콜마비앤에이치(200130) 성장의 Quality가 달라지고 있다

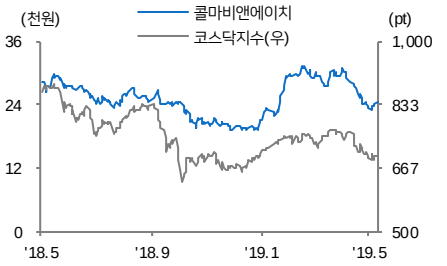
Analyst 양지혜 02. 6454-4873
Jihye.yang@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가(12개월)	-
현재주가 (6월 3일)	24,400원
상승여력	-
KOSDAQ	697.50pt
시가총액	7,209억원
발행주식수	2,954만주
유동주식비율	28.35%
외국인비중	3.60%
52주 최고/최저가	31,250원/19,050원
평균거래대금	21.1억원
주요주주(%)	
한국콜마홀딩스 외 5 인	59.60
한국원자력연구원	12.04

주가상승률(%)	절대주가	상대주가
1개월	-13.8	-5.8
6개월	15.4	17.3
12개월	-11.3	12.4

주가그래프



핵심제품 '헤모힘'의 흔들림없는 꾸준한 고성장

- 콜마비앤에이치 식품 부문은 개별인정형 원료 중 당귀혼합추출물을 활용한 '헤모힘' 을 중심으로 프로바이오틱스, 오메가3, 로테인 등 애터미에 판매되는 건강기능식품 라인업을 형성하고 있으며, 2018년 전년대비 +21.5%, 2019년 전년대비 +15.5%의 높은 성장세가 이어질 전망
- 국내 소비 침체에 따른 다단계 시장 둔화에도 핵심 고객사인 애터미는 독보적인 성장세를 이어가고 있음

건강기능식품 고객사 다변화와 해외 실적 기여도 확대로 기업가치 상승 전망

- 콜마비앤에이치의 최근 의미있는 변화는 종근당건강, 대상 등 고객사 다변화 (식품 내 애터미 이외 비중 2014년 3.7% → 2018년 20.3%)가 뚜렷하다는 점임
- 지난 1월 설립된 호주법인은 동사의 프리미엄 건강기능식품 품목들을 아웃소싱하여 호주 건강기능식품에 대한 선호도가 높은 중국시장 수출의 교두보로 활용할 계획

안정적 고성장 대비 저평가

- 현 주가는 2019년 PER 13.3배로 양호한 성장과 함께 외부 변수 영향이 제한적임에도 불구하고 음식료 평균 PER 17.8배 및 화장품업종 평균 PER 24배 대비 저평가 되어 있음

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	337.6	48.8	45.8	1,549	59.5	5,713	21.0	5.7	17.2	30.9	52.4
2018	386.4	58.5	48.4	1,637	4.0	6,928	12.2	2.9	8.9	25.9	41.2
2019E	431.2	67.9	54.1	1,831	11.9	8,519	13.3	2.9	8.5	23.7	37.6
2020E	478.2	78.3	62.1	2,102	14.7	10,341	11.6	2.4	6.9	22.3	33.4
2021E	523.6	86.6	69.1	2,340	11.4	12,361	10.4	2.0	5.7	20.6	29.9

