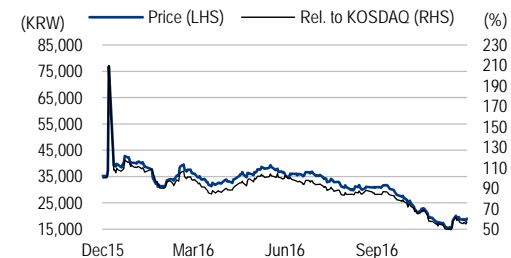


Company update

ntrlkKorea / Cosmetic	
26 December 2016	Not Rated
목표주가	N/A 원
현재주가 (23 Dec 2016)	18,950 원
Upside/downside (%)	N/A
KOSDAQ	618.63
시가총액 (십억원)	550
52 주 최저/최고	15,300 - 76,800
일평균거래대금 (십억원)	1.28
외국인 지분율 (%)	1.2

Forecast earnings & valuation				
Fiscal year ending	Dec-12	Dec-13	Dec-14	Dec-15
매출액 (십억원)	53	94	174	236
영업이익 (십억원)	6.9	13.0	22.8	34.4
당기순이익 (십억원)	5.8	9.8	21.0	1.2
수정순이익 (십억원)	5.8	9.8	21.0	1.1
EPS (원)	0	0	10,137	42
EPS 성장률 (%)	적지	적지	적지	(99.6)
P/E (x)	N/A	N/A	2.9	911.5
EV/EBITDA (x)	(0.9)	(0.9)	2.4	29.9
배당수익률 (%)	N/A	N/A	N/A	0.2
P/B (x)	N/A	N/A	1.4	11.4
ROE (%)	45.2	36.2	42.9	1.4
순차입금/자기자본 (%)	(42.5)	(30.9)	(37.7)	(46.2)

Performance



Performance	1M	3M	12M
절대수익률 (%)	7.4	(39.0)	(43.1)
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	5.0	(38.1)	(44.9)

이학무, Analyst
3774 1785 hmlee@miraeasset.com

홍수지
3774 1853 susie.hong@miraeasset.com

콜마비엔에이치 (200130 KS)

애틀미와 함께 둔화된 성장세

콜마비엔에이치는 천연물 기반의 건강기능식품 및 화장품 소재를 개발하여 OEM 및 ODM 형태로 판매하는 기업. 동사 매출의 87%(2015년 기준)는 국내 2위 네트워크 마케팅 업체 Atom 美(애틀미)를 통해 판매됨. 애틀미는 2009년부터 2015년까지 연평균 74.1%의 높은 매출 성장세를 보여왔으나, 국내 네트워크 마케팅 회사 경쟁 강도 심화로 성장률이 저하되었고, 이에 따라 동사의 성장속도 또한 둔화된 것으로 판단.

애틀미와 함께 고속성장 후 둔화세

동사의 매출액은 2011년 327.2 억원에서 2015년 2,362 억원으로 연평균 63.9% YoY 성장했으나, 3Q16 누적 1,905 억원(+6.0% YoY)으로 성장세가 둔화됨. 동사는 당귀혼합추출물을 활용한 면역개선 건강기능식품 Atom 美(애틀미) 헤모힘과 기초화장품 스킨케어 6을 주력 상품으로 하고 있으며, 전체 매출의 약 87%는 애틀미를 통해 발생함. 애틀미는 2015년 매출액 기준 국내 네트워크마케팅 산업 2위 업체로 등극함. 2015년 기준 애틀미의 등록 판매원수는 256만명으로 국내 1위 한국암웨이의 두 배를 넘어 32.2% 점유. 애틀미는 2009년부터 2015년까지 연평균 74.1%의 높은 매출 성장세를 보여왔으나, 국내 네트워크 마케팅 회사 경쟁 강도 심화로 성장률이 저하되었음. 이에 따라, 애틀미와 함께 성장해온 동사 또한 성장세가 둔화된 것으로 판단됨.

