

코스맥스엔비티

탐방 후기: Q 성장은 지속된다

이다연

음식료/통신 | dayeonlee@daolfn.com

● 신규 유통채널 등장과 함께 제품 포트폴리오 다변화 중

건강기능식품 시장 내 신유통 채널(다이소, 올리브영, 편의점, 대형약국)의 등장과 함께 건기식 구매 맥락에 변화가 나타나고 있음. 동사 역시 전통 주력 제품인 분말(유산균 등), 액상(칼슘 등)에서 젤리·구미·RTD(Ready-to-Drink) 등으로 제품 포트폴리오를 다변화하고 있으며, 이를 신유통 채널에 공급하며 물량(Q) 중심 성장 시현 중. 일례로 동사가 올리브영·다이소에 공급하는 제품은 1) 각 채널 전용 제품으로, 2) 채널 특성에 맞게 일상적 맥락에서 섭취가 용이하고, 3) 전통 건기식 대비 가격대가 낮아 소비자 접근성이 높다는 점이 특징임. '26년 상반기 기준 동사 별도 매출액의 약 10%가 상기한 신유통 채널에서 발생하고 있으며, 올리브영의 경우 Wellness 전문 매장 'Olive Better' 및 올리브영 점포 내 입점 확대로 분기당 약 10~20억원의 매출 시현 중.

● 국내는 가동률 상승 바탕 원가율 개선, 해외는 흑자전환

상기한 신유통 채널 중심 물량(Q) 성장에 힘입어 '26년 상반기 매출액은 YoY +32.3% 증가. 이와 함께 국내 공장 가동률이 70% 수준까지 상승하며(*8시간 1교대 기준, '25년 말 미국공장 매각과 함께 생산능력 감소로 반기보고서상 가동률 단순 계산 시 2Q26 누적 가동률은 100%) 원가율 개선이 나타났고, 전년대비 판관비 증가폭은 미미해 영업이익이 큰 폭 증가함. 하반기에도 비용 증가 요인은 제한적인 가운데, Q 성장에 따른 원가율 개선이 이어지며 높은 영업 레버리지 효과가 지속될 전망. 한편 '25년 미국 법인 생산시설 매각 및 제조 법인→판매법인 전환 이후 해외 영업이익도 2Q26를 기점으로 흑자전환.

● 신규 포트폴리오 대응 목적 생산시설 증설 예정

동사는 '27년 착공, '28년 준공을 목표로 평택에 신공장 증설 준비 중. 현재 연 CAPA는 한국 3,200억원, 호주 1,000억원(*8시간, 1교대 기준) 규모이며, 국내 공장 가동률은 1교대 기준 70%로 교대수 증가를 바탕으로 한 생산능력 확대 여력은 남아 있음. 그러나 동사 생산능력의 80% 이상은 정제·연질·캡슐 설비이고, 현재 물량 성장은 액상·젤리·구미 제형을 중심으로 나타나고 있음. 이에 신공장은 신규 제형·제품 포트폴리오 대응 목적의 증설이라 파악. 건기식과 일반 가공식품 간 경계가 불분명해지는 트렌드를 고려하면 국내 건기식 시장규모 확장 여력은 남아 있다고 판단해, 해당 증설은 긍정적으로 평가. 향후 건기식 ODM의 실적 향방을 가르는 요인은 제품 라이프사이클이 단축되는 환경 속 적시에 소비자가 원하는 제품을 제안·공급하는 능력이 될 것이라 전망.

Fig. 1: 코스맥스엔비티 실적 추이

(억원)

