

콜마비엔에이치 (200130)

한경래

kyungrae.han@daishin.com

이새롬

saerom.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

75,000

하향

현재주가

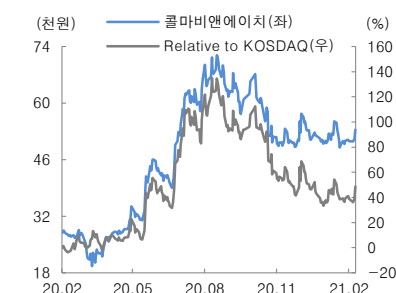
(21.02.18)

53,400

스몰캡업종

KOSDAQ	967.42
시가총액	1,578십억원
시가총액비중	0.41%
자본금(보통주)	15십억원
52주 최고/최저	71,900원 / 19,650원
120일 평균거래대금	181억원
외국인지분율	4.84%
주요주주	한국콜마홀딩스 외 4인 55.31% 한국원자력연구원 6.02%

추가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	4.9	6.6	-19.8	96.3
상대수익률	2.4	-6.2	-33.7	38.6



매력적인 가격에 주목

투자의견 매수 유지, 목표주가 75,000원으로 하향

- 투자의견 매수 유지, 목표주가 75,000원으로 하향. 2021년 예상 EPS 하향 (4,483원 → 3,739원) 반영
- 중국 시장 성장 속도 다소 부진하나 국내, 해외 매출 동반 성장 및 해외 진출 국가 확대 긍정적. 투자의견 매수 유지

4Q20 연결 영업이익 264억원(+32% YoY) 기록

- 4Q20 연결 매출액 1,570억원(+45.7% YoY, +7.3% QoQ), 영업이익 264억원 (+31.5% YoY, +14.2% QoQ) 기록. 시장 컨센서스(영업이익 284억원) 대비 소폭 하회
- 건기식, 화장품 매출액 각각 944억원(+43.9% YoY), 470억원(+70.3% YoY)
- 중국 매출액 약 170억원(-40.4% QoQ)으로 전분기 대비 역성장했으나 전체 해외 매출액은 531억원(+169.5% YoY, +4.3% QoQ) 기록
- 다만, 미국, 말레이시아 등의 수출 호조 영향
- 중국 애터미 회원 수 3Q20 400만명 미만에서 4Q20 450만명 상회한 점 긍정적. 4Q20 일시적 매출 하락 이후 1Q21 매출 반등세로 파악

2021년 국내 및 해외 매출 동반 성장 기대

- 2021년 연결 매출액 7,424억원(+22.3% YoY), 영업이익 1,366억원(+25.1% YoY) 전망
- 2021년 건기식, 화장품 매출액 각각 4,351억원(+18.5% YoY), 2,075억원 (+22.6% YoY) 예상
- 2021년 중국 매출액 1,300억원으로 전년 대비 90% 이상 증가 전망
- 현지 법인 강소콜마 신규 매출액 300억원 기대
- 여주추출물 개별인정형 승인에 따른 상반기 신제품 출시 계획
- 2021년 애터미 신규 5개 국가(뉴질랜드, 영국, 독일 등) 진출도 긍정적

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2018A	2019A	2020P	2021F	2022F
매출액	386	439	607	742	891
영업이익	59	74	107	153	173
세전순이익	64	72	110	138	174
총당기순이익	49	55	80	110	138
지배지분순이익	48	54	80	110	138
EPS	1,637	1,844	2,709	3,739	4,655
PER	12.2	15.0	19.7	14.3	11.5
BPS	6,928	8,544	11,004	14,443	18,747
PBR	2.9	3.2	4.9	3.7	2.8
ROE	25.9	23.8	27.7	29.4	28.0

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

표 1. 콜마비엔에이치 목표주가 산출 (단위: 원, 배, %)

비고		
EPS	3,739	2021년 예상 EPS
Target PER	20.0	중국 매출 확대 본격화 및 해외 성장성 반영
목표주가	75,000	
현재주가	53,400	
상승여력(%)	40.4	

