



# 콜마비엔에이치 (200130)

드디어 가시화되는 해외 성장성

▶ Analyst 손호주 hyoju.son@hanwha.com 02-3772-7610

**Buy (유지)**

목표주가(유지): 40,000원

현재 주가(5/25)	33,450원
상승여력	▲19.6%
시가총액	9,882억원
발행주식수	29,544천주
52 주 최고가 / 최저가	34,450 / 19,650원
90 일 일평균 거래대금	50.03억원
외국인 지분율	5.5%

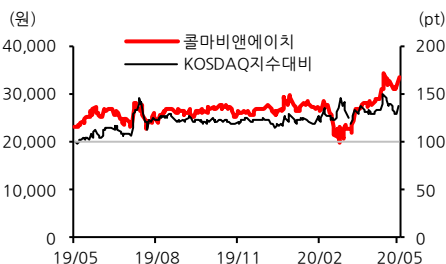
주주 구성	
한국콜마홀딩스 (외 5 인)	59.5%
한국원자력연구원 (외 1 인)	12.0%
자사주 (외 1 인)	0.0%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	20.8	23.4	27.7	44.2
상대수익률(KOSDAQ)	7.0	13.9	16.5	39.9

(단위: 십억 원, %, 배)

재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	386	439	512	561
영업이익	59	74	94	104
EBITDA	63	79	100	111
지배주주순이익	48	54	74	81
EPS	1,637	1,844	2,498	2,739
순차입금	-51	-78	-143	-209
PER	12.2	15.0	13.4	12.2
PBR	2.9	3.2	3.0	2.5
EV/EBITDA	8.6	9.4	8.4	7.0
배당수익률	1.0	0.9	0.7	0.8
ROE	25.9	23.8	25.5	22.3

주가 추이



콜마비엔에이치의 주요 고객사인 애터미가 4월부터 중국 회원가입 모집을 시작했습니다. 6월 공식 쇼핑몰이 오픈되면 본격적으로 중국 사업이 시작될 것으로 예상됩니다. 하반기부터 동사의 해외 성장성이 가시화될 것으로 기대됩니다.

**애터미 4월부터 중국 회원가입 모집 시작!**

동사의 주요 고객사인 애터미가 드디어 4월부터 중국 회원가입 모집을 시작했다. 기존 직소 허가(다단계 사업)를 신청했지만, 중국의 다단계 사업 규제 강화로 승인이 지연되자 애터미는 '인터넷쇼핑몰을 통한 경소상' 방식으로 먼저 사업을 준비하는 것이다. 4월부터 중국 회원 가입을 모집한 이후 6월에 정식 인터넷 쇼핑몰을 오픈할 예정이라 밝혔다. 현재까지 회원가입 수가 빠르게 증가하고 있는 것으로 파악된다. 이미 4월 20일경으로 회원 가입수가 200만명을 돌파했다고 보도되었다. 참고로 한국 회원 가입수는 350만명이다. 보도된 내용에 따르면 우선적으로 공식 쇼핑몰이 오픈되면 스킨케어, 메이크업, 바디케어, 리빙, 식품 관련 제품군 등 생활필수품을 먼저 출시할 예정이라 밝혔다. 애터미는 최근 국내를 넘어 해외 진출을 가속화하고 있다. 2019년 기준으로 해외 법인들의 합산 매출액은 +45.5% 성장하는 모습을 보였다. 중국 사업이 시작되면 성장 속도는 더욱 확대될 것으로 전망한다.

