

KOSPI | 제약과생물공학

# 코스맥스비티아이 (044820)

## 화장품+건기식+제약, ODM의 모든 것

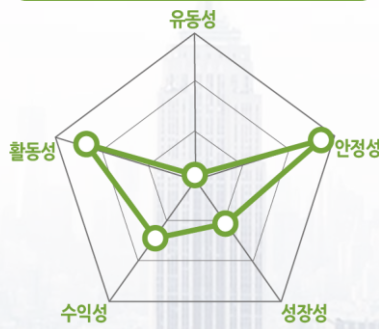
### 체크포인트

- 글로벌 No.1 화장품 ODM 전문기업인 코스맥스 그룹의 사업형 지주회사로, 주요 사업영역은 건강기능식품 및 제약 OEM/ODM
- 건강기능식품 ODM 경쟁력: 1) 국내 최다 제형 보유, 2) 개별인정형 허가원료 보유, 3) 글로벌 인증받은 생산체인 보유, 4) 그룹사 시너지
- 2023년 전 사업부문 실적개선세 + 자회사 코스맥스 실적의 지분법 이익 반영은 덤
- 현 추가 수준은 역사적인 PBR band 하단 구간, 2023년부터 본격적인 실적개선이 이어지며 추가 우상향 기대됨

### 주가 및 주요이벤트

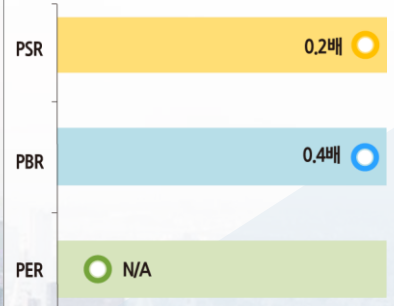


### 재무지표



주: 2022년 기준, Fnguide WICS 분류 상 건강관리산업 내 등급화

### 벨류에이션 지표



주: PSR, PER은 2022년 기준, PBR은 2Q23기준 Trailing, Fnguide WICS 분류 상 건강관리산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

## 코스맥스 그룹의 사업형 지주회사

코스맥스비티아이는 주요 종속회사를 통해 건강기능식품 및 제약 OEM/ODM 사업을 영위. 2022년 기준 매출비중은 건강기능식품 78.9%, 제약 6.7%, 지주사업 14.4%임. 동사의 건강기능식품 ODM 사업부문은 글로벌 생산에 강점이 있는 코스맥스엔비티(NBT), 국내 생산에 강점이 있는 코스맥스바이오(BIO) 투트랙으로 사업을 전개하고 있음

## 전 사업부문의 수익성 개선 시작

최근 국내 건기식 OEM시장의 경쟁심화로 NBT, BIO 양사 모두 국내 사업부문의 수익성이 악화되며 실적이 부진했음. 하지만 코로나 이후 건강에 대한 관심이 높아지며 중국 건강기능식품 온라인 판매가 급증하고 있으며, 동사의 중국 향 매출이 크게 증가하고 있음. 2023년부터는 중국 향 수출 호조, 개별인정형 신제품 출시에 따라 수익성 좋은 제품 판매가 증가하고 있으며, NBT 미국법인 구조조정, BIO 인력 효율화 등 원가구조 개선에 따라 수익성 개선이 기대됨

## 지분법 이익은 보너스, 실적개선 기대감 대비 주가는 밴드 하단

2023년 예상실적 매출액 6,318억원, 영업이익 191억원, 지배주주순이익 49억원을 기준으로 동사의 밸류에이션은 PER 21.1배, PBR 0.3배 수준. 전사 측면의 수익성 개선 및 핵심 계열사인 코스맥스를 통한 지분법 이익 증가 등을 감안 시 동사의 주가는 역사적인 PBR 하단구간에서 벗어나 우상향 할 것으로 기대됨

### Forecast earnings & Valuation

	2019	2020	2021	2022	2023F
매출액(억원)	4,684	5,259	5,760	6,174	6,318
YoY(%)	6.9	12.3	9.5	7.2	2.3
영업이익(억원)	-73	12	119	34	191
OP 마진(%)	-1.6	0.2	2.1	0.6	3.0
지배주주순이익(억원)	4	-64	141	-65	49
EPS(원)	42	-670	1,472	-680	515
YoY(%)	-95.8	적전	흑전	적전	흑전
PER(배)	323.7	N/A	9.2	N/A	21.2
PSR(배)	0.3	0.3	0.2	0.1	0.2
EV/EBIDA(배)	29.1	19.2	13.7	15.2	11.2
PBR(배)	0.4	0.6	0.4	0.3	0.3
ROE(%)	0.1	-2.1	4.7	-2.1	1.6
배당수익률(%)	1.9	1.1	1.9	0.0	0.0

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

### Company Data

현재주가 (9/6)	10,920원
52주 최고가	11,300원
52주 최저가	7,190원
KOSPI (9/6)	2,563.34p
자본금	48억원
시가총액	1,049억원
액면가	500원
발행주식수	10백만주
일평균 거래량 (60일)	2만주
일평균 거래액 (60일)	2억원
외국인지분율	3.98%
주요주주	서성석 외 5인 60.82%

### Price & Relative Performance



### Stock Data

주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	15.3	24.8	29.8
상대주가	17.1	19.9	22.1

▶ 참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 'ROIC', 활동성 지표는 '순운전자본회전율', 유동성지표는 '유동비율'임.

2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

# 기업 개요

## 1 회사 개요

**코스맥스비티아이는  
코스맥스 그룹의 사업형  
지주회사로, 자회사를 통해  
건기식, 제약 OEM/ODM  
사업을 영위**

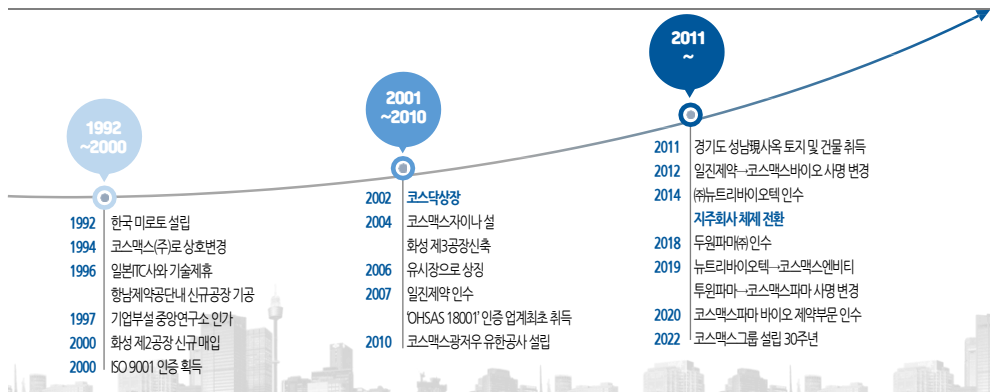
코스맥스비티아이는 국내 대표적인 화장품 ODM 기업인 코스맥스 그룹의 사업형 지주회사이다. 당사는 1992년 화장품 제조업 등을 목적으로 설립되었으며, 2014년 3월 지주사 전환을 위한 인적분할을 통해 신설법인인 코스맥스(주)와 존속법인인 코스맥스비티아이(주)로 분할되었다. 당사는 자회사인 코스맥스바이오(주), 코스맥스엔비티(주), 코스맥스파마(주)를 통해 건강기능식품, 의약품 관련 OEM/ODM 사업을 영위하고 있으며 코스맥스 그룹의 지주회사로서 사업을 총괄하고 있다.

2022년 연결기준 매출액 6,174억원 기준으로 사업부문별 매출비중은 1)코스맥스엔비티(건강기능식품/연결) 52.2%, 2) 코스맥스바이오(건강기능식품/연결) 26.7%, 3) 코스맥스파마(제약/연결) 6.7%, 4) 지주사업(별도) 14.4%으로 구성된다.

당사의 주요 계열사로는 코스맥스, 코스맥스바이오, 코스맥스엔비티, 코스맥스파마가 있다. 코스맥스는 화장품 OEM/ODM 사업을 영위한 당사의 핵심 자회사로 당사가 25.85%의 지분을 보유하고 있으며, 코스맥스의 손익은 당사의 자본법 손익에 영향을 미친다. 당사는 2014년 건강기능식품 글로벌 생산에 강점이 있는 코스맥스엔비티(구 뉴트리바이오텍)를 종속회사로 편입하였으며, 국내 건강기능식품 생산에 강점이 있는 코스맥스바이오(구 일진제약)와 투트랙으로 건강기능식품 사업을 전개하고 있다. 2018년에는 제약 OEM/ODM 전문기업인 코스맥스파마를 계열회사로 편입하였다.

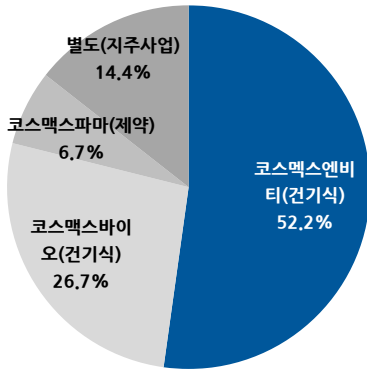
2023년 6월말 기준 당사의 주요주주구성은 서성석 회장 20.6%, 이병만 20.0%, 이병주 10.5%, 코스엠앤엠 9.4%로 최대주주 및 특수관계인의 지분율은 60.8%이다. 코스맥스 그룹 이경수 회장의 지분은 2023년 3월 및 4월에 걸쳐 2세(이병만, 이병주)를 대상으로 보유지분 매각 및 주식 증여가 있었다.

