

# 한국콜마

# BUY(상향)

161890 기업분석 | 화장품

목표주가(상향)	80,000원	현재주가(02/13)	65,800원	Up/Downside	+21.6%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2019. 02. 14

## 순이익 턴어라운드, 주가도 턴어라운드

### Comment

**국내 화장품과 CKM 실적 호조:** 4Q18 연결매출 3,799억원(+73.5%YoY), 영업이익 397억원(+183.9%YoY)으로 당사 추정치와 컨센서스를 상회하는 호실적을 발표했다. 작년 내내 자회사 CKM 실적 연결 반영시 이익 베이스를 가능하기가 어려워 컨센서스 대비 변동성이 큰 편인데 작년 4Q에는 CJ헬스케어 자체 CMO 생산 물량이 증가해 일시적으로 이익이 큰 폭 개선된 듯 보인다. 국내 화장품 ODM은 AHCL나 애터미 등 기존 바이어 물량이 지속적으로 증가해 매출이 31%YoY 성장했고, 고객사 믹스 변화로 이익률도 개선된 것으로 보인다. 북경콜마는 무석법인이 가동을 개시하면서 바이어 물량이 일부 이관됨에 따라 매출이 13%YoY 감소했다. PTP와 CSR법인은 CAPA 부족과 주요 거래처의 매출 감소로 전분기 수준의 매출을 유지하는데 그쳤다. 아직은 CKM의 연결 반영으로 인한 분기 변동성이 크며, 해외 화장품 생산법인의 설비 증설 니즈가 강한 것으로 판단한다.

**CKM 안정적으로 이익 성장, 무석콜마 가동률 상승:** CKM이 안정적으로 이익 증가하고, 국내 채널 믹스 개선 및 중국 무석법인의 매출 기여로 1Q19 매출과 영업이익은 각각 69%YoY, 87%YoY 성장할 것으로 전망한다. 특히 무석법인이 고객사별 오딧 진행 중으로 가동률은 QoQ 상승할 것으로 보이며, 북경콜마는 회계비용 반영이 마무리 되어 이익률이 점차 개선될 것으로 판단한다. 국내는 중저가 로드샵 브랜드 시장의 침체가 악재이지만 온라인이나 소규모 브랜드의 수주는 증가하여 매출은 시장 평균 성장에 부합할 것으로 전망한다.

### Action

**순이익과 주가의 방향성을 동등하게, BUY:** 자회사의 이익 기여가 높아져 연간 300억원의 이자비용을 지출하고도 순이익이 증가하는 추세로 돌아설 전망이다. 따라서 주가도 전저점을 바닥으로 상향 추세를 유지할 것으로 보여 투자 의견(HOLD→BUY)과 목표주가(FW12개월 EPS 변화)를 상향한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)						Stock Data													
	(단위: 십억원 원 배 %)																		
FYE Dec	2016	2017	2018E	2019E	2020E	52주 최저/최고	54,200/84,800원												
매출액	667	822	1,358	1,638	1,774	KOSDAQ /KOSPI	740/2,201pt												
(증가율)	24.6	23.1	65.3	20.6	8.3	시가총액	14,704억원												
영업이익	73	67	90	126	149	60일-평균거래량	113,982												
(증가율)	20.9	-8.8	34.4	40.1	18.2	외국인지분율	38.9%												
지배주주순이익	53	47	36	65	81	60일-외국인지분율변동주이	-3.1%p												
EPS	2,516	2,240	1,648	2,915	3,645	주요주주	한국콜마홀딩스 외 35인 28.7%												
PER (H/L)	43.1/24.6	40.8/25.8	42.8	22.6	18.1														
PBR (H/L)	8.5/4.8	6.3/4.0	4.7	3.8	3.2	<table border="1"> <thead> <tr> <th>주가상승률</th> <th>1M</th> <th>3M</th> <th>12M</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>절대기준</td> <td>-1.9</td> <td>21.2</td> <td>-22.4</td> </tr> <tr> <td>상대기준</td> <td>-7.5</td> <td>14.0</td> <td>-15.6</td> </tr> </tbody> </table>		주가상승률	1M	3M	12M	절대기준	-1.9	21.2	-22.4	상대기준	-7.5	14.0	-15.6
주가상승률	1M	3M	12M																
절대기준	-1.9	21.2	-22.4																
상대기준	-7.5	14.0	-15.6																
EV/EBITDA (H/L)	27.2/15.9	23.7/16.2	14.1	9.8	8.3														
영업이익률	11.0	8.2	6.6	7.7	8.4														
ROE	21.6	16.4	11.2	18.0	19.1														