	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	1Q26	2Q26	2024	2025
매출액	722	757	657	740	933	1,023	3,180	2,875
한국	516	520	464	570	726	757	2,090	2,069
내수	244	262	244	308	327	360	735	1,058
수출	272	258	220	262	399	397	925	1,012
미국	56	85	40	39	35	49	216	220
호주	107	132	149	146	195	232	796	534
아시아	89	53	51	41	48	46	330	234
연결조정	-46	-34	-47	-57	-71	-62	-252	-183
YoY(%)	1.7	-6.5	-23.5	-7.8	29.2	35.2	-4.7	-9.6
한국	20.1	0.1	-17.0	-2.2	40.6	45.7	-7.5	-1.0
내수	-	4.8	-0.8	28.9	34.0	37.4	-	43.9
수출	-	-4.1	-29.5	-23.8	46.7	53.9	-	9.4
미국	15.5	58.8	-41.6	-13.8	-37.5	-42.1	-14.7	2.0
호주	-45.6	-37.8	-30.7	-15.3	82.1	75.7	6.6	-32.9
아시아	-11.1	-32.2	-45.8	-28.4	-45.6	-13.2	-8.5	-29.0
매출총이익	98	101	93	117	187	180	442	408
GPM(%)	13.5	13.4	14.1	15.8	20.0	17.6	13.9	14.2
판관비	89	76	104	99	84	96	343	368
% of Sales(%)	12.3	10.1	15.9	13.4	9.0	9.4	10.8	12.8
영업이익	9	25	-12	18	103	85	99	40
OPM(%)	1.2	3.3	-1.8	2.4	11.0	8.3	3.1	1.4
YoY(%)	49.4	-24.2	적전	-48.1	1,079.6	236.1	-17.3	-59.6
지배순이익	-23	-12	-91	-24	91	303	-58	-150
NIM(%)	-3.2	-1.6	-13.9	-3.3	9.7	29.6	-1.8	-5.2
YoY(%)	적지	적지	적지	적전	흑전	흑전	적지	적지

Source: 코스맥스엔비티, 다올투자증권

Fig. 2: 올리브영에서 판매 중인 'All The Better' 올리브오일 (코스맥스엔비티 ODM)



Source: 다올투자증권

Fig. 3: 올리브영에서 판매 중인 'All The Better' 구미 (코스맥스엔비티 ODM)



Source: 다올투자증권

Fig. 4: 다이소에서 판매 중인 대웅제약 제품 (코스맥스엔비티 ODM)



Source: 다이소몰, 다올투자증권

Fig. 5: 코스트코에서 판매 중인 동국제약 제품 (코스맥스엔비티 ODM)



코스맥스엔비티 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
유동자산	156.6	188.2	180.5	177.1	168.1
현금성자산	57.5	66.4	61.0	48.5	50.0
매출채권	44.7	45.6	49.2	54.0	42.9
재고자산	49.5	42.9	35.5	37.7	39.4
비유동자산	153.8	115.8	119.6	140.1	114.9
투자자산	5.8	6.5	6.5	5.8	10.0
유형자산	146.7	108.3	112.4	133.3	104.1
무형자산	1.3	0.9	0.8	1.0	0.8
자산총계	310.5	304.0	300.1	317.2	283.0
유동부채	198.1	212.1	233.6	237.2	215.0
매입채무	33.8	32.5	40.9	41.6	40.9
유동성이자부채	156.9	170.7	188.0	190.6	165.6
비유동부채	53.9	44.6	25.9	18.1	19.2
비유동이자부채	46.9	37.2	16.5	3.0	1.9
부채총계	252.0	256.7	259.5	255.2	234.1
자본금	10.3	10.3	10.3	10.3	10.3
자본잉여금	39.6	38.9	38.8	38.9	38.9
이익잉여금	5.0	(7.3)	(14.8)	(20.8)	(35.4)
자본조정	0.5	1.6	1.9	29.0	30.5
자기주식	0.0	0.0	(0.4)	(0.4)	(0.4)
자본총계	58.4	47.3	40.6	62.0	48.8
투하자본	203.5	186.5	181.9	203.7	161.2
순차입금	146.3	141.5	143.5	145.1	117.5
ROA	(1.7)	(4.2)	(1.9)	(1.8)	(5.0)
ROE	(9.4)	(26.1)	(14.6)	(11.6)	(29.7)
ROIC	(7.4)	0.8	(92.6)	(69.2)	1.6

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
매출액	289.3	328.2	333.6	318.0	287.5
증가율 (Y-Y,%)	(13.3)	13.4	1.7	(4.7)	(9.6)
영업이익	6.4	2.2	12.0	9.9	4.0
증가율 (Y-Y,%)	(46.3)	(65.2)	434.6	(17.3)	(59.6)
EBITDA	22.0	18.1	25.5	24.1	16.5
영업외손익	(4.1)	(6.8)	(11.6)	(9.5)	(17.8)
순이자수익	(4.9)	(7.2)	(10.4)	(10.1)	(9.1)
외화관련손익	1.2	1.6	1.1	(0.5)	0.1
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	2.3	(4.5)	0.4	0.4	(13.8)
당기순이익	(5.3)	(12.9)	(5.8)	(5.4)	(15.1)
지배기업당기순이익	(6.4)	(13.1)	(6.5)	(5.8)	(15.0)
증가율 (Y-Y,%)	적지	적지	적지	적지	적지
NOPLAT	(14.9)	1.6	(170.7)	(133.4)	2.9
(+) Dep	15.6	15.8	13.5	14.2	12.5
(-) 운전자본투자	20.8	22.6	(6.6)	8.2	(13.3)
(-) Capex	4.7	6.0	17.4	4.3	8.8
OpFCF	(24.8)	(11.1)	(167.9)	(131.7)	19.9
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	12.8	19.1	7.7	3.2	(4.3)
영업이익증가율(3Yr)	(29.0)	n/a	n/a	15.5	21.3
EBITDA증가율(3Yr)	(6.6)	81.3	27.1	3.0	(3.0)
순이익증가율(3Yr)	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
영업이익률(%)	2.2	0.7	3.6	3.1	1.4
EBITDA마진(%)	7.6	5.5	7.6	7.6	5.7
순이익률 (%)	(1.8)	(3.9)	(1.7)	(1.7)	(5.2)

