

Industry Indepth
2019. 1. 28

콜마비엔에이치 200130

흔들림 없는 건식(健食)의 강자

▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜
02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

- ✓ 개별인정형 원료 중 당귀혼합추출물을 활용한 '헤모힘'의 꾸준한 고성장
- ✓ 국내 다단계 시장 둔화에도 고객사 '애터미'는 독보적 성장
- ✓ 애터미 이외 종근당건강, 대상 등에도 Capa 확장과 함께 높은 성장이 기대됨
- ✓ 해외 수출 비중도 2019년 22%까지 확대되며 화장품 턴어라운드 전망
- ✓ 안정적 고성장에도 2019년 PER 11.8 배 수준으로 저평가

Not Rated

적정주가 (12개월) -원
현재주가 (1.25) 21,000 원
상승여력 -

KOSDAQ	711.38pt
시가총액	6,204억원
발행주식수	2,954만주
유통주식비율	28.35%
외국인비중	2.57%
52주 최고/최저가	36,300원/19,050원
평균거래대금	11.3억원

주요주주(%)			
한국콜마홀딩스 외 5인	59.60		
한국원자력연구원	12.04		
플레밍	6.08		
주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	10.2	-12.5	-42.1
상대주가	3.8	-7.9	-26.9

주가그래프



핵심제품 '헤모힘'의 흔들림없는 꾸준한 고성장

콜마비엔에이치 식품 부문은 개별인정형 원료 중 당귀혼합추출물을 활용한 '헤모힘'을 중심으로 프로바이오틱스, 오메가 3, 로테인 등 애터미에 판매되는 건강기능식품 라인업을 형성하고 있으며, 2018년 전년대비 +18.3%, 2019년 전년대비 +14%의 높은 성장세가 이어질 전망이다. 국내 소비 침체에 따른 다단계 시장 둔화에도 애터미는 독보적인 성장세를 이어가고 있다.

신규 고객사 확보와 함께 해외 수출 비중 꾸준히 확대

2012년 인수한 한국푸드팜은 애터미 이외 종근당건강, 대상 등에 영양제, 다이어트식품 등을 납품하는 OEM/ODM 업체이다. 2013년 98억원에 불과했던 한국푸드팜의 매출액이 2018년 410억원을 기록한 것으로 추산되며 Capa 확장 (2020년 2,000억원 목표)과 함께 높은 성장이 기대된다. 해외 13개국에 진출해 있는 애터미를 통해 해외 수출 비중도 2019년 22%까지 확대될 전망이다. 애터미는 2018년 하반기 호주, 인도네시아, 러시아에 추가 진출했으며 특히 수출을 통한 화장품 턴어라운드가 기대된다.

