

콜마비엔에이치 (200130)

한경래
kyungrae.han@daishin.com

이새롬
saerom.lee@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

75,000

유지

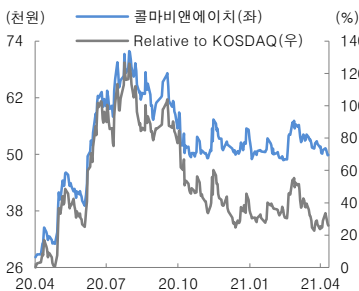
현재주가
(21.05.07)

49,850

스몰캡업종

KOSDAQ	978.3
시가총액	1,473십억원
시가총액비중	0.39%
자본금(보통주)	15십억원
52주 최고/최저	71,900원 / 31,000원
120일 평균거래대금	149억원
외국인지분율	2.76%
주요주주	한국콜마홀딩스 외 4 인 53.68% 한국원자력연구원 6.02%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-5.8	-1.7	-3.2	59.8
상대수익률	-6.3	-2.8	-17.2	9.1



변함 없는 성장 방향성

투자의견 매수, 목표주가 75,000원 유지

- 투자의견 매수, 목표주가 75,000원 유지. 목표주가는 12개월 Forward EPS 3,764원에 Target PER 20배 적용
- 20년 하반기 중국 수출의 성장 둔화로 주가 동반 조정 중. 1Q21 중국 수출 회복세 및 글로벌 수출 고성장 흐름을 바탕으로 중장기 성장의 방향성은 확실하다고 판단

1Q21 연결 영업이익 284억원(+18% YoY) 기록. 컨센서스 부합

- 1Q21 연결 매출액 1,738억원(+34.6% YoY, +10.6% QoQ), 영업이익 284억원(+17.9% YoY, +7.7% QoQ) 기록. 영업이익 컨센서스 289억원 부합
- 1Q21 건기식 매출액 1,034억원(+29.9% YoY), 화장품 468억원(+49% YoY)로 동반 고성장
- [건기식] 내수 598억원(-6.7% YoY), 수출 436억원(+181.3% YoY)
- [화장품] 내수 142억원(-26.8% YoY), 수출 325억원(+170.8% YoY)
- 1Q21 중국 수출액은 224억원으로 전분기 대비 +32% 회복
- 중국 강소 콜매(총 Capa 2,000억원) 생산 시작에 따른 원가 증가로 영업이익률 16.4%(-2.3%p YoY) 기록

21년 영업이익 1,277억원(+17% YoY) 전망. 수출 고성장세 긍정적

- 21년 연결 매출액 7,636억원(+25.8% YoY), 영업이익 1,277억원(+17% YoY) 예상
- 글로벌 경기 회복에 맞춰 주요 수출 국가로의 매출 확대 흐름
- 건기식 수출 1,736억원(+75.9% YoY), 화장품 수출 1,467억원(+57.2% YoY) 전망
- 특히 주요 지역인 중국 수출은 1Q21 회복세를 시작으로 분기별 성장세 전망. 21년 연간 매출액 1,300억원 수준으로 +90% YoY 고성장 기대
- 올해 신규 진출 국가: 뉴질랜드, 영국, 독일, 우즈베키스탄, 카자흐스탄
- 신규 개별인정형 원료 4개(여성갱년기 건강, 체지방 감소 등)도 준비 중

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	439	607	764	918	1,008
영업이익	74	109	128	162	181
세전순이익	72	110	128	164	182
총당기순이익	55	80	100	129	144
지배지분순이익	54	80	101	129	144
EPS	1,844	2,724	3,434	4,375	4,876
PER	15.0	19.1	14.5	11.4	10.2
BPS	8,544	11,020	14,155	18,180	22,656
PBR	3.2	4.7	3.5	2.7	2.2
ROE	23.8	27.8	27.3	27.1	23.9

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

표 1. 콜마비앤에이치 목표주가 산출 (단위: 원, 배, %)

비고		
EPS	3,764	12개월 Forward EPS
Target PER	20.0	중국 매출 확대 본격화 및 해외 성장성 반영
목표주가	75,000	
현재주가	49,850	
상승여력(%)		

