



▲ 유통/화장품  
Analyst 양지혜  
02. 6098-6667  
jihye.yang@meritz.co.kr  
RA 윤보미  
02. 6098-6664  
bomi.yun@meritz.co.kr

## Trading Buy

적정주가 (12 개월)	84,000 원
현재주가 (2.14)	77,100 원
상승여력	8.9%
KOSPI	2,421.83pt
시가총액	16,272억원
발행주식수	2,110만주
유동주식비율	76.00%
외국인비중	49.28%
52주 최고/최저가	92,700원/62,000원
평균거래대금	121.0억원
주요주주(%)	
한국콜마홀딩스 외 23 인	23.62
NIHON KOLMAR	13.16
국민연금	12.00
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-11.4 7.1 4.5
상대주가	-8.6 3.2 -10.5

### 주가그래프



# 한국콜마 161890

## 성장 전략의 변화 가능성 고민

- ✓ 4Q 매출액 2,189 억원 (+17.9% YoY), 영업이익 140 억원 (-25.9% YoY) 기록
- ✓ 국내 인건비 및 생산비용 상승과 일시적인 해외 손실 확대로 크게 부진
- ✓ 한국콜마를 주체로 현재 CJ 헬스케어를 인수 추진 중
- ✓ 인수 시 해외 화장품보다는 제약 부문에 성장 전략이 집중될 전망
- ✓ 투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가 84,000 원으로 소폭 하향

### 국내 비용 상승과 해외 손실 확대로 4Q 부진

한국콜마의 연결기준 4 분기 실적은 매출액 2,189 억원 (+17.9% YoY), 영업이익 140 억원 (-25.9% YoY)을 기록하여 크게 부진했다. 그 원인은 1) 국내법인의 인건비 및 QC 비용 증가, 제약 신공장의 낮은 수율, 2) 북경법인의 재고폐기손실 및 충당금 증가, 3) 미국 PTP에서 퇴직금 반영 및 연휴증가에 따른 생산성 하락 4) 캐나다 CSR에서 회계적비용이 결산조정 반영되고 신제품관련 비용 지출이 증가했기 때문이다.

### CJ 헬스케어 인수 추진 중, 확정시 성장 전략의 변화 예상

한국콜마를 주체로 현재 CJ 헬스케어를 인수 추진 중에 있으며 조만간 우선협상대상자가 확정될 예정이다. 향후 한국콜마 그룹이 CJ 헬스케어를 인수하게 된다면 한국콜마 그룹의 성장 모멘텀이 당분간 해외 화장품보다는 제약 부문에 집중될 전망이다. 인수금액 또한 1 조원 이상이 예상되기 때문에 PEF를 통한 자금 조달에도 재무 안정성이 훼손될 가능성이 높다. 참고로 CJ 헬스케어는 국내 5 위권 규모의 제약회사로 2016년 매출액 5,208 억원 (+12.5% YoY), 영업이익 679 억원 (+26.7% YoY)을 기록했다.

### 투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가 84,000 원으로 소폭 하향

한국콜마는 2018년 국내법인의 점진적 회복과 함께 하반기 이후 중국 무설크리닝 신규 가동하면서 해외 성장 모멘텀이 재개될 전망이다. 따라서 한국콜마에 대해 투자의견 Trading Buy를 유지하고 적정주가는 실적 추정치 조정을 반영하여 84,000 원으로 하향한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	667.5	73.4	53.1	2,516	16.9	12,790	26.2	5.1	16.9	21.6	71.3
2017P	821.4	67.0	47.3	2,243	-8.6	14,780	36.6	5.5	21.2	16.3	75.5
2018E	903.5	74.5	54.3	2,571	14.6	17,081	30.0	4.5	17.8	16.1	69.2
2019E	990.6	87.3	63.9	3,027	17.7	19,808	25.5	3.9	15.2	16.4	63.2
2020E	1,079.8	95.1	70.7	3,348	10.6	22,825	23.0	3.4	13.7	15.7	58.0

