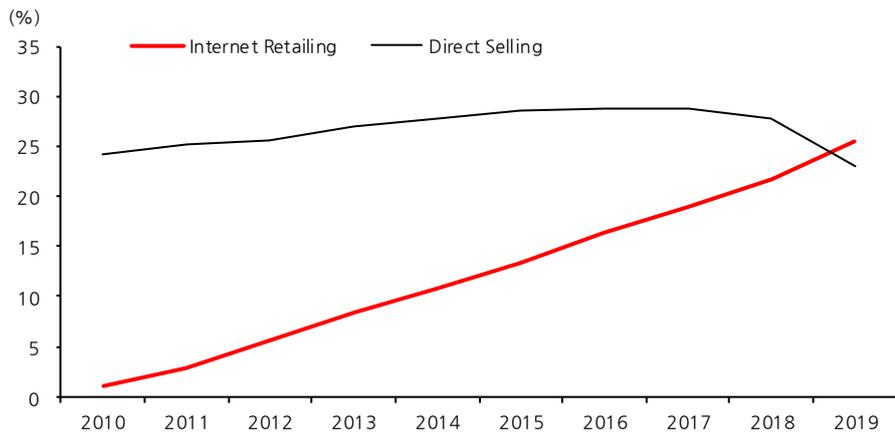
자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

[그림33] 중국 건강기능식품 직접판매 채널 시장규모



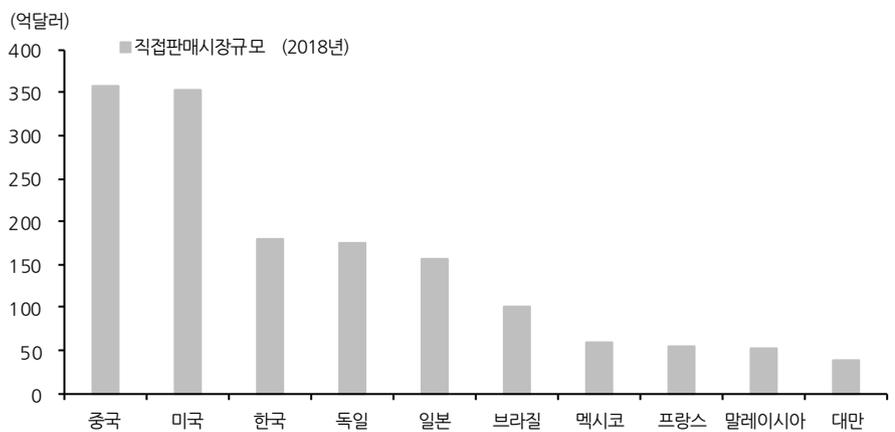
자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

[그림34] 중국 건강기능식품 시장 직접판매와 인터넷 채널 비중 추이



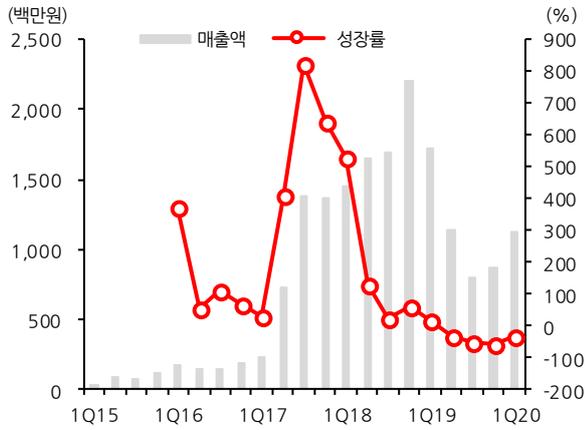
자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

[그림35] 국가별 직접판매 시장 규모 (2018년)



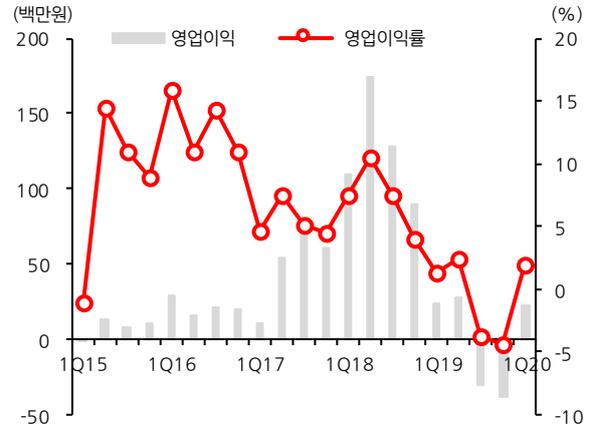
자료: World Federation of Direct Selling Associations(WFDSA), 한화투자증권 리서치센터

[그림36] 코스맥스엔비티 중국 법인 매출액 및 성장률 (분기)



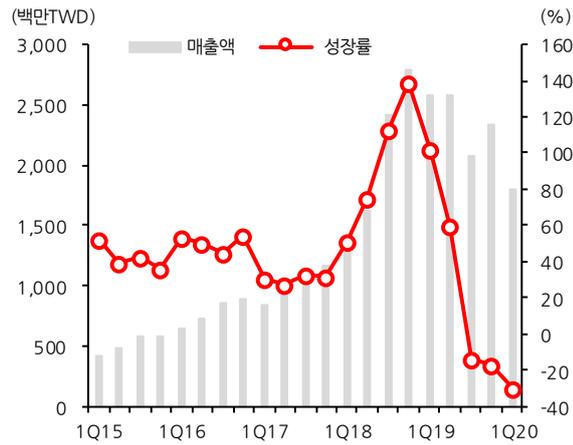
자료: 코스맥스엔비티, 한화투자증권 리서치센터

[그림37] 코스맥스엔비티 중국 법인 영업이익 및 이익률 (분기)



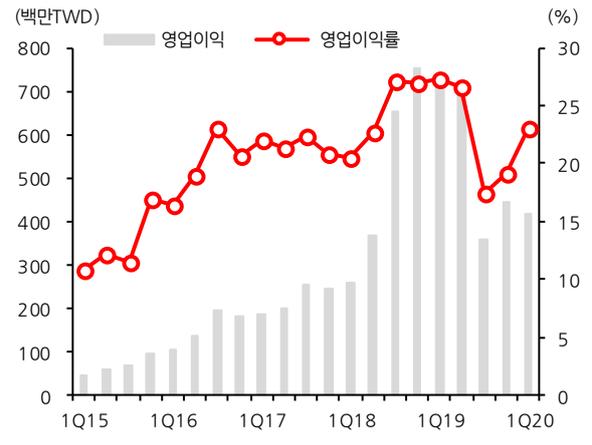
자료: 코스맥스엔비티, 한화투자증권 리서치센터

[그림38] TCI 매출액 및 성장률 (분기)



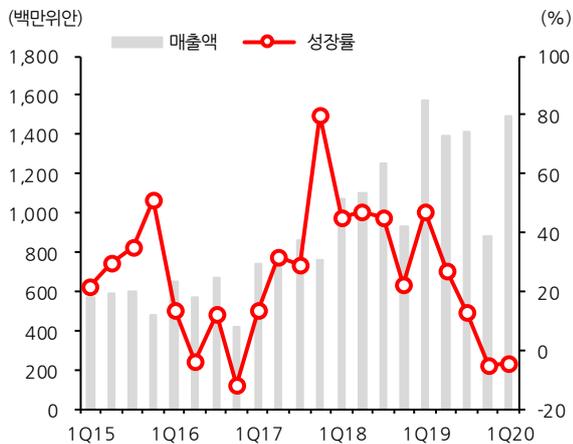
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림39] TCI 영업이익 및 이익률 (분기)



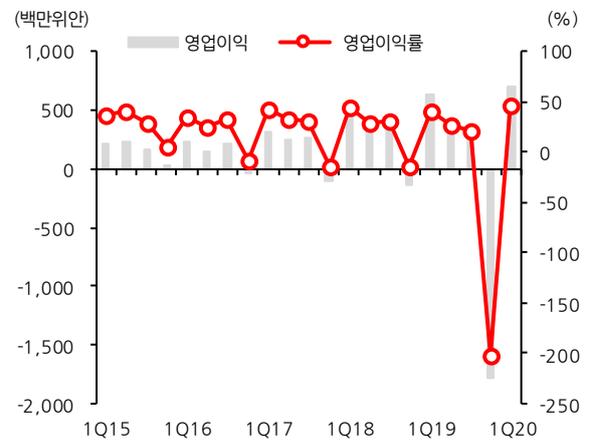
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림40] 바이헬스 매출액 및 성장률 (분기)



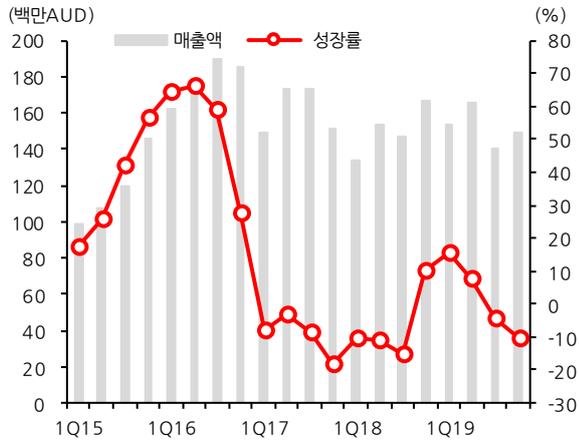
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림41] 바이헬스 영업이익 및 이익률 (분기)



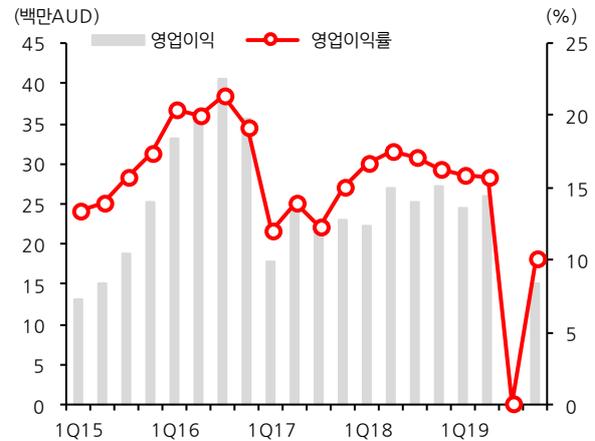
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림42] 블랙모어스 매출액 및 성장률 (분기)



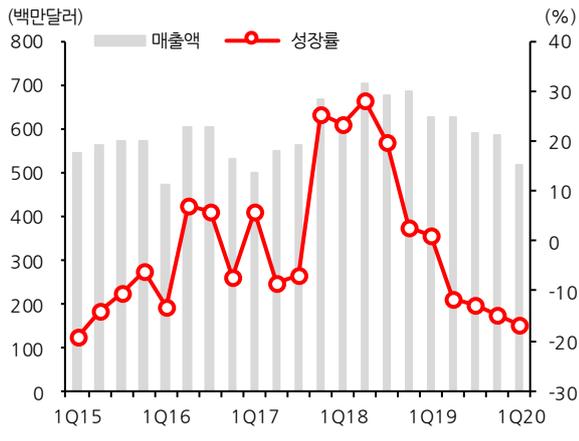
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림43] 블랙모어스 중국 법인 영업이익 및 이익률 (분기)



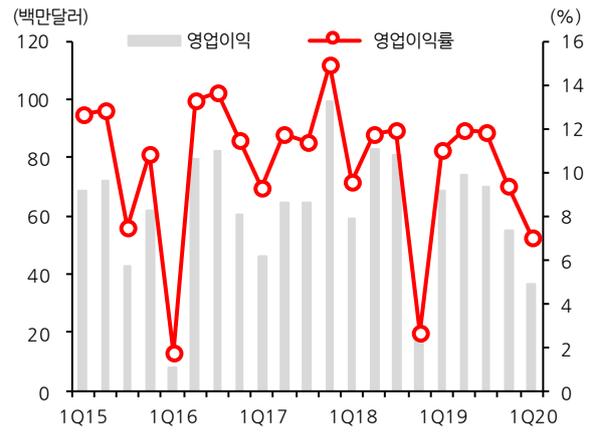
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림44] 누스킨 매출액 및 성장률 (분기)



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림45] 누스킨 영업이익 및 이익률 (분기)



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표6] 중국 건강기능식품 시장 업체별 M/S 추이

기업명	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
By-health Co Ltd			1.8	2.2	2.4	2.9	2.8	3.7	4.7	5.9
Infinitus (China) Co Ltd	3.6	4.4	4.9	5.0	5.3	5.7	5.9	6.1	6.2	5.3
China Resources Enterprise Ltd	1.6	1.8	2.0	2.3	2.1	2.0	1.9	2.3	2.2	3.6
Amway Corp	7.9	8.1	8.1	7.2	5.9	5.2	4.4	4.1	3.9	3.4
Perfect Resources (M) Sdn Bhd	2.9	3.1	3.1	3.9	4.5	4.2	3.7	3.4	3.2	2.6
Dong-E-E-Jiao Co Ltd						2.7	2.8	3.0	2.7	2.6
GlaxoSmithKline Plc	1.2	1.2	1.2	0.7	0.6	0.7	0.7	0.8	0.7	2.5
Herbalife Nutrition Ltd									2.6	2.2
Johnson & Johnson Inc	2.5	2.4	2.3	2.1	2.0	1.9	1.8	1.7	1.7	1.7
Health & Happiness (H&H) International Holdings Ltd								1.1	1.4	1.7
New Era Health Industry (Group) Co Ltd	1.1	1.3	1.3	1.3	1.6	1.5	1.7	1.6	1.4	1.1
Yunnan Baiyao Group Co Ltd	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9	1.0	1.1
Bayer AG	0.7	0.8	0.9	0.8	1.3	1.4	1.4	1.3	1.0	1.0
Blackmores Ltd				0.0	0.0	0.1	0.3	0.5	0.6	0.6

자료: Euromonitor, 한화투자증권 리서치센터

[표7] 직접 판매업체 글로벌 순위

순위	기업명	매출액(백만달러)				성장률(%)	본사	국내영업
		2018	2017	2016	2015			
1	암웨이	8,800	8,600	8,800	9,500	2.33	미국	O
2	에이본	5,570	5,700	5,700	6,160	-2.28	미국	X
3	허벌라이프	4,900	4,400	4,500	4,470	11.36	미국	O
4	인피니투스	4,500	3,920	3,410	3,880	14.80	중국	X
5	포베르크	4,300	4,190	4,200	4,000	2.63	독일	X
6	나투라	3,670	3,090	2,260	2,410	18.77	브라질	X
7	뉴스킨	2,680	2,280	2,208	2,250	17.54	미국	O
8	코웨이	2,500	2,050	0	0	21.95	한국	O
9	타파웨어	2,000	2,260	2,210	2,280	-11.50	미국	O
10	영리빙	1,900	1,520	1,000	1,000	25.00	미국	O
11	오리플레임	1,550	1,537	1,400	1,350	0.85	스위스	X
12	로단 앤 필즈	1,500	1,500	0	624	0.00	미국	X
13	주네스	1,460	1,300	1,410	1,090	12.31	미국	O
14	엠빗 에너지	1,300	1,150	1,080	1,400	13.04	미국	X
15	디엑스엔	1,250	1,100	927	862	13.64	말레이시아	X
16	플라	1,240	1,220	1,004	823	1.64	일본	X
17	오 보치카리우	1,230	0	0	0	0.00	브라질	X
18	유사나	1,190	1,050	1,010	918	13.33	미국	O
19	벨코프	1,160	1,140	1,090	1,200	1.75	페루	X
20	애틀미	1,150	0	0	0	0.00	한국	O
21	텔레콤플러스	1,090	979	1,120	1,170	11.34	영국	X
22	안발	994	971	924	747	2.37	페루	X
23	마켓아메리카	837	820	798	791	2.07	미국	X
24	피엠인터내셔널	834	632	460	350	31.96	독일	X
25	스트림	800	737	735	866	8.55	미국	X
26	팀내셔널	735	719	659	549	2.16	미국	X
27	아모레퍼시픽	600	681	0	0	-11.89	한국	O
28	아르본	544	553	541	502	-1.63	미국	X
29	히노데	528	0	0	0	0.00	-	X
30	플렉서스	527	562	532	384	-6.23	미국	X

자료: Direct Selling News(DSN), 한화투자증권 리서치센터

IV. 투자 전략

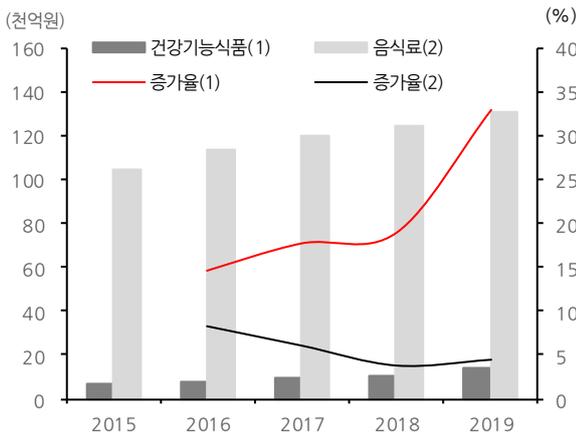
i. 음료업 대비 Valuation 프리미엄 부여 가능

산업성장 고려 시
음식료 대비
프리미엄 부여 가능

최근 국내 건강기능식품 시장 성장에 따라 관련 기업의 Valuation이 빠르게 재평가되고 있다. 현재 시가총액 상위 건강기능식품 업체들의 20F P/E 평균은 13.6x까지 상승해 국내 음식료 업종 평균과 유사한 수준이다. 당사는 음식료 대비 건강기능식품 업종에 대한 Valuation 프리미엄 부여가 가능하다고 판단돼 아직 건강기능식품 업체들의주가 상승 여지가 충분하다고 판단한다.

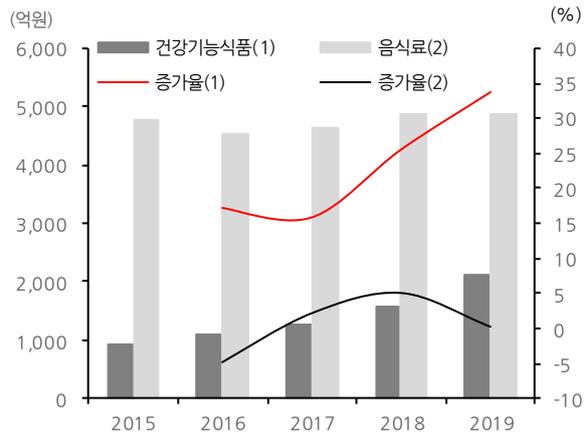
음식료 업종 대비 Valuation 프리미엄 부여의 근거는 ① 지난 5년 간 음식료 업체들 대비 건강기능식품 업체들의 외형 및 이익 성장이 크게 나타났고, ② 향후에도 고령화 가속화, 미세먼지 등 환경 오염, 건강에 대한 관심 증대 등을 고려 시 섭취 인구와 복용량이 증가할 것으로 예상돼 성숙기에 진입한 음식료 대비 성장세가 상당한 차이를 나타낼 수 있기 때문이다. 또한 음식료 대비 수출 성장세도 높아 성장 여지도 더 크다.

[그림46] 건강기능식품/음식료 주요 5개사 합산 매출액 추이



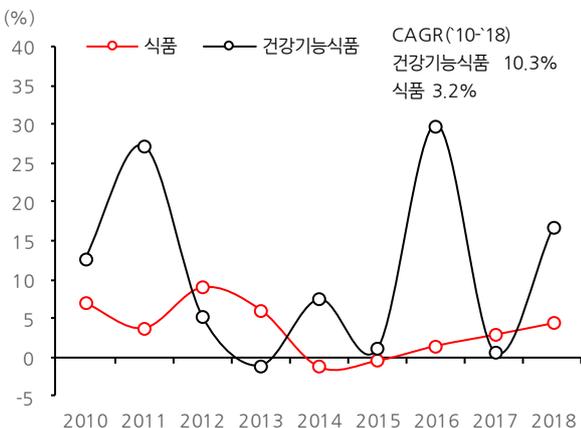
주1: 건기식 5개사(중근당건강, 에이치엘사이언스, 쉐바이오텍, 콜마비앤에이치, 서흥), 음식료 5개사(농심, 풀무원, 오뚜기, 대상, 동원F&B)
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림47] 건강기능식품/음식료 주요 5개사 합산 영업이익 추이



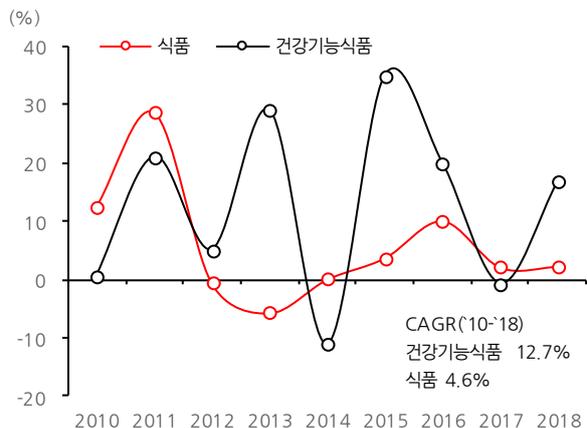
주1: 건기식 5개사(중근당건강, 에이치엘사이언스, 쉐바이오텍, 콜마비앤에이치, 서흥), 음식료 5개사(농심, 풀무원, 오뚜기, 대상, 동원F&B)
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림48] 식품과 건강기능식품 산업의 생산액 증감률



자료: 식약처, 한화투자증권 리서치센터

[그림49] 식품과 건강기능식품 산업의 수출액 증감률



자료: 식약처, 한화투자증권 리서치센터

ii. 브랜드 대비 ODM/OEM 업체 선호

ODM/OEM업체가
안정적 성장 측면에서
매력적

건강기능식품 업체 내에서 브랜드 대비 ODM/OEM 업체를 선호한다. 브랜드 업체의 경우 수요 집중 시 급격한 성장이 가능하나 빠른 트렌드 변화로 실적 변동성이 커 단기 적 시각으로 접근하는 경향이 크다. 그러나 ODM/OEM 업체는 전방 시장 확대와 동행하며 안정적인 성장이 가능하다는 점에서 단기와 중장기적 시각 모두에서 투자가 가능하다 판단되기 때문이다.

과거
다른 소비재 산업에서도
ODM/OEM 프리미엄 부여

과거 의류와 화장품 등 소비재 산업에서도 전방 시장의 성장기 진입 시 안정적 성장 부각에 따라 브랜드 업체보다 OEM/ODM 업체들이 Valuation 프리미엄을 부여 받은 사례가 있다. 따라서 당분간 이익 증가, 업황 호조에 따른 업종 주가 멀티플 상승, 브랜드 업체 대비 Valuation 프리미엄 등이 더해지는 건강기능식품 ODM/OEM 업체들의 양호한 주가 퍼포먼스가 기대된다.

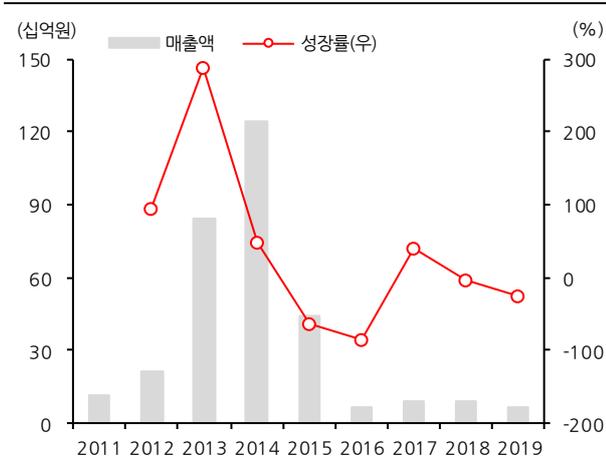
브랜드업체들의 경쟁은
더욱 심화 전망

행정안전부의 건강기능식품 일반 판매 업체 현황에 따르면 매년 1만개 업체가 신규로 인허가를 취득하나 폐업도 유사한 규모로 진행되고 있다. 이는 트렌드 변화가 심하고, 안전에 대한 이슈가 발생 시 타격이 크기 때문이다. 향후 건강기능식품 시장의 규제 완화에 따라 판매 유통과 브랜드들은 더욱 다양해질 것이다. 그만큼 경쟁은 더욱 치열해질 수 밖에 없어 이런 흐름은 이어질 것으로 보인다.

