

KOSDAQ
 제약과생물공학

기업분석 2022.06.30

코스맥스엔비티 (222040)

글로벌 생산체인을 구축한 건강기능식품 ODM 기업

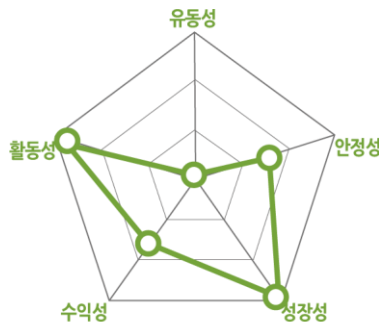
체크 포인트

- 코스맥스엔비티는 2002년 설립된 건강기능식품 연구개발생산 전문기업. 다양한 제형의 건강기능식품을 생산하고 있으며, 특히 분말과 액상 제형에 강점을 보유. 국내 최초로 국가별 전문 역량에 맞춘 글로벌 생산 체인(한국, 미국, 호주)을 구축하여 국내외 32개국, 300여개의 고객사에 제품을 공급하고 있음
- 동사는 1) 다양한 건강기능식품 제형 개발 및 생산, 2) 글로벌 생산 기준에 부합하는 한국, 미국, 호주 공장 인프라 보유, 3) 다양한 건강기능식품 신소재 연구 및 개발 능력을 바탕으로 고객의 니즈에 맞는 건강기능식품의 OEM/ODM/OBM 비즈니스가 가능한 기업으로 건강기능식품 시장성장의 수혜가 예상됨
- 동사는 2022년부터 흑자전환이 기대됨. 2022년 컨센서스 실적 기준 밸류에이션 비교 시 동종기업 평균 밸류에이션(PER 8.0배, PBR 1.2배) 대비 동사는 PER 47.6배, PBR 1.6배 수준으로 동종기업 대비 밸류에이션은 높은 수준. 향후 해외법인들의 매출 정상화 및 흑자전환 시점이 돌입 시 밸류에이션은 빠르게 정상화될 수 있을 것으로 예상함
- 동사의 2021년말 기준 부채비율은 431.5%로 높은 부채비율에 따른 유동성 리스크에 노출되어 있음. 향후 해외법인 정상화를 바탕으로 얼마나 빠르게 부채규모를 축소하는지 추이를 지속 관찰할 필요가 있다고 판단됨

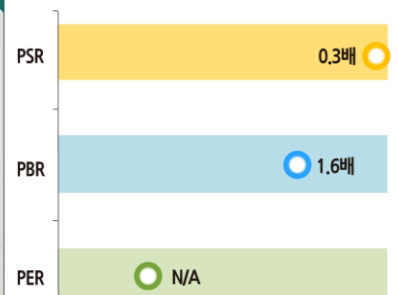
주가 및 주요 이벤트



재무 지표



밸류에이션 지표



주: PSR, PER은 2021년 기준, PBR은 1Q22 기준, Trailing, Fnguide WICS 분류상 건강관리산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

코스맥스엔비티 (222040)

Analyst 박선영 sympark@kirs.or.kr

KOSDAQ
제약과생물공학

글로벌 생산체인을 구축한 건강기능식품 ODM 전문기업

코스맥스엔비티는 2002년 설립된 건강기능식품 연구개발생산 전문기업으로 2014년 코스맥스 비티아이의 계열사로 편입되었으며 2015년 코스닥 시장에 상장하였다. 다양한 제형의 건강기능식품을 생산하고 있으며, 특히 분말과 액상 제형에 강점을 보유하고 있다. 국내 최초로 국가별 전문 역량에 맞춘 글로벌 생산 체인(한국, 미국, 호주)을 구축하였으며 국내외 32개국, 300여개의 고객사에 제품을 공급하고 있다.

건강기능식품 시장 성장의 수혜 가능

동사는 1) 다양한 건강기능식품 제형 개발 및 생산, 2) 글로벌 생산 기준에 부합하는 한국, 미국, 호주 공장 인프라 보유, 3) 다양한 건강기능식품 신소재 연구 및 개발 능력을 바탕으로 고객의 니즈에 맞는 건강기능식품의 OEM/ODM/OBM 비즈니스가 가능한 기업으로 건강기능식품 시장성장의 수혜가 예상된다.

2022년은 흑자전환의 원년, 높은 부채비율은 리스크 요인

동사는 해외생산법인 구축비용으로 인해 2018년부터 대규모 적자실적을 발표하였으나 2020년부터 국내법인은 매출성장세 회복, 해외법인은 고객사 확보에 집중하여 공장가동률을 높여가고 있다. 2022년은 미국법인의 적자폭 축소, 호주법인의 BEP(손익분기점) 달성으로 연결실적기준 흑자전환이 가능할 것으로 예상된다. 다만 2021년말 기준 동사의 부채비율은 431.5%로 상당히 높은 수준임에 따라 향후 해외법인 정상화를 바탕으로 얼마나 빠르게 부채규모를 축소하는지 추이를 지속 관찰할 필요가 있다고 판단된다.

Forecast earnings & Valuation

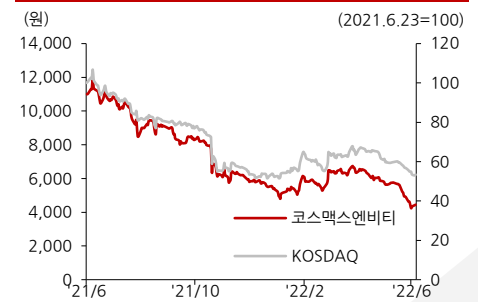
	2018	2019	2020	2021	2022F
매출액(억원)	2,017	1,943	2,668	2,893	3,215
YoY(%)	47.9	-3.7	37.3	8.5	11.1
영업이익(억원)	180	-99	-23	64	123
OP 마진(%)	8.9	-5.1	-0.9	2.2	3.8
지배주주순이익(억원)	76	-178	-121	-64	19
EPS(원)	369	-861	-587	-310	91
YoY(%)	21.5	적전	적지	적지	흑전
PER(배)	44.4	N/A	N/A	N/A	48.8
PSR(배)	1.7	0.7	0.7	0.4	0.3
EV/EBIDA(배)	16.5	94.0	25.0	12.2	8.5
PBR(배)	3.7	1.9	3.0	2.2	1.6
ROE(%)	8.7	-22.0	-18.9	-11.3	3.3
배당수익률(%)	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Company Data

현재주가 (6/28)	4,445원
52주 최고가	11,900원
52주 최저가	4,235원
KOSDAQ (6/28)	769.51p
자본금	103억원
시가총액	917억원
액면가	500원
발행주식수	21백만주
일평균 거래량 (60일)	11만주
일평균 거래액 (60일)	7억원
외국인지분율	1.32%
주요주주	코스맥스비티아이 외 9인 39.02%
	브이아이자산운용 5.50%

Price & Relative Performance



Stock Data

추가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-21.0	-24.8	-60.7
상대주가	-10.3	0.4	-48.0

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '이자보상배율', 성장성 지표는 '영업이익 증가율', 수익성 지표는 '영업이익률', 활동성지표는 '총자산회전율', 유동성지표는 '유동비율'임.