도표 1. 한국콜마 분기, 연간 실적

(단위: 억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	16	17	18P	19E
연결매출	2,425	3,601	3,754	3,799	4,095	4,259	3,964	4,062	6,675	8,216	13,578	16,380
%YoY	20.4	73.9	93.3	73.5	68.9	18.3	5.6	6.9	24.6	23.1	65.3	20.6
영업이익	180	246	78	397	336	302	178	445	734	670	900	1,261
%YoY	-12.8	44.8	-49.5	183.9	86.9	23.1	129.2	12.0	20.9	-8.8	34.4	40.1
%OPM	7.4	6.8	7.7	10.5	8.2	7.1	4.5	10.9	11.0	8.1	6.6	7.7

자료: DB금융투자

도표 2. 한국콜마 실적 전망

(단위: 억원 %)

	14	15	16	17	18P	19E	20E
<b>연결매출</b>	<b>4,613</b>	<b>5,358</b>	<b>6,675</b>	<b>8,216</b>	<b>13,578</b>	<b>16,380</b>	<b>17,744</b>
%YoY	23.8	16.2	24.6	23.1	65.3	20.6	8.3
화장품 매출	3,247	3,750	4,542	4,895	6,973	7,280	7,800
%YoY	30.2%	15.5%	21.1%	7.8%	42.5%	4.4%	7.1%
1) CAPA(면적)	7,000	7,500	7,500	7,500	7,500	7,500	7,500
-기초	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000
-색조	1,000	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
2) CAPA(설비)	4,000	4,000	6,000	6,000	7,000	7,000	7,500
▶가동률	46.4%	50.0%	61%	65%	93%	97%	104%
제약 매출	1,143	1,315	1,654	1,921	1,944	2,080	2,320
%YoY	6.9%	15.0%	25.8%	16.1%	1.2%	7.0%	11.5%
1) CAPA(면적)	1,500	1,500	1,500	4,000	4,000	4,000	4,000
2) CAPA(설비)	-	-	1,500	2,750	4,000	4,000	4,000
▶가동률	76.2%	87.7%	110%	48%	49%	52%	58%
중국 화장품 매출	270	371	521	576	744	1,175	1,620
%YoY	50.8%	37.4%	40.4%	10.6%	29.2%	57.9%	37.9%
1) CAPA(면적)	300	300	1,500	1,500	1,500	5,000	5,000
2) CAPA(설비)	300	300	800	1,300	1,300	2,500	3,000
▶가동률	90.0%	123.7%	65%	44%	57%	47%	54%
PTP			136	669	556	612	679
CSR				279	326	375	431
CKM					3,351	5,329	5,542
<b>영업이익</b>	<b>468</b>	<b>607</b>	<b>734</b>	<b>670</b>	<b>900</b>	<b>1,261</b>	<b>1,490</b>
%YoY	82.3	29.6	20.9	-8.8	34.4	40.1	18.2
%영업이익률	10.2	11.3	11.0	8.1	6.6	7.7	8.4

자료: DB금융투자

**대차대조표**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산(십억원)					
유동자산	264	366	482	544	606
현금및현금성자산	27	14	33	59	88
매출채권및기타채권	128	161	228	276	302
재고자산	86	106	151	149	161
비유동자산	229	303	327	337	357
유형자산	185	236	264	277	299
무형자산	40	58	55	52	49
투자자산	0	4	4	4	4
자산총계	493	669	810	881	963
유동부채	196	212	306	324	321
매입채무및기타채무	120	119	204	251	264
단기차입금및단기차	57	77	77	67	52
유동성장기부채	1	2	12	-8	-8
비유동부채	9	124	140	136	146
사채및장기차입금	5	119	134	130	140
부채총계	205	336	447	460	467
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	116	116	116	116	116
이익잉여금	141	181	210	266	338
비지배주주지분	18	28	29	30	33
자본총계	288	333	363	421	496

