



한국IR협의회

기업리서치센터 기업분석 | 2025.06.19



KOSDAQ | 제약과생물공학

# 콜마비앤에이치

(200130): 수출 확대로 증명하고 있는 건기식의 저력

## 기업가치 제고 계획 및 이행상황

- 기업가치 제고 계획 발표(2025년 3월 28일 공시)
  - [수익성 개선] ROE 5% → 10%(~2027E), [자본효율성 회복] ROIC 5% → 10%(~2027E), [주주환원 확대] 배당성향 20% 이상
- 기업가치 제고 이행상황
  - 2023년 1월 100억원 규모의 자기주식취득 신탁계약 체결, 2024년 1월 30억원 규모의 자사주 소각 완료
  - 2024년 11월 주가 안정 및 주주가치 제고 목적으로 100억원 규모의 자기주식취득 신탁계약 체결 및 2025년 3월 취득 완료

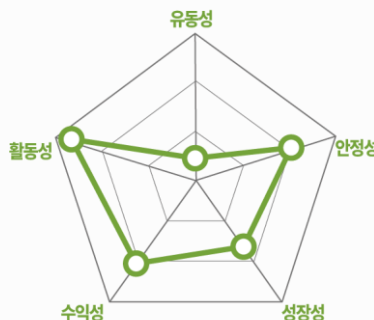
## 체크포인트

- 개별인정형 원료를 중심으로 한 ODM 사업의 경쟁력 제고와 북미·중국 등 글로벌 시장 공략을 바탕으로 한 자체 사업 역량 강화 전략이 매출 구조 개선으로 이어지고 있음
- 글로벌 헬스케어 기업인 헤일리온(Haleon)과의 협업 및 파트너십 확대: '센트룸(Centrum)' 일부 제품군의 물량이 동사의 국내 공장에서 생산되고 있으며, 중국 소비자 겨냥한 '센트룸 이문부스트' 출시 등 동사의 자체개발 기술이 적용된 제품으로 파트너십 확대
- 대주주와의 경영권 분쟁 이슈는 투명한 지배구조 개편 및 수익성 회복 전략을 통한 기업가치 제고 가능성으로 이어질 수 있다는 측면에서 주목할 필요가 있다고 판단됨

## 주가 및 주요이벤트

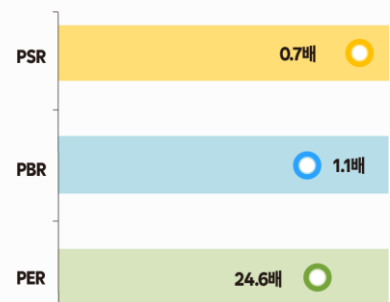


## 재무지표



주: 2024년 기준, Fnguide WICS 분류상 건강관리산업 내 등급화

## 밸류에이션 지표



주: PSR, PER은 2024년 기준, PBR은 4Q24 기준, Fnguide WICS 분류상 건강관리산업 내 순위 비교, 우측으로 갈수록 저평가

# 콜마비엔에이치 (200130)

Analyst 박선영 syark@kirs.or.kr

RA 정수현 sh.jeong@kirs.or.kr

KOSDAQ

제약과생물공학

## 자체 사업 빌드업 효과 본격화

콜마비엔에이치는 개별인정형 원료 중심의 ODM 경쟁력 강화와 북미·중국향 수출 확대 등 글로벌 사업 다각화 전략을 통해 특정 고객사 의존도를 낮추고 사업 포트폴리오의 안정성과 확장성을 동시에 확보하고 있음. 자체 사업 빌드업 효과는 중장기적 관점에서 단순한 외형 성장뿐 아니라 수익성 체질 개선과 밸류에이션 레벨업으로 이어질 가능성도 열려 있다는 측면에서 주목할 필요

## 건기식 수출 모멘텀이 기대되는 우호적인 산업 환경

콜마비엔에이치는 국내 최대 수준의 건강기능식품 생산능력과 검증된 글로벌 대응력을 바탕으로, 산업 구조적 변화 속에서 수출 모멘텀 확대에 따른 실적개선 기대됨. 최근 국내 건기식 시장이 경쟁 심화로 성장 정체를 겪고 있는 반면, 아시아와 북미 등 해외 수출 시장은 구조적 성장 구간에 진입하고 있어, 수출 대응력이 뛰어난 기업에게 유리한 사업환경 조성중. 글로벌 고객사로부터의 수주 확대는 공장 가동률을 끌어올리고, 이는 전사 수익성 개선으로 직결될 수 있다는 점에서 실적개선 레버리지 관점에서도 긍정적

## 밸류업 프로그램을 통한 기업가치 제고 기대

2025년 연결기준 매출액 6,204억원, 영업이익 290억원, 지배주주순이익 196억원을 전망. 1분기 실적은 주요 파트너사의 재고조정 등으로 일시적 부진, 하지만 2분기부터 ODM 핵심 고객사의 신규 프로모션 물량 출하 본격화 및 대형품목 위주의 ODM 파트너사 누적적 확대를 바탕으로 실적 개선이 기대됨. 특히, 저가수주 물량을 축소하고 수익성 좋은 ODM 물량을 중심으로 매출을 확대함에 따라 매출원가율 및 판관비율 개선을 통한 영업이익 반등이 기대됨

## Forecast earnings & Valuation

|              | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025F |
|--------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액(억원)      | 5,931 | 5,759 | 5,796 | 6,156 | 6,204 |
| YoY(%)       | -2.3  | -2.9  | 0.6   | 6.2   | 0.8   |
| 영업이익(억원)     | 916   | 611   | 303   | 246   | 290   |
| OP 마진(%)     | 15.5  | 10.6  | 5.2   | 4.0   | 4.7   |
| 지배주주순이익(억원)  | 699   | 405   | 197   | 181   | 196   |
| EPS(원)       | 2,365 | 1,371 | 667   | 614   | 667   |
| YoY(%)       | -13.2 | -42.0 | -51.3 | -8.0  | 8.7   |
| PER(배)       | 131   | 206   | 26.9  | 18.8  | 22.1  |
| PSR(배)       | 1.5   | 1.5   | 0.9   | 0.6   | 0.7   |
| EV/EBITDA(배) | 7.9   | 11.7  | 13.8  | 10.3  | 10.4  |
| PBR(배)       | 2.4   | 2.1   | 1.3   | 0.9   | 1.1   |
| ROE(%)       | 19.7  | 10.3  | 4.9   | 4.5   | 4.9   |
| 배당수익률(%)     | 1.2   | 1.1   | 1.7   | 2.7   | 2.1   |

자료: 한국IR협회의 기업리서치센터

## Company Data

|               |                     |
|---------------|---------------------|
| 현재주가 (6/17)   | 14,720원             |
| 52주 최고가       | 18,990원             |
| 52주 최저가       | 11,250원             |
| KOSDAQ (6/17) | 775.65p             |
| 자본금           | 148억원               |
| 시가총액          | 4,330억원             |
| 액면가           | 500원                |
| 발행주식수         | 29백만주               |
| 일평균 거래량 (60일) | 18만주                |
| 일평균 거래액 (60일) | 25억원                |
| 외국인지분율        | 30.7%               |
| 주요주주          | 한국콜마홀딩스 외 7인 53.55% |
|               | 한국원자력연구원 6.05%      |

## Price & Relative Performance



## Stock Data

| 주가수익률(%) | 1개월 | 6개월  | 12개월 |
|----------|-----|------|------|
| 절대주가     | 74  | 24.9 | -9.1 |
| 상대주가     | 0.4 | 11.8 | 0.6  |

▶참고 1) 표지 재무지표에서 안정성 지표는 '부채비율', 성장성 지표는 '매출액 증가율', 수익성 지표는 'ROE', 활동성지표는 '순운전자본회전율', 유동성지표는 '유동비율'임. 2) 표지 밸류에이션 지표 차트는 해당 산업군내 동사의 상대적 밸류에이션 수준을 표시. 우측으로 갈수록 밸류에이션 매력도 높음.

▶'글로벌 세그먼트'는 코스닥 시장 내 재무실적과 시장평가, 기업지배구조가 우수한 기업으로 한국거래소에서 선정된 기업



## 기업 개요

### ❏ 회사 개요

**콜마비엔에이치는**  
**건강기능식품 및 화장품 핵심소재**  
**연구개발 및 사업화를 전개하는**  
**건강식 및 화장품 ODM/OBM**  
**전문기업**

콜마비엔에이치는 국내 개별인정형 건강기능식품 1위, 건강기능식품 수출액 1위 제품인 '헤모힘'을 생산하는 건강기능식품 및 화장품 ODM/OBM 전문 기업이다. 동사의 전신인 (주)선바이오텍은 2004년 한국원자력연구원과 한국콜마가 공동출자하여 설립한 미래창조과학부 제1호 연구소 기업으로, 한국원자력연구원으로부터 면역기능 개선 건강기능식품 제조기술 등을 이전받아 핵심기술로 발전시켜 건강기능식품 '헤모힘'과 화장품 '스킨케어6시스템' 등의 주력제품을 개발하여 사업화 하였다. 동사는 2013년 (주)한국푸드팜을 흡수 합병하면서 상호명을 콜마비엔에이치로 변경하였으며, 주력제품 '헤모힘'을 바탕으로 본격적인 성장 궤도에 진입하며 2015년 2월 코스닥 시장에 상장하였다.

2024년 연결기준 매출액은 6,156억원으로, 사업부문별 매출비중은 건강기능식품 54.8%, 화장품 42.4%, 기타 2.8%로 구분된다. 동사는 전세계 26개국 이상, 국내외 300여개의 기업에 제품을 공급하며 대한민국 대표 글로벌 건강기능식품 및 화장품 ODM 기업으로 입지를 강화하고 있다. 주요 고객사로는 네트워크 마케팅 법인 애틀미(주)를 비롯하여 온라인 및 오프라인 기반의 다양한 건강기능식품 전문회사 및 제약사 등이 있다.

