



▲ 유통/화장품
Analyst 양지혜
02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	84,000 원
현재주가 (2.13)	65,800 원
상승여력	27.7%
KOSPI	2,201.48pt
시가총액	14,704억원
발행주식수	2,235만주
유동주식비율	71.29%
외국인비중	38.90%
52주 최고/최저가	84,800원/54,200원
평균거래대금	75.1억원
주요주주(%)	
한국콜마홀딩스 외 35 인	28.71
국민연금	12.47
NIHON KOLMAR	12.43
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-1.9 -6.8 -22.4
상대주가	-7.5 -4.8 -15.6

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2017	821.6	67.0	47.3	2,240	-8.6	14,458	36.6	5.7	21.7	16.4	101.0
2018P	1,375.9	90.0	42.1	1,944	-25.3	19,713	36.3	3.6	22.1	11.3	196.3
2019E	1,701.9	125.0	69.8	3,122	72.8	22,535	21.1	2.9	16.1	14.8	181.2
2020E	1,960.5	147.0	86.3	3,861	29.9	26,096	17.0	2.5	14.3	15.9	166.5
2021E	2,162.5	166.5	93.9	4,202	14.6	29,998	15.7	2.2	12.8	15.0	151.3

한국콜마 161890

4Q 어닝 서프라이즈!

- ✓ 4Q 매출액 3,979억원 (+81.8% YoY), 영업이익 397억원 (+183.7% YoY) 기록
- ✓ 화장품 고수익 중심으로 상품믹스 개선, CKM이 19%의 높은 영업이익률을 달성
- ✓ 중국법인 (북경콜마와 무석콜마의 합)의 매출액은 -9.9% YoY 감소하여 부진
- ✓ 2019년 CKM 정상화와 중국 무석 신공장 성과에 따라 주가는 회복될 전망
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가 84,000원으로 상향

4Q 매출액 3,979억원 (+81.8% YoY), 영업이익 397억원 (+183.7% YoY)

한국콜마의 4분기 연결기준 실적은 매출액 3,979억원 (+81.8% YoY), 영업이익 397억원 (+183.7% YoY)를 기록하였으며 시장 컨센서스 (매출액 3,945억원, 영업이익 302억원) 대비 대폭 상회했다. 영업이익이 시장 기대치 대비 크게 상회한 이유는 1) 별도기준 화장품 본업에서 AHC, 애터미의 수익성이 좋은 아이템 중심으로 상품 믹스가 개선되고 2) CKM (CJ헬스케어)의 영업이익률이 19%의 높은 수준을 기록했기 때문이다. 다만 중국법인 (북경콜마와 무석콜마의 합)의 매출액은 -9.9% YoY 감소했고 미국 PTP도 매출액이 +0.7% YoY 증가에 머물렀다. 별도기준 실적 또한 매출액 2,154억원 (+20.7% YoY), 영업이익 197억원 (+32.8% YoY)을 기록하여 당사 추정치 (매출액 2,243억원, 영업이익 135억원) 대비 영업이익이 크게 상회했다.

2019년 CKM 실적 정상화 기대, 중국 화장품 법인 개선 속도 관건

2019년에는 CKM (CJ헬스케어)의 실적이 정상화되면서 연결기준 매출액 1조 7,018억원 (+23.7% YoY), 영업이익 1,250억원 (+38.9% YoY)을 기록할 전망이다. 다만 중국 무석 신공장의 성과가 더디게 올라오고 있어 중국 화장품 법인의 개선 속도에 따라 추가적인 주가 모멘텀 강화 여부가 결정될 것으로 판단한다.

투자의견 Buy 유지, 적정주가 84,000원으로 상향

한국콜마에 대해 투자의견 Buy를 유지하고 적정주가를 77,000원에서 84,000원으로 상향한다. 4분기 호실적을 반영하였으며 2019년 예상 EPS에 목표 PER 27배 (글로벌 화장품업종 평균)를 적용, 유지했다. 꾸준한 화장품 본업 호조와 함께 2019년 CKM 정상화와 중국 무석 신공장의 성과에 따라 주가는 회복될 전망이다.

