



노바렉스 (194700)

추석 선물은 건강기능식품으로

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

Buy (유지)

목표주가(상향): 54,000원

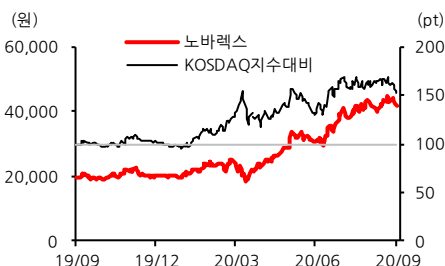
현재 주가(9/14)	41,900원
상승여력	▲28.9%
시가총액	3,773억원
발행주식수	9,004천주
52 주 최고가 / 최저가	44,750 / 18,550원
90 일 일평균 거래대금	61.04억원
외국인 지분율	1.8%
주주 구성	
권식형 (외 9 인)	37.5%
자사주 (외 1 인)	11.7%
신영자산운용 (외 1 인)	5.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.7	34.1	93.5	115.4
상대수익률(KOSDAQ)	-6.4	14.2	22.9	73.6

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	107	159	226	294
영업이익	11	16	25	36
EBITDA	13	19	29	41
지배주주순이익	9	15	22	30
EPS	1,054	1,634	2,437	3,330
순차입금	-36	-8	-3	-14
PER	15.0	12.3	17.2	12.6
PBR	1.8	2.0	3.4	2.7
EV/EBITDA	8.2	9.1	12.8	8.9
배당수익률	1.3	1.0	0.5	1.0
ROE	14.5	17.2	21.5	23.8

주가 추이



전방 시장 호조에 따라 양호한 실적 흐름이 지속될 것으로 예상됩니다.

3Q20 양호한 실적 예상

3Q20 실적은 매출액 619억원(+44% 이하 yoy), 영업이익 73억원(+53%)을 전망한다. 8월 이후 COVID19 재확산으로 인한 오프라인 채널 타격이 실적 하방 요인으로 작용할 수 있지만 ①건강기능식품 인식 전환 흐름(선택→필수), ②건강기능식품 시장 호조에 따른 진입 업체 증가, ③추석 선물용 수요(최근 '건강기능식품'에 대한 Naver trend 상승) 등을 고려 시 양호한 실적이 가능할 것으로 판단한다.

내년 재차 사상 최대 실적 경신 가능할 것

올해에 이어 내년에도 수익성 개선이 동반된 高 성장세가 지속되며 재차 사상 최대 실적(매출액 2,942억원 +30%/영업이익 362억원 +42%)을 경신할 것으로 전망한다. 이는 ①건강기능식품 시장 성장 추세 지속, ②오송 新 공장 완공(2분기 가동 예정)에 따른 생산 능력 확충(기존 대비 2배)과 전 공정 자동화 시스템 구축 및 라인 효율화에 따른 생산성 향상 등 때문이다.

개별인정형 원료의 실적 기여도 상승 기대

개별인정형 원료의 실적 기여도도 점차 높아질 것으로 예상된다. 올해 2월 인정을 받은 개별인정형 원료인 락티움(수면의 질) 매출액 증가, R & D 투자 증가로 인한 다수 파이프라인 확보(매 반기 1개 이상 개별인정형 원료 인정 기대) 등이 기대되기 때문이다. 이에 ①고객사 확보 용이(소비자들의 건강에 대한 관심 제고로 개별인정형 제품 수요 증가), ②수익성 개선(ODM 매출액 비중 상승) 등이 가능할 것으로 보인다.

투자의견 'Buy', 목표주가 54,000원 제시

투자의견 'Buy'를 유지한다. ①ODM/OEM 업체로서 高 성장 중인 건강기능식품 시장과 동반 성장 구조 확보, ②新 공장 증설에 따른 수주 대응력 확대와 생산성 향상 효과(전 공정 자동화), ③수출 증가 가능성 등을 고려 시 향후 기업가치 제고 흐름이 이어질 것으로 기대되기 때문이다. 목표주가는 실적 추정치 상향과 적용 EPS 변경(12M.F→'21년)을 반영해 기존 43,000원에서 54,000원으로 상향 조정했다.