2024년말 기준, 동사는 6개의 국내외 종속기업을 보유하고 있다. 농업회사법인 근오농림(주)은 당귀, 천궁, 작약 등의 원재료 재배를 담당하고 있으며, (주)에치엔지 및 콜마스크(주)는 화장품 제조 및 판매를, 콜마생활건강(주)는 식품 및 화장품 도소매업을 주된 사업으로 영위하고 있다. 동사는 중국(강소, 산둥)과 호주(시드니)에 총 3개의 해외법인을 보유하고 있다. 강소콜마(지분율 100%)는 면역기능개선, 장건강개선, 혈당개선 등의 다양한 건강기능식품 ODM/OEM 사업을 전개하고 있으며, 연태콜마(지분율 49%)는 애틀미와 함께 중국 네트워크 사업 확장을 준비하고 있다.

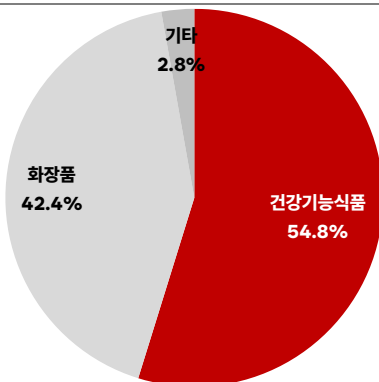
2025년 3월말 기준, 동사의 최대주주는 콜마홀딩스(주)로 44.6%의 지분을 보유하고 있으며, 윤여원 대표이사(7.7%) 등을 포함한 최대주주 및 특수관계인 지분은 53.5%이다. 이외에도 주요 주주인 한국원자력연구원은 콜마비엔에이치의 전신인 (주)선바이오텍의 공동 출연자로서, 지분 6.0%를 보유하고 있다. 또한 동사는 2024년 11월 13일자로 자기 주식취득 신탁계약 체결을 통해 약 100억원의 자사주를 추가 매입하였으며, 2025년 5월 14일 공시에 따르면 자기주식 1,120,636주(지분율 3.81%)를 보유하고 있다.

## 회사 연혁

| 2004~2012                                                                                                                                                                                    | 2013~2018                                                                                                                                                                                                                                                       | 2019~                                                                                                                                                                                                                                                                                                         |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 2004 한국원자력연구원, 한국콜마 공동출자 신바이오텍 설립<br>2006 음성공장(GMP) 완공<br>헤모힘당귀등혼합추출물 연약기능 개선 개별인증형 원료 승인<br>2007 개별인증형 건강기능식품 인정 3건<br>2008 신바이오텍 대전공장 준공<br>2010 미국 수출 개시<br>2011 일본 수출 개시<br>2012 세종공장 준공 | 2013 대만 수출 개시<br>합병 및 상호 변경(콜마비엔에이치)<br>연질캡슐 라인 신설<br>GMP 적용업소 지정(액상, 연질캡슐)<br>2014 음성 제2공장(GMP) 준공<br>2015 코스트 상장<br>2017 중국법인 강소콜마(Jiangsu Kolmar Meibao Keji Co., Ltd.) 설립<br>2018 중국법인 연태콜마(Yantai Kolmar Atomy Health Care Food Co., Ltd.) 설립<br>러시아 수출 개시 | 2019 포도블루베리추출물분말 기능력 개선 개별인증형 원료 승인<br>2020 미숙여주주정추출분말 '혈당 개선' 개별인증형 원료 승인<br>중국 강소콜마 생산공장 준공<br>2021 미숙여주주정추출분말 '혈당 억제' 개별인증형 원료 승인<br>세종2공장 준공<br>2022 콜마스크 주식회사 지분 인수<br>2023 산업통상자원부 월드클래스 기업 선정<br>세종3공장 준공<br>2024 23년 SR보고서 발간, 압축최초ESG 통합A등급 획득, K-RE100 가입(세종)<br>안질연골건강 개별인증형 승인<br>코리아밸류업100대기업 선정 |

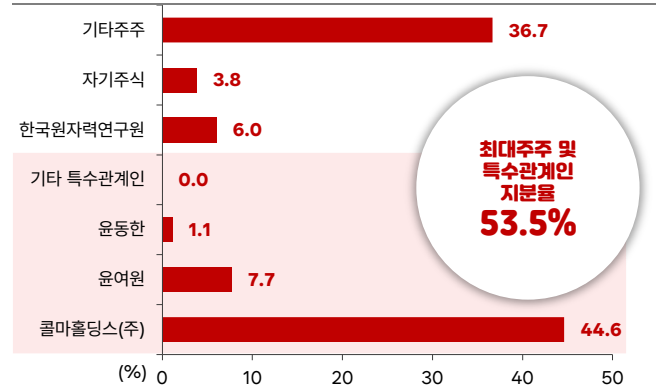
자료: 콜마비엔에이치, 한국IR협의회 기업리서치센터

## 사업부문별 매출액 비중(2024년 연결 기준)



자료: 콜마비엔에이치, 한국IR협의회 기업리서치센터

## 주주현황(2025년 3월말 기준)



자료: 콜마비엔에이치, 한국IR협의회 기업리서치센터

## 주요 사업 영역

콜마비엔에이치는 건강기능식품 및 화장품 핵심소재 연구개발 전문기업으로, 천연물을 이용한 소재를 사업화하여 건강기능식품 및 화장품을 ODM/OEM 방식으로 생산 및 판매하고 있다. 2024년 연결기준 사업부문별 매출 비중은 건강기능식품 54.8%, 화장품 42.4%, 기타 2.8%로 구성되며, 지역별 매출 비중은 국내 62.8%, 해외 37.2%로 미국, 대만, 러시아, 일본 등 총 26개 국가에 건강기능식품과 화장품을 판매하고 있다. 주요 매출처로는 애터미(주), 헤일리온(구, GSK컨슈머헬스케어), 유한양행 등을 비롯하여 온라인 및 오프라인 기반의 다양한 건강기능식품회사 및 제약회사 등이 있다.

### (1) 건강기능식품 ODM/OBM 사업

#### 개별인증형 원료 확보를 통해 R&D 기반 원료 경쟁력 강화

콜마비엔에이치는 건강기능식품 ODM/OBM 전문기업으로, 시장 트렌드 파악부터 제품기획 및 개발, 생산 그리고 마케팅에 이르는 토털 ODM(Original Development Manufacturing) 솔루션을 제공하고 있다. 특히, 개별인증형 원료 확보를 통해 지속해서 R&D 기반 원료 경쟁력을 강화하고 있으며, 주요 개별인증형 원료로는 2006년 '면역기능개선' 개별인증형 원료로 허가받은 헤모힘당귀등혼합추출물, 2020년 '혈당 개선'으로 허가받은 미숙여주주정추출분말 등을 포함하여 2024년말 현재 개별인증형 원료 6종을 보유하고 있다.

동사는 헤모힘(당귀등혼합추출물: 면역개선, 피로개선) 외에도 미숙여주(혈당케어), 루바브(갱년기), 메모페놀(기억력 개선), 애플페논(체지방 감소) 등 신규 개별인정형 원료를 개발하였으며, 2024년 4월 허가받은 타마플렉스(관절/연골 건강개선)를 포함하여 현재 6개의 개별인정형 제품을 보유하고 있다. 동사는 자체 식품과학연구소를 통해 2026년까지 개별인정형 원료 13건을 추가 확보할 계획으로, 개별인정형 원료 기반으로 신규 원료 건강기능식품 시장을 개척하면서 애터미 외 다양한 대형 고객사 확보를 통한 매출 본격화가 기대된다.

#### 해외 대형 고객사 확보를 통한 위탁생산 물량 확대

또한 2021년 동사는 헤일리온(Haleon, 구 GSK컨슈머헬스케어)사의 종합비타민 브랜드 '센트룸' 일부 품목에 대한 위탁생산 계약을 맺으면서 글로벌 고객사를 확보했다. '센트룸'은 세계 판매 1위 멀티비타민 브랜드로, 동사는 기존 대만에서 생산하던 약 5억만정 규모의 국내 유통물량을 순차적으로 국내생산으로 이관하고 있으며 이관 완료 시 약 350억원 규모의 위탁생산 매출이 예상된다. 이외에도 일본 대형 제약사를 비롯하여 중국 및 APAC 지역의 다양한 고객사를 확보하며 해외 위탁생산 물량 확대가 진행되고 있다.

#### 주요 제품: 헤모힘

#### 헤모힘은 국내 1호 면역기능개선 개별인정형 건강기능식품으로 국내 판매 1위, 수출 1위 개별인정형 건기식 제품

동사의 주요 제품인 '헤모힘'은 2006년 식품의약품안전처로부터 면역기능 개선 개별인정형 원료로 허가 받은 국내 1호 건강기능식품이다. '헤모힘'은 콜마비엔에이치의 연구역량과 제조기술이 집약된 제품으로 주요 고객사인 '애터미'를 통해 판매하고 있다. 헤모힘은 국내 건강기능식품 수출 1위 제품으로 현재 19개국에 수출하고 있으며, 2022년 기준, 연매출액 1,851억원(2013-2022 CAGR 8.6%), 글로벌 누적 매출액 2조원을 달성했다. 코로나19 이후, 2023년부터는 헤모힘 매출이 감소세를 나타내고 있으나 2024년에는 글로벌 표준화 작업을 마친 '헤모힘 G'를 출시하면서 글로벌 영역 확장에 박차를 가하고 있다.

한편, '헤모힘' 고객사이자 동사의 최대 고객사인 애터미(주)는 2009년 창립한 글로벌 네트워크 마케팅 기업으로 2024년 기준, 전 세계 27개 지역에서 직접판매 영업을 하고 있다. 공정거래위원회 다단계판매사업자 주요정보공개에 따라 살펴본 헤모힘 매출액 추이는 2009년 90억원에서 2018년 1,820억원으로 9년간 연평균 40%의 높은 매출액 성장률을 나타내었으며, 2022년 최고 매출액인 1,851억원을 달성한 이후 2023년에는 1,401억원으로 매출액이 감소하였다.