표1 한국콜마 4Q18 Earnings Review

(십억원)	4Q18P	4Q17	(% YoY)	3Q18	(% QoQ)	매리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	397.9	218.9	81.8	375.4	6.0	412.6	-3.6	394.5	0.9
영업이익	39.7	14.0	183.5	7.8	409.8	20.7	91.5	30.2	31.4
지배주주순이익	16.6	7.7	117.1	-3.2	흑전	4.4	275.4	7.9	110.4
영업이익률 (%)	10.0			2.1		5.0		7.7	2.3%p
지배주주순이익률 (%)	4.2			-0.9		1.1		2.0	2.2%p

자료: 매리츠종금증권 리서치센터

표2 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018P	2019E	2018E	2019E
매출액	1,390.6	1,766.8	1,375.9	1,701.8	-1.1	-3.7
영업이익	71.0	121.4	90.1	125.0	26.7	3.0
지배주주순이익	24.5	58.1	42.1	69.8	71.5	20.1

자료: 매리츠종금증권 리서치센터

표3 한국콜마 분기별 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	2018P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	821.6	242.5	360.1	375.4	397.9	1,375.9	396.2	440.5	424.1	441.0	1,701.8
증가율 (% YoY)	23.1	20.4	73.9	93.3	81.8	67.5	63.4	22.4	13.0	10.8	23.7
별도매출액 (국내)	681.6	208.4	245.9	222.0	215.4	891.7	225.5	272.9	249.6	242.9	990.9
CKM (CJ헬스케어)		0.1	80.0	124.0	131.0	335.1	140.0	130.0	140.0	160.0	570.0
중국법인 (북경+무석)	57.6	15.8	21.7	18.4	19.1	75.0	17.4	25.0	22.1	23.9	88.3
미국PTP	66.9	14.2	13.4	13.4	14.6	55.6	14.9	14.1	14.1	15.3	58.4
캐나다CSR	27.9	8.0	8.2	7.9	8.5	32.6	8.4	8.6	8.3	8.9	34.2
비중 (%)											
별도매출액 (국내)	83.0	86.0	68.3	59.1	54.1	64.8	56.9	61.9	58.9	55.1	58.2
CKM (CJ헬스케어)			22.2	33.0	32.9	24.4	35.3	29.5	33.0	36.3	33.5
중국법인 (북경+무석)	7.0	6.5	6.0	4.9	4.8	5.5	4.4	5.7	5.2	5.4	5.2
미국PTP	8.1	5.9	3.7	3.6	3.7	4.0	3.8	3.2	3.3	3.5	3.4
캐나다CSR	3.4	3.3	2.3	2.1	2.1	2.4	2.1	2.0	2.0	2.0	2.0
증가율 (% YoY)											
별도매출액 (국내)	10.0	23.0	43.7	36.6	20.7	30.8	8.2	11.0	12.4	12.7	11.1
CKM (CJ헬스케어)									12.9	22.1	70.1
중국법인 (북경+무석)	10.6	47.7	51.7	61.4	-9.9	30.2	10.0	15.0	20.0	25.0	17.7
미국PTP	391.9	-14.5	-18.8	-30.6	0.7	-16.9	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
캐나다CSR		21.2	0.0	113.5	-9.6	16.8	5.0	5.0	5.0	5.0	5.0
매출원가	643.8	195.9	261.0	274.6	286.5	1,018.0	287.3	319.4	310.4	319.7	1,236.8
증가율 (% YoY)	25.3	27.1	61.1	80.8	62.9	58.1	46.7	22.4	13.1	11.6	21.5
매출원가율 (%)	78.4	80.8	72.5	73.1	72.0	74.0	72.5	72.5	73.2	72.5	72.7
매출총이익	177.8	46.6	99.0	100.8	111.4	357.9	109.0	121.1	113.7	121.3	465.0
증가율 (% YoY)	15.8	-1.4	119.8	138.1	158.4	101.3	133.8	22.3	12.8	8.8	29.9
매출총이익률 (%)	21.6	19.2	27.5	26.9	28.0	26.0	27.5	27.5	26.8	27.5	27.3
판관비	110.8	28.1	74.5	93.0	71.8	267.3	79.2	88.1	93.3	79.4	340.0
증가율 (% YoY)	38.6	5.3	165.0	245.2	146.3	141.2	182.5	18.3	0.3	10.6	27.2
판관비증 (%)	13.5	11.6	20.7	24.8	18.0	19.4	20.0	20.0	22.0	18.0	20.0
영업이익	67.0	18.0	24.6	7.8	39.7	90.1	29.7	33.0	20.4	41.9	125.0
증가율 (% YoY)	-8.9	-13.0	44.8	-49.4	183.7	34.3	65.4	34.5	161.5	5.7	38.9
영업이익률 (%)	8.2	7.4	6.8%	2.1	10.0	6.5	7.5	7.5	4.8	9.5	7.3