[표1] 노바렉스 목표주가 산출 내역

(단위: 원, 배)

항목	값	비고
건기식 업종 Target PER	13.5	
음식료 업종 2021E PER	12.3	
Premium rate	10%	건강기능식품의 상대적 성장성 고려
노바렉스 Target PER	16.2	
Premium rate	20%	전방 시장 성장 초기 국면 고려
2021E EPS	3,330	
목표 주가	54,000	
현재 주가(9/14)	41,900	
상승여력	29%	

자료: 한화투자증권 리서치센터

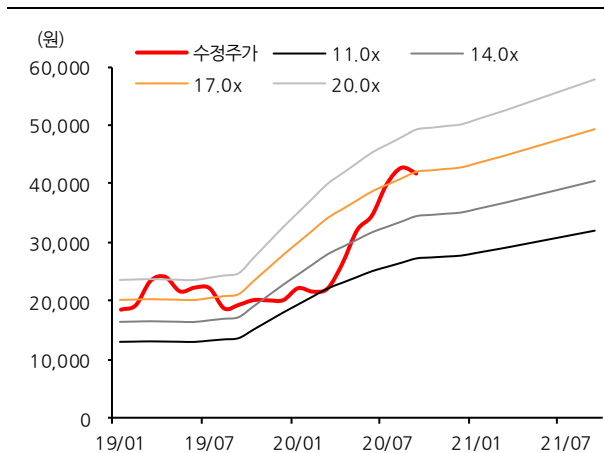
[표2] 노바렉스 분기 및 연간 실적 추이와 전망

(단위: 억 원)

	2019	2020E	2021E	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E
매출액	1,591	2,260	2,942	307	406	430	448	500	605	619	536
제품매출	1,559	2,219	2,892	303	396	420	440	495	599	613	512
상품매출	29	37	45	4	10	9	6	5	5	5	22
기타매출	3	4	5	1	0	1	2	1	1	1	2
영업이익	163	254	362	27	44	48	45	55	69	73	58
세전이익	170	257	365	32	43	48	47	55	71	74	59
순이익	145	220	300	25	36	40	44	61	59	61	42
yoy 증가율											
매출액	48.3%	42.1%	30.2%	34.1%	41.2%	43.1%	74.9%	63.1%	49.1%	44.0%	19.4%
영업이익	43.9%	55.9%	42.3%	3.2%	23.0%	25.0%	228.9%	102.7%	58.7%	52.9%	28.4%
순이익	58.5%	51.7%	36.3%	13.5%	13.3%	26.8%	605.3%	142.3%	61.8%	54.1%	-5.7%
이익률											
영업이익	10.2%	11.2%	12.3%	8.8%	10.7%	11.1%	10.0%	10.9%	11.4%	11.8%	10.7%
순이익	9.1%	9.7%	10.2%	8.2%	8.9%	9.2%	9.9%	12.1%	9.7%	9.8%	7.8%

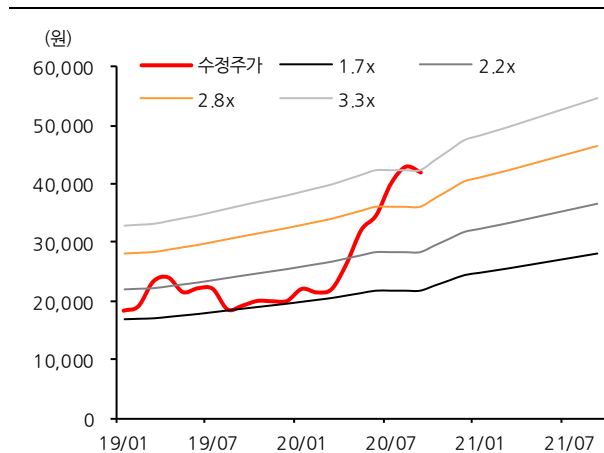
자료: 노바렉스, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 노바렉스 12M Fwd. P/E 밴드



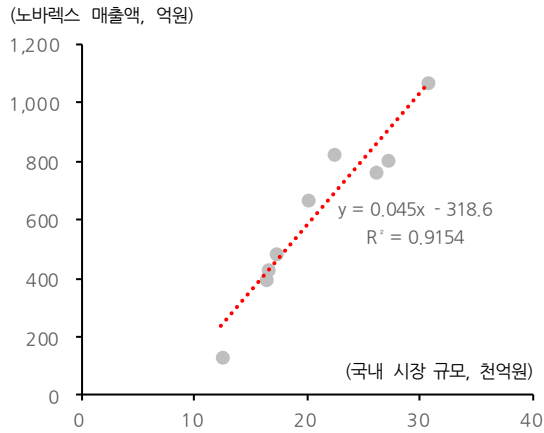
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 노바렉스 12M Fwd. P/B 밴드



