

2023.5.26



Company Analysis | Mid-Small Cap

Analyst 조은애

02. 3779 8951 _ goodkid@ebestsec.co.kr

Buy (신규)

목표주가 (신규)	7,500 원
현재주가	4,925 원
상승여력	52.3 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSDAQ (05/25)	847.72 pt
시가총액	1,016 억원
발행주식수	20,628 천주
52 주 최고가/최저가	5,760 / 3,835 원
90 일 일평균거래대금	1.5 억원
외국인 지분율	1.1%
배당수익률(23.12E)	0.0%
BPS(23.12E)	2,322 원
KOSDAQ 대비상대수익률	1개월 14.1%
	6개월 -0.1%
	12개월 -10.0%
주주구성	코스맥스비티아이(외 10인) 39.0%
	뉴트리바이오택우리사주 0.2%
	박진우 (외 1인) 0.2%

Stock Price



코스맥스엔비티 (222040)

알고보니 중국 소비 성장주

호주법인: 매출, 이익 고성장 구간 진입

올해부터 호주법인은 중국 대형고객사를 기반으로 비용 커버가 가능한 매출규모를 달성 하면서 매출 및 이익 고성장 구간에 진입할 전망이다. 2023년 예상 호주법인 매출액은 704억원으로 전년동기 대비 +23% yoy 증가를 전망한다. 매출액 고성장은 기존 1대 고객사인 Swisse(중국향)의 두자리수 매출 성장이 지속되는 가운데, 4Q22 신규 편입된 중국 로컬 1위 건강기능식품 고객사(By-Health)의 실적기여가 온기 반영될 전망이다. 호주법인 예상 영업이익은 2023F 23억원 → 2024F 62억원으로 본격적으로 연결실적에 기여하는 구간으로 진입할 전망이다.

국내법인: 마진 좋은 수출 비중 확대로 수익성 개선

2023년 예상 국내법인 매출액은 2,352억원(+7% yoy)이다. 지역별 매출액은 내수 1,254억원(+2% yoy), 수출 1,098억원(+13% yoy)를 전망한다. 수출 매출 고성장은 국내법인에서 제조하여 중국 온라인 사업자에게 직접공급하는 직납 매출 고성장(+56% yoy)에 기인한다. 직납 매출은 수익성이 좋기 때문에, 직납 비중확대는 수익성 개선 요인이다. 2023년 예상 영업이익은 334억원(+10% yoy), 영업이익률 14.2%(+0.5%p yoy)이며, 국내법인 수출 비중은 2022 37% → 2023F 47% → 2024F 48%로 확대를 예상한다.

2024년, 주요 해외법인 실적기여 시작

코스맥스엔비티에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 7,500원으로 커버리지를 개시한다. 목표 주가는 주요 해외법인 구조조정이 종료되고 정상화되는 시점인 2024년을 기준으로 설정하고, 타겟 멀티플은 비교기업 2024F PER 평균 8배를 적용했다. 중국 매출 비중, 중국 관련 수출증가를 측면에서 동사의 멀티플은 비교기업인 콜마비앤에이치 2024F PER 10배 대비 프리미엄을 받을 수 있으나, 미국 법인 관련 우려와 재무상태를 감안해 보수적인 멀티플을 적용했다. 2024F 기준 주요 해외 법인의 합산 실적이 흑자전환하여 전사 실적에 기여하는 구간으로 진입하고, 핵심 고객사가 중국 건식 시장에서 유의미한 성장을 하고 있다는 측면에서 시장의 관심은 점진적으로 확대될 것으로 예상된다.

Financial Data

(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	2,893	3,282	3,440	3,798	4,144
영업이익	64	22	185	357	450
순이익	-53	-129	66	201	276
EPS (원)	-310	-634	309	972	1,336
증감률 (%)	적지	적지	흑전	214.8	37.5
PER (x)	-18.6	-6.8	16.0	5.1	3.7
PBR (x)	2.2	2.0	2.1	1.5	1.1
영업이익률 (%)	2.2	0.7	5.4	9.4	10.8
EBITDA 마진 (%)	7.6	5.5	8.8	12.2	13.3
ROE (%)	-11.3	-26.4	13.9	34.6	33.7

