

# 한국콜마 (161890)

## 화장품



**박은정**

02 3770 5597  
eunjung.park@yuantakorea.com

**BUY (M)**

목표주가	<b>84,000원 (D)</b>
현재주가 (11/14)	<b>55,400원</b>
상승여력	<b>52%</b>

시가총액	12,380억원
총발행주식수	22,346,698주
60일 평균 거래대금	68억원
60일 평균 거래량	101,543주
52주 고	92,700원
52주 저	54,200원
외인지분율	42.06%
주요주주	한국콜마홀딩스 외 39 인 28.72%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(17.7)	(18.9)	(34.4)
상대	(13.9)	(11.4)	(19.9)
절대(달러환산)	(17.9)	(19.3)	(35.4)

## 3Q18 Review: 화장품 고성장에 주목할 때

### 투자의견 BUY, 목표주가 84,000원으로 6% 하향

한국콜마에 대한 투자의견 BUY를 유지하고, 목표주가는 89,000원에서 84,000원으로 하향한다. 목표주가 하향의 근거는 씨케이엠법인의 매출을 보수적으로 반영함에 따라 2018년, 2019년 EPS를 각각 14%, 4% 하향 조정하였다. 화장품 부문의 Target P/E를 종전 30배에서 28배(업종 평균 배수)로 적용하였다. 목표주가는 SOTP 방식으로 12MF EPS에 화장품 부문 P/E 28배, 제약(별도제약, 씨케이엠) 부문 P/E 20배를 적용하여 산출하였고, Implied P/E는 25배 수준이다.

### 3Q18 Review: 화장품 고성장에 주목할 때

한국콜마의 3분기 실적은 연결 매출 3,754억원(YoY+93%), 영업이익 78억원(YoY-50%), 순손실 32억원(적전)을 기록하였다. 화장품 부문의 예상을 뛰어넘는 고성장으로 매출은 컨센서스를 3% 상회하였으나, 씨케이엠법인의 매출 둔화 및 일회성 비용 반영 영향으로 컨센서스 영업이익 158억원을 51% 하회하였다.

▶별도 법인은 매출 2,220억원(YoY+37%), 영업이익 116억원(YoY-16%)을 기록하였다. ① 화장품 매출은 전년동기비 56% 성장한 1,774억원으로 비수기임에도 불구하고 견조한 성장세가 이어졌다. 주요 고객사의 수주 확대가 지속되며 내수와 수출이 각각 52%, 101% 고성장 하였다. ② 제약 매출은 전년동기비 8% 감소한 446억원을 기록하였으며, CSO 사업 종료에 따라 매출 차감 및 일회성 비용(약 60억원)이 반영되며 손익에 부정적으로 작용하였다. ►북경콜마의 매출은 전년동기비 62% 성장한 184억원 달성하였다. 재고 및 채권 관련 회계적 비용 반영이 이어지며, 고성장에도 수익성은 손익 분기점 수준인 것으로 파악된다. ►미주법인의 매출은 전년동기비 7% 감소한 213억원 달성하였으며, PTP와 CSR법인 매출은 각각 134억원, 79억원 달성하였다. ►씨케이엠법인 매출은 1,240억원, 영업 손실 30억원, 인수에 따른 이자비용(약 70억원)이 지출됨에 따라 당기순손실 119억원을 기록하였다. 위로금 200억원 일회성 비용 반영을 제외 시, 영업이익률이 14% 수준에 이른 것으로 추정된다.

### 이익 모멘텀, 밸류에이션 매력도 부각 기대

4분기 실적은 연결 매출 4,054억원(YoY+85%) 영업이익 357억원(YoY+155%)을 전망한다. 업종 전반에 걸친 센티멘트 악화와 3분기 제약부문의 부진 우려로 최근 주가는 12M Fwd EPS 기준 16배 수준에 거래되고 있다. 그러나 4분기는 국내 화장품 부문의 성장성이 지속되는 가운데 CJ헬스케어(씨케이엠법인)의 인수효과가 본격 반영되는 초입으로 2019년까지 이익 모멘텀이 부각될 것으로 판단하여 점진적인 매수를 제안한다.

