



기업분석 | Mid-Small Cap

Analyst

조은애

02 3779 8951

goodkid@ebestsec.co.kr

## Buy (maintain)

목표주가	43,000 원
현재주가	33,650 원

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회
	●	

### Stock Data

KOSDAQ(11/25)	1,015.66 pt
시가총액	9,941 억원
발행주식수	29,544 천주
52주 최고가 / 최저	57,400 / 32,750 원
90일 일평균거래대금	34.55 억원
외국인 지분율	2.8%
배당수익률(20.12E)	1.0%
BPS(20.12E)	13,041 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -8.3%
	6개월 -43.6%
	12개월 -40.0%
주주구성	한국콜마홀딩스 (외 5인) 53.7%
	한국원자력연구원 (외 1인) 6.0%

### Stock Price



# 콜마비엔에이치 (200130)

## 실적 턴어라운드를 기다리며

### 내수 회복 기대

2021년은 중국을 중심으로 한 식품영역의 견조한 수출 매출액 달성이 가능할 전망이다. 2021F 식품 수출 매출액 성장률은 +37% yoy 이다. 내수는 일부 고객사의 생산 내재화 이슈와 코로나 영향으로 식품과 화장품 모두 역성장이 예상된다. 다만, 위드코로나로 집합제한이 완화되고 있고, 글로벌 브랜드의 ODM 수주 및 국내 신규고객사 유치가 지속되고 있다는 점에서 분기 실적은 3분기를 기점으로 바닥을 다진 것으로 판단한다.

### 현재 주가 수준은 낮아진 중국 실적 기대치를 반영

동사는 지난 2Q20부터 주 고객사인 애틀러미를 통해 주요 제품을 중국에 수출 중이다. 2Q20~3Q21 분기 평균 중국 수출 매출액은 200억원이다. 2021년 예상 연간 중국 수출 매출액은 760억원(+7% yoy)으로 고객사 재고 소진 이슈로 연초 가이드스(1,200억원)에는 미치지 못할 전망이다. 현재 주가 수준은 중국 수출로 리레이팅 되었던 프리미엄이 제거된 수준으로 판단한다. 중국 외 진출국가는 매 분기 꾸준히 확대 중이다.

### 투자의견 Buy 유지, 목표주가 43,000원으로 하향

예상 실적 하향 조정과 동종업체 평균 멀티플이 하락한 것을 반영해 목표주가를 43,000으로 하향 조정한다. 분기 실적은 3분기를 저점으로 회복이 가능할 것으로 판단하여 투자 의견은 Buy를 유지한다. 향후 의미 있는 주가 반등을 위해서는 1) 국내 매출액 회복과 마진 개선이 시현되고, 2) 시장의 기대치를 상회하는 중국 매출액이 시현되어야 할 것으로 판단한다.

### Financial Data

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	438.9	606.9	618.0	772.5	888.3
영업이익	74.1	109.2	93.7	131.0	151.7
세전계속사업손익	72.1	109.7	94.9	133.7	153.0
순이익(지배주주)	54.8	80.1	69.9	106.9	117.7
EPS (원)	1,844	2,724	2,366	3,619	3,985
증감률 (%)	12.7	47.7	-13.1	52.9	10.1
PER (x)	15.0	19.0	14.2	9.3	8.4
PBR (x)	3.2	4.7	2.6	2.1	1.7
EV/EBITDA (x)	9.4	12.2	8.5	5.7	4.4
영업이익률 (%)	16.9	18.0	15.2	17.0	17.1
EBITDA 마진 (%)	18.1	19.4	17.0	18.5	18.4
ROE (%)	23.8	27.9	19.7	24.7	22.0
부채비율 (%)	51.8	55.1	36.5	26.9	19.8

주: IFRS 연결 기준

자료: 콜마비엔에이치, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 콜마비앤에이치 연간 추정실적 변경

(단위: 억원)	변경전		변경후		증감	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	7,147	8,398	6,180	7,725	-14%	-8%
영업이익	1,287	1,488	937	1,310	-27%	-12%
순이익	1,005	1,482	700	1,072	-30%	-28%

자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표2 PER 목표주가 산출

	2018	2019	2020	2021E	2022E
EPS(원)	1,637	1,844	2,724	2,366	3,619
발행주식수(천주)	29,544	29,544	29,544	29,544	29,544
Target Per(x)				14	12
적정 시가총액 (억원)					12,650
현재주가 (원)					33,650
<b>목표주가 (원)</b>					<b>43,000</b>
<b>상승여력</b>					<b>28%</b>

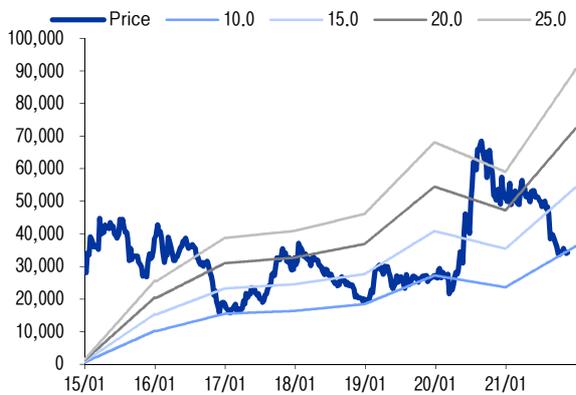
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