주: IFRS 연결 기준

자료: 코스맥스엔비티, 이베스트투자증권 리서치센터

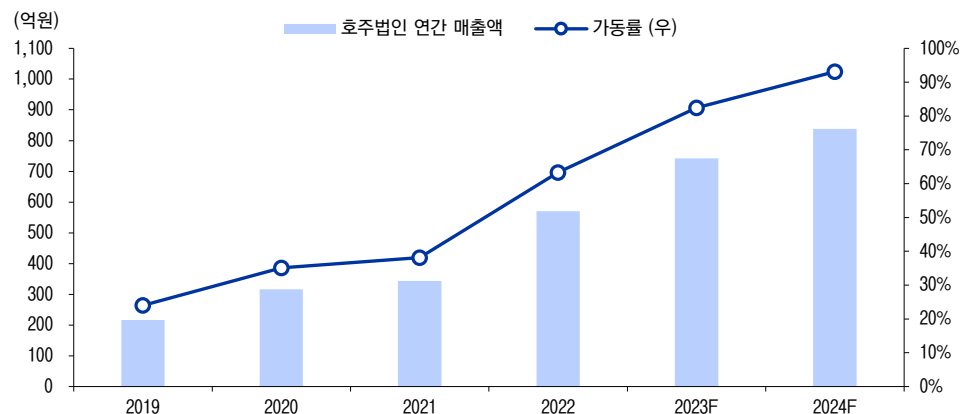
투자포인트 1. 호주법인 매출, 이익 고성장 구간 진입

중국 건기식 탑브랜드 고객사 편입으로 로컬 시장 성장 수혜 가능

올해부터 호주법인은 중국 대형고객사를 기반으로 비용 커버가 가능한 매출규모를 달성하면서 매출 및 이익 고성장 구간에 진입할 전망이다. 2023년 예상 호주법인 매출액은 704억원으로 전년동기 대비 +23% yoy 증가를 전망한다. 기존 1대 고객사인 Swisse(중국향)의 두자리수 매출 성장이 지속되는 가운데, 4Q22 신규 편입된 중국 로컬 1위 건강기능식품 고객사(By-Health)의 실적기여가 온기 반영될 전망이다.

매출총이익률은 10%(+6%p yoy)로 개선을 전망한다. 매출총이익률 개선은 ① 원재료비 인상에 따른 공급가 재협상 반영, ② 호주생산법인 생산성 향상, ③ 원재료비 단가 하락에 기인한다. 예상 영업이익은 2023F 23억원 → 2024F 62억원 이다.

그림1 호주법인 연간 매출액 추이 및 가동률



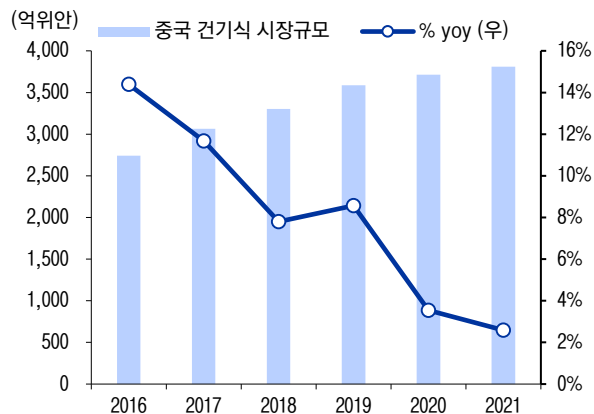
자료: 코스맥스엔비티, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 호주법인 수익구조 예상

(억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	316	343	570	704	831
% yoy	46%	9%	66%	23%	18%
매출원가	319	329	550	633	715
% sales	101%	96%	96%	90%	86%
고정비	38	38	38	38	30
% sales	12%	11%	7%	5%	4%
변동비	281	291	512	595	685
% sales	89%	85%	90%	85%	83%
매출총이익	-4	14	21	71	115
GPM	적자지속	4%	4%	10%	14%
판관비	40	36	43	48	53
% sales	13%	11%	8%	7%	6%
영업이익	-44	-22	-22	23	62
OPM	적자지속	적자지속	적자지속	3%	8%

