

# 노바렉스

(194700.Kosdaq)

## No바렉스? Yes바렉스!

### I. Intro

- 0.1. 성장하는 건강기능식품시장
- 0.2. 개별인정원료 시장의 상승세
- 0.3. 왜 노바렉스인가?

### II. 산업분석

#### 1. 건강기능식품 시장

- 1.1. 건강기능식품이란?
- 1.2. 건강기능식품 시장 현황
- 1.3. 다양한 유통채널과 더불어 견고해진 소비계층
- 1.4. 움직이는 청년층의 수요
- 1.5. 건강기능식품 산업의 규제 환경
- 1.6. 과점시장에 가까운 완전경쟁시장

### III. 기업분석

#### 2. 기업소개

- 2.1. R&D의 기술경쟁력, 개별인정원료 업계 1위로 증명
- 2.2. B2B 모델, 판매처 다각화
- 2.3. 국내 1위 건강기능식품 ODM/OEM 회사
- 2.4. 경쟁사 분석

### IV. Earning Table 추정

- 3.1. 매출액 및 매출원가 추정
- 3.2. 판매관리비와 영업이익 추정
- 3.3. 영업외손익 추정
- 3.4. 유효법인세율과 당기순이익
- 3.5 Earning Table

### V. 밸류에이션

- 4.1. FCFF Method
- 4.2 PER, PSR Method

### VI. Appendix



## 건강기능식품산업

Company report  
2019.10.31

투자의견	BUY
Target Price(Won)	FCFF METHOD : 26058 PER&PSR METHOD : 25770
Current Price (19.10.31, Won)	20100
Upside Potential	FCFF METHOD : 29.6% PER&PSR :METHOD : 28.2%

Total Asset(억원) listed Stocks	7,467 KOSDAQ
Charterd Capital (억원)	1,264
EPS 19F(원)	1443.33
P/E (19F)	18.05
Market P/E (18)	18.85
KOSPI	2,083.48
Market Cap(억원)	1,999
Shares Outstanding	9,003,740
주요주주 권석형 외 8인(%)	39
Beta(12M)	1.26
52-Week Low	14,000
52-Week High	27,250



김혜영(팀장)  
[kimhy\\_96@naver.com](mailto:kimhy_96@naver.com)

강재의  
[aramgrin@naver.com](mailto:aramgrin@naver.com)

송현우  
[guscks1427@naver.com](mailto:guscks1427@naver.com)

이인원  
[eanl0904@gmail.com](mailto:eanl0904@gmail.com)

심대용

# I. INTRO

## 전방 산업의 성장

### 0.1. 성장하는 건강기능식품 시장

건강기능식품의 인기가 식을 줄을 모른다. 성숙기에 접어들어 저성장 기조를 보이고 있는 식품시장과 대조적으로 건강기능식품은 생산량, 품목 수, 생산액이 10년 동안 우상향 그래프를 그리며 순항 중이다.

[그림 1] 건강기능식품시장 성장 추이



자료: 식품의약품안전처

## 후방 산업의 성장

### 0.2. 개별인정형원료 시장의 상승세

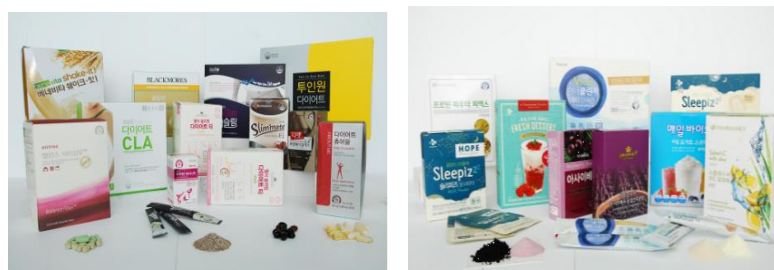
2015년 타 기업의 가짜 백수오 사태 이후 침체되었던 개별인정형원료 시장은 다시 상승세를 그리고 있으며 국내를 넘어 해외까지도 파이프라인을 확장 중이다. 나아가 올 4월에 발표된 정부의 건강기능식품 관련 규제완화 발표는 시장 확장에 더욱 박차를 가할 것으로 보인다.

### 0.3. 왜 노바렉스인가?

## 기업 선정 이유

본고에서는 성장하는 건강기능식품 시장에 맞추어 기업을 찾아보았다. 성장하는 산업환경 속에서 변화에 유기적으로 대응할 수 있는 기술, 즉 기업들의 개별인정원료 보유량을 검토하였고, 규제완화와 치열해진 기업 경쟁 속에서 수익성을 확보할 수 있는 OEM, ODM 방식의 기업을 우선순위에 두고 파악하였다.

[그림 2]노바렉스 제품군



자료: 노바렉스 홈페이지



## II. 산업분석

### 2.1. 건강기능식품 시장

#### 2.1.1. 건강기능식품이란?

건강기능 식품의 정의

건강기능식품이란 "인체에 유용한 기능성을 가진 원료나 성분을 사용하여 제조(가공 포함)한 식품"(건강기능식품에 관한 법률)이다. 여기서 기능성이라 함은 의약품과는 달리 치료나 예방의 목적이 아닌 인체의 정상적인 기능을 유지하고 생리기능을 활성화하여 건강을 유지 개선하는 것을 뜻하는 것으로 크게 '영양소 기능', '질병발생 위험감소 기능', '생리활성 기능' 이 있다.

개별인정형 원료와  
고시형 원료의 차이

건강기능식품에 사용되는 원료는 개별인정원료와 고시형 원료로 나눌 수 있다. 개별인정원료는 고시되지 않은 원료라는 뜻으로 식품의약품안전처장이 개별적으로 인정한 원료를 뜻한다. 이 경우, 영업자가 제출한 자료를 통해 기능성 원료로 인정받아야 원료의 제조 또는 판매가 가능하며 인정일로부터 6년이 지난 후에는 고시형으로 전환이 가능하다. 현재까지는 140여종의 개별인정원료가 있다. 고시형 원료는 문자 그대로 고시 되어있는 원료라는 뜻에서 누구나 제작 생산이 가능한 즉 제조 기준 등의 요건을 이미 다 충족한 원료라 할 수 있다.

