

콜마비엔에이치 (200130)

한경래

이새롬

kyungrae.han@daishin.com

saerom.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

90,000

유지

현재주가

63,500

(20.08.06)

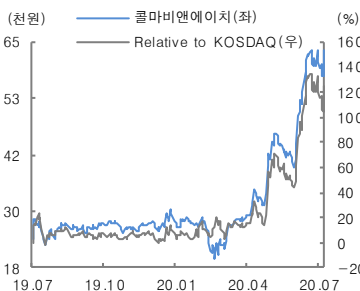
스몰캡업종

4차 산업혁명/안전등급

■ Neutral Green

KOSDAQ	854.12
시가총액	1,876십억원
시가총액비중	0.73%
자본금(보통주)	15십억원
52주 최고/최저	63,500원 / 19,650원
120일 평균거래대금	172억원
외국인지분율	5.80%
주요주주	한국콜마홀딩스 외 4 인 59.45% 한국원자력연구원 6.02%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	25.5	104.2	128.0	134.8
상대수익률	11.7	57.4	79.6	51.6



MUST BUY

투자의견 매수 유지, 목표주가 90,000원으로 상향

- 투자의견 매수, 목표주가 90,000원으로 상향. 2021년 예상 EPS 4,509원에 Target PER 20배 적용
- 2018년 4월 애틀랜틱 중국 법인 설립 이후 2년 만에 경소상 판매 허가로 중국 매출 시작
- 4분기 애틀랜틱 인도 사업 시작 기대. 국내 건기식 시장 확대에 본격적인 해외 매출이 더해지는 만큼 향후 주가 업사이드는 완전히 열렸다고 판단

2Q20 연결 영업이익 355억원(+79% YoY) 기록. 어닝 서프라이즈

- 2Q20 연결 매출액 1,744억원(+49.8% YoY, +35% QoQ), 영업이익 355억원(+79.0% YoY, 47.1% QoQ) 기록. 시장 컨센서스(영업이익 254억원) 상회하는 어닝 서프라이즈
- 건기식 국내, 해외 매출액은 각각 766억원(+31.4% YoY, +19.1% QoQ), 290억원(+222.2% YoY, +87.1% QoQ)으로 국내외 모두 높은 성장 시현
- 6월초부터 공급 시작한 애틀랜틱 중국향 매출액은 200억원 이상 반영

시작된 중국 매출에 해외 성장 가속화, 완전히 열린 업사이드

- 2020년 6월 시작된 애틀랜틱 중국향 매출은 3분기부터 온기로 반영될 예정. 애틀랜틱 중국 회원 수는 400만명 육박해 국내 회원 수 350만명 상회
- 4분기에는 애틀랜틱 인도 사업 시작 예상. 기확보된 회원 수 100만명 수준. 중국을 제외한 수출 국가 중 가장 매출이 큰 국가인 대만의 애틀랜틱 회원 수는 약 70만명(2Q20 대만향 매출액 약 70억원)
- 확보된 회원 수, 시장 규모 감안하면 애틀랜틱 인도향 매출은 중국에 이어 두번째로 커질 확률 높음. 2021년 베트남 진출도 기대되는 만큼 애틀랜틱을 통한 해외 성장은 이제 시작

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	386	439	670	801	936
영업이익	59	74	135	172	203
세전순이익	64	72	135	171	202
총당기순이익	49	55	104	133	157
지배지분순이익	48	54	104	133	157
EPS	1,637	1,844	3,511	4,509	5,330
PER	12.2	15.0	18.1	14.1	11.9
BPS	6,928	8,544	11,806	16,015	20,994
PBR	2.9	3.2	5.4	4.0	3.0
ROE	25.9	23.8	34.5	32.4	28.8

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 콜마비엔에이치, 대신증권 Research Center

투자 의견 매수 유지, 목표주가 90,000 원으로 상향

투자 의견 매수 유지, 목표주가 90,000원으로 상향한다. 2021년 예상 EPS 4,509원에 Target PER 20배를 적용했다. 2021년 예상 EPS를 적용한 이유는 중국 애터미향 매출이 2020년 2분기에 일부 시작된 만큼 2021년에 중국향 매출이 온기로 반영되기 때문이다.

