

2018. 11. 15



▲ **유통/화장품**

Analyst **양지혜**
02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **77,000 원**

현재주가 (11.14) **55,400 원**

상승여력 **39.0%**

KOSPI	2,068.05pt
시가총액	12,380억원
발행주식수	2,235만주
유통주식비율	70.96%
외국인비중	42.06%
52주 최고/최저가	92,700원/54,200원
평균거래대금	68.4억원

주요주주(%)

한국콜마홀딩스 외 39 인	28.72
NIHON KOLMAR	12.43
국민연금	12.04

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-17.7	-30.1	-34.4
상대주가	-13.9	-16.2	-19.9

주가그래프



한국콜마 161890

제약 부진으로 시장 컨센서스 하회

- ✓ 3Q 매출액 3,754억원 (+93.3% YoY), 영업이익 78억원 (-49.5% YoY) 기록
- ✓ CKM (구, CJ헬스케어) 인수 관련 위로금 지급과 해외 연결 자회사들의 손익 부진
- ✓ 화장품 매출 고성장에도 저수익비중 확대, 제약 CSO 변경 및 원재료 가격 상승
- ✓ 꾸준한 화장품 본업 호조와 함께 2019년 CKM 정상화에 따른 주가 회복 기대
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가 77,000원으로 하향

3Q 매출액 3,754 억원 (+93.3% YoY), 영업이익 78 억원 (-49.5% YoY)

한국콜마의 3분기 연결기준 실적은 매출액 3,754억원 (+93.3% YoY), 영업이익 78억원 (-49.5% YoY)을 기록하였으며 시장 컨센서스 (매출액 3,642억원, 영업이익 175억원) 대비 매출액은 소폭 상회하고 영업이익은 대폭 하회했다. 영업이익이 시장 기대치 대비 크게 하회한 이유는 CKM (구, CJ헬스케어) 인수 관련 위로금 지급 200억원이 일시적으로 발생했고 연결 해외 자회사들의 실적도 부진했기 때문이다. 북경콜마의 매출액은 +61.4% YoY 증가했지만 순손실을 기록했고 미국 PTP도 매출액 감소 (-30.6% YoY)가 지속되었다. 별도기준 실적 또한 매출액 2,220억원 (+36.6% YoY), 영업이익 117억원 (-14.9% YoY)을 기록하여 당사 기존 추정치 (매출액 1,847억원, 영업이익 129억원) 대비 영업이익이 소폭 하회했다. 별도법인 실적이 예상치를 하회한 이유는 제약 부문이 CSO 전환에 따른 이연 수수료 60억원과 일부 품목 원료가격 상승에 따른 원가율 상승 때문이다. 화장품 부문 또한 카버코리아, JM솔루션 등 국내 고객사들의 폭발적인 오더 확대와 에보리안 등으로의 수출이 큰 폭으로 증가했지만 고수익 고객사인 애타미의 부진으로 상품믹스가 저수익 제품 비중이 높아지면서 영업이익에 부정적으로 작용했다.

투자의견 Buy 유지, 적정주가 77,000 원으로 하향

한국콜마에 대해 투자의견 Buy를 유지하고 적정주가를 90,000원에서 77,000원으로 하향한다. CKM 인수에 따른 재무적 부담과 예상보다 낮은 영업실적을 반영하였으며 2019년 예상 EPS에 목표 PER 28배 (글로벌 화장품업종 평균)를 적용했다. 꾸준한 화장품 본업 호조와 함께 2019년 CKM 정상화와 중국 무석 신공장 성과에 따른 주가 회복이 가능하다고 판단하여 투자의견 Buy를 유지한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	667.5	73.4	53.1	2,516	16.9	12,790	26.2	5.1	16.9	21.6	71.3
2017	821.6	67.0	47.3	2,240	-8.6	14,458	36.6	5.7	21.7	16.4	101.0
2018E	1,390.6	71.0	24.6	1,134	-45.3	18,928	48.9	2.9	24.6	6.7	200.9
2019E	1,766.8	121.4	58.1	2,598	129.2	21,226	21.3	2.6	16.1	12.9	186.6
2020E	2,031.8	152.4	82.8	3,705	42.6	24,631	15.0	2.2	13.2	16.2	170.3