2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

기업 개요

회사 개요

2002년 설립된 건강기능식품 연구개발 전문기업.
다양한 제형, 국내 최초로 국가별 전문 역량에 맞춘 글로벌 생산 체인(한국, 미국, 호주)을 구축함

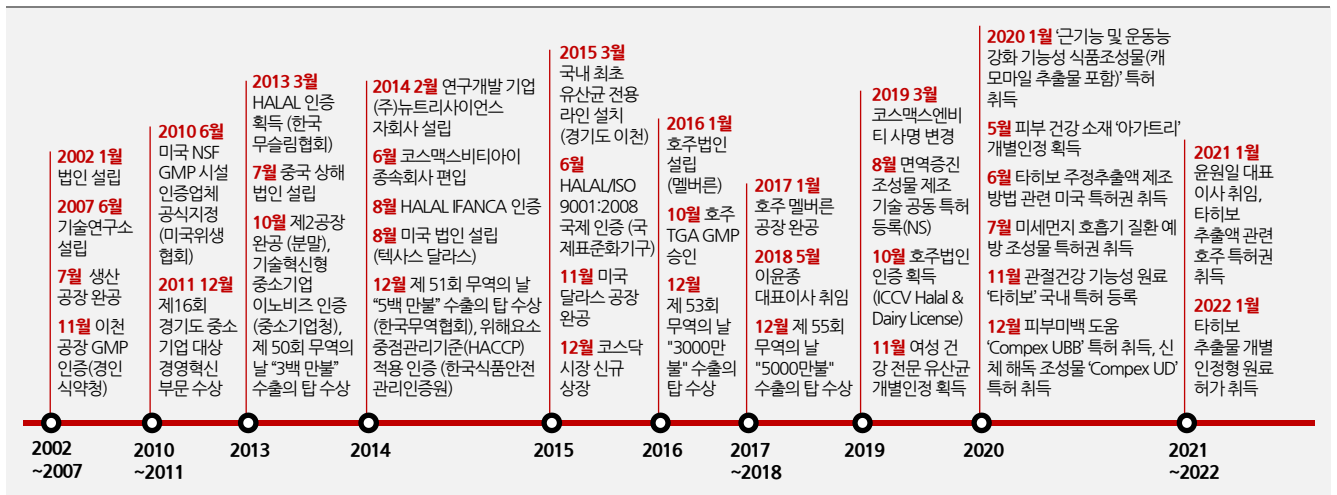
코스맥스엔비티는 2002년 뉴트리바이오텍으로 설립된 건강기능식품 연구개발생산 전문기업으로 2014년 화장품 ODM 전문기업 코스맥스의 지주회사인 코스맥스비티아이 계열사로 편입되었으며 2015년 코스닥 시장에 상장하였다. 2022년 3월말 기준 코스맥스비티아이 및 특수관계인이 39.2%의 지분을 보유하고 있다.

동사는 건강기능식품 OEM/ODM/OBM 전문기업이다. 건강기능식품공전에 규정하는 제품의 형태에 따라 분류 시 건강기능식품의 제형은 정제, 캡슐, 분말, 액상 등이 가장 많이 이용되는데 동사는 정제, 캡슐, 분말, 젤리, 구미, 액상, 소프트캡슐, EPP(프로바이오틱스 전용라인) 등 다양한 제형을 생산할 수 있는 설비를 갖추고 있다. 특히 분말과 액상 제형에 강점을 보유하고 있으며 유산균 제품에 대해서는 전용 생산라인(EPP)을 운영하여 보다 안정적이고 생존율이 높은 제품을 공급하고 있다.

또한 건강기능식품 제조 부문에서 국내 최초로 국가별 전문 역량에 맞춘 글로벌 생산 체인을 구축하여 한국(경기도 이천, 미국(달라스), 호주(멜버른)에 현지 생산설비를 구축하였으며 국내 건강기능식품 제조업체 중 최초로 미국위생협회(NSF) 품질관리기준(GMP) 인증을 받았다. 또한 이슬람 국가 수출을 위한 할랄 인증, ISO-9001(품질경영시스템), 위해요소중점관리기준(HACCP), 호주 식품의약품안전청(TGA) 등의 글로벌 인증을 받았다. 중국(상해)에는 영업사무소 운영을 통해 중국 현지 법규 및 시장 수요에 맞는 제품을 제안 등 빠른 시장 대응을 추진하고 있다.

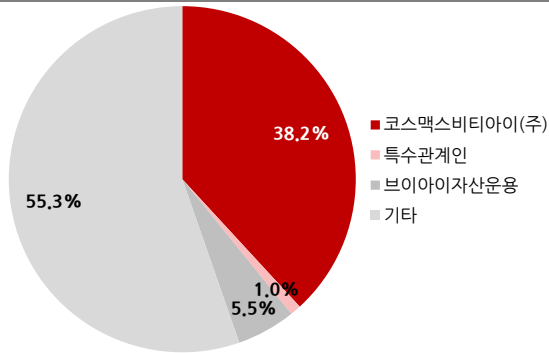
동사는 2021년 연결기준(연결조정제외) 코스맥스엔비티 62.2%, 미국법인 11.4%, 호주법인 10.0%, 상해법인 10.7%, 코스맥스엔에스 5.7%의 매출비중을 차지하고 있으며, 연결매출의 약 53%를 해외에서 실현하였다. 또한 국내외 32개국, 300여개의 고객사에 제품을 공급하고 있으며 암웨이, 매나테크, 스위스, 블랙모어스 등 주요 글로벌 고객사와 파트너십을 이어가고 있다.

회사 연혁



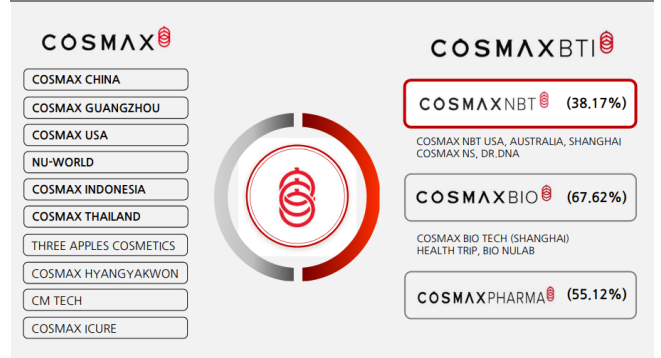
자료: 코스맥스엔비티, 한국IR협의회 기업리서치센터

주주현황(2022년 3월말 기준)