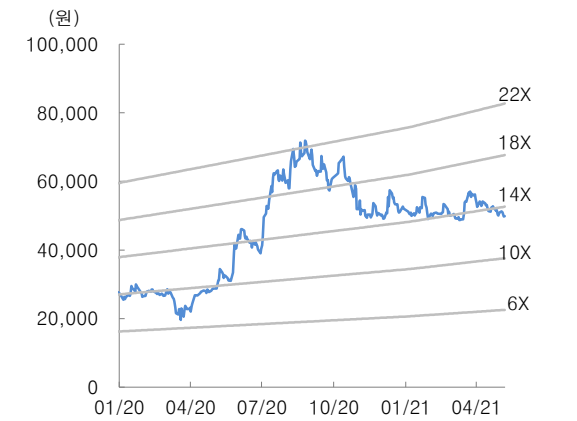
자료: 콜마비앤에이치, 대산증권 Research Center

표 2. 콜마비앤에이치 분기별 영업실적 전망 (단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21P	2Q21F	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F
연결 매출액	129.1	174.4	146.3	157.1	173.8	209.2	177.6	202.6	438.9	606.9	763.6
별도 매출액	111.3	154.2	129.6	141.3	150.2	181.6	155.4	178.5	384.5	536.3	665.9
건기식	79.8	105.6	87.2	94.3	103.4	118.2	101.4	122.6	253.6	366.7	445.5
내수	64.3	76.6	62.7	69.7	59.8	69.3	66.0	76.8	211.3	273.1	271.9
수출	15.5	29.0	24.5	29.7	43.6	48.9	35.4	45.7	42.4	98.7	173.6
화장품	31.4	48.5	42.3	47.0	46.8	63.4	54.0	55.9	130.6	169.2	220.0
내수	19.4	22.0	15.9	18.6	14.2	22.7	16.8	19.6	93.4	75.9	73.3
수출	12.0	26.5	26.4	28.4	32.5	40.7	37.2	36.3	37.2	93.3	146.7
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	15.2	10.5	6.0	7.0	36.1	30.9	38.7
에치엔지	24.6	30.7	22.9	23.4	26.5	32.5	26.2	28.3	73.2	101.6	113.5
연결조정	-15.3	-20.7	-11.6	-14.4	-18.0	-15.4	-9.9	-11.2	-55.0	-62.0	-54.6
영업이익	24.1	35.5	23.1	26.4	28.4	36.0	29.0	34.2	74.1	109.2	127.7
지배주주순이익	18.4	27.5	18.2	16.3	21.4	29.0	23.5	27.6	54.5	80.5	101.5
YoY 증감률											
연결 매출액	21.2	49.8	35.3	45.8	34.6	20.0	21.4	29.0	13.6	38.3	25.8
별도 매출액	19.8	50.9	34.7	51.6	35.0	17.8	19.9	26.3	14.4	39.5	24.2
건기식	39.8	56.9	37.1	43.8	29.9	11.9	16.3	30.0	26.0	44.6	21.5
내수	35.9	31.4	24.9	25.6	-6.7	-9.5	5.2	10.2	23.7	29.2	-0.4
수출	58.2	222.2	81.5	194.1	181.3	68.5	44.5	54.0	39.0	132.8	75.9
화장품	-12.0	39.4	30.2	70.3	49.0	30.7	27.6	19.0	-2.8	29.6	30.0
내수	-26.8	-18.2	-27.7	3.3	-26.8	3.3	5.5	5.5	-5.6	-18.7	-3.4
수출	30.4	235.4	151.4	195.8	170.8	53.4	40.9	27.8	4.8	150.8	57.2
영업이익	44.3	79.0	32.4	31.5	17.9	1.4	25.5	29.5	26.5	47.4	17.0
지배주주순이익	38.0	77.8	33.2	36.3	15.7	5.3	29.3	69.1	12.7	47.7	26.1
영업이익률	18.7	20.3	15.8	16.8	16.4	17.2	16.3	16.9	16.9	18.0	16.7
당기순이익률	14.3	15.8	12.4	10.4	12.3	13.9	13.2	13.6	12.4	13.3	13.3

