

콜마비엔에이치 (200130)

한경래

kyungrae.han@daishin.com

이새롬

saerom.lee@daishin.com

투자 의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

90,000

유지

현재주가

(20.10.26)

55,500

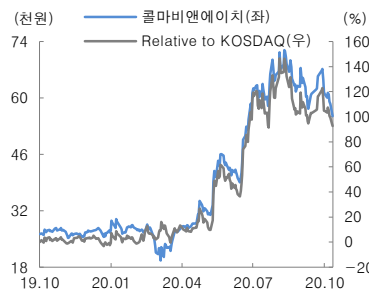
스몰캡업종

4차 산업혁명/안전등급

Neutral Green

KOSDAQ	778.02
시가총액	1,640십억원
시가총액비중	0.64%
자본금(보통주)	15십억원
52주 최고/최저	71,900원 / 19,650원
120일 평균거래대금	272억원
외국인지분율	6.36%
주요주주	한국콜마홀딩스 외 4인 59.45% 한국원자력연구원 6.02%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.1	-10.0	100.4	105.2
상대수익률	0.6	-8.1	63.0	72.0



변하지 않은 방향성, 목표주가 유지

투자 의견 매수, 목표주가 90,000원 유지

- 투자 의견 매수, 목표주가 90,000원 유지. 2021년 예상 EPS 4,486원에 Target PER 20배 적용
- 국내 건기식 시장의 고성장세 지속, 애터미 중국 매출 확대 및 해외 신규 국가 진출 모멘텀 유효
- 코스닥 조정에 따른 주가 조정 구간에 있으나 4분기 성수기 진입 및 2021년 중국을 포함한 의미 있는 해외 매출 성장 고려 시 투자 의견 매수 제시

3Q20 연결 영업이익 308억원(+77% YoY) 전망

- 3Q20 연결 매출액 1,581억원(+46.2% YoY, -9.4% QoQ), 영업이익 308억원(+76.6% YoY, -13.1% QoQ) 전망
- 콜마비엔에이치 건기식 3분기 전통적 비수기임에도 중국 및 해외 매출 기여 확대. 건기식 매출액 939억원(+47.6% YoY, -11.1% QoQ) 선방하는 실적 기대
- 3분기 중국 포함한 건기식 해외 매출액 309억원(+129.2% YoY, +6.7% QoQ) 예상

2021년 중국 실적 온기 반영 및 해외 진출 모멘텀 확대

- 4분기 계절적 성수기 진입, 애터미 인도, 홍콩 등 판매 시작 예정
- 애터미 인도 10월 초도 물량 수출 시작되는 것으로 파악. 화장품 위주 판매 예정
- 4Q20 국내 및 해외 건기식 매출액 각각 657억원(+18.4% YoY), 364억원(+260.8% YoY) 전망
- 2021년 애터미 중국 회원 약 400만명 기반의 매출 온기 반영, 현지 생산 법인 '강소 콜마'(1차 생산 능력 700억원) 분기별 가동 확대 예상. 2021년 중국 매출액 1,500억원 이상 가능할 전망
- 애터미 중국, 인도에 이어 2021년 터키를 포함한 신규 4개국 이상 진출 이어질 예정. 진출 이후 성과에 따른 추가 실적 상향 가능성 존재

영업 실적 및 주요 투자 지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	386	439	636	806	920
영업이익	59	74	124	171	198
세전순이익	64	72	125	170	196
총당기순이익	49	55	96	133	153
지배지분순이익	48	54	96	133	153
EPS	1,637	1,844	3,241	4,486	5,180
PER	12.2	15.0	17.1	12.4	10.7
BPS	6,928	8,544	11,536	15,722	20,552
PBR	2.9	3.2	4.8	3.5	2.7
ROE	25.9	23.8	32.3	32.9	28.6

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

표 1. 콜마비엔에이치 목표주가 산출 (단위: 원, 배, %)

비고		
EPS	4,486	2021년 예상 EPS
Target PER	20.0	중국 매출 확대 본격화 및 해외 성장성 반영
목표주가	90,000	
현재주가	55,500	
상승여력(%)	62.1	

