

콜마비앤에이치 (200130.KQ)

해바라기 실적, 밸류에이션의 변곡점은?

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

불안한 외줄타기: '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 非네트워크 채널로 이동하고 있는데 반해 동사는 이러한 채널 시프트 수혜를 누리지 못하고 있음. 국내 非네트워크 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 암웨이가 있음

Company Comment | 2017. 4. 4

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 7 인	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

콜마비앤에이치 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

콜마비앤에이치 실적 전망 (IFRS 연결)

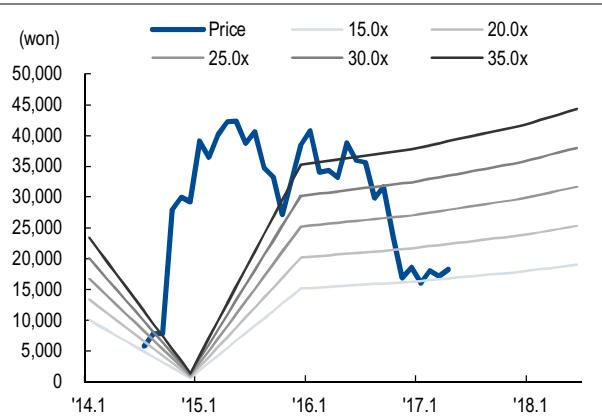
(단위: 십억원, 원, 배, %)

	2016	2017E	2018F	2019F
매출액	- 수정 후	256	285	311
	- 수정 전	267	286	305
	- 변동률	6.7	8.7	11.5
영업이익	- 수정 후	36	42	45
	- 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
	- 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

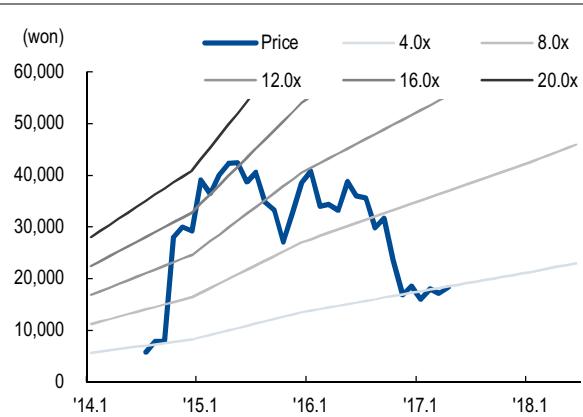
자료: NH투자증권 리서치본부 전망

콜마비앤에이치 Forward PER Band



자료: DataGuide Pro

콜마비앤에이치 Trailing PBR Band



자료: DataGuide Pro

콜마비앤에이치의 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) 애터미	205.3	232.1	255.7	271.9	282.8
y-y	31.9	13.0	10.2	6.4	4.0
애터미 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) 애터미 外	30.2	24.6	29.3	31.4	32.9
y-y	0.0	-18.4	19.0	7.3	4.7
애터미 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: 콜마비앤에이치, NH투자증권 리서치본부 전망

애터미 해외 진출 일정

시기	내용
2010년	5월 미국 진출
2011년	6월 일본, 9월 캐나다 진출
2014년	1월 대만 진출
2015년	3월 싱가폴 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

콜마비앤에이치의 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) 애터미	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
애터미 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) 애터미 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
애터미 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