생산업체는 상대적으로
경쟁강도는 약할것으로 예상

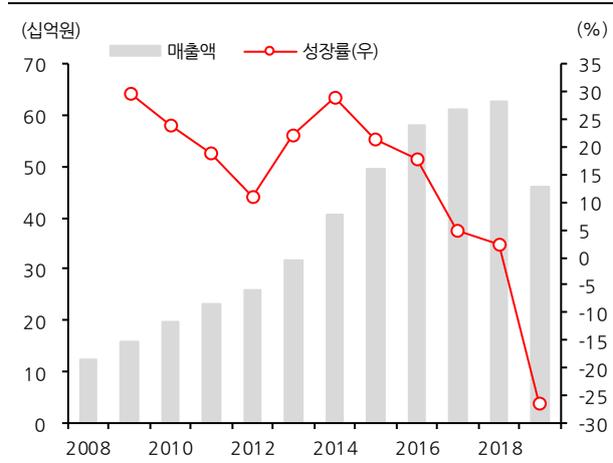
반면 생산 업체의 경우 일반 판매 업체 대비 부침이 덜한 모습이다. 2013년 이후 5년간 생산 업체 수는 건강기능식품 생산액 대비 낮은 증가율을 나타내고 있다. 설비 투자에 대한 부담이 진입 장벽으로 작용한 것이다. 더군다나 연간 500억원 이상 생산하는 업체 수는 12개(전체 생산액의 63.3% 비중)에 불과하다. 최근 수요 증가에도 불구하고 상대적 경쟁 강도는 약할 것으로 예상되고, 중장기로도 안정적인 실적 성장이 기대된다.

[그림50] 내츨얼엔도텍 실적 추이



자료: 내츨얼엔도텍, 한화투자증권 리서치센터

[그림51] 쉐바이오텍 실적 추이



자료: 쉐바이오텍, 한화투자증권 리서치센터

[그림52] 한세실업과 한섬 밸류에이션 비교



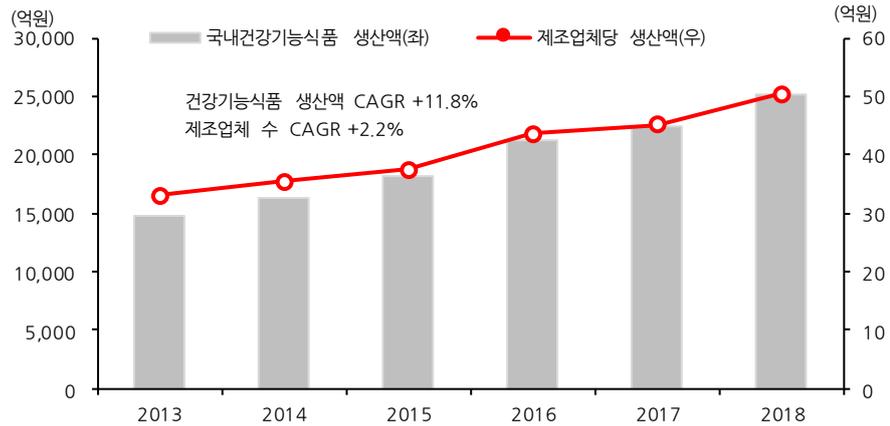
자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림53] 코스맥스와 아모레퍼시픽 밸류에이션 비교



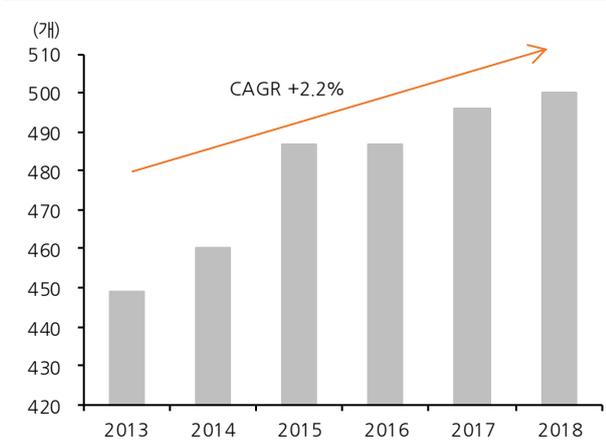
자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림54] 건강기능식품 시장과 생산업체 성장을 비교



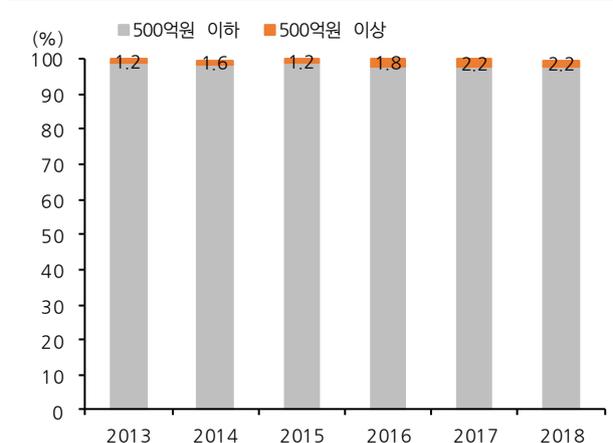
자료: 식약처, 한화투자증권 리서치센터

[그림55] 건강기능식품 제조업체 수 추이



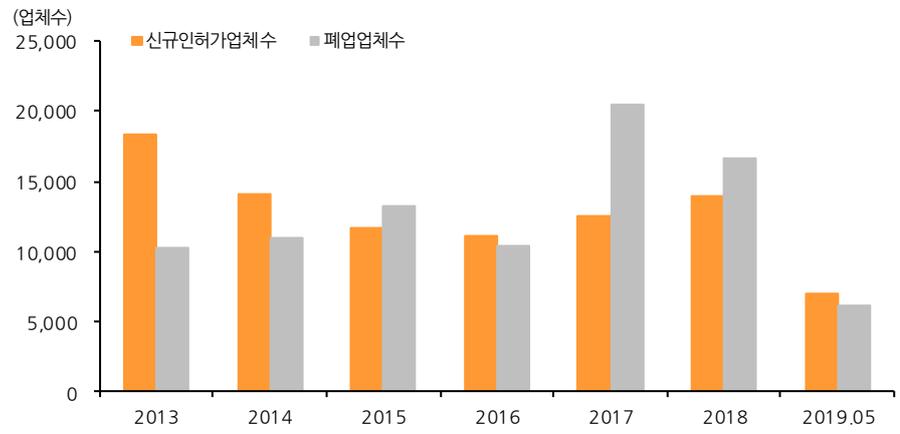
자료: 식약처, 한화투자증권 리서치센터

[그림56] 건강기능식품 제조업체 매출액 규모별 비중 추이



자료: 한국건강기능식품협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림57] 건강기능식품 유통판매업체 폐업과 개업 수 추이



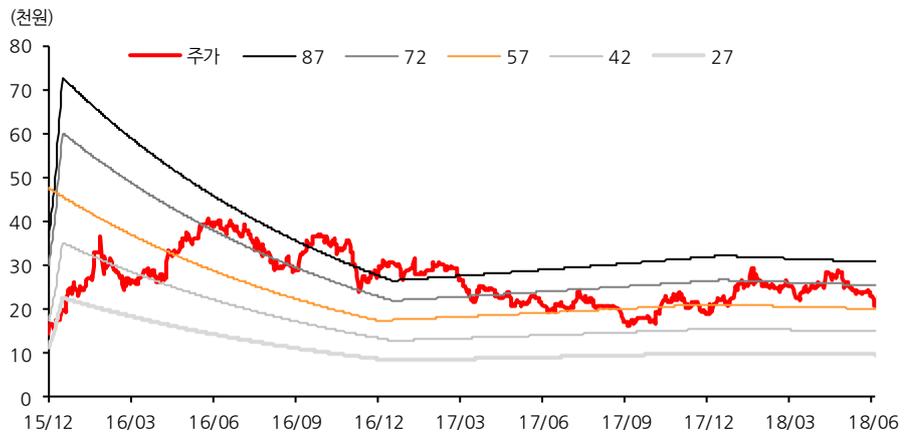
자료: 행정안전부, 한화투자증권 리서치센터

iii. 해외 사업 성장 여부

해외성장 확보시
밸류에이션 상단은
더욱 확대될 것

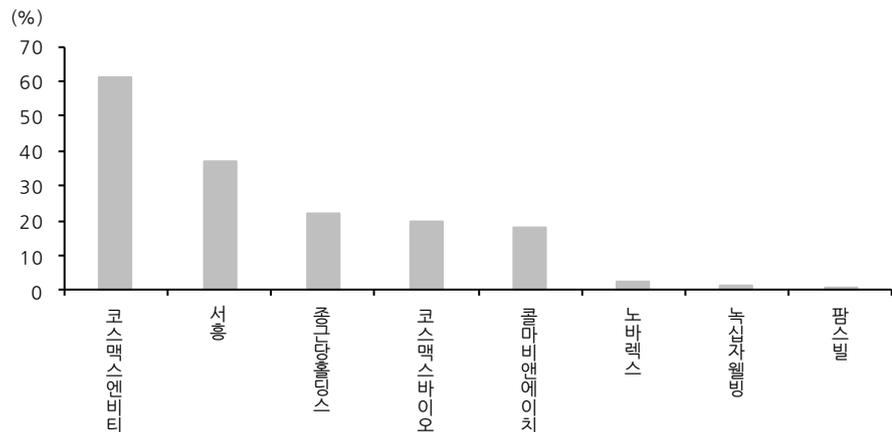
건강기능식품 종목 선정에 핵심 요인 중 하나는 해외 사업이다. 상기 언급했듯 내수 시장의 한계를 고려 시 중장기 성장성 확보를 위해 해외 진출은 필수적이기 때문이다. 과거 소비재 산업에서도 해외 사업의 성장성 부각된 업체에는 Valuation 프리미엄이 확대 되는 모습이 나타났다(오리온 등). 건강기능식품 업종 내에서도 코스맥스엔비티가 중국 성장성 부각 당시 동종 업체 대비 할증된 주가 멀티플(12M.F.P/E 25-42x)로 거래됐다.

[그림58] 코스맥스엔비티 12M FWD PER 밴드 추이: 2015년 해외 성장 확대시 25-42 배 거래



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림59] 주요 건강기능식품 업체 해외 사업 매출 비중 비교 (2019년 기준)



자료: 각사 사업보고서, 한화투자증권 리서치센터

V. 추천 종목

Top picks는 콜마비엔에이치와 노바렉스 제시

건강기능식품 업체들은 필수 소비재 스타일과 고령화·환경 오염 등 사회적 트렌드 부합에 따른 성장성 부가를 통해 전반적으로 양호한 주가 흐름을 기대한다. Top Ticks는 ODM/OEM 업체인 콜마비엔에이치와 노바렉스를 제시한다. ① 성장기에 진입한 국내 건강기능식품 시장과 동반 성장 가능, ② 가시화되고 있는 해외 사업의 성장성 등을 고려 시 향후 Valuation 재평가가 나타날 것으로 전망한다.

관심업체는 서흥, 코스맥스비티아이, 팜스빌, 뉴트리 제시

국내 주요 건강기능식품 업체들에 대해 [표8]에 정리했다. OEM과 브랜드 업체로 분류한 후 건강기능식품 사업만 영위(Total), 사업부나 종속 기업을 통해 건강기능식품 사업을 영위(Part)로 세분했다. 관심 업체로는 건강기능식품 산업 성장에 따라 실적 증가가 대되는 서흥과 코스맥스비티아이, 홈쇼핑 채널 확대를 통한 큰 폭 성장이 기대되는 팜스빌, 콜라겐 제품의 빠른 성장세가 기대되는 뉴트리 등을 제시한다.

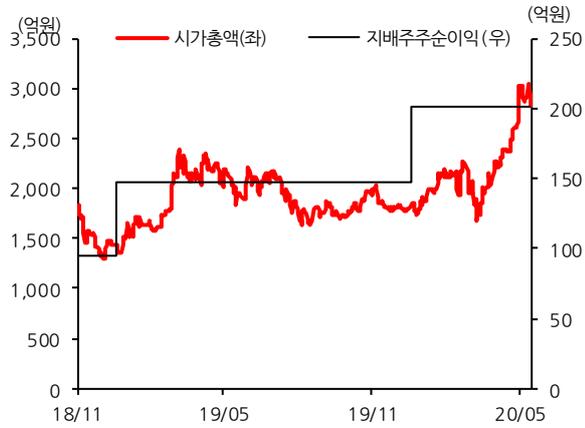
[표8] 국내 주요 건강기능식품업체

(단위: 억 원)

분류	시가총액	영업이익		Comment	
		2019	2020E		
ODM	Total	노바렉스	2,917	163 221	· COVID19로 인한 전방 시장 성장 가속화+선제적 Capa 증설(1H21 기준 대비 2배) →고성장 지속 · 고객사 확대에 따라 수출 물량 증가 전망(19년 37억원, 20년E 100억원) → 추가 Multiple 상향 요인
		코스맥스엔비티	1,186	-99 53	· 과거 뉴트리바이오텍으로 수출 중심의 건기식 ODM 업체(19년 해외 비중 61%) · 중국 건기식 이슈 완화와 미국 신규 고객사 확보로 해외 법인의 점진적 턴어라운드 기대
	Part	콜마비엔에이치	12,379	741 949	· 건기식과 화장품을 수탁 생산하는 업체(19년 건기식 매출액 비중 55%) · 주력 제품인 '해모힘'과 비타민류 제품 수요 확대와 중국 공장 가동 본격화 등으로 외형 성장 지속 기대
		서흥	5,819	474 606	· 하드캡슐(국내 1위, 글로벌 3위) 부문의 Q와 P 모두 개선 중 → 안정적 성장(12-19년 CAGR 10%) · 전방 시장 호조에 따른 가동률 상승으로 건강기능식품(매출비중 37%) 부문 수익성 개선 기대
		코스맥스비티아이	1,647	-73 -70	· 코스맥스 지주사(코스맥스 바이오 65%, 코스맥스엔비티 38%, 코스맥스 26%, 코스맥스파마 55% 등) · 비상장 연결 자회사인 코스맥스바이오(건기식 ODM) 성장세 주목 → 내수 비중 80%
Brand	Total	에이치엘사이언스	2,633	237 295	· 석류농축액 관련 제품, 유기농 새싹보리 칩분말(독점소재) 판매 호조 지속 · 닥터 그린프로폴리스 출시, 새싹보리 제품 판매 확대로 면역력 개선 제품 비중 상승
		뉴트리	2,590	120 222	· 콜라겐 제품 관련 매출의 가파른 성장세 · 언택트 트렌드 확산으로 고수익성의 온라인 매출 비중 확대
		셀바이오텍	1,523	58 N/A	· 프로바이오틱스 제품 경쟁력 및 시장 내 높은 점유율 확보 · 주력 제품 경쟁 심화돼 부진한 실적 시현했으나, 추가 하락으로 밸류에이션 부담 또한 완화
		팜스빌	1,134	71 110	· 주력 제품인 '악마다이어트'의 수요 성수기 진입(2Q) · 올해 홈쇼핑 판매 채널 5개로 확대
		비피도	834	14 N/A	· '지근억피피더스', '락피도엘' 등 프로바이오틱스 제품이 주력. 대표 균주에 대해 FDA로부터 GRAS 취득 · 마이크로바이옴 기술을 활용한 Gut care, Oral care 등 신규 사업 확장 기대
	Part	KT&G	116,561	13,820 14,304	· 높은 국내 M/S를 바탕으로 한 본사와 KGC의 안정적 내수 실적 · 해외 판매 확대를 통한 외형 성장
		중근당홀딩스	5,786	862 1,155	· 가파른 성장세 보이는 유산균제품을 필두로 홍삼, 오메가3 등 다양한 제품 포트폴리오 보유 · 최근 주가 상승에도 자회사 지분가치 감안 시 여전히 Upside 유효
		대상홀딩스	2,716	1,555 N/A	· 자회사 대상라이프사이언스 통해 건강식품사업 영위 중(B2B사업 토대로 B2C 사업 확대 중) · 실적 추이: 18년 매출액 491억원 영업이익 29억 → 19년 매출액 849억원 영업이익 66억
		녹십자웰빙	1,891	76 86	· 국내 영양주사제 시장 M/S 1위 업체. 태반주사제 '라이넥' 등을 통해 안정적인 캐시카우 확보 · 개인 맞춤형 건기식뿐 아니라 고사양 유산균 제품 판매 강화를 통해 건기식 매출 성장 본격화 기대

주: 콜마비엔에이치, 노바렉스, 에이치엘사이언스, 녹십자웰빙, 팜스빌 20E 영업이익은 당사 추정치. 나머지 기업은 컨센서스 기준
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림60] 노바렉스 기업총가치와 순이익 추이 비교



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림61] 콜마비엔에이치 기업총가치와 순이익 추이 비교



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림62] 서흥 기업총가치와 순이익 추이 비교



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림63] 코스맥스엔비티 기업총가치와 순이익 추이 비교



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림64] 에이치엘사이언스 기업총가치와 순이익 추이 비교



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림65] 뉴트리 기업총가치와 순이익 추이 비교



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

VI. 분석대상 종목

1. 콜마비앤에이치 (200130)
2. 노바렉스 (194700)
3. 서흥 (008490)
4. 코스맥스비티아이 (044820)
5. 코스맥스엔비티 (222040)
6. 에이치엘사이언스 (239610)
7. 녹십자웰빙 (234690)
8. 팜스빌 (318010)

콜마비엔에이치 (200130)

성장 제2라운드 시작!



▶Analyst 손효주 hyoju.son@hanwha.com 02-3772-7610

Buy (유지)

목표주가(상향): 55,000원

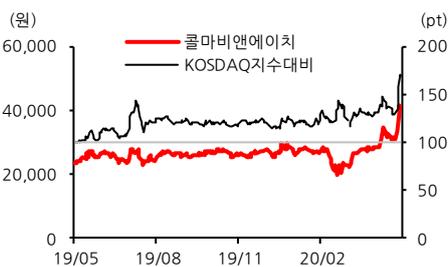
현재 주가(5/28)	40,550원
상승여력	▲35.6%
시가총액	11,980억원
발행주식수	29,544천주
52 주 최고가 / 최저가	41,900 / 19,650원
90 일 일평균 거래대금	78.46억원
외국인 지분율	4.9%
주주 구성	
한국콜마홀딩스 (외 5 인)	59.5%
한국원자력연구원 (외 1 인)	12.0%
자사주 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	42.8	51.6	55.7	74.4
상대수익률(KOSDAQ)	32.9	35.5	45.0	73.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	386	439	517	576
영업이익	59	74	95	107
EBITDA	63	79	101	114
지배주주순이익	48	54	74	83
EPS	1,637	1,844	2,494	2,808
순차입금	-51	-78	-143	-211
PER	12.2	15.0	16.3	14.4
PBR	2.9	3.2	3.7	3.0
EV/EBITDA	8.6	9.4	10.4	8.7
배당수익률	1.0	0.9	0.6	0.6
ROE	25.9	23.8	25.5	22.8

주가 추이



콜마비엔에이치의 주요 고객사인 애터미의 중국 사업 시작으로 해외 성장성이 하반기 이후 내년부터 확대될 것으로 전망합니다. 이는 실적과 밸류에이션 확대 모두 긍정적인 이슈라 판단됩니다.

드디어 가시화되는 해외 성장성

지난번 보고서(5/26)에서 언급하였듯이 동사의 주요 고객사인 애터미가 '인터넷쇼핑몰을 통한 경소상' 방식으로 사업을 변경하며 4월부터 중국 회원가입 모집을 시작하고 있다. 현재까지 회원 가입수는 300만 명을 넘어선 것으로 추정된다. 한국 회원 가입수가 350만명으로 추정되는데 이를 감안시 굉장히 빠른 속도로 가입자수가 증가하고 있는 것이다. 6월 정식 인터넷 쇼핑몰을 오픈하면서 본격적인 사업 활동을 시작할 계획이다. 오픈 초기에는 화장품 및 생활 필수품을 먼저 출시하고, 추후 건강기능식품도 출시할 계획이다. 애터미는 최근 해외 확장을 가속화시키고 있다. 2019년 기준으로 해외 법인들의 합산 매출액은 +45.5% 성장하였다. 중국 사업이 본격적으로 시작되면 해외 성장 속도는 더욱 확대될 것으로 기대한다.

해외 성장성 부각으로 밸류에이션 확대 가능

동사는 현재 중국 사업을 두가지 방법으로 준비 중이다. ① 중국 현지로 걸 고객사와의 거래를 위한 콜마비엔에이치의 자체 중국 공장과, ② 애터미의 제품 생산을 위한 애터미와 J.V공장(지분율 5:5)을 설립 중이다. 두 공장 모두 하반기 중으로 완공되어 가동될 예정이다. 특히 기존 기대감이 컸지만 직소 허가 승인이 지연되었던 애터미의 중국 사업이 회원가입 모집을 시작으로 가시화될 것으로 기대된다. 최근 국내에서도 COVID19 사태가 장기화되며 면역력 강화에 대한 필요성이 대두되면서 동사의 실적 역시 호실적을 기록 중이다. 여기에 해외 성장성이 가시화된다면 실적 성장과 함께 밸류에이션 상승 측면에서 모두 동사의 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 전망한다. 과거 코스맥스 엔비타가 해외 성장성을 부각받을 때 12M FWD PER 25-42배에서 거래되었다. 당시 해외 매출 비중은 50%였다. 현재 콜마비엔에이치의 해외 비중은 18%(2019년)로 아직은 비중 차이가 존재하나, 중국 사업이 본격화될시 비중은 빠르게 확대될 것이라 예상된다. 이에 밸류에이션을 상향한 21배를 적용하여 목표주가를 5.5만원으로 상향 조정한다.