#### 2.1.2. 건강기능식품 시장 현황

꾸준한 성장세를 보이고  
있는 건강기능식품 시장

건강에 대한 관심이 증대됨에 따라 건강기능식품 시장도 전성기에 들어선듯 하다. 성숙기에 접어들어 저성장 기조를 보이고 있는 식품시장과는 대조되게 건강기능식품은 최근 가파른 성장세를 보여주고 있다.

건강기능식품 생산현황의 추세 그래프는 10년간 꾸준히 상승하고 있으며, 관련 업체 수는 500개를 넘어섰다. 통계에 따르면 2009년 9600억 수준이었던 매출액은 10년이 지난 2018년 기준 2조 6480억 수준으로 꾸준히 우상향 하였다. 2009년부터 2011년까지는 두자리수의 성장률을 보였으며 2012년 한자리 수로 감소하였으나 이는 일시적인 경제 침체의 결과로, 이후 다시 2018년까지 꾸준한 성장세를 보이고 있다.

지난 4월 17일 정부는 대형마트와 백화점 등지에서 건강기능식품의 자유 판매를 허용한다고 발표하였다. 이는 가파른 상승 곡선을 그리고 있는 건기식 시장의 성장에 활력을 불어넣음과 동시에 기존 업체들의 경쟁을 더욱 치열하게 만들었다.



유통 경로 확대에 따른  
건기식 매출 증대

### 2.1.3. 다양한 유통채널과 더불어 견고해진 소비계층

최근 대형마트와 백화점 사업자의 건기식 판매 사전의무가 폐지되는 등 건기식에 대한 제재가 약화되면서 시장의 성장률은 더욱 박차를 가할 것으로 보인다. 또한 “피부 속까지 예뻐지자”와 같은 건강한 마케팅이 성공하며 건강기능식품의 범주와 고객층은 점차 확대되고 있다. 과거 장년층, 고령층을 대상으로 판매하던 다단계, 방문판매의 판매 방식에서 벗어나 쿠팡, 위메프 등 온라인 쇼핑몰과 더불어 블로그, 인스타그램 등으로 유통 경로가 확대되며 건강기능식품은 내 몸을 가꾸는 하나의 트렌드로 자리 잡은 상황이다. 건강기능 식품의 고객층이 고연령에서 젊은 소비자까지 끌어들이면서 매출 증대가 이루어졌다.

외모에 대한 관심은  
건강기능식품 수요  
증가로 이어짐

### 2.1.4. 움직이는 청년층의 수요

건강기능식품의 기능성별 매출 현황을 보면 2016년에 체지방 감소 기능을 지닌 제품의 매출액은 917.9억원이었고 2017년 1138.4억원 2018년 1293.5억원으로 계속해서 증가하는 모습을 보여주고 있다. 젊은 층의 외모와 이너 뷰티에 대한 관심 증가는 다이어트 식품은 물론 피부, 미용, 항산화 와 같은 건강기능식품의 수요 증가를 불러올 것으로 기대된다.

건강기능식품산업에  
대한 정부의 규제는 완화  
추세

### 2.1.5. 건강기능식품산업 규제 환경

건강기능식품에 대한 규제는 2016년 5월 농림축산식품부의 ‘농식품 선진화를 위한 규제개혁 방안’의 개혁과제 중 하나로 인정되면서, 차츰 완화되어가는 추세이다. ‘농식품 선진화를 위한 규제개혁 방안’을 통해 개별인정원료 심사기간을 기존 120일에서 60일로 단축하는 신속심사제를 도입하였고, 기존 사전심의제도로 진행되었던 건강기능식품 표시·광고 심의를 자율심의제도로 전환하는 정책도 추진되고 있다.

2019년 4월 기획재정부가 발표한 ‘현장밀착형 규제혁신 방안(V)’에는 건강기능식품의 대형마트·백화점 판매 신고 절차 폐지를 위한 법 개정이 포함된다. 기존에는 대형마트·백화점에서 건강기능식품을 판매하기 위해서는 관할 지방자치단체에 사전 신고가 의무였으나, 이번 개정으로, 판매가 쉽고 자유로워지는 것이다.



그 외에도 건강기능식품 원료범위를 GPC(인지능력 개선), 에키네시아(면역력 증진) 등 일부 의약품성분까지 확대하여, 원료 및 제품 개발의 폭이 넓어진다. 효능이 과학적으로 입증된 일반식품의 기능성 표시 허용, 광고 허용범위 확대가 논의되는 등 건강기능식품 홍보 및 판매에 대한 규제도 상당히 풀린다. 건강기능식품에 대한 전반적인 규제 완화 추세로부터, 건강기능식품 산업의 성장이 예상되며, 노바렉스 역시 간접적인 수혜가 기대된다.

### 2.1.6. 과점시장에 가까운 완전경쟁시장

진출기업의 수는 그다지 중요하지 않다

건강기능식품 산업에는 2017년 기준으로 약 500여 개의 기업이 진출한 상황이다. 단일산업에 500여 개의 기업이 진출한 점으로 볼 때, 완전경쟁시장의 요소가 다분한 것은 사실이다. 그러나, 각 기업을 매출 규모에 따라 분류하면 전체 기업 중 연 매출액 10억 원 미만의 소규모 업체가 약 70% 차지하는 것을 알 수 있다. 동시에, 총 매출 수준을 보면 소수의 중견기업·대기업(2017년 기준 매출액 500억원 이상 11개 기업)이 전체 시장 매출의 60% 이상 수익을 거두고 있다. 따라서, 건강기능식품 시장은 군소업체와 중견·대기업으로 양분되어 사실상 과점시장의 특성을 가지며, 이는 시장이 성장할수록 중견기업인 노바렉스에 더 많은 이익을 가져다 줄 것이다.

