

[음식료]

K-건강식 ODM의 글로벌 확장



2025.03.31

장지혜 음식료·미디어

02-709-2336
jihye.j@ds-sec.co.kr

Con- tents



산업분석

03

건기식 ODM 업체 실적 추이 및 전망	04
투자포인트① 글로벌로 나아가는 K-건기식&ODM	05
투자포인트② 힘들었던 국내 건기식 시장도 회복세	07
투자전략	08

기업분석

09

노바렉스(194700) _ 글로벌 건기식 ODM으로 도약	10
코스맥스엔비티(222040) _ 강력한 고객사 레퍼런스가 설명해주는 경쟁력	13
콜마비앤에이치(200130) _ 수익성 개선과 주주 가치 제고 집중	16

[음식료]

K-건기식 ODM의 글로벌 확장

2년 연속 고배를 마신 건기식 ODM, 25년은 턴어라운드 전망

최근 국내 건기식 ODM 기업의 주가가 바닥에서 각각 10~20% 반등했다. 24년에도 국내 건기식 시장 축소 및 경쟁 심화와 인플레이션 부담 주요 건기식 ODM 기업의 실적은 부진했지만 25년은 턴어라운드가 기대되기 때문이다. 내수 시장이 회복되는 가운데 해외 실적 성장이 지속되며 콜마비앤에이치, 노바렉스, 코스맥스엔비티 3개사 합산 25년 실적은 매출액 1.3조원(+6% YoY), 영업이익 784억원(+36% YoY, OPM 6%)으로 성장할 전망이다.

투자포인트① 글로벌로 나아가는 K-건기식&ODM

국내 건기식 ODM 기업의 해외 매출 비중은 지속 상승 중이다. 중국 온라인 직구 채널이 성장하며 중국 로컬 및 글로벌 브랜드사의 생산기지로 한국 건기식 ODM 기업들이 선택되고 있다. 중국과 지리적으로 가까워 물류비 절감이 가능하고 글로벌 수준의 품질 관리 및 보증체계를 확보하고 있으며 원료 개발부터 제품 개발 및 생산이 가능한 시스템을 보유하고 있기 때문이다. 향후 중국 경기 부양에 따른 건기식 수요 확대 역시 해외 실적 성장에 기여할 것이다. 또한 K-건기식이 글로벌 인기를 얻으며 ODM사의 역할도 강화되고 있다. 25년 실적 기준 각 사의 해외 매출 비중은 코스맥스엔비티 72%, 콜마비앤에이치(별도) 41%, 노바렉스 34%로 전망한다.

투자포인트② 힘들었던 국내 건기식 시장도 회복세

내수 건기식 시장에도 기회 요인은 있다. 23~24년 연속 국내 건기식 시장이 -1%대 감소를 하는 동안에도 건기식 구매 경험률과 가구 수는 증가세를 유지하며 건기식에 대한 소비자들의 관심이 유지되고 있음을 증명했다. 25년 역시 내수 소비 경기 부진은 부담 요인이지만 올리브영 등 오프라인 채널 확장, 신규 원료 확대, 다양한 제형의 신제품 등장으로 시장 회복이 기대된다.

관심종목: 노바렉스, 코스맥스엔비티

건기식 ODM 중 종목 선호도는 노바렉스와 코스맥스엔비티 순으로 제시한다. 노바렉스는 25년 실적 기준 밸류에이션이 가장 매력적이고 내수 회복 및 수출 증가로 실적 성장이 기대된다. 코스맥스엔비티는 25년 가장 큰 이익 증가가 기대되고 중국 매출 비중이 가장 높다는 측면에서 매력적이다. 하반기 갈수록 해외 법인 실적 개선에 따라 이익 모멘텀이 확대될 것이다.

장지혜 음식료·미디어

02-709-2336

jihye.j@ds-sec.co.kr

김대성 연구원

02-709-2886

rlarla6019@ds-sec.co.kr

2025.03.31

비중확대 (유지)

관심 종목

노바렉스 194700

투자의견(유지)	BUY
목표주가(유지)	16,000원
상승여력	81.6%

코스맥스엔비티 222040

투자의견(유지)	BUY
목표주가(유지)	6,000원
상승여력	69.0%

콜마비앤에이치 200130

투자의견(유지)	BUY
목표주가(하향)	17,000원
상승여력	32.1%

건기식 ODM 업체 실적 추이 및 전망

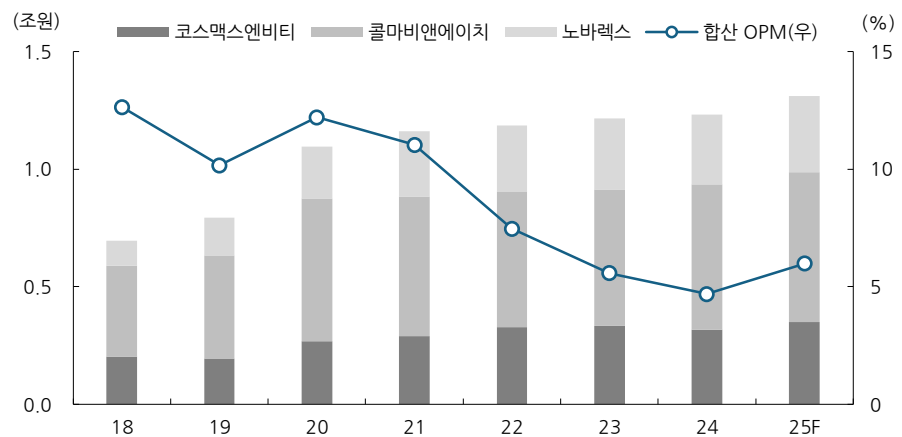
건기식 ODM
어려운 내수 시장에
24년도 실적 부진

24년 주요 건기식 ODM 기업의 실적은 부진했다. 콜마비엔에이치, 노바렉스, 코스맥스엔비티 3개사 합산 24년 실적은 매출액 1.2조원(+1% YoY), 영업이익 577억원(-15% YoY, OPM 4.7%)을 기록했다. 국내 건기식 시장 규모가 감소한 가운데 24년 국내 CAPA를 확대한 콜마비엔에이치만 내수 매출이 성장했고 나머지는 감소했다. 다만 내수 부진을 해외 성장으로 일부 방어할 수 있었다.

25년 턱어라운드 전망
내수 회복과 해외 성장

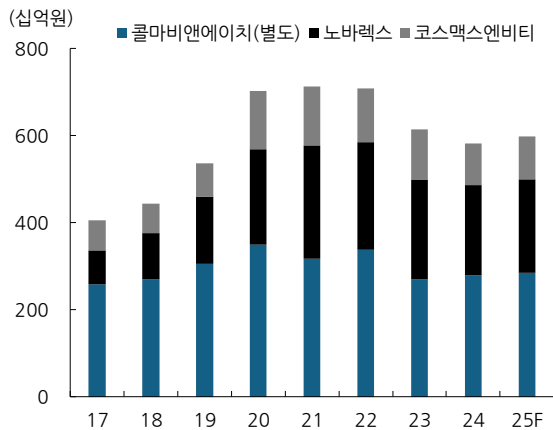
25년은 내수 건기식 시장이 회복세를 보이는 가운데 해외 실적 성장이 이어지며 건기식 ODM 기업의 실적 턱어라운드가 기대된다. 3개사 합산 25년 실적은 매출액 1.3조원(+6% YoY), 영업이익 784억원(+36% YoY, OPM 6%)으로 전망한다.

그림1 주요 건기식 ODM 기업 합산 실적 추이 및 전망



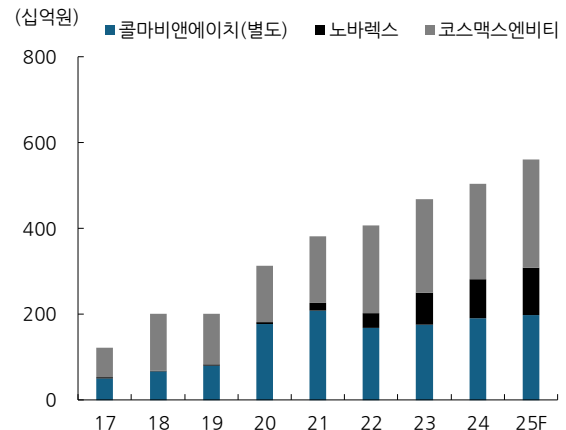
자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

그림2 주요 건기식 ODM 내수 매출액 추이 및 전망



자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터 추정

그림3 주요 건기식 ODM 해외 매출액 추이 및 전망



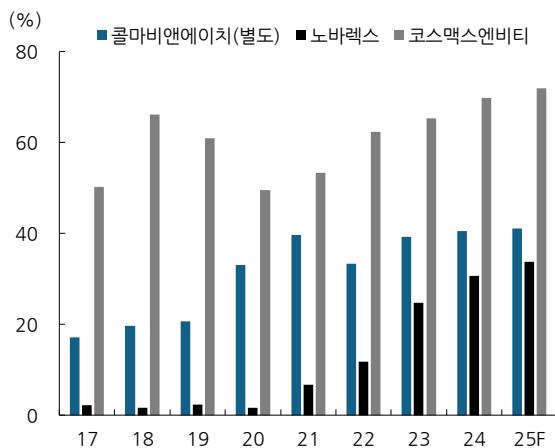
자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

