

# 콜마비앤에이치 (200130.KQ)

## 이익 성장률 단 자릿수로 둔화

고객사인 애터미 성장이 둔화되면서 동사 이익 성장은 올해 5%에 그칠 것. 국내 건강기능식품 시장이 저가 채널로 재편되는 데 반해 동사의 매출은 상대적 고가 채널에 편중되어 있어 고객사 다변화가 필요한 상황. Hold 유지

### 2016년 영업이익 5% 성장에 그칠 것

동사의 2016년 매출액과 영업이익은 각각 2,530억원(+7% y-y)과 362억원(+5% y-y)으로 전망. 이는 1) 애터미 성장세가 둔화되면서 애터미 向 매출 성장률이 13%(vs. 2015년 31%)로 낮아지고 2) 애터미 외 채널 매출은 메르스 역기저 효과로 28% 감소할 것으로 전망되기 때문. 이에 따라 올해 애터미 매출 비중은 90%를 상회하게 될 것

4분기 매출액과 영업이익은 각각 625억원(+11% y-y)과 85억원(+11% y-y)로 낮아진 컨센서스를 충족할 것. 최근 국내 건강기능식품 시장은 MLM<sup>※</sup> 채널 성장률이 크게 둔화된 데 반해 식품, 제약업체 및 대형마트 등 상대적 저가 채널은 초과 성장 중. 반면 동사의 고객사 포트폴리오는 MLM 업체인 애터미에 편중되어 국내 신규 업체 유입에 따른 저가 채널로의 채널 시프트 수혜를 누리지 못하는 상황

### 기대와 우려 사이

동사는 최근 푸디팜의 M&A(2016년말 순현금 460억원 전망), 쥐엔지엔과의 JV를 통한 중국 공장 설립, 중국/캐나다 자체공장 설립 등 다양한 가능성을 표명함. 그러나 푸디팜 가동률이 현재 50%에 불과해 생산시설 추가 확보에 앞서 영업력을 강화를 통한 매출처 다변화가 선행되어야 한다 판단

또한 내년 애터미의 중국 진출 가능성 높아지면서 실적 기대감 커지고 있음. 당사는 애터미 중국 진출 성공이 동사의 벨류에이션 확장으로 연결되기 어렵다 판단. 이는 1) 단일 고객사 비중을 높이는 방향이며 2) 고객사의 바잉파워가 높아져 단가 하락 압력에 노출되기 쉬운 환경이 조성되기 때문

동사에 대한 Hold 의견을 유지하며 목표주가를 기준 27,000원에서 22,000원으로 하향함. 2017년 EPS를 6% 하향하고 단일 고객사 리스크 상승을 반영하여 적용 배수를 기준 28배에서 24배로 조정한 데 따른. 현재 동사의 주가는 2017년 기준 PER 21배로 기대와 우려가 반영된 벨류에이션이라 판단. Peer 대비 디스카운트 해소를 위해서는 현재 애터미에 편중되어 있는 매출처의 다변화가 필요

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

Company Comment | 2016. 12. 28

### Hold (유지)

목표주가	22,000원 (하향)		
현재가 ('16/12/27)	19,250원		
업종	음식료		
KOSPI / KOSDAQ	2042.17 / 618.38		
시가총액(보통주)	568.7십억원		
발행주식수(보통주)	29.5백만주		
52주 최고가 ('16/01/15)	42,800원		
최저가 ('16/12/07)	15,300원		
평균거래대금(60일)	1,275백만원		
배당수익률(2016E)	0.78%		
외국인지분율	1.1%		
주요주주			
한국풀마홀딩스 외 7인	69.0%		
한국원자력연구원	12.0%		
주가상승률	3개월 6개월 12개월		
절대수익률 (%)	-38.0 -44.4 -45.3		
상대수익률 (%p)	-31.0 -41.7 -41.9		
2015	2016E	2017F	2018F
매출액	236	253	267
증감률	35.8	7.1	5.6
영업이익	34	36	39
영업이익률	14.6	14.3	14.4
(지배지분)순이익	1	26	27
EPS	39	886	918
증감률	-94.7	2187.2	3.7
PER	992.8	21.7	21.0
PBR	11.4	4.7	4.0
EV/EBITDA	30.0	13.6	12.4
ROE	1.4	23.8	20.7
부채비율	25.9	29.0	25.9
순차입금	-47	-46	-50

단위: 십억원, %, 원, 배

주) EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망



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

Analyst 한국희  
02)768-7480, cookie@nhqv.com

## 콜마비앤에이치 실적 전망 (IFRS 연결)

(단위: 십억원, 원, 배, %)

