



화장품/스몰캡

건강기능식품

불노미생 (不老美生)의 비결

- Part I 글로벌 건강기능식품 기업 동향
- Part II 결국 '중국' 공략이 핵심
- Part III 국내 건강기능식품 시장의 성장 잠재력은?
- Part IV 기업분석
 - 콜마비엔에이치 (200130)
 - 에이치엘사이언스 (239610)
 - 노바렉스 (194700)
 - 뉴트리 (270870)



MERITZ
Collaboration Report

어깨동무



2019 #6



유통/화장품
Analyst **양지혜**
02. 6454-4873
jihye.yang@meritz.co.kr



스몰캡
Analyst **이상현**
02. 6454-4877
sang-hyun.lee@meritz.co.kr



Summary	4	
Part I	글로벌 건강기능식품 기업 동향	5
Part II	결국 '중국' 공략이 핵심	15
Part III	국내 건강기능식품 시장의 성장 잠재력은?	18
기업분석		
콜마비엔에이치 (200130)	성장의 Quality 가 달라지고 있다	28
에이치엘사이언스 (239610)	건식(健食) 트렌드를 선도한다	34
노바렉스 (194700)	맞춤형 종합 건기식 업체	39
뉴트리 (270870)	'이너뷰티' 아름다움을 먹는다!	42

Summary: 불노미생 (不老美生)의 비결

글로벌 건강기능식품 기업,
중국 등 아시아 확장에 집중

글로벌 건강기능식품 기업들은 중국 등 아시아 시장 공략에 집중하고 있다. 다만 기업별로 중국 성과에 따라 실적과 주가 차별화가 뚜렷하게 나타나고 있으며 D2C와 같은 온라인 직접판매 확대 등 채널의 변화 또한 수익 구조에 큰 영향을 미치고 있다. 최근 미국에서는 소비자 직접판매방식을 통한 온라인 브랜드들이 인기를 끌고 있으며 편리한 쇼핑 방식과 경쟁력 있는 가격, 그리고 맞춤형 서비스를 제공 받은 소비자의 브랜드 충성도가 높아지면서 그 영향력이 확대되고 있다.

중국 건강보조식품 수입액 고성장,
까다로운 인증 절차로 중국 현지
공장 설립을 통한 진출 모색

중국의 전체 건강보조식품 시장은 빠른 성장세를 보이고 있으며 특히 수입 시장은 2016년 +14.6%, 2017년 +22.6% 증가하여 성장세가 더욱 강화되고 있다. 수입국으로 보면 최근 3년간 호주, 미국이 1, 2위 자리를 유지하고 있고 한국은 2017년 중국 정부의 사드보복 타격으로 수입액이 급감하였으나 2018년부터 빠르게 회복되었다. 중국으로 건강보조식품을 수출하고자 하는 기업은 중국식품약품감독관리총국(CFDA)으로부터 허가를 받아야 한다. 인증을 받기 위해서는 품목별로 최소 6개월에서 최대 3년의 시간이 소요되기 때문에 한국 건강기능식품 기업들은 중국 현지공장 설립을 통한 진출로 기회를 모색하고 있다.

기능성 및 신제형에 대한
국내 소비자들의 관심 확대,
중장년 뿐만 아니라 젊은 층의
잠재수요 높아

국내 건강기능식품 시장은 소비 침체에 대한 우려에도 불구하고 고령화 사회 진입과 함께 미용 및 노화방지에 대한 관심 증가로 연평균 7% 수준의 안정적인 성장이 지속될 전망이다. 특히 한국의 1인당 연간 건강기능식품 소비액은 미국 등 선진국 대비 1/3 수준으로 중장기적으로 확대될 여지가 많다. 건강기능식품의 주소비층인 50대 전업주부들은 본인 뿐만 아니라 남편과 자녀 건강에 관심이 높아 건강기능식품의 섭취 경험률 및 섭취 빈도가 높다. 한편 건강의 중요성은 인지하고 있으나 시간적인 여유가 부족하여 효율적인 건강 관리를 추구하는 20~30대 남녀 및 30~40대 남성 소비자들의 경우 건강기능식품에 대한 섭취 경험률 대비 향후 구입 의향이 높아 잠재적인 구매 확대 가능성이 높을 것으로 판단한다.

제도적 변화가 주는 의미,
채널 확장 및 혁신 제품을 통한
시장 성장과 OEM/ODM 수혜
전망

한편 정부는 지난 4월 17일 '경제활력대책회의'에서 고부가가치 산업으로 각광받는 건강기능식품의 제품개발, 제조, 판매 등에 대한 규제 문턱을 대폭 낮추기로 했다. 우선 대형마트와 백화점 등에서 건강기능식품을 판매할 경우 관할 지방자치단체에 사전 신고를 해야 하는 규제가 폐지될 전망이다. 특히 건강기능식품 신제품 개발과 관련된 규제도 개선하기로 했다. 따라서 신규 사업자 진입이 활발해지고 새로운 기능성 제품에 대한 소비자들의 니즈가 세분화되면서 콜마비엔에이치, 노바렉스 등 건강기능식품 OEM/ODM 업체들의 수혜가 예상된다. 연초 대비 주가 상승에도 높은 성장성 대비 밸류에이션 레벨이 높지 않아 추가 상승 여력은 충분하다는 판단이다.

Part 1. 글로벌 건강기능식품 기업 동향

글로벌 건강기능식품 기업,
중국 등 아시아 확장에 집중

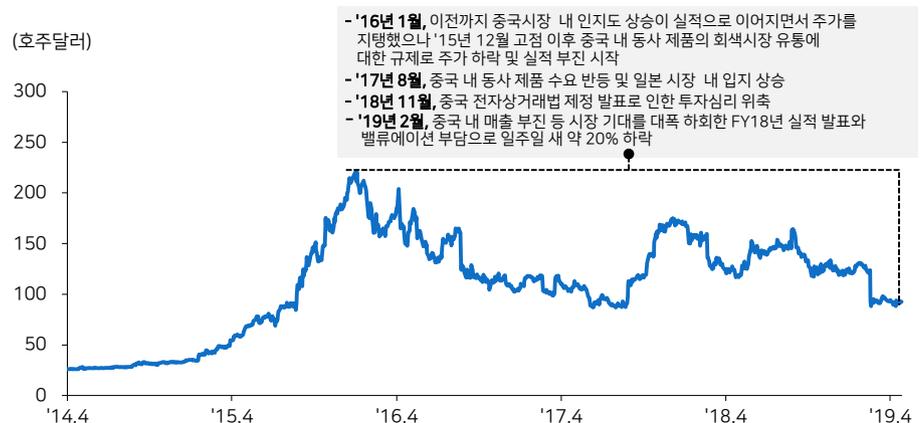
글로벌 건강기능식품 기업들은 중국 등 아시아 시장 공략에 집중하고 있다. 다만 기업별로 중국 성과에 따라 실적과 주가 차별화가 뚜렷하게 나타나고 있으며 D2C와 같은 온라인 직접판매 확대 등 채널의 변화 또한 수익 구조에 큰 영향을 미치고 있다.

중국 내 성과에 따라
Blackmores와 TCI 주가
차별화

Blackmores의 경우 그동안 적극적으로 중국 내 약국 채널 (Sinopharm 등)과 직접적인 현지 온라인 채널 (JD.com과의 파트너십 등)을 확대해 나갔음에도 불구하고 2019년 중국의 전자상거래법 시행에 따른 수출 대행 채널인 파이공 및 웨이상 수요 감소로 실적 부진하면서 최근 주가가 하락했다. 특히 수출 대행 채널에서 가격 및 재고 관리가 정교하게 이루어지지 못하면서 중국 전자상거래법 타격이 크게 나타난 것으로 판단한다.

반면 최근 중국 정부의 건강기능식품에 대한 규제 강화에도 불구하고 중국 내 폭발적인 성장으로 강한 주가 반등을 이끌어 낸 대만 건강기능식품 ODM 회사인 TCI는 2018년 기준 매출액은 2017년 대비 98.9% 증가한 원화기준 3,057억원, 영업이익률은 25.2%의 높은 수준을 달성했다. 중국 본토 (매출 비중 82%)를 포함한 해외 매출 비중은 무려 95.5%에 이른다. TCI는 건강기능식품 카테고리 내에서도 특히 에너지드링크 (병제품 비중 58%)에 집중하고 있으며, 다양한 종류의 건강기능식품과 일부 화장품 (마스크팩 등 비중 9%)도 생산하고 있다.

그림1 호주 Blackmores 주가 추이 - 최근 5년



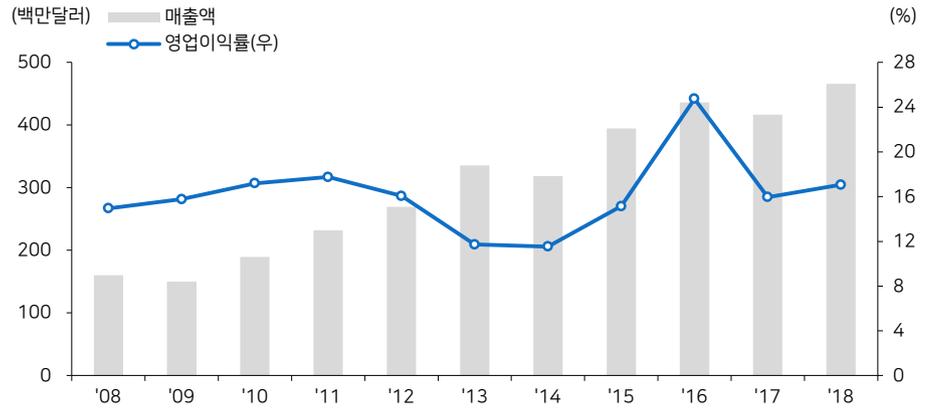
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 대만 TCI 주가 추이 - 최근 5년



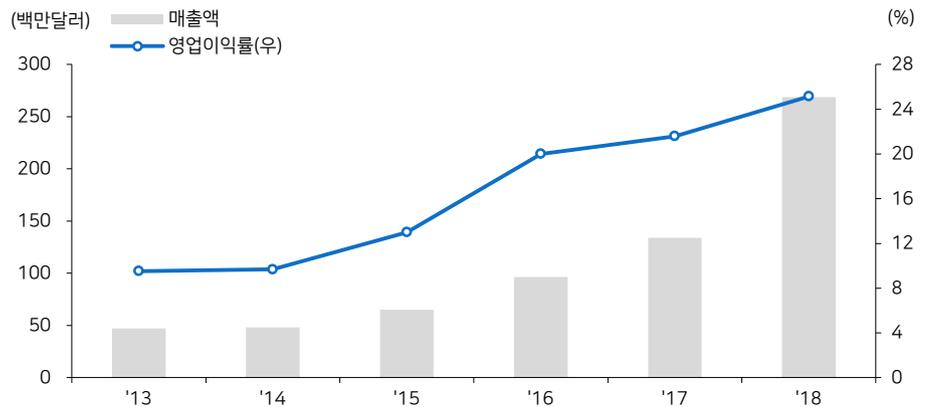
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 Blackmores 최근 10년 매출액 및 영업이익률 추이



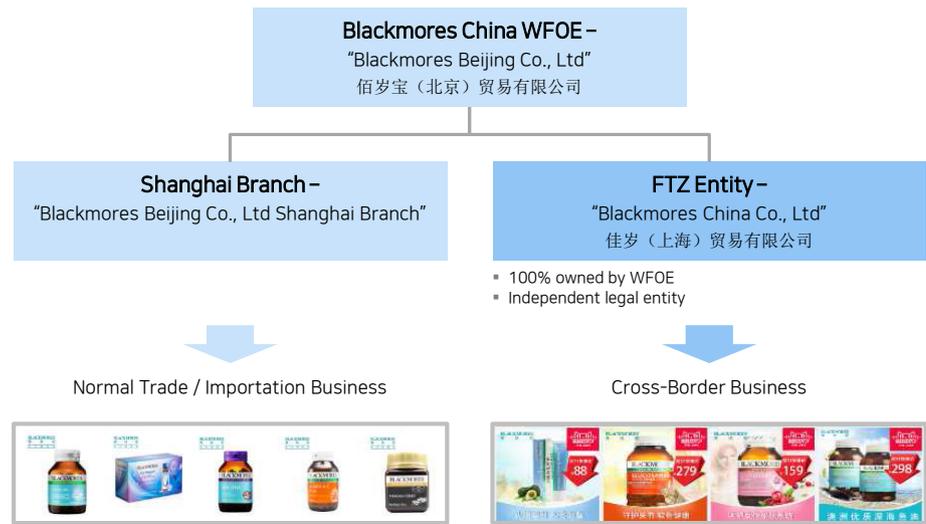
자료: Blackmores, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 TCI 매출액 및 영업이익률 추이



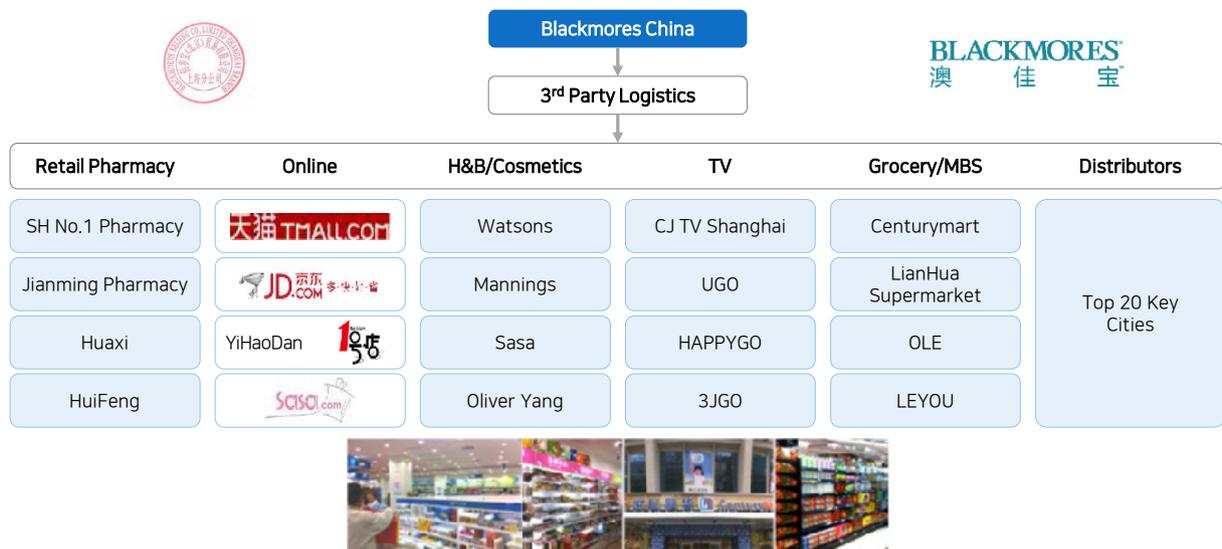
자료: TCI, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 호주 건강기능식품 기업 Blackmores 중국 내 사업구조



자료: Blackmores, 메리츠증권증권 리서치센터

그림6 호주 건강기능식품 기업 Blackmores 중국 채널 전략



자료: Blackmores, 메리츠증권증권 리서치센터

USANA, GNC 등도
아시아 매출액 꾸준히 증가,
그러나 채널 변화와 경쟁 심화로
실적 크게 부진

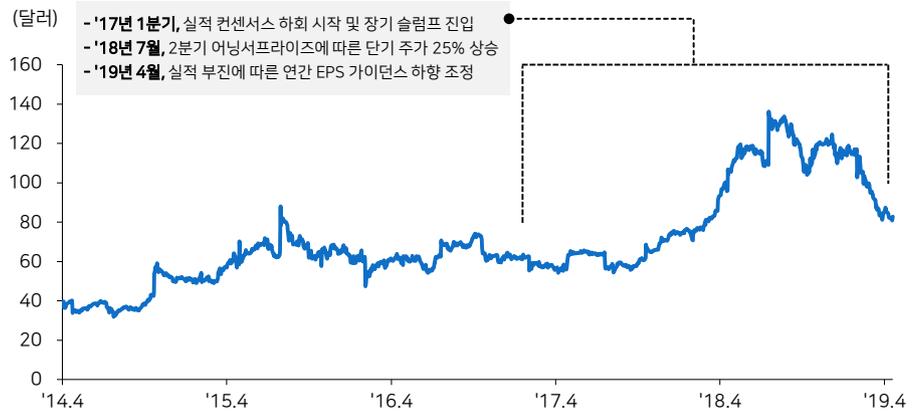
USANA, GNC 등 미국 기반의 건강기능식품 회사들도 아시아 매출액이 꾸준히 증가하고 있다. 그럼에도 주가가 크게 부진한 이유는 1) D2C 형태의 신규 온라인 사업자들의 성장과 2) 범용 제품의 경쟁심화에 따른 실적 부진 때문으로 추산된다. 최근 미국에서는 소비자 직접판매방식을 통한 온라인 브랜드들이 인기를 끌고 있으며 편리한 쇼핑 방식과 경쟁력 있는 가격, 그리고 맞춤형 서비스를 제공받은 소비자의 브랜드 충성도가 높아지면서 그 영향력이 확대되고 있다.

