

2019. 1. 28



▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜
02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

▲ 스몰캡

Analyst 이상현
02. 6098-6662
sang-hyun.lee@meritz.co.kr

관심종목

콜마비엔에이치(200130)	Not Rated	-원
한국콜마홀딩스(024720)	Not Rated	-원
뉴트리바이오텍(222040)	Not Rated	-원
노바렉스(194700)	Not Rated	-원
뉴트리(270870)	Not Rated	-원

건강기능식품

건강(健康)과 행복(幸福)을 선물합니다

- ✓ 국내 건강기능식품 시장은 연평균 7.6% 성장하여 식품의 2.5% 대비 높은 수준
- ✓ GMP 적용 단계적 의무화 추진으로 인해 상위 제조업체 중심으로 집중화
- ✓ 건강기능식품의 핵심은 차별화된 원료, 최근 수출액은 꾸준히 증가하고 있음
- ✓ 지난해 과도한 주가 하락으로 안정적인 고성장과 높은 수익성 대비 크게 저평가
- ✓ 콜마비엔에이치, 한국콜마홀딩스, 뉴트리바이오텍, 노바렉스, 뉴트리 관심요망

향후 전세계 연평균 +6.3% 성장률로 2020년 1,551억 달러 시장 규모 전망

한국건강기능식품협회에 따르면, 2017년 전세계 전체 건강기능식품 시장 규모는 1,289억 달러 (원화기준 144조원)로 추산되며, 2007년부터 2017년까지 연평균 +6.6% 성장률로 성장해 왔다. 향후 세계 건강식품 시장은 2018년~2020년 연평균 +6.3% 성장률로 성장세가 유지되면서 2020년에는 1,551억 달러 (원화기준 174조원)의 시장 규모가 형성될 전망이다.

국내 상위제조업체 중심으로 집중화, 수입은 둔화, 수출은 증가 확대

국내 건강기능식품 시장은 국내외 경기 둔화에도 불구하고 건강에 대한 관심이 높아지고 새로운 기능성을 찾는 다양한 계층의 소비자 욕구가 반영되면서 2013년~2017년 연평균 +7.6%의 성장세를 이어가고 있다. 식품의 연평균 성장률은 2.5%로 건강기능식품이 식품 대비 성장률이 더 높다. 2016년 2월 우수건강기능식품제조기준 (GMP) 적용 단계적 의무화 추진으로 인해 상위 제조업체 중심으로 집중화되고 있다. 한편 2015년 이후 건강기능식품 수입액은 감소세로 전환 (2017년 -2.2%)되었으며 수출액은 꾸준히 증가하고 있다.

건강기능식품의 핵심은 차별화된 원료

건강기능식품의 기능성 원료는 '고시형 원료'와 '개별인정형 원료'로 구분된다. '개별인정형 원료'를 이용한 제품의 성장 잠재력이 높아 많은 업체들이 원료 인정을 위해 투자하고 있다. 그러나 오랜 개발 기간과 많은 비용이 소요되기 때문에 진입 장벽이 상당히 높다.

안정적인 고성장과 높은 수익성 대비 크게 저평가

주요 건강기능식품 업체들은 안정적인 고성장과 높은 수익성이 지속되고 있음에도 음식료업체 (평균 PER 16.3 배) 및 화장품업체 (평균 PER 27 배) 대비 크게 저평가 (콜마비엔에이치 '19년 PER 11.8 배 등)되어 있다. 관심종목으로 콜마비엔에이치, 한국콜마홀딩스, 뉴트리바이오텍, 노바렉스, 뉴트리를 제시한다.

Part 1. 글로벌 건강기능식품 시장 동향

건강기능식품은 식품과 의약품
각각의 장점을 모두 갖추며
시장 확대

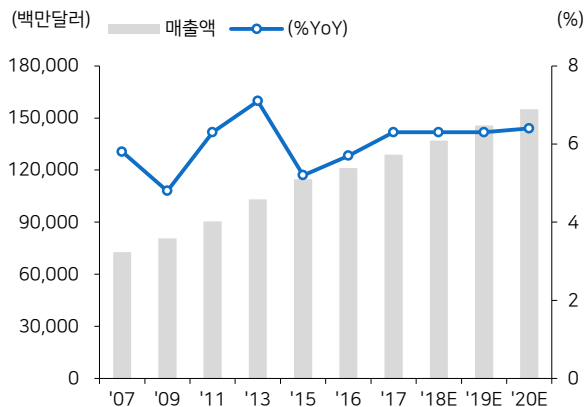
고령화 사회 진입과 함께 건강에 대한 의식수준이 높아지면서 전세계적으로 건강 기능식품 시장이 확대되고 있다. 건강기능식품은 일반 식품과 같은 보편화된 기능성 식품으로 안정성을 갖춘 동시에 쉽게 섭취할 수 있다는 특성을 가지고 있다. 또한 건강기능식품은 의약품과 같은 효능을 발휘하면서도 의약품 대비 까다로운 임상 절차를 거치지 않아 제품 상용화가 빠르고, 의사의 처방 없이도 다양한 채널로 판매할 수 있다는 점에도 강점이 있다.

향후 전세계 연평균 +6.3%
성장률로 2020년에는 1,551억
달러의 시장 규모가 형성될 전망

한국건강기능식품협회에 따르면, 2017년 전세계 전체 건강기능식품 시장 규모는 1,289억달러 (원화기준 144조원)로 추산되며, 2007년부터 2017년까지 연평균 +6.6% 성장률로 성장해 왔다. 향후 세계 건강식품 시장은 2018년~2020년 연평균 +6.3% 성장률로 성장세가 유지되면서 2020년에는 1,551억 달러 (원화기준 174조원)의 시장 규모가 형성될 전망이다.

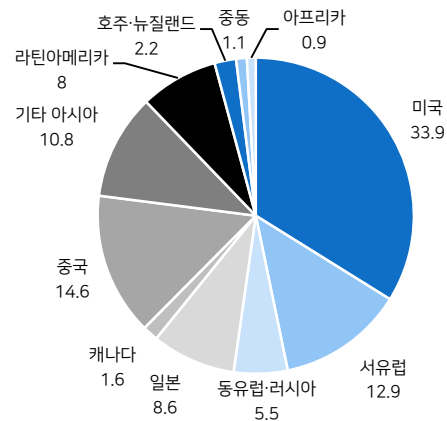
2016년 미국 전체 건강기능식품 시장은 412억달러 (원화기준 46조원)로 추산되며 2020년에는 523억달러 (원화기준 59조원)를 넘어설 전망이다. 중국 건강기능식품 시장은 2012년 일본을 넘어서기 시작했으며, 2016년 172억달러 (원화기준 19조원)의 규모를 형성하고 있다. 향후 연간 +11% 이상 성장할 것으로 예측되며, 2020년에는 매출액이 242억달러 (원화기준 27조원)에 이를 것으로 추산된다. 현재 중국 정부는 보건식품 관련 규정을 개선하고자 각국의 동향 및 중국의 법 개정 방향 등에 대한 다각적인 연구를 진행하고 있어 중국 정책 변화에 대한 관심이 필요하다.

그림1 세계 건강기능식품 시장 규모 추정



자료: 한국건강기능식품협회, 메리츠증권 리서치센터

그림2 글로벌 건강기능식품 시장 지역별 비중



자료: 한국건강기능식품협회, 메리츠증권 리서치센터

표1 세계 건강기능식품 시장 규모 및 성장률 추정

(단위:백만달러)	2007	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
미국	23,198	38,845	41,158	43,674	46,316	49,194	52,278
(%YoY)	6.0	5.9	6.0	6.1	6.0	6.2	6.3
서유럽	2,756	5,919	6,483	7,070	7,690	8,362	9,109
(%YoY)	4.5	-3.4	-0.5	3.1	3.2	3.3	3.4
동유럽·러시아	2,756	5,919	6,483	7,070	7,690	8,362	9,109
(%YoY)	21.3	9.6	9.5	9.1	8.8	8.7	8.9
일본	10,767	10,768	10,909	11,044	11,136	11,201	11,262
(%YoY)	-3.6	1.5	1.3	1.2	0.8	0.6	0.5
캐나다	1,312	1,864	1,940	2,008	2,073	2,139	2,209
(%YoY)	4.7	3.0	4.1	3.5	3.2	3.2	3.3
중국	7,379	15,748	17,218	18,810	20,504	22,302	24,226
(%YoY)	10.8	9.0	9.3	9.2	9.0	8.8	8.6
기타 아시아	5,867	11,705	12,754	13,875	15,103	16,478	18,009
(%YoY)	7.8	9.0	9.0	8.8	8.9	9.1	9.3
멕시코	513	692	719	746	773	799	825
(%YoY)	6.0	4.8	3.9	3.8	3.6	3.4	3.3
라틴아메리카	3,434	8,202	8,827	9,604	10,403	11,227	12,114
(%YoY)	17.6	7.9	7.6	8.8	8.3	7.9	7.9
호주·뉴질랜드	1,628	2,518	2,659	2,803	2,952	3,105	3,269
(%YoY)	6.5	10.8	5.6	5.4	5.3	5.2	5.3
중동	636	1,250	1,353	1,465	1,590	1,728	1,879
(%YoY)	12.6	8.1	8.2	8.3	8.5	8.7	8.7
아프리카	530	1,020	1,116	1,222	1,338	1,464	1,606
(%YoY)	8.6	9.8	9.4	9.5	9.5	9.4	9.7
총계	72,798	114,713	121,245	128,933	137,016	145,700	155,096
(%YoY)	5.8	5.2	5.7	6.3	6.3	6.3	6.4

자료: 한국건강기능식품협회, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 미국 건강식품 시장 규모 및 성장률

(백만달러, %)	'07	'09	'11	'13	'15	'16	'17E	'18E	'19E	'20E
천연·유기농 식품	32,752	35,836	42,765	53,876	68,386	76,856	86,188	96,464	107,732	120,363
(%YoY)	16.8	5.4	10.3	12.1	12.7	12.4	12.1	11.9	11.7	11.7
기능성 식품	33,261	36,500	41,073	47,346	54,882	58,768	62,722	66,781	70,979	75,226
(%YoY)	9.4	2.5	7.6	7.8	7.5	7.1	6.7	6.5	6.3	6.0
보충제	23,918	27,000	30,198	34,900	38,845	41,158	43,674	46,316	49,194	52,278
(%YoY)	6.0	6.1	7.0	7.5	5.9	6.0	6.1	6.0	6.2	6.3
N&OPC·가정용제품	8,950	10,354	11,874	14,431	17,409	19,054	20,792	22,575	24,404	26,265
(%YoY)	23.6	2.5	8.3	10.0	9.7	9.5	9.1	8.6	8.1	7.6
총계	98,881	109,690	125,910	150,553	179,522	195,836	213,376	232,136	252,309	274,132
(%YoY)	12.1	4.3	8.4	9.5	9.1	9.0	9.0	8.8	8.7	8.7

자료: 한국건강기능식품협회, 메리츠증권증권 리서치센터

표3 미국 건강기능식품 시장 점유율 (유통채널별)

(백만달러, %)	'07	'09	'11	'13	'15	'16	'17E	'18E	'19E	'20E
전문소매점	8,710	9,843	10,969	12,729	14,316	15,241	16,266	17,376	18,576	19,887
(%YoY)	5.6	4.9	6.5	8.3	6.2	6.5	6.7	6.8	6.9	7.1
대형할인점	6,657	7,952	8,802	9,863	10,302	10,698	11,196	11,783	18,576	19,887
(%YoY)	6.1	10.7	5.4	6.2	2.1	3.8	4.7	5.2	5.5	5.6
우편주문/TV쇼핑/라디오주문	1,370	1,488	1,632	1,770	1,904	1,977	2,053	2,130	2,121	2,299
(%YoY)	2.7	6.8	4.2	4.1	3.8	3.8	3.8	3.8	3.8	3.9
다단계	4,541	4,454	4,811	5,569	6,175	6,489	6,837	7,210	7,574	7,929
(%YoY)	3.4	-2.8	9.0	5.7	5.3	5.1	5.4	5.5	5.0	4.7
전문가	1,844	2,100	2,454	2,953	3,401	3,635	3,888	4,171	4,465	4,771
(%YoY)	9.7	9.0	9.3	9.9	7.1	6.9	7.0	7.3	7.0	6.9
인터넷	795	1,162	1,528	2,016	2,500	2,763	3,039	3,336	3,658	4,009
(%YoY)	24.2	16.4	14.7	14.2	11.1	10.5	10.0	9.8	9.7	9.6
총계	23,917	26,999	30,196	34,900	38,598	41,158	43,674	46,316	49,194	52,278
(%YoY)	6.0	6.1	7.0	7.5	5.9	6.0	6.1	6.0	6.2	6.3

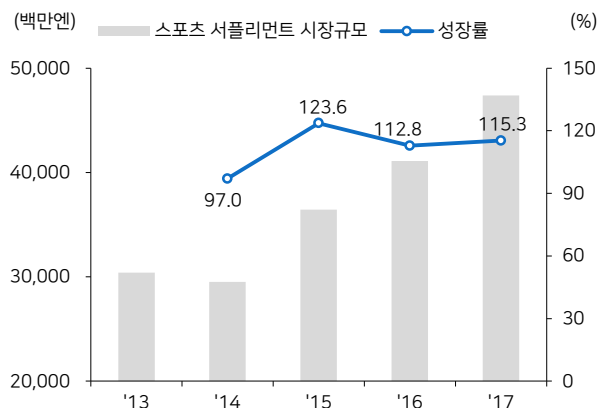
자료: 한국건강기능식품협회, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 일본 건강기능식품 시장규모 및 성장률 (유통채널별)

구분	2015년도			2016년도			2017년도			2018년도(예측)		
(단위:백만엔)	시장규모	전년대비	점유율	시장규모	전년대비	점유율	시장규모	전년대비	점유율	시장규모	전년대비	점유율
방문판매	234,000	99.6	31.5	232,800	99.5	30.8	231,700	99.5	30.4	230,500	99.5	30.0
통신판매	309,100	103.4	41.6	316,800	102.5	42.0	320,000	101.0	42.0	323,200	101.0	42.1
약계채널	107,530	111.2	14.5	110,800	103.0	14.7	115,200	104.0	15.1	118,700	103.0	15.5
식품계채널	26,900	101.4	3.6	27,200	101.1	3.6	27,300	100.4	3.6	27,300	100.0	3.6
건강식품계채널	16,800	107.7	2.3	17,600	104.8	2.3	17,700	100.6	2.3	17,700	100.0	2.3
기타채널	49,200	102.5	6.6	49,600	100.8	6.6	50,000	100.8	6.6	50,000	100.0	6.5
건강식품시장 규모(합계)	743,530	103.2	100.0	754,800	101.5	100.0	761,900	100.9	100.0	767,400	100.7	100.0

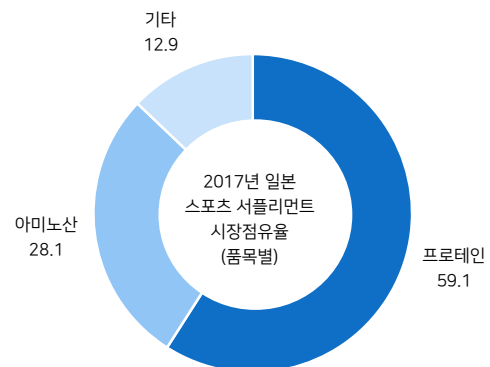
자료: 야노경제연구소, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 일본 스포츠 서플리먼트 시장규모 및 성장률



자료: 야노경제연구소, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 일본 스포츠 서플리먼트 시장점유율 (품목별)



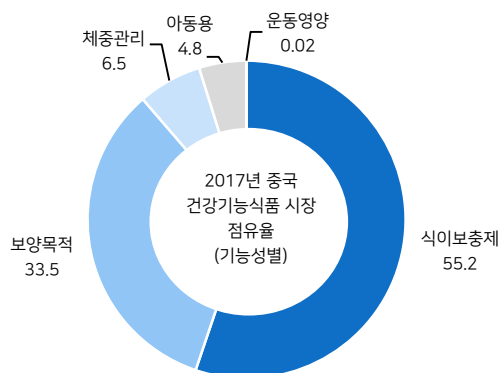
자료: 야노경제연구소, 메리츠증권증권 리서치센터

표5 중국 건강기능식품 시장규모 및 성장률

(백만달러)	'07	'09	'11	'13	'15	'16	'17E	'18E	'19E	'20E
비타민·미네랄	2,900	3,366	4,192	5,414	6,425	6,868	7,349	7,842	8,336	8,827
(%YoY)	10.0	6.5	12.7	13.5	7.2	6.9	7.0	6.7	6.3	6.9
허브·보타니칼	3,326	3,825	4,633	5,580	6,617	7,338	8,108	8,935	9,829	10,802
(%YoY)	10.9	7.1	11.6	11.4	9.0	9.3	9.2	9.0	8.8	8.6
스포츠·스페셜티 등(SMSH)	1,154	1,447	1,819	2,259	2,706	3,012	3,352	3,727	4,137	4,597
(%YoY)	19.0	10.0	12.2	11.2	10.7	11.3	11.3	11.2	11.0	11.1
총계	7,379	8,638	10,643	13,253	15,748	17,218	18,810	20,504	22,302	24,226
(%YoY)	19.0	10.0	12.2	11.2	10.7	11.3	11.3	11.2	11.0	11.1

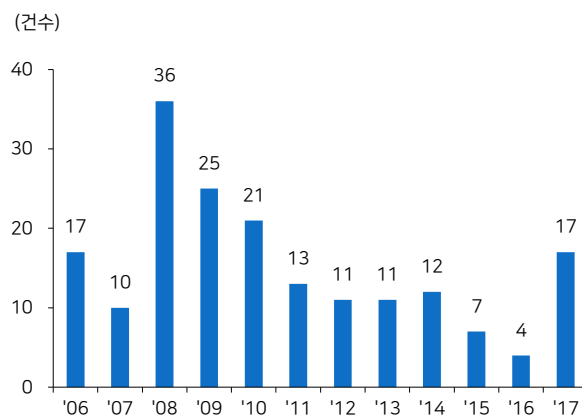
자료: 한국건강기능식품협회, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 중국 건강기능식품 시장 점유율 (기능성별)



자료: 전망산업연구원, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 중국 수입산 보건식품 연도별 인증 현황



자료: CFDA, 메리츠증권증권 리서치센터

Part 2. 국내 건강기능식품 시장 구조 및 현황

상위제조업체 중심으로 집중화,
수입은 둔화, 수출은 증가 확대

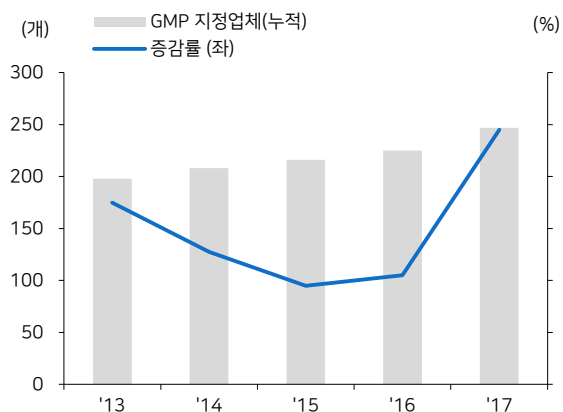
국내 건강기능식품 시장은 국내외 경기 둔화에도 불구하고, 건강에 대한 관심이 높아지고 새로운 기능성을 찾는 다양한 계층의 소비자 욕구가 반영되면서 2013년 ~2017년 연평균 +7.6%의 성장세를 이어가고 있다. 식품의 연평균 성장률은 2.5%로 건강기능식품이 식품 대비 성장률이 더 높다. 2017년 국내 건강기능식품 총 생산액은 1조 4,818억원이며 우수건강기능식품제조기준 (GMP)을 적용하고 있는 업체들의 2017년 매출액 합은 2조 2,374억원을 기록했다. 2016년 2월 건강기능식품에 관한 법률이 공포됨 ('16.2.3)에 따라 GMP적용 단계적 의무화 추진으로 인해 상위제조업체 중심으로 집중화가 강화되고 있다. 한편 2015년 이후 건강기능식품 수입액은 감소세로 전환 (2017년 -2.2%)되었으며 수출액은 꾸준히 증가하고 있다.

