

한국콜마

HOLD(유지)

161890 기업분석 | 화장품

목표주가(하향)

77,000원

현재주가(08/14)

68,300원

Up/Downside

+12.7%

2018. 08. 16

본업 훌륭하지만, 금융비용은 부담

News

화장품 부문은 어닝서프라이즈, 자회사 실적 연결로 순이익은 감소: 2Q18 연결매출 3,601억원 (+73.9%YOY), 영업이익 246억원(+44.8%YOY)으로 CKM 매출 800억원을 제외한 한국콜마 매출은 2,801억원이며 당사 추정치(매출 2,380억원)와 컨센서스(2,380억원)를 큰 폭 상회했다. 화장품 ODM 매출이 47%YOY 증가했는데 국내 브랜드사들의 수주 회복과 해외 브랜드향 수출 실적이 성장은 견인했고, 북경콜마 매출도 52%YOY 성장해 전반적으로 제약보다 화장품 매출의 고성장세가 비교 안될 만큼 월등했다. CKM(자회사 CJ헬스케어)의 5~6월 실적이 연결 반영되면서 영업외 금융비용이 150억원 증가했고, 따라서 순이익은 9%YOY 감소했다.

Comment

하반기 화장품 OEM 매출 성장 강세 지속: 화장품 OEM매출은 하반기에도 기저효과를 동반한 고성장세가 예상된다. 하반기 주력 바이어들의 재고 증가 추세는 지속될 전망이며, 해외 신규 바이어 런칭에 따른 수출 실적 증가가 예상된다. 북경콜마도 현지 영업상황이 호전되고 있어 연간 가이던스를 충족하는 선에서 하반기 성장을 보일 전망이며, PTP도 하반기 신규 프로젝트 시작으로 매출이 다시 성장세를 띠 것으로 기대된다. CSR이 한국콜마와의 기술 제휴 본격화로 하반기에는 이익 기여가 높아질 것으로 전망하며, 이외 제약도 기존 수탁 제품 위주의 안정적 성장세가 유지될 전망이다.

Action

금융비용 증가로 순이익 추정치 하향, 투자의견 HOLD 유지: 화장품과 제약 부문에서의 매출 성장세가 강함에도 불구하고 CKM 자회사 연결로 인해 금융비용이 연간 500억원 내외로 발생되어 18년 순이익은 17%YOY 감소할 것으로 예상된다. 예상보다 금융비용이 높아 순이익 추정치 하향에 따른 목표주가 하향도 불가피할 것으로 보인다. 올 한해 자회사 실적과 관련해 컨센서스를 조정해 나가는 시기로 이벤트에 의한 주가 변동을 활용한 트레이딩 전략을 권한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

| FYE Dec | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E | Stock Data |
|-----------------|-----------|-----------|-------|-------|-------|---------------------------|
| 매출액 | 667 | 822 | 1,294 | 1,630 | 1,790 | 52주 최저/최고 62,000/92,700원 |
| (증가율) | 24.6 | 23.1 | 57.5 | 26.0 | 9.8 | KOSDAQ /KOSPI 762/2,259pt |
| 영업이익 | 73 | 67 | 100 | 130 | 170 | 시가총액 15,263억원 |
| (증가율) | 20.9 | -8.8 | 48.8 | 30.9 | 30.4 | 60일-평균거래량 111,899 |
| 자배주주순이익 | 53 | 47 | 39 | 56 | 86 | 외국인지분율 42.8% |
| EPS | 2,516 | 2,240 | 1,860 | 2,634 | 4,069 | 60일-외국인지분율변동추이 -5.9%p |
| PER (H/L) | 43.1/24.6 | 40.8/25.8 | 36.7 | 25.9 | 16.8 | 주요주주 한국콜마홀딩스 외 38 인 28.7% |
| PBR (H/L) | 8.5/4.8 | 6.3/4.0 | 4.3 | 3.7 | 3.1 | (천원) (pt) |
| EV/EBITDA (H/L) | 27.2/15.9 | 23.7/16.2 | 12.6 | 9.9 | 7.7 | 한국콜마(좌) KOSPI지수대비(우) |
| 영업이익률 | 11.0 | 8.2 | 7.7 | 8.0 | 9.5 | 0 0 |
| ROE | 21.6 | 16.4 | 12.2 | 15.4 | 20.3 | 100 100 |
| | | | | | | 200 |
| | | | | | | 17/08 17/11 18/03 18/06 |
| | | | | | | 주가상승률 1M 3M 12M |
| | | | | | | 절대기준 -11.6 -13.8 -5.1 |
| | | | | | | 상대기준 -9.6 -5.5 -2.0 |