[표9] 애터미 해외 법인별 매출 추이

(단위: 십억 원)

		2017	2018	2019	2018 growth %	2019 growth %
Atomy America	매출액	35.5	46.6	61.3	31.2	31.5
	순손익	-1.2	-1.8	0.4	적확	흑전
Atomy Japan Associated Company	매출액	20.1	19.4	22.5	-3.6	15.7
	순손익	0.3	0.2	0.5	-25.8	100.1
Atomy Canada Dirtribution Inc.	매출액	5.3	7.3	10.2	37.3	39.1
	순손익	0.6	0.6	0.9	0.5	48.7
Atomy Taiwan	매출액	95.4	128.2	166.3	34.3	29.8
	순손익	6.0	7.8	8.0	29.3	2.6
Atomy Distribution Pte, Ltd.	매출액	9.6	18.3	28.3	90.2	54.5
	순손익	0.9	1.2	0.4	36.6	-68.0
Atomy Cambodia Co., Ltd.	매출액	1.5	3.3	8.4	124.4	155.5
	순손익	-0.5	-0.2	-0.7	적흑	적확
Atomy Malaysia Sdn. Bhd.	매출액	21.5	30.0	52.1	39.0	74.0
	순손익	0.7	-1.1	4.0	적전	흑전
Atomy Philippine Distribution Trading Inc.	매출액	4.5	4.7	6.8	3.3	46.8
	순손익	0.1	-0.2	-0.2	적전	적지
Atomy Co., Ltd.(Thailand)	매출액	6.7	6.3	10.2	-6.3	62.5
	순손익	0.9	-0.3	-0.5	적전	적지
Atomy Global Mexico S de RL de CV	매출액	0.4	2.0	4.7	372.3	128.9
	순손익	-0.6	-0.2	-0.3	적흑	적지
Atomy Co., Ltd.(Vietnam)	매출액	0.0	0.0	0.0		
	순손익	-0.4	-0.6	-1.7	적지	적확
Atomy China Co., Ltd.	매출액	0.0	0.0	0.0		
	순손익	-0.6	-0.7	-1.9	적지	적확
PT. Atomy Indonesia Inc.	매출액	0.0	3.1	8.6		179.9
	순손익	-0.1	0.4	-1.3	흑전	적전
ARARAT TRADING	매출액	0.0	0.0	0.0		
	순손익	-0.002	0.0	0.0	-100.0	
LLC Atomy Russia	매출액		0.1	9.9		7308.4
	순손익		-0.2	-0.3		적지
Atomy Oceania Pty Ltd	매출액		1.4	4.2		211.2
	순손익		-0.6	-0.5		적지
Atomy ASIA PACIFIC LIMITED	매출액		0.0	0.0		
	순손익		-0.0002	-0.3		적지
ATOMY COLOMBIA SAS	매출액			0.0		
	순손익			0.0		
ATOMY ENTERPRISE INDIA PR	매출액			0.0		
	순손익			-0.3		
ATOMY TURKEY KOZMETIK VE	매출액			0.0		
	순손익			-0.1		
총합계	매출액	200.7	270.6	393.6	34.8	45.5
	순손익	6.1	4.5	6.5	-26.5	44.9

자료: 애터미 사업보고서, 한화투자증권 리서치센터

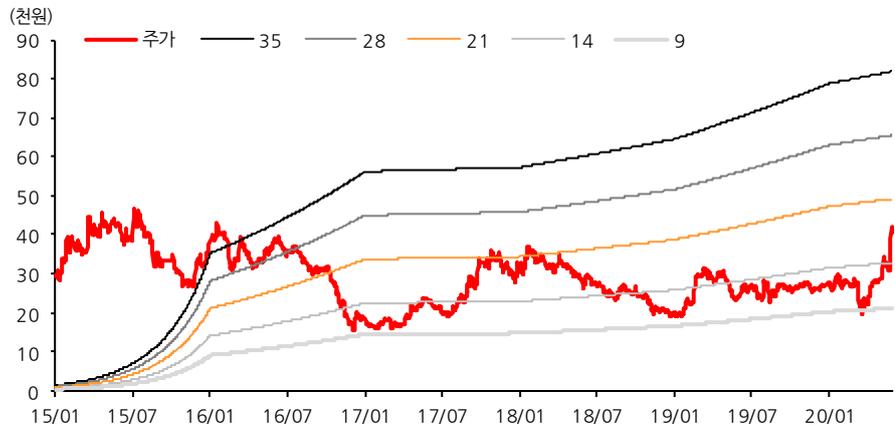
[표10] 콜마비엔에이치 분기별 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출액	106.6	116.4	108.2	107.7	129.1	133.7	123.6	130.2	386.3	438.9	516.7	575.8
growth %	10.3	28.1	20.8	-1.4	21.2	14.9	14.3	20.9	14.5	13.6	17.7	11.4
별도 매출액	92.8	102.1	96.1	93.2	111.2	115.0	110.8	110.6	335.6	384.2	447.7	502.9
growth %	10.7	27.9	24.3	-1.6	19.8	12.6	15.3	18.7	12.4	14.5	16.5	12.3
sales %	87.1	87.7	88.9	86.5	86.1	86.0	89.6	84.9	86.9	87.5	86.6	87.3
건강기능식품	57.1	67.3	63.6	65.6	79.8	83.5	75.8	77.9	201.2	253.6	316.9	363.2
growth %	15.6	36.0	32.5	20.8	39.8	24.0	19.2	18.7	21.2	26.0	25.0	14.6
sales %	53.6	57.8	58.8	60.9	61.8	62.4	61.3	59.8	52.1	57.8	61.3	63.1
화장품	35.7	34.8	32.5	27.6	31.4	31.6	35.0	32.8	134.4	130.6	130.8	139.7
growth %	3.8	14.9	10.9	-31.7	-12.0	-9.3	7.8	18.7	1.4	-2.8	0.1	6.8
sales %	33.5	29.9	30.0	25.6	24.3	23.6	28.3	25.2	34.8	29.8	25.3	24.3
영업이익	16.7	19.8	17.4	20.1	24.1	24.5	20.5	25.7	58.5	74.1	94.9	106.9
growth %	15.2	44.4	27.4	20.9	44.2	23.8	17.6	28.1	20.0	26.5	28.1	12.6
margin %	15.7	17.0	16.1	18.6	18.7	18.3	16.6	19.8	15.2	16.9	18.4	18.6
지배주주 순이익	13.4	15.5	13.7	12.0	18.4	19.2	16.2	19.8	48.4	54.5	73.7	83.0
growth %	28.1	46.6	13.4	-21.8	38.0	24.0	19.0	65.6	5.6	12.7	35.3	12.5
margin %	12.5	13.3	12.6	11.1	14.3	14.4	13.1	15.2	12.5	12.4	14.3	14.4

자료: 콜마비엔에이치, 한화투자증권 리서치센터

[그림66] 콜마비엔에이치 12개월 FWD P/E 밴드 추이



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[표11] 목표주가 산정방식

	2019	2020E	2021E	12M FWD	비고
추정 순이익 (십억원)	54.5	73.7	83.0	77.6	* 기존 2020E에서 12M FWD로 변경 +8% 상승
Target P/E (배)	20.8	20.8	20.8	20.8	* 과거 3년치 평균치 적용한 16배에서 30% 할증
적정 기업 가치 (십억원)	1,133.3	1,533.6	1,725.5	1,613.6	
주식수 (천주)	29,544	29,544	29,544	29,544	
적정 기업 주당 가치 (원)	38,000	52,000	58,000	55,000	* 기존 4만원에서 5.5만원으로 +38% 상향

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	338	386	439	517	576
매출총이익	61	77	95	119	133
영업이익	49	59	74	95	107
EBITDA	52	63	79	101	114
순이자손익	1	1	1	0	0
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	10	1	0	3	3
세전계속사업손익	59	64	72	97	110
당기순이익	47	49	55	74	83
지배주주순이익	46	48	54	74	83
증가율(%)					
매출액	31.9	14.5	13.6	17.7	11.4
영업이익	34.7	20.0	26.5	28.1	12.6
EBITDA	36.1	20.4	26.2	27.4	12.6
순이익	59.5	4.0	11.0	35.2	12.6
이익률(%)					
매출총이익률	18.1	19.9	21.6	23.0	23.2
영업이익률	14.4	15.2	16.9	18.4	18.6
EBITDA 이익률	15.5	16.3	18.1	19.6	19.7
세전이익률	17.5	16.6	16.4	18.8	19.1
순이익률	14.1	12.8	12.5	14.3	14.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	53	22	78	77	87
당기순이익	47	64	72	74	83
자산상각비	3	4	5	6	7
운전자본증감	10	-31	11	0	0
매출채권 감소(증가)	3	-10	0	-3	-4
재고자산 감소(증가)	-12	-7	-10	-4	-4
매입채무 증가(감소)	19	-7	26	7	8
투자현금흐름	-31	-3	-50	-12	-12
유형자산처분(취득)	-11	-9	-34	-12	-12
무형자산 감소(증가)	0	-2	0	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-13	9	-11	0	0
재무현금흐름	-4	-25	2	5	-7
차입금의 증가(감소)	0	-4	9	0	0
자본의 증가(감소)	-4	-5	-6	0	-7
배당금의 지급	4	5	6	7	7
총현금흐름	53	65	83	77	87
(-)운전자본증가(감소)	-22	27	-19	0	0
(-)설비투자	11	10	38	12	12
(+)자산매각	0	-1	4	-1	-1
Free Cash Flow	64	27	68	64	74
(-)기타투자	20	5	13	-1	-1
잉여현금	44	22	55	65	75
NOPLAT	39	45	56	72	81
(+) Dep	3	4	5	6	7
(-)운전자본투자	-22	27	-19	0	0
(-)Capex	11	10	38	12	12
OpFCF	54	13	43	66	76

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	157	152	207	280	357
현금성자산	89	60	103	168	235
매출채권	32	41	40	43	47
재고자산	32	38	49	53	57
비유동자산	114	140	179	188	196
투자자산	20	36	39	41	42
유형자산	79	87	123	128	134
무형자산	15	17	17	18	20
자산총계	271	292	386	468	552
유동부채	90	82	116	124	132
매입채무	65	57	84	91	99
유동성이자부채	14	9	11	11	11
비유동부채	3	3	16	16	16
비유동이자부채	0	0	13	13	13
부채총계	93	85	132	140	148
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	31	23	23	23	23
이익잉여금	124	167	214	288	364
자본조정	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	178	207	255	328	404

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	1,549	1,637	1,844	2,494	2,808
BPS	5,713	6,928	8,544	11,038	13,606
DPS	160	200	250	240	260
CFPS	1,793	2,200	2,793	2,611	2,949
ROA(%)	21.3	17.2	16.1	17.2	16.3
ROE(%)	30.9	25.9	23.8	25.5	22.8
ROIC(%)	49.3	36.4	34.4	40.9	43.8
Multiples(x, %)					
PER	21.0	12.2	15.0	16.3	14.4
PBR	5.7	2.9	3.2	3.7	3.0
PSR	2.8	1.5	1.9	2.3	2.1
PCR	18.2	9.1	9.9	15.5	13.8
EV/EBITDA	17.0	8.6	9.4	10.4	8.7
배당수익률	0.5	1.0	0.9	0.6	0.6
안정성(%)					
부채비율	52.4	41.2	51.8	42.6	36.7
Net debt/Equity	-42.1	-24.8	-30.8	-43.7	-52.2
Net debt/EBITDA	-143.6	-81.6	-98.9	-141.9	-185.6
유동비율	174.0	186.2	178.6	226.2	269.5
이자보상배율(배)	170.9	209.7	213.4	180.7	203.5
자산구조(%)					
투하자본	45.7	61.7	54.8	46.5	40.5
현금+투자자산	54.3	38.3	45.2	53.5	59.5
자본구조(%)					
차입금	7.4	4.3	8.7	6.9	5.7
자기자본	92.6	95.7	91.3	93.1	94.3

노바렉스 (194700)

주마가편(走馬加鞭): 전방 시장 성장에 증설을 더하다



▶ Analyst 김동하 kim.dh@hanwha.com 02-3772-7674

Buy (신규)

목표주가(신규): 43,000원

현재 주가(5/28)	31,450원
상승여력	▲ 36.7%
시가총액	2,832억원
발행주식수	9,004천주
52 주 최고가 / 최저가	33,700 / 18,050원
90 일 일평균 거래대금	45.68억원
외국인 지분율	3.2%
주주 구성	
권석형 (외 9인)	39.0%
자사주 (외 1인)	11.7%
노바렉스우리스주 (외 1인)	2.1%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	18.9	45.9	54.9	41.3
상대수익률(KOSDAQ)	9.0	29.9	44.2	40.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	107	159	209	275
영업이익	11	16	22	33
EBITDA	13	19	26	37
지배주주순이익	9	15	19	28
EPS	1,054	1,634	2,401	3,475
순차입금	-36	-8	-6	-17
PER	15.0	12.3	13.1	9.1
PBR	1.8	2.0	2.6	2.1
EV/EBITDA	8.2	9.1	10.6	7.1
배당수익률	1.3	1.0	0.6	1.3
ROE	14.5	17.2	19.0	22.6

주가 추이



웰빙 분위기 확산에 따라 국내 건강기능식품 시장의 견조한 성장이 지속되고 있습니다. COVID19 발발로 이런 추세가 강화되는 모습입니다. 당사는 국내 수위의 건강기능식품 ODM/OEM 업체라는 점에서 동반 성장이 기대됩니다. 또한 수출 증가, 내년 신 공장 증설 효과 등도 더해질 것으로 보여 향후 기업가치 제고 흐름이 이어질 것으로 기대됩니다.

투자의견 'Buy', 목표주가 43,000원으로 Covergae 개시

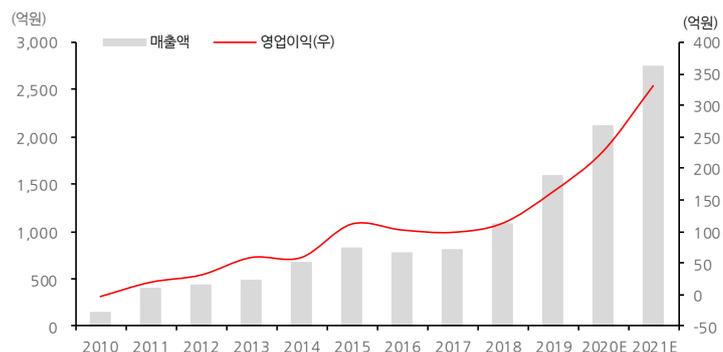
투자의견 'Buy'는 ① 전방 시장 성장 가속화 수혜 ▷ 동반 성장, ② 新 공장 증설 효과 ▷ 실적 개선, ③ 수출 증가세 ▷ 추가 성장 동력 확보 등의 요인들을 고려 시 향후 기업가치 제고 흐름이 이어질 것으로 기대되기 때문이다.

목표주가는 12M.F.EPS에 Target PER 17.2x를 적용해 산출했다. 해당 주가 Multiple은 당사 건기식 업종 Target PER 14.3x에 20% 할증한 값이다. 이는 과거 화장품 시장 성장 초기 국면처럼 Brand 대비 OD M/OEM이 Valuation 프리미엄을 부여 받을 가능성이 있기 때문이다.

高 성장세 지속 전망

올해 매출액 2,090억원(+31% 이하 yoy), 영업이익 221억원(+35%)을 전망한다. ①COVID19 발발 이후 면역기능 개선 제품 수요 증가, ② 소비자 니즈 다양화세분화로 인한 제품 수 증가, ③상반기 락티움 상용화, ④ 수출 물량 확대 등을 통해 高 성장세 지속이 기대된다.

노바렉스 매출액과 영업이익 추이 및 전망



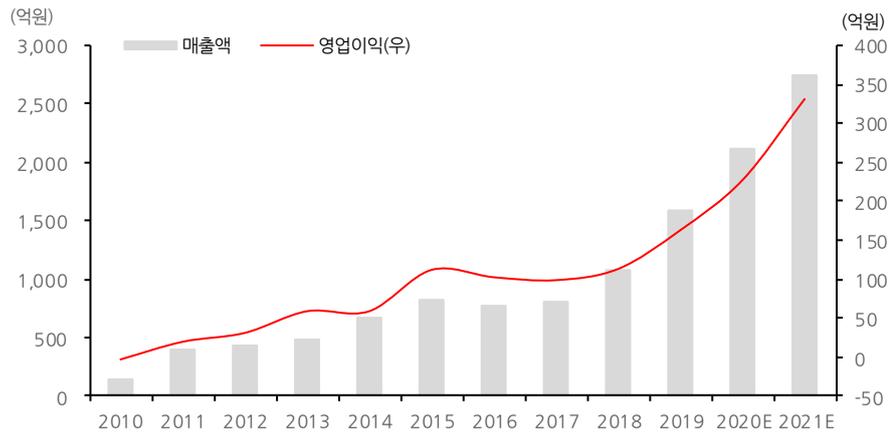
자료: 노바렉스, 한화투자증권 리서치센터

1. 투자이견 Buy, 목표주가 43,000 원 제시

투자이견 'Buy' 노바렉스에 대한 Coverage를 개시하며 투자이견 'Buy'와 목표주가 43,000원을 제시한다. 투자이견 'Buy'는 ① 전방 시장 성장 가속화 수혜 >ODM/OEM 업체로 건강기능식품 시장과 동반 성장, ② 新 공장 증설 효과 > 수주 대응력 및 전 공정 자동화 확대에 의한 실적 개선, ③ 수출 증가세 > 추가 성장 동력 확보에 따른 주가 멀티플 상승 등의 요인들을 고려 시 향후 기업가치 제고 흐름이 이어질 것으로 기대되기 때문이다.

목표주가 43,000원 목표주가 43,000원은 12M.F.EPS 2,517원에 Target PER 17.2x를 적용해 산출했다. 해당 PER Multiple은 당사 건강기능식품 업종 Target PER 14.3x(상대적 高 성장세를 고려 음식료 업종 과거 10년 평균 PER에 10% 할증)에 20%를 할증한 값이다. 이는 과거 화장품 시장 성장 초기 국면처럼 안정적 성장이 부각될 수 있는 ODM/OEM 업체가 Brand 업체 대비 Valuation 프리미엄을 부여 받을 가능성이 크다고 판단하기 때문이다.

[그림67] 노바렉스 매출액과 영업이익 추이 및 전망



자료: 한화투자증권 리서치센터

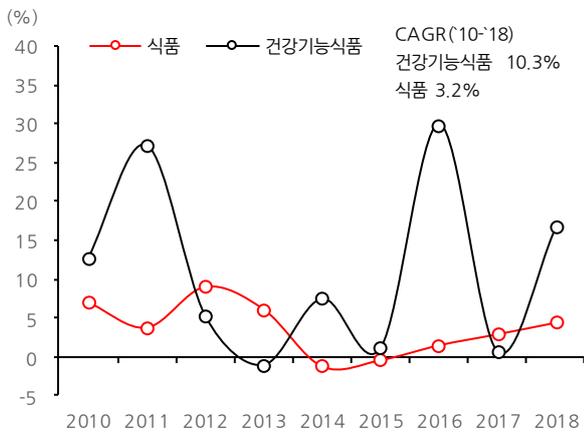
[표12] 노바렉스 목표주가 산출 내역

(단위: 원, 배)

항목	값	비고
건기식 업종 Target PER	14.3	
음식료 업종 12M.F.PER	13.0	
Premium rate	10%	건강기능식품의 상대적 성장성 고려
노바렉스 Target PER	17.2	
Premium rate	20%	전방 시장 성장 초기 국면 고려
12M.F.EPS	2,517	
목표 주가	43,000	
현재 주가(5/28)	31,450	
상승여력	36.7%	

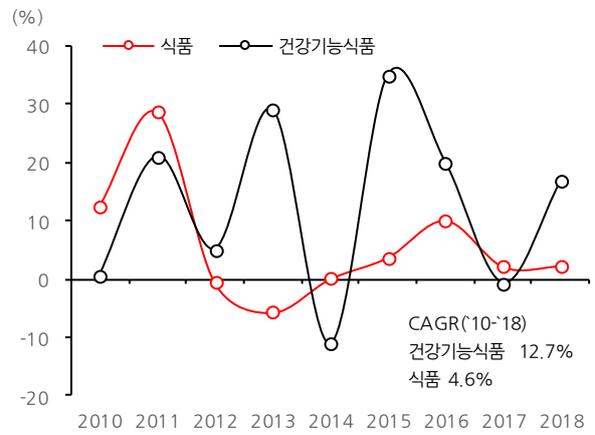
자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림68] 식품과 건강기능식품 산업의 생산액 증감률



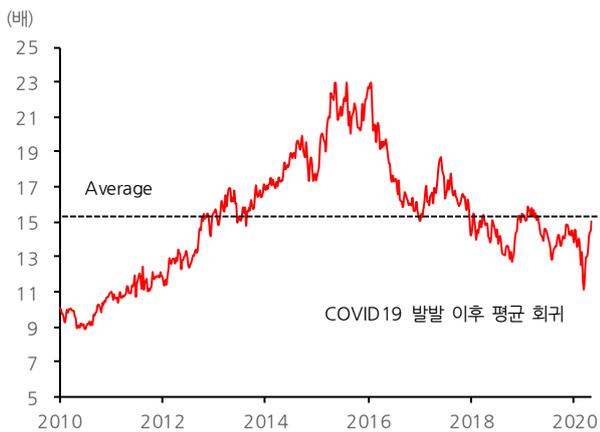
자료: 식약처, 한화투자증권 리서치센터

[그림69] 식품과 건강기능식품 산업의 수출액 증감률



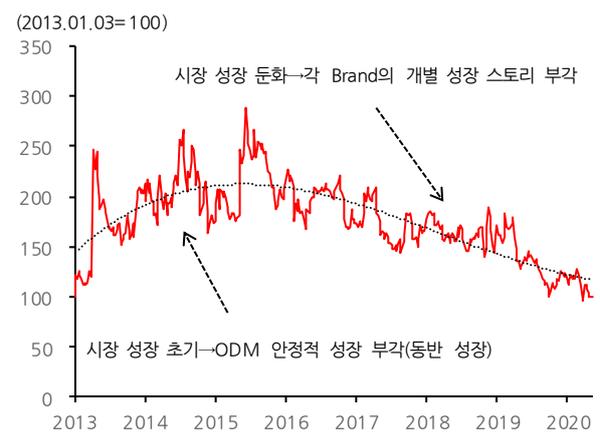
자료: 식약처, 한화투자증권 리서치센터

[그림70] 음식료 업종 12M.F.PER



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림71] 아모레퍼시픽 대비 한국콜마 상대 PER (12M.F.PER)



자료: Quantiwise, 한화투자증권 리서치센터

2. 투자 포인트

i. 전방 산업 호조 수혜

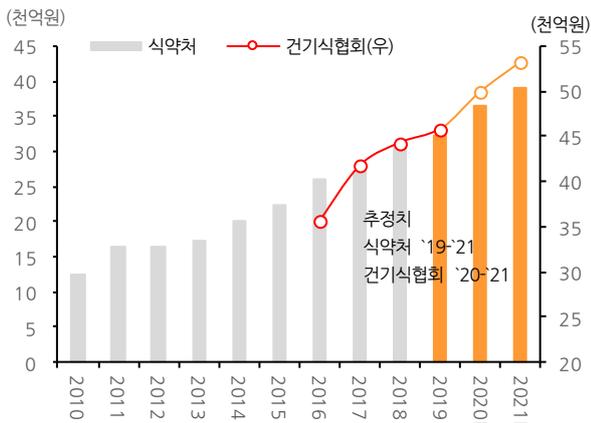
국내 건기식 시장 성장 지속

식약처 기준 '18년 국내 건강기능식품 시장은 3.1조원 규모이다(건기식 협회 기준 '19년 4.6조원). '10년부터 연 평균 12% 성장 중이다. COVID19가 발발한 올해도 高 성장 가능성이 크다. 신종 플루와 메르스 시기에도 면역력 관심 증대로 건강기능식품 수요가 증가했기 때문이다. 향후에도 건강에 대한 관심 증가, 소비자 니즈의 다양화·세분화, 원료 및 제품의 품질 개선, 판매 경로 다변화 등을 고려 시 견조한 성장 흐름이 전망된다.

동반 성장 가능

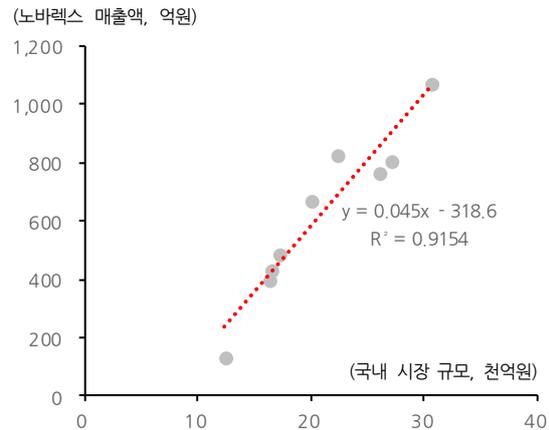
전방산업인 건강기능식품 업황 호조에 따라 동사의 성장세가 지속될 것으로 예상된다. 국내 수위의 건강기능식품 ODM/OEM 업체라는 점에서 전방산업과 동반 성장이 가능할 수 있기 때문이다. 과거 데이터 상에서도 '10-'18년 국내 건강기능식품 시장 규모와 노바렉스 매출액 회귀식의 결정계수는 0.91에 달하고 있어 실제로 두 요인이 상당히 유사한 흐름을 보이고 있는 것을 알 수 있다.

[그림72] 국내 건강기능식품 시장 규모와 전망



자료: 식약처, 한국건강기능식품협회, 한화투자증권 리서치센터

[그림73] 국내 건강식품시장 규모와 노바렉스 매출액 회귀분석



자료: 식약처, 노바렉스, 한화투자증권 리서치센터

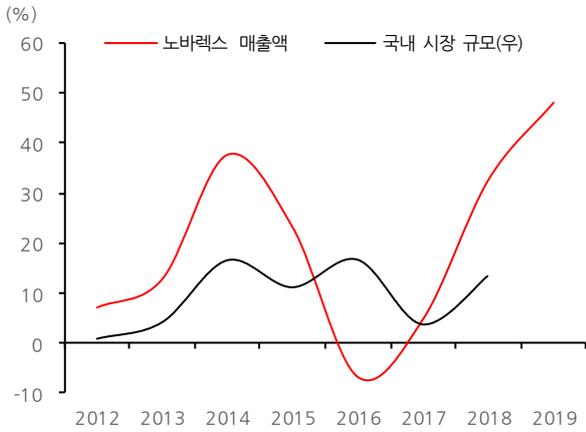
전방산업 대비 성장 폭 확대

연 평균 매출액 증가율이 '14-'16년 17%에서 '17-'19년 27%로 확대되며 건강기능식품 시장 성장세와 차가 커지는 양상을 보이고 있다. 이는 ① 건강기능식품 시장 성장, ② 개별인정형 원료(인증 받은 업체의 독점적 생산 권한 부여. 다만 인정 받은 일로부터 6년이 경과하고 품목 제조 신고가 50건 이상인 경우 고시형 원료로 전환) 파급 효과(지속적인 적용 제품 확대 등)에 따른 고객사 증가에 기인한다.

개별인정형 원료 성장 기여

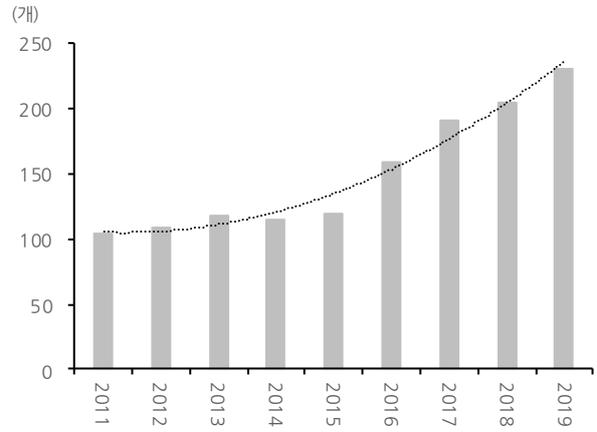
① 올해 2월 인증을 받은 개별인정형 원료인 락티움(수면의 질) 상용화, ② 동시 다발적인 인체적용시험 실시(향후 1-2년 내 5-6개의 개별인정형 원료 상용화 예상) 등을 고려 시 향후 개별인정형 원료의 성장 기여도는 재차 높아질 가능성이 있다. 참고로 현재 동사는 업계 최다인 36건의 개별인정 원료를 확보하고 있고, 대표적인 원료로는 루테인 지아잔틴(눈 건강), 회화나무 추출물(여성 갱년기), 잔티젠(체지방 감소) 등이 있다.