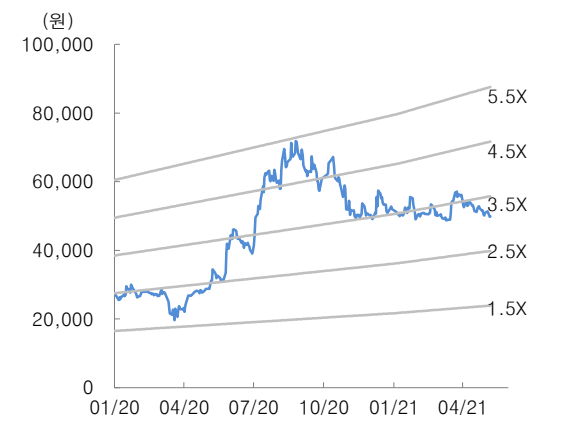
자료: 콜마비앤에이치, 대산증권 Research Center

그림 1. 콜마비앤에이치 12M Forward PER 추이



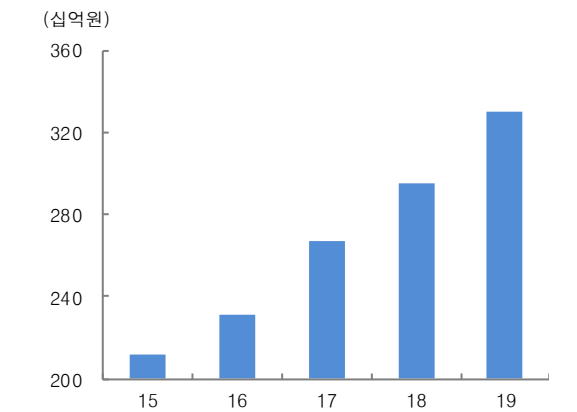
자료: 콜마비앤에이치, 대신증권 Research Center

그림 2. 콜마비앤에이치 12M Forward PBR 추이



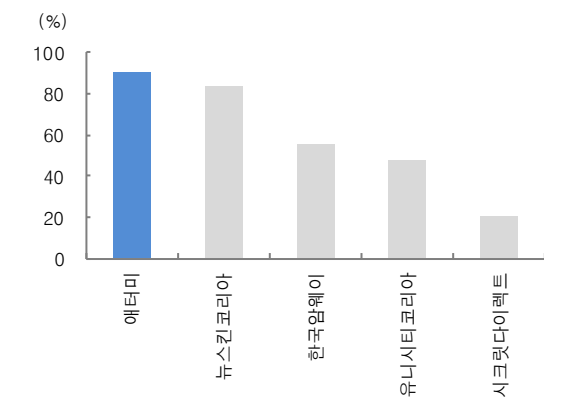
자료: 콜마비앤에이치, 대신증권 Research Center

그림 3. 애터미향 매출액 추이



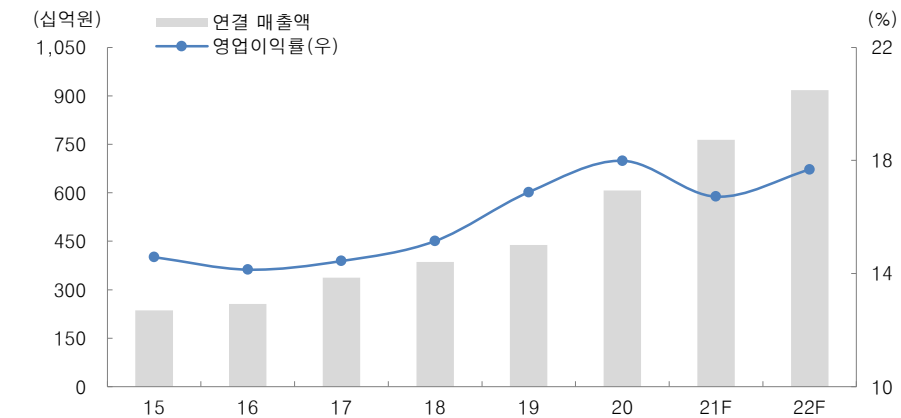
자료: 콜마비앤에이치, 대신증권 Research Center

그림 4. 네트워크 업체 자가소비형 회원 비중



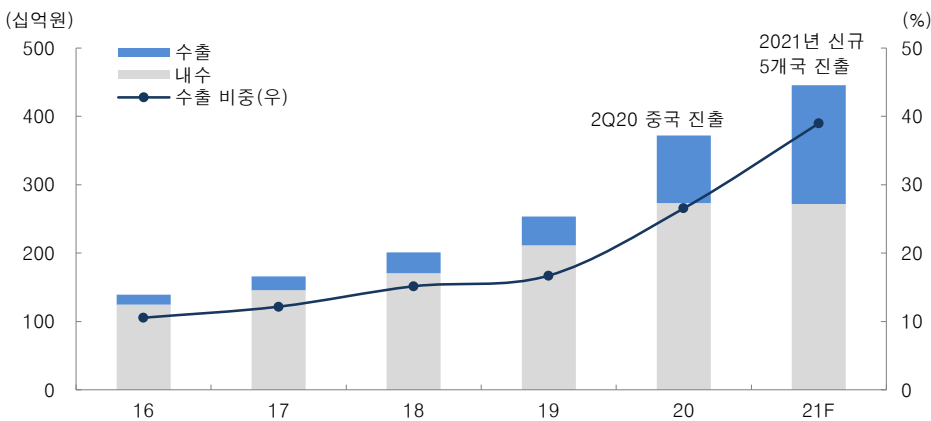
자료: 공정거래위원회, 콜마비앤에이치, 대신증권 Research Center

그림 5. 연결 기준 매출액, 영업이익률 추이 및 전망