표3 Peer Valuation 테이블

	시가총액 (억원)	매출액 (억원)			OPM (%)			PER (배)		
		2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
노바렉스	2,949	2,228	2,727	3,313	12	11	12	14	11	10
서흥	4,888	5,530	6,030	6,622	13	13	13	11	9	9
코스맥스엔비티	1,281	2,668	3,102	3,506	-1	4	8	N/A	N/A	14
한국콜마	9,370	13,221	15,921	17,523	9	6	7	7	20	13
코스맥스	11,406	13,829	15,782	17,460	5	8	8	47	16	12
<b>평균</b>					<b>8</b>	<b>8</b>	<b>10</b>	<b>20</b>	<b>14</b>	<b>12</b>

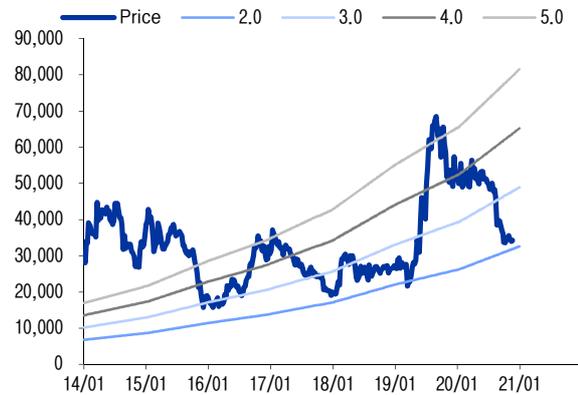
자료: FnGuide, Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 콜마비앤에이치 12M FWD PER 밴드 차트



자료: FnGuide, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 콜마비앤에이치 12M FWD PBR 밴드 차트



자료: Bloomberg, 이베스트투자증권 리서치센터

## 콜마비앤에이치 (200130)

### 재무상태표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>유동자산</b>	207.4	285.8	284.9	347.5	422.6
현금 및 현금성자산	59.6	101.0	123.2	187.8	265.0
매출채권 및 기타채권	40.1	63.0	33.9	36.0	36.5
재고자산	48.6	61.5	67.7	63.5	60.8
기타유동자산	59.2	60.3	60.2	60.2	60.2
<b>비유동자산</b>	179.0	222.2	244.4	267.4	284.8
관계기업투자등	3.7	3.5	3.6	4.5	5.2
유형자산	122.6	154.5	171.3	179.6	185.5
무형자산	17.2	18.0	22.5	24.5	26.5
<b>자산총계</b>	<b>386.4</b>	<b>508.0</b>	<b>529.3</b>	<b>614.8</b>	<b>707.3</b>
<b>유동부채</b>	116.1	156.1	122.1	115.0	106.6
매입채무 및 기타채무	84.2	104.7	50.8	48.7	46.2
단기금융부채	11.3	18.7	38.7	33.7	27.7
기타유동부채	20.7	32.7	32.7	32.7	32.7
<b>비유동부채</b>	15.7	24.3	19.3	15.3	10.3
장기금융부채	13.1	22.9	17.9	13.9	8.9
기타비유동부채	2.6	1.4	1.4	1.4	1.4
<b>부채총계</b>	<b>131.8</b>	<b>180.4</b>	<b>141.4</b>	<b>130.3</b>	<b>116.9</b>
<b>지배주주지분</b>	252.4	325.0	385.3	481.9	587.8
자본금	14.8	14.8	14.8	14.8	14.8
자본잉여금	23.4	23.4	23.4	23.4	23.4
이익잉여금	214.5	286.8	347.3	443.9	549.8
비지배주주지분(연결)	2.1	2.6	2.6	2.6	2.6
<b>자본총계</b>	<b>254.6</b>	<b>327.6</b>	<b>387.9</b>	<b>484.5</b>	<b>590.4</b>