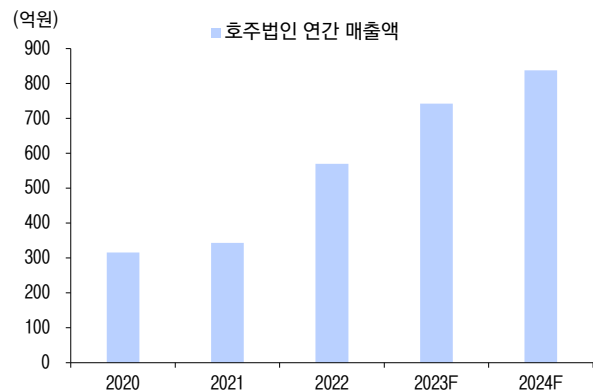
자료: 코스맥스엔비티, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 중국건강기능식품 시장규모 및 성장률 추이



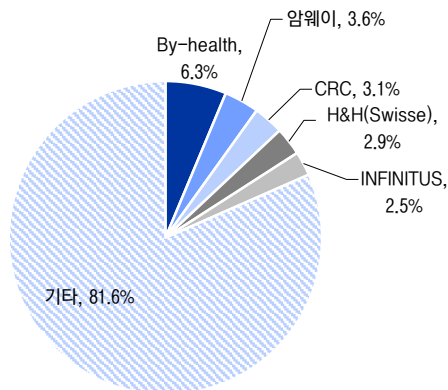
자료: 共研网, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 코스맥스엔비티 호주법인 매출액 추이



자료: 코스맥스엔비티, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 중국건강기능식품 시장 브랜드별 M/S (2021)



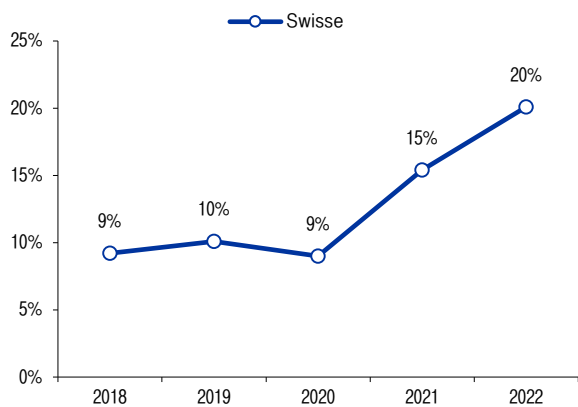
자료: 共研网, 이베스트투자증권 리서치센터

그림6 코스맥스엔비티 주요 해외고객사



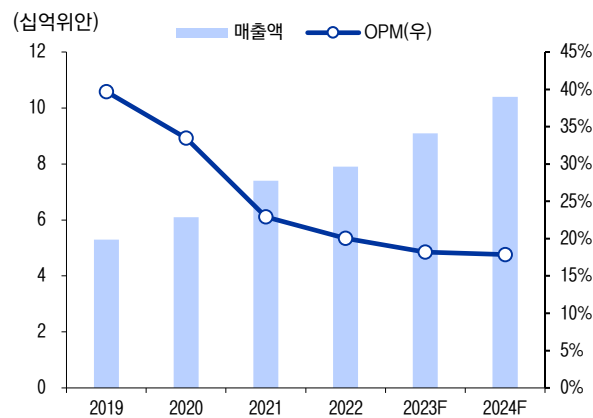
자료: 코스맥스엔비티, 이베스트투자증권 리서치센터

그림7 호주 제 1 고객사 Swisse 중국 매출성장률 추이



자료: Swisse, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 신규고객사 By-health (4Q22 편입) 실적 추이



