

콜마비엔에이치 (200130.KQ)

해바라기 실적, 밸류에이션의 변곡점은?

Company Comment | 2017. 4. 4

고객사인 애터미 활발한 해외 진출로 동사의 2017년 이익은 전년 대비 16% 성장할 전망이다. 그러나 단일 고객에 치우친 실적 성장은 향후 동사의 가격 협상력을 약화시킬 우려가 있음. 고객사 다변화가 밸류에이션 리레이팅을 가능케 할 것

불안한 외출타가: '애터미'의 성장에 치우친 실적

동사의 1분기 매출액과 영업이익은 각각 706억원(+11% y-y)과 104억원(+11% y-y)로 컨센서스를 충족할 것. 이는 1) 애터미의 국내 성장 둔화를 해외 성장분이 상쇄하고 2) 홈쇼핑 매출(매출 비중 10%)이 증가세로 전환하며 실적에 기여한 것으로 추정되기 때문

언론에 따르면 동사의 최대 고객사인 '애터미'(국내 2위 MLM 업체, 2016년 동사 매출 비중 80% 상회)의 2016년 국내 매출은 12% y-y 증가해 전년 36% 대비 크게 둔화됨. 타 MLM 업체 실적도 이와 비슷한 흐름으로 추정. 반면 애터미의 해외 매출은 전년대비 30% 성장한 1,300억원을 기록하여 성장 우려에 대한 해갈이 되어줌

그러나 당사는 애터미 성공적인 해외 진출이 동사의 밸류에이션 확장으로 연결되기 어렵다 판단. 이는 1) 단일 고객사 비중을 높이는 방향이며 2) 고객사의 바잉파워가 높아져 단가 하락 압력에 노출되기 쉬운 환경이 조성되기 때문

최근 국내 건강기능식품 성장의 축이 기존 MLM^{주)} 채널에서 H&B스토어, 대형마트 등 비네트워크 채널로 이동하고 있는데 반해 동사는 이러한 채널 시프트 수혜를 누리지 못하고 있음. 국내 비네트워크 채널 비중 확대 필요

고객 다변화가 변곡점이 될 것

동사에 대한 Hold 의견을 유지하며 목표주가를 기존 22,000원에서 20,000원으로 하향함. 2017년 영업이익 추정치를 10% 상향했으나 적용 PER인 섹터 평균 PER이 기존 24배에서 18배로 하향되었기 때문. 단일 고객사 리스크가 큰 업체로 섹터 평균 대비 밸류에이션 할증은 어렵다 판단됨. 밸류에이션 리레이팅을 위해서는 현재 애터미에 편중되어 있는 고객사 다변화가 필요함

주) MLM: Multi Level Marketing의 약자. 다단계 판매를 의미하며 대표적 기업으로 암웨이 있음

Hold (유지)

목표주가	20,000원 (하향)			
현재가 (17/04/03)	18,200원			
업종	음식료			
KOSPI / KOSDAQ	2,167.51 / 628.52			
시가총액(보통주)	537.7십억원			
발행주식수(보통주)	29.5백만주			
52주 최고가('16/06/09)	39,300원			
최저가('16/12/07)	15,300원			
평균거래대금(60일)	0.9십억원			
배당수익률(2017E)	0.81%			
외국인지분율	1.5%			
주요주주				
한국콜마홀딩스 외 7인	68.2%			
한국원자력연구원	12.0%			
주가상승률	3개월	6개월	12개월	
절대수익률 (%)	5.5	-42.5	-46.2	
상대수익률 (%)p	6.9	-37.7	-40.8	
	2015	2016	2017E	2018F
매출액	236	256	285	311
증감률	35.6	8.5	11.3	9.1
영업이익	34	36	42	45
영업이익률	14.6	14.1	14.8	14.6
(지배지분)순이익	1	30	32	35
EPS	39	1,006	1,079	1,188
증감률	-94.6	2,479.5	7.3	10.1
PER	992.8	18.4	16.9	15.3
PBR	11.4	4.3	3.5	2.9
EV/EBITDA	30.0	13.0	10.8	9.4
ROE	1.4	26.2	22.6	20.7
부채비율	25.9	23.3	27.7	24.9
순차입금	-47	-52	-36	-59