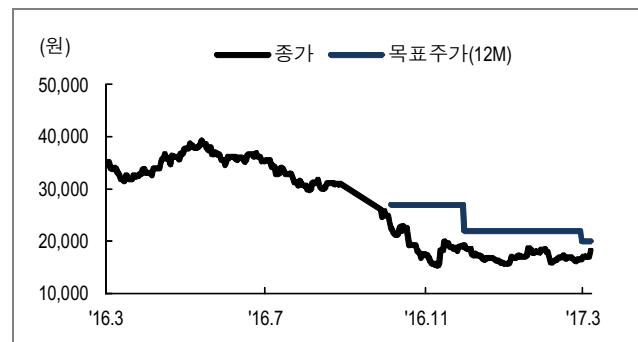
자료: 콜마비앤에이치, NH투자증권 리서치본부 전망

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME					Valuation / Profitability / Stability				
(십억원)	2015/12A	2016/12A	2017/12E	2018/12F		2015/12A	2016/12A	2017/12E	2018/12F
매출액	236	256	285	311	PER(X)	992.8	18.4	16.9	15.3
증감률 (%)	35.6	8.5	11.3	9.1	PBR(X)	11.4	4.3	3.5	2.9
매출원가	194	211	233	254	PCR(X)	30.2	13.9	11.8	10.6
매출총이익	42	45	52	57	PSR(X)	4.8	2.1	1.9	1.7
Gross 마진 (%)	17.8	17.6	18.2	18.3	EV/EBITDA(X)	30.0	13.0	10.8	9.4
판매비와 일반관리비	8	9	10	12	EV/EBIT(X)	31.6	13.7	11.9	10.6
영업이익	34	36	42	45	EPS(W)	39	1,006	1,079	1,188
증감률 (%)	47.8	5.9	16.7	7.1	BPS(W)	3,370	4,302	5,231	6,248
OP 마진 (%)	14.4	14.1	14.7	14.5	SPS(W)	8,094	8,666	9,646	10,539
EBITDA	36	38	47	51	자기자본이익률(ROE, %)	1.4	26.2	22.6	20.7
영업외손익	-23	3	-1	0	총자산이익률(ROA, %)	1.1	20.8	17.8	16.3
금융수익(비용)	1	1	0	0	투하자본이익률 (ROIC, %)	8.5	53.3	41.3	34.0
기타영업외손익	-25	0	-1	0	배당수익률(%)	0.2	0.7	0.8	0.9
종속, 관계기업관련손익	1	2	0	0	배당성향(%)	163.4	12.9	13.9	14.3
세전계속사업이익	11	39	41	46	총현금배당금(십억원)	2	4	4	5
법인세비용	10	9	10	10	보통주 주당배당금(W)	125	130	150	170
계속사업이익	1	30	32	35	순부채(현금)/자기자본(%)	-46.5	-40.3	-23.1	-31.7
당기순이익	1	30	32	35	총부채/ 자기자본(%)	25.9	23.3	27.7	24.9
증감률 (%)	-95.2	2,900.0	6.7	9.4	이자발생부채	1	7	18	18
Net 마진 (%)	0.4	11.7	11.2	11.3	유동비율(%)	298.3	328.0	291.6	345.3
지배주주지분 순이익	1	30	32	35	총발행주식수(mn)	30	30	30	30
비지배주주지분 순이익	0	0	0	0	액면가(W)	500	500	500	500
기타포괄이익	0	0	0	0	주가(W)	38,448	18,550	18,200	18,200
총포괄이익	1	29	32	35	시가총액(십억원)	1,135	548	538	538

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION					CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2015/12A	2016/12A	2017/12E	2018/12F	(십억원)	2015/12A	2016/12A	2017/12E	2018/12F
현금및현금성자산	12	17	7	27	영업활동 현금흐름	17	21	34	39
매출채권	8	15	17	18	당기순이익	1	30	32	35
유동자산	76	94	93	121	+ 유/무형자산상각비	2	2	4	5
유형자산	39	49	89	94	+ 종속, 관계기업관련손익	-1	-2	0	0
투자자산	8	11	13	14	+ 외화환산손실(이익)	0	0	0	0
비유동자산	51	64	106	112	Gross Cash Flow	37	39	45	51
자산총계	127	159	200	233	- 운전자본의증가(감소)	-13	-11	-2	-2
단기성부채	1	7	8	8	투자활동 현금흐름	-4	-21	-51	-16
매입채무	15	13	15	16	+ 유형자산 감소	0	0	0	0
유동부채	25	29	32	35	- 유형자산 증가(CAPEX)	-6	-12	-45	-10
장기성부채	0	0	10	10	+ 투자자산의매각(취득)	-2	-2	-1	-1
장기충당부채	0	1	1	1	Free Cash Flow	12	9	-11	29
비유동부채	1	1	11	11	Net Cash Flow	13	0	-17	23
부채총계	26	30	43	46	재무활동현금흐름	-4	5	7	-4
자본금	7	15	15	15	자기자본 증가	40	0	0	0
자본잉여금	38	31	31	31	부채증감	-44	5	7	-4
이익잉여금	54	82	109	139	현금의증가	9	5	-10	19
비지배주주지분	1	2	2	2	기말현금 및 현금성자산	12	17	7	27
자본총계	101	129	156	186	기말 순부채(순현금)	-47	-52	-36	-59

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
클마비앤에이치	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

1. 투자등급(Ratings): 목표주가 제시일 현재가 기준으로 향후 12개월간 종목의 목표수익률에 따라

- Buy : 15% 초과
- Hold : -15% ~ 15%
- Sell : -15% 미만

2. 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 '클마비앤에이치'의 발행주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 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 간접없이 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 저작 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.