

한국콜마 (161890)

화장품

백은정



02 3770 5597
eunjung.park@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	93,000원 (M)
현재주가 (8/14)	68,300원
상승여력	36%

시가총액	15,263억원
총발행주식수	22,346,698주
60일 평균 거래대금	85억원
60일 평균 거래량	111,899주
52주 고	92,700원
52주 저	62,000원
외인지분율	42.76%
주요주주	한국콜마홀딩스 외 38인 28.71%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(11.6)	(13.8)	(5.1)
상대	(9.6)	(5.5)	(2.0)
절대(달러환산)	(12.0)	(18.3)	(4.1)

분기 최대 실적 달성

투자 의견 BUY, 목표주가 93,000원 유지

한국콜마에 대한 투자 의견 BUY와 목표주가 93,000원을 유지한다. 목표주가는 SOTP 방식으로 12MF EPS에 화장품 부문 PER 33배, 제약(한국콜마 CMO 및 CJ헬스케어) 부문 PER 20배를 적용하여 산출했다. 목표주가의 12MF EPS 기준 implied PER은 27배이다. 현재 주가는 12MF EPS 기준 PER 20배 수준으로 화장품 업종 평균 PER 32배, 동종기업 평균 PER 28배 대비 현저하게 저평가되어있다.

2Q18 Review: 일회성은 아쉬우나, 분기 최대 실적에 주목

한국콜마의 2분기 실적은 연결 매출 3,601억원(+74%yoy) 영업이익 246억원(+45%yoy)을 기록하며 컨센서스 영업이익 278억원을 하회했다. 이는 CJ헬스케어 인수에 따른 일회성 비용(인수자문 수수료, 무형자산 상각비 등) 약 100억원이 반영된 영향으로 본업의 성과는 예상을 뛰어넘었다. CJ헬스케어 인수 영향 제외 시 한국콜마의 연결 실적은 전년동기비 매출은 +35% 성장하고, 이익은 +34% 증가했다.

▶ 별도사업은 매출 2,459억원(+44%yoy), 영업이익 223억원(+48%yoy)으로 사드 여파에도 분기 최대 매출과 영업이익을 달성했다. ① 화장품 매출은 전년동기비 +58% 성장한 1,927억원을 기록하였고, 내수와 수출 매출 각각 +53%, +157% 고성장을 하였다. 내수의 경우 카보코리아 및 JMI의 브랜드 주수가 성장을 주도하였고, 수출은 기존 고객사의 매출이 회복되고 신규 거래처의 런칭 효과가 본격화되며 분기 최대 수출을 달성했다. 마스크 시트 비중이 증가했으나 규모의 확대로 영업이익률은 8% 수준을 달성했다. ② 제약 부문 매출은 전년동기비 +8% 성장한 528억원을 기록했다. 기존 수탁제품 위주의 매출로 아직 증설효과가 발현되지는 못했다. 신공장 가동으로 인한 Validation 비용 등이 반영되었으나 수익성은 13% 수준을 달성한 것으로 보인다.

▶ 북경콜마는 매출 217억원(+52%yoy), 순손실 -12억원(적자전환)을 기록하였다. 바이춰링 등의 로컬 고객사 수요가 회복되며 최대 매출을 달성했다. 영업상황은 견조했으나, 본사와의 동일 회계기준 적용에 따라 재고 및 채권 관련 회계적 비용이 반영되며 영업이익률이 3~4% 수준으로 낮아졌다.

▶ 미주법인은 매출 216억원(-13%yoy), 순이익 7억원(+37%yoy)을 달성했다. 매출이 다소 부진했는데 PTP(미국)법인의 ERP 교체 영향이며, 하반기 신규 프로젝트 실행에 따라 매출 성장세가 회복될 것으로 보인다. CSR(캐나다)법인은 한국콜마와의 기술 제휴가 시작되었으며, 하반기 마스크 시트 시험가동이 시작으로 향후 북미 진출 브랜드의 수요를 흡수할 것으로 기대된다.

