

2019/01/24

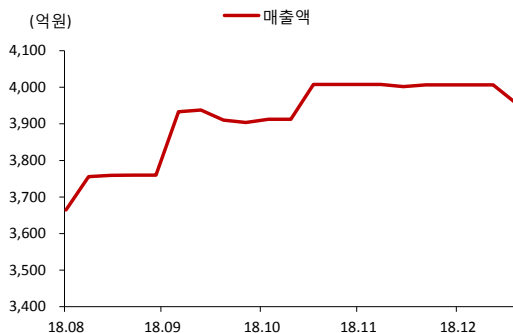
투자의견 BUY (유지)

목표주가 82,000 원 (유지)

(6) 한국콜마 (161890/KS): 회계 비용 제외 시, 무난한 실적

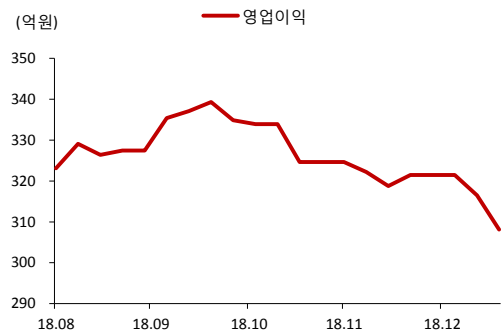
- 4 분기 매출액과 영업이익은 3,928 억원과 320 억원으로 전년동기대비 각각 +79.4%와 +128.9% 증가하며 컨센서스에 부합할 것으로 추정. 2019 년에도 화장품 산업 내 피어 대비 상대적으로 안정적인 매출액 및 영업이익 성장 전망
- 국내 화장품은 최근 특정 브랜드의 마스크팩 오더가 소폭 줄고 있는 것으로 파악되나, 전체 국내 전체 탑라인은 y-y +39.4% 고성장 예상. 북경은 꾸준한 오더 증가와 성수기 효과로 분기 최대 매출액인 233 억원을 시현할 것으로 예상하나, 무역 법인의 경우, 당초 예상보다는 초기 가동률이 더디게 올라오며 약 20 억정도의 매출만 발생 예정. 캐나다와 미국 법인은 3 분기와 유사한 흐름 지속되며 4 분기 매출액 성장률이 각각 y-y +12.0%, y-y -10.0%를 기록할 것으로 전망
- 제약 부문은 CSO 사업 철수 영향으로 매출액이 y-y -4.5% 감소할 것으로 예상되나, 절대 이익 훼손은 없는 이슈인 만큼, 영업이익률은 14.5%로 소폭 개선될 전망
- CKM 의 경우, 최대주주 변경에 따른 일부 라이선스 제품 판매 중단으로 4 분기 매출액은 1,308 억과 영업이익률 14.5% 기록할 것으로 추정. 한편, 2018 년 CJ 헬스케어의 연간 매출 전망치가 낮아짐에 따라 CKM 의 영업권 자산 평가 손실이 금번 4 분기에 인식될 가능성 존재. 평가 손실 인식 시, 예상 손실 금액은 342 억 ~ 685 억 사이로 추정(매출 감소분 300 억 x 평균 EBITDA 마진율 12% x 10~20 년(무위험이자율 5% 적용))되며, 회계적 이슈로 추가 영향은 제한적일 전망
- 현재 전반적인 Macro 상황이 좋지 않은 가운데, 동사는 브랜드 업체 대비 위험 노출도가 상대적으로 적음. 올해 ODM 산업이 본격적인 투자 회수 구간에 진입하며 높은 성장률을 기록한 만큼 2019 년 연간 성장률은 둔화 전망. 그럼에도 불구하고 타사 대비 비교적 안정적인 재무구조와 고객 포트폴리오를 보유 중이며, 밸류에이션 매력도 역시 높은 수준. 투자의견 Buy 와 목표주가 82,000 원 유지

한국콜마 4Q18 매출액 컨센서스 추이



자료: Quantwise, SK 증권

한국콜마 4Q18 영업이익 컨센서스 추이



자료: Quantwise, SK 증권

한국콜마 분기별 실적 추정

(단위: 십억원)