투자포인트① 글로벌로 나아가는 K-건기식&ODM

중국 건기식 온라인 직구
채널 성장으로 해외 매출
비중 확대

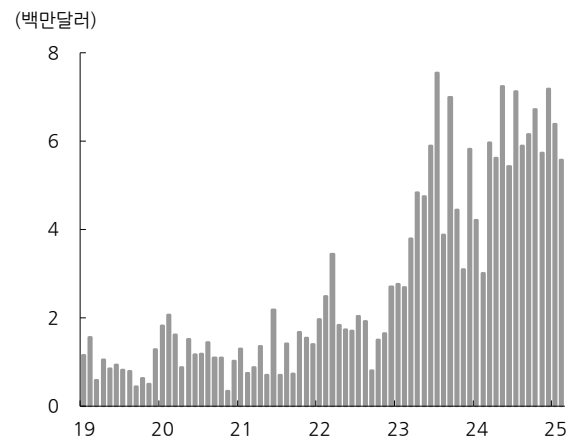
국내 건기식 ODM의 해외 매출 비중이 상승하고 있다. 내수 시장이 부진한 가운데 중국 건기식 브랜드 업체 수주가 늘고 있기 때문이다. 특히 중국 온라인 직구 채널이 성장하며 중국 로컬 및 글로벌 건기식 브랜드의 생산기지로 한국 건기식 ODM 기업들이 선택되고 있다. 한국 건기식 ODM 기업들은 중국과 지리적으로 가까워 물류비 절감이 가능하고 글로벌 수준의 품질 관리 및 보증체계를 확보하고 있으며 원료 개발부터 제품 개발 및 생산이 가능한 시스템을 보유하고 있기 때문이다. 이에 따라 각 사의 해외 매출 비중은 21년→23년→25년 순으로 콜마비엔에이치(별도) 39.7%→39.3%→41%, 노바렉스 7%→25%→34%, 코스맥스엔비티 53%→65%→72%로 확대될 것으로 전망한다.

그림4 주요 건기식 ODM 업체 해외 매출 비중 추이



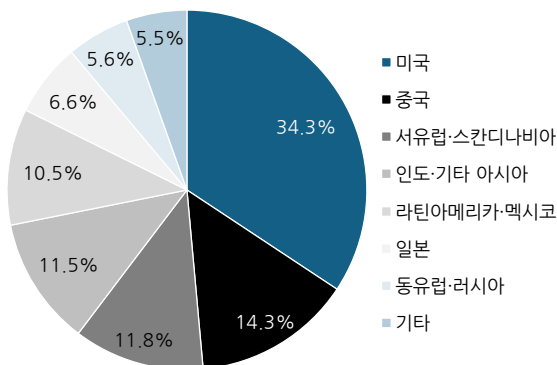
자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

그림5 노바렉스 공장 소재 충북 청주시 기타 조제식품 수출



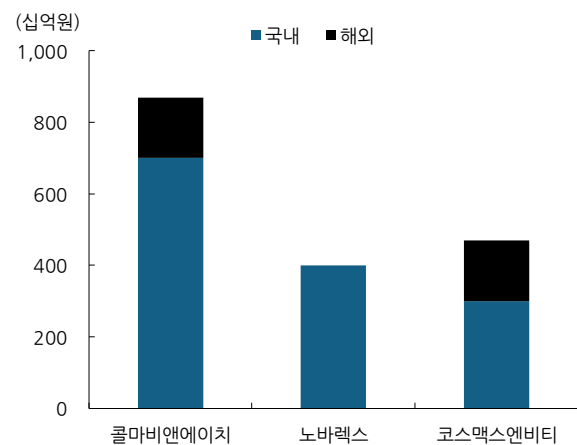
자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터

그림6 2023년 기준 세계 건강기능식품 시장 점유율



자료: 2023 NBJ Global Supplement Business Report, DS투자증권 리서치센터

그림7 주요 건기식 ODM 업체 국내외 CAPA 비교



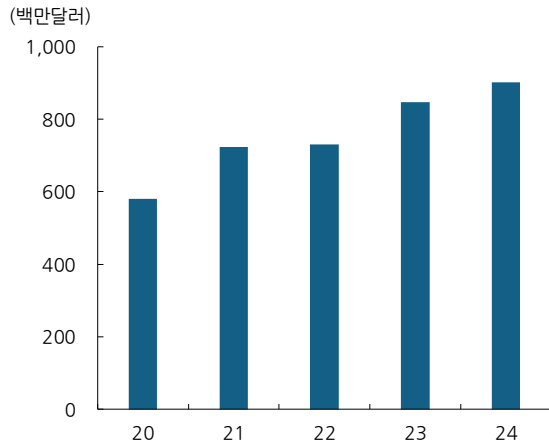
자료: 각 사, DS투자증권 리서치센터

K-건기식의 글로벌 성장
K-ODM 역할 강화

또한 K-Food와 화장품 등 한국 소비재의 글로벌 인기 속 K-건기식의 수출 성장도 기대된다. 건기식 등이 포함된 국내 미분류 조제식품 수출 금액은 24년 9억 달러로 20년 5.8억 대비 55% 증가했고 CAGR(20~24) 12%를 기록했다. 글로벌 인플루언서의 SNS를 통해 K-건기식이 소개되고 있고 K-pop 스타들의 외모 비결로 화장품과 함께 건기식도 주목을 받으며 수출이 성장하고 있다. 최근 래퍼 카디비가 정관장 홍삼 제품을 틱톡에서 소개하며 조회수 100만 회를 돌파했다. 한국을 방문한 외국인 관광객들도 콜라겐, 비타민, 다이어트 건기식을 찾는 것으로 나타났다.

이러한 K-건기식의 글로벌 인기 증가는 건기식 ODM의 역할을 강화할 것이다. 건기식을 해외에 수출하기 위해서는 각국의 식약처 인증을 받아야 하고 품질 관리가 중요한데 국내 주요 건기식 ODM기업들은 이미 글로벌 인증을 확보한 생산시설을 보유하고 있고, 각국 인증 확보부터 복잡한 수출 절차 전반을 지원하기 때문이다.

그림8 국내 건기식 등 미분류 조제식품 수출액



자료: 관세청, DS투자증권 리서치센터

그림9 코스맥스엔비티가 보유한 글로벌 품질관리 인증



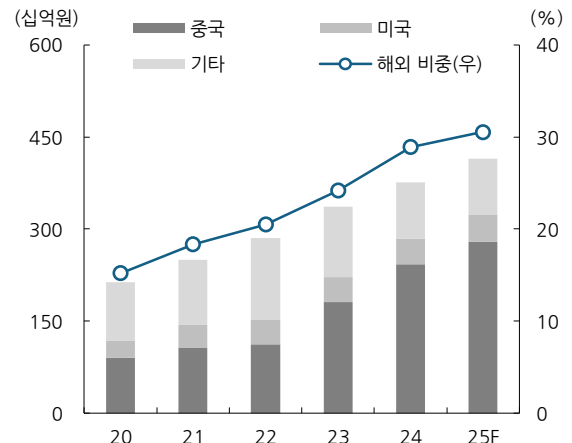
자료: 코스맥스엔비티, DS투자증권 리서치센터

그림10 래퍼 카디비가 정관장 홍삼 제품 틱톡에서 소개



자료: 언론, DS투자증권 리서치센터

그림11 KT&G의 해외 건기식 매출 추이



자료: KT&G, DS투자증권 리서치센터

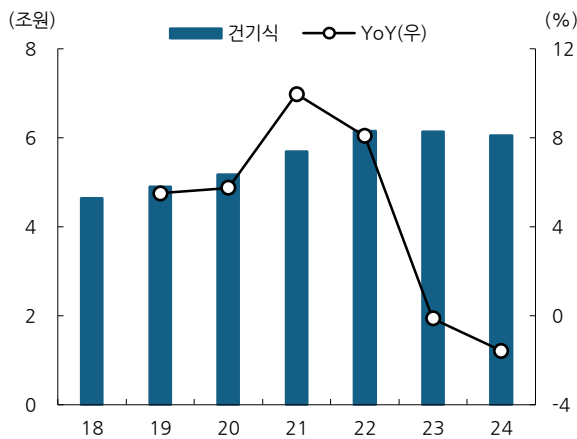
투자포인트② 힘들었던 국내 건기식 시장도 회복세

내수 시장 기대 요인

- 1)채널 확장
- 2)신규 원료 확대

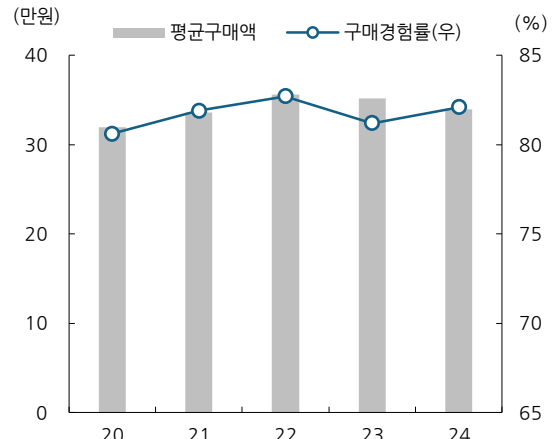
국내 건강기능식품 시장도 회복될 전망이다. 국내 건기식 시장은 팬데믹(20~22년) 기간 고성장한 후 23~24년 2년 연속 감소하며 24년 시장 규모 6조원(-1.6% YoY)을 기록했다. 다만 건기식 구매경험률과 가구수는 증가하는 증가세를 유지하고 있어 건기식에 대한 소비자들의 관심은 증가하고 있다. 따라서 25년 국내 건기식 시장은 신규 유통 채널과 신규 원료 확대로 성장할 것으로 전망한다. 1)채널 측면에선 올리브영과 같은 오프라인 채널에서 헬스케어 카테고리를 강화하며 건기식 시장 성장이 기대된다. 올리브영은 2020년부터 본격적으로 건기식을 비롯해 헬스 부문을 강화했고 23년 건기식 상품 매출은 전년 대비 45%이상 성장했고 24년 11월 자체 브랜드 '탄탄(tantan)'을 론칭했다. 2)제품 측면에선 신규 원료 인정 건수가 증가하고 트렌드에 부합하는 다양한 제형의 신제품이 등장하며 시장 확대에 기여할 전망이다.

