

# 콜마비엔에이치(200130)

## 4Q18 Re: 해외사업 본격화 기대

### 4Q 영업이익 166억원(yoy 29%) 기록

4분기 연결 매출액과 영업이익은 각각 전년동기 대비 19%, 29% 증가한 1,098억원(추정), 166억원으로 시장기대치(OP 156억원)을 상회하는 양호한 실적을 기록했다. 식품 매출이 수출(YoY 81%)을 중심으로 YoY 30% 성장하였고, 화장품 역시 수출이 YoY 34% 증가하면서 외형 성장을 견인했다. 대만과 말레이시아, 미국은 물론 동남아와 러시아 등 애터미 신규 진출 지역까지 매출이 확대되었기 때문이다. 프리미엄 라인 애플루트 매출 비중 상승으로 영업이익률은 15.2%(YoY 1.2%p 추정)까지 상승하였다.

### 애터미 해외 지역 확대 가속화 수혜 예상

애터미의 지역 확대는 계속 이어지고 있다. 올해 상반기에는 베트남, 하반기에는 홍콩이 예정돼 있다. 중국 사업도 본격화 할 전망이다. 상반기 중 애터미의 네트워크 판매 허가를 기대하고 있다. 콜마비엔에이치에서는 별도의 법인에서 현지 판매 채널을 모색 중이다. 하반기 강소콜마 생산공장이 완공되고, 해모임 위생허가까지 통과하게 되면, 2020년부터 본격적인 중국 모멘텀을 기대할 수 있게 된다. 2019년 회사측에서는 본사 기준 매출 3,800억원, 영업이익률 15% 달성을 목표로 하고 있다. 2021년까지 매출 6천억원, 2023년 매출 1조원을 달성한다는 계획이다.

### 12MF PER 13배 밸류에이션 여유, 비중확대 유효

목표주가 3,6만원은 12MF PER 20배 수준이다. 콜마비엔에이치는 1) 해모임의 높은 브랜드 인지도와 제품력과, 2) 전략적 파트너 애터미의 막강한 네트워크 판매 영업력을 기반으로 견조한 외형성장과 수익성 개선을 지속하고 있다. 확고한 진입장벽으로 실적 가시성이 높으며, 2019년 이후 중국 사업 본격화는 추가적인 실적 및 밸류에이션 상승 요인이다. 현재 주가는 12MF PER 13배로 밸류에이션은 여유 있는 수준이다. 1분기 매출과 영업이익은 전년동기 대비 각각 YoY 11%, 14% 성장한 1,087억원과 165억원으로 추정한다. 비중확대가 유효하다.

### Earnings Review

**BUY**

ITP(12M): 36,000원 | CP(2월 14일): 24,650원

#### Key Data

KOSDAQ 지수 (pt)	742.27
52주 최고/최저(원)	34,700/19,050
시가총액(십억원)	728.2
시가총액비중(%)	0.29
발행주식수(천주)	29,543.6
60일 평균 거래량(천주)	60.4
60일 평균 거래대금(십억원)	1.3
18년 배당금(예상, 원)	0
18년 배당수익률(예상, %)	0.00
외국인지분율(%)	2.76
주요주주지분율(%)	
잇츠한불 외 2인	59.60
국민연금	12.04
주가상승률	1M 6M 12M
절대	24.5 4.4 (25.5)
상대	14.6 7.2 (14.9)

#### Consensus Data

	2018	2019
매출액(십억원)	489.8	541.4
영업이익(십억원)	56.3	63.2
순이익(십억원)	43.8	49.5
EPS(원)	1,430	1,616
BPS(원)	6,943	8,358

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	단위	2016	2017	2018P	2019F	2020F
매출액	십억원	256.0	419.8	386.4	426.5	468.6
영업이익	십억원	36.2	48.8	58.5	65.4	74.2
세전이익	십억원	38.5	59.0	64.2	71.1	79.9
순이익	십억원	29.7	45.8	49.3	54.4	60.7
EPS	원	1,006	1,549	1,669	1,840	2,054
증감률	%	2,479.5	54.0	7.7	10.2	11.6
PER	배	18.45	21.01	11.95	13.39	12.00
PBR	배	4.31	5.69	2.76	2.72	2.22
EV/EBITDA	배	12.99	17.19	7.72	8.18	6.45
ROE	%	26.21	30.94	25.81	22.60	20.36
BPS	원	4,307	5,718	7,228	9,068	11,123
DPS	원	130	160	0	0	0