[그림74] 노바렉스 매출액과 국내 건강기능식품 시장 증감률



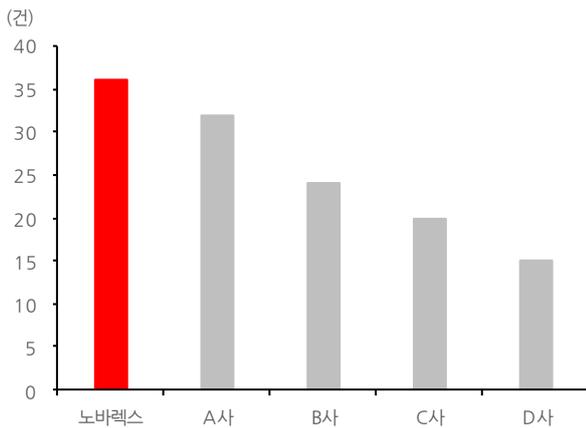
자료: 식약처, 노바렉스, 한화투자증권 리서치센터

[그림75] 노바렉스 고객사 추이



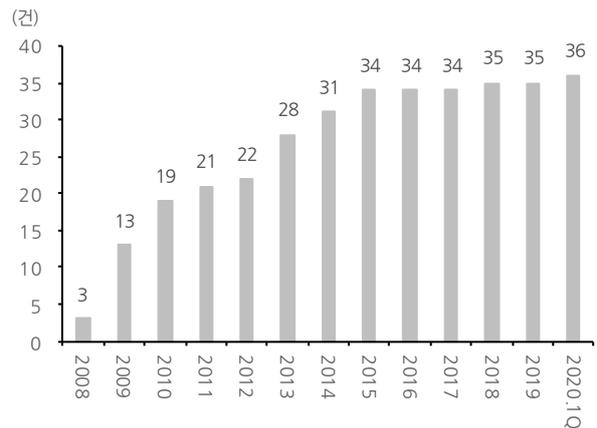
자료: 노바렉스, 한화투자증권 리서치센터

[그림76] 국내 Top5 개별인증형 원료 인증 업체 비교



자료: 노바렉스, 한화투자증권 리서치센터

[그림77] 노바렉스 개별인증형 원료 인증 추이 (누적)



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림78] 개별인증형 원료 연도별 개발 계획과 현재 진행 중인 개별인증형 원료 인체적용시험

2019(E)	2020(E)	2021(E)	2022(E)	2023(E)	원료	시험기관	인체적용 시험 개시	상용화 예상 시점
2건	11건	9건	5건	3건	NR-17-01 수면의 질 개선	이화여자대학교 대학병원	2016.04	2020
NKH-31-12 체지방 감소	NR-06-01 관절 건강	NR-12-01 면역 기능 개선	NKM-06-03 관절건강	NR-33-01 구강 건강	NR-17-01 수면의 질 개선	이화여자대학교 대학병원	2016.04	2020
	NR-18-02 알콜성 간 보호	NR-12-06 면역 기능 개선	NR-31-13 체지방 감소		NKH-31-12 체지방 감소	삼육서울병원 분당 제생 병원	2018.06	2020
	NR-37-02 피부건강	NR-18-01 알콜성 간 보호	NR-43-03 혈행 개선		NKM-01-01 간 기능 개선	차의과대학 분당차병원	2018.01	2020
	NR-31-05 체지방 감소	NKM-23-01 위건강/숙취	피부 건강		NR-06-01 관절건강	가톨릭대학교 의정부 성모병원 보라매 병원	2018.10	2020
	NR-09-03 건강 완화	NR-11-01 장 건강	기억력 개선		NR-19-02 알콜성 간 보호	아주대학교 대학병원	2017.02	2020
	NR-05-02 크린피부상태 개선	NR-15-03 뼈 건강			NR-31-05 체지방 감소	전북대학교 대학병원	2018.10	2020
	체지방 감소_1	NKM-31-08 체지방 감소			NR-12-06 면역 개선	대전둔산한방병원	2019.11	2021
	체지방 감소_2	NR-12-07 면역 기능 개선						
	건강 완화_1							
	면역력 개선							

★ 전략적 해외 진출 준비 소재 ○ 노바렉스 ○ 노바케어비즈 ○ 노바케어헬스 ○ 개별인증 소재 (코드 부여 안)

자료: 노바렉스, 한화투자증권 리서치센터

ii. 新 공장 증설 효과

내년 3월 완공 예정

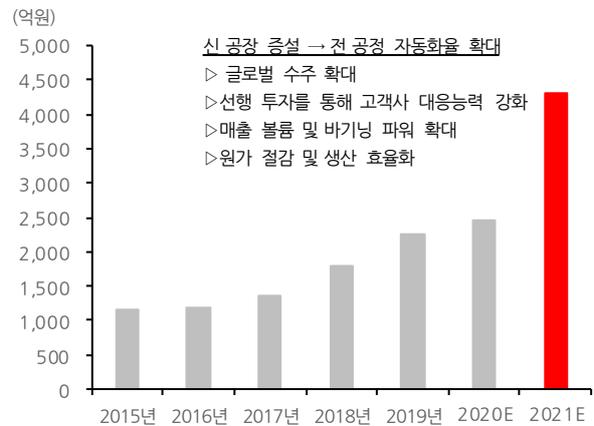
충북 오송에 신규 공장을 증설 중이다. 지난해 말에 착공해 내년 3월에 완공할 예정이다. 완공 시 생산 능력(금액 기준)이 4,000억원으로 기존 대비 2배 가량 상향된다. 선형 투자를 통한 전방 산업 성장에 대한 대응 능력 강화로 지속적 외형 성장의 기반을 갖춘 것으로 판단된다. 또한 전 공정 자동화 시스템 구축 및 라인 효율화에 따라 생산성 향상을 통한 원가 절감이 예상돼 수익성 개선 동반이 가능할 것으로 기대된다.

[그림79] 오송 공장 증설 계획



자료: 노바렉스, 한화투자증권 리서치센터

[그림80] 노바렉스 생산 능력(금액 기준) 추이



주: 사업보고서 기준

자료: 노바렉스, 한화투자증권 리서치센터

iii. 수출 증가를 통한 추가 성장 동력 확보

수출 확대 모색 중

수출 증가로 추가 성장 동력 확보가 기대된다. 타겟 시장은 북미, 중국, 동남아 등지로 각 국의 식품 박람회·전시회 등을 활용하여 수요층 확대를 모색하고 있다. 주요 고객사는 매나텍, 나우, 암웨이, 유니시티, TCI 등이다. 최근 동남아 시장에 유산균 판매 호조 등으로 유니시티 향 매출액이 증가하고 있다. TCI와 액상 스틱젤리 제품의 중국 내 독점적 생산공급을 계약하며 중국 진출을 추진 중이나 COVID19 등으로 아직 더딘 편이다.

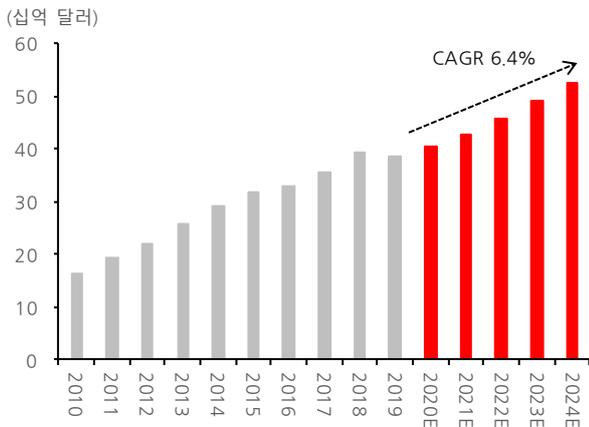
미국 진출 추진 전략

북미의 경우 ① 암웨이 등 미국 소재 네트워크 판매 업체들의 전략적 생산기지 역할, ② 지난해 미 FDA로부터 승인 받은 렉스플라본(회화나무 추출물) 원료 및 완제품의 미국 Drug store 체인 공급, ③ 국내산 특화원료 개발을 통한 독자적 원료 수출 등을 추진하고 있다. 건강기능식품 시장 규모가 가장 큰 지역인 만큼 향후 성과 가시화 시 성장에 크게 기여할 것으로 기대된다.

올해 수출 증가세 확대 예상

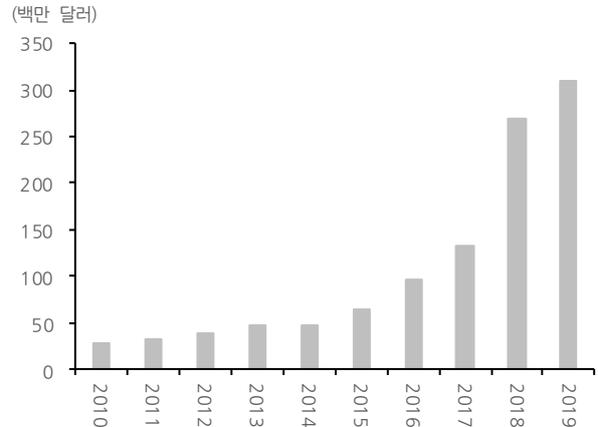
수출액은 '15-'18년 20억원 내외 수준에서 지난해 고객사 확대 등으로 전년 대비 약 2배 증가한 37억원을 기록했다. 올해 수출액은 99억원을 전망한다. 유니시티 등 기존 고객 물량이 증가하고 있고, 신규 고객사도 더해지기 때문이다. 아직 국내 건강기능식품 업계가 내수 중심이라는 점에서 향후 수출 비중 상승 시 성장 여지 확대가 부각되며 주가 멀티플 상승이 가능할 것으로 보인다.

[그림81] 중국 건강기능식품 시장 규모 추이와 전망



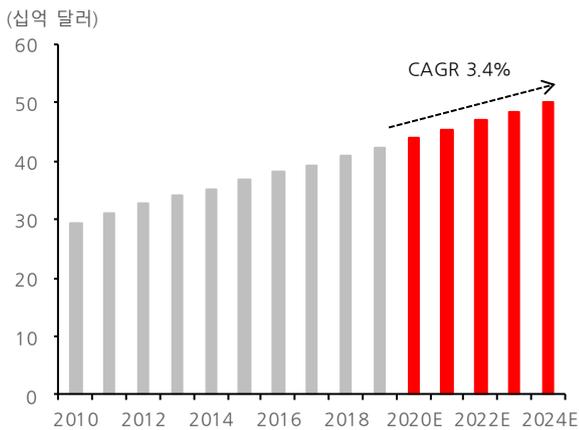
주: Vitamins&Dietary, Weight Management&Wellbeing, Herbal/Traditional Products 합
 자료: 유로모니터, 한화투자증권 리서치센터

[그림82] TCI 매출액 추이



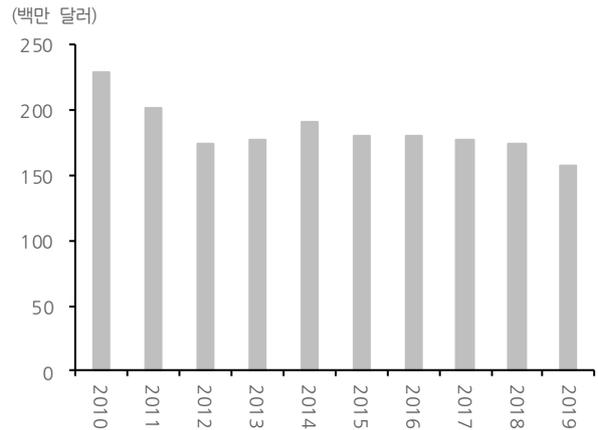
자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[그림83] 미국 건강기능식품 시장 규모 추이와 전망



주: Vitamins&Dietary, Weight Management&Wellbeing, Herbal/Traditional Products 합
 자료: 유로모니터, 한화투자증권 리서치센터

[그림84] Mannatech 매출액 추이



자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

[표13] 지역별 전략과 성과 현황

구분	북미	중국	동남아
전략	<ul style="list-style-type: none"> · 美 네트워크 판매업체의 전략적 생산기지 역할 · 국내산 특허원료 개발을 통한 독자적 원료 수출 · NDI 승인을 통한 원료/완제품 수출 기회 확보 · 美 Drug Store 체인 공급 추진 	<ul style="list-style-type: none"> · 중화권 협력 기반을 통한 우회적 진출 추진 · 대만, 홍콩 신규 고객 확보 · 중국 대형 직소 업체(Direct Selling) 공급 추진 · Drug Store 체인 공략 · 렉스플라본 중국 CFDA 블루캡 등록 추진 	<ul style="list-style-type: none"> · 글로벌 네트워크 마케팅 업체 공급 · 동남아 각국 거래 기반 유지 및 시장 확대 · 성장국가 적극 공략(한류, 디자인, 광고 등 활용) · 할랄 식품인증을 통한 제품 공급 및 수출 활성화
성과	<ul style="list-style-type: none"> · 19년 렉스플라본 신규 식품원료로 FDA 승인 · Mannatech 수주 · NOW 수주 (국내 공급 계약) · Amway 수주 	<ul style="list-style-type: none"> · 대만 TCI 독점 제조 및 위탁 생산 계약 체결 	<ul style="list-style-type: none"> · Unicity 수주

자료: 노바렉스, 한화투자증권 리서치센터

3. 실적 추정

올해 高 성장세 지속 올해 실적은 매출액 2,090억원(+31% 이하 yoy), 영업이익 221억원(+35%), 당기순이익 191억원(+32%)으로 전망한다. 高 성장세 지속은 ① COVID19 발발 이후 면역기능 개선 제품 수요 증가, ② 소비자 니즈 다양화세분화로 인한 제품 수 증가, ③ 상반기 락타임(수면의 질 개선에 도움을 줄 수 있는 개별인정형 원료) 제품화, ④ 유니시티 등으로의 수출 물량 확대 등이 기대되기 때문이다.

내년 증설 효과 기대 내년에는 수익성 개선(OPM 12.1%, +1.6%p)이 동반된 외형 성장이 가능할 것으로 보여진다. 이는 ① 건강기능식품 시장 성장 추세 지속 전망, ② 오송 新 공장 완공(2분기부터 정상 가동 예정)에 따른 생산 능력 확충 및 공정 자동화를 확대 등 때문이다. 이에 따른 실적은 매출액 2,750억원(+32%), 영업이익 331억원(+50%), 당기순이익 276억원(+45%)을 전망한다.

[표14] 노바렉스 분기 및 연간 실적 추이와 전망

(단위: 억 원)

	2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	1,591	2,090	2,750	307	406	430	448	500	532	545	513
지역별											
내수	1,554	1,996	2,599	303	403	418	430	484	526	507	479
수출	37	94	151	4	3	12	18	16	5	38	35
제품별											
제품매출	1,559	2,049	2,699	303	396	420	440	495	524	538	493
상품매출	29	37	47	4	10	9	6	5	6	6	20
기타매출	3	4	5	1	0	1	2	1	2	1	0
영업이익	163	221	331	27	44	48	45	55	59	59	48
세전이익	170	223	334	32	43	48	47	55	61	60	49
순이익	145	191	276	25	36	40	44	61	50	49	33
yoy 증가율											
매출액	48.3%	31.4%	31.6%	34.1%	41.2%	43.1%	74.9%	63.1%	31.0%	26.7%	14.5%
영업이익	43.9%	35.2%	50.3%	3.2%	23.0%	25.0%	228.9%	102.7%	35.8%	22.9%	7.2%
순이익	58.5%	31.8%	44.5%	13.5%	13.3%	26.8%	605.3%	142.3%	38.7%	24.4%	-25.9%
이익률											
영업이익	10.2%	10.5%	12.1%	8.8%	10.7%	11.1%	10.0%	10.9%	11.1%	10.8%	9.4%
순이익	9.1%	9.1%	10.0%	8.2%	8.9%	9.2%	9.9%	12.1%	9.5%	9.0%	6.4%

자료: 노바렉스, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	81	107	159	209	275
매출총이익	17	21	29	38	53
영업이익	10	11	16	22	33
EBITDA	11	13	19	26	37
순이자손익	0	0	0	0	0
외화관련손익	-1	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	10	11	17	22	33
당기순이익	8	9	15	19	28
지배주주순이익	8	9	15	19	28
증가율(%)					
매출액	4.8	32.7	48.3	31.4	31.6
영업이익	-3.7	14.5	43.9	35.5	49.8
EBITDA	-1.0	14.6	45.2	37.5	42.4
순이익	-13.5	15.1	58.5	31.6	44.7
이익률(%)					
매출총이익률	21.1	19.3	18.0	18.2	19.1
영업이익률	12.2	10.6	10.2	10.6	12.0
EBITDA 이익률	14.2	12.2	12.0	12.5	13.6
세전이익률	11.8	10.7	10.7	10.7	12.2
순이익률	9.8	8.5	9.1	9.1	10.0

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	11	7	-1	21	19
당기순이익	10	11	17	19	28
자산상각비	2	2	3	4	4
운전자본증감	0	-6	-15	-1	-10
매출채권 감소(증가)	-3	0	-10	-2	-10
재고자산 감소(증가)	1	-4	-12	-1	-6
매입채무 증가(감소)	3	0	6	-2	9
투자현금흐름	-5	-12	-22	-22	-6
유형자산처분(취득)	-5	-9	-21	-22	-6
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
재무현금흐름	-1	19	18	-2	-2
차입금의 증가(감소)	0	1	22	0	0
자본의 증가(감소)	-1	16	-2	-2	-2
배당금의 지급	1	2	2	2	2
총현금흐름	12	14	21	23	29
(-)운전자본증가(감소)	-3	-2	10	1	10
(-)설비투자	5	9	21	22	6
(+)자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	10	7	-10	0	13
(-)기타투자	3	11	7	0	0
잉여현금	7	-4	-17	0	13
NOPLAT	8	9	14	19	27
(+) Dep	2	2	3	4	4
(-)운전자본투자	-3	-2	10	1	10
(-)Capex	5	9	21	22	6
OpFCF	8	4	-14	0	15

주: IFRS 연결 기준

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	46	64	80	80	108
현금성자산	22	36	30	28	39
매출채권	14	14	24	26	36
재고자산	9	13	26	26	32
비유동자산	26	42	74	94	99
투자자산	2	10	14	17	19
유형자산	23	31	58	76	78
무형자산	1	1	2	2	2
자산총계	72	106	154	175	207
유동부채	19	26	39	40	46
매입채무	15	16	33	31	41
유동성이자부채	0	0	1	1	1
비유동부채	1	1	24	25	25
비유동이자부채	0	0	21	21	21
부채총계	19	27	62	65	72
자본금	4	5	5	5	5
자본잉여금	12	32	32	32	32
이익잉여금	36	42	55	73	99
자본조정	1	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	52	79	92	109	135

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	-	1,054	1,634	2,401	3,475
BPS	6,783	8,766	10,195	12,138	15,030
DPS	0	200	200	200	400
CFPS	-	1,575	2,350	2,501	3,257
ROA(%)	12.3	10.7	11.3	11.6	14.5
ROE(%)	16.8	14.5	17.2	19.0	22.6
ROIC(%)	29.2	24.6	21.8	20.2	24.7
Multiples(x, %)					
PER	-	15.0	12.3	13.1	9.1
PBR	-	1.8	2.0	2.6	2.1
PSR	-	1.3	1.1	1.4	1.0
PCR	-	10.1	8.6	12.6	9.7
EV/EBITDA	-	8.2	9.1	10.6	7.1
배당수익률	-	1.3	1.0	0.6	1.3
안정성(%)					
부채비율	37.2	34.4	68.0	59.8	52.9
Net debt/Equity	-42.7	-45.2	-8.6	-5.4	-12.7
Net debt/EBITDA	-195.1	-272.6	-41.5	-22.6	-46.3
유동비율	244.4	245.7	205.9	201.0	234.4
이자보상배율(배)	-	-	389.2	354.2	530.5
자산구조(%)					
투하자본	55.2	48.7	65.6	70.0	67.0
현금+투자자산	44.8	51.3	34.4	30.0	33.0
자본구조(%)					
차입금	0.0	0.0	19.1	16.6	13.8
자기자본	100.0	100.0	80.9	83.4	86.2



서흥 (008490)

건강기능식품이 이끄는 성장

▶Analyst 손호주 hyoju.son@hanwha.com 3772-7610

Not Rated

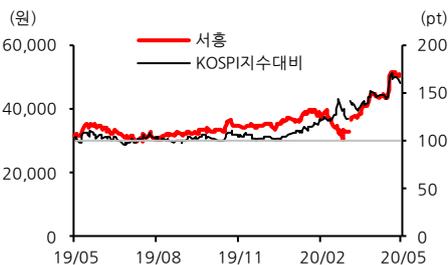
현재 주가(5/28)	51,200원
상승여력	-
시가총액	5,923억원
발행주식수	11,569천주
52 주 최고가 / 최저가	51,500 / 29,750원
90 일 일평균 거래대금	27.13억원
외국인 지분율	9.0%
주주 구성	
양주환 (외 7인)	53.2%
국민연금공단 (외 1인)	9.9%
자사주 (외 1인)	3.9%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	14.7	38.0	48.6	61.5
상대수익률(KOSPI)	9.8	35.9	52.9	62.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2016	2017	2018	2019
매출액	340	350	393	461
영업이익	40	37	39	47
EBITDA	64	62	66	77
지배주주순이익	27	23	26	32
EPS	2,360	1,995	2,225	2,742
순차입금	228	233	258	291
PER	15.7	16.4	10.5	12.9
PBR	1.7	1.4	1.0	1.4
EV/EBITDA	10.3	9.8	8.0	9.1
배당수익률	0.9	0.9	1.5	n/a
ROE	11.0	8.7	9.5	11.1

주가 추이



서흥은 건강기능식품 사업, 수익성이 높은 식물성 캡슐과 원료사업의 성장으로 안정적인 실적 성장이 전망됩니다.

1Q20 실적 성장 지속

1Q20 연결기준 매출액 1,430억원(+21.4%, 이하 yoy 성장률 기준 동일), 영업이익 185억원(+47.9%), 지배주주순이익 134억원(+23.4%)으로 호실적을 기록했다. 사업부문별 매출액 성장률은 캡슐 +26.7%, 의약품 +12.6%, 건강기능식품 +36.1%, 원료 +26.6%를 기록했다. 수익성이 높은 소프트 캡슐과 건강기능식품의 견조한 성장으로 영업이익률은 12.9%를 기록하며 전년동기대비 2.3%p 개선되었다.

건강기능식품 사업의 성장 기대

올해도 전년에 이어 호실적이 전망된다. 전년에는 캡슐부문과 건강기능식품, 원료의 성장성이 확대되었다. 올해 원료부문은 캐파 증설이 없어 성장은 제한적이나, 건강기능식품과 소프트 캡슐은 성장이 지속될 것으로 기대한다. 최근 하드 캡슐 산업은 동물성에서 식물성 캡슐로 수요가 이동하고 있다. 동사 실적 역시 최근 식물성 캡슐에 대한 생산 물량이 빠르게 증대되고 있다. 식물성 캡슐은 동물성 대비 가격이 70-80% 높기 때문에 외형과 수익성 성장에 모두 긍정적이다. 더불어 최근 건강기능식품 규제 완화와 COVID19로 인한 면역력 강화 제품 수요 증가로 건강기능식품 사업의 성장도 기대된다. 건강기능식품 사업의 기존 영업이익률은 평균보다 낮은 수준이었지만, 최근 가동률이 빠르게 올라오면서 수익성이 확대되고 있어 전사 수익성 향상에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 기대한다.

주력사업 성장으로 호실적 기대, 실적 안정성 측면에서 매력적

서흥은 글로벌 3위, 국내 1위를 차지하는 경쟁력이 우수한 하드캡슐 생산전문 업체이다. 과거 의약품, 페인트볼 매출이 빠지면서 실적이 부진했다. 최근 국내 건강기능식품 시장 성장에 따라 주력 사업인 식물성 캡슐, 원료, 그리고 동사 자체의 건강기능식품 사업의 성장으로 실적 성장 모멘텀은 지속될 것으로 전망한다. 최근 침체된 국내 소비 시장에서 건강기능식품 시장은 안정적인 성장이 전망된다는 점이 매력으로 부각될 시기이다.