## Quarterly earning forecasts

	3Q18P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,754	93.3	4.3	3,633	3.3
영업이익	78	-49.5	-68.3	158	-50.8
세전계속사업이익	-58	적전	적전	72	-180.5
지배순이익	-32	적전	적전	81	-139.7
영업이익률 (%)	2.1	-5.8 %pt	-4.7 %pt	4.4	-2.3 %pt
지배순이익률 (%)	-0.9	적전	적전	2.2	-3.1 %pt

자료: 유안타증권

## Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F
매출액	6,675	8,216	13,833	17,670
영업이익	734	670	859	1,810
지배순이익	531	473	423	841
PER	34.8	33.6	28.4	15.5
PBR	6.8	5.2	3.0	2.7
EV/EBITDA	22.3	20.1	20.0	10.7
ROE	21.6	16.4	11.5	18.2

자료: 유안타증권

[표 1] 한국콜마 연결 실적전망 및 추이

(단위: 십억원, %)

	2017	2018E	2019E	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	
연결 매출액	821.6	1,383.3	1,767.0	201.4	207.1	194.2	218.9	242.5	360.1	375.4	405.4	
별도	681.6	892.4	1,015.3	169.5	171.1	162.6	178.5	208.4	245.9	222.0	216.1	
화장품	488.8	697.2	801.8	123.0	122.0	114.1	129.7	156.1	192.7	177.0	171.5	
- 내수	456.3	641.5	737.7	115.1	115.3	105.1	120.8	145.9	175.4	158.9	161.2	
- 수출	32.5	55.8	64.1	7.9	6.7	9.0	8.9	10.2	17.3	18.1	10.3	
제약	192.1	194.0	212.3	46.5	49.1	48.4	48.1	52.0	52.8	44.6	44.5	
북경콜마	57.6	82.3	95.2	10.7	14.3	11.4	21.2	15.8	21.7	18.4	26.4	
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	21.3	37.0	
씨케이엠(CJ 헬스케어)	-	335.0	539.4	-	-	-	-	-	80.1	124.0	130.9	
% YoY	연결 매출액	23%	68%	28%	36%	20%	21%	18%	20%	74%	93%	85%
별도	10%	31%	14%	17%	3%	10%	11%	23%	44%	37%	21%	
화장품	8%	43%	15%	13%	-2%	9%	12%	27%	58%	56%	32%	
- 내수	11%	41%	15%	14%	3%	13%	16%	27%	52%	52%	33%	
- 수출	-25%	71%	15%	-5%	-44%	-18%	-25%	29%	156%	101%	16%	
제약	16%	1%	9%	31%	17%	13%	6%	12%	8%	-8%	-7%	
북경콜마	11%	43%	16%	51%	11%	-31%	37%	47%	52%	62%	25%	
무석	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
북미법인(PTP+CSR)	598%	8%	19%	-	-	-	-	-4%	-13%	-7%	54%	
씨케이엠(CJ 헬스케어)	-	-	31%	-	-	-	-	-	-	-	-	
매출총이익	177.8	362.0	529.7	47.3	45.1	42.4	43.1	46.6	99.1	100.8	115.6	
영업이익	67.0	85.9	181.0	20.6	17.0	15.4	14.0	18.0	24.6	7.8	35.7	
별도	61.3	67.1	83.9	17.7	15.0	13.8	14.8	17.1	22.3	11.6	16.1	
% YoY	영업이익	-9%	28%	111%	18%	-21%	-1%	-26%	-13%	45%	-49%	155%
별도	-12%	10%	25%	4%	-28%	-3%	-16%	-3%	49%	-16%	9%	
연결 당기순이익	48.6	36.1	100.5	15.7	13.1	12.6	7.2	13.3	11.9	-9.5	20.4	
별도	44.2	47.2	57.6	13.1	11.9	10.8	8.4	11.8	17.4	7.4	10.6	
북경콜마	2.0	-0.9	3.4	0.4	1.1	0.2	0.2	0.8	-1.2	-1.5	1.1	
무석	-	-2.0	-5.9	-	-	-	-	-	-	-	-1.6	
북미법인(PTP+CSR)	2.9	1.4	4.6	1.8	0.5	1.7	-1.1	0.9	0.7	-0.3	0.1	
씨케이엠(CJ 헬스케어)	-	-11.7	30.4	-	-	-	-	-	-7.2	-11.9	7.5	
% YoY	당기순이익	-9%	-26%	178%	17%	-20%	30%	-48%	-15%	-9%	-175%	182%
별도	-15%	7%	22%	1%	-28%	20%	-39%	-10%	46%	-31%	27%	
북경콜마	54%	적전	흑전	-45%	381%	-63%	-170%	91%	적전	-724%	397%	
북미법인(PTP+CSR)	-	-52%	230%	-	-	-	-	-47%	37%	-119%	흑전	
지배주주순이익	47.3	42.3	84.1	15.0	12.8	11.9	7.7	13.2	15.5	-3.2	16.8	
% Margin	매출총이익률	22%	26%	30%	23%	22%	22%	20%	19%	28%	27%	29%
영업이익률	8%	6%	10%	10%	8%	8%	6%	7%	7%	2%	9%	
별도	9%	8%	8%	10%	9%	8%	8%	8%	9%	5%	7%	
순이익률	6%	3%	6%	8%	6%	6%	3%	5%	3%	-3%	5%	
북경콜마	3%	-1%	4%	4%	8%	2%	1%	5%	-6%	-8%	4%	
무석	-	-41%	-15%	-	-	-	-	-	-	-	-32%	
북미법인(PTP+CSR)	3%	1%	4%	8%	2%	7%	-5%	4%	3%	-1%	0%	
씨케이엠(CJ 헬스케어)	-	-3%	6%	-	-	-	-	-	-9%	-10%	6%	