### 회사 연혁



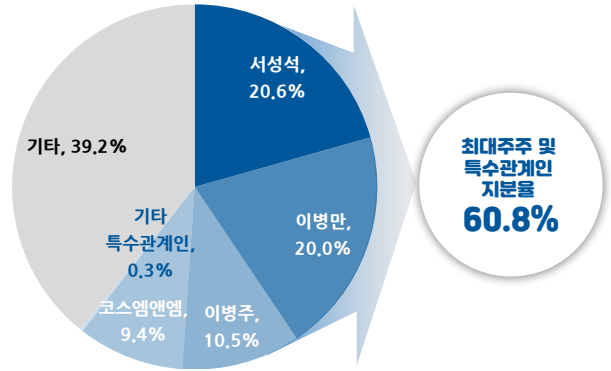
자료: 코스맥스비티아이, 한국IR협의회 기업리서치센터

매출비중(2022년 기준)



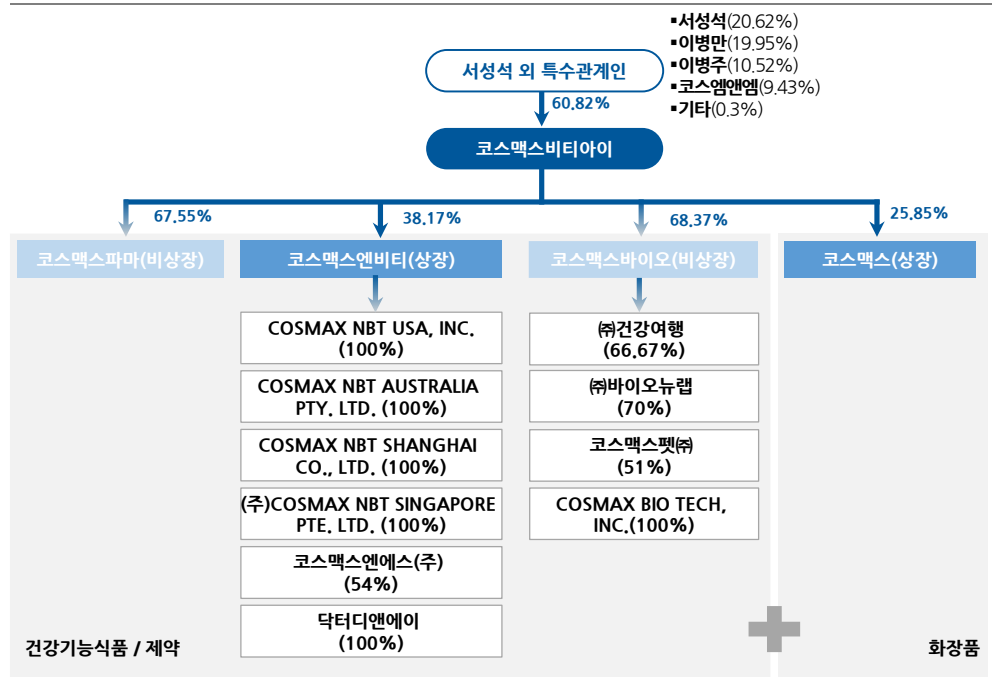
자료: 코스맥스비티아이, 한국IR협회의 기업리서치센터

주주현황(2023년 6월말 현재)



자료: 코스맥스비티아이, 한국IR협회의 기업리서치센터

코스맥스비티아이 주요 계열사 (2023년 6월말 기준)



자료: 코스맥스비티아이, 한국IR협회의 기업리서치센터

## 2 주요 사업부문

동사의 사업부문은

- 1) 지주 사업부문
- 2) 건강기능식품 사업부문
- 3) 제약 사업부문으로 구분

동사는 코스맥스그룹의 사업형 지주사로 주요 사업부문은 1)지주 사업부문, 종속회사를 통한 2)건강기능식품 사업부문(코스맥스엔비티, 코스맥스바이오), 3)제약 사업부문(코스맥스파마)으로 구분된다.

1)지주사업부문은 주로 계열사로부터 브랜드(코스맥스 등) 사용에 대해 발생하는 로열티 매출, 계열사 HR업무 등을 지원하는 SSC(Shared Service Center) 사업 매출, 회사가 보유하고 있는 지식, 정보 등 무형자산의 판매 및 용역사업 매출, 배당금 수익 등이 포함된다.

2)건강기능식품 사업부문은 종속회사인 코스맥스엔비티와 코스맥스바이오를 통해 사업을 전개하고 있다.

코스맥스엔비티(NBT)는 2002년 설립된 건강기능식품 연구개발생산 전문기업으로, 2014년 코스맥스비티아이 계열사로 편입되었으며 2015년 코스닥 시장에 상장했다. NBT는 2002년 국내 건강기능식품 마케팅 전문 컨설팅 회사인 뉴트리바이오텍으로 설립된 이후, 2007년 R&D센터와 자동화 시스템을 도입한 공장을 준공하였으며, NSF(미국국립위생협회)의 GMP 인증을 획득하였다. NBT는 건강기능식품 분말 및 액상 제형 생산에 강점을 보유하고 있으며, 특히 유산균 제품에 대해서는 전용 생산라인(EPP)를 운영하고 있다. NBT는 2022년 기준으로 국외 매출 비중이 62.4%로 해외 비중이 높은 편이며, 국가별 전문 역량에 맞춘 글로벌 생산체인을 구축하여 한국(경기도 이천), 미국(달라스), 호주(멜버른)에 현지 생산설비를 보유하고 있다. 중국(상해)에서는 영업사무소 운영을 통해 중국 현지 법규 및 시장 수요에 맞는 제품 생산을 대응하고 있다. NBT는 글로벌 생산설비를 바탕으로 국내외 주요 고객사(국내: 롯데마트, 마켓컬리, 삼양사 등, 해외: 암웨이, 매나테크, 스위스, 블랙모어스 등)들과 파트너십을 이어가고 있다. 또한 NBT는 건강기능식품의 경쟁력 확보를 위해 개별인정형 원료 확보를 통한 신규 원료의 제품화를 추진하고 있다. 2022년에 3개 원료(타베트리, 아쉬아간다, TWK10)에 대한 식약처 허가를 취득하였으며, 2023년 8월말 기준으로 총 6개의 개별인정형 원료를 보유하고 있다.

코스맥스바이오(BIO, 구 일진제약)는 1984년 설립된 후 2007년 코스맥스 그룹에 인수된 건강기능식품 ODM 전문기업으로 다양한 제형의 건강기능식품 제형을 생산하고 있다. 국내 최초로 식물성 연질캡슐, 씹어 먹을 수 있는 연질캡슐, 젤리 제형의 건강기능식품 등을 개발하였으며, 이외에도 BAR, 소형정제 등 신제형 기술을 접목한 제품을 개발하고 있다. 주요 생산시설은 한국(충청북도 제천) 및 중국(상하이)에 보유하고 있으며, 전 세계 150여개 파트너사에 1,300여종의 제품을 공급하고 있다. BIO는 최근 4개의 원료(차즈기추출물, 수국잎열수추출물, 로즈마리추출물, 병풀추출물)를 식약처로부터 개별인정형 허가를 받는 등 독자적인 원료를 보유하고 있다. 2022년 5월에는 반려동물 건기식 ODM 전문기업인 코스맥스팻을 설립하며 반려동물 관련 시장으로 사업영역을 확장하고 있다.

3)제약 사업부문은 코스맥스파마를 통해 사업을 전개하고 있다.

코스맥스파마(구 투원파마)는 2009년 설립된 의약품 제조전문업체로 2018년 코스맥스 그룹에 인수되었다. 코스맥스파마는 제약사를 대상으로 의약품 중간제 제조, 의약품 원료 제조 및 기초 화학물질 제조 등의 ODM 사업을 영위하고 있다. 동사는 SoluMax, VegiSoft, EnteriCap, OmniSoft 등의 기술을 이용해 감기약, 진통제, 비타민제의

같은 다양한 일반의약품을 생산하고 있으며, 전문의약품의 경우 치매 치료제를 시작으로 공동 생동, 위탁 생동 등을 통해 완제품을 생산하고 있다. 코스맥스파마의 주요 생산시설은 연질캡슐을 주로 생산하는 제천공장, 정제 및 경질캡슐, 의료기기 등을 생산하는 오송공장이 있다.