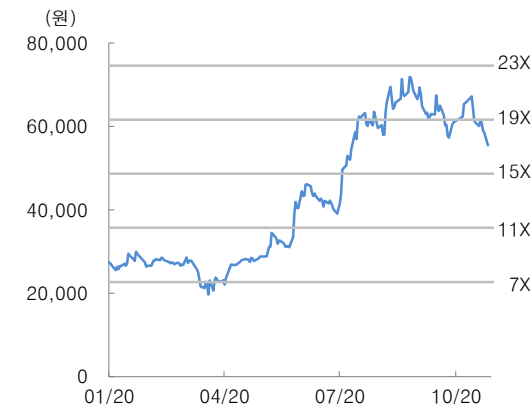
자료: 콜마비엔에이치, 대신증권 Research Center

표 2. 콜마비엔에이치 분기별 영업실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20F	4Q20F	2019	2020F	2021F
연결 매출액	106.6	116.4	108.2	107.7	129.1	174.4	158.1	174.7	438.9	636.3	806.0
별도 매출액	92.9	102.2	96.2	93.2	111.3	154.2	135.2	151.6	384.5	552.2	706.9
건기식	57.1	67.3	63.6	65.6	79.8	105.6	93.9	102.1	253.6	381.4	504.9
내수	47.3	58.3	50.2	55.5	64.3	76.6	62.9	65.7	211.3	269.5	322.2
수출	9.8	9.0	13.5	10.1	15.5	29.0	30.9	36.4	42.4	111.9	182.6
화장품	35.7	34.8	32.5	27.6	31.4	48.5	41.3	49.5	130.6	170.7	201.7
내수	26.5	26.9	22.0	18.0	19.4	22.0	12.1	15.9	93.4	69.4	68.6
수출	9.2	7.9	10.5	9.6	12.0	26.5	29.2	33.6	37.2	101.3	133.1
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	30.8	33.9	74.1	124.3	171.1
지배주주순이익	13.4	15.5	13.7	12.0	18.4	27.5	23.8	26.0	54.5	95.7	132.5
YoY 증감률											
연결 매출액	10.3	28.1	20.8	-1.5	21.2	49.8	46.2	62.3	13.6	45.0	26.7
별도 매출액	10.7	27.8	24.4	-1.8	19.8	50.9	40.5	62.7	14.4	43.6	28.0
건기식	15.6	36.0	32.5	20.8	39.8	56.9	47.6	55.7	26.0	50.4	32.4
내수	9.2	35.0	21.0	29.4	35.9	31.4	25.4	18.4	23.7	27.6	19.6
수출	58.1	40.6	107.7	-11.4	58.2	222.2	129.2	260.8	39.0	163.9	63.2
화장품	3.8	14.9	10.9	-31.7	-12.0	39.4	27.1	79.2	-2.8	30.7	18.2
내수	5.2	8.9	-0.5	-33.1	-26.8	-18.2	-44.8	-11.8	-5.6	-25.7	-1.2
수출	1.1	38.6	45.8	-28.9	30.4	235.4	177.7	249.9	4.8	172.2	31.4
영업이익	15.2	44.4	27.4	20.9	44.3	79.0	76.6	68.5	26.5	67.8	37.7
지배주주순이익	28.1	46.6	13.4	-21.8	38.0	77.8	74.2	116.9	12.7	75.7	38.4
영업이익률	15.7	17.0	16.1	18.6	18.7	20.3	19.5	19.4	16.9	19.5	21.2
당기순이익률	12.5	13.3	12.6	11.1	14.3	15.8	15.1	14.9	12.4	15.0	16.4

