

2019.07.08

콜마비엔에이치 (200130)

성장세가 기대되는 건기식 대표주

건강기능식품 2분기 성장 견인

2Q19 실적은 건강기능식품이 성장세를 견인하며 매출액 1,009억원(+11.0%, yoy), 영업이익 154억원(+12.4%, yoy), 영업이익률 15.3%(+0.2%p, yoy)로 전망된다. 식품부문 수출은 1분기 고객사 재고조정에 따라 전분기 대비 소폭 감소했으나 2분기는 다시 증가세를 보이는 것으로 파악된다. 내수 매출도 주요 제품인 헤모힘이 꾸준한 성장세를 보이고 있으며 신규 매출로 5월부터 락토피이 추가됐고 여름 시즌을 앞두고 분홍이초록이, 시서스 등 다이어트 제품의 성장세가 커 yoy 12.2% 증가한 484억원이 예상된다. 반면, 화장품은 내수는 신규 네트워크 업체들에 따른 경쟁 심화로 성장세가 크지 않으나 수출은 스킨케어 세트뿐 아니라 프리미엄 제품 앵솔루트도 해외에서 좋은 반응을 보이며 성장세가 지속될 전망이다.

제품 다변화, 수출 확대 전망

동사의 건강기능식품은 애터미의 헤모힘, 친생유산균 등의 성장세 지속과 함께 네트워크 마케팅 채널 외 식품 매출액도 증가(1Q19 yoy +16%) 중이다. 또한 하반기에는 혈당개선 기능이 있는 여주 추출물의 개별인정 허가가 기대돼 내년 건강기능식품 제품은 보다 다변화될 전망이다. 한편, 해외 매출도 확대될 것으로 예상된다. 애터미는 화장품의 내수 성장 둔화에 따른 대안책으로 해외 매출처를 공격적으로 확대(작년 8월 호주, 10월 인도네시아, 11월 러시아)하고 있고 특히, 말레이시아, 대만 등에서 좋은 반응을 보이고 있으며 하반기 베트남 진출도 예정되어 있다. 또한 올해 하반기 완공 예정인 중국 강소(건강기능식품 생산) 및 연태(애터미 제품 전용 생산) 공장을 통한 글로벌 업체 및 중국 로컬 업체 등과의 협업으로 내년 중국 매출도 기대된다.

매수 투자 의견 및 목표주가 33,000원 제시

애터미항 매출 비중이 80%로 단일 고객사 의존도가 높다는 리스크가 있으나 화장품 부문 수출 성장이 기대되고, 건강기능식품 부문은 제품 다변화와 중국 사업을 통한 해외 매출 증가로 동사 성장세를 견인할 것으로 예상돼 2019년 실적은 매출액 4,264억원(+10.4%, yoy), 영업이익 655억원(+12.0%, yoy), 2020년 실적은 매출액 4,725억원(+10.8%, yoy), 영업이익 714억원(+9.0%, yoy)으로 추정한다. 이에 당사는 매수 투자 의견 및 목표주가 33,000원을 제시한다. 목표주가는 2019년, 2020년 예상 EPS 평균 1,938원에 target PER 17.2배를 적용해 산정했다.

매수

[신규]

목표주가(12M) 33,000원

최서연 Analyst

janice84@hygood.co.kr

02-3770-5323

주가지표

| | |
|---------------|------------------------------------------------|
| KOSPI(07/05) | 2,111 |
| KOSDAQ(07/05) | 694 |
| 현재주가(07/05) | 26,850원 |
| 시가총액 | 7,932억원 |
| 총발행주식수 | 2,954만주 |
| 120일 평균거래대금 | 201억원 |
| 52주 최고가 | 31,250원 |
| 52주 최저가 | 19,050원 |
| 유동주식비율 | 40.4% |
| 외국인지분율(%) | 3.22% |
| 주요주주 | 한국콜마홀딩스 외 5인 (59.6%) 한국원자력연구원 (12.0%) |

상대주가차트



| | 2016A | 2017A | 2018A | 2019F | 2020F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액 (억원) | 2,560 | 3,376 | 3,864 | 4,264 | 4,725 |
| 영업이익 | 362 | 488 | 585 | 655 | 714 |
| 영업이익률(%) | 14.1 | 14.4 | 15.2 | 15.4 | 15.1 |
| 지배순이익 | 297 | 458 | 484 | 551 | 594 |
| EPS(원) | 1,006 | 1,549 | 1,637 | 1,866 | 2,010 |
| PER(배) | 18.4 | 21.0 | 12.2 | 14.3 | 13.3 |
| PBR | 4.3 | 5.7 | 2.9 | 3.1 | 2.6 |
| EV/EBITDA | 12.3 | 14.3 | 8.0 | 8.8 | 7.6 |
| ROE(%) | 25.9 | 30.9 | 25.7 | 24.2 | 21.2 |

