

2019. 5. 15



## ▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜

02. 6454-4873

jihye.yang@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) 84,000 원

현재주가 (5.14) 66,600 원

상승여력 26.1%

KOSPI 2,081.84pt

시가총액 14,883억원

발행주식수 2,235만주

유동주식비율 71.29%

외국인비중 41.08%

52주 최고/최저가 84,500원/54,200원

평균거래대금 96.2억원

## 주요주주(%)

한국콜마홀딩스 외 34 인 28.71

국민연금 12.67

NIHON KOLMAR 12.43

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -12.5 20.2 -15.9

상대주가 -6.1 19.4 0.0

## 주가그래프



## 한국콜마 161890

## 안정적인 실적 지속될 전망

- ✓ 1Q 매출액 3,806억원 (+56.9% YoY), 영업이익 317억원 (+76.1% YoY) 기록
- ✓ 국내 화장품 및 중국법인 각각 +11.7% YoY, +12% YoY 성장하여 우려 대비 선방
- ✓ 헬스케어 매출액 1,262억원 (+8.9% YoY 추정), 영업이익률 14% 달성
- ✓ 2Q에도 안정적인 실적 지속될 전망, 해외 성장을 둔화에 대한 우려감 선반영
- ✓ 투자의견 Buy와 적정주가 84,000원 유지

## 1Q 매출액 3,806억원 (+56.9% YoY), 영업이익 317억원 (+76.1% YoY)

한국콜마는 1분기 연결기준 매출액 3,806억원 (+56.9% YoY), 영업이익 317억원 (+76.1% YoY)을 기록하여 시장 컨센서스 (매출액 3,892억원, 영업이익 338억원)에 대체로 부합했다. 별도기준으로는 매출액 2,209억원 (+6.0% YoY), 영업이익 183억원 (+7.1% YoY)을 기록했다. 국내 화장품은 내수와 수출이 각각 +11.1% YoY, +20.6% YoY 안정적으로 성장했다. 중국법인 (북경+무석)의 성장률은 +12% YoY를 기록했으며 신규 가동 중인 무석공장이 예상보다 올라오는 속도가 더디게 나타나고 있지만 거래처 오더가 마무리되는 6월 이후 성장률은 강화될 수 있겠다. 국내 제약은 CSO 전환 이슈로 상반기까지 매출 감소가 지속되었지만 하반기 정상화될 전망이다. 헬스케어는 매출액 1,262억원 (+8.9% YoY 추정), 영업이익률 14% 수준의 안정적인 실적을 기록했다.

## 투자의견 Buy와 적정주가 84,000원 유지

지난해 JM솔루션 등 일부 중소 브랜드들의 폭발적인 성장에 대한 높은 기저 부담으로 2분기 국내 화장품의 성장을 둔화는 불가피하겠지만 주요 고객사인 카버코리아 A.H.C 등의 꾸준한 성장과 닥터지 등 신규 브랜드 고객사의 주문 확대에 보완될 수 있겠다. 한편 헬스케어가 케이캡 신약 출시 효과와 함께 지난해 낮은 기저를 바탕으로 외형 성장률과 수익성 회복이 예상된다. 결론적으로 1분기에 이어 2분기에도 안정적인 실적이 지속될 전망이며 해외 성장을 둔화에 대한 우려감은 현 주가에 상당수 반영되어 있다고 판단한다. 따라서 한국콜마에 대해 투자의견 Buy와 적정주가 84,000원을 유지한다.

(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
2018	1,357.9	90.0	42.3	1,954	-26.2	19,616	36.1	3.6	21.9	11.4	170.0
2019E	1,644.3	135.0	62.9	2,814	74.3	22,101	23.7	3.0	14.4	13.5	153.1
2020E	1,833.2	154.8	81.3	3,636	30.6	25,407	18.3	2.6	12.8	15.3	134.6
2021E	2,022.0	177.9	95.0	4,250	19.4	29,327	15.7	2.3	11.2	15.5	117.0

표1 한국콜마 1Q19 Earnings Review

(십억원)	1Q19	1Q18	(% YoY)	4Q18	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	380.6	242.5	56.9	379.9	0.2	396.2	-3.9	389.2	-2.2
영업이익	31.7	18.0	76.1	39.6	-19.9	29.7	6.7	33.8	-6.2
지배주주순이익	14.2	13.2	7.6	16.8	-15.5	15.8	-10.1	15.3	-7.2
영업이익률 (%)	8.3			10.4		7.5	0.8%p	8.7	-0.4%p
지배주주순이익률 (%)	3.7			4.4		4.0	-0.3%p	3.9	-0.2%p