자료: 유안타증권 리서치센터

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

[표 2] 연간 실적 변동표

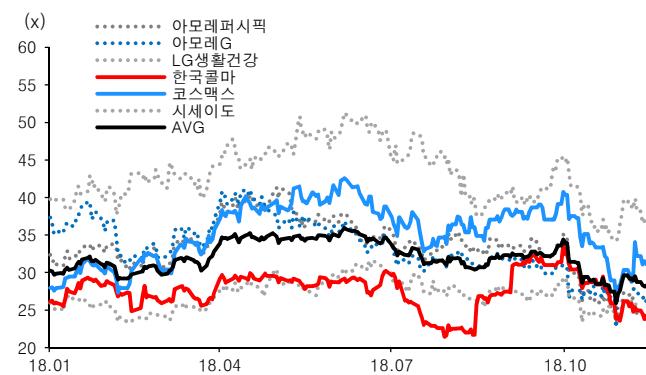
(단위: 십억원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	1,423	1,824	1,383	1,767	-3%	-3%
영업이익	95	176	86	181	-10%	3%
영업이익률	7%	10%	6%	10%	0%p	1%p
지배주주순이익	49	88	42	84	-14%	-4%
순이익률	3%	5%	3%	5%	0%p	0%p
EPS	2,273	3,718	1,952	3,564	-14%	-4%

자료: 유안타증권 리서치센터

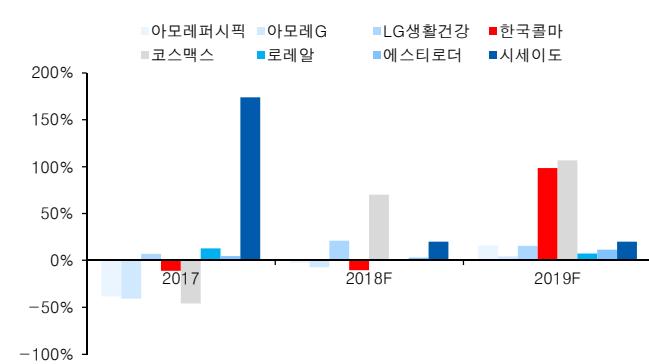
[참고] 씨케이엠법인(CJ 헬스케어)의 2019년 매출 전망을 직전 5,825억원 → 5,394억원으로 7% 하향 조정]