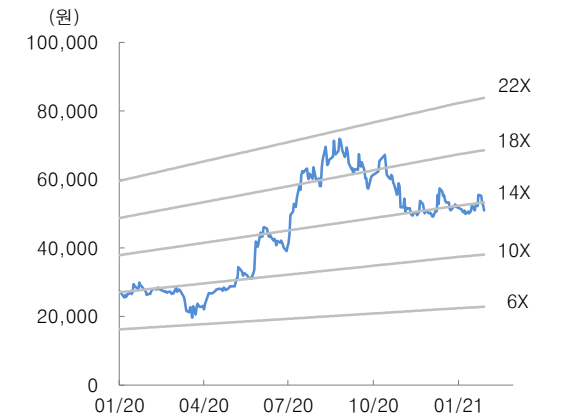
자료: 콜마비엔에이치, 대신증권 Research Center

표 2. 콜마비엔에이치 분기별 영업실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21F	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020P	2021F
연결 매출액	129.1	174.4	146.3	157.0	164.6	200.9	178.1	198.3	438.9	606.9	742.4
별도 매출액	111.3	154.2	129.6	141.4	139.1	173.3	155.9	174.3	384.5	536.4	642.9
건기식	79.8	105.6	87.2	94.4	97.0	116.2	105.6	116.3	253.6	367.0	435.1
내수	64.3	76.6	62.7	69.7	70.9	83.1	74.1	78.2	211.3	273.3	306.3
수출	15.5	29.0	24.5	24.7	26.1	33.0	31.5	38.1	42.4	93.7	128.7
화장품	31.4	48.5	42.3	47.0	42.1	57.1	50.3	57.9	130.6	169.2	207.5
내수	19.4	22.0	15.9	18.6	16.6	22.7	16.8	19.6	93.4	75.9	75.7
수출	12.0	26.5	26.4	28.4	25.6	34.4	33.5	38.3	37.2	93.3	131.8
임대 / 기타	0.0	0.0	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.3	0.1	0.4
근오농림	8.6	10.2	5.4	6.7	9.0	10.5	6.0	7.0	36.1	30.9	32.5
에치엔지	24.6	30.7	22.9	23.4	30.0	32.5	26.2	28.3	73.2	101.6	117.0
연결조정	-15.3	-20.7	-11.6	-14.3	-13.5	-15.4	-9.9	-11.2	-55.0	-61.9	-50.1
영업이익	24.1	35.5	23.1	26.4	31.1	38.6	30.3	36.5	74.1	109.2	136.6
지배주주순이익	18.4	27.5	18.2	15.9	25.4	31.1	24.6	29.4	54.5	80.0	110.4
YoY 증감률											
연결 매출액	21.2	49.8	35.3	45.8	27.5	15.2	21.8	26.3	13.6	38.3	22.3
별도 매출액	19.8	50.9	34.7	51.7	25.0	12.4	20.3	23.2	14.4	39.5	19.9
건기식	39.8	56.9	37.1	43.9	21.5	10.0	21.1	23.2	26.0	44.7	18.5
내수	35.9	31.4	24.9	25.6	10.2	8.5	18.2	12.2	23.7	29.3	12.1
수출	58.2	222.2	81.5	144.6	68.3	13.9	28.5	54.3	39.0	121.0	37.4
화장품	-12.0	39.4	30.2	70.3	34.2	17.8	18.8	23.3	-2.8	29.6	22.6
내수	-26.8	-18.2	-27.7	3.3	-14.5	3.3	5.5	5.5	-5.6	-18.7	-0.2
수출	30.4	235.4	151.4	195.8	113.0	29.8	26.9	34.9	4.8	150.8	41.2
영업이익	44.3	79.0	32.4	31.5	29.1	8.9	31.2	38.1	26.5	47.4	25.1
지배주주순이익	38.0	77.8	33.2	32.4	37.4	13.0	35.1	85.4	12.7	46.9	38.0
영업이익률	18.7	20.3	15.8	16.8	18.9	19.2	17.0	18.4	16.9	18.0	18.4
당기순이익률	14.3	15.8	12.4	10.1	15.4	15.5	13.8	14.8	12.4	13.2	14.9

