

# 콜마비엔에이치 (200130)

한경래

이새롬

kyungrae.han@daishin.com

saerom.lee@daishin.com

투자의견

**BUY**

매수, 유지

6개월 목표주가

**90,000**

유지

현재주가

**54,400**

(20.11.03)

스몰캡업종

## 아쉬운 실적, 변함 없는 스토리

### 투자의견 매수, 목표주가 90,000원 유지

- 투자의견 매수, 목표주가 90,000원 유지
- 부진한 실적 기록했으나 2021년 중국 포함한 해외 성장 스토리 유효. 추가적인 주가 하락 시 매수 기회로 판단

### 3Q20 연결 영업이익 231억원(+32% YoY) 기록. 컨센서스 대폭 하회

- 3Q20 연결 매출액 1,463억원(+35.3% YoY, -16.1% QoQ), 영업이익 231억원(+32.4% YoY, -34.9% QoQ) 기록. 추정치(영업이익 시장 컨센서스 328억원, 당사 추정치 308억원) 대비 하회하는 실적
- 코로나19 영향에 따른 애터미 재고 조정 및 3분기 계절적 비수기로 건기식, 화장품 매출액 각각 872억원(+37.1% YoY, -17.4% QoQ), 423억원(+30.2% YoY, -12.8% QoQ) 기록
- 중국 매출액 285억원으로 전분기 대비 16% 성장
- 영업이익 부진: 1) 화장품 대비 수익성 높은 건기식(헤모힘, 유산균 등 OPM 20% 이상) 매출 비중 감소(약 30억원 수준 영업이익 하회), 2) 음성 3공장 증설에 따른 인건비 등 고정비 상승(인건비 연간 약 30% 상승 전망), 3) 자회사 에치엔지 매출 축소에 따른 연결 영업이익 10~20억원 부진
- 3분기 이익률 부진 요인은 외형 성장 시 레버리지 효과로 이어질 전망

### 2021년 변함 없는 중국 및 해외 성장 스토리

- 2021년 매출액 8,090억원(+31.0% YoY), 영업이익 1,701억원(+50.3% YoY) 전망
- 2021년 애터미의 공격적인 중국 시장 및 해외 진출 확대 기대. 특히 중국 시장은 수익성 좋은 건기식 판매 비중 확대 가능, 이익률 개선 전망
- 2021년 중국 매출액 1,500억원 상회 예상. 현지 생산 법인 강소 콜마 4Q20 가동 시작, 2021년 분기별 가동을 확대
- 4Q20 애터미 인도, 홍콩, 콜롬비아, 2021년 터키를 비롯한 4개국 이상 신규 국가 진출 예정. 해외 성장 스토리 유효

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	386	439	617	809	923
영업이익	59	74	113	170	196
세전순이익	64	72	114	170	195
총당기순이익	49	55	88	132	152
지배지분순이익	48	54	88	132	152
EPS	1,637	1,844	2,962	4,483	5,161
PER	12.2	15.0	18.4	12.1	10.5
BPS	6,928	8,544	11,258	15,440	20,251
PBR	2.9	3.2	4.8	3.5	2.7
ROE	25.9	23.8	29.9	33.6	28.9

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

KOSDAQ	818.46
시가총액	1,607십억원
시가총액비중	0.51%
자본금(보통주)	15십억원
52주 최고/최저	71,900원 / 19,650원
120일 평균거래대금	276억원
외국인지분율	6.59%
주요주주	한국콜마홀딩스 외 4인 59.45% 한국원자력연구원 6.02%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-10.8	-9.8	88.9	103.0
상대수익률	-7.6	-8.8	48.9	64.3

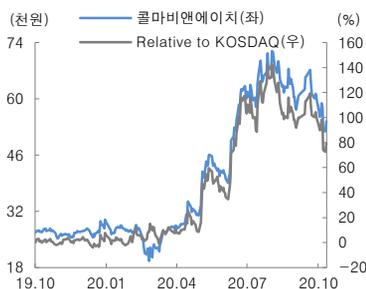


표 1. 콜마비엔에이치 목표주가 산출

(단위: 원, 배, %)