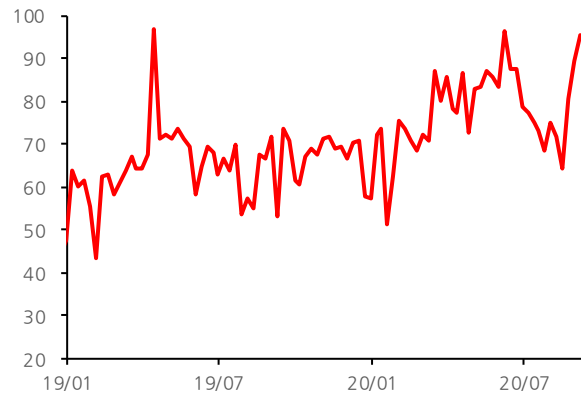
자료: Quantwise, 한화투자증권 리서치센터

[그림3] 국내 건강식품시장 규모와 노바렉스 매출액 회귀분석



자료: 식약처, 노바렉스, 한화투자증권 리서치센터

[그림4] '건강기능식품' 네이버 트렌드 추이 ▶ 상승 전환



자료: 네이버, 한화투자증권 리서치센터

[그림5] 개별인정형 원료 연도별 개발 계획과 현재 진행 중인 개별인정형 원료 인체적용시험

2019(E)	2020(E)	2021(E)	2022(E)	2023(E)	원료	시험기관	인체적용 시험 개시	상용화 예상 시점
NR-17-01 수면의 질 개선	NR-06-01 관절 건강	NR-12-01 면역 기능 개선	NR-06-03 관절건강	NR-33-01 관상 건강	NR-17-01 수면의 질 개선	이화여자대학교 대학병원	2016.04	2020
NR-31-12 체지방 감소	NR-18-02 알콜성 간 보호	NR-12-06 면역 기능 개선	NR-12-13 체지방 감소	NR-43-03 알콜성 간 보호	NR-31-12 체지방 감소	삼육서울병원 분당 제생 병원	2018.06	2020
NR-31-05 체지방 감소	NR-31-02 피부건강	NR-18-01 알콜성 간 보호	NR-43-03 알콜성 간 보호	NR-11-01 관상 건강	NR-01-01 간 기능 개선	차의과대학 분당차병원	2018.01	2020
NR-06-03 관상 건강	NR-06-03 관상 건강	NR-11-01 관상 건강	NR-11-01 관상 건강	NR-11-01 관상 건강	NR-06-01 관상건강	가톨릭대학교 의정부 성모병원 보라매 병원	2018.10	2020
NR-06-03 관상 건강	NR-06-03 관상 건강	NR-11-01 관상 건강	NR-11-01 관상 건강	NR-11-01 관상 건강	NR-18-02 알콜성 간 보호	아주대학교 대학병원	2017.02	2020
NR-06-03 관상 건강	NR-06-03 관상 건강	NR-11-01 관상 건강	NR-11-01 관상 건강	NR-11-01 관상 건강	NR-31-05 체지방 감소	전북대학교 대학병원	2018.10	2020
NR-06-03 관상 건강	NR-06-03 관상 건강	NR-11-01 관상 건강	NR-11-01 관상 건강	NR-11-01 관상 건강	NR-12-06 면역 개선	대전둔산한방병원	2019.11	2021

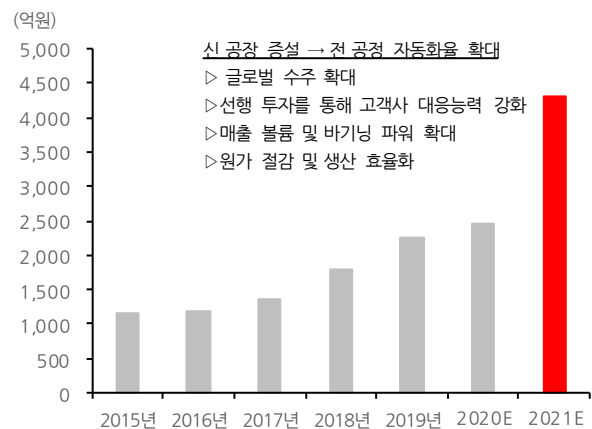
자료: 노바렉스, 한화투자증권 리서치센터

[그림6] 오송 공장 증설 계획



자료: 노바렉스, 한화투자증권 리서치센터

[그림7] 노바렉스 생산 능력(금액 기준) 추이



주: 사업보고서 기준
자료: 노바렉스, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	81	107	159	226	294
매출총이익	17	21	29	43	59
영업이익	10	11	16	25	36
EBITDA	11	13	19	29	41
순이자손익	0	0	0	0	0
외화관련손익	-1	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	10	11	17	26	36
당기순이익	8	9	15	22	30
지배주주순이익	8	9	15	22	30
증가율(%)					
매출액	4.8	32.7	48.3	42.1	30.2
영업이익	-3.7	14.5	43.9	55.9	42.3
EBITDA	-1.0	14.6	45.2	53.2	40.0
순이익	-13.5	15.1	58.5	51.2	36.7
이익률(%)					
매출총이익률	21.1	19.3	18.0	18.9	20.2
영업이익률	12.2	10.6	10.2	11.2	12.3
EBITDA 이익률	14.2	12.2	12.0	12.9	13.9
세전이익률	11.8	10.7	10.7	11.3	12.4
순이익률	9.8	8.5	9.1	9.7	10.2