그림7 미국 GNC 주가 추이 - 최근 5년



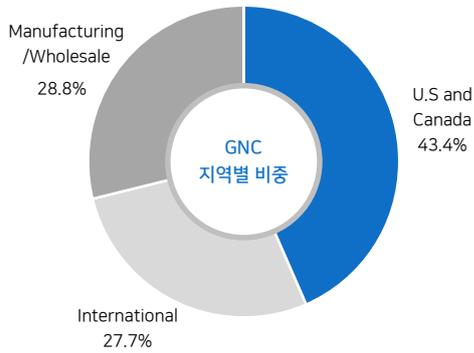
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림8 미국 USANA 주가 추이 - 최근 5년



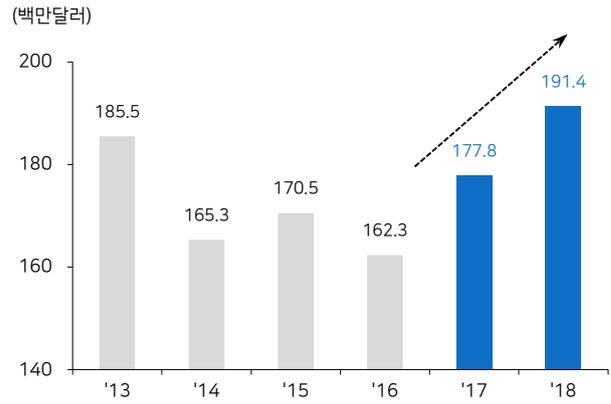
자료: Bloomberg, 메리츠증권증권 리서치센터

그림9 GNC 지역별 비중



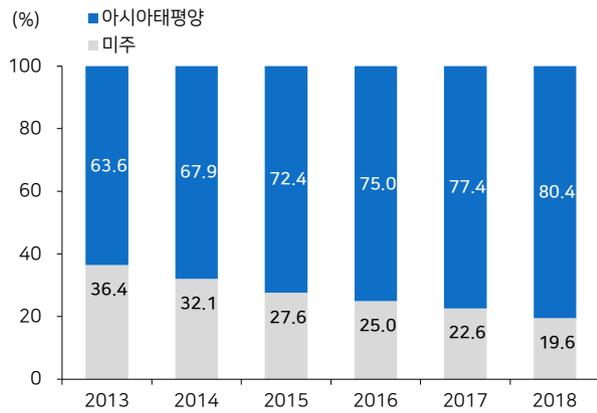
자료: GNC, 메리츠증권증권 리서치센터

그림10 GNC Franchise 해외 매출 추이



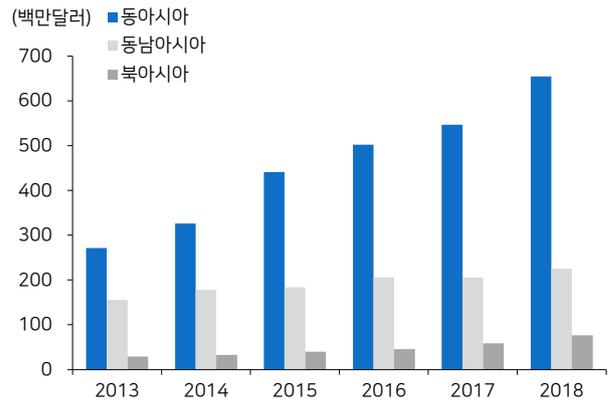
자료: GNC, 메리츠증권증권 리서치센터

그림11 Usana 지역별 매출비중



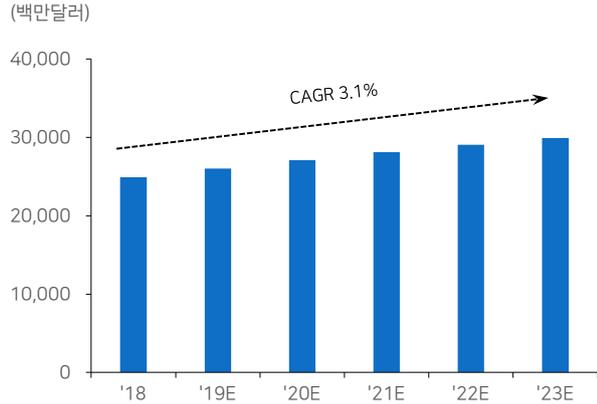
자료: Usana, 메리츠증권증권 리서치센터

그림12 Usana 최근 5년 아시아 내 지역별 매출액 추이



자료: Usana, 메리츠증권증권 리서치센터

그림13 미국 소비자 직접판매 시장 규모 및 전망



자료: Euromonitor, 메리츠증권증권 리서치센터

표1 미국 분야별 소비자 직접판매 시장

(백만달러, %)	매출액 (2018년)	연평균성장률 (2013~2018)	연평균 성장률 전망 (2018~2023)
뷰티 및 개인관리용품	5,591	3.9	4.4
소비자 건강용품	4,068	1	4.8
가정용품 및 가구	2,335	1.9	3
의류 및 신발	1,936	-2.9	-3
식품 및 음료	1,798	-1.4	1.8
개인용 액세서리 및 안경	1,085	-2.7	-3.1
미디어 제품	921	4.2	3.4

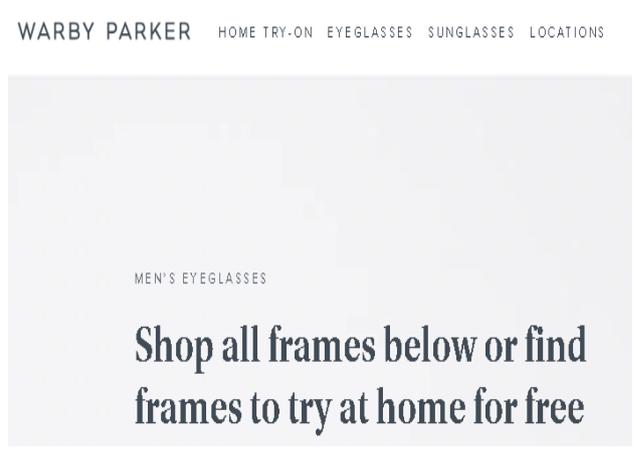
자료: Euromonitor, 메리츠증권증권 리서치센터

그림14 미국 'Dollar Shave Club'의 서비스



자료: Dollar Shave Club, 메리츠증권증권 리서치센터

그림15 미국 'Warby Parker'의 서비스



자료: Warby Parker, 메리츠증권증권 리서치센터

(백만호주달러)	'14	'15	'16	'17	'18	'19E	'20E
매출액	346.8	471.6	598.4	552.2	601.1	696.9	748.6
영업이익	40.0	71.4	148.1	88.0	102.6	88.0	97.7
세전이익	35.0	68.8	143.4	82.1	97.7	83.8	94.7
순이익	25.4	46.6	100.0	59.0	70.0	58.4	62.7
성장률 (YoY %)							
매출액	6.2	36.0	26.9	-7.7	8.9	15.9	7.4
영업이익	4.4	78.7	107.3	-40.5	16.5	-14.2	11.0
세전이익	3.0	96.9	108.3	-42.8	19.1	-14.2	13.0
순이익	1.8	83.1	114.8	-41.0	18.6	-16.6	7.4
수익성 (%)							
영업이익률	11.5	15.1	24.7	15.9	17.1	12.6	13.1
세전이익률	10.1	14.6	24.0	14.9	16.2	12.0	12.7
순이익률	7.3	9.9	16.7	10.7	11.6	8.4	8.4
PER (배)	18.2	27.8	22.6	28.0	35.1	27.1	24.1
PBR (배)	4.5	9.8	12.7	9.3	12.7	7.7	7.0
EV/EBITDA (배)	11.2	16.8	14.7	17.6	22.5	17.2	15.1
ROE (%)	25.1	39.3	64.3	33.2	37.8	30.1	31.1
EPS (호주달러)	1.5	2.7	5.8	3.4	4.1	3.5	3.8
BPS (호주달러)	6.1	7.7	10.3	10.3	11.2	12.2	13.4

자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

(백만호주달러)	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19E
매출액	190.2	185.6	149.0	173.1	173.8	151.6	133.5	153.9	147.1	166.7	154.0	165.4	140.7	167.0
영업이익	40.6	35.6	17.8	24.0	21.5	22.9	22.2	27.0	25.2	27.1	24.4	26.0	N/A	N/A
세전이익	40.2	34.9	17.0	22.8	20.5	21.8	21.4	25.9	24.2	26.2	23.4	24.8	13.7	23.9
순이익	27.3	24.5	12.1	16.1	14.7	15.8	15.4	18.7	17.4	18.4	16.5	17.8	9.9	16.9
성장률 (YoY %)														
매출액	59.1	27.3	-8.1	-3.4	-8.6	-18.3	-10.4	-11.1	-15.4	10.0	15.3	7.5	-4.3	0.2
영업이익	116.3	40.5	-46.2	-33.1	-47.1	-35.6	24.6	12.5	17.6	18.4	10.0	-3.7	N/A	N/A
세전이익	123.1	40.8	-48.2	-35.9	-49.0	-37.5	25.9	13.7	18.3	20.0	9.7	-4.3	-43.5	-8.7
순이익	123.9	55.1	-46.6	-37.3	-45.9	-35.5	27.9	16.5	18.0	16.8	6.9	-4.9	-43.3	-8.3
수익성 (%)														
영업이익률	21.3	19.2	12.0	13.9	12.4	15.1	16.6	17.6	17.2	16.3	15.9	15.7	N/A	N/A
세전이익률	21.1	18.8	11.4	13.2	11.8	14.4	16.0	16.8	16.5	15.7	15.2	15.0	9.7	14.3
순이익률	14.3	13.2	8.1	9.3	8.5	10.4	11.6	12.2	11.8	11.1	10.7	10.8	7.0	10.1

자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

(백만대만달러)	'14	'15	'16	'17	'18	'19E	'20E
매출액	1,455.1	2,064.5	3,109.7	4,072.2	8,098.4	11,432.3	14,193.8
영업이익	140.8	268.4	622.8	879.8	2,036.9	2,860.4	3,643.2
세전이익	199.0	289.2	635.0	890.5	2,206.5	2,927.3	3,710.5
순이익	158.4	247.5	516.3	712.2	1,794.9	2,376.9	3,029.7
성장률 (YoY %)							
매출액	3.6	41.9	50.6	31.0	98.9	41.2	24.2
영업이익	5.4	90.6	132.0	41.3	131.5	40.4	27.4
세전이익	17.1	45.3	119.6	40.2	147.8	32.7	26.8
순이익	10.1	56.2	108.6	38.0	152.0	32.4	27.5
수익성 (%)							
영업이익률	9.7	13.0	20.0	21.6	25.2	25.0	25.7
세전이익률	13.7	14.0	20.4	21.9	27.2	25.6	26.1
순이익률	10.9	12.0	16.6	17.5	22.2	20.8	21.3
PER (배)	26.8	30.8	23.9	34.9	29.2	20.5	16.0
PBR (배)	2.7	3.4	4.5	7.4	9.3	6.7	5.1
EV/EBITDA (배)	22.1	20.1	15.7	23.4	22.4	14.5	11.1
ROE (%)	10.8	12.5	20.6	23.2	39.4	37.7	36.1
EPS (대만달러)	1.9	2.7	5.2	7.2	17.8	23.2	28.7
BPS (대만달러)	18.9	24.8	27.7	33.9	56.0	70.5	91.5

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

(백만대만달러)	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E
매출액	725.8	851.7	887.9	840.7	926.6	1,134.3	1,170.6	1,275.3	1,620.2	2,410.2	2,792.7	2,584.1	2,769.3	2,967.4
영업이익	137.6	196.4	183.0	185.2	197.8	253.5	243.2	260.6	367.9	652.8	755.5	N/A	680.7	758.3
세전이익	137.2	205.2	185.8	167.2	211.5	261.9	249.9	269.1	412.3	706.1	819.1	N/A	687.9	759.8
순이익	123.8	173.4	134.9	123.6	162.2	217.7	208.8	223.6	333.9	576.9	660.5	623.0	554.6	615.9
성장률 (YoY %)														
매출액	49.7	45.1	54.8	30.5	27.7	33.2	31.8	51.7	74.9	112.5	138.6	102.6	70.9	23.1
영업이익	132.8	193.3	88.5	75.0	43.8	29.1	32.9	40.7	86.0	157.5	210.6	N/A	85.0	16.2
세전이익	92.1	137.5	105.7	56.5	54.1	27.6	34.5	60.9	95.0	169.6	227.8	N/A	66.8	7.6
순이익	89.2	150.9	70.6	46.9	31.0	25.5	54.8	80.9	105.9	165.0	216.4	178.7	66.1	6.8
수익성 (%)														
영업이익률	19.0	23.1	20.6	22.0	21.4	22.4	20.8	20.4	22.7	27.1	27.1	N/A	24.6	25.6
세전이익률	18.9	24.1	20.9	19.9	22.8	23.1	21.3	21.1	25.4	29.3	29.3	N/A	24.8	25.6
순이익률	17.1	20.4	15.2	14.7	17.5	19.2	17.8	17.5	20.6	23.9	23.7	24.1	20.0	20.8

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표6 미국 GNC 연간 실적 현황

(백만달러)	'14	'15	'16	'17	'18	'19E	'20E
매출액	2,655.0	2,683.3	2,570.0	2,481.0	2,353.5	2,221.0	2,119.5
영업이익	439.5	393.1	-171.3	-256.8	112.4	145.0	149.0
세전이익	392.8	342.2	-231.8	-310.0	57.5	6.0	61.3
순이익	255.9	219.3	-285.2	-150.3	69.8	3.8	53.2
성장률 (YoY %)							
매출액	1.1	1.1	-4.2	-3.5	-5.1	-5.6	-4.6
영업이익	-4.6	-10.6	-143.6	-49.9	143.7	29.1	2.8
세전이익	-3.6	-12.9	-167.7	-33.8	118.5	-89.6	921.7
순이익	-3.5	-14.3	-230.1	47.3	146.4	-94.6	1,300.0
수익성 (%)							
영업이익률	16.6	14.7	-6.7	-10.4	4.8	6.5	7.0
세전이익률	14.8	12.8	-9.0	-12.5	2.4	0.3	2.9
순이익률	9.6	8.2	-11.1	-6.1	3.0	0.2	2.5
PER (배)	17.0	10.8	4.9	2.7	9.1	4.9	3.8
PBR (배)	5.5	5.0	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
EV/EBITDA (배)	10.8	8.3	N/A	N/A	8.7	9.8	9.0
ROE (%)	32.6	35.8	N/A	N/A	N/A	1.6	N/A
EPS (달러)	2.8	2.6	-4.1	-2.2	0.8	0.5	0.6
BPS (달러)	8.6	6.1	-1.4	-2.2	-1.4	-0.5	N/A

자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

표7 미국 GNC 분기별 실적 현황

(백만달러)	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E
매출액	673.2	628.0	599.9	654.9	650.2	613.0	562.8	607.5	617.9	580.2	547.9	564.8	557.0	513.0
영업이익	116.2	64.9	-446.5	55.0	41.4	39.8	-393.0	46.4	48.9	20.0	-2.9	35.5	37.8	27.2
세전이익	100.9	49.5	-461.9	39.1	25.3	23.5	-397.9	7.9	15.9	-15.8	49.4	-14.3	14.6	3.9
순이익	64.0	32.4	-432.4	24.7	16.6	21.1	-212.7	6.2	13.3	-8.6	58.8	-15.3	12.2	4.0
성장률 (YoY %)														
매출액	-2.4	-8.1	-4.6	-2.1	-3.4	-2.4	-6.2	-7.2	-5.0	-5.3	-2.7	-7.0	-9.9	-11.6
영업이익	-1.2	-21.0	-633.4	-41.6	-64.4	-38.7	-12.0	-15.6	18.2	-49.8	-99.3	-23.5	-22.7	36.3
세전이익	-4.8	-27.6	-762.7	-50.9	-74.9	-52.6	-13.9	-79.8	-37.0	-167.2	-112.4	-281.1	-8.4	-124.7
순이익	-4.9	-29.3	1,107.4	-51.3	-74.0	-34.9	-50.8	-75.0	-19.8	-140.8	-127.7	-346.6	-8.6	-146.6
수익성 (%)														
영업이익률	17.3	10.3	-74.4	8.4	6.4	6.5	-69.8	7.6	7.9	3.4	-0.5	6.3	6.8	5.3
세전이익률	15.0	7.9	-77.0	6.0	3.9	3.8	-70.7	1.3	2.6	-2.7	9.0	-2.5	2.6	0.8
순이익률	9.5	5.2	-72.1	3.8	2.6	3.4	-37.8	1.0	2.2	-1.5	10.7	-2.7	2.2	0.8

자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

(백만달러)	'14	'15	'16	'17	'18	'19E	'20E
매출액	790.5	918.5	1,006.1	1,047.3	1,189.2	1,236.0	1,363.0
영업이익	116.1	141.7	138.6	132.5	188.4	184.0	215.0
세전이익	115.7	142.6	138.6	134.6	191.5	187.0	219.0
순이익	76.6	94.7	100.0	62.5	126.2	124.0	145.0
성장률 (YoY %)							
매출액	10.1	16.2	9.5	4.1	13.6	3.9	10.3
영업이익	-0.5	22.0	-2.1	-4.4	42.1	-2.3	16.8
세전이익	-0.8	23.3	-2.8	-2.8	42.2	-2.4	17.1
순이익	-3.0	23.5	5.7	-37.5	101.8	-1.8	16.9
수익성 (%)							
영업이익률	14.7	15.4	13.8	12.7	15.8	14.9	15.8
세전이익률	14.6	15.5	13.8	12.9	16.1	15.1	16.1
순이익률	9.7	10.3	9.9	6.0	10.6	10.0	10.6
PER (배)	18.3	17.8	15.3	18.3	22.7	16.1	13.6
PBR (배)	5.6	5.7	4.6	4.9	7.1	N/A	N/A
EV/EBITDA (배)	9.5	9.6	8.7	10.3	12.2	8.0	6.9
ROE (%)	31.2	37.1	33.0	18.2	33.5	N/A	28.8
EPS (달러)	2.9	3.7	4.1	2.6	5.2	5.2	6.1
BPS (달러)	9.1	11.2	13.3	15.1	16.6	N/A	N/A