도표 1. 한국콜마 분기, 연간 실적 전망

(단위: 억원 %)

| | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18 | 2Q18 | 3Q18E | 4Q18E | 16 | 17 | 18E | 19E |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|
| 연결매출 | 2,014 | 2,071 | 1,942 | 2,189 | 2,425 | 3,601 | 3,623 | 3,657 | 6,675 | 8,216 | 12,941 | 16,304 |
| %YoY | 35.5 | 19.7 | 21.2 | 17.9 | 20.4 | 73.9 | 86.6 | 67.0 | 24.6 | 23.1 | 57.5 | 26.0 |
| 영업이익 | 206 | 170 | 154 | 140 | 180 | 246 | 279 | 292 | 734 | 670 | 996 | 1,304 |
| %YoY | 18.0 | -21.1 | -0.6 | -25.9 | -12.8 | 44.8 | 81.2 | 108.8 | 20.9 | -8.8 | 48.8 | 30.9 |
| %OPM | 10.2 | 8.2 | 7.9 | 6.4 | 7.4 | 6.8 | 7.7 | 8.0 | 11.0 | 8.1 | 7.7 | 8.0 |

자료: DB금융투자

도표 2. 한국콜마 18~19년 추정치 변경

(단위: 억원 %)

| | 18E | | | 19E | | |
|---------|--------|-------|-------|--------|--------|-------|
| | 수정후 | 수정전 | %차이 | 수정후 | 수정전 | %차이 |
| 매출액 | 12,941 | 9,335 | 38.6 | 16,304 | 10,782 | 51.2 |
| 영업이익 | 996 | 765 | 30.3 | 1,304 | 927 | 40.7 |
| 순이익 | 404 | 520 | -22.4 | 572 | 660 | -13.4 |
| 지배주주순이익 | 392 | 517 | -24.1 | 556 | 655 | -15.1 |

자료: DB금융투자

도표 3. 한국콜마 법인별 분기 매출

(단위: 억원 %)

| | 1Q16 | 2Q16 | 3Q16 | 4Q16 | 1Q17 | 2Q17 | 3Q17 | 4Q17 | 1Q18 | 2Q18 |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 연결매출 | 1,486 | 1,730 | 1,602 | 1,857 | 2,014 | 2,071 | 1,942 | 2,189 | 2,425 | 3,601 |
| %YoY | 17.6 | 21.7 | 25.0 | 33.5 | 35.5 | 19.7 | 21.2 | 17.9 | 20.4 | 73.9 |
| 화장품 | 1,079 | 1,255 | 1,100 | 1,451 | 1,569 | 1,610 | 1,485 | 1,755 | 1,944 | 2,364 |
| 국내 | 1,008 | 1,126 | 934 | 1,160 | 1,230 | 1,220 | 1,141 | 1,304 | 1,564 | 1,931 |
| 중국 | 71 | 129 | 166 | 155 | 107 | 143 | 114 | 212 | 158 | 217 |
| PTP | - | - | - | 136 | 166 | 165 | 193 | 145 | 142 | 134 |
| CSR | - | - | - | - | 66 | 82 | 37 | 94 | 80 | 82 |
| 제약 | 354 | 419 | 429 | 452 | 465 | 491 | 484 | 481 | 520 | 528 |
| CKM | - | - | - | - | - | - | - | - | 1 | 800 |
| %YoY 성장률 | | | | | | | | | | |
| 화장품 | 11.1 | 14.1 | 26.9 | 48.4 | 45.4 | 28.3 | 35.0 | 21.0 | 23.9 | 46.8 |
| 국내 | 10.3 | 12.4 | 19.9 | 36.3 | 22.0 | 8.3 | 22.2 | 12.4 | 27.2 | 58.3 |
| 중국 | 76.6 | 611.8 | 1.9 | 50.6 | -4.8 | -44.6 | -18.2 | -25.2 | 29.1 | 156.7 |
| 제약 | 14.6 | 30.9 | 29.2 | 27.7 | 31.4 | 17.2 | 12.8 | 6.4 | 11.8 | 7.5 |
| 영업이익 | 175 | 215 | 155 | 189 | 206 | 170 | 154 | 140 | 180 | 246 |
| %YoY | 20.4 | 22.2 | -1.3 | 46.4 | 18.0 | -21.1 | -0.6 | -25.9 | -12.8 | 44.8 |
| %OPM | 11.8 | 12.4 | 9.7 | 10.2 | 10.2 | 8.2 | 7.9 | 6.4 | 7.4 | 6.8 |

