



코스맥스엔비티

Bloomberg Code (222040 KS) | Reuters Code (222040.KQ)

2023년 7월 26일

[건강기능식품]

실적은 중국에 맡기자

조영권 연구원
☎ 02-3772-1539
✉ yk.cho@shinhan.com

지인해 연구위원
☎ 02-3772-1562
✉ inhae.ji@shinhan.com



매수
(유지)



현재주가 (7월 25일)
4,980 원



목표주가
7,200 원 (상향)



상승여력
44.6%

- ◆ 2Q23F 매출액 856억원, 영업이익 43억원 예상
- ◆ 내수의 부진에도 중국향 매출 증가를 통해 성장은 이어진다
- ◆ 하반기로 갈수록 수익성 또한 개선 기대. Top pick 의견 제시



신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

시가총액	102.7십억원
발행주식수	20.6백만주
유동주식수	12.4백만주(59.9%)
52주 최고가/최저가	6,180 원/3,835 원
일평균 거래량 (60 일)	68,069 주
일평균 거래액 (60 일)	368 백만원
외국인 지분율	1.32%
주요주주	
코스맥스엔비티아이 외 9인	39.02%

절대수익률	
3개월	16.5%
6개월	5.7%
12개월	2.6%
KOSDAQ 대비 상대수익률	
3개월	3.9%
6개월	-17.6%
12개월	-13.8%

주가



2Q23 Preview

2Q23F 매출액과 영업이익은 각각 856억원(-7.3% YoY), 43억원(-9.8% YoY)를 기록하며, 기존 당사 추정치(영업이익 46억원)에서 소폭 하회한 실적을 예상한다.

1) 별도 매출은 5.8% 역성장이 예상되는데, 이는 내수의 부진과 더불어 중국 외 아시아향 매출이 회복되지 못한 탓이다. 다만, 중국향 매출액은 20% 이상의 성장세를 보이며 내수의 부진을 어느정도 만회할 것으로 예상한다. 2) 미국 법인은 구조조정, 고객 포트폴리오 재정비 영향으로 매출액 역성장 흐름은 이어질 것으로 예상한다. 반면 3) 호주 법인은 지난 1Q23에 이어 2Q23에도 중국 건기식 소비 증가에 따른 수혜를 받으며, 영업이익은 BEP에 근접할 것으로 예상한다.

중국 수혜는 이어진다

작년 하반기부터 소비 침체 영향 및 경쟁 심화에 따라 내수에서 급격한 회복을 기대하기 어렵다. 반면, 중국 건기식 소비 증가에 따라 중국향 매출의 성장세는 더욱 부각될 전망이다.

별도 법인 수출은 주로 중국 온라인 고객사로 향하는데, 이는 중국 건기식 시장이 온라인 구매가 주를 이루는 것과 맞물려 차별화된 성장이 가능할 것이다. 호주 법인은 주요 고객사의 성장과 함께 가동률이 60%를 상회하고 있다. 호주 법인의 주요 고객사인 Swisse가 중국 내 수입 건기식 브랜드 중 가장 인기 있는 점을 고려하면, 중국 수혜는 명확하다. 기존에는 2Q23 영업이익 흑자전환을 예상했으나, 일부 고객사 매출이 지연되며 흑자전환은 3Q23에 가능하겠다.

미국 법인은 매출 감소는 불가피하겠으나, 구조조정 효과 및 고객 포트폴리오 정리 효과가 나타나며 적자폭 축소 흐름은 이어질 전망이다.

목표주가 7,200원으로 상향, 업종 내 Toppick 의견

기존의 투자이견과 목표주가를 유지한다. 목표주가 상향은 기간 조정에 따른 영향이다.(기존 할인율 20% 제거) 코스맥스엔비티는 국내 건기식 OEM/ODM 사 중 가장 중국 실적이 두드러지며, 하반기로 갈수록 호주법인 BEP 달성, 미국 법인 적자 축소로 수익성 또한 개선될 것으로 기대된다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	자배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	289.3	6.4	(6.4)	(310)	2,684	(18.6)	12.2	2.2	(11.3)	250.5
2022	328.2	2.2	(13.1)	(634)	2,109	(6.8)	12.9	2.0	(26.4)	299.5
2023F	339.1	15.3	(3.1)	(149)	1,824	(33.4)	9.3	2.7	(7.6)	355.8
2024F	374.7	29.1	7.5	362	2,194	13.8	5.9	2.3	18.0	269.2
2025F	402.8	34.5	9.6	463	2,668	10.7	5.3	1.9	19.1	225.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