자료: 콜마비엔에이치, 한양증권 리서치센터 추정

기업개요

동사는 건강기능식품 및 화장품의 핵심 소재를 개발해 OEM/ODM 방식으로 제품을 생산하는 업체로 2004년 한국원자력연구원과 한국콜마(주) 공동출자로 (주)선바이오텍을 설립했으며 2013년 1월 한국푸드팜(주)과 합병하며 상호를 콜마비엔에이치(주)로 변경했다. 2015년 2월 코스닥시장에 상장했다.

사업부문은 크게 건강기능식품과 화장품으로 나뉘지며 2018년 별도기준 매출 비중은 각각 60%, 40%로 건강기능식품의 매출 비중이 증가하는 추세이다. 건강기능식품은 소재부터 완제품 생산까지 이루어지며 화장품은 소재와 유통을 담당하고 완제품 생산은 한국콜마에서 진행된다. 건강기능식품 대표 제품은 당귀혼합추출물을 이용한 면역기능개선식품 '헤모힘'으로 2017년 기준 개별인정형 건강기능식품 생산실적 1위를 차지했다. 화장품은 애터미 스킨케어 세트와 프리미엄 제품인 애터미 애플루트 셀렉티브 스킨케어가 대표적이다.

동사는 2010년 미국 수출을 시작으로 1Q19 기준 13개 국가에 진출하였으며 올해 하반기 베트남, 내년 중국 등 해외 시장 추가 진출을 계획하고 있다. 작년 기준 동사의 수출 비중(별도기준)은 19.7%이며 동사 고객사 매출 비중(별도기준) 80%를 차지하고 있는 애터미가 공격적으로 해외 진출을 진행함(작년 8월 호주, 10월 인도네시아, 11월 러시아, 올해 하반기 베트남)에 따라 수출 비중은 더욱 높아질 예정이다.

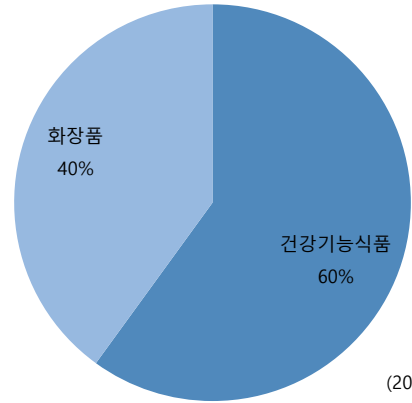
한편, 동사는 국내 세종과 음성에서 생산 및 연구개발을 진행 중이고 중국 강소 및 연태에 제조 공장이 건설 중에 있으며 올해 초 호주 유통 법인을 설립하였다. 중국 강소와 연태는 올해 하반기 완공 예정이며 각각 초기 생산 Capa는 700억원, 100억원이다. 중국 강소에서는 글로벌 업체 및 중국 로컬 업체와 건강기능식품 ODM을 진행할 계획이며 연태에서는 애터미 제품을 생산할 예정이다. 호주 유통 법인을 설립한 이유는 MADE in Australia 제품의 선호도가 높은 중국인들을 공략하기 위해서이며 호주 현지 공장에 아웃소싱으로 제품을 생산해 중국으로 공급할 계획이다.

[도표1] 주요 연혁

| 연도 | 내용 |
|---------|-------------------------------------|
| 2004.02 | (주)선바이오텍 설립(한국원자력연구원, 한국콜마(주) 공동출자) |
| 2004.02 | 에치엔지화장품(주) 설립 |
| 2006.08 | 헤모힘 면역개선 건강기능식품 개별인정형 승인 |
| 2012.06 | (주)선바이오텍 세종공장 준공 |
| 2013.01 | 한국푸드팜(주)과 합병 및 콜마비엔에이치(주)로 상호변경 |
| 2013.10 | 농업회사법인 근오농림(주) 설립 |
| 2014.04 | 에치엔지화장품(주) 상호 (주)에치엔지로 변경 |
| 2014.12 | 음성 제 2 GMP 공장 준공 |
| 2015.02 | 코스닥 상장 |
| 2017.09 | 중국법인(강소) 설립 |
| 2018.07 | 중국법인(연태) 설립 |
| 2019.01 | 호주법인 설립 |