표1 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2017E	2018E	2017P	2018E	2017P	2018E
매출액	818.5	928.7	821.4	903.5	0.3	-2.7
영업이익	71.3	81.3	67.0	74.5	-6.1	-8.3
지배주주순이익	52.5	59.7	47.3	54.3	-9.8	-9.2

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

표2 한국콜마 분기별 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	2017P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	667.5	201.4	207.1	194.2	218.7	821.4	213.0	232.8	211.9	245.8	903.5
증가율 (% YoY)	24.6	35.5	19.7	21.2	17.8	23.0	5.7	12.4	9.1	12.4	10.0
별도매출액 (국내)	619.5	169.5	171.1	162.5	178.5	681.6	180.4	194.3	178.9	198.8	752.4
중국법인 (북경+무석)	52.1	10.7	14.3	11.4	21.2	57.6	12.8	17.2	13.7	26.5	70.2
미국PTP	13.6	16.6	16.5	19.3	14.5	66.9	17.4	17.3	20.3	15.2	70.2
캐나다CSR		6.6	8.2	3.7	9.4	27.9	7.3	9.0	4.1	10.3	30.7
비중 (%)											
별도매출액 (국내)	92.8	84.1	82.6	83.7	81.6	83.0	84.7	83.5	84.4	80.9	83.3
중국법인 (북경+무석)	7.8	5.3	6.9	5.9	9.7	7.0	6.0	7.4	6.5	10.8	7.8
미국PTP	2.0	8.2	8.0	9.9	6.6	8.1	8.2	7.4	9.6	6.2	7.8
캐나다CSR		3.3	4.0	1.9	4.3	3.4	3.4	3.9	1.9	4.2	3.4
증가율 (% YoY)											
별도매출액 (국내)	22.3	17.3	2.8	10.3	10.7	10.0	6.5	13.6	10.1	11.3	10.4
중국법인 (북경+무석)	40.6	50.7	10.9	-31.3	36.8	10.6	20.0	20.0	20.0	25.0	21.8
미국PTP					6.6	391.9	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
캐나다CSR							10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
매출원가	514.0	154.1	162.0	151.9	170.6	638.6	164.0	182.1	165.7	192.0	703.7
증가율 (% YoY)	25.5	34.7	23.5	21.6	18.9	24.2	6.4	12.4	9.1	12.5	10.2
매출원가율 (%)	77.0	76.5	78.2	78.2	78.0	77.7	77.0	78.2	78.2	78.1	77.9
매출총이익	153.5	47.3	45.1	42.3	48.1	182.8	49.0	50.8	46.2	53.8	199.8
증가율 (% YoY)	21.7	38.2	7.8	19.9	14.0	19.1	3.6	12.6	9.1	11.9	9.3
매출총이익률 (%)	23.0	23.5	21.8	21.8	22.0	22.3	23.0	21.8	21.8	21.9	22.1
판관비	80.1	26.7	28.1	26.9	34.1	115.8	28.1	31.7	28.6	36.9	125.3
증가율 (% YoY)	22.0	59.3	38.7	36.2	47.0	44.8	5.4	12.7	6.2	8.1	8.1
판관비증 (%)	12.0	13.2	13.6	13.9	15.6	14.1	13.2	13.6	13.5	15.0	13.9
영업이익	73.4	20.6	17.0	15.4	14.0	67.0	20.9	19.1	17.6	17.0	74.5
증가율 (% YoY)	21.2	18.0	-21.3	-0.9	-26.3	-9.0	1.3	12.5	14.3	21.2	11.3
영업이익률 (%)	11.0	10.2	8.2	7.9	6.4	8.2	9.8	8.2	8.3	6.9	8.2

자료: 한국콜마, 메리츠종금증권 리서치센터

표3 한국콜마 분기별 실적 추이 및 전망 (별도기준)