표6 연도별 건강기능식품 업체수 현황

(개소, %)	'11	'12	'13	'14	'15	'16	증감률('16/'15)
총계	83,377	87,343	96,199	101,426	98,774	95,792	-
(%YoY)	10.5	4.8	10.1	5.4	-2.6	-3.0	
건강기능식품 제조업	424	435	449	460	487	487	0.00
전문제조업	386	396	407	414	434	433	-0.23
벤처제조업	38	39	42	46	53	54	1.89
건강기능식품 판매업	80,181	83,982	92,611	97,580	94,691	95,305	0.65
일반판매업	78,591	82,246	90,687	95,404	92,217	92,587	0.40
유통전문판매업	1,590	1,736	1,924	2,176	2,474	2,718	9.86
건강기능식품수입업	277	2,926	3,139	3,386	3,596	-	-

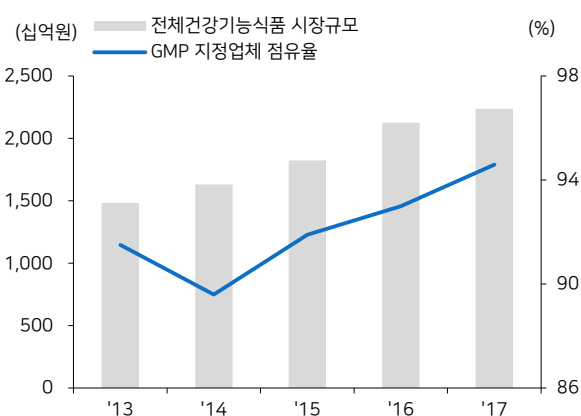
자료: 식품의약품안전처, 메리츠증권증권 리서치센터

그림7 연도별 GMP 지정업체 현황



자료: 식품의약품안전처, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 연도별 GMP 매출현황



자료: 식품의약품안전처, 메리츠증권증권 리서치센터

표7 연도별 상위 15개 업체 생산실적 현황

(억원, %)	업체명	2013	2014	2015	2016	2017	
						생산실적	증감률('17/'16)
국내 총 생산실적		14,820	16,310	18,230	21,260	22,374	5.2
1	(주)한국인삼공사	4,288	4,562	5,229	7,598	8,176	7.6
2	(주)한국아쿠르트	786	858	871	998	929	-6.9
3	(주)서흥	550	482	502	670	755	12.7
4	콜마비엔에이치(주)푸드팜사업부문	120	238	428	470	718	52.8
5	주식회사 노바렉스	509	551	805	626	660	5.4
누계(5개사 업체)		6,253	6,691	7,835	10,606	11,238	8.5
점유율		42.2	41.0	43.0	48.7	50.2	
6	(주)에스트라	277	262	472	601	648	7.8
7	코스맥스바이오(주)	507	460	461	570	628	10.2
8	중근당건강(주)	286	384	396	426	612	43.7
9	콜마비엔에이치(주)선바이오텍사업부문	198	442	793	625	596	-4.6
10	(주)셀바이오텍	303	383	465	554	562	-1.6
누계(5개사 업체)		7,824	8,622	10,422	13,138	14,285	8.7
점유율		52.8	52.9	57.2	61.8	63.8	
11	(주)뉴트리바이오텍	183	281	350	610	429	4.6
12	고려은단(주)	365	320	862	484	406	-16.1
13	(주)네이처텍	281	262	305	292	328	12.3
14	(주)마임	414	385	375	311	326	4.8
15	폴무원건강생활(주)	282	282	299	291	277	-4.8
누계(5개사 업체)		9,349	10,152	12,613	14,926	16,051	7.5
점유율		63.1	62.2	69.2	70.2	71.7	
기타업체		5,471	6,158	5,617	6,334	6,323	-0.2
점유율		36.9	37.8	30.8	29.8	28.3	

자료: 식품의약품안전처, 메리츠증권증권 리서치센터

표8 2016년 및 2017년 상위 20개 업체 수출액 현황

순위	업체명	2016	2017	점유율(%)
		수출액(억원)	수출액(억원)	
총계		1,084	1,077	100
1	(주)셀바이오텍	250	225	20.8
2	(주)한국인삼공사	150	156	14.5
3	(주)뉴트리바이오텍	99	102	9.7
4	콜마비엔에이치(주)푸드팜사업부문	-	78	7.2
5	콜마비엔에이치(주)선바이오텍사업부문	58	76	7.0
누계(5개사 업체)		557	637	59.0
6	(주)서흥	55	56	5.2
7	대상(주)군산공장	69	51	4.7
8	충북인삼농협고려인삼창	32	47	4.4
9	(주)일화	55	38	3.5
10	고려인삼과학주식회사	12	32	3.0
누계(10개사 업체)		780	861	80.0
11	(주)비피도	16	31	2.9
12	(주)네추럴에프앤피	42	27	2.5
13	주식회사 노바렉스	16	25	2.3
14	아미코젠(주)	21	16	1.5
15	전북인삼농협	-	15	1.4
누계(15개사 업체)		875	975	90.5
16	풍기인삼농협	7	10	0.9
17	(주)한국씨엔에스팜	23	9	0.8
18	(주)농협홍삼	7	6	0.6
19	(주)다정	2	6	0.6
20	(주)진생사이언스	8	5	0.5
누계(20개사 업체)		922	1,011	93.9
기타업체		162	66	6.1

자료: 식품의약품안전처, 메리츠증권증권 리서치센터

표9 연도별 건강기능식품 수입실적 현황('13년~'17년)

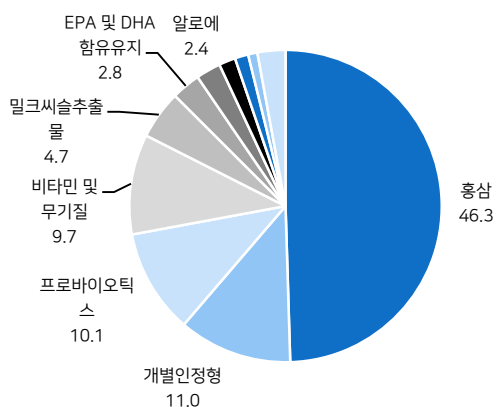
연도	수입액(억원)	증감률(%YoY)	수입액(만달러)	증감률(%YoY)	수입증량(톤)	증감률(%YoY)
2013	3,854	9.1	351.92	12.2	9,377	9.1
2014	4,412	14.5	479.00	19.1	8,735	-6.8
2015	5,965	35.2	527.19	25.8	9,507	8.8
2016	5,880	-1.4	506.75	-3.9	10,775	13.3
2017	5,750	-2.2	508.85	0.4	11,040	2.4

자료: 식품의약품안전처, 메리츠증권증권 리서치센터

건강기능식품의 핵심은 차별화된 원료, 개별인정형 및 품목별 현황

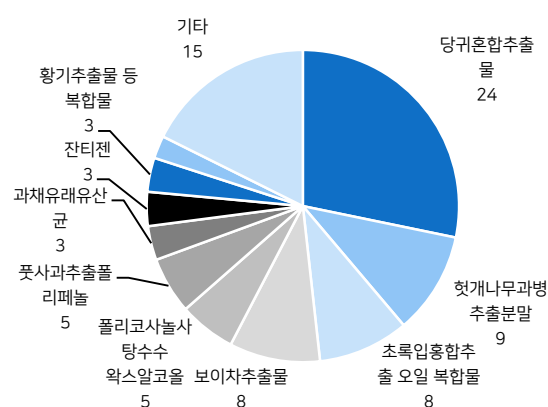
건강기능식품의 기능성 원료는 '고시형 원료'와 '개별인정형 원료'로 구분된다. '고시형 원료'는 '건강기능식품 공전'에 고시되어 제조기준, 규격, 최종제품 등의 요건에 적합할 경우 별도의 인정 절차 없이 사용가능한 원료이며, '개별인정형 원료'를 이용한 제품의 성장 잠재력이 높아 많은 업체들이 원료 인정을 위해 투자하고 있다. 그러나 오랜 개발 기간과 많은 비용이 소요되기 때문에 진입장벽이 상당히 높다. 따라서 건강기능식품 시장에서는 원료, 제조, 유통 단계 중에서 원료 부문의 부가가치가 가장 높다. 예를 들어, 프로바이오틱스 전문 건강기능식품 회사 쉐바이오텍의 경우 군주의 강점을 가지고 자체 브랜드까지 운영하면서 높은 영업이익률을 달성하고 있다.

그림9 건강기능식품 품목별 시장 현황



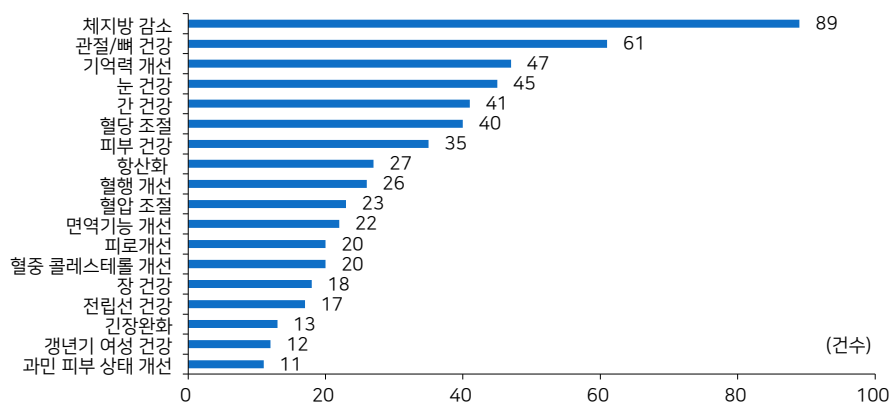
자료: 식품의약품안전처, 메리츠중금증권 리서치센터

그림10 개별인정형 품목별 생산실적 현황



자료: 식품의약품안전처, 메리츠중금증권 리서치센터

그림11 기능성원료 인정 현황 ('04~'17년)



자료: 식품의약품안전처, 메리츠중금증권 리서치센터

표10 연도별 건강기능식품 품목별 생산실적 현황

순위	구분	제조품목수			점유율 2017	증감율('17/'16)
		2015	2016	2017		
총계	(건수, %)	18,230	21,260	22,374	100	5.2
1	홍삼	6,943	9,900	10,358	46.3	4.6
2	개별인정형	3,195	2,357	2,450	11.0	3.9
3	프로바이오틱스	1,579	1,903	2,259	10.1	22.6
4	비타민 및 무기질	2,049	1,842	2,174	9.7	14.2
5	밀크씨슬추출물	705	1,090	1,042	4.7	-4.5
누계(5품목)		14,501	17,902	18,283	81.7	2.1
6	EPA 및 DHA 함유 유지	485	700	625	2.8	-10.7
7	알로에	560	475	527	2.4	10.9
8	루테인	204	309	357	1.6	15.5
9	가르시니아카ம்பोज아추출물	277	278	297	1.3	5.8
10	인삼	307	311	204	0.9	-34.4
누계(10품목)		16,334	19,165	20,290	91.7	5.9
11	녹차추출물	121	158	201	0.9	27.2
12	차전자피식이섬유	136	168	179	0.8	6.0
13	쏘팔메토열매추출물	86	116	134	0.6	15.5
14	프로폴리스추출물	99	103	119	0.5	15.5
15	난소화성알토덱스트리	74	70	115	0.5	64.3
누계(15품목)		16,850	19,780	21,038	95.0	6.4
16	엠에스엠	61	77	110	0.5	42.9
17	클로렐라	165	150	103	0.5	-31.3
18	코엔자임Q10	126	115	100	0.5	-13.0
19	대두이소플라본	50	71	94	0.4	32.4
20	N-아세틸글루코사민	93	78	91	0.4	16.7
누계(20품목)		17,345	20,271	21,536	97.3	6.2
21	기타 품목	885	989	838	2.7	-15.3

자료: 식품의약품안전처, 메리츠증권증권 리서치센터

표11 연도별 개별인정형 품목별 제조품목수 현황

구분	2015	2016	2017
국내 총 생산실적	3,195	국내 총 생산실적 2,357	국내 총 생산실적 2,450
1 당귀혼합추출물	714	당귀혼합추출물 532	당귀혼합추출물 582
2 백수오 등 복합추출물	380	헛개나무과병추출분말 249	헛개나무과병추출분말 226
3 황기추출물 등 복합물	266	초록입홍합추출오일복합물 145	초록입홍합추출오일복합물 194
4 헛개나무과병추출분말	255	과채유래유산균 126	보이차추출물 185
5 미역 등 복합추출물(잔티젠)	183	황기추출물 등 복합물 98	폴리코사놀-사탕수수 왁스알코올 115
누계(5품목)	1,798	누계(5품목) 1,147	누계(5품목) 1,302
6 와일드망고종자추출물	173	석류농축액 95	풋사과추출폴리페놀 114
7 과채유래유산균	112	폴리코사놀-사탕수수 왁스알코올 93	과채유래유산균 77
8 초록입홍합추출오일복합물	103	미역 등 복합추출물(잔티젠) 93	미역 등 복합추출물(잔티젠) 70
9 홍경천추출물	74	풋사과추출폴리페놀 86	황기추출물 등 복합물 67
10 핑거루트추출분말	56	와일드망고종자추출물 54	저분자콜라겐펩타이드 60
누계(10품목)	2,316	누계(10품목) 1,568	누계(10품목) 1,690
11 나토균배양분말	54	보스웰리아추출물 48	석류농축액 55
12 락투로스파우더	52	백수오 등 복합추출물 47	PME88 메론추출물 45
13 폴리코사놀-사탕수수왁스알코올	50	둘외잎주정추출분말 46	백수오 등 복합추출물 40
14 대두배아열수추출물 등 복합물	44	콜라겐효소분해펩타이드 46	강황추출물 39
15 둘외잎주정추출분말	40	락투로스 파우더 44	대두배아열수추출물 등 복합물 39
누계(15품목)	2,556	누계(15품목) 1,799	누계(15품목) 1,908
16 그린마떼추출물	36	나토균배양분말 39	핑거루트추출분말 38
17 밀전분유래난소화성말토덱스트린	34	강황추출물 38	보스웰리아추출물 36
18 그린커피추출물분말	33	루테인지아잔틴복합추출물 30	루테인지아잔틴복합추출물 34
19 나토배양물	33	대두배아열수추출물 등 복합물 30	둘외잎주정추출분말 32
20 강황추출물	32	말전분유래난소화성말토덱스트린 29	나토균배양분말 23
누계(20품목)	2,724	누계(20품목) 1,965	누계(20품목) 2,071
21 기타품목	471	기타품목 392	기타품목 379

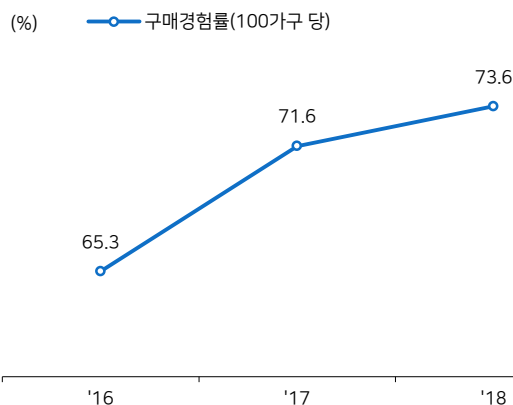
자료: 식품의약품안전처, 메리츠증권증권 리서치센터

Part 3. 국내 건강기능식품 소비자 트렌드 변화 점검

2017년 국내 건강기능식품
소비자 매출액 기준 4조
7,720 억원으로 추산됨

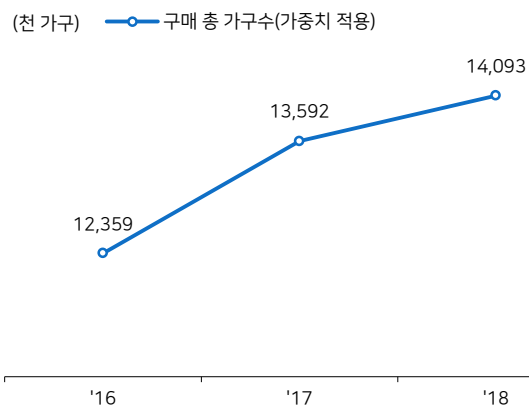
2017년 국내 건강기능식품 시장은 소비자 매출액 기준 4조 7,720억원으로 추산된다. 2018년 기준 100가구 중 약 74가구 (73.6%)가 1년에 한 번 이상 건강기능식품을 구매한 것으로 추정되며 2016년 65.3%, 2017년 71.6% 꾸준히 증가하면서 신규 구매자가 유입되고 있다. 다만 평균 구매액은 전년대비 5천원 정도 감소한 302,015원으로 추산되며 소비 경기 둔화로 구매가격 하락 추세는 지속될 가능성이 높다. 원료별로는 '프로바이오틱스'와 '루테인'의 소비자 인지도가 빠르게 확대되고 있으며 브랜드별로는 한국인삼공사 '정관장'이 꾸준한 가운데 최근 '고려은단', '애터미', '풀무원건강생활'의 상승세가 가파르다. 참고로 소비자 조사에서 '보조인지'는 응답자에게 제시된 리스트 중 인지, '비보조인지'는 제시된 리스트 없이 자발적으로 인지, '최초상기'는 자발적으로 가장 먼저 인지한 것을 의미한다.