자료: DB금융투자

대차대조표

| 12월 결산(십억원) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 유동자산 | 264 | 366 | 432 | 499 | 553 |
| 현금및현금성자산 | 27 | 14 | 1 | 17 | 31 |
| 매출채권및기타채권 | 128 | 161 | 217 | 275 | 305 |
| 재고자산 | 86 | 106 | 144 | 148 | 163 |
| 비유동자산 | 229 | 303 | 327 | 340 | 361 |
| 유형자산 | 185 | 236 | 264 | 280 | 303 |
| 무형자산 | 40 | 58 | 55 | 52 | 49 |
| 투자자산 | 0 | 4 | 4 | 4 | 4 |
| 자산총계 | 493 | 669 | 760 | 839 | 914 |
| 유동부채 | 196 | 212 | 238 | 243 | 203 |
| 매입채무및기타채무 | 120 | 119 | 195 | 250 | 266 |
| 단기应付금및단기차제 | 57 | 77 | 77 | 67 | 52 |
| 유동성장기부채 | 1 | 2 | -48 | -88 | -128 |
| 비유동부채 | 9 | 124 | 155 | 181 | 216 |
| 사채및장기차입금 | 5 | 119 | 149 | 175 | 210 |
| 부채총계 | 205 | 336 | 393 | 424 | 419 |
| 자본금 | 11 | 11 | 11 | 11 | 11 |
| 자본잉여금 | 116 | 116 | 116 | 116 | 116 |
| 이익잉여금 | 141 | 181 | 214 | 261 | 338 |
| 비자매주자지분 | 18 | 28 | 29 | 30 | 33 |
| 자본총계 | 288 | 333 | 367 | 415 | 495 |

현금흐름표

| 12월 결산(십억원) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-------------------|------------|-------------|------------|------------|------------|
| 영업활동현금흐름 | 38 | 5 | 61 | 88 | 102 |
| 당기순이익 | 53 | 49 | 40 | 57 | 88 |
| 현금유동이없는비용및수익 | 35 | 38 | 51 | 58 | 70 |
| 유형및무형자산상각비 | 12 | 19 | 33 | 36 | 40 |
| 영업관련자산부채변동 | -32 | -61 | -17 | -9 | -28 |
| 매출채권및기타채권의감소 | -28 | -34 | -57 | -58 | -30 |
| 재고자산의감소 | -24 | -18 | -38 | -4 | -14 |
| 마이너스부채증가 | 29 | -3 | 76 | 55 | 16 |
| 투자활동현금흐름 | -22 | -156 | -43 | -36 | -55 |
| CAPEX | -45 | -69 | -58 | -49 | -61 |
| 투자자산의순증 | 0 | -4 | 0 | 0 | 0 |
| 재무활동현금흐름 | 11 | 135 | -32 | -36 | -33 |
| 사채및차입금의증가 | 34 | 135 | -20 | -25 | -20 |
| 자본금및자본잉여금의증가 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 배당금지급 | -4 | -6 | -6 | -6 | -8 |
| 기타현금흐름 | -17 | 3 | 0 | 0 | 0 |
| 현금의증가 | 11 | -13 | -14 | 16 | 15 |
| 기초현금 | 16 | 27 | 14 | 1 | 17 |
| 기말현금 | 27 | 14 | 1 | 17 | 31 |