[표15] 분기별 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2017	2018	2019
연결 매출액	99.1	104.1	94.8	95.5	117.8	115.4	112.8	114.8	143.0	350.0	393.5	460.7
yoy, %	10.0	13.7	6.0	21.0	18.9	10.9	19.0	20.1	21.4	2.8	12.4	17.1
캡슐	101.7	101.0	94.3	93.2	119.4	115.1	110.7	116.3	151.3	353.7	390.3	461.5
yoy, %	12.3	9.2	3.3	17.5	17.5	13.9	17.3	24.7	26.7	3.9	10.3	18.2
sales, %	87.9	86.1	84.2	82.7	82.9	82.8	82.7	84.8	84.0	86.4	85.2	83.3
하드캡슐	34.9	38.6	35.7	34.7	42.8	41.7	40.7	41.8	40.4	131.2	143.9	167.1
yoy, %	9.9	10.9	9.3	8.6	22.7	8.1	14.3	20.5	-5.8	6.0	9.7	16.2
sales, %	30.2	32.8	31.8	30.8	29.7	30.0	30.5	30.5	22.4	32.0	31.4	30.2
의약품	15.5	13.2	12.1	13.6	13.9	13.7	14.7	14.1	15.6	53.0	54.4	56.4
yoy, %	-4.4	-2.4	0.2	21.7	-10.6	3.6	21.3	4.1	12.6	-17.0	2.7	3.6
sales, %	13.4	11.3	10.8	12.0	9.6	9.8	11.0	10.3	8.7	12.9	11.9	10.2
건강기능식품	37.7	37.8	34.5	32.7	45.1	44.5	40.6	44.7	61.5	121.2	142.7	174.9
yoy, %	23.0	22.8	-0.1	29.7	19.7	17.5	17.9	36.5	36.1	9.7	17.8	22.6
sales, %	32.6	32.2	30.8	29.0	31.3	32.0	30.4	32.6	34.1	29.6	31.2	31.6
원료	13.9	16.4	17.7	15.5	21.3	22.0	21.5	20.5	26.9	55.8	63.5	85.2
yoy, %	10.2	3.4	16.5	27.7	52.4	34.4	21.6	32.2	26.6	5.9	13.8	34.3
sales, %	12.1	13.9	15.8	13.7	14.8	15.8	16.1	14.9	14.9	13.6	13.9	15.4
영업이익	10.3	12.0	8.0	9.0	12.5	13.6	12.5	8.8	18.5	37.3	39.3	47.4
yoy, %	2.9	12.2	-13.8	23.5	21.7	13.3	55.4	-2.0	47.9	-7.0	5.4	20.6
margin, %	10.4	11.5	8.5	9.4	10.6	11.8	11.1	7.7	12.9	10.7	10.0	10.3
지배주주순이익	7.6	9.5	3.4	5.3	10.9	10.3	8.3	2.2	13.4	23.1	25.7	31.7
yoy, %	35.1	6.9	-47.3	140.0	42.6	9.1	147.3	-57.8	23.4	-15.5	11.5	23.3
margin, %	7.7	9.1	3.5	5.5	9.2	9.0	7.4	1.9	9.4	6.6	6.5	6.9

자료: 서흥, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	304	340	350	393	461
매출총이익	63	72	72	74	91
영업이익	34	40	37	39	47
EBITDA	55	64	62	66	77
순이자손익	-6	-6	-6	-8	-9
외화관련손익	-1	0	-2	0	1
지분법손익	1	2	2	2	4
세전계속사업손익	28	34	31	35	45
당기순이익	25	31	26	29	37
지배주주순이익	23	27	23	26	32
증가율(%)					
매출액	4.5	11.9	2.8	12.4	17.1
영업이익	16.2	18.6	-7.0	5.4	20.6
EBITDA	13.7	16.8	-2.3	5.9	17.1
순이익	13.8	21.7	-14.0	11.3	27.2
이익률(%)					
매출총이익률	20.8	21.3	20.7	18.9	19.8
영업이익률	11.1	11.8	10.7	10.0	10.3
EBITDA 이익률	17.9	18.7	17.8	16.8	16.8
세전이익률	9.1	9.9	8.8	8.9	9.7
순이익률	8.3	9.0	7.5	7.5	8.1

12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
영업현금흐름	26	53	46	49	22
당기순이익	25	31	26	29	37
자산상각비	21	24	25	27	30
운전자본증감	-26	-7	-11	-11	-52
매출채권 감소(증가)	-10	-3	-3	-5	-11
재고자산 감소(증가)	-6	-11	-3	-3	-25
매입채무 증가(감소)	2	2	0	2	4
투자현금흐름	-48	-43	-43	-51	-46
유형자산처분(취득)	-37	-36	-45	-54	-47
무형자산 감소(증가)	0	-2	0	-1	1
투자자산 감소(증가)	0	-1	4	0	-6
재무현금흐름	25	-7	-7	3	34
차입금의 증가(감소)	28	-4	3	18	45
자본의 증가(감소)	-3	-3	-6	-5	-10
배당금의 지급	3	3	6	5	10
총현금흐름	60	68	67	72	89
(-)운전자본증가(감소)	18	4	-7	4	22
(-)설비투자	37	37	47	61	48
(+)자산매각	0	-1	2	6	1
Free Cash Flow	5	26	29	13	20
(-)기타투자	19	7	20	3	24
잉여현금	-14	19	9	10	-4
NOPLAT	31	37	32	33	39
(+) Dep	21	24	25	27	30
(-)운전자본투자	18	4	-7	4	22
(-)Capex	37	37	47	61	48
OpFCF	-3	20	17	-5	0

주: IFRS 연결 기준

12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	202	215	197	214	265
현금성자산	21	23	13	15	31
매출채권	71	74	70	76	86
재고자산	104	115	112	116	141
비유동자산	354	371	398	425	444
투자자산	30	33	46	33	44
유형자산	317	329	345	382	392
무형자산	7	8	8	11	8
자산총계	557	586	595	639	709
유동부채	129	161	202	194	196
매입채무	16	22	21	29	39
유동성이자부채	105	131	174	155	145
비유동부채	165	136	92	137	184
비유동이자부채	148	120	72	119	177
부채총계	294	297	294	331	380
자본금	6	6	6	6	6
자본잉여금	49	49	49	49	49
이익잉여금	180	202	219	242	270
자본조정	2	2	-4	-24	-29
자기주식	0	0	-5	-15	-15
자본총계	263	288	301	308	329

12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
주당지표					
EPS	1,974	2,360	1,995	2,225	2,742
BPS	20,444	22,378	23,330	23,650	25,552
DPS	250	330	300	350	400
CFPS	5,166	5,879	5,831	6,225	7,675
ROA(%)	4.4	4.8	3.9	4.2	4.7
ROE(%)	10.2	11.0	8.7	9.5	11.1
ROIC(%)	6.8	7.6	6.5	6.3	6.9
Multiples(x, %)					
PER	21.5	15.7	16.4	10.5	12.9
PBR	2.1	1.7	1.4	1.0	1.4
PSR	1.6	1.3	1.1	0.7	0.9
PCR	8.2	6.3	5.6	3.8	4.6
EV/EBITDA	13.3	10.3	9.8	8.0	9.1
배당수익률	0.6	0.9	0.9	1.5	1.5
안정성(%)					
부채비율	111.7	103.1	97.9	107.4	115.5
Net debt/Equity	88.4	79.2	77.5	83.9	88.4
Net debt/EBITDA	426.2	358.4	374.3	391.9	376.5
유동비율	157.3	133.6	97.5	110.4	134.8
이자보상배율(배)	5.6	7.0	5.6	4.9	5.0
자산구조(%)					
투하자본	90.2	89.7	89.4	91.9	88.9
현금+투자자산	9.8	10.3	10.6	8.1	11.1
자본구조(%)					
차입금	49.0	46.6	45.0	47.0	49.5
자기자본	51.0	53.4	55.0	53.0	50.5



코스맥스비티아이 (044820)

주력 자회사들의 실적 성장 기대

▶ Analyst 손효주 hyoju.son@hanwha.com 3772-7610

Not Rated

현재 주가(5/28)	16,000원
상승여력	-
시가총액	1,537억원
발행주식수	9,604천주
52 주 최고가 / 최저가	19,950 / 8,720원
90 일 일평균 거래대금	4.2억원
외국인 지분율	6.1%
주주 구성	
이경수 (외 10 인)	61.0%
베어링자산운용 (외 1 인)	7.9%
국민연금공단 (외 1 인)	6.6%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	6.7	39.7	20.8	-10.6
상대수익률(KOSPI)	1.8	37.6	25.0	-9.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2016	2017	2018	2019
매출액	267	298	438	468
영업이익	20	10	24	-7
EBITDA	30	24	45	18
지배주주순이익	15	4	10	0
EPS	1,599	400	990	42
순차입금	194	266	356	352
PER	23.4	82.2	19.8	323.7
PBR	1.2	1.1	0.6	0.4
EV/EBITDA	18.3	24.2	12.2	26.5
배당수익률	0.5	0.3	0.7	1.9
ROE	5.4	1.3	3.2	0.1

주가 추이



코스맥스비티아이의 주력 자회사 중 비상장사인 코스맥스바이오의 성장성에 주목할 필요가 있습니다. 상장사인 코스맥스와 코스맥스엔비티도 2019년 최악을 지나 2020년은 실적 개선이 전망됩니다.

건강기능식품, 화장품, 제약 사업을 아우르는 지주회사

2014년 3월 인적분할 방식으로 분할하여 존속법인 (구)코스맥스가 코스맥스비티아이로 상호를 변경했다. 주요 계열회사로는 코스맥스바이오(64.8%, 연결), 코스맥스엔비티(38.2%, 연결/상장사), 코스맥스파마(55.3%, 연결), 코스맥스(26.2%, 종속/상장사)로 건강기능식품, 화장품, 제약 사업을 영위하는 자회사의 지주회사이다.

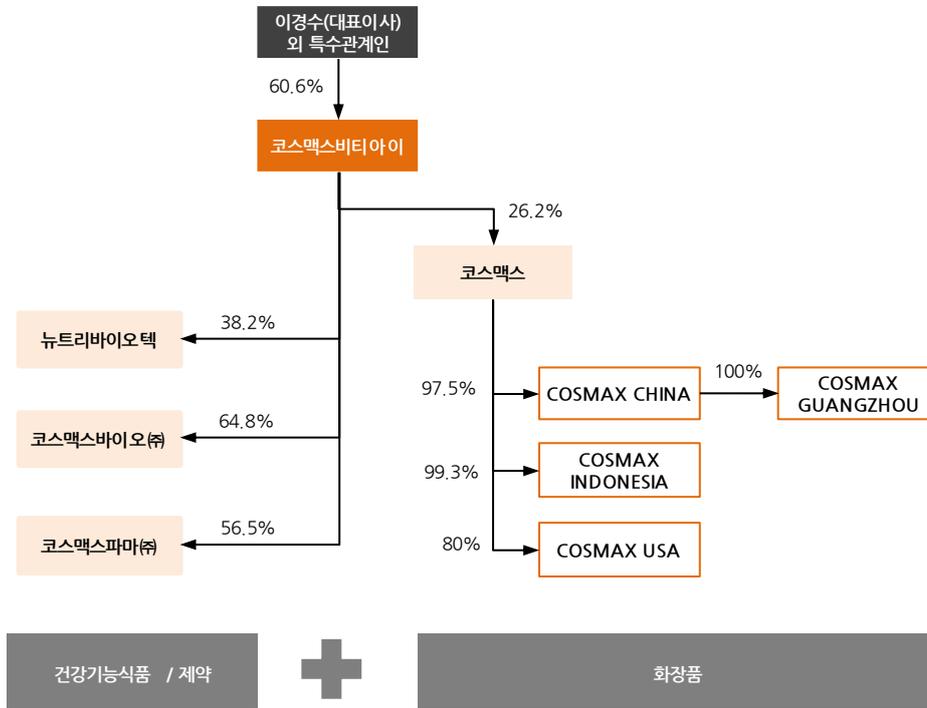
코스맥스, 코스맥스엔비티, 최악은 지났다. 점진적인 개선 전망

2019년은 상장사인 코스맥스와 코스맥스엔비티 모두 부진한 실적을 기록하였다. 다행히 코스맥스는 지난 4분기부터 개선되는 모습을 보이고 있다. 1분기는 COVID19 영향에도 불구하고 호실적을 시현했다. 올해 실적 개선세는 지속될 것으로 전망한다. 코스맥스엔비티는 2019년은 중국 사업 부진과 미국 가동률 저조로 부진했으나, 최근 중국과 호주, 미국에서 점진적으로 수주 물량이 증가하며 1분기 매출은 성장했다. 다만 해외공장의 가동률이 아직 낮아 영업적자를 기록했다. 2020년 실적은 2019년 최악에서 점진적으로 개선될 것으로 전망한다.

코스맥스바이오, 본격적인 성장 시작

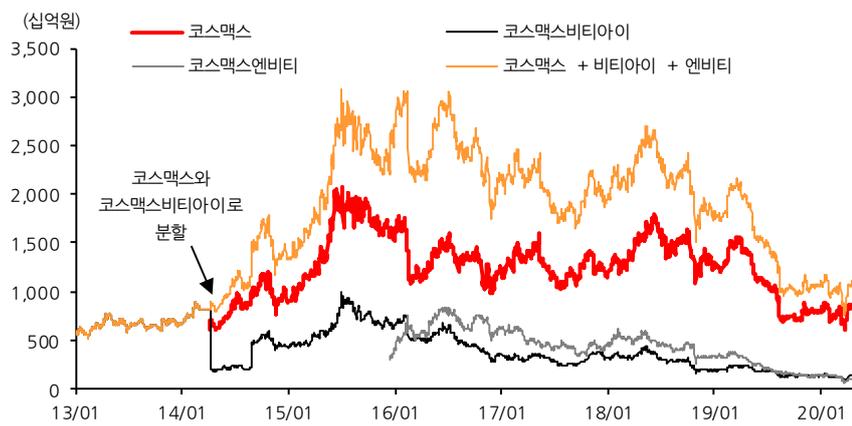
최근 비상장회사인 코스맥스바이오의 성장성에 주목할 필요가 있다. 코스맥스바이오는 건강기능식품 ODM 생산업체로서 수출 비중이 높은 코스맥스엔비티와는 달리 내수 비중이 80% 이상을 차지하고 있다. 최근 국내 건강기능식품 시장 성장과 함께 고성장을 기록하고 있다. 2019년 연간 매출액은 +35% 성장했다. 1분기에는 성장성이 더 확대되어 성장률 +51.2%를 기록했다. 중장기적으로는 수출 비중도 확대할 계획이다. 현재 매출의 10%는 제약 부문이 차지하고 있는데, 제약사업은 사업 초기라 적자가 발생하고 있다. 지난 3월 그룹 전사 차원에서 사업의 효율성을 높이기 위해 제약 사업을 코스맥스파마로 이관했다. 건강기능식품 사업만을 고려 시 흑자를 달성할 것으로 파악된다. 코스맥스바이오의 성장성이 부각될 경우 동사의 기업가치에 긍정적이라고 판단한다.

[그림85] 코스맥스 그룹 지배구조도



자료: 코스맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림86] 코스맥스 그룹 시가총액 추이



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[표16] 코스맥스비티아이 주요 자회사 개요

기업명	설립/인수연도	국가	지분율	개요
코스맥스바이오(주)	1984	한국	64.76%	건강기능식품 ODM 업체 (구 일진제약)
(주)생명의나무에프앤비	2006	한국	66.67%	식물원료 바탕의 건강기능식품 외 도매 판매업체
코스맥스엔비티(주)	2002	한국	38.17%	복합건강기능식품 전문 ODM·OEM 업체
코스맥스엔에스(주)	2014	한국	54.00%	천연물 기반 건강기능식품 전문 제조업체
코스맥스바이오텍(주)	2016	한국	100%	천연화장품 개발 및 제조업체
(주)닥터디앤에이	2016	한국	40.57%	건강기능식품 도소매 등 기타 가공식품 도매업체
코스맥스파마(주)	2009	한국	56.45%	의약품 중간체 제조 및 판매 업체
COSMAX NBT CHINA	2013	중국	100%	중국 상해에 위치한 건강기능식품 판매업체
COSMAX SHANGHAI TSM	2017	중국	100%	중국 상해에 위치한 마케팅 전담 업체
COSMAX BIO TECH, INC	2012	중국	100%	중국 상해에 위치한 건강기능식품 제조/판매업체
COSMAX NBT SINGAPORE PTE	2018	싱가폴	100%	싱가포르에 위치한 건강기능식품 판매업체
COSMAX NBT AUSTRALIA PTY	2016	호주	100%	호주 브리즈번에 설립된 건강기능식품 제조업체
COSMAX NBT USA	2014	미국	100%	미국 텍사스에 설립된 건강기능식품 제조업체

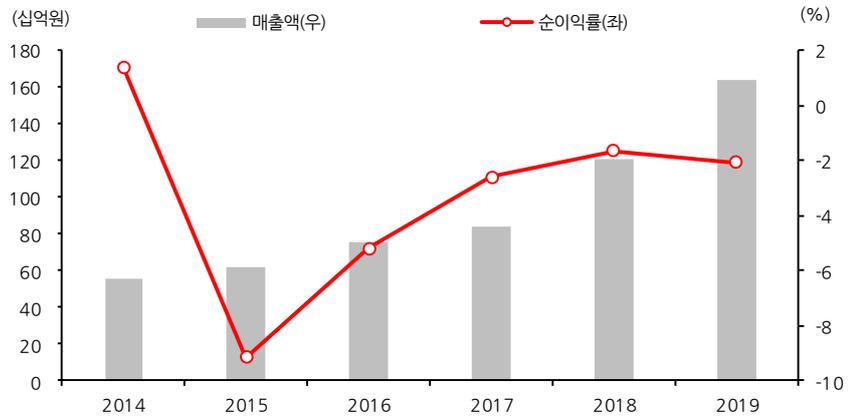
자료: 코스맥스, 한화투자증권 리서치센터

[표17] 코스맥스 그룹 연혁

연도	내용
1992.11	한국미로토 설립
1994.01	코스맥스(주)로 상호 변경 및 본점 이전
2002.02	기업공개(코스닥)
2002.10	(주)씨디알 계열회사 취득 (현 쓰리에플즈코스메틱스)
2004.07	쓰리에플즈글로벌(주) 계열회사 취득
2004.10	코스맥스(상해) 유한공사 계열회사 설립
2006.11	코스닥시장에서 유가증권시장으로 이전 상장
2007.04	일진제약(주) 계열회사 편입(지분 취득)
2008.04	쓰리에이플(주) 계열회사 편입(지분 취득)
2009.01	쓰리에이티에스엠(주) 계열회사 신설
2010.04	중국 광저우 코스맥스 유한공사 설립
2011.09	코스맥스차이나 생산설비 증축 (1억개)
2011.10	한국공장 파우더 생산설비 증축 (연 22백만개)
2011.12	광저우 신공장 신축 공장 개시
2012.03	코스맥스 인도네시아 법인 설립
2012.11	일진제약, 코스맥스바이오로 사명 변경
2013.03	코스맥스인도네시아 공장 가동
2013.03	광저우 코스맥스 공장 가동
2013.04	코스맥스 USA 설립
2014.03	코스맥스와 코스맥스비티아이로 인적분할
2014.06	(주)뉴트리바이오텍 계열회사 편입(지분 취득)
2014.08	지주회사인 코스맥스비티아이 체제로 전환
2015.07	미국 오하이오에 생산공장 준공
2015.12	계열사 코스맥스엔비티 코스닥 상장
2017.01	중국 상해 색조 전문 공장 완공
2017.11	미국 화장품 제조사 누월드 뷰티 인수
2018.06	코스맥스 태국 법인 생산 가동

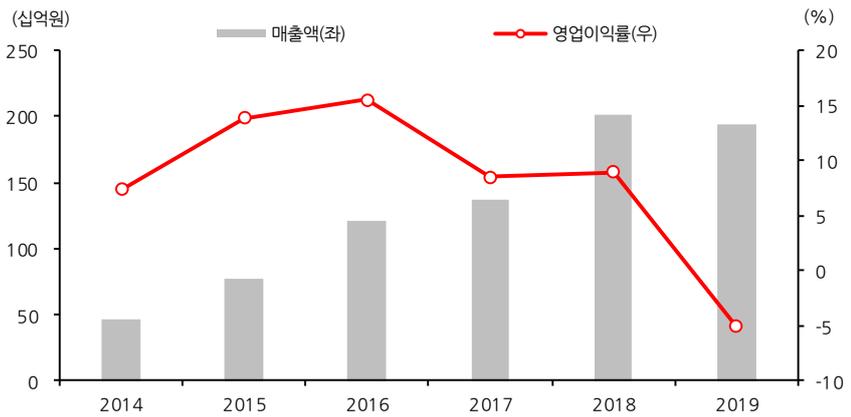
자료: 코스맥스, 한화투자증권 리서치센터

[그림87] 코스맥스바이오 실적추이



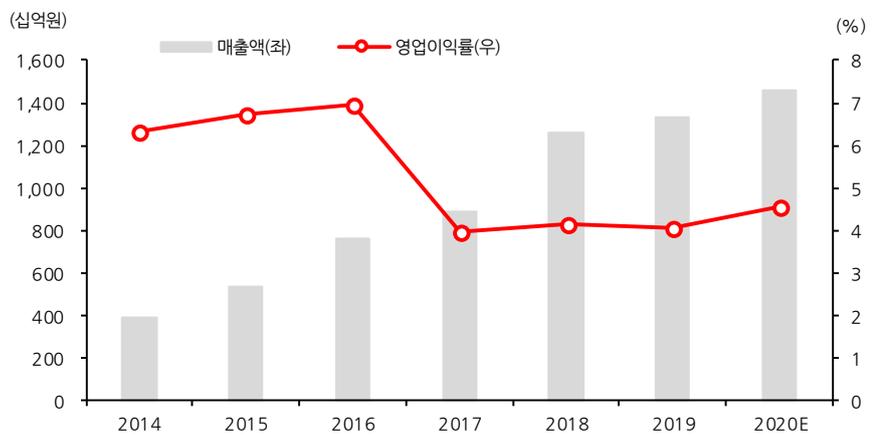
자료: 코스맥스바이오, 한화투자증권 리서치센터

[그림88] 코스맥스엔비티 실적추이



자료: 코스맥스엔비티, 한화투자증권 리서치센터

[그림89] 코스맥스 실적추이



자료: 코스맥스, 한화투자증권 리서치센터

[표18] 코스맥스비티아이 분기별 실적 추이

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2017	2018	2019
연결 매출액	96.5	106.1	113.7	122.0	115.5	113.4	125.4	114.1	132.0	298.3	438.3	468.4
growth %	45.2	46.6	46.9	48.7	19.6	6.9	10.3	-6.5	14.3	11.7	46.9	6.9
별도(코스맥스비티아이)	11.8	14.5	15.0	15.0	19.1	13.5	16.5	18.1	18.0	30.6	56.3	67.2
growth %	38.3	145.9	121.2	58.7	62.2	-7.0	9.9	20.7	-5.9	31.6	83.7	19.3
sales %	12.2	13.7	13.2	12.3	16.5	11.9	13.2	15.8	13.6	10.3	12.8	14.3
코스맥스바이오(64.8%)	28.2	30.1	29.3	33.1	33.9	38.4	43.2	47.9	51.3	83.9	120.7	163.4
growth %	41.4	35.9	47.0	51.0	20.1	27.7	47.4	44.8	51.2	12.0	43.8	35.4
sales %	29.3	28.3	25.8	27.1	29.4	33.8	34.5	42.0	38.8	28.1	27.5	34.9
코스맥스엔비티(38.2%)	42.6	45.2	53.1	60.8	52.9	49.8	46.2	45.4	45.4	136.4	201.7	194.3
growth %	54.9	43.0	37.2	57.9	24.2	10.2	-13.0	-25.3	-14.2	12.9	47.9	-3.7
sales %	44.1	42.6	46.7	49.8	45.8	43.9	36.9	39.8	34.4	45.7	46.0	41.5
연결 영업이익	5.8	5.6	6.2	6.5	3.7	1.9	-2.2	-10.7	0.9	10.1	24.1	-7.3
growth %	214.4	175.4	92.4	114.7	-36.8	-66.8	-134.9	-266.2	-75.5	-49.7	138.1	-130.4
margin %	6.1	5.3	5.5	5.3	3.2	1.6	-1.7	-9.4	0.7	3.4	5.5	-1.6
지배주주순이익	2.3	3.7	1.1	2.4	1.8	1.2	1.1	-3.8	-0.3	3.8	9.5	0.4
growth %	-521.5	22.2	312.5	116.1	-20.9	-65.9	2.9	-256.1	적자전환	-75.0	147.2	-95.8
margin %	2.4	3.4	1.0	2.0	1.6	1.1	0.9	-3.3	-0.2	1.3	2.2	0.1
별도 순이익 (코스맥스비티아이)	0.5	1.2	0.6	0.7	3.0	0.3	1.1	1.3	3.3	3.2	3.0	5.6
growth %	-75.8	123.5	674.3	49.6	475.0	-74.2	62.3	78.0	8.8	-46.7	-6.3	85.4
margin %	4.5	7.9	4.3	4.8	15.8	2.2	6.4	7.1	18.3	10.6	5.4	8.4
코스맥스바이오 순이익 (64.8%)	-0.2	-0.5	-1.0	-0.3	-0.5	0.2	0.2	-3.3	0.4	-2.2	-2.0	-3.4
growth %	적자지속	적자전환	적자지속	적자전환	적자지속	흑자전환	흑자전환	적자지속	흑자전환	적자지속	적자전환	적자지속
margin %	-0.8	-1.7	-3.3	-1.0	-1.6	0.6	0.5	-6.8	0.9	-2.6	-1.7	-2.1
코스맥스엔비티 지배주주순이익 (38.2%)	2.4	0.8	1	3.5	0.8	-1.2	-6.3	-11.1	-11.1	6.3	7.6	-17.8
growth %	242.9	14.3	-72.2	169.2	-66.7	적자전환	적자전환	적자전환	적자전환	-63.4	20.6	적자전환
margin %	5.6	1.8	1.9	5.8	1.5	-2.4	-13.6	-24.4	-24.4	4.6	3.8	-9.2