2018년 4월 애터미 중국 법인 설립 이후 2년 만에 경소상 판매 허가로 중국 매출이 시작됐다. 분기별 중국향 매출 확대가 기대되며 4분기에는 애터미의 인도 사업 시작도 기대된다. 국내 건기식 시장의 고성장세에 본격적인 해외 매출이 더해지는 만큼 향후 주가 업사이드는 완전히 열렸다고 판단한다.

2Q20 연결 영업이익 355억원(+79% YoY) 기록. 어닝 서프라이즈

2Q20 연결 매출액 1,744억원(+49.8% YoY, +35% QoQ), 영업이익 355억원(+79% YoY, 47.1% QoQ)을 기록했다. 시장 컨센서스(영업이익 254억원)를 상회하는 어닝 서프라이즈다. 건기식 국내, 해외 매출액은 각각 766억원(+31.4% YoY, +19.1% QoQ), 290억원(+222.2% YoY, +87.1% QoQ)으로 국내외 모두 높은 성장세를 시현했다.

국내 건기식은 2020년 1분기 코로나19로 인한 반사 수혜로 2분기 성장 둔화 우려가 있었지만 분기별 성장이 지속되며 국내 건기식 시장의 구조적 성장에 따른 실적 성장이 확인된다. 6월초부터 공급을 시작한 애터미 중국향 매출액은 200억원 이상 반영됐다.

화장품 부문은 국내 판매 부진에도 중국 애터미향 신규 매출 및 수출 확대로 매출액 265억원(+235.4% YoY, +120.8% QoQ)을 기록했다. 2Q20 연결 영업이익률은 외형 성장, 애터미향 매출 확대로 20.3%(+3.3%p YoY, +1.7%p QoQ)로 개선됐다.

시작된 중국 매출에 해외 성장 가속화, 완전히 열린 업사이드

2020년 6월 시작된 애터미 중국향 매출은 3분기부터 온기로 반영될 예정이다. 애터미 중국 회원 수는 400만명에 육박하는 것으로 파악돼 국내 회원 수 350만명을 상회했다. 애터미의 중국 사업 확장세를 고려할 때 분기별 매출 성장은 확실시된다. 50조원 이상 규모의 중국 건강기능식품 시장에서 네트워크 판매 채널 비중은 거의 절반을 차지할 정도로 가장 큰 만큼 향후 성장 업사이드는 열려있다.

4분기에는 중국에 이어 애터미 인도 사업 시작이 예상된다. 기 확보된 회원 수는 100만명 수준으로 파악된다. 중국을 제외한 수출 국가 중 가장 매출이 큰 국가인 대만의 애터미 회원 수는 약 70만명(2Q20 대만향 매출액은 70억원 수준)이다. 확보된 회원 수, 시장 규모를 감안하면 애터미 인도향 매출은 중국에 이어 두번째로 커질 확률이 높다. 2021년에는 베트남 진출도 기대되는 만큼 애터미를 통한 해외 성장은 이제 시작이다.

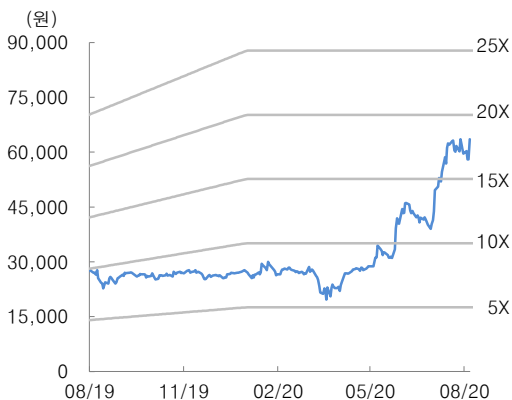
표 1. 콜마비앤에이치 목표주가 산출

(단위: 원, 배, %)