코스맥스바이오 주요 고객사(해외)


자료: 코스맥스비티아이, 한국IR협회의 기업리서치센터

코스맥스바이오 주요 고객사(국내)


자료: 코스맥스비티아이, 한국IR협회의 기업리서치센터

코스맥스엔비티 주요 고객사(해외)


자료: 코스맥스비티아이, 한국IR협회의 기업리서치센터

코스맥스엔비티 주요 고객사(국내)


자료: 코스맥스비티아이, 한국IR협회의 기업리서치센터



## 1 건강기능식품 국내시장 현황

국내 건강기능식품 시장은 건강뿐 아니라 뷰티/미용 목적 등으로 수요 확장이 이어지며 고성장이 이어질 전망

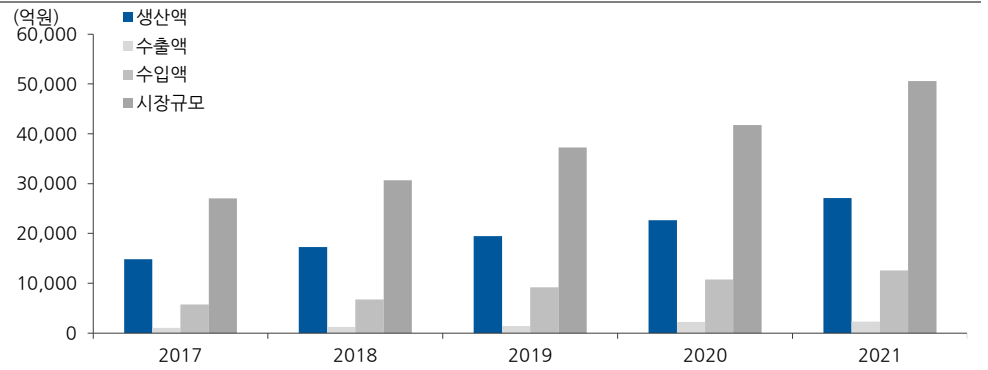
건강기능식품은 인체에 유용한 기능성을 가진 원료나 성분을 사용하여 제조/가공한 식품으로 식품의약품안전처로부터 기능성과 안전성을 인정받은 제품을 말하며, 통상 일반식품과 의약품의 중간 단계로 질병치료의 목적을 가지지는 않으나 인체에 유용한 기능성을 제공함으로써 건강 증진에 도움을 주는 식품을 말한다. 인구 고령화에 따라 건강한 삶, 자기 건강 관리에 대한 관심이 높아지고 있으며, 이에 따라 건강기능식품도 꾸준히 성장하고 있다. 최근에는 건강뿐 아니라 뷰티/미용 목적의 건강기능식품 수요가 확대되고 있으며, 특히 코로나를 기점으로 면역력 강화, 눈피로개선 등의 수요로 확장되며 건강기능식품 산업의 고성장은 앞으로도 지속될 것으로 예상되고 있다.

한국 식품의약품안전처에서 발표한 '2022 식품의약품통계연보'에 따르면 국내 건강기능식품 시장 규모(건강기능식품 국내 생산 및 수입 규모의 합에서 수출을 제외)는 2020년 4조 1,753억원 규모에서 2021년 5조 583억원 규모로 전년대비 약 21.1% 증가하였다. 세부적으로 2021년 기준 국내 건강기능식품 생산액은 약 2조 7,120억원 (YoY +19.8%), 수입액은 약 1조 2,568억원(YoY +16.8%), 수출액은 2,306억원(YoY +1.9%)이다. 2021년 건강기능식품 주요 수입국(비중)은 미국(48.2%), 독일(11.7%), 캐나다(9.0%) 순으로 주요 3개국으로부터의 수입 규모가 전체 수입액의 70% 이상을 차지할 정도로 건강기능식품은 선진국 브랜드 제품에 대한 선호도가 여전히 높게 나타나는 시장임을 알 수 있다.

국내 건강기능식품 품목별 판매실적을 살펴보면 2022년 기준 매출액 상위 5개 품목은 홍삼 23.6%, 개별인정형 20.4%, 프로바이오틱스 16.7%, 비타민 및 무기질 11.0%, EPA 및 DHA 함유 유지 6.8%로 상위 5개 품목이 전체 매출의 약 78.6%를 차지하고 있다. 또한 2018년부터 2021년까지 품목별 매출점유율 추이를 살펴보면 개별인정형이 2018년 12.8%에서 2022년 20.4%로, 프로바이오틱스가 2018년 11.9%에서 2022년 16.7%로 높은 성장세를 보여주고 있다. 이를 통해 국내 건강기능식품 시장이 홍삼, 개별인정형, 프로바이오틱스와 같은 일부 제품군에 매출이 집중되고 있으며, 특정 제품군에 대한 유행에 민감하다는 특징을 엿볼 수 있다.

국내 건강기능식품은 기능성 원료에 대해 고시형 원료(비타민 및 무기질, 식이섬유 등)와 개별인정형 원료로 구분하고 있으며, 최근에는 개별인정형 원료의 비중이 상승하는 추세이다. 개별인정형 원료는 식품의약품안전처의 심사를 거쳐 기능성을 인증 받은 원료로, 개별인정형 원료 보유업체는 일정기간(약 6년) 동안 해당 원료의 제조 및 판매 독점권을 가진다. 따라서 개별인정형 원료는 고시형 원료 대비 높은 수익성이 가능하며, 특히 유행에 민감한 국내 건강기능식품 시장의 특성 상 과거 '백수요(갱년기 여성건강에 도움)'의 사례와 같이 개별인정형 제품의 흥행은 높은 수준의 매출 및 이익성장을 가능하게 한다는 특징이 있다.

건강기능식품 국내시장 추이



주: 건강기능식품 시장 규모=국내 생산액+수입액-수출액  
 자료: 2022식품의약품통계연보, 한국IR협회의 기업리서치센터

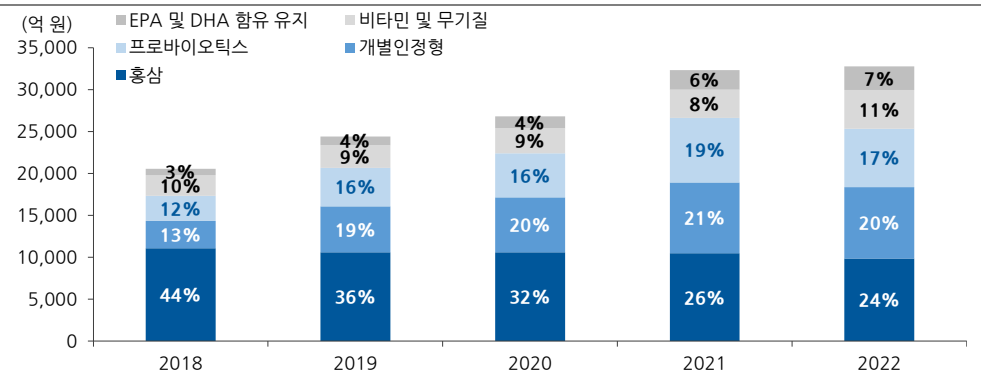
건강기능식품 품목별 매출액 추이

(단위: 억원)

구분	2018	2020	2020	2021	2022
홍삼	11,096	10,598	10,609	10,472	9,848
개별인정형	3,226	5,486	6,543	8,467	8,511
프로바이오틱스	2,994	4,594	5,256	7,677	6,977
비타민 및 무기질	2,484	2,701	2,988	3,354	4,606
EPA 및 DHA 함유 유지	755	1,035	1,393	2,367	2,819
<b>누계(5품목)</b>	<b>22,554</b>	<b>24,414</b>	<b>26,790</b>	<b>32,337</b>	<b>32,761</b>
단백질	78	283	403	57	1,701
엠에스엠(MSM, Methyl sulfonylmethane)	152	195	340	663	694
밀크씨슬(카르두스 마리아누스) 추출물	375	386	405	574	618
가르시니아카뎀보지아 추출물	375	386	350	492	562
차전자피식이섬유	189	206	213	262	482
<b>누계(10품목)</b>	<b>23,723</b>	<b>25,870</b>	<b>28,501</b>	<b>34,902</b>	<b>36,818</b>

자료: 2022년 식품 등 생산실적(식품의약품안전처), 한국IR협회의 기업리서치센터

건강기능식품 품목별 점유율 추이



자료: 2022년 식품 등 생산실적(식품의약품안전처), 한국IR협회의 기업리서치센터



## 2 건강기능식품 해외시장 현황

**글로벌 건강기능식품 시장은  
개발도상국들을 중심으로  
높은 성장세 이어가고 있음.  
또한 전세계적으로 온라인  
판매채널이 성장하고 있음**

글로벌 건강기능식품 시장은 COVID-19 영향으로 건강관리에 대한 수요가 확산되며 2013년 이후 연평균 5~6% 수준의 성장을 뛰어넘어 2021년에는 1,650억 달러(약 200조원)로 전년대비 7.4%의 성장한 것으로 전망되고 있다. 지역별 시장규모는 미국이 약 580억 달러로 35.2%의 비중을 차지하고 있으며, 중국이 약 250억 달러(15.2%), 서유럽 약 200억 달러(12.1%), 기타 아시아 약 190억 달러(11.5%), 일본 약 120억 달러(7.3%) 순으로 구성되어 있다. 미국, 유럽, 일본 등 선진국들은 이미 건강기능식품 시장이 구축되어 있는 관계로 상대적으로 낮은 성장률이 예상되나 중국, 라틴아메리카, 동유럽, 아시아 등 개발도상국들은 라이프스타일 변화에 따른 수요 증가, 비타민 및 식이보충제에 대한 올바른 인식 확산 등을 바탕으로 높은 성장세를 이어가고 있다.