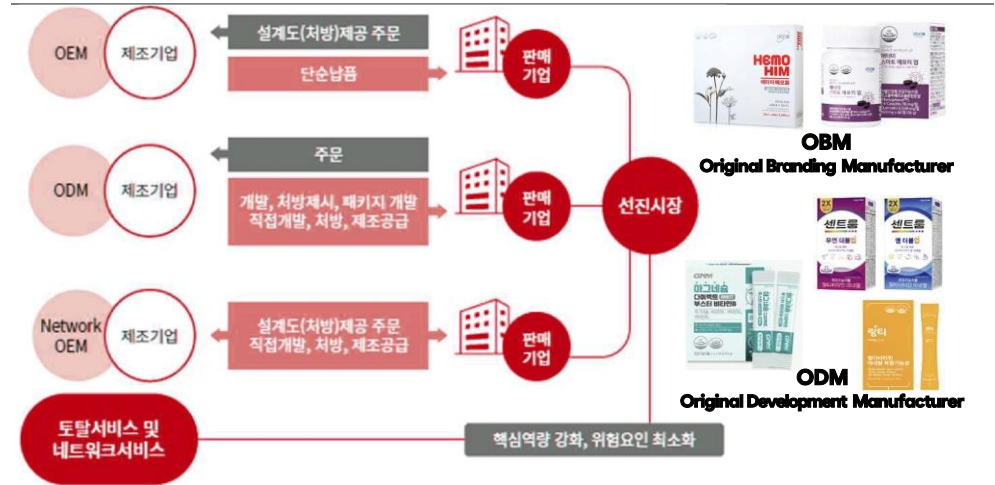
#### (2) 기능성 화장품 원료 및 제품 사업

#### '프레쉬 선로션' 중심으로 매출 성장 기대

동사는 생허브 바이오 기술, 천연 추출물 색도 개선(고순도 정제) 기술 등 다양한 소재 제조 기술을 응용하여 기능성 화장품 원료를 개발하고 있다. 화장품 생산은 연결 자회사인 (주)에치엔지 및 계열사인 한국콜마에 위탁을 통해 생산하고 있으며, 주요 고객사인 애터미에 제품을 판매하고 있다.

2024년 동사는 신제품 '프레쉬 선로션' 흥행에 힘입어 매출액이 성장하였다. 계열사 한국콜마가 세계적인 수준의 자외선 차단제 기술력을 바탕으로 국내 선케어 시장의 70%를 점유하는 등 선케어 제품에서 강점을 보이고 있는 만큼, 동사 역시 선케어 신제품을 통한 성장이 기대되고 있다.

### 주요 제품 및 서비스



자료: 콜마비엔에이치, 한국R협의회 기업리서치센터

### 주요 제품



자료: 콜마비엔에이치, 한국R협의회 기업리서치센터

### 주요 고객사



자료: 콜마비엔에이치, 한국R협의회 기업리서치센터

### 헤모힘

|                      |      |
|----------------------|------|
| 국내 건강기능식품 수출         | 1위   |
| 글로벌 누적 매출            | 2    |
| 면역기능개선 개별인정형 건강기능식품원 | 1호   |
| 국내외 특허               | 16개  |
| 국내 직접판매 베스트셀러        | 1위   |
| 글로벌 수출               | 19개국 |

자료: 언론보도, 한국R협의회 기업리서치센터

### 콜마비엔에이치 개별인정형 원료



자료: 콜마비엔에이치, 한국R협의회 기업리서치센터

## 3 생산능력 현황

### 국내 건기식 ODM 업계 최대 수준의 생산 역량 확보

콜마비엔에이치는 건강기능식품 생산공장으로 세종특별시의 세종공장(1·2·3공장) 및 충북 음성군의 음성공장(1·2·3공장)을 운영하고 있다. 세종1·2공장은 헤모힘 전용 생산시설로 각각 연간 1,000억원 규모의 생산 CAPA를 갖추고 있으며, 음성 1·2·3공장은 고품제, 정제 등의 건기식 생산시설로 각각 연간 500억원, 1,300억원, 1,200억원 규모의 생산 CAPA를 보유하고 있다.

특히, 동사는 2023년 11월 세종 미래산업단지 내에 스마트 자동화 시스템을 갖춘 세종3공장을 준공하였으며, 2024년 하반기부터 본격적인 가동에 돌입하였다. 세종3공장은 연간 2,000억원 규모의 고품제 생산능력을 갖춘 대형 공장으로서, 2025년 들어 가동률이 빠르게 상승하고 있다. 이에 따라 동사는 국내 기준 연간 총 7,000억원 규모의 생산능력을 확보하게 되었으며, 이는 국내 건기식 ODM 업계 최대 수준의 생산 역량이다. 향후 세종3공장은 납기 단축과 생산 효율성 향상 등을 통해 수익성 개선에 기여할 것으로 기대된다.

이와 함께, 동사는 종속회사를 통해 중국 내 현지 생산거점도 보유하고 있다. 연태콜마는 중국 산둥성에 연간 1,000억원 생산 CAPA를, 강소콜마는 중국 강소성에 연간 700억원 규모의 생산 CAPA를 갖춘 생산설비를 보유하고 있다. 이를 바탕으로 빠르게 성장하고 있는 중국 건강기능식품 수요에 신속하게 대응하며, 현지 시장 성장에 대응할 전망이다.

### 생산능력 현황

| 헤모힘 생산 전용                                                                           |                                                                                     | 건기식 생산                                                                              |                                                                                      | Global                                                                                |                                                                                       |
|-------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|-------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------|
|  |  |  |  |  |  |
| <b>세종 I</b><br>소재지 : 세종특별자치시<br>CAPA : 연간 1,000억                                    | <b>세종 II</b><br>소재지 : 세종특별자치시<br>CAPA : 연간 1,000억                                   | <b>음성 제1공장</b><br>소재지 : 충북 음성군<br>CAPA : 연간 500억                                    | <b>음성 제2공장</b><br>소재지 : 충북 음성군<br>CAPA : 연간 1,300억                                   | <b>연태 콜마</b><br>소재지 : 산둥성 연태시<br>CAPA : 연간 1,000억                                     | <b>강소 콜마</b><br>소재지 : 강소성 영청시<br>CAPA : 연간 700억                                       |
|                                                                                     |                                                                                     |  |  |                                                                                       |                                                                                       |
|                                                                                     |                                                                                     | <b>음성 제3공장</b><br>소재지 : 충북 음성군<br>CAPA : 연간 1,200억                                  | <b>세종 III</b><br>소재지 : 세종 미래산업단지<br>CAPA : 연간 2,000억                                 |                                                                                       |                                                                                       |

자료: 콜마비엔에이치, 한국IR협회의 기업리서치센터



## 산업 현황

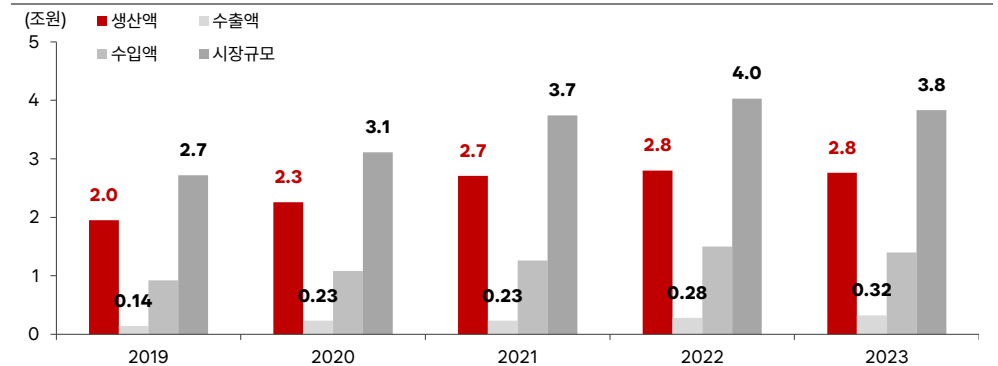
### 1 국내 건강기능식품 시장

건강기능식품 시장은  
건강증진을 넘어, 뷰티/미용 목적  
등으로 수요 확장이 이어지며  
성장세가 이어질 전망

건강기능식품은 인체에 유용한 기능성을 가진 원료나 성분을 사용하여 제조/가공한 식품으로 식품의약품안전처로부터 기능성과 안정성을 인정받은 제품을 말하며, 통상 일반식품과 의약품의 중간 단계로 질병치료의 목적을 가지지는 않으나 인체에 유용한 기능성을 제공함으로써 건강 증진에 도움을 주는 식품을 말한다. 인구 고령화에 따라 건강한 삶, 자기 건강 관리에 대한 관심이 높아지고 있으며, 이에 따라 건강기능식품도 꾸준히 성장하고 있다. 최근에는 건강뿐 아니라 뷰티/미용 목적의 건강기능식품 수요가 확대되고 있으며, 특히 코로나를 기점으로 면역력 강화, 눈피로개선 등의 수요로 확장되며 건강기능식품 산업의 고성장은 앞으로도 지속될 것으로 예상되고 있다.

한국 식품의약품안전처에서 발표한 '2024 식품의약품통계연보'에 따르면 국내 건강기능식품 시장규모(건강기능식품 국내 생산액 및 수입액의 합에서 수출액을 제외)는 2023년 기준 3.83조원으로 전년대비 4.91% 감소하였으나, 2019년 2.72조원과 비교하면 4개년간 연평균 약 8.94% 증가하였다. 세부적으로 2023년 기준 국내 건강기능식품 생산액은 약 2.76조원(YoY -1.66%), 수입액은 약 1.4조원(YoY -7.02%), 수출액은 0.32조원(YoY +16.45%)으로, 최근 4개년간 각각 연평균 9.11%, 11.10%, 22.74% 증가하였다.

