

한국콜마 (161890)

화장품

박은정



02 3770 5597
eunjung.park@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	89,000원 (D)
현재주가 (10/19)	65,000원
상승여력	37%

시가총액	14,525억원
총발행주식수	22,346,698주
60일 평균 거래대금	66억원
60일 평균 거래량	92,334주
52주 고	92,700원
52주 저	65,000원
외인지분율	42.21%
주요주주	한국콜마홀딩스 외 38인 28.71%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(13.7)	(5.2)	(18.1)
상대	(7.6)	0.3	(6.1)
절대(달러환산)	(14.5)	(5.2)	(18.1)

3분기는 뒤로하고, 4분기를 바라볼 때

투자 의견 BUY, 목표주가 89,000원으로 4% 하향

한국콜마에 대한 투자 의견을 BUY 유지하고, 목표주가를 93,000원에서 89,000원으로 하향한다. 목표주가 하향의 근거는 별도 제약부문의 CSO사업 종료로 매출이 감소되고 일회성 비용이 반영되었기 때문이다. 이에 따라 2018년, 2019년 EPS를 각각 14%, 5% 하향 조정하였다. 목표주가는 SOTP 방식으로 12MF EPS에 화장품 부문 P/E 30배, 제약(별도 제약부문, 씨케이엠) 부문 P/E 20배를 적용하여 산출하였고, Implied P/E는 26배 수준이다. 한국콜마는 3분기 일회성 비용 반영 우려 및 업종 부진으로 주가 상승이 제한적이었으나, 현재 주가는 12M Fwd EPS 기준 19배 수준으로 현저하게 저평가 구간으로 판단된다.

3Q18 Preview: 일회성 비용으로 가려진 호실적

3분기 실적은 연결 매출 3,867억원(YoY+99%), 영업이익 126억원(YoY-19%)을 전망하며, 컨센서스 영업이익 177억원 대비 하회할 것으로 예상된다. CJ헬스케어(씨케이엠 법인) 인수영향 제외 시 한국콜마의 연결 실적은 전년동기비 매출은 28% 성장하고, 이익은 15% 감소할 전망이다. **화장품은 견조한 실적을 달성한 것으로 추정되나, 별도의 제약부문 수수료 정산비용과 씨케이엠 법인의 위로금 등의 일회성 비용이 발생되어 컨센서스 대비 부진한 성과를 달성할 것으로 예상된다.**

▶ 별도법인은 매출 2,134억원(YoY+31%), 영업이익 122억원(YoY-11%)을 전망한다. ① 화장품 매출은 전년동기비 48% 성장한 1,688억원으로 2분기에 이어 견조한 성장세가 이어진 것으로 보인다 ② 제약 매출은 전년동기비 8% 감소한 445억원을 전망하며, 일회성 비용(약 70-80억원)이 반영되어 손익에 부정적으로 작용한 것으로 보인다. 이는 7월 CSO사업 종료로 CSO부문 매출이 거의 없는 가운데 판매 대행업체에 지불하는 수수료 정산이 3분기에 반영된 영향이다. ▶ 북경콜마의 매출은 전년동기비 59% 성장한 181억원을 전망한다. 채고 및 채권 관련 회계적 비용 반영이 이어지며, 고성장에도 이익률은 낮은 한자리수 수준에 불과할 것으로 보인다. ▶ 미주법인의 매출은 전년동기비 6% 감소한 217억원을 전망한다. PTP와 CSR법인 매출을 각각 140억원, 77억원 추정하며 미팅한 실적을 달성할 것으로 보인다. ▶ 씨케이엠은 매출 1,388억원, 영업손실 6억원을 전망하며, 위로금 200억원 반영 제외 시, 영업이익률이 14% 수준에 이른 것으로 추정된다.