		비고
EPS	4,483	2021년 예상 EPS
Target PER	20.0	중국 매출 확대 본격화 및 해외 성장성 반영
목표주가	90,000	
현재주가	54,400	
상승여력(%)	65.4	

자료: 콜마비엔에이치, 대신증권 Research Center

표 2. 콜마비엔에이치 분기별 영업실적 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20F	2019	2020F	2021F
연결 매출액	106.6	116.4	108.2	107.7	129.1	174.4	146.3	167.5	438.9	617.3	809.0
별도 매출액	92.9	102.2	96.2	93.2	111.3	154.2	129.6	144.4	384.5	539.4	706.7
건기식	57.1	67.3	63.6	65.6	79.8	105.6	87.2	96.9	253.6	369.5	497.7
내수	47.3	58.3	50.2	55.5	64.3	76.6	62.7	65.7	211.3	269.3	324.6
수출	9.8	9.0	13.5	10.1	15.5	29.0	24.5	31.2	42.4	100.2	173.0
화장품	35.7	34.8	32.5	27.6	31.4	48.5	42.3	47.5	130.6	169.7	208.7
내수	26.5	26.9	22.0	18.0	19.4	22.0	15.9	15.9	93.4	73.2	70.1
수출	9.2	7.9	10.5	9.6	12.0	26.5	26.4	31.6	37.2	96.5	138.5
임대 / 기타	0.1	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.3	0.1	0.4
근오농림	7.3	11.6	7.0	10.2	8.6	10.2	5.4	8.7	36.1	32.9	34.8
에치엔지	18.1	18.8	16.8	19.5	24.6	30.7	22.9	28.9	73.2	107.1	120.3
연결조정	-11.7	-16.2	-11.9	-15.2	-15.3	-20.7	-11.6	-14.5	-55.0	-62.1	-52.9
영업이익	16.7	19.8	17.4	20.1	24.1	35.5	23.1	30.4	74.1	113.2	170.1
지배주주순이익	13.4	15.5	13.7	12.0	18.4	27.5	18.2	23.3	54.5	87.5	132.4
YoY 증감률											
연결 매출액	10.3	28.1	20.8	-1.5	21.2	49.8	35.3	55.5	13.6	40.7	31.1
별도 매출액	10.7	27.8	24.4	-1.8	19.8	50.9	34.7	54.9	14.4	40.3	31.0
건기식	15.6	36.0	32.5	20.8	39.8	56.9	37.1	47.7	26.0	45.7	34.7
내수	9.2	35.0	21.0	29.4	35.9	31.4	24.9	18.4	23.7	27.4	20.6
수출	58.1	40.6	107.7	-11.4	58.2	222.2	81.5	208.8	39.0	136.3	72.7
화장품	3.8	14.9	10.9	-31.7	-12.0	39.4	30.2	72.0	-2.8	29.9	23.0
내수	5.2	8.9	-0.5	-33.1	-26.8	-18.2	-27.7	-11.8	-5.6	-21.6	-4.2
수출	1.1	38.6	45.8	-28.9	30.4	235.4	151.4	229.1	4.8	159.4	43.6
영업이익	15.2	44.4	27.4	20.9	44.3	79.0	32.4	51.5	26.5	52.8	50.3
지배주주순이익	28.1	46.6	13.4	-21.8	38.0	77.8	33.2	94.9	12.7	60.6	51.3
영업이익률	15.7	17.0	16.1	18.6	18.7	20.3	15.8	18.2	16.9	18.3	21.0
당기순이익률	12.5	13.3	12.6	11.1	14.3	15.8	12.4	13.9	12.4	14.2	16.4