자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

(백만달러)	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19E	2Q19E
매출액	240.4	258.5	254.2	252.9	255.3	257.1	261.8	273.1	292.0	301.5	296.8	299.0	272.0	317.0
영업이익	33.5	37.4	35.8	31.8	32.9	32.4	31.4	35.9	43.1	51.1	45.5	48.6	35.7	47.5
세전이익	33.0	37.7	36.1	31.8	33.4	32.8	32.0	36.4	44.0	51.5	46.5	49.5	36.6	48.4
순이익	22.3	25.8	30.1	21.9	21.4	23.3	23.8	-5.9	28.9	33.9	31.0	32.3	24.1	32.0
성장률 (YoY %)														
매출액	9.6	10.8	9.0	8.7	6.2	-0.6	3.0	8.0	14.4	17.3	13.4	9.5	-6.8	5.2
영업이익	12.5	-3.4	-5.6	-9.4	-1.8	-13.6	-12.5	12.7	31.1	58.0	45.1	35.3	-17.2	-7.1
세전이익	10.2	-2.6	-6.0	-10.6	1.1	-12.8	-11.2	14.5	31.8	57.0	45.2	35.9	-16.8	-6.1
순이익	13.3	1.4	17.5	-8.7	-4.2	-9.7	-21.0	-126.7	35.5	45.8	30.6	-652.6	-16.7	-5.6
수익성 (%)														
영업이익률	13.9	14.5	14.1	12.6	12.9	12.6	12.0	13.1	14.8	17.0	15.3	16.2	13.1	15.0
세전이익률	13.7	14.6	14.2	12.6	13.1	12.8	12.2	13.3	15.1	17.1	15.7	16.5	13.5	15.3
순이익률	9.3	10.0	11.8	8.7	8.4	9.0	9.1	-2.1	9.9	11.2	10.5	10.8	8.9	10.1

자료: Bloomberg, 메리츠증권리서치센터

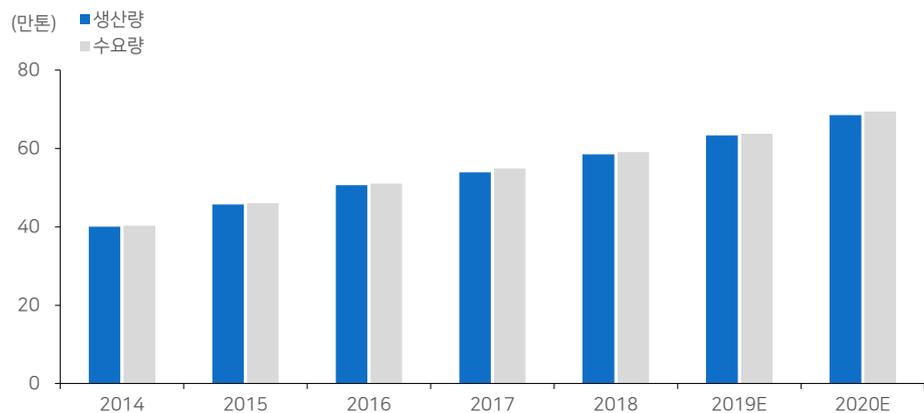
Part 2. 결국 ‘중국’ 공략이 핵심

중국 건강보조식품 수입액 고성장, 까다로운 인증 절차로 중국 현지 공장 설립을 통한 진출 모색

중국 건강기능식품 시장은 2012년 일본을 넘어서기 시작했으며, 2016년 172억 달러 (원화기준 19조원)의 규모를 형성하고 있다. 향후 연간 +11% 이상 성장할 것으로 예측되며, 2020년에는 매출액이 242억달러 (원화기준 27조원)에 이를 것으로 추산된다. 그 중 기능성 식품 (보건식품)은 아직 중국 시장에서 발전단계 전으로 중국 정부의 제12차 5개년 계획에서 언급된 이후 산업 발전을 도모하고 있다. 따라서 중국 내 기능성 식품의 평균 소비수준이 높지 않은 편이므로 앞으로 시장 잠재력은 크다.

중국의 전체 건강보조식품 시장은 빠른 성장세를 보이고 있으며 특히 수입 시장은 2016년 +14.6%, 2017년 +22.6% 증가하여 성장세가 더욱 강화되고 있다. 중국 인들은 건강기능식품에 대해 개별 브랜드보다는 국가 브랜드에 대한 선호도가 높은 편이다. 수입국으로 보면 최근 3년간 호주, 미국이 1, 2위 자리를 유지하고 있고 한국은 2017년 중국 정부의 사드보복 타격으로 수입액이 급감하였으나 2018년부터 빠르게 회복되었다. 중국으로 건강보조식품을 수출하고자 하는 기업은 중국식품약품감독관리총국(CFDA)으로부터 허가를 받아야 한다. 중국 정부는 2016년 7월 1일부터 CFDA 인증제를 인증제 대상과 등록제 대상 2 가지로 구분하고 있다. 인증을 받기 위해서는 품목별로 최소 6개월에서 최대 3년의 시간이 소요되기 때문에 콜마비엔에이치, 코스맥스엔비티 (뉴트리바이오텍) 등 한국 기업들은 중국 현지공장 설립을 통한 진출로 기회를 모색하고 있다.

그림16 2014~2020년 중국 건강보조식품 수입 물량 및 예측



자료: 코트라, 메리츠증권증권 리서치센터

표10 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

표11 중국 건강보조식품 국가별 수입동향

(천달러, %)		2016		2017		2018(1~3)	
순위	국가	수입액	증감률	수입액	증감률	수입액	증감률
총계		1,487,188	14.6	1,823,691	22.6	851,783	50.0
1	미국	339,517	9.4	374,149	10.2	104,852	77.6
2	호주	229,756	91.2	355,682	54.8	82,476	163.5
3	태국	110,742	30.0	130,559	17.9	42,682	26.6
4	독일	85,185	1.7	160,916	88.9	29,029	31.9
5	대만	107,035	12.8	114,280	6.8	26,293	-9.7
6	일본	74,173	-4.8	70,167	-5.4	20,174	115.0
7	한국	90,406	81.7	55,098	-39.1	18,609	39.0
8	네덜란드	56,600	-35.1	63,653	12.5	13,802	-11.3
9	홍콩	31,004	23.6	35,885	15.7	11,751	89.9
10	싱가포르	23,448	12.2	32,743	39.6	11,323	63.2

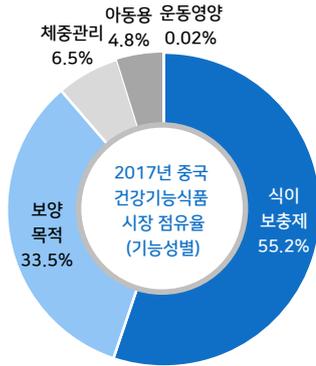
자료: 코트라, 메리츠증권증권 리서치센터

표12 중국 건강기능식품 등록 및 인증제도

구분	취급 부처	등록	인증
수입산	CFDA	최초로 수입되는 비타민, 미네랄 등 영양소, 보충제 건강기능식품 (원료 사용량, 기능, 국가표준 등의 요구에 부합되는 제품에 한함)	① 건강기능식품원료목록 이외의 원료 사용 ② 최초로 수입되는 건강기능식품 (단 비타민, 미네랄 등 영양소 보충제 제외) 한함
중국산	CFDA	-	건강기능식품원료목록 외 원료 사용
	지역별 CFDA	건강기능식품원료목록 내 원료 사용	-

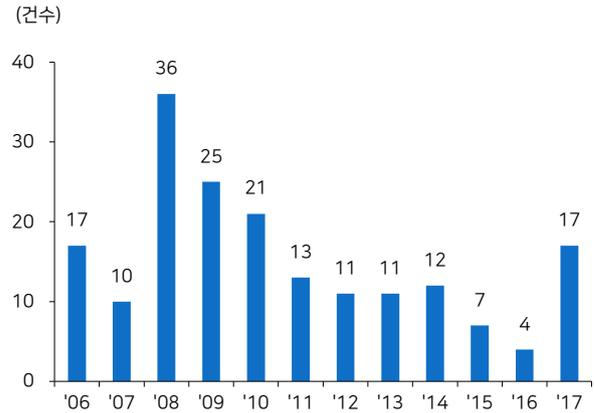
자료: CFDA, 메리츠증권증권 리서치센터

그림17 중국 건강기능식품 시장 점유율 (기능성별)



자료: 전망산업연구원, 메리츠증권 리서치센터

그림18 중국 수입산 보건식품 연도별 인증 현황



자료: CFDA, 메리츠증권 리서치센터

표13 중국 건강보조식품 대표기업

브랜드	국가	소개
암웨이 (Amway) 	미국	<ul style="list-style-type: none"> 1995년 중국에 진입. 31개 성에서 판매 중 암웨이(중국)의 총 투자액은 2억2000만 달러에 달함. 본사는 광저우에 위치, 건강보조식품부터 헤어케어제품까지 약 187개 제품을 생산함
스위스 (Swisse) 	호주	<ul style="list-style-type: none"> 스위스는 호주에서 가장 유명하고 50년이 넘는 오래된 전통을 가진 회사 2017년부터 중국에서 대형쇼핑몰, 슈퍼마켓, 약국 등 진출
인피니투스 (Infinitus) 	중국	<ul style="list-style-type: none"> 식품종합그룹 리린지의 자회사 우센지(Infinitus)는 홍콩 자본을 바탕으로 1992년 광저우에 설립되었으며 중국 건강보조식품의 개발, 제조, 판매에 주력 중 133개 종류의 건강보조식품을 개발했으며 중국 전역에 36개 지사와 28개 서비스 센터, 약 5천개 판매대리점 보유
바이헬스 (By-Health) 	중국	<ul style="list-style-type: none"> 1995년에 설립된 바이헬스(By-Health)는 제품의 연구개발, 제조, 판매를 전개 중. 2010년 심천거래소 상장됨 GMP 최우수 등급인 AAA를 획득, 외부에 공정 공개 등 품질 및 브랜드에 대한 신뢰를 구축 중

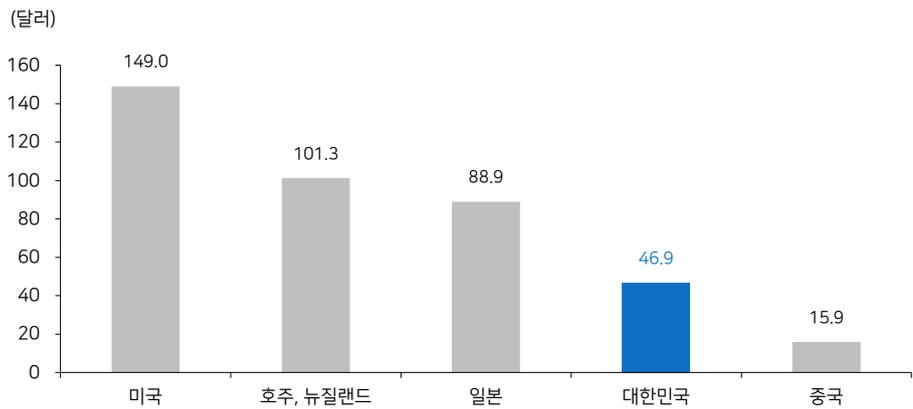
자료: 코트라, 각 사, 메리츠증권 리서치센터

Part 3. 국내 건강기능식품 시장의 성장 잠재력은?

가능성 및 신세형에 대한 관심 확대,
중장년 뿐만 아니라 젊은 층의
잠재수요 높아

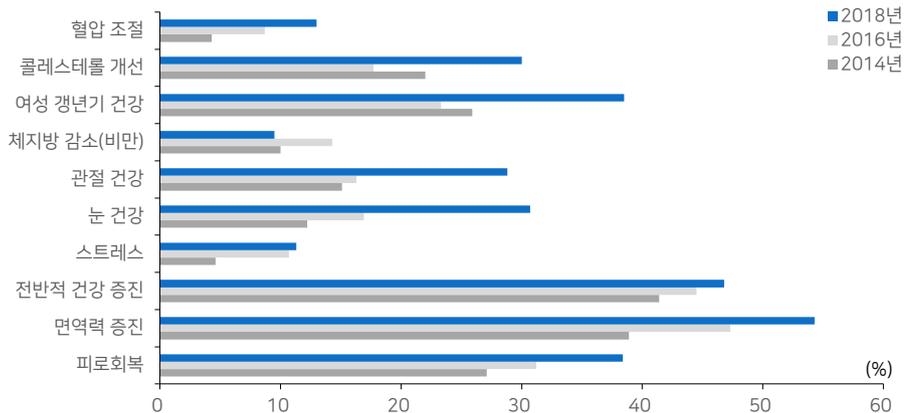
2017년 국내 건강기능식품 시장은 소비자 매출액 기준 4조 7,720억원으로 추산된다. 국내 건강기능식품 시장은 소비 침체에 대한 우려에도 불구하고 고령화 사회 진입과 함께 미용 및 노화방지에 대한 관심 증가로 연평균 7% 수준의 안정적인 성장이 지속될 전망이다. 특히 한국의 1인당 연간 건강기능식품 소비액은 미국 등 선진국 대비 1/3 수준으로 중장기적으로 확대될 여지가 많다. 건강기능식품의 주소비층인 50대 전업주부들은 본인 뿐만 아니라 남편과 자녀 건강에 관심이 높아 건강기능식품의 섭취 경험률 및 섭취 빈도가 높다. 한편 건강의 중요성은 인지하고 있으나 시간적인 여유가 부족하여 효율적인 건강 관리를 추구하는 20~30대 남녀 및 30~40대 남성 소비자들의 경우 건강기능식품에 대한 섭취 경험률 대비 향후 구입 의향이 높아 잠재적인 구매 확대 가능성이 높을 것으로 판단한다.