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	11	7	-1	29	23
당기순이익	10	11	17	22	30
자산상각비	2	2	3	4	5
운전자본증감	0	-6	-15	-4	-7
매출채권 감소(증가)	-3	0	-10	-4	-9
재고자산 감소(증가)	1	-4	-12	-2	-8
매입채무 증가(감소)	3	0	6	-2	11
투자현금흐름	-5	-12	-22	-30	-10
유형자산처분(취득)	-5	-9	-21	-22	-10
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	0	0	-8	0
재무현금흐름	-1	19	18	13	-12
차입금의 증가(감소)	0	1	22	15	-10
자본의 증가(감소)	-1	16	-2	-2	-2
배당금의 지급	1	2	2	2	2
총현금흐름	12	14	21	33	30
(-)운전자본증가(감소)	-3	-2	10	4	7
(-)설비투자	5	9	21	22	10
(+)자산매각	0	0	0	0	0
Free Cash Flow	10	7	-10	7	13
(-)기타투자	3	11	7	0	0
잉여현금	7	-4	-17	7	13
NOPLAT	8	9	14	22	30
(+) Dep	2	2	3	4	5
(-)운전자본투자	-3	-2	10	4	7
(-)Capex	5	9	21	22	10
OpFCF	8	4	-14	0	18

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	46	64	80	109	127
현금성자산	22	36	30	50	51
매출채권	14	14	24	28	37
재고자산	9	13	26	28	36
비유동자산	26	42	74	95	106
투자자산	2	10	14	17	22
유형자산	23	31	58	77	82
무형자산	1	1	2	2	2
자산총계	72	106	154	204	233
유동부채	19	26	39	59	59
매입채무	15	16	33	31	42
유동성이자부채	0	0	1	16	6
비유동부채	1	1	24	34	34
비유동이자부채	0	0	21	31	31
부채총계	19	27	62	92	93
자본금	4	5	5	5	5
자본잉여금	12	32	32	32	32
이익잉여금	36	42	55	75	104
자본조정	1	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	52	79	92	112	140

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
주당지표					
EPS	-	1,054	1,634	2,437	3,330
BPS	-	8,766	10,195	12,432	15,562
DPS	-	200	200	200	400
CFPS	-	1,575	2,350	3,672	3,279
ROA(%)	12.3	10.7	11.3	12.2	13.7
ROE(%)	16.8	14.5	17.2	21.5	23.8
ROIC(%)	29.2	24.6	21.8	22.6	25.4
Multiples(x, %)					
PER	-	15.0	12.3	17.2	12.6
PBR	-	1.8	2.0	3.4	2.7
PSR	-	1.3	1.1	1.7	1.3
PCR	-	10.1	8.6	11.4	12.8
EV/EBITDA	-	8.2	9.1	12.8	8.9
배당수익률	-	1.3	1.0	0.5	1.0
안정성(%)					
부채비율	37.2	34.4	68.0	82.3	66.4
Net debt/Equity	-42.7	-45.2	-8.6	-3.0	-10.2
Net debt/EBITDA	-195.1	-272.6	-41.5	-11.5	-35.2
유동비율	244.4	245.7	205.9	186.0	214.3
이자보상배율(배)	-	-	389.2	294.8	378.0
자산구조(%)					
투하자본	55.2	48.7	65.6	61.8	63.2
현금+투자자산	44.8	51.3	34.4	38.2	36.8
자본구조(%)					
차입금	0.0	0.0	19.1	29.4	20.7
자기자본	100.0	100.0	80.9	70.6	79.3

[Compliance Notice]

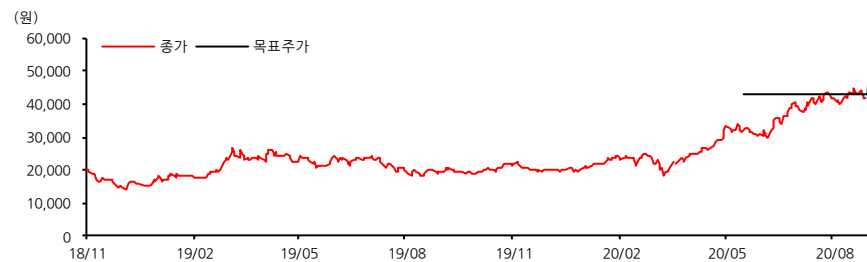
(공표일: 2020년 9월 15일)

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

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 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.

[노바렉스 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2020.05.29	2020.05.29	2020.09.15			
투자의견	담당자변경	Buy	Buy			
목표가격	김동하	43,000	54,000			

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2020.05.29	Buy	43,000	-11.34	4.07
2020.09.15	Buy	54,000		

[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 6월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.5%	6.5%	0.0%	100.0%