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	1,701.9	1,960.5	1,644.3	1,833.2	-3.4	-6.5
영업이익	125.0	147.0	135.0	154.8	8.0	5.3
지배주주순이익	69.8	86.3	62.9	81.3	-9.9	-5.8

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표3 한국콜마 분기별 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	821.6	242.5	360.1	375.4	397.9	1,375.9	380.6	410.8	422.7	430.2	1,644.3
증가율 (% YoY)	23.1	20.4	73.9	93.3	81.8	67.5	56.9	14.1	12.6	8.1	19.5
별도매출액 (국내)	681.6	208.4	245.9	222.0	215.4	891.7	220.9	254.3	247.8	241.6	964.7
CKM (CJ헬스케어)		0.1	80.0	124.0	131.0	335.1	126.2	120.0	140.0	150.0	536.2
중국법인 (북경+무석)	57.6	15.8	21.7	18.4	19.1	75.0	17.7	24.7	22.1	23.9	88.4
미국PTP	66.9	14.2	13.4	13.4	14.6	55.6	13.9	12.7	14.1	15.3	56.0
캐나다CSR	27.9	8.0	8.2	7.9	8.5	32.6	8.6	9.0	8.7	9.4	35.7
비중 (%)											
별도매출액 (국내)	83.0	86.0	68.3	59.1	54.1	64.8	58.0	61.9	58.6	56.2	58.7
CKM (CJ헬스케어)			22.2	33.0	32.9	24.4	33.2	29.2	33.1	34.9	32.6
중국법인 (북경+무석)	7.0	6.5	6.0	4.9	4.8	5.5	4.7	6.0	5.2	5.5	5.4
미국PTP	8.1	5.9	3.7	3.6	3.7	4.0	3.7	3.1	3.3	3.6	3.4
캐나다CSR	3.4	3.3	2.3	2.1	2.1	2.4	2.3	2.2	2.1	2.2	2.2
증가율 (% YoY)											
별도매출액 (국내)	10.0	23.0	43.7	36.6	20.7	30.8	6.0	3.4	11.6	12.2	8.2
CKM (CJ헬스케어)							126.100.0	50.0	12.9	14.5	60.0
중국법인 (북경+무석)	10.6	47.7	51.7	61.4	-9.9	30.2	12.0	14.0	20.0	25.0	17.9
미국PTP	391.9	-14.5	-18.8	-30.6	0.7	-16.9	-2.1	-5.0	5.0	5.0	0.8
캐나다CSR		21.2	0.0	113.5	-9.6	16.8	7.5	10.0	10.0	10.0	9.4
매출원가	643.8	195.9	261.0	274.6	269.4	1000.9	271.1	291.7	308.5	292.5	1163.9
증가율 (% YoY)	25.3	27.1	61.1	80.8	53.2	55.5	38.4	11.8	12.4	8.6	16.3
매출원가율 (%)	78.4	80.8	72.5	73.1	67.7	72.7	71.2	71.0	73.0	68.0	70.8
매출총이익	177.8	46.6	99.0	100.8	128.5	375.0	109.5	119.1	114.1	137.7	480.4
증가율 (% YoY)	15.8	-1.4	119.8	138.1	198.1	110.9	134.9	20.3	13.2	7.1	28.1
매출총이익률 (%)	21.6	19.2	27.5	26.9	32.3	27.3	28.8	29.0	27.0	32.0	29.2
판관비	110.8	28.1	74.5	93.0	88.9	284.4	77.8	84.2	88.8	94.6	345.4
증가율 (% YoY)	38.6	5.3	165.0	245.2	205.0	156.6	177.3	13.1	-4.6	6.5	21.4
판관비중 (%)	13.5	11.6	20.7	24.8	22.3	20.7	20.4	20.5	21.0	22.0	21.0
영업이익	67.0	18.0	24.6	7.8	39.6	90.0	31.7	34.9	25.4	43.0	135.0
증가율 (% YoY)	-8.9	-13.0	44.8	-49.4	183.7	34.3	76.1	42.1	225.8	8.5	50.0
영업이익률 (%)	8.2	7.4	6.8	2.1	10.0	6.5	8.3	8.5	6.0	10.0	8.2

자료: 한국콜마, 메리츠증권증권 리서치센터

표4 한국콜마 분기별 실적 추이 및 전망 (별도기준)