안정적 고성장에도 2019년 PER 11.8 배 수준으로 저평가

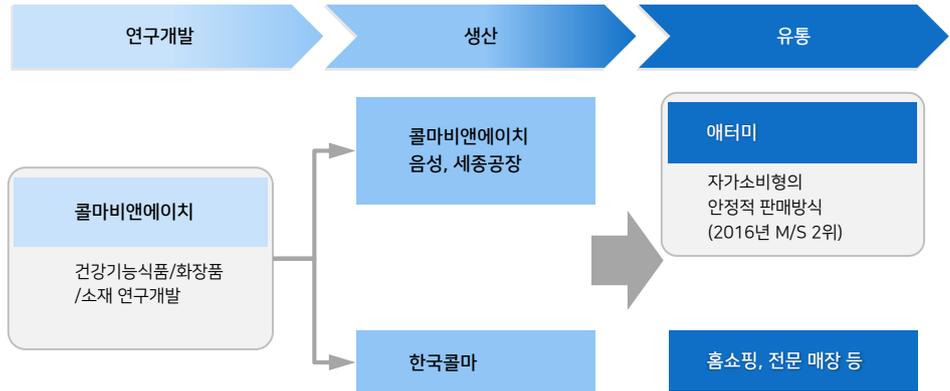
콜마비엔에이치는 건강기능식품인 '헤모힘'의 안정적 성장과 함께 관계사 한국콜마를 통한 우수한 품질과 합리적인 가격대의 화장품 판매 확대로 꾸준한 성장세를 이어갈 전망이다. 매출 성장과 수익성 개선이 꾸준히 지속되고 있음에도 불구하고 현 주가는 2019년 PER 11.8 배 수준으로 음식료 평균 PER 16.3 배, 화장품 평균 27 배 대비 크게 저평가되어 있다고 판단한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	419.8	48.8	45.8	1,549	59.5	5,713	21.0	5.7	17.2	30.9	52.4
2018E	489.6	55.6	42.2	1,429	-7.8	6,942	14.0	2.9	8.5	22.6	34.8
2019E	542.9	63.8	48.9	1,655	15.8	8,358	11.8	2.3	6.8	21.6	31.6
2020E	585.3	70.3	54.4	1,842	11.3	9,920	10.6	2.0	5.6	20.2	28.4
2021E	629.2	77.1	59.5	2,015	9.4	11,635	9.7	1.7	4.6	18.7	25.8

