

한국콜마(161890)

4Q18 Preview : 정상화

비용 정상화와 영업 호조로 영업이익 컨센서스 부합 예상

CJ헬스케어 인수 효과에 힘입어 매출액은 전년대비 77% 증가, 영업이익은 118% 급증한 300억원으로 예상, 컨센서스 320억원과 대동소이할 것이다. 우시 공장 가동으로 인한 영업손실 약 30억원이 반영될 것이나 3분기 제약에서 발생한 약 260억원 일회성 비용 요인이 소멸, 실적 정상화가 예상된다. 부문별로 한국콜마 영업이익이 약 150억원(+9% YoY, 영업이익률 6.8%), CJ헬스케어 인수 법인인 CKM 영업이익은 150억원 예상된다. 화장품 성장(내수 +36% YoY, 중국 +19% YoY)은 여전히 견고하다. 한편 세전이익은 부진할 것이다. CJ헬스케어 인수 후 300억원 이상의 영업권 상각이 예상된다. 일회성 요인으로 본업과는 무관하다.

2019년 실적 개선 요인: 자회사 및 비용 정상화

2019년 영업이익은 전년대비 86% 급증한 1,500억원(영업이익률 8.9%)으로 예상된다. 한국콜마 본업 영업이익이 690억원에서 870억원으로 27% 증가하고 CKM 영업이익이 120억원에서 630억원으로 급증할 것이다. 자회사 및 비용 정상화가 주요인이다. 한국콜마 본업에서 2018년 미주, 중국 등 해외 화장품 사업 수익성이 저조했다. 재고비용 및 M&A 이후 고객사 오더 변경 등 복합적인 요인이 결합되었다. 제약에서도 사업모델 변경에 따른 일회성 비용 약 60억원이 반영되었다. CJ헬스케어 인수 관련 비용과 위로금은 약 400억원 반영, 금년 소멸될 것이다.

우려와 기대가 공존, 실적 개선과 안정적인 포트폴리오에 주목

금년 우려는 화장품 부문이다. 내수 화장품 매출액이 2018년 41% 증가해 베이스가 높은 한편 최근 중국 화장품 소비 및 수출 정체는 우려 요인이다. 고객사 실적 호조로 차별화할 수 있는가가 관전 포인트이다. 상반기 우시 공장 가동으로 인한 초기 비용 부담도 있어 화장품 부문은 하반기로 가면서 실적 개선폭이 커질 것이다. 한편 제약 CMO 사업으로 다각화된 사업 포트폴리오와 CJ헬스케어 인수는 금년 실적 개선 요인이다. 최근 주가 반등으로 2019F PER 22배에 거래되고 있다. 제약 부문 실적 정상화, 하반기 화장품 부문 실적 개선을 염두에 둔 '매수' 의견을 유지, 목표주가 80,000원(2019F PER 25배)을 유지한다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2016A	667	73	53	2,516	16.8	85	26.2	16.9	5.1	21.6	0.4
2017A	822	67	47	2,240	(11.0)	86	36.6	21.7	5.7	16.4	0.4
2018F	1,366	81	16	757	(66.2)	119	92.1	22.2	5.0	5.3	0.5
2019F	1,673	150	71	3,178	320.0	200	21.9	13.1	4.1	20.6	0.6
2020F	1,853	174	89	3,963	24.7	226	17.6	11.5	3.4	21.3	0.6

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

매수(유지)

목표주가: 80,000원(유지)

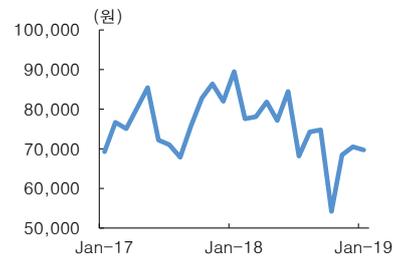
Stock Data

KOSPI(1/14)	2,065
주가(1/14)	69,700
시가총액(십억원)	1,558
발행주식수(백만)	22
52주 최고/최저가(원)	92,700/54,200
일평균거래대금(6개월, 백만원)	7,226
유동주식비율/외국인지분율(%)	71.3/39.0
주요주주(%)	한국콜마홀딩스 외 35 인 28.7
	국민연금 12.5

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	6.9	(9.8)	(19.9)
KOSPI 대비(%p)	7.1	0.8	(2.6)

주가추이



자료: FnGuide

나은채

ec.na@truefriend.com

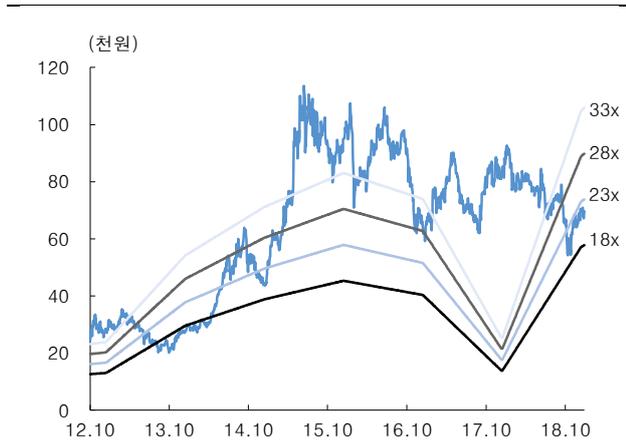
<표 1> 실적 breakdown

(단위: 십억원, % YoY, %)