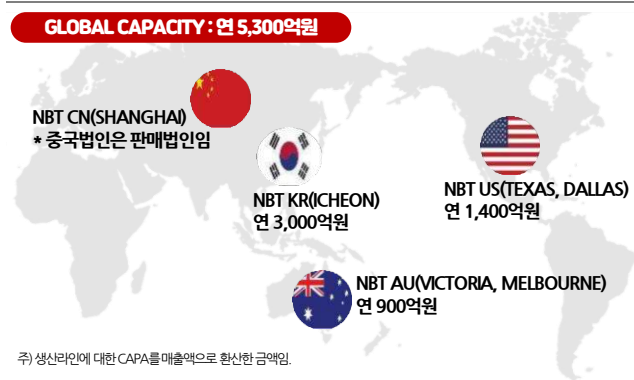
자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

코스맥스 그룹



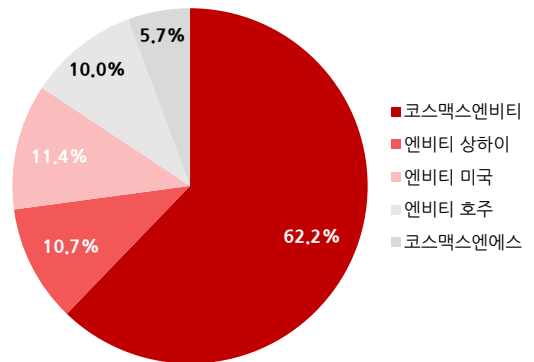
주: 코스맥스는 코스맥스비티아이(주)가 26.16% 보유
 자료: 코스맥스엔비티, 한국IR협의회 기업리서치센터

코스맥스엔비티 글로벌 생산 체인



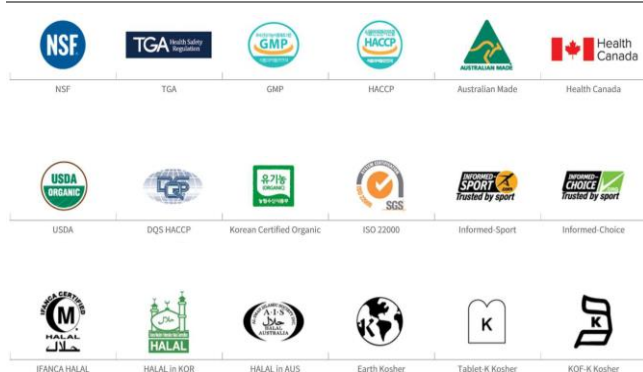
자료: 코스맥스엔비티, 한국IR협의회 기업리서치센터

국가별/법인별 매출비중(2021년 기준)



자료: 코스맥스엔비티, 한국IR협의회 기업리서치센터

국내외 인증 현황



자료: 코스맥스엔비티, 한국IR협의회 기업리서치센터

주요 고객사



자료: 코스맥스엔비티, 한국IR협의회 기업리서치센터

산업 현황

건강기능식품 국내시장현황

2021식품의약품통계연보에 따르면 2020년 기준 국내 건강기능식품 시장규모는 3.3조원으로 전년 대비 12.7% 성장하였다. 건강기능식품 국내판매액이 3.1조원(YoY +10.4%), 수출액이 0.2조원(YoY 58.7%) 수준으로 고성장세를 이어가고 있으며, 국내판매액 중 건강기능식품 국내수입액은 1.1조원(YoY +16.1%) 규모로 미국, 캐나다, 독일 3국으로부터의 수입 규모가 전체의 70% 이상을 차지할 정도로 건강기능식품은 선진국 브랜드 제품에 대한 선호도가 여전히 높게 나타나는 시장이라고 판단된다.

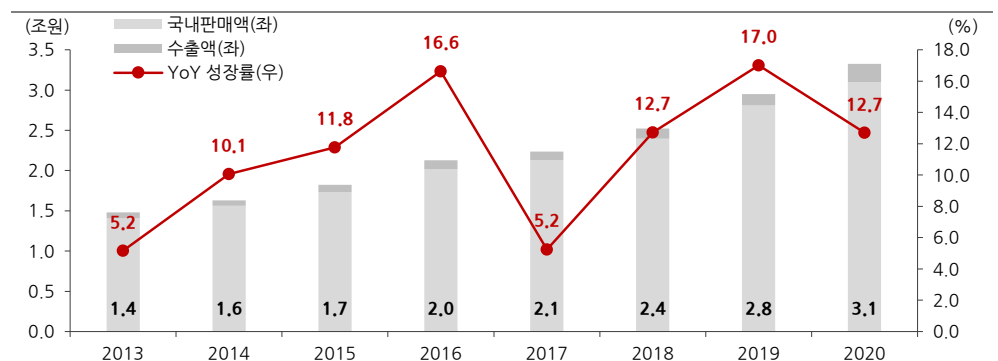
건강기능식품 국내생산액은 2016년 약 1.5조원에서 2020년 약 2.3조원으로 연평균 11.4% 성장하였으며, 인구 고령화 및 식습관의 변화, 셀프 케어에 대한 관심 증가, 다양한 건강기능성 소재의 개발 등의 영향으로 건강기능식품 시장의 꾸준한 성장이 예상되며 국내생산액도 성장세를 이어갈 것으로 전망된다.

건강기능식품 해외시장현황

글로벌 건강기능식품 시장은 COVID-19 영향으로 건강관리에 대한 수요가 확산되며 2013년 이후 연평균 5~6% 수준의 성장을 뛰어넘어 2021년에는 1,650억 달러(약 200조원)로 전년 대비 7.4%의 성장한 것으로 전망되고 있다. 지역별 시장규모는 미국이 약 580억 달러로 35.2%의 비중을 차지하고 있으며, 중국이 약 250억 달러(15.2%), 서유럽 약 200억 달러(12.1%), 기타 아시아 약 190억 달러(11.5%), 일본 약 120억 달러(7.3%) 순으로 구성되어 있다. 미국, 유럽, 일본 등 선진국들은 이미 건강기능식품이 형성된 바 상대적으로 낮은 성장률이 예상되나 중국, 라틴아메리카, 동유럽, 아시아 등 개발도상국들은 라이프스타일 변화에 따른 수요 증가, 비타민 및 식이 보충제에 대한 올바른 인식 확산 등을 바탕으로 높은 성장세를 이어가고 있다.

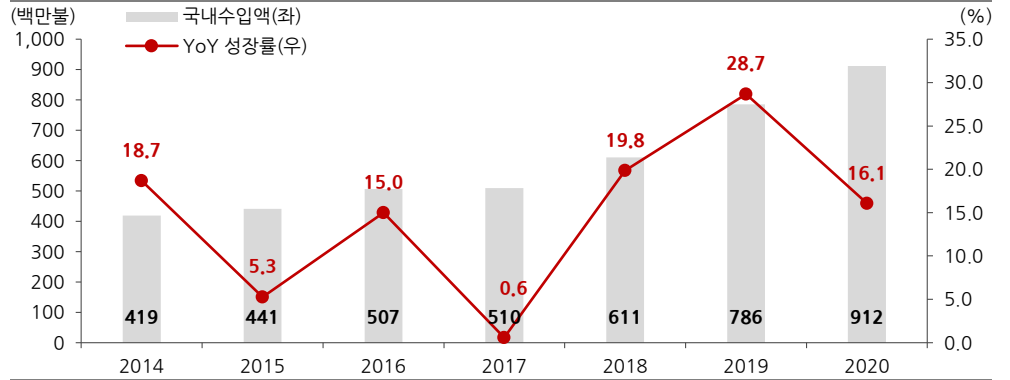
건강기능식품 시장의 온라인 비대면 판매가 진행됨에 따라 미국에서는 건강기능식품 온라인 판매채널이 2020년 17.1%, 2021년 18.0% 성장을 하며 시장성장률 7.4%를 크게 상회하는 성장세를 나타냈다. 중국의 경우에도 COVID-19 이후 온라인 채널의 지속 확대, 특히 해외직구 중 건강식품 카테고리 매출이 1위를 차지할 정도로 건강기능식품에 대한 수요가 크게 증가하고 있다.