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17P	2017P	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	619.5	169.5	171.1	162.5	178.5	681.6	180.4	194.3	178.9	198.8	752.4
증가율 (% YoY)	22.3	17.3	2.8	10.3	10.7	10.0	6.5	13.6	10.1	11.3	10.4
화장품	454.2	123.0	122.0	114.1	130.4	489.5	131.6	140.3	123.2	143.4	538.6
화장품 수출	43.3	7.9	6.7	9.0	8.9	32.5	8.0	8.0	10.0	10.0	36.0
제약	165.4	46.5	49.1	48.4	48.1	192.1	48.8	54.0	55.7	55.3	213.8
비중 (%)											
화장품	73.3	72.6	71.3	70.2	73.1	71.8	72.9	72.2	68.9	72.2	71.6
제약	26.7	27.4	28.7	29.8	26.9	28.2	27.1	27.8	31.1	27.8	28.4
증가율 (% YoY)											
화장품	21.1	12.7	-2.2	9.3	12.4	7.8	7.0	15.0	8.0	10.0	10.0
화장품 수출	72.5	-4.8	-44.6	-18.2	-25.2	-24.9	1.3	19.4	11.1	12.4	10.8
제약	25.8	31.4	17.2	12.8	6.4	16.1	5.0	10.0	15.0	15.0	11.3
매출원가	480.1	131.1	134.4	128.5	141.0	534.9	140.7	152.1	140.4	156.0	589.3
증가율 (% YoY)	22.9	17.1	5.7	11.4	12.2	11.4	7.4	13.2	9.3	10.6	10.2
매출원가율 (%)	77.5	77.3	78.5	79.1	79.0	78.5	78.0	78.3	78.5	78.5	78.3
매출총이익	139.4	38.4	36.7	34.0	37.5	146.6	39.7	42.2	38.5	42.7	163.1
증가율 (% YoY)	20.4	17.7	-6.6	6.5	5.5	5.2	3.3	14.9	13.1	14.0	11.2
매출총이익률 (%)	22.5	22.7	21.5	20.9	21.0	21.5	22.0	21.7	21.5	21.5	21.7
판관비	69.4	20.7	21.7	20.3	22.7	85.4	22.0	24.7	22.4	24.8	93.9
증가율 (% YoY)	14.1	33.3	18.1	14.7	27.3	23.0	6.4	13.9	10.1	9.5	10.0
판관비증 (%)	11.2	12.2	12.7	12.5	12.7	12.5	12.2	12.7	12.5	12.5	12.5
영업이익	70.0	17.7	15.0	13.7	14.8	61.3	17.7	17.5	16.1	17.9	69.2
증가율 (% YoY)	27.4	3.5	-28.2	-3.7	-16.4	-12.5	-0.2	16.3	17.4	20.9	12.9
영업이익률 (%)	11.3	10.5	8.8	8.4	8.3	9.0	9.8	9.0	9.0	9.0	9.2

자료: 한국콜마, 메리츠종금증권 리서치센터

표4 한국콜마 화장품 Capa 현황

(십억원)	2012	2013	2014	2015	2016	2017P	2018E	2019E
<b>국내법인 화장품 (기초 + 색조)</b>								
매출액	257.8	254.5	324.8	375.0	454.2	489.5	538.6	592.4
증가율(% YoY)	25.0	-1.3	27.6	15.5	21.1	7.8	10.0	10.0
Capa	400	400	700	750	750	800	800	800
증가율(% YoY)	0.0	0.0	75.0	7.1	0.0	6.7	0.0	0.0
가동률	64.4	63.6	46.4	50.0	60.6	61.2	67.3	74.1
<b>중국법인 화장품 (복경+무선타입)</b>								
매출액	7.8	17.9	27.0	37.0	52.1	57.6	70.2	84.2
증가율(% YoY)	56.0	129.5	50.9	37.1	40.6	10.6	21.8	20.0
Capa	50	50	50	150	150	150	350	350
증가율(% YoY)	0.0	0.0	0.0	200.0	0.0	0.0	133.3	0.0
가동률	15.6	35.8	54.0	24.7	34.7	38.4	20.1	24.1