콜마비앤에이치 분기별 실적 추이 및 전망

(십억원)	2018	2019E	2020E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액 (연결)	**386.4**	**431.2**	**478.2**	**96.6**	**90.9**	**89.5**	**109.3**	**106.6**	**100.1**	**100.1**	**124.4**
증가율 (% YoY)		*11.6*	*10.9*	*37.8*	*-17.8*	*-26.2*	*-7.2*	*10.3*	*10.1*	*11.8*	*13.8*
근오농림	20.1	22.3	25.0	6.4	2.8	4.6	6.3	7.3	3.0	5.0	7.0
증가율 (% YoY)	*63.1*	*10.9*	*12.1*	*133.1*	*48.8*	*70.4*	*26.0*	*14.1*	*7.1*	*8.7*	*11.1*
에치엔지	62.7	71.1	78.3	15.6	13.4	14.8	18.9	18.1	16.0	17.0	20.0
증가율 (% YoY)		*13.4*	*10.1*		*-67.8*	*-65.9*	*-55.4*	*16.0*	*19.4*	*14.9*	*5.8*
기타자회사 (연결조정)	-32.6	-40.7	-40.0	-9.3	-5.3	-7.3	-10.7	-11.7	-9.0	-10.0	-10.0
증가율 (% YoY)	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*
매출액 (별도)	336.1	378.5	414.9	83.9	80.0	77.4	94.8	92.9	90.1	88.1	107.4
증가율 (% YoY)	*12.4*	*12.6*	*9.6*	*19.7*	*11.9*	*-2.9*	*22.1*	*10.7*	*12.7*	*13.8*	*13.2*
식품	**201.7**	**232.9**	**257.9**	**49.9**	**49.5**	**48.0**	**54.3**	**57.1**	**57.2**	**55.1**	**63.5**
증가율 (% YoY)	*21.5*	*15.5*	*10.7*	*25.0*	*21.5*	*10.3*	*29.6*	*14.4*	*15.6*	*14.7*	*17.0*
내수	170.9	187.9	202.9	43.3	43.2	41.5	42.9	47.3	48.0	45.7	47.0
증가율 (% YoY)	*17.2*	*9.9*	*8.0*	*21.1*	*19.2*	*8.6*	*20.5*	*9.2*	*11.0*	*10.0*	*9.5*
수출	30.5	45.0	55.0	6.2	6.4	6.5	11.4	9.8	9.3	9.4	16.5
증가율 (% YoY)	*50.5*	*47.7*	*22.1*	*48.9*	*42.3*	*22.6*	*81.0*	*58.1*	*45.0*	*45.0*	*45.0*
화장품	**134.4**	**145.2**	**156.6**	**34.4**	**30.3**	**29.3**	**40.4**	**35.7**	**32.8**	**32.9**	**43.8**
증가율 (% YoY)	*1.3*	*8.0*	*7.8*	*14.2*	*-1.0*	*-19.1*	*13.2*	*3.8*	*8.2*	*12.4*	*8.3*
내수	98.9	103.9	109.1	25.2	24.7	22.1	26.9	26.5	25.9	23.2	28.2
증가율(% YoY)	*-3.0*	*5.0*	*5.0*	*2.6*	*4.6*	*-21.6*	*5.1*	*5.2*	*5.0*	*5.0*	*5.0*
수출	35.5	41.3	47.5	9.1	5.7	7.2	13.5	9.2	6.8	9.7	15.5
증가율(% YoY)	*15.8*	*16.3*	*15.0*	*63.6*	*-18.5*	*-10.0*	*33.7*	*1.1*	*20.0*	*35.0*	*15.0*