[표 1] 건강기능식품 매출액 규모별 업체 현황(2012-2017)

단위: 개, 십억

구분	총계	10억원 미만	10 - 50억원	50 - 100억원	100 - 300억원	300 - 500억원	500 - 1,000억원	1,000억원 이상	
업체 수	2012	421	314	66	14	21	2	3	1
	2013	435	324	73	11	16	6	4	1
	2014	454	337	77	14	14	7	4	1
	2015	487	361	77	23	12	8	5	1
	2016	487	350	81	25	17	5	7	2
	2017	496	358	86	23	14	4	9	2
매출액	2012	1,409	59	154	97	373	81	171	474
	2013	1,482	56	165	79	283	234	235	429
	2014	1,631	56	183	97	266	285	288	456
	2015	1,823	59	171	164	198	325	383	523
	2016	2,126	59	183	167	282	210	464	760
	2017	2,237	53	205	163	237	151	611	818

자료: 식품의약품안전처, 리서치 2팀



## Ⅲ. 기업분석

### 3.1. 기업소개

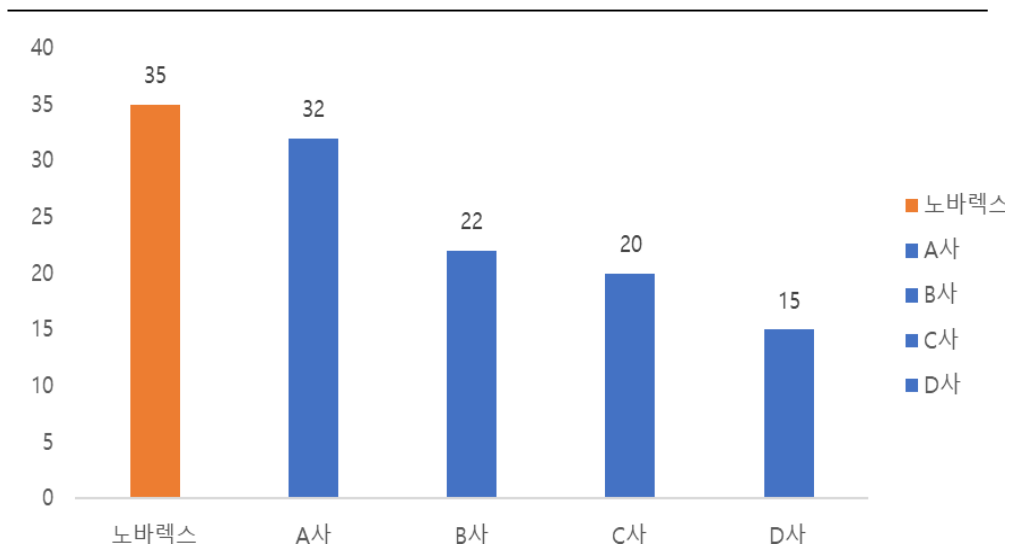
노바렉스는 건강기능식품 원료개발 및 제품 생산을 하는 회사이다. 2008년 11월에 설립하였고, 2018년 11월에 코스닥에 상장되었다. 당사는 주문자상표부착생산(OEM), 제조자개발생산(ODM) 방식의 제품 생산을 주로 채택하고 있는 B2B기업으로, 제형생산부터 제품 포장까지 맡아 생산한 완제품을 타 기업에 납품하는 형식을 취하고 있다. 기능성원료개발에도 비중을 두어, 개별인정원료에서는 업계 1위를 차지하고 있는 기업이기도 하다. 금년 매출액은 1274.6억원으로 예상된다.

#### 3.1.1. R&D의 기술경쟁력, 개별인정원료 업계 1위로 증명

노바렉스의 연구소는 상당한 수준의 R&D를 확보하고 있으며, 이는 개별인정원료 보유량에서 확인 가능하다. 현재 노바렉스에서 개발하여 개별인정을 받은 기능성 원료는 35개로, 이는 업계 1위 수준이다. 개별인정원료는 인정 시점부터 고시형 원료로 전환되기까지 독점 생산 및 판매가 가능하므로, 해당 원료를 활용하는 제품 생산에서 우위를 갖는다. 이러한 이점을 가진 개별인정원료를 노바렉스가 다량 확보하고 있다는 점에서 당사의 경쟁력을 확인할 수 있다.

개별인정원료 보유량  
국내 업계 1위

[그림 3] 개별인정원료 누적 보유량



자료: 식품의약품안전처, 리서치2팀



### 개별인정원료 진입장벽

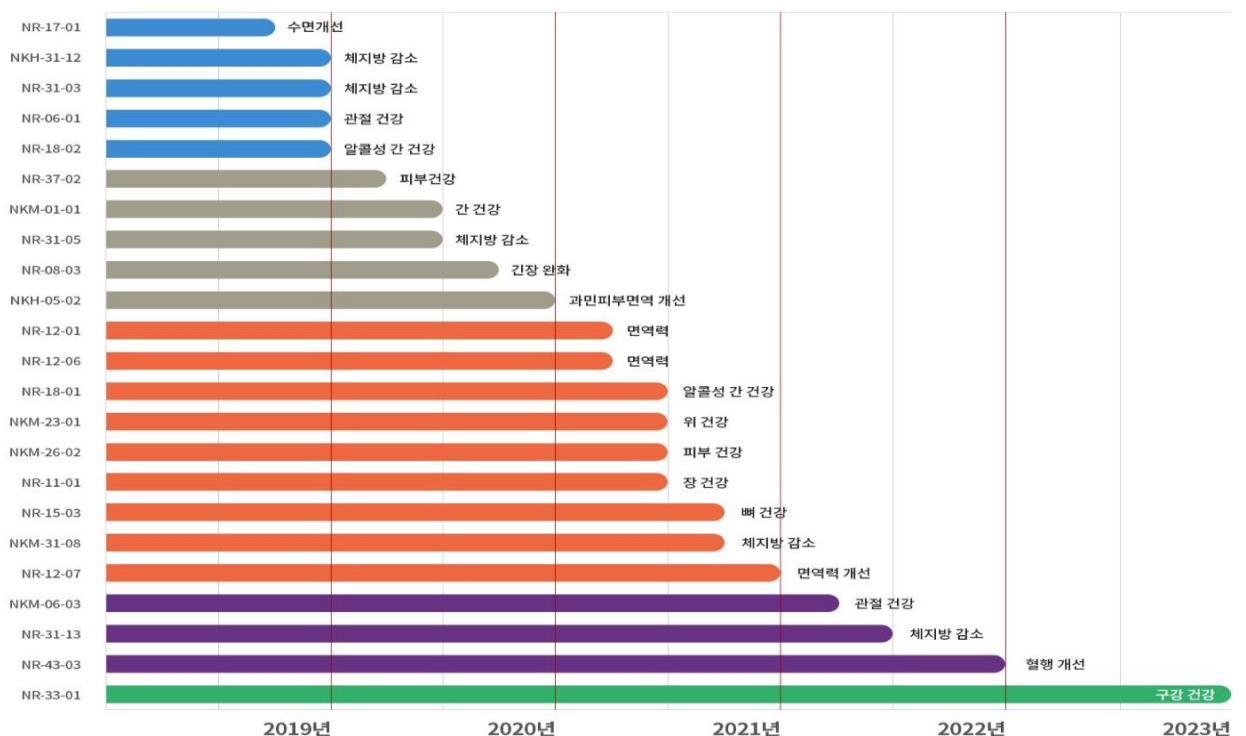
건강기능식품은 의약품만큼의 전문성을 요하지 않기 때문에 진입장벽이 낮다. 식약처의 허가만 있으면 누구나 고시형 원료로 제품 생산이 가능하지만, 수많은 제조사 사이에서 우위를 점하고 경쟁력을 갖기 위해서는 개별인정원료의 확보가 중요하다. 하나의 기능성 원료를 개별인정 받기 위해서는 원료 발굴부터 임상실험, 배합 연구까지 많은 시간과 비용이 소모되는데, 이는 건강기능식품 제조에서 일종의 진입장벽으로 작용하기도 한다.