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
<b>매출액</b>	<b>681.6</b>	<b>208.4</b>	<b>245.9</b>	<b>222.0</b>	<b>215.4</b>	<b>891.7</b>	<b>220.9</b>	<b>254.3</b>	<b>247.8</b>	<b>241.6</b>	<b>964.7</b>
증가율 (% YoY)	10.0	23.0	43.7	36.6	20.7	30.8	6.0	3.4	11.6	12.2	8.2
화장품	489.5	156.4	193.1	177.4	170.5	697.4	174.7	205.2	198.8	190.0	768.7
화장품 내수	457.0	146.2	175.8	159.3	158.2	639.5	162.4	184.6	175.2	174.0	696.2
화장품 수출	32.5	10.2	17.2	18.1	12.3	57.8	12.3	20.6	23.5	16.0	72.5
제약	192.1	52.0	52.8	44.6	44.9	194.3	46.2	49.1	49.1	51.6	196.0
<b>비중 (%)</b>											
화장품	71.8	75.0	78.5	79.9	79.1	78.2	79.1	80.7	80.2	78.6	79.7
제약	28.2	24.9	21.5	20.1	20.8	21.8	20.9	19.3	19.8	21.4	20.3
<b>증가율 (% YoY)</b>											
화장품	7.8	27.2	58.3	55.5	30.8	42.5	11.7	6.3	12.0	11.4	10.2
화장품 내수	11.2	27.0	52.5	51.6	30.2	39.9	11.1	5.0	10.0	10.0	8.9
화장품 수출	-24.9	29.1	156.7	101.1	38.2	77.8	20.6	20.0	30.0	30.0	25.4
제약	16.1	11.8	7.5	-7.9	-6.7	1.1	-11.2	-7.0	10.0	15.0	0.9
<b>매출원가</b>	<b>535.9</b>	<b>169.2</b>	<b>198.9</b>	<b>191.0</b>	<b>183.2</b>	<b>742.2</b>	<b>188.8</b>	<b>216.2</b>	<b>210.6</b>	<b>204.2</b>	<b>819.8</b>
증가율 (% YoY)	11.6	29.1	48.0	48.6	29.0	38.5	11.6	8.7	10.3	11.5	10.4
매출원가율 (%)	78.6	81.2	80.9	86.0	85.0	83.2	85.5	85.0	85.0	84.5	85.0
<b>매출총이익</b>	<b>145.7</b>	<b>39.2</b>	<b>47.0</b>	<b>31.0</b>	<b>32.3</b>	<b>149.5</b>	<b>32.1</b>	<b>38.2</b>	<b>37.2</b>	<b>37.5</b>	<b>144.9</b>
증가율 (% YoY)	4.5	2.1	28.0	-8.8	-11.7	2.6	-18.1	-18.8	19.8	16.1	-3.1
매출총이익률 (%)	21.4	18.8	19.1	14.0	15.0	16.8	14.5	15.0	15.0	15.5	15.0
<b>판관비</b>	<b>84.4</b>	<b>21.8</b>	<b>24.5</b>	<b>19.4</b>	<b>12.6</b>	<b>78.2</b>	<b>13.8</b>	<b>16.3</b>	<b>22.3</b>	<b>14.5</b>	<b>66.9</b>
증가율 (% YoY)	21.6	5.5	12.9	-4.7	-42.2	-7.3	-36.8	-33.5	15.2	15.4	-14.5
판관비중 (%)	12.4	10.5	10.0	8.7	5.8	8.8	6.2	6.4	9.0	6.0	6.9
<b>영업이익</b>	<b>61.3</b>	<b>17.1</b>	<b>22.5</b>	<b>11.7</b>	<b>19.7</b>	<b>71.0</b>	<b>18.3</b>	<b>21.9</b>	<b>14.9</b>	<b>23.0</b>	<b>78.0</b>
증가율 (% YoY)	-12.4	-3.4	49.8	-14.9	32.8	15.8	7.1	-2.9	27.4	16.5	9.9
영업이익률 (%)	9.0	8.2	9.2	5.3	9.1	8.0	8.3	8.6	6.0	9.5	8.1

자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

## 한국콜마 (161890)

## Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	821.6	1,357.9	1,644.3	1,833.2	2,022.0
매출액증가율 (%)	23.1	65.3	21.1	11.5	10.3
매출원가	643.8	1,000.9	1,163.9	1,292.0	1,415.4
매출총이익	177.8	357.0	480.4	541.2	606.6
판매관리비	110.8	267.0	345.4	386.4	428.7
영업이익	67.0	90.0	135.0	154.8	177.9
영업이익률	8.2	6.6	8.2	8.4	8.8
금융손익	-3.7	-31.5	-44.5	-35.8	-32.0
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-1.3	-3.1	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	62.0	55.4	90.5	119.0	145.9
법인세비용	13.4	18.6	24.3	32.5	42.7
당기순이익	48.6	36.8	66.2	86.4	103.2
지배주주지분 순이익	47.3	42.3	62.9	81.3	95.0

