

2018년 6월 7일

콜마비앤에이치(038540)

2분기 견조한 실적 모멘텀 지속

2분기 영업이익 YoY 24% 성장 전망

2분기 연결 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 7.8%, 23.5% 성장한 1,193억원과 148억원 수준이 가능할 전망이다. 건강기능식품 부문이 YoY 14%, 화장품 부문이 수출 호조로 YoY 18% 고신장을 지속하면서 전반적인 외형 신장을 견인할 전망이다. 전년도 2분기 이후 에치엔지 지분 인수(지분율 49%→61%)로 연결 실적에 계상되고있기 때문에 외형성장률은 둔화되지만, 고마진 상품 비중 상승과 매출 증가에 따른 고정비 부담 완화로 본사 영업이익률은 12.4%(YoY +1.6%p)까지 상승할 것으로 추정한다.

2018년 해외모멘텀 확대의 해

2018년 연결 매출과 영업이익은 각각 YoY 17%, 20% 성장한 4,920억원과 590억원 수준으로 추정한다. 건강기능식품과 화장품 부문 수출이 모두 YoY 30% 이상 증가하면서 매출 성장의 주요인으로 작용할 전망이다. 애터미는 2017년부터 해외 시장 공략을 확대하고 있다. 대만을 중심으로 말레이시아(2016년)/베트남(2017년) 등 11개국으로 지역을 확대하고 있다. 식품 수출은 2017년 200억원에서 2020년 360억원 규모, 화장품 수출은 2017년 310억원에서 2020년 610억원까지 성장하여, 본사 매출에서 수출 비중은 2017년 17%에서 23%까지 상승할 전망이다. 특히, 2018년 애터미 차이나가 중국 내 판매허가(6월 예상)를 획득하고, 생산공장(식품, 애터미와 JV)이 완공되면 실적 개선 속도는 더 빨라질 것으로 보인다.

목표주가 4만원, 투자의견 '매수' 유지

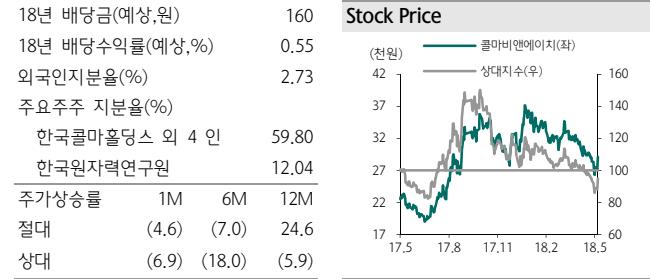
4만원은 12MF PER 24배다. i) 개별인정형 건강기능식품 분야 압도적 기술력과 영업력, ii) 한국콜마의 코슈메티컬 화장품 분야 차별적 경쟁력을 기반으로, iii) Captive 채널(애터미)의 해외 사업 확대로 견조한 실적 개선세를 이어갈 전망이다. 별도 기준 2017~20년 연평균 매출 11%, 영업이익 14% 증가할 것으로 추정한다. 최근 글로벌 네트워크 판매 업체 중심 중국 건강기능식품 시장 가파른 성장세는 2018년 이후 중국 사업 확대 기대감을 높이는 요인이다. 현재 주가는 12MF PER 17.2 배로 최근 주가 하락은 펀더멘털과 무관한 수급적 요인에 의한 것이었다. 저가 매수가 유효하다.

Collaboration Report

BUY

TP(12M): 40,000원 | CP(6월5일): 29,100원

Key Data		Consensus Data	
		2018	2019
KOSDAQ 지수 (pt)	877.16		
52주 최고/최저(원)	37,150/19,000	매출액(십억원)	507.7 573.4
시가총액(십억원)	859.7	영업이익(십억원)	58.8 66.1
시가총액비중(%)	0.30	순이익(십억원)	46.9 52.3
발행주식수(천주)	29,543.6	EPS(원)	1,555 1,735
60일 평균 거래량(천주)	62.2	BPS(원)	7,136 8,737
60일 평균 거래대금(십억원)	1.9		
18년 배당금(예상,원)	160		
18년 배당수익률(예상,%)	0.55		
외국인지분율(%)	2.73		
주요주주 지분율(%)			
한국콜마홀딩스 외 4 인	59.80		
한국원자력연구원	12.04		
주가상승률	1M 6M 12M		
(4.6) (7.0) 24.6			
(6.9) (18.0) (5.9)			