자료: 코스맥스비티아이, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	200	267	298	438	468
매출총이익	41	63	67	89	62
영업이익	11	20	10	24	-7
EBITDA	18	30	24	45	18
순이자손익	-3	-5	-8	-12	-15
외화관련손익	0	1	0	-2	1
지분법손익	4	8	4	7	7
세전계속사업손익	12	28	9	19	-10
당기순이익	10	24	6	13	-14
지배주주순이익	8	15	4	10	0
증가율(%)					
매출액	47.1	33.5	11.7	46.9	6.9
영업이익	56.5	79.0	-49.7	138.1	적전
EBITDA	41.9	65.4	-20.4	85.2	-59.2
순이익	-35.1	137.6	-76.1	114.7	적전
이익률(%)					
매출총이익률	20.3	23.5	22.4	20.2	13.2
영업이익률	5.6	7.6	3.4	5.5	-1.6
EBITDA 이익률	9.1	11.3	8.1	10.2	3.9
세전이익률	5.9	10.7	2.9	4.3	-2.2
순이익률	5.2	9.2	2.0	2.9	-3.0

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
영업현금흐름	24	13	11	-1	0
당기순이익	10	24	6	13	-14
자산상각비	7	10	14	20	26
운전자본증감	6	-17	-6	-38	0
매출채권 감소(증가)	-3	-22	0	-36	0
재고자산 감소(증가)	-2	-10	-15	-19	0
매입채무 증가(감소)	7	10	10	11	0
투자현금흐름	-141	-66	-81	-73	0
유형자산처분(취득)	-102	-75	-74	-51	17
무형자산 감소(증가)	0	-1	-2	0	-1
투자자산 감소(증가)	-37	38	-1	-6	0
재무현금흐름	119	74	59	77	0
차입금의 증가(감소)	34	75	61	78	33
자본의 증가(감소)	40	-1	-2	-1	-3
배당금의 지급	2	1	2	1	3
총현금흐름	24	39	33	53	34
(-)운전자본증감(감소)	-16	14	9	35	11
(-)설비투자	102	81	74	53	26
(+)자산매각	0	4	-2	2	42
Free Cash Flow	-62	-51	-52	-33	39
(-)기타투자	11	30	2	20	5
잉여현금	-74	-81	-54	-53	34
NOPLAT	10	17	7	16	-5
(+) Dep	7	10	14	20	26
(-)운전자본투자	-16	14	9	35	11
(-)Capex	102	81	74	53	26
OpFCF	-70	-67	-62	-51	-17

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	110	134	143	207	235
현금성자산	52	35	23	25	61
매출채권	36	65	64	105	89
재고자산	18	26	40	60	78
비유동자산	435	537	598	673	643
투자자산	242	278	282	302	312
유형자산	173	235	291	338	299
무형자산	19	25	25	32	32
자산총계	545	671	741	880	879
유동부채	120	155	292	410	437
매입채무	47	66	70	84	89
유동성이자부채	68	75	199	290	336
비유동부채	99	169	105	110	99
비유동이자부채	87	154	90	92	77
부채총계	219	324	397	520	537
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	245	245	236	236	236
이익잉여금	72	86	94	102	99
자본조정	-42	-45	-47	-44	-46
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	325	347	344	360	342

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
주당지표					
EPS	833	1,599	400	990	42
BPS	29,081	30,219	30,075	31,133	30,613
DPS	130	200	100	140	250
CFPS	2,517	4,090	3,393	5,468	3,579
ROA(%)	1.7	2.5	0.5	1.2	0.0
ROE(%)	3.0	5.4	1.3	3.2	0.1
ROIC(%)	6.2	7.4	2.2	4.1	-1.3
Multiples(x, %)					
PER	82.4	23.4	82.2	19.8	321.3
PBR	2.4	1.2	1.1	0.6	0.4
PSR	3.3	1.3	1.1	0.4	0.3
PCR	27.3	9.1	9.7	3.6	3.7
EV/EBITDA	41.7	18.3	24.2	12.2	26.4
배당수익률	0.2	0.5	0.3	0.7	1.9
안정성(%)					
부채비율	67.3	93.5	115.6	144.5	156.9
Net debt/Equity	31.4	56.0	77.4	99.0	103.0
Net debt/EBITDA	559.6	642.6	1,106.4	799.9	1,938.6
유동비율	91.2	86.1	48.9	50.5	53.8
이자보상배율(배)	3.2	3.9	1.2	1.9	n/a
자산구조(%)					
투하자본	39.9	46.8	52.9	56.9	52.1
현금+투자자산	60.1	53.2	47.1	43.1	47.9
자본구조(%)					
차입금	32.2	39.8	45.7	51.5	54.7
자기자본	67.8	60.2	54.3	48.5	45.3



코스맥스엔비티 (222040)

최악 통과, 점진적 실적 회복 기대

▶ Analyst 손호주 hyoju.son@hanwha.com 3772-7610

Not Rated

현재 주가(5/28)	5,650원
상승여력	-
시가총액	1,165억원
발행주식수	20,628천주
52 주 최고가 / 최저가	12,100 / 2,860원
90 일 일평균 거래대금	12.35억원
외국인 지분율	1.5%
주주 구성	
코스맥스엔비티아이 (외 11 인)	39.1%
국민연금공단 (외 1 인)	5.2%
뉴트리바이오택우리아사주(외 1 인)	0.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	18.6	2.9	-12.0	-52.9
상대수익률(KOSDAQ)	8.7	-13.1	-22.7	-53.8

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2016	2017	2018	2019
매출액	121	136	202	194
영업이익	19	12	18	-10
EBITDA	19	18	27	3
지배주주순이익	17	6	8	-18
EPS	834	304	369	-861
순차입금	29	61	106	148
PER	36.9	72.1	44.4	-7.6
PBR	7.8	5.3	3.7	1.9
EV/EBITDA	35.4	28.9	16.4	93.5
배당수익률	-	-	0.7	-
ROE	23.7	7.5	8.7	-22.0

주가 추이



2019년 최악의 부진을 기록했던 실적은 물량 회복에 따라 점진적인 실적 회복이 전망됩니다. 이익 회복은 물량 증가와 낮은 베이스 효과로 하반기부터 가시화될 것으로 예상합니다.

2019년, 최악의 실적 기록

2019년 연간 매출액 1,943억원(-3.7%), 영업적자 -99억원(적자전환) 기록하며 상장 이후 가장 부진한 실적을 기록했다. 중국에서 건강기능식품 과대광고 규제가 강화되면서 전반적으로 시장이 위축된 영향으로 부진했다. 중국 법인 매출액 452억원(-35.3%) 기록했다. 프리미엄 중국 수요를 대응하는 호주 법인도 하반기부터 역성장을 기록하여 연간 매출액 215억원(+12%) 기록했다. 더불어 미국 가동률도 더디게 올라 오면서 영업적자가 -100억원 확대되어 실적 부담을 가중시켰다.

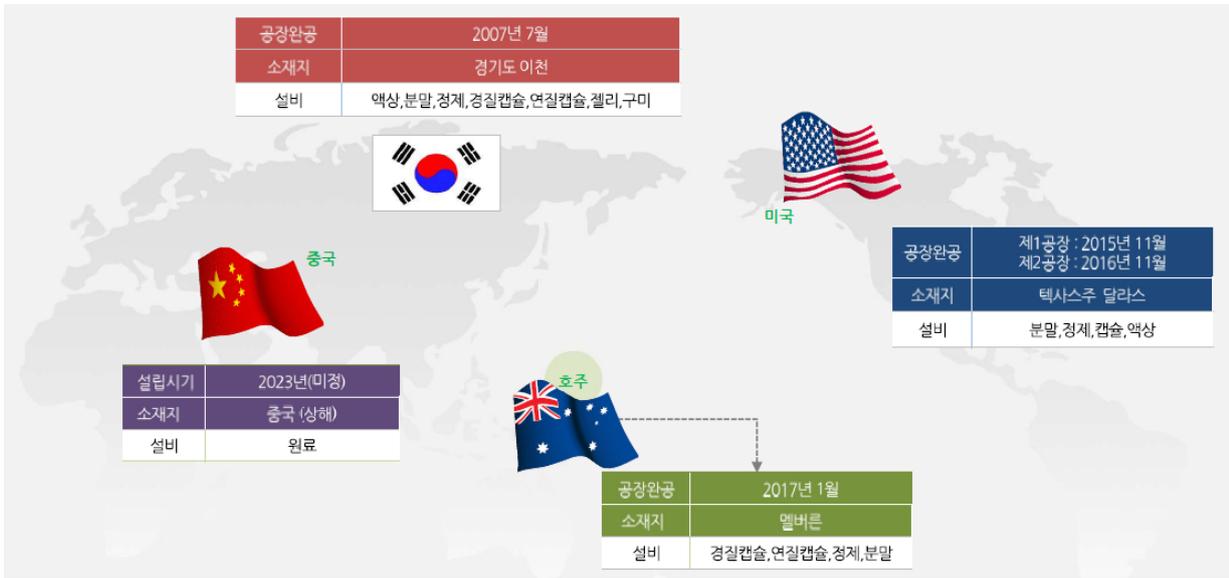
1분기 매출 회복 시작

1Q20 연결 기준 매출액 609억원(yoy +15.1%, qoq +34.3%)으로 지난 두분기 연속 마이너스 성장에서 플러스 성장으로 회복했다. 영업적자는 -11억원 (yoy 적자전환, qoq 적자축소)으로 전분기대비로는 개선되었으나 해외 사업의 저조한 가동률로 적자는 지속되었다. 중국 법인 매출액 112억원(yoy -35%, qoq +30%), 영업이익 2억원(yoy -5.1%, qoq 흑자전환), 호주 법인 매출액 66억원(yoy +4.2%, qoq +62.4%), 영업적자 -54억원(yoy 적자확대, qoq 적자축소), 미국 법인 매출액은 66억원 (yoy +26.4%, qoq +53.1%), 영업적자 -19억원(yoy 적자확대, qoq 적자축소)으로 모두 전분기대비 개선되는 모습을 나타냈다. 국내 부문의 성장성을 주목할만하다. 순수 국내 매출액은 301억원으로 최근 국내 건강기능식품의 고성장에 힘입어 전년동기대비 +77.9% 성장했다.

2020년 점진적인 실적 회복 전망

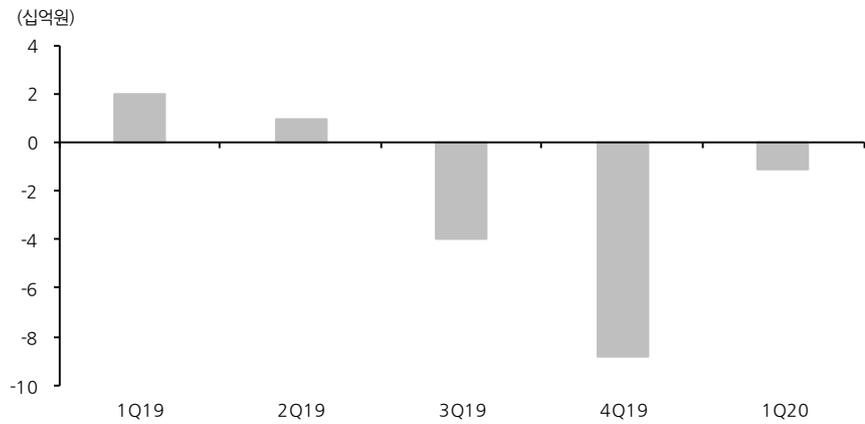
2019년 실적은 최악의 부진을 기록했지만 올해에는 점진적인 실적 회복세가 전망된다. 국내 부문이 고성장하는 가운데 가장 부진이 컸던 중국 건강기능식품 시장의 회복과 신규 고객사 유입 등으로 물량 회복이 전망된다. 미국도 가동률이 점진적으로 회복되면서 적자폭은 하반기부터 축소될 것으로 예상된다. 실적 회복이 가시화된다면 기업가치도 따라 회복될 것으로 전망한다.

[그림90] 코스맥스엔비티 글로벌 생산기지 현황 및 계획



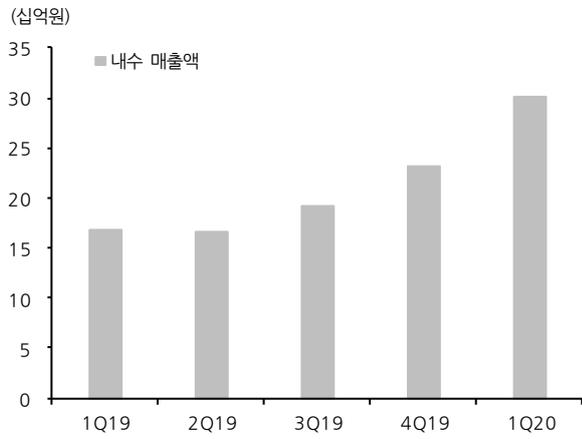
자료: 코스맥스엔비티, 한화투자증권 리서치센터

[그림91] 코스맥스엔비티 분기별 연결 영업손익 추이



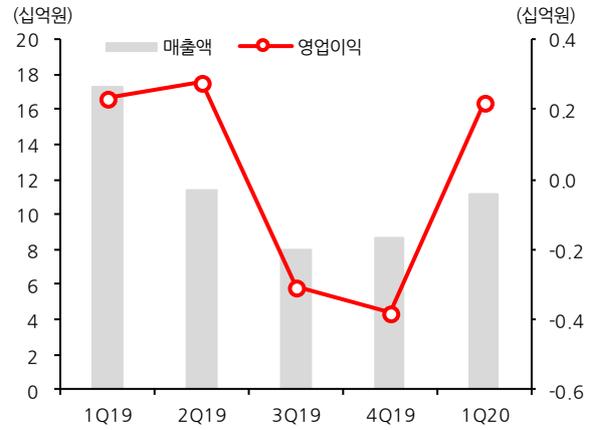
자료: 코스맥스엔비티, 한화투자증권 리서치센터

[그림92] 코스맥스엔비티 한국 내수 매출액 추이(분기별)



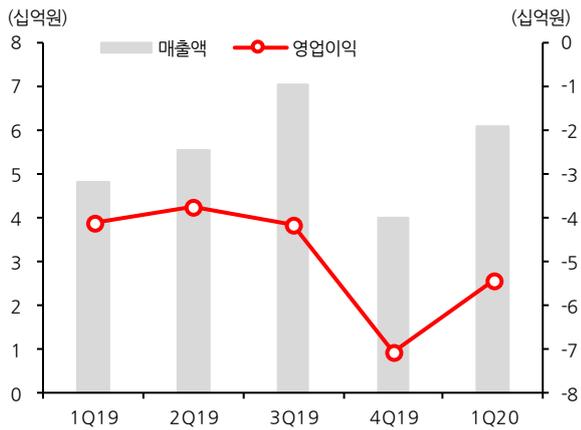
자료: 코스맥스엔비티, 한화투자증권 리서치센터

[그림93] 코스맥스엔비티 중국 법인 실적 추이(분기별)



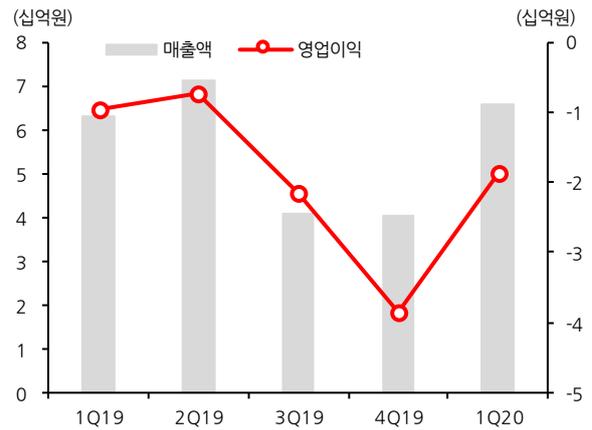
자료: 코스맥스엔비티, 한화투자증권 리서치센터

[그림94] 코스맥스엔비티 호주 법인 실적 추이(분기별)



자료: 코스맥스엔비티, 한화투자증권 리서치센터

[그림95] 코스맥스엔비티 미국 법인 실적 추이(분기별)



자료: 코스맥스엔비티, 한화투자증권 리서치센터

[표19] 코스맥스엔비티 분기별 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2017	2018	2019
매출액	42.6	45.2	53.1	60.8	52.9	49.8	46.2	45.4	60.9	136.4	201.7	194.3
growth %	55.2	42.9	37.1	57.8	24.1	10.1	-13.0	-25.4	15.1	12.9	47.9	-3.7
내수	17.8	17.3	19.2	20.9	16.9	16.6	19.3	23.1	30.1	67.9	75.2	75.9
growth %	10.3	-4.5	10.3	29.1	-5.3	-3.9	0.3	10.5	77.9	12.9	10.8	0.8
sales %	41.8	38.3	36.2	34.4	31.9	33.4	41.7	50.9	49.3	49.8	37.3	39.0
수출	24.8	27.9	33.9	39.9	36.0	33.2	26.9	22.3	30.9	68.5	126.5	118.4
growth %	119.6	106.5	59.1	78.5	45.3	18.8	-20.5	-44.2	-14.3	12.9	84.8	-6.4
sales %	58.2	61.7	63.8	65.6	68.1	66.6	58.3	49.1	50.7	50.2	62.7	61.0
영업이익	4.8	3.0	4.9	5.4	2.0	1.0	-4.0	-8.8	-1.1	11.5	18.0	-9.9
growth %	140.8	100.5	4.8	57.0	-58.6	-68.0	적전	적전	적전	-38.6	56.0	적전
margin %	11.1	6.6	9.1	8.8	3.7	1.9	-8.6	-19.5	-1.8	8.5	8.9	-5.1
지배주주순이익	2.4	0.8	1.0	3.5	0.8	-1.2	-6.3	-11.1	-5.1	6.3	7.6	-17.8
growth %	252.6	10.3	-73.1	169.7	-64.5	적전	적전	적전	적전	-63.6	21.5	적전
margin %	5.6	1.7	1.8	5.8	1.6	-2.4	-13.7	-24.4	-8.3	4.6	3.8	-9.1

자료: 코스맥스엔비티, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	78	121	136	202	194
매출총이익	20	36	37	45	17
영업이익	11	19	12	18	-10
EBITDA	14	19	18	27	3
순이자손익	-1	-1	-2	-3	-6
외화관련손익	0	1	0	-2	1
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	10	21	10	12	-15
당기순이익	9	17	6	8	-18
지배주주순이익	9	17	6	8	-18
증가율(%)					
매출액	65.2	55.8	12.9	47.9	-3.7
영업이익	211.0	74.3	-38.6	56.0	적전
EBITDA	147.4	37.4	-5.6	52.5	-88.8
순이익	281.9	99.6	-62.7	19.9	적전
이익률(%)					
매출총이익률	25.8	30.0	27.2	22.2	8.9
영업이익률	13.9	15.5	8.5	8.9	-5.1
EBITDA 이익률	17.6	15.5	13.0	13.4	1.6
세전이익률	13.4	17.3	7.4	6.1	-7.7
순이익률	11.1	14.2	4.7	3.8	-9.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
영업현금흐름	13	10	5	-7	-13
당기순이익	9	17	6	8	-18
자산상각비	3	0	6	9	13
운전자본증감	0	-14	-5	-29	-8
매출채권 감소(증가)	-3	-14	3	-30	16
재고자산 감소(증가)	-2	-9	-9	-9	-11
매입채무 증가(감소)	3	4	1	11	-3
투자현금흐름	-42	-32	-38	-36	-17
유형자산처분(취득)	-24	-49	-37	-34	-18
무형자산 감소(증가)	0	-1	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-18	18	0	-1	1
재무현금흐름	52	26	21	47	41
차입금의 증가(감소)	9	26	21	47	44
자본의 증가(감소)	43	0	0	0	-2
배당금의 지급	0	0	0	0	2
총현금흐름	15	27	19	29	7
(-)운전자본증가(감소)	-2	11	7	25	10
(-)설비투자	24	56	38	34	21
(+)자산매각	0	7	0	0	2
Free Cash Flow	-7	-34	-26	-31	-21
(-)기타투자	2	3	-1	5	-1
잉여현금	-9	-37	-25	-35	-19
NOPLAT	9	15	7	11	-7
(+) Dep	3	0	6	9	13
(-)운전자본투자	-2	11	7	25	10
(-)Capex	24	56	38	34	21
OpFCF	-10	-52	-31	-39	-24

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	62	81	68	118	115
현금성자산	43	28	15	19	29
매출채권	10	31	22	53	35
재고자산	7	16	26	35	46
비유동자산	53	102	131	157	171
투자자산	1	3	4	8	8
유형자산	51	98	125	149	160
무형자산	0	1	2	3	3
자산총계	114	183	199	276	286
유동부채	34	59	62	132	162
매입채무	14	29	18	26	26
유동성이자부채	16	18	28	77	130
비유동부채	17	42	51	51	52
비유동이자부채	15	39	48	48	47
부채총계	50	100	113	183	214
자본금	5	5	10	10	10
자본잉여금	45	45	40	40	40
이익잉여금	13	30	36	44	24
자본조정	1	2	-1	-3	-3
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	64	83	86	92	72

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
주당지표					
EPS	415	834	304	369	-861
BPS	3,102	3,952	4,116	4,406	3,413
DPS	0	0	0	111	0
CFPS	730	1,313	902	1,400	350
ROA(%)	10.7	11.6	3.3	3.2	-6.3
ROE(%)	22.5	23.7	7.5	8.7	-22.0
ROIC(%)	21.2	18.8	5.6	6.5	-3.4
Multiples(x, %)					
PER	47.7	36.9	72.1	44.4	-7.6
PBR	6.4	7.8	5.3	3.7	1.9
PSR	5.3	5.3	3.3	1.7	0.7
PCR	27.2	23.4	24.3	11.7	18.8
EV/EBITDA	29.0	35.4	28.9	16.4	93.5
배당수익률	-	-	-	0.7	-
안정성(%)					
부채비율	78.3	121.8	130.8	198.7	298.6
Net debt/Equity	-19.2	35.3	70.5	114.8	205.8
Net debt/EBITDA	-90.2	155.4	343.7	391.8	4,877.2
유동비율	184.3	138.6	109.7	89.7	71.0
이자보상배율(배)	14.9	19.0	6.9	5.2	n/a
자산구조(%)					
투하자본	54.1	78.2	88.4	88.1	85.4
현금+투자자산	45.9	21.8	11.6	11.9	14.6
자본구조(%)					
차입금	32.3	40.9	46.7	57.6	71.2
자기자본	67.7	59.1	53.3	42.4	28.8



에이치엘사이언스 (239610)

향후 성장 동력은 개별인정형 원료

▶ Analyst 김동하 kim.dh@hanwha.com 02-3772-7674

Not Rated

현재 주가(5/28)	48,850원
상승여력	-
시가총액	2,512억원
발행주식수	5,142천주
52 주 최고가 / 최저가	116,300 / 36,700원
90 일 일평균 거래대금	61.94억원
외국인 지분율	2.3%
주주 구성	
이해연 (외 4 인)	63.2%
자사주 (외 1 인)	1.6%
자사주신탁 (외 1 인)	1.2%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-11.3	-10.7	-11.7	-53.7
상대수익률(KOSDAQ)	-21.2	-26.7	-22.4	-54.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2016	2017	2018	2019
매출액	41	40	64	128
영업이익	7	5	12	24
EBITDA	7	6	13	24
지배주주순이익	6	5	11	20
EPS	1,181	961	2,113	3,839
순차입금	-37	-35	-47	-60
PER	24.4	34.5	20.4	14.2
PBR	3.0	3.2	3.5	3.5
EV/EBITDA	15.7	23.2	13.6	9.1
배당수익률	0.0	0.6	0.7	0.7
ROE	18.8	9.6	18.7	27.4

주가 추이



가격 메리트와 중장기 성장성을 보유한 건강기능식품 업체입니다.