[그림 1] 주요 화장품 기업의 12M fwd P/E Chart



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

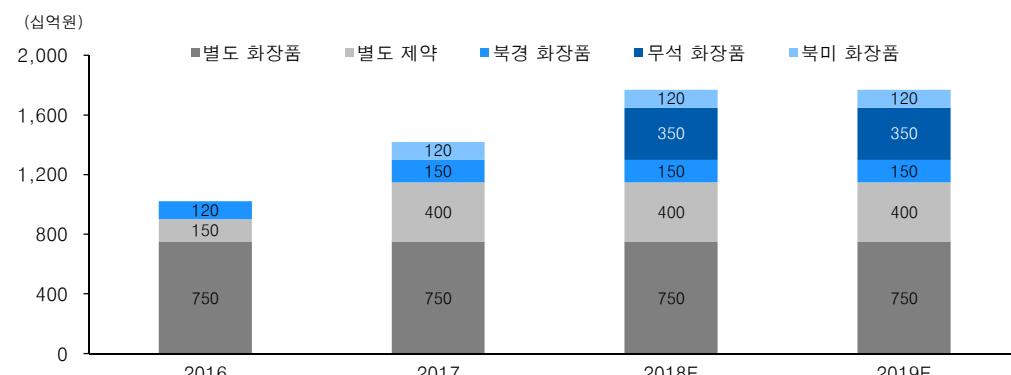
[그림 2] 주요 화장품 기업별 EPS growth 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[참고] 아모레퍼시픽, 아모레 G, LG 생활건강, 한국콜마, 코스맥스는 유안타증권 추정치 반영

[그림 3] 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	13,833	17,670	19,730
매출원가	5,140	6,438	10,213	12,374	13,791
매출총이익	1,535	1,778	3,620	5,297	5,939
판관비	801	1,108	2,761	3,486	3,819
영업이익	734	670	859	1,810	2,120
EBITDA	853	862	1,128	2,109	2,411
영업외손익	-21	-50	-318	-470	-459
외환관련손익	-20	-10	-9	-9	-9
이자손익	-6	-27	-326	-448	-437
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	5	-13	17	-13	-13
법인세비용차감전순손익	713	620	541	1,340	1,662
법인세비용	181	134	180	335	415
계속사업순손익	532	486	361	1,005	1,246
증단사업순손익	0	0	0	-1	-2
당기순이익	532	486	361	1,005	1,244
지배지분순이익	531	473	423	841	1,055
포괄순이익	550	391	266	910	1,150
지배지분포괄이익	534	404	275	941	1,189

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	2,641	3,659	6,122	7,245	8,564
현금및현금성자산	269	143	1,574	1,674	2,443
매출채권 및 기타채권	1,284	1,607	2,311	2,951	3,294
재고자산	861	1,057	1,383	1,767	1,973
비유동자산	2,289	3,026	12,651	12,524	12,319
유형자산	1,849	2,362	2,526	2,519	2,434
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	1	43	43	43	43
자산총계	4,929	6,685	18,773	19,770	20,884
유동부채	1,962	2,120	2,710	3,048	3,269
매입채무 및 기타채무	1,199	1,194	1,784	2,122	2,344
단기차입금	572	767	767	767	767
유동성장기부채	11	20	20	20	20
비유동부채	91	1,240	11,351	11,351	11,351
장기차입금	48	195	10,307	10,307	10,307
사채	0	997	997	997	997
부채총계	2,052	3,359	14,061	14,399	14,621
지배지분	2,699	3,051	4,322	4,926	5,745
자본금	106	106	118	118	118
자본잉여금	1,163	1,164	2,157	2,157	2,157
이익잉여금	1,412	1,807	2,166	2,865	3,779
비지배지분	178	275	390	444	518
자본총계	2,877	3,326	4,712	5,370	6,262
순차입금	313	1,153	9,834	9,734	8,964
총차입금	632	1,980	12,091	12,091	12,091

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	382	54	163	593	1,183
당기순이익	532	486	361	1,005	1,244
감가상각비	108	160	179	179	171
외환손익	8	1	9	9	9
증속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-325	-610	-497	-741	-383
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	11,049	-76	-76
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	148	1,408	10,112	0	0
자본	0	1	1,006	0	0
현금배당	-43	-62	-73	-80	-80
기타현금흐름	3	4	4	4	4
연결범위변동 등 기타	-169	30	-9,321	-128	-134
현금의 증감	107	-126	1,431	100	769
기초 현금	162	269	143	1,574	1,674
기말 현금	269	143	1,574	1,674	2,443
NOPLAT	734	670	859	1,810	2,120
FCF	-107	-580	2	744	1,412

