

## 한국콜마 (161890)

## 화장품



박은정  
02 3770 5597  
eunjung.park@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	84,000원 (M)
현재주가 (2/13)	65,800원
상승여력	28%

시가총액	14,704억원
총발행주식수	22,346,698주
60일 평균 거래대금	75억원
60일 평균 거래량	113,982주
52주 고	84,800원
52주 저	54,200원
외인지분율	38.90%
주요주주	한국콜마홀딩스 외 35인 28.71%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(1.9)	21.2	(22.4)
상대	(7.5)	14.0	(15.6)
절대(달러환산)	(2.4)	22.4	(25.0)

## 이익 모멘텀, 밸류에이션 매력 최대

## 투자의견 BUY, 목표주가 84,000원 유지

한국콜마에 대한 투자의견 BUY, 목표주가는 84,000원으로 유지한다. 목표주가는 SOTP 방식으로 12MF EPS에 화장품 부문 P/E 28배, 제약(별도 제약, 씨케이엠) 부문 P/E 20배를 적용하여 산출하였고, Implied P/E는 24배 수준이다. 최근 주가는 업종 전반에 걸친 센티먼트 악화와 씨케이엠(CJ헬스케어)법인의 영업외 영업권 평가손 반영 가능성으로 인한 우려로 12M Fwd 기준 19배 수준에 거래되고 있다. 2019년 한국콜마는 CJ헬스케어의 인수효과와 본격화와 안정적인 기존사업의 성장으로 이익 모멘텀이 사상 최대를 달성할 것으로 보인다. 성장 모멘텀과 밸류에이션 매력을 모두 겸비한 유일한 종목으로 판단하며 적극 매수 권고한다.

## 4Q18 Review: 인수효과 본격화

한국콜마의 4분기 실적은 연결 매출 3,799억원(YoY+74%), 영업이익 397억원(YoY+184%), 지배순이익 165억원(YoY+116%)을 기록하였다. 한국콜마 매출의 90%를 차지하는 별도법인과 씨케이엠법인이 최근 최고 수익성을 달성하며 컨센서스 영업이익 302억원을 거뜬히 넘어섰다.

▶ 별도법인은 매출 2,154억원(YoY+21%), 영업이익 200억원(YoY+35%)을 기록하였다. 화장품과 제약부문 모두 이익체력이 상승하며 영업이익률은 9%까지 확대되었다. ① 화장품부문 매출은 전년동기비 31% 성장한 1,705억원을 달성했다. 내수와 수출 각각 전년동기비 31%, 38% 성장했으며 주요 고객사인 AHC, 애터미 등의 수주가 확대되었고, 마스크팩 등 저마진 품목의 비중이 축소됨에 따라 견고한 성과를 보였다. ② 제약부문 매출은 전년동기비 7% 감소한 449억원을 기록했다. 매출 감소는 전분기 CSO사업의 CMO 전환의 영향으로 2019년 하반기부터는 성장세로 전환될 것이다.

▶ 중국법인 매출은 전년동기비 10% 감소한 191억원을 달성했다. 법인별 매출은 북경콜마 185억원, 무석콜마 6억원으로 지난해 하반기 본격 가동한 무석콜마의 매출이 예상(80억원)대비 더딘 것이 아쉽다. 현재 북경법인의 상해 고객사 물량을 무석콜마로 이관하는 작업을 하고 있으며, 고객사별 이관 절차가 회사가 예상했던 속도 대비 더뎠던 것으로 판단한다. 금번의 매출감소는 일시적인 영향일 것으로 예상한다. ▶ 미주법인의 매출은 전년동기비 4% 감소한 231억원 예상수준을 달성했으며, PTP와 CSR 법인 매출은 각각 146억원, 85억원이다. ▶ 씨케이엠법인은 매출 1,310억원, 영업이익 262억원으로 영업이익률이 20%까지 상승했다. CJ헬스케어의 자체 CMO물량 확대에 따라 일시적으로 수익성이 가파르게 상승한 것으로 보이며, 2019년은 약 15~6%수준의 안정적인 마진을 향유할 것으로 보인다. 한편, 저마진 도입품목의 판매 라이선스 종료로 영업 외 계정에 〈영업권 평가손실〉 반영의 우려가 있었으나, 해당 품목의 이익 기여가 미미하여 평가손 반영이 불필요한 것으로 확정됨에 따라 우려는 해소되었다.