### 지속적이고 탄탄한 R&D

이러한 산업 특성 상 R&D의 역할과 중요성은 상당히 크다. 노바렉스는 현재 업계에서 가장 많은 개별인정형원료를 보유하고 있으며 개별인정형원료의 추가 확보를 위해 지속적인 노력을 기울이고 있다. 기업부설연구소인 생명 과학 연구소를 중심으로 해외원료 소싱과 자체 국내소재 개발을 진행하고 있으며, R&D 전문 자회사인 노바케이메드와 노바케이헬스를 운영하고 있다. 연구개발 분야에 대한 지속적인 관심과 투자는 국내 최다 개별인정형원료 보유라는 가시적인 성과를 보여준다. 또한 노바렉스는 탄탄한 파이프라인을 짜고 다른 기관과의 R&D 협업 체계를 구축하면서 원료 개발에 집중하고 있다.

[그림 4] 개별인정형 기능성 원료 연구 파이프라인

### 개별인정형 기능성 원료 연구 파이프라인



자료: 노바렉스 홈페이지

### 3.1.2. B2B 모델, 판매처 다각화

국내 최대, 200여개 고객사

노바렉스는 자사브랜드 없이 B2B로 사업을 진행하고 있어 건강기능식품 시장 확대에 안정적이면서 가파른 성장이 가능하다. 고객사로는 건강기능식품회사, 제약회사, 화장품 업체 등 다양한 판로를 개척한 상태이다. 다이어트 제품 '잔티젠', 루테인지아잔틴을 원료로 한 눈 건강 제품, 전립선 비대증 억제에 탁월한 '전립소 소팔메토' 등 여러 스테디셀러 제품군으로 안정적인 캐시카우를 확보하고 있다.

[그림 5] 노바렉스 국내외 고객사



자료: 노바렉스 홈페이지





### 3.2.3. 국내 1위 건강기능식품 ODM/OEM 회사

다양한 제품 포트폴리오,  
ODM에 강점

노바렉스는 2018년 12월 말 기준 업계 최다인 200여 개 고객사를 갖고 있으며, 연평균 350여 개 제품을 생산하여 다양한 포트폴리오 제품군을 구성하고 있다. 이는 개별 고객사의 리스크에 쉽게 영향을 받지 않는 강점 요소이며, 경쟁이 심화되는 시장 환경 속에서도 자연스럽게 수혜를 보는 구조이다. 건기식 시장이 성장함에 따라, 신규 기업의 진출 및 기존 기업의 사업 확대로 경쟁은 격화되고 있지만, ODM/OEM이 비즈니스 모델인 노바렉스의 경우 시장의 경쟁 심화는 주문량이 증대되는 호재로 비춰진다.

ODM은 상품의 기획, 개발, 생산, 품질관리 및 출하까지의 전 과정에 대한 서비스를 제공하는 자체 개발 주문 생산방식이다. OEM은 고객의 니즈(NEEDS)에 따라 완제품을 생산하여 주문자 상표를 부착, 납품하는 수탁 생산방식을 일컫는다. 이같은 방식으로 생산된 제품은 대형유통사, 방문판매, 네트워크판매, 해외직수출 등 다양한 B2B 판매경로를 가지고 있다. 또한, 일반 소매점 및 백화점, 방문판매, 인터넷 판매 등으로 유통된다. 특히, 당사는 최종 수요자인 소비자의 니즈를 파악하여 기능성 원료의 개발부터 개별인정 원료 등록, 제품화 하는 ODM을 주력 사업 모델로 삼고 있다. 내년의 공장 증설까지 감안하면, 노바렉스는 건강기능식품 시장 국내 1위 ODM/OEM 기업으로써 지위를 굳건히 다질 것으로 기대된다.

[표 2] 국내 건강기능식품 ODM/OEM 기업 순위

순위	기업명	매출액(억 원)
1	(주)노바렉스	832
2	(주)서흥	755
3	콜마비앤에이치(주) 푸 디팜사업부	718
4	(주)에스트라	648
5	코스맥스바이오(주)	628
6	콜마비앤에이치(주) 선 바이오텍 사업부	596
7	(주)셀바이오텍	563
8	(주)뉴트리바이오텍	429
9	(주)네이처텍	328

자료: 노바렉스 IR자료

### 3.2.4. 경쟁사 분석 : 콜마비앤에이치

#### 명실상부 건기식 대표 기업

콜마비앤에이치(주)는 2004년 한국원자력연구원과 한국콜마(주)의 공동출자로 설립된 '(주)선바이오텍'과 2005년 설립된 '한국푸드팜(주)'이 2013년 합병하여 '콜마비앤에이치'로 상호를 변경하였다. 2015년 코스닥(KOSDAQ) 상장된 당사는 건강기능식품/화장품/화장품 원료를 OEM/ODM 방식으로 생산하여 판매하는 사업을 영위한다.

