

한국콜마

BUY(유지)

161890 기업분석 | 화장품

목표주가(유지)	93,000원	현재주가(05/03)	80,200원	Up/Downside	+16.0%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2018. 05. 04

탐방노트: OEM 모멘텀 견조

Comment

온라인, H&B 브랜드 수주 증가, 마스크팩 수요 폭발적: 국내 화장품 OEM 수요는 회복세를 띄는 것으로 파악되며, 특히 H&B채널이나 온라인 위주의 유통채널을 섭렵하는 브랜드사의 수주가 작년 대비 증가하고 있는 것으로 보인다. 또한 한국콜마와 콜마스크(한국콜마홀딩스 자회사)간의 중국향 마스크팩 신규 수주가 폭발적으로 성장하는 것으로 추정된다. 2분기 매출의 상당부분을 차지하는 썬블록 제품에 대해서도 스틱 제형의 생산설비를 세팅 완료해 수주 대응에 나설 것으로 보여 2Q18 연결 매출의 시장 기대치는 높아질 가능성이 커보인다.

매출 성장 견조하지만, 이익률 개선은 제한적: 상반기 매출 성장세는 견조한데 반해 영업이익률 개선은 제한적일 것으로 전망한다. 이유는 북경콜마에서 색조 비중이 다시 40%대로 증가하면서 영업이익률 하락이 불가피할 것으로 예상되며 회계 기준 강화에 따른 재고 평가 손실이 일부 발생할 것으로 보이기 때문이다. 1Q18 연결 영업이익은 YoY 7% 감소해 컨센서스를 소폭 하회할 것으로 전망한다. 4Q18부터는 중국 무석법인도 본가동에 들어가 고정비 부담이 커질 것으로 예상되어 올해 중국 이익률 개선은 쉽지 않을 전망이다. 국내 수요 회복에 따라 소폭의 전사 이익률 개선은 가능할 것으로 보이며, 2분기부터는 씨케이엠(CJ헬스케어) 실적도 연결 반영되어 적어도 올해는 컨센서스를 지속적으로 조정하는 시기가 될 것이다.

Action

주가 조정을 매수 기회로: OEM 수요는 안정적이며, 씨케이엠 매출과 이익도 낮은 한자릿수 내에서 고르게 성장할 것으로 판단하여 안정성장주로서의 매력은 여전히 높다. 또한 CJ헬스케어 인수 컨소시엄에 참여한 재무적 투자자들간의 차입조건이 과거 사례들보다 한국콜마에 유리한 것으로 파악되어 M&A로 인한 순익 증가분은 예상보다 클 전망이다. 어닝시즌 끝난 이후 자회사 연결 효과를 반영한 실적 추정치와 목표주가를 제시할 예정이며, 최근 주가 조정을 매수 기회로 삼기를 권유한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
FYE Dec					
매출액	667	822	933	1,078	1,221
(증가율)	24.6	23.1	13.6	15.5	13.3
영업이익	73	67	77	93	116
(증가율)	20.9	-8.8	14.3	21.1	25.1
지배주주순이익	53	47	52	66	84
EPS	2,516	2,240	2,470	3,125	3,993
PER (H/L)	43.1/24.6	40.8/25.8	33.4	26.4	20.6
PBR (H/L)	8.5/4.8	6.3/4.0	5.0	4.3	3.6
EV/EBITDA (H/L)	27.2/15.9	23.7/16.2	16.4	13.8	11.3
영업이익률	11.0	8.2	8.2	8.6	9.5
ROE	21.6	16.4	15.9	17.4	18.9

Stock Data

52주 최저/최고	62,000/92,700원
KOSDAQ /KOSPI	871/2,506pt
시가총액	17,390억원
60일-평균거래량	165,644
외국인지분율	49.0%
60일-외국인지분율변동추이	-0.4%p
주요주주	한국콜마홀딩스 외 23 인 24.5%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-0.2	-9.2	2.6
상대기준	-2.7	-8.4	-9.1

도표 1. 한국콜마 분기 실적 전망

(단위: 억원, %)

	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E	16	17	18E	19E
연결매출	2,014	2,071	1,942	2,189	2,240	2,380	2,222	2,492	6,675	8,216	9,335	10,782
%YoY	35.5	19.7	21.2	17.9	11.2	15.0	14.4	13.8	24.6	23.1	13.6	15.5
영업이익	206	170	154	140	190	209	200	166	734	670	765	927
%YoY	18.0	-21.1	-0.6	-25.9	-7.6	23.5	29.8	18.4	20.9	-8.8	14.3	21.1
%OPM	10.2	8.2	7.9	6.4	8.5	8.8	9.0	6.6	11.0	8.1	8.2	8.6