Financial Data						
투자지표	단위	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	십억원	256.0	419.8	492.2	536.4	581.4
영업이익	십억원	36.2	48.8	58.6	65.1	72.0
세전이익	십억원	38.5	59.0	60.3	66.8	73.7
순이익	십억원	29.7	45.8	46.5	50.6	55.4
EPS	원	1,006	1,549	1,574	1,713	1,877
증감률	%	2,479.5	54.0	1.6	8.8	9.6
PER	배	18.45	21.01	18.48	16.99	15.51
PBR	배	4.31	5.69	4.08	3.35	2.80
EV/EBITDA	배	12.99	17.19	12.18	10.35	8.73
ROE	%	26.21	30.94	24.52	21.67	19.67
BPS	원	4,307	5,718	7,133	8,686	10,402
DPS	원	130	160	160	160	160



Analyst 박종대
02-3771-8544
forsword@hanafn.com

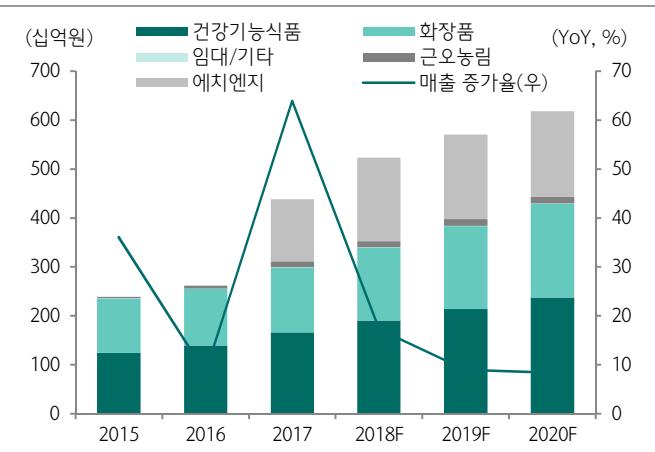
RA 배송이
02-3771-7520
songi0703@hanafn.com

지속적인 개별인정형 신제품 라인업 강화

여주추출물 2018년 제품화 기대

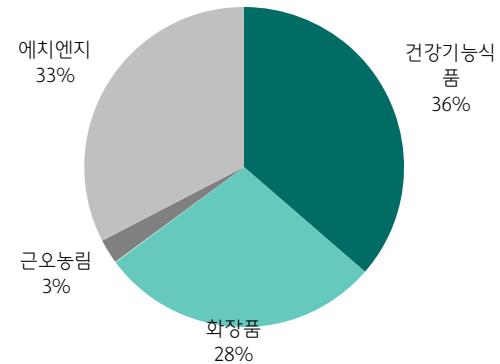
콜마비앤에이치의 주력 제품인 '헤모힐'은 성장하는 개별인정형 건강기능식품 카테고리인 당귀추출물을 사용한 면역기능개선 건강기능식품으로 2003년 20년 특허를 취득했으며 2015년 기준 1,348억원의 판매고를 올리면서 단일제품 기준 판매 1위 건강식품의 지위를 굳혔다. 다음 주력 제품으로 개발하고 있는 여주추출물은 2017년 10월 개별인정형 원료 신청이 완료되었으며 2018년 제품화를 기대하고 있다. 통상적으로 연간 10개 내외의 신제품을 출시하며 계속해서 라인업을 강화하고 있다. 또한, 600억원 내외의 순현금으로 기술이전을 통한 다양한 원료개발을 시도하고 있다.