건강기능식품 국내시장규모 및 성장률



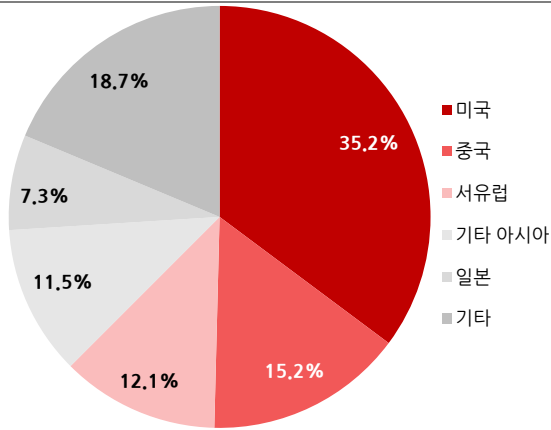
자료: 2021식품의약품통계연보, 한국IR협회의 기업리서치센터

건강기능식품 수입액 규모 및 성장률



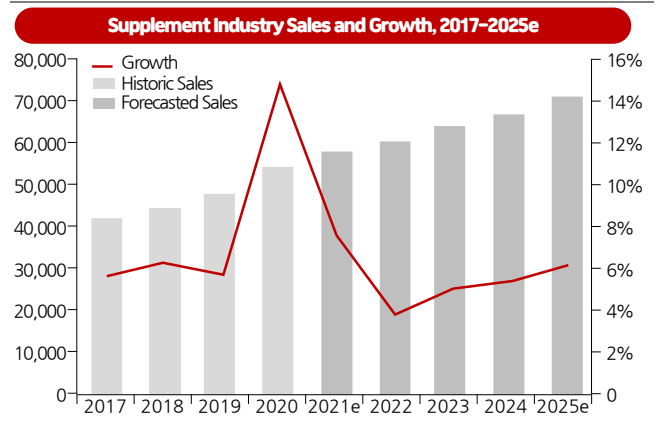
자료: 2021식품의약품동계연보, 한국IR협의회 기업리서치센터

글로벌 건강기능식품 국가별 비중



자료: Nutrition Business Journal, 한국IR협의회 기업리서치센터

미국 건강기능식품 시장 추이 및 전망



자료: Nutrition Business Journal, 한국IR협의회 기업리서치센터


투자포인트

고객의 니즈에 맞는
건강기능식품의
OEM/ODM/OBM
비즈니스가 가능하여
건강기능식품 시장성장의
수혜 전망

글로벌 생산체인을 구축한 건강기능식품 ODM 전문기업

코스맥스엔비티는 1) 다양한 건강기능식품 제형 개발 및 생산, 2) 글로벌 생산 기준에 부합하는 한국, 미국, 호주 공장 인프라 보유, 3) 다양한 건강기능식품 신소재 연구 및 개발 능력을 바탕으로 고객의 니즈에 맞는 건강기능식품의 OEM/ODM/OBM 비즈니스가 가능한 기업이다. 최근 유통의 트렌드는 COVID-19를 계기로 급격하게 온라인으로 전환되고 있으며 건강기능식품의 경우에도 기존의 네트워크마케팅이나 대형 브랜드 유통채널 이외에도 온라인 유통에 강점을 보유한 다양한 사업자가 등장하고 있다. 또한 기존의 대형 건강기능식품 브랜드도 성장성이 높은 중국, 라틴아메리카, 동유럽, 아시아 등으로의 확장을 위한 전략을 수립하고 있는 상황이다.

동사는 다년간의 비즈니스 경험을 토대로 건강기능식품 시장 분석을 통한 제품 기획, 패키지 디자인부터 생산, 마케팅 전략까지 원스톱 서비스 제공이 가능하여 건강기능식품 사업에 진출하고자 하는 사업자에게 가장 안전하고 효과적인 서비스가 가능한 회사이다. 또한 건강기능식품도 최근에는 의약품 수준의 소재 및 생산시설 등의 안정성을 요구하고 있는 바 동사는 국내 건강기능식품 제조업체 중 최초로 미국위생협회(NSF) GMP 인증을 받았으며 HALAL 인증, ISO-9001, HACCP, 호주 식품의약품안전청(TGA) 등의 글로벌 인증을 받은 안전한 공장에서 제품을 생산하여 공급이 가능하다. 동사의 3개 생산법인의 생산능력은 연 5,300억원(한국 연 3,000억원, 미국 연 1,400억원, 호주 연 900억원)으로 고객의 니즈에 따라 원하는 국가에서 원하는 제형의 제품을 생산할 수 있는 서비스가 가능하다.

또한 동사는 계열사인 코스맥스엔에스를 비롯하여 연세대, 중앙대, 성균관대, 경희대 등의 연구실 및 정부기관 연구소와 함께 건강기능식품 신소재 연구 및 개발을 진행하고 있으며 2019년부터 현재까지 3개의 개별인정형 원료를 인정받아 제품을 출시하고 있다.

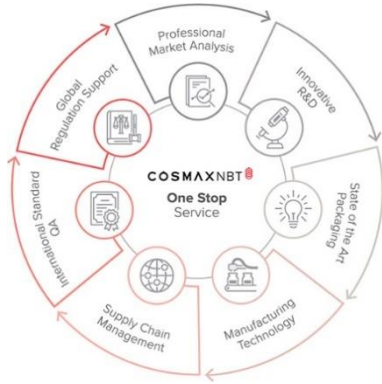
2022년은 흑자전환의 원년

미국법인 적자폭 축소,
호주법인 BEP 달성으로
2022년 연결기준
흑자전환 전망

코스맥스엔비티는 2019년부터 2021년까지 3개년 연속으로 지배주주순이익 적자실적을 발표하였다. 적자 실적의 요인으로는 해외생산법인(2015년 미국 제1공장 완공, 2016년 미국 제2공장 증설, 2017년 호주공장 완공) 구축으로 인한 초기비용효과(낮은 공장가동률, 높은 감가상각비, 공장구축관련 차입에 대한 이자비용 등) 영향으로 2018년부터 해외법인이 대규모 적자실적을 발표하였다는 점, 또한 한국법인의 경우에도 2018년부터 중국발 지정학적 리스크(사드 영향)로 인한 중국향 수출이 급감하며 매출성장세가 둔화되고 이익률이 하락했다는 점에서 동사는 국내실적으로 해외법인의 적자실적을 만회하기 어려운 사업환경이 이어져왔다.