#### '헤모힘'이라는 캐시카우

콜마비앤에이치의 주력 제품군은 면역기능개선 건강기능식품이며, 대표 상품으로는 'HemoHIM 당귀등혼합추출물'을 원료로 한 헤모힘제품이다. 2006년 개별인정원료로 승인 받은 이후, 동 소재를 이용하여 생산한 건강기능식품은 개별인정형 건강기능식품 생산실적 1위를 차지하고 있다. 당사는 2017년 기준 헤모힘 단일 제품으로만 582억원의 매출을 기록했다. 사업부문별 매출현황을 살펴보면, 최근 식품부문의 매출성장이 눈에 띄게 성장했음을 알 수 있다.

[표 3] 콜마비앤에이치 매출실적

법인	사업부문	매출유형	품목	2018년	2017년	2016년	
콜 마 비 앤 에 이 치	식품	제품, 상품	건강 기능 식품, 치약 등	내수	170,564	145,801	124,633
				수출	30,494	20,212	14,691
				<b>합계</b>	<b>201,058</b>	<b>166,013</b>	<b>139,324</b>
	화장품	제품, 상품	기초 및 기능 성 화 장 품 등	내수	98,927	101,997	97,731
				수출	35,515	30,617	18,617
				<b>합계</b>	<b>134,442</b>	<b>132,614</b>	<b>116,348</b>

자료: 콜마비앤에이치 2018년 사업보고서



### 3.2.4. 경쟁사 분석: 콜마비앤에이치

#### 특허 취득과 공장 신설로 제품 개발·제조 청신호

올해 6월, 콜마비앤에이치는 곰취 추출물과 여주 추출물을 포함하는 예방용·치료용 조성물과 그 제조 방법에 대한 특허를 취득하였다. 8월에는 작약속식물의 종 판별용 프라이머 세트 개발과, PCR법을 이용한 작약속식물의 종 판별방법 특허를 취득하기도 하였다. 이와 같은 특허들을 바탕으로 하여, 당사는 건강기능식품 개발에 힘을 쏟고 있다. 이듬해인 2020년 상반기에는 음성 3공장 완공이 예정되어있어, 추가적인 고객사 확보가 기대된다.

#### 애틀미 채널을 통한 해외 시장 진출

노바렉스와 마찬가지로, 콜마비앤에이치 역시 해외 건강기능식품 시장 진출에 노력하고 있다. 콜마비앤에이치의 주요 고객사인 애틀미의 해외 시장 진출로 해외시장 개척길에 오른 당사는, 해외시장 중에서도 중국 건강기능식품 시장에 중점을 두고 있다.

콜마비앤에이치는 작년 중국법인 강소콜마(Jiangsu KolmarMeibao)를 설립하였으며, 올해 말에는 강소 공장 완공을 앞두고 있다. 마찬가지로 작년 9월에 중국법인인 연태콜마(Yantai Kolmar Atomy Health Care Food Co. Ltd)를 애틀미와 공동설립하였다. 중국 공장에 필요원료 공급을 위해, 올해 2월에는 호주 시드니에 유통법인(Kolmar Bnh Australia)을 신규설립하기도 하였다. 고객사인 애틀미는 중국 정부에 직소판매(다단계판매)업 허가를 신청한 상태이다. 애틀미는 콜마비앤에이치 매출의 80%가량을 담당하는 만큼, 애틀미가 중국 시장에 정착하였을 경우, 안정적인 매출액 증대를 기대할 수 있다.

### 3.2.4. 경쟁사 분석 : 서흥

캡슐부터 건기식까지.  
사업다각화 성공한 서흥

서흥은 1973년 하드캡슐 및 소프트캡슐 등의 제조 및 판매를 목적으로 설립되었고, 1990년 KOSPI에 상장되었다. 캡슐/원료/화장품 부문을 주력 사업으로 영위하며, 2018년 기준 연간 매출액 3900억원 중에서 캡슐부문의 '하드캡슐'과 '건강기능식품' 품목들이 각각 매출의 36%씩(약 1400억원)을 차지한다.

건강기능식품 품목의 주요 고객사로는 한국인삼공사, 종근당건강, 뉴스킨코리아 등 대규모 기업이며, 건기식 생산라인은 3000억원 수준의 생산능력을 확보한 상태이다. 현재 건기식 생산라인의 공장 가동률은 50% 미만에 불과하므로 향후 건기식 시장의 구조적 성장에 따른 수혜를 입을 것으로 예상된다.

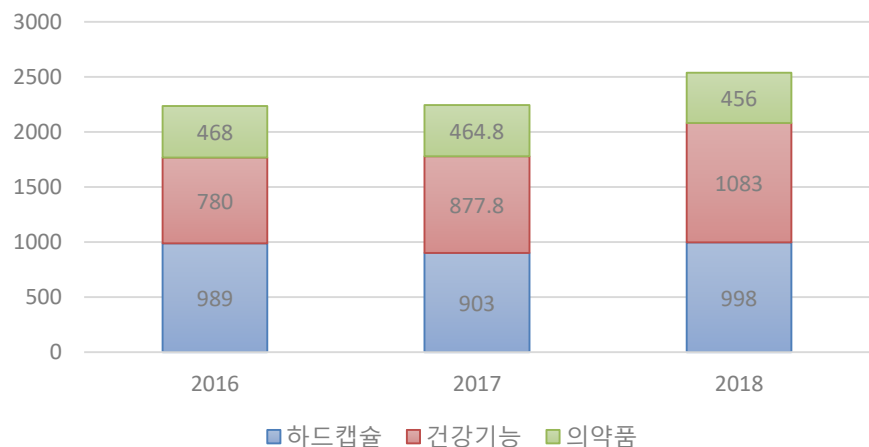
시장에의 안정적 지위

서흥은 40년간 누적해온 기술력을 기반으로 하드캡슐 시장에서 95%의 점유율을 차지하고 있는 캡슐제조 전문 회사이다. 하드 캡슐을 바탕으로 생산되는 의약품의 안정적인 생산과 시장 독점이라는 지위는 경기변동에도 크게 민감하게 반응하지 않는 모습을 보여주고 있다.