또한 건강기능식품 시장의 온라인 비대면 판매가 진행됨에 따라 미국에서는 건강기능식품 온라인 판매채널이 2020년 17.1%, 2021년 18.0% 성장을 하며 시장성장률 7.4%를 크게 상회하는 성장세를 나타냈다. 중국의 경우에도 COVID-19 이후 온라인 채널의 지속 확대, 특히 해외직구 중 건강식품 카테고리 매출이 1위를 차지할 정도로 건강기능식품에 대한 수요가 크게 증가하고 있다.

시장조사기관인 중국 iMedia Research에 따르면 2022년 중국 건강기능식품 시장규모는 약 2,989억 위안으로 전년대비 약 10.4% 증가했다. 중국 소비자들이 건강에 대한 인식이 높아짐에 따라 건강기능식품 산업의 성장이 이어지고 있으며, 특히 중국의 빠른 고령화 추세 및 코로나 팬데믹 이후 건강에 대한 관심 증가로 건강기능식품에 대한 수요가 빠르게 증가하고 있다. 2023년 중국 건강기능식품 시장규모는 전년대비 약 9.8% 성장한 3,282억 위안, 2027년에는 약 4,237억 위안 규모로 성장할 것으로 전망되고 있다.

건강기능식품 시장 성장과 함께 중국의 건강기능식품 수입도 높은 성장세를 나타내고 있다. 2022년 건강식품 수입금액은 약 4,524 백만달러로 전년대비 15.1% 성장하였으며, 특히 2023년 1~4월 수입은 전년동기대비 36% 이상 성장하며 성장세가 가속화되고 있다. 2022년 기준 중국의 건강기능식품 주요 수입국은 미국, 호주, 독일 순으로, 각각 25.4%, 17.0%, 10.5%의 비중을 차지하고 있으며, 이는 전체 수입의 52.4% 수준이다. 건강기능식품이 건강과 직결된다는 측면에서 중국도 한국과 유사하게 유명 브랜드, 선진국 제품에 대한 선호도가 나타나고 있으며, 특히 미국, 독일, 호주, 뉴질랜드와 같은 선진국, 친환경 국가 제품을 선호하는 경향이 있다.

과거 중국 건강기능식품 유통은 주로 중대형 프랜차이즈 약국이나 대형마트, 방문판매와 같은 오프라인 중심으로 진행되었다. 건강기능식품 특성 상 제품/성분/효능효과 등에 대한 설명 및 구입 권유와 같은 활동이 필요하기 때문이다. 하지만 코로나19 이후 징둥, 티몰, 쑤닝 등 대형 온라인몰에 플래그십 스토어를 개설하고 판매하는 등 건강기능식품의 온라인 판매가 급성장하고 있다. 이는 중국 소비자의 생활수준, 건강에 대한 관심이 높아짐에 따라 건강기능식품을 직접 찾아서 구매하는 경향이 나타나고 있으며, 특히 코로나19를 통해 중국 소비자들이 건강에 대한 지출을 아끼지 않고 있기 때문으로 판단된다.



## 투자포인트

### 1 건강기능식품 ODM의 숨겨진 강자

#### 건강기능식품 ODM 경쟁력

- 1) 국내 최다 제형 취급
- 2) 개별인정형 허가원료 보유
- 3) 글로벌 생산체인 보유
- 4) 그룹사와의 시너지

코스맥스비티아이는 코스맥스 그룹의 사업형 지주회사로, 주요 종속회사인 코스맥스엔비티(코스닥 상장사)와 코스맥스바이오(비상장)를 통해 건강기능식품 ODM/OEM 사업을 영위하는 국내 건강기능식품 ODM 전문기업이다. 해외생산에 강점이 있는 코스맥스엔비티, 국내 중심의 코스맥스바이오는 건강기능식품의 기획, 연구, 개발에서 생산, 품질관리, 마케팅 지원까지 전문화된 ODM 서비스를 제공하고 있다.

동사의 건강기능식품 사업부문은 크게 1)국내에서 가장 다양한 제형 취급, 2)자체 개별인정형 허가 원료 보유, 3)글로벌 생산체인 보유, 4)그룹사와의 시너지를 보유하고 있다는 측면에서 경쟁력을 보유하고 있다.

1)다양한 제형: 건강기능식품은 효능 성분의 안정성, 높은 인체 흡수율, 편리한 섭취 방식, 판매를 높일 수 있는 마케팅적 요소 등을 위해 다양한 제형으로 제조되어 판매되고 있다. 따라서 건강기능식품 ODM 기업이 다양한 제형을 개발 및 제조할 수 있는 능력은 강력한 경쟁력으로 볼 수 있다. 코스맥스바이오는 국내 건강기능식품 회사 중 가장 다양한 제형의 제품을 생산할 수 있는 ODM 기업이다. 국내 최초 식물성분으로 만든 연질캡슐, 젤리 제형 등의 건강기능식품 생산뿐 아니라 최근에는 BAR, 소형정제 등 신제형 기술을 접목한 건강기능식품 제품화를 진행하고 있다. 코스맥스엔비티는 분말과 액상제형에 강점을 보유한 건강기능식품 ODM 기업으로 유산균 전용 생산라인(EPP)을 운영하여 보다 안정적이고 생존율이 높은 유산균 제품을 공급하고 있다.

2)개별인정형 허가 원료: 개별인정형 허가는 식약처에 해당원료에 대한 가능성을 인증 받아, 약 6년간 해당원료의 생산 및 판매에 대한 독점권을 보유할 수 있는 제도이다. 따라서 효능효과가 좋은 개별인정형 허가원료로 제품을 출시하면 신제품을 통한 매출성장 외에도 해당 제품이 고마진 제품임에 따라 수익성 개선에도 큰 도움이 된다. 코스맥스 그룹의 건강기능식품 사업부문은 2019년 이후 기준으로 NBT와 BIO 각각 6개의 독자적인 개별인정형 원료를 인정받았다. NBT는 2022년도에 3개 원료(타베트리, 아쉬아칸다, TWK10), 2023년도에 1개 원료(Naticol BPMG)에 대한 식약처 허가를 비롯하여 총 6개의 개별인정형 원료를 보유하고 있으며, 신규 원료의 제품화를 추진하고 있다. BIO는 총 5개의 원료(차즈기추출물, 수국잎열수추출물, 로즈마리추출물, 병풀추출물, 루바브뿌리추출물)에 대해 식약처로부터 개별인정형 허가를 받았으며, 최근 1개 원료를 추가로 허가 신청하는 등 성과를 내고 있다.

3)글로벌 생산체인 보유: 화장품과 유사하게 최근에는 중국, 아시아 등 개도국의 건강기능식품 시장 성장세가 높게 나타나고 있다. 하지만 건강기능식품은 건강과 직결된다는 측면에서 화장품에 비해 선진국 제조에 대한 선호도가 명확한 편으로, 특히 미국, 호주, 뉴질랜드와 같은 선진국, 친환경 국가에 대한 선호가 높은 편이다. 코스맥스엔비티는 한국, 미국, 호주에 국가별 전문 역량에 기반을 둔 글로벌 생산법인을 구축하였으며, 이를 바탕으로 엔비티 연결매출의 약 62%를 해외에서 실현할 정도로 해외시장에서의 경쟁력을 보유하고 있다.

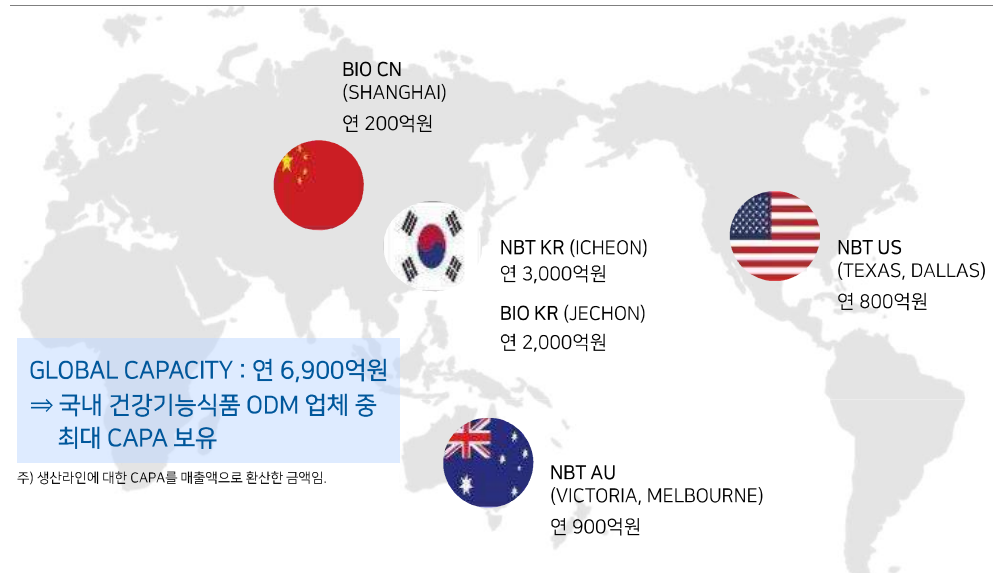
4)그룹사와의 시너지: 코스맥스 그룹은 세계 1위 화장품 ODM 기업으로, 건강기능식품, 제약 사업부문까지 뷰티/헬스케어 영역의 전반적인 ODM 사업을 영위하고 있다. 뷰티 헬스케어 영역은 트렌드에 민감한 영역으로 코스맥스 그룹은 시장동향 및 트렌드 분석을 위한 전문인력 구성을 통해 매달 시장 트렌드 분석, 신제품 출시현황 등을 공유하며 빠르게 트렌드에 대응하고 선도할 수 있는 역량을 강화하고 있으며, 이를 제품 기획, 개발, 생산에 반영하고 있다. 또한 원재료 구매 및 물류 등을 공동으로 진행함에 따라 비용절감을 통한 그룹사와의 시너지가 가능하다.