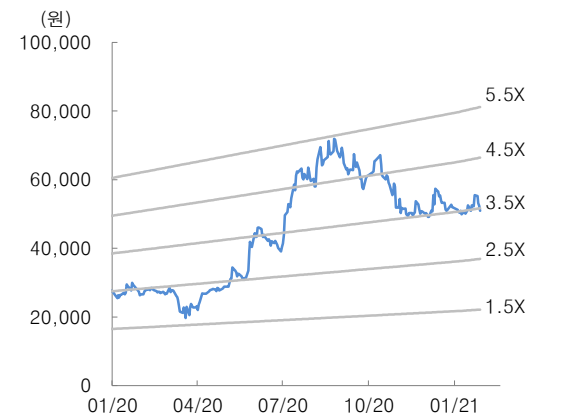
자료: 콜마비엔에이치, 대신증권 Research Center

그림 1. 콜마비앤에이치 12M Forward PER 추이



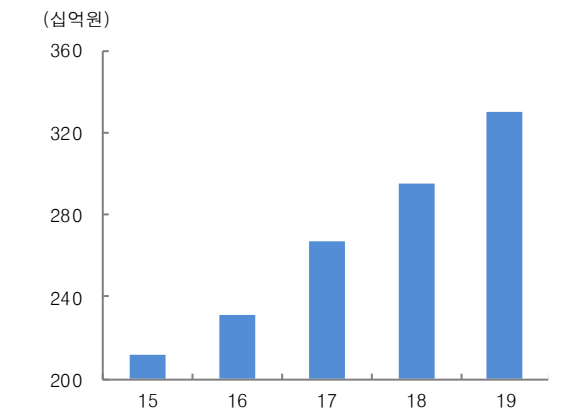
자료: 콜마비앤에이치, 대신증권 Research Center

그림 2. 콜마비앤에이치 12M Forward PBR 추이



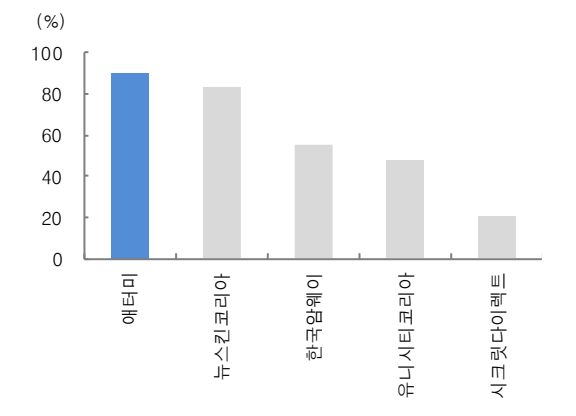
자료: 콜마비앤에이치, 대신증권 Research Center

그림 3.애틀미향 매출액 추이



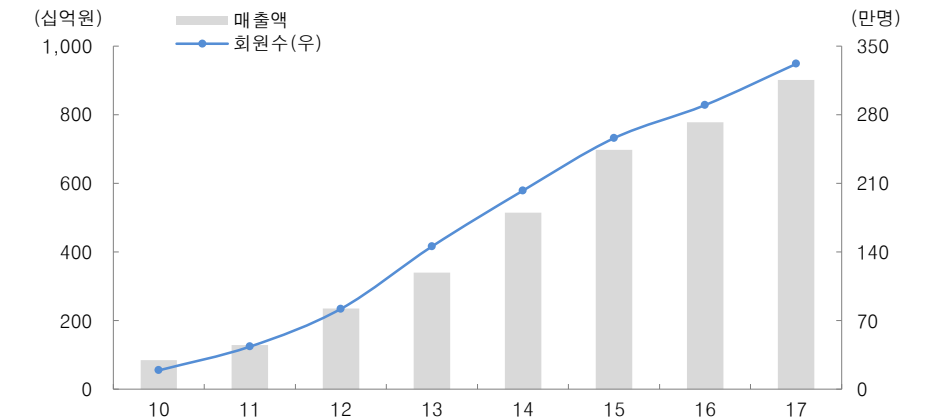
자료: 콜마비앤에이치, 대신증권 Research Center

그림 4.네트워크 업체 자가소비형 회원 비중



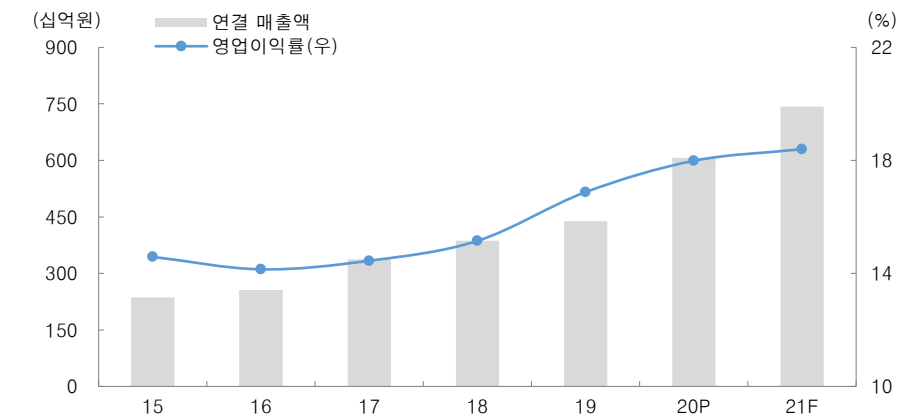
자료: 공정거래위원회, 콜마비앤에이치, 대신증권 Research Center

그림 5.애틀미 매출액, 회원수 추이



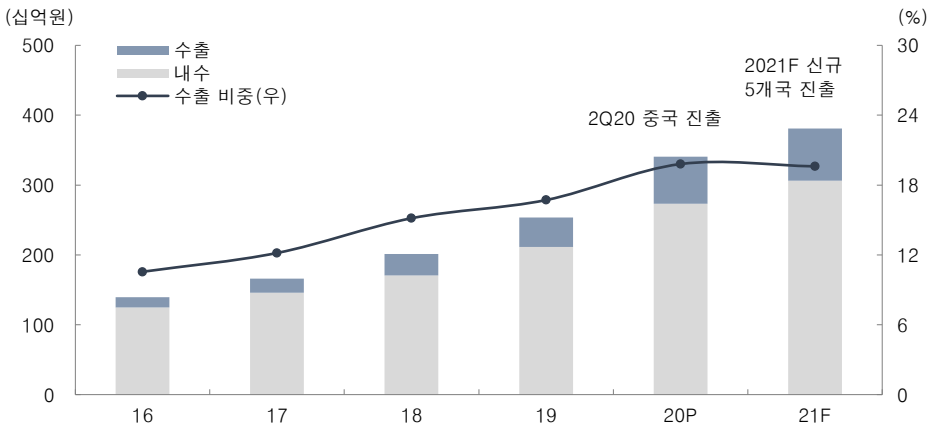
자료: 애틀미, 콜마비앤에이치, 대신증권 Research Center