영업이익의 상승과  
베트남 공장 증설에 따른  
주가 상승

한편 지난 3년간 꾸준한 외형 성장에도 불구하고 서흥의 주가는 16년부터 18년까지 꾸준한 감소 추세에 있었다. 이는 서흥이 2015년 가짜 백수오 사태의 중심에 있는 네추럴 엔도텍의 지분을 5%가량 가지고 있었고, 이에 따른 여파때문으로 보인다. 하지만 2019년 6월 이후 전년동기 대비 매출액은 14.8% 증가하였고, 영업이익 또한 17.2% 증가하는 모습을 보여주었다. 특히 2019년 6월을 기준으로 유의미한 상승을 보여주었다. 이는 전방 산업의 호조와 더불어 19년 6월부터 가동이 시작된 베트남 2공장의 효과로 보인다.

[그림 6] 상승중인 건기식 매출 비중





## IV. Earning Table 추정

[표 4] 노바렉스 Earning Table

단위 : 억원	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	487.2	671.3	827.4	771.3	808.5	1,073.1	1274.6	1602.8	1959.7
매출액YoY(%)		37.8%	23.3%	-6.8%	4.8%	32.7%	18.8%	25.8%	22.3%
매출원가	406.8	557.9	653.1	614.7	638.2	866.5	1018.8	1213.0	1535.5
매출원가YOY(%)		37.1%	17.1%	-5.9%	3.8%	35.8%	17.6%	19.1%	24.1%
매출총이익	80.4	113.5	174.3	156.5	170.3	206.6	255.8	389.9	424.2
매출총이익률(%)		41.1%	53.6%	-10.2%	8.8%	21.3%	23.8%	52.4%	8.8%
판매관리비	49.1	54.3	62.2	53.8	71.4	93.3	104.1	137.2	166.1
영업이익	31.3	59.1	112.2	102.7	99.0	113.3	151.7	252.7	258.1
영업이익률(%)		8.8%	13.6%	13.3%	12.2%	10.6%	11.9%	15.8%	13.2%
영업외손익		2.6	3.0	6.3	- 3.4	1.5	1.7	- 1.0	1.4
- 이자수익		1.2	1.6	1.5	1.4	1.6	1.6	2.2	2.7
- 기타 영업외이익		2.6	6.0	7.7	2.9	5.3	7.9	7.9	10.5
- 이자비용		0.1	0.8	0.0	-	-	0.0	0.0	0.0
- 기타 영업외비용		1.1	3.8	2.9	7.7	5.4	7.8	11.1	11.8
법인세차감전이익(손실)		70.3	124.8	121.9	110.2	134.5	153.5	251.6	259.5
법인세비용	1.3	11.0	18.5	17.1	16.0	23.4	23.5	39.6	41.9
유효법인세율(%)		15.7%	14.8%	14.0%	14.6%	17.4%	15.3%	15.7%	16.1%
당기순이익		50.7	96.7	92.0	79.5	91.5	130.0	212.0	217.6

자료: 노바렉스 사업보고서 리서치 2팀

### 4.1. 매출액 및 매출원가 추정

동사의 매출은 건강기능식품 사업에서 모든 매출이 발생하고 매출액 성장률이 가파르다. 또한 오성2공장 공장 가동과 10월 31일 신규투자사업에 따라 공장을 증설하면서 향후 3년도 큰 성장이 기대되는 바이다. 따라서 본고에서는 매출액 평균 2년치를 사용하여 2019년부터 2021년까지의 매출액을 추정하였고 각각 18.8%, 25.8%, 22.3%의 성장률이 도출되었다. 따라서 향후 3년의 매출액은 각각 1274.6억, 1602.8억, 1959.7억으로 예상된다.

매출원가는 2014년부터 2018년까지의 성장률의 평균으로 추정하였다. 원재료의 가격과 구매량을 추정하여 매출원가를 추정할 수도 있었으나 시뮬레이션 결과 매출원가가 과소계상 되었고 3분기까지의 실적을 바탕으로 성장률의 평균으로 매출원가를 추정하는 것이 합리적이라고 판단하였다.

또한 10월 31일 공시된 신공장 증설 투자액 397억원의 감가상각비를 2021년 매출원가에 반영하였다. 그 결과 2019년부터 2021년까지의 매출원가 상승률은 각각 17.6%, 19.1%, 24.1%이고 매출원가는 각각 1018.8억, 1213억, 1535.5억이 도출되었다.

따라서 매출총이익은 2019년부터 2021년까지 각각 255.8억, 389.9억, 424.2억이다.

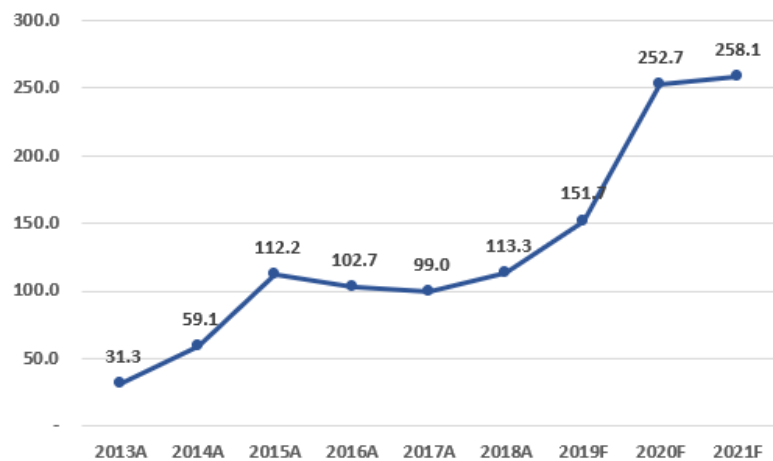
## 4.2 판매관리비와 영업이익 추정

판매관리비는 매출액 대비 판매관리비의 비중(%)을 산출하여 직전 3개년의 평균치를 사용하여 해당 연도의 비중으로 2019년부터 2021년까지의 판매관리비 증가율을 추정하였다. 각각 8.2%, 8.6%, 8.5%이며 2014년부터 7.0%~8.7%의 수준을 유지해왔다. 이 비율을 매출액에 곱하여 2019년부터 2021년까지의 판매관리비는 104.1억, 137.2억, 166.1억이 도출되었다.

도출한 판매관리비를 매출총이익에서 제하면 영업이익 또한 완만한 꾸준한 증가 추세를 보임을 알 수 있다.