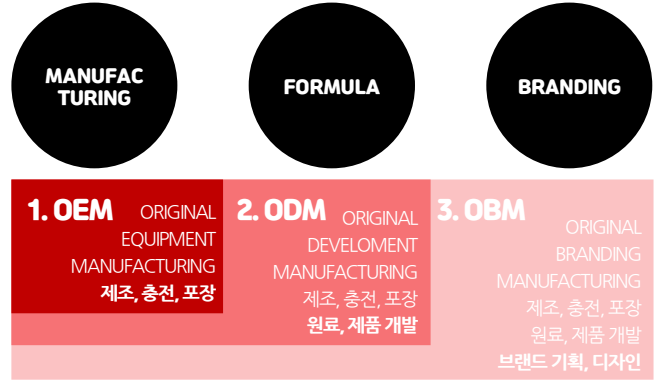
그러나 2020년부터는 국내법인 매출성장세가 회복되고 있으며, 해외법인은 고객사 확보에 집중을 하여 미국법인은 이너뷰티에 강점을 보유한 온라인 고객사 확보, 호주법인은 기존 고객사 주문 확대 및 신규 고객사 확보를 통해 공장가동률을 높여가고 있다. 특히, 미국법인의 적자폭 축소 뿐만 아니라 호주법인이 2022년부터 BEP(손익분기점) 수준으로 수익성이 회복될 것으로 예상됨에 따라 동사의 연결기준 실적의 흑자전환이 가능할 것으로 전망된다.

코스맥스엔비티 원스톱 서비스



자료: 코스맥스엔비티, 한국IR협회의 기업리서치센터

제공 가능한 서비스 영역(OEM/ODM/OBM)



자료: 코스맥스엔비티, 한국IR협회의 기업리서치센터

가능성 원료별 분류

구분	설명
기준고시형	식약처장이 법으로 고시한 원료 또는 성분
영양소	비타민, 무기질, 필수지방산, 단백질, 식이섬유 등 28개 원료
가능성원료	홍삼, 인삼, 엽록소 함유식물, 오메가3, 프로폴리스추출물, CLA, 스쿠알렌, 감마리놀렌산, 히알루론산 등 69개 원료
개별인정형	식약처장이 별도 인정한 원료 또는 성분으로 2021년말 현재 총 272개의 개별인정형 원료가 등록되어 있음

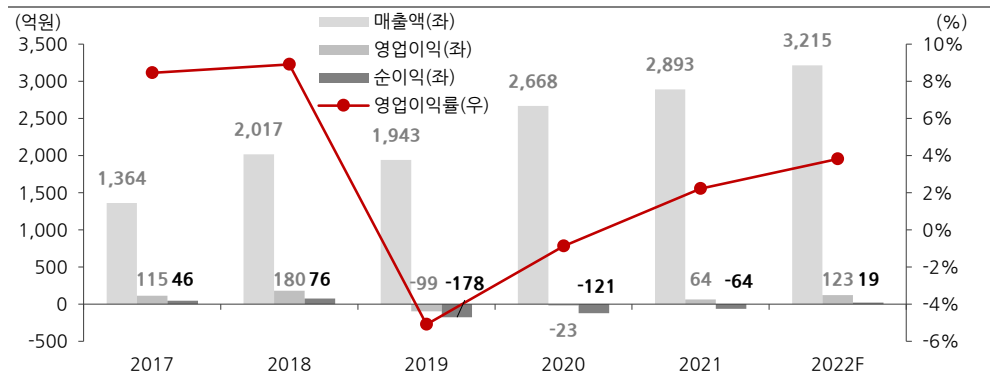
자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

코스맥스엔비티 개별인정형 원료 현황

원료명	인정일자	가능성 내용	인정번호
리스펙타(Respecta®)프로바이오틱스	2019.11.05	질내 유익균 증식 및 유해균 억제에 도움을 줄 수 있음	제2019-26호
배초향 추출물(Agatri®)	2020.05.22	피부보습에 도움을 줄 수 있음	제2020-4호
배초향 추출물(Agatri®)	2020.05.22	자외선에 의한 피부손상으로부터 피부건강을 유지하는데 도움을 줄 수 있음	제2020-5호
타히보 추출물(Tabetri®)	2022.01.28	관절 및 연골 건강 개선에 도움을 줄 수 있음	제2022-2호

자료: 코스맥스엔비티, 한국IR협회의 기업리서치센터

최근 5개년 실적 추이



실적 추이 및 전망

2021년 실적추이

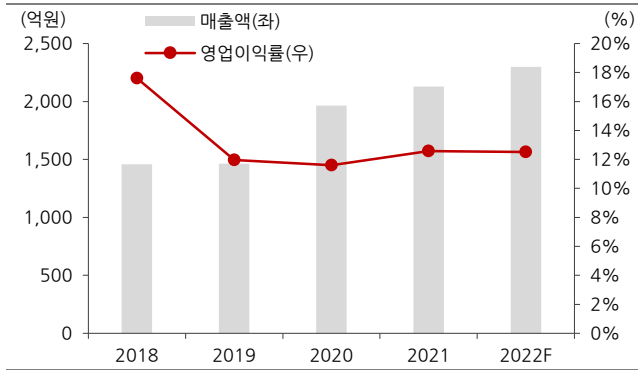
2021년 실적은 연결기준 매출액 2,893억원(YoY +8.5%), 영업이익 64억원(YoY 흑자전환), 영업이익률 2.2%(전년대비 3.1%p 개선), 지배주주순이익 -64억원(YoY 적자축소)이다. 코로나 19 영향으로 인한 국내외 건강기능식품에 대한 수요 증가가 매출확대로 이어졌으며 기존 고객사들의 주문 확대 뿐만 아니라 온라인 등의 신규 고객사 유입 효과, 특히 대형 온라인 유통사를 고객으로 확보함에 따라 2022년에도 매출 증대를 이어갈 수 있을 것으로 예상된다. 동사는 전체 매출의 약 53.5%를 해외(수출 및 해외법인 포함)에서 견인하였으며 미국법인은 이너뷰티에 강점을 보유한 온라인 고객사 확보를 통해 YoY +29.5% 수준의 매출성장, 호주는 기존 고객사들의 주문 확대 및 신규 고객사 확보를 통해 YoY +8.6% 수준의 매출 성장을 달성하였다. 영업이익 측면에서는 한국법인은 수익성 좋은 수출제품의 비중 증가에 따른 수익성 개선, 미국 및 호주 법인은 2019년에 대규모 공장 투자 완료 후 가동률 확대에 따른 적자폭 축소 영향으로 흑자 전환하였다.

