

## 콜마비엔에이치(200130)

Above

In line

Below

## 매수(유지)

목표주가: 45,000원(유지)

## Stock Data

KOSPI(8/16)	2,048
주가(8/16)	33,000
시가총액(십억원)	975
발행주식수(백만)	30
52주 최고/최저가(원)	42,800/26,633
일평균거래대금(6개월, 백만원)	2,335
유동주식비율/외국인지분율(%)	19.0/2.1
주요주주(%)	한국콜마홀딩스 외 7인 69.0
	한국원자력연구원 12.0

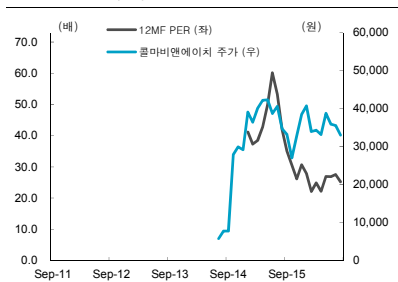
## Valuation 지표

	2015A	2016F	2017F
PER(x)	9,612.0	26.4	19.7
PBR(x)	57.0	7.3	5.5
ROE(%)	1.4	31.8	31.8
DY(%)	0.3	0.4	0.4
EV/EBITDA(x)	30.3	19.7	14.5
EPS(원)	4	1,251	1,672
BPS(원)	675	4,496	6,037

## 주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(10.1)	0.5	(14.4)
상대주가(%p)	(11.6)	(8.0)	(17.6)

## 12MF PER 추이



자료: WISEfn 컨센서스

## 채널 다변화 고민할 시점

## What's new : 절대 수치는 증가했지만, 기대치에는 못 미쳤다

2분기 매출액은 678.1억원, 영업이익은 102.7억원으로 전년동기대비 각각 5.8%, 13.6% 증가했다. 매출 성장률이 둔화되었는데 이는 1) 주요 채널인 애틀미의 회원수 및 인당 매출액 증가속도 둔화, 2) 올해 2분기 출시 예정이었던 헤모힘 키즈, 프로폴리스 등 신제품 출시 3분기 이연, 3) 화장품 부문 성장속도 감소 등이 주요 원인이다. 다만 마진이 높은 건강기능식품 매출 비중이 53%로 절반을 상회하면서 영업이익률은 15.1%로 전년동기 14.1%보다 1%p 개선되었다.

## Positives : 중국 파트너링 확대 &amp; 하반기 애틀미 필리핀, 말레이시아 진출

중국 진출 파트너사가 취엔지엔 그룹 외 6개사로 확대되었다. 취엔지엔 그룹은 중국 다단 계획사 중 중국 로컬사 중 1위, 다국적 회사 포함시 전체 4위권 회사로 고속 성장 중이다. 2개사와는 매출이 발생하기 시작했고 나머지 회사와는 제품별 품목허가 방법과 유통방법을 논의 중이다. 일부 제품은 건강보조식품이 아닌 일반식품으로 우회하여 빠른 승인을 받아 이르면 올해부터 40억원 규모의 매출이 발생할 수 있고, 내년부터 취엔지엔을 필두로 한 중국 매출이 본격화되어 200억원(2017년 매출비중 5.4%) 전후의 매출이 예상된다. 하반기 애틀미의 필리핀, 말레이시아 진출도 추가 모멘텀이다. 2015년 매출의 10.2%를 차지했던 해외매출 비중이 올해 13%(+필리핀, 말레이시아)에서 내년 18.7%(+중국)로 점차 높아질 전망이다.

## Negatives : 국내 네트워크 마케팅회사 경쟁강도 심화로 애틀미 성장세 둔화

매출의 85%가 네트워크 마케팅 회사인 애틀미를 통해 발생하기 때문에 애틀미의 성장이 곧 콜마비엔에이치의 성장이다. 애틀미는 회원 1인당 2인을 가입시키는 바이너리 방식으로 2015년까지 3년간 매출액이 연간 45.9%라는 빠른 속도로 증가했다. 하지만 올해 초부터 다단계 회사 경쟁 격화로 애틀미 회원수와 인당 매출액 증가세가 둔화되었고, 이에 콜마비엔에이치의 외형 성장속도가 하락하고 있다.