그림19 1인당 건강기능식품 연간 소비액 비교



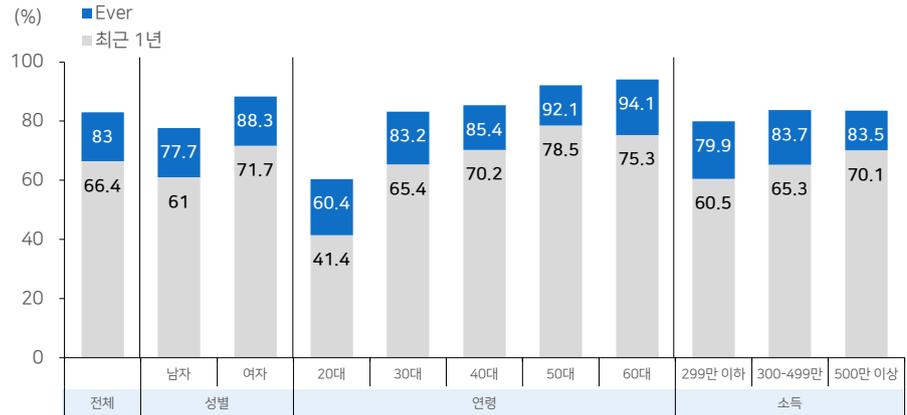
자료: 메리츠증권증권 리서치센터 추산

그림20 건강기능식품 섭취를 통해 관리하는 건강 관련 문제



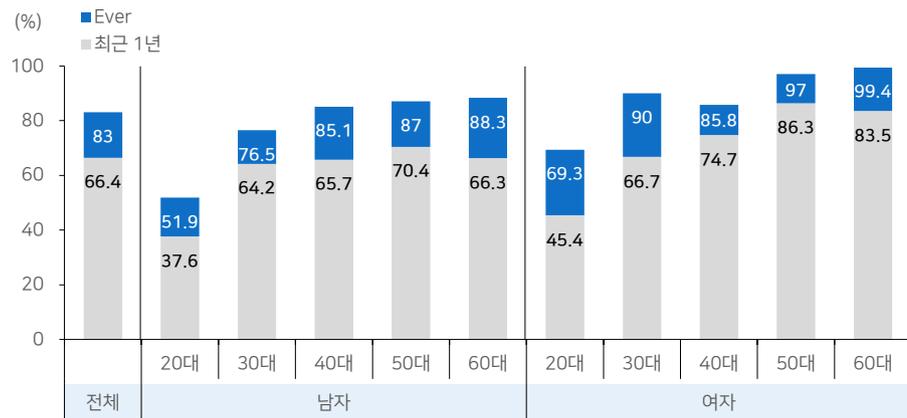
자료: 한국건강기능식품협회, 메리츠증권증권 리서치센터

그림21 성별 & 연령 & 소득별 건강기능식품 섭취 경험률 - 2018년 기준



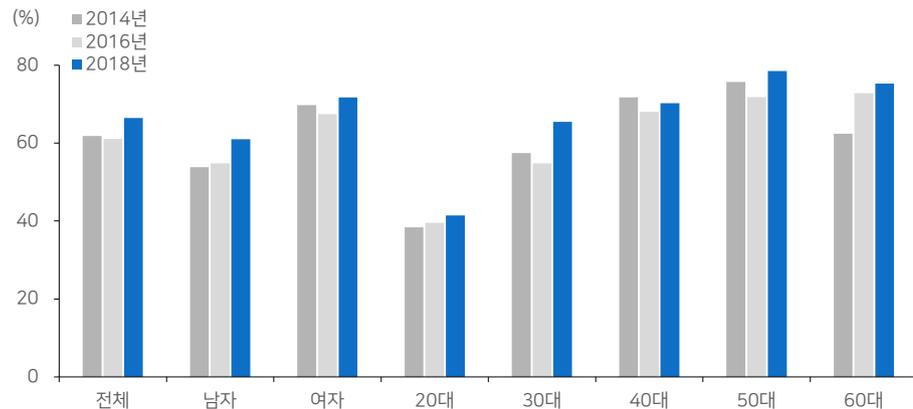
자료: 한국건강기능식품협회, 메리츠종합증권 리서치센터

그림22 성별 & 연령별 건강기능식품 섭취 경험률 - 2018년 기준



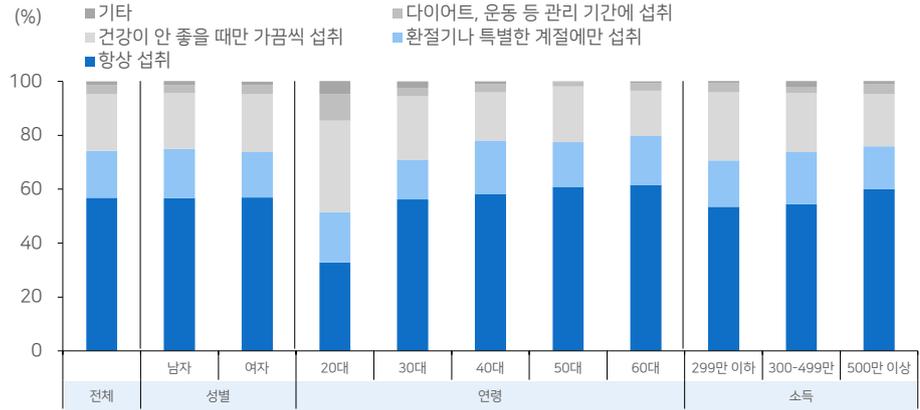
자료: 한국건강기능식품협회, 메리츠종합증권 리서치센터

그림23 연도별 건강기능식품 섭취 경험률



자료: 한국건강기능식품협회, 메리츠종합증권 리서치센터

그림24 건강기능식품 섭취 빈도 및 기간 - 2018년 기준



자료: 한국건강기능식품협회, 메리츠증권증권 리서치센터

제도적 변화가 주는 의미,
채널 확장 및 혁신 제품을 통한
시장 성장과 OEM/ODM 수혜
전망

정부는 지난 4월 17일 '경제활력대책회의'에서 고부가가치 산업으로 각광받는 건강기능식품의 제품개발, 제조, 판매 등에 대한 규제 문턱을 대폭 낮추기로 했다. 우선 대형마트와 백화점 등에서 건강기능식품을 판매할 경우 관할 지방자치단체에 사전 신고를 해야 하는 규제가 폐지될 전망이다. 건강기능식품 효과에 대한 광고 문구 등에 대한 규제 기준도 대폭 완화된다. 특히 건강기능식품 신제품 개발과 관련된 규제도 개선하기로 했다. 따라서 신규 사업자 진입이 활발해지고 새로운 기능성 제품에 대한 소비자들의 니즈가 세분화되면서 콜마비엔에이치, 노바렉스 등 건강기능식품 OEM/ODM 업체들의 수혜가 예상된다.

표14 건강기능식품 규제 혁신 구체 방안 - 2019년 4월 17일 발표(1)

구분	구체 개선사항	주무 부처	계획 및 시기
1. 건강기능식품시장 진출입 활성화 (4건)	1-1. 대형마트·백화점 등 건강기능식품 자유판매 허용 [현행] 관할 지자체에 신고하는 대형마트·백화점 등 사업자에 한해 건강기능식품 판매 허용(약국 제외) [개선] 모든 대형마트·백화점 등(식품위생법 상 기타 식품판매업자)에게 건강기능식품 자유판매 허용	식약처	건강기능식품법 개정안 국회제출 ('19.1월, 계류 중)
	1-2. 서류검사 대상 수입식품 선적 당시 사진 제출 허용 [현행] 서류검사 대상 제품 매 통관 시 마다 사진 제출 의무 [개선] 영업자가 국내 통관과정에서 사진 제출이 어려운 경우, 선적 당시의 사진을 제출하거나 검사담당자가 직접 확인	식약처	영업자 대상 안내문 발송 ('19.4월 예정)
	1-3. 건강기능식품 일부 기능성 삭제 시 변경신고 허용 [현행] 기능성이 일부 삭제된 경우에도 품목제조 신고를 다시 하도록 의무화 [개선] 일부 기능성이 단순 삭제된 경우 변경신고 허용	식약처	건강기능식품법 시행규칙 개정 ('19.12월 예정)
	1-4. 이력추적관리 방식을 업체별 관리로 전환 [현행] 이력추적관리를 품목별(1년 주기)로 실시 [개선] 이력추적관리를 업체별(2-3년 주기)로 실시	식약처	관련 고시 개정 ('19.9월 예정)
2. 신제품 개발 활성화를 위한 규제 개선 (3건)	2-1. 건강기능식품 원료범위 확대 [현행] 건강기능식품 대상원료에서 의약품 제외 [개선] 알파-GPC(인지능력 개선), 에키네시아(면역력 증진) 등 안전성이 확보된 일부 의약품원료까지 확대	식약처	관련 고시 개정 ('19.9월 예정)
	2-2. 건강기능식품 인체적용시험 대상자 확대 [현행] 건강기능식품 임상시험 대상으로 일반인만 허용(경미한 환자 제외) [개선] 인체적용시험 대상자를 약물을 복용하지 않는 초기 질병 상태의 피험자도 포함	식약처	가이드라인 개정 ('19.5월 예정)
	2-3. 개발자의 기능성 원료 활용기간 확대 [현행] 기존 인정원료의 기능성 추가 시 1년 경과 후 식약처 고시에 등재(고시에 등재되지 않은 원료는 개발자만 제품제조·판매 가능) [개선] 기존 인정원료의 기능성 추가 시 2년 경과 후 식약처 고시에 등재	식약처	관련 고시 개정 ('19.12월 예정)
3. 기능성 표시제 개선 및 新평가기술 도입 (5건)	3-1. 일반식품에 기능성 표시 허용 [현행] 건강기능식품에 한해 기능성 표시 허용 [개선] 과학적 근거가 확보된 일반식품도 기능성 표시 허용	농림부, 식약처	관련 고시 개정 ('19.12월 예정)
	3-2. 기능성 표시 일반식품도 신고만으로 제품생산 허용 [현행] 건강기능식품(고시형 원료)에 한해 신고제로 운영 [개선] 기능성 원료가 포함·표시된 일반식품도 신고제로 운영	식약처	관련 고시 개정 ('19.12월 예정)
	3-3. 신규 기능성원료 인정·신청 가이드라인 마련 [현행] 신규 기능성원료 기준·규격과 관련된 가이드라인 부재 [개선] 신규 기능성원료 기준·규격 등 관련 가이드라인 마련	식약처	관련 고시 개정 ('19.6월 예정)
	3-4. 신규 기능성원료 개발 사전협의체 신설 [현행] 신규 기능성원료 개발 관련 사전협의체 부재 [개선] 신규 기능성원료 개발단계부터 심사부서와의 소통이 가능하도록 사전협의체 신설	식약처	사전협의체 신설 ('19.6월 예정)
	3-5. 기능성원료 지표성분 원칙의 예외사유 명확화 [현행] 지표성분 원칙기준(표시량의 80~120%) 예외사유 불명확 [개선] 타당성 자료(시기별·지역별·품목(LOT)별 지표성분 함량 변화), 시험결과 등 예외사유 명확화하여 가이드라인 배포	식약처	가이드라인 마련 ('19.6월 예정)

자료: 정부24, 메리츠증권증권 리서치센터

표15 건강기능식품 규제 혁신 구체 방안 - 2019년 4월 17일 발표(2)			
구분	구체 개선사항	주무 부처	계획 및 시기
4. 마케팅 경쟁력 제고 및 관리 비용 절감 (5건)	4-1. 건강기능식품 광고 대상자료 허용범위 확대 [현행] 식약처가 인정한 건강기능식품 공인검사기관 검사 결과만 광고에 활용 [개선] 타법령에 근거한 시험기관, 국가표준기본법에 근거한 업종별·분야별 전문 시험기관, 그 밖에 식약처장이 인정한 시험기관 등의 검사 결과도 광고로 활용	식약처	관련 고시 제정 ('19.12월 예정)
	4-2. 동물실험 결과 등도 광고 허용 [현행] 공인검사기관에서 인정한 제품효과 문구만 광고 가능 [개선] 해당 제품의 동물실험 결과 등 작용기전을 활용한 광고 가능	식약처	가이드라인 개정 ('19.12월 예정)
	4-3. 과도한 건강기능식품 표시·광고 위반 규제 개선 [현행] 기능성 표시·광고에 대한 사전심의, 허위표시·광고 시 식품표시광고법 영업정지 또는 영업허가 취소(영업소 폐쇄) 시행규칙 제정 [개선] 사전심의 폐지, 처벌수준도 일반식품과 동일한 수준으로 관련 규정 제정	식약처	식품표시광고법 시행규칙 제정 ('19.4월 예정)
	4-4. 관련 규정 개정 후 일정기간 유예 후 시행 [현행] 건강기능식품 관련 고시 등 개정 후 바로 시행 → 대체원료 확보·개발, 라벨링 교체 등 탄력적 대응 곤란 [개선] 고시 등 개정 후 일정기간 유예 후 시행	식약처	관련 규정에 반영 확대 ('19.4월 예정)
	4-5. 건강기능식품 및 화장품 공동보관 허용 [현행] 건강기능식품 및 화장품 관련 품질관리실 공동사용은 가능하나 창고 등 보관시설 공동사용은 불명확 [개선] 명확히 분리 또는 구획된 경우 건강기능식품 및 화장품 공동보관 허용	식약처	유권해석 ('19.4월 예정)
5. 그외 기(既)시행 중인 완화책 (5건)	5-1. 수입건강기능식품 변경신고 허용 [현행] 수입 건강기능식품은 변경신고(일부 공급사 변경, 일부함량 변경 등) 불가능 *국내제조 건강기능식품은 변경신고 허용 중 [개선] 기능성에 영향이 없는 범위 내에서 수입 건강기능식품의 변경신고 허용	식약처	수입식품법 시행규칙 개정 ('18.12월부터 시행 중)
	5-2. 수입식품 원료의 임상시험 결과서를 논문으로 대체 [현행] 수입식품도 원료의 임상시험 결과서를 제출토록 의무화 [개선] 수입 건강기능식품 원료는 임상시험 결과서를 확보하기 어려운 점을 감안하여 동일한 내용의 SCI등급 논문 제출도 인정	식약처	관련 고시 개정 ('18.10월부터 시행 중)
	5-3. 수입식품 등 인터넷 구매대행자 시설기준 완화 [현행] 수입식품 등 인터넷 구매대행자도 일반 수입업자와 동일한 시행규칙 개정 시설요건 (독립된 사무실·창고 등) 구비 의무 존재 [개선] 수입식품 등 인터넷 구매대행자는 주택에서도 영업 허용	식약처	수입식품법 시행규칙 개정 ('18.12월부터 시행 중)
	5-4. 건강기능식품판매업 온라인 폐업신고 허용 [현행] 건강기능식품판매업 폐업 시 관할 지자체에 직접 신고 [개선] 건강기능식품판매업도 온라인(행안부, 민원24) 폐업신고 신설	행안부	운영지침 및 시스템 개선 ('19.3월부터 시행 중)
	5-5. EPA·DHA 함유제품의 산패관리 규제 개선 [현행] EPA·DHA 함유제품의 산패관리 규제를 원료·제품단계를 고려하지 않고 일률적으로 적용 [개선] 제조현실을 반영하여 원료성 제품과 산화방지제가 첨가된 제품에만 적용	식약처	관련 고시 개정 ('19.2월부터 시행 중)

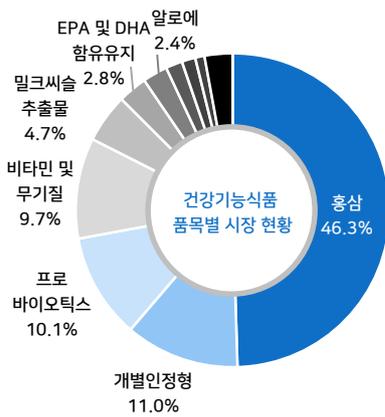
자료: 정부24, 메리츠증권증권 리서치센터

표16 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

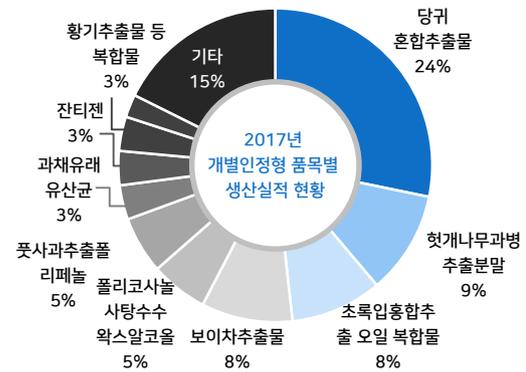
주: 홈쇼핑몰의 경우 인터넷몰에 포함, 기타 채널: 재래시장, 아울렛, 유기농 전문매장, 해외직접구매(온라인 제외) 등
 자료: 칸타월드패널, 메리츠증권증권 리서치센터

그림25 건강기능식품 품목별 시장 현황



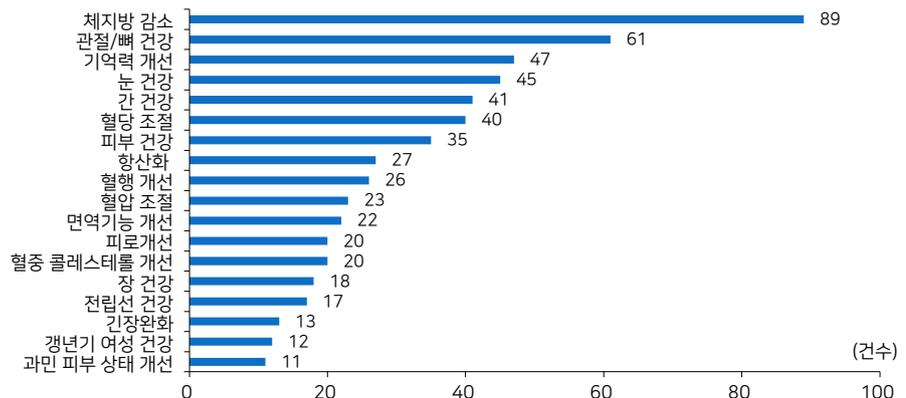
자료: 식품의약품안전처, 메리츠증권증권 리서치센터

그림26 개별인정형 품목별 생산실적 현황



자료: 식품의약품안전처, 메리츠증권증권 리서치센터

그림27 기능성원료 인정 현황 ('04~'17년)



자료: 식품의약품안전처, 메리츠증권증권 리서치센터

표17 국내 건강기능식품 Peer Valuation							
		콜마비엔에이치	코스맥스엔비티	셀바이오텍	에이치엘사이언스	노바렉스	뉴트리
Ticker		200130 KS	222040 KS	049960 KS	239610 KS	194700 KS	270870 KS
현재주가 (04/30)		28,900	13,300	30,200	87,500	24,100	25,050
시가총액 (백만원)		853,809	274,352	283,880	449,938	216,990	226,257
절대수익률 (%)	1M	(1.0)	(17.9)	(5.0)	26.3	3.0	21.0
	3M	24.8	(15.6)	6.7	100.5	30.6	62.1
	6M	30.0	(11.6)	23.6	123.1	N/A	N/A
	1Y	(6.0)	(52.0)	(27.9)	172.4	N/A	N/A
	YTD	44.9	(18.9)	7.7	103.0	52.1	105.3
초과수익률 (%p)	1M	(4.0)	(20.8)	(8.0)	23.3	0.1	18.1
	3M	24.7	(15.7)	6.6	100.4	30.5	62.0
	6M	19.4	(22.2)	13.0	112.5	N/A	N/A
	1Y	4.4	(41.6)	(17.5)	182.8	N/A	N/A
	YTD	36.7	(27.0)	(0.5)	94.9	43.9	97.2
PER (배)	2018	12.2	52.6	10.9	20.1	13.5	38.3
	2019E	15.9	26.0	14.4	28.3	16.1	19.2
	2020E	13.7	18.5	13.6	21.4	14.3	13.7
PBR (배)	2018	2.9	3.7	2.0	3.5	1.8	2.3
	2019E	3.4	3.1	2.4	5.9	2.4	3.9
	2020E	2.8	2.7	2.1	4.7	2.1	3.1
ROE (%)	2018	25.9	7.3	19.8	18.7	14.5	7.8
	2019E	23.6	12.8	18.4	22.7	16.0	22.2
	2020E	22.2	15.5	17.5	24.4	15.7	24.8
매출액성장률 (%)	2018	16.6	41.8	5.3	59.5	32.6	44.4
	2019E	10.9	21.2	2.6	44.5	25.0	48.1
	2020E	7.8	18.6	6.0	29	22.1	35.0
영업이익성장률 (%)	2018	14	46.1	(1.6)	19.1	14.1	115.2
	2019E	14.7	33.9	1.0	20	48.7	62.6
	2020E	10.3	20.9	5.5	20.5	14.3	35.4
순이익성장률 (%)	2018	12.8	1.6	9.4	122.4	15.0	0.0
	2019E	12.7	95.4	(1.3)	45.9	47.8	466.7
	2020E	13.2	40.2	5.8	32.1	12.5	39.5
영업이익률 (%)	2018	15.1	8.7	34.7	19.2	10.5	11.4
	2019E	15.6	9.6	34.1	20.0	12.5	12.5
	2020E	16.4	9.8	34.0	20.5	11.7	12.5
순이익률 (%)	2018	12.8	3.4	31.0	17.0	8.6	2.4
	2019E	12.7	5.4	29.8	17.2	10.1	9.2
	2020E	13.2	6.4	29.8	17.6	9.3	9.5