비고		
EPS	4,509	2021년 예상 EPS
Target PER	20.0	중국 매출 확대 본격화 및 해외 성장성 반영
목표주가	90,000	
현재주가	63,500	
상승여력(%)	41.7	

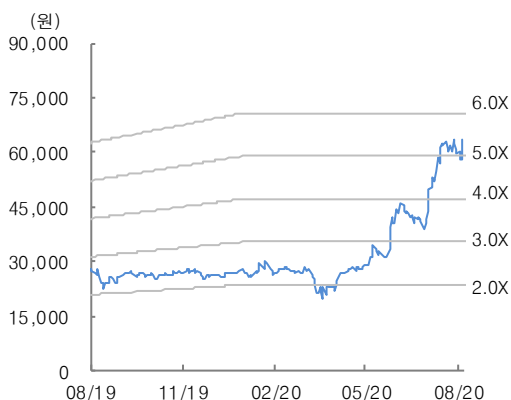
자료: 콜마비앤에이치, 대신증권 Research Center

그림 1. 콜마비앤에이치 12M Forward PER 추이



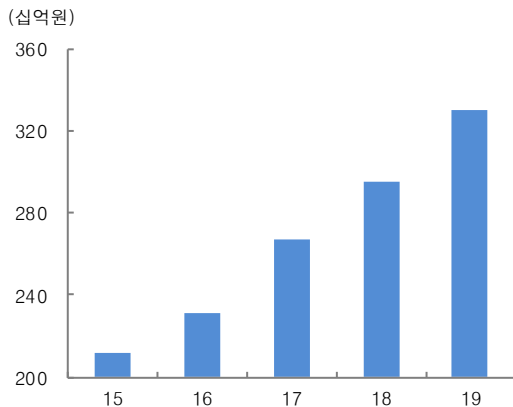
자료: 콜마비앤에이치, 대신증권 Research Center

그림 2. 콜마비앤에이치 12M Forward PBR 추이



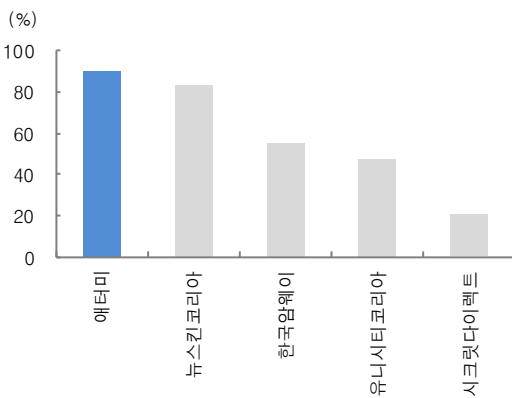
자료: 콜마비앤에이치, 대신증권 Research Center

그림 3. 애터미향 매출액 추이



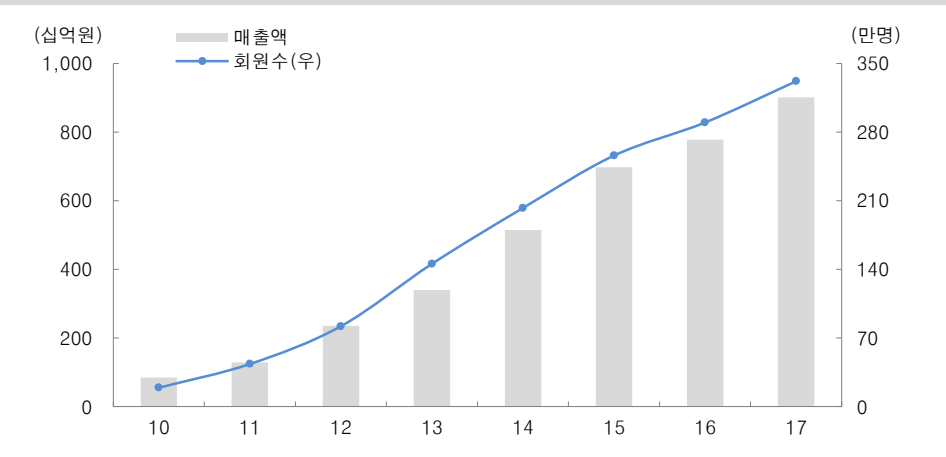
자료: 콜마비앤에이치, 대신증권 Research Center

그림 4. 네트워크 업체 자가소비형 회원 비중



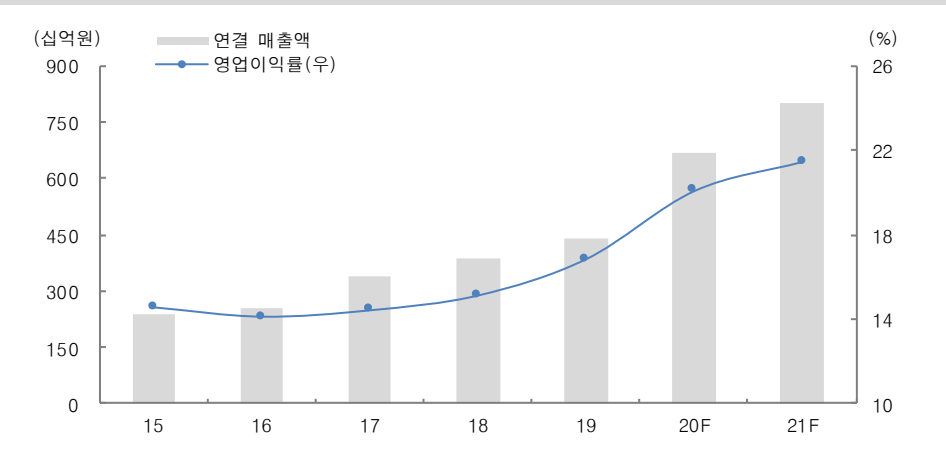
자료: 공정거래위원회, 콜마비앤에이치, 대신증권 Research Center