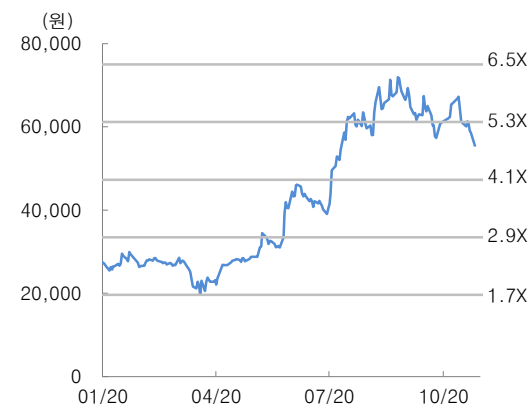
자료: 콜마비엔에이치, 대신증권 Research Center

그림 1. 콜마비앤에이치 12M Forward PER 추이



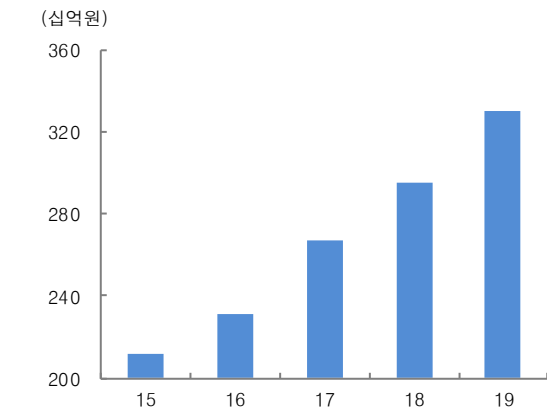
자료: 콜마비앤에이치, 대신증권 Research Center

그림 2. 콜마비앤에이치 12M Forward PBR 추이



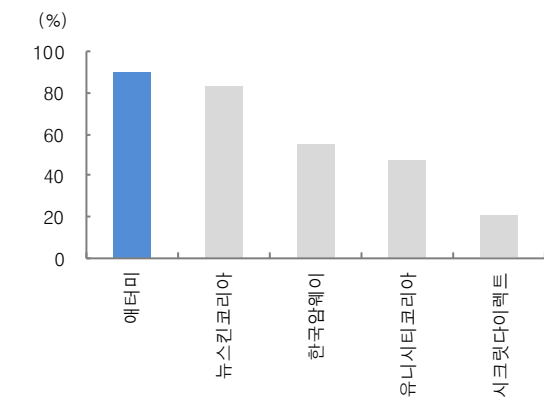
자료: 콜마비앤에이치, 대신증권 Research Center

그림 3. 애터미향 매출액 추이



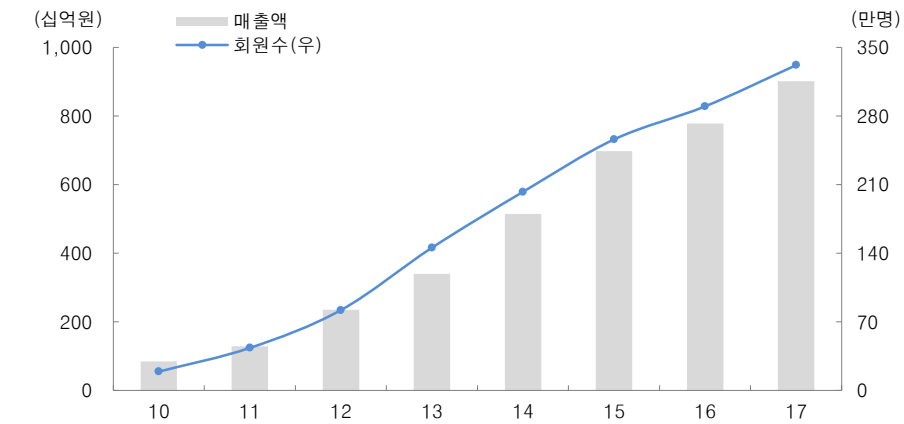
자료: 콜마비앤에이치, 대신증권 Research Center

그림 4. 네트워크 업체 자가소비형 회원 비중



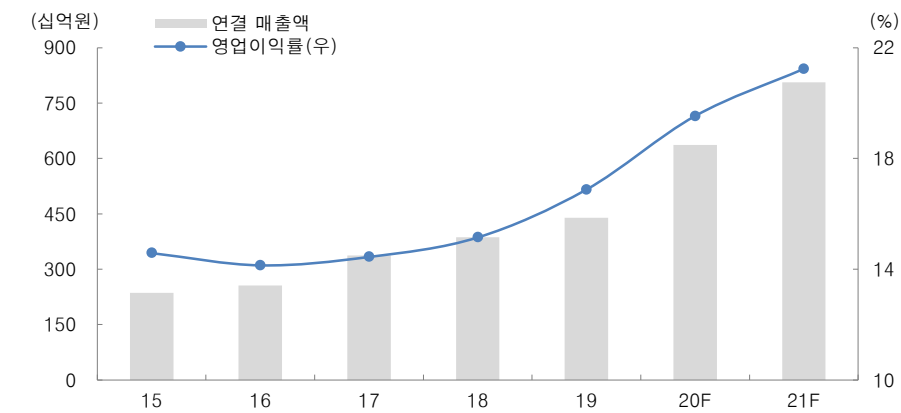
자료: 공정거래위원회, 콜마비앤에이치, 대신증권 Research Center