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023	2024	2025
영업현금	(8.2)	13.6	16.8	9.1	18.3
당기순이익	(5.3)	(12.9)	(5.8)	(5.4)	(15.1)
자산상각비	15.6	15.8	13.5	14.2	12.5
운전자본증감	(24.3)	(3.8)	9.9	(10.4)	12.6
매출채권감소(증가)	(4.4)	(0.3)	(6.0)	2.5	7.7
재고자산감소(증가)	(11.7)	0.0	8.2	(5.3)	(2.7)
매입채무증가(감소)	4.2	(4.3)	5.9	0.2	(0.6)
투자현금	(3.4)	(1.3)	(13.2)	(4.3)	13.8
단기투자자산감소	0.0	0.0	0.0	0.0	1.5
장기투자증권감소	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
설비투자	(4.7)	(6.0)	(17.4)	(4.3)	(8.8)
유무형자산감소	1.9	3.6	3.7	0.0	0.7
재무현금	0.4	(5.6)	(8.2)	(19.9)	(28.9)
차입금증가	0.4	(5.4)	(7.7)	(19.9)	(28.9)
자본증가	0.0	0.0	(0.5)	0.0	0.0
배당금지급	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금 증감	(10.2)	7.4	(4.4)	(14.2)	3.1
총현금흐름(Gross CF)	26.4	32.0	28.8	34.2	20.1
(-) 운전자본증가(감소)	20.8	22.6	(6.6)	8.2	(13.3)
(-) 설비투자	4.7	6.0	17.4	4.3	8.8
(+) 자산매각	1.9	3.6	3.7	0.0	0.7
Free Cash Flow	(1.3)	27.0	25.5	19.5	46.4
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	(1.3)	27.0	25.5	19.5	46.4

주요투자지표

(원, 배)	2021	2022	2023	2024	2025
Per share Data					
EPS	(310)	(634)	(315)	(279)	(729)
BPS	2,621	2,066	1,717	2,729	2,107
DPS	0	0	0	0	0
Multiples(x,%)					
PER	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
PBR	2.2	2.1	4.9	3.1	4.0
EV/ EBITDA	12.1	12.7	12.4	13.2	17.7
배당수익률	0.0	0.0	n/a	n/a	n/a
PCR	4.5	2.8	6.0	5.1	8.7
PSR	0.4	0.3	0.5	0.5	0.6
재무건전성 (%)					
부채비율	431.5	543.3	639.3	411.7	479.3
Net debt/Equity	250.5	299.5	353.6	234.1	240.6
Net debt/EBITDA	664.8	784.0	562.4	603.1	712.8
유동비율	79.1	88.7	77.2	74.7	78.2
이자보상배율	1.3	0.3	1.1	1.0	0.4
이자비용/매출액	1.8	2.4	3.5	3.6	3.5
자산구조					
투하자본(%)	76.3	71.9	73.0	79.0	72.9
현금+투자자산(%)	23.7	28.1	27.0	21.0	27.1
자본구조					
차입금(%)	77.7	81.5	83.4	75.7	77.4
자기자본(%)	22.3	18.5	16.6	24.3	22.6

Source: 다올투자증권

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다.

투자등급 비율

BUY : 93.5%	HOLD : 6.5%	SELL : 0.0%
-------------	-------------	-------------

투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 증가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미

- BUY: 추천기준일 증가대비 +15% 이상.
- HOLD: 추천기준일 증가대비 -15% 이상 ~ +15% 미만.
- SELL: 추천기준일 증가대비 -15% 미만.

투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음

동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음

- Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치