## 결론 : 해외 진출이 돌파구 &amp; 국내 채널 다변화/M&amp;A 통한 영역확장도 고민할 시점

애틀미를 통한 국내 매출은 성장기를 지나 성숙기에 접어들었다고 판단한다. 결국, 돌파구는 직·간접적인 해외 진출에서 찾을 수밖에 없다. 애틀미를 통한 간접적 해외 진출(대만, 미국, 일본, 싱가포르, 필리핀, 말레이시아)과 취엔지엔을 통한 중국 직접 진출에서 추가 성장 동력을 찾을 수 있을 것이며 그 시점이 하반기로 매출 가시권에 진입했다.

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q16				증감률		2016F	
	추정	실적	차이	컨센서스	QoQ	YoY	당사	컨센서스
매출액	75.8	67.8	(10.5)	73.4	6.8	5.8	291.5	285.8
영업이익	11.8	10.3	(12.6)	11.9	8.8	13.6	44.6	44.4
영업이익률	15.5	15.1	(0.4)	16.2	0.3	1.0	15.3	15.5
세전이익	12.4	11.0	(11.2)	13.7	7.4	12.9	48.8	46.3
순이익	9.7	8.3	(14.6)	NA	4.0	11.2	37.9	34.7

내년에는 중국 취엔지엔 외 파트너사 매출 본격화 및 새로운 개별인정형 후보물질인 여주 추출물 제품 출시가 새로운 모멘텀으로 추가될 전망이다. 동사에게 애터미는 고속 성장의 파트너이자 동시에 단일 채널 리스크로서 양면성을 가진 존재다. 국내 매출액이 성장은 하지만 그 폭이 둔화되는 모습이 2분기 연속 나타나고 있어, 채널 다변화 및 M&A를 통한 영역 확장 등을 전략적으로 고민해야 할 시점에 직면했다. 2분기 실적을 반영하여 2016년과 2017년 실적 추정치를 <표 1>과 같이 하향 조정한다. 2016F EPS에 PEG 0.67배를 적용했던 기존 목표가 산출 방법을 12MF EPS에 PEG 0.8배 적용으로 변경하여 재산출된 목표가는 45,000원으로 기존과 동일하다(<표 2>). PEG 적용배수를 높인 것은 중국매출 발생가능 시점이 하반기로 보다 명료해졌기 때문이다.

&lt;표 1&gt; 수익 추정 변경

(단위: 십억원, %)

	변경후		변경전		변경률(%)	
	16F	17F	16F	17F	16F	17F
매출액	291.5	370.2	317.9	449.9	(8.3)	(17.7)
영업이익	44.6	58.9	49.5	74.4	(9.9)	(20.8)
세전이익	48.8	64.6	53.3	79.3	(8.4)	(18.5)
순이익	36.8	49.2	41.4	61.8	(11.1)	(20.3)

자료: 한국투자증권

&lt;표 2&gt; PEG valuation

		비고
2년간 EPS CAGR(a)	36.3%	- 2017F 중국매출 200억원 발생 - 해외 매출비중 18%로 증가 가정
할인(b)	x 0.8	- PEG 1배를 20% 할인 (중국 판매 시점 리스크 완화로 할인을 인하)
목표 PER (c=a x b)	29배	- 건강기능식품 peer 2016F 평균 PER 31.3배, 화장품은 33.7배
12MF EPS (d)	1,549원	-
목표주가(c x d)	45,000원	-

자료: 한국투자증권

## 기업개요 및 용어해설

콜마비엔에이치는 한국콜마홀딩스 외 특수관계인이 69% 지분을 보유한 한국콜마그룹 계열사이며, 건강기능식품 제조/판매 및 화장품 판매업을 영위하고 있다. 대표제품으로는 면역기능개선제품인 '헤모힘'과 '스킨케어 6시스템' 화장품이 있다. 판매채널은 네트워크 마케팅 업체인 '애터미'이며 애터미를 통해 전체 매출의 85%를 판매(건강기능식품 중 헤모힘, 화장품 독점공급)하고, 나머지 15%는 홈쇼핑, 온라인쇼핑몰 등을 통해 기타 건강기능식품을 판매한다.