그림 1. 사업 부문별 매출과 증가율



자료:콜마비앤에이치, 하나금융투자

그림 2. 연결 기준 매출 비중(2018년 예상)



자료:콜마비앤에이치, 하나금융투자

표 1. 콜마비앤에이치 개별인정형 원료 개발 타임라인

기능성 원료	효능	기능성 원료						비고
		2014~15	2016		2017		2018	
여주 추출물	혈당개선	동물효능평가	인체 적용 시험	추가 인체 적용시험	개별인정	하반기 개별 인정허가		국책과제 (농진청)
		독성시험						
구절초 추출물	여성 생년기 개선/당뇨	세포/동물효능평가(1차)	동물효능평가(2~3차)		건강지향식품 출시	인체적용 시험	개별인정 (2019년 1H 허가)	국책과제 (산자부)
		원료표준화/규격화			독성 (단회/유전)	독성(반복)		
제주산 흑무 /유색무	간건강		원료 표준화/규격화		대량생산 공정	인체적용 시험	개별인정 (2019년 1H 허가)	국책과제 (농기평)
			세포/동물효능 작용기전 평가		독성시험			

자료:식약처, 하나금융투자

2분기 연결 매출과 영업이익은 각각 YoY 7.8%, 23.5% 성장한 1,193억원과 148억원 수준 전망

표 2. 콜마비앤에이치 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q17	2Q17	3Q17F	4Q17	2017년	1Q18	2Q18F	3Q18F	4Q18F	2018년
매출	70.1	110.6	121.2	117.8	419.8	125.7	119.3	125.1	122.1	492.2
본사	70.3	71.4	79.8	77.7	299.2	83.9	82.8	86.4	86.7	339.9
건강기능식품	40.0	40.7	43.5	41.9	166.1	49.5	46.5	46.7	47.7	190.4
화장품	30.2	30.6	36.2	35.7	132.7	34.3	36.2	39.6	38.9	149.1
에이치엔지		41.7	43.4	42.4	127.5	44.6	42.1	43.8	40.3	170.9
영업이익	10.5	12.0	13.4	12.9	48.8	14.5	14.8	14.6	14.6	58.6
순이익	8.9	19.7	10.4	8.5	47.4	10.8	12.2	12.0	13.1	48.2
영업이익률(%)	15.0	10.8	11.0	11.0	11.6	11.5	12.4	11.7	12.0	11.9
순이익률(%)	12.6	17.8	8.6	7.2	11.3	8.6	10.2	9.6	10.8	9.8

자료: 콜마비앤에이치, 하나금융투자

표 3. 콜마비앤에이치 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

해외 지역 확장 효과로 별도기준
2017~20년 연평균 매출 11%,
영업이익 18%의 높은 외형 성장
및 수익성 개선 가능할 전망

	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	256	420	492	536	581
본사	256	299	340	384	430
건강기능식품	139	166	190	214	237
화장품	116	133	149	170	192
에치엔지		128	171	173	174
매출총이익	45	62	76	84	92
영업이익	36	49	59	65	72
세전이익	39	59	60	67	74
당기순이익	30	47	48	52	57
적정시가총액	942	1,036	1,140	1,254	1,379
주식수(천주)	29,543	29,543	29,543	29,543	29,543
적정주가(원)	31,882	35,070	38,578	42,435	46,679
적정PER	32	22	24	24	24
EPS	1,007	1,601	1,632	1,775	1,945
영업이익률(%)	14.1	11.6	11.9	12.1	12.4
세전이익률(%)	15.0	14.0	12.2	12.5	12.7
순이익률(%)	11.6	11.3	9.8	9.8	9.9
YoY %					
매출액	8.4	64.0	17.2	9.0	8.4
건강기능식품	11.8	19.2	14.6	12.5	10.8
화장품	4.7	14.1	12.3	14.0	13.1
영업이익	5.1	34.7	20.1	11.2	10.5
당기순이익	12.3	59.0	1.9	8.8	9.6

