

코스맥스엔비티 (222040KQ)

투자의견: BUY (유지)

목표주가: 14,000 원 (유지)

Analyst 김혜미

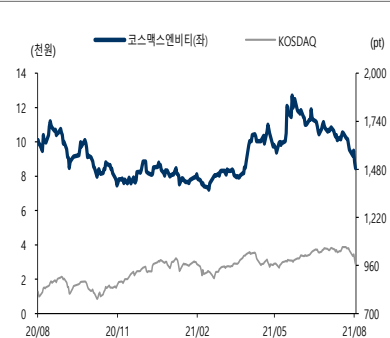
02-6923-7337

consumer@capefn.com

Stock Data

주가(08/20)	8,470원
액면가	500원
시가총액	175십억원
코스닥 시총대비	0.04%
52주 최고/최저가	12,700원/7,220원
120일 평균거래대금	3십억원
외국인지분율	0.98%
주요주주	코스맥스엔비티아이 외 9인 39.02%
	브이아이자산운용 6.46%

주가 추이



주가상승률	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	-20.8	7.9	-14.2
상대주가(%)	-14.6	7.6	-29.9

연속된 회복으로 신뢰를 쌓아야 할 시기

2Q21 연결 매출액 808 억원, 영업이익 32 억원 기록

- 2Q21F 연결 실적은 매출액 yoy +11% 성장했으며, 영업이익률 yoy +3.8%p 상승한 4% 시현
- 별도 법인 매출은 전년도 높은 베이스 부담에도 yoy +7% 성장. 아시아 지역이 대부분을 차지하는 수출은 코로나19 영향으로 감소했으나, 개별인정형 원료의 매출 확대로 내수가 지속 성장하며 외형 성장세 견인. 영업이익도 yoy +10%. 고마진 제품(개별인정형) 영향으로 수익성 개선
- 중국: 매출은 전분기 네트워크 고객사의 프로모션 종료로 qoq 하락했으나, 신규 온라인 고객사 납품 증가로 전년대비 증가. 영업이익률은 4%(판매법인 마진)로 정상 수준 유지. 미국: 지난 분기에 이어 대형 고객사 편입 효과로 매출 yoy +40% 증가하며 사상 처음 100억원 이상을 달성했으나, 일회성 비용(약 10억원) 발생 등으로 영업이익 -63억원 기록. 호주: 스위스사 중심의 납품 증가세 지속 및 6월 중 일본 암웨이향 제품 출시 등으로 매출 qoq 성장, 영업이익 -1억원으로 개선

전사 실적 개선에도 남은 과제, 미국 법인의 회복

- 시장의 관심사였던 해외 법인의 턴어라운드 호주의 경우 yoy, qoq 모두 적자가 개선되었으나, 미국은 매출 규모 증가에도 불구하고 적자 폭은 qoq 확대. 올해 연간 해외 영업이익은 미국 -185억원(yoy +53억원), 호주 -6억원(yoy +37억원) 추정. 호주 수익성 향상에도, 규모가 더 큰 미국 적자의 개선 속도가 완만해 전사 해외 영업이익 회복 강도는 시장의 기대보다 다소 약화
- 각종 비용 반영에 따른 미국 실적의 기대치 미달이 최근 주가 하락의 원인이라고 판단. 그러나, 이는 OEM/ODM을 전문으로 하는 제조업의 특성으로, 임계점을 넘어서면 본격적인 영업 레버리지 효과를 기대할 수 있을 것으로 예상. 화장품 OEM/ODM 업체인 코스맥스가 좋은 예시. 과거 코스맥스는 공격적 매출 성장에도 불구하고 낮은 마진이 우려 요인으로 늘 지적되어 왔으나, 다양한 고객사의 선제적 확보를 통해 압도적으로 우월한 지위를 구축하며 향후 수익성 향상으로 연결

투자의견 Buy 및 목표주가 14,000 원 유지

- 미국 적자 폭 안정화를 가정 시, 내년부터 이익 성장세 가속화 전망

경영실적 전망

결산기(12월)	단위	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	(십억원)	194	267	310	351	395
영업이익	(십억원)	-10	-2	12	29	41
영업이익률	(%)	-5.1	-0.9	3.9	8.3	10.4
지배주주순이익	(십억원)	-18	-12	-1	11	18
EPS	(원)	-861	-587	-66	539	886
증감률	(%)	적전	적지	적지	흑전	64.4
PER	(배)	-7.6	-14.5	-133.6	16.4	10.0
PBR	(배)	1.9	3.0	3.1	2.6	2.1
ROE	(%)	-21.6	-18.4	-0.1	17.9	23.9
EV/EBITDA	(배)	94.0	25.0	11.8	7.2	5.4
순차입금	(십억원)	148	132	138	125	105
부채비율	(%)	298.6	409.9	410.0	351.5	285.5
배당수익률	(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0

코스맥스엔비티 8월 18일-19일 NDR 주요 Q&A 정리

1. 미국 법인에서 이익을 내려면 어느 정도 수준의 매출액이 필요하며, 전망은 어떠한가?

