

Analyst 김혜미 · 02)6923-7337 · consumer@capefn.com

코스맥스엔비티 (222040KQ | Buy 신규 | TP 20,000원 신규)

영역 확대를 위한 단기적 이익 희생 불가피

코스맥스엔비티에 대해 투자이견 Buy와 목표주가 20,000원을 제시합니다. 당사는 건강기능식품 OEM/ODM 전문 업체로, 소수의 네트워크 채널 고객사에 치우쳤던 기존의 매출구조를 다변화하기 위해 노력을 기울이고 있습니다. 이러한 과정에서 올해 실적은 감익이 예상됩니다. 해외법인의 턴어라운드 지연에 따라 당분간 주가 부진은 불가피할 전망이나 지속적인 외형 확대에 주목할 필요가 있다고 여겨집니다.

1Q19P 매출액 yoy +24.1%, 영업이익 yoy -58.6% 시현

- 1Q19 연결 매출액 529억원, 영업이익 20억원으로 전년 대비 수익성 크게 훼손 (OPM: 1Q18 11.1% → 1Q19 3.7%)
- 별도 매출액 yoy +19.0%, 영업이익 yoy +13.9% 기록. yoy 성장했으나 qoq 감소한 것은 명절 관련 선수요 발생 및 지난 4Q18 신규 고객사 편입 대응에 따른 역기지 효과. 전년 대비 0.8%p 감소한 수익성은 최저임금 영향
- 해외 법인은, 중국: yoy +19.2%, 영업이익 yoy -78.5%. 미국: yoy +20.8%, 적자폭 확대(OP: 1Q18 -18억원 → 1Q19 -41억원), 호주: yoy +894.2%, 적자폭 축소(OP: 1Q18 -12억원 → 1Q19 -10억원)
- 전사적으로 매출 구조 다변화를 위한 선제적 투자 이뤄진 것으로 판단. 매출 성장 요인은 기존 고객사에서 비롯된 반면, 비용 지출 요인은 신규 고객사에서 기인

매출 구조 변화를 위한 수익성 희생

- 코스맥스엔비티의 기존 매출 기반은 소수의 네트워크 채널 고객사였으나, 최근들어 거래처를 확대하고 있는 추세
- 중국: 급성장하는 온라인 시장을 선점하고자 영업적 다변화(공격적 판가 제시, 홍보 등 마케팅 비용 적극 투입 등), 미국: 대형 PO 준비를 위한 제조 인력, 신제품 생산 등으로 원가 상승
- 하반기 매출 확대에 따라 수익성 점차 개선될 것으로 예상하나 정상 수준으로의 회복은 연말 이후 가능할 전망

투자이견 Buy와 목표주가 20,000원 신규 제시

- 목표주가는 12M fwd EPS 484원에 historical PER 40배 적용해 산정. 최근 건강기능식품의 범위가 이너뷰티로 확장되고, 판매 채널 역시 다변화되고 있어 전방산업 확대에 따른 수혜 가능할 전망



경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
매출액	(십억원)	136	202	233	262	297
영업이익	(십억원)	12	18	13	29	39
영업이익률	(%)	8.5	8.9	5.6	11.2	13.1
지배주주순이익	(십억원)	6	8	7	16	22
EPS	(원)	304	369	327	773	1,054
증감률	(%)	-63.6	21.5	-11.4	136.4	36.4
PER	(배)	72.1	44.4	39.0	16.5	12.1
PBR	(배)	5.3	3.7	2.8	2.4	2.0
ROE	(%)	7.5	8.6	7.7	16.1	18.8
EV/EBITDA	(배)	29.0	16.5	8.4	6.3	5.3
순차입금	(십억원)	61	106	80	53	26
부채비율	(%)	130.8	198.7	183.8	169.7	152.8