그림 6. 연결 기준 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



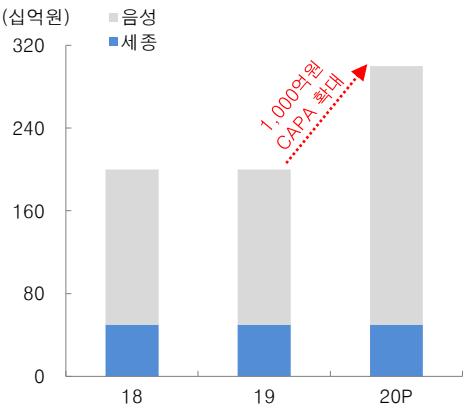
자료: 콜마비앤에이치, 대신증권 Research Center

그림 7. 별도 기준 건기식 내수, 수출 매출액 및 수출 비중 전망



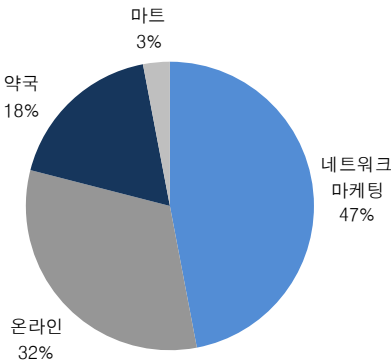
자료: 콜마비앤에이치, 대신증권 Research Center

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

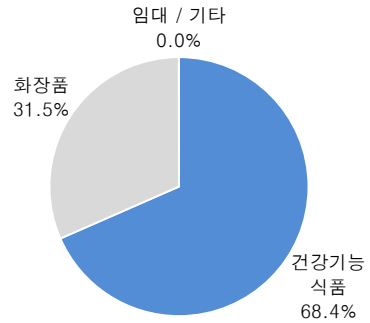
- 건강기능식품, 화장품 OEM/ODM 전문 업체
- 건강기능식품은 ODM, 화장품은 한국콜마를 통해 외주 생산
- 매출액의 85%가 애터미(네트워크 업체)에서 발생
- 주요 제품인 헤모렘(건기식)은 개별인정형원료인 당귀추출물 사용. 2003년 특허 취득
- 자산 4,171억원, 부채 1,509억원, 자본 2,662억원 (1Q20 기준)
(발행주식수: 29,543,558주 / 자기주식수: 2,166주, 1Q20 기준)