자료: 한국콜마, DB금융투자

주: CJ헬스케어 인수 효과 반영전

도표 2. 한국콜마 연간 실적 전망

(단위: 억원, %)

	13	14	15	16	17	18E	19E	20E
연결매출	3,726	4,613	5,358	6,675	8,216	9,335	10,782	12,210
%YoY	-	23.8	16.2	24.6	23.1	13.6	15.5	13.3
화장품 매출	2,495	3,247	3,750	4,542	4,895	5,460	6,160	6,750
%YoY	-	30.2	15.5	21.1	7.8	11.5	12.8	9.6
1) CAPA(면적)	4,000	7,000	7,500	7,500	7,500	7,500	7,500	7,500
-기초	4,000	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000
-색조	-	1,000	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
2) CAPA(설비)	4,000	4,000	4,000	6,000	6,000	7,000	7,000	7,500
▶가동률	62%	81%	93%	76%	82%	78%	88%	90%
제약 매출	1,069	1,143	1,315	1,654	1,921	2,280	2,600	3,080
%YoY	-	6.9	15.0	25.8	16.1	18.7	14.0	18.5
1) CAPA(면적)	1,500	1,500	1,500	1,500	4,000	4,000	4,000	4,000
2) CAPA(설비)	-	-	-	1,500	2,750	4,000	4,000	4,000
▶가동률	71%	76%	87%	110%	48%	57%	65%	77%
중국 화장품OEM	179	270	371	521	576	715	1,175	1,470
%YoY	-	50.8	37.4	40.4	10.6	24.1	64.3	25.1
1) CAPA(면적)	300	300	300	1,500	1,500	1,500	5,000	5,000
2) CAPA(설비)	300	300	300	800	1,300	1,300	2,500	3,000
▶가동률	59%	90%	123%	65%	44%	55%	47%	49%
PTP				136	669	702	738	819
CSR				-	279	335	379	430
영업이익	257	468	607	734	670	765	927	1,160
%YoY	-	82.3	29.6	20.9	-8.8	14.3	21.1	25.1
%OPM	6.9	10.2	11.3	11.0	8.1	8.2	8.6	9.5

자료: 한국콜마, DB금융투자

주: CJ헬스케어 인수 효과 반영전

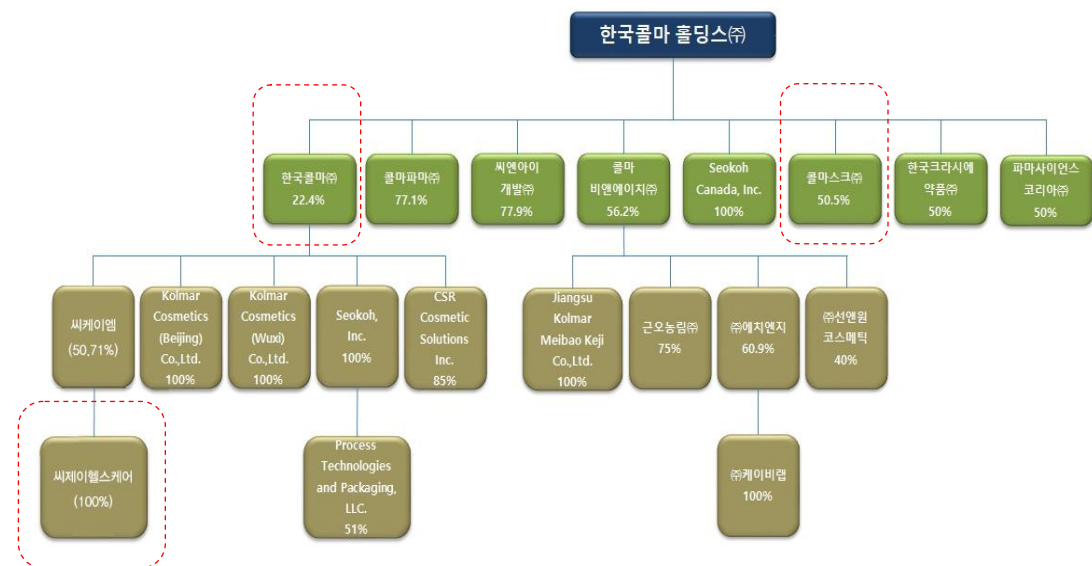
도표 3. CJ헬스케어 분기 실적(18년 5월 1일부터 한국콜마 연결 반영 예정)

(단위: 억원, %)