코스맥스엔비티 실적 추정치 변경 비교표

(십억원, %)	2Q23F			2023F			2024F		
	변경전	변경후	변경률(%)	변경전	변경후	변경률(%)	변경전	변경후	변경률(%)
매출액	85.9	85.6	(0.4)	336.9	339.1	0.6	366.0	374.7	2.4
영업이익	4.6	4.3	(6.0)	15.1	15.3	1.0	27.2	29.1	7.2
순이익	0.1	(0.3)	-	(2.0)	(3.1)	-	7.2	7.5	3.6
영업이익률	5.4	5.1		4.5	4.5		7.4	7.8	
순이익률	0.1	(0.4)		(0.6)	(0.9)		2.0	2.0	

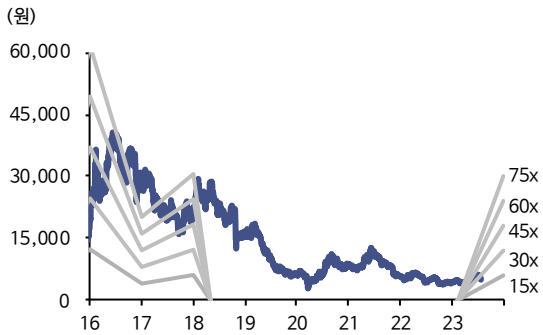
자료: 신한투자증권

코스맥스엔비티 목표주가 산정 내역

구분	값	비고
2024F 조정 지배주주 순이익 (십억원)	7	
발행주식 수 (천 주)	20,628	
2024F 조정 EPS (원)	362	
Target PER (배)	20.0	해외 기대감이 붙었던 2017~18년 건기식 업종의 평균 PER
목표주가 (원)	7,200	
현재주가 (원)	4,980	
Upside (%)	44.6%	

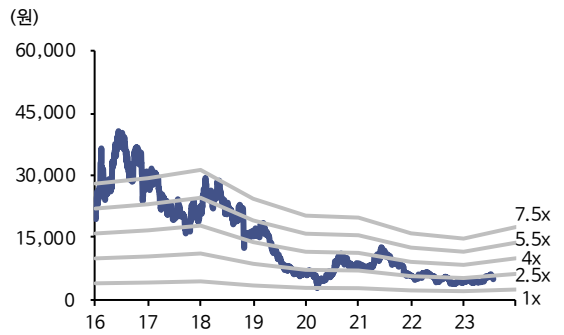
자료: 신한투자증권

12M fwd PER



자료: QuantiWise, 신한투자증권

12M fwd PBR



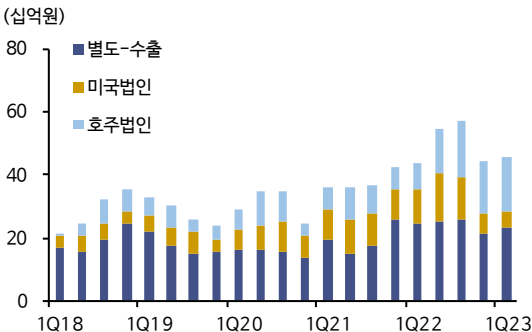
자료: QuantiWise, 신한투자증권

분기 및 연간 실적 전망

(십억원)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2022	2023F	2024F
연결 매출액	78.6	92.3	83.9	73.4	80.4	85.6	91.8	81.3	328.2	339.1	374.7
별도	56.1	61.5	50.4	52.4	52.2	57.9	59.6	54.8	220.3	224.5	244.5
내수	31.7	36.4	24.2	30.7	29.2	30.9	31.1	29.4	123.0	120.7	126.6
수출	24.4	25.1	26.2	21.7	23.1	27.0	28.5	25.3	97.3	103.8	117.9
중국	12.2	9.0	10.3	9.0	9.3	8.8	9.6	8.8	40.5	36.5	37.2
미국	11.0	15.4	13.2	6.2	5.6	7.0	9.0	7.2	45.7	28.8	33.9
호주	8.6	14.0	18.1	16.3	17.2	19.0	21.3	18.4	57.0	75.9	89.0
NS	2.4	2.2	4.4	1.2	3.5	3.6	4.4	2.4	10.2	13.9	16.4
기타 및 연결조정	(11.7)	(9.7)	(12.5)	(11.6)	(7.5)	(10.8)	(12.0)	(10.3)	(45.4)	(40.6)	(46.4)
매출액 성장률 (%)	12.9	14.2	23.9	3.1	2.3	(7.3)	9.5	10.7	13.4	3.3	10.5
별도	4.7	9.0	7.1	(6.3)	(6.8)	(5.8)	18.3	4.5	3.5	1.9	8.9
내수	(6.9)	(12.4)	(17.1)	3.4	(7.8)	(15.0)	28.6	(4.2)	(8.6)	(1.9)	4.9
수출	24.8	69.0	46.8	(17.3)	(5.3)	7.4	8.8	16.8	24.1	6.7	13.6
중국	13.5	3.1	38.6	(6.8)	(23.3)	(2.3)	(7.6)	(1.4)	10.8	(9.7)	2.0
미국	18.7	40.7	33.1	(32.3)	(48.8)	(54.2)	(31.7)	17.0	16.6	(36.8)	17.7
호주	14.1	32.7	99.2	130.1	100.4	35.4	17.9	12.6	66.4	33.1	17.2
NS	(69.7)	(66.3)	0.4	84.6	43.5	66.3	0.8	100.0	(47.6)	36.7	17.6
기타 및 연결조정	(40.2)	(20.4)	22.9	4.4	(35.4)	10.6	(3.4)	(11.3)	(14.2)	(10.6)	14.1
영업이익	0.8	4.8	1.3	(4.6)	1.5	4.3	5.4	4.0	2.2	15.3	29.1
성장률 (%)	(65.1)	50.0	376.1	적전	101.0	(9.8)	303.6	흑전	(65.2)	581.5	90.6
영업이익률 (%)	1.0	5.2	1.6	(6.3)	1.9	5.1	5.9	5.0	0.7	4.5	7.8
지배주주순이익	(0.3)	0.5	(1.3)	(11.9)	(2.9)	(0.3)	0.7	(0.5)	(13.1)	(3.1)	7.5
성장률 (%)	적지	흑전	적지	적지	적지	적전	흑전	적지	적지	적지	흑전
지배주주순이익률 (%)	(0.4)	0.6	(1.6)	(16.2)	(3.6)	(0.4)	0.7	(0.6)	(4.0)	(0.9)	2.0