표14 콜마비엔에이치 연간 및 분기별 실적 추정											
(십억원)	2017	2018E	2019E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액 (연결)	419.8	489.6	542.8	125.7	120.7	116.9	126.3	139.8	131.9	131.1	140.1
증가율 (% YoY)	64.0	16.6	10.9	79.2	9.1	-3.6	7.2	11.2	9.3	12.1	10.9
근오농림	12.3	15.8	17.0	6.4	2.8	4.6	2.0	6.0	3.0	5.0	3.0
증가율 (% YoY)	1.2	0.3	0.1	1.3	0.5	0.7	-0.6	-0.1	0.1	0.1	0.5
에치엔지	127.5	172.1	170.0	44.6	43.2	42.3	42.0	43.0	43.0	42.0	42.0
기타자회사 (연결조정)	-19.0	-25.7	-16.0	-9.2	-5.2	-7.3	-4.0	-4.0	-4.0	-4.0	-4.0
매출액 (별도)	298.9	327.6	371.8	83.9	80.0	77.4	86.3	94.8	89.9	88.1	99.1
증가율 (% YoY)	16.8	9.6	13.5	19.7	11.9	-2.9	11.2	13.0	12.4	13.8	14.8
식품	166.1	196.4	224.0	49.9	49.5	48.0	49.0	56.0	56.2	55.1	56.7
증가율 (% YoY)	19.2	18.3	14.0	25.0	21.5	10.3	17.0	12.2	13.5	14.7	15.8
내수	145.8	168.9	185.8	43.3	43.2	41.5	40.9	47.6	47.5	45.7	45.0
증가율 (% YoY)	17.0	15.9	10.0	21.1	19.2	8.6	15.0	10.0	10.0	10.0	10.0
수출	20.3	27.2	38.1	6.2	6.4	6.5	8.1	8.4	8.6	9.4	11.7
증가율 (% YoY)	37.9	34.1	40.4	48.9	42.3	22.6	28.0	35.0	35.0	45.0	45.0
화장품	132.6	131.2	147.6	34.4	30.3	29.3	37.2	38.7	33.6	32.9	42.3
증가율 (% YoY)	14.0	-1.1	12.5	14.2	-1.0	-19.1	4.3	12.6	11.0	12.4	13.5
내수	102.0	98.6	103.6	25.2	24.7	22.1	26.6	26.5	25.9	23.2	28.0
증가율 (% YoY)	4.3	-3.3	5.0	2.6	4.6	-21.6	4.0	5.0	5.0	5.0	5.0
수출	30.7	32.6	44.0	9.1	5.7	7.2	10.6	12.3	7.7	9.7	14.3
증가율 (% YoY)	64.7	6.4	35.0	63.6	-18.5	-10.0	5.0	35.0	35.0	35.0	35.0
임대 및 기타	0.3	0.4	0.3	0.1							
증가율 (% YoY)	-4.2	14.8	-11.3	37.3	-14.9	38.2	0.0	-21.5	17.5	-27.7	0.0
매출비중 (별도기준)											
식품	55.6	60.0	60.2	59.5	61.9	62.0	56.8	59.1	62.5	62.5	57.3
내수	48.8	51.6	50.0	51.6	54.0	53.6	47.4	50.2	52.9	51.8	45.5
수출	6.8	8.3	10.3	7.4	8.0	8.4	9.3	8.8	9.6	10.7	11.8
화장품	44.4	40.1	39.7	41.0	37.9	37.9	43.1	40.9	37.4	37.4	42.7
내수	34.1	30.1	27.8	30.0	30.9	28.6	30.8	27.9	28.9	26.3	28.2
수출	10.3	10.0	11.8	10.8	7.1	9.3	12.3	13.0	8.6	11.0	14.5
임대 및 기타	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
매출원가	358.6	415.7	459.2	106.8	101.8	98.4	108.6	118.4	110.9	110.1	119.8
증가율 (% YoY)	69.8	15.9	10.5	85.9	6.7	-5.6	7.1	10.9	8.9	11.9	10.3
매출원가율 (%)	85.4	84.9	84.6	85.0	84.4	84.2	86.0	84.7	84.1	84.0	85.5
매출총이익	61.2	73.9	83.6	18.9	18.9	18.5	17.7	21.4	21.0	21.0	20.3
증가율 (% YoY)	36.5	20.8	13.1	49.3	24.2	8.8	8.1	13.1	11.2	13.4	14.9
매출총이익률 (%)	14.6	15.1	15.4	15.0	15.6	15.8	14.0	15.3	15.9	16.0	14.5
판매비	12.5	18.4	19.9	4.4	5.1	4.8	4.0	4.9	5.3	5.2	4.5
증가율 (% YoY)	44.3	47.6	8.3	101.8	59.9	32.8	17.2	10.9	3.0	9.3	10.9
판매비중 (%)	3.0	3.8	3.7	3.5	4.2	4.1	3.2	3.5	4.0	4.0	3.2
영업이익 (연결)	48.8	55.6	63.7	14.5	13.7	13.7	13.6	16.5	15.7	15.7	15.8
증가율 (% YoY)	34.7	14.0	14.7	38.3	14.7	2.3	5.6	13.8	14.2	14.9	16.0
영업이익률 (%)	11.6	11.4	11.7	11.5	11.4	11.7	10.8	11.8	11.9	12.0	11.3
영업이익 (별도)	43.1	51.0	58.8	12.8	13.2	12.2	12.8	14.7	14.8	14.0	15.3
증가율 (% YoY)	19.4	18.4	15.3	27.7	27.2	8.7	11.8	14.5	12.3	15.1	19.4
영업이익률 (%)	14.4	15.6	15.8	15.3	16.5	15.7	14.8	15.5	16.5	15.9	15.4