자료: 콜마비앤에이치, 하나금융투자

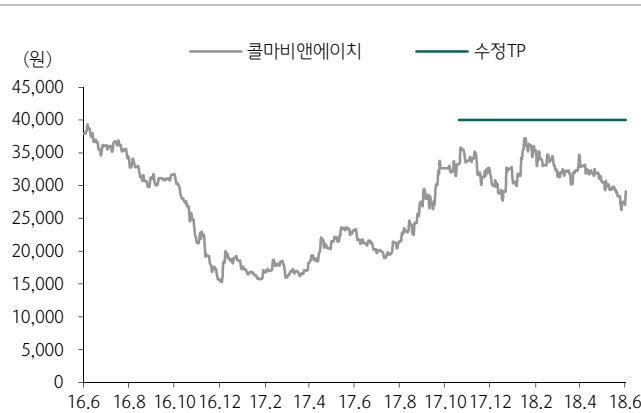
추정 재무제표

손익계산서		(단위: 십억원)					대차대조표		(단위: 십억원)					
		2016	2017	2018F	2019F	2020F			2016	2017	2018F	2019F	2020F	
매출액	256.0	419.8	492.2	536.4	581.4		유동자산	94.3	157.2	211.0	267.8	329.4		
매출원가	211.2	358.6	415.9	452.3	489.3		금융자산	58.9	89.2	131.3	180.9	235.3		
매출총이익	44.8	61.2	76.3	84.1	92.1		현금성자산	17.0	34.5	67.1	110.9	159.4		
판관비	8.6	12.5	17.7	18.9	20.1		매출채권 등	15.5	32.2	37.7	41.1	44.6		
영업이익	36.2	48.8	58.6	65.1	72.0		재고자산	17.0	34.6	40.6	44.3	48.0		
금융손익	0.6	0.3	1.8	1.8	1.8		기타유동자산	2.9	1.2	1.4	1.5	1.5		
종속/관계기업손익	1.9	0.5	0.0	0.0	0.0		비유동자산	64.3	114.0	113.1	111.5	110.1		
기타영업외손익	(0.2)	9.4	(0.1)	(0.1)	(0.1)		투자자산	11.5	13.1	15.4	16.8	18.2		
세전이익	38.5	59.0	60.3	66.8	73.7		금융자산	1.5	13.1	15.3	16.7	18.1		
법인세	8.8	11.5	12.1	14.4	16.2		유형자산	48.9	78.6	75.5	72.6	69.9		
계속사업이익	29.7	47.4	48.2	52.4	57.5		무형자산	0.3	15.1	15.0	14.9	14.9		
증단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0		기타비유동자산	3.6	7.2	7.2	7.2	7.1		
당기순이익	29.7	47.4	48.2	52.4	57.5		자산총계	158.7	271.2	324.1	379.2	439.5		
비지배주주지분 순이익	0.0	1.7	1.7	1.8	2.0		유동부채	28.8	90.3	99.3	106.5	113.8		
지배주주순이익	29.7	45.8	46.5	50.6	55.4		금융부채	7.0	15.1	12.5	12.6	12.7		
지배주주지분포괄이익	29.4	45.5	46.6	50.7	55.5		매입채무 등	16.1	66.8	78.3	85.3	92.5		
NOPAT	28.0	39.2	46.9	51.1	56.1		기타유동부채	5.7	8.4	8.5	8.6	8.6		
EBITDA	38.4	52.2	61.8	68.1	74.7		비유동부채	1.2	2.9	3.4	3.6	3.9		
성장성(%)							금융부채	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6		
매출액증가율	8.4	64.0	17.2	9.0	8.4		기타비유동부채	0.8	2.3	2.8	3.0	3.3		
NOPAT증가율	677.8	40.0	19.6	9.0	9.8		부채총계	29.9	93.3	102.7	110.1	117.7		
EBITDA증가율	5.8	35.9	18.4	10.2	9.7		지배주주지분	127.0	168.8	210.6	256.4	307.2		
영업이익증가율	5.2	34.8	20.1	11.1	10.6		자본금	14.8	14.8	14.8	14.8	14.8		
(지배주주순이익증가율)	2,600.0	54.2	1.5	8.8	9.5		자본잉여금	30.9	30.9	30.9	30.9	30.9		
EPS증가율	2,479.5	54.0	1.6	8.8	9.6		자본조정	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)		
수익성(%)							기타포괄이익누계액	(0.1)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)		
매출총이익률	17.5	14.6	15.5	15.7	15.8		이익잉여금	81.7	123.5	165.3	211.2	261.9		
EBITDA이익률	15.0	12.4	12.6	12.7	12.8		비지배주주지분	1.7	9.1	10.8	12.7	14.7		
영업이익률	14.1	11.6	11.9	12.1	12.4		자본총계	128.7	177.9	221.4	269.1	321.9		