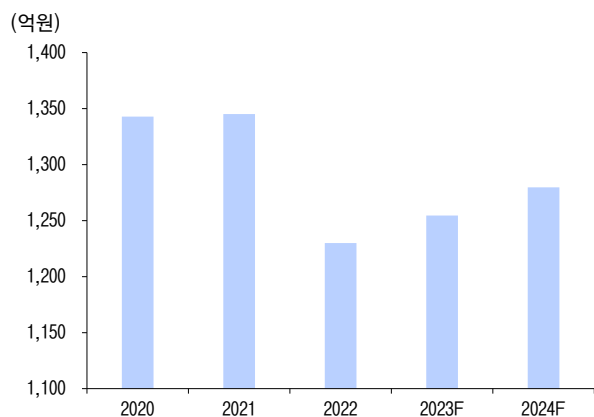
자료: By-health, 이베스트투자증권 리서치센터

투자포인트 2. 마진 좋은 수출비중 확대로 수익성 개선

마진 좋은 수출 매출 비중 확대

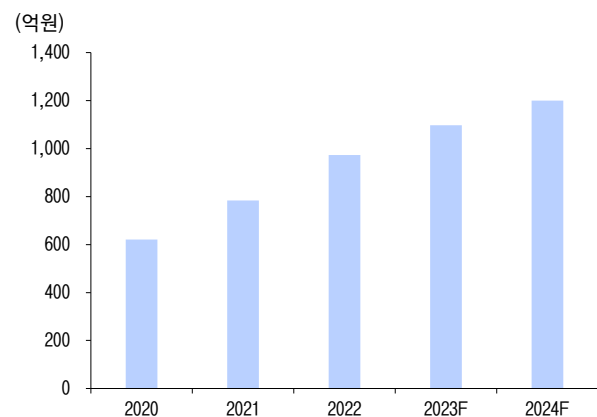
2023년 예상 국내법인 매출액은 2,352억원(+7% yoy)이다. 지역별 매출액은 내수 1,254억원(+2% yoy), 수출 1,098억원(+13% yoy)을 전망한다. 수출 매출 고성장은 국내법인에서 제조하여 중국 온라인 사업자에게 직접공급하는 직납 매출 고성장(+56% yoy)에 기인한다. 직납 매출은 수익성이 좋기 때문에, 직납 비중확대는 수익성 개선 요인이다. 2023년 예상 영업이익은 334억원(+10% yoy), 영업이익률 14.2%(+0.5%p yoy)이며, 국내법인 수출 비중은 2022 37% → 2023F 47% → 2024F 48%로 확대를 예상한다.