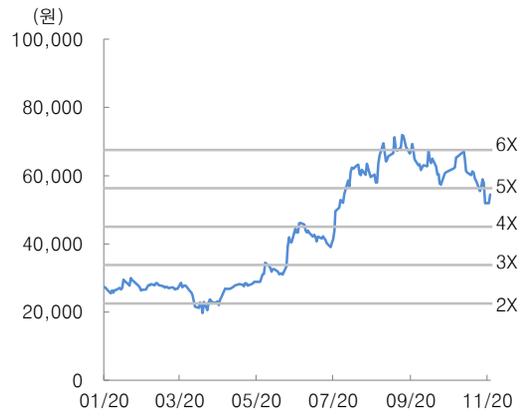
자료: 콜마비엔에이치, 대신증권 Research Center

그림 1. 콜마비앤에이치 12M Forward PER 추이



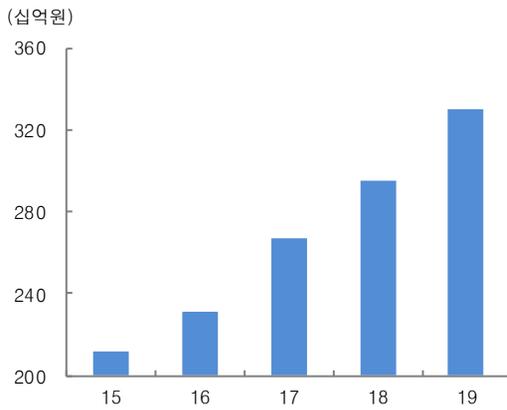
자료: 콜마비앤에이치, 대신증권 Research Center

그림 2. 콜마비앤에이치 12M Forward PBR 추이



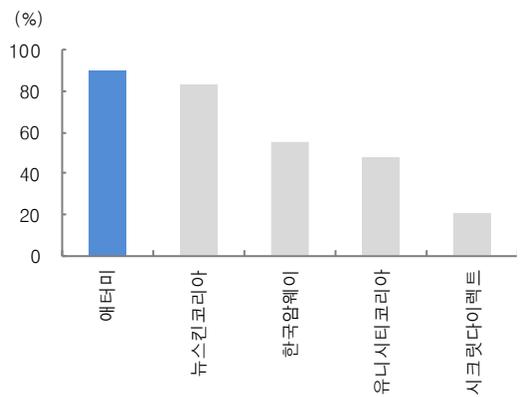
자료: 콜마비앤에이치, 대신증권 Research Center

그림 3. 애터미향 매출액 추이



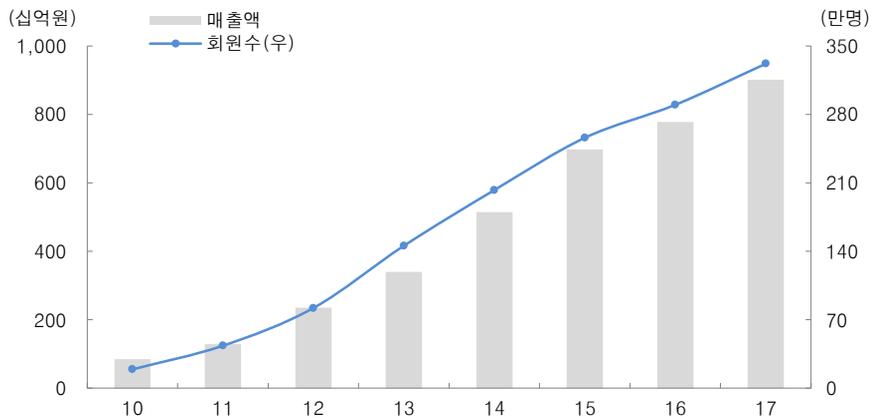
자료: 콜마비앤에이치, 대신증권 Research Center

그림 4. 네트워크 업체 자가소비형 회원 비중



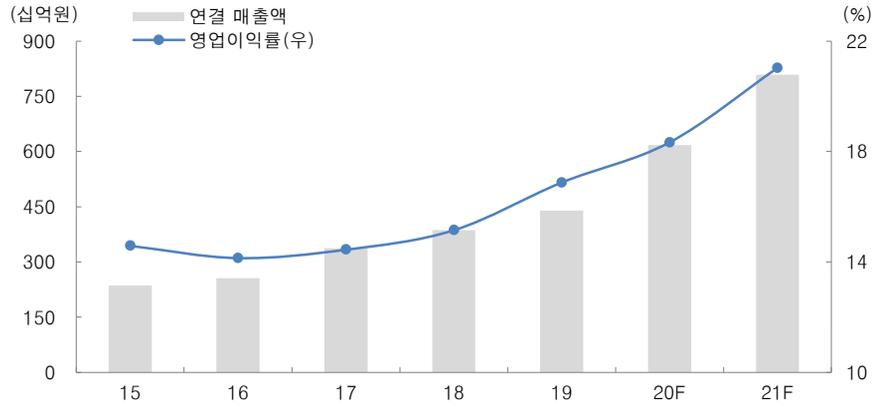
자료: 공정거래위원회, 콜마비앤에이치, 대신증권 Research Center

