한국콜마(161890)

하회	부합	상회

영업이익의 컨센서스 대비를 의미

좌충우돌, 그러나 성장한다

일회성 및 투자 관련 비용으로 퇴색된 영업 호조
화장품 부문 고성장, 대중국 사업 호조
비용 요인 점진적으로 완화될 것

Facts : 영업이익 컨센서스 크게 하회

매출액은 전년대비 93% 급증했으나 영업이익은 50% 감소한 78억원에 그쳤다(영업이익률 2.1%, -5.8%p YoY). 영업이익은 컨센서스를 51% 하회했다. 한국콜마 화장품 부문 매출액은 2,170억원으로 전년대비 46% 급증했고, 제약 부문은 CJ헬스케어 인수 실적이 반영되면서 전년 480억원에서 크게 증가한 1,690억원을 기록했다. CJ헬스케어를 인수한 CKM 매출액은 1,240억원, 영업손실 30억원을 기록했다. 한국콜마 별도 영업이익은 116억원을, 연결 영업이익은 78억원을 기록했는데 별도 실적에서 제약 관련 일회성 비용이 약 60억원 발생했다. CKM 영업손실 30억원은 CJ헬스케어 인수 후 위로금 200억원과 무형자산상각비용 20억원에 기인한다. 그 외 해외 화장품 법인 일부에서 영업손실이 발생했다.

Pros & cons : 화장품 놀라운 성장, 수익성 눈높이는 소폭 하향

국내 화장품 매출액이 56% 급증, 내수와 수출이 각각 52%, 101% 증가했다. 중소형 브랜드 성장과 글로벌사 수출이 국내 고성장을 견인했다. 특히 동사의 상위 바이어인 카버코리아, 지피클럽은 중국 내에서도 고성장하고 있으며 카버코리아의 AHC 브랜드는 중국 광군제에서 한국 브랜드 중 1위를 기록한 바 있다. 중국 북경법인 매출액도 180억원으로 61% 급증했다. 제약 부문은 콜마 본업에서 일회성 비용을 제거시 약 15% 영업이익률을 기록, CJ헬스케어 또한 영업이익 약 200억원을 기록해 영업이익률 15%을 상회한 것으로 추정된다. 수익성 눈높이는 소폭 하향한다. 고성장에 기여하는 일부 바이어들은 수익성이 낮고 북경콜마와 최근 가동을 시작한 무석 공장, 미국 법인은 모두 이익 가시성이 낮으면서 투자 단계다.

Action : 변치 않는 것은 성장, 비용 요인 안정화될 것

해외법인 수익성 전망을 하향, 2019년 영업이익을 5% 하향, 목표주가를 기존 8.8만원에서 8만원(2019F PER 25배)으로 하향한다. 최근 공격적인 해외 투자로 내수 위주였던 과거보다는 실적 가시성이 다소 낮아졌다. 그러나 글로벌 2위 ODM으로서 해외사업 확장 및 국내 고성장 브랜드 확보로 놀라운 성장이 지속되고 있다. 비용 요인 또한 점진적으로 안정화될 전망이다.

매수(유지)

목표주가: 80,000원(하향)

Stock Data

KOSPI(11/14)		2,068
주가(11/14)		55,400
시가총액(십억원)		1,238
발행주식수(백만)		22
52주 최고/최저가(원)		92,700/54,200
일평균거래대금(6개월, 백만원)		7,654
유동주식비율/외국인지분율(%)		71.0/42.1
주요주주(%)	한국콜마홀딩스 외 39 인	28.7
	NIHON KOLMAR	12.4

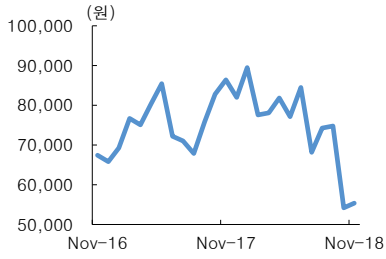
Valuation 지표

	2017A	2018F	2019F
PER(x)	36.6	30.4	17.4
PBR(x)	5.7	3.7	3.1
ROE(%)	16.4	12.3	19.3
DY(%)	0.4	0.6	0.7
EV/EBITDA(x)	21.7	19.1	11.8
EPS(원)	2,240	1,824	3,186
BPS(원)	14,458	15,072	17,857