**개별인정형 원료 개발현황**

원료명	기능성	인정획득일	보유법인
차즈기추출물	눈 건강	2019.09	코스맥스바이오
Respecta(리스펙타)	여성 질 건강	2019.11	코스맥스엔비티
Agatri(아가트리)	피부보습/자외선 손상 보호	2019.11	코스맥스엔비티
수국잎열수추출물	피부보습/자외선 손상 보호	2020.05	코스맥스바이오
병풀추출물	눈 건강	2021.12	코스맥스바이오
로즈마리골드추출물	피부 건강	2021.12	코스맥스바이오
Tabetri(타베트리)	관절 건강	2022.01	코스맥스엔비티
수국잎열수추출물	체지방 감소	2022.01	코스맥스바이오
아쉬아간다추출물	수면 질 개선	2022.09	코스맥스엔비티
루바브뿌리추출물	여성 갱년기	2022.09	코스맥스바이오
TWK10프로바이오틱스	운동수행능력	2022.11	코스맥스엔비티
Naticol BPMG	피부 건강	2023.08	코스맥스엔비티

자료: 코스맥스비티아이, 한국IR협의회 기업리서치센터

**글로벌 생산설비 현황: 연 6,900억원 규모**



자료: 코스맥스비티아이, 한국IR협의회 기업리서치센터

## 2 전사 측면의 수익성 개선이 시작되고 있음

### 수익성 개선의 시작

NBT: 미국법인 구조조정 효과,

호주법인 BEP

BIO: 개별인정형 신제품,

온라인 기반 확대,

인력효율화 효과

파마: 매출규모 확대에 따른

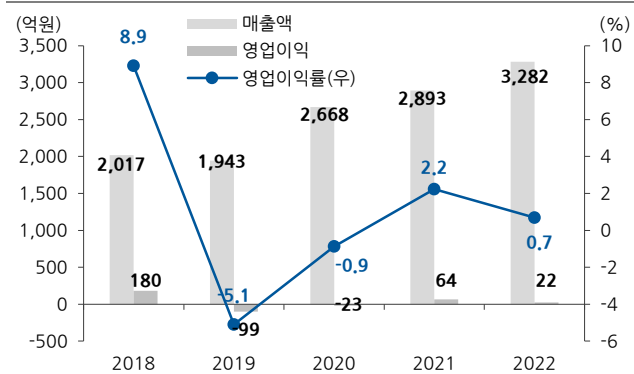
고정비 부담완화로 적자폭 축소

국내 건강기능식품 수요는 꾸준히 성장하고 있으며, 이에 따라 식품회사, 제약회사, 화장품회사 등 다수의 업종에서 신사업으로 건강기능식품 사업에 진입하고 있다. ODM 기업 입장에서 고객사의 증가는 유리한 부분으로 볼 수 있으나, 최근에는 건강기능식품 시장에 진출한 식품/제약 대기업들이 자체 생산설비를 구축하고 해당 설비의 가동률을 높이기 위해 외부물량을 수주 받으면서 건기식 ODM의 단가경쟁이 치열해지고 있다. 이로 인해 코스맥스엔비티, 코스맥스바이오 양사 모두 국내 사업부문의 수익성이 악화되었으며, 특히 국내 위주의 사업을 전개하는 코스맥스바이오는 2021년에 이어 2022년까지 영업적자를 시현하였다.

하지만 2023년부터는 중국 향 수출 호조, 개별인정형 신제품 출시 등에 따라 수익성 개선이 시작되고 있다. 코스맥스엔비티는 1)호주법인 매출호조 및 하반기 분기 BEP 달성, 2)미국법인 구조조정 및 공장통합에 따른 수익성 개선 효과가 기대된다. 코스맥스바이오는 1)개별인정형 신제품(수국잎열수추출물, 루비브뿌리추출물) 출시, 2)온라인 기반확대, 3)인력 효율화를 통한 원가구조 개선으로 수익성 개선이 기대된다.

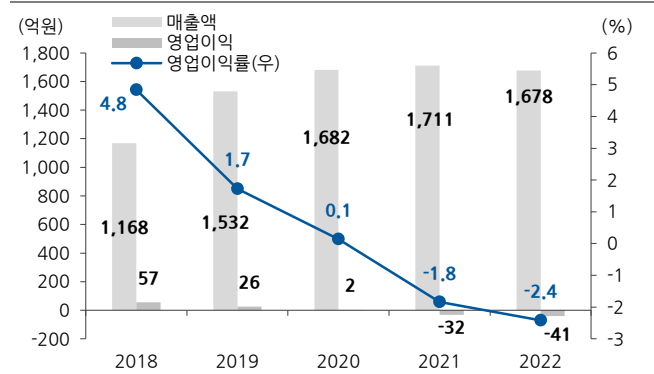
코스맥스파마는 2020년 3월부터 코스맥스바이오의 제약부문에 통합됨에 따라 매출규모가 확대되고 있으나 신사업을 담당하는 오송공장의 가동률이 아직 공장 BEP 수준에 도달하지 못한 상황으로 인해 50억 내외의 영업적자가 이어지고 있다. 하지만 2023년부터 비만, 혈액투석제 등 고부가가치 품목으로 제품 포트폴리오를 확장을 통한 마진구조 개선에 따라 적자폭 축소가 예상된다. 지주사업부문은 코스맥스 그룹사 실적호조에 따라 브랜드 로열티, 배당금 수익 등이 확대될 것으로 전망된다.