2022년 실적전망

2022년 실적은 연결기준 매출액 3,215억원(YoY +11.1%), 영업이익 123억원(YoY +91.1%), 영업이익률 3.8%(전년대비 1.6%p 개선), 지배주주순이익 19억원(YoY 흑자전환)이 전망된다. 전체적인 매출성장은 해외에서 견인할 것으로 예상되며 한국법인은 중국 및 아시아 향 수출 증가, 미국법인은 기존 고객사들의 주문 확대 및 오퍼 품목 확대, 호주는 전년도에 확보한 신규 고객사들의 물량이 본격 반영됨에 따라 전년대비 11.1%의 매출 성장이 기대된다. 이익 측면에서는 원부자재 가격 상승 등의 마이너스 요인에도 불구하고 제품믹스 개선, 미국법인의 적자폭 축소, 호주 법인의 가동률 상승에 따른 손익분기점(BEP) 달성, 국내 개별인정형 원료(Tabetri®) 신제품 출시 등의 효과로 수익성이 대폭 개선될 것으로 예상된다.

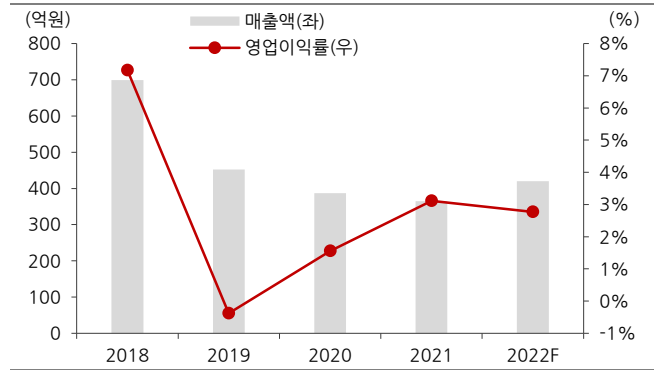
2022년 3월말 기준 분기보고서에 따르면 2022년 1분기 실적은 매출액 786억원(YoY +12.9%), 매출총이익 100억원(YoY +1.4%) 영업이익 8억원(YoY -65.1%), 영업이익률 1.0%(전년대비 2.1%p 하락), 지배주주순이익 -3억원(YoY 적자축소)이다. 국내 매출은 소폭 감소(YoY -7.3%)하였으나 해외부분이 전년대비 25% 증가하며 전사 매출을 견인하였다. 영업이익은 국내는 제품믹스 개선으로 수익성이 향상되었으나 호주법인의 원료입고 지연에 따른 매출 이월, 미국 법인은 재고 관련 비용 반영에 따라 감소하였다. 또한 외환 관련 이익 및 미국법인 토지매각에 따른 유형자산처분이익(17.6억원)이 반영됨에 따라 세전이익 및 지배주주순이익은 전년대비 개선되었다.

한국법인 실적추이



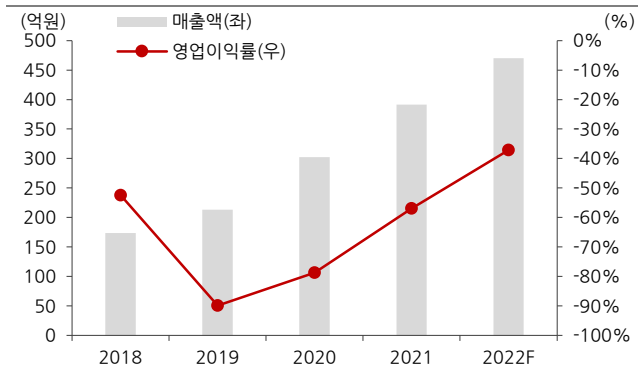
자료: 코스맥스엔비티, 한국IR협의회 기업리서치센터

상해법인 실적추이



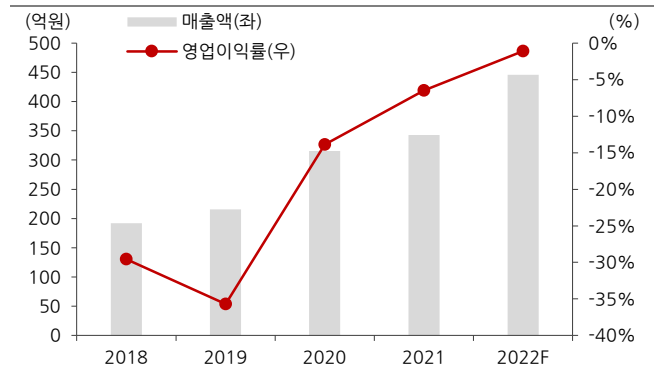
자료: 코스맥스엔비티, 한국IR협의회 기업리서치센터

미국법인 실적추이



자료: 코스맥스엔비티, 한국IR협의회 기업리서치센터

호주법인 실적추이



자료: 코스맥스엔비티, 한국IR협의회 기업리서치센터

실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	2018	2019	2020	2021	2022F
매출액	2,017	1,943	2,668	2,893	3,215
증가율 (%)	47.9	-3.7	37.3	8.5	11.1
NBT(한국)	1,458	1,463	1,964	2,129	2,300
CN(중국)	699	452	387	365	420
US(미국)	174	213	302	392	470
AU(호주)	192	216	316	343	446
NS(엔에스)	101	60	88	194	214
연결조정	-607	-462	-388	-530	-634
매출원가	1,570	1,771	2,425	2,515	2,756
매출원가율 (%)	77.8	91.1	90.9	86.9	85.7
매출총이익	447	172	243	378	459
매출총이익률 (%)	22.2	8.9	9.1	13.1	14.3
영업이익	180	-99	-23	64	123
영업이익률 (%)	8.9	-5.1	-0.9	2.2	3.8
증가율 (%)	56.0	적전	적지	흑전	91.1
세전계속사업이익	123	-149	-55	23	90
당기순이익	76	-178	-121	-64	19
순이익률 (%)	3.8	-9.1	-4.5	-2.2	0.6

자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

Valuation

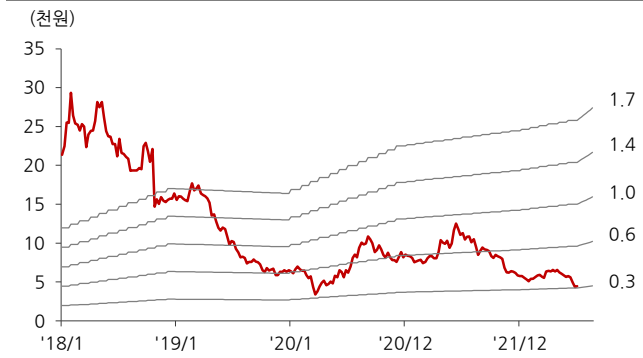
동종기업 대비 밸류에이션은 고평가, 해외법인 흑자전환이 중요

2022년 컨센서스 기준
 동종기업 평균 밸류에이션
 (PER 8.0배, PBR 1.2배) 대비
 동사는 PER 47.6배,
 PBR 1.6배 수준으로
 동종기업 대비
 밸류에이션은 높은 수준

건강기능식품 사업은 1) 차별적인 가능성 원료를 보유한 회사, 2) 건강기능식품 기획 및 판매에 강점을 보유한 회사, 3) 다양한 형태의 건강기능식품 제조설비를 보유한 OEM/ODM 회사라는 측면에서 같은 업종에 포함되었어도 사업의 형태가 완전히 다르다고 볼 수 있다. 화장품 회사가 화장품 브랜드사와 ODM사로 구분되어 매출의 구성이나 이익률이 완전히 다른 것과 유사하다고 이해하면 된다. 동사는 건강기능식품의 OEM/ODM 전문기업으로 동사의 현재 밸류에이션 수준을 판단하기 위해 국내외에 딱 들어맞는 비교대상 기업이 없는 관계로 국내 상장된 건강기능식품 사업을 영위하는 기업들(콜마비엔에이치, 서흥, 노바렉스, 에이치엘사이언스, 에이치피오)을 동종기업으로 선정하여 밸류에이션을 비교해보았다.

