

콜마비엔에이치 (200130.KQ)

수출 길을 트기 시작하다

동사의 '헤모힘'은 국내 최대 건강기능식품인 홍삼의 뒤를 잇는 제품으로 개발 및 생산 경쟁력을 증명. 올해 여주 추출물 등 기대 신제품 라인업과 애터미 '헤모힘'의 중국, 동남아 진출 감안한다면 성장 여력 충분히 높다고 판단. 현재 주가 2019년 PER 14배로 산업 내 저평가 매력

국내에서 2번째로 많이 팔린 건강기능식품(헤모힘)을 개발, 생산한 기업

동사는 건강기능식품에서 2,000억원의 이상 매출을 달성하고 있는 국내 민간 건기식 OEM 최대 기업. '헤모힘'의 개별인정 허가 만료를 앞두고 있다는 점, 애터미 중국 직소허가가 지연되면서 업종 내 상대적 저평가 거래

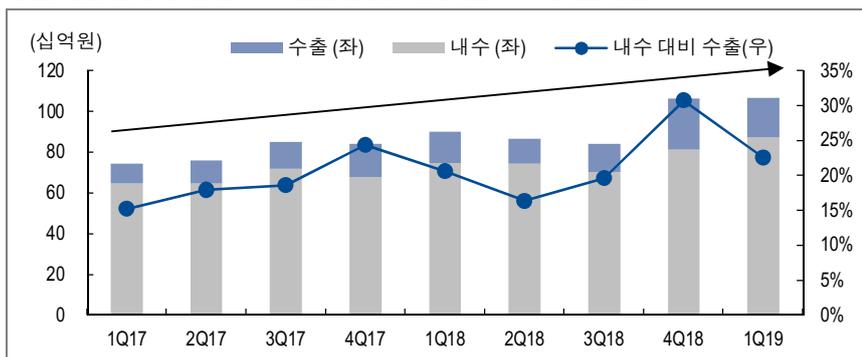
2021년 '헤모힘'이 고시형 전환되더라도 동 제품 대한 고객 로열티가 높고 타 추출물이 더해진 추가 '헤모힘' 제품 생산이 가능하다는 점에서 매출 감소 가능성은 제한적으로 판단. 반면 올해 하반기 개별인정 허가를 앞두고 있는 여주 추출물은 혈당 제어 효과가 높아 '헤모힘'을 대체할 주력 제품으로 안착 기대. 애터미 유통 채널 감안 시 허가 이후 빠른 매출 성장 예상

2020년 다시 한번 수출 비중이 레벨업 하는 해가 될 것

2020년은 동사 수출 비중이 고성장하는 원년이 될 것. 중화권 시장(대만)에서의 성공적인 수출을 기반으로 중국 진출 시작. 강소 공장(1공장, 매출 기준 약 700억원 규모)은 2019년 말 준공 예정, 2020년 매출 약 300억원 예상. 연태 공장(약 500억원 규모)은 애터미 네트워크 판매 허가가 관건으로 늦어도 2020년 상반기에는 허가 기대. 최근 1년간 애터미 진출 국가 수 크게 증가해 2019년 수출은 전년 대비 20% 성장한 810억원 예상

동사는 2019년 PER 14배에 거래되고 있어 건강기능식품 업종 내 밸류에이션 저평가 매력 보유. 타사 대비 높은 이익률은 제품 경쟁력과 규모의 경제에 따른 결과이며 중화권 수출 모델은 밸류에이션 할증 요인으로 판단

수출 비중 증가 추세 유효 → 밸류에이션 리레이팅으로 이어질 전망



자료: 콜마비엔에이치, NH투자증권 리서치본부

Not Rated

현재가 ('19/06/21) **25,200원**

업종	제약
KOSPI / KOSDAQ	2,125.62 / 722.64
시가총액(보통주)	744.5십억원
발행주식수(보통주)	29.5백만주
52주 최고가 ('18/03/11)	31,250원
최저가 ('18/12/24)	19,050원
평균거래대금(60일)	1,859백만원
배당수익률(2019E)	0.71%
외국인지분율	3.3%