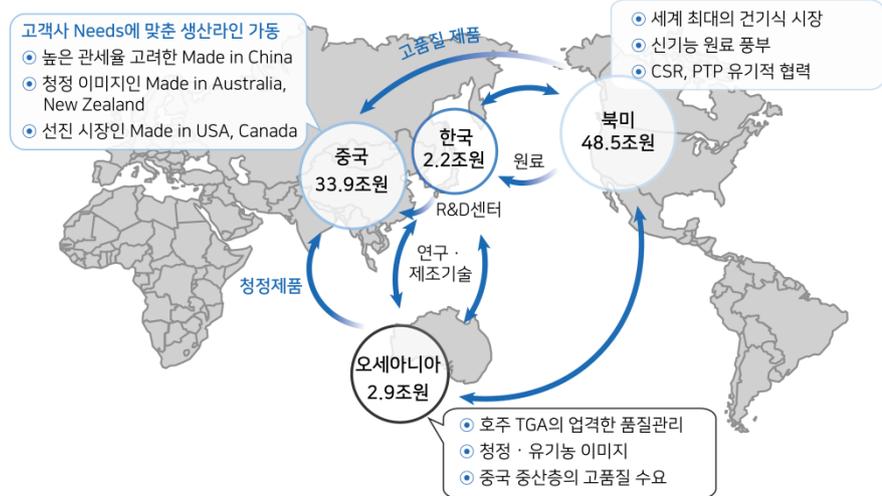
자료: 콜마비엔에이치, 메리츠증권증권 리서치센터

그림35 콜마비엔에이치 비즈니스 모델



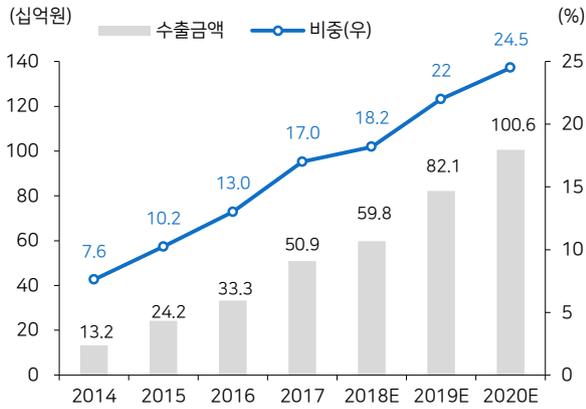
자료: 콜마비엔에이치, 메리츠증권 리서치센터

그림36 콜마비엔에이치 글로벌 네트워크 전략 (국가별 건강기능식품 시장 규모)