4분기 이익 모멘텀 최대, 밸류에이션 매력도 최대

한국콜마는 경쟁사 대비 현재 fwd P/E 기준 24% 할인되어 거래 중이며, 2017년부터 현재까지의 평균 할인 정도는 14%로 현재 현저하게 저평가 되어 거래 중이다. 이는 3분기 일회성 비용 반영 영향이며, 컨센서스와 주가에 반영되는 모습이다. 4분기 실적은 연결매출 4,335억원(YoY+98%), 영업이익 401억원(YoY+186%, QoQ+219%)을 추정하며, 이제는 **3분기의 우려는 뒤로하고, 4분기의 어닝 모멘텀에 주목할 때이다.**

Quarterly earning forecasts

	3Q18E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,867	99.1	7.4	3,618	6.9
영업이익	126	-18.5	-48.9	177	-29.2
세전계속사업이익	17	-89.3	-89.3	97	-83.0
지배순이익	35	-70.3	-77.3	104	-66.0
영업이익률 (%)	3.2	-4.7 %pt	-3.6 %pt	4.9	-1.7 %pt
지배순이익률 (%)	0.9	-5.2 %pt	-3.4 %pt	2.9	-2.0 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

	결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액		6,675	8,216	14,228	18,237
영업이익		734	670	951	1,763
지배순이익		531	473	491	877
PER		34.8	33.6	28.7	17.5
PBR		6.8	5.2	3.5	3.0
EV/EBITDA		22.3	20.1	21.6	13.0
ROE		21.6	16.4	13.2	18.6

자료: 유안타증권

[표 1] 한국콜마 연결 실적전망 및 추이

(단위: 십억원, %)

	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E
연결 매출액	821.6	1,422.8	1,823.7	201.4	207.1	194.2	218.9	242.5	360.1	386.7	433.5
별도	681.6	892.4	1,015.3	169.5	171.1	162.6	178.5	208.4	245.9	213.4	224.8
화장품	488.8	697.2	801.8	123.0	122.0	114.1	129.7	156.1	192.7	168.8	179.7
- 내수	456.3	641.5	737.7	115.1	115.3	105.1	120.8	145.9	175.4	153.9	166.2
- 수출	32.5	55.8	64.1	7.9	6.7	9.0	8.9	10.2	17.3	14.8	13.5
제약	192.1	194.0	212.3	46.5	49.1	48.4	48.1	52.0	52.8	44.5	44.7
북경콜마	57.6	82.3	95.2	10.7	14.3	11.4	21.2	15.8	21.7	18.1	26.7
무석	-	5.0	40.0	-	-	-	-	-	-	-	5.0
북미법인(PTP+CSR)	94.9	102.1	121.2	23.2	24.7	23.0	24.0	22.2	21.6	21.7	36.6
씨케이엠(CJ 헬스케어)	-	365.0	582.5	-	-	-	-	-	80.1	138.8	146.1
% YoY 연결 매출액	23%	73%	28%	36%	20%	21%	18%	20%	74%	99%	98%
별도	10%	31%	14%	17%	3%	10%	11%	23%	44%	31%	26%
화장품	8%	43%	15%	13%	-2%	9%	12%	27%	58%	48%	39%
- 내수	11%	41%	15%	14%	3%	13%	16%	27%	52%	46%	38%
- 수출	-25%	71%	15%	-5%	-44%	-18%	-25%	29%	156%	65%	52%
제약	16%	1%	9%	31%	17%	13%	6%	12%	8%	-8%	-7%
북경콜마	11%	43%	16%	51%	11%	-31%	37%	47%	52%	59%	26%
무석	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
북미법인(PTP+CSR)	598%	8%	19%	-	-	-	-	-4%	-13%	-6%	53%
씨케이엠(CJ 헬스케어)	-	95%	26%	-	-	-	-	-	-	-	-
매출총이익	177.8	410.1	566.8	47.3	45.1	42.4	43.1	46.6	99.1	125.2	139.2
영업이익	67.0	95.2	176.3	20.6	17.0	15.4	14.0	18.0	24.6	12.6	40.1
별도	61.3	71.6	92.3	17.7	15.0	13.8	14.8	17.1	22.3	12.2	20.0
% YoY 영업이익	-9%	42%	85%	18%	-21%	-1%	-26%	-13%	45%	-19%	186%
별도	-12%	17%	29%	4%	-28%	-3%	-16%	-3%	49%	-11%	35%
연결 당기순이익	48.6	48.7	108.2	15.7	13.1	12.6	7.2	13.3	11.9	1.2	22.4
별도	44.2	50.4	64.1	13.1	11.9	10.8	8.4	11.8	17.4	7.6	13.6
북경콜마	2.0	1.2	4.1	0.4	1.1	0.2	0.2	0.8	(1.2)	0.6	1.1
무석	(0.5)	(3.6)	(5.9)	(0.1)	(0.2)	(0.1)	(0.1)	(0.1)	0.1	(2.0)	(1.6)
북미법인(PTP+CSR)	2.9	4.0	5.5	1.8	0.5	1.7	(1.1)	0.9	0.7	0.9	1.4
씨케이엠(CJ 헬스케어)	-	(2.3)	42.6	-	-	-	-	-	(7.2)	(5.1)	10.0
% YoY 당기순이익	-9%	0%	122%	17%	-20%	30%	-48%	-15%	-9%	-90%	210%
별도	-15%	14%	27%	1%	-28%	20%	-39%	-10%	46%	-30%	63%
북경콜마	54%	-39%	239%	-45%	381%	-63%	-170%	91%	적전	146%	402%
북미법인(PTP+CSR)	-	38%	38%	-	-	-	-	-47%	37%	-46%	흑전
지배주주순이익	47.3	49.2	87.7	15.0	12.8	11.9	7.7	13.2	15.5	3.5	17.0
% Margin 매출총이익률	22%	29%	31%	23%	22%	22%	20%	19%	28%	32%	32%
영업이익률	8%	7%	10%	10%	8%	8%	6%	7%	7%	3%	9%
별도	9%	8%	9%	10%	9%	8%	8%	8%	9%	6%	9%
순이익률	6%	3%	6%	8%	6%	6%	3%	5%	3%	0%	5%
북경콜마	3%	1%	4%	4%	8%	2%	1%	5%	-6%	3%	4%
무석	-	-71%	-15%	-	-	-	-	-	-	-	-32%
북미법인(PTP+CSR)	3%	4%	5%	8%	2%	7%	-5%	4%	3%	4%	4%
씨케이엠(CJ 헬스케어)	-	-1%	7%	-	-	-	-	-	-9%	-4%	7%