그림 5. 애터미 매출액, 회원수 추이



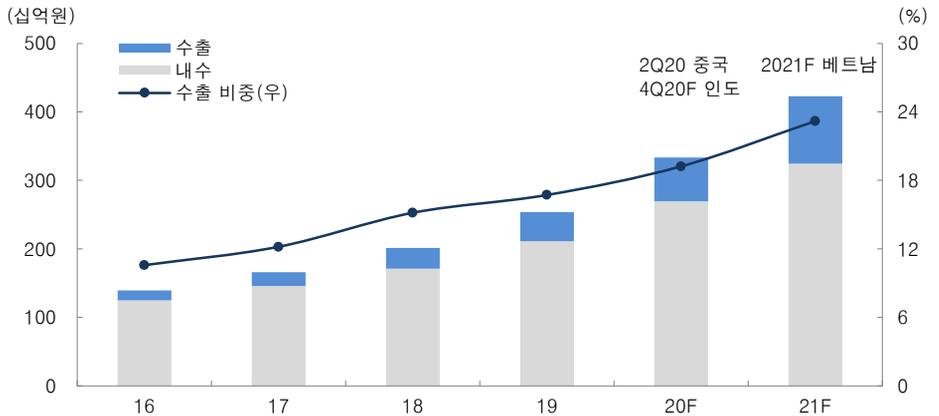
자료: 애터미, 콜마비앤에이치, 대신증권 Research Center

그림 6. 연결 기준 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



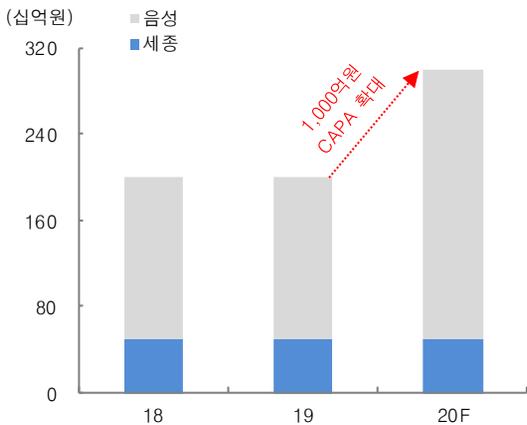
자료: 콜마비엔에이치, 대신증권 Research Center

그림 7. 별도 기준 건기식 내수, 수출 매출액 및 수출 비중 전망



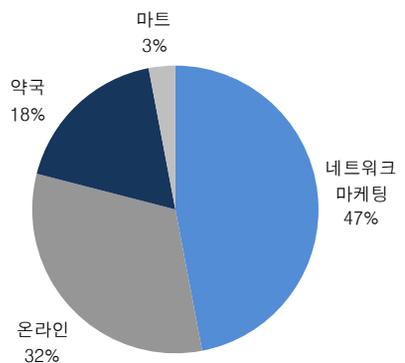
자료: 콜마비엔에이치, 대신증권 Research Center

그림 8. 2020년 국내 음성 3공장 증설



자료: 콜마비엔에이치, 대신증권 Research Center

그림 9. 중국 건기식 시장 채널별 매출 비중



자료: 유로모니터, 대신증권 Research Center

기업개요

기업 및 경영진 현황

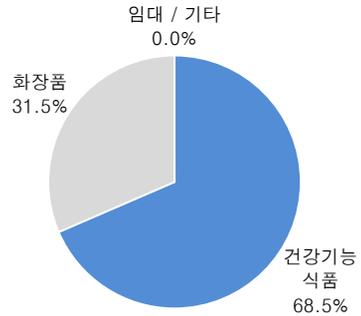
- 건강기능식품, 화장품 OEM/ODM 전문 업체
- 건강기능식품은 ODM, 화장품은 한국콜마를 통해 외주 생산
- 매출액의 85%가 애터미(네트워크 업체)에서 발생
- 주요 제품인 헤모렘(건기식)은 개별인정형원료인 당귀추출물 사용. 2003년 특허 취득
- 자산 4,171억원, 부채 1,509억원, 자본 2,662억원 (1Q20 기준)  
(발행주식수: 29,543,558주 / 자기주식수: 2,166주, 1Q20 기준)