그림9 국내법인 내수 매출 추이 및 전망



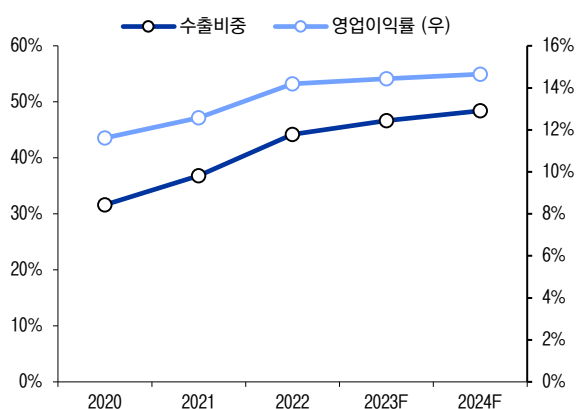
자료: 코스맥스엔비티, 이베스트투자증권 리서치센터

그림10 국내법인 수출 매출 추이 및 전망



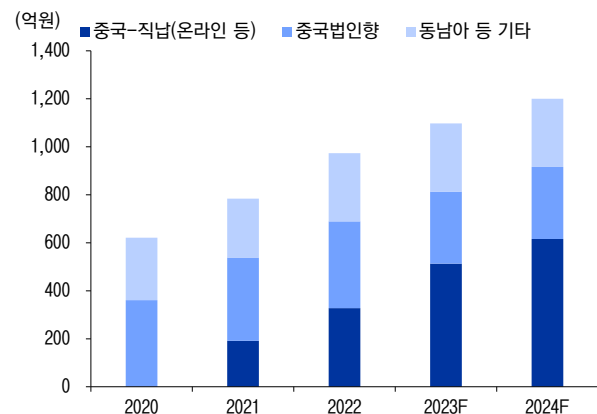
자료: 코스맥스엔비티, 이베스트투자증권 리서치센터

그림11 국내법인 수출 매출 비중과 영업이익률 추이 및 전망



자료: 코스맥스엔비티, 이베스트투자증권 리서치센터

그림12 수출 매출 브렉다운



자료: 코스맥스엔비티, 이베스트투자증권 리서치센터

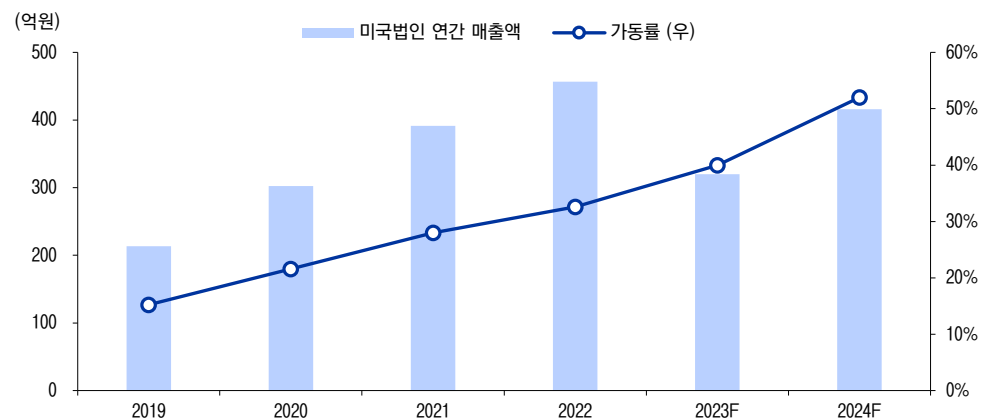
투자포인트 3. 미국법인 비용 부담 축소로 수익성 개선 가시성 확보

미국법인 구조조정 통한 비용 부담 축소로 적자 축소 기대

미국법인은 기존 1, 2 공장 운영방식에서 2공장을 매각하고, 1공장의 가동률을 높이는 구조조정 작업을 진행 중이다. 미국법인 예상 생산능력은 기존 1,400억원 → 구조조정 이후 800억원이며, 생산능력 대비 낮은 가동률로 높았던 고정비(감가상각비, 공장 운영비 등) 부담은 크게 축소 될 전망이다.

2023년 생산능력 축소를 감안한 예상 매출액은 320억원(-30% yoy), 영업이익 -157억원(적자폭 축소 yoy) 이다. 2024년에는 고정비 레벨이 낮아지고, 선별수주를 통해 매출총이익률 8%로 흑자전환이 가능하다고 판단하며, 영업이익 기준으로 -52억원으로 미국법인 적자 부담이 크게 해소될 것으로 예상된다.

그림13 미국법인 연간 매출액 추이 및 가동률



자료: 코스맥스엔비티, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 미국법인 수익구조 예상

(억원)	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	302	392	457	320	416	541
% yoy	42%	29%	17%	-30%	30%	30%
매출원가	480	546	657	394	381	457
% sales	159%	140%	144%	123%	92%	85%
고정비	53	53	53	30	25	25
% sales	18%	14%	12%	9%	6%	5%
변동비	427	493	604	364	356	432
% sales	141%	126%	132%	114%	86%	80%
매출총이익	-178	-155	-200	-74	35	84
GPM	적자지속	적자지속	적자지속	적자폭축소	8%	15%
판관비	60	68	79	83	87	91
% sales	20%	17%	17%	26%	21%	17%
영업이익	-238	-223	-279	-157	-52	-7
OPM	적자지속	적자지속	적자지속	적자폭축소	적자폭축소	적자폭축소

자료: 코스맥스엔비티, 이베스트투자증권 리서치센터

실적 전망과 Valuation

2023년 예상 매출액은 3,440억원(+5% yoy), 영업이익 185억원(+725% yoy), 영업이익률 5%(+4%p yoy)를 전망한다. 2024년 예상 매출액은 3,798억원(+10% yoy), 영업이익 357억원(+93% yoy), 영업이익률 9%(+4%p yoy)이다. 2024년에는 주요 해외법인의 합산 영업이익이 흑자전환하여 실적에 기여할 것으로 판단한다. 호주법인은 중국 로컬 Top 3 업체를 고객사로 확보하여 매출과 영업이익 고성장 사이클에 진입하고, 미국법인은 고정비 레벨이 낮아지면서 선별수주를 통해 매출총이익률 기준 흑자전환이 가능하다고 판단한다.

코스맥스엔비티에 대해 투자의견 Buy, 목표주가 7,500원으로 커버리지를 개시한다. 목표주는 주요 해외법인 구조조정이 종료되고 정상화되는 시점인 2024년을 기준실적으로 설정하고, 타겟 멀티플은 중국 수출이 있는 콜마비엔에이치와 노바렉스를 비교기업으로 선정하여 2024F PER 평균 8배를 적용했다. 중국 매출비중, 중국 관련 수출증가율 측면에서 동사의 멀티플은 비교기업인 콜마비엔에이치 2024F PER 10배 대비 프리미엄을 받을 수 있으나, 미국 법인 관련 우려와 재무상태를 감안해 보수적인 멀티플을 적용했다.