그림12 국내 건강기능식품 시장 규모 추이



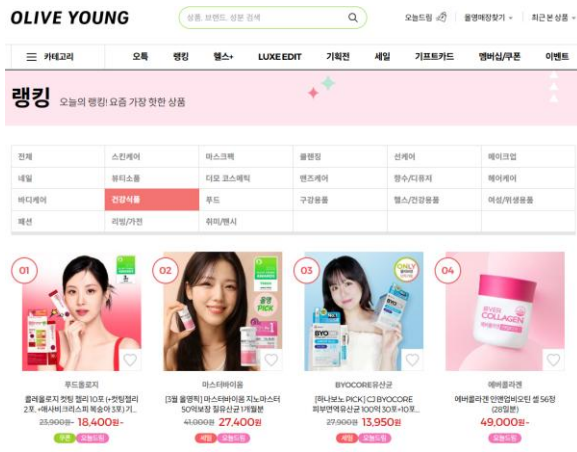
자료: 한국건강기능식품협회, DS투자증권 리서치센터

그림13 국내 건강기능식품 구매 경험 성장세



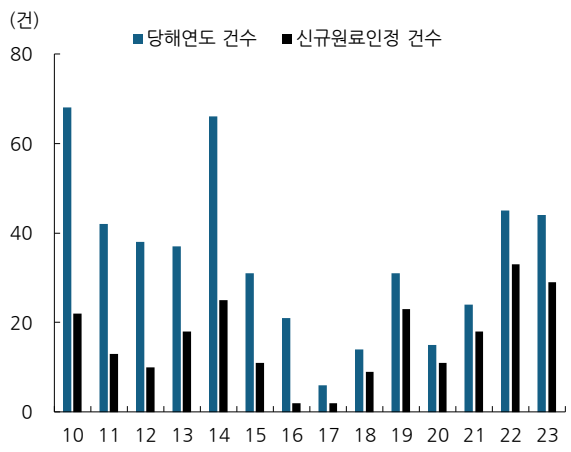
자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림14 올리브영의 건강식품 랭킹



자료: 올리브영, DS투자증권 리서치센터

그림15 연도별 개별인정형 원료 인정현황



자료: 건강기능식품협회, DS투자증권 리서치센터

투자 전략

건기식 업체 밸류에이션
해외 성장 전망하며
목표배수 PER 12배 적용

건기식 ODM 업체의 평균 목표배수는 음식료 평균 목표 배수 12배로 제시한다. 최근 내수 시장 부진에 따라 실적 악화가 이어졌지만 기저 부담이 사라졌고 국내 음식료 기업과 유사하게 해외 성장이 중요한 실적 모멘텀으로 작용하고 있다. 건기식 ODM 사의 합산 매출에서 해외 실적이 차지하는 비중도 24년 기준 46%로 높은 해외 비중을 감안해 12배를 목표배수로 유지한다.

종목 선호도
노바렉스, 코스맥스엔비티

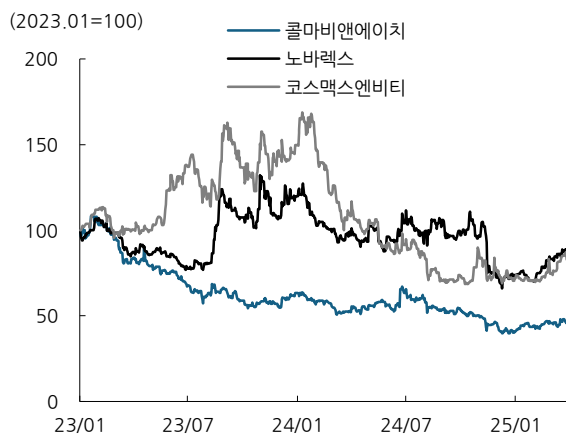
건기식 ODM 중 종목 선호도는 노바렉스와 코스맥스엔비티 순으로 제시한다. 노바렉스는 25년 실적 기준 밸류에이션이 가장 매력적이고 고객사 다변화로 해외 실적이 성장 중이다. 25년 1~2월 노바렉스의 건기식 추정 수출 금액이 전년동기대비 +66% YoY 증가해 건기식 ODM 업체 해외 실적 성장 기대감을 주도할 것이다. 코스맥스엔비티와 콜마비엔에이치는 하반기부터 본격적인 실적 개선이 기대된다. 이중 코스맥스엔비티는 25년 가장 큰 이익 증가가 기대되고 중국 매출 비중이 가장 높다는 측면에서 매력적이다. 하반기 갈수록 중국향 수출 증가 및 호주 법인 흑자 전환, 미국 법인 적자 규모 축소로 실적 성장이 가파를 것이다. 콜마비엔에이치는 25년 수익성 개선에 따른 실적 정상화와 기업 가치 제고가 기대된다.

표1 목표주가 산출 내역

	노바렉스	코스맥스엔비티	콜마비엔에이치
투자의견	매수	매수	매수
시가총액(십억원)	165.2	73.2	378.6
현재주가(원)	8,810	3,550	12,870
목표주가(원)	16,000	6,000	17,000(하향)
상승여력	81.6%	69.0%	32.1%
목표배수	12배	12배	20배

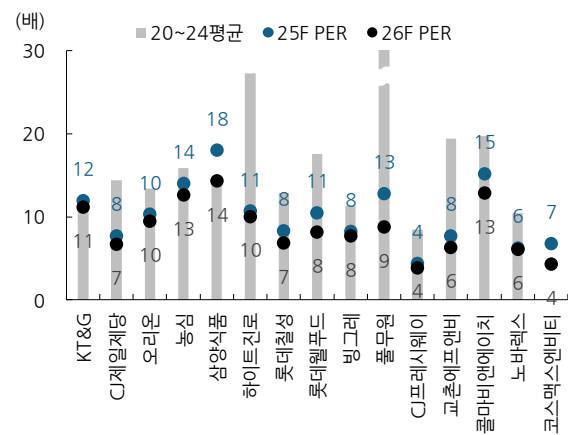
자료: DS투자증권 리서치센터, 주: 현재주가는 25.03.28 종가

그림16 건강기능식품 ODM 업체 주가 추이



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림17 음식료 커버리지 PER 비교



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터, 주: 노바렉스 제외 PER은 3/28 컨센 기준

Company Analysis

·노바렉스 194700

글로벌 건기식 ODM으로 도약

·코스맥스엔비티 222040

강력한 고객사 레퍼런스가 설명해주는 경쟁력

·콜마비앤에이치 200130

수익성 개선과 주주 가치 제고 집중



노바렉스 194700

글로벌 건기식 ODM으로 도약

25년은 내수 회복과 수출 중심 성장 전망

노바렉스의 25년 실적은 연결기준 매출액 3,244억원(+9% YoY), 영업이익 269억원(+16% YoY, OPM 8.3%)으로 전망한다. 내수 매출은 2,149억원(+4% YoY)으로 전망하는데 다양한 제형 기술과 개별인정형 원료 확대로 신제품 증가, 유통채널 다각화가 기대되기 때문이다. 실제로 4Q24 동사의 내수 매출액은 574억원(-2%)을 기록하며 회복 국면에 접어든 것으로 파악된다. 해외 매출은 1,094억원(+20% YoY)으로 성장세를 이어갈 전망이다. 중국향 주요 고객사의 물량 확대와 신규 고객사 확보로 외형 성장이 기대된다. 동사의 전체 실적에서 해외 매출이 차지하는 비중은 21년 7%→23년 25%→25년 34%로 확대될 전망이다. 한편 내수 매출 회복과 해외 매출 성장, 환율 상승 효과, 적극적인 비용 통제를 통해 수익성 개선도 기대된다.

수출 매출 비중 확대와 글로벌 고객사 다변화

노바렉스는 최근 3년간 수출 실적이 가장 가파르게 성장한 건기식 ODM 회사이다. 21년 수출 매출은 185억원으로 전체의 7%에 불과했으나 24년 912억원으로 CAGR(21~24) 70%를 기록했고 해외 매출 비중도 31%까지 확대됐다. 그동안 국내 건기식 시장 정체 및 경쟁 심화로 내수 매출이 부진하며 드러나지 못했지만 수출 비중을 확대하며 글로벌 ODM 회사로 시장 지위를 확대해오고 있었다. 또한 긍정적인 것은 이러한 수출 성장을 견인했던 단일 고객사 매출 비중은 오히려 안정화되고 기타 고객사향 수출도 성장하고 있다는 점이다. 당사의 매출에서 10% 이상을 차지하는 주요 고객사는 24년 매출액 692억원으로 +14% YoY 증가했는데 이외 수출은 220억원으로 +53% YoY 증가했다. 글로벌 레퍼런스가 쌓이며 해외 고객사 확대에 이어지고 있는 것으로 파악된다.