자료: 한국콜마, 매리츠종금증권 리서치센터

표4 한국콜마 분기별 실적 추이 및 전망 (별도기준)

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	2018P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	681.6	208.4	245.9	222.0	215.4	891.7	225.5	272.9	249.6	242.9	990.9
증가율 (% YoY)	10.0	23.0	43.7	36.6	20.7	30.8	8.2	11.0	12.4	12.7	11.1
화장품	457.0	146.2	193.1	177.4	170.5	697.4	175.1	217.5	200.6	191.2	784.4
화장품 내수			175.8	159.3	158.2	639.5	160.8	193.4	175.2	174.0	703.5
화장품 수출	32.5	10.2	17.2	18.1	12.3	57.8	14.3	24.1	25.3	17.2	80.9
제약	192.1	52.0	52.8	44.6	44.9	194.3	50.4	55.4	49.1	51.6	206.6
비중 (%)											
화장품	67.0	70.1	78.5	79.9	79.1	78.2	77.6	79.7	80.3	78.7	79.2
제약	28.2	24.9	21.5	20.1	20.8	21.8	22.4	20.3	19.7	21.3	20.8
증가율 (% YoY)											
화장품	11.2	27.0	58.3	55.5	30.8	42.5	12.0	12.6	13.1	12.2	12.5
화장품 내수			52.5	51.6	30.2	39.9	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0
화장품 수출	-24.9	29.1	156.7	101.1	38.2	77.8	40.0	40.0	40.0	40.0	40.0
제약	16.1	11.8	7.5	-7.9	-6.7	1.1	-3.0	5.0	10.0	15.0	6.3
매출원가	535.9	169.2	198.9	191.0	170.2	729.3	181.8	218.9	209.7	193.1	803.4
증가율 (% YoY)	11.6	29.1	48.0	48.6	19.8	36.1	7.4	10.1	9.8	13.5	10.2
매출원가율 (%)	78.6	81.2	80.9	86.0	79.0	81.8	80.6	80.2	84.0	79.5	81.1
매출총이익	145.7	39.2	47.0	31.0	45.2	162.5	43.8	54.0	39.9	49.8	187.5
증가율 (% YoY)	4.5	2.1	28.0	-8.8	23.8	11.5	11.6	15.0	28.7	10.1	15.4
매출총이익률 (%)	21.4	18.8	19.1	14.0	21.0	18.2	19.4	19.8	16.0	20.5	18.9
판관비	84.4	21.8	24.5	19.4	25.5	91.2	24.8	28.7	25.0	27.9	106.4
증가율 (% YoY)	21.6	5.5	12.9	-4.7	17.6	8.1	13.6	17.1	29.0	9.3	16.6
판관비증 (%)	12.4	10.5	10.0	8.7	11.9	10.2	11.0	10.5	10.0	11.5	10.7
영업이익	61.3	17.1	22.5	11.7	19.7	71.0	18.9	25.4	15.0	21.9	81.2
증가율 (% YoY)	-12.4	-3.4	49.8	-14.9	32.8	15.8	10.8	12.6	28.3	11.0	14.3
영업이익률 (%)	9.0	8.2	9.2	5.3	9.1	8.0	8.4	9.3	6.0	9.0	8.2

자료: 한국콜마, 메리츠종금증권 리서치센터

한국콜마 (161890)