#### 건강기능식품 국내시장 추이



주: 건강기능식품 시장 규모=국내 생산액+수입액-수출액

자료: 2024식품의약품통계연보, 한국R협의회 기업리서치센터

#### 건강기능식품 상위 5개 품목별 매출액 추이

(단위: 억원)

| 구분              | 2019   | 2020   | 2021   | 2022   | 2023   |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 홍삼              | 10,598 | 10,609 | 10,472 | 9,848  | 8,953  |
| 개별인정형           | 5,486  | 6,543  | 8,467  | 8,511  | 7,409  |
| 프로바이오틱스         | 4,594  | 5,256  | 7,677  | 6,977  | 6,755  |
| 비타민 및 무기질       | 2,701  | 2,988  | 3,354  | 4,606  | 5,591  |
| EPA 및 DHA 함유 유지 | 1,035  | 1,393  | 2,367  | 2,819  | 2,667  |
| 누계(5품목)         | 24,414 | 26,790 | 32,337 | 32,761 | 31,375 |

자료: 2023년 식품 등 생산실적(식품의약품안전처), 한국R협의회 기업리서치센터

## 젊은 세대가 이끄는 중국 건강기능식품 시장의 구조적인 변화

**2023년부터 2028년까지  
중국 영양보충제 시장은  
연평균 8.3%의 높은 성장 전망**

중국 건강기능식품 시장은 최근 몇 년 사이 단순한 규모 확장을 넘어 구조적인 변화의 국면에 진입하고 있다. iiMedia Research에 따르면 중국 건강기능식품 시장 규모는 2023년 3,282억 위안(약 56조원)에서 2027년 4,237억 위안(약 73조원)으로 연평균 6.6%의 성장이 전망되며, MarketsandMarkets에 따르면 2023년부터 2028년까지 중국 영양보충제 시장은 연평균 8.3%의 성장이 전망되고 있다. 시장조사기관에 따라 일부 차이는 있으나, 중국 건강기능식품 시장의 높은 성장성에 대한 전망은 중국 건강기능식품 시장이 단순한 유행을 넘어 인구·경제·정책·디지털 생태계 변화가 교차하는 종합 성장 환경으로 재편되고 있음을 시사한다고 판단된다.

**젊은 세대의 소비력 부상과  
건강 인식 고도화, 디지털 유통  
생태계 변화에 따른 구조적 성장**

중국 건강기능식품 시장은 최근 들어 소비층, 제품 구성, 유통 전략, 마케팅 방식 전반에서 구조적인 변화가 본격화되고 있다. 시장 확대의 주요 배경은 젊은 세대의 소비력 부상과 건강 인식 고도화, 디지털 유통 생태계 변화로 요약할 수 있으며, 구체적으로는 6가지 방향의 트렌드가 뚜렷하게 관찰되고 있다.

첫째, 소비층 측면에서 젊은 세대(90후·95후)가 건강기능식품 소비의 새로운 주력 세대로 부상하고 있다. 기존에는 중장년층과 노년층 중심이던 시장 구조가, 최근에는 미용·라이프스타일·헬스케어와 결합된 니즈를 가진 젊은 세대의 적극적인 건강 투자 흐름으로 빠르게 재편되고 있다. 아동·실버 소비층도 여전히 핵심 성장 기반으로 유지되고 있어, 전 연령대에서 동시 확장적 수요가 형성되고 있다.

둘째, 효능 니즈가 더욱 세분화되고 있다. 기존에는 면역력 증진 기능이 시장의 중심 축이었으나, 최근에는 피로 회복, 눈 건강, 심혈관 건강, 운동 영양 등 특정 부위·기능 중심의 맞춤형 수요가 급속히 증가하고 있다. 이는 소비자의 건강 관리 관점이 점차 전문화·고도화되고 있음을 보여준다.

셋째, 기능성 성분의 다변화가 두드러진다. 그동안 체중 감량용 제품이 시장을 주도했으나, 최근에는 피부 미용·항산화·심혈관 건강 등 광범위한 효능 성분이 적용되며 제품 포트폴리오가 풍부해지고 있다. 특히 코엔자임 Q10(CoQ10) 등 프리미엄 성분의 주목도가 높아지고 있으며, 브랜드사들은 차별화된 고기능 제품 개발에 박차를 가하고 있다.

넷째, 소비 경험(섭취 경험) 개선도 빠르게 진행되고 있다. 젊은 소비자는 단순 알약 형태 제품보다는 젤리형, 음료형, 소프트 캡슐형 등 섭취 편의성과 감성적 만족도를 동시에 충족하는 제품을 선호하는 경향이 뚜렷하다. 이러한 트렌드는 '무통 복용(无痛吃药)'이라는 개념으로 요약되며, 건강기능식품이 일상적이고 즐거운 소비 경험으로 인식되는 방향으로 진화하고 있다.

다섯째, 유통 채널 구조도 변화하고 있다. 전자상거래가 시장 지배력을 더욱 강화하는 가운데, 전통 유통과의 융합 전략도 활발히 진행 중이다. 특히 크로스보더 전자상거래(跨境电商)는 해외 브랜드가 중국 시장 진출 시 반드시 활용해야 하는 핵심 진입 채널로 자리 잡아가고 있다.

마지막으로, 마케팅 전략은 더욱 디지털화·과학화되는 방향으로 고도화되고 있다. 소비자 설득을 위한 기능성 성분의 효능 시각화 콘텐츠가 증가하고 있으며, Xiaohongshu(샤오홍슈), Douyin(틱톡) 등 플랫폼을 활용한 빠른 소비 트렌드형 콘텐츠 마케팅이 주요한 마케팅 수단으로 자리 잡고 있다.

종합적으로, 중국 건강기능식품 시장은 세대 교체에 따른 소비 트렌드 변화, 맞춤형 고기능 제품 수요 확대, 디지털 채널 중심 유통 전략 고도화라는 방향으로 급속히 진화하고 있으며, 이는 한국·해외 건강기능식품 기업에게도 제품 개발·마케팅·채널 전략 측면에서 중요한 시사점을 제공하고 있다.



## 투자포인트

### 1 자체 사업 빌드업 효과 본격화

#### 자체 사업 역량 강화 전략이 매출 구조 개선으로 이어지고 있음

콜마비엔에이치는 그동안 매출 구조 측면에서 주요 고객사인 애터미에 대한 의존도가 높았으며, 이로 인해 동사의 실적은 애터미의 실적 변동성에 연동된다는 구조적 한계를 안고 있었다. 동사는 최근 이 같은 특정 거래처 의존도가 높은 사업 구조에서 벗어나기 위해 다각적인 전략을 추진해왔다. 그 결과로, 과거 건강기능식품 매출의 절반 이상을 차지하던 애터미향 매출은 2020년 기준 46.8%, 2024년에는 36.9%까지 낮아지며 실질적인 매출 구조 다변화가 진행되고 있다. 이는 동사가 추진해온 자체 사업 역량 강화 전략이 실제 매출 구조 개선으로 이어지고 있음을 보여준다.

특히, 동사의 이러한 자체 사업 역량 강화 전략은 일차적으로는 특정 거래처향 매출 의존도를 낮췄다는 측면에서 긍정적이며 더 나아가 개별인정형 원료를 중심으로 한 ODM 사업의 경쟁력 제고와 북미·중국 등 글로벌 시장 공략이라는 구체적인 실행 전략의 결과물이라는 측면에서 더욱 의미가 있다고 판단된다.

#### 독자 원료 개발 역량을 바탕으로 ODM 사업 경쟁력 제고

ODM 사업 경쟁력 제고의 핵심은 독자 원료 개발 역량이다. 동사는 2024년 자체 개발한 '타마플렉스' 원료를 기반으로 관절 및 항염 관련 건강기능식품 포트폴리오를 강화해왔다. 타마플렉스는 강황 및 보스웰리아 추출물을 복합한 항염 기능 원료로, 2024년 4월 국내 식약처로부터 개별인정형 승인을 통해 다수 브랜드와의 ODM 제품화에 성공하고 있다. 특히 관절 및 연골 건강에 특화된 이 원료는 고령화 및 액티브 시니어 트렌드에 부합하는 수요에 맞춰 다양한 국내외 고객사에 공급되고 있으며, 관련 제품군 매출은 최근 분기 기준으로 두 자릿수 성장률을 기록 중이다. 이러한 원료 고도화 전략은 단순 수탁생산에서 벗어나 고마진 ODM 모델로의 전환을 가능케 하며, 이는 수익성 방어와 성장성 확보 양면에서 긍정적으로 작용하고 있다.

#### 글로벌 시장 공략: 글로벌 브랜드 전략적 제휴 등

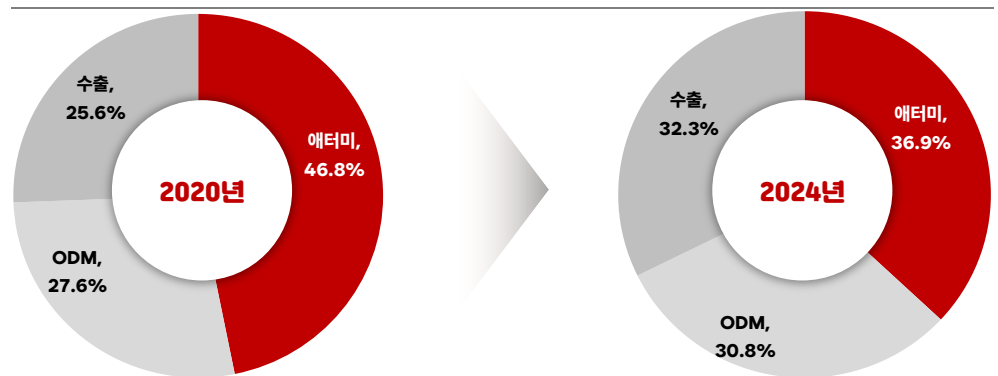
또한 글로벌 시장 공략 측면에서 기존 애터미·중국향에 집중되었던 구조에서 벗어나 북미, 아시아 권역 수출 다변화를 본격화하고 있다. 동사는 글로벌 브랜드와의 전략적 제휴를 통해 생산·기술 파트너로서의 입지를 확대하고 있으며, 대표 사례로는 글로벌 헬스케어 기업인 헤일리온(Haleon)과의 협업 및 파트너십 확대가 있다. 2024년부터 대만에서 생산되던 헤일리온의 대표 제품인 '센트룸(Centrum)' 일부 제품군의 물량이 콜마비엔에이치로 이관되어 국내 공장에서 생산되고 있으며, 이를 기반으로 중국·아시아 시장에 제품 공급이 시작되고 있다. 이는 단순 납품을 넘어 동사의 제조 인프라와 품질관리 능력이 글로벌 기준에 부합함을 의미하며, 이러한 트랙 레코드를 바탕으로 다양한 글로벌 파트너와의 협업으로 이어지고 있다.