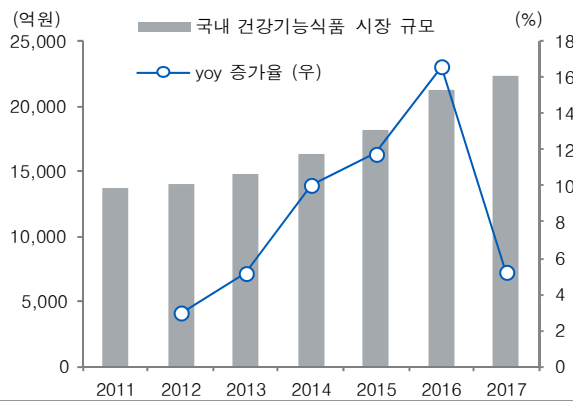
코스맥스엔비티 | 영역 확대를 위한 단기적 이익 희생 불가피

표1. 코스맥스엔비티 목표주가 산출내역

내용	금액	비고
12M fwd EPS (원)	484	
Target PER (배)	40	상장 이후 평균 PER 51 배 감산 연말 이후 수익성 정상화 및 전방 시장 지속 확대 고려
주당가치 (원)	19,360	
목표주가 (원)	20,000	
현재가 (원)	12,750	
Upside Potential	56.9%	