(십억원)	3Q18P	3Q17	(% YoY)	2Q18	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	375.4	194.2	93.3	360.1	4.3	328.8	14.2	364.2	3.1
영업이익	7.8	15.4	-49.5	24.6	-68.3	15.8	-50.7	17.5	-55.5
지배주주순이익	-3.2	11.9	-127.1	15.5	-120.7	4.0	-181.0	9.5	-133.8
영업이익률 (%)	2.1			6.8		4.8		4.8	-2.7%p
지배주주순이익률 (%)	-0.9			4.3		1.2		2.6	-3.5%p

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	1,320.0	1,692.5	1,390.6	1,766.8	5.3	4.4
영업이익	81.5	127.1	71.0	121.4	-12.9	-4.5
지배주주순이익	49.7	64.3	24.5	58.1	-50.7	-9.8

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	821.6	242.5	360.1	375.4	412.6	1,390.6	417.7	450.3	430.0	468.8	1,766.8
증가율 (% YoY)	23.1	20.4	73.9	93.3	88.5	69.2	72.2	25.1	14.6	13.6	27.1
별도매출액 (국내)	681.6	208.4	245.9	222.0	224.3	900.6	239.6	275.5	249.6	251.8	1,016.6
CKM (CJ헬스케어)		0.1	80.0	124.0	140.0	344.1	140.0	130.0	140.0	160.0	570.0
중국법인 (북경+무석)	57.6	15.8	21.7	18.4	29.7	85.6	19.8	27.1	23.0	37.1	107.0
미국PTP	66.9	14.2	13.4	13.4	13.8	54.8	14.9	14.1	14.1	14.5	57.5
캐나다CSR	27.9	8.0	8.2	7.9	9.9	34.0	8.4	8.6	8.3	10.4	35.7
비중 (%)											
별도매출액 (국내)	83.0	86.0	68.3	59.1	54.4	64.8	57.4	61.2	58.1	53.7	57.5
CKM (CJ헬스케어)			22.2	33.0	33.9	24.7	33.5	28.9	32.6	34.1	32.3
중국법인 (북경+무석)	7.0	6.5	6.0	4.9	7.2	6.2	4.7	6.0	5.3	7.9	6.1
미국PTP	8.1	5.9	3.7	3.6	3.3	3.9	3.6	3.1	3.3	3.1	3.3
캐나다CSR	3.4	3.3	2.3	2.1	2.4	2.4	2.0	1.9	1.9	2.2	2.0
증가율 (% YoY)											
별도매출액 (국내)	10.0	23.0	43.7	36.6	25.6	32.1	15.0	12.1	12.4	12.3	12.9
CKM (CJ헬스케어)									12.9	14.3	65.6
중국법인 (북경+무석)	10.6	47.7	51.7	61.4	40.0	48.6	25.0	25.0	25.0	25.0	25.0
미국PTP	391.9	-14.5	-18.8	-30.6	-5.0	-18.1	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
캐나다CSR		21.2	0.0	113.5	5.0	21.8	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
매출원가	643.8	195.9	261.0	274.6	305.4	1,036.8	307.0	324.2	313.9	346.9	1,292.0
증가율 (% YoY)	25.3	27.1	61.1	80.8	73.7	61.0	56.7	24.2	14.3	13.6	24.6
매출원가율 (%)	78.4	80.8	72.5	73.1	74.0	74.6	73.5	72.0	73.0	74.0	73.1
매출총이익	177.8	46.6	99.0	100.8	107.3	353.7	110.7	126.1	116.1	121.9	474.8
증가율 (% YoY)	15.8	-1.4	119.8	138.1	148.8	98.9	137.4	27.3	15.2	13.6	34.2
매출총이익률 (%)	21.6	19.2	27.5	26.9	26.0	25.4	26.5	28.0	27.0	26.0	26.9
판관비	110.8	28.1	74.5	93.0	86.7	282.2	83.5	90.1	86.0	93.8	353.4
증가율 (% YoY)	38.6	5.3	165.0	245.2	197.3	154.6	197.7	20.9	-7.5	8.2	25.2
판관비중 (%)	13.5	11.6	20.7	24.8	21.0	20.3	20.0	20.0	20.0	20.0	20.0
영업이익	67.0	18.0	24.6	7.8	20.6	71.0	27.1	36.0	30.1	28.1	121.4
증가율 (% YoY)	-8.9	-13.0	44.8	-49.4	47.6	5.9	51.1	46.6	286.7	36.3	71.1
영업이익률 (%)	8.2	7.4	6.8%	2.1	5.0	5.1	6.5	8.0	7.0	6.0	6.9