이와 함께 주목할 만한 제품이 바로 '센트룸 이문부스트'이다. 이 제품은 동사가 자체 개발한 '쿨멜팅파우더' 제형 기술이 적용된 신제품으로, 중국 소비자 니즈를 반영한 제형 혁신 사례로 꼽힌다. 쿨멜팅파우더 제형 기술 적용을 통해 기존의 타정형 제형 대비 섭취 용이성과 기호성이 개선되었으며, 여기에 동사의 개별인정형 기능성 원료들이 다수 채택되며 기술력과 소재경쟁력 모두가 반영된 사례로 평가된다. 위탁생산 확대를 넘어 헤일리온 제품군에 대한 포트폴리오가 확대됨에 따라 동사의 ODM 수출 모델 고도화 및 프리미엄 시장 진입 역량을 실질적으로 입증하며, 추가적인 제품 확장 및 수출 확대 성과가 기대되고 있다.

이러한 성과는 동사의 건기식 매출 중 수출 비중의 변화로 반영되고 있다. 동사의 건기식 매출 중 수출 비중은 2020년 25.6%에서 2024년 32.3%로 확대되었으며, 그 결과 2024년 동사의 건기식 매출구조는 애터미, ODM, 수출 비중이 각각 1/3씩을 차지하는 안정적인 3분할 구조를 형성하게 되었다. 이는 글로벌 수주를 기반으로 단일 거래처에 의존하지 않고 다수 고객사로 확대되었음을 의미하며, 앞으로의 실적 변동성 완화 및 이익률 개선에 기여할 수 있는 매출 구조로 볼 수 있다.

결론적으로, 콜마비엔에이치는 개별인정형 원료 중심의 ODM 경쟁력 강화와 북미·아시아 권역 수출 확대 등 글로벌 사업 다각화 전략을 통해 특정 고객사 의존도를 낮추고 사업 포트폴리오의 안정성과 확장성을 동시에 확보하고 있다. 이러한 자체 사업 빌드업 효과는 중장기적 관점에서 단순한 외형 성장뿐 아니라 수익성 체질 개선과 밸류에이션 레벨업으로 이어질 가능성도 열려 있다는 측면에서 주목할 필요가 있다고 판단된다.

건강기능식품 부문별 매출비중 변화



자료: 콜마비엔에이치, 한국IR협회의 기업리서치센터

대형 OEM 공급사 확보: 센트럼(헤일리온社)



자료: 언론보도, 한국IR협회의 기업리서치센터

센트럼 이문부스트



자료: 콜마비엔에이치, 한국IR협회의 기업리서치센터

중국을 비롯, 동남아, 북미, 중동  
지역까지 건강기능식품 수요  
꾸준히 확대되는 추세로,  
동사는 생산능력, 글로벌 신뢰도,  
제형기술, 수출 채널 경쟁력을  
바탕으로 건강식 수출 모멘텀  
기대됨

## 건강식 수출 모멘텀이 기대되는 우호적인 산업 환경

콜마비엔에이치는 국내 최대 수준의 건강기능식품 생산능력과 검증된 글로벌 대응력을 바탕으로, 산업 구조적 변화 속에서 수출 모멘텀 확대에 따른 실적 개선이 기대된다. 최근 국내 건강식 내수 시장이 경쟁 심화로 성장 정체를 겪고 있는 반면, 아시아와 북미 등 해외 수출 시장은 구조적 성장 구간에 진입하고 있어, 수출 대응력이 뛰어난 기업에게 유리한 환경이 조성되고 있다. 특히, 글로벌 고객사로부터의 수주 확대는 공장 가동률을 끌어올리고, 이는 전사 수익성 개선으로 직결될 수 있다는 점에서 실적개선 레버리지 관점에서도 긍정적이다.

동사는 세종 및 음성에 총 6개 공장을 보유하고 있으며, 연간 약 7,000억 원 규모의 생산 CAPA를 확보하고 있다. 2024년부터 본격 가동에 들어간 세종3공장은 스마트 자동화 기반의 고품제 전용 설비를 갖추고 있어 생산 효율성을 대폭 끌어올릴 수 있다. 이러한 대규모 설비를 바탕으로 동사는 헤일리온, 일본 대형 제약사 등 글로벌 유수 기업들의 생산 파트너로 참여하고 있으며, 이는 동사의 기술력과 납기 대응력이 글로벌 수준임을 반증하는 사례라고 판단된다.

앞서 언급했던 글로벌 브랜드 '센트룸'의 일부 물량이 대만에서 한국으로 이관되면서 콜마비엔에이치가 생산 주체로 자리잡았으며, 이와 함께 독자 제형인 '쿨멜팅파우더'를 적용한 '센트룸 이문부스트'와 같은 현지화 제품도 출시되었다. 이는 단순한 OEM 공급을 넘어, 제형 혁신을 통한 ODM 수출 확대 전략이 작동 중임을 보여준다. 이처럼 자체 제형 개발 역량과 원료 포트폴리오 다변화는 향후 수익성 높은 제품군의 비중 확대에도 기여할 것으로 기대된다.

수출 환경은 점점 더 우호적으로 바뀌고 있다. MarketsandMarkets에 따르면 중국 영양보충제 시장은 2023년부터 2028년까지 연평균 8.3%의 성장이 전망되며, 중국 외에도 동남아, 북미, 중동 지역까지 건강기능식품 수요는 꾸준히 확대되는 추세다. 이러한 환경 속에서 동사는 북미·아시아 중심의 채널 다변화 전략을 꾸준히 추진하고 있으며, 자체 개발 개별인정형 원료(예: 타마플렉스 등)를 적용한 고부가 ODM 제품 확대를 병행하고 있어 제품 경쟁력 또한 강화되고 있다. 생산능력·글로벌 신뢰도·제형기술·수출 채널 경쟁력을 바탕으로 동사는 건강기능식품 수출 모멘텀이 기대되는 우호적인 산업 내 구조적 변화 속에서 수혜가 기대된다.

## 수익성 개선, 자본효율성 회복, 주주환원 확대를 통한 기업가치 제고 목표를 제시

### 3 밸류업 프로그램을 통한 기업가치 제고 기대

콜마비엔에이치는 2025년 3월 28일 기업가치 제고계획 공시를 통해 수익성 개선, 자본효율성 회복, 주주환원 확대를 통한 기업가치 제고 목표를 제시하였다. 동사의 주요 사업영역인 건기식 시장은 2014년 2조원 대에서 2021년 5조원을 넘어서며 연평균 14%의 고속 성장이 이어졌으나, 코로나 국면 이후 시장 성장 정체 국면과 함께 건기식 제조사 및 브랜드사 증가로 인한 내수시장 경쟁 심화로 인해 쉽지 않은 영업 환경이 이어지고 있다. 다만, 건기식 수출액은 2018년 1,260억원에서 2023년 3,240억원 규모로 5년간 연평균 21% 성장하며 건기식 업체들이 수출 경쟁력을 바탕으로 성장 활로를 찾고 있다는 것을 엿볼 수 있다. 실제 동사의 최근 5개년 실적에서 해외 매출비중을 살펴보면 2020년 31%에서 2024년 37%로 해외 매출비중이 확대되고 있다.

동사는 이러한 산업적 환경 속에서 주요 제품의 매출 성장 및 해외 매출 비중 확대 등을 통한 성장 목표를 설정하였으며, 2027년까지 ROE 10%, ROIC 10%, 배당성향 20% 이상을 제시했다. 2022~2024년 국내 건기식 경쟁 심화에 따른 실적 부진으로 수익성과 자본 효율성이 저하된 가운데, 건기식 ODM 핵심 소재 고도화, 글로벌 수출 확대, 화장품 사업 효율화 등을 병행 추진하며 수익성 회복과 자본 효율성 동반 개선을 추진할 전망이다.

동사는 연간 배당총액  $\pm 20\%$  내외 유지 원칙을 기반으로 안정적인 배당 기조를 이어가고 있으며, 특히 최근에는 실적이 부진한 상황임에도 불구하고 과거 수준의 주당 현금배당금 수준을 유지하며 2023년 45.5%, 2024년 48.9%의 높은 배당성향을 나타내고 있다. 동사는 중장기적으로 배당성향 20% 이상 유지를 목표로 설정하여, 실적 회복과 연동된 유연한 환원정책을 설계하고 있으며, 이는 상장사로서 주주이익 보호 의지를 시장에 명확히 표명한 것으로 판단된다.

또한 동사는 주가 안정 및 주주가치 제고를 목적으로 자기주식취득도 이어가고 있다. 동사는 2023년 1월 100억원 규모의 자기주식취득 신탁계약을 체결하고, 이 중 일부(128,000주(약 30억원 규모))를 2023년 12월 이사회 결의에 따라 2024년 1월 3일자로 소각 완료하였다. 또한 추가로 2024년 11월 13일자로 100억원 규모의 자기주식취득 신탁계약을 체결하였으며, 2025년 3월까지 821,970주의 자기주식을 취득함에 따라 향후 자기주식 소각을 통한 주주가치 제고 노력이 기대된다.