주요주주	
한국콜마홀딩스 외 5인	59.6%
한국원자력연구원	12.0%

주가상승률	3개월	6개월	12개월
절대수익률 (%)	-14.3	31.9	-6.8
상대수익률 (%p)	-11.8	23.0	6.5

	2018	2019E	2020F	2021F
매출액	386.4	453.6	618.6	708.5
증감률	14.5	17.4	36.4	14.5
영업이익	58.5	64.8	84.7	94.7
증감률	20.0	10.8	30.7	11.8
영업이익률	15.2	14.3	13.7	13.4
(지배지분)순이익	48.4	53.1	69.2	76.4
EPS	1,637	1,797	2,342	2,586
증감률	5.6	9.8	30.4	10.4
PER	12.2	14.0	10.8	9.7
PBR	2.9	2.9	2.4	1.9
EV/EBITDA	8.9	9.7	7.1	5.9
ROE	25.9	23.2	24.3	21.7
부채비율	41.2	39.7	38.7	35.9
순차입금	-33.2	-50.3	-83.4	-131.9

단위: 십억원, %, 원, 배
 주: EPS, PER, PBR, ROE는 지배지분 기준
 자료: NH투자증권 리서치본부 전망



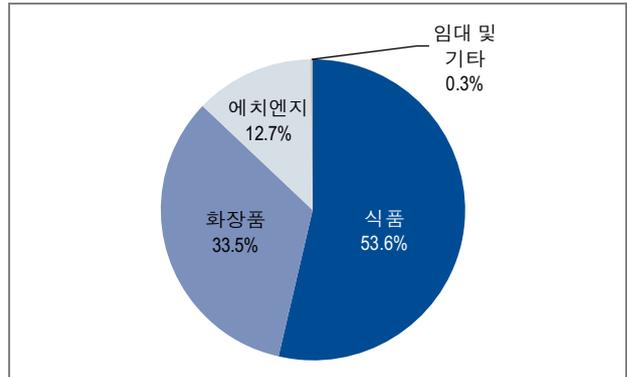
Analyst 백준기
 02)768-7541, jack.baek@nhqv.com
RA 장재호
 02)768-7083, jangjaeho@nhqv.com

기업개요

- 콜마비엔에이치는 2004년 한국원자력연구원과 한국콜마가 공동출자한 선바이오텍과 한국푸드팜이 2013년 합병한 기업으로 2015년 코스닥 시장에 스펙 상장
- 기존 60% 자회사였던 에치엔지(화장품, 의약품 판매)는 나머지 40% 지분 추가로 취득하면서 100% 자회사로 편입(밀어주기 이슈 해소)
- 한국콜마홀딩스가 최대주주로 50.15% 지분보유, 윤동한 회장 및 윤여원 부사장 등 특수관계인 지분 포함 59.6%

제품 및 매출비중

- 19년 1분기 매출액 기준 사업부문별 비중(연결)은 건강기능식품 54%, 화장품 유통 및 원료 33%, 자회사 에치엔지(화장품, 의약품 판매) 13%
- 건강기능식품과 화장품은 전량 네트워크 판매 기업인 애터미로 판매됨. 애터미는 2018년 기준 1조원 매출액을 달성할 전망이며 국내 1위 암웨이에 이은 명실상부한 Top-Tier 기업