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표18 글로벌 건강기능식품 Peer Valuation						
		Blackmores	TCI	GNC	USANA	Baolingbao
Ticker		BKL AU	8436 TT	GNC US	USNA US	002286 CH
국가		호주	대만	미국	미국	중국
현재주가 (달러, 05/01)		65.3	14.9	2.2	83.5	1.0
시가총액 (백만달러)		1,134	1,533	186	1,947	364
절대수익률 (%)	1M	(0.6)	9.2	(18.7)	(0.5)	(4.5)
	3M	(27.1)	4.8	(27.2)	(28.7)	23.0
	6M	(22.5)	6.6	(39.7)	(28.7)	22.5
	1Y	(19.4)	21.5	(37.5)	(20.9)	(28.1)
	YTD	(22.9)	(11.2)	(6.3)	(29.1)	21.6
초과수익률 (%p)	1M	(3.3)	6.2	(22.7)	(4.5)	(2.2)
	3M	(34.9)	(5.7)	(36.7)	(38.2)	(6.6)
	6M	(28.9)	(5.3)	(49.4)	(38.4)	(7.0)
	1Y	(22.0)	14.4	(50.9)	(34.4)	(23.1)
	YTD	(35.2)	(23.9)	(24.6)	(47.4)	(12.2)
PER (배)	2018	35.1	29.2	9.1	17.8	45.5
	2019E	26.7	20.1	4.5	16.1	N/A
	2020E	23.8	15.7	3.5	13.6	N/A
PBR (배)	2018	12.7	9.3	N/A	5.7	1.3
	2019E	7.6	6.5	N/A	N/A	N/A
	2020E	6.9	5.0	N/A	N/A	N/A
ROE (%)	2018	37.8	12.5	N/A	37.1	12.5
	2019E	37.4	41.2	(26.5)	N/A	N/A
	2020E	30.1	37.7	1.6	N/A	N/A
매출액성장률 (%)	2018	11.9	100.8	(5.1)	16.2	10.9
	2019E	6.9	37.6	(5.6)	34.6	N/A
	2020E	7.4	24.2	(4.6)	10.3	N/A
영업이익성장률 (%)	2018	19.8	133.7	흑전	22.0	133.7
	2019E	(20.5)	36.9	29.1	29.9	N/A
	2020E	11.0	27.4	2.8	16.8	N/A
순이익성장률 (%)	2018	22.0	154.4	흑전	23.5	(11.6)
	2019E	(22.8)	29.1	(94.6)	31.0	N/A
	2020E	7.5	27.5	1,300.0	16.9	N/A
영업이익률 (%)	2018	17.1	25.2	4.8	15.4	26.1
	2019E	12.7	25.0	6.5	14.9	N/A
	2020E	13.1	25.7	7.0	15.8	N/A
순이익률 (%)	2018	11.6	22.2	3.0	10.3	2.5
	2019E	8.4	20.8	0.2	10.0	N/A
	2020E	8.4	21.3	2.5	10.6	N/A

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터



기업분석

종목	투자판단	적정주가
콜마비엔에이치 (200130)	Not Rated	-
에이치엘사이언스 (239610)	Not Rated	-
노바렉스 (194700)	Not Rated	-
뉴트리 (270870)	Not Rated	-

어깨동무 2019 #6
2019. 5. 2

콜마비앤에이치 200130

성장의 Quality가 달라지고 있다

▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜
02. 6454-4873
jihye.yang@meritz.co.kr

- ✓ 1Q 매출액 1,066억원 (+10.3% YoY), 영업이익 167억원 (+15.2% YoY) 기록
- ✓ 건강기능식품 수출 +58.1% YoY 증가, 헤모힘 +28% YoY, 푸디팜 +16% YoY
- ✓ 화장품 수출이 일시적인 재고조정으로 부진, 2Q부터 두 자릿수 성장 회복 전망
- ✓ 건강기능식품 고객사 다변화와 해외 실적 기여도 확대로 Level-up
- ✓ 안정적 고성장 대비 여전히 저평가

Not Rated

적정주가 (12개월) -
현재주가 (4.30) 28,900 원
상승여력 -

KOSDAQ	754.74pt
시가총액	8,538억원
발행주식수	2,954만주
유동주식비율	28.35%
외국인비중	4.05%
52주 최고/최저가	31,450원/19,050원
평균거래대금	25.0억원

주요주주(%)			
한국콜마홀딩스 외 5인	59.60		
한국원자력연구원	12.04		
플레밍	6.08		

주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.0	22.5	-6.9
상대주가	-4.4	4.5	8.0

주가그래프



1Q 영업이익 167억원 (+15.2% YoY) 달성

콜마비앤에이치의 1분기 연결기준 실적은 매출액 1,066억원 (+10.3% YoY), 영업이익 167억원 (+15.2% YoY)을 기록하였다. 건강기능식품이 +14.4% YoY의 양호한 성장을 이어갔으며 특히 수출이 +58.1% YoY 증가했다. 대표제품인 헤모힘이 +28% YoY 성장했으며 OEM/ODM 사업을 담당하는 푸디팜이 +16% YoY 증가하여 애터미 이외 고객사 비중이 소폭 확대되었다. 화장품은 +3.8% YoY 성장하였으며 수출이 일시적인 재고조정으로 +1.1% 증가에 머물렀다. 2분기부터는 상반기 베트남, 하반기 홍콩 등 해외사업 확대가 가속화되면서 두 자릿수 성장률을 회복할 전망이다.

건강기능식품 고객사 다변화와 해외 실적 기여도 확대로 Level-up

콜마비앤에이치의 최근 의미있는 변화는 종근당건강, 대상 등 고객사 다변화(식품 내 애터미 이외 비중 2014년 3.7% → 2018년 20.3%)가 뚜렷하다는 점이다. 한편 하반기 이후 콜마비앤에이치의 본격적인 중국 현지 진출과 호주 유통법인을 통한 중국 수출 확대가 예상된다. 지난 1월 설립된 호주법인은 동사의 프리미엄 건강기능식품 품목들을 아웃소싱하여 호주 건강기능식품에 대한 선호도가 높은 중국시장 수출의 교두보로 활용할 계획이다. 향후 해외 성과가 구체적으로 가시화되면서 기업가치에 긍정적으로 작용할 수 있겠다.

안정적 고성장 대비 여전히 저평가

콜마비앤에이치는 안정적인 고성장이 지속되고 있는 가운데 중국 및 호주 등 본격적인 해외 진출 모멘텀이 기대된다. 현 주가는 2019년 PER 15.9 배로 아시아 건강기능식품 평균 PER 24 배 대비 여전히 저평가 되어 있다.

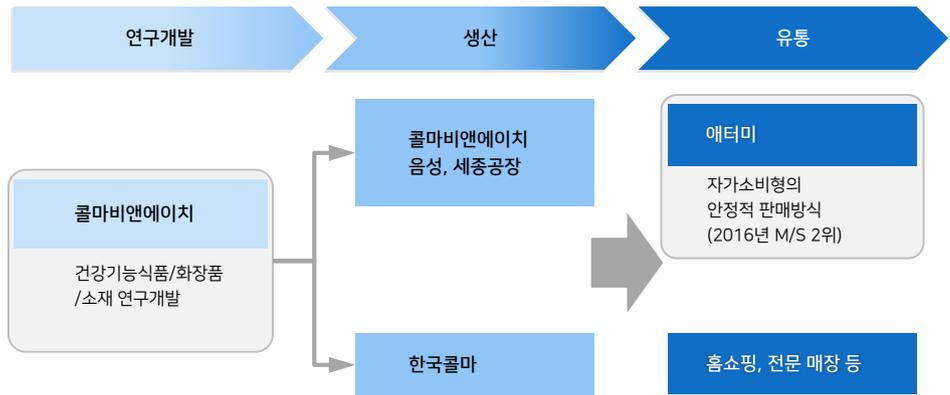
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	337.6	48.8	45.8	1,549	59.5	5,713	21.0	5.7	17.2	30.9	52.4
2018	386.4	58.5	48.4	1,637	4.0	6,928	12.2	2.9	8.9	25.9	41.2
2019E	431.5	67.4	53.8	1,820	11.2	8,507	15.9	3.4	10.4	23.6	37.7
2020E	478.5	78.4	62.1	2,103	15.6	10,330	13.7	2.8	8.5	22.3	33.4
2021E	524.0	86.7	69.2	2,342	11.4	12,352	12.3	2.3	7.1	20.6	29.9

표19 콜마비엔에이치 연간 및 분기별 실적 추정

(십억원)	2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액 (연결)	386.4	431.5	478.5	96.6	90.9	89.5	109.3	106.6	100.2	100.1	124.6
증가율 (% YoY)		11.7	10.9					10.3	10.2	11.8	14.0
근오농림	20.1	22.3	25.0	6.4	2.8	4.6	6.3	7.3	3.0	5.0	7.0
증가율 (% YoY)	63.1	10.9	12.1	133.1	48.8	70.4	26.0	14.1	7.1	8.7	11.1
에치엔지	62.7	71.1	78.3	15.6	13.4	14.8	18.9	18.1	16.0	17.0	20.0
기타회사 (연결조정)	-32.6	-40.7	-40.0	-9.3	-5.3	-7.3	-10.7	-11.7	-9.0	-10.0	-10.0
매출액 (별도)	336.1	378.8	415.2	83.9	80.0	77.4	94.8	92.9	90.2	88.1	107.6
증가율 (% YoY)	12.4	12.7	9.6	19.7	11.9	-2.9	22.1	10.7	12.8	13.8	13.5
식품	201.7	232.4	257.3	49.9	49.5	48.0	54.3	57.1	56.5	55.1	63.7
증가율 (% YoY)	21.5	15.2	10.7	25.0	21.5	10.3	29.6	14.4	14.1	14.7	17.3
내수	170.9	187.7	202.7	43.3	43.2	41.5	42.9	47.3	47.5	45.7	47.2
증가율 (% YoY)	17.2	9.8	8.0	21.1	19.2	8.6	20.5	9.2	10.0	10.0	10.0
수출	30.5	44.7	54.6	6.2	6.4	6.5	11.4	9.8	9.0	9.4	16.5
증가율 (% YoY)	50.5	46.6	22.1	48.9	42.3	22.6	81.0	58.1	40.0	45.0	45.0
화장품	134.4	146.0	157.5	34.4	30.3	29.3	40.4	35.7	33.6	32.9	43.8
증가율 (% YoY)	1.3	8.6	7.9	14.2	-1.0	-19.1	13.2	3.8	11.0	12.4	8.3
내수	98.9	103.9	109.1	25.2	24.7	22.1	26.9	26.5	25.9	23.2	28.2
증가율 (% YoY)	-3.0	5.0	5.0	2.6	4.6	-21.6	5.1	5.2	5.0	5.0	5.0
수출	35.5	42.1	48.5	9.1	5.7	7.2	13.5	9.2	7.7	9.7	15.5
증가율 (% YoY)	15.8	18.7	15.0	63.6	-18.5	-10.0	33.7	1.1	35.0	35.0	15.0
임대 및 기타	0.4	0.3	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
증가율 (% YoY)	21.7	-17.4	29.0	37.3	-14.9	38.2	27.4	-90.0	49.7	-7.8	0.0
매출비중 (별도기준)											
식품	60.0	61.3	62.0	59.5	61.9	62.0	57.3	61.5	62.6	62.5	59.2
내수	50.8	49.5	48.8	51.6	54.0	53.6	45.2	50.9	52.7	51.8	43.9
수출	9.1	11.8	13.1	7.4	8.0	8.4	12.0	10.6	9.9	10.7	15.4
화장품	40.0	38.6	37.9	41.0	37.9	37.9	42.6	38.4	37.3	37.4	40.7
내수	29.4	27.4	26.3	30.0	30.9	28.6	28.4	28.5	28.7	26.3	26.3
수출	10.6	11.1	11.7	10.8	7.1	9.3	14.2	9.9	8.5	11.0	14.4
임대 및 기타	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
매출원가	309.3	345.9	381.2	77.7	72.1	71.0	88.5	85.3	79.7	80.1	100.9
증가율 (% YoY)	-13.8	11.9	10.2	35.2	-24.5	-31.9	-12.7	9.8	10.6	12.8	14.0
매출원가율 (%)	80.0	80.2	79.7	80.4	79.3	79.3	81.0	80.0	79.5	80.0	81.0
매출총이익	77.0	85.6	97.3	18.9	18.8	18.5	20.8	21.3	20.5	20.0	23.7
증가율 (% YoY)	25.8	11.1	13.7	49.3	24.1	8.8	27.0	12.7	9.0	8.3	13.9
매출총이익률 (%)	19.9	19.8	20.3	19.6	20.7	20.7	19.0	20.0	20.5	20.0	19.0
판매비	18.5	18.1	18.9	4.4	5.1	4.8	4.2	4.6	5.5	4.0	4.0
증가율 (% YoY)	48.5	-2.1	4.5	101.8	59.9	32.8	20.7	4.4	7.7	-16.6	-4.2
판매비중 (%)	4.8	4.2	4.0	4.6	5.6	5.4	3.8	4.3	5.5	4.0	3.2
영업이익 (연결)	58.5	67.4	78.3	14.5	13.7	13.7	16.6	16.7	15.0	16.0	19.7
증가율 (% YoY)	20.0	15.2	16.2	38.3	14.6	2.3	28.6	15.2	9.5	17.0	18.5
영업이익률 (%)	15.2	15.6	16.4	15.0	15.1	15.3	15.2	15.7	15.0	16.0	15.8
영업이익 (별도)	52.2	59.4	66.8	12.8	13.2	12.2	14.0	14.0	14.9	14.0	16.6
증가율 (% YoY)	21.3	13.7	12.4	27.7	27.2	8.7	22.9	8.8	12.8	15.1	18.1
영업이익률 (%)	15.5	15.7	16.1	15.3	16.5	15.7	14.8	15.0	16.5	15.9	15.4

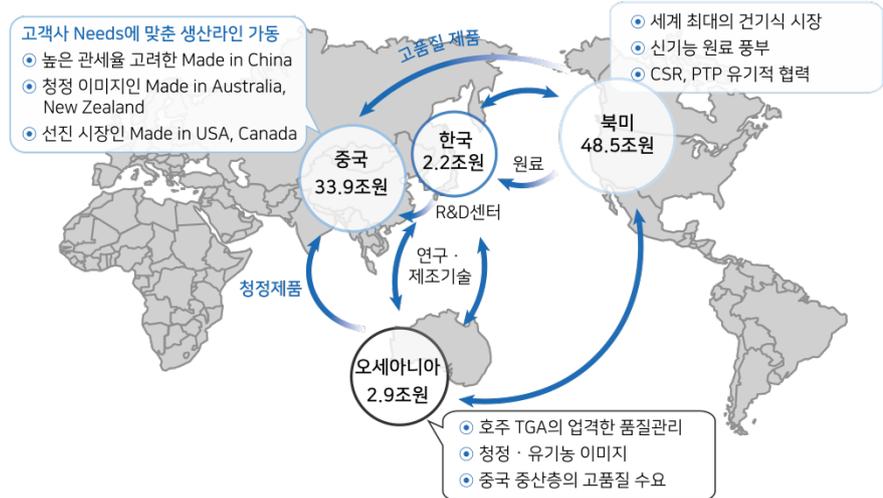
자료: 콜마비엔에이치, 메리츠증권 리서치센터

그림28 콜마비엔에이치 비즈니스 모델



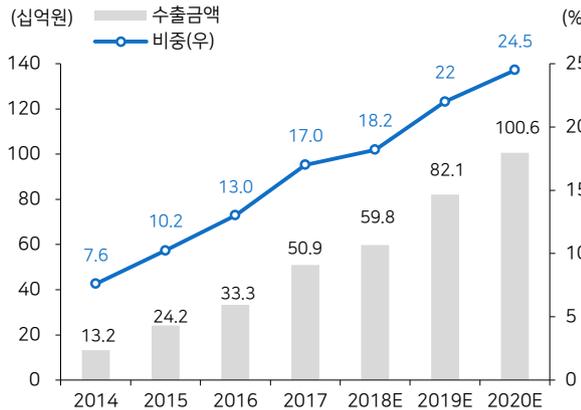
자료: 콜마비엔에이치, 메리츠증권 리서치센터

그림29 콜마비엔에이치 글로벌 네트워크 전략 (국가별 건강기능식품 시장 규모)