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	(17.7)	(30.1)	(34.4)
KOSPI 대비(%p)	(13.3)	(13.6)	(16.3)

주가추이



자료: FnGuide

나은채
ec.na@truefriend.com

<표 1> 3분기 실적 및 컨센서스

(단위: 십억원)

	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	QoQ(%)	YoY(%)	컨센서스
매출액	194.2	218.9	242.5	360.1	375.4	4.3	93.3	363.3
영업이익	15.4	14.0	18.0	24.6	7.8	(68.3)	(49.5)	15.8
영업이익률(%)	7.9	6.4	7.4	6.8	2.1			4.3
세전이익	15.4	10.5	17.4	15.5	(5.9)	NM	NM	7.2
순이익	11.9	7.7	13.2	15.5	(3.2)	NM	NM	8.1

자료: 한국투자증권

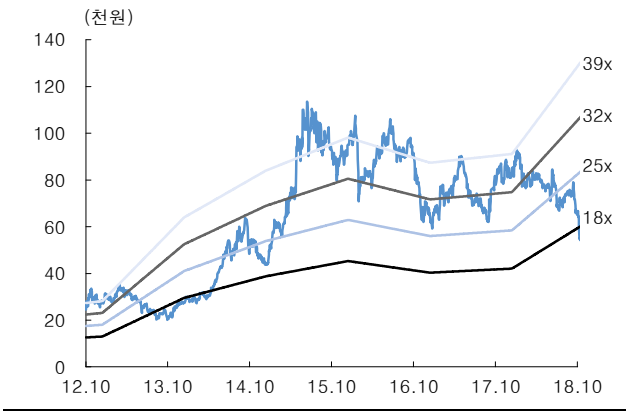
<표 2> 실적 breakdown

(단위: 십억원, % YoY, %)

	연간					2017				2018F			
	2016	2017	2018F	2019F	2020F	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3QP	4QF
매출액	667	822	1,398	1,740	1,932	201	207	194	219	242	360	375	420
화장품	520	642	888	1,033	1,184	157	161	149	176	194	237	217	240
국내	454	490	713	825	931	123	122	114	131	156	193	177	186
북경	52	58	76	91	109	11	14	11	21	16	22	18	20
우시			8	20	40								5
미주	14	95	91	97	104	23	25	23	24	22	22	21	26
제약	165	192	511	707	749	47	49	48	48	52	133	169	157
한국콜마	165	192	195	214	243	47	49	48	48	52	53	45	46
CKM			330	509	525					0	80	124	126
영업이익	73	67	83	148	170	21	17	15	14	18	25	8	33
한국콜마	73	67	69	92	111	21	17	15	14	18	24	11	16
CKM			14	56	59						0	(3)	17
매출액 증감	24.6	23.1	70.2	24.4	11.1	35.5	19.7	21.2	17.9	20.4	73.9	93.3	92.1
화장품	26.3	23.5	38.3	16.3	14.6	35.0	16.8	22.8	21.2	23.8	47.2	46.1	36.5
국내	21.2	7.8	45.6	15.7	12.9	12.6	(2.3)	9.3	12.7	27.0	58.6	55.5	42.3
북경	40.4	10.6	32.0	19.6	20.2	51.4	10.3	(31.3)	36.7	47.0	52.8	61.4	(5.1)
우시				150.0	100.0							NM	NM
미주		597.1	(4.1)	6.8	6.8				75.8	(4.3)	(12.5)	(7.6)	8.1
제약	25.8	16.1	165.8	38.5	5.9	31.4	17.2	12.8	6.4	12.1	170.5	248.4	226.5
한국콜마	25.8	16.1	1.6	9.8	13.4	31.4	17.2	12.8	6.4	11.9	7.6	(7.8)	(4.9)
CKM				54.5	3.0							NM	NM
영업이익 증감	20.9	(8.8)	24.3	77.9	14.8	18.0	(21.3)	(0.8)	(25.9)	(12.8)	44.8	(49.5)	135.3
한국콜마			2.8	33.6	20.9					(12.8)	43.3	(30.0)	12.8
CKM				289.8	4.7						NM	NM	NM
영업이익률	11.0	8.2	6.0	8.5	8.8	10.2	8.2	7.9	6.4	7.4	6.8	2.1	7.8
한국콜마			6.4	7.4	7.8					8.5	8.4	5.2	6.6
CKM			4.4	11.0	11.2						0.3	(2.4)	9.2