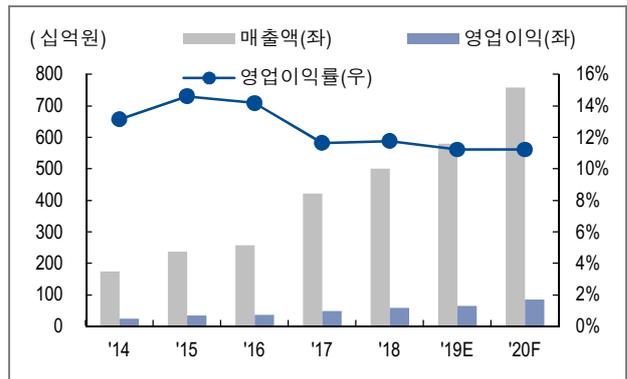


주: 2019년 1분기 기준

자료: 콜마비엔에이치, NH투자증권 리서치본부

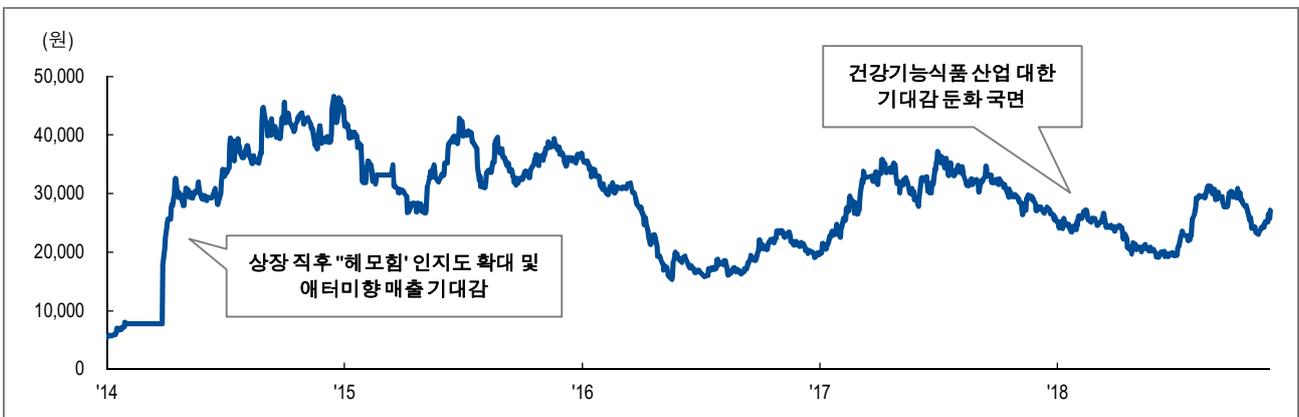
영업 실적 추이

- 2017년 지분 취득으로 에치엔지 편입, 2018년 연결 매출액은 회계상 이유로 변동. 자회사 에치엔지의 영업 성격상 총액 매출 인식에서 순액 매출 인식으로 변경되었기 때문
- 19년 매출액 4,536억원(+17.4% y-y), 영업이익 648억원(+10.8% y-y) 예상
- 2020년은 강소콜마, 연태콜마가 본격적으로 가동되면서 퀀텀 점프 예상



자료: NH투자증권 리서치본부 전망

과거 주가 추이 및 주요 이벤트



자료: DataGuide, NH투자증권 리서치본부

수출 비중 증가는 곧 밸류에이션 리레이팅과 연결

2018년 4분기 수출 비중은 30%를 돌파

콜마비엔에이치의 수출 비중 증가는 의미하는 바가 크다. 동사가 국내 건기식 시장 내에서 저평가를 받았던 주요 이유 중 하나가 내수 의존도가 높았기 때문이다. 2019년 기준 PER 30배 안팎의 코스맥스엔비티 대비 여전히 수출 비중은 낮으나 2019년 연간 기준으로 25% 이상으로 증가하면서 밸류에이션 저평가는 해소 가능할 것으로 판단한다.

애터미 직소네트워크 판매 허가 변수이나 강소 콜마 공장 준공되면서 중국 매출 본격 증가 예상

2019년에는 사드 규제로 수년간 기다려왔던 애터미의 직소 허가(네트워크 판매 허가) 시점이 변수이다. 콜마비엔에이치는 애터미와 연태에 500억 캐파의 공장을 JV로 설립했는데, 이 매출이 전량 애터미로 납품되기 때문이다. 한편 동사가 100% 지분을 보유한 강소콜마 공장은 2019년 12월 완공이 예정되어있다. 강소 공장에서는 총 매출액 2,000억원(예정 3개 공장 합산)을 생산할 수 있고 2020년 기준으로 700억원의 캐파를 보유할 전망이다. 동사는 최근 글로벌 브랜드의 중국 진출 파트너로 계약을 진행 중이다. 강소 공장이 가동되는 2020년부터 본격적인 중국 매출 발생이 예상되는데 2020년 기준 약 300억원의 매출이 예상된다.