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

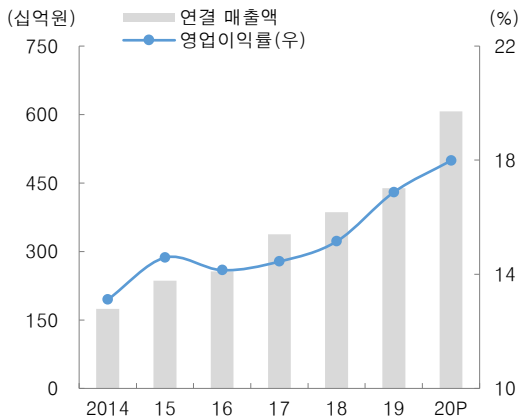


주: 2020년 별도 매출액기준

자료: 콜마비엔에이치, 대신증권 Research Center

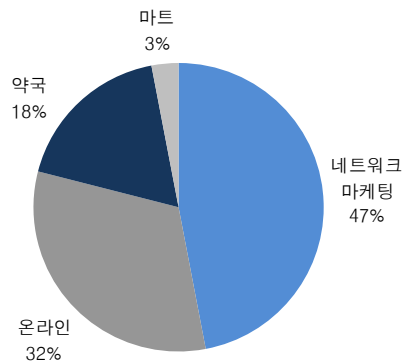
Earnings Driver

매출액, 영업이익률 추이 및 전망



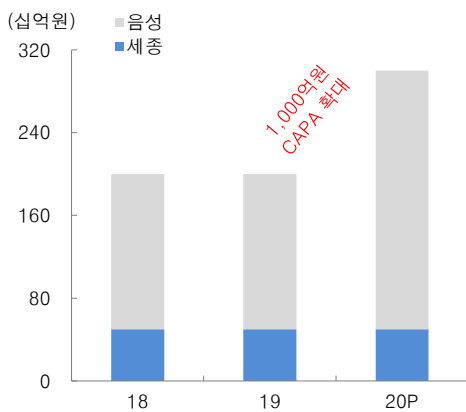
자료: 콜마비엔에이치, 대신증권 Research Center

중국 건기식 시장 채널별 매출 비중



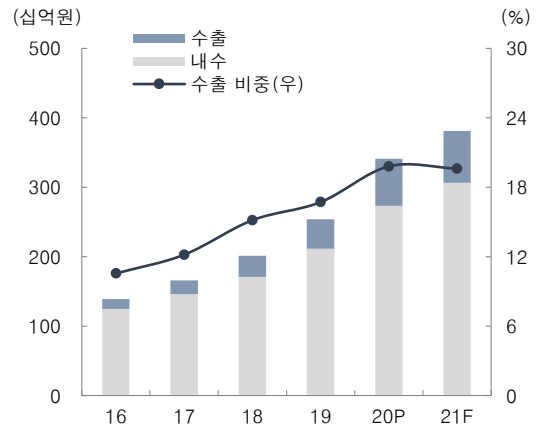
자료: 콜마비엔에이치, 대신증권 Research Center

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	2020P	2021F	2022F
매출액	386	439	607	742	891
매출원가	309	344	473	557	680
매출총이익	77	95	134	186	211
판매비와관리비	18	21	28	33	39
영업이익	59	74	107	153	173
영업이익률	15.2	16.9	17.6	20.6	19.4
EBITDA	63	79	113	160	180
영업외손익	6	-2	0	1	1
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	4	1	1	2	2
외환관련이익	0	1	0	0	0
금융비용	0	-4	-2	-2	-2
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	2	0	1	1	2
법인세비용차감전순이익	64	72	110	138	174
법인세비용	-15	-17	-29	-28	-37
계속사업순이익	49	55	80	110	138
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	49	55	80	110	138
당기순이익률	12.8	12.5	13.2	14.9	15.4
비지배지분순이익	1	0	0	0	0
지배지분순이익	48	54	80	110	138
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	49	54	79	110	137
비지배지분포괄이익	1	0	0	0	0
지배지분포괄이익	48	54	79	110	137