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18E	2Q18E	3Q18E	4Q18E
매출액	1,177	1,255	1,299	1,412	1,230	1,317	1,353	1,305	1,267	1,357	1,394	1,344
매출총이익	655	677	692	756	706	747	763	653				
영업이익	184	171	139	185	181	179	196	258				
EBITDA	228	215	184	234	226	227	242	309				
영업이익률	15.6	13.6	10.7	13.1	14.7	13.6	14.5	23.7				

자료: CJ제일제당, DB금융투자

도표 4. 한국콜마홀딩스 계열사 구조



자료: 한국콜마, DB 금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	264	366	416	498	584
현금및현금성자산	27	14	85	119	147
매출채권및기타채권	128	161	157	182	208
재고자산	86	106	78	90	102
비유동자산	229	303	327	332	341
유형자산	185	236	264	272	284
무형자산	40	58	55	52	49
투자자산	0	4	4	4	4
자산총계	493	669	743	830	925
유동부채	196	212	239	267	283
매입채무및기타채무	120	119	147	174	191
단기차입금및단기차대	57	77	77	77	77
유동성장기부채	1	2	2	2	2
비유동부채	9	124	124	124	124
사채및장기차입금	5	119	119	119	119
부채총계	205	336	363	391	407
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	116	116	116	116	116
이익잉여금	141	181	226	284	360
비지배주주지분	18	28	29	31	33
자본총계	288	333	380	439	517

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	38	5	146	89	101
당기순이익	53	49	54	68	87
현금유출이없는비용및수익	35	38	55	59	65
유형및무형자산상각비	12	19	33	35	37
영업관련자산부채변동	-32	-61	55	-16	-24
매출채권및기타채권의감소	-28	-34	4	-25	-26
재고자산의감소	-24	-18	28	-12	-12
매입채무및기타채무의증가	29	-3	27	28	17
투자활동현금흐름	-22	-156	-62	-43	-58
CAPEX	-45	-69	-58	-40	-46
투자자산의순증	0	-4	0	0	0
재무활동현금흐름	11	135	-12	-12	-14
사채및차입금의 증가	34	135	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-4	-6	-6	-6	-8
기타현금흐름	-17	3	0	0	0
현금의증가	11	-13	71	33	28
기초현금	16	27	14	85	119
기말현금	27	14	85	119	147

자료: 한국콜마, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	667	822	933	1,078	1,221
매출원가	514	644	737	843	946
매출총이익	154	178	196	235	275
판매비	80	111	119	142	159
영업이익	73	67	77	93	116
EBITDA	85	86	110	128	153
영업외손익	-3	-5	-4	-3	-2
금융손익	-3	-4	-3	-2	-1
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	-1	-1	-1	-1
세전이익	71	62	72	89	114
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	53	49	54	68	87
자배주주지분순이익	53	47	52	66	84
비자배주주지분순이익	0	1	1	2	2
총포괄이익	55	39	54	68	87
증감률(%YoY)					
매출액	24.6	23.1	13.6	15.5	13.3
영업이익	20.9	-8.8	14.3	21.1	25.1
EPS	16.7	-11.0	10.3	26.5	27.8

주: K-IFRS 회계기준 적용으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원 % 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당이익(원)					
EPS	2,516	2,240	2,470	3,125	3,993
BPS	12,790	14,458	16,628	19,353	22,946
DPS	250	300	300	400	400
Multiple(배)					
P/E	26.2	36.6	33.4	26.4	20.6
P/B	5.1	5.7	5.0	4.3	3.6
EV/EBITDA	16.9	21.7	16.4	13.8	11.3
수익성(%)					
영업이익률	11.0	8.2	8.2	8.6	9.5
EBITDA마진	12.8	10.5	11.8	11.8	12.6
순이익률	8.0	5.9	5.7	6.3	7.1
ROE	21.6	16.4	15.9	17.4	18.9
ROA	12.7	8.4	7.6	8.6	9.9
ROIC	20.6	13.6	13.2	16.5	19.6
안정성및기타					
부채비율(%)	71.3	101.0	95.6	88.9	78.7
이자보상배율(배)	73.4	16.9	12.7	15.4	19.3
배당성향(배)	9.9	13.0	11.8	12.4	9.7

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이거나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자자의견 비율 (2018-03-31 기준) - 매수(75.7%) 중립(23.7%) 매도(0.7%)

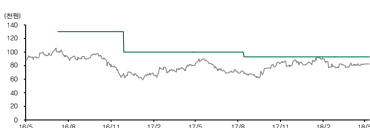
기업 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

한국콜마 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자자의견 및 목표주가 변경

일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자자의견	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
16/07/11	Buy	130,000	-31.9 -20.8				
16/11/30	Buy	100,000	-26.6 -9.8				
17/08/16	Buy	93,000	-				