대만에서의 안착 경험이 타 아시아권 국가 진출에 도움 될 전망

현재 수출에서 가장 돋보이는 국가는 대만이다. 대만 내 애터미가 안착하는 데는 '헤모힘'의 역할이 컸다. 대만은 초기부터 매출이 고속 성장해 2015년 108억원에서 시작해 2018년에는 250억원까지 성장했다. 2019년에는 280~300억원의 매출이 예상된다. 대만 외에도 2019년 하반기에는 베트남과 홍콩 진출이 예정되어있다.

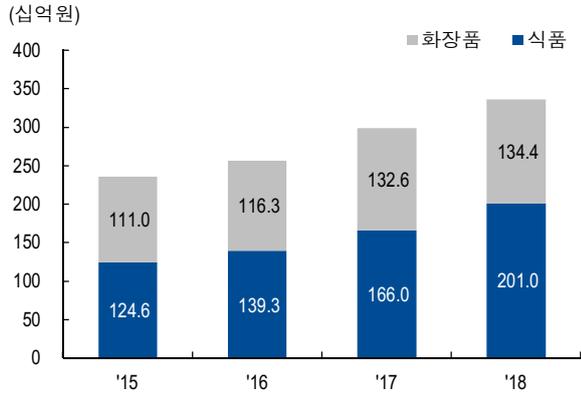
'헤모힘'은 제품력 바탕으로 꾸준한 고성장 중

국내에서는 애터미 향 스테디셀러이자 동사의 주력 제품인 '헤모힘' 매출이 20% 안팎의 꾸준한 고성장을 달성하고 있다. 2017년에는 580억으로 식품 부문 내 35%, 2018년에는 690억으로 고성장을 달성했으나 34%로 비중은 소폭 감소했다. 2019년은 800억원 매출로 고성장을 이어갈 전망이다.

국내도 증설 진행 중으로 매출 기여는 2020년부터

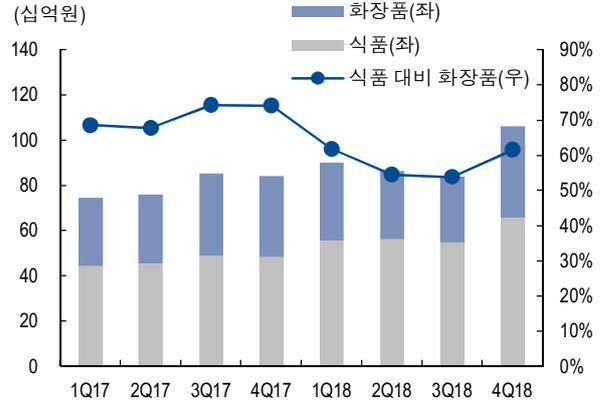
수출에서의 고성장과 동시에 국내에서는 신규 3공장 증설 효과가 기대된다. 2020년 상반기 준공이 예상되는 3공장은 연질 제형 생산이 가능해지면서 동사는 대부분의 제형 포트폴리오를 갖추게 될 전망이다. 최근 중근당건강의 락토피 골드, GRN의 천둥이 등 동사의 비 애터미 수주가 지속 증가하고 있다는 점도 내년 캐파 증설에 따른 매출 레벨업을 기대할 수 있는 부분이다.