### 2025년 기업가치 제고 계획: K-헬스케어/K-건기식 선도

#### K-헬스케어/K-건기식을 선도



자료: 콜마비엔에이치, 한국IR협회의 기업리서치센터



## 실적 추이 및 전망

### 2024년 실적 추이

2024년 연결기준 실적은 매출액 6,156억원(YoY +6.2%), 영업이익 246억원(YoY -18.6%), 영업이익률 4.0%(전년대비 1.2%p 하락), 지배주주순이익 181억원(YoY -8.4%)이다. 건강기능식품 매출액은 국내 건기식 시장 경쟁심화로 인한 어려운 여건에도 불구하고 센트룸 위탁매출 확대, 헤모힘G 출시로 글로벌 매출 확대, 개별인정형 건기식 타마플렉스(관절 및 연골건강 개선) 제품 출시 등을 바탕으로 전년대비 5.7% 성장하였으며, 화장품은 2024년 1분기 출시한 신제품 '프레쉬 섀로션' 효과에 힘입어 전년대비 4.3% 성장하였다.

중국법인인 강소콜마는 2023년부터 중국 로컬 네트워크 마케팅 법인을 대형 고객사로 확보하면서 매출액이 2022년 75억원, 2023년 233억원으로 크게 성장하였으며, 2024년에도 기존고객사의 제품 카테고리 확장 및 신규고객 확대 등을 바탕으로 267억원(YoY +14.5%)의 매출액을 달성했다. 콜마스크는 2023년에 이어 2024년에도 매출액 573억원으로 전년대비 14.3% 성장하며 연결 매출 성장을 견인했다.

이익측면에서는 2024년 하반기부터 시작된 세종3공장 감가상각비 증가로 인해 판매관리비 비율이 전년대비 1.0%p 상승하여 전사 영업이익률이 1.2%p 하락했다.

### 2025년 실적 전망

2025년 연결기준 실적은 매출액 6,204억원(YoY +0.8%), 영업이익 290억원(YoY +17.7%), 영업이익률 4.7%(전년대비 0.7%p 개선), 지배주주순이익 196억원(YoY +8.7%)을 전망한다.

2025년 1분기 연결실적은 매출액 1,367억원(YoY -14.7%), 영업이익 36억원(YoY -62.5%), 영업이익률 2.6%(전년대비 3.4%p 하락), 지배주주순이익 14억원(YoY -79.2%)으로 전년동기 대비 부진한 실적을 기록했다. 연초 최대 고객사의 재고조정 및 내부 재정비 이슈로 인해 건강기능식품 부문 매출액은 1Q24 814억원에서 1Q25 680억원으로 전년동기대비 16.5% 감소했다. 화장품 부문 역시 전년도 신제품 출시효과로 인한 높은 기저 영향으로 1Q24 385억원에서 1Q25 304억원으로 전년동기대비 21.1% 감소했다. 수익성 측면에서는 매출하락으로 인한 매출원가율 상승, 일회성 인센티브 비용 지급에 따른 판관비율 상승으로 인해 영업이익률이 전년동기대비 3.4%p 하락했다.

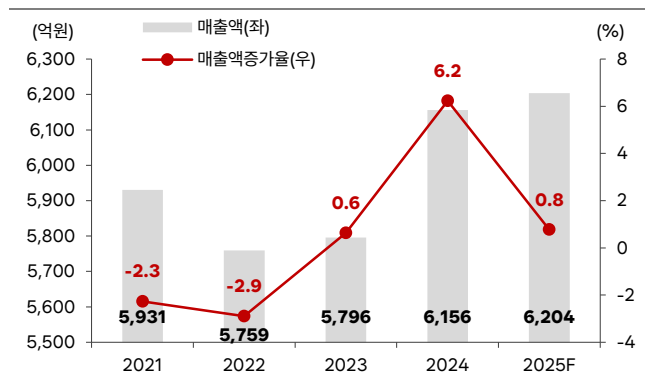
수익성 측면에서는 2024년 하반기부터 반영되고 있는 신공장 감가상각비 증가 등의 영향으로 고정비 부담 지속 및 프로모션비 등의 판관비 증가로 인해 전년동기 대비 수익성이 하락하였다.

1분기 수출 부진은 앞서 투자포인트에서 언급한 수출을 중심으로 성장 모멘텀과 반하는 결과라고 판단되나, 이는 1분기 주요 파트너사의 재고조정 등으로 인한 일시적인 상황이며, 3월부터 발주 정상화에 따라 매출이 회복되고 있는 국면으로 판단된다. 당사는 영업(잠정)실적 공시를 통해 2025년 4월부터 월별 실적을 발표하고 있다. 이에 따르면 2025년 4월 매출액은 445억원, 영업이익 36억원으로 전년동월대비 매출액은 7.1%, 영업이익은 49.7% 상승하였다.

2025년 5월 매출액은 420억원, 영업이익은 36억원으로 전년동월대비 매출액은 1.8% 감소하였으나, 영업이익이 40.1% 상승하며 2분기 실적 개선 기대감에 대한 가시성을 높여주고 있다.

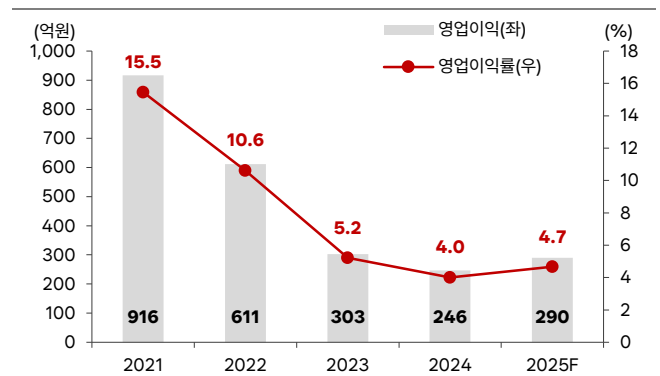
특히, ODM 핵심 고객사의 신규 프로모션 제품 물량 출하가 2분기부터 본격화될 것으로 전망됨에 따라 하반기 수출 매출 반등을 기대할 필요가 있다고 판단된다. 헤일리온을 포함하여 대형품목 위주의 ODM 파트너사 수가 누적적으로 확대되고 있으며, 2025년에는 전년도 진행했던 공장 가동을 확보를 위한 일부 저가수주 물량을 축소하고 수익성 좋은 ODM 물량을 중심으로 매출을 확대함에 따라 매출원가율 및 판관비율 개선을 통한 영업이익률 반등이 기대된다.

매출액 추이



자료: 콜마비엔에이치, 한국IR협회의 기업리서치센터

영업이익 추이



자료: 콜마비엔에이치, 한국IR협회의 기업리서치센터

실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

|                    | 2021         | 2022         | 2023         | 2024         | 2025F        |
|--------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| <b>매출액</b>         | <b>5,931</b> | <b>5,759</b> | <b>5,796</b> | <b>6,156</b> | <b>6,204</b> |
| 증가율 (%)            | -2.3         | -2.9         | 0.6          | 6.2          | 0.8          |
| 건강기능식품             | 3,770        | 3,540        | 3,016        | 3,188        | 3,171        |
| 화장품                | 1,480        | 1,519        | 1,440        | 1,502        | 1,471        |
| 근오농림               | 360          | 290          | 235          | 253          | 230          |
| 에치엔지               | 891          | 839          | 915          | 961          | 983          |
| 강소콜마               | 104          | 75           | 233          | 267          | 231          |
| 콜마생활건강             |              | 20           | 22           | 56           | 43           |
| 콜마스크               |              | 53           | 416          | 482          | 573          |
| 기타(연결조정)           | -675         | -577         | -482         | -552         | -498         |
| <b>매출원가</b>        | <b>4,628</b> | <b>4,729</b> | <b>4,985</b> | <b>5,306</b> | <b>5,321</b> |
| 매출원가율 (%)          | 78.0         | 82.1         | 86.0         | 86.2         | 85.8         |
| <b>매출총이익</b>       | <b>1,303</b> | <b>1,030</b> | <b>810</b>   | <b>851</b>   | <b>883</b>   |
| 매출총이익률 (%)         | 22.0         | 17.9         | 14.0         | 13.8         | 14.2         |
| <b>영업이익</b>        | <b>916</b>   | <b>611</b>   | <b>303</b>   | <b>246</b>   | <b>290</b>   |
| 영업이익률 (%)          | 15.5         | 10.6         | 5.2          | 4.0          | 4.7          |
| 증가율 (%)            | -16.0        | -33.3        | -50.5        | -18.6        | 17.7         |
| <b>세전계속사업이익</b>    | <b>919</b>   | <b>558</b>   | <b>260</b>   | <b>234</b>   | <b>250</b>   |
| <b>(지배주주)당기순이익</b> | <b>699</b>   | <b>405</b>   | <b>197</b>   | <b>181</b>   | <b>196</b>   |

자료: 콜마비엔에이치, 한국IR협회의 기업리서치센터

## Valuation

### 1 매출 성장 모멘텀과 수익성 개선으로 PBR 하단 탈출 기대

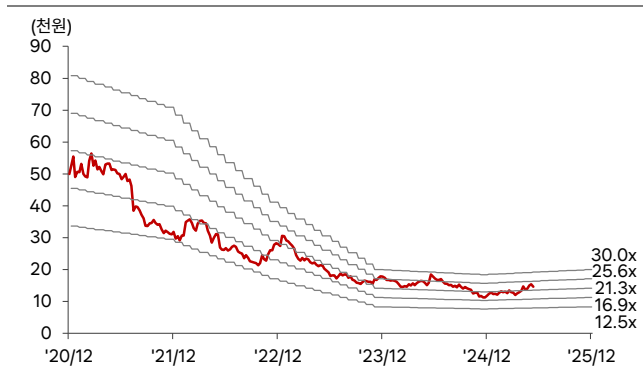
2025년 예상실적 기준,  
동사의 밸류에이션은  
PER 22.1배, PBR 1.1배로  
동종기업 대비 PER 고평가,  
PBR 저평가 구간

콜마비엔에이치는 국내 1위 개별인정형 건강기능식품인 '헤모힘'과 함께, 국내 건기식 ODM 업계 최대 수준의 생산 역량을 보유하고 있는 국내 대표 건강기능식품 ODM 전문기업이다. 건강기능식품 사업은 1) 차별적인 기능성 원료를 보유한 회사, 2) 건강기능식품 기획 및 판매에 강점을 보유한 회사, 3) 다양한 형태의 건강기능식품 제조설비를 보유한 OEM/ODM 회사 등의 측면에서 동일업종에 포함되더라도 매출이나 이익의 형태가 다르게 나타나는 편이다. 따라서 동사의 현재 주가 밸류에이션 수준을 판단하기 위해 국내 상장되어 있는 건강기능식품 기업 중 차별화된 기술력 기반의 OEM/ODM 사업을 영위하는 기업들(서흥, 노바렉스, 코스맥스엔비티)을 동종기업으로 선정하여 밸류에이션 수준을 비교해보고자 한다.