자료: 한국콜마 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

| 12월 결산(십억원) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------------|------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| 매출액 | 667 | 822 | 1,294 | 1,630 | 1,790 |
| 매출원가 | 514 | 644 | 984 | 1,239 | 1,342 |
| 매출총이익 | 154 | 178 | 311 | 391 | 447 |
| 판관비 | 80 | 111 | 211 | 261 | 277 |
| 영업이익 | 73 | 67 | 100 | 130 | 170 |
| EBITDA | 85 | 86 | 133 | 166 | 210 |
| 영업외손익 | -3 | -5 | -45 | -55 | -54 |
| 금융손익 | -3 | -4 | -44 | -54 | -53 |
| 투자순익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 기타영업외손익 | 0 | -1 | -1 | -1 | -1 |
| 세전이익 | 71 | 62 | 54 | 75 | 116 |
| 증단사업이익 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 당기순이익 | 53 | 49 | 40 | 57 | 88 |
| 자비주주지분순이익 | 53 | 47 | 39 | 56 | 86 |
| 비자매주주지분순이익 | 0 | 1 | 1 | 2 | 2 |
| 총포괄이익 | 55 | 39 | 40 | 57 | 88 |
| 증감률(%YoY) | | | | | |
| 매출액 | 24.6 | 23.1 | 57.5 | 26.0 | 9.8 |
| 영업이익 | 20.9 | -8.8 | 48.8 | 30.9 | 30.4 |
| EPS | 16.7 | -11.0 | -17.0 | 41.6 | 54.5 |

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

| 12월 결산(원 %, 배) | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|--------------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 주당지표(원) | | | | | |
| EPS | 2,516 | 2,240 | 1,860 | 2,634 | 4,069 |
| BPS | 12,790 | 14,458 | 16,018 | 18,252 | 21,921 |
| DPS | 250 | 300 | 300 | 400 | 400 |
| Multiple(배) | | | | | |
| P/E | 26.2 | 36.6 | 36.7 | 25.9 | 16.8 |
| P/B | 5.1 | 5.7 | 4.3 | 3.7 | 3.1 |
| EV/EBITDA | 16.9 | 21.7 | 12.6 | 9.9 | 7.7 |
| 수익성(%) | | | | | |
| 영업이익률 | 11.0 | 8.2 | 7.7 | 8.0 | 9.5 |
| EBITDA마진 | 12.8 | 10.5 | 10.3 | 10.2 | 11.7 |
| 순이익률 | 8.0 | 5.9 | 3.1 | 3.5 | 4.9 |
| ROE | 21.6 | 16.4 | 12.2 | 15.4 | 20.3 |
| ROA | 12.7 | 8.4 | 5.7 | 7.2 | 10.1 |
| ROIC | 20.6 | 13.6 | 15.8 | 19.8 | 24.3 |
| 안정성및기타 | | | | | |
| 부채비율(%) | 71.3 | 101.0 | 107.2 | 102.0 | 84.6 |
| 이자보상배율(배) | 73.4 | 16.9 | 17.4 | 25.9 | 39.0 |
| 배당성향(배) | 9.9 | 13.0 | 15.7 | 14.8 | 9.6 |

자료: 한국콜마 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

Compliance Notice

- 지로 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주주업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 자분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 지로 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 “독점규제 및 공정거래에 관한 법률” 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 입력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것입니다. 당시의 리시저센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당시가 그 정확성이거나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당시의 하락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 별행주식수 변동 시 목표주기와 고리율은 수정주기를 기준으로 산출되었습니다.

1년간 투자의견 비율 (2018-06-30 기준) - 매수(77.0%) 중립(22.3%) 매도(0.7%)

| 기업 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임 | 업종 투자의견은 향후 12개월간 당시 KOSPI 목표 대비 초과 상승률을 기준임 |
|--|--|
| ▪ Buy: 초과 상승률 10%p 이상 | ▪ Overweight: 초과 상승률 10%p 이상 |
| ▪ Hold: 초과 상승률 -10~10% | ▪ Neutral: 초과 상승률 -10~10% |
| ▪ Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만 | ▪ Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만 |

한국콜마 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경

| 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 고리율(%) | 일자 | 투자의견 | 목표주가 | 고리율(%) |
|----------|------|---------|--------|-------|------|------|--------|
| | | | 평균 | | | | 평균 |
| | | | 최고/최저 | | | | 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 | -14.6 | -0.3 | | | |
| 18/07/02 | Hold | 93,000 | -21.9 | -11.4 | | | |
| 18/08/16 | Hold | 77,000 | - | - | | | |

주: *표는 담당자 변경