그림1. 화장품, 식품 모두 고른 성장



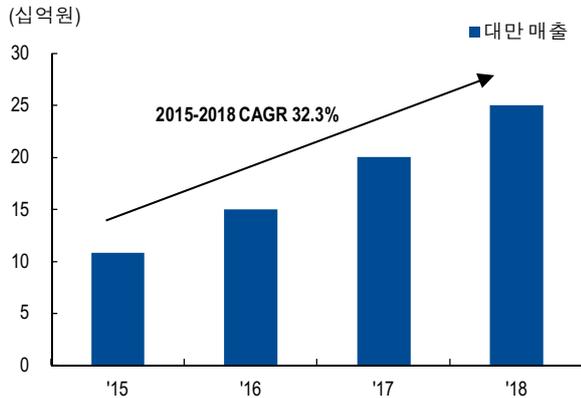
자료: 콜마비엔에이치, NH투자증권 리서치본부

그림2. 화장품과 식품 비중은 큰 변화 없이 유지 중



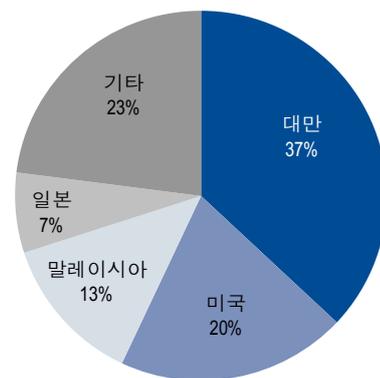
자료: 콜마비엔에이치, NH투자증권 리서치본부

그림3. 수출에서는 대만 시장 성장률이 단연 돋보임



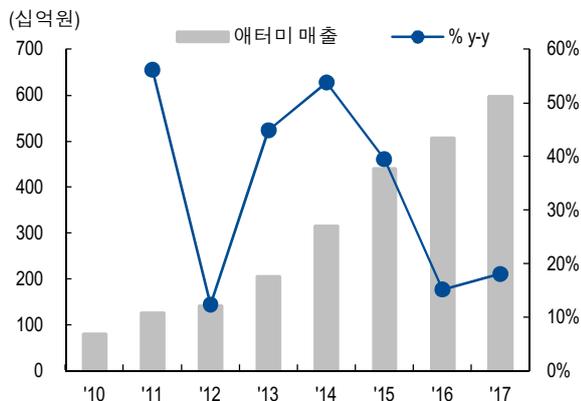
자료: 콜마비엔에이치, NH투자증권 리서치본부

그림4. 2018년 기준 수출 국가별 비중에서 대만이 37%로 최대



자료: 콜마비엔에이치, NH투자증권 리서치본부

그림5. 주력 고객사 애틀미는 성장을 둔화 불구 20% 성장 유지



자료: 애틀미, NH투자증권 리서치본부

그림6. 연태에 있는 애틀미 중국 법인



자료: 직소백과망, 언론보도, NH투자증권 리서치본부

표1. Peer Group Analysis

(단위: 원, 십억원, 배, %)

기업명		콜마비엔 에이치	코스맥스 엔비티	노바렉스	뉴트리
주가 (6/21)		25,200	9,800	23,450	19,350
시가총액		744.5	202.2	211.1	174.8
매출액	2018	386.4	201.7	107.3	87.2
	2019E	453.6	242.4	134.0	133.7
	2020F	618.6	276.4	164.9	176.6
영업이익	2018	58.5	18.0	11.3	9.9
	2019E	64.8	14.5	16.4	16.0
	2020F	84.7	26.4	19.6	21.1
순이익	2018	49.3	7.6	9.5	2.2
	2019E	54.1	7.7	13.4	11.5
	2020F	70.5	15.5	15.5	15.7
PER(x)	2018	12.2	44.4	13.5	39.2
	2019E	14.0	27.4	15.6	15.7
	2020F	10.8	13.5	13.5	11.5
PBR(x)	2018	2.9	3.7	1.8	2.3
	2019E	2.9	2.2	2.2	3.1
	2020F	2.4	1.9	1.9	2.4
ROE(%)	2018	25.9	8.7	14.5	7.8
	2019E	23.2	8.2	15.4	21.3
	2020F	24.3	15.2	15.1	23.4

주: 콜마비엔에이치는 당사 추정치 기준, 나머지 기업은 컨센서스 기준
 자료: Dataguide, NH투자증권 리서치본부 전망