**드디어 가시화되는 해외 성장성**

동사는 현재 중국 사업을 두가지 방법으로 준비 중이다. ① 중국 현지 로컬 고객사와의 거래를 위한 콜마비엔에이치의 자체 중국 공장과, ② 애터미의 제품 생산을 위한 애터미와 J.V공장(지분율 5:5)을 설립 중이다. 두 공장 모두 하반기 중으로 완공되어 가동될 예정이다. 특히 기존 기대감이 컸지만 직소 허가 승인이 지연되었던 애터미의 중국 사업이 회원가입 모집을 시작으로 가시화될 것으로 기대된다. 최근 국내에서도 코로나19 사태가 장기화되면서 면역력 강화에 대한 필요성이 대두되면서 동사의 실적 역시 호실적을 기록 중이다. 여기에 해외 성장성이 가시화된다면 실적 성장과 함께 밸류에이션 상승 측면에서 모두 동사의 기업가치에 긍정적인 영향을 미칠 것으로 전망한다. 단기적으로나 중장기적으로나 실적 성장이 긍정적으로 전망됨에 따라 투자 의견 Buy와 목표주가 4만원을 유지한다.

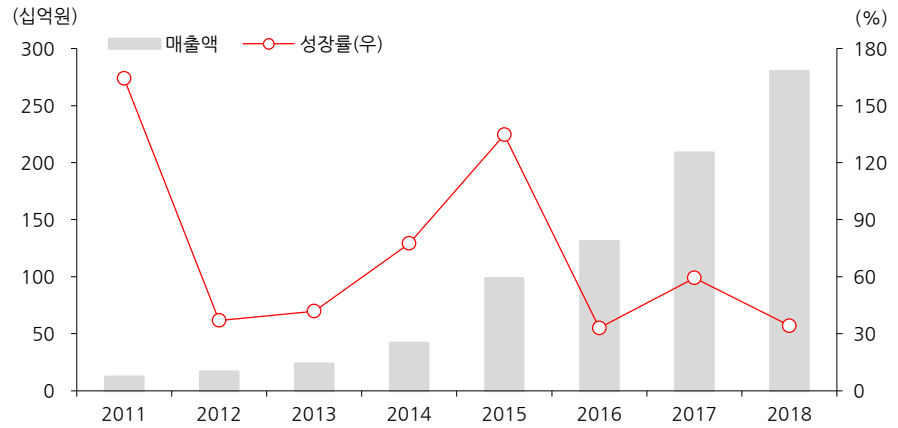
[표1] 애터미 해외 법인별 매출 추이

(단위: 십억 원)

		2017	2018	2019	2018 growth %	2019 growth %
Atomy America	매출액	35.5	46.6	61.3	31.2	31.5
	순손익	-1.2	-1.8	0.4	적확	흑전
Atomy Japan Associated Company	매출액	20.1	19.4	22.5	-3.6	15.7
	순손익	0.3	0.2	0.5	-25.8	100.1
Atomy Canada Dirtribution Inc.	매출액	5.3	7.3	10.2	37.3	39.1
	순손익	0.6	0.6	0.9	0.5	48.7
Atomy Taiwan	매출액	95.4	128.2	166.3	34.3	29.8
	순손익	6.0	7.8	8.0	29.3	2.6
Atomy Distribution Pte, Ltd.	매출액	9.6	18.3	28.3	90.2	54.5
	순손익	0.9	1.2	0.4	36.6	-68.0
Atomy Cambodia Co., Ltd.	매출액	1.5	3.3	8.4	124.4	155.5
	순손익	-0.5	-0.2	-0.7	적흑	적확
Atomy Malaysia Sdn. Bhd.	매출액	21.5	30.0	52.1	39.0	74.0
	순손익	0.7	-1.1	4.0	적전	흑전
Atomy Philippine Distribution Trading Inc.	매출액	4.5	4.7	6.8	3.3	46.8
	순손익	0.1	-0.2	-0.2	적전	적지
Atomy Co., Ltd.(Thailand)	매출액	6.7	6.3	10.2	-6.3	62.5
	순손익	0.9	-0.3	-0.5	적전	적지
Atomy Global Mexico S de RL de CV	매출액	0.4	2.0	4.7	372.3	128.9
	순손익	-0.6	-0.2	-0.3	적흑	적지
Atomy Co., Ltd.(Vietnam)	매출액	0.0	0.0	0.0		
	순손익	-0.4	-0.6	-1.7	적지	적확
Atomy China Co., Ltd.	매출액	0.0	0.0	0.0		
	순손익	-0.6	-0.7	-1.9	적지	적확
PT. Atomy Indonesia Inc.	매출액	0.0	3.1	8.6		179.9
	순손익	-0.1	0.4	-1.3	흑전	적전
ARARAT TRADING	매출액	0.0	0.0	0.0		
	순손익	-0.002	0.0	0.0	-100.0	
LLC Atomy Russia	매출액		0.1	9.9		7308.4
	순손익		-0.2	-0.3		적지
Atomy Oceania Pty Ltd	매출액		1.4	4.2		211.2
	순손익		-0.6	-0.5		적지
Atomy ASIA PACIFIC LIMITED	매출액		0.0	0.0		
	순손익		-0.0002	-0.3		적지
ATOMY COLOMBIA SAS	매출액			0.0		
	순손익			0.0		
ATOMY ENTERPRISE INDIA PR	매출액			0.0		
	순손익			-0.3		
ATOMY TURKEY KOZMETIK VE	매출액			0.0		
	순손익			-0.1		
총합계	매출액	200.7	270.6	393.6	34.8	45.5
	순손익	6.1	4.5	6.5	-26.5	44.9