단위: 십억원, %, 원, 배

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치본부 전망



Analyst 이효진

02)768-7684, hyojin.lee@nhqv.com

Analyst 한국희

02)768-7480, cookie@nhqv.com

콜마비엔에이치 1분기 실적 Preview

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E					2Q17F
					수정후	y-y	q-q	수정전	Consen	
매출액	63.5	67.8	59.2	65.5	70.6	11.2	7.8	65.2	68.4	74.3
영업이익	9.4	10.3	7.9	8.6	10.4	10.7	22.0	10.6	9.8	11.7
영업이익률	14.9	15.1	13.4	13.1	14.8			16.3	14.3	15.7
세전이익	10.3	11.0	8.4	8.9	9.9	-3.3	11.8	10.8	10.0	12.3
(지배)순이익	8.0	8.3	8.3	5.1	7.4	-6.6	45.2	8.1	7.2	9.3

주: IFRS 연결기준; 자료: DataGuide, NH투자증권 리서치본부 전망

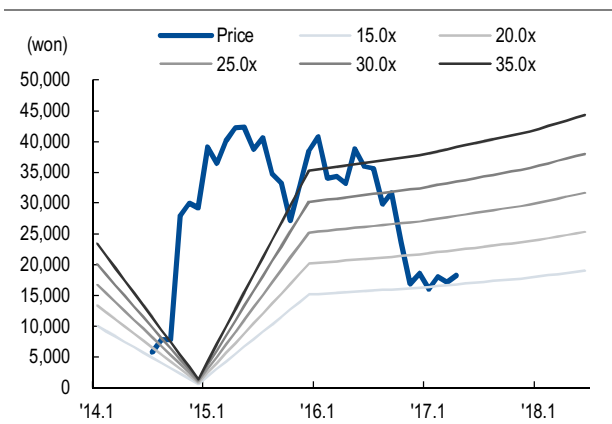
콜마비엔에이치 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2016	2017E	2018F	2019F
매출액	- 수정 후	256	285	311	340
	- 수정 전		267	286	305
	- 변동률		6.7	8.7	11.5
영업이익	- 수정 후	36	42	45	51
	- 수정 전		39	43	47
	- 변동률		7.7	4.7	8.5
영업이익률(수정 후)		14.1	14.7	14.5	15.0
EBITDA		38	47	51	58
(지배지분)순이익		30	32	35	40
EPS	- 수정 후	1,006	1,079	1,188	1,343
	- 수정 전		918	1,051	1,153
	- 변동률		17.5	13.0	16.5
PER		18.4	16.9	15.3	13.5
PBR		4.3	3.5	2.9	2.5
EV/EBITDA		13.0	10.8	9.4	8.0
ROE		26.2	22.6	20.7	19.7

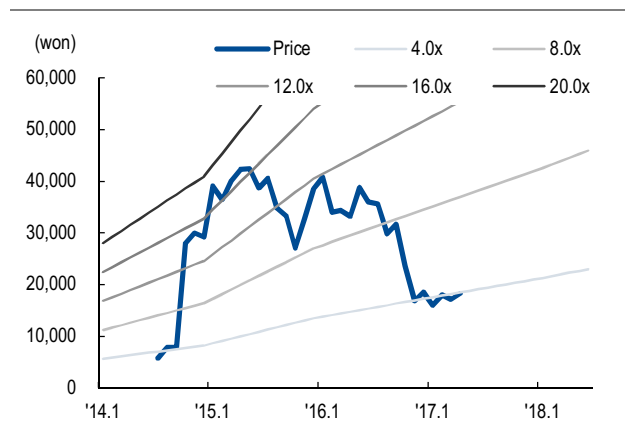
주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

콜마비엔에이치 Forward PER Band



자료: DataGuide Pro

콜마비엔에이치 Trailing PBR Band



자료: DataGuide Pro

콜마비엔에이치의 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	2015	2016	2017E	2018F	2019F
매출액	236.2	256.0	285.0	311.4	339.7
y-y	35.8	8.4	11.3	9.3	9.1
국내	236.2	256.7	285.0	303.4	315.7
(1) 애틀라미	205.3	232.1	255.7	271.9	282.8
y-y	31.9	13.0	10.2	6.4	4.0
애틀라미 비중	86.9	90.7	89.7	87.3	83.2
건강기능식품	93.6	115.7	134.0	143.7	151.8
y-y	40.0	23.7	15.8	7.2	5.6
화장품	111.0	116.3	121.7	128.2	131.0
y-y	24.9	4.8	4.6	5.4	2.1
(2) 애틀라미 外	30.2	24.6	29.3	31.4	32.9
y-y	0.0	-18.4	19.0	7.3	4.7
애틀라미 外 비중	12.8	9.6	10.3	10.1	9.7
중국				8.0	24.0
y-y					200.0
영업이익	34.4	36.2	42.2	45.4	51.2
영업이익률	14.6	14.1	14.8	14.6	15.1
y-y	51.1	5.1	16.4	7.6	12.9