동사는 2022년부터 흑자전환이 기대됨에 따라 동종기업들의 2022년 컨센서스 실적을 기준으로 밸류에이션 비교를 해보면 2022년 동종기업 평균 밸류에이션은 PER 8.0배, PBR 1.2배 수준이며 동사는 PER 47.6배, PBR 1.6배 수준으로 동종기업 대비 밸류에이션은 높은 수준이다. 그러나 동사는 최근 5개년간 한국, 미국, 호주 법인에 제조공장을 설립하여 해외법인의 대규모 적자실적으로 인해 밸류에이션이 높게 형성되어 있다. 향후 해외법인들의 매출 정상화 및 흑자전환 시점이 돌입 시 밸류에이션은 빠르게 정상화될 수 있을 것으로 예상된다.

PSR 밴드



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

PBR 밴드



자료: 한국IR협의회 기업리서치센터

동종기업 비교

(단위: 원, 억원, %, 배)

		코스맥스엔비티	콜마비엔에이치	서흥	노바렉스	에이치엘사이언스	에이치피오
주가(원) 2022년 6월 28일 기준		4,415	27,000	31,300	29,900	36,900	9,730
시가총액(억원) 2022년 6월 28일 기준		911	7,977	3,621	2,692	1,990	1,940
자산총계 (억원)	2019	2,862	3,864	7,089	1,544	944	409
	2020	3,050	5,080	7,660	2,155	1,071	902
	2021	3,105	5,379	8,100	2,546	1,179	1,811
자본총계 (억원)	2019	704	2,524	2,956	918	812	329
	2020	578	3,250	3,381	1,156	958	615
	2021	554	3,855	3,878	1,397	1,073	1,396
매출액 (억원)	2019	1,943	4,389	4,607	1,591	1,283	476
	2020	2,668	6,069	5,530	2,228	1,430	1,428
	2021	2,894	5,931	5,967	2,788	1,044	1,594
	2022E	3,215	6,640	6,261	3,286	0	2,140
매출액증가율 (%)	2019	-3.7	13.6	17.1	48.3	100.1	24.7
	2020	37.3	38.3	20.0	40.1	11.5	199.9
	2021	8.5	-2.3	7.9	25.1	-27.0	11.7
영업이익 (억원)	2019	-99	741	474	163	237	91
	2020	-23	1,092	743	270	236	257
	2021	64	917	696	300	148	228
	2022E	123	1,030	740	377	0	340
영업이익증가율 (%)	2019	적전	26.5	20.6	44.0	93.3	26.0
	2020	-76.6	47.4	56.8	65.5	-0.2	181.8
	2021	흑전	-16.0	-6.4	11.2	-37.5	-11.0
영업이익률 (%)	2019	-5.1	16.9	10.3	10.3	18.5	19.1
	2020	-0.9	18.0	13.4	12.1	16.5	18.0
	2021	2.2	15.5	11.7	10.8	14.2	14.3
당기순이익 (억원)	2019	-178	545	317	147	197	72
	2020	-121	805	530	252	196	168
	2021	-64	699	537	264	135	165
	2022E	19	764	526	320	0	250
당기순이익증가율 (%)	2019	적전	12.7	23.2	55.0	81.8	30.2
	2020	-31.8	47.7	67.1	71.0	-0.5	131.8
	2021	-47.2	-13.2	1.3	5.0	-31.1	-1.9
ROE (%)	2019	-22.0	23.8	11.2	17.2	27.4	24.7
	2020	-18.9	27.9	16.7	24.3	22.2	35.6
	2021	-11.3	19.7	14.8	20.7	0.0	16.4
PER (배)	2019	N/A	15.0	12.9	12.3	14.2	
	2020	N/A	19.1	11.1	13.9	11.8	
	2021	N/A	11.4	6.7	10.2	14.7	11.8
	2022E	47.6	9.5	6.8	7.7		
PBR (배)	2019	1.9	3.2	1.4	2.0	3.5	
	2020	3.0	4.7	1.7	3.0	2.4	
	2021	1.6	2.1	0.9	1.9	1.9	1.4
	2022E	1.6	1.6	0.8	1.3		
PSR (배)	2019	0.7	1.9	0.9	1.1	2.2	
	2020	0.7	2.5	1.1	1.6	1.6	
	2021	0.3	1.3	0.6	1.0	1.9	1.2
	2022E	0.3	1.1	0.6	0.8		

주: 2021 Multiple(2022년 현재주가 기준), 자료: Quantwise, 한국IR협의회 기업리서치센터

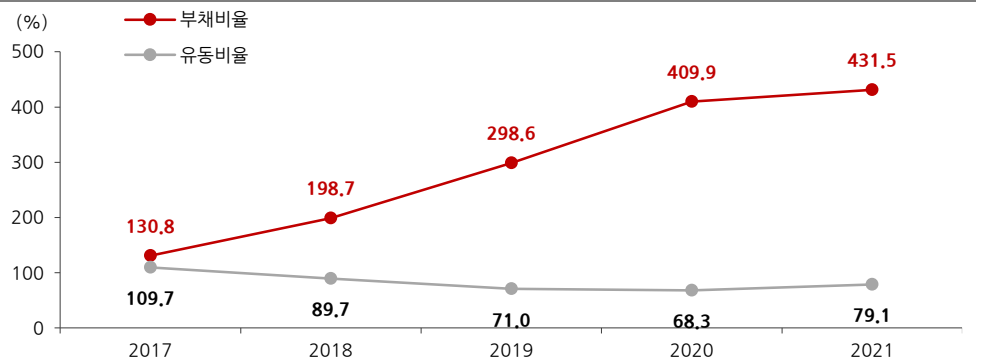
⚠ 리스크 요인

높은 부채비율

2021년말 기준
부채비율은 431.5%로
높은 부채비율에 따른
유동성 리스크에 노출되어 있음

코스맥스엔비티는 빠르게 성장하는 글로벌 건강기능식품 시장에 선제적으로 대응하기 위해 코스닥 시장 상장을 전후로 해외생산법인을 위한 투자를 집행하였다. 2015년 미국 제1공장, 2016년 미국 제2공장, 2017년 호주공장 완공 및 순차적인 설비구축을 진행함에 따라 설비자산이 2017년 819억원에서 2021년 1,918억원으로 급증하였고, 연동하여 이자발생부채가 2017년 758억원 규모에서 2021년 2,038억원 규모로 증가하였다. 이로 인해 2017년말 기준 130.8% 수준이었던 부채비율은 2019년 298.6%, 2021년 431.5%까지 상승함에 따라 당사는 높은 부채비율에 따른 유동성 리스크에 노출되어 있다. 향후 해외법인 정상화를 바탕으로 얼마나 빠르게 부채규모를 축소하는지 추이를 지속 관찰할 필요가 있다고 판단된다.