그림 5. 애터미 매출액, 회원수 추이



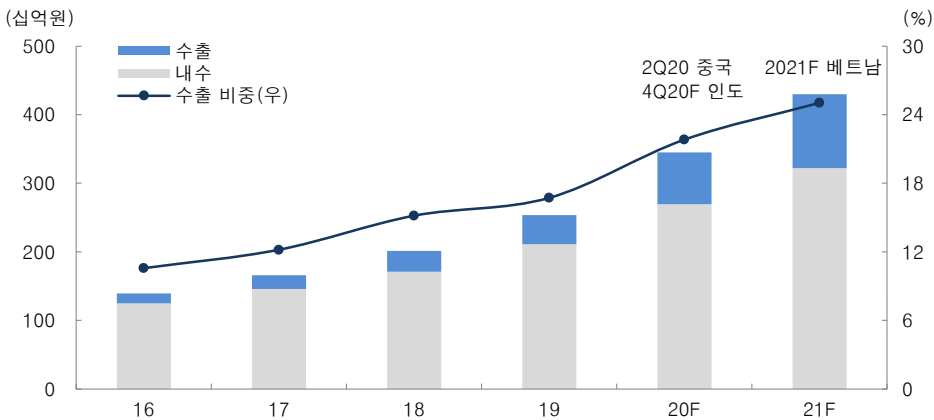
자료: 애터미, 콜마비앤에이치, 대신증권 Research Center

그림 6. 연결 기준 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



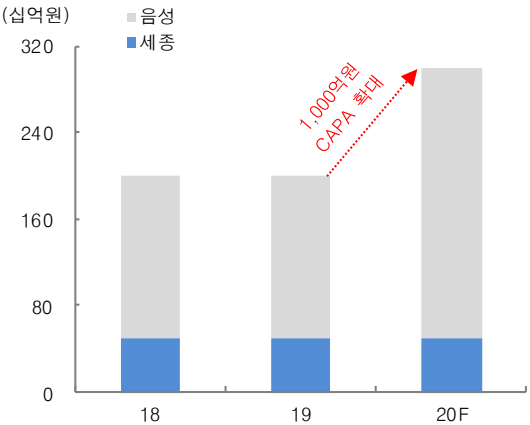
자료: 콜마비앤에이치, 대신증권 Research Center

그림 7. 별도 기준 건기식 내수, 수출 매출액 및 수출 비중 전망



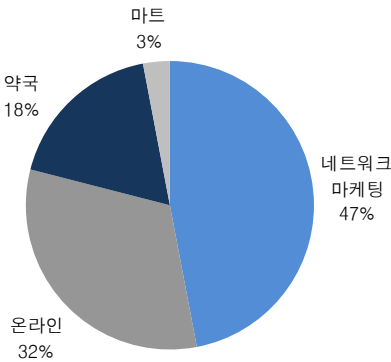
자료: 콜마비앤에이치, 대신증권 Research Center

그림 8. 2020년 국내 음성 3공장 증설



자료: 콜마비앤에이치, 대신증권 Research Center

그림 9. 중국 건기식 시장 채널별 매출 비중



자료: 유로모니터, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

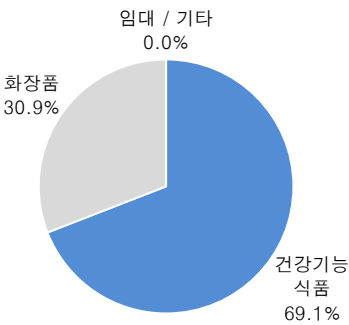
- 건강기능식품, 화장품 OEM/ODM 전문 업체
- 건강기능식품은 ODM, 화장품은 한국콜마를 통해 외주 생산
- 매출액의 85%가 애터미(네트워크 업체)에서 발생
- 주요 제품인 헤모렘(건기식)은 개별인증원료인 당귀추출물 사용. 2003년 특허 취득
- 자산 4,171억원, 부채 1,509억원, 자본 2,662억원 (1Q20 기준)
(발행주식수: 29,543,558주 / 자기주식수: 2,166주, 1Q20 기준)