(다음 페이지 계속)

## Quarterly earning forecasts

	4Q18P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,799	73.5	1.2	3,952	-3.9
영업이익	397	185.4	413.1	306	30.6
세전계속사업이익	316	201.2	흑전	148	113.3
지배순이익	165	93.3	흑전	90	64.0
영업이익률 (%)	10.5	+4.1 %pt	+8.4 %pt	7.7	+2.8 %pt
지배순이익률 (%)	3.9	+0.4 %pt	흑전	2.3	+1.6 %pt

자료: 유안타증권

## Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018P	2019F
매출액	6,675	8,216	13,579	16,901
영업이익	734	670	903	1,526
지배순이익	531	473	403	747
PER	34.8	33.6	37.9	19.7
PBR	6.8	5.2	3.9	3.1
EV/EBITDA	22.3	20.1	21.1	13.6
ROE	21.6	16.4	11.0	16.4

자료: 유안타증권

## 인수 효과 본격화로 성장 모멘텀, 밸류에이션 매력 부각 전망

1월부터 시행된 중국 전자상거래법 영향이 일시적으로 한중 화장품 교역에 저해되는 것으로 예상되는 가운데, 대중 수출액이 지난해 12월부터 감소세로 전환되어 업종 부진에 대한 우려가 팽배했다. 특히 ODM 기업은 고객사의 수주 급감 우려로 이어졌는데, 이러한 우려에도 한국콜마의 최근 동향은 회사 목표(연간 별도 기준 10% 성장)을 평이하게 달성하고 있는 중으로 파악된다.

유안타 증권은 1분기 한국콜마 실적을 연결 매출 4,008억원(YoY+65%), 영업이익 381억원(YoY+112%)으로 전망하며, 별도부문 화장품 내수 매출 성장을 전년동기비 11% 가정하고 있다. 이를 포함한 ▶한국콜마 별도부문을 매출 2,299억원(YoY+10%), 영업이익 191억원(YoY+12%)을 예상한다. 지난해 5월 CJ헬스케어가 연결 반영되었으나 일회성 비용이 반영(2Q18 세금 20억, 인수자문수수료 60억, 3Q18 인수 위로금 200억원, 총 280억원)됨에 따라 인수 효과를 지난해 4분기 처음 확인했다. 향후 3개 분기 연속 인수 효과가 이어질 것으로 판단한다. CJ헬스케어 지분을 100% 보유하고 있는 ▶씨케이엠법인의 1분기는 매출 1,348억원, 영업이익 199억원, 영업이익률 15% 전망하며, 2019년 연간 한국콜마는 인수효과 본격화로 성장 모멘텀을 최대로 보여줄 것으로 판단한다.

[표 1] 한국콜마의 2018년 Review 및 2019년 가이던스

(단위: 십억원)

	2018P	2019G
<b>화장품 부문</b>		
별도 화장품	696.2	770.0
- 중국법인 (북경+무석)	75.0	120.0
- 북경콜마	74.4	60.0
- 무석콜마	0.6	60.0
PTP	55.6	65.0
CSR	32.6	36.8
<b>제약 부문</b>		
별도 제약	194.4	201.8
씨케이엠	335.1	540.0
합계	1,357.8	1,853.6