그림 5.애틀미 매출액, 회원수 추이



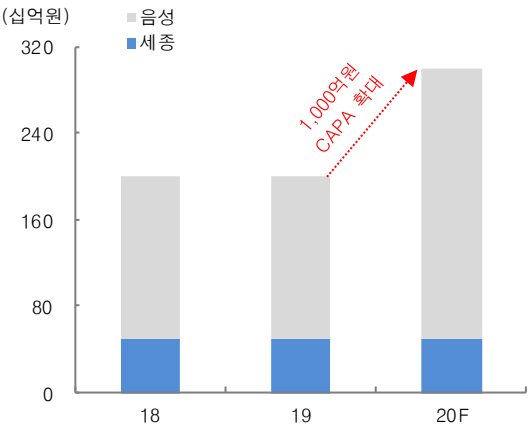
자료: 애틀미, 콜마비앤에이치, 대신증권 Research Center

그림 6.연결 기준 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



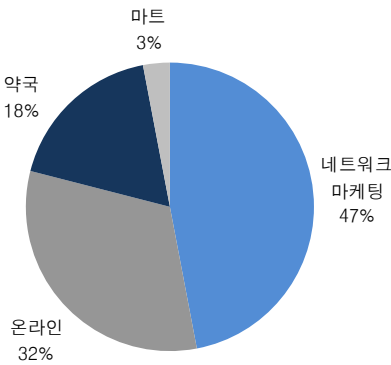
자료: 콜마비앤에이치, 대신증권 Research Center

그림 7. 2020년 국내 음성 3공장 증설



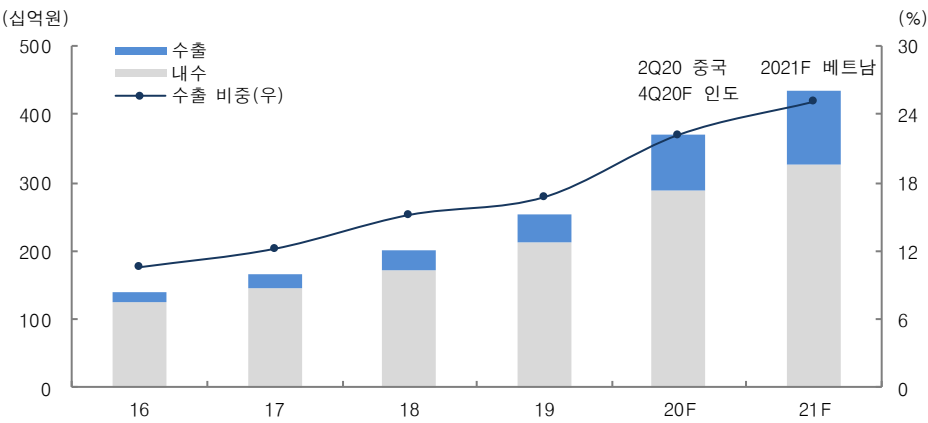
자료: 콜마비앤에이치, 대신증권 Research Center

그림 8. 중국 건기식 시장 채널별 매출 비중



자료: 유로모니터, 대신증권 Research Center

그림 9. 별도 기준 건기식 내수, 수출 매출액 및 수출 비중 전망



자료: 콜마비앤에이치, 대신증권 Research Center

표 2. 콜마비엔에이치 분기별 영업실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
연결 매출액	106.6	116.4	108.2	107.7	129.1	174.4	177.8	188.5	438.9	669.8	800.7
별도 매출액	92.9	102.2	96.2	93.2	111.3	154.2	154.9	165.3	384.5	585.7	701.6
건기식	57.1	67.3	63.6	65.6	79.8	105.6	107.1	115.9	253.6	408.4	494.6
내수	47.3	58.3	50.2	55.5	64.3	76.6	71.5	76.8	211.3	289.2	325.5
수출	9.8	9.0	13.5	10.1	15.5	29.0	35.7	39.1	42.4	119.2	169.1
화장품	35.7	34.8	32.5	27.6	31.4	48.5	47.8	49.5	130.6	177.1	206.7
내수	26.5	26.9	22.0	18.0	19.4	22.0	18.1	15.9	93.4	75.4	78.0
수출	9.2	7.9	10.5	9.6	12.0	26.5	29.7	33.6	37.2	101.8	128.6
임대 / 기타	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.0	0.4