자료: 콜마비엔에이치, 메리츠증권 리서치센터

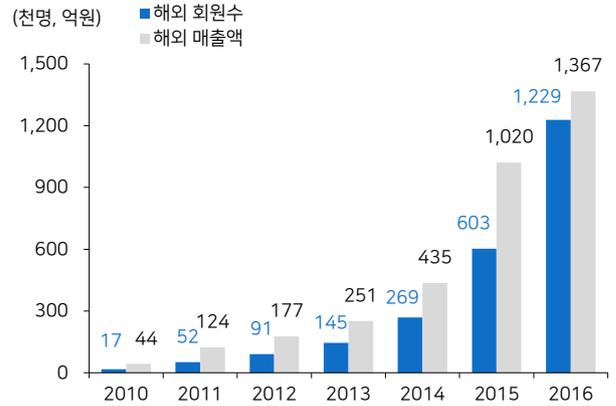
그림37 콜마비엔에이치 수출 금액 및 비중



주: 별도매출 기준

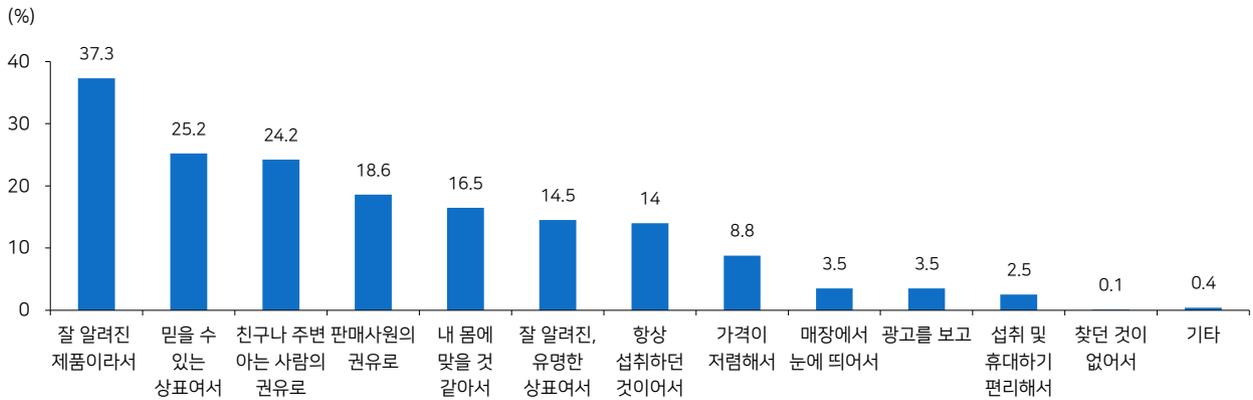
자료: 콜마비엔에이치, 메리츠증권증권 리서치센터

그림38 해외 애터미 연간 매출액 및 누적 회원 수



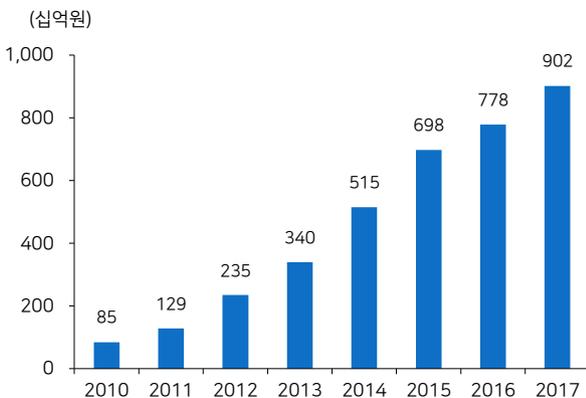
자료: 넥스트이코노미, 메리츠증권증권 리서치센터

그림39 건강기능식품 브랜드 선택 이유



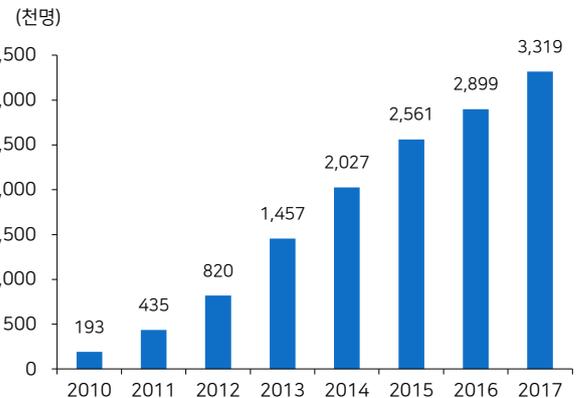
자료: 식품저널, 메리츠증권증권 리서치센터

그림40 애터미 연간 매출액 추이



자료: 공정거래위원회, 메리츠증권증권 리서치센터

그림41 애터미 연간 등록 판매원 수 추이



자료: 공정거래위원회, 메리츠증권증권 리서치센터

표15 2012년-2017년 매출액 상위 10개사 사업자 현황

순위	2012년	매출액 (백만원)	후원수당 (백만원)	등록판매원 수 (천명)	2013년	매출액 (백만원)	후원수당 (백만원)	등록판매원 수 (천명)
1	한국암웨이	1,024,585	337,401	1,101	한국암웨이	1,083,935	353,268	1,108
2	한국허벌라이프	574,412	199,946	290	한국허벌라이프	568,298	195,349	302
3	뉴스킨코리아	367,576	126,930	290	뉴스킨코리아	560,743	194,338	442
4	애틀미	234,965	81,752	820	애틀미	340,321	117,175	1,457
5	앤알커뮤니케이션	108,599	28,792	706	유니시티코리아	154,982	54,178	114
6	유니시티코리아	89,873	31,338	55	멜라루카인터내셔널코리아	120,130	36,523	88
7	하이리빙	78,874	23,012	138	메리케이코리아	98,085	31,011	39
8	엘트웰	52,520	14,871	17	앤알커뮤니케이션	73,709	22,087	653
9	멜라루카인터내셔널코리아	56,744	16,378	64	하이리빙	72,126	25,090	118
10	씨엔커뮤니케이션	48,254	6,215	4	매나테크코리아	51,115	17,235	64
순위	2014년	매출액 (백만원)	후원수당 (백만원)	등록판매원 수 (천명)	2015년	매출액 (백만원)	후원수당 (백만원)	등록판매원 수 (천명)
1	한국암웨이	1,121,477	351,961	1,085	한국암웨이	1,173,402	385,598	1,138
2	뉴스킨코리아	540,575	187,123	479	애틀미	697,576	239,319	2,561
3	한국허벌라이프	527,485	177,736	338	뉴스킨코리아	529,736	182,549	457
4	애틀미	514,950	176,788	2,027	한국허벌라이프	374,790	126,461	274
5	유니시티코리아	213,749	74,177	112	유니시티코리아	227,504	77,172	139