임대 및 기타	**0.4**	**0.3**	**0.4**	**0.1**	**0.1**	**0.1**	**0.1**	**0.0**	**0.1**	**0.1**	**0.1**
증가율 (% YoY)	*21.7*	*-17.4*	*29.0*	*37.3*	*-14.9*	*38.2*	*27.4*	*-90.0*	*49.7*	*-7.8*	*0.0*
매출비중 (별도기준)	**19.6**	**22.8**	**24.7**								
식품	60.0	61.5	62.2	59.5	61.9	62.0	57.3	61.5	63.5	62.5	59.1
내수	50.8	49.6	48.9	51.6	54.0	53.6	45.2	50.9	53.2	51.8	43.7
수출	9.1	11.9	13.3	7.4	8.0	8.4	12.0	10.6	10.3	10.7	15.4
화장품	40.0	38.4	37.7	41.0	37.9	37.9	42.6	38.4	36.4	37.4	40.8
내수	29.4	27.4	26.3	30.0	30.9	28.6	28.4	28.5	28.8	26.3	26.3
수출	10.6	10.9	11.4	10.8	7.1	9.3	14.2	9.9	7.6	11.0	14.5
임대 및 기타	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.1
매출원가	**309.3**	**345.8**	**381.0**	**77.7**	**72.1**	**71.0**	**88.5**	**85.4**	**79.6**	**80.1**	**100.7**
증가율 (% YoY)	*-13.8*	*11.8*	*10.2*	*35.2*	*-24.5*	*-31.9*	*-12.7*	*9.9*	*10.4*	*12.8*	*13.8*
매출원가율 (%)	80.0	80.2	79.7	80.4	79.3	79.3	81.0	80.1	79.5	80.0	81.0
매출총이익	**77.0**	**85.4**	**97.2**	**18.9**	**18.8**	**18.5**	**20.8**	**21.2**	**20.5**	**20.0**	**23.6**
증가율 (% YoY)	*25.8*	*10.8*	*13.9*	*49.3*	*24.1*	*8.8*	*27.0*	*12.0*	*8.9*	*8.3*	*13.7*
매출총이익률 (%)	19.9	19.8	20.3	19.6	20.7	20.7	19.0	19.9	20.5	20.0	19.0
판관비	**18.5**	**17.5**	**18.9**	**4.4**	**5.1**	**4.8**	**4.2**	**4.5**	**5.0**	**4.0**	**4.0**
증가율 (% YoY)	*48.5*	*-5.6*	*8.3*	*101.8*	*59.9*	*32.8*	*20.7*	*1.5*	*-2.2*	*-16.6*	*-4.4*
판관비중 (%)	4.8	4.1	4.0	4.6	5.6	5.4	3.8	4.2	5.0	4.0	3.2
영업이익 (연결)	**58.5**	**67.9**	**78.3**	**14.5**	**13.7**	**13.7**	**16.6**	**16.7**	**15.5**	**16.0**	**19.7**
증가율 (% YoY)	*20.0*	*16.0*	*15.3*	*38.3*	*14.6*	*2.3*	*28.6*	*15.2*	*13.1*	*17.0*	*18.3*
영업이익률 (%)	15.2	15.7	16.4	15.0	15.1	15.3	15.2	15.7	15.5	16.0	15.8
영업이익 (별도)	**52.2**	**59.4**	**66.8**	**12.8**	**13.2**	**12.2**	**14.0**	**14.0**	**14.9**	**14.0**	**16.5**
증가율 (% YoY)	*21.3*	*13.6*	*12.4*	*27.7*	*27.2*	*8.7*	*22.9*	*8.8*	*12.6*	*15.1*	*17.8*
영업이익률 (%)	15.5	15.7	16.1	15.3	16.5	15.7	14.8	15.0	16.5	15.9	15.4