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

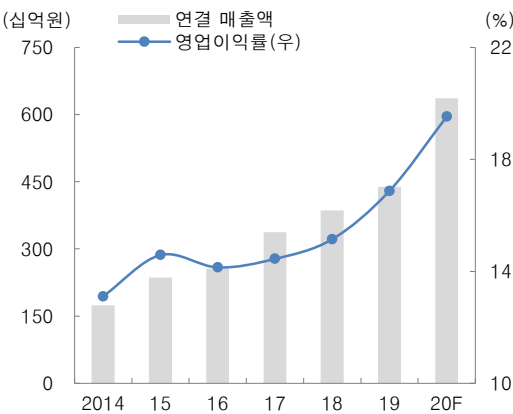
콜마비엔에이치 사업부문별 매출 비중



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

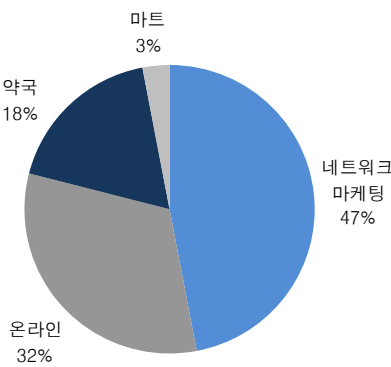
Earnings Driver

매출액, 영업이익률 추이 및 전망



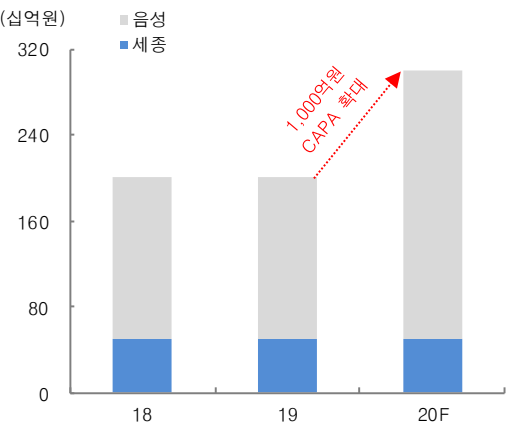
자료: 콜마비엔에이치, 대신증권 Research Center

중국 건기식 시장 채널별 매출 비중



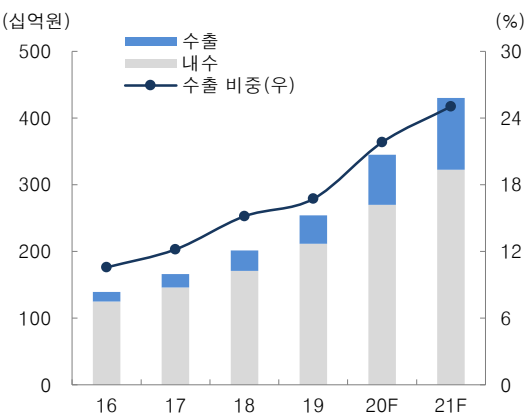
자료: 콜마비엔에이치, 대신증권 Research Center

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	636	806	920
매출원가	309	344	480	602	688
매출총이익	77	95	156	204	233
판매비와관리비	18	21	32	33	35
영업이익	59	74	124	171	198
영업이익률	15.2	16.9	19.5	21.2	21.5
EBITDA	63	79	130	178	205
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	125	170	196
법인세비용	-15	-17	-29	-37	-43
계속사업순손익	49	55	96	133	153
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	49	55	96	133	153
당기순이익률	12.8	12.5	15.1	16.4	16.6
비지배자분순이익	1	0	0	0	0
지배자분순이익	48	54	96	133	153
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	49	54	95	132	152
비지배자분포괄이익	1	0	0	0	0
지배자분포괄이익	48	54	95	132	152

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	1,637	1,844	3,241	4,486	5,180
PER	12.2	15.0	17.1	12.4	10.7
BPS	6,928	8,544	11,536	15,722	20,552
PBR	2.9	3.2	4.8	3.5	2.7
EBITDAPS	2,122	2,684	4,414	6,027	6,953
EV/EBITDA	8.6	9.4	11.8	8.4	6.7
SPS	13,078	14,856	21,540	27,282	31,156
PSR	1.5	1.9	2.6	2.0	1.8
CFPS	1,696	2,207	4,600	6,152	7,080
DPS	200	250	300	350	400

재무비율

(단위: 원, 배, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
성장성					
매출액 증가율	14.5	13.6	45.0	26.7	14.2
영업이익 증가율	20.0	26.5	67.7	37.8	15.6
순이익 증가율	4.0	11.0	75.2	38.1	15.5
수익성					
ROIC	41.1	40.6	55.8	59.6	58.7
ROA	20.8	21.9	29.1	32.2	29.4
ROE	25.9	23.8	32.3	32.9	28.6
안정성					
부채비율	41.2	51.8	35.9	27.4	22.6