그림12 구매경험률 (100가구 당)



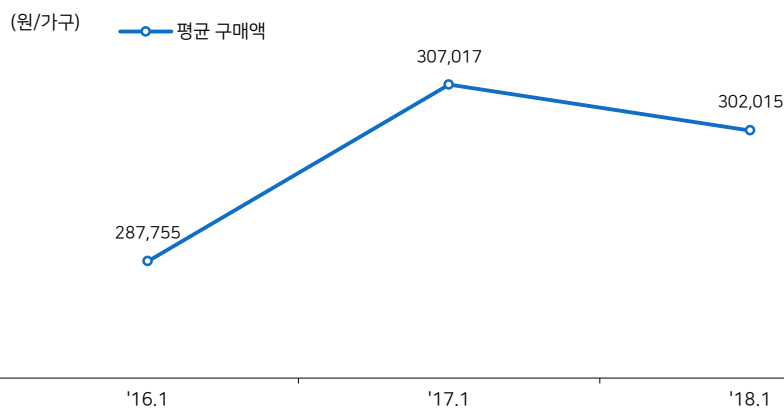
자료: 칸타월드패널, 메리츠종합증권 리서치센터

그림13 구매 총 가구수 추정



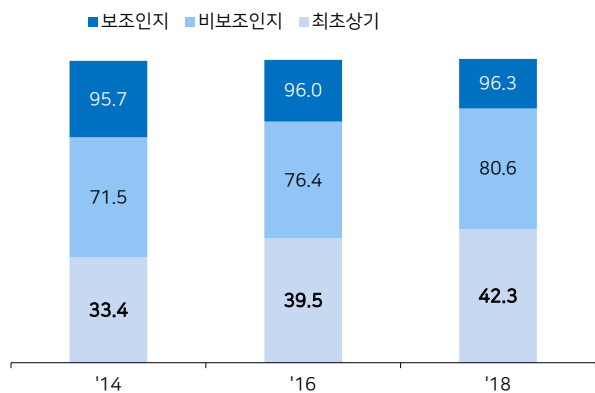
자료: 칸타월드패널, 메리츠종합증권 리서치센터

그림14 평균 구매액



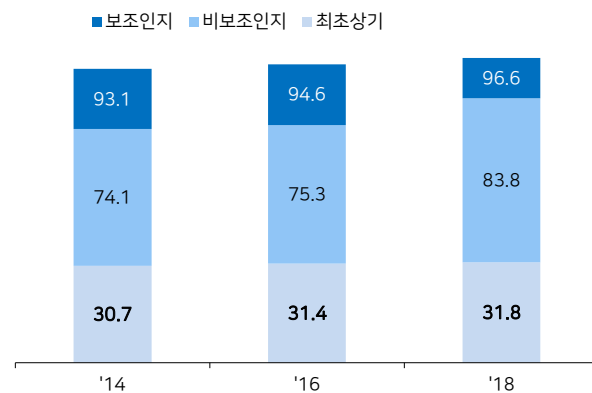
자료: 칸타월드패널, 메리츠종합증권 리서치센터

그림15 건강기능식품 기능성 원료 인지도 '홍삼'



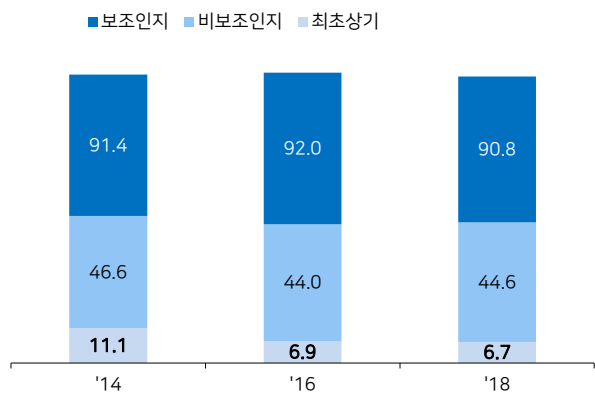
자료: 한국건강기능식품협회, 메리츠중금증권 리서치센터

그림16 건강기능식품 기능성 원료 인지도 '비타민류'



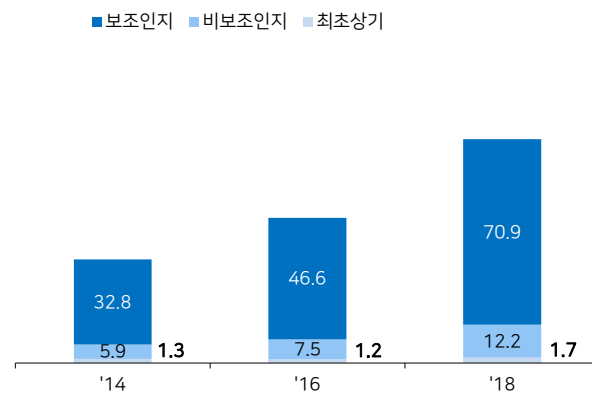
자료: 한국건강기능식품협회, 메리츠중금증권 리서치센터

그림17 건강기능식품 기능성 원료 인지도 '인삼'



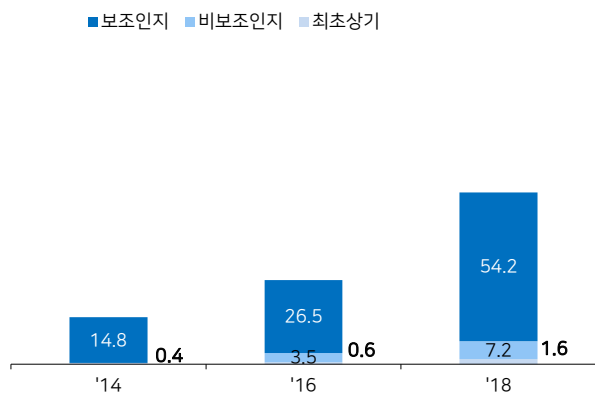
자료: 한국건강기능식품협회, 메리츠중금증권 리서치센터

그림18 건강기능식품 기능성 원료 인지도 '프로바이오틱스'



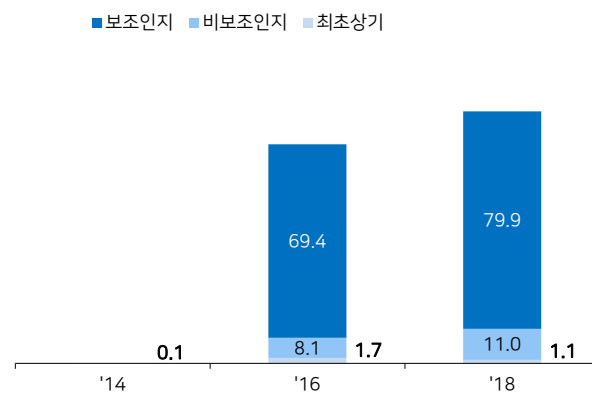
자료: 한국건강기능식품협회, 메리츠중금증권 리서치센터

그림19 건강기능식품 기능성 원료 인지도 '루테인'



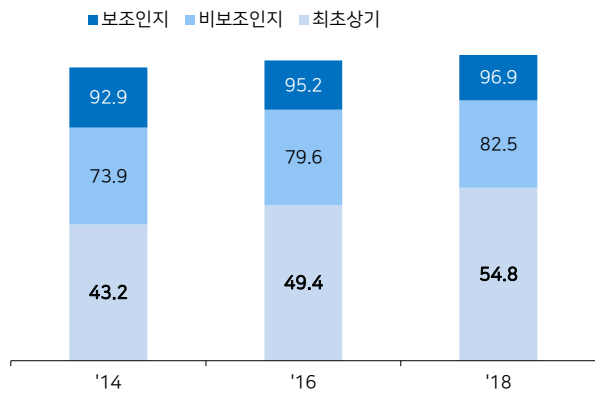
자료: 한국건강기능식품협회, 메리츠중금증권 리서치센터

그림20 건강기능식품 기능성 원료 인지도 '단백질'



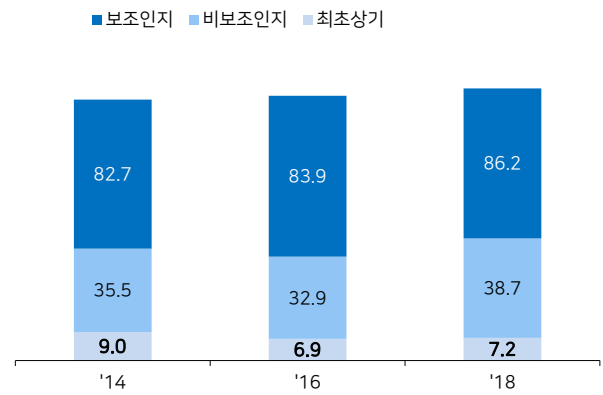
자료: 한국건강기능식품협회, 메리츠중금증권 리서치센터

그림21 건강기능식품 브랜드 인지도 '한국인삼공사 정관장'



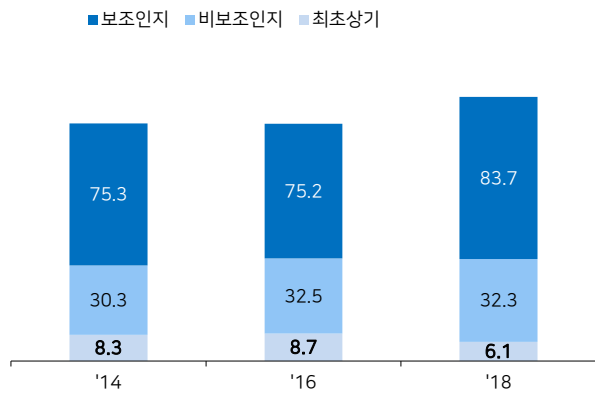
자료: 한국건강기능식품협회, 메리츠증권증권 리서치센터

그림22 건강기능식품 브랜드 인지도 '종근당건강'



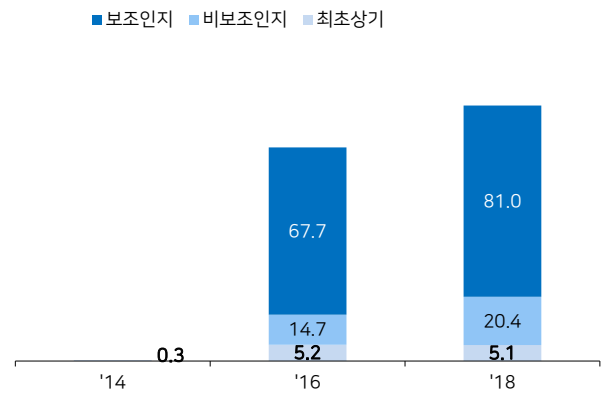
자료: 한국건강기능식품협회, 메리츠증권증권 리서치센터

그림23 건강기능식품 브랜드 인지도 '암웨이 뉴트리라이트'



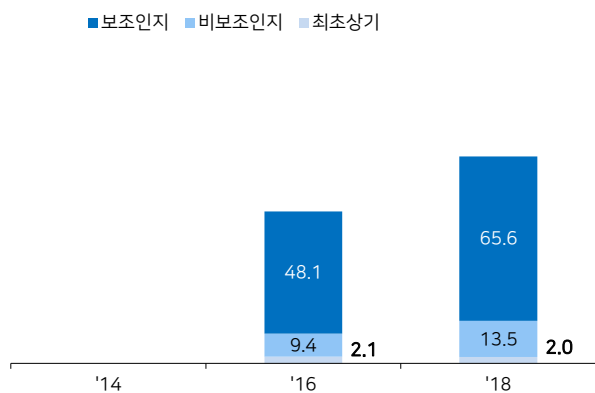
자료: 한국건강기능식품협회, 메리츠증권증권 리서치센터

그림24 건강기능식품 브랜드 인지도 '고려은단'



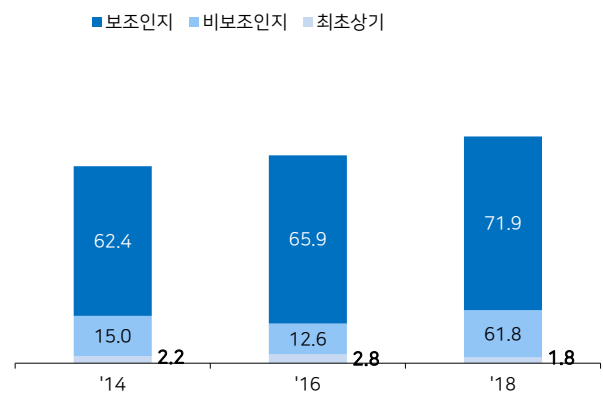
자료: 한국건강기능식품협회, 메리츠증권증권 리서치센터

그림25 건강기능식품 브랜드 인지도 '에터미'



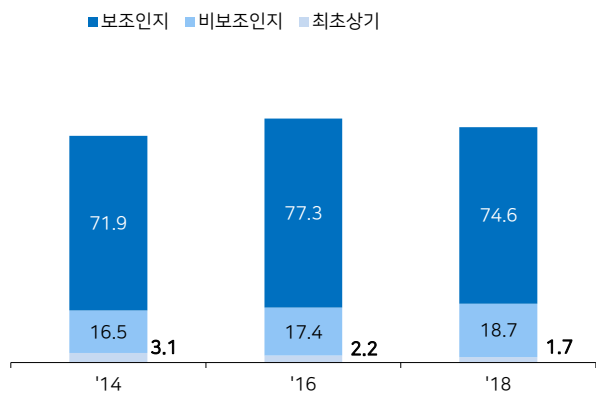
자료: 한국건강기능식품협회, 메리츠증권증권 리서치센터

그림26 건강기능식품 브랜드 인지도 '풀무원건강생활'



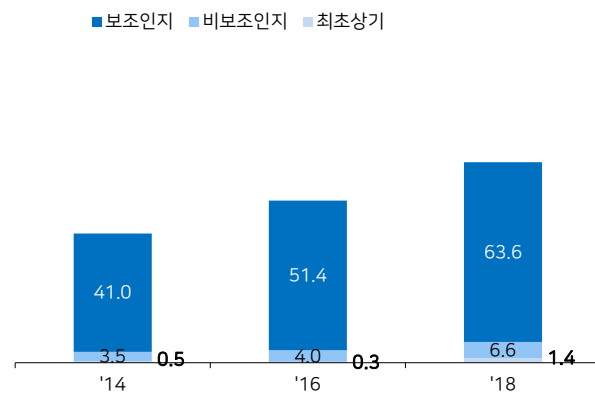
자료: 한국건강기능식품협회, 메리츠증권증권 리서치센터

그림27 건강기능식품 브랜드 인지도 '유한양행'



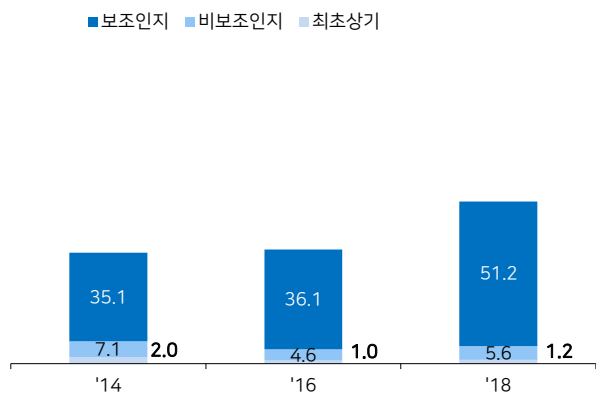
자료: 한국건강기능식품협회, 메리츠증권증권 리서치센터

그림28 건강기능식품 브랜드 인지도 'CJ제일제당'



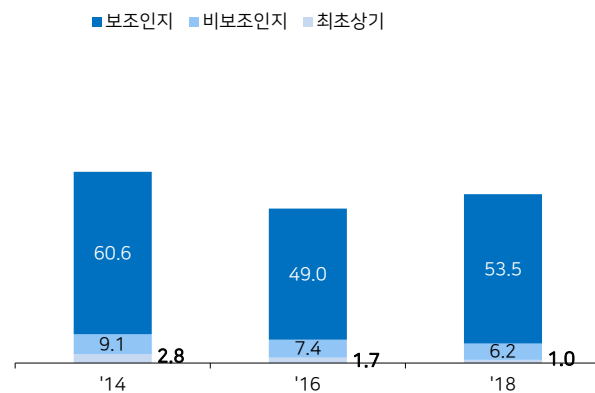
자료: 한국건강기능식품협회, 메리츠증권증권 리서치센터

그림29 건강기능식품 브랜드 인지도 '동원F&B GNC'



자료: 한국건강기능식품협회, 메리츠증권증권 리서치센터

그림30 건강기능식품 브랜드 인지도 '아모레퍼시픽 VB'



자료: 한국건강기능식품협회, 메리츠증권증권 리서치센터

Part 4. 국내 건강기능식품 채널 동향

온라인/다단계 등 직접 판매 중심,
최근 할인점, 홈쇼핑 채널 감소세

유통채널별로는 인터넷몰 판매가 31.8%로 시장의 가장 많은 부분을 차지하고 있으며, 다음으로 다단계가 17.3%를 나타내고 있다. 채널별 추세를 보면, 인터넷몰과 다단계 채널의 비중이 빠르게 증가하고 있는 반면, 할인점과 홈쇼핑 비중은 감소하고 있다. 약국 및 드럭스토어는 금액 기준 비중으로는 미미하나 건강과의 연관성을 갖는 동시에 접근성이 높은 오프라인 매장의 장점을 고려할 경우 향후 성장 추세를 주목할 필요가 있겠다.