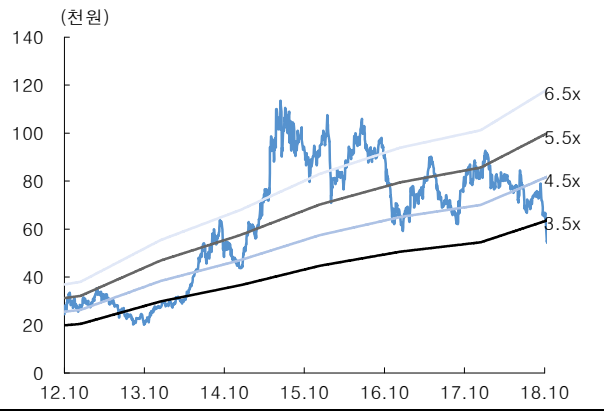
자료: 한국콜마, 한국투자증권

[그림 1] PER 밴드



자료: WISEfn, 한국투자증권

[그림 2] PBR 밴드



자료: WISEfn, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

화장품 ODM (Original Development & Design Manufacturing) 사업과 제약 CMO (Contract Manufacturing Organization) 사업을 영위하고 있음. 시장 선도업체로서 아모레퍼시픽, LG생활건강 등에 화장품을 ODM방식으로 공급하고 있으며, 제약사업부문 또한 국내 CMO 전문업체 중 매출 기준 점유율 1위 업체임. 2018년 4월 씨제이헬스케어를 인수함으로써 전문의약품 제조 및 판매, H&B 음료사업 등 헬스케어 산업부문을 갖추게 되었음.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	264	366	496	539	618
현금성자산	27	14	28	17	58
매출채권및기타채권	128	161	252	261	271
재고자산	86	106	175	209	232
비유동자산	229	303	1,184	1,254	1,305
투자자산	0	4	7	9	10
유형자산	185	236	428	470	512
무형자산	40	58	741	766	773
자산총계	493	669	1,680	1,793	1,923
유동부채	196	212	292	334	378
매입채무및기타채무	120	119	203	253	281
단기차입금및단기사채	57	77	77	77	77
유동성장기부채	1	2	2	2	2
비유동부채	9	124	1,027	1,029	1,030
사채	0	100	300	300	300
장기차입금및금융부채	5	20	720	720	720
부채총계	205	336	1,319	1,363	1,408
지배주주지분	270	305	337	399	476
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	116	116	116	116	116
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	141	181	212	275	351
비지배주주지분	18	28	24	31	40
자본총계	288	333	361	430	515

손익계산서

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	667	822	1,398	1,740	1,932
매출원가	514	644	901	1,080	1,200
매출총이익	154	178	497	660	732
판매관리비	80	111	414	511	562
영업이익	73	67	83	148	170
금융수익	3	6	2	1	1
이자수익	0	1	1	1	1
금융비용	6	10	31	46	46
이자비용	1	4	30	46	46
기타영업외손익	0	(1)	(7)	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	71	62	47	103	125
법인세비용	18	13	11	25	30
연결당기순이익	53	49	36	78	95
지배주주지분순이익	53	47	39	71	87
기타포괄이익	2	(9)	0	0	0
총포괄이익	55	39	36	78	95
지배주주지분포괄이익	53	40	39	71	87
EBITDA	85	86	121	198	223