안정성 지표 추이



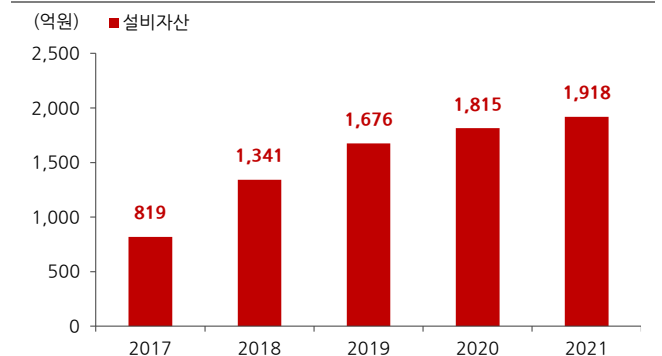
자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

이자발생부채 추이



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

설비자산 추이



자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

포괄손익계산서

(억원)	2018	2019	2020	2021	2022F
매출액	2,017	1,943	2,668	2,893	3,215
증가율(%)	47.9	-3.7	37.3	8.5	11.1
매출원가	1,570	1,771	2,425	2,515	2,756
매출원가율(%)	77.8	91.1	90.9	86.9	85.7
매출총이익	447	172	243	378	459
매출이익률(%)	22.2	8.9	9.1	13.1	14.3
판매관리비	267	271	266	314	336
판매비율(%)	13.2	13.9	10.0	10.9	10.5
EBITDA	270	30	124	220	271
EBITDA 이익률(%)	13.4	1.6	4.7	7.6	8.4
증가율(%)	52.5	-88.8	310.2	77.2	23.1
영업이익	180	-99	-23	64	123
영업이익률(%)	8.9	-5.1	-0.9	2.2	3.8
증가율(%)	56.0	적전	적지	흑전	91.1
영업외손익	-56	-50	-32	-41	-33
금융수익	21	44	49	35	34
금융비용	74	91	90	81	72
기타영업외손익	-3	-3	9	4	4
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	123	-149	-55	23	90
증가율(%)	21.7	적전	적지	흑전	288.6
법인세비용	47	28	62	76	74
계속사업이익	76	-177	-117	-53	16
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	76	-177	-117	-53	16
당기순이익률(%)	3.8	-9.1	-4.4	-1.8	0.5
증가율(%)	19.9	적전	적지	적지	흑전
지배주주지분 순이익	76	-178	-121	-64	19

현금흐름표

(억원)	2018	2019	2020	2021	2022F
영업활동으로인한현금흐름	-67	-135	255	-82	105
당기순이익	76	-177	-117	-53	16
유형자산 상각비	85	121	139	147	143
무형자산 상각비	6	8	9	9	6
외환손익	14	9	1	10	0
운전자본의감소(증가)	-292	-81	103	-243	-57
기타	44	-15	120	48	-3
투자활동으로인한현금흐름	-358	-175	-62	-34	-4
투자자산의 감소(증가)	-5	1	-4	0	-3
유형자산의 감소	0	25	3	19	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-343	-206	-62	-47	0
기타	-10	5	1	-6	-1
재무활동으로인한현금흐름	467	412	167	4	1
차입금의 증가(감소)	467	443	179	18	1
사채의증가(감소)	0	0	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	0	-23	0	0	0
기타	0	-8	-12	-14	0
기타현금흐름	-7	7	13	11	2
현금의증가(감소)	35	110	373	-102	104
기초현금	149	184	294	667	565
기말현금	184	294	667	565	669

재무상태표

(억원)	2018	2019	2020	2021	2022F
유동자산	1,183	1,154	1,443	1,566	1,782
현금성자산	184	294	667	565	669
단기투자자산	10	0	6	10	11
매출채권	508	337	372	429	476
재고자산	351	458	354	495	550
기타유동자산	129	65	44	67	75
비유동자산	1,572	1,708	1,607	1,538	1,394
유형자산	1,486	1,598	1,524	1,467	1,325
무형자산	31	27	20	13	7
투자자산	31	48	46	42	45
기타비유동자산	24	35	17	16	17
자산총계	2,755	2,862	3,050	3,105	3,175
유동부채	1,319	1,625	2,113	1,981	2,028
단기차입금	603	1,055	1,226	1,298	1,298
매입채무	248	214	203	253	281
기타유동부채	468	356	684	430	449
비유동부채	514	519	338	539	547
사채	112	116	0	0	0
장기차입금	368	345	263	459	459
기타비유동부채	34	58	75	80	88
부채총계	1,833	2,144	2,452	2,520	2,575
지배주주지분	440	236	118	50	69
자본금	103	103	103	103	103
자본잉여금	398	398	396	396	396
자본조정 등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	-32	-33	-39	5	5
이익잉여금	440	236	118	50	69
자본총계	923	718	598	584	600

주요투자지표

	2018	2019	2020	2021	2022F
P/E(배)	44.4	N/A	N/A	N/A	48.8
P/B(배)	3.7	1.9	3.0	2.2	1.6
P/S(배)	1.7	0.7	0.7	0.4	0.3
EV/EBITDA(배)	16.5	94.0	25.0	12.2	8.5
배당수익률(%)	0.7	0.0	0.0	0.0	0.0
EPS(원)	369	-861	-587	-310	91
BPS(원)	4,406	3,413	2,802	2,684	2,775
SPS(원)	9,779	9,418	12,933	14,027	15,587
DPS(원)	111	0	0	0	0
수익성(%)					
ROE	8.7	-22.0	-18.9	-11.3	3.3
ROA	3.2	-6.3	-4.0	-1.7	0.5
ROIC	6.2	-6.2	-1.6	-7.5	1.1
안정성(%)					
유동비율	89.7	71.0	68.3	79.1	87.8
부채비율	198.7	298.6	409.9	431.5	429.3
순차입금비율	114.8	205.8	221.2	250.5	226.6
이자보상배율	5.2	-1.6	-0.4	1.2	2.3
활동성(%)					
총자산회전율	0.8	0.7	0.9	0.9	1.0
매출채권회전율	5.6	4.6	7.5	7.2	7.1
재고자산회전율	6.6	4.8	6.6	6.8	6.1

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소기업 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 투자정보 등 대외제공에 관한 한국IR협의회 기업리서치센터의 내부통제 기준을 준수하고 있습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.