소비 침체로 다단계 시장 둔화,
'애틀미'만이 독보적 성장 지속

국내 다단계 판매시장은 2015년 메르스 사태 이후 소비 경기 침체와 함께 소폭 역신장세 (2016년 -0.6%, 2017년 -1.9%)가 이어지고 있다. 2016년 이후 다단계 판매업자 수 증가 추세도 둔화되었으며 등록 판매원 수 또한 2016년 이후 연평균 +4% 증가세로, 2012년부터 2015년까지 연평균 +19.2% 판매원 수 증가 대비 둔화되었다.

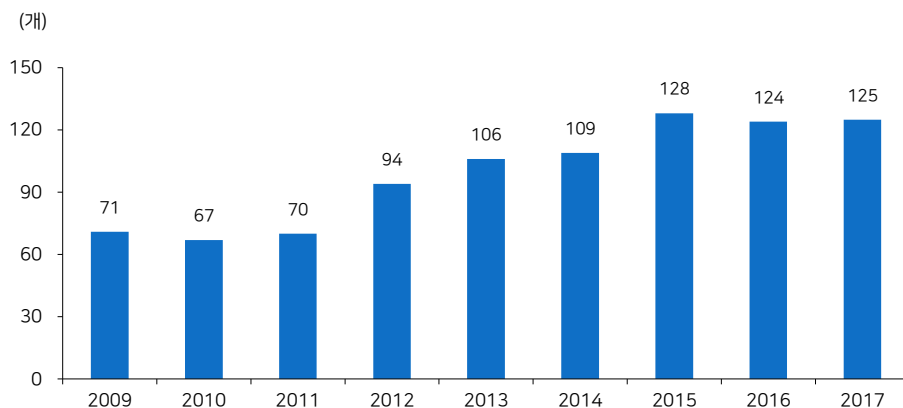
다단계 주요 업체들의 동향을 살펴보면, 점유율 1위 한국암웨이의 최근 성장률은 다소 둔화된 양상을 나타내고 있다. 반면 애틀미는 2015년 기준 매출액 6,976억원을 달성하여 다단계 주요 판매업체 중 2위에 올라섰으며, 2017년에는 매출액 9,016억원을 달성하여 향후 한국암웨이를 제치고, 1위까지 넘보게 될 전망이다. 이러한 고속 성장의 근거는 가파르게 증가하고 있는 판매원 수에 기인하며, 2013년 기준 애틀미 판매원 수는 이미 다단계 업체 1위인 암웨이를 넘어서는 140만명에 이르렀고 2017년 기준으로는 332만명이다. 특히 애틀미의 경우 타업체 대비 등록원 수 대비 후원수당 수령 판매원 비율 낮아 실질적 수요자들의 제품 구입 가능성 높은 것으로 판단된다.

표12 국내 건강기능식품 채널별 시장 비중

	금액기준비중(%)			평균구매액(원/가구)			구매건수기준 비중(%)		
	'16	'17	'18	'16	'17	'18	'16	'17	'18
백화점	3.7	3.1	3.1	156,636	174,543	180,238	3.3	2.0	2.0
대형할인점	13.0	11.0	7.8	79,075	81,354	67,367	24.5	21.4	15.3
슈퍼마켓	1.4	0.8	1.1	66,009	44,923	54,976	2.1	1.5	1.8
인터넷몰	25.6	30.9	31.8	153,182	164,937	159,578	26.2	34.1	35.9
다단계	11.4	14.6	17.4	527,982	349,055	419,627	6.8	11.2	12.5
방문판매	13.5	9.6	9.2	298,336	291,157	295,232	8.3	5.1	4.9
TV홈쇼핑	7.1	5.5	4.6	259,790	226,093	210,310	3.3	2.9	2.4
대리점	8.7	9.4	8.5	233,687	278,802	318,362	4.7	4.9	4.0
약국	6.0	6.4	7.9	94,604	89,497	95,316	8.7	8.5	10.9
드럭스토어	0.3	0.6	0.7	33,720	39,132	41,873	1.0	1.7	2.0
면세점	2.8	3.3	3.0	180,512	205,273	197,988	1.4	1.4	1.5
기타	6.4	4.7	5.0	158,633	105,325	124,873	9.7	5.4	6.7

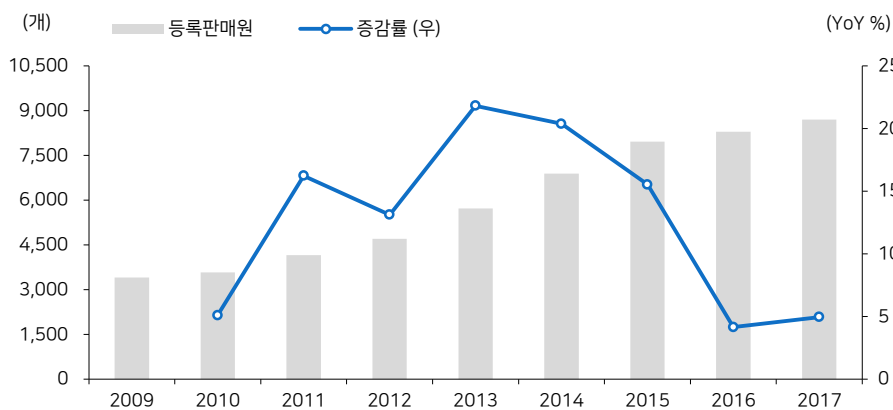
주: 홈쇼핑몰의 경우 인터넷몰에 포함, 기타 채널: 재래시장, 아울렛, 유기농 전문매장, 해외직접구매(온라인 제외) 등
자료: 칸타월드패널, 메리츠증권증권 리서치센터

그림31 다단계 판매업자 수 추이



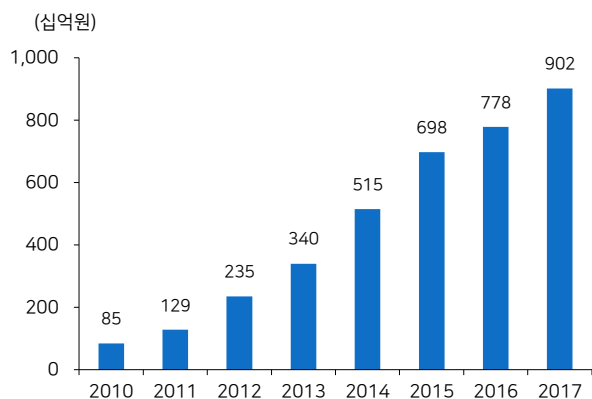
자료: 공정거래위원회, 메리츠증권 리서치센터

그림32 총 등록판매원 수 추이



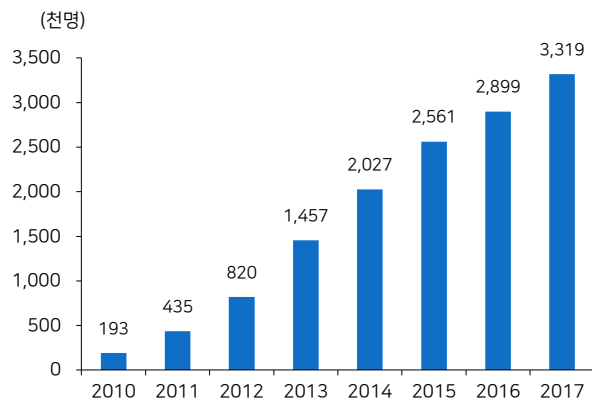
자료: 공정거래위원회, 메리츠증권 리서치센터

그림33 애터미 연간 매출액 추이



자료: 공정거래위원회, 메리츠증권 리서치센터

그림34 애터미 연간 등록 판매원 수 추이



자료: 공정거래위원회, 메리츠증권 리서치센터

표13 2012년-2017년 매출액 상위 10개사 사업자 현황								
순위	2012년	매출액 (백만원)	후원수당 (백만원)	등록판매원 수 (천명)	2013년	매출액 (백만원)	후원수당 (백만원)	등록판매원 수 (천명)
1	한국암웨이	1,024,585	337,401	1,101	한국암웨이	1,083,935	353,268	1,108
2	한국허벌라이프	574,412	199,946	290	한국허벌라이프	568,298	195,349	302
3	뉴스킨코리아	367,576	126,930	290	뉴스킨코리아	560,743	194,338	442
4	애틀미	234,965	81,752	820	애틀미	340,321	117,175	1,457
5	앤알커뮤니케이션	108,599	28,792	706	유니시티코리아	154,982	54,178	114
6	유니시티코리아	89,873	31,338	55	멜라루카인터내셔널코리아	120,130	36,523	88
7	하이리빙	78,874	23,012	138	메리케이코리아	98,085	31,011	39
8	엘트웰	52,520	14,871	17	앤알커뮤니케이션	73,709	22,087	653
9	멜라루카인터내셔널코리아	56,744	16,378	64	하이리빙	72,126	25,090	118
10	씨엔커뮤니케이션	48,254	6,215	4	매나테크코리아	51,115	17,235	64
순위	2014년	매출액 (백만원)	후원수당 (백만원)	등록판매원 수 (천명)	2015년	매출액 (백만원)	후원수당 (백만원)	등록판매원 수 (천명)
1	한국암웨이	1,121,477	351,961	1,085	한국암웨이	1,173,402	385,598	1,138
2	뉴스킨코리아	540,575	187,123	479	애틀미	697,576	239,319	2,561
3	한국허벌라이프	527,485	177,736	338	뉴스킨코리아	529,736	182,549	457
4	애틀미	514,950	176,788	2,027	한국허벌라이프	374,790	126,461	274
5	유니시티코리아	213,749	74,177	112	유니시티코리아	227,504	77,172	139
6	메리케이코리아	110,407	34,083	33	아이에프씨아이	203,115	48,508	268
7	멜라루카인터내셔널코리아	88,034	27,866	59	에이씨앤코리아	121,696	38,619	53
8	시크릿다이렉트코리아	73,413	25,025	68	아프로존	103,526	32,310	59
9	하이리빙	71,330	24,779	101	시크릿다이렉트코리아	101,465	34,559	63
10	루안코리아	70,733	23,887	36	네리움인터내셔널코리아	90,054	31,354	138
순위	2016년	매출액 (백만원)	후원수당 (백만원)	등록판매원 수 (천명)	2017년	매출액 (백만원)	후원수당 (백만원)	등록판매원 수 (천명)
1	한국암웨이	1,237,401	419,861	1,181	한국암웨이	1,279,044	431,624	1,139
2	애틀미	778,479	266,866	2,899	애틀미	901,619	314,567	3,318
3	뉴스킨코리아	531,789	183,926	377	뉴스킨코리아	451,862	153,616	312
4	유니시티코리아	316,136	109,536	173	유니시티코리아	261,056	90,070	152
5	한국허벌라이프	257,345	85,536	142	한국허벌라이프	192,524	64,056	80
6	봄코리아(구 아이에프씨아이)	130,381	34,237	308	시크릿다이렉트코리아	154,154	52,540	66
7	시크릿다이렉트코리아	116,170	39,483	59	봄코리아	83,605	22,408	345
8	에이씨앤코리아	100,653	28,428	48	매나테크코리아	82,267	28,561	54
9	에이폴	78,361	24,834	137	카리스	72,241	25,147	26
10	아프로존	77,808	26,059	58	에이씨앤코리아	71,283	18,586	29

주: 음영 처리된 기업은 Top10 신규진입 기업

자료: 공정거래위원회, 메리츠증권증권 리서치센터

Industry Indepth
2019. 1. 28

콜마비엔에이치 200130

흔들림 없는 건식(健食)의 강자

▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜
02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

- ✓ 개별인정형 원료 중 당귀혼합추출물을 활용한 '헤모힘'의 꾸준한 고성장
- ✓ 국내 다단계 시장 둔화에도 고객사 '애틀미'는 독보적 성장
- ✓ 애틀미 이외 종근당건강, 대상 등에도 Capa 확장과 함께 높은 성장이 기대됨
- ✓ 해외 수출 비중도 2019 년 22%까지 확대되며 화장품 턴어라운드 전망
- ✓ 안정적 고성장에도 2019 년 PER 11.8 배 수준으로 저평가

Not Rated

적정주가 (12개월)

현재주가 (1.25) 21,000 원

상승여력 -

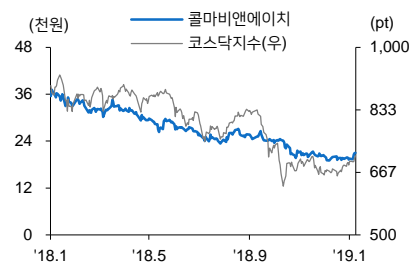
KOSDAQ	711.38pt
시가총액	6,204억원
발행주식수	2,954만주
유동주식비율	28.35%
외국인비중	2.57%
52주 최고/최저가	36,300원/19,050원
평균거래대금	11.3억원

주요주주(%)

한국콜마홀딩스 외 5 인	59.60
한국원자력연구원	12.04
플레밍	6.08

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.2	-12.5	-42.1
상대주가	3.8	-7.9	-26.9

주가그래프



핵심제품 '헤모힘'의 흔들림없는 꾸준한 고성장

콜마비엔에이치 식품 부문은 개별인정형 원료 중 당귀혼합추출물을 활용한 '헤모힘'을 중심으로 프로바이오틱스, 오메가 3, 로테인 등 애틀미에 판매되는 건강기능식품 라인업을 형성하고 있으며, 2018 년 전년대비 +18.3%, 2019 년 전년대비 +14%의 높은 성장세가 이어질 전망이다. 국내 소비 침체에 따른 다단계 시장 둔화에도 애틀미는 독보적인 성장세를 이어가고 있다.

신규 고객사 확보와 함께 해외 수출 비중 꾸준히 확대

2012 년 인수한 한국푸드팜은 애틀미 이외 종근당건강, 대상 등에 영양제, 다이어트식품 등을 납품하는 OEM/ODM 업체이다. 2013 년 98 억원에 불과했던 한국푸드팜의 매출액이 2018 년 410 억원을 기록한 것으로 추산되며 Capa 확장 (2020 년 2,000 억원 목표)과 함께 높은 성장이 기대된다. 해외 13 개국에 진출해 있는 애틀미를 통해 해외 수출 비중도 2019 년 22%까지 확대될 전망이다. 애틀미는 2018 년 하반기 호주, 인도네시아, 러시아에 추가 진출했으며 특히 수출을 통한 화장품 턴어라운드가 기대된다.

안정적 고성장에도 2019 년 PER 11.8 배 수준으로 저평가

콜마비엔에이치는 건강기능식품인 '헤모힘'의 안정적 성장과 함께 관계사 한국콜마를 통한 우수한 품질과 합리적인 가격대의 화장품 판매 확대로 꾸준한 성장세를 이어갈 전망이다. 매출 성장과 수익성 개선이 꾸준히 지속되고 있음에도 불구하고 현 주가는 2019 년 PER 11.8 배 수준으로 음식료 평균 PER 16.3 배, 화장품 평균 27 배 대비 크게 저평가되어 있다고 판단한다.