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	38	5	(20)	127	164
당기순이익	53	49	36	78	95
유형자산감가상각비	11	16	31	43	45
무형자산상각비	1	3	7	8	8
자산부채변동	(32)	(61)	(93)	(10)	7
기타	5	(2)	(1)	8	9
투자활동현금흐름	(22)	(156)	(862)	(122)	(105)
유형자산투자	(45)	(69)	(223)	(85)	(87)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	23	(68)	(3)	(2)	(1)
무형자산순증	(1)	(8)	(691)	(32)	(15)
기타	1	(11)	55	(3)	(2)
재무활동현금흐름	11	135	896	(16)	(19)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	15	141	900	0	0
배당금지급	(4)	(6)	(6)	(8)	(9)
기타	0	0	2	(8)	(10)
기타현금흐름	(17)	3	0	0	0
현금의증가	11	(13)	14	(11)	41

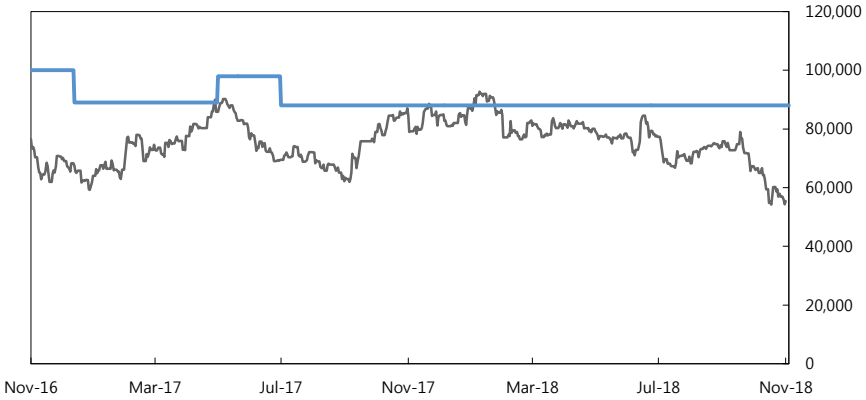
주: K-IFRS (연결) 기준

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,516	2,240	1,824	3,186	3,875
BPS	12,790	14,458	15,072	17,857	21,283
DPS	250	300	350	400	450
성장성(%, YoY)					
매출증가율	24.6	23.1	70.2	24.4	11.1
영업이익증가율	20.9	(8.8)	24.3	77.9	14.8
순이익증가율	16.7	(11.0)	(16.4)	80.2	21.7
EPS증가율	16.8	(11.0)	(18.6)	74.7	21.7
EBITDA증가율	21.2	1.0	40.8	63.6	12.2
수익성(%)					
영업이익률	11.0	8.2	6.0	8.5	8.8
순이익률	8.0	5.8	2.8	4.1	4.5
EBITDA Margin	12.8	10.5	8.7	11.4	11.5
ROA	12.7	8.4	3.1	4.5	5.1
ROE	21.6	16.4	12.3	19.3	19.8
배당수익률	0.4	0.4	0.6	0.7	0.8
배당성향	9.9	13.4	19.8	12.6	11.6
안정성					
순차입금(십억원)	31	115	1,056	1,063	1,021
차입금/자본총계비율(%)	22.0	59.5	304.4	255.3	213.2
Valuation(X)					
PER	26.2	36.6	30.4	17.4	14.3
PBR	5.1	5.7	3.7	3.1	2.6
EV/EBITDA	16.9	21.7	19.1	11.8	10.3

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
한국콜마 (161890)	2016.11.13	매수	100,000원	-32.1	-23.5
	2016.12.26	매수	89,000원	-18.6	1.1
	2017.05.14	매수	98,000원	-19.2	-8.0
	2017.07.14	매수	88,000원	-10.6	5.3
	2018.07.14	1년경과		-21.9	-10.2
	2018.11.15	매수	80,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2018년 11월 15일 현재 한국콜마 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매　　수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중　　립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2018. 9. 30 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
77.8%	22.2%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중　　립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 자료는 당사 리서치센터에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 자료로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.