

2019. 6. 26



▲ 유통/화장품
Analyst 양지혜
02. 6454-4873
jihye.yang@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가 (12개월) -원

현재주가 (6.25) 25,300 원

상승여력 -

KOSDAQ	710.02pt
시가총액	7,475억원
발행주식수	2,954만주
유통주식비율	40.40%
외국인비중	3.25%
52주 최고/최저가	31,250원/19,050원
평균거래대금	18.6억원

주요주주(%)

한국콜마홀딩스 외 5인	59.60
한국원자력연구원	12.04

주가상승률(%)

	1개월	6개월	12개월
절대주가	9.1	32.8	-8.2
상대주가	6.0	25.3	8.1

주가그래프



콜마비엔에이치 200130

신규 수주 확대로 2Q 호실적 전망

- ✓ 2Q 연결기준 매출액 1,018억원 (+12% YoY), 영업이익 158억원 (+15% YoY) 전망
- ✓ 식품 매출액 +19.1% YoY 증가, 핵심 고객사인 애터미의 헤모힘 20%대 성장 예상
- ✓ 신규 아이템 유입으로 Non-애터미 고객사 매출액 40%대 대폭 성장 추정
- ✓ 하반기 개별인정형 신제품 출시 및 중국 현지 생산설비 구축 완료 예상
- ✓ 외부 변수의 영향이 제한적인 가운데 안정적 고성장 지속될 전망

2Q 매출액 1,018억원 (+12% YoY), 영업이익 158억원 (+15% YoY) 전망

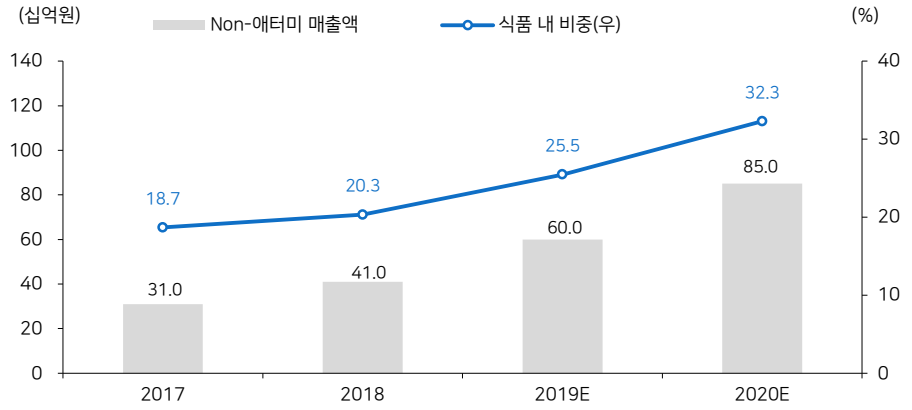
콜마비엔에이치의 연결기준 2분기 실적은 매출액 1,018억원 (+12.0% YoY), 영업이익 158억원 (+15.0% YoY)을 기록하여 시장 컨센서스 (매출액 1,016억원, 영업이익 154억원)를 충족할 전망이다. 국내 건강기능식품 시장이 섭취 연령대 및 온라인 채널 구매 등으로 확대되고 있으며 아시아 수출이 꾸준히 증가하면서 콜마비엔에이치의 식품 매출액 또한 +19.1% YoY 증가할 것으로 예상된다. 특히 핵심 고객사인 애터미의 헤모힘이 20%대 성장할 뿐만 아니라 종근당 (유산균 관련) 및 GRN (다이어트 식품 등) 등에서의 신규 아이템 생산으로 Non-애터미 고객사 매출액이 40%대 대폭 성장할 것으로 기대된다. Non-애터미 향 매출액은 지속적인 Capa 증설 (2018년 총 3,000억원 → 2019년 4,500억원 → 2020년 중국 포함 7,000억원까지 확대)과 함께 높은 성장을 이어갈 전망이다.