미국 법인의 매출 BEP 수준은 연간 700-800억원 규모이다.

올해 미국 법인의 매출을 약 400억원 중반을 예상하는 만큼 추가적인 매출 성장이 필요하다.

기존 네트워크 채널 고객사 위주에서 최근 온라인, 리테일 고객사로 전환되면서 대량 주문이 늘고 있다.

현재는 대량 주문을 처리하기에 생산 안정화 문제, 숙련노동 공급 문제가 있지만 내부 작업을 통해 안정화 진행 중이다.

대량 주문이 비용 측면에서 유리한 만큼 앞으로의 수익성 개선이 기대된다.

2. 개별 인정형 원료들의 해외 런칭은 진행되고 있는 사항이 있는가?

아가트리의 경우 해외 1개사와 런칭을 준비하고 있는 시판 단계에 있다.

제품 출시는 빠르면 3분기 말, 늦어도 4분기 초로 예상하고 있다.

리스펙타의 경우에는 해외 런칭 계획은 아직 없다.

3. 하반기 개별 인정형 원료들의 매출 전망은 어떠한가?

하반기에는 리스펙타와 아가트리 2가지 원료 모두 진행 예정이다.

이에 올해 총 200억 규모의 매출을 달성할 것으로 전망한다.

4. 추가적인 개별 인정형 원료 파이프라인은 없는가?

현재 심사 중인 원료는 관절 건강 원료로 올해 말 또는 내년 초에 런칭을 전망하고 있다.

추가적으로 올해 심사 예정인 원료는 총 3개로 각각 수면 건강, 근육 건강, 체지방 관련 원료이다.

개발하는 원료들은 수요가 지속 발생 가능한 기능들로 신규 수요를 창출할 것을 기대한다.

5. 건기식 시장의 지속 성장성은 어떠한가?

작년 코로나로 인한 수혜로 큰 성장을 이루고, 올해 성장성이 둔화되어 보이는 경향이 있다.

하지만 시장은 꾸준히 성장 중이며, 건강에 대한 수요는 지속될 것이라고 전망한다.

건기식 시장의 특징은 새로운 기능의 제품이 새로운 수요를 창출하는 것이다.

지속적인 연구를 통해 신규 수요를 창출하면서 시장은 꾸준한 성장세를 이룰 수 있다.

6. 최근 제조업의 전반적인 비용 압박에 대한 영향은 어떠한가? 비용 압박을 가격으로 전가할 수 있는가?

최근 원부자재 가격 상승과 인건비 상승 등으로 인한 영향은 존재한다.

수용할 수 있는 범위를 벗어나면 단가 재협의를, 계열사와의 통합 구매 등 최소화 방법을 모색할 계획이다.

제조 단가와 같은 부분은 고객사가 바라는 기능의 특정 원부자재가 존재하기에 가격 협상력이 존재한다.

이를 통해 가격 전가가 가능하다.

하지만 인건비와 같은 부분은 단가 책정에 일부 포함시키는 것을 제외하고는 감내해야 하는 부분으로 작용한다.

7. 중국 건기식 동향은 어떠한가?

중국 건기식 시장은 지속적으로 성장하고 있다.

최근 가장 주요한 변화는 주력 채널의 변화이다.

기존에는 네트워크 채널이 가장 컸으나, 최근 온라인 채널로 넘어가고 있다.

특히 중국 로컬 온라인 업체들이 강세를 보이고 있다.

제품의 경우에는 유산균과 액상 칼슘에 대한 수요가 많다.

수면 개선, 면역 관련한 추가 수요도 존재하므로 이를 목표로 중국 시장 공략을 지속할 계획이다.