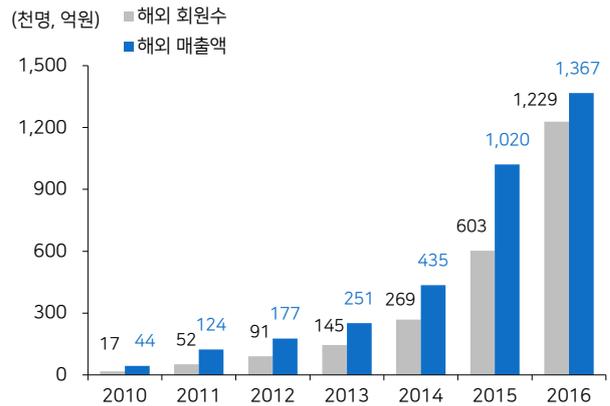
자료: 콜마비엔에이치, 메리츠증권 리서치센터

그림30 콜마비엔에이치 수출 금액 및 비중



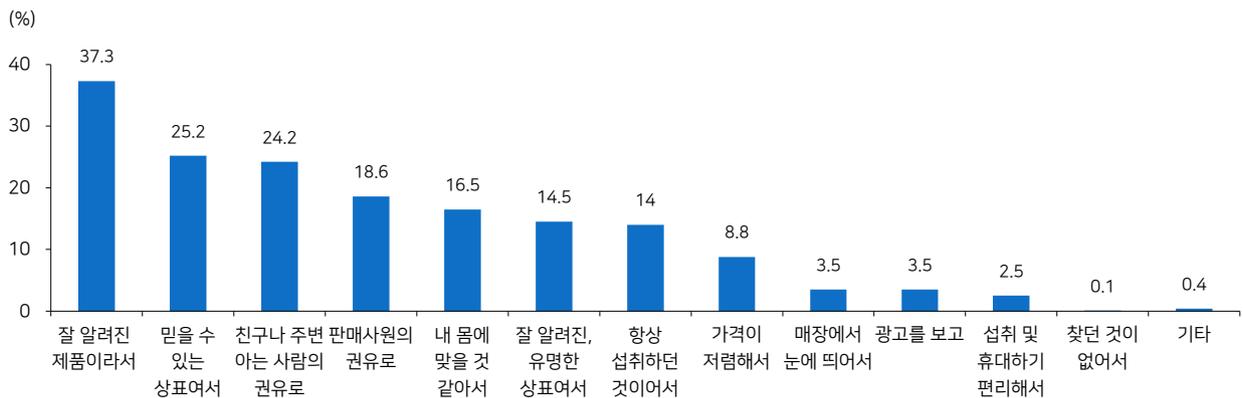
주: 별도매출 기준
 자료: 콜마비엔에이치, 메리츠증권증권 리서치센터

그림31 해외 애터미 연간 매출액 및 누적 회원 수



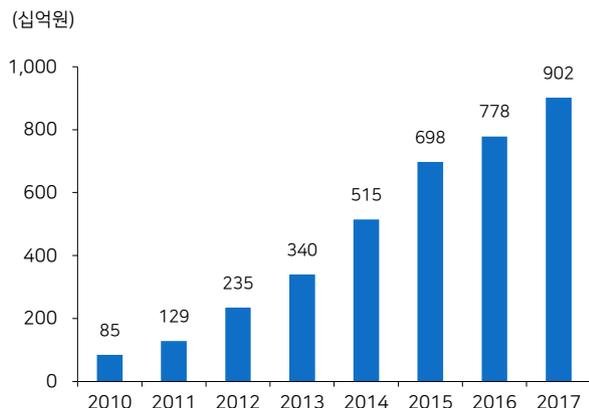
자료: 넥스트이코노미, 메리츠증권증권 리서치센터

그림32 건강기능식품 브랜드 선택 이유



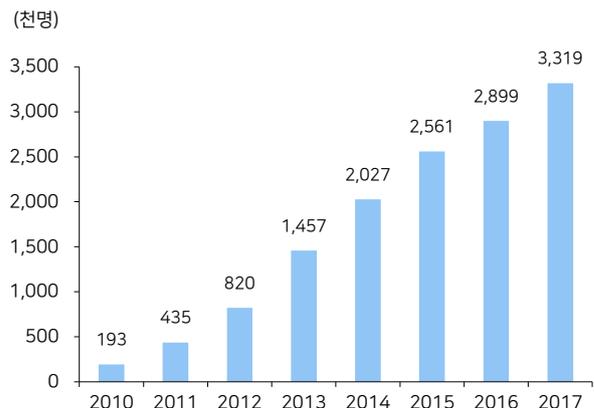
자료: 식품저널, 메리츠증권증권 리서치센터

그림33 애터미 연간 매출액 추이



자료: 공정거래위원회, 메리츠증권증권 리서치센터

그림34 애터미 연간 등록 판매원 수 추이



자료: 공정거래위원회, 메리츠증권증권 리서치센터

표20 2012-2017 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	에이씨엔코리아	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	에이씨엔코리아	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	에이씨엔코리아	71,283	18,586	29

주: 음영 처리된 기업은 Top10 신규진입 기업
 자료: 공정거래위원회, 메리츠증권권 리서치센터

콜마비앤에이치 (200130)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	337.6	386.4	431.5	478.5	524.0
매출액증가율 (%)	31.9	14.5	11.7	10.9	9.5
매출원가	276.4	309.3	345.9	381.2	416.6
매출총이익	61.2	77.0	85.6	97.3	107.4
판매관리비	12.5	18.5	18.1	18.9	20.7
영업이익	48.8	58.5	67.4	78.4	86.7
영업이익률	14.4	15.2	15.6	16.4	16.5
금융손익	0.3	3.8	0.7	1.4	2.0
종속/관계기업손익	0.5	-0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	9.4	1.9	2.0	1.0	2.0
세전계속사업이익	59.0	64.2	70.2	80.8	90.7
법인세비용	11.5	14.9	15.3	17.4	20.1
당기순이익	47.4	49.3	54.8	63.4	70.6
지배주주지분 순이익	45.8	48.4	53.8	62.1	69.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	53.3	22.1	68.0	64.9	72.5
당기순이익(손실)	47.4	49.3	54.8	63.4	70.6
유형자산상각비	3.3	4.0	4.8	5.5	5.8
무형자산상각비	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	10.4	-31.1	8.3	-4.0	-3.9
투자활동 현금흐름	-31.5	-2.7	8.6	-16.9	-11.8
유형자산의 증가(CAPEX)	-10.9	-9.6	-18.0	-15.0	-10.0
투자자산의 감소(증가)	-1.7	-17.3	28.1	-0.3	-0.3
재무활동 현금흐름	-4.3	-24.5	-7.8	-8.9	-10.1
차입금의 증감	8.3	-4.8	-1.9	-1.8	-1.8
자본의 증가	0.0	-7.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	17.5	-5.2	68.7	39.1	50.6
기초현금	17.0	34.5	29.2	97.9	137.1
기말현금	34.5	29.2	97.9	137.1	187.7

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	157.2	151.8	225.3	278.3	342.3
현금및현금성자산	34.5	29.2	97.9	137.1	187.7
매출채권	30.3	40.7	39.6	43.9	48.1
재고자산	31.9	38.5	39.3	43.6	47.7
비유동자산	114.0	139.8	124.8	134.5	139.0
유형자산	78.6	87.3	100.5	110.0	114.2
무형자산	15.1	16.9	16.9	16.9	16.8
투자자산	13.1	30.4	2.3	2.6	2.8
자산총계	271.2	291.5	350.1	412.9	481.3
유동부채	90.3	81.5	92.0	99.2	106.2
매입채무	62.1	54.8	65.2	72.3	79.2
단기차입금	11.4	9.1	7.1	5.1	3.1
유동성장기부채	2.7	0.1	0.0	0.0	0.0
비유동부채	3.0	3.5	3.9	4.3	4.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	93.3	85.0	95.8	103.5	110.8
자본금	14.8	14.8	14.8	14.8	14.8
자본잉여금	30.9	23.4	23.4	23.4	23.4
기타포괄이익누계액	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
이익잉여금	123.5	166.9	213.6	267.4	327.2
비지배주주지분	9.1	1.9	2.9	4.2	5.6
자본총계	177.9	206.5	254.3	309.4	370.5

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	11,426	13,078	14,605	16,197	17,735
EPS(지배주주)	1,549	1,637	1,820	2,103	2,342
CFPS	1,793	2,200	2,515	2,873	3,199
EBITDAPS	1,767	2,122	2,447	2,839	3,132
BPS	5,713	6,928	8,507	10,330	12,352
DPS	160	200	240	280	320
배당수익률(%)	0.5	1.0	0.8	1.0	1.1
Valuation(Multiple)					
PER	21.0	12.2	15.9	13.7	12.3
PCR	18.2	9.1	11.5	10.1	9.0
PSR	2.8	1.5	2.0	1.8	1.6
PBR	5.7	2.9	3.4	2.8	2.3
EBITDA	52.2	62.7	72.3	83.9	92.5
EV/EBITDA	17.2	8.9	10.4	8.5	7.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	30.9	25.9	23.6	22.3	20.6
EBITDA 이익률	15.5	16.2	16.8	17.5	17.7
부채비율	52.4	41.2	37.7	33.4	29.9
금융비용부담률	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	170.9	209.7	323.2	462.4	662.9
매출채권회전율(x)	14.9	10.9	10.7	11.5	11.4
재고자산회전율(x)	13.8	11.0	11.1	11.6	11.5

어깨동무 2019 #6
2019. 5. 2

에이치엘사이언스 239610

건강(健食) 트렌드를 선도한다

▲ 유통/화장품
Analyst 양지혜
02. 6454-4873
jihye.yang@meritz.co.kr

- ✓ 천연물 원천기술을 기반으로 국내 건강기능식품 트렌드를 선도하고 있는 기업
- ✓ 독자 브랜드를 개발하여 원료부터 유통까지 수직계열화가 잘 이루어져 있음
- ✓ 골관절염, 이너뷰티 등 신규 개별인증형 제품 출시로 실적 모멘텀 강화될 전망
- ✓ 재구매율이 높은 기존 석류 제품 중심으로 홈쇼핑 매출 비중 높은 편
- ✓ 신제품 출시 효과와 함께 유통채널 다변화와 해외 수출 확대 예상

Not Rated

적정주가 (12개월) -
현재주가 (4.30) 87,500 원
상승여력 -

KOSDAQ	754.74pt
시가총액	4,499억원
발행주식수	514만주
유통주식비율	28.47%
외국인비중	5.73%
52주 최고/최저가	88,000원/29,000원
평균거래대금	47.3억원

주요주주(%)
이해연 외 3 인 69.22

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	26.3	120.7	170.5
상대주가	22.0	88.3	213.9

주가그래프



원천소재 기술을 바탕으로 독자 브랜드까지 수직 계열화

에이치엘사이언스는 다양한 천연물 원천기술을 기반으로 여성건강 및 간 건강, 항산화 분야 등의 국내 건강기능식품 트렌드를 선도하고 있는 전문 기업이다. 특히 갱년기 증상 개선물질 (여성 호르몬 대체물질, P-estro HL, P-estro Clover)과 피부보습, 미백 및 탄력, 주름개선 물질 (이너뷰티 원료, P-estro BL), 골관절 건강 (HL_JOINT 100)에 독자적인 지적재산권을 확보하고 있다. 전반적으로 다각화된 제품 포트폴리오를 구축하고 있으며 원천소재 기술을 바탕으로 독자 브랜드를 개발하여 원료부터 유통까지 수직계열화가 잘 이루어져 있다. 대표제품으로는 닥터슈퍼칸, 레드클레오, 새싹보리 등이 있다.

1) 차별화된 소재 2) 신제품, 신채널 확장 3) 천연물 신약

에이치엘사이언스의 투자포인트로는 1) 건강기능식품 시장에서 원료, 제조, 유통 단계 중에서 원료 부문의 부가가치가 가장 높는데, 시장 트렌드를 선도하는 차별화된 핵심소재를 국내 건강기능식품 업체 중 다수 확보하고 있다. 2) 이너뷰티 관련 신소재들 (2018년 8월 P-estro BL 개별인증형 인증)의 본격적인 사업화가 예상된다. 또한 기존 특허원료 제품들의 대형마트, H&B 스토어 등 신유통 채널 확대 및 중국, 미국, 일본 등 해외 유명 제약사와 건강기능식품 제조업체 원료 공급도 가시화되고 있다. 3) 천연물 소재에 관한 R&D 강점을 기반으로 퇴행성 골관절 및 치주질환 개선 치료제 신약 및 제품 개발을 진행하고 있으며 특히 2018년 11월 골관절염에 대한 개별인증형 원료 (HL_JOINT 100) 인증으로 2분기 건강기능식품 제품 출시를 앞두고 있다. 한편 재구매율이 높은 석류 제품 중심으로 홈쇼핑 매출 비중 (2018년 기준 90% 추정)이 높은 편이어서 신제품 출시 효과와 함께 유통채널 확대와 해외 수출 전략이 적극적으로 이루어질 것으로 기대한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	40.2	5.3	4.9	961	-33.0	10,333	34.5	3.2	23.2	9.6	8.7
2018	64.1	12.3	10.9	2,113	119.9	12,249	20.4	3.5	13.6	18.7	13.4
2019E	92.6	18.5	15.9	3,090	46.3	14,946	28.3	5.9	20.2	22.7	15.8
2020E	119.5	24.5	21.0	4,083	32.1	18,537	21.4	4.7	14.8	24.4	16.5
2021E	145.8	30.6	26.1	5,073	24.2	23,020	17.2	3.8	11.2	24.4	16.2

표21 에이치엘사이언스 연간 실적 추이 및 전망

(십억원)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	15.0	17.2	23.7	34.4	40.2	64.1	92.6	119.5
증가율 (% YoY)		14.6	37.9	45.2	16.7	59.5	44.5	29.0
스피루리나류	0.1	2.1	3.8	5.5	3.9	2.5	2.2	2.0
아로니아류	0.0	0.0	2.2	2.6	0.7	0.0	0.0	0.0
석류농축액류	1.9	1.6	3.1	8.5	19.2	44.0	68.2	88.7
밀크씨슬류	10.1	7.4	9.8	12.8	11.1	11.2	11.4	11.7
은행잎추출물류	2.2	4.0	2.6	1.8	1.8	0.3	0.3	0.3
기타 (새싹보리 등)	0.7	2.2	2.2	3.2	3.6	6.2	10.5	16.8
증가율 (% YoY)								
스피루리나류		2963.7	84.2	43.2	-29.1	-36.9	-10.0	-10.0
아로니아류				20.7	-73.2	-98.8	0.0	0.0
석류농축액류		-15.1	93.2	176.7	124.9	129.7	55.0	30.0
밀크씨슬류		-27.0	32.6	30.6	-13.2	0.7	2.0	3.0
은행잎추출물류		79.8	-33.3	-31.7	-2.3	-84.7	1.0	1.0
기타 (새싹보리 등)		191.3	0.1	46.9	11.7	73.2	70.0	60.0
비중 (%)								
스피루리나류	0.5	12.1	16.2	16.0	9.7	3.8	2.4	1.7
아로니아류	0.0	0.0	9.2	7.6	1.8	0.0	0.0	0.0
석류농축액류	12.5	9.3	13.0	24.8	47.7	68.7	73.7	74.2
밀크씨슬류	67.4	42.9	41.3	37.1	27.6	17.4	12.3	9.8
은행잎추출물류	14.7	23.1	11.2	5.2	4.4	0.4	0.3	0.2
기타 (새싹보리 등)	5.0	12.6	9.2	9.3	8.9	9.6	11.3	14.0
매출원가		5.0	6.0	8.6	12.0	19.0	26.9	34.1
증가율 (% YoY)			20.0	43.5	39.9	57.5	41.6	26.8
매출원가율 (%)		29.1	25.3	25.0	30.0	29.6	29.0	28.5
매출총이익		12.2	17.7	25.8	28.2	45.1	65.8	85.4
증가율 (% YoY)			45.2	45.9	9.0	60.4	45.7	29.9
매출총이익률 (%)		70.9	74.7	75.0	70.0	70.4	71.0	71.5
판관비		10.0	14.0	19.0	22.8	32.9	47.2	60.9
증가율 (% YoY)			40.0	35.8	20.0	44.1	43.6	29.0
판관비중 (%)		58.2	59.1	55.2	56.8	51.3	51.0	51.0
영업이익		2.2	3.7	6.8	5.3	12.2	18.5	24.5
증가율 (% YoY)			68.7	83.8	-21.7	129.7	51.2	32.3
영업이익률 (%)		12.8	15.6	19.8	13.3	19.1	20.0	20.5