- 개별인정형 기능성원료: '건강기능식품공전'에 등재되어 있지 않은 원료로, 식품의약품안전처장이 개별적으로 인정한 원료. 안전성, 기능성, 기준 및 규격을 평가하여 원료로서 인정을 받아야 함
- 네트워크 마케팅: 일반적으로 '다단계'라고 알려져 있는 판매유통방식. 유통단계를 획기적으로 줄이고 소비자가 곧 판매원이 되는 구조로 회원 확장 및 매출 증가 속도가 기타 유통에 비해 매우 빠름. 글로벌 네트워크 마케팅 업체로는 암웨이, 뉴스킨 등이 있음

재무상태표

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
유동자산	32	48	76	113	158
현금성자산	3	3	12	31	13
매출채권및기타채권	4	7	8	13	24
재고자산	9	12	21	23	37
비유동자산	29	44	51	50	59
투자자산	1	5	8	6	8
유형자산	27	39	39	43	50
무형자산	1	0	0	1	1
자산총계	61	92	127	164	218
유동부채	18	30	25	27	34
매입채무및기타채무	11	21	19	26	33
단기차입금및단기사채	5	6	1	1	1
유동성장기부채	0	0	0	0	0
비유동부채	2	1	1	1	2
사채	0	0	0	0	0
장기차입금및금융부채	1	0	0	0	0
부채총계	21	31	26	28	36
지배주주지분	39	59	100	133	178
자본금	2	7	7	7	7
자본잉여금	4	(0)	38	38	38
기타자본	0	0	(0)	(0)	(0)
이익잉여금	33	53	54	87	133
비지배주주지분	1	1	1	3	4
자본총계	40	61	101	135	182

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
영업활동현금흐름	13	24	17	31	30
당기순이익	10	21	1	38	50
유형자산감가상각비	1	1	2	1	2
무형자산상각비	0	0	0	0	0
자산부채변동	2	3	(13)	(7)	(19)
기타	1	(1)	27	(2)	(3)
투자활동현금흐름	(9)	(24)	(4)	(7)	(44)
유형자산투자	(6)	(13)	(6)	(5)	(9)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	(3)	(11)	1	4	2
무형자산순증	(0)	(0)	(0)	(1)	(0)
기타	0	(0)	(0)	(5)	(37)
재무활동현금흐름	(2)	0	(4)	(5)	(5)
자본의증가	1	1	0	0	0
차입금의순증	(2)	0	(5)	(0)	(0)
배당금지급	(0)	(0)	0	(2)	(4)
기타	0	0	1	(3)	(1)
기타현금흐름	0	0	0	0	0
현금의증가	3	(0)	9	19	(19)

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
매출액	93.9	173.9	236.2	291.5	370.2
매출원가	76.8	144.9	193.8	236.1	297.6
매출총이익	17.1	29.0	42.4	55.4	72.6
판매관리비	4.1	6.2	8.0	10.8	13.7
영업이익	13.0	22.8	34.4	44.6	58.9
금융수익	0.4	3.4	1.2	1.0	1.4
이자수익	0.3	0.3	0.6	1.0	1.4
금융비용	0.8	0.2	0.1	0.8	1.0
이자비용	0.2	0.1	0.1	0.0	0.0
기타영업외손익	(0.0)	(0.0)	(25.4)	1.2	1.5
관계기업관련손익	0.0	0.5	1.0	2.8	3.8
세전계속사업이익	12.6	26.5	11.2	48.8	64.6
법인세비용	2.7	5.5	10.0	10.7	14.2
연결당기순이익	9.8	21.0	1.2	38.1	50.4
지배주주지분순이익	9.8	21.0	1.1	36.9	49.4
기타포괄이익	0.0	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
총포괄이익	9.9	20.8	1.0	37.9	50.2
지배주주지분포괄이익	9.9	20.8	1.0	36.8	49.2
EBITDA	13.9	24.1	36.3	46.2	60.8