순차입금비율	-24.0	-30.2	-29.6	-30.6	-43.5
이자보상배율	209.7	213.4	252.8	348.2	0.0

자료: 콜마비엔에이치, 대신증권 Research Center

재무상태표

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	152	207	242	340	482
현금및현금성자산	29	60	79	108	223
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	467	597	751
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	341	464	607
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	23	23	23	23	23
이익잉여금	167	214	303	426	569
기타지분변동	0	0	0	0	0
비지배자분	2	2	3	4	5
자본총계	207	255	344	468	612
순차입금	-50	-77	-102	-143	-266

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	22	78	87	90	153
당기순이익	0	0	96	133	153
비현금항목의 가감	1	10	40	49	56
감가상각비	4	5	6	7	8
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-3	5	34	43	49
자산부채의 증감	-31	11	-21	-55	-13
기타현금흐름	52	57	-28	-37	-43
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	19	29	115
기초 현금	34	29	60	79	108
기말 현금	29	60	79	108	223
NOPLAT	45	56	95	133	154
FCF	38	24	64	120	142

[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]

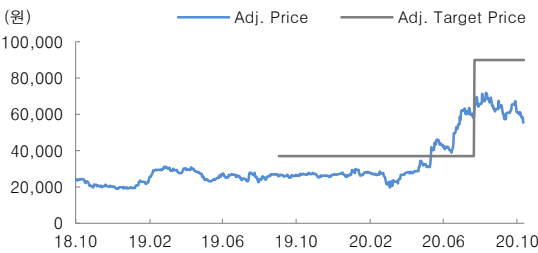
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	20.10.27	20.08.06	20.04.27	20.03.17	20.02.27	20.02.03
투자의견	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy	Buy
목표주가	90,000	90,000	37,000	37,000	37,000	37,000
과리율(평균.%)		(28.54)	23.18	(31.71)	(27.82)	(27.43)
과리율(최대/최소.%)		(20.11)	71.62	(23.11)	(19.05)	(19.05)
제시일자	19.11.24	19.11.23	19.09.18	19.09.17		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표주가	37,000	37,000	37,000	37,000		
과리율(평균.%)	(27.80)	(28.14)	(28.14)			
과리율(최대/최소.%)	(19.05)	(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:20201024)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	87.3%	11.8%	1.0%

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