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

RA 서현정  
02-3771-7552  
hjs0214@hanafn.com

4분기 연결 매출과 영업이익은  
각각 YoY 18.8%, 28.6% 성장한  
1,096억원과 166억원 기록

표1. 콜마비엔에이치분기 실적 전망 (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	2018년	1Q19F	2Q19F	3Q19F	4Q19F	2019년
매출	97.9	90.0	88.8	109.6	386.4	108.8	100.2	98.5	119.0	426.5
본사	83.9	80.1	77.4	94.7	336.1	95.1	90.1	86.8	105.3	377.3
건강기능식품	49.5	49.6	48.0	54.3	201.4	58.5	57.8	55.5	62.1	234.0
화장품	34.3	30.4	29.3	40.4	134.4	36.5	32.2	31.1	43.1	142.9
에이치엔지	15.7	15.2	14.9	16.8	62.7	16.1	15.5	15.2	17.1	64.0
영업이익	14.5	13.7	13.7	16.6	58.5	16.5	15.5	15.8	17.6	65.4
순이익	10.8	10.8	12.4	15.3	49.3	13.7	13.0	13.1	14.5	54.4
영업이익률(%)	14.8	15.2	15.4	15.2	15.2	15.2	15.5	16.0	14.8	15.3
순이익률(%)	11.1	12.0	14.0	13.9	12.8	12.6	12.9	13.3	12.2	12.7

주: 에이치엔지 회계기준 변경으로 2018년 각 분기 매출은 추정치  
자료: 콜마비엔에이치, 하나금융투자

2019년 매출과 영업이익은 각각  
YoY 10.4%, 11.7% 성장한  
4,265억원, 654억원으로 추정

표2. 콜마비엔에이치 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결기준)

(단위: 십억원)

	2017	2018P	2019F	2020F	2021F
매출액	338	386	426	468	513
본사	299	336	377	421	468
건강기능식품	166	201	234	269	306
화장품	133	134	143	152	162
에이치엔지	45	63	64	65	65
매출총이익	60	78	86	97	108
영업이익	49	59	65	74	84
세전이익	59	64	71	80	89
당기순이익	47	49	54	61	68
적정시가총액	882	970	1,067	1,174	1,292
주식수(천주)	29,543	29,543	29,543	29,543	29,543
적정주가(원)	29,860	32,846	36,130	39,743	43,718
적정PER	19	20	20	19	19
EPS	1,606	1,669	1,840	2,054	2,301
YoY %					
매출액	31.9	14.5	10.3	9.9	9.6
건강기능식품	19.2	21.3	16.2	14.9	13.8
화장품	14.1	1.3	6.3	6.4	6.4
영업이익	34.7	20.0	11.6	13.4	13.0
당기순이익	59.5	4.0	10.2	11.6	12.0
영업이익률	14.4	15.2	15.3	15.8	16.3
세전이익률	17.5	16.6	16.7	17.0	17.4
순이익률	14.1	12.8	12.8	13.0	13.2

주: 에이치엔지 회계기준 변경으로 2017~18년 매출은 추정치  
자료: 콜마비엔에이치 하나금융투자

추정 재무제표

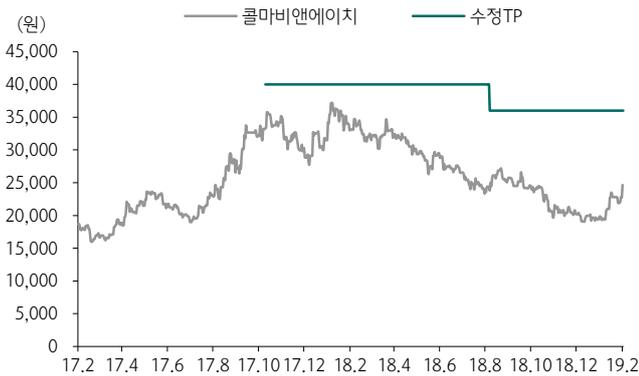
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	256.0	419.8	386.4	426.5	468.6
매출원가	211.2	358.6	308.3	340.0	371.7
매출총이익	44.8	61.2	78.1	86.5	96.9
판매비	8.6	12.5	19.5	21.1	22.7
영업이익	36.2	48.8	58.5	65.4	74.2
금융손익	0.6	0.3	0.3	0.3	0.3
중속/관계기업손익	1.9	0.5	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.2)	9.4	5.4	5.4	5.4
세전이익	38.5	59.0	64.2	71.1	79.9
법인세	8.8	11.5	14.9	16.7	19.2
계속사업이익	29.7	47.4	49.3	54.4	60.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	29.7	47.4	49.3	54.4	60.7
비배주주지분 손익	0.0	1.7	0.0	0.0	0.0
지배주주순이익	29.7	45.8	49.3	54.4	60.7
지배주주지분포괄이익	29.4	45.5	47.7	52.5	58.7
NOPAT	28.0	39.2	45.0	50.0	56.4
EBITDA	38.4	52.2	61.7	68.3	76.9
성장성(%)					
매출액증가율	8.4	64.0	(8.0)	10.4	9.9
NOPAT증가율	677.8	40.0	14.8	11.1	12.8
EBITDA증가율	5.8	35.9	18.2	10.7	12.6
영업이익증가율	5.2	34.8	19.9	11.8	13.5
(지배주주)순이익증가율	2,600.0	54.2	7.6	10.3	11.6
EPS증가율	2,479.5	54.0	7.7	10.2	11.6
수익성(%)					
매출총이익률	17.5	14.6	20.2	20.3	20.7
EBITDA이익률	15.0	12.4	16.0	16.0	16.4
영업이익률	14.1	11.6	15.1	15.3	15.8
계속사업이익률	11.6	11.3	12.8	12.8	13.0
투자지표					
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	1,006	1,549	1,669	1,840	2,054
BPS	4,307	5,718	7,228	9,068	11,123
CFPS	1,336	1,793	2,249	2,456	2,728
EBITDAPS	1,298	1,767	2,089	2,313	2,604
SPS	8,666	14,210	13,078	14,435	15,860
DPS	130	160	0	0	0
주가지표(배)					
PER	18.4	21.0	11.9	13.4	12.0
PBR	4.3	5.7	2.8	2.7	2.2
PCFR	13.9	18.2	8.9	10.0	9.0
EV/EBITDA	13.0	17.2	7.7	8.2	6.5
PSR	2.1	2.3	1.5	1.7	1.6
재무비율(%)					
ROE	26.2	30.9	25.8	22.6	20.4
ROA	20.8	21.3	17.0	16.1	15.1
ROIC	47.4	48.1	48.3	55.6	64.6
부채비율	23.3	52.4	38.2	33.1	29.2
순부채비율	(40.0)	(41.4)	(54.9)	(64.5)	(71.3)
이자보상배율(배)	421.4	170.9	165.6	204.5	230.4