		1Q18	2Q18	3Q18	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2017	2018E	2019E
Sales	Sales	242.5	360.1	375.4	392.8	386.2	433.6	418.7	436.8	822	1,371	1,675
	y-y %	20.4%	73.9%	93.3%	79.4%	59.3%	20.4%	11.5%	11.2%	23.1%	66.8%	22.2%
	KOREA	208.4	245.8	222.0	227.8	225.2	260.8	247.3	253.7	681.6	904.0	987.0
	Cosmetic	156.4	193.0	177.4	181.8	174.5	208.7	197.0	201.8	489.5	708.6	782.0
	Domestic	146.2	175.8	159.3	164.0	162.3	188.1	175.2	180.4	457.0	645.3	706.0
	Export	10.2	17.2	18.1	17.8	12.2	20.6	21.7	21.4	32.5	63.3	76.0
	Bio	52.0	52.8	44.6	45.9	50.7	52.0	50.4	51.9	192.1	195.3	205.0
	Beijing	15.8	21.7	18.4	23.3	18.2	25.0	21.2	26.8	57.6	79.2	91.1
	무석	-	-	-	2.0	5.0	10.0	11.5	12.5	-	2.0	39.0
	PTP	14.2	13.4	13.4	13.1	14.6	13.8	13.8	13.4	66.9	54.1	55.7
	CSR	8.0	8.2	7.9	10.5	8.8	9.0	8.7	11.6	27.9	34.6	38.1
	CKM	0.1	80.0	124.0	127.0	125.0	127.0	127.7	130.8	-	331.1	510.5
y-y	KOREA	22.9%	43.7%	36.6%	27.6%	8.1%	6.1%	11.4%	11.4%	10.0%	32.6%	9.2%
	Cosmetic	27.2%	58.2%	55.5%	39.4%	11.6%	8.2%	11.0%	11.0%	7.8%	44.8%	10.4%
	Domestic	27.0%	52.5%	51.6%	35.0%	11.0%	7.0%	10.0%	10.0%	11.2%	41.2%	9.4%
	Export	29.1%	156.7%	101.1%	100.0%	20.0%	20.0%	20.0%	20.0%	-24.9%	94.8%	20.0%
	Bio	11.8%	7.5%	-7.9%	-4.5%	-2.5%	-1.5%	13.0%	13.0%	16.1%	1.7%	5.0%
	Beijing	47.7%	51.7%	61.4%	10.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%	10.5%	37.5%	15.0%
	무석	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	1850.0%
	PTP	-14.5%	-18.8%	-30.6%	-10.0%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	-	-19.2%	3.0%
	CSR	21.2%	0.0%	113.5%	12.0%	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%	-	24.1%	10.0%
	CKM	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	54.2%
OP	OP	18.0	24.6	7.8	32.0	35.2	40.3	37.0	43.8	67.0	82.4	156.4
	y-y %	-12.8%	44.8%	-49.5%	128.9%	96.1%	64.1%	375.0%	36.9%	-8.8%	23.0%	89.9%
	% Sales	7.4%	6.8%	2.1%	8.2%	9.1%	9.3%	8.8%	10.0%	8.2%	6.0%	9.3%
	KOREA	17.1	22.3	11.6	19.4	19.7	25.2	20.0	22.6	61.3	70.4	87.5
	Cosmetic	10.3	15.4	10.6	12.7	11.9	17.1	12.2	14.5	37.1	49.1	55.7
	Bio	6.8	6.9	0.4	6.7	7.9	8.1	7.8	8.0	24.3	20.7	31.8
	Beijing	(0.3)	0.4	0.1	0.3	1.5	2.0	1.7	2.1	2.3	0.6	7.3
	무석	-	(0.4)	(0.7)	(2.5)	(2.0)	(1.0)	(0.3)	0.6	-	(3.6)	(2.7)
	PTP	0.6	0.7	(0.6)	(0.6)	0.4	0.4	0.4	0.4	2.9	0.0	1.7
	CSR	0.7	0.7	0.6	0.8	0.8	0.7	0.7	0.9	1.4	2.8	3.1
	CKM	-	1.6	(3.0)	15.9	16.3	14.6	16.0	19.0	-	14.5	65.8
OPM	KOREA	8.2%	9.1%	5.2%	8.5%	8.8%	9.7%	8.1%	8.9%	9.0%	7.8%	8.9%
	Cosmetic	6.6%	8.0%	6.0%	7.0%	6.8%	8.2%	6.2%	7.2%	7.6%	6.9%	7.1%
	Bio	13.0%	13.0%	1.0%	14.5%	15.5%	15.5%	15.5%	15.5%	12.6%	10.6%	15.5%
	Beijing	-2.0%	2.0%	0.5%	1.5%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	4.0%	0.7%	8.0%
	무석	0.0%	0.0%	0.0%	-125.0%	-40.0%	-10.0%	-3.0%	5.0%	-	-177.5%	-7.0%
	PTP	4.0%	5.0%	-4.5%	-4.5%	3.0%	3.0%	3.0%	3.0%	4.3%	0.1%	3.0%
	CSR	8.8%	8.0%	8.0%	7.5%	8.9%	8.1%	8.1%	7.6%	5.1%	8.0%	8.1%
	CKM	-	-	-2.4%	12.5%	13.0%	11.5%	12.5%	14.5%	-	4.4%	12.9%