자료: 한국콜마, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 한국콜마 분기별 실적 추이 및 전망 (별도기준)											
(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18P	4Q18E	2018E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	681.6	208.4	245.9	222.0	224.3	900.6	239.6	275.5	249.6	251.8	1,016.6
증가율 (% YoY)	10.0	23.0	43.7	36.6	25.6	32.1	15.0	12.1	12.4	12.3	12.9
화장품	457.0	146.2	193.1	177.4	181.0	707.9	182.4	217.5	200.6	204.2	804.7
화장품 내수			175.8	159.3	164.0	645.3	168.1	193.4	175.2	180.4	717.2
화장품 수출	32.5	10.2	17.2	18.1	17.0	62.5	14.3	24.1	25.3	23.8	87.5
제약	192.1	52.0	52.8	44.6	43.3	192.7	57.2	58.1	49.1	47.6	212.0
비중 (%)											
화장품	67.0	70.1	78.5	79.9	80.7	78.6	76.1	78.9	80.3	81.1	79.2
제약	28.2	24.9	21.5	20.1	19.3	21.4	23.9	21.1	19.7	18.9	20.8
증가율 (% YoY)											
화장품	11.2	27.0	58.3	55.5	38.8	44.6	16.6	12.6	13.1	12.8	13.7
화장품 내수			52.5	51.6	35.0	41.2	15.0	10.0	10.0	10.0	11.1
화장품 수출	-24.9	29.1	156.7	101.1	91.0	92.3	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0
제약	16.1	11.8	7.5	-7.9	-10.0	0.3	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
매출원가	535.9	169.2	198.9	191.0	190.7	749.7	196.5	223.7	212.2	213.6	846.0
증가율 (% YoY)	11.6	29.1	48.0	48.6	34.3	39.9	16.1	12.5	11.1	12.0	12.8
매출원가율 (%)	78.6	81.2	80.9	86.0	85.0	83.2	82.0	81.2	85.0	84.8	83.2
매출총이익	145.7	39.2	47.0	31.0	33.6	150.9	43.1	51.8	37.4	38.3	170.7
증가율 (% YoY)	4.5	2.1	28.0	-8.8	-7.9	3.6	10.0	10.2	20.7	13.8	13.1
매출총이익률 (%)	21.4	18.8	19.1	14.0	15.0	16.8	18.0	18.8	15.0	15.2	16.8
판관비	84.4	21.8	24.5	19.4	20.2	85.8	26.4	27.6	22.5	22.7	99.0
증가율 (% YoY)	21.6	5.5	12.9	-4.7	-7.0	1.7	20.7	12.6	16.1	12.3	15.4
판관비중 (%)	12.4	10.5	10.0	8.7	9.0	9.5	11.0	10.0	9.0	9.0	9.7
영업이익	61.3	17.1	22.5	11.7	13.5	64.8	16.8	24.2	15.0	15.6	71.6
증가율 (% YoY)	-12.4	-3.4	49.8	-14.9	-9.3	5.7	-1.9	7.6	28.3	16.0	10.6
영업이익률 (%)	9.0	8.2	9.2	5.3	6.0	7.2	7.0	8.8	6.0	6.2	7.0

자료: 한국콜마, 메리츠증권증권 리서치센터

한국콜마 (161890)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	667.5	821.6	1,390.6	1,766.8	2,031.8
매출액증가율 (%)	24.6	23.1	69.2	27.1	15.0
매출원가	514.0	643.8	1,036.8	1,292.0	1,483.2
매출총이익	153.5	177.8	353.7	474.8	548.6
판매관리비	80.1	110.8	282.7	353.4	396.2
영업이익	73.4	67.0	71.0	121.4	152.4
영업이익률	11.0	8.2	5.1	6.9	7.5
금융손익	-2.6	-3.7	-32.1	-34.6	-28.5
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.5	-1.3	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	71.3	62.0	39.0	86.8	123.9
법인세비용	18.1	13.4	11.7	22.3	31.9
당기순이익	53.2	48.6	27.3	64.5	92.0
지배주주지분 손이익	53.1	47.3	24.6	58.1	82.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	38.2	5.4	-6.4	45.2	86.0
당기순이익(손실)	53.2	48.6	27.3	64.5	92.0
유형자산상각비	10.8	16.0	26.1	28.3	27.4
무형자산상각비	1.1	3.2	3.0	2.8	2.6
운전자본의 증감	-32.5	-61.0	-62.8	-50.4	-36.0
투자활동 현금흐름	-21.5	-156.2	-1,193.7	-32.3	-32.4
유형자산의증가(CAPEX)	-44.8	-68.6	-90.0	-20.0	-20.0
투자자산의감소(증가)	-0.0	-4.2	-121.2	-7.5	-7.4
재무활동 현금흐름	10.9	135.2	1,261.7	-76.7	-46.7
차입금의 증감	34.4	134.7	1,168.0	-70.0	-40.0
자본의 증가	0.0	0.1	100.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	10.7	-12.6	61.6	-63.8	6.9
기초현금	16.2	26.9	14.3	420.2	356.4
기말현금	26.9	14.3	420.2	356.4	363.3