하반기 개별인정형 신제품 출시 및 중국 현지 생산설비 구축 완료 예상

콜마비엔에이치는 여주추출물을 활용한 혈당조절 기능 관련 개별인정형 원료 인증을 앞두고 있으며 하반기 식약처의 인증 완료 후 젤리, 액상, 정제형 등 다양한 제형으로 제품 출시가 예상된다. 나아가 2023년까지 개별인정형 22개 확보를 목표로 하고 있으며 한방원료 추출의 강점을 바탕으로 화장품 소재 사업 또한 꾸준히 확대할 계획이다. 한편 하반기 중국 강서콜마 생산설비 구축이 완료될 예정이며 2020년부터 듀폰다이스코 등 글로벌 고객사들과 중국 로컬 기업들의 오더가 본격화될 것으로 기대한다. 듀폰다이스코는 전세계 3대 유산균 전문기업으로서 강서콜마를 통해 중국 내 유산균 제품을 생산하기 위한 콜마비엔에이치와의 MOU를 체결했다. 결론적으로 외부 변수의 영향이 제한적인 가운데 안정적인 고성장이 지속될 전망이며 12MF PER 13배 수준으로 밸류에이션 매력도 충분하다는 판단이다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	337.6	48.8	45.8	1,549	59.5	5,713	21.0	5.7	17.2	30.9	52.4
2018	386.4	58.5	48.4	1,637	4.0	6,928	12.2	2.9	8.9	25.9	41.2
2019E	433.9	68.3	54.4	1,840	12.4	8,528	13.7	3.0	8.9	23.8	38.3
2020E	483.6	77.1	61.0	2,065	12.2	10,314	12.2	2.5	7.4	21.9	34.3
2021E	529.5	87.3	69.5	2,352	13.9	12,345	10.8	2.0	6.1	20.8	30.6

그림1 연간 Non-애터미 고객사 매출액 및 식품 내 비중 추이



자료: 메리츠증권증권 리서치센터

그림2 신규 고객사, 종근당 '락토피트(LACTO-FIT)'



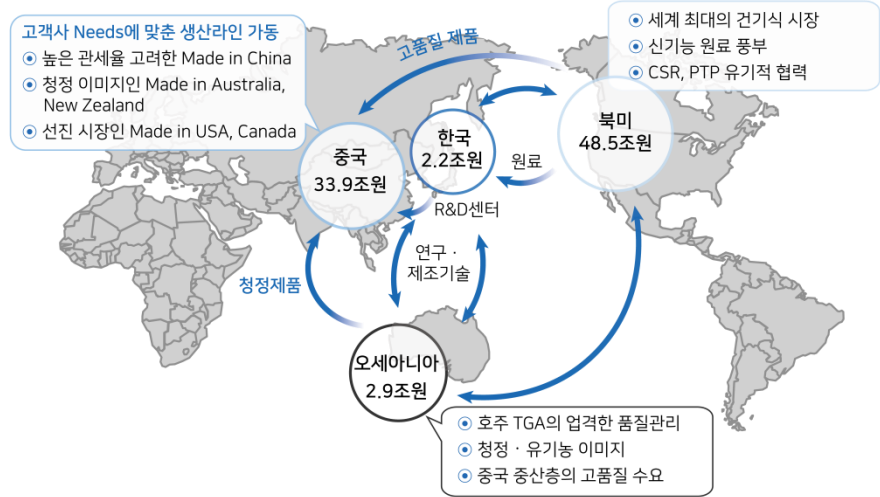
자료: 종근당, 메리츠증권증권 리서치센터

그림3 신규 고객사, GRN 다이어트식품, '분홍이초롱이'