		2015	2016E	2017F	2018F
매출액	- 수정 후	236.2	253.0	267.2	286.3
	- 수정 전	-	263.1	284.3	308.1
	- 변동률	-	-3.8	-6.0	-7.1
영업이익	- 수정 후	34.4	36.2	38.6	43.0
	- 수정 전	-	39.3	43.0	47.6
	- 변동률	-	-7.9	-10.3	-9.8
영업이익률(수정 후)		14.6	14.3	14.4	15.0
EBITDA		36.3	38.6	42.0	47.5
(지배지분)순이익		1.1	26.2	27.1	31.1
EPS	- 수정 후	39	886	918	1,051
	- 수정 전	-	917	980	1,118
	- 변동률	-	-3.4	-6.3	-5.9
PER		992.8	21.7	21.0	18.3
PBR		11.4	4.7	4.0	3.4
EV/EBITDA		30.0	13.6	12.4	10.8
ROE		1.4	23.8	20.7	20.1

주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준

자료: NH투자증권 리서치센터 전망

## 콜마비앤에이치의 실적 전망

(단위: 십억원, %)

	2014	2015	2016E	2017F	2018F
매출액	173.9	236.2	253.0	267.2	286.3
y-y	85.3	35.8	7.1	5.6	7.2
국내	173.9	236.2	253.0	267.2	278.3
(1) 애터미	155.7	204.6	230.7	244.0	254.1
y-y	30.1	31.4	12.7	5.8	4.2
애터미 비중	89.5	86.6	91.2	91.3	88.8
건강기능식품	66.8	93.6	117.5	128.5	136.8
y-y	40.0	25.5	9.3	6.5	
화장품	88.9	111.0	113.2	115.5	117.4
y-y	24.9	2.0	2.0	1.6	
(2) 애터미 外	14.0	31.2	22.3	23.2	24.2
y-y		123.2	-28.4	4.0	4.3
애터미 外 비중	8.0	13.2	8.8	8.7	8.4
중국					8.0
y-y					
영업이익	22.8	34.4	36.2	38.6	43.0
영업이익률	13.1	14.6	14.3	14.4	15.0
y-y	75.1	51.1	5.1	6.6	11.5

자료: 콜마비앤에이치, NH투자증권 리서치센터 전망

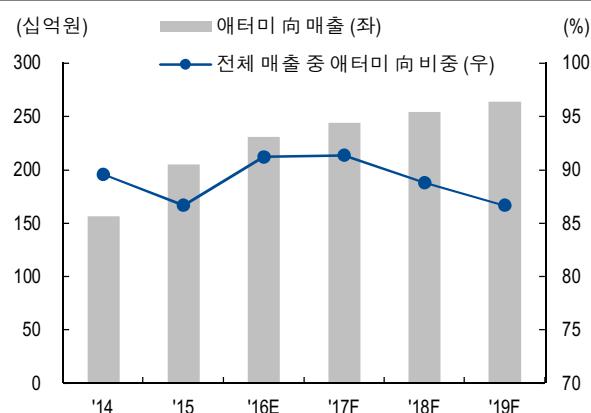
## 콜마비앤에이치의 분기별 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	2015	2016E	2017F
<b>매출</b>	<b>54.8</b>	<b>64.1</b>	<b>60.8</b>	<b>56.4</b>	<b>63.5</b>	<b>67.8</b>	<b>59.2</b>	<b>62.5</b>	<b>236.2</b>	<b>253.0</b>	<b>267.2</b>
y-y					15.8	5.8	-2.7	10.7	35.8	7.1	5.6
<b>국내</b>	<b>54.8</b>	<b>64.1</b>	<b>60.8</b>	<b>56.4</b>	<b>63.5</b>	<b>67.8</b>	<b>59.2</b>	<b>62.5</b>	<b>236.2</b>	<b>253.0</b>	<b>267.2</b>
(1) 애터미	46.6	54.2	53.0	50.8	57.5	61.7	53.5	58.0	204.6	230.7	244.0
y-y					23.3	13.9	0.8	14.2	31.4	12.7	5.8
애터미 비중	85.0	84.5	87.1	90.1	90.5	91.0	90.3	92.9	86.6	91.2	91.3
건강기능식품	17.9	23.8	23.7	28.2	27.1	30.1	28.3	32.0	93.6	117.5	128.5
y-y					51.3	26.6	19.4	13.5	40.0	25.5	9.3
화장품	28.7	30.4	29.3	22.6	30.4	31.6	25.2	26.1	111.0	113.2	115.5
y-y					5.9	4.0	-14.1	15.2	24.9	2.0	2.0
(2) 애터미 外	8.1	9.9	3.8	9.4	6.1	6.1	5.7	4.4	31.2	22.3	23.2
y-y					-25.2	-38.5	51.0	-52.9	123.2	-28.4	4.0
애터미 外 비중	14.8	15.4	6.3	16.6	9.5	9.0	9.7	7.1	13.2	8.8	8.7
<b>영업이익</b>	<b>7.7</b>	<b>9.0</b>	<b>10.0</b>	<b>7.7</b>	<b>9.4</b>	<b>10.3</b>	<b>7.9</b>	<b>8.5</b>	<b>34.4</b>	<b>36.2</b>	<b>38.6</b>
영업이익률	14.0	14.1	16.5	13.6	14.9	15.1	13.4	13.6	14.6	14.3	14.4
y-y					22.7	13.6	-20.6	10.7	51.1	5.1	6.6