6	메리케이코리아	110,407	34,083	33	아이에프씨아이	203,115	48,508	268
7	멜라루카인터내셔널코리아	88,034	27,866	59	에이씨앤코리아	121,696	38,619	53
8	시크릿다이렉트코리아	73,413	25,025	68	아프로존	103,526	32,310	59
9	하이리빙	71,330	24,779	101	시크릿다이렉트코리아	101,465	34,559	63
10	루안코리아	70,733	23,887	36	네리움인터내셔널코리아	90,054	31,354	138
순위	2016년	매출액 (백만원)	후원수당 (백만원)	등록판매원 수 (천명)	2017년	매출액 (백만원)	후원수당 (백만원)	등록판매원 수 (천명)
1	한국암웨이	1,237,401	419,861	1,181	한국암웨이	1,279,044	431,624	1,139
2	애틀미	778,479	266,866	2,899	애틀미	901,619	314,567	3,318
3	뉴스킨코리아	531,789	183,926	377	뉴스킨코리아	451,862	153,616	312
4	유니시티코리아	316,136	109,536	173	유니시티코리아	261,056	90,070	152
5	한국허벌라이프	257,345	85,536	142	한국허벌라이프	192,524	64,056	80
6	봄코리아(구 아이에프씨아이)	130,381	34,237	308	시크릿다이렉트코리아	154,154	52,540	66
7	시크릿다이렉트코리아	116,170	39,483	59	봄코리아	83,605	22,408	345
8	에이씨앤코리아	100,653	28,428	48	매나테크코리아	82,267	28,561	54
9	에이폴	78,361	24,834	137	카리스	72,241	25,147	26
10	아프로존	77,808	26,059	58	에이씨앤코리아	71,283	18,586	29

주: 음영 처리된 기업은 Top10 신규진입 기업

자료: 공정거래위원회, 메리츠증권증권 리서치센터

표16 국내 건강기능식품 시장, 개별인정형이 성장 주도

순위	구분	총 생산액(억원)									
		2011년 점유율 (%)		2012년 점유율 (%)		2013년 점유율 (%)		2014년 점유율 (%)		2015년 점유율 (%)	
	계	13,682	100	14,091	100	14,820	100	16,310	100	18,230	100
1	홍삼	7,191	52.6	6,484	46.0	5,869	39.6	6,330	38.8	6,943	38.1
2	개별인정형	1,443	10.5	1,807	12.8	2,324	15.7	3,177	19.5	3,195	17.5
3	비타민 및 무기질	1,561	11.4	1,646	11.7	1,747	11.8	1,415	8.7	2,079	11.4
4	프로바이오틱스	405	3.0	518	3.7	804	5.4	1,388	8.5	1,579	8.7
5	밀크씨슬 추출물	138	1.0	135	1.0	308	2.1	676	4.1	705	3.9
	5품목 누계	10,728	78.4	10,590	75.2	11,052	74.6	12,987	79.6	145,501	79.5