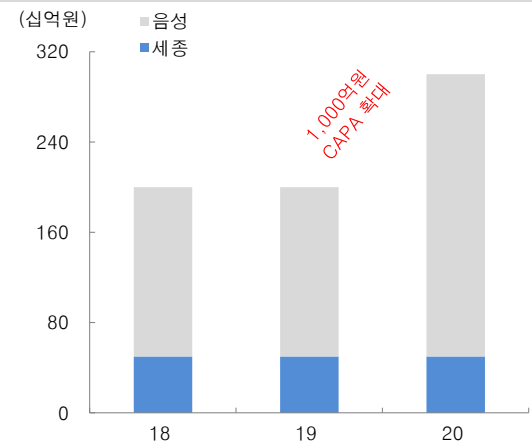
자료: 콜마비앤에이치, 대신증권 Research Center

그림 6. 별도 기준 건기식 내수, 수출 매출액 및 수출 비중 전망



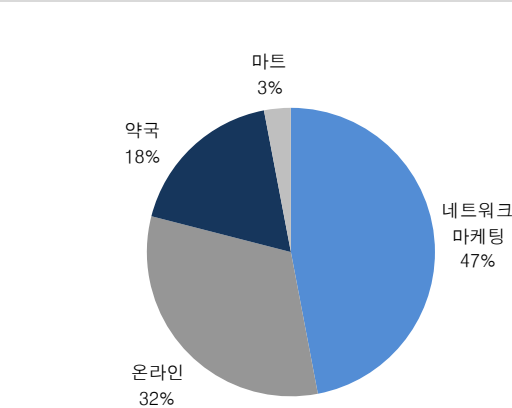
자료: 콜마비앤에이치, 대신증권 Research Center

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

기업개요

기업 및 경영진 현황

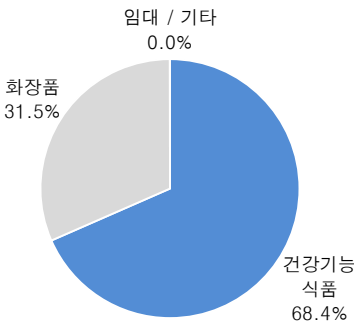
- 건강기능식품, 화장품 OEM/ODM 전문 업체
- 건강기능식품은 ODM, 화장품은 한국콜마를 통해 외주 생산
- 매출액의 85%가 애터미(네트워크 업체)에서 발생
- 주요 제품인 헤모렘(건기식)은 개별인정형원료인 당귀추출물 사용. 2003년 특허 취득
- 자산 4,171억원, 부채 1,509억원, 자본 2,662억원 (1Q20 기준)
(발행주식수: 29,543,558주 / 자기주식수: 2,166주, 1Q20 기준)