자료: 콜마비엔에이치, NH투자증권 리서치본부 전망

애틀라미 해외 진출 일정

시기	내용
2010년	5월 미국 진출
2011년	6월 일본, 9월 캐나다 진출
2014년	1월 대만 진출
2015년	3월 싱가포르 진출
2016년	1월 캄보디아, 6월 필리핀 진출
2017년 (E)	태국, 베트남, 멕시코 진출 예정

주: 상기 진출 시기는 법인 진출 시기 기준; 자료: 언론보도를 토대로 NH 투자증권 리서치본부 작성

콜마비엔에이치의 분기별 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17E	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017E	2018F
매출	63.5	67.8	59.2	65.5	70.6	74.3	68.2	71.9	256.0	285.0	311.4
y-y	15.8	5.8	-2.7	16.1	11.2	9.5	15.2	9.7	8.4	11.3	9.3
국내	63.5	67.8	59.2	66.5	70.6	74.3	68.2	71.9	256.7	285.0	303.4
(1) 애틀라미	57.5	61.7	53.5	59.4	63.5	67.1	61.6	63.4	232.1	255.7	271.9
y-y	23.3	13.9	0.8	17.0	10.5	8.7	15.3	6.7	13.0	10.2	6.4
애틀라미 비중	90.5	91.0	90.3	90.8	89.9	90.4	90.4	88.3	90.7	89.7	87.3
건강기능식품	27.1	30.1	28.3	30.2	32.5	36.2	33.9	31.4	115.7	134.0	143.7
y-y	51.3	26.6	19.4	7.3	20.0	20.0	20.0	3.9	23.7	15.8	7.2
화장품	30.4	31.6	25.2	29.2	31.0	30.9	27.7	32.0	116.3	121.7	128.2
y-y	5.9	4.0	-14.1	29.1	2.0	-2.0	10.0	9.6	4.8	4.6	5.4
(2) 애틀라미 外	6.0	6.0	5.7	7.0	7.2	7.2	6.5	8.4	24.6	29.3	31.4
y-y	-26.3	-39.7	-26.0	56.2	20.0	20.0	15.0	20.4	-18.4	19.0	7.3
애틀라미 外 비중	9.4	8.8	9.6	10.7	10.1	9.6	9.6	11.7	9.6	10.3	10.1
영업이익	9.4	10.3	8.0	8.5	10.4	11.7	9.6	10.5	36.2	42.2	45.4
영업이익률	14.9	15.1	13.4	13.0	14.8	15.7	14.0	14.5	14.1	14.8	14.6
y-y	22.7	13.6	-20.6	11.0	10.7	13.8	20.4	22.4	5.1	16.4	7.6

자료: 콜마비엔에이치, NH투자증권 리서치본부 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME				
(십억원)	2015/12A	2016/12A	2017/12E	2018/12F
매출액	236	256	285	311
증감률 (%)	35.6	8.5	11.3	9.1
매출원가	194	211	233	254
매출총이익	42	45	52	57
Gross 마진 (%)	17.8	17.6	18.2	18.3
판매비와 일반관리비	8	9	10	12
영업이익	34	36	42	45
증감률 (%)	47.8	5.9	16.7	7.1
OP 마진 (%)	14.4	14.1	14.7	14.5
EBITDA	36	38	47	51
영업외손익	-23	3	-1	0
금융수익(비용)	1	1	0	0
기타영업외손익	-25	0	-1	0
중속, 관계기업관련손익	1	2	0	0
세전계속사업이익	11	39	41	46
법인세비용	10	9	10	10
계속사업이익	1	30	32	35
당기순이익	1	30	32	35
증감률 (%)	-95.2	2,900.0	6.7	9.4
Net 마진 (%)	0.4	11.7	11.2	11.3
지배주주지분 순이익	1	30	32	35
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0
기타포괄이익	0	0	0	0
총포괄이익	1	29	32	35