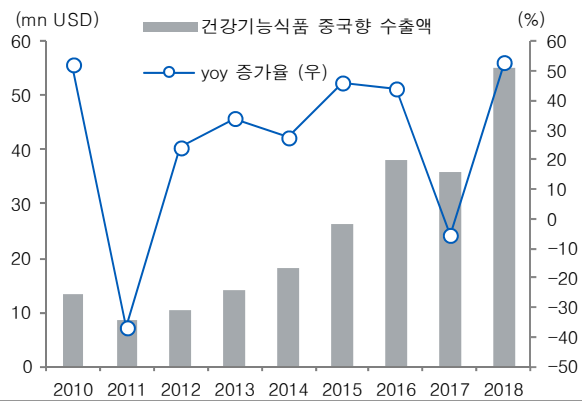
자료: 케이프투자증권 리서치본부

그림1. 국내 건강기능식품 시장 추이



자료: 코스맥스엔비티, 케이프투자증권 리서치본부

그림2. 국내 강기능식품 중국 수출 추이



자료: 관세청, 케이프투자증권 리서치본부

그림3. 건강기능식품의 기능 확대



자료: 케이프투자증권 리서치본부

코스맥스엔비티 | 영역 확대를 위한 단기적 이익 희생 불가피

표2. 코스맥스엔비티 실적 전망 Table

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2018	2019F	2020F
매출액(억원)	TOTAL	426	452	531	608	529	545	589	663	2,017	2,327	2,617
	뉴트리바이오텍(별도)	326	315	372	445	388	370	404	454	1,458	1,616	1,825
	내수	156	155	175	202	168	171	187	208	688	734	767
	수출	170	160	197	243	220	199	217	245	770	882	1,059
	뉴트리사이언스	17	19	25	39	28	27	31	40	101	125	145
	뉴트리 차이나	145	165	169	220	172	194	204	242	699	812	946
	뉴트리 USA	40	48	47	38	48	59	60	56	174	223	266
	뉴트리 호주	6	36	77	73	63	69	80	85	192	297	356
	연결조정 및 기타	(139)	(144)	(160)	(208)	(170)	(173)	(189)	(214)	(650)	(746)	(921)
<i>yoy %</i>	<i>TOTAL</i>	55.2	42.9	37.1	57.8	24.1	20.7	11.0	9.1	47.9	15.4	12.5
	뉴트리바이오텍(별도)	18.4	19.1	8.8	34.1	19.0	17.6	8.6	1.9	20.2	10.8	12.9
	내수	7.7	(5.1)	10.7	42.7	7.7	10.0	7.1	3.0	13.2	6.7	4.5
	수출	30.3	58.3	7.2	27.7	29.5	25.0	10.0	1.0	27.1	14.6	20.0
	뉴트리사이언스	175.5	459.0	255.0	176.7	59.7	40.0	20.0	2.0	225.9	23.7	15.9
	뉴트리 차이나	529.8	128.2	22.7	60.4	19.2	17.3	20.4	10.1	88.7	16.2	16.5
	뉴트리 USA	95.8	162.8	41.7	1.4	20.8	21.4	26.7	46.8	58.2	28.3	19.1
	뉴트리 호주	-	-	-	-	894.2	93.3	3.6	16.4	-	54.5	20.0
	연결조정 및 기타	75.8	110.1	(3.6)	29.4	22.6	20.7	18.1	2.9	37.2	14.8	23.5
<i>Sales portion %</i>	뉴트리바이오텍(별도)	76.5	69.7	70.0	73.2	73.4	67.9	68.6	68.4	72.3	69.4	69.7
	내수(별도매출=100)	47.8	49.3	47.0	45.4	43.2	46.1	46.3	45.9	47.2	45.4	42.0
	수출(별도매출=100)	52.2	50.7	53.0	54.6	56.8	53.9	53.7	54.1	52.8	54.6	58.0
	뉴트리사이언스	4.1	4.3	4.8	6.5	5.3	5.0	5.2	6.0	5.0	5.4	5.6
	뉴트리 차이나	33.9	36.5	31.9	36.2	32.6	35.5	34.6	36.5	34.6	34.9	36.1
	뉴트리 USA	9.3	10.7	8.9	6.3	9.1	10.8	10.2	8.5	8.6	9.6	10.1
	뉴트리 호주	1.5	7.9	14.5	12.0	11.9	12.7	13.5	12.8	9.5	12.8	13.6
	연결조정 및 기타	(32.6)	(31.8)	(30.1)	(34.1)	(32.2)	(31.8)	(32.0)	(32.2)	(32.2)	(32.1)	(35.2)
영업이익 (억원)	TOTAL	48	30	49	54	20	18	36	52	180	126	288
	뉴트리바이오텍(별도)	58	42	65	92	66	52	64	73	257	255	287
<i>yoy %</i>	<i>TOTAL</i>	140.9	100.5	4.8	57.0	(58.6)	(39.0)	(24.9)	(3.5)	56.0	(29.8)	128.3
	뉴트리바이오텍(별도)	42.8	7.3	6.4	30.7	13.9	24.1	(2.1)	(19.7)	21.7	(0.5)	12.3
OPM (%)	TOTAL	11.1	6.6	9.1	8.8	3.7	3.4	6.2	7.8	8.9	5.4	11.0
	국내	17.8	13.3	17.5	20.6	17.0	14.0	15.8	16.2	17.6	15.8	15.7
<i>yoy %p</i>	<i>TOTAL</i>	4.0	1.9	(2.8)	(0.0)	(7.4)	(3.3)	(3.0)	(1.0)	0.5	(3.5)	5.6
	뉴트리바이오텍(별도)	3.0	(1.5)	(0.4)	(0.5)	(0.8)	0.7	(1.7)	(4.4)	0.2	(1.8)	(0.1)

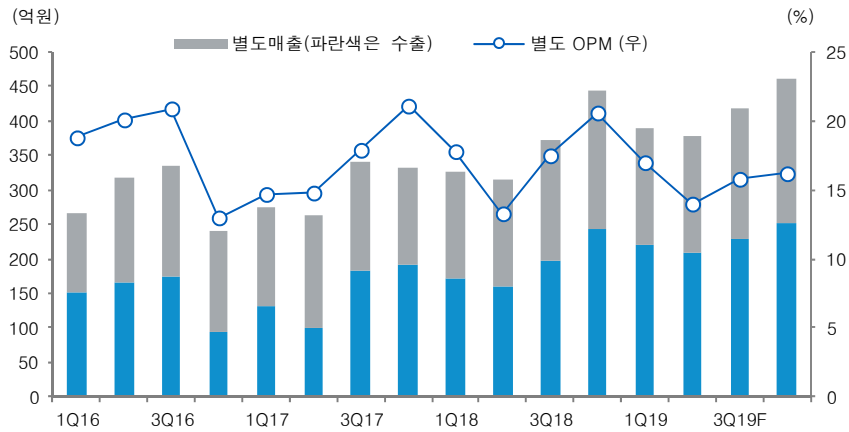
자료: 코스맥스엔비티, 케이프투자증권 리서치본부

표3. 종속회사 현황

종속회사	설립일	주요사업	지분율
(주)뉴트리사이언스	2014.02.03	물리화학 및 생물학 연구개발, 도소매	54.0%
(주)닥터디앤에이	2016.04.25	건강기능식품 및 식품 도소매업	40.6%
뉴트리바이오텍 상하이	2013.07.10	식품 도매유통업	100.0%
뉴트리바이오텍 USA	2014.08.01	제조업	100.0%
뉴트리바이오텍 호주	2016.01.27	제조업	100.0%
뉴트리바이오텍 싱가포르	2018.01.19	건강기능식품 및 식품 도매업	100.0%