표1 코스맥스엔비티 PER Valuation

	2020	2021	2022	2023E	2024E
지배주주순이익 (억원)	-121	-64	-131	64	200
발행주식수 (천주)					20,628
Target PER (x)					8
적정 시가총액 (억원)					1,540
현재주가 (원)					4,925
목표주가 (원)					7,500
상승여력					52%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 피어 밸류에이션 테이블 (컨센서스 기준)

	시가총액 (억원)	매출액 (억원)			OPM (%)			PER (배)		
		2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E
콜마비엔에이치	6,322	5,759	6,443	7,013	11	12	13	21	11	10
노바렉스	1,643	2,817	2,914	3,070	9	11	10	9	8	7
평균					10	11	11	15	9	8

자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

표3 코스맥스엔비티 실적테이블

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2020	2021	2022	2023E	2024E
매출액	786	923	839	734	804	2,668	2,893	3,282	3,440	3,798
% yoy	13%	14%	24%	3%	2%	37%	8%	13%	5%	10%
국내법인	561	615	504	524	522	1,964	2,129	2,203	2,352	2,480
% yoy	5%	9%	7%	-6%	-7%	34%	8%	3%	7%	5%
% sales	71%	67%	60%	71%	65%	74%	74%	67%	68%	65%
호주법인	86	140	181	163	172	316	343	570	704	831
% yoy	14%	33%	99%	130%	100%		9%	66%	23%	18%
% sales	11%	15%	22%	22%	21%	12%	12%	17%	20%	22%
미국법인	110	154	132	62	56	302	392	457	320	416
% yoy	19%	41%	33%	-32%	-49%		29%	17%	-30%	30%
% sales	14%	17%	16%	8%	7%	11%	14%	14%	9%	11%
연결조정	29	14	23	-14	53	86	30	52	64	71
% yoy	-	-51%	34%	68%	80%		-65%	74%	23%	11%
% Sales	4%	2%	3%	-2%	7%	3%	1%	2%	2%	2%
매출총이익	100	136	101	44	103	243	378	381	536	742
GPM	13%	15%	12%	6%	13%	9%	13%	12%	16%	20%
판매비와관리비	92	88	87	91	88	266	314	358	352	385
% sales	12%	10%	10%	12%	11%	10%	10%	10%	14%	19%
영업이익	8	48	13	-46	15	-23	64	22	185	357
OPM	1%	5%	2%	-6%	2%	-1%	2%	1%	5%	9%
국내법인	76	87	70	69	82	228	268	303	334	358
OPM	14%	14%	14%	13%	16%	12%	13%	14%	14%	14%
호주법인	-11	-4	-3	-5	-7	-44	-22	-22	23	62
OPM	-12%	-3%	-2%	-3%	-4%	-14%	-6%	-4%	3%	8%
미국법인	-64	-43	-55	-117	-54	-238	-223	-279	-157	-52
OPM	-59%	-28%	-41%	-190%	-95%	-79%	-57%	-61%	-49%	-13%
연결조정	7	7	1	6	-7	31	42	21	-15	-11
OPM	23%	52%	3%	-42%	-12%	36%	140%	40%	-23%	-15%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림14 코스맥스엔비티 12M FWD PER 밴드 차트



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림15 코스맥스엔비티 12M FWD PBR 밴드 차트



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

코스맥스엔비티 (222040)

재무상태표

(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	1,566	1,882	1,980	2,109	2,234
현금 및 현금성자산	565	639	725	820	916
매출채권 및 기타채권	447	456	462	468	477
재고자산	495	429	404	416	420
기타유동자산	59	358	389	405	421
비유동자산	1,538	1,158	1,136	1,094	1,063
관계기업투자등	13	24	23	24	25
유형자산	1,467	1,083	1,066	1,024	991
무형자산	13	9	5	2	1
자산총계	3,105	3,040	3,117	3,203	3,297
유동부채	1,981	2,121	2,464	2,347	2,163
매입채무 및 기타채무	338	325	385	385	397
단기금융부채	1,569	1,707	2,008	1,888	1,688
기타유동부채	74	88	72	75	78
비유동부채	539	446	134	137	140
장기금융부채	469	372	54	54	54
기타비유동부채	70	74	80	83	87
부채총계	2,520	2,567	2,598	2,484	2,303
지배주주지분	554	435	479	679	955
자본금	103	103	103	103	103
자본잉여금	396	389	389	389	389
이익잉여금	50	-73	-9	191	467
비지배주주지분(연결)	31	37	39	39	39
자본총계	584	473	518	719	995