코스맥스엔비티 실적 추이



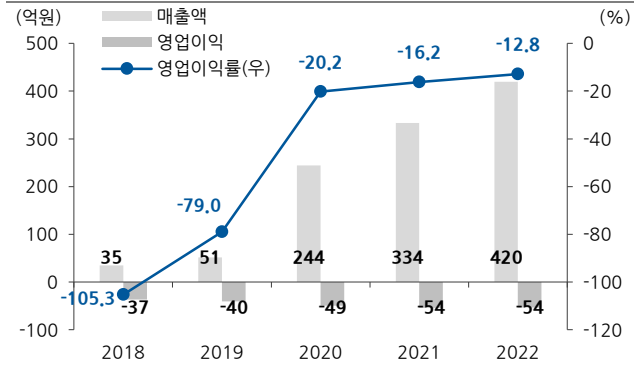
자료: 코스맥스비티아이, 한국IR협의회 기업리서치센터

코스맥스바이오 실적 추이



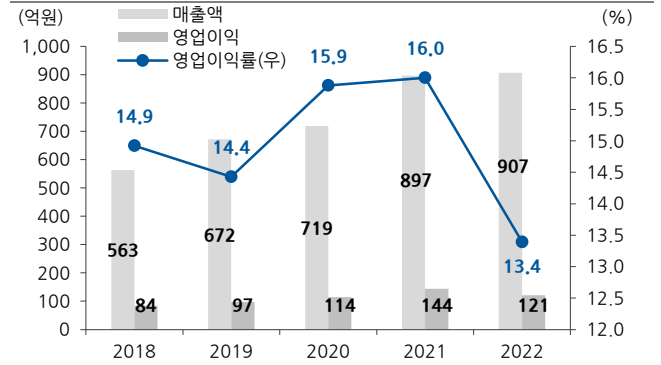
자료: 코스맥스비티아이, 한국IR협의회 기업리서치센터

코스맥스파마 실적 추이



자료: 코스맥스비티아이, 한국IR협의회 기업리서치센터

코스맥스비티아이(개별) 실적 추이



자료: 코스맥스비티아이, 한국IR협의회 기업리서치센터

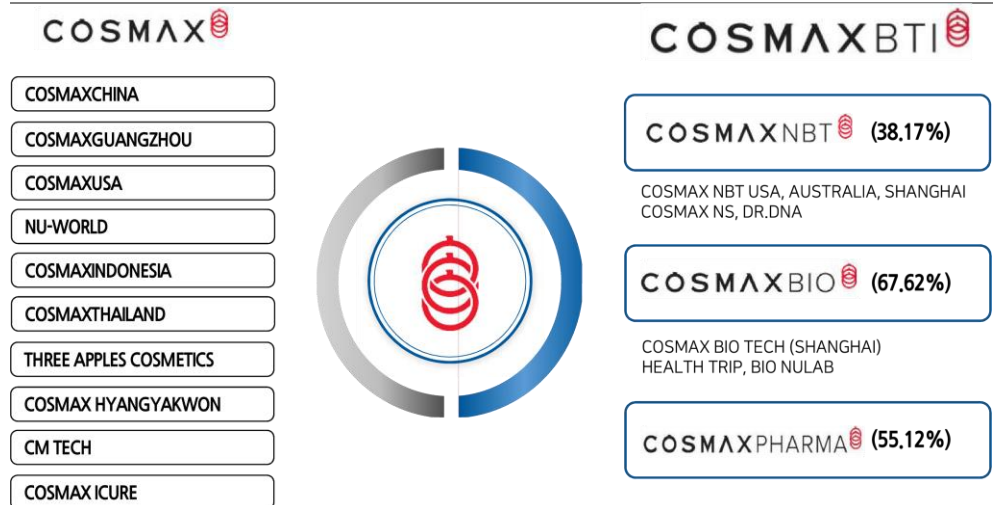
### 3 코스맥스 그룹의 지주사, 코스맥스 지분법 이익은 보너스

코스맥스 그룹 매출성장에 따른 로열티 매출 증가 및 코스맥스의 이익이 지분법 손익에 반영

코스맥스비티아이는 코스맥스 그룹사의 지주회사로, 코스맥스 그룹의 경영을 총괄하고 있다. 당사는 코스맥스 그룹이 국내외 사업에 사용하고 있는 공통브랜드인 '코스맥스, COSMAX'를 포함하여 '사과 3개'에 대한 법적/경제적 소유권자로서, 브랜드 가치 제고 및 육성, 보호활동을 수행하고 있으며 이를 사용하는 계열사 및 회사들로부터 브랜드 사용료를 수취하고 있다.

따라서 코스맥스 그룹사의 매출이 증가함에 따라 당사의 로열티 매출액이 증가할 수 있다. 최근 포스트 코로나 시대로 접어들면서 화장품 생산을 비롯하여 코스맥스 그룹 전사 매출이 성장세에 돌입함에 따라 이는 그룹사 매출액을 기반으로 한 당사의 로열티 수익의 증가로 이어질 전망이다. 또한 코스맥스의 실적 개선은 코스맥스 지분 25.85%에 대한 지분법 이익으로 당사의 영업외손익에 반영되며 실적이 개선될 것으로 예상된다.

#### 코스맥스 그룹 관계사



주) 코스맥스는 코스맥스비티아이가 25.85%의 지분율 보유 중임 (상기 지분율은 2023.06.30 기준임)  
 자료: 코스맥스비티아이, 한국IR협의회 기업리서치센터



## 실적 추이 및 전망

### 1 2022년 실적추이

2022년 연결실적은 매출액 6,174억원(YoY +7.2%), 영업이익 34억원(YoY -71.5%), 영업이익률 0.6%(전년대비 1.5%p 하락), 법인세비용차감전순손실 80억원(YoY 적자전환), 지배주주순손실 65억원(YoY 적자전환)이다. 코스맥스엔비티는 해외사업 호조로 매출액이 전년대비 13.4% 성장하며 전사 매출성장을 견인하였으나, 국내 건기식의 부진으로 코스맥스바이오 매출액은 전년대비 1.9% 감소하였다.

이익 측면에서는 코스맥스엔비티 미국법인 및 코스맥스바이오의 적자확대로 인해 영업이익이 크게 감소하였다. 이는 전세계적인 인플레이션으로 인한 원가부담 확대로 매출원가율이 2021년 84.0%에서 2022년 85.7%로 1.7%p 상승하였으며, 2022년 4분기에는 코스맥스엔비티 미국법인 구조조정 관련 비용이 반영된 것에 기인한다. 지분법 손익은 2021년 204억원에서 2022년 43억원으로 전년대비 약 78.9% 감소하였는데, 이는 주요 관계회사인 2022년 하반기 코스맥스의 저마진 수주 증가, 코스맥스 미국법인 청산 관련 일회성 비용 등의 반영에 따른 실적부진의 영향이다.

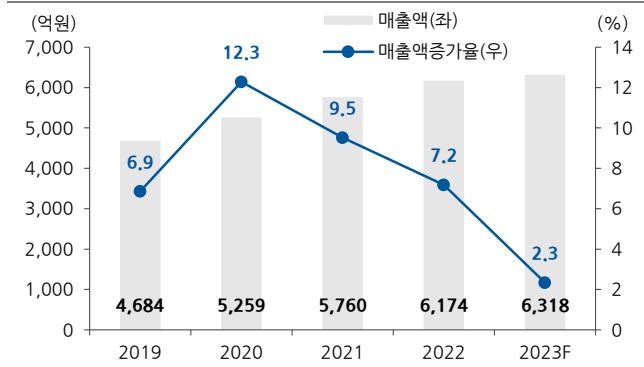
### 2 2023년 실적전망

2023년 연결기준 실적은 매출액 6,318억원(YoY +2.3%), 영업이익 191억원(YoY +461.2%), 영업이익률 3.0%(전년대비 2.4%p 개선), 지배주주순이익 49억원(YoY 흑자전환)을 예상한다.

건강기능식품 사업부문은 중국 향 수출 호조, 개별인정형 신제품 출시 등에 따라 매출 및 이익성장이 예상된다. 코스맥스엔비티는 1)호주법인 매출호조 및 하반기 분기 BEP 달성, 2)미국법인 구조조정 및 공장통합에 따른 수익성 개선 효과가 기대된다. 코스맥스바이오는 1)개별인정형 신제품(수국잎열수추출물, 루바브뿌리추출물) 출시, 2)온라인 기반확대, 3)인력 효율화를 통한 원가구조 개선으로 수익성 개선이 기대된다. 지주사업부문은 코스맥스 그룹사 실적호조로 로열티, 배당금 수익 등이 확대될 것으로 예상된다.

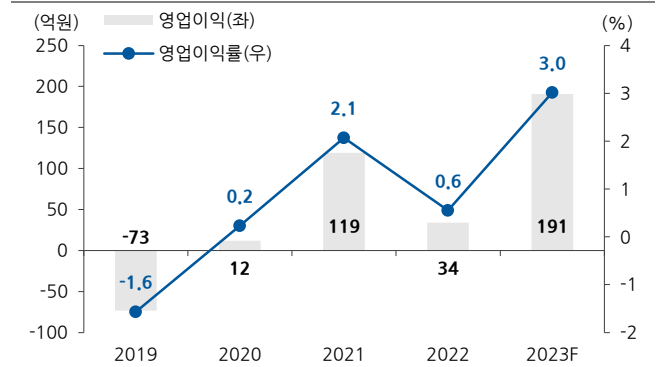
2023년 상반기 실적은 매출액 3,052억원(YoY -4.2%), 영업이익 91억원(YoY +0.7%), 영업이익률 3.0%(전년동기대비 0.2%p 하락), 지배주주순이익 62억원(YoY -7.4%)이다. 건강기능식품 사업부문은 코스맥스엔비티, 코스맥스바이오 양사 모두 중국 향 수출 선방에도 불구하고 국내 매출은 부진한 상황으로, 상반기 기준 NBT와 BIO는 각각 전년동기대비 4.9%, 12.3% 매출이 감소하였다. 반면 코스맥스파마는 전년동기대비 23.2% 매출이 상승하며 외형성장세를 이어가고 있다. 이익 측면에서는 코스맥스엔비티 해외법인의 수익성이 개선되고 있으며, 코스맥스바이오는 홈쇼핑 비중 축소 및 인력효율화 등에 따른 수익성 개선으로 연결 영업이익이 소폭 개선되었다. 지분법 손익은 코스맥스 등 관계사 실적 호조로 전년동기대비 46.6% 증가하였다.

매출액 추이 및 전망



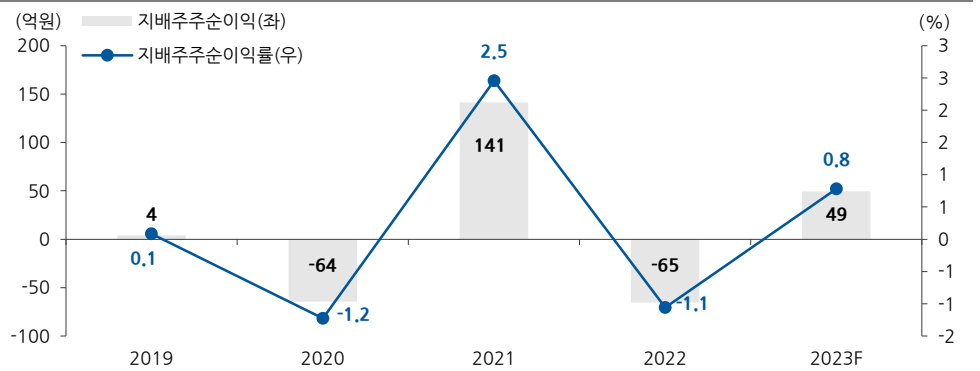
자료: 코스맥스비티아이, 한국IR협회의 기업리서치센터

영업이익 추이 및 전망



자료: 코스맥스비티아이, 한국IR협회의 기업리서치센터

지배주주순이익 추이 및 전망



자료: 코스맥스비티아이, 한국IR협회의 기업리서치센터

실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	2019	2020	2021	2022	2023F
<b>매출액</b>	<b>4,684</b>	<b>5,259</b>	<b>5,760</b>	<b>6,174</b>	<b>6,318</b>
증가율 (%)	6.9	12.3	9.5	7.2	2.3
NBT	1,943	2,668	2,894	3,282	3,362
BIO	1,634	1,606	1,710	1,678	1,582
파마	51	244	334	419	480
BTI(별도)	672	719	896	907	974
<b>매출원가</b>	<b>4,064</b>	<b>4,585</b>	<b>4,840</b>	<b>5,292</b>	<b>5,255</b>
매출원가율 (%)	86.8	87.2	84.0	85.7	83.2
<b>매출총이익</b>	<b>619</b>	<b>674</b>	<b>920</b>	<b>882</b>	<b>1,063</b>
매출총이익률 (%)	13.2	12.8	16.0	14.3	16.8
<b>영업이익</b>	<b>-73</b>	<b>12</b>	<b>119</b>	<b>34</b>	<b>191</b>
영업이익률 (%)	-1.6	0.2	2.1	0.6	3.0
증가율 (%)	적전	흑전	888.6	-71.5	461.2
<b>세전계속사업이익</b>	<b>-102</b>	<b>-76</b>	<b>204</b>	<b>-80</b>	<b>219</b>
<b>(지배주주)당기순이익</b>	<b>4</b>	<b>-64</b>	<b>141</b>	<b>-65</b>	<b>49</b>
순이익률 (%)	0.1	-1.2	2.5	-1.1	0.8