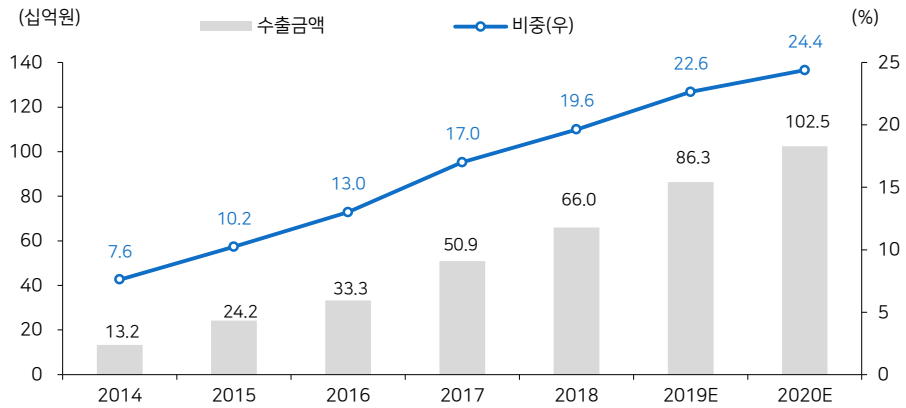
자료: GRN, 메리츠증권증권 리서치센터

그림4 콜마비엔에이치 글로벌 네트워크 전략 (국가별 건강기능식품 시장 규모)



자료: 콜마비엔에이치, 메리츠증권증권 리서치센터

그림5 콜마비엔에이치 수출 금액 및 비중



자료: 콜마비엔에이치, 메리츠증권증권 리서치센터

표1 강소콜마 개요

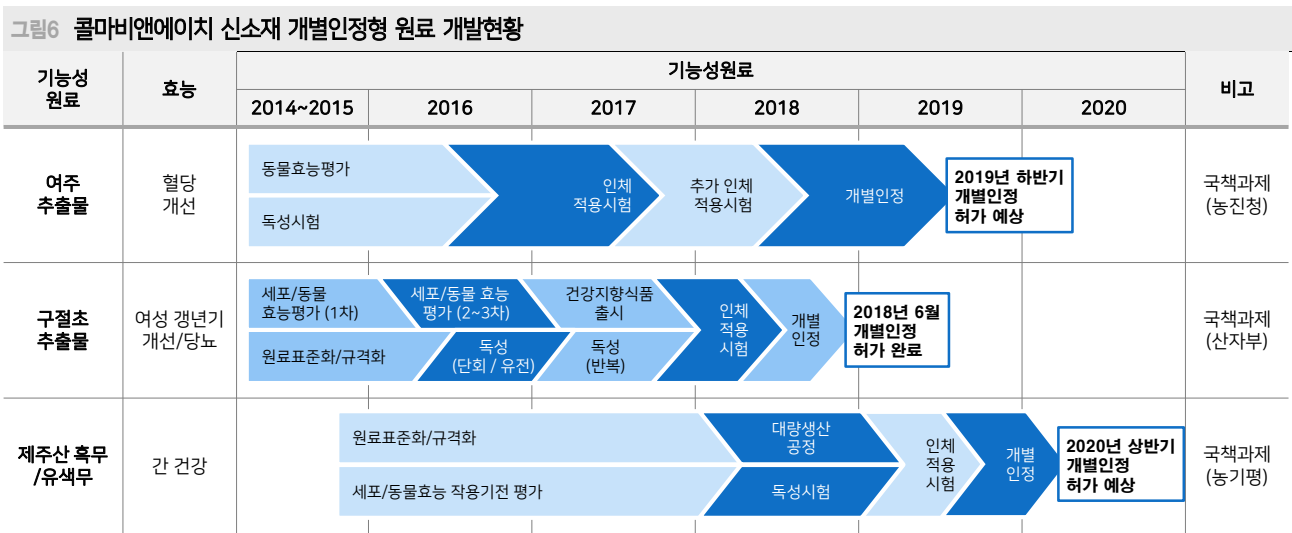
법인명	강소콜마미보과기유한공사 (江苏科玛美保科技有限公司)	
공장위치	강소성 염성시 대풍구 경제개발구 서구 4호로 동측	
부지	부지면적 22,981평 연면적 17,135평	
총 투자금액	USD 42,000,000	
생산제형	분말, 정제, 연질/경질 캡슐, 스틱젤리 위주 생산	
제1공장	예상 Capa	연간 2,000억원
	투자금	220억원

자료: 콜마비엔에이치, 메리츠증권증권 리서치센터

표2 연태콜마 개요

법인명	연태콜마에터미보건강식품유한공사 (烟台科玛艾多美保健食品有限公司)	
공장위치	산둥성 연태시 고신구 경삼로 36호	
부지	부지면적 6,500평 연면적 6,860평	
총 투자금액	USD 16,000,000	
생산제형	분말, 과립, 정제 등	
제1공장	예상 Capa	연간 500억원
	투자금	100억원