자료: 케이프투자증권 리서치본부

코스맥스엔비티 실적 전망 Table												
		1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21F	4Q21F	2020	2021F	2022F
매출액(억원)	TOTAL	609	731	766	562	696	808	846	751	2,668	3,102	3,506
	코스맥스엔비티(별도)	465	526	534	438	536	564	581	521	1,964	2,201	2,400
	내수	300	364	379	301	340	416	416	361	1,343	1,533	1,651
	수출	166	162	155	138	195	148	165	160	621	668	749
	코스맥스 NS	21	12	22	33	80	64	63	72	88	279	312
	중국	112	78	113	84	107	87	109	94	387	397	444
	미국	61	78	97	67	92	109	120	97	302	419	529
	호주	66	110	99	42	75	106	122	110	316	413	495
	연결조정 및 기타	(116)	(73)	(98)	(102)	(195)	(122)	(148)	(144)	(388)	(609)	(675)
yoy %	TOTAL	15.1	46.8	65.8	23.8	14.1	10.6	10.5	33.7	37.3	16.3	13.0
	코스맥스엔비티(별도)	19.8	54.3	56.6	11.6	15.1	7.2	8.8	18.8	34.2	12.1	9.1
	내수	78.4	120.8	96.5	27.9	13.6	14.3	9.8	20.1	76.6	14.2	7.7
	수출	(24.8)	(7.8)	4.5	(12.8)	17.9	(8.6)	6.3	15.9	(11.6)	7.6	12.2
	코스맥스 NS	(23.3)	21.8	53.9	286.9	275.2	420.0	191.4	120.9	45.4	217.6	11.8
	중국	(35.0)	(31.6)	41.0	(2.4)	(4.3)	12.4	(3.3)	11.7	(14.5)	2.8	11.8
	미국	26.4	40.5	38.1	69.2	52.2	40.4	24.2	45.3	41.9	38.7	26.1
	호주	4.2	53.5	142.4	2.8	14.9	(3.5)	23.0	166.2	46.5	31.0	19.7
	연결조정 및 기타	(32.1)	(22.2)	16.7	(10.6)	68.7	67.5	51.4	41.0	(15.9)	56.9	10.8
Sales portion %	코스맥스엔비티(별도)	76.4	72.0	69.7	78.0	77.0	69.8	68.6	69.3	73.6	71.0	68.5
	내수(별도매출=100)	64.4	69.1	71.0	68.6	63.5	73.7	71.7	69.4	68.4	69.7	68.8
	수출(별도매출=100)	35.6	30.9	29.0	31.4	36.5	26.3	28.3	30.6	31.6	30.3	31.2
	코스맥스 NS	3.5	1.7	2.8	5.8	11.5	7.9	7.4	9.6	3.3	9.0	8.9
	중국	18.4	10.6	14.7	15.0	15.4	10.8	12.9	12.5	14.5	12.8	12.7
	미국	10.0	10.6	12.6	11.9	13.3	13.5	14.2	13.0	11.3	13.5	15.1
	호주	10.8	15.0	12.9	7.4	10.8	13.1	14.4	14.7	11.8	13.3	14.1
	연결조정 및 기타	(19.0)	(10.0)	(12.8)	(18.1)	(28.0)	(15.1)	(17.5)	(19.1)	(14.5)	(19.6)	(19.2)
	영업이익 (억원)	TOTAL	(11)	1	10	(23)	22	32	48	20	(23)	121
코스맥스엔비티(별도)		56	70	70	33	48	77	73	48	228	246	294
yoy %	TOTAL	(155.6)	(87.0)	흑전	적지	흑전	2,458.4	382.1	흑전	적지	흑전	흑전
	코스맥스엔비티(별도)	(15.6)	43.4	184.6	(8.0)	(13.1)	10.4	5.0	44.6	30.3	7.9	19.6
OPM (%)	TOTAL	(1.8)	0.2	1.3	(4.2)	3.1	4.0	5.6	2.7	(0.9)	3.9	8.3
	코스맥스엔비티(별도)	12.0	13.2	13.0	7.5	9.0	13.6	12.6	9.2	11.6	11.2	12.3
yoy %p	TOTAL	(5.5)	(1.8)	9.9	15.3	4.9	3.8	4.3	6.8	4.2	4.8	4.4
	코스맥스엔비티(별도)	(5.0)	(1.0)	5.9	(1.6)	(2.9)	0.4	(0.5)	1.6	(0.3)	(0.4)	1.1

자료: 케이프투자증권 리서치본부

재무상태표					포괄손익계산서				
(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F	(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	144	163	188	223	매출액	267	310	351	395
현금및현금성자산	67	59	72	92	증가율(%)	37.3	16.3	13.0	12.7
매출채권 및 기타채권	37	50	56	63	매출원가	242	265	294	328
재고자산	35	47	53	59	매출총이익	24	45	56	67
비유동자산	161	157	151	145	매출총이익률(%)	9.1	14.6	16.0	17.0
투자자산	5	6	6	6	판매비와 관리비	27	33	27	26
유형자산	152	148	142	136	영업이익	-2	12	29	41
무형자산	2	1	1	1	영업이익률(%)	-0.9	3.9	8.3	10.4
자산총계	305	319	339	367	EBITDA	12	27	43	55
유동부채	211	232	238	246	EBITDA M%	4.7	8.8	12.3	13.8
매입채무 및 기타채무	34	46	51	58	영업외손익	1	-1	0	0
단기차입금	129	129	129	129	지분법관련손익	0	0	0	0
유동성장기부채	40	49	49	49	금융손익	-4	-4	-4	-4
비유동부채	34	24	25	26	기타영업외손익	1	-1	0	0
사채 및 장기차입금	26	15	15	15	세전이익	-6	7	25	37
부채총계	245	257	264	272	법인세비용	6	7	12	17
지배기업소유지분	58	59	70	89	당기순이익	-12	-0	12	20
자본금	10	10	10	10	지배주주순이익	-12	-1	11	18
자본잉여금	40	40	40	40	지배주주순이익률(%)	-4.5	-0.4	3.2	4.6
이익잉여금	12	10	22	40	비지배주주순이익	0	1	1	2
기타자본	-4	-1	-1	-1	기타포괄이익	-0	3	0	0
비지배지분	2	3	5	7	총포괄이익	-12	3	12	20
자본총계	60	63	75	95	EPS 증가율(%, 지배)	적지	적지	흑전	64.4
총차입금	200	198	198	198	이자손익	-5	-5	-5	-5
순차입금	132	138	125	105	총외화관련손익	2	-0	0	0