근오농림	7.3	11.6	7.0	10.2	8.6	10.2	5.3	8.7	36.1	32.8	34.7
에치엔지	18.1	18.8	16.8	19.5	24.6	30.7	28.6	28.9	73.2	112.8	116.6
연결조정	-11.7	-16.2	-11.9	-15.2	-15.3	-20.7	-11.0	-14.5	-55.0	-61.5	-52.2
영업이익	16.7	19.8	17.4	20.1	24.1	35.5	36.9	38.1	74.1	134.6	172.0
지배주주순이익	13.4	15.5	13.7	12.0	18.4	27.5	28.5	29.2	54.5	103.7	133.2
YoY 증감률											
연결 매출액	10.3	28.1	20.8	-1.5	21.2	49.8	64.4	75.0	13.6	52.6	19.5
별도 매출액	10.7	27.8	24.4	-1.8	19.8	50.9	61.0	77.4	14.4	52.3	19.8
건기식	15.6	36.0	32.5	20.8	39.8	56.9	68.5	76.6	26.0	61.0	21.1
내수	9.2	35.0	21.0	29.4	35.9	31.4	42.4	38.4	23.7	36.9	12.6
수출	58.1	40.6	107.7	-11.4	58.2	222.2	164.2	286.8	39.0	181.2	41.8
화장품	3.8	14.9	10.9	-31.7	-12.0	39.4	47.0	79.2	-2.8	35.6	16.7
내수	5.2	8.9	-0.5	-33.1	-26.8	-18.2	-17.8	-11.8	-5.6	-19.3	3.6
수출	1.1	38.6	45.8	-28.9	30.4	235.4	182.7	249.9	4.8	173.6	26.4
영업이익	15.2	44.4	27.4	20.9	44.3	79.0	111.8	89.6	26.5	81.8	27.7
지배주주순이익	28.1	46.6	13.4	-21.8	38.0	77.8	108.7	144.1	12.7	90.4	28.4
영업이익률	15.7	17.0	16.1	18.6	18.7	20.3	20.8	20.2	16.9	20.1	21.5
당기순이익률	12.5	13.3	12.6	11.1	14.3	15.8	16.0	15.5	12.4	15.5	16.6