자료: 한국콜마, SK 증권

재무상태표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	264	366	573	712	841
현금및현금성자산	27	14	60	93	176
매출채권및기타채권	128	161	268	327	353
재고자산	86	106	176	216	233
비유동자산	229	303	1,508	1,494	1,482
장기금융자산	0	4	11	11	11
유형자산	185	236	374	367	361
무형자산	40	58	1,116	1,109	1,102
자산총계	493	669	2,081	2,206	2,322
유동부채	196	212	430	471	484
단기금융부채	59	79	207	199	191
매입채무 및 기타채무	114	112	187	228	246
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	9	124	936	939	943
장기금융부채	5	119	887	887	887
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	205	336	1,366	1,410	1,427
지배주주지분	270	305	345	433	540
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	116	116	216	216	216
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	141	181	121	209	316
비지배주주지분	18	28	370	363	356
자본총계	288	333	716	796	896
부채와자본총계	493	669	2,081	2,206	2,322

현금흐름표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	39	9	3	127	171
당기순이익(손실)	53	49	-61	80	100
비현금성항목등	35	38	188	129	128
유형자산감가상각비	11	16	29	37	36
무형자산감각비	1	3	11	16	15
기타	3	2	93	2	2
운전자본감소(증가)	-32	-61	-68	-56	-25
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-28	-34	-49	-60	-26
재고자산감소(증가)	-24	-18	-21	-39	-17
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	29	-3	36	41	18
기타	-10	-6	-34	1	0
법인세납부	-17	-17	-56	-25	-32
투자활동현금흐름	-21	-155	-1,212	-36	-35
금융자산감소(증가)	23	-68	54	0	0
유형자산감소(증가)	-45	-68	-36	-30	-30
무형자산감소(증가)	-1	-8	-8	-8	-8
기타	1	-11	-1,222	2	3
재무활동현금흐름	10	131	1,255	-58	-53
단기금융부채증가(감소)	0	0	-2	-8	-8
장기금융부채증가(감소)	15	141	846	0	0
자본의증가(감소)	0	0	450	0	0
배당금의 지급	-4	-6	-6	0	0
기타	-1	-4	-33	-50	-45
현금의 증가(감소)	11	-13	45	33	83
기초현금	16	27	14	60	93
기말현금	27	14	60	93	176
FCF	-21	-62	-44	77	122

자료 : 한국콜마, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	667	822	1,371	1,675	1,808
매출원가	514	644	1,023	1,233	1,327
매출총이익	154	178	347	442	480
매출총이익률 (%)	23.0	21.6	25.3	26.4	26.6
판매비와관리비	80	111	265	286	304
영업이익	73	67	82	156	177
영업이익률 (%)	11.0	8.2	6.0	9.3	9.8
비영업손익	-2	-5	-129	-51	-45
순금융비용	1	3	38	48	42
외환관련손익	-2	-1	-1	-1	-1
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	71	62	-46	105	131
세전계속사업이익률 (%)	10.7	7.6	-3.4	6.3	7.3
계속사업법인세	18	13	15	25	32
계속사업이익	53	49	-61	80	100
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	53	49	-61	80	100
순이익률 (%)	8.0	5.9	-4.5	4.8	5.5
지배주주	53	47	-53	88	107
지배주주귀속 순이익률(%)	7.95	5.75	-3.89	5.22	5.94
비지배주주	0	1	-8	-8	-8
총포괄이익	55	39	-61	80	100
지배주주	53	40	-53	87	107
비지배주주	2	-1	-7	-7	-7
EBITDA	85	86	122	209	228

주요투자지표

월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
성장성 (%)					
매출액	24.6	23.1	66.8	22.2	7.9
영업이익	20.9	-8.8	23.0	89.9	13.1
세전계속사업이익	21.3	-13.0	적전	흑전	24.8
EBITDA	21.2	1.1	42.2	70.8	9.0
EPS(계속사업)	16.7	-11.0	적전	흑전	22.7
수익성 (%)					
ROE	21.6	16.4	-16.4	22.5	22.1
ROA	12.7	8.4	-4.4	3.7	4.4
EBITDA마진	12.8	10.5	8.9	12.5	12.6
안정성 (%)					
유동비율	134.6	172.6	133.5	151.2	173.6
부채비율	71.3	101.0	190.9	177.3	159.3
순차입금/자기자본	10.9	34.7	138.9	119.7	96.1
EBITDA/이자비용(배)	85.2	21.7	3.1	4.2	5.1
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,516	2,240	-2,460	3,916	4,803
BPS	12,790	14,458	15,452	19,359	24,152
CFPS	3,077	3,149	-607	6,279	7,095
주당 현금배당금	250	300	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	42.7	40.3	N/A	18.1	14.8
PER(최저)	24.7	26.4	N/A	16.2	13.2
PBR(최고)	8.4	6.2	6.0	3.7	2.9
PBR(최저)	4.9	4.1	3.5	3.3	2.6
PCR	21.4	26.0	-116.1	10.3	9.1
EV/EBITDA(최고)	27.2	23.8	27.1	13.9	12.3
EV/EBITDA(최저)	16.0	16.2	21.1	13.1	11.6