부진한 3분기 실적

동사의 3Q16 매출액은 592 억원(-2.6% YoY), 영업이익은 79 억원(-21.0% YoY), 지배주주순이익은 83 억원(+2.3% YoY)을 기록하며, 매출액과 영업이익 모두 시장 컨센서스 720 억원, 116 억원을 각각 17.8%, 31.9% 하회하였음. 컨센서스를 하회하는 실적은 애틀미의 성장세 둔화 및 중국 헨지엔 JV의 가시적 성과 부재(중국 매출 지연)에 기인함.

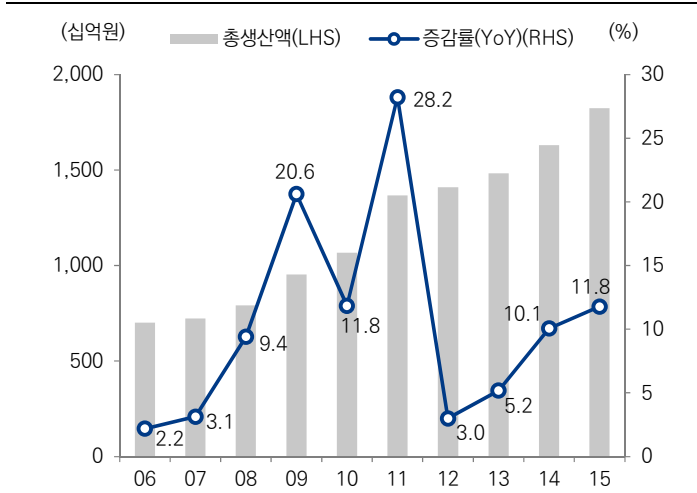
건강기능식품 시장 규모 지속 증가

식품의약품안전처에 따르면, 2015년 국내 건강식품 시장규모(매출액 기준)는 1.8조원 규모(+11.8% YoY)로 추산됨. 이는 가짜 백수오 사건에도 불구하고 면역기능개선 제품과 비타민 및 무기질 제품 생산의 생산 금액 및 수입 금액이 증가했기 때문임. 인구 고령화 및 소득 증가에 따른 건강중시형 소비 증가뿐 아니라, MERS 이후 면역기능개선 제품 수요가 증가하며 건강기능식품 시장의 꾸준한 성장이 기대됨.

밸류에이션

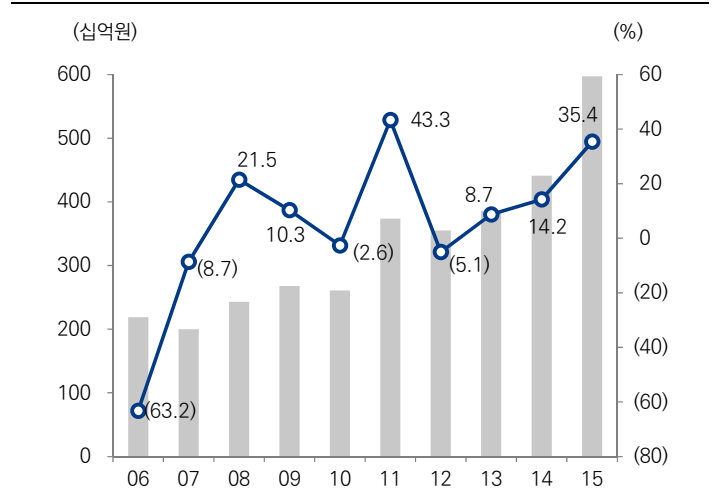
동사는 2017년 컨센서스 기준 P/E 18.4 배에 거래되고 있으며, 이는 글로벌 피어 평균 28.4 배 대비 35%, 국내 동종업계(아모레퍼시픽, 아모레 G, LG 생활건강, 코스맥스) 평균 22.9 배 대비 20% 할인된 수준임.