주가 변동요인

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

자료: 콜마비앤에이치, 대신증권 Research Center

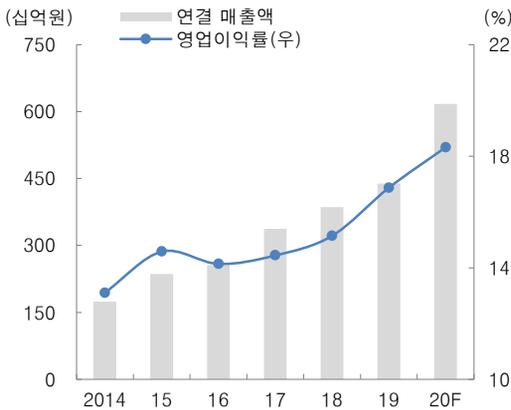
콜마비앤에이치 사업부문별 매출 비중



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

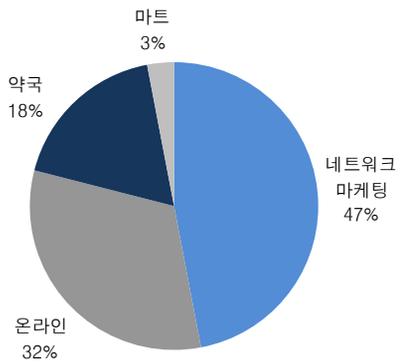
Earnings Driver

매출액, 영업이익률 추이 및 전망



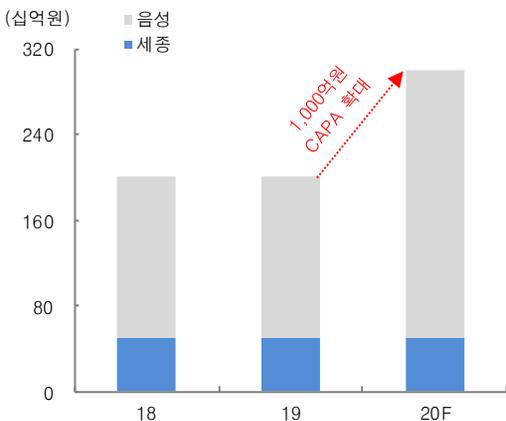
자료: 콜마비앤에이치, 대신증권 Research Center

중국 건기식 시장 채널별 매출 비중



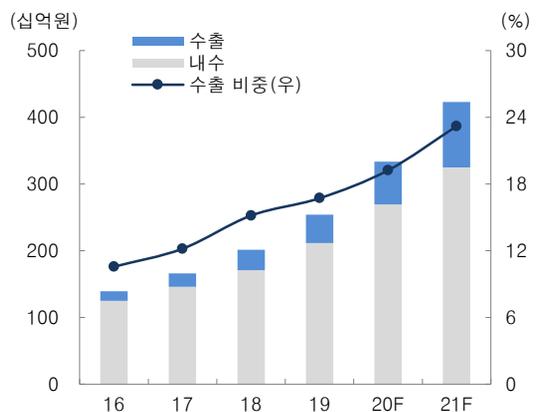
자료: 콜마비앤에이치, 대신증권 Research Center

2020년 국내 음성 3공장 증설



자료: 콜마비앤에이치, 대신증권 Research Center

건강기능식품(별도) 내수 및 수출 매출 추이 및 전망



자료: 콜마비앤에이치, 대신증권 Research Center

재무제표

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	386	439	617	809	923
매출원가	309	344	473	604	690
매출총이익	77	95	145	205	233
판매비와관리비	18	21	32	35	37
영업이익	59	74	113	170	196
영업이익률	15.2	16.9	18.3	21.0	21.2
EBITDA	63	79	119	177	204
영업외손익	6	-2	0	0	-1
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	4	1	1	1	1
외환관련이익	0	1	0	0	0
금융비용	0	-4	-2	-3	-3
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	2	0	1	1	1
법인세비용차감전순이익	64	72	114	170	195
법인세비용	-15	-17	-26	-37	-43
계속사업순이익	49	55	88	132	152
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	49	55	88	132	152
당기순이익률	12.8	12.5	14.2	16.4	16.5
비지배자분순이익	1	0	0	0	0
지배자분순이익	48	54	88	132	152
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	49	54	87	132	152
비지배자분포괄이익	1	0	0	0	0
지배자분포괄이익	48	54	87	132	152