▶ 씨케이엠(지분율 50.7%, CJ헬스케어 지분 100% 보유)은 매출 800억원, 영업이익 17억원, 순손실 -72억원을 기록하며 예상을 하회하는 실적을 달성했다. 인수관련 부대비용 약 100억원 영향이다.

(다음 페이지에 계속)

Quarterly earning forecasts

(억원, %)

	2Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,601	73.9	48.5	3,101	16.1
영업이익	246	44.8	36.7	278	-11.5
세전계속사업이익	155	-4.9	-10.8	232	-33.3
지배순이익	155	21.3	17.9	167	-7.0
영업이익률 (%)	6.8	-1.4 %pt	-0.6 %pt	9.0	-2.2 %pt
지배순이익률 (%)	4.3	-1.9 %pt	-1.1 %pt	5.4	-1.1 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	6,675	8,216	14,222	18,255
영업이익	734	670	1,140	1,764
지배순이익	531	473	570	924
PER	34.8	33.6	26.0	17.4
PBR	6.8	5.2	3.6	3.1
EV/EBITDA	22.3	20.1	18.3	12.7
ROE	21.6	16.4	15.2	19.2

자료: 유안타증권

하반기 어닝 모멘텀 고조

2018년 연결 매출 1조 4,222억원(+73%yoy), 영업이익 1,140억원(+70%yoy)을 전망한다. 2018년 씨케이엠의 실적은 매출액 3,650억원, 영업이익 247억원을 전망하며, 2분기에 있었던 인수 관련 일회성 비용 및 3분기에 지급될 위로금을 추가로 반영하였다. 한국콜마는 인수로 인한 이자비용 부담과 성장 모멘텀 둔화라는 이중고를 겪었으나, 예상을 상회하는 성장 모멘텀으로 투자심리가 개선될 것으로 판단한다.

하반기 매출과 이익은 전년동기대비 각각 +98%, +45% 성장할 것으로 예상된다. 본격적인 기저효과와 함께 본사와 해외법인의 성과가 개선되며 하반기 어닝 모멘텀이 고조될 것이다. 이번 분기는 CJ헬스케어 인수 관련 부대비용이 반영되어 씨케이엠 법인의 손실을 피할 수 없었으나, 하반기 CJ헬스케어의 영업 정상화 및 한국콜마 본업의 견조한 성과로 이자비용에 대한 부담은 완화될 것으로 판단한다. 또한 우려했던 주 52시간 근무제에 대해서는 한국콜마는 이미 시행하고 있어 추가적인 비용 증가는 없다.

연간 실적 변동표					(단위: 십억원, %, %p)	
	수정전		수정후		변동률	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	1,367	1,773	1,422	1,825	4%	3%
영업이익	127	177	114	176	-10%	-1%
영업이익률	9%	10%	8%	10%	-1%p	0%p
지배주주순이익	66	86	57	92	-14%	8%
순이익률	5%	5%	4%	5%	-1%p	0%p
EPS	3,121	3,829	2,631	3,918	-16%	2%

자료: 유안타증권 리서치센터

하향조정 원인: 2 분기에 반영된 CJ 헬스케어 인수와 관련된 부대비용(약 100 억원)과 3 분기에 지급될 위로금(약 200 억원) 반영 영향

한국콜마 연결 실적전망 및 추이

(단위: 십억원, %)