자료: 콜마비엔에이치, 메리츠증권증권 리서치센터



자료: 콜마비엔에이치, 메리츠중금증권 리서치센터

표3 소재 파이프라인 현황 - 2018년 기준

구분	기능성	진행단계	완료 시기	내용
헤모힘 지속기술개발	면역기능 개선	임상시험 진행 중	2018년 4분기	개별인증 유지
	면역기능 개선 (신규조성물)	연구개발	2021년 1분기	신조성물 특허
	면역기능 개선 (중국 보건식품)	연구개발	2020년 4분기	중국 보건식품 등록
	원산지중판별법	연구개발	계속	당귀/천궁/작약의 산지 품종 등에 따른 판별 기술
헤모힘 신기능성 개발	피로개선/운동수행능력	연구개발	2021년 1분기	개별인증 기능성 추가
	기억력/인지능개선	연구개발	2019년 1분기	기억력/인지력 기능 개선의 기능성 추가 및 지적재산권 확보
	위 건강	연구개발	2019년 1분기	위 손상 예방의 기능성 추가 및 지적재산권 확보
정부지원 과제	혈당 개선	개별인증형 원료 등록신청 진행 중	2019년 2분기	국내산 여주를 활용한 건강기능식품 개발
	간 건강	임상시험 중	2021년 2분기	제주산 흑무를 활용한 건강기능식품 개발
		임상시험 중	2021년 4분기	천연추출물 및 프로바이오틱스 복합소재의 지방간 개선 소재 개발
C&D 과제	면역기능 개선	연구개발	2021년 3분기	미역귀 추출물을 활용한 면역기능개선 원료 개발
	관절 건강	연구개발	2020년 4분기	초피를 이용한 관절 건강 건강기능식품 개발
	혈당 개선	연구개발	2020년 4분기	여주 및 곰취를 이용한 혈당개선 건강기능식품 개발
	여성갱년기	연구개발	2020년 4분기	복분자/황기를 활용한 건강기능식품 개발
해외원료 소싱	스트레스 개선	연구개발	2020년 4분기	사프론 암술추출물 활용 개별인증 원료 개발
	기억력/인지기능 개선	연구개발	2020년 3분기	포도/블루베리를 이용한 개별인증형 원료 개발
화장품 소재	미백 기능	연구개발	2019년 3분기	동충하초를 이용한 미백 기능성 원료 개발
	미백 기능	연구개발	2019년 4분기	토복령을 이용한 미백 기능성 원료 개발
	주/부원료	연구개발	계속	헤모힘 응축수를 이용한 제품 개발