출처: 콜마비엔에이치, 한양증권 리서치센터

[도표2] 사업부문별 매출 비중(별도기준)



출처: 콜마비엔에이치, 한양증권 리서치센터

[도표3] 연결 대상 종속회사 개요

| | 설립일 | 지분율(%) | 주요사업 |
|----------------------|-----------|--------|---------------------|
| (주)에치엔지 | 2004년 2월 | 100% | 화장품 제조 및 판매 |
| 근오농림(주) | 2013년 10월 | 75% | 농작물 재배 및 도소매 판매업 |
| Jiangsu Kolmar | 2017년 9월 | 100% | 건강기능식품 제조 및 판매 |
| Yantai Kolmar | 2018년 7월 | 49% | 건강기능식품 제조 및 판매(애터미) |
| Kolmar Bnh Australia | 2019년 1월 | 100% | 건강기능식품 및 의약외품 도소매 |

출처: 콜마비엔에이치, 한양증권 리서치센터

[도표4] 국내 네트워크 업체(2017년 기준)

| 회사명 | (단위:억원, 명) | | | | |
|-------------|------------|-----------|---------|---------|------------|
| | 한국암웨이 | 애터미 | 뉴스킨코리아 | 유니시티코리아 | 시크릿다이렉트코리아 |
| 총매출액 | 12,790 | 9,016 | 4,519 | 2,611 | 1,542 |
| 당기순이익 | 787 | 978 | 231 | 100 | 120 |
| 등록된 총판매원수 | 1,139,197 | 3,318,669 | 312,445 | 152,455 | 66,700 |
| 자가소비형 회원 비중 | 55.4% | 90.0% | 83.8% | 47.8% | 20.0% |

출처: 콜마비엔에이치, 공정거래위원회, 한양증권 리서치센터

[도표5] 주요 제품(헤모힘, 스킨케어 세트)



출처: 콜마비엔에이치, 한양증권 리서치센터

[도표6] 강소콜마

| | | |
|--------|-----------------------------|-------------|
| 법인명 | 강소콜마미보과기유한공사 | |
| 공장위치 | 강소성 염성시 대풍구 경제개발구 서구 4호로 동측 | |
| 부지 | 부지면적 | 22,901 평 |
| | 연면적 | 17,135 평 |
| 총투자금액 | USD 42,000,000 | |
| 생산제형 | 분말, 정제, 연질/경질 캡슐, 스틱젤리 위주생산 | |
| 제 1 공장 | 예상 Capa | 연간 2,000 억원 |
| | 투자금 | 220 억원 |

출처: 콜마비엔에이치, 한양증권 리서치센터

[도표7] 연태콜마

| | | |
|--------|----------------------|-----------|
| 법인명 | 연태콜마에티미보건식품유한공사 | |
| 공장위치 | 상동성 연태시 고신구 경삼로 36 호 | |
| 부지 | 부지면적 | 6,500 평 |
| | 연면적 | 6,860 평 |
| 총투자금액 | USD 16,000,000 | |
| 생산제형 | 분말, 과립, 정제 등 | |
| 제 1 공장 | 예상 Capa | 연간 500 억원 |
| | 투자금 | 100 억원 |

출처: 콜마비엔에이치, 한양증권 리서치센터

[도표8] 분기별 실적 추정

(단위:억원)