Figure 1 건강기능식품 시장 규모 및 추이(매출액 기준)



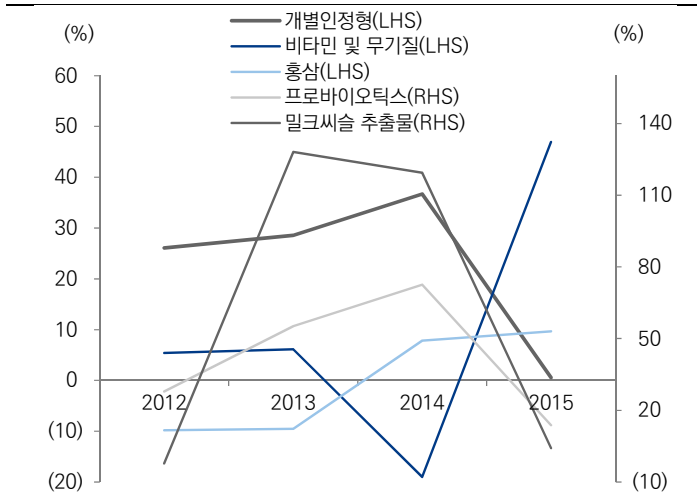
자료: 식품의약품안전처

Figure 2 건강기능식품 연도별 수입금액 및 추이



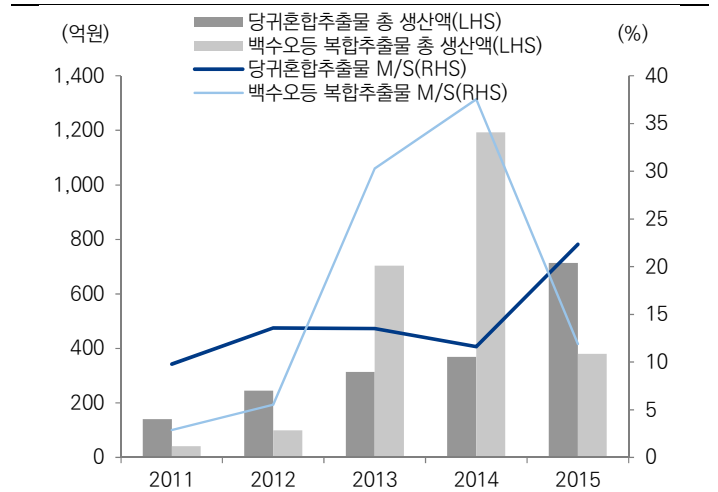
자료: 식품의약품안전처

Figure 3 Top 5 건강기능식품 품목별 생산 추이(YoY)