	2016	2017	2018F	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18F	4Q18F
연결 매출액	667.5	821.6	1,422.2	201.4	207.1	194.2	218.9	242.5	360.1	391.7	428.0
별도	619.6	681.6	885.6	169.5	171.1	162.6	178.5	208.4	245.9	211.0	220.3
화장품	453.9	488.8	669.7	123.0	122.0	114.1	129.7	156.1	192.7	155.3	165.6
- 내수	410.7	456.3	616.1	115.1	115.3	105.1	120.8	145.9	175.4	141.0	153.7
- 수출	43.3	32.5	53.6	7.9	6.7	9.0	8.9	10.2	17.3	14.2	11.9
제약	165.4	192.1	214.8	46.5	49.1	48.4	48.1	52.0	52.8	55.6	54.3
북경콜마	52.1	57.6	80.7	10.7	14.3	11.4	21.2	15.8	21.7	20.0	23.2
무석	-	-	5.0	-	-	-	-	-	-	-	5.0
북미법인(PTP+CSR)	13.6	94.9	109.9	23.2	24.7	23.0	24.0	22.2	21.6	27.1	39.0
씨케이엠(CJ 헬스케어)	-	-	365.0	-	-	-	-	-	80.1	138.8	146.1
% YoY 연결 매출액	25%	23%	73%	36%	20%	21%	18%	20%	74%	102%	96%
별도	22%	10%	30%	17%	3%	10%	11%	23%	44%	30%	23%
화장품	21%	8%	37%	13%	-2%	9%	12%	27%	58%	36%	28%
- 내수	17%	11%	35%	14%	3%	13%	16%	27%	53%	34%	27%
- 수출	72%	-25%	65%	-5%	-44%	-18%	-25%	29%	157%	58%	34%
제약	26%	16%	13%	31%	17%	13%	6%	12%	8%	15%	13%
북경콜마	41%	11%	40%	51%	11%	-31%	37%	47%	52%	75%	9%
무석	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
북미법인(PTP+CSR)	-	598%	16%	-	-	-	-	-4%	-13%	18%	63%
씨케이엠(CJ 헬스케어)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	3%	18%
매출총이익	153.5	177.8	410.0	47.3	45.1	42.4	43.1	46.6	99.0	127.1	137.2
영업이익	73.4	67.0	114.0	20.6	17.0	15.4	14.0	18.0	24.6	25.6	45.8
별도	70.0	61.3	76.8	17.7	15.0	13.8	14.8	17.1	22.3	17.9	19.5
% YoY 영업이익	21%	-9%	70%	18%	-21%	-1%	-26%	-13%	45%	66%	228%
별도	27%	-12%	25%	4%	-28%	-3%	-16%	-3%	48%	30%	32%
연결 당기순이익	53.2	48.6	58.5	15.7	13.1	12.6	7.2	13.3	11.9	10.1	23.3
별도	52.2	44.2	54.4	13.1	11.9	10.8	8.4	11.8	17.4	12.0	13.2
북경콜마	1.3	2.0	1.1	0.4	1.1	0.2	0.2	0.8	(1.2)	0.6	0.9
무석	0.2	(0.5)	(1.9)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	0.1	(0.3)	(1.6)
북미법인(PTP+CSR)	0.2	2.9	4.3	1.8	0.5	1.7	(1.1)	0.9	0.7	1.1	1.6
씨케이엠(CJ 헬스케어)	-	-	1.2	-	-	-	-	-	(7.2)	(2.3)	10.8
% YoY 당기순이익	17%	-9%	20%	17%	-20%	30%	-48%	-15%	-9%	-20%	222%
별도	-	-15%	23%	1%	-28%	20%	-39%	-10%	47%	11%	58%
북경콜마	-	54%	-43%	-45%	381%	-63%	-170%	91%	적전	172%	336%
북미법인(PTP+CSR)	-	-	50%	-	-	-	-	-47%	37%	-34%	흑전
지배주주순이익	53.1	47.3	57.1	15.0	12.8	11.9	7.7	13.2	15.5	10.9	17.5
% Margin 매출총이익률	23%	22%	29%	23%	22%	22%	20%	19%	28%	32%	32%
영업이익률	11%	8%	8%	10%	8%	8%	6%	7%	7%	7%	11%
별도	11%	9%	9%	10%	9%	8%	8%	8%	9%	8%	9%
순이익률	8%	6%	4%	8%	6%	6%	3%	5%	3%	3%	5%
북경콜마	2%	3%	1%	4%	8%	2%	1%	5%	-6%	3%	4%
무석	-	-	-37%	-	-	-	-	-	-	-	-32%
북미법인(PTP+CSR)	1%	3%	4%	8%	2%	7%	-5%	4%	3%	4%	4%
씨케이엠(CJ 헬스케어)	-	0%	0%	-	-	-	-	-	-9%	-2%	7%