계속사업이익률	11.6	11.3	9.8	9.8	9.9		순금융부채	(51.5)	(73.6)	(118.3)	(167.7)	(222.0)		
투자지표							현금흐름표						(단위: 십억원)	
		2016	2017	2018F	2019F	2020F			2016	2017	2018F	2019F	2020F	(단위: 십억원)
주당지표(원)							영업활동 현금흐름	20.7	53.3	51.7	55.6	60.4		
EPS	1,006	1,549	1,574	1,713	1,877		당기순이익	29.7	47.4	48.2	52.4	57.5		
BPS	4,307	5,718	7,133	8,686	10,402		조정	1.9	(4.5)	3.2	3.0	2.7		
CFPS	1,336	1,793	2,115	2,314	2,523		감가상각비	2.1	3.4	3.2	3.0	2.8		
EBITDAPS	1,298	1,767	2,090	2,305	2,530		외환거래손익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0		
SPS	8,666	14,210	16,661	18,155	19,680		지분법손익	(1.5)	(9.7)	0.0	0.0	0.0		
DPS	130	160	160	160	160		기타	1.3	1.8	0.0	0.0	(0.1)		
주가지표(배)							영업활동 자산부채	(10.9)	10.4	0.3	0.2	0.2		
PER	18.4	21.0	18.5	17.0	15.5		투자활동 현금흐름	(20.6)	(31.5)	(11.7)	(7.1)	(7.3)		
PBR	4.3	5.7	4.1	3.4	2.8		투자자산감소(증가)	(3.6)	(1.2)	(2.3)	(1.4)	(1.4)		
PCFR	13.9	18.2	13.8	12.6	11.5		유형자산감소(증가)	(11.9)	(10.6)	0.0	0.0	0.0		
EV/EBITDA	13.0	17.2	12.2	10.3	8.7		기타	(5.1)	(19.7)	(9.4)	(5.7)	(5.9)		
PSR	2.1	2.3	1.7	1.6	1.5		재무활동 현금흐름	4.7	(4.3)	(7.3)	(4.6)	(4.6)		
재무비율(%)							금융부채증가(감소)	6.4	8.3	(2.6)	0.1	0.1		
ROE	26.2	30.9	24.5	21.7	19.7		자본증가(감소)	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0		
ROA	20.8	21.3	15.6	14.4	13.5		기타재무활동	0.1	(8.8)	0.0	0.0	0.0		
ROIC	47.4	48.1	50.3	56.6	64.2		배당지급	(1.8)	(3.8)	(4.7)	(4.7)	(4.7)		
부채비율	23.3	52.4	46.4	40.9	36.6		현금의 증감	4.8	17.5	32.7	43.8	48.5		
순부채비율	(40.0)	(41.4)	(53.4)	(62.3)	(69.0)		Unlevered CFO	39.5	53.0	62.5	68.4	74.6		
이자보상배율(배)	421.4	170.9	164.4	200.1	219.6		Free Cash Flow	8.8	42.5	51.7	55.6	60.4		

자료: 하나금융투자

투자의견 변동 내역 및 목표주가 과리율

콜마비엔에이치



날짜	투자의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
17.10.24	BUY	40,000		

투자등급 관리사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

- BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

산업의 분류

- Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	91.7%	7.7%	0.7%	100.1%

* 기준일: 2018년 1월 21일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 당사는 2018년 6월 5일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2018년 6월 5일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다.

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.