[그림 6] 노바렉스 영업이익

단위 : 억원



자료 : 사업보고서, POSTRADE 2팀

## 4.3 영업외손익 추정

영업외손익은 크게 이자수익, 기타 영업외수익, 이자비용, 기타 영업외비용으로 나누어 추정하였다. 이자수익은 2014년부터 연평균 1.5억 내외이며 이에 대한 큰 변화가 없을 것이라 추정하였다. 기타 영업외이익 같은 경우에는 매출액 대비 영업외이익의 비중을 구하여 직전 3개년도의 평균치로 2019년부터 성장율을 추정하고, 이를 바탕으로 영업외이익을 산출하였다.

이자비용은 2015년까지 발생하다가 2016년 이후로는 자금을 차입하지 않아 자금이 빠져나가지 않았고, 또한 이번 신공장 증설 또한 차입금 없이 100% 자기자본금으로 투자할 예정이라고 밝혔다. 동사는 추가 차입 계획이 없다고 가정하고 이자 비용을 0으로 추정했다. 기타 영업외손실은 기타 영업외이익과 같은 방법을 사용했다. 손실이 늘어나고 있지만 매출액 대비 비중 성장율이 1% 안쪽으로 완만하기 때문에 리스크 요인으로 부각되지는 않는다.



#### 4.4 유효법인세율과 당기순이익

2019년부터 2021년까지의 유효법인세율은 직전 3개년의 유효법인세율의 평균치를 이용하여 각각 15.3%, 15.7%, 16.1%가 도출되었다. 이를 바탕으로 법인세차감전이익에서 법인세를 차감해준 결과 당기순이익이 산출되었다.

2019년 예상 당기순이익은 130억으로 예측되며 예년보다 38.5억이 늘어나며 37.4%의 성장률을 보일 것으로 기대된다. 또한 2021년까지 10%를 웃도는 당기순이익 성장률을 기록할 것으로 추정된다.

## V. Valuation

### 5.1 FCFF / PER, PSR 활용방법과 선정 이유

본 보고서에서는 절대가치 평가법인 FCFF Method와 상대가치 평가법인 PER, PSR 가치평가를 활용해 가치평가를 진행했다. 매출액과 비용 등을 추정하여 Earning Table을 추산하고 이를 통해 절대가치와 상대가치 기법을 이용해 동사의 주가 수준을 보다 명확하게 파악하고자 하였다.

먼저 FCFF Method를 활용한 이유는 동사가 앞으로 성장할 여력을 반영하여 기업가치를 추산했을 때 주가가 얼마나 상승할 수 있는지를 가늠해볼 수 있기 때문이다. 다만 본 추정은 2020 공장 완공으로 인한 매출액 및 수익성 상승을 배제하고 보수적으로 접근하였다.

다음으로 상대가치 평가법인 PER, PSR Method를 활용하여 동사와 PEER 그룹과의 비교를 통해 산업군의 특성을 반영한 주가를 추정하고자 한다. PER은 기본 투자 지표로서 활용하였고, PSR은 동사의 산업군이 판매액 증감의 가시적이라는 측면에서 활용하였다.



### 5.2.1 FCFF 산출

FCFF(Free Cash Flow to Firm) 방법을 사용하여 세후영업이익에 유무형자산 상각비를 더하고 NWC(Net Working Capital)의 증감을 차감해주었다. 신공장 증석액까지 반영한 Capex까지 차감해주면 2021년까지의 FCF가 도출된다. 2019년부터 2021년까지의 Capex는 매출액 대비 상승률을 직전 5개년 평균치를 사용하고 2019년의 Capex에만 397.9억을 더해주었다.

이후 WACC(Weighted Average Cost of Capital)을 산출하였다. 무위험이자율은 국고채 3년물 금리를, 시장기대수익률은 KOSPI의 20년간 연평균 수익률을, 베타는 1.26으로 계산한 결과 5.76%가 도출되었고 영구성장률은 0.5%로 가정하여 영구가치 2798.6억을 구하였다. 총 기업의 가치는 2268.8억이며 여기에서 순부채를 차감해주고, 비영업자산을 더해주면 Equity Value는 2346.3억이 도출된다.

[표 5] FCFF 산출표

(단위 : 억원)	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
세후영업이익(NOPLAT)	29.98	48.10	93.69	85.65	82.93	89.99	128.24	213.03	216.21
(+) 유무형자산 상각비	-	8.6	9.7	12.9	14.6	19.6	22.5	28.9	94.9
(-) NWC의 증감	-	1.16	- 19.98	- 37.31	24.33	15.43	- 1.66	23.07	17.94
(-) Capex	-48.6	-15.6	-17.2	-33.6	-48.3	-89.8	-477.4	-109.9	-140.1
<b>FCF</b>	<b>78.56</b>	<b>73.43</b>	<b>140.53</b>	<b>169.37</b>	<b>121.53</b>	<b>183.95</b>	<b>-324.98</b>	<b>108.90</b>	<b>153.07</b>

자료 : 사업보고서, POSTRADE 2팀

### 5.2.2 FCFF 목표주가 도출

동사의 Equity Value는 2346.3억원으로 이를 보통주발행주식수 약 9백만 주로 나누면 Target Price는 26058.8원이 산출된다. 현재 주가(10월 31일 기준) 20100원에서 약 29.6%의 상승여력이 있으므로 본 보고서는 Buy를 제시한다.

[표 6] Target Price 산정

Valuation - FCFF Method	
Equity Value	2,346.27
보통주 발행주식수	9,003,740.00
<b>Target Price</b>	<b>26058.82062</b>
현재가격	20100
상승여력	29.6%
<b>투자의견</b>	<b>BUY</b>

자료 : 사업보고서, POSTRADE 2팀



### 5.3.1 PEER 그룹 PER, PSR 산출

PEER 그룹은 시장 점유율이 1.5% 이상인 기업 중 상장된 기업 4곳을 선정하였다.  
(서흥, 콜마비앤에이치, 쉘바이오텍, 뉴트리바이오텍(=코스맥스엔비티))

각 기업들의 투자 지표를 회귀적으로 추정된 뒤, 시장 점유율(생산액)에 따라 가중치를 부여하여 재조정된 평균값을 PEER 그룹의 PER, PSR로 산출하였다.