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

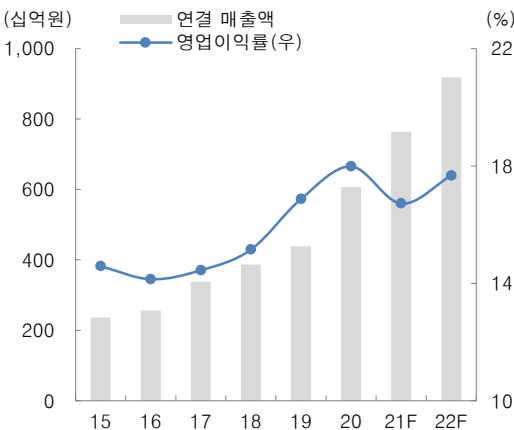
콜마비엔에이치 사업부문별 매출 비중



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

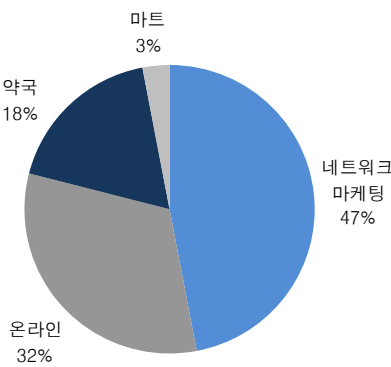
Earnings Driver

매출액, 영업이익률 추이 및 전망



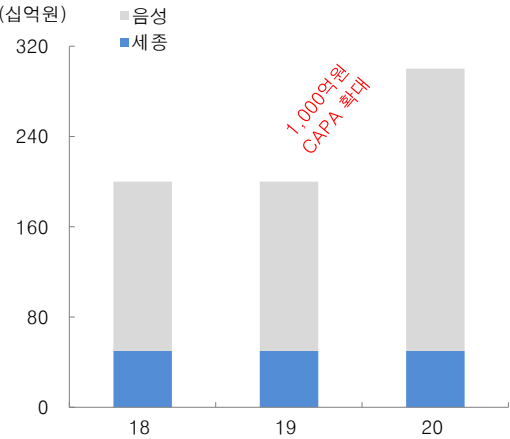
자료: 콜마비엔에이치, 대신증권 Research Center

중국 건기식 시장 채널별 매출 비중



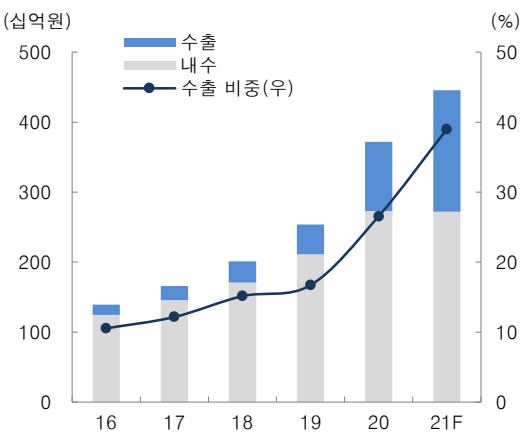
자료: 콜마비엔에이치, 대신증권 Research Center

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)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	439	607	764	918	1,008
매출원가	344	469	599	716	783
매출총이익	95	138	165	202	226
판매비와관리비	21	29	34	40	45
영업이익	74	109	128	162	181
영업이익률	16.9	18.0	16.7	17.7	18.0
EBITDA	79	115	138	170	189
영업외손익	-2	0	1	1	1
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	1	2	2	2	2
외환관련이익	1	0	0	0	0
금융비용	-4	-1	-2	-2	-2
외환관련손실	0	0	0	0	0
기타	0	0	1	2	2
법인세비용차감전순이익	72	110	128	164	182
법인세비용	-17	-30	-27	-34	-38
계속사업순이익	55	80	100	129	144
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	55	80	100	129	144
당기순이익률	12.5	13.2	13.2	14.1	14.3
비지배지분순이익	0	0	-1	0	0
지배지분순이익	54	80	101	129	144
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0	0
포괄순이익	54	79	100	128	143
비지배지분포괄이익	0	0	-1	0	0
지배지분포괄이익	54	80	101	128	143

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	1,844	2,724	3,434	4,375	4,876
PER	15.0	19.1	14.5	11.4	10.2
BPS	8,544	11,020	14,155	18,180	22,666
PBR	3.2	4.7	3.5	2.7	2.2
EBITDAPS	2,684	3,904	4,676	5,750	6,411
EV/EBITDA	9.4	12.6	10.0	7.5	6.3
SPS	14,866	20,542	25,846	31,069	34,125
PSR	1.9	2.5	1.9	1.6	1.5
CFPS	2,207	4,088	4,731	5,977	6,634
DPS	250	300	350	400	400