투자의견 매수, 목표주가 1.6만원 유지

노바렉스에 대해 투자의견과 목표주가를 기존과 동일하게 유지한다. 목표주가는 25년 예상 실적에 건기식 목표배수 12배를 적용해 산출했다. 동사는 건기식 ODM 기업 중 실적 안정성 및 밸류에이션 매력도가 가장 높다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	282	302	298	324	345
영업이익	25	25	23	27	30
영업이익률(%)	8.9	8.4	7.8	8.3	8.6
세전이익	24	26	29	31	32
지배주주지분순이익	20	22	23	25	26
EPS(원)	1,066	1,175	1,300	1,403	1,442
증감률(%)	-29.9	10.3	10.7	7.9	2.8
ROE(%)	12.5	11.6	11.0	10.8	10.2
PER(배)	9.5	10.3	6.8	6.3	6.1
PBR(배)	1.1	1.1	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA(배)	6.4	6.5	4.9	4.1	3.4

자료: 노바렉스, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

장지혜 음식료·미디어

02-709-2336

jihye.j@ds-sec.co.kr

김대성 연구원

02-709-2886

rlarla6019@ds-sec.co.kr

2025.03.31

매수(유지)

목표주가(유지)	16,000원
현재주가(03/28)	8,810원
상승여력	81.6%

Stock Data

KOSDAQ	693.8pt
시가총액(보통주)	165십억원
발행주식수	18,755천주
액면가	500원
자본금	9십억원
60일 평균거래량	62천주
60일 평균거래대금	505백만원
외국인 지분율	0.0%
52주 최고가	11,770원
52주 최저가	6,650원
주요주주	
권석형(9인)	31.0%
자사주(1인)	5.6%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	4.6	11.4
3M	18.7	14.6
6M	-12.8	-2.3

주가차트

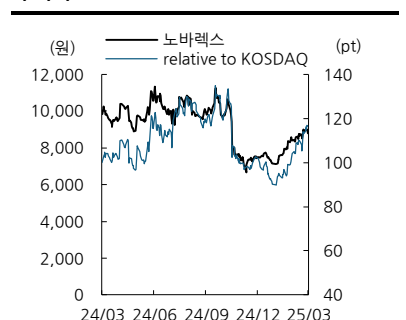
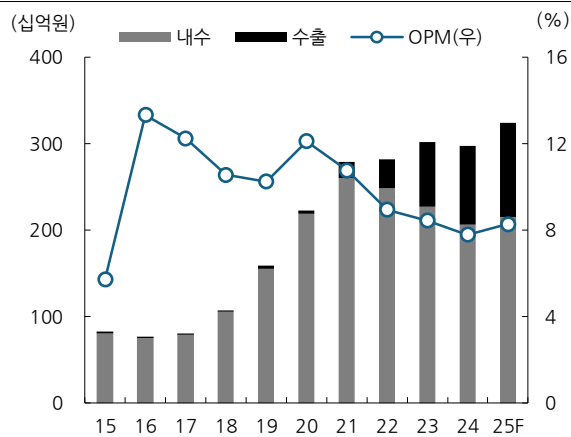


표2 노바렉스 실적 테이블

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024	2025F
매출액	56.6	81.8	77.3	82.2	73.5	79.9	83.1	87.8	281.7	302.2	297.7	324.4
YoY	-18.3%	7.5%	-4.0%	7.5%	30.0%	-2.2%	7.6%	6.8%	1.0%	7.3%	-1.5%	8.9%
1. 내수	39.6	56.3	53.2	57.4	51.5	50.7	54.3	58.5	248.4	227.2	206.5	214.9
YoY	-30.7%	2.6%	-6.5%	-1.6%	30.0%	-10.0%	2.0%	2.0%	-4.6%	-8.5%	-9.1%	4.1%
2. 수출	16.9	25.5	24.1	24.8	22.0	29.3	28.9	29.3	33.3	74.9	91.2	109.4
YoY	39.7%	20.2%	2.1%	37.1%	30.0%	15.0%	20.0%	18.0%	79.6%	125.2%	21.8%	19.9%
영업이익	3.6	7.3	5.5	6.7	5.8	6.5	7.0	7.7	25.2	25.5	23.2	26.9
YoY	-28.3%	1.4%	-27.5%	19.5%	63.0%	-11.8%	25.5%	13.7%	-16.1%	1.2%	-9.1%	16.0%
영업이익률	6.3%	9.0%	7.2%	8.2%	7.9%	8.1%	8.4%	8.7%	8.9%	8.4%	7.8%	8.3%
순이익	3.9	7.1	3.5	9.4	7.3	6.2	5.8	6.4	19.9	22.0	23.8	25.6
YoY	-8.9%	14.2%	-48.1%	95.2%	88.8%	-12.8%	66.6%	-32.2%	-24.2%	10.2%	8.5%	7.6%
순이익률	6.8%	8.7%	4.5%	11.4%	9.9%	7.8%	6.9%	7.2%	7.1%	7.3%	8.0%	7.9%

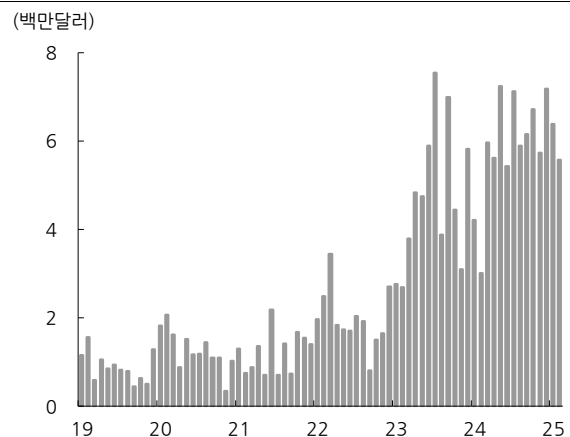
자료: 노바렉스, DS투자증권 리서치센터 추정

그림18 연결 실적 추이



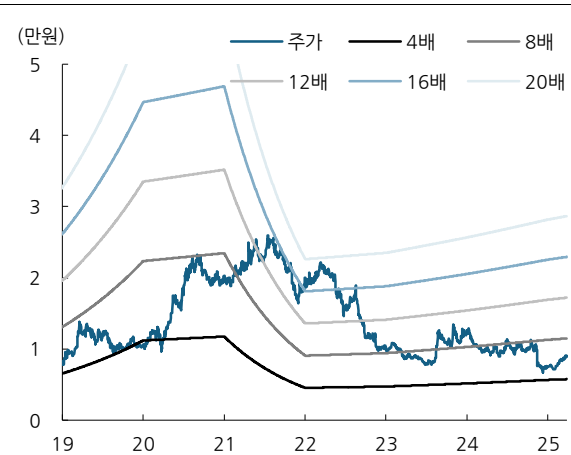
자료: 노바렉스, DS투자증권 리서치센터

그림19 노바렉스 공장 소재 충북 청주시 기타 조제식품 수출



자료: 노바렉스, DS투자증권 리서치센터

그림20 노바렉스 PER 밴드차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림21 목표주가 산출

PER Valuation	
2025F EPS (원)	1,403.2
2024 EPS	1,300.2
2025F EPS	1,403.2
Target PER (배)	12.0
Historical PER(20~24)	9.4
건기식 Target PER	12.0
목표주가 (원)	16,000
현재주가 (원)	8,810
상승여력	81.6%

자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터, 주: 현재주가는 2025.03.28 종가

[노바렉스 194700]

재무상태표						손익계산서					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	129	122	142	161	184	매출액	282	302	298	324	345
현금 및 현금성자산	27	30	31	41	56	매출원가	241	258	254	277	295
매출채권 및 기타채권	39	55	52	57	61	매출총이익	40	44	44	47	50
재고자산	50	34	56	60	64	판매비 및 관리비	15	18	20	20	20
기타	13	2	3	3	3	영업이익	25	25	23	27	30
비유동자산	141	143	147	148	150	(EBITDA)	33	34	32	36	39
관계기업투자등	3	6	9	10	10	금융손익	0	-1	3	-2	-2
유형자산	127	128	126	126	127	이자비용	1	1	1	3	3
무형자산	3	3	2	2	2	관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
자산총계	271	265	290	310	334	기타영업외손익	0	2	2	6	4
유동부채	73	60	66	65	68	세전계속사업이익	24	26	29	31	32
매입채무 및 기타채무	37	36	39	38	41	계속사업법인세비용	4	4	5	5	5
단기금융부채	31	21	23	23	23	계속사업이익	20	22	24	26	26
기타유동부채	4	3	4	4	5	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	17	4	3	3	3	당기순이익	20	22	24	26	26
장기금융부채	15	2	2	2	2	지배주주	20	22	23	25	26
기타비유동부채	2	2	1	1	1	총포괄이익	20	22	24	26	26
부채총계	89	64	69	68	71	매출총이익률 (%)	14.3	14.5	14.6	14.5	14.5
지배주주지분	181	200	219	241	263	영업이익률 (%)	8.9	8.4	7.8	8.3	8.6
자본금	9	9	9	9	9	EBITDA마진률 (%)	11.7	11.2	10.9	11.2	11.3
자본잉여금	49	49	49	49	49	당기순이익률 (%)	7.1	7.3	8.0	7.9	7.6
이익잉여금	122	141	160	182	204	ROA (%)	7.6	8.2	8.3	8.3	7.9
비지배주주지분(연결)	0	0	1	1	1	ROE (%)	12.5	11.6	11.0	10.8	10.2
자본총계	181	200	220	242	264	ROIC (%)	11.4	11.1	9.8	10.6	11.3