#### PEER 그룹 시장 점유율 (2017)

(주)서흥 : 3.37%

콜마비앤에이치(주)  
푸드팜사업부문 : 3.21%

노바렉스 : 2.98%

콜마비앤에이치(주)  
선바이오텍사업부문 : 2.66%

(주)셀바이오텍 : 2.52%

(주)뉴트리바이오텍 : 1.92%

자료 : 사업보고서, POSTRADE 2팀

[표 7] 기업별 PER, PSR

(주)서흥	2017	2018	콜마비앤에이치	2017	2018
종가	32,700	23,400	종가	32,700	23,400
PER	14.33	9.21	PER	28.88	15.9
PSR	1.08	0.69	PSR	3.23	2.06
셀바이오텍	2017	2018	뉴트리바이오텍	2017	2018
종가	40,000	28,050	종가	21,900	16,400
PER	19.54	12.84	PER	70.88	44.27
PSR	6.39	4.36	PSR	3.31	1.68

자료 : 사업보고서, POSTRADE 2팀

[표 8] PEER 그룹 PER, PSR

PEER 그룹	Multiple (가중 평균)
PER	23.56
PSR	2.69

자료 : 사업보고서, POSTRADE 2팀

PEER 그룹의 2개년(2017, 2018)의 지표를 추정된 뒤, 생산액에 따라 가중 평균한 PEER 그룹의 PER은 23.56, PSR은 2.69로 나타났다.

### 5.3.2 노바렉스 PER, PSR 산출 및 목표주가 도출

동사는 PEER 그룹의 PER, PSR에 2021년에 수렴한다는 가정 하에 연도 별 PER과 PSR을 조정하여 주가를 추정하였다. 2018년 동사는 PER(15.59), PSR(1.33)으로 저평가되어 있으며, 동사의 지표가 시장 수준에 점진적으로 접근할 것이라는 가정이 합리적이라는 판단 하에 벨류에이션을 진행하였다.



2019F부터 2021F까지 동사의 PER은 각각 18.25, 20.90, 23.56으로, 일정 등간으로 나누어 가정한 뒤 벨류에이션을 진행하였다.

**[표 9] 노바렉스 PER 벨류에이션 산출표**

Y	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
당기순이익 (억 원)	79.53	91.52	129.95	211.99	217.59
eps	883	1016	1443	2354	2417
per		15.59	18.25	20.90	23.56
총가		15850	26341	49209	56938

자료 : 사업보고서, POSTRADE 2팀

2019F부터 2021F까지 동사의 PSR은 각각 1.78, 2.24, 2.69로, 일정 등간으로 나누어 가정한 뒤 벨류에이션을 진행하였다.

**[표 10] 노바렉스 PSR 벨류에이션 산출표**

Y	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 (억 원)	808.54	1073.11	1274.62	1602.84	1959.70
psr		1.33	1.78	2.24	2.69
총가		15850	25199	39876	58549

자료 : 사업보고서, POSTRADE 2팀

동사를 PER 벨류에이션으로 추정된 목표주가(2019F)는 26,341원, PSR 벨류에이션으로 추정된 목표주가(2019F)는 25,199원이다. PER, PSR 상대가치 벨류에이션을 각각 0.5씩 가중 평균한 목표 주가(2019F)는 25,770원으로 Buy를 제시한다. (2019.10.31 기준 총가 20100원, 상승 여력 28.2%)

**[표 11] Target Price 산정 I (2019F~2021F)**

PER & PSR	2019F	2020F	2021F
목표 주가	25770	44543	57743

자료 : 사업보고서, POSTRADE 2팀

**[표 12] Target Price 산정 II (2019F)**

Valuation - PER & PSR Method	
Equity Value	2,320.26
보통주 발행주식수	9,003,740
<b>Target Price(원)</b>	<b>25770</b>
현재가격(원)	20100
<b>상승여력</b>	<b>28.2%</b>
<b>투자 의견</b>	<b>Buy</b>

자료 : 사업보고서, POSTRADE 2팀



## VI. Appendix

### 손익계산서

단위 : 억 원

Y	2016A	2017A	2018A	2019F
<b>매출액</b>	771.26	808.54	1073.11	1274.62
증가율(%)	-7%	5%	33%	19%
건강기능식품 부문	771.26	808.54	1073.00	1274.62
매출원가	614.72	638.20	866.46	1018.8
증가율(%)	-6%	4%	36%	18%
매출총이익	156.54	170.33	206.65	255.8
증가율(%)	-10%	9%	21%	24%
<b>판매관리비</b>	53.80	71.36	93.30	104.08
<b>영업이익</b>	102.74	98.98	113.35	151.74
증가율(%)	-8%	-4%	15%	34%
<b>유무형자산상각비</b>	12.86	14.59	19.63	22.52
<b>EBITDA</b>	115.59	113.57	132.98	174.3
<b>영업외손익</b>	6.31	-3.40	1.53	1.7
<b>법인세 차감전 이익</b>	121.91	110.17	134.50	153.46
법인세 비용	17.09	16.05	23.35	23.50
<b>당기순이익</b>	91.96	79.53	91.52	130.0
증가율(%)	-5%	-14%	15%	42%

자료 : 사업보고서, POSTRADE 2팀

### 연결 재무상태표

단위 : 억 원

Y	2016A	2017A	2018A	2019F
<b>자산</b>	404.36	456.05	639.75	798.40
유동자산	178.71	217.22	355.95	444.22
현금및현금성자산	104.12	137.91	141.50	176.58
매출채권	32.86	13.60	10.21	12.74
기타유동자산	88.66	87.32	132.10	164.86
채고자산	88.66	87.32	132.10	164.86
비유동자산	197.71	261.93	423.46	528.47
기타비유동금융자산	13.30	15.55	49.34	61.57
유형자산	172.78	230.18	310.65	387.68
무형자산	6.42	11.84	13.21	16.48
이연법인세자산	5.06	4.26	50.12	62.55
자산총계	602.07	717.98	1063.21	1343.37
<b>부채</b>				
유동부채	146.07	186.60	260.34	298.03
비유동부채	8.42	8.01	11.99	13.73
부채총계	154.49	194.60	272.33	311.76
<b>자본</b>				
자본금	38.17	38.24	45.02	58.72
주식발행초과금	115.79	116.78	319.97	366.29
이익잉여금	284.44	355.16	424.93	554.27
자본총계	447.58	523.38	790.88	1031.61

자료 : 사업보고서, POSTRADE 2팀