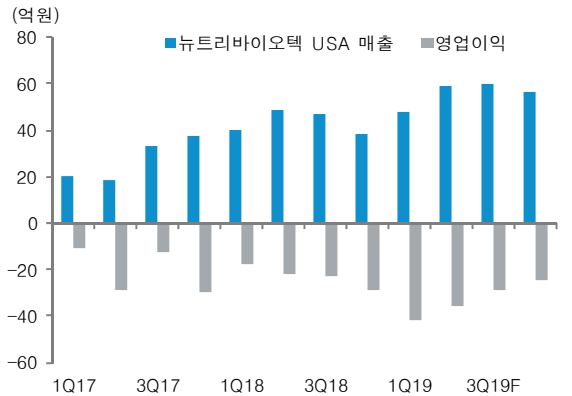
자료: 코스맥스엔비티, 케이프투자증권 리서치본부

그림4. 별도 실적 추이 및 전망



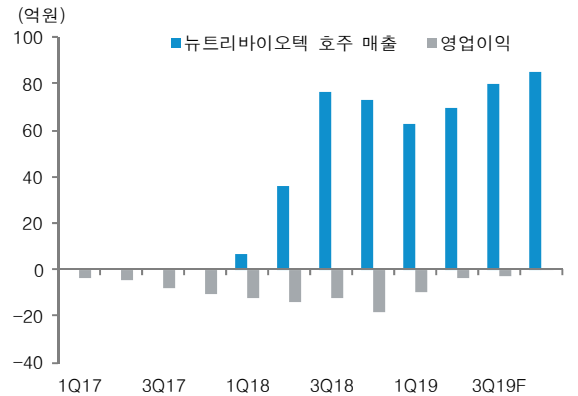
자료: 코스맥스엔비티, 케이프투자증권 리서치본부

그림5. 미국법인 실적 추이 및 전망



자료: 코스맥스엔비티, 케이프투자증권 리서치본부

그림6. 호주법인 실적 추이 및 전망



자료: 코스맥스엔비티, 케이프투자증권 리서치본부

코스맥스엔비티 | 영역 확대를 위한 단기적 이익 희생 불가피

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E	(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E
유동자산	118	146	190	236	매출액	202	233	262	297
현금및현금성자산	18	30	60	89	증가율(%)	47.9	15.5	12.5	13.4
매출채권 및 기타채권	53	61	69	78	매출원가	157	194	210	235
재고자산	35	41	46	52	매출총이익	45	40	52	62
비유동자산	157	130	112	98	매출총이익률(%)	22.2	17.0	20.0	21.0
투자자산	3	1	1	2	판매비와 관리비	27	27	23	23
유형자산	149	124	106	93	영업이익	18	13	29	39
무형자산	3	2	2	1	영업이익률(%)	8.9	5.6	11.2	13.1
자산총계	276	276	301	335	EBITDA	27	41	51	56
유동부채	132	126	136	148	EBITDA M%	13.4	17.7	19.4	18.7
매입채무 및 기타채무	32	37	42	48	영업외손익	-6	-2	-3	-3
단기차입금	60	63	65	67	지분법관련손익	0	0	0	0
유동성장기부채	17	0	0	0	금융손익	-5	-2	-3	-3
비유동부채	51	52	53	54	기타영업외손익	0	1	0	0
사채 및 장기차입금	48	48	49	49	세전이익	12	11	27	36
부채총계	183	179	190	202	법인세비용	5	4	10	13
지배기업소유지분	91	95	109	128	당기순이익	8	7	17	23
자본금	10	10	10	10	지배주주순이익	8	7	16	22
자본잉여금	40	40	40	40	지배주주순이익률(%)	3.8	3.1	6.4	7.7
이익잉여금	44	48	62	82	비지배주주순이익	0	1	1	1
기타자본	-3	-3	-3	-3	기타포괄이익	-2	0	0	0
비지배지분	1	2	3	4	총포괄이익	6	7	17	23
자본총계	92	97	112	132	EPS 증가율(% , 지배)	21.5	-11.4	136.4	36.4
총차입금	125	112	114	117	이자손익	-3	-4	-4	-4
순차입금	106	80	53	26	총외화관련손익	-2	2	1	0