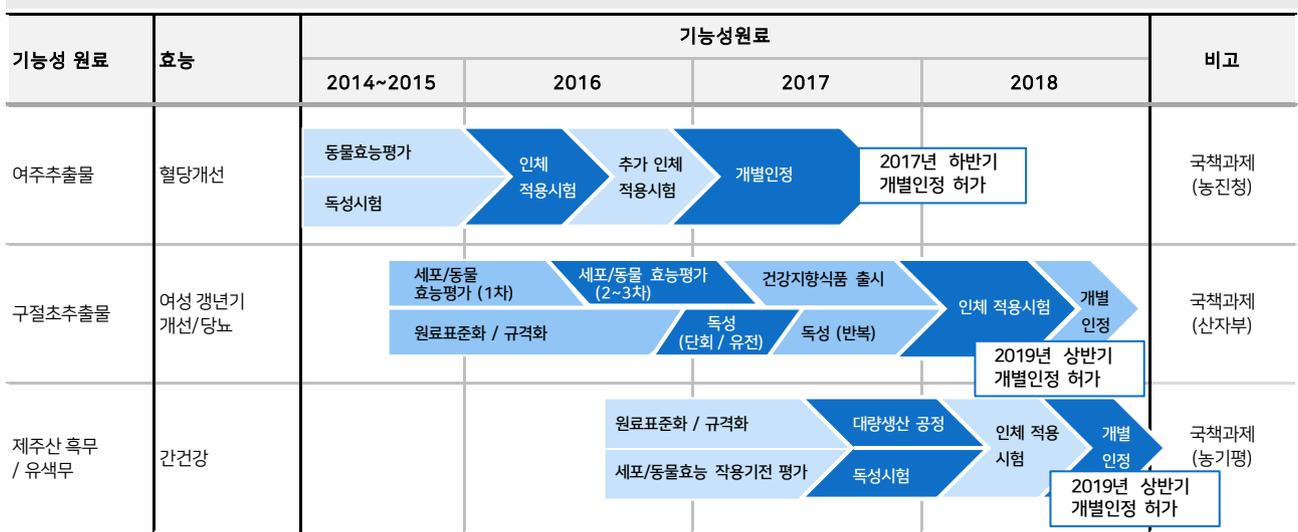
자료: 콜마비엔에이치, 식품의약품안전처, 메리츠증권리서치센터

표17 개별인정형 품목 중 당귀혼합추출물 생산실적 1위

순위	구분	총 생산액 (억원)						
		2015년		2014년	2013년	2012년	2011년	
		점유율 (%)	증감률 (%)					
	계	3,195	100	0.6	3,177	2,324	1,807	1,433
1	당귀혼합추출물	714	22.3	80.3	369	314	245	140
2	백수오등 복합추출물	380	11.9	-68.1	1,193	704	100	41
3	황기추출물등복합물	266	8.3	-	-	-	-	-
4	헛개나무과병추출분말	255	8.0	-32.7	379	541	502	349
5	미역등 복합추출물(잔티젠)	183	5.7	190.5	63	-	-	-
	5품목 누계	1,799	56.3	-11.4	2,031	1,559	848	530

자료: 콜마비엔에이치, 식품의약품안전처, 메리츠증권리서치센터

그림42 콜마비엔에이치 신소재 개별인정형 원료 개발현황



자료: 콜마비엔에이치, 메리츠증권리서치센터

콜마비앤에이치 (200130)

Income Statement

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
매출액	419.8	489.6	542.9	585.3	629.2
매출액증가율 (%)	64.0	16.6	10.9	7.8	7.5
매출원가	358.6	415.7	459.2	494.3	529.8
매출총이익	61.2	74.0	83.6	91.1	99.4
판매관리비	12.5	18.4	19.9	20.7	22.3
영업이익	48.8	55.6	63.8	70.3	77.1
영업이익률	11.6	11.4	11.7	12.0	12.3
금융손익	0.3	0.5	0.8	1.1	1.5
중속/관계기업손익	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	9.4	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	59.0	56.1	64.5	71.4	78.6
법인세비용	11.5	12.3	13.8	15.0	16.9
당기순이익	47.4	43.8	50.7	56.4	61.7
지배주주지분 손이익	45.8	42.2	48.9	54.4	59.5