동사의 2025년 예상실적인 매출액 6,204억원, 영업이익 290억원, 지배주주순이익 196억원을 기준으로 한 주가 밸류에이션은 PER 22.1배, PBR 1.1배이다. 동종기업들의 2025년 컨센서스 실적을 기준으로 한 밸류에이션 평균은 PER 13.8배, PBR 1.6배 수준으로, 동사의 현재 주가수준은 동종기업 대비 PER은 고평가, PBR은 저평가 영역으로 판단된다.

최근 5개년 주가 밸류에이션 차트를 보면, 동사의 현 주가는 5년내 historical PBR band 차트의 하단 영역에 있음을 볼 수 있다. 동사는 OEM/ODM 회사임에 따라 설비투자 등의 선제적인 투자가 진행되었으나, 최근 국내 건강기능식품 제조업의 경쟁 심화로 인해 저가 수주가 많아지고, 수익성 좋은 건기식 제품들의 매출이 부진함에 따라 수익성 악화되며 설비자산들의 이익기여도가 높지 않았다. 하지만 2024년부터는 헤일리온을 포함하여 대형품목 위주의 ODM 파트너사 수가 누적적으로 확대되고 있으며, 신규 개별인정형 원료 기반의 대형 고객사가 확대됨에 따라 수출을 중심으로 하는 매출 성장 모멘텀과 함께 매출원가율 및 판관비율 개선을 통한 영업이익률 반등이 기대되는 상황이다. 이에 따라 동사의 주가도 PBR 하단구간에서 벗어나 우상향 할 수 있을 것으로 전망된다.

PER 밴드차트



PBR 밴드차트



동종기업 비교

(단위: 원, 억원, %, 배)

|                       |       | 콜마비엔에이치 | 서흥     | 노바렉스   | 코스맥스엔비티 |
|-----------------------|-------|---------|--------|--------|---------|
| 주가(원) 2025년 6월 17일 기준 |       | 14,720  | 19,030 | 17,670 | 5,180   |
| 시가총액(억원)              |       | 4,330   | 2,202  | 3,314  | 1,069   |
| 자산총계<br>(억원)          | 2023  | 6,945   | 9,937  | 2,647  | 3,001   |
|                       | 2024  | 6,909   | 10,177 | 2,896  | 3,172   |
|                       | 2025E | 6,858   | 10,290 | 3,170  | 2,930   |
| 자본총계<br>(억원)          | 2023  | 3,963   | 4,771  | 2,004  | 406     |
|                       | 2024  | 3,953   | 5,078  | 2,203  | 620     |
|                       | 2025E | 3,974   | 5,258  | 2,480  | 410     |
| 매출액<br>(억원)           | 2023  | 5,796   | 5,946  | 3,022  | 3,336   |
|                       | 2024  | 6,156   | 6,533  | 2,977  | 3,180   |
|                       | 2025E | 6,204   | 6,946  | 3,584  | 3,399   |
| 영업이익<br>(억원)          | 2023  | 303     | 430    | 255    | 120     |
|                       | 2024  | 246     | 338    | 232    | 99      |
|                       | 2025E | 290     | 372    | 327    | 191     |
| 영업이익률<br>(%)          | 2023  | 5.2     | 7.2    | 8.4    | 3.6     |
|                       | 2024  | 4.0     | 5.2    | 7.8    | 3.1     |
|                       | 2025E | 4.7     | 5.4    | 9.1    | 5.6     |
| 자배주주순이익<br>(억원)       | 2023  | 197     | 61     | 220    | -65     |
|                       | 2024  | 181     | 183    | 230    | -58     |
|                       | 2025E | 196     | 203    | 280    | 57      |
| ROE<br>(%)            | 2023  | 4.9     | 1.5    | 11.6   | -16.3   |
|                       | 2024  | 4.5     | 4.2    | 11.0   | -12.3   |
|                       | 2025E | 4.9     | 4.4    | 12.0   | 12.2    |
| PER<br>(배)            | 2023  | 26.9    | 54.3   | 10.3   | N/A     |
|                       | 2024  | 18.8    | 8.0    | 6.1    | N/A     |
|                       | 2025E | 22.1    | 10.9   | 11.8   | 18.8    |
| PBR<br>(배)            | 2023  | 1.3     | 0.8    | 1.1    | 3.6     |
|                       | 2024  | 0.9     | 0.3    | 0.6    | 1.1     |
|                       | 2025E | 1.1     | 0.5    | 1.3    | 3.0     |
| PSR<br>(배)            | 2023  | 0.9     | 0.6    | 0.8    | 0.4     |
|                       | 2024  | 0.6     | 0.2    | 0.5    | 0.2     |
|                       | 2025E | 0.7     | 0.3    | 0.9    | 0.3     |

주: 동종기업의 2025년 예상실적은 시장 컨센서스 적용

자료: Quantwise, 한국IR협회의 기업리서치센터



## 리스크 요인

### 1 대주주와의 경영권 분쟁 이슈

최근 경영권 분쟁 리스크에 노출,  
투명한 지배구조 개편 및  
수익성 회복 전략을 통한  
기업가치 제고 가능성에 주목

2025년 5월 9일 공시에 따르면, 당사는 최대주주인 콜마홀딩스와의 경영권 분쟁 리스크에 노출되어 있다. 콜마홀딩스는 동사의 실적 부진과 주가 하락을 사유로 대전지방법원에 임시주주총회 소집 허가를 신청하고 이사회 구성 변경을 추진 중이다. 본 사안은 단순한 이사회 재편 수준을 넘어 지주회사(콜마홀딩스)와 자회사(콜마비엔에이치) 간의 지배구조 주도권을 둘러싼 충돌로 해석되며, 투자자 입장에서 주의 깊게 지켜볼 필요가 있다고 판단된다. 이는 법원 판단과 이사회 구성 결과에 따라 동사의 경영 독립성, 전략 방향, 기존 경영진의 연속성 등에 대한 불확실성이 확대될 수 있기 때문이다.

언론 보도에 따르면, 콜마비엔에이치 측은 실적 회복 흐름이 나타나는 상황에서 대주주의 경영 개입은 시기상조라는 입장을 보이고 있으며, 이에 대해 콜마홀딩스는 책임 경영과 주주가치 제고 필요성을 강조하고 있는 상황이다. 이 같은 분쟁은 단기적으로 경영 안정성에 대한 우려를 야기해 투자심리에 부정적인 영향을 미칠 가능성이 있다고 판단된다.

그럼에도 불구하고, 대주주 측의 외부 전문인력 영입 시도 및 적극적인 주주가치 제고 의지는 결과적으로 동사의 체질 개선 및 경영 혁신으로 이어질 수 있다는 가능성도 배제할 수 없다. 향후 분쟁이 원만히 해소되고, 투명한 지배구조 개편과 수익성 회복 전략이 구체화된다면, 이는 중장기적으로 기업가치 개선 요인으로 작용하여 주주에게 우호적으로 반영될 여지가 있다.

따라서 투자자 입장에서는 법원의 임시주총 허가 여부, 이사회 구성 변화, 경영권 분쟁 해소 과정 전반을 모니터링하며, 이러한 변화가 실질적인 기업가치 제고로 이어질 수 있을지 지켜볼 필요가 있다고 판단된다.