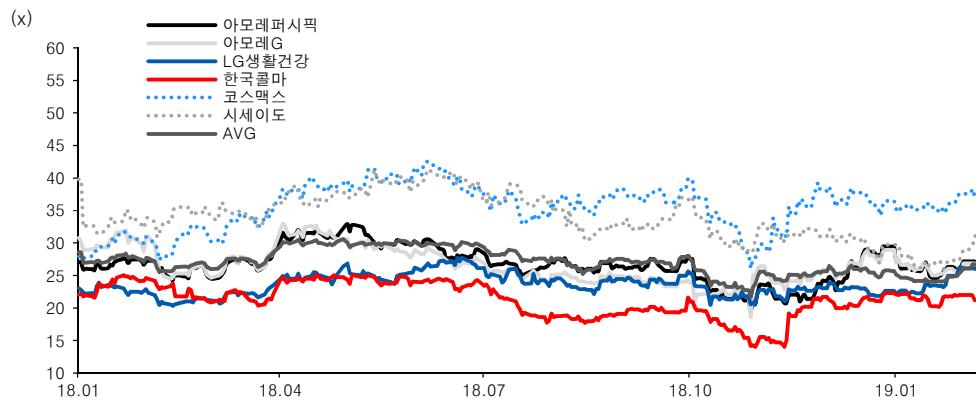
자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 한국콜마 연결 실적전망 및 추이											(단위: 십억원, %)	
	2017	2018P	2019E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18P	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E	
연결 매출액	821.6	1,357.8	1,690.1	242.5	360.1	375.4	379.9	400.8	431.3	416.0	442.0	
별도	681.6	891.7	980.6	208.4	245.9	222.0	215.4	229.9	258.2	238.4	254.2	
화장품	488.8	696.2	777.2	156.1	192.7	177.0	170.5	180.6	208.7	187.3	200.6	
- 내수	456.3	638.4	703.3	145.9	175.4	158.9	158.2	161.8	189.9	168.8	182.9	
- 수출	32.5	57.8	73.8	10.2	17.3	18.1	12.3	18.8	18.8	18.5	17.7	
제약	192.1	194.4	202.3	52.0	52.8	44.6	44.9	48.6	49.4	50.7	53.6	
북경콜마	57.6	74.4	60.0	15.8	21.7	18.4	18.5	13.8	14.4	15.0	16.8	
무석	-	0.6	40.0	-	-	-	0.6	6.7	6.7	13.3	13.3	
북미법인(PTP+CSR)	94.9	88.2	102.1	22.2	21.6	21.3	23.1	23.7	25.2	25.2	28.1	
씨케이엠(CJ 헬스케어)	-	335.1	539.4	0.1	80.1	124.0	131.0	134.8	134.8	132.1	137.5	
% YoY	연결 매출액	23%	65%	24%	20%	74%	93%	74%	65%	20%	11%	16%
별도	10%	31%	10%	23%	44%	37%	21%	10%	5%	7%	18%	
화장품	8%	43%	11%	27%	58%	55%	31%	16%	8%	6%	18%	
- 내수	11%	40%	10%	27%	52%	51%	31%	11%	8%	6%	16%	
- 수출	-25%	78%	28%	29%	156%	101%	38%	85%	9%	2%	44%	
제약	16%	1%	4%	12%	8%	-8%	-7%	-7%	-6%	14%	19%	
북경콜마	11%	29%	-19%	47%	52%	62%	-13%	-13%	-34%	-19%	-9%	
무석	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2122%	
북미법인(PTP+CSR)	598%	-7%	16%	-4%	-13%	-7%	-4%	7%	17%	18%	22%	
씨케이엠(CJ 헬스케어)	-	-	61%	-	-	-	-	-	68%	7%	5%	
매출총이익	177.8	353.0	513.1	46.6	99.1	100.8	106.6	125.4	133.4	123.0	131.4	
영업이익	67.0	90.0	152.6	18.0	24.5	7.8	39.7	38.1	41.0	33.2	40.4	
별도	61.3	70.9	84.9	17.1	22.3	11.5	20.0	19.1	24.1	19.0	22.7	
% YoY	영업이익	-9%	34%	70%	-13%	44%	-49%	184%	112%	67%	325%	2%
별도	-12%	16%	20%	-3%	49%	-16%	35%	12%	8%	66%	14%	
연결 당기순이익	48.6	36.8	102.2	13.3	11.9	-9.5	21.0	25.7	26.2	21.2	29.2	
별도	44.2	50.2	58.9	11.8	17.4	7.4	13.6	13.5	16.8	12.9	15.8	
북경콜마	2.0	-1.2	2.2	0.8	-1.2	-1.5	0.7	0.7	0.7	0.3	0.5	
무석	-0.5	-2.9	-1.4	-0.1	0.1	-0.5	-2.4	-1.1	-0.5	0.0	0.2	
북미법인(PTP+CSR)	2.9	0.5	4.8	0.9	0.7	-0.3	-0.9	1.1	1.1	1.2	1.4	
씨케이엠(CJ 헬스케어)	-	-5.5	32.1	-	-7.2	-11.9	13.6	8.8	6.7	7.4	9.1	
% YoY	당기순이익	-9%	-24%	178%	-15%	-9%	-175%	191%	92%	120%	-324%	39%
별도	-15%	14%	17%	-10%	46%	-31%	63%	15%	-3%	73%	16%	
북경콜마	54%	적전	흑전	91%	적전	-724%	248%	-12%	흑전	흑전	-30%	
북미법인(PTP+CSR)	-	-84%	919%	-47%	37%	적전	적지	23%	56%	흑전	흑전	
지배주주순이익	47.3	42.0	84.9	13.2	15.5	-3.2	16.5	20.9	22.5	17.2	24.3	
% Margin	매출총이익률	22%	26%	30%	19%	28%	27%	28%	31%	31%	30%	30%
영업이익률	8%	7%	9%	7%	7%	2%	10%	9%	10%	8%	9%	
별도	9%	8%	8%	8%	9%	5%	9%	8%	9%	8%	9%	
순이익률	6%	3%	5%	5%	3%	-3%	6%	6%	6%	5%	7%	
북경콜마	3%	-2%	4%	5%	-6%	-8%	4%	5%	5%	2%	3%	
무석	-	-481%	-3%	-	-	-	-407%	-16%	-8%	0%	2%	
북미법인(PTP+CSR)	3%	1%	5%	4%	3%	-1%	-4%	5%	4%	5%	5%	
씨케이엠(CJ 헬스케어)	-	-2%	4%	-	-9%	-10%	10%	7%	5%	6%	7%	