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
유동자산	157.2	164.2	200.2	243.4	296.7
현금및현금성자산	34.5	40.2	62.8	95.2	137.4
매출채권	30.3	26.4	29.3	31.5	33.9
재고자산	34.6	30.1	33.4	36.0	38.7
비유동자산	114.0	126.7	141.1	151.5	156.7
유형자산	78.6	89.3	102.1	111.2	115.1
무형자산	15.1	14.9	14.9	14.8	14.8
투자자산	13.1	15.3	17.0	18.3	19.7
자산총계	271.2	290.9	341.3	394.9	453.4
유동부채	90.3	71.8	78.3	83.6	89.0
매입채무	62.1	43.9	48.7	52.5	56.4
단기차입금	11.4	11.4	11.4	11.4	11.4
유동성장기부채	2.7	0.0	0.0	0.0	0.0
비유동부채	3.0	3.3	3.6	3.9	4.1
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
부채총계	93.3	75.1	82.0	87.4	93.1
자본금	14.8	14.8	14.8	14.8	14.8
자본잉여금	30.9	30.9	30.9	30.9	30.9
기타포괄이익누계액	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
이익잉여금	123.5	159.8	201.7	247.8	298.5
비지배주주지분	9.1	10.7	12.5	14.4	16.6
자본총계	177.9	215.8	259.4	307.5	360.3

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	53.3	39.3	55.0	61.3	67.5
당기순이익(손실)	47.4	43.8	50.7	56.4	61.7
유형자산상각비	3.3	4.3	5.2	5.9	6.2
무형자산상각비	0.1	0.2	0.1	0.0	0.0
운전자본의 증감	10.4	-8.9	-1.0	-1.0	-0.4
투자활동 현금흐름	-31.5	-26.3	-26.6	-21.9	-17.1
유형자산의증가(CAPEX)	-10.9	-15.0	-18.0	-15.0	-10.0
투자자산의감소(증가)	-1.2	-2.2	-1.7	-1.3	-1.4
재무활동 현금흐름	-4.3	-7.3	-5.8	-7.0	-8.2
차입금의 증감	8.3	-2.6	0.1	0.1	0.1
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	17.5	5.7	22.6	32.4	42.2
기초현금	17.0	34.5	40.2	62.8	95.2
기말현금	34.5	40.2	62.8	95.2	137.4

Key Financial Data

	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	14,210	16,573	18,375	19,812	21,298
EPS(지배주주)	1,549	1,429	1,655	1,842	2,015
CFPS	1,793	2,032	2,337	2,581	2,819
EBITDAPS	1,767	2,032	2,337	2,581	2,819
BPS	5,713	6,942	8,358	9,920	11,635
DPS	160	200	240	280	300
배당수익률(%)	0.5	1.0	1.2	1.4	1.5
Valuation(Multiple)					
PER	21.0	14.0	11.8	10.6	9.7
PCR	18.2	9.8	8.3	7.5	6.9
PSR	2.3	1.2	1.1	1.0	0.9
PBR	5.7	2.9	2.3	2.0	1.7
EBITDA	52.2	60.0	69.0	76.2	83.3
EV/EBITDA	17.2	8.5	6.8	5.6	4.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	30.9	22.6	21.6	20.2	18.7
EBITDA 이익률	12.4	12.3	12.7	13.0	13.2
부채비율	52.4	34.8	31.6	28.4	25.8
금융비용부담률	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1
이자보상배율(x)	170.9	156.0	195.9	214.4	233.6
매출채권회전율(x)	18.6	17.3	19.5	19.3	19.2
재고자산회전율(x)	16.2	15.1	17.1	16.9	16.8