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	5.4	62.8	138.9	126.7	139.2
당기순이익(손실)	48.6	36.8	66.2	86.4	103.2
유형자산상각비	16.0	31.2	37.5	36.7	35.1
무형자산상각비	3.2	10.8	16.1	14.6	13.3
운전자본의 증감	-61.0	-29.4	19.2	-11.1	-12.3
투자활동 현금흐름	-156.2	-1,293.2	-37.1	-34.3	-29.2
유형자산의증가(CAPEX)	-68.6	-79.2	-50.0	-30.0	-20.0
투자자산의감소(증가)	-4.2	-12.7	16.9	0.0	-0.0
재무활동 현금흐름	135.2	1,293.7	-97.4	-97.4	-97.4
차입금의 증감	134.7	908.9	-90.0	-90.0	-90.0
자본의 증가	0.1	100.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-12.6	62.2	4.4	-4.9	12.6
기초현금	26.9	14.3	76.5	80.9	75.9
기말현금	14.3	76.5	80.9	75.9	88.6

## Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	365.9	555.2	587.5	633.8	703.9
현금및현금성자산	14.3	76.5	80.9	75.9	88.6
매출채권	160.0	199.7	234.9	261.9	288.9
재고자산	105.7	176.8	164.4	183.3	202.2
비유동자산	302.6	1,631.2	1,610.8	1,589.5	1,561.1
유형자산	236.2	421.3	433.8	427.1	412.0
무형자산	58.0	1,150.7	1,134.6	1,120.0	1,106.8
투자자산	4.3	17.0	0.1	0.1	0.1
자산총계	668.6	2,186.4	2,198.3	2,223.3	2,265.0
유동부채	212.0	517.3	521.8	522.0	522.3
매입채무	100.7	111.8	128.6	143.4	158.2
단기차입금	76.7	152.2	132.2	112.2	92.2
유동성장기부채	2.0	136.1	126.1	116.1	106.1
비유동부채	124.0	859.3	807.8	753.5	699.1
사채	99.7	159.8	149.8	139.8	129.8
장기차입금	19.5	658.8	608.8	558.8	508.8
부채총계	335.9	1,376.6	1,329.6	1,275.5	1,221.4
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	-1.8	-1.8	-1.8	-1.8
이익잉여금	180.7	213.2	268.8	342.6	430.2
비지배주주지분	27.5	371.5	374.8	380.0	388.2
자본총계	332.6	809.8	868.7	947.7	1,043.6

## Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	38,937	62,702	73,580	82,034	90,483
EPS(지배주주)	2,240	1,954	2,814	3,636	4,250
CFPS	4,085	6,428	8,213	9,223	10,125
EBITDAPS	4,083	6,095	8,436	9,223	10,125
BPS	14,458	19,616	22,101	25,407	29,327
DPS	300	330	330	330	330
배당수익률(%)	0.4	0.5	0.5	0.5	0.5
Valuation(Multiple)					
PER	36.6	36.1	23.7	18.3	15.7
PCR	20.1	11.0	8.1	7.2	6.6
PSR	2.1	1.1	0.9	0.8	0.7
PBR	5.7	3.6	3.0	2.6	2.3
EBITDA	86.2	132.0	188.5	206.1	226.3
EV/EBITDA	21.7	21.9	14.4	12.8	11.2
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.4	11.4	13.5	15.3	15.5
EBITDA 이익률	10.5	9.7	11.5	11.2	11.2
부채비율	101.0	170.0	153.1	134.6	117.0
금융비용부담률	0.5	2.5	2.6	2.1	1.7
이자보상배율(x)	16.9	2.7	3.2	4.0	5.0
매출채권회전율(x)	5.7	7.6	7.6	7.4	7.3
재고자산회전율(x)	8.6	9.6	9.6	10.5	10.5

## Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 5월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 5월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 5월 15일 현재 동 자료에 언급된 종목을 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)	

## 투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	97.7%
중립	2.3%
매도	0.0%

2019년 3월 31일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## 한국콜마 (161890) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-8.9	-2.0	
2019.05.15	기업브리프	Buy	84,000	양지혜	-	-	