밀크씨슬, 석류농축액, 새싹보리 등으로 유명한 건기식 업체

에이치엘사이언스는 밀크씨슬, 석류농축액 등 개별인정형 건강기능식품 및 새싹보리 등 건강지향식품 사업을 영위하는 업체이다. '19년 기준 제품별 매출액 비중은 새싹보리 39%, 석류농축액 30%, 장건강제품 12%, 밀크씨슬 9%, 다이어트제품 6%, 기타 4% 순이다. 주요 유통채널은 TV 및 데이터 흡수형이다. 석류농축액 원료의 경우 B2B 사업으로 제약사, 건강기능식품회사 등에게 독점 공급하고 있다.

2Q 전기 대비 실적 개선 기대

2Q 실적은 매출액 401억원(+7% 이하 yoy), 영업이익 77억원(+3%)을 추정한다. ① 새싹보리 편성 횟수 증가, ② 이너부터 신제품 출시, ③ 다이어트제품 판매 호조(성수기 진입) 등으로 전기 대비 실적 개선이 기대된다. 연간 실적은 석류농축액·밀크씨슬 파생상품 및 그린 프로폴리스 출시, 새싹보리 수요 회복 등을 통해 매출액 1,569억원(+22%), 영업이익 295억원(+25%)을 시현하며 성장세 지속이 전망된다.

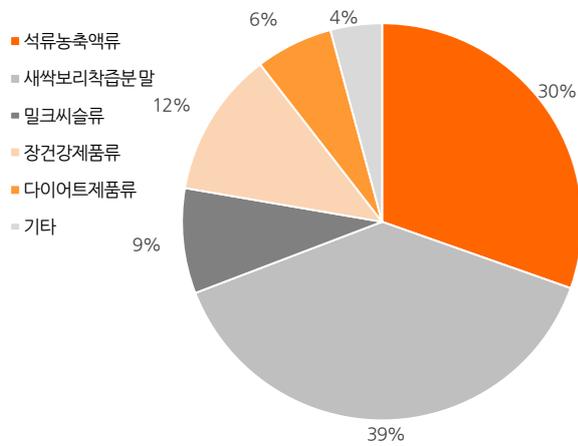
향후 성장 동력은 개별인정형 원료

향후 성장 동력은 개별인정형 원료이다. 현재 개발 중인 개별인정형 원료 하나는 새싹보리(항비만·당뇨)이다. 새싹보리의 개별인정형 원료 인정 시 브랜드 파워에 기능성까지 더해지는 만큼 새싹보리의 재도약이 기대된다. 또한 원료공장인 충주 신공장 신설(3Q22 예정)에 따라 HL-JOINT 100(퇴행성 관절염), 석류농축분말(보습, 탄력, 미백 등) 같은 개별인정형 원료 매출이 증가할 수 있어 전사 수익성 개선이 기대된다.

하반기 이익 모멘텀 재개 시 Valuation 재평가 기대

현재 동사 주가는 20F P/E 10.8x 수준이다. 건강기능식품 업종 내에서 저평가된 편이다. 이는 지난해 하반기 새싹보리 성장세 둔화와 우슬 시크릿 판매 부진에 기인한 것으로 보인다. 그러나 ① 건강기능식품 시장 성장, ② 산업 트렌드를 선도하는 기획 능력, ③ 개별인정형 원료 매출 성장 가능성 등을 고려 시 향후 성장 여지가 크고, 하반기 이익 모멘텀도 재개될 것으로 예상돼 Valuation 재평가 흐름이 기대된다.

[그림96] 제품별 매출액 비중 (2019)



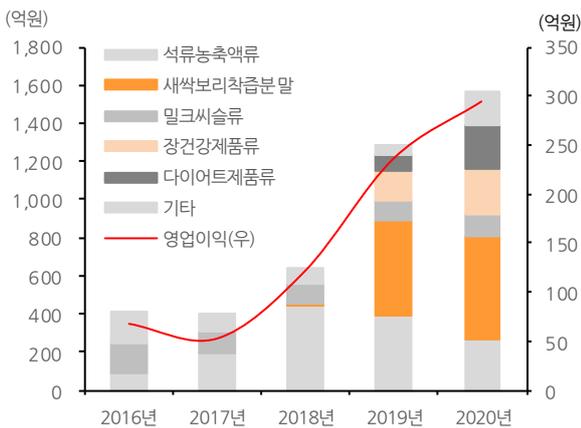
자료: 에이치엘사이언스, 한화투자증권 리서치센터

[그림97] 개별인정형 원료 개발 리스트 (10종)

개별인정형원료 리스트	기능	등록번호
기능성석류농축액	갱년기 여성의 건강에 도움	제2010-40
홍경천추출물	스트레스로 인한 피로개선	제2011-35
밀크씨슬추출물	간 건강에 도움	제2012-26
은행잎추출물	혈행 개선, 기억력 개선	제2012-34
수용성홍경천	스트레스로 인한 피로개선	제2013-27
기능성석류농축액	갱년기 여성의 건강에 도움	제2014-22
기능성석류농축액	피부보습	
기능성석류농축분말	자외선에 의한 피부손상으로부터 피부건강 유지	제2018-08
기능성석류농축분말	피부보습	
HL-JOINT 100(우슬 등 복합물)	관절 및 연골 건강에 도움	제2018-13

자료: 에이치엘사이언스, 한화투자증권 리서치센터

[그림98] 제품별 매출액 및 영업이익 추이와 전망



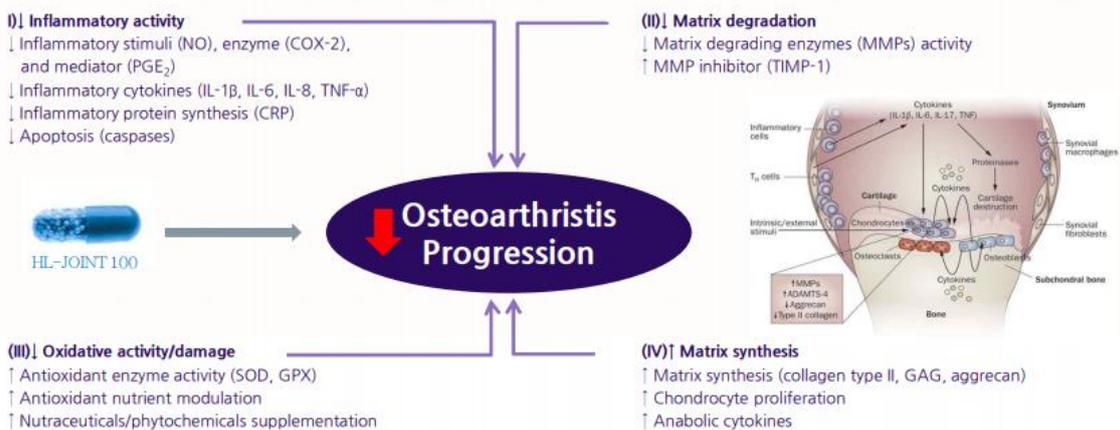
자료: 에이치엘사이언스, 한화투자증권 리서치센터

[그림99] 분기 매출액 및 영업이익률 추이와 전망



자료: 에이치엘사이언스, 한화투자증권 리서치센터

[그림100] HL-JOINT 100 연골 및 관절건강 기전



자료: 에이치엘사이언스, 한화투자증권 리서치센터

[표20] 에이치엘사이언스 분기 및 연간 실적 추이와 전망

(단위: 억 원)

	2018	2019	2020E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	641	1,283	1,569	244	375	335	328	356	401	414	399
석류농축액류	440	390	263	121	109	71	90	50	67	74	72
새싹보리착즙분말	9	497	545	73	171	134	119	129	137	141	138
밀크씨슬류	112	110	118	28	28	26	27	28	30	30	30
장간강제품류	0	152	233	4	37	58	53	57	59	59	58
다이어트제품류	0	80	228	6	25	27	22	42	65	68	54
기타	80	53	182	12	6	19	17	49	44	42	46
영업이익	122	237	295	54	74	59	50	62	77	82	75
순이익	109	197	244	46	61	49	42	52	63	67	62
yoy 증가율											
매출액	59.5%	100.1%	22.4%	90.9%	139.8%	102.4%	71.7%	45.6%	6.9%	23.5%	21.5%
영업이익	129.7%	93.4%	24.7%	92.7%	151.2%	77.2%	56.7%	14.7%	3.2%	39.3%	50.7%
순이익	116.2%	81.7%	23.4%	83.8%	140.4%	67.3%	43.0%	13.4%	3.0%	36.8%	48.7%
이익률											
영업이익	19.1%	18.5%	18.8%	22.3%	19.8%	17.5%	15.1%	17.6%	19.1%	19.7%	18.7%
순이익	16.9%	15.4%	15.5%	18.8%	16.3%	14.6%	12.7%	14.6%	15.7%	16.1%	15.5%

자료: 에이치엘사이언스, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	24	41	40	64	128
매출총이익	17	29	28	45	97
영업이익	3	7	5	12	24
EBITDA	3	7	6	13	24
순이자손익	0	0	0	1	1
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	4	8	6	14	25
당기순이익	4	6	5	11	20
지배주주순이익	4	6	5	11	20
증가율(%)					
매출액	37.9	72.6	-1.8	59.5	100.1
영업이익	19.5	129.7	-22.0	129.7	93.4
EBITDA	18.2	121.8	-18.0	121.1	89.2
순이익	65.8	71.9	-18.7	119.9	81.7
이익률(%)					
매출총이익률	72.9	71.2	70.0	70.4	75.6
영업이익률	12.6	16.7	13.3	19.1	18.5
EBITDA 이익률	13.5	17.3	14.5	20.1	19.0
세전이익률	18.0	18.4	14.8	21.2	19.5
순이익률	14.9	14.8	12.3	16.9	15.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
영업현금흐름	3	6	6	13	21
당기순이익	4	6	5	11	20
자산상각비	0	0	0	1	1
운전자본증감	0	-1	1	0	-1
매출채권 감소(증가)	0	0	0	-1	-2
재고자산 감소(증가)	-1	-2	1	-1	-2
매입채무 증가(감소)	0	1	0	1	3
투자현금흐름	-1	-31	-8	-7	-14
유형자산처분(취득)	1	-4	-5	0	-7
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	-1	-26	-2	-7	-7
재무현금흐름	-1	30	-1	-1	-2
차입금의 증가(감소)	-2	0	0	0	0
자본의 증가(감소)	1	30	0	-1	-2
배당금의 지급	0	0	0	1	2
총현금흐름	3	8	6	13	25
(-)운전자본증가(감소)	-1	1	0	-1	-2
(-)설비투자	1	4	5	0	7
(+)자산매각	2	0	0	0	0
Free Cash Flow	5	3	1	14	19
(-)기타투자	1	1	0	1	2
잉여현금	4	2	1	13	17
NOPLAT	2	6	4	10	19
(+) Dep	0	0	0	1	1
(-)운전자본투자	-1	1	0	-1	-2
(-)Capex	1	4	5	0	7
OpFCF	3	1	0	11	13

주: IFRS 별도 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	9	42	40	54	70
현금성자산	6	37	35	47	60
매출채권	1	2	2	3	5
재고자산	1	3	2	3	5
비유동자산	8	12	18	17	25
투자자산	1	1	7	7	7
유형자산	7	11	10	10	17
무형자산	0	1	1	1	1
자산총계	17	55	58	71	94
유동부채	3	4	4	8	12
매입채무	2	3	3	4	7
유동성이자부채	0	0	0	0	0
비유동부채	0	0	1	1	1
비유동이자부채	0	0	0	0	0
부채총계	3	4	5	8	13
자본금	1	3	3	3	3
자본잉여금	0	28	28	28	28
이익잉여금	13	19	24	34	52
자본조정	0	0	-2	-2	-2
자기주식	0	0	-2	-2	-2
자본총계	15	50	53	63	81

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
주당지표					
EPS	-	1,181	961	2,113	3,839
BPS	49,623	9,760	10,333	12,249	15,793
DPS	0	0	200	300	400
CFPS	-	1,487	1,174	2,624	4,844
ROA(%)	22.6	16.9	8.8	16.8	23.8
ROE(%)	28.5	18.8	9.6	18.7	27.4
ROIC(%)	28.7	51.7	28.7	57.9	99.1
Multiples(x, %)					
PER	-	24.4	34.5	20.4	14.2
PBR	-	3.0	3.2	3.5	3.5
PSR	-	3.6	4.2	3.5	2.2
PCR	-	19.4	28.2	16.4	11.3
EV/EBITDA	-	15.7	23.2	13.6	9.1
배당수익률	-	0.0	0.6	0.7	0.0
안정성(%)					
부채비율	19.7	8.8	8.7	13.4	16.3
Net debt/Equity	-43.0	-73.9	-66.4	-74.5	-73.3
Net debt/EBITDA	-195.5	-523.4	-607.0	-365.0	-244.6
유동비율	343.1	986.5	1,049.3	714.5	568.2
이자보상배율(배)	338.9	621,284.6	-	-	6,260.6
자산구조(%)					
투하자본	53.3	25.6	29.6	23.1	24.6
현금+투자자산	46.7	74.4	70.4	76.9	75.4
자본구조(%)					
차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1
자기자본	100.0	100.0	100.0	100.0	99.9



녹십자웰빙 (234690)

기다리면 볼게 많다

▶ Analyst 김동하 kim.dh@hanwha.com 02-3772-7674

Not Rated

현재 주가(5/28)	10,350원
상승여력	-
시가총액	1,837억원
발행주식수	17,752천주
52 주 최고가 / 최저가	12,500 / 5,200원
90 일 일평균 거래대금	76.92억원
외국인 지분율	0.4%

주주 구성	
녹십자 (외 40 인)	45.8%
제이비피코리아 (외 1 인)	11.5%
녹십자웰빙우리사주 (외 1 인)	9.8%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	15.5	17.9	4.0	-
상대수익률(KOSDAQ)	5.6	1.8	-6.7	-

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2016	2017	2018	2019
매출액	37	45	54	67
영업이익	5	5	8	8
EBITDA	5	6	9	9
지배주주순이익	4	4	6	6
EPS	-	-	-	321
순차입금	0	0	-3	-46
PER	-	-	-	32.9
PBR	-	-	-	2.3
EV/EBITDA	-	-	-	15.2
배당수익률	-	-	-	0.8
ROE	18.2	17.8	21.2	10.2

주가 추이



내년 건기식 B2C 본격 확대, 암약액질 치료제 L/O 등이 기대됩니다.

영양치료 주사제와 건강기능식품 사업 영위

녹십자웰빙은 전문의약품(태반주사 등 영양치료 주사제) 및 건강기능식품 제조·판매, 천연물 의약품(암약액질 치료제) 개발 사업을 영위하는 업체이다. 주력 제품인 영양치료 주사제의 경우 M/S 1위이다. 특히 태반주사제는 압도적 시장 점유율(18년 77%)을 확보하고 있다. '19년 기준 품목별 매출액 비중은 전문의약품 72%, 건강기능식품 28%이다.

부문별 성장 포인트

i. 전문의약품: 총 28개 주사제를 보유 중이다. 대표 제품은 라이넥(태반주사제)으로 전문의약품 매출액 내 43% 비중을 차지하고 있다. 최근 영양치료 주사제 수요 증가(영양 불균형, 스트레스, 미용 등)로 지속 성장 중이다. ① 라이넥주의 종합병원 영업 확대(정맥주사 용병 추가) 및 중국 진출 계획, ② 신공장 증설 등 중장기 성장성도 풍부하다.

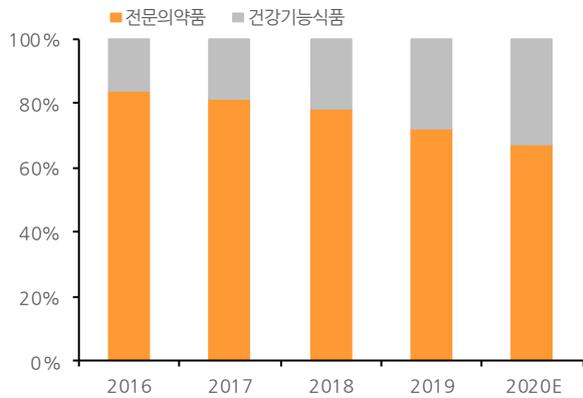
ii. 건강기능식품: 지난 3년 연평균 47%의 고 성장을 시현했다(매출액 비중 '16년 16%→'19년 28%). 병의원용(검사 기반 맞춤형 건기식)에 강점이 있다. 내년부터는 자체 균주를 통한 기능성 유산균(신장 기능 개선) 제품 출시로 B2C 사업 본격화가 계획돼 성장세 확대가 전망된다. 향후 다양한 기능성 유산균과 개별인정형 제품을 출시 예정이다.

iii. 천연물 의약품 개발: 유럽에서 근육개선 기능이 더해진 3세대 암약액질(암환자 식욕·근육 감소, 전신염증 등 증상의 질환) 치료제를 임상 2상 중이다. 내년초 임상 완료 후 글로벌 L/O가 기대된다. 관련 시장은 암환자의 삶의 질과 생존을 증가(암환자 20% 암약액질로 사망 추정)를 위해 암약액질 치료제 필요성이 커져 큰 폭 성장이 예상된다.

내년 건강기능식품과 암약액질 치료제 發 성장 모멘텀 기대

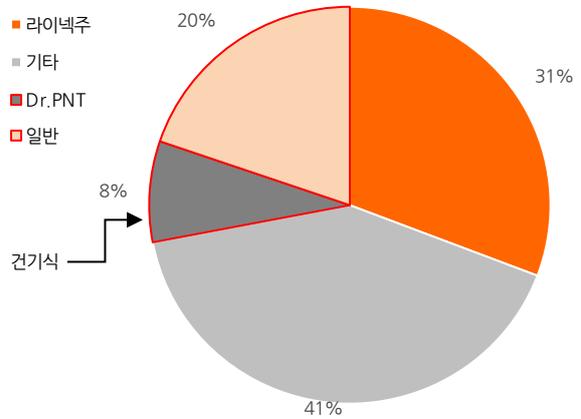
올해 실적은 매출액 744억원(+11% 이하 yoy), 영업이익 86억(+13%)을 전망한다. 상반기는 COVID19 영향과 신규 사업 관련 비용으로 부진할 것으로 보이나 하반기 회복이 기대된다. ① 라이넥주 성장 여지 확대, ② 녹십자 브랜드를 활용한 B2C 건강기능식품 영업 본격화, ③ 암약액질 L/O 가능성 등 중장기 성장성이 풍부한 업체로 판단된다.

[그림101] 전문의약품과 건강기능식품 연간 매출액 비중



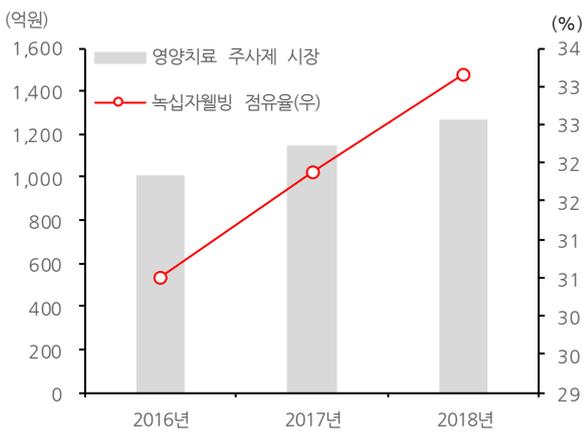
자료: 녹십자웰빙, 한화투자증권 리서치센터

[그림102] 주요 품목별 매출액 비중(2019)



자료: 녹십자웰빙, 한화투자증권 리서치센터

[그림103] 영양치료 주사제 시장 규모와 녹십자웰빙 점유율



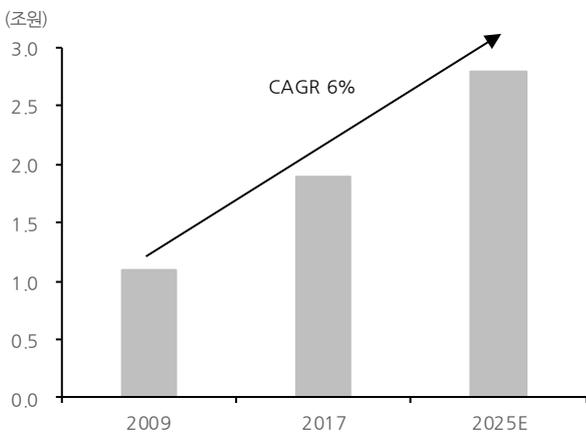
자료: 녹십자웰빙, 한화투자증권 리서치센터

[그림104] 개인 맞춤형 건강기능식품 브랜드 Dr.PNT와 Ur.PNT



자료: 녹십자웰빙, 한화투자증권 리서치센터

[그림105] 암약액질 치료제 세계 시장 규모 전망



자료: 녹십자웰빙, 한화투자증권 리서치센터

[그림106] 암약액질 치료제 개발 전략 및 차별점



자료: 녹십자웰빙, 한화투자증권 리서치센터

[표21] 녹십자웰빙 연간 실적 추이와 전망

(단위: 억 원)

구분	2016	2017	2018	2019	2020E
매출액	367	451	539	669	744
전문의약품	308	367	422	482	498
라이넥주	163	184	201	206	200
기타	144	184	222	276	298
건강기능식품	59	84	117	187	246
Dr.PNT	12	26	40	55	61
일반	47	57	77	132	185
영업이익	46	52	84	76	86
순이익	36	41	57	57	65
yoy 증가율					
매출액	365.4%	23.0%	19.6%	24.2%	11.1%
영업이익	1,432.3%	13.7%	61.2%	-9.3%	12.6%
순이익	602.3%	14.1%	38.3%	0.4%	13.8%
이익률					
영업이익	12.5%	11.6%	15.6%	11.4%	11.5%
순이익	9.8%	9.1%	10.5%	8.5%	8.7%

자료: 녹십자웰빙, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	8	37	45	54	67
매출총이익	3	21	25	30	36
영업이익	0	5	5	8	8
EBITDA	0	5	6	9	9
순이자손익	0	0	0	0	0
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	1	5	5	7	7
당기순이익	1	4	4	6	6
지배주주순이익	1	4	4	6	6
증가율(%)					
매출액	-	365.4	23.0	19.6	24.2
영업이익	-	1,432.3	13.7	61.2	-9.3
EBITDA	-	905.8	21.9	53.8	-0.5
순이익	-	602.3	14.1	38.3	0.4
이익률(%)					
매출총이익률	38.8	56.6	55.3	56.2	53.9
영업이익률	3.8	12.5	11.6	15.6	11.4
EBITDA 이익률	6.3	13.5	13.4	17.3	13.8
세전이익률	8.8	12.6	11.6	13.6	10.9
순이익률	6.5	9.8	9.1	10.5	8.5

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
영업현금흐름	1	-2	4	5	5
당기순이익	1	4	4	6	6
자산상각비	0	0	1	1	2
운전자본증감	0	-7	-2	-3	-3
매출채권 감소(증가)	0	-6	1	-2	-4
재고자산 감소(증가)	-2	-1	-2	-3	-2
매입채무 증가(감소)	2	-1	0	1	3
투자현금흐름	-8	0	-4	-1	-45
유형자산처분(취득)	0	-3	-1	-1	-1
무형자산 감소(증가)	-7	0	0	0	-1
투자자산 감소(증가)	-3	4	0	0	-42
재무현금흐름	8	0	0	-1	49
차입금의 증가(감소)	0	0	1	-1	-1
자본의 증가(감소)	8	0	-1	-1	49
배당금의 지급	0	0	1	1	1
총현금흐름	1	6	7	10	11
(-)운전자본증가(감소)	3	6	0	2	1
(-)설비투자	0	3	1	1	1
(+)자산매각	-7	0	0	0	-1
Free Cash Flow	-10	-3	6	7	7
(-)기타투자	-6	2	5	1	4
잉여현금	-4	-5	1	6	4
NOPLAT	0	4	4	7	6
(+) Dep	0	0	1	1	2
(-)운전자본투자	3	6	0	2	1
(-)Capex	0	3	1	1	1
OpFCF	-3	-4	4	5	5

주: IFRS 별도 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	12	14	15	23	80
현금성자산	6	0	0	3	54
매출채권	3	9	8	10	14
재고자산	3	4	6	10	11
비유동자산	12	14	18	16	26
투자자산	1	1	4	3	12
유형자산	3	5	6	6	7
무형자산	8	8	8	7	7
자산총계	24	28	33	39	107
유동부채	4	5	7	9	15
매입채무	2	2	2	3	6
유동성이자부채	0	0	1	0	1
비유동부채	1	2	1	1	9
비유동이자부채	0	0	0	0	7
부채총계	5	7	8	10	24
자본금	7	7	7	7	9
자본잉여금	7	7	7	7	55
이익잉여금	5	8	11	16	20
자본조정	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	18	21	25	29	83

주요지표

(단위: 원, 배)

12월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
주당지표					
EPS	-	-	-	-	321
BPS	14,006	1,609	1,887	2,191	4,685
DPS	0	0	0	0	80
CFPS	-	-	-	-	592
ROA(%)	-	13.8	13.4	15.8	7.8
ROE(%)	-	18.2	17.8	21.2	10.2
ROIC(%)	-	21.9	19.8	28.0	19.1
Multiples(x, %)					
PER	-	-	-	-	32.9
PBR	-	-	-	-	2.3
PSR	-	-	-	-	2.8
PCR	-	-	-	-	17.8
EV/EBITDA	-	-	-	-	15.2
배당수익률	-	-	-	-	0.8
안정성(%)					
부채비율	29.4	34.2	32.3	35.1	28.3
Net debt/Equity	-30.2	-2.3	1.3	-12.1	-55.7
Net debt/EBITDA	-1,128.6	-9.9	5.3	-37.5	-500.9
유동비율	298.3	256.5	212.7	261.7	541.7
이자보상배율(배)	-	1,649.8	632.8	1,677.0	116.9
자산구조(%)					
투하자본	65.8	91.9	82.7	78.8	35.6
현금+투자자산	34.2	8.1	17.3	21.2	64.4
자본구조(%)					
차입금	0.0	0.0	2.0	0.0	8.7
자기자본	100.0	100.0	98.0	100.0	91.3



팜스빌 (318010)

홈쇼핑 채널 확대로 큰 폭 성장 기대

▶ Analyst 김동하 kim.dh@hanwha.com 02-3772-7674

Not Rated

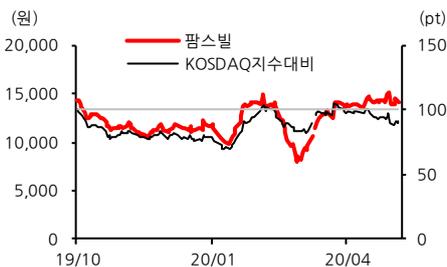
현재 주가(5/28)	14,100원
상승여력	-
시가총액	1,118억원
발행주식수	7,929천주
52 주 최고가 / 최저가	15,200 / 7,890원
90 일 일평균 거래대금	24.55억원
외국인 지분율	0.3%
주주 구성	
이병욱 (외 8 인)	70.4%
자사주신탁 (외 1 인)	1.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	1.4	2.9	22.6	-
상대수익률(KOSDAQ)	-8.5	-13.1	11.9	-

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2016	2017	2018	2019
매출액	16	17	20	30
영업이익	3	4	6	7
EBITDA	3	4	6	7
지배주주순이익	3	4	5	7
EPS	-	-	-	915
순차입금	-2	-4	-12	-34
PER	-	-	-	12.8
PBR	-	-	-	1.7
EV/EBITDA	-	-	-	8.0
배당수익률	-	-	-	0.0
ROE	19.1	21.2	21.1	17.6

주가 추이



올해 홈쇼핑 채널 확대로 큰 폭 성장이 기대되는 건기식 업체입니다.