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	264.1	365.9	960.0	1,015.4	1,108.4
현금및현금성자산	26.9	14.3	420.2	356.4	363.3
매출채권	127.5	160.0	244.0	310.0	356.5
재고자산	86.1	105.7	173.8	220.9	254.0
비유동자산	228.9	302.6	1,439.9	1,436.3	1,433.7
유형자산	185.0	236.2	300.1	291.8	284.5
무형자산	40.5	58.0	1,010.0	1,007.2	1,004.7
투자자산	0.1	4.3	125.5	133.0	140.4
자산총계	492.9	668.6	2,399.9	2,451.7	2,542.0
유동부채	196.2	212.0	475.2	487.0	510.5
매입채무	104.2	100.7	173.4	220.3	253.3
단기차입금	57.2	76.7	196.7	176.7	156.7
유동성장기부채	1.1	2.0	50.0	20.0	20.0
비유동부채	9.1	124.0	1,127.2	1,109.4	1,090.9
사채	0.0	99.7	99.7	99.7	99.7
장기차입금	4.8	19.5	1,019.5	999.5	979.5
부채총계	205.2	335.9	1,602.4	1,596.4	1,601.4
자본금	10.6	10.6	11.2	11.2	11.2
자본잉여금	116.3	116.4	215.7	215.7	215.7
기타포괄이익누계액	1.9	-2.4	-2.4	-2.4	-2.4
이익잉여금	141.2	180.7	198.5	249.9	326.0
비지배주주지분	17.8	27.5	374.5	381.0	390.2
자본총계	287.7	332.6	797.5	855.3	940.6

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	31,633	38,937	64,225	79,062	90,922
EPS(지배주주)	2,516	2,240	1,134	2,598	3,705
CFPS	4,170	4,085	3,933	6,600	8,160
EBITDAPS	4,041	4,083	4,626	6,824	8,160
BPS	12,790	14,458	18,928	21,226	24,631
DPS	250	300	300	300	300
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
Valuation(Multiple)					
PER	26.2	36.6	48.9	21.3	15.0
PCR	15.8	20.1	14.1	8.4	6.8
PSR	2.1	2.1	0.9	0.7	0.6
PBR	5.1	5.7	2.9	2.6	2.2
EBITDA	85.3	86.2	100.2	152.5	182.3
EV/EBITDA	16.9	21.7	24.6	16.1	13.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	21.6	16.4	6.7	12.9	16.2
EBITDA 이익률	12.8	10.5	7.2	8.6	9.0
부채비율	71.3	101.0	200.9	186.6	170.3
금융비용부담률	0.1	0.5	1.7	2.3	1.9
이자보상배율(x)	73.4	16.9	3.0	3.0	3.9
매출채권회전율(x)	6.1	5.7	6.9	6.4	6.1
재고자산회전율(x)	10.1	8.6	9.9	9.0	8.6

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 11월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 중간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 11월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 11월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 양지혜)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	96.3%
중립	3.8%
매도	0.0%

2018년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한국콜마 (161890) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2017.02.13	기업브리프	Buy	95,000	양지혜	-21.8	-17.9	
2017.04.17	기업브리프	Buy	95,000	양지혜	-19.5	-5.1	
2017.08.16	기업브리프	Trading Buy	85,000	양지혜	-9.2	4.2	
2018.01.08	산업브리프	Trading Buy	88,000	양지혜	-0.2	5.3	
2018.02.19	기업브리프	Trading Buy	84,000	양지혜	-7.0	-7.0	
2018.02.20	산업브리프	Trading Buy	84,000	양지혜	-5.9	0.6	
2018.07.02	기업브리프	Trading Buy	90,000	양지혜	-10.5	-8.4	
2018.07.06	산업브리프	Buy	90,000	양지혜	-19.1	-8.4	
2018.08.16	기업브리프	Buy	90,000	양지혜	-18.9	-8.4	
2018.09.10	산업분석	Buy	90,000	양지혜	-22.4	-8.4	
2018.11.15	기업브리프	Buy	77,000	양지혜	-	-	