자료: 콜마비엔에이치, 대신증권 Research Center

표 3. 연도별 건강기능식품 업체별 판매 실적 순위 (단위: 억원)

순위	업체명	2014	2015	2016	2017	2018
1	한국인삼공사	4562	5233.1	7597.6	8176	8503.4
2	콜마비엔에이치	679.6	1220.6	1094.8	1314.4	1681.1
3	종근당건강	383.7	396.3	425.6	611.6	1242.4
4	한국아쿠르트	857.6	871.2	998	928.7	954.1
5	서흥	482	501.7	670	755.2	731.6
6	코스맥스바이오	459.8	461.1	570	627.9	718.6
7	에스트라	262.3	471.9	601.4	648.2	709.2
8	노바렉스	551.2	805	625.7	660	636.5
9	셀바이오텍	382.9	464.7	553.7	562.6	576.2
10	코스맥스엔비티	280.8	350	409.6	429.4	515.5
11	고려은단	320.3	862.4	483.8	406	377.7

자료: 식품의약품안전처, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

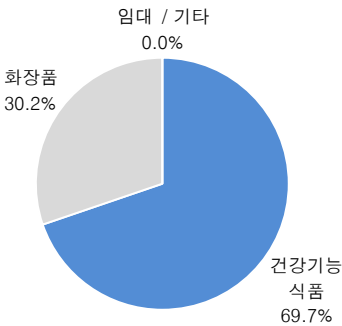
- 건강기능식품, 화장품 OEM/ODM 전문 업체
- 건강기능식품은 ODM, 화장품은 한국콜마를 통해 외주 생산
- 매출액의 85%가 애터미(네트워크 업체)에서 발생
- 주요 제품인 헤모렘(건기식)은 개별인정형원료인 당귀추출물 사용. 2003년 특허 취득
- 자산 4,171억원, 부채 1,509억원, 자본 2,662억원 (1Q20 기준)
(발행주식수: 29,543,558주 / 자기주식수: 2,166주, 1Q20 기준)

주가 변동요인

- 중국, 인도, 베트남 등 해외 매출 본격화
- 주요 고객사인 애터미 및 비 애터미향 안정적 매출 성장
- 2020년 이후 신규 공장 캐파 증설에 따른 추가 고객사 확보 및 외형성장