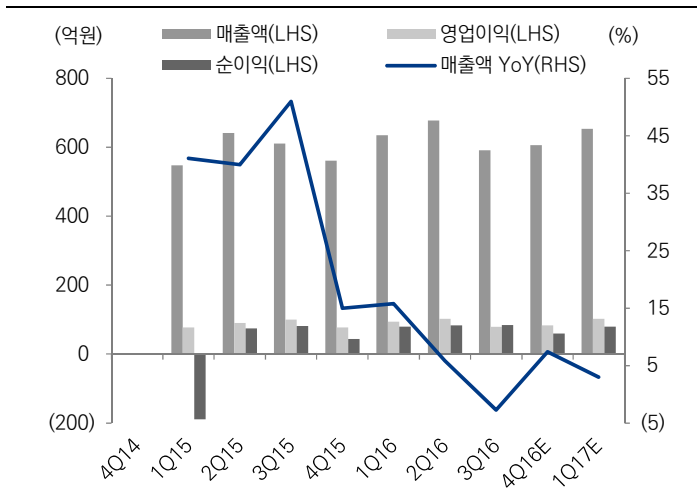
자료: 식품의약품안전처

Figure 4 가짜 백수오 사태로 당귀혼합추출물 급증



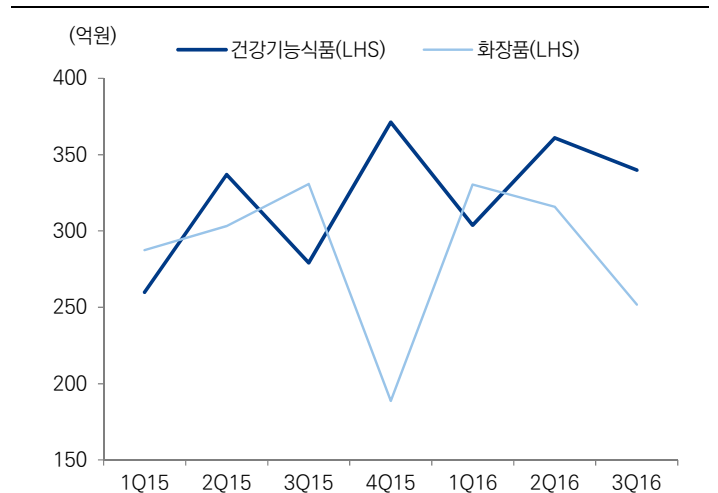
자료: 식품의약품안전처

Figure 5 콜마비엔에이치 실적 추이 및 전망



자료: 콜마비엔에이치, Bloomberg
주: Bloomberg 추정치

Figure 6 콜마비엔에이치 부문별 매출 추이



자료: 콜마비엔에이치, Bloomberg

Summary financial statements

손익계산서

12 월 결산 (십억원)	2012	2013	2014	2015
매출액	53	94	174	236
매출원가	44	77	145	194
매출총이익	9	17	29	42
판매비와관리비	2	4	6	8
영업이익 (조정)	7	13	23	34
영업이익	7	13	23	34
순이자손익	0	0	0	1
지분법손익	0	0	0	1
기타	(0)	(1)	3	(25)
세전계속사업손익	7	13	26	11
법인세비용	1	3	6	10
당기순이익	6	10	21	1
당기순이익 (지배주주지분)	6	10	21	1
EPS (지배주주지분, 원)	0	0	10,137	42

증가율&마진 (%)	2012	2013	2014	2015
매출액증가율	61.2	77.9	85.3	35.8
매출총이익증가율	64.4	96.8	69.7	46.3
영업이익증가율	67.9	88.6	75.1	51.1
당기순이익증가율	36.5	70.5	113.2	(94.6)
EPS 증가율	적지	적지	적지	(99.6)
매출총이익율	16.5	18.2	16.7	18.0
영업이익률	13.1	13.9	13.1	14.6
당기순이익률	10.9	10.5	12.1	0.5

자료: 콜마비엔에이치, 미래에셋증권 리서치센터 추정치
주: 2013 연도 : 2013년 4월 ~ 2013년 12월,
2014 연도 : 2014년 1월 ~ 2014년 9월

현금흐름표

12 월 결산 (십억원)	2012	2013	2014	2015
영업현금	7	13	24	17
당기순이익	6	10	21	1
유무형자산상각비	0	1	1	2
기타	1	1	(1)	27
운전자본증감	(0)	2	3	(13)
투자현금	(2)	(9)	(24)	(4)
자본적지출	(5)	(6)	(13)	(6)
기타	3	(3)	(11)	1
재무현금	(0)	(2)	0	(4)
배당금	0	0	0	0
자본의증가 (감소)	(0)	(0)	0	0
부채의증가 (감소)	(0)	(2)	0	(5)
기초현금	2	0	3	3
기말현금	6	3	3	12

자료: 콜마비엔에이치, 미래에셋증권 리서치센터 추정치
주: 2013 연도 : 2013년 4월 ~ 2013년 12월,
2014 연도 : 2014년 1월 ~ 2014년 9월