자료: 콜마비앤에이치, 메리츠종금증권 리서치센터

콜마비앤에이치(200130)

Income Statement					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	**337.6**	**386.4**	**431.2**	**478.2**	**523.6**
매출액증가율 (%)	31.9	14.5	11.6	10.9	9.5
매출원가	276.4	309.3	345.8	381.0	416.3
매출총이익	61.2	77.0	85.4	97.2	107.3
판매관리비	12.5	18.5	17.5	18.9	20.7
영업이익	**48.8**	**58.5**	**67.9**	**78.3**	**86.6**
영업이익률	14.4	15.2	15.7	16.4	16.5
금융손익	0.3	3.8	0.7	1.4	2.0
종속/관계기업손익	0.5	-0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	9.4	1.9	2.0	1.0	2.0
세전계속사업이익	59.0	64.2	70.6	80.7	90.6
법인세비용	11.5	14.9	15.4	17.4	20.1
당기순이익	**47.4**	**49.3**	**55.2**	**63.3**	**70.5**
지배주주지분 순이익	45.8	48.4	54.1	62.1	69.1

Balance Sheet					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	157.2	151.8	225.6	278.6	342.5
현금및현금성자산	34.5	29.2	98.3	137.4	188.0
매출채권	30.3	40.7	39.6	43.9	48.1
재고자산	31.9	38.5	39.2	43.5	47.7
비유동자산	114.0	139.8	124.8	134.5	139.0
유형자산	78.6	87.3	100.5	110.0	114.2
무형자산	15.1	16.9	16.9	16.9	16.8
투자자산	13.1	30.4	2.3	2.6	2.8
자산총계	**271.2**	**291.5**	**350.4**	**413.1**	**481.5**
유동부채	90.3	81.5	91.9	99.2	106.1
매입채무	62.1	54.8	65.2	72.3	79.2
단기차입금	11.4	9.1	7.1	5.1	3.1
유동성장기부채	2.7	0.1	0.0	0.0	0.0
비유동부채	3.0	3.5	3.9	4.3	4.6
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	0.1	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	**93.3**	**85.0**	**95.8**	**103.4**	**110.7**
자본금	14.8	14.8	14.8	14.8	14.8
자본잉여금	30.9	23.4	23.4	23.4	23.4
기타포괄이익누계액	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3
이익잉여금	123.5	166.9	213.9	267.8	327.4
비지배주주지분	9.1	1.9	3.0	4.2	5.6
자본총계	**177.9**	**206.5**	**254.6**	**309.7**	**370.8**

Statement of Cash Flow					
(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	**53.3**	**22.1**	**68.3**	**64.9**	**72.5**
당기순이익(손실)	47.4	49.3	55.2	63.3	70.5
유형자산상각비	3.3	4.0	4.8	5.5	5.8
무형자산상각비	0.1	0.2	0.0	0.0	0.0
운전자본의 증감	10.4	-31.1	8.3	-4.0	-3.9
투자활동 현금흐름	**-31.5**	**-2.7**	**8.6**	**-16.9**	**-11.8**
유형자산의증가(CAPEX)	-10.9	-9.6	-18.0	-15.0	-10.0
투자자산의감소(증가)	-1.7	-17.3	28.1	-0.3	-0.2
재무활동 현금흐름	**-4.3**	**-24.5**	**-7.8**	**-8.9**	**-10.1**
차입금의 증감	8.3	-4.8	-1.9	-1.8	-1.8
자본의 증가	0.0	-7.5	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	17.5	-5.2	69.1	39.1	50.6
기초현금	17.0	34.5	29.2	98.3	137.4
기말현금	34.5	29.2	98.3	137.4	188.0

Key Financial Data					
	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	11,426	13,078	14,594	16,185	17,723
EPS(지배주주)	1,549	1,637	1,831	2,102	2,340
CFPS	1,793	2,200	2,530	2,871	3,197
EBITDAPS	1,767	2,122	2,462	2,837	3,129
BPS	5,713	6,928	8,519	10,341	12,361
DPS	160	200	240	280	320
배당수익률(%)	0.5	1.0	1.0	1.1	1.3
Valuation(Multiple)					
PER	21.0	12.2	13.3	11.6	10.4
PCR	18.2	9.1	9.6	8.5	7.6
PSR	2.8	1.5	1.7	1.5	1.4
PBR	5.7	2.9	2.9	2.4	2.0
EBITDA	52.2	62.7	72.7	83.8	92.5
EV/EBITDA	17.2	8.9	8.5	6.9	5.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	30.9	25.9	23.7	22.3	20.6
EBITDA 이익률	15.5	16.2	16.9	17.5	17.7
부채비율	52.4	41.2	37.6	33.4	29.9
금융비용부담률	0.1	0.1	0.0	0.0	0.0
이자보상배율(x)	170.9	209.7	325.4	462.2	662.5
매출채권회전율(x)	14.9	10.9	10.7	11.5	11.4
재고자산회전율(x)	13.8	11.0	11.1	11.6	11.5