자료: 유안타증권 리서치센터

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

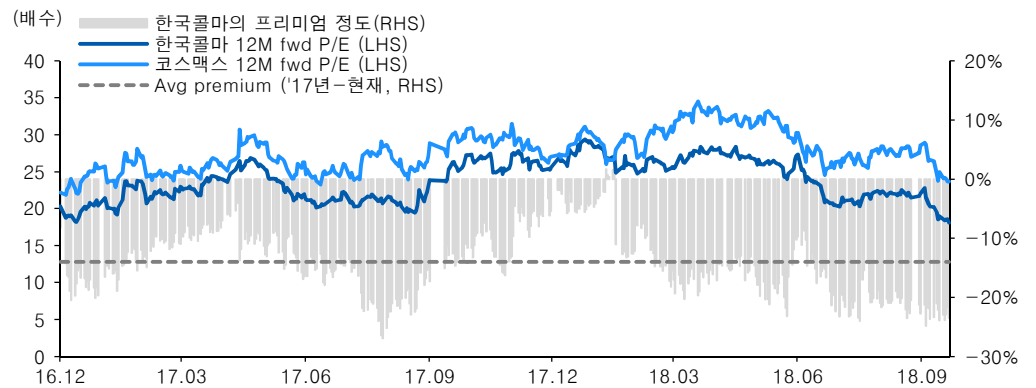
[표 2] 연간 실적 변동표

(단위: 십억원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	1,422	1,826	1,423	1,824	0%	0%
영업이익	114	176	95	176	-17%	0%
영업이익률	8%	10%	7%	10%	-1%p	0%p
지배주주순이익	57	92	49	88	-14%	-5%
순이익률	4%	5%	3%	5%	-1%p	0%p
EPS	2,631	3,918	2,269	3,716	-14%	-5%