현금흐름표					주요지표				
(십억원)	2020A	2021F	2022F	2023F		2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	26	3	21	27	총발행주식수(천주)	20,628	20,628	20,628	20,628
영업에서 창출된 현금흐름	33	15	39	49	시가총액(십억원)	176	182	182	182
이자의 수취	0	0	0	0	주가(원)	8,520	8,820	8,820	8,820
이자의 지급	-6	-4	-5	-5	EPS(원)	-587	-66	539	886
배당금 수입	0	0	0	0	BPS(원)	2,802	2,875	3,414	4,300
법인세부담액	-2	-8	-12	-17	DPS(원)	0	0	0	0
투자활동 현금흐름	-6	-8	-9	-7	PER(X)	-14.5	-133.6	16.4	10.0
유동자산의 감소(증가)	-1	-0	-0	-0	PBR(X)	3.0	3.1	2.6	2.1
투자자산의 감소(증가)	0	-1	-0	0	EV/EBITDA(X)	25.0	11.8	7.2	5.4
유형자산 감소(증가)	-6	-6	-8	-7	ROE(%)	-18.4	-0.1	17.9	23.9
무형자산 감소(증가)	-0	-0	0	0	ROA(%)	-4.1	-0.0	3.8	5.8
재무활동 현금흐름	17	-5	0	0	ROIC(%)	-2.4	-0.1	7.2	11.3
사채및차입금증가(감소)	22	-2	0	0	배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0
자본금및자본잉여금 증감	-0	0	0	0	부채비율(%)	409.9	410.0	351.5	285.5
배당금 지급	0	0	0	0	순차입금/자기자본(%)	220.0	219.0	166.7	110.5
외환환산으로 인한 현금변동	1	1	0	0	유동비율(%)	68.3	70.0	78.7	90.6
연결범위변동 관련 현금증감	0	0	0	0	이자보상배율(X)	-0.4	2.4	5.7	8.0
현금증감	37	-8	13	20	총자산회전율	0.9	1.0	1.1	1.1
기초현금	29	67	59	72	매출채권 회전율	0.0	7.1	6.6	6.7
기말현금	67	59	72	92	재고자산 회전율	6.6	7.5	7.0	7.0
FCF	19	-5	13	20	매입채무 회전율	0.0	6.6	6.1	6.0

자료: 케이프투자증권 리서치본부

Compliance Notice _ 최근 2 년간 투자의견 및 목표주가 변경내역

코스맥스엔비티(222040) 주가 및 목표주가 추이

제시일자	2019-08-21	2020-01-14	2020-06-19	2020-08-14	2020-10-07	2020-11-11	
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY	
목표주가	12,000원	12,000원	12,000원	15,000원	15,000원	15,000원	
제시일자	2021-03-18	2021-05-12	2021-07-16	2021-08-22			
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY			
목표주가	12,000원	14,000원	14,000원	14,000원			
제시일자							
투자의견							
목표주가							

목표주가 변동 내역별 괴리율

제시일자	투자의견	목표주가	괴리율(%)_평균	괴리율(%)_최고(최저)
2019-08-21	BUY	12,000원	-47.31	-12.50
2020-08-14	BUY	15,000원	-42.66	-25.33
2021-03-18	BUY	12,000원	-24.25	-8.33
2021-05-12	BUY	14,000원		

*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.
[산업분석]	12개월	비중확대 · 중립 · 비중축소	
[투자비율]	12개월	매수(94.2%)·중립(5.1%)·매도(0.7%)	* 기준일 2021.06.30까지

Compliance

- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 아닙니다.
- 당사는 2021년 8월 22일 현재 상기 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 조사분석 담당자 및 그 배우자는 2021년 8월 22일 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 고객 의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.