포괄손익계산서

| (억원)          | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025F |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액           | 5,931 | 5,759 | 5,796 | 6,156 | 6,204 |
| 증가율(%)        | -2.3  | -2.9  | 0.6   | 6.2   | 0.8   |
| 매출원가          | 4,628 | 4,729 | 4,985 | 5,306 | 5,321 |
| 매출원가율(%)      | 78.0  | 82.1  | 86.0  | 86.2  | 85.8  |
| 매출총이익         | 1,303 | 1,030 | 810   | 851   | 883   |
| 매출이익률(%)      | 22.0  | 17.9  | 14.0  | 13.8  | 14.2  |
| 판매관리비         | 386   | 419   | 507   | 604   | 593   |
| 판매관리율(%)      | 6.5   | 7.3   | 8.7   | 9.8   | 9.6   |
| EBITDA        | 1,032 | 756   | 468   | 437   | 505   |
| EBITDA 이익률(%) | 17.4  | 13.1  | 8.1   | 7.1   | 8.1   |
| 증가율(%)        | -12.3 | -26.7 | -38.2 | -6.6  | 15.6  |
| 영업이익          | 916   | 611   | 303   | 246   | 290   |
| 영업이익률(%)      | 15.5  | 10.6  | 5.2   | 4.0   | 4.7   |
| 증가율(%)        | -16.0 | -33.3 | -50.5 | -18.6 | 17.7  |
| 영업외손익         | 8     | -45   | -36   | -15   | -43   |
| 금융수익          | 14    | 34    | 55    | 44    | 50    |
| 금융비용          | 22    | 73    | 98    | 120   | 112   |
| 기타영업외손익       | 16    | -6    | 7     | 61    | 20    |
| 종속/관계기업관련손익   | -5    | -8    | -6    | 3     | 3     |
| 세전계속사업이익      | 919   | 558   | 260   | 234   | 250   |
| 증가율(%)        | -16.2 | -39.3 | -53.5 | -10.0 | 6.9   |
| 법인세비용         | 235   | 155   | 73    | 62    | 63    |
| 계속사업이익        | 684   | 404   | 187   | 172   | 187   |
| 중단사업이익        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익         | 684   | 404   | 187   | 172   | 187   |
| 당기순이익률(%)     | 11.5  | 7.0   | 3.2   | 2.8   | 3.0   |
| 증가율(%)        | -14.6 | -41.0 | -53.6 | -8.2  | 8.7   |
| 지배주주지분 순이익    | 699   | 405   | 197   | 181   | 196   |

현금흐름표

| (억원)            | 2021  | 2022 | 2023 | 2024 | 2025F |
|-----------------|-------|------|------|------|-------|
| 영업활동으로인한현금흐름    | 719   | 53   | 563  | 392  | 435   |
| 당기순이익           | 684   | 404  | 187  | 172  | 187   |
| 유형자산 상각비        | 108   | 133  | 152  | 175  | 194   |
| 무형자산 상각비        | 7     | 12   | 13   | 15   | 21    |
| 외환손익            | 0     | 2    | 9    | 1    | 0     |
| 운전자본의감소(증가)     | -3    | -492 | 123  | -9   | 12    |
| 기타              | -77   | -6   | 79   | 38   | 21    |
| 투자활동으로인한현금흐름    | -940  | -726 | -969 | -424 | -119  |
| 투자자산의 감소(증가)    | 121   | -126 | 100  | 2    | -18   |
| 유형자산의 감소        | 28    | 11   | 3    | 131  | 0     |
| 유형자산의 증가(CAPEX) | -474  | -492 | -918 | -475 | -150  |
| 기타              | -615  | -119 | -154 | -82  | 49    |
| 재무활동으로인한현금흐름    | 126   | 343  | 328  | -92  | -258  |
| 차입금의 증가(감소)     | 239   | 489  | 575  | 80   | -92   |
| 사채의증가(감소)       | 0     | 0    | 0    | 0    | 0     |
| 자본의 증가          | 0     | 0    | 0    | 0    | 0     |
| 배당금             | -95   | -115 | -92  | -90  | -87   |
| 기타              | -18   | -31  | -155 | -82  | -79   |
| 기타현금흐름          | 3     | 4    | 2    | 4    | -0    |
| 현금의증가(감소)       | -91   | -326 | -76  | -119 | 58    |
| 기초현금            | 1,010 | 919  | 593  | 517  | 398   |
| 기말현금            | 919   | 593  | 517  | 398  | 456   |

재무상태표

| (억원)      | 2021  | 2022  | 2023  | 2024  | 2025F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산      | 2,709 | 2,403 | 2,267 | 2,238 | 2,310 |
| 현금성자산     | 919   | 593   | 517   | 398   | 456   |
| 단기투자자산    | 800   | 481   | 373   | 735   | 740   |
| 매출채권      | 218   | 322   | 284   | 328   | 331   |
| 재고자산      | 684   | 878   | 905   | 693   | 698   |
| 기타유동자산    | 88    | 131   | 187   | 84    | 84    |
| 비유동자산     | 2,670 | 3,766 | 4,678 | 4,671 | 4,549 |
| 유형자산      | 1,774 | 2,481 | 2,843 | 3,122 | 3,078 |
| 무형자산      | 222   | 217   | 208   | 230   | 209   |
| 투자자산      | 380   | 654   | 604   | 291   | 308   |
| 기타비유동자산   | 294   | 414   | 1,023 | 1,028 | 954   |
| 자산총계      | 5,379 | 6,169 | 6,945 | 6,909 | 6,858 |
| 유동부채      | 1,259 | 1,542 | 2,196 | 2,364 | 2,518 |
| 단기차입금     | 257   | 509   | 692   | 1,086 | 1,086 |
| 매입채무      | 514   | 348   | 599   | 453   | 457   |
| 기타유동부채    | 488   | 685   | 905   | 825   | 975   |
| 비유동부채     | 254   | 601   | 786   | 592   | 367   |
| 사채        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 장기차입금     | 161   | 472   | 684   | 441   | 250   |
| 기타비유동부채   | 93    | 129   | 102   | 151   | 117   |
| 부채총계      | 1,512 | 2,142 | 2,982 | 2,956 | 2,885 |
| 지배주주지분    | 3,855 | 4,016 | 3,987 | 3,971 | 4,001 |
| 자본금       | 148   | 148   | 148   | 148   | 148   |
| 자본잉여금     | 234   | 90    | 87    | -27   | -27   |
| 자본조정 등    | -2    | -2    | -102  | -124  | -203  |
| 기타포괄이익누계액 | 9     | 13    | 14    | -5    | -5    |
| 이익잉여금     | 3,466 | 3,767 | 3,840 | 3,979 | 4,088 |
| 자본총계      | 3,866 | 4,027 | 3,963 | 3,953 | 3,974 |

주요투자지표

|              | 2021   | 2022   | 2023   | 2024   | 2025F  |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| P/E(배)       | 13.1   | 20.6   | 26.9   | 18.8   | 22.1   |
| P/B(배)       | 2.4    | 2.1    | 1.3    | 0.9    | 1.1    |
| P/S(배)       | 1.5    | 1.5    | 0.9    | 0.6    | 0.7    |
| EV/EBITDA(배) | 7.9    | 11.7   | 13.8   | 10.3   | 10.4   |
| 배당수익률(%)     | 1.2    | 1.1    | 1.7    | 2.7    | 2.1    |
| EPS(원)       | 2,365  | 1,371  | 667    | 614    | 667    |
| BPS(원)       | 13,050 | 13,594 | 13,495 | 13,499 | 13,602 |
| SPS(원)       | 20,075 | 19,493 | 19,617 | 20,929 | 21,091 |
| DPS(원)       | 385    | 308    | 308    | 308    | 308    |
| 수익성(%)       |        |        |        |        |        |
| ROE          | 19.7   | 10.3   | 4.9    | 4.5    | 4.9    |
| ROA          | 13.1   | 7.0    | 2.9    | 2.5    | 2.7    |
| ROIC         | 34.2   | 15.1   | 5.8    | 4.4    | 5.8    |
| 안정성(%)       |        |        |        |        |        |
| 유동비율         | 215.2  | 155.9  | 103.2  | 94.7   | 91.7   |
| 부채비율         | 39.1   | 53.2   | 75.2   | 74.8   | 72.6   |
| 순차입금비율       | -26.2  | 11.5   | 30.1   | 28.4   | 24.3   |
| 이자보상배율       | 49.6   | 19.2   | 4.1    | 2.7    | 3.2    |
| 활동성(%)       |        |        |        |        |        |
| 총자산회전율       | 1.1    | 1.0    | 0.9    | 0.9    | 0.9    |
| 매출채권회전율      | 16.7   | 21.3   | 19.1   | 20.1   | 18.8   |
| 재고자산회전율      | 9.1    | 7.4    | 6.5    | 7.7    | 8.9    |

최근 3개월간 한국거래소 시장경보제도 지정 여부

시장경보제도란?

한국거래소 시장감시위원회는 투기적이거나 불공정거래 개연성이 있는 종목 또는 주가가 비정상적으로 급등한 종목에 대해 투자자주의 환기 등을 통해 불공 정거래를 사전에 예방하기 위한 제도를 시행하고 있습니다. 시장경보제도는 '투자주의종목 투자경고종목 투자위험종목'의 단계를 거쳐 이루어지게 됩니다. ※관련근거: 시장감시규정 제5조의2, 제5조의3 및 시장감시규정 시행세칙 제3조~제3조의 7

| 종목명     | 투자주의종목 | 투자경고종목 | 투자위험종목 |
|---------|--------|--------|--------|
| 콜마비엔에이치 | X      | X      | X      |

발간 History

| 발간일        | 제목                               |
|------------|----------------------------------|
| 2024.07.25 | 콜마비엔에이치-2023년을 저점으로 실적 턴아라운드 진행중 |
| 2025.06.19 | 콜마비엔에이치-수출 확대로 증명하고 있는 건기식의 저력   |

Compliance notice

본 보고서는 한국거래소, 한국예탁결제원과 한국증권금융이 공동으로 출연한 한국IR협의회 산하 독립 (리서치) 조직인 기업리서치센터가 작성한 기업분석 보고서입니다. 본 자료는 투자자들에게 국내 상장기업에 대한 양 질의 투자정보 제공 및 건전한 투자문화 정착을 위해 무상으로 작성되었습니다.

- 당사 리서치센터는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트와 그 배우자 등 관계자는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 중소형 기업 소개를 위해 작성되었으며, 매수 및 매도 추천 의견은 포함하고 있지 않습니다.
- 본 자료에 게재된 내용은 애널리스트의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 자료제공일 현재 시점의 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다.
- 본 조사자료는 투자 참고 자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 투자자의 투자 결과에 대한 법적 책임 소재의 증명자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 조사자료의 지적재산권은 당사에 있으므로, 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료는 텔레그램에서 "한국IR협의회(https://t.me/kirsofficial)" 채널을 추가하시어 보고서 발간 소식을 안내받으실 수 있습니다.
- 한국IR협의회가 운영하는 유튜브 채널 'IRTV'에서 1) 애널리스트가 직접 취재한 기업탐방으로 CEO인터뷰 등이 있는 '小中한탐방'과 2) 기업보고서 심층해설방송인 '小中한 리포트 가치보기'를 보실 수 있습니다.