### 현금흐름표

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>78.2</b>	<b>77.1</b>	<b>44.3</b>	<b>103.0</b>	<b>115.8</b>
당기순이익(손실)	72.1	109.7	69.9	106.9	117.7
비현금수익비용가감	10.5	11.6	5.5	-3.9	-1.6
유형자산감가상각비	5.2	8.5	11.2	11.7	12.1
무형자산상각비	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타현금수익비용	2.8	-0.6	-5.7	-15.6	-13.7
영업활동 자산부채변동	10.8	-24.4	-31.1	0.0	-0.3
매출채권 감소(증가)	-0.4	-23.0	29.1	-2.1	-0.5
재고자산 감소(증가)	-10.3	-13.0	-6.3	4.2	2.6
매입채무 증가(감소)	25.7	20.1	-53.9	-2.1	-2.4
기타자산, 부채변동	-4.2	-8.5	0.0	0.0	0.0
<b>투자활동 현금</b>	<b>-49.7</b>	<b>-43.8</b>	<b>-32.7</b>	<b>-23.0</b>	<b>-20.8</b>
유형자산처분(취득)	-33.5	-43.2	-28.0	-20.0	-18.0
무형자산 감소(증가)	-0.3	-0.9	-4.5	-2.0	-2.0
투자자산 감소(증가)	-11.4	0.7	-0.2	-1.0	-0.8
기타투자활동	-4.5	-0.4	0.0	0.0	0.0
<b>재무활동 현금</b>	<b>1.8</b>	<b>8.1</b>	<b>10.5</b>	<b>-15.3</b>	<b>-17.8</b>
차입금의 증가(감소)	9.1	15.3	20.0	-5.0	-6.0
자본의 증가(감소)	-5.9	-7.5	-9.5	-10.3	-11.8
배당금의 지급	5.9	7.5	9.5	10.3	11.8
기타재무활동	-1.4	0.3	0.0	0.0	0.0
<b>현금의 증가</b>	<b>30.4</b>	<b>41.4</b>	<b>22.2</b>	<b>64.6</b>	<b>77.2</b>
기초현금	29.2	59.6	101.0	123.2	187.8
기말현금	59.6	101.0	123.2	187.8	265.0

자료: 콜마비앤에이치, 이베스트투자증권 리서치센터, IFRS 연결기준

### 손익계산서

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>매출액</b>	<b>438.9</b>	<b>606.9</b>	<b>618.0</b>	<b>772.5</b>	<b>888.3</b>
매출원가	343.9	468.7	481.8	594.8	684.0
<b>매출총이익</b>	<b>95.0</b>	<b>138.2</b>	<b>136.2</b>	<b>177.7</b>	<b>204.3</b>
판매비 및 관리비	20.9	29.1	42.5	46.7	52.6
<b>영업이익</b>	<b>74.1</b>	<b>109.2</b>	<b>93.7</b>	<b>131.0</b>	<b>151.7</b>
(EBITDA)	79.3	117.6	104.9	142.7	163.8
금융손익	0.8	-0.2	-0.5	-0.4	-0.1
이자비용	0.3	0.8	1.4	1.4	1.3
관계기업등 투자손익	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
기타영업외손익	-2.7	0.8	1.8	3.2	1.5
<b>세전계속사업이익</b>	<b>72.1</b>	<b>109.7</b>	<b>94.9</b>	<b>133.7</b>	<b>153.0</b>
계속사업법인세비용	17.3	29.6	25.0	26.8	35.2
계속사업이익	54.8	80.1	69.9	106.9	117.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>54.8</b>	<b>80.1</b>	<b>69.9</b>	<b>106.9</b>	<b>117.7</b>
지배주주	54.5	80.5	69.9	106.9	117.7
<b>총포괄이익</b>	<b>54.9</b>	<b>80.3</b>	<b>69.9</b>	<b>106.9</b>	<b>117.7</b>
매출총이익률 (%)	21.6	22.8	22.0	23.0	23.0
영업이익률 (%)	16.9	18.0	15.2	17.0	17.1
EBITDA마진률 (%)	18.1	19.4	17.0	18.5	18.4
당기순이익률 (%)	12.5	13.2	11.3	13.8	13.3
ROA (%)	16.1	18.0	13.5	18.7	17.8
ROE (%)	23.8	27.9	19.7	24.7	22.0
ROIC (%)	34.4	40.0	27.3	36.1	37.7

### 주요 투자지표

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	15.0	19.0	14.2	9.3	8.4
P/B	3.2	4.7	2.6	2.1	1.7
EV/EBITDA	9.4	12.2	8.5	5.7	4.4
P/CF	9.9	12.6	13.2	9.7	8.6
배당수익률 (%)	0.9	0.6	1.0	1.2	1.3
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	13.6	38.3	1.8	25.0	15.0
영업이익	26.5	47.4	-14.2	39.8	15.8
세전이익	12.2	52.2	-13.5	40.9	14.4
당기순이익	11.0	46.3	-12.7	52.9	10.1
EPS	12.7	47.7	-13.1	52.9	10.1
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	51.8	55.1	36.5	26.9	19.8
유동비율	178.6	183.1	233.3	302.1	396.4
순차입금/자기자본(x)	-30.8	-29.9	-27.1	-36.9	-45.2
영업이익/금융비용(x)	213.4	129.5	66.8	90.6	116.1
총차입금 (십억원)	24	42	57	48	37
순차입금 (십억원)	-78	-98	-105	-179	-267
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,844	2,724	2,366	3,619	3,985
BPS	8,544	10,999	13,041	16,310	19,895
CFPS	2,793	4,104	2,552	3,486	3,931
DPS	250	320	350	400	450



**Compliance Notice**

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 조은애)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- \_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- \_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

**투자등급 및 적용 기준**

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자 의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3 단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3 단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) <b>합계</b>	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.6% 6.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±20%에서 ±15%로 변경
				<b>100.0%</b>	투자 의견 비율은 2020. 10. 1 ~ 2021. 9. 31 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)