자료: 콜마비엔에이치, 메리츠중금증권 리서치센터

표4 콜마비엔에이치 연간 및 분기별 실적 추정

(십억원)	2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액 (연결)	386.4	433.9	483.6	96.6	90.9	89.5	109.3	106.6	101.8	100.9	124.6
증가율 (% YoY)		12.3	11.4					10.3	12.0	12.8	14.0
근오농림	20.1	22.3	25.0	6.4	2.8	4.6	6.3	7.3	3.0	5.0	7.0
증가율 (% YoY)	63.1	10.9	12.1	133.1	48.8	70.4	26.0	14.1	7.1	8.7	11.1
에치엔지	62.7	71.1	78.3	15.6	13.4	14.8	18.9	18.1	16.0	17.0	20.0
기타자회사 (연결조정)	-32.6	-40.7	-40.0	-9.3	-5.3	-7.3	-10.7	-11.7	-9.0	-10.0	-10.0
매출액 (별도)	336.1	381.2	420.3	83.9	80.0	77.4	94.8	92.9	91.8	88.9	107.6
증가율 (% YoY)	12.4	13.4	10.2	19.7	11.9	-2.9	22.1	10.7	14.9	14.9	13.5
식품	201.7	235.7	263.3	49.9	49.5	48.0	54.3	57.1	59.0	55.9	63.7
증가율 (% YoY)	21.5	16.8	11.7	25.0	21.5	10.3	29.6	14.4	19.1	16.5	17.3
내수	170.9	190.7	208.3	43.3	43.2	41.5	42.9	47.3	49.7	46.5	47.2
증가율 (% YoY)	17.2	11.6	9.3	21.1	19.2	8.6	20.5	9.2	15.0	12.0	10.0
수출	30.5	45.0	55.0	6.2	6.4	6.5	11.4	9.8	9.3	9.4	16.5
증가율 (% YoY)	50.5	47.7	22.1	48.9	42.3	22.6	81.0	58.1	45.0	45.0	45.0
화장품	134.4	145.2	156.6	34.4	30.3	29.3	40.4	35.7	32.8	32.9	43.8
증가율 (% YoY)	1.3	8.0	7.8	14.2	-1.0	-19.1	13.2	3.8	8.2	12.4	8.3
내수	98.9	103.9	109.1	25.2	24.7	22.1	26.9	26.5	25.9	23.2	28.2
증가율 (% YoY)	-3.0	5.0	5.0	2.6	4.6	-21.6	5.1	5.2	5.0	5.0	5.0
수출	35.5	41.3	47.5	9.1	5.7	7.2	13.5	9.2	6.8	9.7	15.5
증가율 (% YoY)	15.8	16.3	15.0	63.6	-18.5	-10.0	33.7	1.1	20.0	35.0	15.0
임대 및 기타	0.4	0.3	0.4	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
증가율 (% YoY)	21.7	-17.4	29.0	37.3	-14.9	38.2	27.4	-90.0	49.7	-7.8	0.0
매출비중 (별도기준)											
식품	60.0	61.8	62.7	59.5	61.9	62.0	57.3	61.5	64.2	62.9	59.2
내수	50.8	50.0	49.6	51.6	54.0	53.6	45.2	50.9	54.1	52.3	43.9
수출	9.1	11.8	13.1	7.4	8.0	8.4	12.0	10.6	10.1	10.6	15.4
화장품	40.0	38.1	37.3	41.0	37.9	37.9	42.6	38.4	35.7	37.0	40.7
내수	29.4	27.3	26.0	30.0	30.9	28.6	28.4	28.5	28.2	26.1	26.3
수출	10.6	10.8	11.3	10.8	7.1	9.3	14.2	9.9	7.4	10.9	14.4
임대 및 기타	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
매출총이익	77.0	85.9	96.5	18.9	18.8	18.5	20.8	21.3	20.9	20.2	23.7
증가율 (% YoY)	25.8	11.5	12.3	49.3	24.1	8.8	27.0	12.7	10.8	9.2	13.9
매출총이익률 (%)	19.9	19.8	20.0	19.6	20.7	20.7	19.0	20.0	20.5	20.0	19.0
영업이익 (연결)	58.5	68.3	77.1	14.5	13.7	13.7	16.6	16.7	15.8	16.1	19.7
증가율 (% YoY)	20.0	16.7	12.8	38.3	14.6	2.3	28.6	15.2	15.0	17.9	18.5
영업이익률 (%)	15.2	15.7	15.9	15.0	15.1	15.3	15.2	15.7	15.5	16.0	15.8
영업이익 (별도)	52.2	59.8	67.6	12.8	13.2	12.2	14.0	14.0	15.2	14.1	16.6
증가율 (% YoY)	21.3	14.5	13.1	27.7	27.2	8.7	22.9	8.8	14.8	16.2	18.1
영업이익률 (%)	15.5	15.7	16.1	15.3	16.5	15.7	14.8	15.0	16.5	15.9	15.4