‘악마다이어트’로 유명한 건강기능식품 업체

팜스빌은 11개의 자사 브랜드를 통해 150여종 이상의 다양한 상품을 보유한 건강기능식품 업체이다. 대표적 브랜드는 ‘애플트리 김약사네’, ‘악마다이어트’ 등이 있다. ‘19년 기준 제품별 매출액 비중은 다이어트·이너뷰티 62%, 관절 건강 14%, 눈 건강 8%, 영양 보조 7%, 면역 등 기타 9%이다. 주요 유통채널은 홈쇼핑(19년 기준 매출액 비중 62%)이다. 중장기적으로 자사몰 등 온라인 채널 확대를 목표로 하고 있다.

올해 홈쇼핑 채널 확대로 고 성장 기대

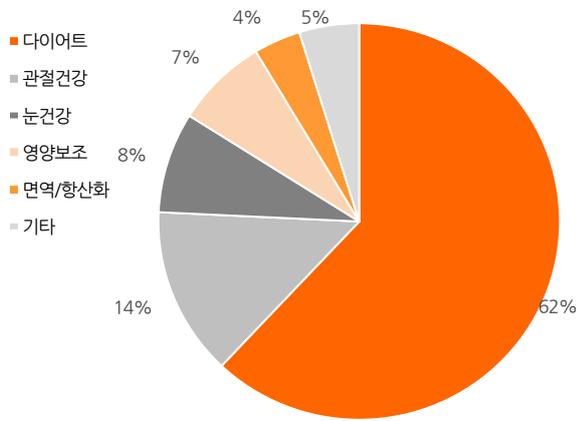
‘19년 홈쇼핑 向 매출액은 이너뷰티 신제품 판매 호조, 신규 채널 런칭(4Q 롯데홈쇼핑) 등으로 186억원(+64% 이하 yoy)을 기록했다. 올해도 홈쇼핑이 외형 성장을 견인할 전망이다. 2Q부터 CJ오쇼핑과 GS홈쇼핑에 이너뷰티 제품을 신규 런칭하며 채널이 확대되기 때문이다. ① 홈쇼핑 방송 횟수 증가(‘19년 120회 → ‘20년 200회↑ 목표), ② 편당 당 매출액 증가(‘19년 1.6억원 → 1Q20 2.3억원) 등을 고려 시 올해 홈쇼핑 向 매출액은 385억원(+107%)이 예상된다.

2Q20에도 ① 매출 1위 품목인 다이어트 및 이너뷰티 성수기 진입, ② 홈쇼핑 向 매출액 증가 등으로 호실적을 시현한 1Q20 대비 실적 개선이 예상돼 어닝스 모멘텀 지속이 기대된다. 당사 추정 실적은 매출액 143억원, 영업이익 29억원이다. 하반기에도 자사몰 등 온라인 채널 강화, 관절건강·면역 관련 제품 성장, 사후면세점 진출 등으로 외형 성장이 이어질 것으로 기대된다. 이에 올해 실적은 매출액 541억원(+81%), 영업이익 110억원(+55%)을 기록할 것으로 예상된다.

중장기 성장성도 충분

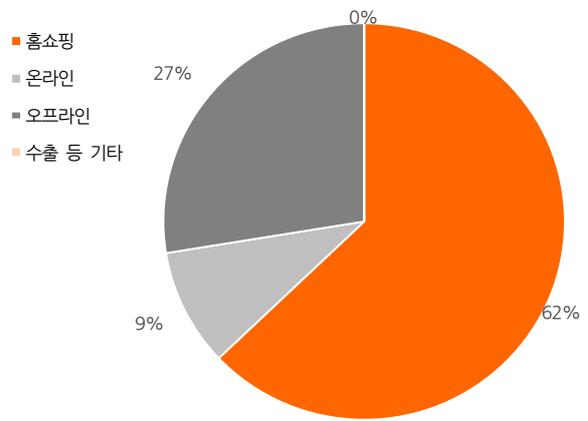
올해 건강기능식품 시장 성장과 홈쇼핑 채널 확대에 따른 고 성장으로 기업가치 제고가 기대된다. 향후에도 ① 자사몰인 ‘애플트리 김약사네’ 활성화(DB 축적)를 통한 맞춤형 상품 및 마케팅 강화, ② 강점을 지닌 다이어트·이너뷰티 제품 경쟁력 강화(마이크로바이옴 유산균 소재의 ‘항비만’ 건강기능식품 개별 인정 추진 및 천연물 소재를 사용한 이너뷰티 제품 개발) 등을 고려 시 중장기 성장성이 충분해 보인다.

[그림107] 제품별 매출액 비중 (2019)



자료: 팜스빌, 한화투자증권 리서치센터

[그림108] 유통 채널별 매출액 비중 (2019)



자료: 팜스빌, 한화투자증권 리서치센터

[그림109] 자체 브랜드 보유 현황



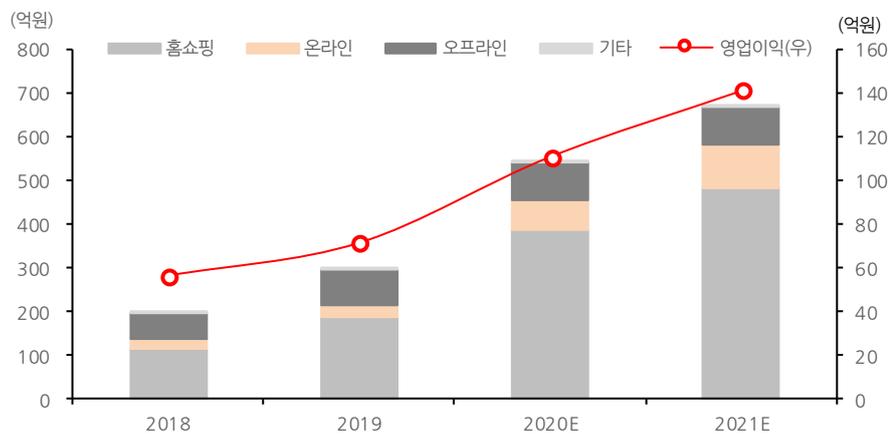
자료: 팜스빌, 한화투자증권 리서치센터

[그림110] 유통 채널 및 파트너 보유 현황



자료: 팜스빌, 한화투자증권 리서치센터

[그림111] 팜스빌 유통 채널별 매출액과 영업이익 추이 및 전망



자료: 팜스빌, 한화투자증권 리서치센터

[표22] 팜스빌 분기 및 연간 실적 추이와 전망

(단위: 억 원)

구분	2018	2019	2020E	1Q20	2Q20E	3Q20E	4Q20E
매출액	198	300	541	110	143	150	139
다이어트 및 피부건강	119	186	331	84	102	78	67
관절건강	25	41	74	11	15	23	25
눈건강	16	25	48	4	10	18	16
영양보조	13	22	40	8	7	12	13
면역/항산화	10	11	25	3	4	7	10
기타	16	14	24	0	4	12	8
영업이익	56	71	110	21	29	31	29
순이익	48	72	93	18	25	27	24
yoy 증가율							
매출액	18.0%	51.0%	80.6%	139.1%	87.7%	84.8%	43.9%
영업이익	36.5%	26.9%	55.4%	126.4%	-	-	-
순이익	31.1%	49.3%	29.2%	119.1%	-	-	-
이익률							
영업이익	28.2%	23.7%	20.4%	19.3%	20.5%	21.0%	20.6%
순이익	24.4%	24.2%	17.3%	16.6%	17.2%	17.8%	17.3%

자료: 팜스빌, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
매출액	18	16	17	20	30
매출총이익	13	12	12	15	22
영업이익	3	3	4	6	7
EBITDA	3	3	4	6	7
순이자손익	0	0	0	0	0
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	4	3	5	6	9
당기순이익	3	3	4	5	7
지배주주순이익	3	3	4	5	7
증가율(%)					
매출액	114.3	-14.9	7.2	18.0	51.0
영업이익	61.9	-4.5	28.4	36.5	26.9
EBITDA	62.7	-4.5	29.0	36.0	28.0
순이익	59.8	-11.8	36.1	31.3	50.3
이익률(%)					
매출총이익률	72.5	73.6	73.3	74.1	74.4
영업이익률	18.2	20.4	24.4	28.2	23.7
EBITDA 이익률	18.8	21.1	25.3	29.2	24.7
세전이익률	21.0	21.9	27.2	31.7	30.7
순이익률	16.6	17.2	21.8	24.3	24.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
영업현금흐름	4	2	4	5	6
당기순이익	3	3	4	5	7
자산상각비	0	0	0	0	0
운전자본증감	1	-1	0	-1	-1
매출채권 감소(증가)	0	0	0	0	-1
재고자산 감소(증가)	0	-1	1	-1	-1
매입채무 증가(감소)	1	0	0	0	1
투자현금흐름	1	-4	-7	-2	-32
유형자산처분(취득)	-2	-3	0	-1	-7
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	4	0	-4	-2	-30
재무현금흐름	1	7	-2	-2	24
차입금의 증가(감소)	1	7	-2	-2	3
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	22
배당금의 지급	0	0	0	0	0
총현금흐름	3	3	5	6	8
(-)운전자본증감(감소)	-1	1	-1	0	0
(-)설비투자	2	3	0	1	7
(+)자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	2	-1	5	6	1
(-)기타투자	1	1	2	0	-4
잉여현금	2	-3	3	6	5
NOPLAT	3	3	3	4	6
(+) Dep	0	0	0	0	0
(-)운전자본투자	-1	1	-1	0	0
(-)Capex	2	3	0	1	7
OpFCF	2	-2	4	4	-1

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
유동자산	9	13	13	17	45
현금성자산	7	11	11	14	39
매출채권	1	0	1	1	2
재고자산	1	2	1	2	3
비유동자산	9	13	16	16	23
투자자산	1	2	11	11	10
유형자산	8	11	4	5	13
무형자산	0	0	1	0	0
자산총계	17	26	29	33	68
유동부채	2	3	2	4	6
매입채무	1	1	1	1	4
유동성이자부채	0	2	1	1	1
비유동부채	3	8	8	3	6
비유동이자부채	2	7	6	1	4
부채총계	5	11	10	6	12
자본금	1	1	1	1	4
자본잉여금	0	0	0	3	22
이익잉여금	11	14	18	22	29
자본조정	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	13	16	19	27	56

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2015	2016	2017	2018	2019
주당지표					
EPS	-	-	-	-	915
BPS	5,278	6,467	7,940	10,681	6,987
DPS	0	0	0	0	0
CFPS	-	-	-	-	1,028
ROA(%)	20.5	12.3	13.3	15.5	14.3
ROE(%)	27.5	19.1	21.2	21.1	17.6
ROIC(%)	37.6	25.1	25.2	30.5	31.3
Multiples(x, %)					
PER	-	-	-	-	12.8
PBR	-	-	-	-	1.7
PSR	-	-	-	-	3.1
PCR	-	-	-	-	11.4
EV/EBITDA	-	-	-	-	8.0
배당수익률	-	-	-	-	0.0
안정성(%)					
부채비율	38.0	69.7	51.7	23.8	22.2
Net debt/Equity	-38.9	-15.3	-22.3	-44.1	-60.8
Net debt/EBITDA	-142.6	-72.2	-99.7	-205.7	-455.6
유동비율	408.9	465.9	636.7	462.5	705.9
이자보상배율(배)	101.5	16.2	20.5	33.0	1,609.7
자산구조(%)					
투하자본	49.2	48.5	37.9	36.1	30.5
현금+투자자산	50.8	51.5	62.1	63.9	69.5
자본구조(%)					
차입금	14.3	36.1	27.4	8.2	8.8
자기자본	85.7	63.9	72.6	91.8	91.2

Ⅶ. 붙임

1. 국내 동종 업체 비교
2. 건강기능식품 용어 및 주요 기업 밸류 체인

붙임 1. 국내 동종 업체 비교

[표23] 동종 업체 밸류에이션 테이블

(단위: 백만달러, 달러)

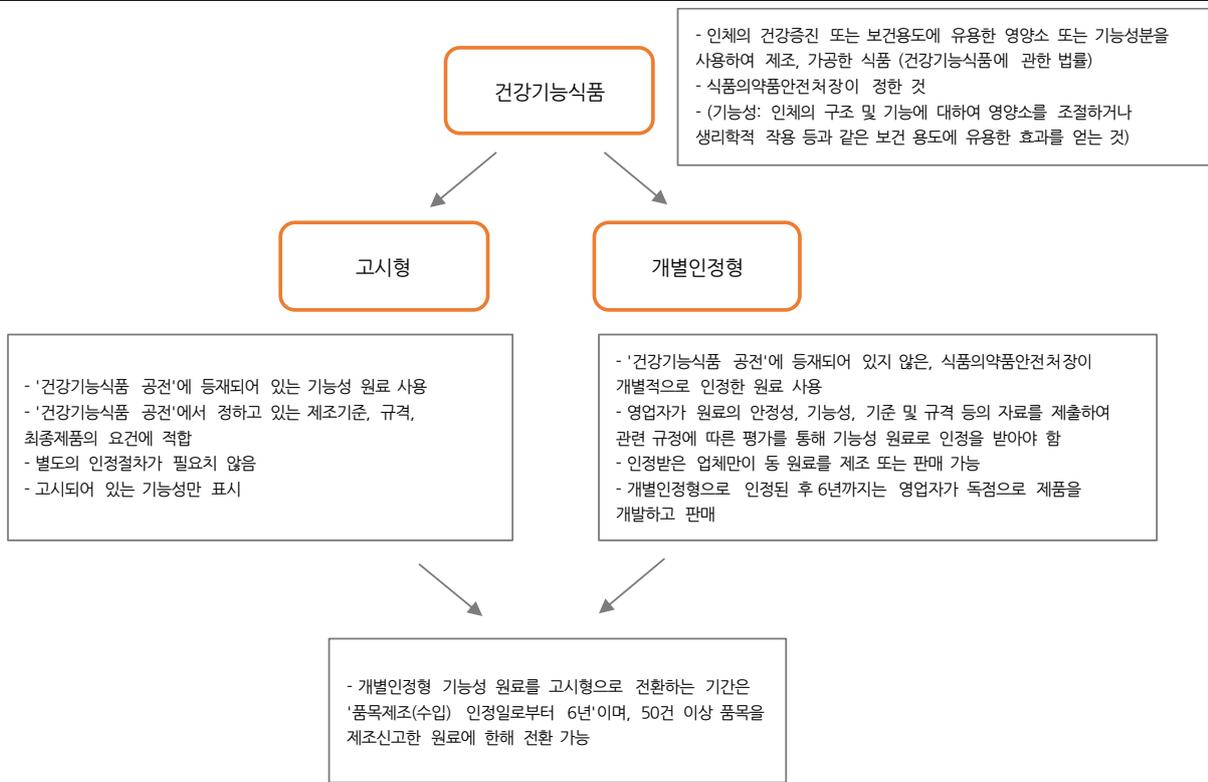
		블랙모어스	바이헬스	누스킨	다장생의(TCI)	그레이프킹 바이오
티커		BKL AU EQUITY	300146 CH EQUITY	NUS US EQUITY	8436 TT EQUITY	1707 TT EQUITY
추가 (\$ (20.05.28))		54.0	2.5	36.8	8.6	6.3
시가총액		939.6	3,995.4	1,911.4	1,023.6	860.0
매출액	2019	435.9	761.9	2,420.4	309.7	299.1
	2020E	396.7	894.5	2,209.6	305.1	332.9
	2021E	429.9	1,063.5	2,342.2	354.2	355.3
영업이익	2019	57.6	-68.5	267.4	71.3	75.6
	2020E	22.1	214.6	201.8	73.6	88.0
	2021E	37.4	262.1	230.6	87.6	94.5
순이익	2019	38.2	-51.5	173.6	65.3	42.4
	2020E	12.7	183.9	122.6	63.9	48.8
	2021E	23.9	221.5	147.4	75.3	53.5
EPS (\$)	2019	2.2	0.0	3.1	0.6	0.3
	2020E	0.7	0.1	2.2	0.5	0.4
	2021E	1.3	0.1	2.7	0.6	0.4
EBITDA	2019	65.4	-33.2	389.4	80.0	85.6
	2020E	34.4	235.4	278.2	82.8	96.2
	2021E	51.2	281.2	308.0	99.0	107.0
매출액성장률(%)	2019	1.4	20.9	-9.7	18.1	0.6
	2020E	-9.0	17.4	-8.7	-1.5	11.3
	2021E	8.4	18.9	6.0	16.1	6.7
EPS성장률(%)	2019	-23.9	-	41.6	9.9	0.6
	2020E	-67.0	-433.8	-29.3	-3.4	12.6
	2021E	72.0	19.8	21.9	16.5	11.7
영업이익률(%)	2019	13.2	-9.0	11.0	23.0	25.3
	2020E	5.6	24.0	9.1	24.1	26.4
	2021E	8.7	24.6	9.8	24.7	26.6
순이익률(%)	2019	8.8	-6.8	7.2	21.1	14.2
	2020E	3.2	20.6	5.5	20.9	14.6
	2021E	5.6	20.8	6.3	21.3	15.1
ROE(%)	2019	26.7	-6.1	20.9	31.4	22.0
	2020E	7.7	19.1	14.3	25.4	21.5
	2021E	12.1	20.0	18.9	25.6	22.8
PER(배)	2019	29.1		13.2	16.7	20.2
	2020E	73.7	21.9	16.6	16.1	18.0
	2021E	42.8	18.3	13.7	13.9	16.2
PBR(배)	2019	7.5	4.3	2.6	4.8	4.3
	2020E	4.9	4.2	2.4	3.7	3.6
	2021E	4.6	3.6	2.3	3.2	3.0
EV/EBITDA(배)	2019	18.1		6.3	12.4	10.2
	2020E	28.8	16.2	7.3	10.8	9.2
	2021E	19.1	13.3	6.8	8.8	8.1
배당수익률(%)	2019	1.2	2.0	4.1	3.5	3.4
	2020E	0.1	2.8	3.7	2.8	3.7
	2021E	1.6	3.3	3.7	3.2	4.2

주: 추정치는 Bloomberg 수치

자료: Bloomberg, 한화투자증권 리서치센터

붙임 2. 건강기능식품 용어 및 주요 기업 밸류 체인

[그림112] 건강기능식품 구분



자료: 한화투자증권 리서치센터

[그림113] 주요 건강기능식품 업체 밸류 체인 비교

	원료	→ 생산(캡슐/OEM/ODM/자체)	→ 브랜드 판매/유통
콜마비엔에이치	원료	→ 생산(OEM/ODM 생산: '헤모함' 등)	
셀바이오텍	원료	→ 자체 생산 및 ODM(암웨이, KGC 납품)	→ '듀오락' 브랜드 유통
코스맥스엔비티	원료	→ 건강기능/지향 식품 생산(OEM/ODM/OBM)	
서흥	원료	→ 생산(OEM)	
노바렉스	원료	→ 생산(OEM/ODM), 자체 브랜드 비보유	
뉴트리	원료	→ (제품의 전량을 외주 가공을 통해 생산)	→ '에버콜라겐' '판도라' 등
에이치엘사이언스	원료	→ 액상제형 자가생산 / 기타제형 위탁생산	→ '빨간석류' 브랜드 유통
내추럴엔도텍	원료	→ 자체 생산 및 OEM	→ '백수오 궁' 브랜드 유통

자료: 한화투자증권 리서치센터

[Compliance Notice]

(공표일: 2020년 5월 29일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (김동하, 손호주)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[콜마비엔에이치 주가 및 목표주가 추이]



[투자 의견 변동 내역]

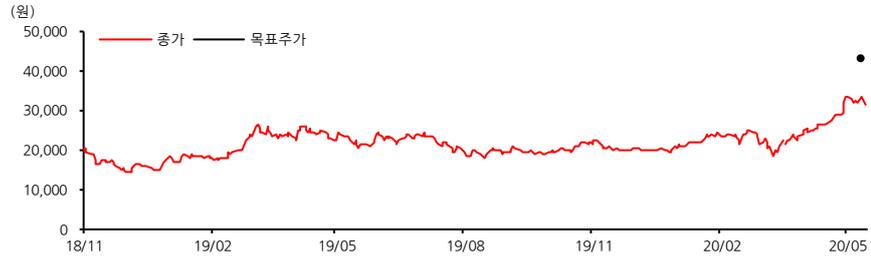
일 시	2019.06.05	2019.06.05	2019.07.30	2019.09.30	2019.11.06	2019.12.04
투자 의견	담당자 변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	손호주	32,000	32,000	32,000	35,000	35,000
일 시	2020.02.11	2020.02.24	2020.02.28	2020.04.27	2020.05.07	2020.05.26
투자 의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표 가격	35,000	35,000	35,000	35,000	40,000	40,000
일 시	2020.05.29					
투자 의견	Buy					
목표 가격	55,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수경주가 적용

일자	투자 의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.06.05	Buy	32,000	-18.75	-12.50
2019.11.06	Buy	35,000	-24.27	-14.43
2020.05.07	Buy	40,000	-15.91	4.75
2020.05.29	Buy	55,000		

[노바렉스 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2020.05.29	2020.05.29			
투자의견	담당자변경	Buy			
목표가격	김동하	43,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2020.05.29	Buy	43,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2020년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.4%	6.6%	0.0%	100.0%