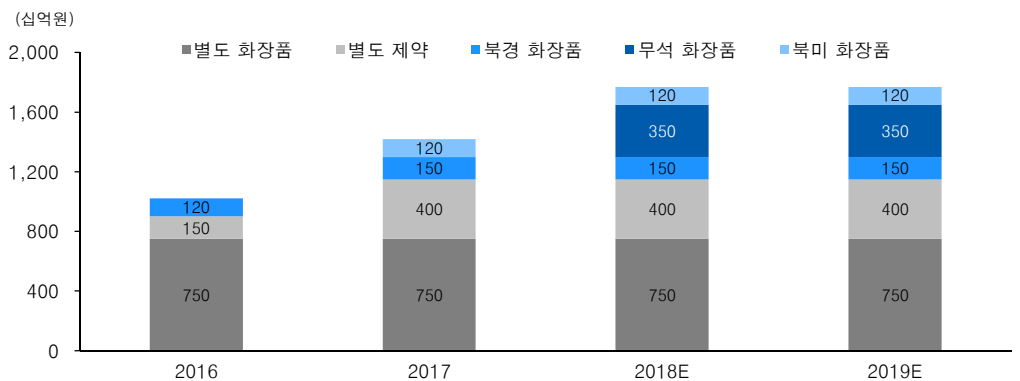
자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 주요 ODM 기업의 12M fwd P/E 와 한국콜마의 코스맥스 대비 프리미엄 추이



자료: 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 지역별 CAPA 추이 (씨케이엠 법인 제외)



자료: 유안타증권 리서치센터

한국콜마 (161890) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	6,675	8,216	14,228	18,237	20,256
매출원가	5,140	6,438	10,127	12,570	13,943
매출총이익	1,535	1,778	4,101	5,668	6,314
판매비	801	1,108	3,150	3,904	4,279
영업이익	734	670	951	1,763	2,035
EBITDA	853	862	1,220	2,062	2,325
영업외손익	-21	-50	-308	-294	-235
외환관련손익	-20	-10	-9	-9	-9
이자손익	-6	-27	-316	-273	-213
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	5	-13	17	-13	-13
법인세비용차감전순이익	713	620	643	1,469	1,799
법인세비용	181	134	155	367	450
계속사업순이익	532	486	488	1,102	1,350
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	532	486	488	1,102	1,350
지배지분순이익	531	473	491	877	1,094
포괄순이익	550	391	393	1,007	1,255
지배지분포괄이익	534	404	406	1,041	1,297

주: 영업이익 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	7,199	14,478	19,377
현금및현금성자산	269	143	952	6,712	10,847
매출채권 및 기타채권	1,284	1,607	3,563	4,565	5,070
재고자산	861	1,057	1,831	2,347	2,606
비유동자산	2,289	3,026	12,651	12,524	12,319
유형자산	1,849	2,362	2,526	2,519	2,434
관계기업 등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	1	43	43	43	43
자산총계	4,929	6,685	19,850	27,002	31,696
유동부채	1,962	2,120	2,696	3,078	3,293
매입채무 및 기타채무	1,199	1,194	1,771	2,153	2,368
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	15,064	21,518	25,277
지배지분	2,699	3,051	4,391	5,031	5,888
자본금	106	106	118	118	118
자본잉여금	1,163	1,164	2,157	2,157	2,157
이익잉여금	1,412	1,807	2,235	2,970	3,922
비지배지분	178	275	396	453	531
자본총계	2,877	3,326	4,786	5,484	6,419
순차입금	313	1,153	11,472	11,784	11,193
총차입금	632	1,980	13,108	19,180	22,724

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	382	54	-1,422	239	1,065
당기순이익	532	486	488	1,102	1,350
감가상각비	108	160	179	179	171
외환손익	8	1	9	9	9
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-325	-610	-2,209	-1,192	-605
기타현금흐름	59	17	112	142	142
투자활동 현금흐름	-215	-1,562	-461	-289	-203
투자자산	240	-34	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-448	-686	-343	-172	-86
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	-9,374	-185	-196
현금의 증감	107	-126	809	5,761	4,135
기초 현금	162	269	143	952	6,712
기말 현금	269	143	952	6,712	10,847
NOPLAT	734	670	951	1,763	2,035
FCF	-107	-580	-1,562	257	1,126