자료: 콜마비엔에이치, 메리츠증권 리서치센터

콜마비앤에이치 (200130)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	337.6	386.4	433.9	483.6	529.5
매출액증가율 (%)	31.9	14.5	12.3	11.4	9.5
매출원가	276.4	309.3	348.0	387.1	420.9
매출총이익	61.2	77.0	85.9	96.5	108.6
판매관리비	12.5	18.5	17.6	19.4	21.2
영업이익	48.8	58.5	68.3	77.1	87.3
영업이익률	14.4	15.2	15.7	15.9	16.5
금융손익	0.3	3.8	0.6	1.2	1.8
종속/관계기업손익	0.5	-0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	9.4	1.9	2.0	1.0	2.0
세전계속사업이익	59.0	64.2	71.0	79.3	91.1
법인세비용	11.5	14.9	15.5	17.1	20.2
당기순이익	47.4	49.3	55.5	62.2	70.9
지배주주지분 순이익	45.8	48.4	54.4	61.0	69.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	53.3	22.1	70.8	65.2	74.5
당기순이익(손실)	47.4	49.3	55.5	62.2	70.9
유형자산상각비	3.3	4.0	6.0	6.9	7.4
무형자산상각비	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	10.4	-31.1	9.3	-4.0	-3.8
투자활동 현금흐름	-31.5	-2.7	-8.5	-22.0	-16.8
유형자산의증가(CAPEX)	-10.9	-9.6	-35.0	-20.0	-15.0
투자자산의감소(증가)	-1.7	-17.3	28.1	-0.3	-0.3
재무활동 현금흐름	-4.3	-24.5	-7.8	-8.9	-10.1
차입금의 증감	8.3	-4.8	-1.9	-1.8	-1.8
자본의 증가	0.0	-7.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	17.5	-5.2	54.5	34.3	47.6
기초현금	17.0	34.5	29.2	83.7	118.0
기말현금	34.5	29.2	83.7	118.0	165.6

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	157.2	151.8	211.8	260.7	321.9
현금및현금성자산	34.5	29.2	83.7	118.0	165.6
매출채권	30.3	40.7	39.9	44.4	48.6
재고자산	31.9	38.5	39.5	44.0	48.2
비유동자산	114.0	139.8	140.7	154.0	161.8
유형자산	78.6	87.3	116.4	129.5	137.0
무형자산	15.1	16.9	16.9	16.9	16.8
투자자산	13.1	30.4	2.3	2.6	2.9
자산총계	271.2	291.5	352.5	414.7	483.7
유동부채	90.3	81.5	93.7	101.6	108.7
매입채무	62.1	54.8	65.6	73.1	80.1
단기차입금	11.4	9.1	7.1	5.1	3.1
유동성장기부채	2.7	0.1	0.0	0.0	0.0
비유동부채	3.0	3.5	3.9	4.3	4.7
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	93.3	85.0	97.6	105.9	113.4
자본금	14.8	14.8	14.8	14.8	14.8
자본잉여금	30.9	23.4	23.4	23.4	23.4
기타포괄이익누계액	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
이익잉여금	123.5	166.9	214.2	267.0	327.0
비지배주주지분	9.1	1.9	3.0	4.2	5.6
자본총계	177.9	206.5	254.9	308.9	370.3

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	11,426	13,078	14,688	16,367	17,922
EPS(지배주주)	1,549	1,637	1,840	2,065	2,352
CFPS	1,793	2,200	2,583	2,878	3,276
EBITDAPS	1,767	2,122	2,515	2,844	3,208
BPS	5,713	6,928	8,528	10,314	12,345
DPS	160	200	240	280	320
배당수익률(%)	0.5	1.0	0.9	1.1	1.3
Valuation(Multiple)					
PER	21.0	12.2	13.7	12.2	10.8
PCR	18.2	9.1	9.8	8.8	7.7
PSR	2.8	1.5	1.7	1.5	1.4
PBR	5.7	2.9	3.0	2.5	2.0
EBITDA	52.2	62.7	74.3	84.0	94.8
EV/EBITDA	17.2	8.9	8.9	7.4	6.1
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	30.9	25.9	23.8	21.9	20.8
EBITDA 이익률	15.5	16.2	17.1	17.4	17.9
부채비율	52.4	41.2	38.3	34.3	30.6
금융비용부담률	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	170.9	209.7	327.3	454.3	665.6
매출채권회전율(x)	14.9	10.9	10.8	11.5	11.4
재고자산회전율(x)	13.8	11.0	11.1	11.6	11.5

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 6월 26일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 6월 26일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 6월 26일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자 : 양지혜)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상</p> <p>Trading Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.7%
중립	2.3%
매도	0.0%

2019년 3월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율