자료: 애터미 사업보고서, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 애터미 해외 매출 추이



자료: 애터미 언론보도내용, 한화투자증권 리서치센터

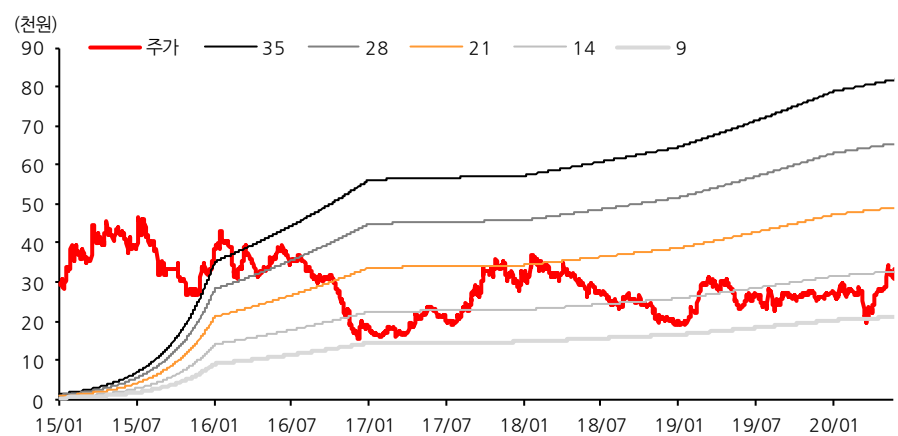
[표2] 콜마비엔에이치 분기별 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20P	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2018	2019	2020E	2021E
매출액	106.6	116.4	108.2	107.7	129.1	133.4	122.3	127.2	386.3	438.9	512.0	561.2
growth %	10.3	28.1	20.8	-1.4	21.2	14.6	13.1	18.0	14.5	13.6	16.6	9.6
별도 매출액	92.8	102.1	96.1	93.2	111.2	114.6	109.4	107.3	335.6	384.2	442.4	486.7
growth %	10.7	27.9	24.3	-1.6	19.8	12.3	13.8	15.1	12.4	14.5	15.2	10.0
sales %	87.1	87.7	88.9	86.5	86.1	85.9	89.4	84.3	86.9	87.5	86.4	86.7
건강기능식품	57.1	67.3	63.6	65.6	79.8	83.5	75.8	77.9	201.2	253.6	316.9	352.7
growth %	15.6	36.0	32.5	20.8	39.8	24.0	19.2	18.7	21.2	26.0	25.0	11.3
sales %	53.6	57.8	58.8	60.9	61.8	62.6	62.0	61.2	52.1	57.8	61.9	62.9
화장품	35.7	34.8	32.5	27.6	31.4	31.2	33.6	29.4	134.4	130.6	125.5	133.9
growth %	3.8	14.9	10.9	-31.7	-12.0	-10.5	3.3	6.5	1.4	-2.8	-3.9	6.7
sales %	33.5	29.9	30.0	25.6	24.3	23.4	27.4	23.1	34.8	29.8	24.5	23.9
영업이익	16.7	19.8	17.4	20.1	24.1	24.5	20.3	25.1	58.5	74.1	94.0	104.2
growth %	15.2	44.4	27.4	20.9	44.2	23.5	16.4	25.1	20.0	26.5	26.9	10.8
margin %	15.7	17.0	16.1	18.6	18.7	18.3	16.6	19.8	15.2	16.9	18.4	18.6
지배주주 순이익	13.4	15.5	13.7	12.0	18.4	19.4	16.3	19.7	48.4	54.5	73.9	80.9
growth %	28.1	46.6	13.4	-21.8	38.0	25.5	19.4	64.2	5.6	12.7	35.6	9.5
margin %	12.5	13.3	12.6	11.1	14.3	14.6	13.3	15.5	12.5	12.4	14.4	14.4