현금흐름표						주요투자지표					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	20	25	13	24	30	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	20	22	24	26	26	P/E	9.5	10.3	6.8	6.3	6.1
비현금수익비용가감	12	10	9	9	9	P/B	1.1	1.1	0.8	0.7	0.6
유형자산감가상각비	8	8	9	9	9	P/S	0.7	0.8	0.6	0.5	0.5
무형자산상각비	0	0	0	0	0	EV/EBITDA	6.4	6.5	4.9	4.1	3.4
기타현금수익비용	4	2	-3	-1	-1	P/CF	6.0	7.1	5.1	4.8	4.7
영업활동 자산부채변동	-10	-5	-20	-10	-5	배당수익률 (%)	1.5	1.6	2.3	2.3	2.3
매출채권 감소(증가)	5	-18	4	-5	-4	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-4	15	-22	-4	-4	매출액	1.0	7.3	-1.5	9.0	6.4
매입채무 증가(감소)	-10	-3	3	-1	2	영업이익	-16.1	1.2	-9.1	15.8	10.7
기타자산 부채변동	-2	0	-5	0	0	세전이익	-20.9	7.8	9.7	7.6	2.8
투자활동 현금	-23	3	-7	-11	-11	당기순이익	-24.2	10.2	8.5	7.4	2.8
유형자산처분(취득)	-16	-8	-7	-10	-10	EPS	-29.9	10.3	10.7	7.9	2.8
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	-7	12	-1	0	0	부채비율	49.2	32.1	31.5	28.3	26.9
기타투자활동	0	0	0	0	0	유동비율	178.5	202.9	215.4	248.3	272.6
재무활동 현금	11	-25	-5	-4	-4	순차입금/자기자본(x)	10.6	-3.4	-3.0	-6.8	-12.1
차입금의 증가(감소)	-9	-23	-2	0	0	영업이익/금융비용(x)	20.3	18.7	26.3	10.3	11.4
자본의 증가(감소)	20	-3	-4	-4	-4	총차입금 (십억원)	46	24	25	25	25
배당금의 지급	2	3	4	4	4	순차입금 (십억원)	19	-7	-7	-16	-32
기타재무활동	0	0	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	8	3	1	10	15	EPS	1,066	1,175	1,300	1,403	1,442
기초현금	19	27	30	31	41	BPS	9,657	10,676	11,691	12,826	13,999
기말현금	27	30	31	41	56	SPS	15,019	16,111	15,875	17,299	18,404
NOPLAT	21	21	19	22	25	CFPS	1,684	1,722	1,731	1,828	1,868
FCF	-2	30	5	13	19	DPS	150	200	200	200	200

자료: 노바렉스, DS투자증권 리서치센터 / 주: K-IFRS 연결기준

코스맥스엔비티 222040

강력한 고객사 레퍼런스가 설명해주는 경쟁력

25년에도 중국향 실적 성장으로 매출 성장 및 영업이익 턴어라운드 기대

코스맥스엔비티의 25년 실적은 연결기준 매출액 3,492억원(+10% YoY), 영업이익 201억원(+103% YoY, OPM 5.8%)으로 턴어라운드를 전망한다. 한국과 호주 법인의 중국 고객사향 수출 성장과 미국 법인의 구조 재편에 따른 적자 축소가 실적 성장을 견인할 전망이다. 한국 법인은 25년에도 중국 직구 채널 고객사향 신제품 및 수주 확대에 수출 실적이 +17% 성장, 내수는 올리브영과 편의점 등 신규 채널향 매출 성장이 기대된다. 호주 법인은 중국향 주요 고객사향 제품 믹스 개선과 전략적 협업을 통해 실적 성장을 이어갈 전망이다. 미국 법인은 한국 법인을 통한 생산 이원화와 비용 효율화로 적자 축소가 기대된다. 이에따라 동사의 전체 실적에서 해외 매출이 차지하는 비중은 21년 53%→23년 65%→25년 72%로 확대될 전망이다.

해외 법인 턴어라운드 → 재무구조 개선 선순환 기대

코스맥스엔비티는 한국-호주-미국에 이르는 글로벌 생산 네트워크를 보유하고 있어 글로벌 전기식 ODM으로 입지가 높다. 특히 중국에서 인기 있는 호주와 중국과 거리가 가까운 한국 공장이라는 지리적 이점을 가지고 있다. 또한 국내 외 강력한 전기식 고객 레퍼런스를 바탕으로 수주가 증가하고 있다. 다만 그동안 호주와 미국 법인이 영업 적자로 연결 실적을 훼손해왔는데 호주는 24년 흑자전환 후 25년 이익 성장, 미국 법인은 생산 이원화(미국+한국) 및 구조 개선으로 적자 축소가 본격화될 전망이다. 특히 미국 법인은 유희 공장 매각 등 자산 효율화로 차입금 감소가 기대돼 재무구조 개선으로 선순환이 기대된다.

투자의견 매수, 목표주가 6,000원 유지

코스맥스엔비티에 대해 투자의견과 목표주가를 그대로 유지한다. 목표주가는 25년 예상 EPS에 목표배수 12배를 적용해 산출했다. 동사는 음식료 기업 중 중국 노출 비중이 가장 높아 중국 경기 부양 및 소비 트렌드 변화의 수혜가 기대된다. 또한 재무구조 개선으로 향후 3개년간 높은 EPS 성장률을 시현할 것이다.

Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	328	334	318	349	375
영업이익	2	12	10	20	29
영업이익률(%)	0.7	3.6	3.1	5.8	7.6
세전이익	-5	0	0	12	23
지배주주지분순이익	-13	-6	-6	10	18
EPS(원)	-634	-315	-280	477	869
증감률(%)	적지	적지	적지	흑전	82.1
ROE(%)	-26.4	-16.3	-17.3	27.7	36.3
PER(배)	-6.8	-20.4	-12.0	7.4	4.1
PBR(배)	2.0	3.7	2.3	1.8	1.3
EV/EBITDA(배)	12.7	10.8	8.5	5.8	4.3

자료: 코스맥스엔비티, DS투자증권 리서치센터, KIFRS 연결기준

장지혜 음식료·미디어

02-709-2336

jihye.j@ds-sec.co.kr

김대성 연구원

02-709-2886

rlarla6019@ds-sec.co.kr

2025.03.31

매수(유지)

목표주가(유지)	6,000원
현재주가(03/28)	3,550원
상승여력	69.0%

Stock Data

KOSDAQ	693.8pt
시가총액(보통주)	73십억원
발행주식수	20,628천주
액면가	500원
자본금	10십억원
60일 평균거래량	33천주
60일 평균거래대금	108백만원
외국인 지분율	0.0%
52주 최고가	5,030원
52주 최저가	2,850원
주요주주	
코스맥스비티아이(외 11인)	44.4%
자사주(외 1인)	0.4%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	11.3	18.0
3M	17.9	13.8
6M	12.5	22.9

주가차트

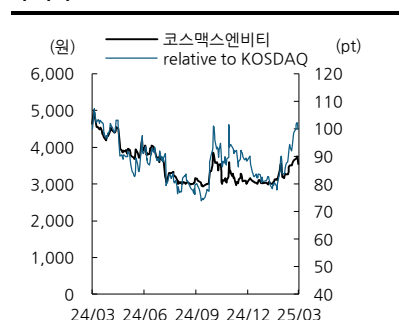
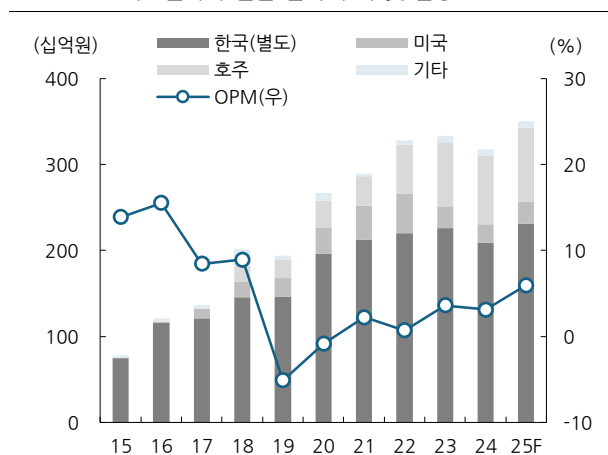