자료: 유안티증권 리서치센터

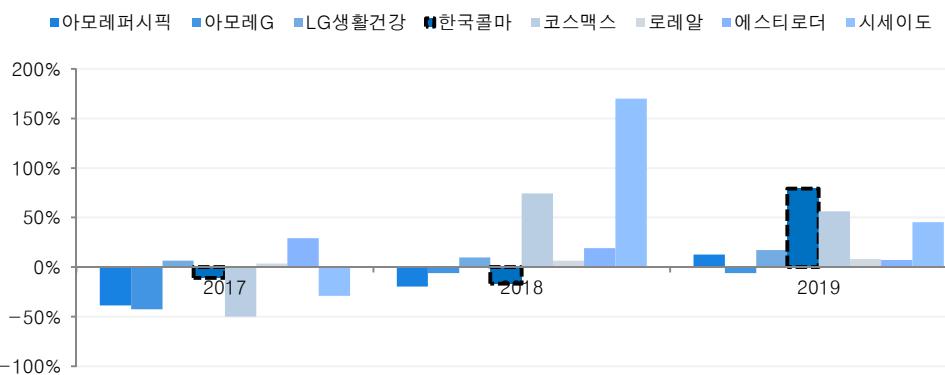
[참고] 씨케이엠은 CJ 헬스케어의 인수주체,, 한국콜마의 연결법인으로 5월 1일부터 인식되며, 한국콜마에 귀속되는 지분율은 50.7%에 해당함

[그림 1] 주요 화장품 기업의 12M fwd P/E Chart



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

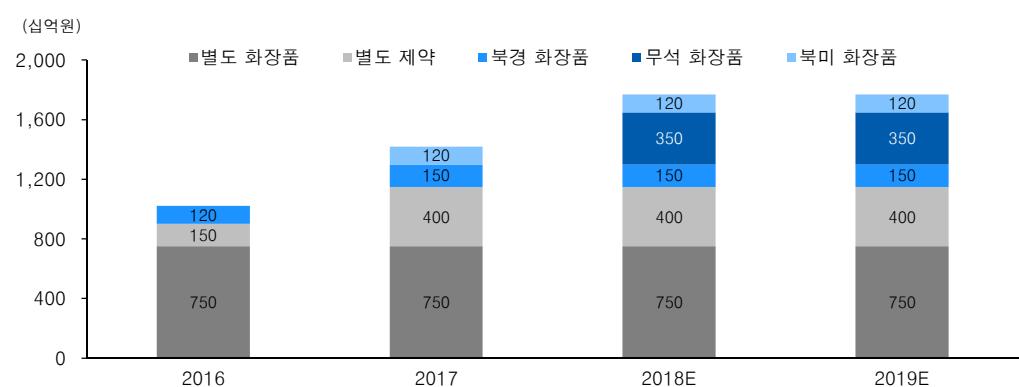
[그림 2] 주요 화장품 기업별 EPS growth 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