자료: 콜마비엔에이치, 한화투자증권 리서치센터

[그림2] 콜마비엔에이치 12개월 FWD P/E 밴드 추이



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[ 재무제표 ]

**손익계산서**

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	338	386	439	512	561
매출총이익	61	77	95	118	130
영업이익	49	59	74	94	104
EBITDA	52	63	79	100	111
순이자손익	1	1	1	0	0
외화관련손익	0	0	0	0	0
지분법손익	10	1	0	3	3
세전계속사업손익	59	64	72	96	107
당기순이익	47	49	55	74	81
지배주주순이익	46	48	54	74	81
<b>증가율(%)</b>					
매출액	31.9	14.5	13.6	16.7	9.6
영업이익	34.7	20.0	26.5	26.9	10.8
EBITDA	36.1	20.4	26.2	26.2	10.7
순이익	59.5	4.0	11.0	35.5	9.6
<b>이익률(%)</b>					
매출총이익률	18.1	19.9	21.6	23.0	23.2
영업이익률	14.4	15.2	16.9	18.4	18.6
EBITDA 이익률	15.5	16.3	18.1	19.5	19.7
세전이익률	17.5	16.6	16.4	18.8	19.1
순이익률	14.1	12.8	12.5	14.5	14.5

**현금흐름표**

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	53	22	78	77	85
당기순이익	47	64	72	74	81
자산상각비	3	4	5	6	7
운전자본증감	10	-31	11	0	0
매출채권 감소(증가)	3	-10	0	-3	-4
재고자산 감소(증가)	-12	-7	-10	-4	-4
매입채무 증가(감소)	19	-7	26	7	8
투자현금흐름	-31	-3	-50	-12	-12
유형자산처분(취득)	-11	-9	-34	-12	-12
무형자산 감소(증가)	0	-2	0	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-13	9	-11	0	0
재무현금흐름	-4	-25	2	0	-7
차입금의 증가(감소)	0	-4	9	0	0
자본의 증가(감소)	-4	-5	-6	0	-7
배당금의 지급	4	5	6	0	7
총현금흐름	53	65	83	77	85
(-)운전자본증가(감소)	-22	27	-19	0	0
(-)설비투자	11	10	38	12	12
(+)자산매각	0	-1	4	-1	-1
Free Cash Flow	64	27	68	64	71
(-)기타투자	20	5	13	-1	-1
잉여현금	44	22	55	65	73
NOPLAT	39	45	56	72	79
(+) Dep	3	4	5	6	7
(-)운전자본투자	-22	27	-19	0	0
(-)Capex	11	10	38	12	12
OpFCF	54	13	43	66	73