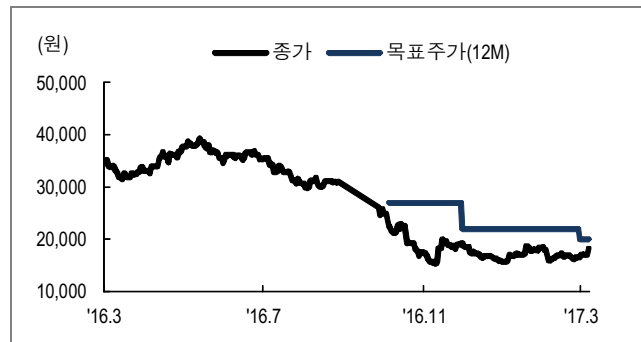
Valuation / Profitability / Stability				
	2015/12A	2016/12A	2017/12E	2018/12F
PER(X)	992.8	18.4	16.9	15.3
PBR(X)	11.4	4.3	3.5	2.9
PCR(X)	30.2	13.9	11.8	10.6
PSR(X)	4.8	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA(X)	30.0	13.0	10.8	9.4
EV/EBIT(X)	31.6	13.7	11.9	10.6
EPS(W)	39	1,006	1,079	1,188
BPS(W)	3,370	4,302	5,231	6,248
SPS(W)	8,094	8,666	9,646	10,539
자기자본이익률(ROE, %)	1.4	26.2	22.6	20.7
총자산이익률(ROA, %)	1.1	20.8	17.8	16.3
투자자본이익률 (ROIC, %)	8.5	53.3	41.3	34.0
배당수익률(%)	0.2	0.7	0.8	0.9
배당성향(%)	163.4	12.9	13.9	14.3
총현금배당금(십억원)	2	4	4	5
보통주 주당배당금(W)	125	130	150	170
순부채(현금)/자기자본(%)	-46.5	-40.3	-23.1	-31.7
총부채/ 자기자본(%)	25.9	23.3	27.7	24.9
이자발생부채	1	7	18	18
유동비율(%)	298.3	328.0	291.6	345.3
총발행주식수(mn)	30	30	30	30
액면가(W)	500	500	500	500
주가(W)	38,448	18,550	18,200	18,200
시가총액(십억원)	1,135	548	538	538

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION				
(십억원)	2015/12A	2016/12A	2017/12E	2018/12F
현금및현금성자산	12	17	7	27
매출채권	8	15	17	18
유동자산	76	94	93	121
유형자산	39	49	89	94
투자자산	8	11	13	14
비유동자산	51	64	106	112
자산총계	127	159	200	233
단기성부채	1	7	8	8
매입채무	15	13	15	16
유동부채	25	29	32	35
장기성부채	0	0	10	10
장기충당부채	0	1	1	1
비유동부채	1	1	11	11
부채총계	26	30	43	46
자본금	7	15	15	15
자본잉여금	38	31	31	31
이익잉여금	54	82	109	139
비지배주주지분	1	2	2	2
자본총계	101	129	156	186

CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2015/12A	2016/12A	2017/12E	2018/12F
영업활동 현금흐름	17	21	34	39
당기순이익	1	30	32	35
+ 유/무형자산상각비	2	2	4	5
+ 중속, 관계기업관련손익	-1	-2	0	0
+ 외화환산손실(이익)	0	0	0	0
Gross Cash Flow	37	39	45	51
- 운전자본의증가(감소)	-13	-11	-2	-2
투자활동 현금흐름	-4	-21	-51	-16
+ 유형자산 감소	0	0	0	0
- 유형자산 증가(CAPEX)	-6	-12	-45	-10
+ 투자자산의매각(취득)	-2	-2	-1	-1
Free Cash Flow	12	9	-11	29
Net Cash Flow	13	0	-17	23
재무활동 현금흐름	-4	5	7	-4
자기자본 증가	40	0	0	0
부채증감	-44	5	7	-4
현금의증가	9	5	-10	19
기말현금 및 현금성자산	12	17	7	27
기말 순부채(순현금)	-47	-52	-36	-59

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
콜마비엔에이치	200130.KQ	2017.04.04	Hold	20,000원(12개월)
		2016.12.28	Hold	22,000원(12개월)
		2016.11.01	Hold	27,000원(12개월)



종목 투자등급(Stock Ratings) 및 투자등급 분포 고지

- 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라
 - Buy : 15% 초과
 - Hold : -15% ~ 15%
 - Sell : -15% 미만

- 당사의 한국 내 상장기업에 대한 투자의견 분포는 다음과 같습니다. (2017년 3월 31일기준)

- 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
75.0%	25.0%	0.0%

- 당사의 개별 기업에 대한 투자의견은 변경되는 주기가 정해져 있지 않습니다. 당사는 투자의견 비율을 주간 단위로 집계하여 기재하고 있으니 참조하시기 바랍니다.

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 '콜마비엔에이치'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 금융투자분석사가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 최선을 다해 분석한 결과이나 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 투자자의 투자판단을 위해 작성된 것이며 어떠한 경우에도 주식 등 금융투자상품 투자의 결과에 대한 법적 책임소재를 판단하기 위한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 지적 재산권은 당사에 귀속되며 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다. 동사에 대한 조사분석자료의 작성 및 공표가 중단되는 경우, 당사 홈페이지(www.nhqv.com)에서 이를 조회하실 수 있습니다.