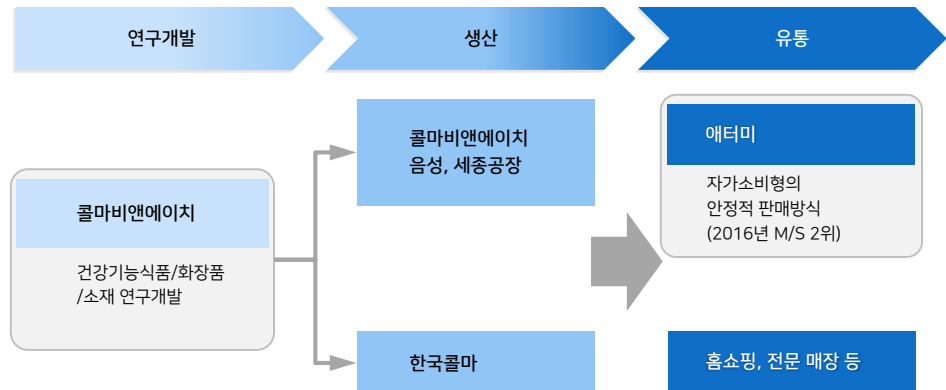
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	419.8	48.8	45.8	1,549	59.5	5,713	21.0	5.7	17.2	30.9	52.4
2018E	489.6	55.6	42.2	1,429	-7.8	6,942	14.0	2.9	8.5	22.6	34.8
2019E	542.9	63.8	48.9	1,655	15.8	8,358	11.8	2.3	6.8	21.6	31.6
2020E	585.3	70.3	54.4	1,842	11.3	9,920	10.6	2.0	5.6	20.2	28.4
2021E	629.2	77.1	59.5	2,015	9.4	11,635	9.7	1.7	4.6	18.7	25.8

표14 콜마비엔에이치 연간 및 분기별 실적 추정

(십억원)	2017	2018E	2019E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액 (연결)	419.8	489.6	542.8	125.7	120.7	116.9	126.3	139.8	131.9	131.1	140.1
증가율 (% YoY)	64.0	16.6	10.9	79.2	9.1	-3.6	7.2	11.2	9.3	12.1	10.9
근오농림	12.3	15.8	17.0	6.4	2.8	4.6	2.0	6.0	3.0	5.0	3.0
증가율 (% YoY)	1.2	0.3	0.1	1.3	0.5	0.7	-0.6	-0.1	0.1	0.1	0.5
에치엔지	127.5	172.1	170.0	44.6	43.2	42.3	42.0	43.0	43.0	42.0	42.0
기타자회사 (연결조정)	-19.0	-25.7	-16.0	-9.2	-5.2	-7.3	-4.0	-4.0	-4.0	-4.0	-4.0
매출액 (별도)	298.9	327.6	371.8	83.9	80.0	77.4	86.3	94.8	89.9	88.1	99.1
증가율 (% YoY)	16.8	9.6	13.5	19.7	11.9	-2.9	11.2	13.0	12.4	13.8	14.8
식품	166.1	196.4	224.0	49.9	49.5	48.0	49.0	56.0	56.2	55.1	56.7
증가율 (% YoY)	19.2	18.3	14.0	25.0	21.5	10.3	17.0	12.2	13.5	14.7	15.8
내수	145.8	168.9	185.8	43.3	43.2	41.5	40.9	47.6	47.5	45.7	45.0
증가율 (% YoY)	17.0	15.9	10.0	21.1	19.2	8.6	15.0	10.0	10.0	10.0	10.0
수출	20.3	27.2	38.1	6.2	6.4	6.5	8.1	8.4	8.6	9.4	11.7
증가율 (% YoY)	37.9	34.1	40.4	48.9	42.3	22.6	28.0	35.0	35.0	45.0	45.0
화장품	132.6	131.2	147.6	34.4	30.3	29.3	37.2	38.7	33.6	32.9	42.3
증가율 (% YoY)	14.0	-1.1	12.5	14.2	-1.0	-19.1	4.3	12.6	11.0	12.4	13.5
내수	102.0	98.6	103.6	25.2	24.7	22.1	26.6	26.5	25.9	23.2	28.0
증가율 (% YoY)	4.3	-3.3	5.0	2.6	4.6	-21.6	4.0	5.0	5.0	5.0	5.0
수출	30.7	32.6	44.0	9.1	5.7	7.2	10.6	12.3	7.7	9.7	14.3
증가율 (% YoY)	64.7	6.4	35.0	63.6	-18.5	-10.0	5.0	35.0	35.0	35.0	35.0
임대 및 기타	0.3	0.4	0.3	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
증가율 (% YoY)	-4.2	14.8	-11.3	37.3	-14.9	38.2	0.0	-21.5	17.5	-27.7	0.0
매출비중 (별도기준)											
식품	55.6	60.0	60.2	59.5	61.9	62.0	56.8	59.1	62.5	62.5	57.3
내수	48.8	51.6	50.0	51.6	54.0	53.6	47.4	50.2	52.9	51.8	45.5
수출	6.8	8.3	10.3	7.4	8.0	8.4	9.3	8.8	9.6	10.7	11.8
화장품	44.4	40.1	39.7	41.0	37.9	37.9	43.1	40.9	37.4	37.4	42.7
내수	34.1	30.1	27.8	30.0	30.9	28.6	30.8	27.9	28.9	26.3	28.2
수출	10.3	10.0	11.8	10.8	7.1	9.3	12.3	13.0	8.6	11.0	14.5
임대 및 기타	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
매출원가	358.6	415.7	459.2	106.8	101.8	98.4	108.6	118.4	110.9	110.1	119.8
증가율 (% YoY)	69.8	15.9	10.5	85.9	6.7	-5.6	7.1	10.9	8.9	11.9	10.3
매출원가율 (%)	85.4	84.9	84.6	85.0	84.4	84.2	86.0	84.7	84.1	84.0	85.5
매출총이익	61.2	73.9	83.6	18.9	18.9	18.5	17.7	21.4	21.0	21.0	20.3
증가율 (% YoY)	36.5	20.8	13.1	49.3	24.2	8.8	8.1	13.1	11.2	13.4	14.9
매출총이익률 (%)	14.6	15.1	15.4	15.0	15.6	15.8	14.0	15.3	15.9	16.0	14.5
판관비	12.5	18.4	19.9	4.4	5.1	4.8	4.0	4.9	5.3	5.2	4.5
증가율 (% YoY)	44.3	47.6	8.3	101.8	59.9	32.8	17.2	10.9	3.0	9.3	10.9
판관비중 (%)	3.0	3.8	3.7	3.5	4.2	4.1	3.2	3.5	4.0	4.0	3.2
영업이익 (연결)	48.8	55.6	63.7	14.5	13.7	13.7	13.6	16.5	15.7	15.7	15.8
증가율 (% YoY)	34.7	14.0	14.7	38.3	14.7	2.3	5.6	13.8	14.2	14.9	16.0
영업이익률 (%)	11.6	11.4	11.7	11.5	11.4	11.7	10.8	11.8	11.9	12.0	11.3
영업이익 (별도)	43.1	51.0	58.8	12.8	13.2	12.2	12.8	14.7	14.8	14.0	15.3
증가율 (% YoY)	19.4	18.4	15.3	27.7	27.2	8.7	11.8	14.5	12.3	15.1	19.4
영업이익률 (%)	14.4	15.6	15.8	15.3	16.5	15.7	14.8	15.5	16.5	15.9	15.4

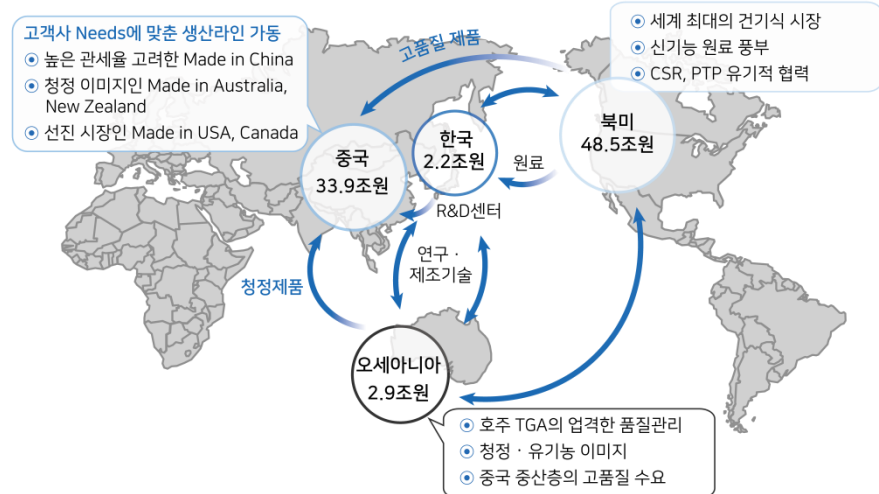
자료: 콜마비엔에이치, 메리츠증권증권 리서치센터

그림35 콜마비앤에이치 비즈니스 모델



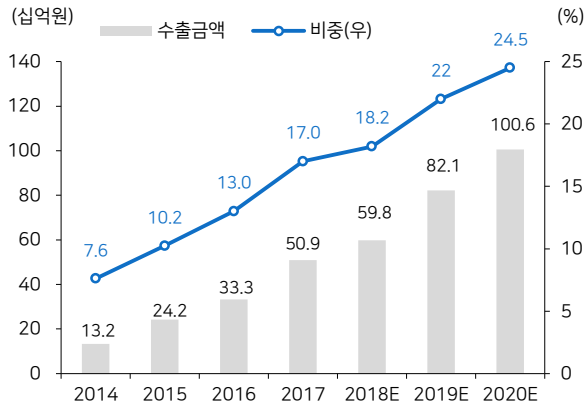
자료: 콜마비앤에이치, 메리츠증권증권 리서치센터

그림36 콜마비앤에이치 글로벌 네트워크 전략 (국가별 건강기능식품 시장 규모)



자료: 콜마비앤에이치, 메리츠증권증권 리서치센터

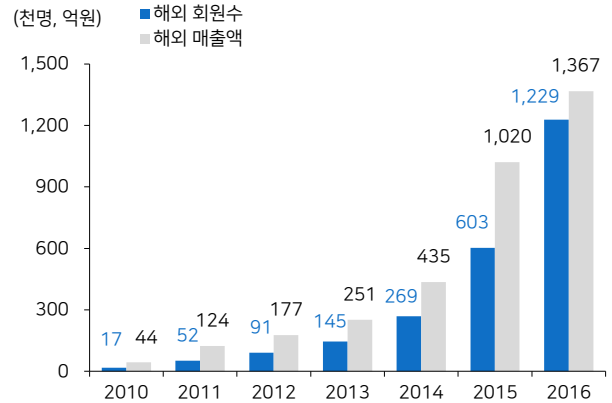
그림37 콜마비엔에이치 수출 금액 및 비중



주: 별도매출 기준

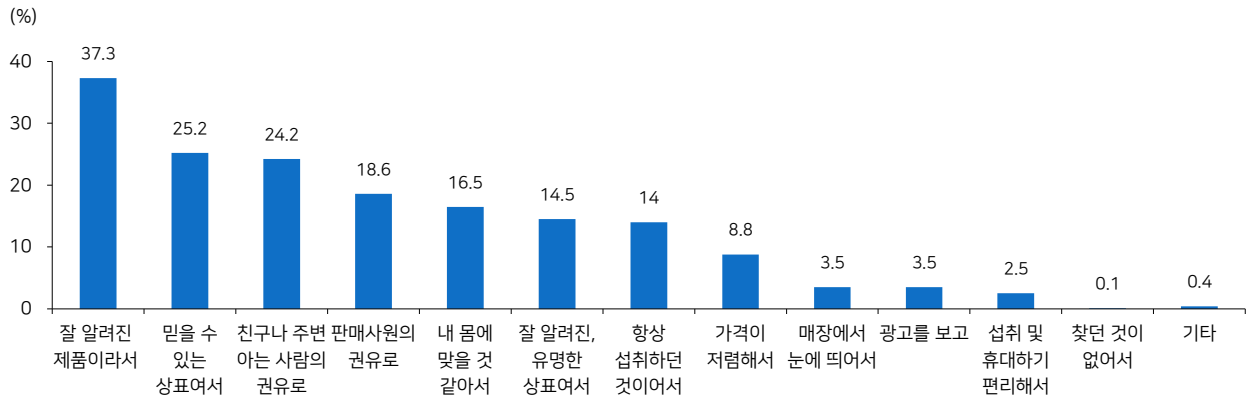
자료: 콜마비엔에이치, 메리츠증권증권 리서치센터

그림38 해외 애터미 연간 매출액 및 누적 회원 수



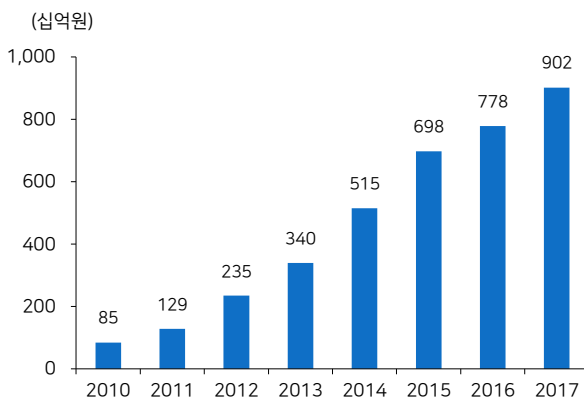
자료: 넥스티코노미, 메리츠증권증권 리서치센터

그림39 건강기능식품 브랜드 선택 이유



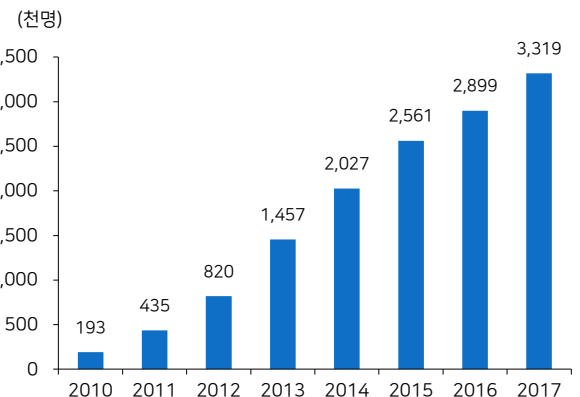
자료: 식품저널, 메리츠증권증권 리서치센터

그림40 애터미 연간 매출액 추이



자료: 공정거래위원회, 메리츠증권증권 리서치센터

그림41 애터미 연간 등록 판매원 수 추이



자료: 공정거래위원회, 메리츠증권증권 리서치센터

표15 2012년-2017년 매출액 상위 10개사 사업자 현황

순위	2012년	매출액 (백만원)	후원수당 (백만원)	등록판매원 수 (천명)	2013년	매출액 (백만원)	후원수당 (백만원)	등록판매원 수 (천명)
1	한국암웨이	1,024,585	337,401	1,101	한국암웨이	1,083,935	353,268	1,108
2	한국허벌라이프	574,412	199,946	290	한국허벌라이프	568,298	195,349	302
3	뉴스킨코리아	367,576	126,930	290	뉴스킨코리아	560,743	194,338	442
4	애틀미	234,965	81,752	820	애틀미	340,321	117,175	1,457
5	앤알커뮤니케이션	108,599	28,792	706	유니시티코리아	154,982	54,178	114
6	유니시티코리아	89,873	31,338	55	멜라루카인터내셔널코리아	120,130	36,523	88
7	하이리빙	78,874	23,012	138	메리케이코리아	98,085	31,011	39
8	엘트웰	52,520	14,871	17	앤알커뮤니케이션	73,709	22,087	653
9	멜라루카인터내셔널코리아	56,744	16,378	64	하이리빙	72,126	25,090	118
10	씨엔커뮤니케이션	48,254	6,215	4	매나테크코리아	51,115	17,235	64
순위	2014년	매출액 (백만원)	후원수당 (백만원)	등록판매원 수 (천명)	2015년	매출액 (백만원)	후원수당 (백만원)	등록판매원 수 (천명)
1	한국암웨이	1,121,477	351,961	1,085	한국암웨이	1,173,402	385,598	1,138
2	뉴스킨코리아	540,575	187,123	479	애틀미	697,576	239,319	2,561
3	한국허벌라이프	527,485	177,736	338	뉴스킨코리아	529,736	182,549	457
4	애틀미	514,950	176,788	2,027	한국허벌라이프	374,790	126,461	274
5	유니시티코리아	213,749	74,177	112	유니시티코리아	227,504	77,172	139
6	메리케이코리아	110,407	34,083	33	아이에프씨아이	203,115	48,508	268
7	멜라루카인터내셔널코리아	88,034	27,866	59	에이씨앤코리아	121,696	38,619	53
8	시크릿다이렉트코리아	73,413	25,025	68	아프로존	103,526	32,310	59
9	하이리빙	71,330	24,779	101	시크릿다이렉트코리아	101,465	34,559	63
10	루안코리아	70,733	23,887	36	네리움인터내셔널코리아	90,054	31,354	138
순위	2016년	매출액 (백만원)	후원수당 (백만원)	등록판매원 수 (천명)	2017년	매출액 (백만원)	후원수당 (백만원)	등록판매원 수 (천명)
1	한국암웨이	1,237,401	419,861	1,181	한국암웨이	1,279,044	431,624	1,139
2	애틀미	778,479	266,866	2,899	애틀미	901,619	314,567	3,318
3	뉴스킨코리아	531,789	183,926	377	뉴스킨코리아	451,862	153,616	312
4	유니시티코리아	316,136	109,536	173	유니시티코리아	261,056	90,070	152
5	한국허벌라이프	257,345	85,536	142	한국허벌라이프	192,524	64,056	80
6	봄코리아(구 아이에프씨아이)	130,381	34,237	308	시크릿다이렉트코리아	154,154	52,540	66
7	시크릿다이렉트코리아	116,170	39,483	59	봄코리아	83,605	22,408	345
8	에이씨앤코리아	100,653	28,428	48	매나테크코리아	82,267	28,561	54
9	에이폴	78,361	24,834	137	카리스	72,241	25,147	26
10	아프로존	77,808	26,059	58	에이씨앤코리아	71,283	18,586	29

주: 음영 처리된 기업은 Top10 신규진입 기업

자료: 공정거래위원회, 메리츠증권증권 리서치센터

표16 국내 건강기능식품 시장, 개별인정형이 성장 주도

순위	구분	총 생산액(억원)									
		2011년 점유율 (%)		2012년 점유율 (%)		2013년 점유율 (%)		2014년 점유율 (%)		2015년 점유율 (%)	
	계	13,682	100	14,091	100	14,820	100	16,310	100	18,230	100
1	홍삼	7,191	52.6	6,484	46.0	5,869	39.6	6,330	38.8	6,943	38.1
2	개별인정형	1,443	10.5	1,807	12.8	2,324	15.7	3,177	19.5	3,195	17.5
3	비타민 및 무기질	1,561	11.4	1,646	11.7	1,747	11.8	1,415	8.7	2,079	11.4
4	프로바이오틱스	405	3.0	518	3.7	804	5.4	1,388	8.5	1,579	8.7
5	밀크씨슬 추출물	138	1.0	135	1.0	308	2.1	676	4.1	705	3.9
	5품목 누계	10,728	78.4	10,590	75.2	11,052	74.6	12,987	79.6	145,501	79.5