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터



## Valuation

### 1 전 사업부문 수익성 개선 및 지분법 이익 증가로 주가 우상향 기대

2023년부터 생산원가 개선 및  
수익성 좋은 매출비중 증가로  
수익성 개선이 기대되며,  
관계사(코스맥스) 지분법 이익  
증가는 보너스

코스맥스비티아이는 2022년 연결매출의 약 78.9%가 건강기능식품 사업부문으로 구성된 사업형 지주회사이다. 동사의 현재 주가 밸류에이션 수준을 판단하기 위해 국내 상장된 건강기능식품 사업을 영위하는 기업들을 동종기업으로 선정하여 밸류에이션 수준을 비교해보고자 한다.

건강기능식품 사업은 1) 차별적인 기능성 원료를 보유한 회사, 2) 건강기능식품 기획 및 판매에 강점을 보유한 회사, 3) 다양한 형태의 건강기능식품 제조설비를 보유한 OEM/ODM 회사 등의 측면에서 동일업종에 포함되더라도 매출이나 이익의 형태가 다르게 나타나는 편이다. 화장품 회사가 화장품 브랜드사와 ODM사로 구분되어 매출의 구성이나 이익률이 완전히 다른 것과 유사하다고 이해하면 된다. 따라서 국내 상장되어 있는 건강기능식품 기업 중 OEM/ODM 사업을 영위하는 기업들(콜마비엔에이치, 서흥, 노바렉스, 에이치엘사이언스, 에이치피오)을 동종기업으로 선정하여 밸류에이션을 비교해보았다.

동사의 2023년 예상실적인 매출액 6,318억원, 영업이익 191억원, 지배주주순이익 49억원을 기준으로 한 밸류에이션은 PER 21.1배, PBR 0.3배이다. 동종기업들의 2023년 컨센서스 실적을 기준으로 한 밸류에이션 평균은 PER 13.9배, PBR 1.3배 수준으로, 동사의 현재 주가수준은 동종기업 대비 PER은 고평가, PBR은 저평가 되었다고 볼 수 있다.

역사적인 PBR 밴드차트를 보면 동사의 현 주가는 최근 5년 밴드차트의 하단영역에 있음을 볼 수 있다. 동사는 OEM/ODM 회사임에 따라 설비투자 등의 선제적인 투자가 진행되었으나, 2022년까지는 낮은 가동률 및 저수익 제품 생산 등의 이유로 설비자산들의 이익기여도가 높지 않았다. 하지만 2022년 하반기 코스맥스엔비티의 미국법인 구조조정, 2023년 상반기 코스맥스바이오 인력 효율화 등을 통해 생산원가가 개선되고 있으며, 수익성 좋은 해외향 매출비중 및 국내 개별인정형 원료비중이 증가함에 따라 2023년부터는 꾸준히 수익성이 개선될 것으로 전망된다. 또한 실적개선 기대감이 높은 관계사인 코스맥스 실적까지 지분법이익으로 반영됨에 따라 동사의 주가도 PBR 하단구간에서 벗어나 우상향 할 수 있을 것으로 예상된다.



PBR 밴드



자료: 코스맥스비티아이, 한국IR협회의 기업리서치센터

동종기업 비교

(단위: 원, 억원, %, 배)

		코스맥스비티아이	콜마비엔에이치	서흥	노바렉스	에이치피오	코스맥스엔비티
주가(원) 2023년 9월 6일 기준		10,920	17,560	30,300	11,590	8,800	6,870
시가총액(억원)		1,049	5,188	3,505	2,174	1,836	1,417
자산총계 (억원)	2021	9,547	5,379	8,100	2,546	1,805	3,105
	2022	9,361	6,169	9,264	2,706	1,824	3,040
	2023E	9,538	6,611	9,357	3,004	2,014	3,089
자본총계 (억원)	2021	3,082	3,855	3,878	1,397	1,396	554
	2022	3,010	4,016	4,213	1,811	1,407	435
	2023E	3,411	4,187	4,430	2,009	1,566	395
매출액 (억원)	2021	5,760	5,931	5,967	2,788	1,594	2,893
	2022	6,174	5,759	6,350	2,817	1,960	3,282
	2023E	6,318	5,908	6,167	3,002	2,306	3,383
영업이익 (억원)	2021	119	916	696	300	228	64
	2022	34	611	620	252	175	22
	2023E	191	428	554	271	284	165
영업이익률 (%)	2021	2.1	15.5	11.7	10.8	14.3	2.2
	2022	0.6	10.6	9.8	8.9	8.9	0.7
	2023E	3.0	7.2	9.0	9.0	12.3	4.9
지배주주순이익 (억원)	2021	141	699	537	264	165	-64
	2022	-65	405	340	200	115	-131
	2023E	49	308	261	230	204	-19
ROE (%)	2021	4.7	19.7	14.8	20.7	16.4	-11.3
	2022	-2.1	10.3	8.4	12.5	8.2	-26.4
	2023E	1.6	7.5	6.0	12.0	13.7	-4.6
PER (배)	2021	9.2	13.1	9.5	13.1	15.6	N/A
	2022	N/A	20.6	11.5	9.1	12.5	N/A
	2023E	21.1	17.2	12.8	9.9	8.6	N/A
PBR (배)	2021	0.4	2.4	1.3	2.2	1.9	2.2
	2022	0.3	2.1	0.9	1.0	1.0	2.0
	2023E	0.3	1.3	0.8	1.0	1.2	3.6
PSR (배)	2021	0.2	1.6	0.9	1.2	1.6	0.4
	2022	0.1	1.5	0.6	0.6	0.7	0.3
	2023E	0.2	0.9	0.6	0.7	0.8	0.4

주: 2023년 예상실적은 시장 컨센서스 기준

자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터

## ! 리스크 요인

### 1 높은 부채비율

**높은 부채비율로 인한 이자비용 상승은 부담 요인**

코스맥스비티아이의 부채비율은 2022년말 기준 187% 수준으로, 지속적인 부채 및 이자비용의 상승은 동사의 리스크 요인이라고 판단된다.

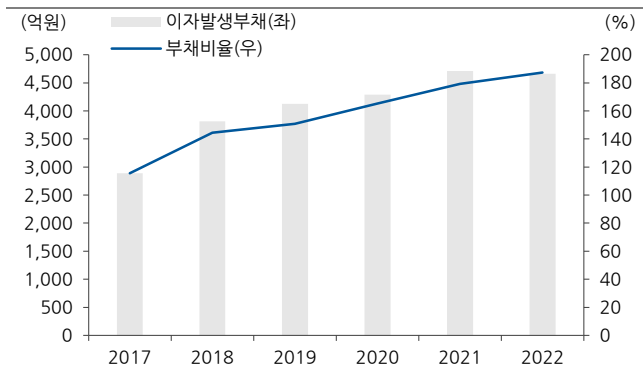
**2023년도에는 단기 차입금리 인하 및 부채 감소로 이자비용 부담 축소 전망**

코스맥스비티아이의 이자비용은 2020년 125억원, 2021년 127억원 수준에서 2022년도에는 177억원으로 전년대비 큰 폭의 이자비용 상승이 있었으며, 이는 신규 차입 증가 및 전세계적으로 진행된 금리인상의 영향이다.

2022년도에는 주요 계열사인 코스맥스바이오의 전환사채 조기상환을 위한 차입금 증가로 인해 연결법인의 부채가 증가하였다. 코스맥스바이오는 2017년 발행한 198억원 규모의 전환사채에 대해 2022년 조기상환청구가 있었으며, 약 200억원 규모의 차입금 증가를 통해 해당 전환사채를 전액 조기상환 하였다. 또한 2022년 연간 지속적인 기준금리 인상에 따른 단기금리 급등으로 인해 동사의 평균 이자율이 상승하였으며, 이로 인해 금융비용 부담이 대폭 커진 상황이다.