| 연결 손익 | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18 | 4Q18 | 1Q19 | 2Q19E | 3Q18E | 4Q19E | '18 | '19E | '20E |
|-------------|------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 매출액 | 966 | 909 | 895 | 1,093 | 1,066 | 1,009 | 994 | 1,195 | 3,864 | 4,264 | 4,725 |
| yoy(%) | 37.8% | 8.8% | -4.1% | 20.8% | 10.3% | 11.0% | 11.0% | 9.3% | 14.4% | 10.4% | 10.8% |
| 식품 | 494 | 495 | 480 | 543 | 571 | 593 | 557 | 623 | 2,013 | 2,344 | 2,627 |
| yoy(%) | 23.9% | 21.7% | 10.4% | 29.6% | 15.5% | 19.7% | 15.9% | 14.8% | 21.3% | 16.4% | 12.1% |
| 내수 | 433 | 432 | 415 | 429 | 473 | 484 | 463 | 480 | 1,708 | 1,900 | 2,086 |
| yoy(%) | 21.0% | 19.2% | 8.6% | 20.5% | 9.4% | 12.2% | 11.6% | 11.9% | 17.1% | 11.2% | 9.8% |
| 수출 | 62 | 64 | 65 | 114 | 98 | 109 | 94 | 143 | 305 | 444 | 541 |
| yoy(%) | 48.7% | 42.0% | 23.4% | 81.6% | 58.8% | 70.6% | 43.7% | 26.0% | 51.0% | 45.6% | 21.8% |
| 화장품 | 343 | 304 | 293 | 404 | 357 | 313 | 305 | 425 | 1,344 | 1,400 | 1,496 |
| yoy(%) | 13.6% | -0.7% | -19.1% | 13.2% | 4.1% | 3.0% | 4.1% | 5.2% | 1.4% | 4.2% | 6.9% |
| 내수 | 252 | 247 | 221 | 269 | 265 | 252 | 230 | 276 | 989 | 1,023 | 1,061 |
| yoy(%) | 2.4% | 4.7% | -21.6% | 5.1% | 5.2% | 2.0% | 4.1% | 2.6% | -3.0% | 3.4% | 3.7% |
| 수출 | 91 | 57 | 72 | 135 | 92 | 61 | 75 | 149 | 355 | 377 | 435 |
| yoy(%) | 62.5% | -18.6% | -10.0% | 33.7% | 1.1% | 7.0% | 4.2% | 10.4% | 16.0% | 6.2% | 15.4% |
| 임대/기타 | 1 | 1 | 1 | 1 | 0 | 1 | 1 | 1 | 4 | 3 | 4 |
| 근오농림 | 64 | 28 | 46 | 63 | 73 | 31 | 50 | 71 | 200 | 225 | 248 |
| yoy(%) | 141.5% | 44.7% | 69.1% | 25.8% | 14.1% | 12.7% | 8.7% | 12.0% | 61.3% | 12.5% | 10.2% |
| 에치엔지 | 156 | 134 | 148 | 189 | 181 | 156 | 172 | 196 | 627 | 705 | 789 |
| yoy(%) | | -8.3% | -4.5% | 25.4% | 16.3% | 16.5% | 16.2% | 3.5% | 38.7% | 12.5% | 11.9% |
| 영업이익 | 145 | 137 | 137 | 166 | 167 | 154 | 150 | 184 | 585 | 655 | 714 |
| yoy(%) | 38.1% | 14.2% | 2.2% | 28.7% | 15.2% | 12.4% | 9.5% | 10.8% | 19.9% | 12.0% | 9.0% |
| OPM(%) | 15.0% | 15.1% | 15.3% | 15.2% | 15.7% | 15.3% | 15.1% | 15.4% | 15.1% | 15.4% | 15.1% |

출처: 콜마비엔에이치, 한양증권 리서치센터 추정

[도표9] 목표주가 산정

| 구분 | (원, 배) | 비고 |
|----------|--------|---------------------------------------------------|
| 적용 EPS | 1,938 | 2019년, 2020년 예상 EPS 평균 |
| peer PER | 21.5 | 당사 커버리지 화장품 ODM 업체 적용한 평균 PER 동사 과거 3개년 평균 PER |
| 적용 PER | 17.2 | peer PER 20% 할인(단일 고객사 매출 비중 80%로 높은 의존도) |
| 적정주가 | 33,334 | |
| 목표주가 | 33,000 | |
| 현재가 | 26,850 | |
| 상승여력 | 22.9% | |

출처: bloomberg, 한양증권 리서치센터 추정



한양증권 점포현황

www.hygood.co.kr

| | | |
|--------|---------------|-------------------------------|
| 본 점 | (02)3770-5000 | 서울 영등포구 국제금융로 6길 7 한양증권빌딩 |
| 송파RM센터 | (02)419-2100 | 서울 송파구 가락로 183 한양APT상가 2층 |
| 안산지점 | (031)486-3311 | 경기 안산시 단원구 광덕대로 264 한양증권빌딩 2층 |
| 인천지점 | (032)461-4433 | 인천 남동구 백범로 132 만수프라자빌딩 1층 |

본 자료는 고객의 투자를 유도할 목적으로 작성된 것이 아니라 고객의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고자료입니다. 본 자료는 분석담당자가 신뢰할 만 하다고 판단하는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 분석담당자가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서 본 자료를 참고한 고객의 투자의사결정은 전적으로 고객 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한 본 자료는 당사 고객에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제, 전송, 인용, 배포하는 행위는 법으로 금지하고 있습니다.