Income Statement

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
매출액	821.6	1,375.9	1,701.9	1,960.5	2,162.5
매출액증가율 (%)	23.1	67.5	23.7	15.2	10.3
매출원가	643.8	1,018.0	1,236.8	1,421.4	1,567.8
매출총이익	177.8	357.9	465.0	539.1	594.7
판매관리비	110.8	267.9	340.0	392.1	428.2
영업이익	67.0	90.0	125.0	147.0	166.5
영업이익률	8.2	6.5	7.3	7.5	7.7
금융손익	-3.7	-31.8	-34.2	-28.2	-26.7
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-1.3	-2.1	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	62.0	56.1	90.8	118.8	139.8
법인세비용	13.4	18.9	24.4	32.5	40.9
당기순이익	48.6	37.3	66.4	86.3	98.9
지배주주지분 순이익	47.3	42.1	69.8	86.3	93.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	5.4	14.2	62.7	88.0	103.1
당기순이익(손실)	48.6	37.3	66.4	86.3	98.9
유형자산상각비	16.0	26.1	30.5	30.5	29.3
무형자산상각비	3.2	9.7	9.7	6.4	4.3
운전자본의 증감	-61.0	-60.9	-43.9	-35.1	-29.3
투자활동 현금흐름	-156.2	-1,193.7	-62.1	-42.4	-45.3
유형자산의증가(CAPEX)	-68.6	-90.0	-50.0	-30.0	-20.0
투자자산의감소(증가)	-4.2	-121.2	-7.3	-7.3	-14.4
재무활동 현금흐름	135.2	1,261.7	-76.7	-46.7	-46.7
차입금의 증감	134.7	1,168.0	-70.0	-40.0	-40.0
자본의 증가	0.1	100.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-12.6	82.2	-76.0	-1.0	11.1
기초현금	26.9	14.3	446.2	370.2	369.2
기말현금	14.3	446.2	370.2	369.2	380.3

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
유동자산	365.9	981.7	1,009.7	1,092.8	1,178.4
현금및현금성자산	14.3	446.2	370.2	369.2	380.3
매출채권	160.0	241.4	298.6	344.0	379.4
재고자산	105.7	172.0	212.7	245.1	270.3
비유동자산	302.6	1,433.3	1,450.4	1,450.9	1,451.7
유형자산	236.2	300.1	319.6	319.2	309.9
무형자산	58.0	1,003.4	993.8	987.4	983.1
투자자산	4.3	125.5	132.9	140.2	154.6
자산총계	668.6	2,415.0	2,460.1	2,543.7	2,630.1
유동부채	212.0	472.8	476.3	498.8	512.0
매입채무	100.7	171.5	212.2	244.4	269.6
단기차입금	76.7	196.7	176.7	156.7	136.7
유동성장기부채	2.0	50.0	20.0	20.0	20.0
비유동부채	124.0	1,127.1	1,109.0	1,090.5	1,071.6
사채	99.7	99.7	99.7	99.7	99.7
장기차입금	19.5	1,019.5	999.5	979.5	959.5
부채총계	335.9	1,599.9	1,585.3	1,589.3	1,583.6
자본금	10.6	11.2	11.2	11.2	11.2
자본잉여금	116.4	215.7	215.7	215.7	215.7
기타포괄이익누계액	-2.4	-2.4	-2.4	-2.4	-2.4
이익잉여금	180.7	216.1	279.1	358.7	445.9
비지배주주지분	27.5	374.5	371.2	371.2	376.2
자본총계	332.6	815.1	874.8	954.4	1,046.5

Key Financial Data

(주당데이터(원))	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	38,937	63,547	76,156	87,732	96,769
EPS(지배주주)	2,240	1,944	3,122	3,861	4,202
CFPS	4,085	5,114	7,168	8,231	8,954
EBITDAPS	4,083	5,807	7,391	8,231	8,954
BPS	14,458	19,713	22,535	26,096	29,998
DPS	300	300	300	300	300
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
Valuation(Multiple)					
PER	36.6	36.3	21.1	17.0	15.7
PCR	20.1	13.8	9.2	8.0	7.3
PSR	2.1	1.1	0.9	0.8	0.7
PBR	5.7	3.6	2.9	2.5	2.2
EBITDA	86.2	125.7	165.2	183.9	200.1
EV/EBITDA	21.7	22.1	16.1	14.3	12.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.4	11.3	14.8	15.9	15.0
EBITDA 이익률	10.5	9.1	9.7	9.4	9.3
부채비율	101.0	196.3	181.2	166.5	151.3
금융비용부담률	0.5	1.7	2.4	2.0	1.7
이자보상배율(X)	16.9	3.8	3.1	3.8	4.4
매출채권회전율(X)	5.7	6.9	6.3	6.1	6.0
재고자산회전율(X)	8.6	9.9	8.8	8.6	8.4

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 2월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 2월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 2월 14일 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 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	95.5%
중립	4.5%
매도	0.0%

2018년 12월 31일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

한국콜마 (161890) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-13.6	-7.9	
2019.02.14	기업브리프	Buy	84,000	양지혜	-	-	