자료: 유안타증권 리서치센터

[참고] 씨케이엠은 CJ 헬스케어의 인수주체, 한국콜마의 연결법인으로 5월 1일부터 인식되며, 한국콜마에 귀속되는 지분율은 50.7%에 해당함

한국콜마 (161890) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	6,675	8,216	14,222	18,255	20,357
매출원가	5,140	6,438	10,122	12,638	14,102
매출총이익	1,535	1,778	4,100	5,617	6,254
판매비	801	1,108	2,960	3,853	4,246
영업이익	734	670	1,140	1,764	2,009
EBITDA	853	862	1,491	2,229	2,548
영업외손익	-21	-50	-369	-285	-241
외환관련손익	-20	-10	41	31	31
이자손익	-6	-27	-377	-303	-259
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	5	-13	-33	-13	-13
법인세비용차감전순이익	713	620	771	1,479	1,767
법인세비용	181	134	187	325	389
계속사업순이익	532	486	584	1,153	1,379
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	532	486	584	1,153	1,379
지배지분순이익	531	473	570	924	1,119
포괄손익	550	391	489	1,058	1,284
지배지분포괄이익	534	404	506	1,094	1,327

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 K-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	2,641	3,659	6,379	12,795	16,838
현금및현금성자산	269	143	845	5,936	9,288
매출채권 및 기타채권	1,284	1,607	2,850	3,657	4,077
재고자산	861	1,057	1,830	2,349	2,619
비유동자산	2,289	3,026	13,556	14,356	15,049
유형자산	1,849	2,362	3,431	4,351	5,164
관계기업 등 자본관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	1	43	43	43	43
자산총계	4,929	6,685	19,935	27,151	31,887
유동부채	1,962	2,120	2,696	3,089	3,318
매입채무 및 기타채무	1,199	1,194	1,770	2,164	2,393
단기차입금	572	767	767	767	767
유동성장기부채	11	20	20	20	20
비유동부채	91	1,240	12,368	18,440	21,984
장기차입금	48	195	9,323	13,395	14,940
사채	0	997	2,997	4,997	6,997
부채총계	2,052	3,359	15,063	21,529	25,302
지배지분	2,699	3,051	4,469	5,157	6,040
자본금	106	106	118	118	118
자본잉여금	1,163	1,164	2,157	2,157	2,157
이익잉여금	1,412	1,807	2,313	3,096	4,074
비지배지분	178	275	403	465	544
자본총계	2,877	3,326	4,872	5,622	6,584
순차입금	313	1,153	11,579	12,560	12,753
총차입금	632	1,980	13,108	19,180	22,724

현금흐름표	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	382	54	-581	621	1,391
당기순이익	532	486	584	1,153	1,379
감가상각비	108	160	261	345	419
외환손익	8	1	-41	-31	-31
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-325	-610	-1,497	-988	-517
기타현금흐름	59	17	112	142	142
투자활동 현금흐름	-215	-1,562	-1,447	-1,382	-1,350
투자자산	240	-34	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-448	-686	-1,330	-1,265	-1,233
유형자산 감소	0	4	0	0	0
기타현금흐름	-8	-845	-117	-117	-117
재무활동 현금흐름	109	1,351	12,066	5,996	3,468
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	148	1,408	11,128	6,072	3,544
자본	0	1	1,006	0	0
현금배당	-43	-62	-73	-80	-80
기타현금흐름	3	4	4	4	4
연결범위변동 등 기타	-169	30	-9,335	-145	-157
현금의 증감	107	-126	703	5,090	3,352
기초 현금	162	269	143	845	5,936
기말 현금	269	143	845	5,936	9,288
NOPLAT	734	670	1,140	1,764	2,009
FCF	-107	-580	-1,612	-412	356