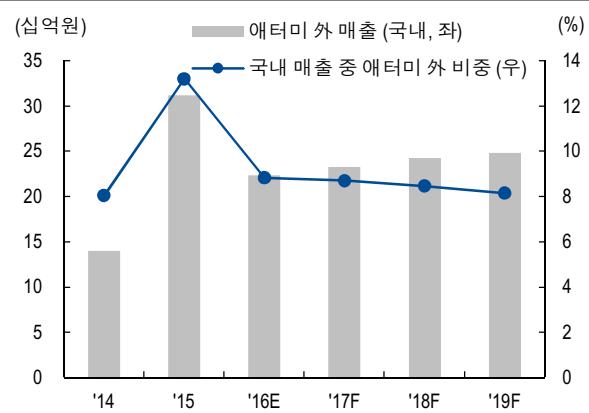
자료: 콜마비앤에이치, NH투자증권 리서치센터 전망

## 애터미 向 매출 비중



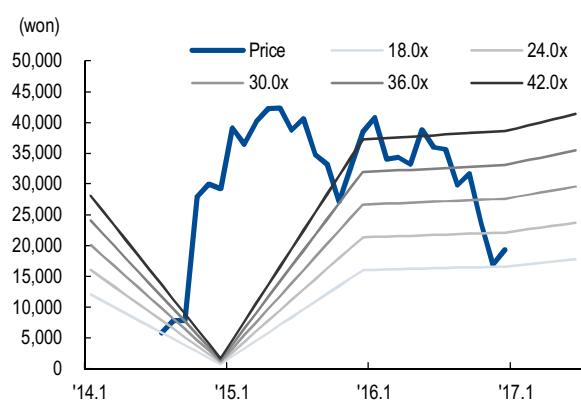
자료: NH투자증권 리서치센터 전망

## 애터미 外 매출 추이



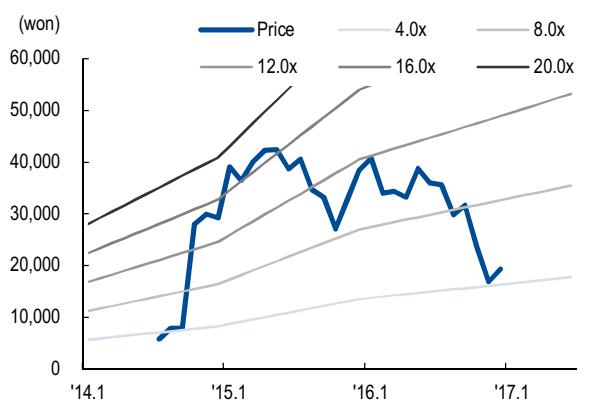
자료: NH투자증권 리서치센터 전망

## 콜마비앤에이치 Forward PER Band



자료: DataGuide Pro

## 콜마비앤에이치 Trailing PBR Band



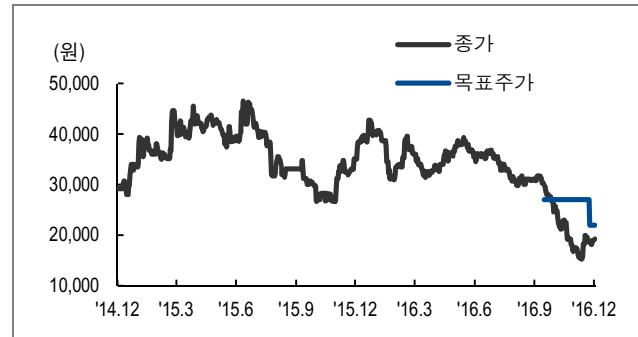
자료: DataGuide Pro

STATEMENT OF COMPREHENSIVE INCOME					Valuation / Profitability / Stability				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F		2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
<b>매출액</b>	236	253	267	286	PER(배)	992.8	21.7	21.0	18.3
증감률 (%)	35.8	7.1	5.6	7.2	PBR(배)	11.4	4.7	4.0	3.4
<b>매출원가</b>	194	208	219	234	PCR(배)	30.2	14.9	14.0	12.1
<b>매출총이익</b>	42	45	48	53	PSR(배)	4.8	2.2	2.1	2.0
Gross 마진 (%)	18.0	17.7	17.9	18.4	EV/EBITDA(배)	30.0	13.6	12.4	10.8
판매비와 일반관리비	8	9	9	10	EV/EBIT(배)	31.6	14.5	13.5	11.9
<b>영업이익</b>	34	36.2	39	43	EPS(원)	39	886	918	1,051
증감률 (%)	51.1	5.1	6.6	11.5	BPS(원)	3,370	4,072	4,786	5,658
OP 마진 (%)	14.6	14.3	14.4	15.0	SPS(원)	8,094	8,563	9,043	9,692
<b>EBITDA</b>	36	39	42	47	자기자본이익률(ROE, %)	1.4	23.8	20.7	20.1
<b>영업외손익</b>	-23	0	-1	0	총자산이익률(ROA, %)	1.1	19.1	16.6	16.4
금융수익(비용)	1	0	0	0	투하자분이익률 (ROIC, %)	8.5	55.7	46.8	41.2
기타영업외손익	-25	0	-1	0	배당수익률(%)	0.3	0.8	0.9	0.9
증속, 관계기업관련손익	1	0	0	0	배당성향(%)	163.4	16.9	18.5	17.1
<b>세전계속사업이익</b>	11	37	38	43	총현금배당금(십억원)	2	4	5	5
<b>법인세비용</b>	10	9	10	11	보통주 주당배당금(원)	125	150	170	180
계속사업이익	1	27	28	32	순부채(현금)/자기자본(%)	-46.2	-37.7	-34.8	-34.9
<b>당기순이익</b>	1	27	28	32	총부채/ 자기자본(%)	25.9	29.0	25.9	23.4
증감률 (%)	-94.4	2,215.7	3.7	14.5	이자발생부채	1	5	5	6
Net 마진 (%)	0.5	10.8	10.6	11.3	유동비율(%)	298.3	247.6	252.0	266.9
지배주주지분 순이익	1	26	27	31	총발행주식수(백만주)	30	30	30	30