재무비율

(단위: 원, 배, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율	13.6	38.3	25.8	20.2	9.8
영업이익 증가율	26.5	47.4	17.0	27.1	11.6
순이익 증가율	11.0	46.3	25.4	28.7	11.5
수익성					
ROIC	40.6	46.6	44.8	48.8	50.1
ROA	21.9	26.1	25.5	26.4	24.0
ROE	23.8	27.8	27.3	27.1	23.9
안정성					
부채비율	51.8	37.6	30.4	25.5	22.7
순차입금비율	-30.2	-26.3	-22.9	-36.1	-42.5
이자보상배율	213.4	222.1	259.8	0.0	0.0

자료: 콜마비엔에이치, 대신증권 Research Center

재무상태표

(단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	207	227	293	411	539
현금및현금성자산	60	64	62	153	237
매출채권 및 기타채권	40	44	75	74	90
재고자산	49	55	80	100	120
기타유동자산	59	64	76	84	91
비유동자산	179	225	257	269	290
유형자산	123	150	159	167	175
관계기업투자금	4	7	10	14	17
기타비유동자산	53	68	88	88	98
자산총계	386	452	550	680	828
유동부채	116	108	113	123	138
매입채무 및 기타채무	88	83	88	98	113
차입금	9	9	9	9	9
유동상채무	1	0	0	0	0
기타유동부채	18	16	16	16	16
비유동부채	16	16	16	16	16
차입금	8	8	8	8	8
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	8	8	8	8	8
부채총계	132	123	128	138	153
자배지분	252	326	418	537	669
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	23	23	23	23	23
이익잉여금	214	288	380	499	631
기타지분변동	0	0	0	0	0
비지배지분	2	3	4	5	6
자본총계	255	328	422	542	675
순차입금	-77	-86	-105	-213	-287

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	78	71	58	129	132
당기순이익	0	80	100	129	144
비현금항목의 가감	10	41	39	47	52
감가상각비	5	6	7	8	8
외환손익	0	0	0	0	0
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	5	35	33	40	44
자산부채의 증감	11	-21	-55	-13	-25
기타현금흐름	57	-29	-27	-34	-38
투자활동 현금흐름	-50	-56	-51	-27	-26
투자자산	-5	-18	-23	-3	-3
유형자산	-34	-34	-16	-16	-16
기타	-11	-5	-12	-8	-7
재무활동 현금흐름	2	-9	-10	-11	-13
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	0	0	0	0	0
장기차입금	8	0	0	0	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-6	-7	-9	-10	-12
기타	-1	-1	-1	-1	-1
현금의 증감	30	4	-2	91	84
기초 현금	29	60	64	62	153
기말 현금	60	64	62	153	237
NOPLAT	56	80	100	128	143
FCF	24	48	87	116	131

[Compliance Notice]

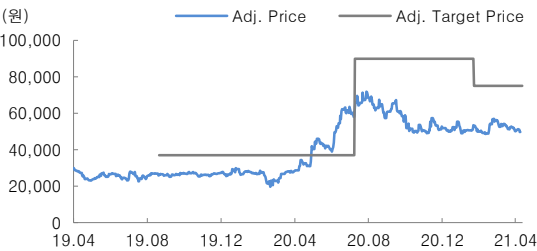
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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	21.05.10	21.02.19	20.11.04	20.10.26	20.08.06	20.04.27
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	75,000	75,000	90,000	90,000	90,000	37,000
과리율(평균.%)		(30.39)	(36.52)	(29.58)	(28.35)	22.48
과리율(최대/최소.%)		(23.87)	(20.11)	(20.11)	(20.11)	71.62
제시일자	20.02.27	20.02.03	19.11.24	19.11.23	20.02.27	19.09.18
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	37,000	37,000	37,000	37,000	37,000	37,000
과리율(평균.%)	(27.82)	(27.43)	(27.80)	(28.14)	(27.82)	(28.14)
과리율(최대/최소.%)	(19.05)	(19.05)	(19.05)	(25.00)	(19.05)	(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:20210505)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.1%	8.9%	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