대차대조표

12 월 결산 (십억원)	2012	2013	2014	2015
유동자산	14	32	48	76
현금및현금성자산	6	3	3	12
단기금융자산	2	15	25	35
매출채권	1	4	7	8
재고자산	4	9	12	21
기타유동자산	1	1	1	1
비유동자산	10	29	44	51
유형자산	10	27	39	39
투자자산	0	0	4	7
기타비유동자산	0	2	2	5
자산총계	24	61	92	127
유동부채	7	18	30	25
매입채무	5	10	21	16
단기금융부채	0	5	6	1
기타유동부채	1	3	4	8
비유동부채	1	2	1	1
장기금융부채	1	0	0	0
기타비유동부채	1	2	1	1
부채총계	8	21	31	26
지배주주지분	16	39	59	100
비지배주주지분	0	1	1	1
자본총계	16	40	61	101
BVPS (원)	0	0	21,166	3,374

자료: 콜마비엔에이치, 미래에셋증권 리서치센터 추정치
주: 2013 연도 : 2013년 4월 ~ 2013년 12월,
2014 연도 : 2014년 1월 ~ 2014년 9월

주요투자지표

12 월 결산	2012	2013	2014	2015
자기자본이익률 (%)	45.2	36.2	42.9	1.4
총자산이익률 (%)	29.4	23.2	27.5	1.1
재고자산보유기간 (일)	20.4	25.4	22.8	25.5
매출채권회수기간 (일)	6.5	10.1	11.2	11.0
매입채무결제기간 (일)	30.3	30.8	32.5	28.7
순차입금/자기자본 (%)	(42.5)	(30.9)	(37.7)	(46.2)
이자보상배율 (x)	(68.1)	(132.0)	(153.8)	(63.6)

자료: 콜마비엔에이치, 미래에셋증권 리서치센터 추정치
주: 2013 연도 : 2013년 4월 ~ 2013년 12월,
2014 연도 : 2014년 1월 ~ 2014년 9월

Recommendations		Distribution of Ratings
종목별 투자 의견 (12개월 기준) BUY : 현주가 대비 목표주가 +10% 초과 HOLD : 현주가 대비 목표주가 ±10% 이내 REDUCE : 현주가 대비 목표주가 -10% 초과 단, 업종 투자 의견에 의한 ±10% 내의 조정치 감안 가능	업종별 투자 의견 OVERWEIGHT : 현 업종지수대비 +10% 초과 NEUTRAL : 현 업종지수대비 ±10% 이내 UNDERWEIGHT : 현 업종지수 대비 -10% 초과	조사분석자료 투자등급 비율 (기준일: 20161130) BUY (매수) : 79.9% HOLD (중립/보유) : 19.4% REDUCE (매도) : 0.7% 합계 : 100%

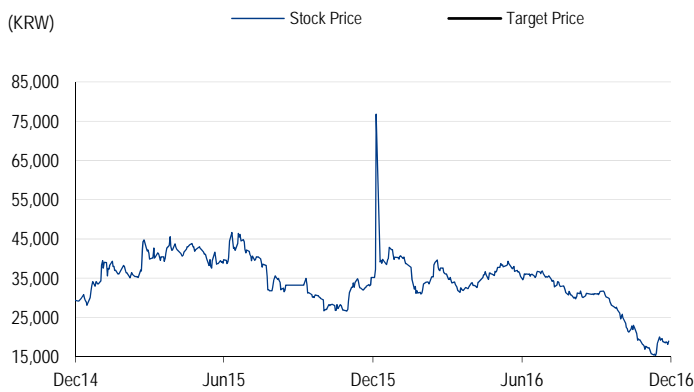
Compliance Notice

· 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
 · 당사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 주식을 기초자산으로 하는 ELW의 발행회사 및 유동성공급자가 아닙니다.
 · 미래에셋증권은 콜마비엔에이치의 주권을 최초로 상장하기 위한 대표주관업무를 수행한 바 있습니다.

본 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위하여 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 어떠한 경우에도 복사되거나 대여될 수 없습니다. 본 조사자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서, 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 증권투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.
 [작성자 : 이학무]

Target Price and Recommendation Chart

콜마비엔에이치 (200130 KS)



Date	Recommendation	12m target price
2015-06-19	BUY (Initiate)	N/A
Change in analyst		
2015-12-30	Not Rated	N/A
2016-06-23	Not Rated	N/A
2016-12-26	Not Rated	N/A