비지배주주지분 순이익	0	1	1	1	액면가(원)	500	500	500	500
기타포괄이익	0	-1	-1	0	주가(원)	38,448	19,250	19,250	19,250
<b>총포괄이익</b>	1	26	27	32	시가총액(십억원)	1,135	569	569	569

STATEMENT OF FINANCIAL POSITION					CASH FLOW STATEMENT				
(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F	(십억원)	2015/12A	2016/12E	2017/12F	2018/12F
현금및현금성자산	12	13	16	23	<b>영업활동 현금흐름</b>	17	26	31	36
매출채권	8	13	14	15	당기순이익	1	27	28	32
<b>유동자산</b>	76	87	93	106	+ 유/무형자산상각비	2	2	3	4
유형자산	39	47	64	79	+ 증속, 관계기업관련손익	-1	0	0	0
투자자산	8	21	22	24	+ 외화환산손실(이익)	0	0	0	0
<b>비유동자산</b>	51	72	90	107	Gross Cash Flow	37	38	41	47
<b>자산총계</b>	127	158	183	212	- 운전자본의증가(감소)	-13	-4	-1	-1
단기성부채	1	5	5	5	<b>투자활동 현금흐름</b>	-4	-27	-24	-24
매입채무	15	20	21	23	+ 유형자산 감소	0	0	0	0
<b>유동부채</b>	25	35	37	40	- 유형자산 증가(CAPEX)	-6	-10	-20	-20
장기성부채	0	0	0	0	+ 투자자산의매각(취득)	-2	-14	-2	-2
<b>장기충당부채</b>	0	0	0	0	Free Cash Flow	12	16	11	16
<b>비유동부채</b>	1	1	1	1	Net Cash Flow	13	-1	7	12
부채총계	26	36	38	40	<b>재무활동현금흐름</b>	-4	2	-4	-5
자본금	7	7	7	7	자기자본 증가	40	0	0	0
자본잉여금	38	38	38	38	부채증감	-43	2	-4	-5
이익잉여금	54	76	98	124	현금의증가	9	1	2	7
비지배주주지분	1	2	4	5	기말현금 및 현금성자산	12	13	16	23
<b>자본총계</b>	101	123	145	172	기말 순부채(순현금)	-47	-46	-50	-60

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목명	코드	제시일자	투자의견	목표가
클마비엔에이치	200130.KQ	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. (2016년 12월 23일기준)

- 투자의견 분포

Buy	Hold	Sell
78.4%	21.6%	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 '클마비엔에이치'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 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 고지 사항

본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 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](http://www.nhqv.com))에서 이를 조회하실 수 있습니다.