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS	1,637	1,844	2,962	4,483	5,161
PER	12.2	15.0	18.4	12.1	10.5
BPS	6,928	8,544	11,258	15,440	20,251
PBR	2.9	3.2	4.8	3.5	2.7
EBITDAPS	2,122	2,684	4,037	5,991	6,894
EV/EBITDA	8.6	9.4	12.7	8.3	6.7
SPS	13,078	14,856	20,896	27,384	31,252
PSR	1.5	1.9	2.6	2.0	1.7
CFPS	1,695	2,207	4,226	6,148	7,056
DPS	200	250	300	350	400

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
성장성					
매출액 증가율	14.5	13.6	40.7	31.0	14.1
영업이익 증가율	20.0	26.5	52.7	50.4	15.3
순이익 증가율	4.0	11.0	60.2	51.0	15.1
수익성					
ROC	41.1	40.6	51.0	59.2	58.2
ROA	20.8	21.9	26.8	32.5	29.5
ROE	25.9	23.8	29.9	33.6	28.9
안정성					
부채비율	41.2	51.8	36.8	27.9	22.9
순차입금비율	-24.0	-30.2	-27.9	-29.3	-42.7
이자보상배율	209.7	213.4	230.1	346.1	0.0

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	152	207	234	331	473
현금및현금성자산	29	60	71	100	215
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	459	588	742
유동부채	82	116	108	113	123
매입채무 및 기타채무	60	88	83	88	98
차입금	9	9	9	9	9
유동상채무	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	333	456	598
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	23	23	23	23	23
이익잉여금	167	214	295	418	560
기타지분변동	0	0	0	0	0
비지배자분	2	2	3	4	5
자본총계	207	255	335	460	603
순차입금	-50	-77	-94	-135	-257

	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	22	78	79	90	152
당기순이익	0	0	88	132	152
비현금항목의 가감	1	10	37	49	56
감가상각비	4	5	6	7	8
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-3	5	31	42	49
자산부채의 증감	-31	11	-21	-55	-13
기타현금흐름	52	57	-26	-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	11	29	115
기초 현금	34	29	60	71	100
기말 현금	29	60	71	100	214
NOPLAT	45	56	87	133	153
FCF	38	24	56	120	141

자료: 콜마비엔에이치, 대신증권 Research Center

[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 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

### 콜마비엔에이치(200130) 투자의견 및 목표주가 변경 내용

제시일자	20,11,04	20,10,26	20,08,06	20,04,27	20,03,17	20,02,27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	6개월 경과	Buy
목표주가	90,000	90,000	90,000	37,000	37,000	37,000
과리율(평균.%)		(29.58)	(28.54)	22.48	(31.71)	(27.82)
과리율(최대/최소.%)		(20.11)	(20.11)	71.62	(23.11)	(19.05)

제시일자	20,02,03	19,11,24	19,11,23	19,09,18	19,09,17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	37,000	37,000	37,000	37,000	37,000
과리율(평균.%)	(27.43)	(27.80)	(28.14)	(28.14)	
과리율(최대/최소.%)	(19.05)	(19.05)	(25.00)	(25.00)	

제시일자	20,02,03	19,11,24	19,11,23	19,09,18	19,09,17
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	37,000	37,000	37,000	37,000	37,000
과리율(평균.%)	(27.43)	(27.80)	(28.14)	(28.14)	
과리율(최대/최소.%)	(19.05)	(19.05)	(25.00)	(25.00)	

### 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20201101)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	87.0%	12.1%	1.0%

#### 산업 투자의견

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

#### 기업 투자의견

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