**현금흐름표**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산(십억원)					
영업활동현금흐름	38	5	49	106	100
당기순이익	53	49	37	67	84
현금유출이없는비용및수익	35	38	57	68	78
유형및무형자산상각비	12	19	33	36	39
영업관련자산부채변동	-32	-61	-26	-1	-26
매출채권및기타채권의감소	-28	-34	-67	-48	-26
재고자산의감소	-24	-18	-45	2	-12
매입채무및기타채무의증가	29	-3	84	48	12
투자활동현금흐름	-22	-156	-43	-32	-52
CAPEX	-45	-69	-58	-45	-59
투자자산의순증	0	-4	0	0	0
재무활동현금흐름	11	135	13	-47	-20
사채및차입금의 증가	34	135	25	-35	-5
자본금및자본잉여금의증가	0	0	1	0	0
배당금지급	-4	-6	-6	-7	-9
기타현금흐름	-17	3	0	0	0
현금의증가	11	-13	19	26	29
기초현금	16	27	14	33	59
기말현금	27	14	33	59	88

자료: 한국콜마, DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

**손익계산서**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
12월 결산(십억원)					
매출액	667	822	1,358	1,638	1,774
매출원가	514	644	1,010	1,206	1,297
매출총이익	154	178	348	432	477
판매비	80	111	258	306	328
영업이익	73	67	90	126	149
EBITDA	85	86	124	162	188
영업외손익	-3	-5	-35	-30	-29
금융손익	-3	-4	-4	-29	-28
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	-1	-1	-1	-1
세전이익	71	62	55	96	120
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	53	49	37	67	84
지배주주지분순이익	53	47	36	65	81
비지배주주지분순이익	0	1	1	2	2
총포괄이익	55	39	37	67	84
증감률(%YoY)					
매출액	24.6	23.1	65.3	20.6	8.3
영업이익	20.9	-8.8	34.4	40.1	18.2
EPS	16.7	-11.0	-26.4	77.0	25.0

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

**주요 투자지표**

12월 결산원 % 배	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당자료(원)					
EPS	2.516	2.240	1.648	2.915	3.645
BPS	12,790	14,458	14,979	17,494	20,739
DPS	250	300	300	400	400
Multiple(배)					
P/E	26.2	36.6	42.8	22.6	18.1
P/B	5.1	5.7	4.7	3.8	3.2
EV/EBITDA	16.9	21.7	14.1	9.8	8.3
수익성(%)					
영업이익률	11.0	8.2	6.6	7.7	8.4
EBITDA마진	12.8	10.5	9.1	9.9	10.6
순이익률	8.0	5.9	2.7	4.1	4.7
ROE	21.6	16.4	11.2	18.0	19.1
ROA	12.7	8.4	5.0	7.9	9.1
ROC	20.6	13.6	12.6	17.5	19.7
안정성및기타					
부채비율(%)	71.3	101.0	122.9	109.1	94.1
이자보상배율(배)	73.4	16.9	14.1	20.2	26.4
배당성향(배)	9.9	13.0	18.3	13.3	10.7

**Compliance Notice**

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급된 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

**1년간 투자이견 비율 (2019-01-07 기준) - 매수(79.0%) 중립(21.0%) 매도(0.0%)**

기업 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

업종 투자이견은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승을 기준으로

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

**한국콜마 현주가 및 목표주가 차트**



**최근 2년간 투자이견 및 목표주가 변경**

일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)		일자	투자이견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
16/11/30	Buy	100,000	-26.6	-9.8					
17/08/16	Buy	93,000	-14.6	-0.3					
18/07/02	Hold	93,000	-22.0	-11.4					
18/08/16	Hold	77,000	-12.5	2.6					
19/02/14	Buy	80,000	-	-					

주: \*표는 담당자 변경