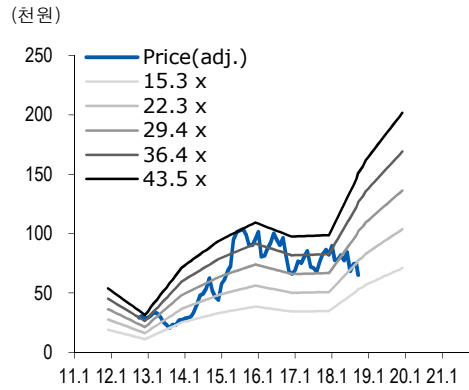
자료: 유안타증권

- 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

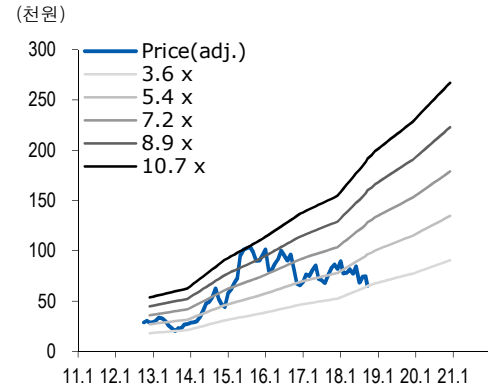
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	2,516	2,240	2,269	3,716	4,639
BPS	12,790	14,458	18,613	21,326	24,963
EBITDAPS	4,041	4,083	5,633	8,740	9,858
SPS	31,633	38,937	65,698	77,313	85,873
DPS	250	300	300	300	300
PER	34.8	33.6	28.7	17.5	14.0
PBR	6.8	5.2	3.5	3.0	2.6
EV/EBITDA	22.3	20.1	21.6	13.0	11.3
PSR	2.8	1.9	1.0	0.8	0.8

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	24.6	23.1	73.2	28.2	11.1
영업이익 증가율 (%)	20.9	-8.8	41.9	85.5	15.4
지배순이익 증가율 (%)	16.7	-11.0	4.0	78.4	24.8
매출총이익률 (%)	23.0	21.6	28.8	31.1	31.2
영업이익률 (%)	11.0	8.2	6.7	9.7	10.0
지배순이익률 (%)	8.0	5.8	3.5	4.8	5.4
EBITDA 마진 (%)	12.8	10.5	8.6	11.3	11.5
ROIC	20.8	13.7	7.0	7.9	8.8
ROA	12.7	8.1	3.7	3.7	3.7
ROE	21.6	16.4	13.2	18.6	20.0
부채비율 (%)	71.3	101.0	314.7	392.4	393.8
순차입금/자기자본 (%)	11.6	37.8	261.3	234.2	190.1
영업이익/금융비용 (배)	73.4	16.9	2.8	4.6	5.3

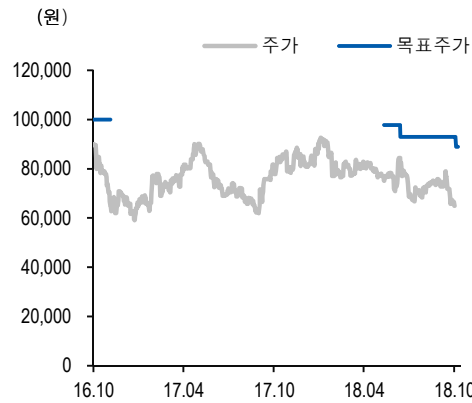
P/E band chart



P/B band chart



한국콜마 (161890) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-10-22	BUY	89,000	1년		
2018-07-02	BUY	93,000	1년	-22.09	-11.40
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)	84.0
Hold(중립)	13.7
Sell(비중축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-10-19

※ 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.