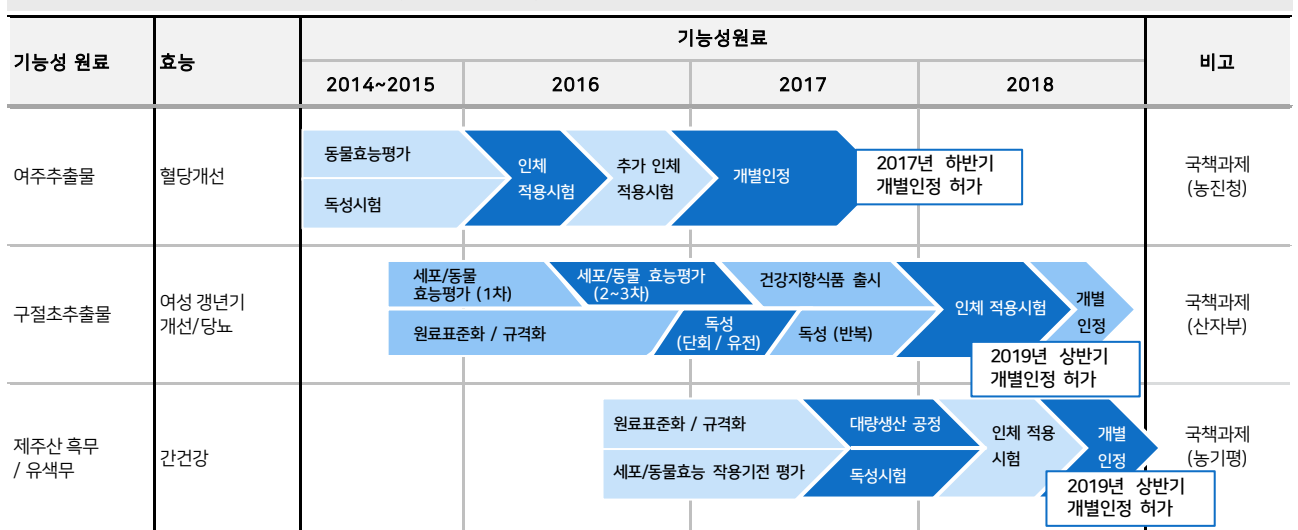
자료: 콜마비앤에이치, 식품의약품안전처, 메리츠증권증권 리서치센터

표17 개별인정형 품목 중 당귀혼합추출물 생산실적 1위

순위	구분	총 생산액 (억원)					
		2015년			2014년	2013년	2012년
		점유율 (%)		증감률 (%)			
	계	3,195	100	0.6	3,177	2,324	1,807
1	당귀혼합추출물	714	22.3	80.3	369	314	245
2	백수오등 복합추출물	380	11.9	-68.1	1,193	704	100
3	황기추출물등복합물	266	8.3	-	-	-	-
4	헛개나무과병추출분말	255	8.0	-32.7	379	541	502
5	미역등 복합추출물(잔티젠)	183	5.7	190.5	63	-	-
	5품목 누계	1,799	56.3	-11.4	2,031	1,559	848

자료: 콜마비앤에이치, 식품의약품안전처, 메리츠증권증권 리서치센터

그림42 콜마비앤에이치 신소재 개별인정형 원료 개발현황



자료: 콜마비앤에이치, 메리츠증권증권 리서치센터

콜마비엔에이치 (200130)

Income Statement

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
매출액	419.8	489.6	542.9	585.3	629.2
매출액증가율 (%)	64.0	16.6	10.9	7.8	7.5
매출원가	358.6	415.7	459.2	494.3	529.8
매출총이익	61.2	74.0	83.6	91.1	99.4
판매관리비	12.5	18.4	19.9	20.7	22.3
영업이익	48.8	55.6	63.8	70.3	77.1
영업이익률	11.6	11.4	11.7	12.0	12.3
금융손익	0.3	0.5	0.8	1.1	1.5
종속/관계기업손익	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	9.4	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	59.0	56.1	64.5	71.4	78.6
법인세비용	11.5	12.3	13.8	15.0	16.9
당기순이익	47.4	43.8	50.7	56.4	61.7
지배주주지분 순이익	45.8	42.2	48.9	54.4	59.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	53.3	39.3	55.0	61.3	67.5
당기순이익(손실)	47.4	43.8	50.7	56.4	61.7
유형자산상각비	3.3	4.3	5.2	5.9	6.2
무형자산상각비	0.1	0.2	0.1	0.0	0.0
운전자본의 증감	10.4	-8.9	-1.0	-1.0	-0.4
투자활동 현금흐름	-31.5	-26.3	-26.6	-21.9	-17.1
유형자산의증가(CAPEX)	-10.9	-15.0	-18.0	-15.0	-10.0
투자자산의감소(증가)	-1.2	-2.2	-1.7	-1.3	-1.4
재무활동 현금흐름	-4.3	-7.3	-5.8	-7.0	-8.2
차입금의 증감	8.3	-2.6	0.1	0.1	0.1
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	17.5	5.7	22.6	32.4	42.2
기초현금	17.0	34.5	40.2	62.8	95.2
기말현금	34.5	40.2	62.8	95.2	137.4

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
유동자산	157.2	164.2	200.2	243.4	296.7
현금및현금성자산	34.5	40.2	62.8	95.2	137.4
매출채권	30.3	26.4	29.3	31.5	33.9
재고자산	34.6	30.1	33.4	36.0	38.7
비유동자산	114.0	126.7	141.1	151.5	156.7
유형자산	78.6	89.3	102.1	111.2	115.1
무형자산	15.1	14.9	14.9	14.8	14.8
투자자산	13.1	15.3	17.0	18.3	19.7
자산총계	271.2	290.9	341.3	394.9	453.4
유동부채	90.3	71.8	78.3	83.6	89.0
매입채무	62.1	43.9	48.7	52.5	56.4
단기차입금	11.4	11.4	11.4	11.4	11.4
유동성장기부채	2.7	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	3.0	3.3	3.6	3.9	4.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
부채총계	93.3	75.1	82.0	87.4	93.1
자본금	14.8	14.8	14.8	14.8	14.8
자본잉여금	30.9	30.9	30.9	30.9	30.9
기타포괄이익누계액	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
이익잉여금	123.5	159.8	201.7	247.8	298.5
비지배주주지분	9.1	10.7	12.5	14.4	16.6
자본총계	177.9	215.8	259.4	307.5	360.3

Key Financial Data

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	14,210	16,573	18,375	19,812	21,298
EPS(지배주주)	1,549	1,429	1,655	1,842	2,015
CFPS	1,793	2,032	2,337	2,581	2,819
EBITDAPS	1,767	2,032	2,337	2,581	2,819
BPS	5,713	6,942	8,358	9,920	11,635
DPS	160	200	240	280	300
배당수익률(%)	0.5	1.0	1.2	1.4	1.5
Valuation(Multiple)					
PER	21.0	14.0	11.8	10.6	9.7
PCR	18.2	9.8	8.3	7.5	6.9
PSR	2.3	1.2	1.1	1.0	0.9
PBR	5.7	2.9	2.3	2.0	1.7
EBITDA	52.2	60.0	69.0	76.2	83.3
EV/EBITDA	17.2	8.5	6.8	5.6	4.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	30.9	22.6	21.6	20.2	18.7
EBITDA 이익률	12.4	12.3	12.7	13.0	13.2
부채비율	52.4	34.8	31.6	28.4	25.8
금융비용부담률	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	170.9	156.0	195.9	214.4	233.6
매출채권회전율(x)	18.6	17.3	19.5	19.3	19.2
재고자산회전율(x)	16.2	15.1	17.1	16.9	16.8

Industry Indepth
2019. 1. 28

▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜
02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가 (12개월)

현재주가 (1.25) 30,200 원

상승여력 -

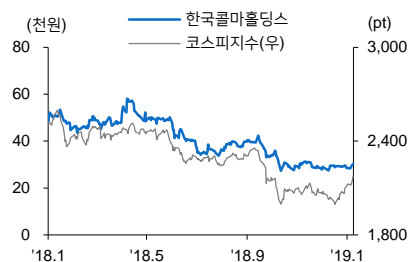
KOSPI	2,177.73pt
시가총액	5,418억원
발행주식수	1,794만주
유동주식비율	53.53%
외국인비중	18.48%
52주 최고/최저가	58,200원/27,400원
평균거래대금	20.1억원

주요주주(%)

윤동한 외 7 인	45.93
NIHON KOLMAR	7.46

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	8.4	-13.7	-40.2
상대주가	2.3	-9.9	-29.6

주가그래프



한국콜마홀딩스 024720

건강(健康)과 미(美)의 총 집합

- ✓ 상장 자회사 '콜마비엔에이치'와 '한국콜마'의 기업가치 회복 전망
- ✓ 콜마파마, 글로벌 제약사 신규 수주 등으로 순이익 144 억원 (+27.1% YoY) 예상
- ✓ 콜마스크, 프리미엄 마스크팩 전문 ODM 기업으로서 고객 다변화로 성장 지속
- ✓ 한국콜마그룹의 사업구도 재편 과정에서 자회사들의 기업가치 상승 수혜 전망
- ✓ 2019 년 PER 10.7 배 수준으로 과도한 저평가

상장 자회사 '콜마비엔에이치'와 '한국콜마'의 기업가치 회복 전망

콜마비엔에이치 (연결 반영)는 건강기능식품인 '헤모힘'의 안정적 성장과 함께 관계사 한국콜마를 통한 우수한 품질과 합리적인 가격대의 화장품 판매 증가로 꾸준한 성장세를 이어갈 전망이다. 애틀미 이외 신규 고객사들과 해외 수출 비중 확대도 긍정적이다. 한국콜마 (관계기업손익 반영) 또한 2019 년 CJ 헬스케어 등 제약 사업 정상화와 함께 화장품 신공장을 통한 중국법인 의 성장 강화 속도에 따라 점진적인 주가 회복이 예상된다.

비상장 자회사 '콜마파마'의 실적 모멘텀 강화 예상

콜마파마는 2018 년 한국콜마 제약과 마찬가지로 CSO (영업대행) 중단에 따른 외형 성장률은 둔화되었지만 수익성은 크게 개선 (2018 년 매출액 +9.2% YoY, 순이익 +41.5% YoY 추정)되었다. 콜마파마는 글로벌 제약사 신규 수주 등으로 높은 성장과 함께 이익 개선세가 이어지면서 2019 년 매출액 902 억원 (+17.4% YoY), 순이익 144 억원 (+27.1% YoY)이 예상되며 2020 년 IPO (주식공개상장) 가능성이 높다. 콜마스크 또한 프리미엄 마스크팩 전문 ODM 기업으로서 고객 다변화를 통한 안정적인 성장이 지속될 전망이다.

2019 년 PER 10.7 배 수준으로 과도한 저평가

한국콜마홀딩스의 현 주가는 2019 년 기준 PER 10.7 배 수준으로 제약 평균 PER 22 배, 화장품 평균 27 배 대비 크게 저평가되어 있다. 향후 한국콜마그룹이 각각 화장품, 건강기능식품, 제약 중심으로 사업구도가 재편되는 과정에서 자회사들의 기업가치 상승의 수혜가 기대된다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	490.6	81.8	28.0	1,674	1.3	17,540	24.4	2.3	11.6	10.3	90.4
2018E	641.5	90.3	45.9	2,626	56.9	17,205	11.3	1.7	6.8	14.6	76.7
2019E	714.7	106.8	47.6	2,652	1.0	19,380	10.7	1.5	5.5	13.3	69.0
2020E	791.1	118.7	52.0	2,898	9.3	21,715	9.8	1.3	4.9	13.0	62.7
2021E	870.3	131.4	57.7	3,215	11.0	24,259	8.9	1.2	4.3	12.9	57.4

표18 한국콜마홀딩스 연간 실적 현황

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	222.5	299.6	330.4	490.6	641.5	714.7
증가율 (% YoY)		34.7	10.3	48.5	30.8%	11.4%
콜마비엔에이치	173.9	236.2	256.0	419.8	489.6	542.8
콜마파마	35.4	49.0	58.2	70.3	76.8	90.2
콜마스크				10.6	77.0	93.7
증가율 (% YoY)						
콜마비엔에이치		35.8	8.4	64.0	16.6	10.9
콜마파마		38.4	18.7	20.9	9.2	17.4
콜마스크						21.7
비중 (%)						
콜마비엔에이치	78.2	78.8	77.5	85.6	76.3	76.0
콜마파마	15.9	16.4	17.6	14.3	12.0	12.6
콜마스크				2.2	12.0	13.1
매출원가	172.0	227.2	249.4	382.5	510.5	566.8
증가율 (% YoY)		32.1	9.8	53.4	33.5	11.0
매출원가율 (%)	77.3	75.8	75.5	78.0	79.6	79.3
판관비	22.8	27.3	32.3	46.3	52.2	57.2
증가율 (% YoY)		19.8	18.6	43.2	12.7	9.6
판관비율 (%)	10.2	9.1	9.8	9.4	8.1	8.0
관계기업투자손익			12.5	20.0	11.4	16.0
영업이익	27.7	45.1	61.2	81.8	90.2	106.8
증가율 (% YoY)		62.8	35.7	33.6	10.4	18.3
영업이익률 (%)	12.5	15.1	18.5	16.7	14.1	14.9

자료: 한국콜마홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

표19 한국콜마홀딩스 분기별 실적 현황

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	158.7	162.9	163.1	156.7	177.5	178.4	179.0	179.8
증가율 (% YoY)	74.0	36.6	17.7	10.8	11.8	9.5	9.7	14.7
콜마비엔에이치	125.7	120.7	116.9	126.3	139.8	131.9	131.1	140.1
콜마파마	19.8	22.0	17.5	17.4	19.8	23.1	23.7	23.5
콜마스크	16.3	22.0	22.7	16.0	20.8	26.4	27.2	19.2
증가율 (% YoY)								
콜마비엔에이치	79.2	9.1	-3.6	7.2	11.2	9.3	12.1	10.9
콜마파마	24.5	25.2	-5.0	-5.0	5.0	5.0	35.0	35.0
콜마스크					20.0	20.0	20.0	20.0
비중 (%)								
콜마비엔에이치	79.2	74.1	71.7	80.6	78.8	73.9	73.2	77.9
콜마파마	12.5	13.5	10.8	11.1	11.2	13.0	13.2	13.1
콜마스크	10.2	13.5	13.9	10.2	11.7	14.8	15.2	10.7
매출원가	125.1	127.0	133.0	125.4	139.7	138.3	145.7	143.1
증가율 (% YoY)	84.3	37.5	21.8	10.9	11.7	8.8	9.6	14.1
매출원가율 (%)	78.8	78.0	81.5	80.0	78.7	77.5	81.4	79.6
판관비	13.7	14.9	9.4	14.1	15.1	16.1	10.7	15.3
증가율 (% YoY)	41.4	34.4	-25.8	10.2	10.2	7.6	13.8	8.3
판관비율 (%)	8.6	9.2	5.8	9.0	8.5	9.0	6.0	8.5
관계기업투자손익	3.1	3.1	2.2	3.1	4.0	4.0	4.0	4.0
영업이익	23.0	24.1	22.9	20.3	26.7	28.1	26.6	25.4
증가율 (% YoY)	32.2	-16.6	25.1	18.2	16.4	16.7	16.0	24.9
영업이익률 (%)	14.5	14.8	14.0	13.0	15.1	15.7	14.8	14.1

자료: 한국콜마홀딩스, 메리츠증권 리서치센터

한국콜마홀딩스 (024720)

Income Statement

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
매출액	490.6	641.5	714.7	791.1	870.3
매출액증가율 (%)	48.5	30.8	11.4	10.7	10.0
매출원가	382.5	499.0	550.8	609.2	670.1
매출총이익	108.1	142.5	163.9	182.0	200.2
판매관리비	46.3	52.2	57.2	63.3	68.8
영업이익	81.8	90.3	106.8	118.7	131.4
영업이익률	12.6	14.1	14.9	15.0	15.1
금융손익	-14.3	-7.1	-6.6	-6.0	-5.4
중속/관계기업손익	20.0	12.0	12.0	12.0	12.0
기타영업외손익	0.2	16.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	67.6	111.2	112.1	124.7	138.0
법인세비용	16.0	26.7	24.5	28.9	31.7
당기순이익	51.7	84.5	87.7	95.8	106.3
지배주주지분 순이익	28.0	45.9	47.6	52.0	57.7

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
유동자산	284.8	303.2	371.1	445.5	528.5
현금및현금성자산	50.9	20.9	56.6	97.4	145.6
매출채권	44.0	46.4	51.7	57.3	63.0
재고자산	42.8	43.4	48.4	53.5	58.9
비유동자산	462.0	532.0	567.1	603.4	640.8
유형자산	129.3	132.2	135.0	137.5	139.8
무형자산	20.0	19.5	19.0	18.5	18.2
투자자산	219.7	287.3	320.1	354.3	389.7
자산총계	746.9	835.2	938.2	1,048.9	1,169.3
유동부채	278.2	273.1	287.2	302.0	317.2
매입채무	68.4	56.5	63.0	69.7	76.7
단기차입금	61.1	61.1	61.1	61.1	61.1
유동성장기부채	9.1	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	76.4	89.5	95.8	102.4	109.3
사채	29.1	29.1	29.1	29.1	29.1
장기차입금	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5
부채총계	354.6	362.6	383.0	404.4	426.5
자본금	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4
자본잉여금	172.2	172.2	172.2	172.2	172.2
기타포괄이익누계액	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0
이익잉여금	115.6	157.4	199.8	245.3	295.0
비지배주주지분	98.4	137.1	177.2	221.0	269.7
자본총계	392.2	472.6	555.2	644.5	742.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	68.3	86.2	89.1	97.5	108.1
당기순이익(손실)	51.7	84.5	87.7	95.8	106.3
유형자산상각비	6.4	7.0	7.3	7.5	7.7
무형자산상각비	0.5	0.6	0.5	0.4	0.4
운전자본의 증감	7.4	6.4	6.0	6.1	6.0
투자활동 현금흐름	-66.3	-108.7	-51.5	-53.9	-55.9
유형자산의증가(CAPEX)	-18.5	-10.0	-10.0	-10.0	-10.0
투자자산의감소(증가)	-17.4	-55.6	-20.8	-22.3	-23.4
재무활동 현금흐름	22.9	-7.6	-1.9	-2.8	-4.0
차입금의 증감	-1.5	-4.5	2.3	2.4	2.4
자본의 증가	19.2	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	24.3	-30.0	35.8	40.8	48.2
기초현금	26.6	50.9	20.9	56.6	97.4
기말현금	50.9	20.9	56.6	97.4	145.6