자료: 한국콜마, 메리츠종금증권 리서치센터

표5 CJ헬스케어 2014~2016 손익계산서

(십억원)	2014	2015	2016
매출액	329.5	463.1	520.8
증가율 (% YoY)		40.6	12.5
매출총이익	176.1	243.7	278.0
증가율 (% YoY)		38.3	14.1
매출총이익률 (%)		52.6	53.4
영업이익	37.2	53.6	67.9
증가율 (% YoY)		43.9	26.7
영업이익률 (%)		11.6	13.0
세전이익	32.3	44.8	57.6
증가율 (% YoY)		38.9	28.6
세전이익률 (%)		9.7	11.1
당기순이익	26.5	36.2	46.9
증가율 (% YoY)		36.9	29.5
당기순이익률 (%)		7.8	9.0

자료: DART, 메리츠종금증권 리서치센터

## 한국콜마 (161890)

## Income Statement

(십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
<b>매출액</b>	<b>667.5</b>	<b>821.4</b>	<b>903.5</b>	<b>990.6</b>	<b>1,079.8</b>
매출액증가율 (%)	24.6	23.1	10.0	9.6	9.0
매출원가	514.0	638.6	703.7	771.6	841.0
매출총이익	153.5	182.8	199.8	219.0	238.7
판매관리비	80.1	115.8	125.3	131.8	143.6
<b>영업이익</b>	<b>73.4</b>	<b>67.0</b>	<b>74.5</b>	<b>87.3</b>	<b>95.1</b>
영업이익률	11.0	8.2	8.2	8.8	8.8
금융손익	-2.6	-1.7	-2.0	-1.7	-1.3
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.5	-3.3	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	71.3	62.0	72.5	85.6	93.9
법인세비용	18.1	13.4	16.8	20.0	21.3
<b>당기순이익</b>	<b>53.2</b>	<b>48.6</b>	<b>55.7</b>	<b>65.6</b>	<b>72.5</b>
지배주주지분 순이익	53.1	47.3	54.3	63.9	70.7

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>38.2</b>	<b>44.0</b>	<b>62.7</b>	<b>72.8</b>	<b>80.5</b>
당기순이익(손실)	53.2	48.6	55.7	65.6	72.5
유형자산상각비	10.8	15.3	16.7	17.9	19.0
무형자산상각비	1.1	2.2	2.0	1.9	1.8
운전자본의 증감	-32.5	-22.1	-11.7	-12.6	-12.8
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-21.3</b>	<b>-51.2</b>	<b>-30.6</b>	<b>-30.7</b>	<b>-30.7</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-44.8	-50.0	-30.0	-30.0	-30.0
투자자산의감소(증가)	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>10.6</b>	<b>43.6</b>	<b>-5.3</b>	<b>-5.7</b>	<b>-6.3</b>
차입금의 증감	34.4	48.9	0.0	0.0	0.0
자본의 증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	10.7	36.4	26.8	36.5	43.5
기초현금	16.2	26.9	63.3	90.2	126.6
기말현금	26.9	63.3	90.2	126.6	170.1

## Balance Sheet

(십억원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
<b>유동자산</b>	<b>264.1</b>	<b>319.5</b>	<b>371.9</b>	<b>435.6</b>	<b>506.9</b>
현금및현금성자산	26.9	63.3	90.2	126.6	170.1
매출채권	127.5	136.9	150.6	165.1	180.0
재고자산	86.1	90.3	99.3	108.9	118.7
<b>비유동자산</b>	<b>228.9</b>	<b>261.4</b>	<b>272.8</b>	<b>283.0</b>	<b>292.2</b>
유형자산	185.0	219.6	233.0	245.1	256.1
무형자산	40.5	38.3	36.3	34.4	32.6
투자자산	0.1	0.1	0.2	0.2	0.2
<b>자산총계</b>	<b>492.9</b>	<b>580.9</b>	<b>644.7</b>	<b>718.6</b>	<b>799.1</b>
<b>유동부채</b>	<b>196.2</b>	<b>139.9</b>	<b>153.1</b>	<b>167.2</b>	<b>181.6</b>
매입채무	104.2	91.3	100.4	110.1	120.0
단기차입금	57.2	7.2	7.2	7.2	7.2
유동성장기부채	1.1	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>비유동부채</b>	<b>9.1</b>	<b>110.1</b>	<b>110.6</b>	<b>111.1</b>	<b>111.7</b>
사채	0.0	100.0	100.0	100.0	100.0
장기차입금	4.8	4.8	4.8	4.8	4.8
<b>부채총계</b>	<b>205.2</b>	<b>249.9</b>	<b>263.7</b>	<b>278.3</b>	<b>293.3</b>
자본금	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6
자본잉여금	116.3	116.3	116.3	116.3	116.3
기타포괄이익누계액	1.9	1.9	1.9	1.9	1.9
이익잉여금	141.2	183.3	231.8	289.4	353.1
비지배주주지분	17.8	19.1	20.5	22.2	24.1
<b>자본총계</b>	<b>287.7</b>	<b>331.0</b>	<b>381.0</b>	<b>440.3</b>	<b>505.8</b>