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	94.3	157.2	197.7	260.5	329.7
금융자산	58.9	89.2	135.1	191.4	253.8
현금성자산	17.0	34.5	84.7	135.8	192.7
매출채권 등	15.5	32.2	29.6	32.7	35.9
재고자산	17.0	34.6	31.9	35.2	38.7
기타유동자산	2.9	1.2	1.1	1.2	1.3
비유동자산	64.3	114.0	109.8	108.1	106.6
투자자산	11.5	13.1	12.1	13.3	14.6
금융자산	1.5	13.1	12.0	13.3	14.6
유형자산	48.9	78.6	75.5	72.6	69.9
무형자산	0.3	15.1	15.0	14.9	14.9
기타비유동자산	3.6	7.2	7.2	7.3	7.2
자산총계	158.7	271.2	307.4	368.5	436.3
유동부채	28.8	90.3	82.2	88.7	95.5
금융부채	7.0	15.1	12.3	12.3	12.4
매입채무 등	16.1	66.8	61.4	67.8	74.5
기타유동부채	5.7	8.4	8.5	8.6	8.6
비유동부채	1.2	2.9	2.8	3.0	3.2
금융부채	0.4	0.6	0.6	0.6	0.6
기타비유동부채	0.8	2.3	2.2	2.4	2.6
부채총계	29.9	93.3	84.9	91.7	98.7
지배주주지분	127.0	168.8	213.4	267.8	328.5
자본금	14.8	14.8	14.8	14.8	14.8
자본잉여금	30.9	30.9	30.9	30.9	30.9
자본조정	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
기타포괄이익누계액	(0.1)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
이익잉여금	81.7	123.5	168.1	222.5	283.2
비지배주주지분	1.7	9.1	9.1	9.1	9.1
자본총계	128.7	177.9	222.5	276.9	337.6
순금융부채	(51.5)	(73.6)	(122.3)	(178.5)	(240.8)
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	20.7	53.3	52.4	57.5	63.6
당기순이익	29.7	47.4	49.3	54.4	60.7
조정	1.9	(4.5)	3.2	2.9	2.7
감가상각비	2.1	3.4	3.2	3.0	2.8
외환거래손익	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	(1.5)	(9.7)	0.0	0.0	0.0
기타	1.3	1.8	0.0	(0.1)	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	(10.9)	10.4	(0.1)	0.2	0.2
투자활동 현금흐름	(20.6)	(31.5)	5.4	(6.5)	(6.8)
투자자산감소(증가)	(3.6)	(1.2)	1.0	(1.3)	(1.3)
유형자산감소(증가)	(11.9)	(10.6)	0.0	0.0	0.0
기타	(5.1)	(19.7)	4.4	(5.2)	(5.5)
재무활동 현금흐름	4.7	(4.3)	(7.5)	0.1	0.1
금융부채증가(감소)	6.4	8.3	(2.8)	0.1	0.1
자본증가(감소)	(0.0)	0.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	0.1	(8.8)	0.0	0.0	0.0
배당지급	(1.8)	(3.8)	(4.7)	0.0	0.0
현금의 증감	4.8	17.5	50.3	51.1	56.9
Unlevered CFO	39.5	53.0	66.4	72.6	80.6
Free Cash Flow	8.8	42.5	52.4	57.5	63.6

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

콜마비엔에이치



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
18.8.21	BUY	36,000		
17.10.24	BUY	40,000	-23.28%	-7.13%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

• 투자 의견의 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	93.8%	5.3%	0.9%	100.0%

\* 기준일: 2019년 2월 15일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 02월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2019년 02월 15일 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 하시기를 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.