현금흐름표

(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-82	136	212	281	369
당기순이익(손실)	-53	-129	66	201	276
비현금수익비용가감	317	449	169	110	105
유형자산감가상각비	147	152	113	105	101
무형자산상각비	9	6	5	2	1
기타현금수익비용	162	252	47	3	3
영업활동 자산부채변동	-243	-38	-23	-30	-12
매출채권 감소(증가)	-44	-3	-9	-6	-9
재고자산 감소(증가)	-117	0	33	-12	-4
매입채무 증가(감소)	42	-43	27	0	12
기타자산, 부채변동	-124	8	-75	-12	-12
투자활동 현금흐름	-34	-13	-89	-66	-72
유형자산처분(취득)	-29	-24	-82	-62	-68
무형자산 감소(증가)	1	0	0	0	0
투자자산 감소(증가)	0	-10	-6	-2	-2
기타투자활동	-6	20	-1	-2	-2
재무활동 현금흐름	-4	56	37	120	200
차입금의 증가(감소)	4	-54	-37	-120	-200
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	0	0	0	0	0
기타재무활동	-8	110	73	240	400
현금의 증가	-102	74	86	95	97
기초현금	667	565	639	725	820
기말현금	565	639	725	820	916

자료: 코스맥스엔비티, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	2,893	3,282	3,440	3,798	4,144
매출원가	2,515	2,901	2,903	3,056	3,286
매출총이익	378	381	536	742	857
판매비 및 관리비	314	358	352	385	408
영업이익	64	22	185	357	450
(EBITDA)	220	181	302	464	552
금융손익	-37	-56	-96	-93	-87
이자비용	53	78	104	98	92
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-4	-12	6	0	0
세전계속사업이익	23	-45	94	264	363
계속사업법인세비용	76	84	28	63	87
계속사업이익	-53	-129	66	201	276
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-53	-129	66	201	276
지배주주	-64	-131	64	201	276
총포괄이익	-10	-138	66	201	276
매출총이익률 (%)	13.1	11.6	15.6	19.5	20.7
영업이익률 (%)	2.2	0.7	5.4	9.4	10.8
EBITDA 마진률 (%)	7.6	5.5	8.8	12.2	13.3
당기순이익률 (%)	-1.8	-3.9	1.9	5.3	6.7
ROA (%)	-2.1	-4.3	2.1	6.3	8.5
ROE (%)	-11.3	-26.4	13.9	34.6	33.7
ROIC (%)	-7.4	0.8	7.1	15.1	19.3

주요 투자지표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
투자지표 (x)					
P/E	-18.6	-6.8	16.0	5.1	3.7
P/B	2.2	2.0	2.1	1.5	1.1
EV/EBITDA	12.1	12.7	7.7	4.5	3.3
P/CF	4.5	2.8	4.3	3.3	2.7
배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
성장성 (%)					
매출액	8.5	13.4	4.8	10.4	9.1
영업이익	흑전	-65.2	724.6	93.3	25.9
세전이익	흑전	적전	흑전	181.0	37.5
당기순이익	적지	적지	흑전	205.1	37.5
EPS	적지	적지	흑전	214.8	37.5
안정성 (%)					
부채비율	431.5	543.3	501.3	345.6	231.6
유동비율	79.1	88.7	80.4	89.8	103.3
순차입금/자기자본(x)	250.5	299.5	252.0	151.7	79.7
영업이익/금융비용(x)	1.2	0.3	1.8	3.6	4.9
총차입금 (억원)	2,038	2,079	2,061	1,941	1,741
순차입금 (억원)	1,463	1,415	1,306	1,090	792
주당지표(원)					
EPS	-310	-634	309	972	1,336
BPS	2,684	2,109	2,322	3,294	4,630
CFPS	1,280	1,551	1,137	1,507	1,848
DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

코스맥스엔비티 목표주가 추이

(원)

14,000

12,000

10,000

8,000

6,000

4,000

2,000

0

21/05

21/11

22/05

22/11

23/05

주가

목표주가

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
2023.05.26	신규	조은애									
2023.05.26	Buy	7,500									

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 조은애).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수)	+15% 이상 기대	91.3%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 $\pm 15\%$ 로 변경
		Hold (보유)	-15% ~ +15% 기대	8.7%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2022.4.1 ~ 2023.3.31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)