[참고] 아모레퍼시픽, 아모레 G, LG 생활건강, 한국콜마, 코스맥스는 유안타증권 추정치 반영

[그림 3] 지역별 CAPA 추이 (씨케이엠 법인 제외)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

## 한국콜마 (161890) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액	6,675	8,216	13,579	16,901	18,993
매출원가	5,140	6,438	10,048	11,770	13,256
매출총이익	1,535	1,778	3,530	5,131	5,737
판관비	801	1,108	2,628	3,605	3,978
영업이익	734	670	903	1,526	1,759
EBITDA	853	862	1,188	1,854	2,088
영업외손익	-21	-50	-317	-326	-319
외환관련손익	-20	-10	-9	-9	-9
이자손익	-6	-27	-307	-308	-301
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	5	-13	-1	-9	-9
법인세비용차감전순손익	713	620	586	1,200	1,440
법인세비용	181	134	217	300	360
계속사업순손익	532	486	369	900	1,080
중단사업순손익	0	0	-16	0	0
당기순이익	532	486	368	1022	1,080
지배지분순이익	531	473	420	849	887
포괄순이익	550	391	258	805	985
지배지분포괄이익	534	404	267	833	1,019

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

재무상태표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
유동자산	2,641	3,659	5,891	6,699	7,754
현금및현금성자산	269	143	2,094	2,016	2,513
매출채권 및 기타채권	1,284	1,607	2,269	2,822	3,171
재고자산	861	1,057	1,358	1,690	1,899
비유동자산	2,289	3,026	12,835	12,845	12,741
유형자산	1,849	2,362	2,709	2,840	2,856
관계기업등 지분관련자산	0	0	0	0	0
기타투자자산	1	43	43	43	43
자산총계	4,929	6,685	18,725	19,545	20,494
유동부채	1,962	2,120	2,684	2,953	3,186
매입채무 및 기타채무	1,199	1,194	1,759	2,028	2,260
단기차입금	572	767	767	767	767
유동성장기부채	11	20	20	20	20
비유동부채	91	1,240	11,351	11,351	11,351
장기차입금	48	195	10,307	10,307	10,307
사채	0	997	997	997	997
부채총계	2,052	3,359	14,035	14,304	14,537
지배지분	2,699	3,051	4,302	4,807	5,464
자본금	106	106	118	112	112
자본잉여금	1,163	1,164	2,157	2,157	2,157
이익잉여금	1,412	1,807	2,146	2,752	3,504
비지배지분	178	275	388	433	493
자본총계	2,877	3,326	4,690	5,240	5,957
순차입금	313	1,153	9,997	10,075	9,578
총차입금	632	1,980	12,091	12,091	12,091

현금흐름표					
	(단위: 억원)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	382	54	214	586	1,059
당기순이익	532	486	353	900	1,080
감가상각비	108	160	196	208	209
외환손익	8	1	9	9	9
증속,관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-325	-610	-455	-672	-381
기타현금흐름	59	17	112	142	142
투자활동 현금흐름	-215	-1,562	23	-456	-342
투자자산	240	-34	0	0	0
유형자산 증가 (CAPEX)	-448	-686	-543	-338	-225
유형자산 감소	0	4	0	0	0
기타현금흐름	-8	-845	566	-117	-117
재무활동 현금흐름	109	1,351	11,049	-82	-72
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	148	1,408	10,112	0	0
자본	0	1	1,006	-6	0
현금배당	-43	-62	-73	-80	-76
기타현금흐름	3	4	4	4	4
연결범위변동 등 기타	-169	30	-9,336	-125	-148
현금의 증감	107	-126	1,951	-77	496
기초 현금	162	269	143	2,094	2,016
기말 현금	269	143	2,094	2,016	2,513
NOPLAT	734	670	903	1,526	1,759
FCF	-107	-580	-144	462	1,043