표3 코스맥스엔비티 실적 테이블

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024	2025F
매출액	71.0	80.9	85.8	80.3	76.1	88.7	96.0	88.3	328.2	333.6	317.9	349.2
YoY	-11.7%	-1.5%	-5.6%	0.0%	7.3%	9.6%	11.9%	10.0%	13.4%	1.7%	-4.7%	9.8%
1. 별도	43.0	51.9	55.9	58.3	50.3	57.2	61.7	62.1	220.3	226.0	209.1	231.2
YoY	-17.8%	-9.5%	-10.7%	8.3%	17.0%	10.1%	10.4%	6.5%	3.5%	2.6%	-7.5%	10.6%
1) 내수	21.9	25.0	24.6	23.9	22.5	25.8	25.4	24.6	123.0	114.7	95.4	98.3
YoY	-25.1%	-11.8%	-12.6%	-17.5%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	-8.6%	-6.7%	-16.8%	3.0%
2) 수출	21.1	26.9	31.2	34.4	27.8	31.4	36.3	37.5	97.3	111.3	113.6	133.0
YoY	-8.5%	-7.3%	-9.2%	38.5%	31.5%	16.7%	16.4%	8.9%	24.1%	14.3%	2.1%	17.0%
2. 미국	5.0	5.4	6.8	4.6	5.2	6.2	8.2	5.3	45.7	25.3	21.7	24.9
YoY	-11.8%	-21.9%	-12.2%	-9.2%	5.0%	15.0%	20.0%	15.0%	16.6%	-44.5%	-14.1%	14.3%
3. 호주	19.6	21.3	21.5	17.2	18.6	23.4	24.1	18.9	57.0	74.7	79.6	85.1
YoY	13.9%	24.4%	9.4%	-17.0%	-5.0%	10.0%	12.0%	10.0%	66.4%	31.0%	6.6%	6.8%
4. 기타/조정	3.4	2.4	1.5	0.2	2.0	2.0	2.0	2.0	5.2	7.6	7.5	8.0
영업이익	0.6	3.3	2.6	3.4	1.7	5.0	6.8	6.6	2.2	12.0	9.9	20.1
YoY	-61.4%	-18.1%	-46%	113.8%	196.8%	51.6%	163%	93.3%	-65.2%	434.6%	-17.3%	103.4%
영업이익률	0.8%	4.1%	3.0%	4.3%	2.3%	5.7%	7.0%	7.5%	0.7%	3.6%	3.1%	5.8%
1. 별도	4.3	6.8	6.6	7.5	5.8	7.1	7.4	7.5	30.3	30.5	25.1	27.8
YoY	-47.9%	-21.7%	-13.2%	24.7%	35.2%	5.1%	12.9%	-0.7%	13.0%	0.7%	-17.5%	10.6%
영업이익률	10.0%	13.1%	11.7%	12.9%	11.5%	12.5%	12.0%	12.0%	13.7%	13.5%	12.0%	12.0%
2. 미국	-4.0	-3.3	-4.6	-5.1	-3.9	-2.8	-2.0	-1.5	-27.9	-18.3	-17.0	-10.2
YoY	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
영업이익률	-80%	-62%	-67%	-111%	-75%	-45%	-25%	-28%	-61%	-72%	-78%	-41%
3. 호주	-0.3	-0.3	0.0	0.7	-0.6	0.5	1.0	0.4	-2.2	-1.3	0.0	1.3
YoY	적지	적지	-77.9%	흑전	적지	흑전	5096.0%	-45.9%	적지	적지	흑전	3520%
영업이익률	-1.8%	-1.6%	0.1%	4.1%	-3.0%	2.0%	4.0%	2.0%	-3.9%	-1.7%	0.0%	1.5%
4. 기타/조정	0.6	0.2	0.6	0.3	0.4	0.2	0.4	0.3	2.1	1.1	1.7	1.3
순이익	-6.4	-0.5	-1.4	2.9	-0.4	2.3	3.6	3.8	-12.9	-5.8	-5.4	9.3
YoY	적지	적지	적전	흑전	적지	흑전	흑전	32.7%	적지	적지	적지	흑전
순이익률	-9.1%	-0.6%	-1.6%	3.6%	-0.5%	2.6%	3.7%	4.3%	-3.9%	-1.7%	-1.7%	2.7%

자료: 코스맥스엔비티, DS투자증권 리서치센터 추정

그림22 코스맥스엔비티 연결 실적 추이 및 전망



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림23 목표주가 산출

PER Valuation	
2025F EPS (원)	477
2024 EPS	-280
2025F EPS	477
Target PER (배)	12.0
Historical PER(20~24)	n/a
건기식 Target PER	12.0
목표주가 (원)	6,000
현재주가 (원)	3,550
상승여력	69.0%

자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터, 주: 현재주가는 2025.03.28 종가

[코스맥스엔비티 222040]

재무상태표 (십억원)						손익계산서 (십억원)					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	188	180	182	197	216	매출액	328	334	318	349	375
현금 및 현금성자산	64	60	59	63	74	매출원가	290	285	274	301	323
매출채권 및 기타채권	46	49	50	55	59	매출총이익	38	48	44	48	51
재고자산	43	35	35	39	42	판매비 및 관리비	36	36	34	28	23
기타	36	36	38	40	41	영업이익	2	12	10	20	29
비유동자산	116	120	112	103	95	(EBITDA)	18	26	24	33	40
관계기업투자등	2	2	4	5	5	금융손익	-6	-9	-11	-11	-10
유형자산	108	112	104	95	88	이자비용	8	12	12	12	11
무형자산	1	1	1	1	1	관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
자산총계	304	300	294	299	312	기타영업외손익	-1	-2	1	3	4
유동부채	212	234	245	250	254	세전계속사업이익	-5	0	0	12	23
매입채무 및 기타채무	33	41	46	51	55	계속사업법인세비용	8	6	6	3	6
단기금융부채	171	188	189	189	189	계속사업이익	-13	-6	-5	9	17
기타유동부채	9	5	9	10	10	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	45	26	14	5	-5	당기순이익	-13	-6	-5	9	17
장기금융부채	37	17	4	-6	-16	지배주주	-13	-6	-6	10	18
기타비유동부채	7	9	10	10	11	총포괄이익	-12	-5	-5	9	17
부채총계	257	259	259	254	249	매출총이익률 (%)	11.6	14.5	13.7	13.7	13.7
지배주주지분	44	36	30	40	58	영업이익률 (%)	0.7	3.6	3.1	5.8	7.6
자본금	10	10	10	10	10	EBITDA마진률 (%)	5.5	7.6	7.5	9.4	10.7
자본잉여금	39	39	39	39	39	당기순이익률 (%)	-3.9	-1.7	-1.7	2.7	4.5
이익잉여금	-7	-15	-21	-11	7	ROA (%)	-4.3	-2.1	-1.9	3.3	5.8
비지배주주지분(연결)	4	4	5	5	5	ROE (%)	-26.4	-16.3	-17.3	27.7	36.3
자본총계	47	41	35	45	63	ROIC (%)	0.8	-92.6	-77.2	9.3	13.6

현금흐름표 (십억원)						주요투자지표 (원, 배)					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	14	17	15	18	25	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	-13	-6	-5	9	17	P/E	-6.8	-20.4	-12.0	7.4	4.1
비현금수익비용가감	45	35	30	14	13	P/B	2.0	3.7	2.3	1.8	1.3
유형자산감가상각비	15	13	14	13	11	P/S	0.3	0.4	0.2	0.2	0.2
무형자산상각비	1	0	0	0	0	EV/EBITDA	12.7	10.8	8.5	5.8	4.3
기타현금수익비용	29	21	15	1	1	P/CF	2.8	4.6	2.8	3.2	2.5
영업활동 자산부채변동	-4	10	6	-5	-4	배당수익률 (%)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
매출채권 감소(증가)	0	-6	-2	-5	-4	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	0	8	0	-4	-3	매출액	13.4	1.7	-4.7	9.8	7.4
매입채무 증가(감소)	-4	6	8	5	4	영업이익	-65.2	434.6	-17.3	103.4	42.3
기타자산 부채변동	1	2	0	-1	-1	세전이익	적전	흑전	-1.2	2,979.2	82.1
투자활동 현금	-1	-13	-4	-4	-4	당기순이익	적지	적지	적지	흑전	82.1
유형자산처분(취득)	-2	-14	-4	-4	-4	EPS	적지	적지	적지	흑전	82.1
무형자산 감소(증가)	0	0	0	0	0	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	0	0	0	0	0	부채비율	543.3	639.3	739.2	567.4	397.3
기타투자활동	1	1	0	0	0	유동비율	88.7	77.2	74.5	78.6	85.1
재무활동 현금	-6	-8	-12	-10	-10	순차입금/자기자본(x)	299.5	353.6	380.5	266.0	156.5
차입금의 증가(감소)	-5	-8	-12	-10	-10	영업이익/금융비용(x)	0.3	1.0	0.8	1.7	2.6
자본의 증가(감소)	0	-1	0	0	0	총차입금 (십억원)	208	204	194	184	174
배당금의 지급	0	0	0	0	0	순차입금 (십억원)	142	144	133	119	98
기타재무활동	0	0	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	7	-4	-1	4	11	EPS	-634	-315	-280	477	869
기초현금	56	64	60	59	63	BPS	2,109	1,755	1,478	1,953	2,819
기말현금	64	60	59	63	74	SPS	15,911	16,174	15,415	16,926	18,175
NOPLAT	2	-171	-133	15	22	CFPS	1,551	1,396	1,187	1,115	1,444
FCF	27	26	26	14	21	DPS	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a

자료: 코스맥스엔비티, DS투자증권 리서치센터 / 주: KIFRS 연결기준

콜마비엔에이치 200130

수익성 개선과 주주 가치 제고 집중

25년은 국내외 ODM 성장과 수익성 개선 전망

콜마비엔에이치의 25년 실적은 연결기준 매출액 6,369억원(+3% YoY), 영업이익 314억원(+28% YoY, OPM 4.9%)으로 전망한다. 별도기준 매출액 4,829억원(+3% YoY), 영업이익 303억원(+27% YoY, OPM 6.3%)으로 전망하는데 1)건강기능식품 매출은 3,291억원(+3% YoY)으로 기존 주요 고객사 외 ODM 물량이 증가하며 성장을 이어갈 전망이다. 국내외 신규 고객사 확보 및 기존 고객사 신제품이 증가하며 성장이 기대된다. 2)화장품 매출은 1,538억원(+2% YoY)으로 기존 주요 고객사의 국내외 고른 실적 성장이 기대된다. 한편 25년은 전년도 신공장 본격 가동 후 안정화에 접어들며 수익 정상화와 적극적인 비용 통제를 통해 수익성 개선도 기대된다.

한국-중국 생산 네트워크 강화, 국내외 ODM 확대, 해외 지역 다변화

콜마비엔에이치는 한국-중국 생산 네트워크를 강화하며 글로벌 건기식 ODM으로 성장하고 있다. 한국은 24년 준공한 세종3공장을 가동하며 총 7천억원 규모의 CAPA를 확보했으며 중국에도 2개의 공장(강소콜마, 연태콜마)을 보유하고 있다. 이를 통해 적극적으로 국내외 ODM 물량을 확대하며 방판 기반의 기존 주요 고객사 의존도가 축소되고 있다. 기존 주요 고객사 매출은 21년 4,288억원→24년 3,749억원으로 축소되었으며 별도 실적 내 매출 비중은 동기간 82%→80%로 축소됐다. 해외 수출은 중국 공장 가동을 확대하는 동시에 지역을 다변화하며 성장이 기대된다.