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	-7	28	32	32	총발행주식수(천주)	20,628	20,628	20,628	20,628
영업에서 창출된 현금흐름	0	36	45	49	시가총액(십억원)	338	263	263	263
이자 수취	0	0	0	0	주가(원)	16,400	12,750	12,750	12,750
이자 지급	-4	-4	-4	-4	EPS(원)	369	327	773	1,054
배당금 수입	0	0	0	0	BPS(원)	4,406	4,622	5,285	6,228
법인세부담액	-3	-4	-10	-13	DPS(원)	111	111	111	111
투자활동 현금흐름	-36	0	-3	-3	PER(X)	44.4	39.0	16.5	12.1
유동자산의 감소(증가)	-1	0	0	0	PBR(X)	3.7	2.8	2.4	2.0
투자자산의 감소(증가)	-1	2	0	0	EV/EBITDA(X)	16.5	8.4	6.3	5.3
유형자산 감소(증가)	-34	-3	-3	-3	ROE(%)	8.6	7.7	16.1	18.8
무형자산 감소(증가)	-2	0	0	0	ROA(%)	3.2	2.7	5.8	7.2
재무활동 현금흐름	47	-16	0	0	ROIC(%)	6.5	4.5	10.8	15.2
사채및차입금증가(감소)	50	-13	3	3	배당수익률(%)	0.7	0.9	0.9	0.9
자본금및자본잉여금 증감	0	0	0	0	부채비율(%)	198.7	183.8	169.7	152.8
배당금 지급	0	-2	-2	-2	순차입금(자기자본(%))	114.8	82.5	47.6	19.8
외환환산으로 인한 현금변동	-1	0	0	0	유동비율(%)	89.7	115.4	139.1	159.9
연결범위변동으로 인한 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	5.2	3.2	7.5	9.7
현금증감	4	12	29	29	총자산회전율	0.8	0.8	0.9	0.9
기초현금	15	18	30	60	매출채권 회전율	5.4	4.1	4.0	4.0
기말현금	18	30	60	89	재고자산 회전율	6.6	6.2	6.1	6.1
FCF	-41	25	29	29	매입채무 회전율	6.1	5.6	5.3	5.2

자료: 케이프투자증권

Compliance Notice _ 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경내역

코스맥스엔비티(222040) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2017-10-31	2017-11-08	2018-01-30	2018-04-25	2018-08-03	2019-05-13	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	담당자 변경	
목표주가	33,000원	33,000원	33,000원	33,000원	33,000원		
제시일자	2019-05-13						
투자의견	Buy						
목표주가	20,000원						

목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2017-10-31	Buy	33,000원	-33.76	-31.82
2018-10-31	1년경과	33,000원	-51.94	-43.79
2019-05-13	Buy	20,000원		

*괴리율 산정 : 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

Ratings System

구분	대상기간	투자의견	비고
[기업분석]	12개월	BUY(15% 초과) · HOLD(-15%~15%) · REDUCE(-15% 미만)	* 단, 산업 및 기업에 대한 최종분석 이전에는 긍정, 중립, 부정으로 표시할 수 있음. * 기준일 2019.03.31까지
[산업분석]	12개월	Overweight · Neutral · Underweight	
[투자비용]	12개월	매수(93.83%) · 매도(0.00%) · 중립(6.17%)	

Compliance

- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 공표일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 조사분석 담당자 및 그배우자는 공표일 기준 동 자료에 언급된 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.