자료: 신한투자증권

코스맥스엔비티 해외 매출액 추이



자료: Dart, 신한투자증권
 주: 4Q22 미국법인 구조조정

중국 Top 10 수입 건강보조식품 브랜드

브랜드명	매출액 (백만 RMB)	국가	브랜드명	매출액 (백만 RMB)	국가
Swisse	467.0	호주	Life Space	65.1	호주
MoveFree	178.8	미국	Puritan's Pride	63.0	미국
Blackmores	138.1	호주	Noromega	53.5	노르웨이
GNC	94.1	미국	Pola	51.2	일본
Fand	92.0	일본	Centrum	50.1	미국

자료: GMA, 신한투자증권 / 주: 2022년 11월 한달 기준

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	310.5	304.0	318.8	316.5	327.2
유동자산	156.6	188.2	202.2	194.9	194.3
현금및현금성자산	56.5	63.9	70.8	76.8	70.7
매출채권	42.9	42.9	44.3	49.0	52.6
재고자산	49.5	42.9	50.1	57.3	59.1
비유동자산	153.8	115.8	116.7	121.6	132.9
유형자산	146.7	108.3	101.3	97.2	94.4
무형자산	1.3	0.9	0.5	0.3	0.2
투자자산	4.2	4.5	2.2	2.5	2.7
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	252.0	256.7	277.5	267.7	268.5
유동부채	198.1	212.1	237.8	228.0	228.8
단기차입금	129.8	144.1	154.1	149.1	144.1
매입채무	25.3	20.9	24.9	24.8	27.6
유동성장기부채	25.9	25.0	30.0	25.0	25.0
비유동부채	53.9	44.6	39.6	39.7	39.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금(장기금융부채 포함)	46.9	37.2	32.2	32.3	32.3
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	58.4	47.3	41.4	48.8	58.7
자본금	10.3	10.3	10.3	10.3	10.3
자본잉여금	39.6	38.9	38.9	38.9	38.9
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	0.5	1.6	1.6	1.6	1.6
이익잉여금	5.0	(7.3)	(13.2)	(5.6)	4.2
지배주주지분	55.3	43.6	37.7	45.3	55.0
비지배주주지분	3.1	3.7	3.7	3.5	3.7
*총차입금	203.8	207.9	218.0	208.0	203.1
*순차입금(순현금)	146.3	141.5	147.2	131.3	132.4