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

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

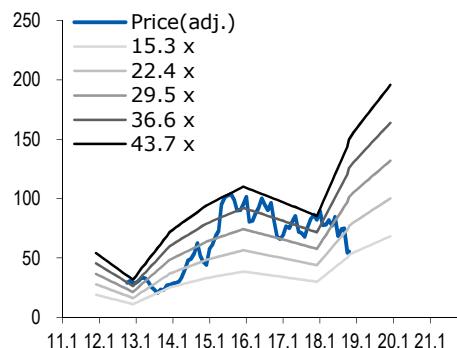
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	2,516	2,240	1,952	3,564	4,473
BPS	12,790	14,458	18,322	20,883	24,353
EBITDAPS	4,041	4,083	5,209	8,940	10,221
SPS	31,633	38,937	63,877	74,910	83,641
DPS	250	300	300	300	300
PER	34.8	33.6	28.4	15.5	12.4
PBR	6.8	5.2	3.0	2.7	2.3
EV/EBITDA	22.3	20.1	20.0	10.7	9.1
PSR	2.8	1.9	0.9	0.7	0.7

재무비율					
	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	24.6	23.1	68.4	27.7	11.7
영업이익 증가율 (%)	20.9	-8.8	28.2	110.8	17.1
지배순이익 증가율 (%)	16.7	-11.0	-10.6	98.9	25.5
매출총이익률 (%)	23.0	21.6	26.2	30.0	30.1
영업이익률 (%)	11.0	8.2	6.2	10.2	10.7
지배순이익률 (%)	8.0	5.8	3.1	4.8	5.3
EBITDA 마진 (%)	12.8	10.5	8.2	11.9	12.2
ROIC	20.8	13.7	6.0	9.2	10.5
ROA	12.7	8.1	3.3	4.4	5.2
ROE	21.6	16.4	11.5	18.2	19.8
부채비율 (%)	71.3	101.0	298.4	268.1	233.5
순차입금/자기자본 (%)	11.6	37.8	227.5	197.6	156.0
영업이익/금융비용 (배)	73.4	16.9	2.4	3.7	4.4

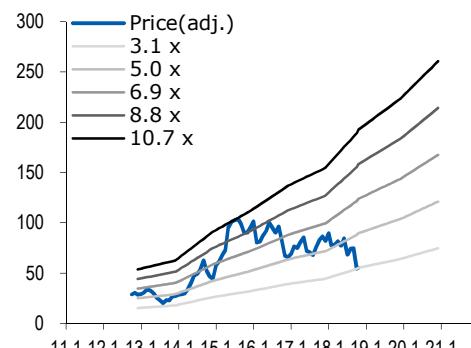
## P/E band chart

(천원)



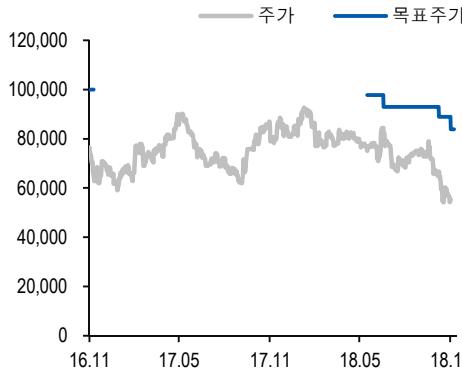
## P/B band chart

(천원)



## 한국콜마 (161890) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표기준 대상시점	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2018-11-15	BUY	84,000	1년		
2018-10-22	BUY	89,000	1년	-34.69	-27.64
2018-07-02	BUY	93,000	1년	-22.09	-11.40
2018-05-30	BUY	97,800	1년	-21.42	-13.60
담당자 변경 1년 경과 이후					
2017-11-22			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: 괴리율 =  $(\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$ 

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.7
Buy(매수)	83.5
Hold(중립)	14.2
Sell(비중축소)	0.6
합계	100.0

주: 기준일 2018-11-12

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 입력이나 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 기준 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 투자 의사결정은 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.