## Key Financial Data

(주당데이터)(원)	2016	2017P	2018E	2019E	2020E
SPS	31,633	38,925	42,811	46,938	51,162
EPS(지배주주)	2,516	2,243	2,571	3,027	3,348
CFPS	4,170	3,845	4,416	5,072	5,492
EBITDAPS	4,041	4,002	4,416	5,072	5,492
BPS	12,790	14,780	17,081	19,808	22,825
DPS	250	250	270	300	330
배당수익률(%)	0.4	0.3	0.4	0.4	0.4
Valuation(Multiple)					
PER	26.2	36.6	30.0	25.5	23.0
PCR	15.8	21.3	17.5	15.2	14.0
PSR	2.1	2.1	1.8	1.6	1.5
PBR	5.1	5.5	4.5	3.9	3.4
EBITDA	85.3	84.4	93.2	107.1	115.9
EV/EBITDA	16.9	21.2	17.8	15.2	13.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	21.6	16.3	16.1	16.4	15.7
EBITDA 이익률	12.8	10.3	10.3	10.8	10.7
부채비율	71.3	75.5	69.2	63.2	58.0
금융비용부담률	0.1	0.3	0.3	0.3	0.3
이자보상배율(X)	73.4	30.5	26.5	31.1	33.9
매출채권회전율(X)	6.1	6.2	6.3	6.3	6.3
재고자산회전율(X)	10.1	9.3	9.5	9.5	9.5

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 2월 19일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 2월 19일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 2월 19일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:양지혜,윤보미)

동 자료는 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

**투자등급 관련사항** (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미		
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상	
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만	
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만	
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만	
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천		
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)		
	Neutral (중립)		
	Underweight (비중축소)		

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	96.1%
중립	3.9%
매도	0.0%

2017년 12월 31일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

**한국콜마 (161890) 투자등급변경 내용**

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		(원)	주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)		
2016.03.22	산업분석	Buy	110,000	양지혜	-20.1	-9.1		
2016.06.10	기업브리프	Buy	120,000	양지혜	-19.3	-11.7	150,000	한국콜마 적정주가
2016.08.17	기업브리프	Buy	120,000	양지혜	-19.9	-11.7		
2016.08.25	산업분석	Buy	120,000	양지혜	-20.8	-11.7		
2016.09.20	기업브리프	Buy	120,000	양지혜	-20.7	-11.7		
2016.10.13	산업분석	Buy	120,000	양지혜	-22.6	-11.7		
2016.11.14	기업브리프	Buy	100,000	양지혜	-33.7	-23.5		
2017.02.13	기업브리프	Buy	95,000	양지혜	-21.8	-17.9		
2017.04.17	기업브리프	Buy	95,000	양지혜	-19.5	-5.1		
2017.08.16	기업브리프	Trading Buy	85,000	양지혜	-9.2	4.2		
2018.01.08	산업브리프	Trading Buy	88,000	양지혜	-0.2	5.3		
2018.02.19	기업브리프	Trading Buy	84,000	양지혜	-	-		