Key Financial Data

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	29,289	36,731	39,839	44,102	48,512
EPS(지배주주)	1,674	2,626	2,652	2,898	3,215
CFPS	4,238	6,521	6,383	7,057	7,774
EBITDAPS	4,103	5,605	6,383	7,057	7,774
BPS	17,540	17,205	19,380	21,715	24,259
DPS	185	231	289	361	452
배당수익률(%)	0.5	0.8	1.0	1.3	1.6
Valuation(Multiple)					
PER	24.4	11.3	10.7	9.8	8.9
PCR	9.6	4.5	4.5	4.0	3.7
PSR	1.4	0.8	0.7	0.6	0.6
PBR	2.3	1.7	1.5	1.3	1.2
EBITDA	68.7	97.9	114.5	126.6	139.5
EV/EBITDA	11.6	6.8	5.5	4.9	4.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	10.3	14.6	13.3	13.0	12.9
EBITDA 이익률	14.0	15.3	16.0	16.0	16.0
부채비율	90.4	76.7	69.0	62.7	57.4
금융비용부담률	2.0	1.5	1.4	1.2	1.1
이자보상배율(x)	6.2	9.3	11.0	12.1	13.2
매출채권회전율(x)	13.8	14.2	14.6	14.5	14.5
재고자산회전율(x)	14.8	14.9	15.6	15.5	15.5

Industry Indepth
2019. 1. 28

▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜
02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

뉴트리바이오텍 222040

글로벌 건강기능식품 ODM 기업

- ✓ 국내 건강기능식품 제조업체 중 유일하게 미국, 호주 등 해외 생산기지 구축
- ✓ 경쟁사 대비 One stop ODM Process 와 차별화된 글로벌 생산 체계 강점
- ✓ 해외 현지에서의 Capa 증설로 향후 3년간 26.8%의 고성장 지속될 전망
- ✓ 신규 가동 중인 미국과 호주에서의 손실 지속, 수익성 개선 여부 관건
- ✓ 해외법인에서의 손익분기점 도달 여부에 따라 밸류에이션 부담 완화 예상

Not Rated

적정주가 (12개월)

현재주가 (1.25) 15,700 원

상승여력 -

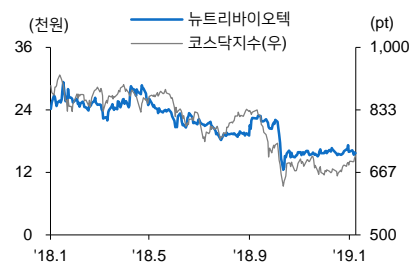
KOSDAQ	711.38pt
시가총액	3,239억원
발행주식수	2,063만주
유통주식비율	60.89%
외국인비중	16.08%
52주 최고/최저가	29,350원/12,500원
평균거래대금	21.4억원

주요주주(%)

코스맥스비티아이 외 9 인	38.89
권진혁 외 5 인	8.35

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-3.7	-25.1	-36.6
상대주가	-9.3	-21.1	-19.9

주가그래프



차별화된 글로벌 생산 체계 구축

건강기능식품 시장의 채널 및 제형 다변화로 인해 산업의 범위가 넓어지면서 유통업체들이 모든 제품들을 직접 생산하기보다는 전문 ODM 업체들의 위탁 생산 역할이 커지고 있다. 뉴트리바이오텍은 국내 건강기능식품 제조업체 중 유일하게 한국, 미국, 호주, 중국의 글로벌 생산기지를 구축하여 글로벌 고객사들과의 파트너십이 더욱 강화될 것으로 예상된다. 해외 현지에서의 신규 고객사 영입도 지속될 전망이다. 뉴트리바이오텍은 경쟁사 대비 One stop ODM Process 와 차별화된 글로벌 생산 체계를 구축하고 있다.

해외 확장 초기 국면, 높은 외형 성장과 함께 수익성 개선 여부 관건

국내 건강기능식품 시장의 안정적인 성장과 중국 수출 확대, 해외 현지에서의 Capa 증설을 바탕으로 뉴트리바이오텍은 향후 3년간 26.8%의 고성장세가 안정적으로 지속될 전망이다. 신규 가동 중인 미국과 호주에서 손실이 지속되고 있는데 2019년 해외법인에서의 손익분기점 도달 여부에 따라 밸류에이션 부담이 완화될 것으로 판단한다.

기본사항

뉴트리바이오텍은 글로벌 고객사 비중이 50% 이상, 해외 수출 비중 61.4% (2018년 3분기 기준)를 차지하고 있는 건강기능식품 전문 ODM 기업이다. 판매경로별 매출 비중 (2018년 1분기 기준)은 네트워크마케팅사 63.5%, 유통업체 30.7%, 제약 및 식품제조업체 5.5%, 기타업체가 0.3%를 차지하고 있다. 전반적으로 제품 포트폴리오와 채널 다변화가 잘 이루어져 있다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	136.4	11.5	6.3	304	-62.7	4,116	72.1	5.3	44.6	7.5	130.8
2018E	193.4	16.8	6.4	312	2.6	4,428	52.6	3.7	24.2	7.3	142.0
2019E	234.4	22.5	12.5	604	93.6	5,032	26.0	3.1	17.5	12.8	132.6
2020E	277.9	27.2	17.5	848	40.4	5,880	18.5	2.7	14.3	15.5	121.4
2021E	319.6	32.0	19.2	932	9.9	6,812	16.9	2.3	12.0	14.7	112.0

표20 뉴트리바이오텍 분기별 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	136.4	42.6	42.6	53.1	55.0	193.4	51.6	51.7	65.6	65.5	234.4
증가율(% YoY)	12.9	55.2	34.9	37.1	42.6	41.8	20.9	21.2	23.6	19.1	21.2
분기비중(%)		22.1	22.1	27.5	28.4		22.0	22.1	28.0	27.9	
매출원가	99.3	30.7	32.4	42.1	41.7	147.0	37.4	39.0	51.2	48.2	175.8
증가율(% YoY)	17.6	52.7	35.0	57.2	47.0	48.0	21.6	20.6	21.5	15.5	19.6
매출원가율(%)	72.8	72.1	75.9	79.3	75.9	76.0	72.5	75.5	78.0	73.6	75.0
분기비중(%)		20.9	22.0	28.7	28.4		21.3	22.2	29.1	27.4	
매출총이익	37.1	11.9	10.3	11.0	13.3	46.4	14.2	12.7	14.4	17.3	58.6
증가율(% YoY)	2.0	62.1	34.6	-7.9	30.3	25.2	19.2	23.2	31.6	30.6	26.3
매출총이익률(%)	27.2	27.9	24.1	20.7	24.1	24.0	27.5	24.5	22.0	26.4	25.0
판매비	25.5	7.1	7.3	6.1	9.0	29.6	8.2	8.8	7.9	11.2	36.1
증가율(% YoY)	46.3	33.2	18.6	-16.0	34.1	15.9	15.4	20.7	28.8	23.6	22.0
판매비율(%)	18.7	16.8	17.1	11.5	16.4	15.3	16.0	17.0	12.0	17.1	15.4
영업이익	11.5	4.8	3.0	4.9	4.2	16.8	5.9	3.9	6.6	6.1	22.5
증가율(% YoY)	-38.9	140.8	100.5	4.8	23.0	45.9	24.8	29.2	35.1	45.5	33.8
영업이익률(%)	8.5	11.1	7.0	9.1	7.7	8.7	11.5	7.5	10.0	9.4	9.6

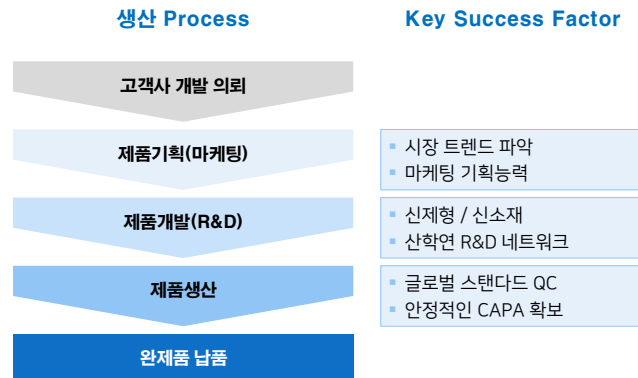
자료: 뉴트리바이오텍, 메리츠증권증권 리서치센터

표21 뉴트리바이오텍 생산 Capa 및 연간실적 현황

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	30.8	39.2	46.9	77.5	120.8	136.4	193.4	234.4	277.9
증가율 (% YoY)			19.6	65.2	55.8	12.9	41.8	21.2	18.6
국내	30.8	39.2	46.9	77.5	120.8	121.3	138.3	153.8	168.4
증가율 (% YoY)		27.3	19.6	65.2	55.8	0.5	14.0	11.2	9.5
Capa	50	50	130	180	260	300	400	400	400
가동률	61.6	78.4	36.1	43.1	46.5	40.4	34.6	38.5	42.1
내수	25.5	26.8	29.7	39.5	60.2	60.8	68.0	73.0	79.5
증가율 (% YoY)		5.1	10.8	33.1	52.2	1.1	11.9	7.3	8.9
수출	5.3	12.4	17.2	38.0	60.6	60.6	70.3	80.8	88.9
증가율 (% YoY)		134.0	38.7	120.8	59.6	0.0	16.0	15.0	10.0
미국					0.4	11.0	17.0	25.6	34.5
증가율 (% YoY)						2421.1	55.0	50.0	35.0
Capa				50	100	100	100	100	100
가동률					0.4	11.0	17.0	25.6	34.5
호주						2	19	30	40
증가율 (% YoY)							850.0	57.9	33.3
Capa						100	100	100	100
중국					2	37	64	70	80
증가율 (% YoY)							72.8	9.4	14.3
비중(%)									
국내	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	89.0	71.5	65.6	60.6
내수	82.8	68.4	63.3	51.0	49.8	44.6	35.2	31.1	28.6
수출	17.2	31.6	36.7	49.0	50.2	44.4	36.4	34.5	32.0
미국					0.4	8.1	8.8	10.9	12.4
호주					0.0	1.5	9.8	12.8	14.4
중국					1.5	27.2	33.1	29.9	28.8
매출원가	31.5	37.7	57.5	84.5	99.3	99.3	147.0	175.8	207.9
증가율 (% YoY)			19.7	52.5	46.9	17.6	48.0	19.6	18.3
매출원가율 (%)		80.4	80.4	74.2	69.9	72.8	76.0	75.0	74.8
매출총이익	7.7	9.2	20.0	36.3	37.1	37.1	46.4	58.6	70.0
증가율 (% YoY)			19.5	117.4	81.6	2.0	25.2	26.3	19.5
매출총이익률 (%)		19.6	19.6	25.8	30.1	27.2	24.0	25.0	25.2
판관비	4.7	5.7	9.3	17.4	25.5	25.5	29.6	36.1	42.8
증가율 (% YoY)			21.3	62.3	88.6	46.3	15.9	22.0	18.6
판관비율 (%)		12.0	12.2	11.9	14.4	18.7	15.3	15.4	15.4
영업이익	2.1	3.0	3.5	10.8	18.9	11.5	16.8	22.5	27.2
증가율 (% YoY)		42.9	16.7	207.2	75.6	-38.9	45.9	33.7	21.1
영업이익률 (%)	6.8	7.7	7.5	13.9	15.6	8.5	8.7	9.6	9.8

자료: 뉴트리바이오텍, 메리츠증권증권 리서치센터

그림43 뉴트리바이오텍 ODM Business 도식도



자료: 뉴트리바이오텍, 메리츠증권 리서치센터

그림44 뉴트리바이오텍 건강기능식품 산업 Value Chain



자료: 뉴트리바이오텍, 메리츠증권 리서치센터

뉴트리바이오텍 (222040)

Income Statement

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
매출액	136.4	193.4	234.4	277.9	319.6
매출액증가율 (%)	12.9	41.8	21.2	18.6	15.0
매출원가	99.3	147.0	175.8	207.9	238.4
매출총이익	37.1	46.4	58.6	70.0	81.2
판매관리비	25.5	29.6	36.1	42.8	49.2
영업이익	11.5	16.8	22.5	27.2	32.0
영업이익률	8.5	8.7	9.6	9.8	10.0
금융손익	-2.2	-1.9	-2.0	-1.9	-1.8
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.8	-4.0	-2.0	-1.0	-1.0
세전계속사업이익	10.2	10.9	18.6	24.4	29.1
법인세비용	3.8	4.4	5.9	6.6	9.6
당기순이익	6.4	6.5	12.7	17.8	19.5
지배주주지분 순이익	6.3	6.4	12.5	17.5	19.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	4.8	9.6	9.9	14.8	16.7
당기순이익(손실)	6.4	6.5	12.7	17.8	19.5
유형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	-4.9	3.0	-2.8	-3.0	-2.9
투자활동 현금흐름	-38.4	-16.0	-10.7	-10.7	-10.7
유형자산의증가(CAPEX)	-37.5	-15.0	-10.0	-10.0	-10.0
투자자산의감소(증가)	-0.9	-1.0	-0.7	-0.7	-0.7
재무활동 현금흐름	20.7	4.0	-3.0	-1.9	-1.0
차입금의 증감	18.6	4.0	-3.0	-1.9	-1.0
자본의 증가	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-13.1	-2.4	-3.8	2.1	5.0
기초현금	28.0	14.9	12.5	8.6	10.8
기말현금	14.9	12.5	8.6	10.8	15.8

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
유동자산	68.3	77.8	87.9	104.7	123.8
현금및현금성자산	14.9	12.5	8.6	10.8	15.8
매출채권	20.7	27.6	33.5	39.7	45.7
재고자산	25.7	27.6	33.5	39.7	45.7
비유동자산	131.1	147.0	157.7	168.4	179.1
유형자산	124.7	139.7	149.7	159.7	169.7
무형자산	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0
투자자산	2.3	3.2	3.9	4.6	5.3
자산총계	199.4	224.9	245.6	273.2	302.9
유동부채	62.3	79.9	87.0	95.8	105.1
매입채무	13.7	18.8	22.8	27.1	31.1
단기차입금	25.3	30.3	28.3	27.3	26.3
유동성장기부채	2.9	1.9	0.9	0.0	0.0
비유동부채	50.7	52.0	53.0	54.0	54.9
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	47.6	47.6	47.6	47.6	47.6
부채총계	113.0	131.9	140.0	149.8	160.0
자본금	10.3	10.3	10.3	10.3	10.3
자본잉여금	39.8	39.8	39.8	39.8	39.8
기타포괄이익누계액	-1.5	-1.5	-1.5	-1.5	-1.5
이익잉여금	36.3	42.7	55.2	72.7	91.9
비지배주주지분	1.5	1.6	1.8	2.1	2.4
자본총계	86.4	92.9	105.6	123.4	142.9

Key Financial Data

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	6,610	9,374	11,362	13,473	15,494
EPS(지배주주)	304	312	604	848	932
CFPS	902	622	994	1,272	1,501
EBITDAPS	559	816	1,091	1,320	1,549
BPS	4,116	4,428	5,032	5,880	6,812
DPS	0	0	0	0	0
배당수익률(%)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
Valuation(Multiple)					
PER	72.1	52.6	26.0	18.5	16.9
PCR	24.3	26.4	15.8	12.3	10.5
PSR	3.3	1.7	1.4	1.2	1.0
PBR	5.3	3.7	3.1	2.7	2.3
EBITDA	11.5	16.8	22.5	27.2	32.0
EV/EBITDA	44.6	24.2	17.5	14.3	12.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	7.5	7.3	12.8	15.5	14.7
EBITDA 이익률	8.5	8.7	9.6	9.8	10.0
부채비율	130.8	142.0	132.6	121.4	112.0
금융비용부담률	1.2	1.0	0.8	0.7	0.6
이자보상배율(x)	6.9	8.6	11.4	14.2	17.0
매출채권회전율(x)	6.2	8.0	7.7	7.6	7.5
재고자산회전율(x)	6.5	7.3	7.7	7.6	7.5

Industry Indepth
2019. 1. 28

▲ 스몰캡

Analyst **이상현**
02. 6098-6662
sang-hyun.lee@meritz.co.kr

RA **이창석**
02-6098-6663

노바렉스 194700

맞춤형 건강기능식품 업체

- ✓ 건강기능식품 ODM/OEM 전문업체
- ✓ 고객의 니즈와 시장의 트렌드에 적합한 제품 생산 가능
- ✓ 지속적인 R&D로 신규 원료 확대
- ✓ 다양한 제품 포트폴리오와 Capa 증설로 고객사 확대 예상
- ✓ 북미, 중국 등 해외진출 본격화

Not Rated

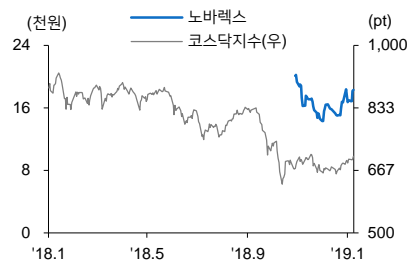
적정주가 (12개월) -원
현재주가 (1.25) **19,000 원**
상승여력 -

KOSDAQ	711.38pt
시가총액	1,711억원
발행주식수	900만주
유동주식비율	42.88%
외국인비중	0.62%
52주 최고/최저가	20,250원/14,300원
평균거래대금	43.3억원

주요주주(%)
권석형 외 8 인 39.01

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	15.5	0.0	0.0
상대주가	8.7	0.0	0.0

주가그래프



다양한 제품 포트폴리오로 고객사 확대 전망

건강기능식품 업체의 핵심 역량은 고객의 니즈 파악과 시장의 트렌드에 적합한 제품 출시다. 자체 R&D 센터와 R&D 전문 자회사를 통해 '22년까지 총 23건의 신규 파이프라인을 개발하고 있다. 현재 생산 Capa는 연간 1,500억원 수준으로 모든 형태의 제형 및 포장에 가능하다. '20년말 오송 공장의 증설이 완료되면 기존 대비 2배 규모로 증가가 예상된다. 향후 개별인정원료의 등록 확대와 연평균 350개의 제품 포트폴리오로 점진적인 고객사 확대를 전망한다.