주: 2015년 기타영업외손실로 잡힌 254억원은 미래에셋 2호 스펙과 합병하는 과정에서 생긴 대차조정계정으로 현금유출 없는 일회성/회계상 손실

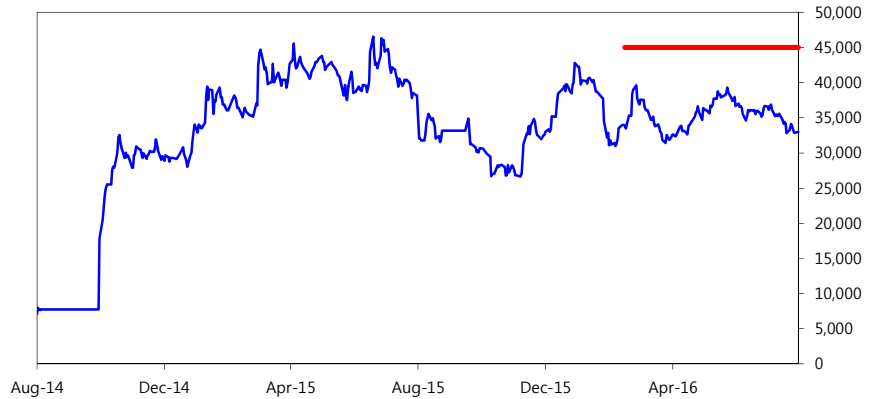
주요 투자지표

	2013A	2014A	2015A	2016F	2017F
주당지표(원)					
EPS	33	71	38	1,251	1,672
BPS	1,312	2,002	3,375	4,496	6,037
DPS	0	0	125	125	125
성장성(% YoY)					
매출증가율	6.3	85.3	35.8	23.4	27.0
영업이익증가율	10.6	75.1	51.1	29.5	32.0
순이익증가율	(1.9)	113.2	(94.6)	3,169.5	33.7
EPS증가율	(98.6)	113.2	(46.1)	3,169.5	33.7
EBITDA증가율	12.7	73.0	50.6	27.1	31.6
수익성(%)					
영업이익률	13.9	13.1	14.6	15.3	15.9
순이익률	10.5	12.1	0.5	12.7	13.3
EBITDA Margin	14.9	13.9	15.4	15.8	16.4
ROA	17.2	27.5	1.1	26.2	26.4
ROE	28.9	42.9	1.4	31.8	31.8
배당수익률	NM	NM	0.3	0.4	0.4
배당성향	0.0	0.0	163.4	10.0	7.5
안정성					
순차입금(십억원)	(12)	(23)	(46)	(74)	(93)
차입금/자본총계비율(%)	14.6	9.7	0.9	0.7	0.3
Valuation(X)					
PER	NM	NM	1,005.1	26.3	19.7
PBR	NM	NM	11.4	7.3	5.4
EV/EBITDA	NM	NM	30.0	19.5	14.5

주: 기간별 추세 비교를 위해 주당 지표는 현재발행주식수로 환산

## 투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가
콜마비엔에이치(200130)	2016.03.03	매수	45,000 원



## ■ Compliance notice

- 당사는 2016년 8월 16일 현재 콜마비엔에이치 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

## ■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매 수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중 립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

## ■ 투자등급 비율 (2016.6.30 기준)

매 수	중 립	비중축소(매도)
80.8%	17.9%	1.3%

※최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

## ■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중 립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.