주: IFRS 연결 기준

**재무상태표**

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
유동자산	157	152	207	280	354
현금성자산	89	60	103	168	233
매출채권	32	41	40	43	47
재고자산	32	38	49	53	57
비유동자산	114	140	179	188	196
투자자산	20	36	39	41	42
유형자산	79	87	123	129	134
무형자산	15	17	17	18	20
<b>자산총계</b>	<b>271</b>	<b>292</b>	<b>386</b>	<b>468</b>	<b>550</b>
유동부채	90	82	116	124	132
매입채무	65	57	84	91	99
유동성이자부채	14	9	11	11	11
비유동부채	3	3	16	16	16
비유동이자부채	0	0	13	13	13
<b>부채총계</b>	<b>93</b>	<b>85</b>	<b>132</b>	<b>140</b>	<b>148</b>
자본금	15	15	15	15	15
자본잉여금	31	23	23	23	23
이익잉여금	124	167	214	288	362
자본조정	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
<b>자본총계</b>	<b>178</b>	<b>207</b>	<b>255</b>	<b>328</b>	<b>402</b>

**주요지표**

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
<b>주당지표</b>					
EPS	1,549	1,637	1,844	2,498	2,739
BPS	5,713	6,928	8,544	11,042	13,541
DPS	160	200	250	240	260
CFPS	1,793	2,200	2,793	2,613	2,873
ROA(%)	21.3	17.2	16.1	17.3	15.9
ROE(%)	30.9	25.9	23.8	25.5	22.3
ROIC(%)	49.3	36.4	34.4	41.0	42.6
<b>Multiples(x, %)</b>					
PER	21.0	12.2	15.0	12.4	11.4
PBR	5.7	2.9	3.2	2.8	2.3
PSR	2.8	1.5	1.9	1.8	1.6
PCR	18.2	9.1	9.9	11.9	10.8
EV/EBITDA	17.0	8.6	9.4	7.7	6.4
배당수익률	0.5	1.0	0.9	0.8	0.8
<b>안정성(%)</b>					
부채비율	52.4	41.2	51.8	42.5	36.8
Net debt/Equity	-42.1	-24.8	-30.8	-43.7	-51.9
Net debt/EBITDA	-143.6	-81.6	-98.9	-143.3	-188.5
유동비율	174.0	186.2	178.6	226.2	267.9
이자보상배율(배)	170.9	209.7	213.4	179.0	198.3
<b>자산구조(%)</b>					
투하자본	45.7	61.7	54.8	46.5	40.7
현금+투자자산	54.3	38.3	45.2	53.5	59.3
<b>자본구조(%)</b>					
차입금	7.4	4.3	8.7	6.9	5.7
자기자본	92.6	95.7	91.3	93.1	94.3

[ Compliance Notice ]

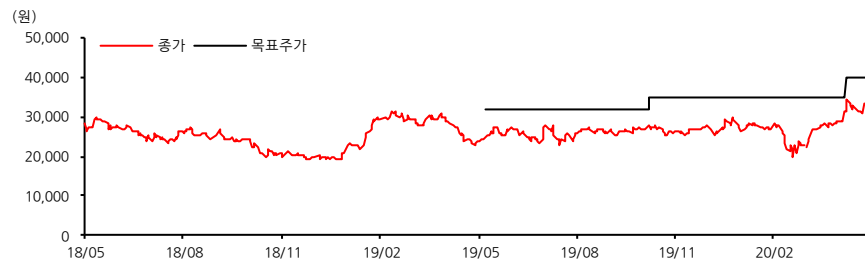
(공표일: 2020년 5월 26일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (손호주)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[ 콜마비엔에이치 주가 및 목표주가 추이 ]



[ 투자의견 변동 내역 ]

일 시	2019.06.05	2019.06.05	2019.07.30	2019.09.30	2019.11.06	2019.12.04
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	손호주	32,000	32,000	32,000	35,000	35,000
일 시	2020.02.11	2020.02.24	2020.02.28	2020.04.27	2020.05.07	2020.05.26
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	35,000	35,000	35,000	35,000	40,000	40,000

[ 목표주가 변동 내역별 괴리율 ]

\*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.06.05	Buy	32,000	-18.75	-12.50
2019.11.06	Buy	35,000	-24.27	-14.43
2020.05.07	Buy	40,000		

[ 종목 투자등급 ]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[ 산업 투자의견 ]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[ 당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중 ]

(기준일: 2020년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.4%	6.6%	0.0%	100.0%