해외 공략 본격화

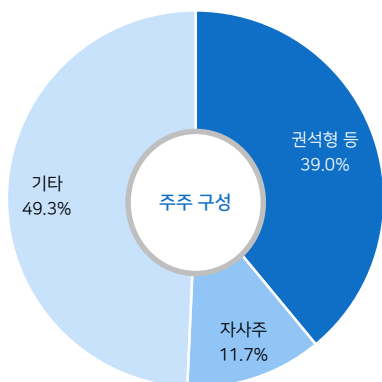
해외시장은 1) 각국의 기능성 인증을 획득하여 제품의 경쟁력을 확보, 2) 현지 유통 및 제조업체와 제휴를 통해 진출할 것이다. 지난 12일 美 FDA로부터 '회화나무 열매 추출물(Rexflavon)'의 NDI(건강식품원료) 인증을 획득, CFDA도 승인을 진행하고 있다. 23일에는 대만 'TCI'와 액상/스틱젤리 타입의 건강기능식품에 대한 독점 생산계약을 체결했다. 계약 조건은 4년 6개월 동안 1억 5천 5백만포 공급으로 금액으로 환산하면 400~500억원 규모다.

기본사항

'08년 설립, '18년 11월에 코스닥에 상장한 건강기능식품 ODM/OEM 전문업체이다. 제약/식품/유통업체 등 200여개 고객사에 제품을 공급하고 있다. 1H18 기준 매출 비중은 OEM 49.2%, ODM 45.1%, 원료 5.5%다. 주요주주는 권석형 등 39.0%, 자사주 11.7%, 기타 49.3%다.

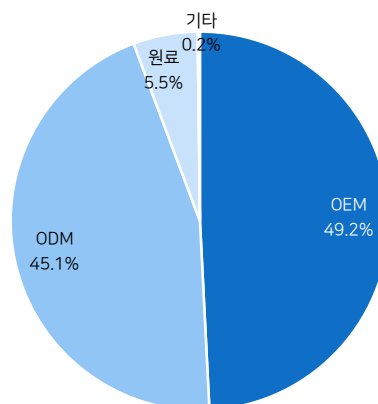
(억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2013											
2014											
2015											
2016	771.3	102.7	92.0	1,205		5,844	0.0	0.0	-1.6	20.6	34.5
2017	808.5	99.0	81.0	1,061	-13.6	6,783	0.0	0.0	-1.9	16.8	37.2

그림45 주주 구성



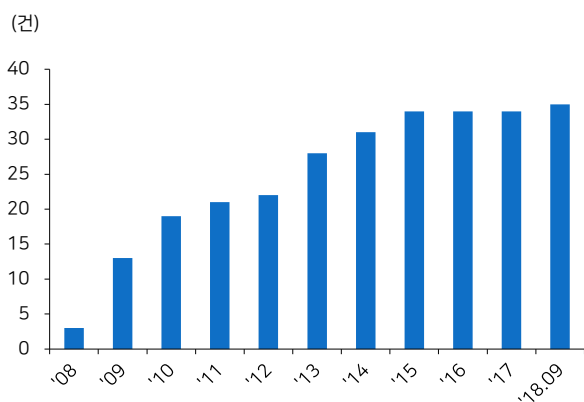
자료: 노바렉스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림46 매출 구성(1H18)



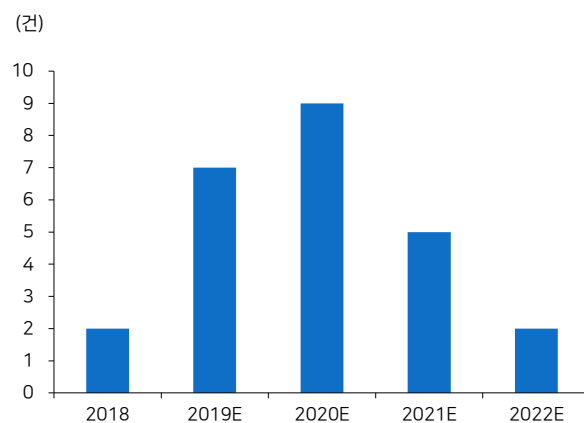
자료: 노바렉스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림47 노바렉스 개별인정원료 인증 추이 누적



자료: 노바렉스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림48 노바렉스 개별인정원료 개발 계획



자료: 노바렉스, 메리츠증권증권 리서치센터

그림49 노바렉스 소재개발 파이프라인



자료: 노바렉스, 메리츠증권증권 리서치센터

노바렉스 (194700)

Income Statement

(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
매출액				771.3	808.5
매출액증가율 (%)					4.8
매출원가				614.7	638.2
매출총이익				156.5	170.3
판매관리비				53.8	71.4
영업이익				102.7	99.0
영업이익률				13.3	12.2
금융손익				7.0	-4.3
종속/관계기업손익				0.0	0.0
기타영업외손익				-0.7	0.9
세전계속사업이익				109.0	95.6
법인세비용				17.1	16.0
당기순이익				92.0	79.5
지배주주지분 순이익				92.0	81.0

Statement of Cash Flow

(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
영업활동 현금흐름				73.8	106.2
당기순이익(손실)				92.0	79.5
유형자산상각비				12.9	14.6
무형자산상각비				0.0	0.9
운전자본의 증감				-27.8	-0.2
투자활동 현금흐름				-39.5	-52.9
유형자산의증가(CAPEX)				-33.6	-48.5
투자자산의감소(증가)				-13.4	-2.2
재무활동 현금흐름				-12.3	-9.1
차입금의 증감				0.0	0.0
자본의 증가				154.0	1.1
현금의 증가(감소)				25.7	38.5
기초현금				153.1	178.7
기말현금				178.7	217.2

Balance Sheet

(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
유동자산				404.4	456.1
현금및현금성자산				178.7	217.2
매출채권				104.1	137.9
재고자산				88.7	87.3
비유동자산				197.7	261.9
유형자산				172.8	230.2
무형자산				6.4	11.8
투자자산				13.4	15.7
자산총계				602.1	718.0
유동부채				146.1	186.6
매입채무				109.2	142.6
단기차입금				0.0	0.0
유동성장기부채				0.0	0.0
비유동부채				8.4	8.0
사채				0.0	0.0
장기차입금				0.0	0.0
부채총계				154.5	194.6
자본금				38.2	38.2
자본잉여금				115.8	116.8
기타포괄이익누계액				0.0	0.0
이익잉여금				284.4	355.2
비지배주주지분				1.4	4.6
자본총계				447.6	523.4

Key Financial Data

	2013	2014	2015	2016	2017
주당데이터(원)					
SPS				10,102	10,586
EPS(지배주주)				1,205	1,061
CFPS				1,421	1,352
EBITDAPS				1,514	1,499
BPS				5,844	6,783
DPS	74	100	150	150	200
배당수익률(%)					
Valuation(Multiple)					
PER				0.0	0.0
PCR				0.0	0.0
PSR				0.0	0.0
PBR				0.0	0.0
EBITDA				115.6	114.5
EV/EBITDA				-1.6	-1.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)				20.6	16.8
EBITDA 이익률				15.0	14.2
부채비율				34.5	37.2
금융비용부담률				0.0	0.0
이자보상배율(x)				17,122.5	
매출채권회전율(x)				7.4	6.7
재고자산회전율(x)				8.7	9.2

Industry Indepth
2019. 1. 28

▲ 스몰캡

Analyst **이상현**
02. 6098-6662
sang-hyun.lee@meritz.co.kr

RA **이창석**
02-6098-6663

뉴트리 270870

아름다움을 먹는다!

- ✓ 이너뷰티(Inner Beauty) 건강기능식품 소재/완제품 개발 및 판매업체
- ✓ 자체 개발한 개별인정원료 및 신규 파이프라인 보유
- ✓ 유통채널 다변화(홈쇼핑, 텔레마케팅, 온/오프라인, 네트워크마케팅) 지속
- ✓ 프리미엄 브랜드 라인업 확장
- ✓ 중국 수출 본격화로 실적 성장 전망

Not Rated

적정주가 (12개월) -원
현재주가 (1.25) 17,000 원
상승여력 -

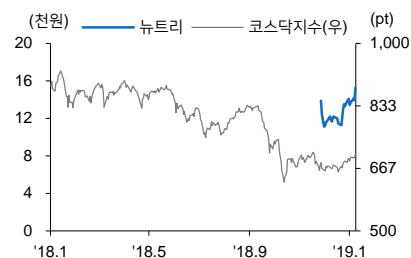
KOSDAQ	711.38pt
시가총액	1,535억원
발행주식수	903만주
유동주식비율	38.16%
외국인비중	0.02%
52주 최고/최저가	17,000원/11,100원
평균거래대금	97.9억원

주요주주(%)

김도연 외 8 인	50.57
GS홈쇼핑	6.15
미래에셋대우 외 1 인	5.78

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	39.3	0.0	0.0
상대주가	31.2	0.0	0.0

주가그래프



유통 채널의 다변화 및 브랜드 라인업 확장

'14 년 홈쇼핑 채널을 통해 자체 브랜드를 런칭, '16 년 7 월 텔레마케팅, '17 년 4 월 온라인몰, '18 년 6 월 네트워크마케팅 등 유통 채널을 다변화 하였다. 각 유통 채널에 적합한 브랜드와 프리미엄 브랜드 출시로 수익성 및 단가 상승을 예상한다. 올해는 오프라인 유통 채널의 확대와 중국 진출을 본격화할 것이다. 지난해 '유고홈쇼핑'을 통해 테스트 방영을 했으며, 홈쇼핑 채널 추가와 현지 온라인몰 진출 등으로 매출 성장을 전망한다.

신규 소재 발굴로 성장 동력 발굴

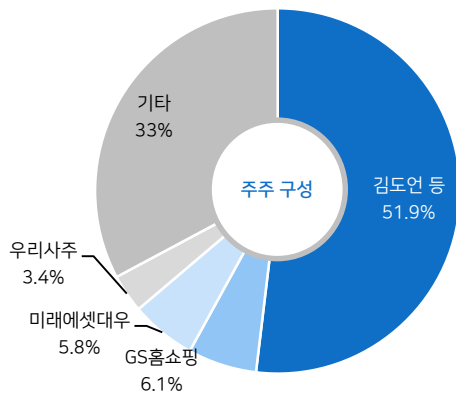
4 대 핵심 카테고리(피부, 다이어트, 혈관, 근육)를 중심으로 항노화 개별인정원료 개발에 집중하고 있다. 개별인정원료는 식약처장이 별도로 인정한 원료로 6 년간 50 품목에 한해 독점적 생산 권한을 부여한다. 당사는 8 개 품목의 개별인정원료와 15 개 품목의 신규 파이프라인을 보유하고 있다. 개별인정원료 승인을 통한 신규 제품의 확보로 경쟁력과 수익성 향상을 예상한다.

기본사항

'01 년 설립, '18 년 12 월 코스닥에 상장한 이너뷰티 건강기능식품 개발 및 판매업체이다. '에버콜라겐'(피부), '판도라'(다이어트) 등 5 개의 자체 브랜드와 원료를 직접 개발하여 제품의 경쟁력을 확보하고 있다. 3Q18 기준 매출 비중은 피부 42%, 다이어트 38%로 피부와 다이어트 분야에 강점을 가지고 있다.

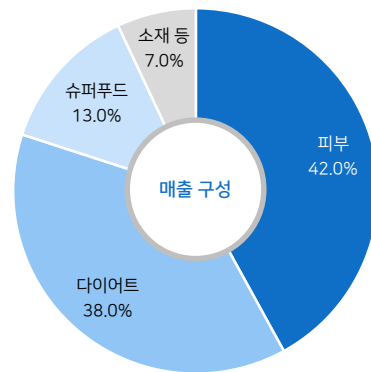
(억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2013											
2014											
2015											
2016	331.4	12.2	3.1	51		779	0.0	0.0	1.2	6.3	156.1
2017	603.8	46.2	20.9	349	583.8	1,080	0.0	0.0	0.3	35.6	242.8

그림50 주주 구성



자료: 뉴트리, 메리츠증권증권 리서치센터

그림51 매출 구성(3Q18누적)



자료: 뉴트리, 메리츠증권증권 리서치센터

그림52 제품군별 브랜드

피부	EVER COLLAGEN 국내 최초로 피부건강 기능성을 인정 받은 국내 No.1 콜라겐브랜드
	천수애 콜라겐 3000mg 함유한 한방 피부진료 컨셉의 프리미엄 앰플 제품
다이어트	PA:DORA 날씬하고 건강한 라이프스타일을 제안해주는 다이어트 솔루션
	Newfinition 건강상태와 라이프스타일에 따른 개인별 맞춤형 프리미엄 제품
슈퍼푸드	eatscore 해외에서 학술적으로 검증된 유명 슈퍼푸드 소재를 가공 도입한 제품
맞춤형 제품	EverSpring 체질별 1:1 맞춤형 뷰티/다이어트 브랜드

자료: 뉴트리, 메리츠증권증권 리서치센터

그림53 유통채널 및 연령대별 브랜드



자료: 뉴트리, 메리츠증권증권 리서치센터

그림54 뉴트리 소재개발 파이프라인

뉴트리 소재개발 파이프라인		2018	2019	2020	2021	2022
다이어트	NTD-1501(천연물)	임상	개발인정			
	NTD-1801(해조류)	임상	개발인정			
	NTD-1901(열매류)		동물~임상	개발인정		
	NTD-2001(차류)		동물~임상	개발인정		
	NTD-2002(천연물)		지표~기전	동물~임상	개발인정	
	NTD-2101(천연물)		지표~기전	동물	임상	개발인정
피부	NTS-2002(미생물)		지표~기전	동물~임상	개발인정	
	NTS-2001(수산물)		지표~기전	동물~임상	개발인정	
	NTS-2003(항산화)		원료상용화	임상	개발인정	
근육	NTM-1801(두류)	동물~임상	개발인정			
	NTM-1901(천연물)	지표~기전	동물~임상	개발인정		
	NTM-1902(천연물)		동물~임상	개발인정		
	NTM-2101(수산물)			지표~기전	동물~임상	개발인정
혈관	NTB-1901(항산화)	지표~기전	동물~임상	개발인정		
	NTB-2001(항산화)		지표~기전	동물~임상	개발인정	

자료: 뉴트리, 메리츠증권증권 리서치센터

뉴트리 (270870)

Income Statement

(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
매출액				331.4	603.8
매출액증가율 (%)					82.2
매출원가				96.3	160.9
매출총이익				235.1	442.9
판매관리비				222.9	396.7
영업이익				12.2	46.2
영업이익률				3.7	7.7
금융손익				-8.0	-13.9
종속/관계기업손익				-0.4	-2.5
기타영업외손익				-0.1	-0.2
세전계속사업이익				3.6	29.6
법인세비용				0.6	8.6
당기순이익				3.1	21.0
지배주주지분 순이익				3.1	20.9

Statement of Cash Flow

(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
영업활동 현금흐름				-0.3	40.9
당기순이익(손실)				3.1	21.0
유형자산상각비				1.2	2.0
무형자산상각비				0.9	1.6
운전자본의 증감				-14.2	-14.0
투자활동 현금흐름				-6.9	-25.9
유형자산의증가(CAPEX)				-0.3	-8.9
투자자산의감소(증가)				-6.0	-8.0
재무활동 현금흐름				23.5	41.4
차입금의 증감				58.2	50.1
자본의 증가				10.0	0.0
현금의 증가(감소)				16.4	56.3
기초현금				15.4	31.8
기말현금				31.8	88.0

Balance Sheet

(억원)	2013	2014	2015	2016	2017
유동자산				94.2	188.4
현금및현금성자산				31.8	88.0
매출채권				28.8	42.5
재고자산				22.7	35.8
비유동자산				29.8	50.6
유형자산				13.2	20.7
무형자산				9.4	15.2
투자자산				5.6	11.1
자산총계				124.0	239.0
유동부채				33.2	68.7
매입채무				12.0	19.4
단기차입금				15.8	8.9
유동성장기부채				3.1	2.2
비유동부채				42.4	100.6
사채				0.0	0.0
장기차입금				1.8	0.3
부채총계				75.6	169.3
자본금				10.0	10.0
자본잉여금				0.0	0.0
기타포괄이익누계액				-0.1	-0.2
이익잉여금				38.5	59.4
비지배주주지분				0.0	0.5
자본총계				48.4	69.7

Key Financial Data

	2013	2014	2015	2016	2017
주당데이터(원)					
SPS				5,523	10,064
EPS(지배주주)				51	349
CFPS				242	952
EBITDAPS				239	830
BPS				779	1,080
DPS				0	0
배당수익률(%)					
Valuation(Multiple)					
PER				0.0	0.0
PCR				0.0	0.0
PSR				0.0	0.0
PBR				0.0	0.0
EBITDA				14.3	49.8
EV/EBITDA				1.2	0.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)				6.3	35.6
EBITDA 이익률				4.3	8.3
부채비율				156.1	242.8
금융비용부담률				0.8	0.7
이자보상배율(x)				4.6	10.5
매출채권회전율(x)				11.5	16.9
재고자산회전율(x)				14.6	20.6

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019 년 1 월 28 일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6 개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019 년 1 월 28 일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019 년 1 월 28 일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 양지혜, 이상현)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016 년 11 월 7 일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12 개월간 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1 개월간 종가대비 4 등급	Buy	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	95.5%
중립	4.5%
매도	0.0%

2018 년 12 월 31 일 기준으로
최근 1 년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019 년 1 월 28 일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6 개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019 년 1 월 28 일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019 년 1 월 28 일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:양지혜, 이상현, 이창석)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016 년 11 월 7 일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12 개월간 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1 개월간 종가대비 4 등급	Buy	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	95.5%
중립	4.5%
매도	0.0%

2018 년 12 월 31 일 기준으로
최근 1 년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율