주: 2016년 이전은 별도재무제표 기준

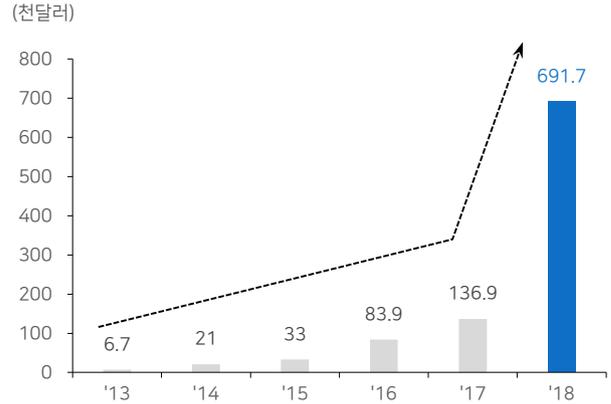
자료: 에이치엘사이언스, 메리츠증권증권 리서치센터

표22 보유하고 있는 식약처 개별인정형 원료 리스트

개별인정형 원료 리스트	기능	등록번호
기능성석류농축액	갱년기 여성의 건강에 도움	제2010-40
홍경천추출물	스트레스로 인한 피로개선	제2011-35
밀크씨슬추출물	간 건강에 도움	제2012-26
은행잎추출물	혈행 개선, 기억력 개선	제2012-34
수용성홍경천	스트레스로 인한 피로개선	제2013-27
기능성석류농축액	피부보습 및 갱년기 여성의 건강에 도움	제2014-22
기능성석류농축분말	피부보습 및 자외선에 의한 피부손상으로부터 피부건강 유지	제2018-08
HL-JOINT 100(석류 등 복합물)	관절 및 얼굴 건강에 도움	제2018-13

자료: 에이치엘사이언스, 메리츠중금증권 리서치센터

그림35 에이치엘사이언스 연도별 수출실적 추이



자료: 에이치엘사이언스, 메리츠중금증권 리서치센터

그림36 에이치엘사이언스 글로벌 시장 진출 현황



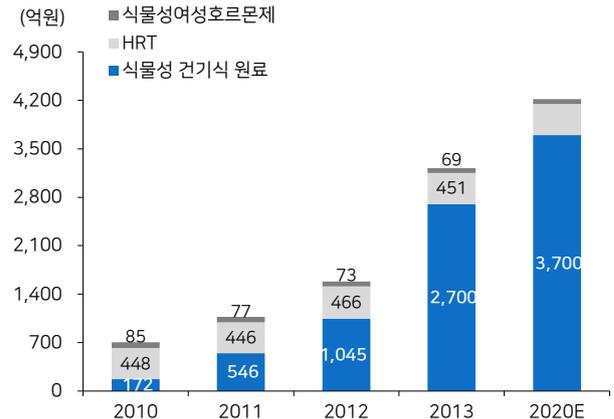
자료: 에이치엘사이언스, 메리츠중금증권 리서치센터

표23 갱년기 시장의 주요 소재별 특징 및 경쟁현황

항목	기능성 석류농축액	이소 플라본	승마	HRT
갱년기 증상 효과 (KI, 쿠퍼만지수)	○ 11가지 모두 개선	○ 2개 증상 개선	○ 2개 증상 개선	○ -
폐경기 증상 개선 (MRS)	○	X	X	X
부작용	X	발암 우려 (복용량제한)	간 손상	암, 심장병, 뇌졸중 등
E2, FSH 변화	X	X	X	○
경쟁형태	독점	완전경쟁	완전경쟁	완전경쟁

자료: 에이치엘사이언스, 메리츠중금증권 리서치센터

그림37 갱년기 시장 규모 추정



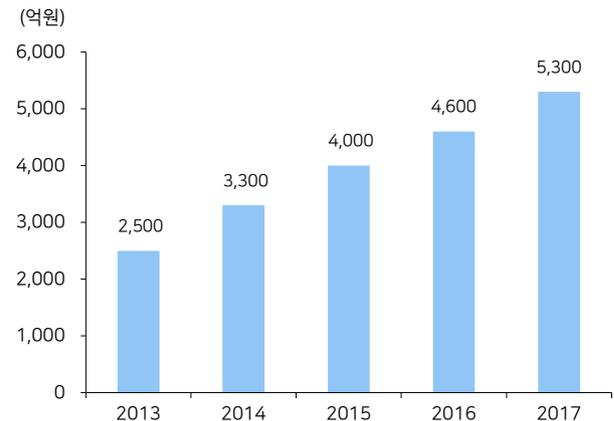
자료: 에이치엘사이언스, 메리츠중금증권 리서치센터

표24 P-estro BL 차별성

성능구분	P-estro BL	국내 유사경쟁제품 (히알루론산)
특허	국내외 특허 출원 중	없음
독점적 기술	확보	없음
경쟁형태	독점적	경쟁적
시장현황	이너뷰티시장 진입 계획	뚜렷한 제품이 없음
기능성	피부보습, 주름개선, 탄력개선 및 미백의 복합 기능성	단일 기능성
인체적용시험	국내 여성 25~60세 여성대상 진행	국내 여성대상 연구 없음

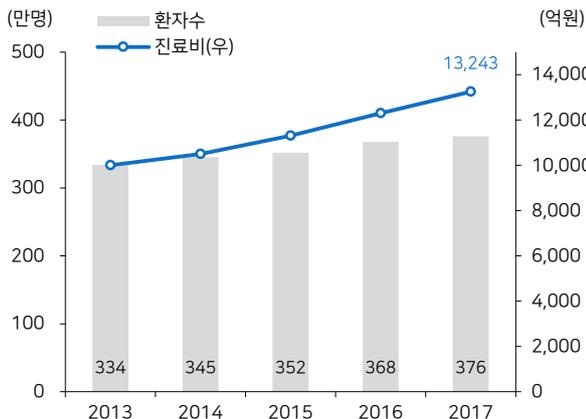
자료: 에이치엘사이언스, 메리츠중금증권 리서치센터

그림38 국내 이너뷰티 시장 규모 추정



자료: 에이치엘사이언스, 메리츠중금증권 리서치센터

그림39 퇴행성 관절염 진료비 및 환자수 추이



자료: 에이치엘사이언스, 메리츠중금증권 리서치센터

그림40 국내 치은염 및 치주질환 진료비 및 환자수 현황



자료: 에이치엘사이언스, 메리츠중금증권 리서치센터

에이치엘사이언스 (239610)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	40.2	64.1	92.6	119.5	145.8
매출액증가율 (%)	-1.8	59.5	44.5	29.0	22.0
매출원가	12.0	19.0	26.9	34.1	40.8
매출총이익	28.2	45.1	65.8	85.5	105.0
판매관리비	22.8	32.9	47.2	61.0	74.4
영업이익	5.3	12.3	18.5	24.5	30.6
영업이익률	13.3	19.1	20.0	20.5	21.0
금융손익	0.5	0.8	1.0	1.3	1.6
종속/관계기업손익	-0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.2	0.5	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	5.9	13.6	19.5	25.8	32.2
법인세비용	1.0	2.7	3.7	4.8	6.1
당기순이익	4.9	10.9	15.9	21.0	26.1
지배주주지분 순이익	4.9	10.9	15.9	21.0	26.1

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	39.9	54.1	64.6	80.9	104.8
현금및현금성자산	3.8	8.6	10.1	10.5	19.0
매출채권	2.0	3.2	3.8	4.9	5.9
재고자산	2.1	3.0	3.7	4.7	5.8
비유동자산	17.8	17.4	24.4	30.2	32.7
유형자산	10.2	10.1	17.2	23.1	25.7
무형자산	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
투자자산	0.5	0.0	0.0	0.1	0.1
자산총계	57.7	71.4	89.0	111.0	137.5
유동부채	3.8	7.6	10.9	14.1	17.2
매입채무	1.5	2.8	4.0	5.1	6.2
단기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	0.8	0.9	1.2	1.6	2.0
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	4.6	8.4	12.2	15.7	19.2
자본금	2.6	2.6	2.6	2.6	2.6
자본잉여금	28.5	28.5	28.5	28.5	28.5
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	24.1	33.9	47.8	66.3	89.3
비지배주주지분	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	53.1	63.0	76.9	95.3	118.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	5.8	13.0	18.6	22.8	28.1
당기순이익(손실)	4.9	10.9	15.9	21.0	26.1
유형자산상각비	0.4	0.6	0.9	1.2	1.4
무형자산상각비	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	1.3	-0.3	1.8	0.5	0.5
투자활동 현금흐름	-8.4	-7.2	-15.7	-20.4	-17.1
유형자산의 증가(CAPEX)	-4.9	-0.4	-8.0	-7.0	-4.0
투자자산의 감소(증가)	-0.2	0.5	-0.0	-0.0	-0.0
재무활동 현금흐름	-1.4	-1.0	-1.5	-2.0	-2.5
차입금의 증감	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-4.0	4.8	1.5	0.4	8.5
기초현금	7.8	3.8	8.6	10.1	10.5
기말현금	3.8	8.6	10.1	10.5	19.0

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	7,817	12,467	18,012	23,241	28,354
EPS(지배주주)	961	2,113	3,090	4,083	5,073
CFPS	1,174	2,624	3,793	5,004	6,238
EBITDAPS	1,131	2,501	3,793	5,004	6,238
BPS	10,333	12,249	14,946	18,537	23,020
DPS	200	300	400	500	600
배당수익률(%)	0.6	0.7	0.5	0.6	0.7
Valuation(Multiple)					
PER	34.5	20.4	28.3	21.4	17.2
PCR	28.2	16.4	23.1	17.5	14.0
PSR	4.2	3.5	4.9	3.8	3.1
PBR	3.2	3.5	5.9	4.7	3.8
EBITDA	5.8	12.9	19.5	25.7	32.1
EV/EBITDA	23.2	13.6	20.2	14.8	11.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	9.6	18.7	22.7	24.4	24.4
EBITDA 이익률	14.5	20.1	21.1	21.5	22.0
부채비율	8.7	13.4	15.8	16.5	16.2
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)					
매출채권회전율(x)	20.5	24.6	26.6	27.7	27.0
재고자산회전율(x)	15.4	25.3	28.1	28.5	27.8

어깨동무 2019 #6
2019. 5. 2

노바렉스 194700

맞춤형 종합 건기식 업체

▲ 스톱캡

Analyst **이상현**
02. 6454-4877
sang-hyun.lee@meritz.co.kr

RA **이창석**
02-6454-4889

- ✓ 건강기능식품 ODM/OEM 전문업체
- ✓ 고객의 니즈와 시장의 트렌드에 적합한 제품 생산 가능
- ✓ 지속적인 R&D로 신규 원료 확대
- ✓ 350여 종의 제품 포트폴리오와 Capa 증설로 고객사 확대 전망
- ✓ 해외 매출 비중 '18년 2% → '19년 10% 이상 예상

Not Rated

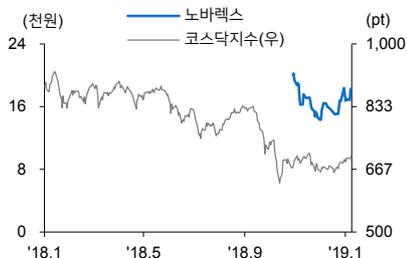
적정주가 (12개월) -
현재주가 (4.30) **24,100 원**
상승여력 -

KOSDAQ	754.74pt
시가총액	2,170억원
발행주식수	900만주
유동주식비율	42.88%
외국인비중	2.15%
52주 최고/최저가	26,550원/14,300원
평균거래대금	46.7억원

주요주주(%)
권석형 외 8 인 39.01

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	3.0	N/A	N/A
상대주가	-0.5	N/A	N/A

주가그래프



지속적인 원료 개발로 제품 포트폴리오와 고객사 확대 전망

자체 R&D 센터와 R&D 전문 자회사를 통해 '22년까지 총 22건의 신규 개별 인정원료 파이프라인을 강화하고 있다. 총 350여 종의 제품 포트폴리오로 시장의 트렌드와 고객의 니즈에 적합한 제품 출시가 강점이다. 현재 1,500억원 수준의 Capa는 '20년말 오송 공장의 증설로 연간 3,000억원의 제품 생산 능력을 확보하게 된다. 향후 개별인정원료와 제품 포트폴리오 추가, Capa 확대로 점진적인 고객사 확대를 전망한다.

해외 매출 비중 확대

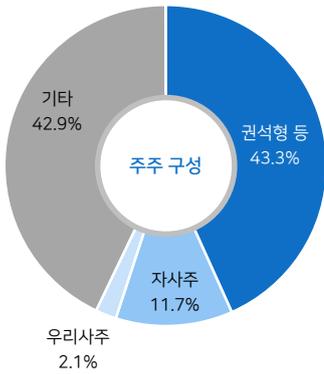
해외시장은 1) 각국의 기능성 인증을 획득하여 제품의 경쟁력을 확보, 2) 현지 유통 및 제조업체와 제휴를 통해 진출할 것이다. 올해 1월 美 FDA로부터 '회화나무 열매 추출물' (Rexflavon)의 NDI 인증을 획득, 현지 Drug Store 체인에 공급을 추진하고 있다. Rexflavon의 CFDA 블루캡 등록도 진행하고 있다. 대만 'TCI'와 위탁생산 계약, 미국 'NOW', 'Mannatech', 싱가포르 'Unicity' 등 해외 건기식 및 유통 업체와 공급 계약 체결로 해외 매출 비중이 지난해 2% 수준에서 10% 이상으로 확대가 예상된다.

기본사항

'08년 설립, '18년 11월에 코스닥에 상장한 건강기능식품 ODM/OEM 전문업체이다. 제약/식품/유통업체 등 200여개 고객사에 제품을 공급하고 있다. 2018년 기준 매출 비중은 ODM 48.4%, OEM 47.5%, 원료 4.1%다. 주요 주주는 권석형 등 39.0%, 자사주 11.7%, 우리사주 2.15%, 기타 42.9%다.

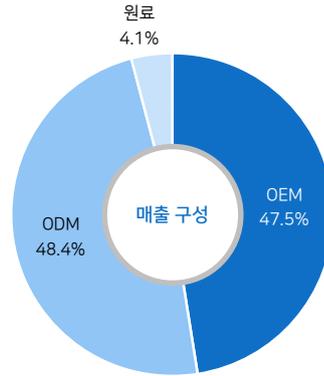
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	77.1	10.3	9.2	1,205		5,844				20.6	34.5
2017	80.9	9.9	8.1	1,061	-13.6	6,783				16.8	37.2
2018	107.3	11.3	9.5	1,178	9.1	8,766	13.5	1.8	8.2	14.5	34.4
2019E	134.1	16.8	13.6	1,513	33.2	10,102	16.1	2.4	7.3	16.0	48.3
2020E	163.7	19.2	15.3	1,704	12.6	11,629	14.3	2.1	6.6	15.7	49.1

그림41 주주 구성



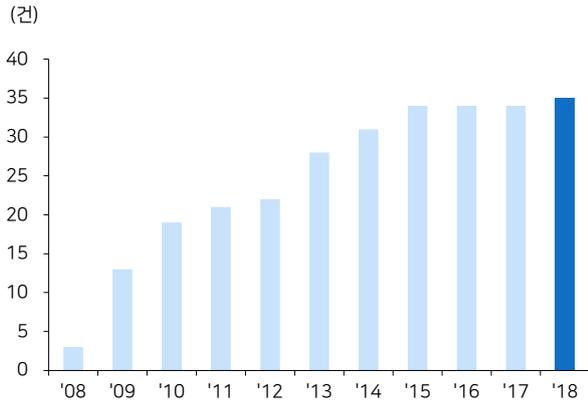
자료: 노바렉스, 메리츠증권리서치센터

그림42 매출 구성(2018)



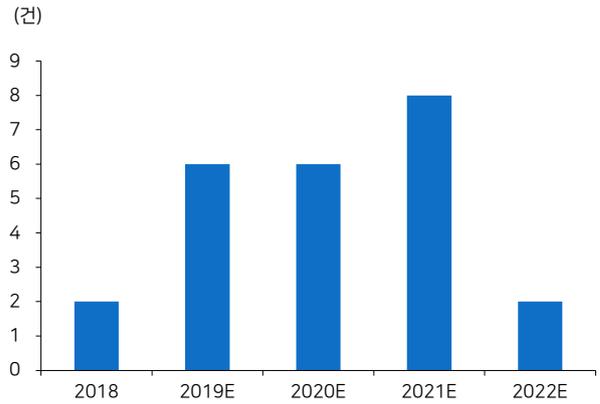
자료: 노바렉스, 메리츠증권리서치센터

그림43 노바렉스 개별인정원료 인증 추이 누적



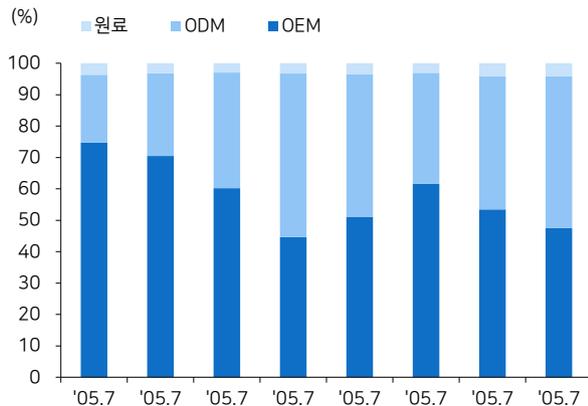
자료: 노바렉스, 메리츠증권리서치센터

그림44 노바렉스 개별인정원료 개발 계획



자료: 노바렉스, 메리츠증권리서치센터

그림45 사업별 매출 비중



자료: 노바렉스, 메리츠증권리서치센터

그림46 노바렉스 소재개발 파이프라인

★ 전략적 해외 진출준비 소재 □ 노바렉스 □ 노바케이메드 □ 노바케이헬스

2019(E) - 6건	2020(E) - 6건	2021(E) - 8건	2022(E) - 2건
★ NR-17-01 수면의 질 개선	NR-31-05 체지방감소	NKM-06-03 관절건강	NR-31-13 체지방감소
NKH-31-12 체지방감소	NKM-31-08 체지방감소	NR-18-01 알콜성간보호	NR-43-03 혈행개선
NKH-01-01 간기능 개선	NKM-43-02 혈행개선	★ NR-15-03 뼈건강	
★ NR-31-03 체지방감소	NKH-05-02 관민피부상태개선	NR-12-07 면역기능개선	
NR-06-01 관절 건강	NKM-26-02 피부 건강	NKH-25-01 인지기능개선	
★ NR-18-02 알콜성간보호	NR-37-02 피부 건강	NR-12-06 면역기능개선	
		NKM-23-01 위건강/숙취	
		NR-12-01 면역기능개선	