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	(8.2)	13.6	7.6	29.3	17.8
당기순이익	(5.3)	(12.9)	(3.1)	7.6	9.8
유형자산상각비	14.7	15.2	11.7	10.8	10.3
무형자산상각비	0.9	0.6	0.4	0.2	0.2
외화환산손실(이익)	0.9	1.7	0.0	0.0	0.0
자산처분손실(이익)	(0.2)	(1.7)	(1.7)	(1.7)	(1.7)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본변동	(24.3)	(3.8)	1.2	13.4	0.2
(법인세납부)	(5.3)	(9.1)	(8.5)	(11.4)	(14.7)
기타	10.4	23.6	7.6	10.4	13.7
투자활동으로인한현금흐름	(3.4)	(1.3)	(9.5)	(14.9)	(20.8)
유형자산의증가(CAPEX)	(4.7)	(6.0)	(6.5)	(6.7)	(7.5)
유형자산의감소	1.9	3.6	1.8	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	0.1	(0.0)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
투자자산의감소(증가)	0.0	(1.0)	2.2	(0.2)	(0.2)
기타	(0.7)	2.1	(7.0)	(8.0)	(13.1)
FCF	(24.8)	(6.4)	(1.9)	29.3	17.1
재무활동으로인한현금흐름	0.4	(5.6)	8.9	(8.5)	(3.1)
차입금의 증가(감소)	1.8	(4.1)	10.0	(10.0)	(5.0)
자기주식의처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(1.4)	(1.5)	(1.1)	1.5	1.9
기타현금흐름	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
연결법위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	1.1	0.7	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(10.2)	7.4	6.9	5.9	(6.1)
기초현금	66.7	56.5	63.9	70.8	76.8
기말현금	56.5	63.9	70.8	76.8	70.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	289.3	328.2	339.1	374.7	402.8
증감률 (%)	8.5	13.4	3.3	10.5	7.5
매출원가	251.5	290.1	288.9	312.7	333.5
매출총이익	37.8	38.1	50.1	62.0	69.3
매출총이익률 (%)	13.1	11.6	14.8	16.6	17.2
판매관리비	31.4	35.8	34.9	32.9	34.8
영업이익	6.4	2.2	15.3	29.1	34.5
증감률 (%)	혹전	(65.2)	581.5	90.6	18.6
영업이익률 (%)	2.2	0.7	4.5	7.8	8.6
영업외손익	(4.1)	(6.8)	(5.0)	(7.5)	(7.0)
금융손익	(4.6)	(4.8)	(2.3)	(2.3)	(2.0)
기타영업외손익	0.4	(2.0)	(2.7)	(5.3)	(5.0)
종속 및 관계기업관련손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	2.3	(4.5)	5.4	19.1	24.5
법인세비용	7.6	8.4	8.5	11.4	14.7
계속사업이익	(5.3)	(12.9)	(3.1)	7.6	9.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(5.3)	(12.9)	(3.1)	7.6	9.8
증감률 (%)	적지	적지	적지	혹전	28.2
순이익률 (%)	(1.8)	(3.9)	(0.9)	2.0	2.4
(지배주주)당기순이익	(6.4)	(13.1)	(3.1)	7.5	9.6
(비지배주주)당기순이익	1.1	0.2	0.0	0.2	0.2
총포괄이익	(1.4)	(11.0)	(3.1)	7.6	9.8
(지배주주)총포괄이익	(2.4)	(11.2)	(3.1)	7.7	9.9
(비지배주주)총포괄이익	1.0	0.2	0.0	(0.1)	(0.1)
EBITDA	22.0	18.1	27.4	40.1	45.0
증감률 (%)	77.2	(18.0)	51.9	46.3	12.1
EBITDA 이익률 (%)	7.6	5.5	8.1	10.7	11.2

주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	(259)	(626)	(148)	370	475
EPS (지배순이익, 원)	(310)	(634)	(149)	362	463
BPS (자본총계, 원)	2,832	2,291	2,005	2,364	2,846
BPS (지배지분, 원)	2,684	2,109	1,824	2,194	2,668
DPS (원)	0	0	0	0	0
PER (당기순이익, 배)	(22.3)	(6.9)	(33.6)	13.5	10.5
PER (지배순이익, 배)	(18.6)	(6.8)	(33.4)	13.8	10.7
PBR (자본총계, 배)	2.0	1.9	2.5	2.1	1.7
PBR (지배지분, 배)	2.2	2.0	2.7	2.3	1.9
EV/EBITDA (배)	12.2	12.9	9.3	5.9	5.3
배당성향 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당수익률 (%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	7.6	5.5	8.1	10.7	11.2
영업이익률 (%)	2.2	0.7	4.5	7.8	8.6
순이익률 (%)	(1.8)	(3.9)	(0.9)	2.0	2.4
ROA (%)	(1.7)	(4.2)	(1.0)	2.4	3.0
ROE (지배순이익, %)	(11.3)	(26.4)	(7.6)	18.0	19.1
ROIC (%)	(7.5)	3.0	(4.7)	6.7	8.5
안정성					
부채비율 (%)	431.5	543.3	670.9	549.0	457.3
순차입금비율 (%)	250.5	299.5	355.8	269.2	225.5
현금비율 (%)	28.5	30.1	29.8	33.7	30.9
이자보상배율 (배)	1.2	0.3	1.9	3.6	4.4
활동성					
순운전자본회전율 (회)	6.1	4.7	4.2	5.2	6.1
재고자산회수기간 (일)	53.6	51.4	50.1	52.3	52.7
매출채권회수기간 (일)	50.5	47.7	46.9	45.4	46.0

자료: 회사 자료, 신한투자증권