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

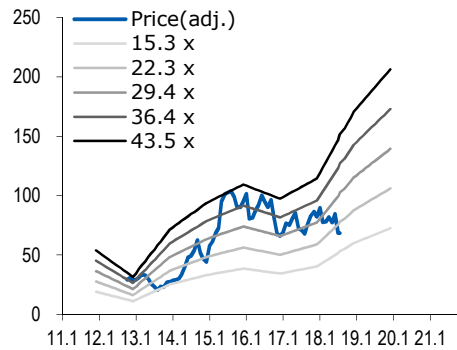
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	2,516	2,240	2,631	3,918	4,746
BPS	12,790	14,458	18,946	21,861	25,604
EBITDAPS	4,041	4,083	6,887	9,449	10,800
SPS	31,633	38,937	65,674	77,386	86,297
DPS	250	300	300	300	300
PER	34.8	33.6	26.0	17.4	14.4
PBR	6.8	5.2	3.6	3.1	2.7
EV/EBITDA	22.3	20.1	18.3	12.7	11.2
PSR	2.8	1.9	1.0	0.9	0.8

재무비율	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	24.6	23.1	73.1	28.4	11.5
영업이익 증가율 (%)	20.9	-8.8	70.2	54.7	13.9
지배순이익 증가율 (%)	16.7	-11.0	20.6	62.2	21.1
매출총이익률 (%)	23.0	21.6	28.8	30.8	30.7
영업이익률 (%)	11.0	8.2	8.0	9.7	9.9
지배순이익률 (%)	8.0	5.8	4.0	5.1	5.5
EBITDA 마진 (%)	12.8	10.5	10.5	12.2	12.5
ROIC	20.8	13.7	8.3	8.0	8.4
ROA	12.7	8.1	4.3	3.9	3.8
ROE	21.6	16.4	15.2	19.2	20.0
부채비율 (%)	71.3	101.0	309.2	383.0	384.3
순차입금/자기자본 (%)	11.6	37.8	259.1	243.6	211.1
영업이익/금융비용 (배)	73.4	16.9	2.9	4.4	4.9

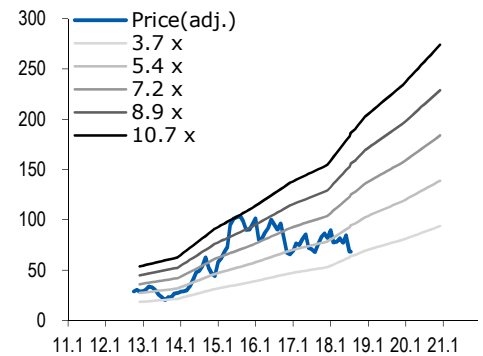
P/E band chart

(천원)



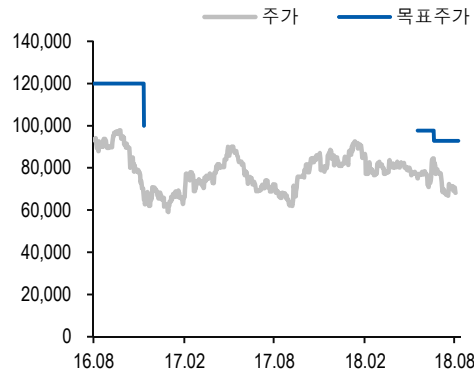
P/B band chart

(천원)



한국콜마 (161890) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율 평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-08-16	BUY	93,000	1년		
2018-07-02	BUY	93,000	1년		
2018-05-30	BUY	97,800	1년	-21.42	-13.60
	담당자 변경				
2017-11-22	1년 경과 이후		1년	-17.48	-7.30
2016-11-22	BUY	100,000	1년	-23.49	-7.30
2016-07-18	BUY	120,000	1년	-34.27	-15.83

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.7
Buy(매수)	86.4
Hold(중립)	11.3
Sell(비중축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-08-14

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박은정)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.