	연간					2017				2018F			
	2016	2017	2018F	2019F	2020F	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4QF
매출액	667	822	1,366	1,673	1,853	201	207	194	219	242	360	375	388
화장품	520	642	872	973	1,105	157	161	149	176	194	237	217	225
국내	454	490	704	763	855	123	122	114	131	156	193	177	177
북경	52	58	76	82	100	11	14	11	21	16	22	18	20
우시	-	-	8	35	50	-	-	-	-	-	-	0	5
미주	14	95	84	94	101	23	25	23	24	22	22	21	19
계약	165	192	525	736	789	47	49	48	48	52	133	169	171
한국콜마	165	192	195	202	229	47	49	48	48	52	53	45	46
CKM	-	-	330	534	561	-	-	-	-	0	80	124	126
영업이익	73	67	81	150	174	21	17	15	14	18	25	8	30
한국콜마	73	67	69	87	106	21	17	15	14	18	24	11	15
CKM	-	-	12	63	67	-	-	-	-	-	0	(3)	15
매출액 증감	24.6	23.1	66.3	22.5	10.7	35.5	19.7	21.2	17.9	20.4	73.9	93.3	77.4
화장품	26.3	23.5	35.9	11.6	13.5	35.0	16.8	22.8	21.2	23.8	47.2	46.1	27.7
국내	21.2	7.8	43.8	8.3	12.1	12.6	(2.3)	9.3	12.7	27.0	58.6	55.5	35.6
북경	40.4	10.6	32.0	7.3	22.0	51.4	10.3	(31.3)	36.7	47.0	52.8	61.4	(5.1)
우시	NM	NM	NM	337.5	42.9	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
미주	NM	597.1	(11.2)	12.0	6.6	NM	NM	NM	75.8	(4.3)	(12.5)	(7.6)	(20.1)
계약	25.8	16.1	173.2	40.2	7.3	31.4	17.2	12.8	6.4	12.1	170.5	248.4	256.1
한국콜마	25.8	16.1	1.6	3.3	13.4	31.4	17.2	12.8	6.4	11.9	7.6	(7.8)	(4.9)
CKM	NM	NM	NM	62.0	5.0	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
영업이익 증감	20.9	(8.8)	20.6	85.5	15.9	18.0	(21.3)	(0.8)	(25.9)	(12.8)	44.8	(49.5)	117.5
한국콜마	NM	NM	2.5	26.7	22.4	NM	NM	NM	NM	(12.8)	43.3	(30.0)	9.3
CKM	NM	NM	NM	417.7	7.0	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
영업이익률	11.0	8.2	5.9	8.9	9.4	10.2	8.2	7.9	6.4	7.4	6.8	2.1	7.8
한국콜마	NM	NM	6.4	7.4	8.0	7.5	8.1	7.8	8.0	7.3	8.5	4.1	6.8
CKM	NM	NM	3.7	11.8	12.0	NM	NM	NM	NM	NM	0.3	(2.4)	8.5

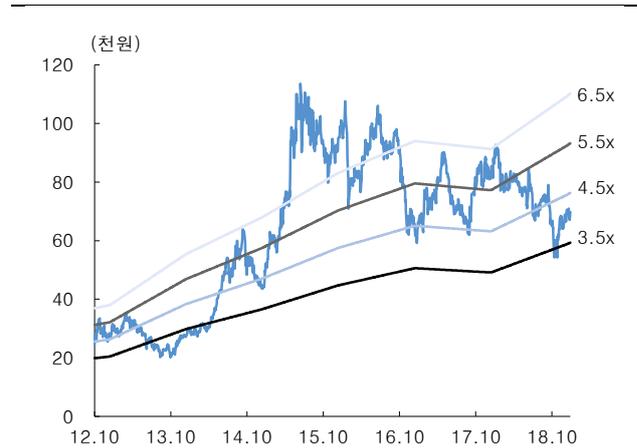
자료: 한국콜마, 한국투자증권

[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 써제이헬스케어를 인수함으로써 전문의약품 제조 및 판매, H&B 음료사업 등 헬스케어 산업부문을 갖추게 되었음.