자료: 노바렉스, 메리츠증권리서치센터

노바렉스 (194700)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	77.1	80.9	107.3	134.1	163.7
매출액증가율 (%)		4.8	32.7	25.0	22.0
매출원가	61.5	63.8	86.7	105.3	129.0
매출총이익	15.7	17.0	20.7	28.8	34.7
판매관리비	5.4	7.1	9.3	12.1	15.6
영업이익	10.3	9.9	11.3	16.8	19.2
영업이익률	13.3	12.2	10.6	12.5	11.7
금융손익	0.7	-0.4	0.4	0.1	-0.1
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.1	0.1	-0.2	0.2	0.1
세전계속사업이익	10.9	9.6	11.5	17.0	19.2
법인세비용	1.7	1.6	2.3	3.4	3.8
당기순이익	9.2	8.0	9.2	13.6	15.3
지배주주지분 순이익	9.2	8.1	9.5	13.6	15.3

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	40.4	45.6	64.0	75.7	85.9
현금및현금성자산	17.9	21.7	35.6	40.2	42.7
매출채권	10.4	13.8	14.2	17.7	21.6
재고자산	8.9	8.7	13.2	16.5	20.2
비유동자산	19.8	26.2	42.4	59.5	70.5
유형자산	17.3	23.0	31.1	52.1	62.9
무형자산	0.6	1.2	1.3	1.2	1.2
투자자산	1.3	1.6	5.0	1.1	1.4
자산총계	60.2	71.8	106.3	135.2	156.4
유동부채	14.6	18.7	26.0	42.5	49.7
매입채무	10.9	14.3	14.7	18.4	22.5
단기차입금	0.0	0.0	0.0	10.0	10.0
유동성장기부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	0.8	0.8	1.2	1.5	1.8
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	15.5	19.5	27.2	44.0	51.5
자본금	3.8	3.8	4.5	4.5	4.5
자본잉여금	11.6	11.7	32.0	32.0	32.0
기타포괄이익누계액	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
이익잉여금	28.4	35.5	42.5	54.5	68.3
비지배주주지분	0.1	0.5	0.2	0.2	0.2
자본총계	44.8	52.3	79.1	91.1	104.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	7.4	10.6	7.4	22.4	24.5
당기순이익(손실)	9.2	8.0	9.2	13.6	15.3
유형자산상각비	1.3	1.5	1.7	8.9	9.2
무형자산상각비	0.0	0.1	0.1	0.1	0.1
운전자본의 증감	-2.8	-0.0	-5.5	-0.3	-0.3
투자활동 현금흐름	-4.0	-5.3	-12.2	-26.0	-20.1
유형자산의증가(CAPEX)	-3.4	-4.9	-9.0	-30.0	-20.0
투자자산의감소(증가)	-1.3	-0.2	-3.4	3.8	-0.3
재무활동 현금흐름	-1.2	-0.9	18.6	8.3	-1.9
차입금의 증감	0.0	0.0	0.0	10.0	0.0
자본의 증가	15.4	0.1	21.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	2.6	3.9	13.9	4.6	2.5
기초현금	15.3	17.9	21.7	35.6	40.2
기말현금	17.9	21.7	35.6	40.2	42.7

Key Financial Data

	2016	2017	2018	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	10,102	10,586	13,318	14,898	18,176
EPS(지배주주)	1,205	1,061	1,178	1,513	1,704
CFPS	1,421	1,352	1,470	2,865	3,147
EBITDAPS	1,514	1,499	1,627	2,865	3,158
BPS	5,844	6,783	8,766	10,102	11,629
DPS	150	200	200	200	200
배당수익률(%)			1.3	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER			13.5	16.1	14.3
PCR			10.8	8.5	7.7
PSR			1.2	1.6	1.3
PBR			1.8	2.4	2.1
EBITDA	11.6	11.5	13.1	25.8	28.4
EV/EBITDA			8.2	7.3	6.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	20.6	16.8	14.5	16.0	15.7
EBITDA 이익률	15.0	14.2	12.2	19.2	17.4
부채비율	34.5	37.2	34.4	48.3	49.1
금융비용부담률	0.0	0.0	0.0	0.1	0.2
이자보상배율(x)	17,122.5			111.8	63.8
매출채권회전율(x)	7.4	6.7	7.7	8.4	8.3
재고자산회전율(x)	8.7	9.2	9.8	9.0	8.9

어깨동무 2019 #6
2019. 5. 2

뉴트리 270870

‘이너뷰티’ 아름다움을 먹는다!

▲ 스몰캡

Analyst **이상현**
02. 6454-4877
sang-hyun.lee@meritz.co.kr

RA **이창석**
02-6454-4889

- ✓ 이너뷰티(Inner Beauty) 건강기능식품 소재/완제품 개발 및 판매업체
- ✓ 항노화 중심의 자체 개발한 개별인정원료 및 신규 파이프라인 보유
- ✓ 홈쇼핑 방영채널 추가, 네트워크마케팅 등 유통채널 다변화 지속
- ✓ 각 유통채널에 적합한 브랜드 라인업 구성
- ✓ 중국 수출 본격화로 실적 성장 전망

Not Rated

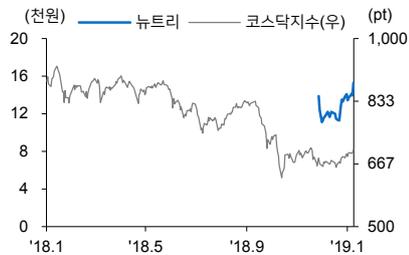
적정주가 (12개월) -
현재주가 (4.30) **25,050 원**
상승여력 -

KOSDAQ	754.74pt
시가총액	2,263억원
발행주식수	903만주
유통주식비율	38.16%
외국인비중	1.30%
52주 최고/최저가	27,650원/11,100원
평균거래대금	87.5억원

주요주주(%)	
김도연 외 8 인	50.57
GS홈쇼핑	6.15

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	21.0	N/A	N/A
상대주가	16.9	N/A	N/A

주가그래프



유통 채널의 및 브랜드 라인업 확장

‘14년 홈쇼핑 채널을 통해 자체 브랜드 ‘에버콜라겐’을 런칭, ‘16년 7월 텔레마케팅, ‘17년 4월 온라인몰, ‘18년 6월 네트워크마케팅 등 유통 채널을 다변화하고 있다. 지난해 4개의 홈쇼핑 방영 채널에서 CJ 오쇼핑, 현대홈쇼핑 등 홈쇼핑 채널 추가로 실적 증가가 예상된다. 브랜드 인지도 상승으로 자사몰을 통한 판매 증가와 개인별 맞춤형 서비스인 네트워크마케팅은 프리미엄 브랜드 출시로 제품의 단가 상승을 통해 수익성 개선이 기대된다. 지난해 ‘유고홈쇼핑’ 테스트 방영을 통해 중국 시장에 진출했다. 현재 일반식품으로 판매되고 있으며 CFDA의 건기식 승인을 진행하고 있다. 현지 홈쇼핑 방영 채널의 추가와 온라인몰 진출 등으로 본격적인 해외 진출을 전망한다.

지속적인 신규 소재 발굴

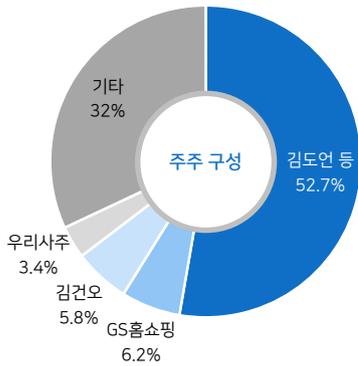
8개 품목의 개별인정원료와 15개 품목의 신규 파이프라인을 보유, 4대 핵심 카테고리(피부, 다이어트, 혈관, 근육)를 중심으로 항노화 개별인정원료 개발에 집중하고 있다. 개별인정원료 승인을 통한 신규 제품의 확보로 경쟁력과 수익성 향상을 중점을 두고 있다.

기본사항

‘01년 설립, ‘18년 12월 코스닥에 상장한 이너뷰티 건강기능식품 개발 및 판매 업체이다. ‘에버콜라겐’(피부), ‘판도라’(다이어트) 등 5개의 자체 브랜드와 원료를 직접 개발하여 제품의 경쟁력을 확보하고 있다. 2018년 기준 매출 비중은 피부 42.5%, 다이어트 37.1%, 슈퍼푸드 12.2%, 기타 8.3%다. 주요 주주는 김도연 등 52.7%, GS홈쇼핑 6.2% 등이다.

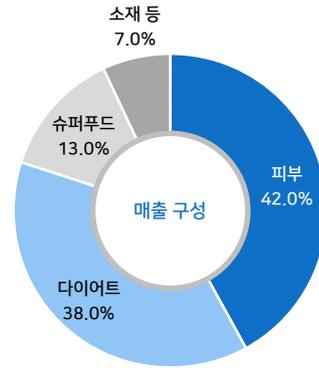
(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	33.1	1.2	0.3	51		779				6.3	156.1
2017	60.4	4.6	2.1	349	583.8	1,080				35.6	242.8
2018	87.2	9.9	2.2	319	-10.4	5,420	38.3	2.3	7.2	7.8	20.4
2019E	129.1	16.1	12.1	1,343	321.4	6,663	19.2	3.9	11.0	22.2	24.5
2020E	174.3	21.8	16.9	1,873	39.5	8,436	13.7	3.1	7.8	24.8	26.2

그림47 주주 구성



자료: 뉴트리, 메리츠증권증권 리서치센터

그림48 매출 구성(2018누적)



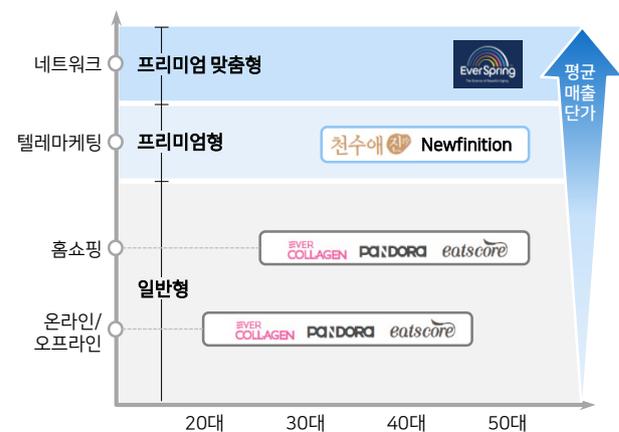
자료: 뉴트리, 메리츠증권증권 리서치센터

그림49 제품군별 브랜드

피부	EVER COLLAGEN 천수에	<ul style="list-style-type: none"> 국내 최초로 피부건강 기능성을 인정 받은 국내 No.1 콜라겐브랜드 콜라겐 3000mg 함유한 한방 피부진액 컨셉의 프리미엄 애플 제품
다이어트	PA'DORA Newfinition	<ul style="list-style-type: none"> 날씬하고 건강한 라이프스타일을 제안 해주는 다이어트 솔루션 건강상태와 라이프사이에 따른 개인별 맞춤형 프리미엄 제품
슈퍼푸드	eatscore	<ul style="list-style-type: none"> 해외에서 학술적으로 검증된 유명 슈퍼푸드 소재를 가공 도입한 제품
맞춤형 제품	EverSpring	<ul style="list-style-type: none"> 체질별 1:1 맞춤형 뷰티/다이어트 브랜드

자료: 뉴트리, 메리츠증권증권 리서치센터

그림50 유통채널 및 연령대별 브랜드



자료: 뉴트리, 메리츠증권증권 리서치센터

그림51 뉴트리 소재개발 파이프라인

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

* 개발 프로세스: 지표(표준화) → 작용기전(인비트로시험) → 동물시험 → 원료상용화 → 임상시험 → 개별인정

자료: 뉴트리, 메리츠증권증권 리서치센터

뉴트리 (270870)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
매출액	33.1	60.4	87.2	129.1	174.3
매출액증가율 (%)		82.2	44.4	48.0	35.0
매출원가	9.6	16.1	21.6	32.3	45.3
매출총이익	23.5	44.3	65.7	96.8	129.0
판매관리비	22.3	39.7	55.8	80.7	107.2
영업이익	1.2	4.6	9.9	16.1	21.8
영업이익률	3.7	7.7	11.3	12.5	12.5
금융손익	-0.8	-1.4	-5.1	-0.5	-0.2
종속/관계기업손익	-0.0	-0.3	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-0.0	-0.0	-0.9	-0.2	0.0
세전계속사업이익	0.4	3.0	4.0	15.5	21.6
법인세비용	0.1	0.9	1.8	3.6	5.0
당기순이익	0.3	2.1	2.1	11.9	16.6
지배주주지분 순이익	0.3	2.1	2.2	12.1	16.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	-0.0	4.1	7.9	10.6	14.9
당기순이익(손실)	0.3	2.1	2.1	11.9	16.6
유형자산상각비	0.1	0.2	0.3	0.6	0.4
무형자산상각비	0.1	0.2	0.3	0.4	0.3
운전자본의 증감	-1.4	-1.4	-1.4	-2.4	-2.5
투자활동 현금흐름	-0.7	-2.6	-5.9	-1.2	-1.7
유형자산의 증가(CAPEX)	-0.0	-0.9	-1.4	0.0	0.0
투자자산의 감소(증가)	-0.6	-0.8	-2.4	-1.2	-1.6
재무활동 현금흐름	2.4	4.1	24.0	-0.9	-0.9
차입금의 증감	5.8	5.0	-10.8	-0.0	0.0
자본의 증가	1.0	0.0	40.3	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	1.6	5.6	26.0	8.4	12.3
기초현금	1.5	3.2	8.8	34.8	43.3
기말현금	3.2	8.8	34.8	43.3	55.6

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018	2019E	2020E
유동자산	9.4	18.8	49.7	65.2	85.2
현금및현금성자산	3.2	8.8	34.8	43.3	55.6
매출채권	2.9	4.3	5.9	8.7	11.7
재고자산	2.3	3.6	5.8	8.5	11.5
비유동자산	3.0	5.1	9.3	9.5	10.3
유형자산	1.3	2.1	2.8	2.2	1.8
무형자산	0.9	1.5	2.3	1.9	1.6
투자자산	0.6	1.1	3.5	4.7	6.3
자산총계	12.4	23.9	58.9	74.7	95.5
유동부채	3.3	6.9	9.3	13.8	18.6
매입채무	1.2	1.9	3.5	5.2	7.0
단기차입금	1.6	0.9	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	0.3	0.2	0.0	0.0	0.0
비유동부채	4.2	10.1	0.6	1.0	1.3
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.2	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	7.6	16.9	10.0	14.7	19.8
자본금	1.0	1.0	4.5	4.5	4.5
자본잉여금	0.0	0.0	36.8	36.8	36.8
기타포괄이익누계액	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0
이익잉여금	3.9	5.9	7.7	18.9	34.9
비지배주주지분	0.0	0.1	0.0	-0.2	-0.5
자본총계	4.8	7.0	49.0	60.0	75.7

Key Financial Data

	2016	2017	2018	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	5,523	10,064	12,766	14,292	19,294
EPS(지배주주)	51	349	319	1,343	1,873
CFPS	242	952	1,552	1,797	2,442
EBITDAPS	239	830	1,530	1,897	2,498
BPS	779	1,080	5,420	6,663	8,436
DPS	0	0	100	100	100
배당수익률(%)			0.8	0.4	0.4
Valuation(Multiple)					
PER			38.3	19.2	13.7
PCR			7.9	14.3	10.5
PSR			1.0	1.8	1.3
PBR			2.3	3.9	3.1
EBITDA	1.4	5.0	10.5	17.1	22.6
EV/EBITDA			7.2	11.0	7.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.3	35.6	7.8	22.2	24.8
EBITDA 이익률	4.3	8.3	12.0	13.3	12.9
부채비율	156.1	242.8	20.4	24.5	26.2
금융비용부담률	0.8	0.7	0.5	0.0	0.0
이자보상배율(x)	4.6	10.5	22.7	10,029.0	41,841.6
매출채권회전율(x)	11.5	16.9	17.3	17.8	17.1
재고자산회전율(x)	14.6	20.6	18.7	18.0	17.4

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 5월 02일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 5월 02일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 5월 02일 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 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.7%
중립	2.3%
매도	0.0%

2019년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율