자료: 콜마비엔에이치, 대신증권 Research Center

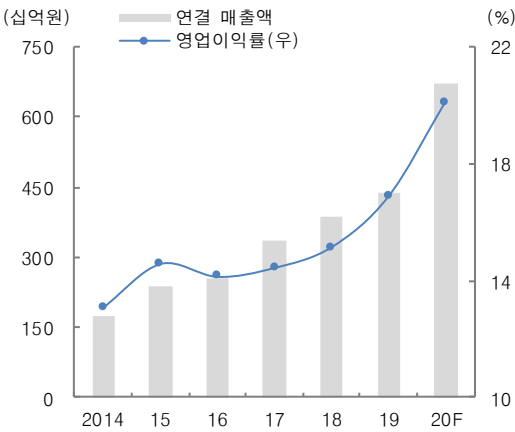
콜마비엔에이치 사업부문별 매출 비중



주: 2020년 예상 별도 매출액기준
자료: 콜마비엔에이치, 대신증권 Research Center

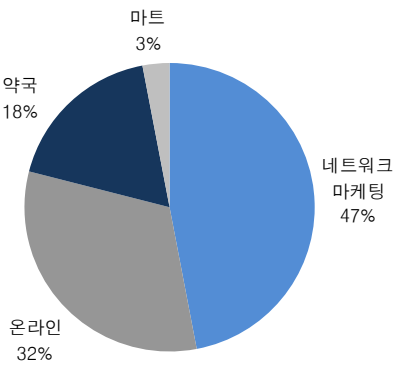
Earnings Driver

매출액, 영업이익률 추이 및 전망



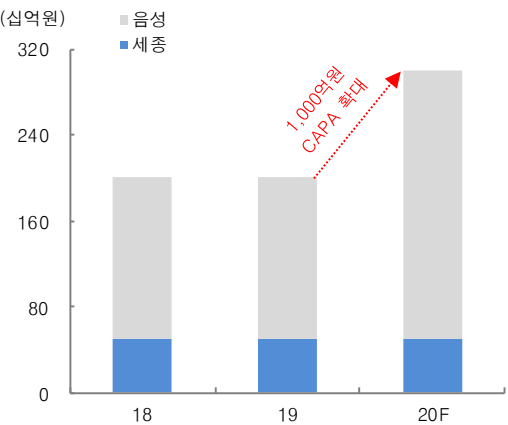
자료: 콜마비엔에이치, 대신증권 Research Center

중국 건기식 시장 채널별 매출 비중



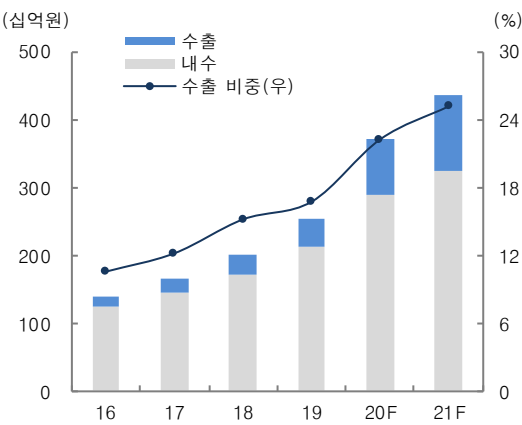
자료: 콜마비엔에이치, 대신증권 Research Center

2020년 국내 음성 3공장 증설



자료: 콜마비엔에이치, 대신증권 Research Center

건강기능식품(별도) 내수 및 수출 매출 추이 및 전망



자료: 콜마비엔에이치, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	386	439	670	801	936
매출원가	309	344	504	596	698
매출총이익	77	95	166	205	238
판매비와관리비	18	21	31	33	35
영업이익	59	74	135	172	203
영업이익률	15.2	16.9	20.1	21.5	21.7
EBITDA	63	79	141	179	211
영업외손익	6	-2	0	-1	-2
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	4	1	1	1	1
외환관련이익	0	1	0	0	0
금융비용	0	-4	-2	-4	-4
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	2	0	1	1	1
법인세비용차감전순손익	64	72	135	171	202
법인세비용	-15	-17	-31	-38	-44
계속사업순손익	49	55	104	133	157
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	49	55	104	133	157
당기순이익률	12.8	12.5	15.5	16.6	16.8
비지배지분순이익	1	0	0	0	0
지배지분순이익	48	54	104	133	157
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	49	54	103	132	157
비지배지분포괄이익	1	0	0	0	0
지배지분포괄이익	48	54	103	132	157

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	1,637	1,844	3,511	4,509	5,330
PER	12.2	15.0	18.1	14.1	11.9
BPS	6,928	8,544	11,806	16,015	20,994
PBR	2.9	3.2	5.4	4.0	3.0
EBITDAPS	2,122	2,684	4,765	6,056	7,145
EV/EBITDA	8.6	9.4	12.6	9.7	7.6
SPS	13,078	14,856	22,673	27,102	31,681
PSR	1.5	1.9	2.8	2.3	2.0
CFPS	1,696	2,207	4,951	6,181	7,272
DPS	200	250	300	350	400