재무상태표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	264	366	485	552	612
현금성자산	27	14	27	50	74
매출채권및기타채권	128	161	246	251	259
재고자산	86	106	171	201	222
비유동자산	229	303	1,166	1,224	1,273
투자자산	0	4	7	9	10
유형자산	185	236	428	470	512
무형자산	40	58	724	736	741
자산총계	493	669	1,651	1,776	1,884
유동부채	196	212	287	339	358
매입채무및기타채무	120	119	199	243	269
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	1,314	1,368	1,388
지배주주지분	270	305	314	376	454
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	116	116	116	116	116
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	141	181	189	251	330
비지배주주지분	18	28	24	33	42
자본총계	288	333	337	408	497

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동현금흐름	38	5	(39)	150	146
당기순이익	53	49	13	80	98
유형자산감가상각비	11	16	31	43	45
무형자산상각비	1	3	7	7	7
자산부채변동	(32)	(61)	(88)	9	(16)
기타	5	(2)	(2)	11	12
투자활동현금흐름	(22)	(156)	(844)	(109)	(102)
유형자산투자	(45)	(69)	(223)	(85)	(87)
유형자산매각	0	0	0	0	0
투자자산순증	23	(68)	(3)	(2)	(1)
무형자산순증	(1)	(8)	(673)	(20)	(12)
기타	1	(11)	55	(2)	(2)
재무활동현금흐름	11	135	896	(18)	(20)
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	15	141	900	0	0
배당금지급	(4)	(6)	(6)	(8)	(9)
기타	0	0	2	(10)	(11)
기타현금흐름	(17)	3	0	0	0
현금의증가	11	(13)	13	23	24

주: K-IFRS (연결) 기준

손익계산서

(단위: 십억원)

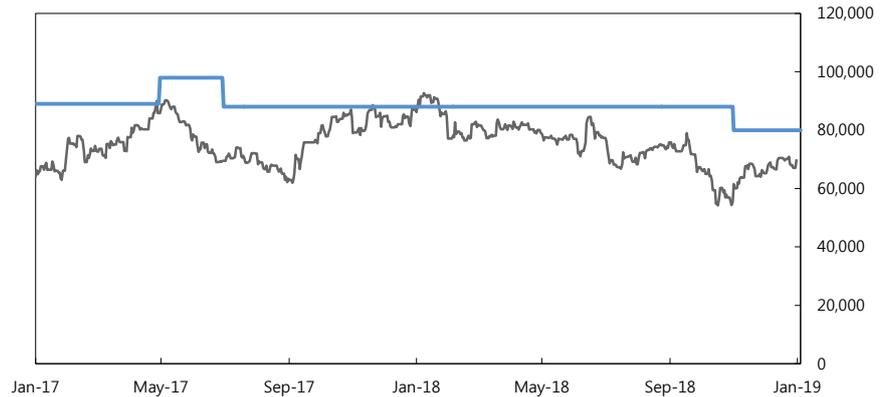
	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	667	822	1,366	1,673	1,853
매출원가	514	644	901	1,092	1,218
매출총이익	154	178	465	581	635
판매관리비	80	111	384	431	462
영업이익	73	67	81	150	174
금융수익	3	6	8	1	2
이자수익	0	1	1	1	2
금융비용	6	10	38	46	46
이자비용	1	4	30	46	46
기타영업외손익	0	(1)	(34)	0	0
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	71	62	17	105	129
법인세비용	18	13	4	25	31
연결당기순이익	53	49	13	80	98
지배주주지분순이익	53	47	16	71	89
기타포괄이익	2	(9)	0	0	0
총포괄이익	55	39	13	80	98
지배주주지분포괄이익	53	40	16	71	89
EBITDA	85	86	119	200	226

주요투자지표

	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
주당지표(원)					
EPS	2,516	2,240	757	3,178	3,963
BPS	12,790	14,458	14,038	16,815	20,329
DPS	250	300	350	400	450
성장성(%, YoY)					
매출증가율	24.6	23.1	66.3	22.5	10.7
영업이익증가율	20.9	(8.8)	20.6	85.5	16.0
순이익증가율	16.7	(11.0)	(65.3)	333.4	24.7
EPS증가율	16.8	(11.0)	(66.2)	320.0	24.7
EBITDA증가율	21.2	1.0	37.7	68.4	13.2
수익성(%)					
영업이익률	11.0	8.2	5.9	9.0	9.4
순이익률	8.0	5.8	1.2	4.2	4.8
EBITDA Margin	12.8	10.5	8.7	11.9	12.2
ROA	12.7	8.4	1.1	4.7	5.4
ROE	21.6	16.4	5.3	20.6	21.3
배당수익률	0.4	0.4	0.5	0.6	0.6
배당성향	9.9	13.4	47.7	12.6	11.4
안정성					
순차입금(십억원)	31	115	1,057	1,031	1,005
차입금/자본총계비율(%)	22.0	59.5	325.4	268.9	221.1
Valuation(X)					
PER	26.2	36.6	92.1	21.9	17.6
PBR	5.1	5.7	5.0	4.1	3.4
EV/EBITDA	16.9	21.7	22.2	13.1	11.5

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
한국콜마 (161890)	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 2019년 1월 15일 현재 한국콜마 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료의 내용 일부를 기관투자자 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. 12. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
79.3%	20.7%	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 높게 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.