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2018A	2019A	2020P	2021F	2022F
EPS	1,637	1,844	2,709	3,739	4,655
PER	122	150	197	143	115
BPS	6,928	8,544	11,004	14,443	18,747
PBR	29	32	49	37	28
EBITDAPS	2,122	2,684	3,822	5,405	6,104
EV/EBITDA	86	94	132	92	76
SPS	13,078	14,856	20,542	25,129	30,167
PSR	1.5	1.9	2.6	2.1	1.8
CFPS	1,695	2,207	4,088	5,074	6,331
DPS	200	250	300	350	400

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2018A	2019A	2020P	2021F	2022F
성장성					
매출액 증가율	14.5	13.6	38.3	22.3	20.1
영업이익 증가율	20.0	26.5	44.1	43.1	13.1
순이익 증가율	4.0	11.0	46.5	37.7	24.5
수익성					
ROIC	41.1	40.6	45.6	54.6	52.0
ROA	20.8	21.9	25.5	30.2	27.5
ROE	25.9	23.8	27.7	29.4	28.0
안정성					
부채비율	41.2	51.8	37.6	29.8	24.8
순차입금비율	-24.0	-30.2	-26.2	-24.4	-38.1
이자보상배율	209.7	213.4	217.2	310.8	0.0

자료: 콜마비엔에이치, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020P	2021F	2022F
유동자산	152	207	227	302	428
현금및현금성자산	29	60	63	70	170
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	451	559	697
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	325	427	554
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	23	23	23	23	23
이익잉여금	167	214	287	389	516
기타지분변동	0	0	0	0	0
비지배지분	2	2	3	4	5
자본총계	207	255	328	430	559
순차입금	-50	-77	-86	-105	-213

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2018A	2019A	2020P	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	22	78	71	68	137
당기순이익	0	0	80	110	138
비현금항목의 가감	1	10	41	39	50
감가상각비	4	5	6	7	8
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	-3	5	35	33	42
자산부채의 증감	-31	11	-21	-55	-13
기타현금흐름	52	57	-29	-27	-37
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	4	7	100
기초 현금	34	29	60	63	70
기말 현금	29	60	63	70	170
NOPLAT	45	56	78	122	136
FCF	38	24	47	109	124

[Compliance Notice]

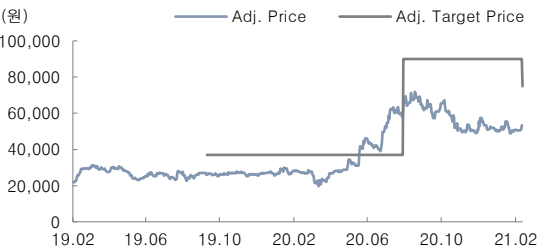
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	21.02.19	21.02.06	20.11.04	20.10.26	20.08.06	20.04.27
투자의견	Buy	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	75,000	90,000	90,000	90,000	90,000	37,000
과리율(평균.%)		(43.16)	(36.52)	(29.58)	(28.35)	22.48
과리율(최대/최소.%)		(40.67)	(20.11)	(20.11)	(20.11)	71.62
제시일자	20.03.17	20.02.27	20.02.03	19.11.24	19.11.23	19.09.18
투자의견	6개월 경과	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	37,000	37,000	37,000	37,000	37,000	37,000
과리율(평균.%)	(31.71)	(27.82)	(27.43)	(27.80)	(28.14)	(28.14)
과리율(최대/최소.%)	(23.11)	(19.05)	(19.05)	(19.05)	(25.00)	(25.00)
제시일자	19.09.17					
투자의견	Buy					
목표주가	37,000					
과리율(평균.%)						
과리율(최대/최소.%)						
제시일자						
투자의견						
목표주가						
과리율(평균.%)						
과리율(최대/최소.%)						

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20210216)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중)	Underperform(매도)
비율	89.9%	9.1%	1.0%

산업 투자의견

- Overweigh(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