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
성장성					
매출액 증가율	14.5	13.6	52.6	19.5	16.9
영업이익 증가율	20.0	26.5	81.7	27.8	18.3
순이익 증가율	4.0	11.0	89.8	28.2	18.2
수익성					
ROIC	41.1	40.6	60.5	59.9	60.4
ROA	20.8	21.9	31.2	31.8	29.7
ROE	25.9	23.8	34.5	32.4	28.8
안정성					
부채비율	41.2	51.8	35.1	26.9	22.1
순차입금비율	-24.0	-30.2	-31.2	-31.8	-44.7
이자보상배율	209.7	213.4	273.8	350.0	0.0

자료: 콜마비엔에이치, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	152	207	250	348	495
현금및현금성자산	29	60	87	117	237
매출채권 및 기타채권	41	40	44	75	74
재고자산	38	49	55	80	100
기타유동자산	43	59	64	76	84
비유동자산	140	179	225	257	269
유형자산	87	123	150	159	167
관계기업투자금	0	4	7	10	14
기타비유동자산	52	53	68	88	88
자산총계	292	386	475	605	764
유동부채	82	116	108	113	123
매입채무 및 기타채무	60	88	83	88	98
차입금	9	9	9	9	9
유동성채무	0	1	0	0	0
기타유동부채	12	18	16	16	16
비유동부채	3	16	16	16	16
차입금	0	8	8	8	8
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	3	8	8	8	8
부채총계	85	132	123	128	138
자배지분	205	252	349	473	620
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	23	23	23	23	23
이익잉여금	167	214	311	435	582
기타지분변동	0	0	0	0	0
비지배지분	2	2	3	4	5
자본총계	207	255	352	477	625
순차입금	-50	-77	-110	-152	-280

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	22	78	95	90	157
당기순이익	0	0	104	133	157
비현금항목의 가감	1	10	42	49	57
감가상각비	4	5	6	7	8
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-3	5	36	43	50
자산부채의 증감	-31	11	-21	-55	-13
기타현금흐름	52	57	-31	-37	-44
투자활동 현금흐름	-3	-50	-56	-51	-27
투자자산	-25	-5	-18	-23	-3
유형자산	-9	-34	-34	-16	-16
기타	32	-11	-5	-12	-8
재무활동 현금흐름	-25	2	-9	-10	-11
단기차입금	-1	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	0	8	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-5	-6	-7	-9	-10
기타	-18	-1	-1	-1	-1
현금의 증감	-5	30	27	30	120
기초 현금	34	29	60	87	117
기말 현금	29	60	87	117	237
NOPLAT	45	56	103	134	159
FCF	38	24	72	121	146

[Daishin House View 4 차 산업혁명 / 안전등급]

- 대신증권 Research Center 소속의 각 분야 및 기업 담당 애널리스트의 분석을 기초로 토론 과정을 거쳐 산업 및 기업별 안전등급 최종 확정
- 4 차 산업혁명 전개 과정에서 산업 및 종목에 미치는 영향을 파악, 긍정, 중립, 부정적 영향에 따라 Sky Blue, Neutral Green, Dark Gray 등급 부여

Dark Gray (흐림)	Neutral Green (보통)	Sky Blue (맑음)
----------------	--------------------	---------------

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:한경래)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

콜마비엔에이치(200130) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	20.08.07	20.04.27	20.03.17	20.02.27	20.02.03	19.11.24
투자의견	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy
목표주가	90,000	37,000	37,000	37,000	37,000	37,000
과리율(평균.%)		23.18	(31.71)	(27.82)	(27.43)	(27.80)
과리율(최대/최소.%)		71.62	(23.11)	(19.05)	(19.05)	(19.05)

제시일자	19.11.23	19.09.18	19.09.17
투자의견	Buy	Buy	Buy
목표주가	37,000	37,000	37,000
과리율(평균.%)	(28.14)	(28.14)	
과리율(최대/최소.%)	(25.00)	(25.00)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	

제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20200804)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	88.2%	11.3%	0.5%

산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
 - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
 - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상