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준임, 전망치는 현재주가 기준임

3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

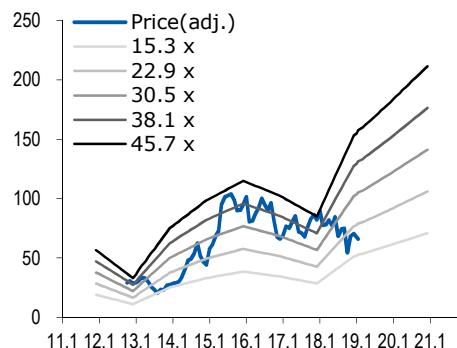
Valuation 지표					
	(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
EPS	2,516	2,240	1,860	3,344	3,968
BPS	12,790	14,458	18,237	21,509	24,453
EBITDAPS	4,041	4,083	5,488	8,297	9,344
SPS	31,633	38,937	62,702	75,631	84,994
DPS	250	300	300	300	300
PER	34.8	33.6	37.9	19.7	16.6
PBR	6.8	5.2	3.9	3.1	2.7
EV/EBITDA	22.3	20.1	21.1	13.6	11.9
PSR	2.8	1.9	1.1	0.9	0.8

재무비율					
	(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	24.6	23.1	65.3	24.5	12.4
영업이익 증가율 (%)	20.9	-8.8	34.8	69.1	15.2
지배순이익 증가율 (%)	16.7	-11.0	-14.8	85.5	18.7
매출총이익률 (%)	23.0	21.6	26.0	30.4	30.2
영업이익률 (%)	11.0	8.2	6.6	9.0	9.3
지배순이익률 (%)	8.0	5.8	3.0	4.4	4.7
EBITDA 마진 (%)	12.8	10.5	8.8	11.0	11.0
ROIC	20.8	13.7	6.0	7.7	8.6
ROA	12.7	8.1	3.2	3.9	4.4
ROE	21.6	16.4	11.0	16.4	17.3
부채비율 (%)	71.3	101.0	299.3	273.0	244.0
순차입금/자기자본 (%)	11.6	37.8	232.4	209.6	175.3
영업이익/금융비용 (배)	73.4	16.9	2.7	4.5	5.2

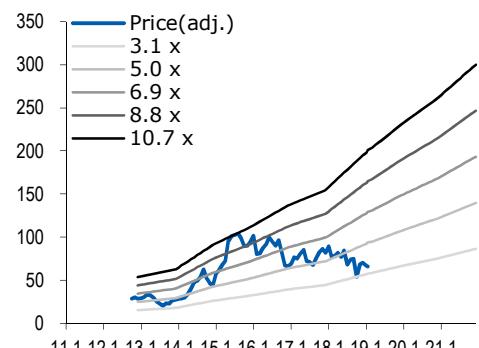
## P/E band chart

(천원)

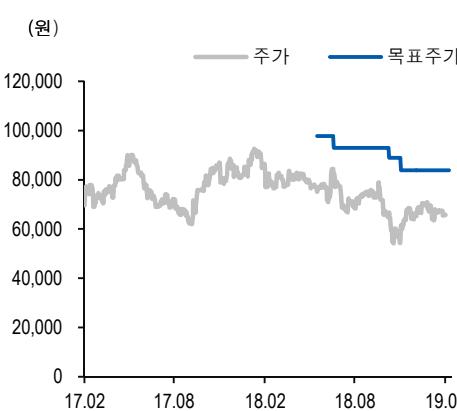


## P/B band chart

(천원)



## 한국콜마 (161890) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	괴리를	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-02-14	BUY	84,000	1년		
2018-11-15	BUY	84,000	1년		
2018-10-22	BUY	89,000	1년	-34.69	-27.64
2018-07-02	BUY	93,000	1년	-22.09	-11.40
2018-05-30	BUY	97,800	1년	-21.42	-13.60
담당자 변경 1년 경과 이후					
2017-11-22			1년	-17.48	-7.30
2016-11-22	BUY	100,000	1년	-23.49	-7.30

자료: 유안타증권

주: 괴리를  $= (\text{실제주가} - \text{목표주가}) / \text{목표주가} \times 100$ 

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.5
Buy(매수)	84.9
Hold(중립)	14.6
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-02-12

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 입력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박은정)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기준 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.