

## 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 고성장이 비교 안될 만큼 월등했다. CKM(자회사 CJ헬스케어)의 5~6월 실적이 연결 반영되면서 영업의 금융비용이 150억원 증가했고, 따라서 순이익은 9%YoY 감소했다.

## Comment

**하반기 화장품 OEM 매출 성장 강세 지속:** 화장품 OEM매출은 하반기에도 기저효과를 동반한 고성장이 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 펼 것으로 기대된다. CSRI가 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.

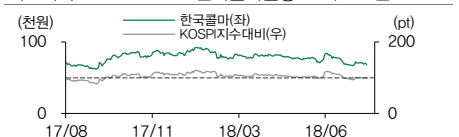
## Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
FYE Dec					
매출액	667	822	1,294	1,630	1,790
(증가율)	24.6	23.1	57.5	26.0	9.8
영업이익	73	67	100	130	170
(증가율)	20.9	-8.8	48.8	30.9	30.4
지배주주순이익	53	47	39	56	86
EPS	2,516	2,240	1,860	2,634	4,069
PER (H/L)	43.1/24.6	40.8/25.8	36.7	25.9	16.8
PBR (H/L)	8.5/4.8	6.3/4.0	4.3	3.7	3.1
EV/EBITDA (H/L)	27.2/15.9	23.7/16.2	12.6	9.9	7.7
영업이익률	11.0	8.2	7.7	8.0	9.5
ROE	21.6	16.4	12.2	15.4	20.3

## Stock Data

52주 최저/최고	62,000/92,700원
KOSDAQ /KOSPI	762/2,259pt
시가총액	15,263억원
60일-평균거래량	111,899
외국인지분율	42.8%
60일-외국인지분율변동추이	-5.9%p
주요주주	한국콜마홀딩스 외 38인 28.7%



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
단기차입금및단기차	57	77	77	67	52
유동성장기부채	1	2	-48	-88	-128
비유동부채	9	124	155	181	216
사채및투자차입금	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
비지배주주지분	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
현금유출이없는비용및수익	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
매입채무및기타채무의증가	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
사채및투자차입금의 증가	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
판매비	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
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	-1	-1	-1	-1
세전이익	71	62	54	75	116
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	53	49	40	57	88
자배주주지분순이익	53	47	39	56	86
비지배주주지분순이익	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 적용으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

### 주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당이익(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
ROC	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

### Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 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 기재된 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 것이나 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 (2018-06-30 기준) - 매수(77.0%) 중립(22.3%) 매도(0.7%)

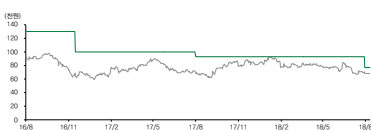
■ 기업 투자자의견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- 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	-14.6 -0.3	18/07/02	Hold	93,000	-21.9 -11.4
18/08/16	Hold	77,000	-				

주: \*표는 답일자 변경