투자의견 매수, 목표주가 1.7만원으로 하향하나 향후 밸류업 기대

콜마비엔에이치에 대해 투자의견은 유지하나 목표주가를 기존 2만원에서 1.7만원으로 -15% 하향한다. 목표주가 하향은 25년 실적 추정치 하향에 기인하며 목표배수는 최근 4년 평균 배수인 25배를 20% 할인한 20배를 적용했다. 동사는 지난 3/28 기업가치 제고 계획을 발표했는데 27년까지 ROE와 ROIC를 각각 10%로 개선, 배당성향은 20% 이상을 유지하며 주주 환원을 확대할 것이다. 해외 실적 성장과 국내외 수익성 개선으로 밸류업이 기대된다.

장지혜 음식료·미디어

02-709-2336

jihye.j@ds-sec.co.kr

김대성 연구원

02-709-2886

rlarla6019@ds-sec.co.kr

2025.03.31

매수(유지)

목표주가(하향)	17,000원
현재주가(03/28)	12,870원
상승여력	32.1%

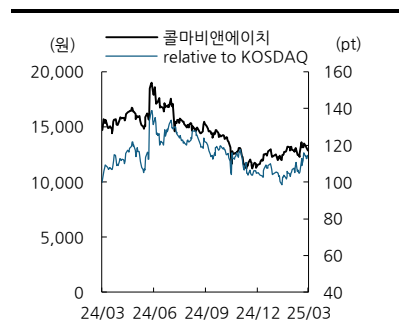
Stock Data

KOSDAQ	693.8pt
시가총액(보통주)	379십억원
발행주식수	29,416천주
액면가	500원
자본금	15십억원
60일 평균거래량	122천주
60일 평균거래대금	1,632백만원
외국인 지분율	0.0%
52주 최고가	19,970원
52주 최저가	11,030원
주요주주	
한국콜마홀딩스(외 8인)	53.5%
한국원자력연구원(외 1인)	6.1%

주가추이 및 상대강도

(%)	절대수익률	상대수익률
1M	-0.2	6.5
3M	13.8	9.6
6M	-16.0	-5.6

주가차트



Financial Data

(십억원)	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	576	580	616	637	666
영업이익	61	30	25	31	38
영업이익률(%)	10.6	5.2	4.0	4.9	5.8
세전이익	56	26	23	30	37
지배주주지분순이익	41	20	18	23	29
EPS(원)	1,371	667	630	819	1,006
증감률(%)	-42.0	-51.3	-5.5	29.9	22.9
ROE(%)	10.3	4.9	4.5	5.8	6.8
PER(배)	20.6	26.9	18.3	15.7	12.8
PBR(배)	2.1	1.3	0.9	0.9	0.9
EV/EBITDA(배)	11.8	13.9	10.3	9.7	8.4

자료: 콜마비엔에이치, DS투자증권 리서치센터, K-IFRS 연결기준

표4 콜마비앤에이치 실적테이블

(십억원, %)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2022	2023	2024	2025F
매출액	160.2	165.9	147.4	142.1	166.2	172.0	151.4	147.3	575.9	579.6	615.6	636.9
YoY	16.3%	5.8%	5.8%	-2.5%	3.7%	3.7%	2.7%	3.7%	-2.9%	0.6%	6.2%	3.5%
1. 별도	119.9	126.4	114.6	108.1	123.8	130.5	116.9	111.7	505.9	445.7	469.0	482.9
YoY	9.0%	5.8%	6.7%	-0.7%	3.3%	3.2%	2.0%	3.3%	-3.7%	-11.9%	5.2%	3.0%
1-1. 식품	81.4	80.5	82.3	74.6	84.5	83.4	83.9	77.2	354.0	301.6	318.8	329.1
YoY	7.0%	3.9%	7.9%	3.9%	3.8%	3.7%	2.0%	3.5%	-6.1%	-14.8%	5.7%	3.2%
1) 내수	49.9	54.0	62.8	49.3	50.9	55.1	63.2	50.2	259.8	210.7	215.9	219.4
YoY	-7.8%	-3.8%	15.9%	6.3%	2.1%	2.1%	0.6%	1.9%	2.5%	-18.9%	2.5%	1.6%
2) 수출	31.5	26.6	19.5	25.4	33.6	28.3	20.8	27.0	94.1	90.9	103.0	109.7
YoY	43.2%	24.6%	-11.7%	-0.5%	6.6%	6.4%	6.4%	6.5%	-23.8%	-3.4%	13.2%	6.5%
1-2. 화장품	38.5	45.9	32.3	33.5	39.3	47.0	33.0	34.5	151.9	144.0	150.2	153.8
YoY	13.9%	9.2%	3.9%	-9.7%	2.1%	2.5%	2.0%	3.0%	2.6%	-5.2%	4.3%	2.4%
1) 내수	15.0	16.5	16.2	15.5	15.4	17.0	16.7	16.0	77.2	60.0	63.2	65.1
YoY	4.7%	-12.2%	50.0%	-3.5%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	22.4%	-22.3%	5.4%	3.0%
2) 수출	23.5	29.4	16.2	18.0	23.8	30.0	16.3	18.5	74.7	84.0	87.0	88.7
YoY	20.6%	26.5%	-20.5%	-14.4%	1.5%	2.2%	1.0%	3.0%	-12.1%	12.5%	3.6%	1.9%
2. 연결/조정	40.4	39.5	32.8	33.9	42.4	41.5	34.5	35.6	70.0	133.9	146.7	154.0
영업이익	9.5	7.8	4.1	3.2	7.8	7.7	8.5	7.4	61.1	30.3	24.6	31.4
YoY	-0.4%	-21.5%	-40.1%	-18.8%	-18.1%	-1.6%	109.8%	129.9%	-33.3%	-50.5%	-18.6%	27.6%
영업이익률	6.0%	4.7%	2.8%	2.3%	4.7%	4.5%	5.6%	5.0%	10.6%	5.2%	4.0%	4.9%
1. 별도	7.7	8.2	5.5	2.5	7.0	8.1	8.5	6.7	60.1	31.3	23.9	30.3
YoY	-10.5%	-13.3%	-33.5%	-49.6%	-9.6%	-1.4%	56.6%	163.1%	-29.8%	-47.9%	-23.7%	26.7%
영업이익률	6.4%	6.5%	4.8%	2.4%	5.6%	6.2%	7.3%	6.0%	11.9%	7.0%	5.1%	6.3%
2. 연결/조정	1.8	-0.4	-1.4	0.7	0.8	-0.4	0.0	0.7	1.0	-1.1	0.7	1.1
순이익	6.6	4.9	3.6	2.1	5.5	4.8	6.9	5.2	40.4	18.7	17.2	22.3
YoY	3.0%	-33.2%	-32.5%	흑전	-16.7%	-3.3%	93.1%	149.2%	-41.0%	-53.6%	-8.2%	29.8%
순이익률	4.1%	3.0%	2.4%	1.5%	3.3%	2.8%	4.5%	3.5%	7.0%	3.2%	2.8%	3.5%

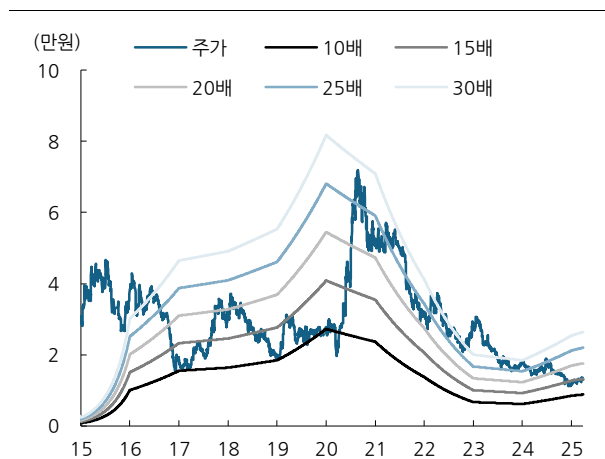
자료: 콜마비앤에이치, DS투자증권 리서치센터

표5 추정치 변경 내역

(십억원, %)	기존추정치(24.06.21)		추정치변경(25.03.31)		% Gap	
	2024F	2025F	2024	2025F	2024	2025F
매출액	662.3	736.30	615.6	636.9	-7.0	-13.5
영업이익	40.7	48.9	24.6	31.4	-39.5	-35.7
순이익	30.1	37.1	17.2	22.3	-42.8	-39.8

자료: DS투자증권 리서치센터

그림24 콜마비앤에이치 PER 밴드차트



자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터

그림25 목표주가 산출

PER Valuation	
2025F EPS (원)	819.1
2024 EPS	630.4
2025F EPS	819.1
Target PER (배)	20.0
Historical PER(20~24)	25.0
건기식 Target PER	12.0
목표주가 (원)	17,000
현재주가 (원)	12,870
상승여력	32.1%

자료: FnGuide, DS투자증권 리서치센터, 주: 현재주가는 2025.03.28 종가

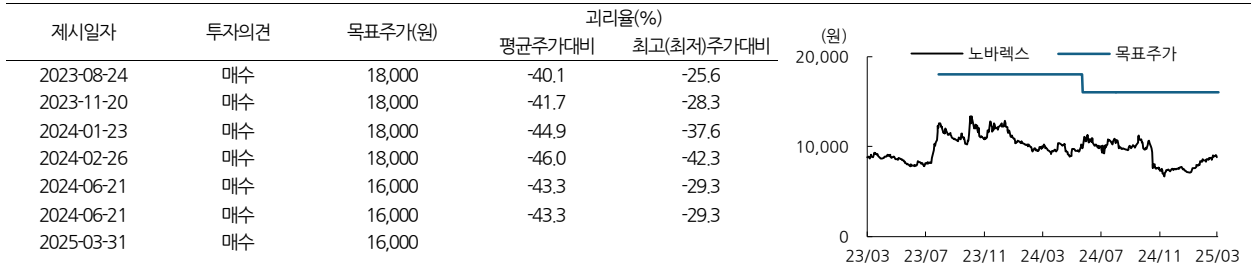
[콜마비앤에이치 200130]