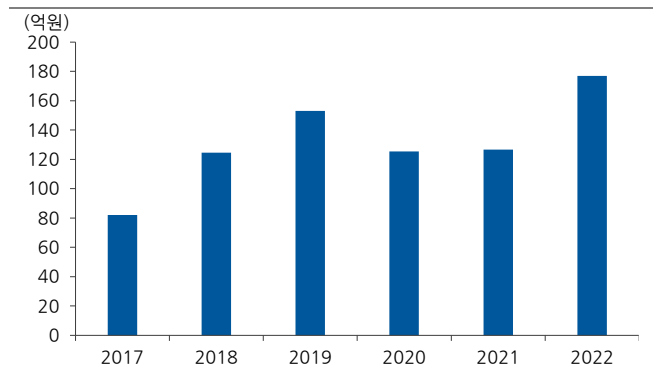
하지만 동사의 이자비용 상승에 대한 리스크 요인은 1)최근 리볼빙 단기차입금 금리 인하, 2)종속회사 부채 상환 등을 통한 차입금 감소를 통해 전년대비 완화될 것으로 예상된다. 2022년도에 6%대까지 있었던 단기차입금 금리가 최근에는 4%~5%대로 하락하였으며, 이에 따라 동사의 리볼빙 단기차입금 금리가 낮아지며 이자비용 부담이 낮아지고 있다. 또한 주요 계열사인 코스맥스엔비티는 2023년 하반기에 약 130억원 규모의 부채를 상환할 예정이다. 코스맥스엔비티는 현재 약 500억원 규모의 가용현금을 보유하고 있으며, 추가적인 신규차입 없이도 부채상환이 가능함에 따라 동사의 이자발생부채 규모를 축소할 수 있을 것으로 예상된다.

이자발생부채 및 부채비율 추이



자료: 코스맥스비티아이, 한국IR협의회 기업리서치센터

이자비용 추이



자료: 코스맥스비티아이, 한국IR협의회 기업리서치센터

**포괄손익계산서**

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
<b>매출액</b>	<b>4,684</b>	<b>5,259</b>	<b>5,760</b>	<b>6,174</b>	<b>6,318</b>
증가율(%)	6.9	12.3	9.5	7.2	2.3
<b>매출원가</b>	<b>4,064</b>	<b>4,585</b>	<b>4,840</b>	<b>5,292</b>	<b>5,255</b>
매출원가율(%)	86.8	87.2	84.0	85.7	83.2
<b>매출총이익</b>	<b>619</b>	<b>674</b>	<b>920</b>	<b>882</b>	<b>1,063</b>
매출이익률(%)	13.2	12.8	16.0	14.3	16.8
<b>판매관리비</b>	<b>693</b>	<b>662</b>	<b>800</b>	<b>848</b>	<b>873</b>
판매비율(%)	14.8	12.6	13.9	13.7	13.8
<b>EBITDA</b>	<b>182</b>	<b>281</b>	<b>403</b>	<b>318</b>	<b>446</b>
EBITDA 이익률(%)	3.9	5.3	7.0	5.2	7.1
증가율(%)	-59.2	54.5	43.6	-21.1	40.2
<b>영업이익</b>	<b>-73</b>	<b>12</b>	<b>119</b>	<b>34</b>	<b>191</b>
영업이익률(%)	-1.6	0.2	2.1	0.6	3.0
증가율(%)	적전	흑전	888.6	-71.5	461.2
<b>영업외손익</b>	<b>-97</b>	<b>-134</b>	<b>-119</b>	<b>-157</b>	<b>-131</b>
금융수익	61	76	84	154	151
금융비용	196	187	186	283	239
기타영업외손익	37	-23	-17	-28	-43
종속/관계기업관련손익	68	46	204	43	159
<b>세전계속사업이익</b>	<b>-102</b>	<b>-76</b>	<b>204</b>	<b>-80</b>	<b>219</b>
증가율(%)	적전	적지	흑전	적전	흑전
법인세비용	37	96	161	123	66
계속사업이익	-139	-172	43	-202	153
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>-139</b>	<b>-172</b>	<b>43</b>	<b>-202</b>	<b>153</b>
당기순이익률(%)	-3.0	-3.3	0.8	-3.3	2.4
증가율(%)	적전	적지	흑전	적전	흑전
지배주주지분 순이익	4	-64	141	-65	49

**현금흐름표**

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>-57</b>	<b>415</b>	<b>-0</b>	<b>300</b>	<b>233</b>
당기순이익	-139	-172	43	-202	153
유형자산 상각비	230	242	260	267	238
무형자산 상각비	25	27	24	17	16
외환손익	16	2	31	43	0
운전자본의감소(증가)	-228	29	-323	14	-14
기타	39	287	-35	161	-160
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>106</b>	<b>-186</b>	<b>-467</b>	<b>5</b>	<b>-130</b>
투자자산의 감소(증가)	9	-6	-306	-10	74
유형자산의 감소	437	3	20	38	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-263	-128	-92	-137	-203
기타	-77	-55	-89	114	-1
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>302</b>	<b>163</b>	<b>331</b>	<b>-235</b>	<b>-9</b>
차입금의 증가(감소)	347	203	234	-173	221
사채의증가(감소)	0	0	150	0	-230
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-28	-24	-22	-25	0
기타	-17	-16	-31	-37	0
<b>기타현금흐름</b>	<b>8</b>	<b>12</b>	<b>12</b>	<b>7</b>	<b>2</b>
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>360</b>	<b>403</b>	<b>-125</b>	<b>77</b>	<b>96</b>
기초현금	240	600	1,003	878	955
기말현금	600	1,003	878	955	1,051

**재무상태표**

(억원)	2019	2020	2021	2022	2023F
<b>유동자산</b>	<b>2,353</b>	<b>2,466</b>	<b>2,740</b>	<b>3,003</b>	<b>3,147</b>
현금성자산	600	1,003	878	955	1,051
단기투자자산	10	16	6	21	21
매출채권	857	802	989	933	954
재고자산	778	565	758	677	693
기타유동자산	109	80	110	418	427
<b>비유동자산</b>	<b>6,574</b>	<b>6,350</b>	<b>6,807</b>	<b>6,359</b>	<b>6,392</b>
유형자산	2,994	2,884	2,770	2,366	2,331
무형자산	323	263	230	222	205
투자자산	3,090	3,069	3,724	3,710	3,795
기타비유동자산	167	134	83	61	61
<b>자산총계</b>	<b>8,927</b>	<b>8,816</b>	<b>9,547</b>	<b>9,361</b>	<b>9,538</b>
<b>유동부채</b>	<b>4,375</b>	<b>4,243</b>	<b>4,228</b>	<b>4,489</b>	<b>5,286</b>
단기차입금	2,307	2,444	2,470	2,761	2,761
매입채무	628	539	694	664	679
기타유동부채	1,440	1,260	1,064	1,064	1,846
<b>비유동부채</b>	<b>992</b>	<b>1,250</b>	<b>1,899</b>	<b>1,615</b>	<b>842</b>
사채	347	278	644	609	259
장기차입금	404	680	901	657	227
기타비유동부채	241	292	354	349	356
<b>부채총계</b>	<b>5,367</b>	<b>5,493</b>	<b>6,128</b>	<b>6,104</b>	<b>6,127</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>3,079</b>	<b>2,911</b>	<b>3,082</b>	<b>3,010</b>	<b>3,059</b>
자본금	48	48	48	48	48
자본잉여금	2,362	2,358	2,358	2,358	2,358
자본조정 등	-451	-474	-474	-508	-508
기타포괄이익누계액	126	87	139	167	167
이익잉여금	994	891	1,010	945	994
<b>자본총계</b>	<b>3,560</b>	<b>3,322</b>	<b>3,419</b>	<b>3,258</b>	<b>3,411</b>

**주요투자지표**

	2019	2020	2021	2022	2023F
P/E(배)	323.7	N/A	9.2	N/A	21.2
P/B(배)	0.4	0.6	0.4	0.3	0.3
P/S(배)	0.3	0.3	0.2	0.1	0.2
EV/EBITDA(배)	29.1	19.2	13.7	15.2	11.2
배당수익률(%)	1.9	1.1	1.9	0.0	0.0
EPS(원)	42	-670	1,472	-680	515
BPS(원)	32,064	30,308	32,087	31,341	31,855
SPS(원)	48,767	54,759	59,975	64,287	65,790
DPS(원)	250	200	260	0	0
<b>수익성(%)</b>					
ROE	0.1	-2.1	4.7	-2.1	1.6
ROA	-1.6	-1.9	0.5	-2.1	1.6
ROIC	-3.1	1.3	2.3	2.8	3.8
<b>안정성(%)</b>					
유동비율	53.8	58.1	64.8	66.9	59.5
부채비율	150.8	165.3	179.2	187.4	179.6
순차입금비율	99.0	99.1	113.0	114.2	106.0
이자보상배율	-0.5	0.1	0.9	0.2	1.1
<b>활동성(%)</b>					
총자산회전율	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7
매출채권회전율	5.0	6.3	6.4	6.4	6.7
재고자산회전율	6.8	7.8	8.7	8.6	9.2

## Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과, 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 시가총액 5천억원 미만 중소기업에 대한 무상 보고서로, 투자자들에게 국내 중소기업 상장사에 대한 양질의 투자 정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 카카오톡에서 "한국IR협의회" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '小中탐방'과 2) 기업보고서 심층해설 방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.