재무상태표						손익계산서					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	240	227	224	224	229	매출액	576	580	616	637	666
현금 및 현금성자산	59	52	40	26	23	매출원가	473	499	531	549	574
매출채권 및 기타채권	34	30	34	40	42	매출총이익	103	81	85	88	92
재고자산	88	91	69	74	78	판매비 및 관리비	42	51	60	56	54
기타	59	54	80	83	87	영업이익	61	30	25	31	38
비유동자산	377	468	466	483	501	(EBITDA)	76	47	44	52	59
관계기업투자등	25	23	21	22	23	금융손익	0	-2	-1	-1	-1
유형자산	248	284	312	323	335	이자비용	3	7	9	9	9
무형자산	22	21	23	23	24	관계기업등 투자손익	-1	-1	0	0	0
자산총계	617	695	690	707	730	기타영업외손익	-5	-2	-1	0	0
유동부채	154	220	236	236	239	세전계속사업이익	56	26	23	30	37
매입채무 및 기타채무	48	81	61	60	63	계속사업법인세비용	15	7	6	8	10
단기금융부채	95	132	169	169	169	계속사업이익	40	19	17	22	27
기타유동부채	11	7	6	7	7	중단사업이익	0	0	0	0	0
비유동부채	60	79	59	59	59	당기순이익	40	19	17	22	27
장기금융부채	58	76	56	56	56	지배주주	41	20	18	23	29
기타비유동부채	2	2	3	3	3	총포괄이익	41	19	17	22	27
부채총계	214	298	296	295	298	매출총이익률 (%)	17.9	14.0	13.8	13.8	13.8
지배주주지분	402	399	397	414	434	영업이익률 (%)	10.6	5.2	4.0	4.9	5.8
자본금	15	15	15	15	15	EBITDA마진률 (%)	13.1	8.1	7.1	8.1	8.9
자본잉여금	9	9	-3	-3	-3	당기순이익률 (%)	7.0	3.2	2.8	3.5	4.1
이익잉여금	377	384	398	413	433	ROA (%)	7.0	3.0	2.6	3.4	4.0
비지배주주지분(연결)	1	-2	-2	-2	-2	ROE (%)	10.3	4.9	4.5	5.8	6.8
자본총계	403	396	395	412	432	ROIC (%)	12.7	4.7	3.7	4.7	5.4

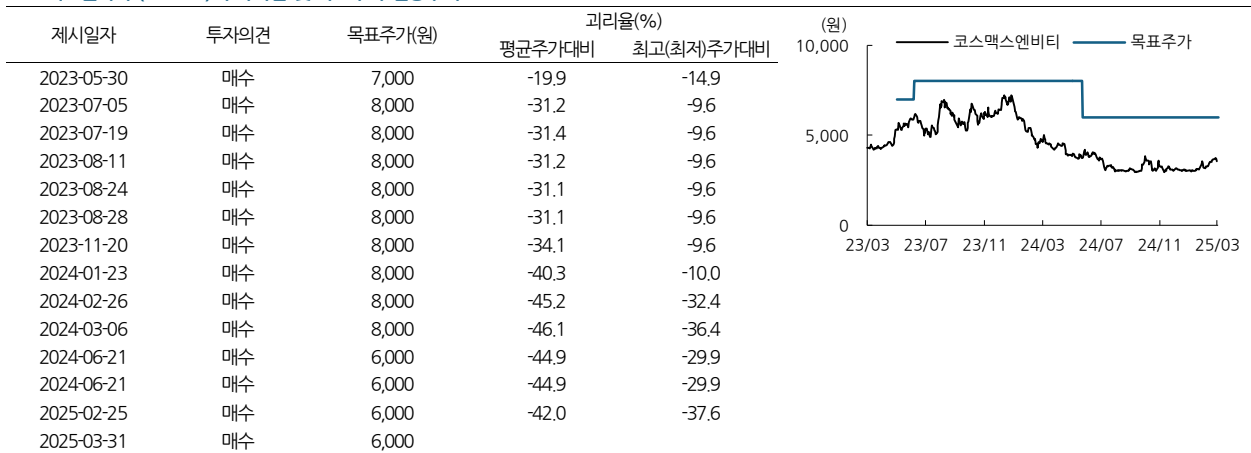
현금흐름표						주요투자지표					
	2022	2023	2024	2025F	2026F		2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	5	56	39	35	47	투자지표 (x)					
당기순이익(손실)	40	19	17	22	27	P/E	20.6	26.9	18.3	15.7	12.8
비현금수익비용가감	37	37	32	24	23	P/B	2.1	1.3	0.9	0.9	0.9
유형자산감가상각비	13	15	18	19	20	P/S	1.5	0.9	0.6	0.6	0.6
무형자산상각비	1	1	2	1	1	EV/EBITDA	11.8	13.9	10.3	9.7	8.4
기타현금수익비용	22	20	4	4	1	P/CF	10.8	9.5	6.8	8.1	7.6
영업활동 자산부채변동	-49	12	-1	-12	-3	배당수익률 (%)	1.1	1.7	2.7	2.4	2.4
매출채권 감소(증가)	-9	2	-4	-5	-2	성장성 (%)					
재고자산 감소(증가)	-11	-6	22	-5	-4	매출액	-2.9	0.6	6.2	3.5	4.5
매입채무 증가(감소)	-23	25	-15	-1	3	영업이익	-33.3	-50.5	-18.6	27.6	22.0
기타자산 부채변동	-6	-9	-4	0	0	세전이익	-39.3	-53.5	-10.0	29.1	22.9
투자활동 현금	-73	-97	-42	-40	-42	당기순이익	-41.0	-53.6	-8.2	29.8	22.9
유형자산처분(취득)	-48	-91	-34	-31	-32	EPS	-42.0	-51.3	-5.5	29.9	22.9
무형자산 감소(증가)	0	1	0	-1	-1	안정성 (%)					
투자자산 감소(증가)	15	13	-4	-4	-4	부채비율	53.2	75.2	74.8	71.6	69.0
기타투자활동	-39	-19	-4	-4	-5	유동비율	155.9	103.2	94.7	94.9	96.0
재무활동 현금	34	33	-9	-9	-9	순차입금/자기자본(x)	13.4	30.1	28.4	29.9	28.6
차입금의 증가(감소)	46	55	6	0	0	영업이익/금융비용(x)	19.2	4.1	2.7	3.6	4.4
자본의 증가(감소)	-11	-19	-15	-9	-9	총차입금 (십억원)	153	208	225	225	225
배당금의 지급	11	9	9	9	9	순차입금 (십억원)	54	119	112	123	123
기타재무활동	0	-3	0	0	0	주당지표(원)					
현금의 증가	-33	-8	-12	-14	-3	EPS	1,371	667	630	819	1,006
기초현금	92	59	52	40	26	BPS	13,594	13,495	13,499	14,062	14,741
기말현금	59	52	40	26	23	SPS	19,493	19,617	20,929	21,652	22,627
NOPLAT	44	22	18	23	28	CFPS	2,619	1,883	1,687	1,584	1,699
FCF	-44	-29	6	-5	6	DPS	308	308	310	310	310

자료: 콜마비앤에이치, DS투자증권 리서치센터 / 주: KIFRS 연결기준

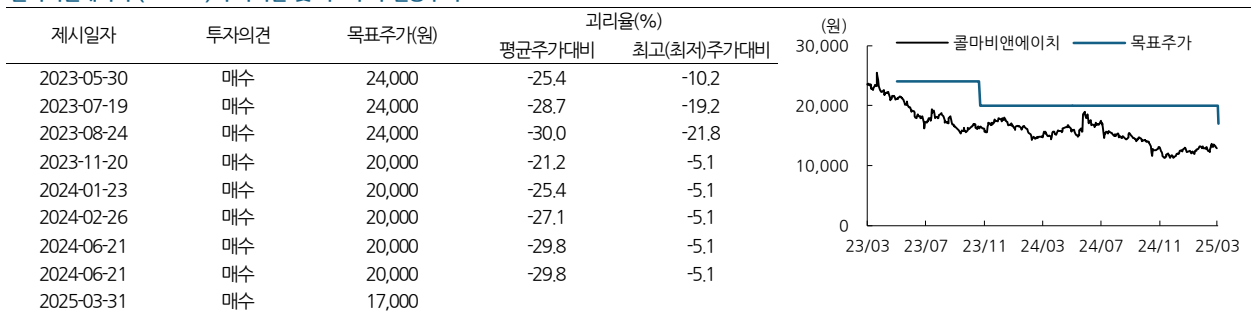
노바렉스 (194700) 투자의견 및 목표주가 변동추이



코스맥스엔비티 (222040) 투자의견 및 목표주가 변동추이



콜마비엔에이치 (200130) 투자의견 및 목표주가 변동추이



투자의견 및 적용기준 (향후 12개월간 주가 등락 기준)

기업		산업	
매수	+10% 이상의 투자수익이 예상되는 경우	비중확대	
중립	-10% ~ +10% 이내의 등락이 예상되는 경우	중립	업종별 투자의견은 해당업종 투자비중에 대한 의견
매도	-10% 이하의 주가하락이 예상되는 경우	비중축소	

투자의견 비율

기준일 2024.12.31

매수	중립	매도
98.7%	1.3%	0.0%

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.