

# 한국콜마 (161890)

화장품



박은정

02 3770 5597  
eunjung.park@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>84,000원 (M)</b>
현재주가 (5/14)	<b>66,600원</b>
상승여력	<b>26%</b>

시가총액	14,883억원
총발행주식수	22,346,698주
60일 평균 거래대금	96억원
60일 평균 거래량	125,854주
52주 고	84,500원
52주 저	54,200원
외인지분율	41.08%
주요주주	한국콜마홀딩스 외 34인 28.71%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(12.5)	(8.3)	(15.9)
상대	(6.1)	(1.9)	0.0
절대(달려환산)	(16.2)	(13.2)	(24.5)

## 국내 호조, 다소 아쉬운 중국

### 투자의견 BUY, 목표주가 84,000원 유지

한국콜마에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 84,000원 유지한다. 목표주가는 SOTP 방식으로 12m Fwd EPS에 Target P/E 화장품 부문 25x, 제약(별도 제약, 씨케이엠)부문 20x를 적용하여 산출하였다. Implied P/E는 23x 수준이다. 이익추정치의 큰 변동은 없으며, 화장품 Target P/E를 종전 28x에서 25x로 하향조정하였다. 근거는 중국 화장품 시장 내 경쟁이 심화되고 있으며, 우선적으로는 매스보다는 럭셔리 제품군의 수요 확대로 중국 로컬 고객사의 성과가 상대적 열위에 있다고 보기 때문이다. 다만 동사는 무석에 신공장을 증설하여 신규 고객사 확보를 통한 외형성장이 가능할 것으로 판단하며, 아직은 더디나, 본격 매출 반영시점에 밸류에이션 확장이 동반될 것으로 예상된다. 향후 무석콜마의 성과에 주목할 필요가 있으며, 현재 동사는 P/E 19x 수준에 거래 중이다.

### 1Q19 Review: 국내 호조, 다소 아쉬운 중국

한국콜마의 1분기 실적은 연결 매출액 3,806억원(YoY+57%), 영업이익 317억원(YoY+76%), 지배주주순이익 142억원(YoY+7%)을 기록했다. 컨센서스 영업이익 336억원 대비 6% 하회하나, 최근 낮아진 눈높이에는 부합한 실적이다. 포트폴리오 다변화를 통한 안정적인 이익체력이 돋보이는 가운데, 국내법인의 성과는 견조했으며, 중국 무석콜마의 성과는 다소 아쉬웠다.

▶**별도법인**은 매출 2,209억원(YoY+6%), 영업이익 183억원(YoY+7%), 영업이익률 8.3%(+0.1%p yoy)을 기록했다. ①**화장품 부문**은 전년동기비 12% 성장한 1,747억원의 매출을 달성했으며, 내수와 수출 매출은 각각 11%, 20% 증가했다. 카버코리아, 애터미 등 주요 고객사 중심으로 수주동향이 견조했으며, 저마진 마스크팩 매출비중은 6% 수준으로 전년동기 10% 대비 축소되며 수익성이 개선되었다 (화장품 영업이익률 1Q18 5%후반→1Q19 7%) ②**제약 부문**은 전년동기비 11% 감소한 462억원의 매출을 기록했으며, 상반기까지는 CMO외 사업 정리로 매출감소가 불가피하나 하반기는 정상화될 것이다. 고혈압치료제의 주요 원료인 발사르탄 가격 급등으로 수익성은 13%에 그쳤다. ▶**중국 합산매출**은 전년동기비 12% 성장한 177억원, 영업손실 30억원 기록했다. ①**북경법인**은 전년동기비 4% 감소했으며, 무석콜마로의 고객사 이관작업 진행 영향이다. 매출감소에 따라 소폭의 적자를 기록했다. ②**무석법인** 매출은 26억원으로 연간 목표 매출 400억원 대비 더딘 상황이나, 주요 고객사의 오딧 완료가 2-3분기에 예정되어 있어 하반기 회복될 것으로 판단된다. 가동 본격화에 따라 영업손실은 30억원으로 전분기 손실이 10억원 확대되었다. ▶**미국 합산매출**은 전년동기비 1% 성장한 225억원을 기록했다. PTP법인의 경우 주요 고객사의 이탈로 전년동기비 매출이 2% 감소했으나, 신규 고객사 확보 등에 따라 하반기 회복될 것으로 예상된다. CSR법인은 전년동기비 7% 성장했으며, 꾸준한 성과를 기록 중이다. ▶**씨케이엠**은 매출 1,262억원, 영업이익률 13%를 달성했다. 최초 신약인 케이캡정 성공적인 출시로 CJ헬스케어 기준으로 매출은 전년동기비 10% 성장하고, 수익성은 14% 중반 수준으로 견고한 성과를 기록했다.

Quarterly earning Forecasts (억원, %)

	1Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,806	56.9	0.2	3,872	-1.7
영업이익	317	76.4	-20.1	336	-5.7
세전계속사업이익	218	25.7	-23.1	225	-2.9
지배순이익	142	7.7	-15.8	146	-2.8
영업이익률 (%)	8.3	+0.9 %pt	-2.1 %pt	8.7	-0.4 %pt
지배순이익률 (%)	3.7	-1.7 %pt	-0.7 %pt	3.8	-0.1 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결) (억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F
매출액	6,675	8,216	13,579	16,483
영업이익	734	670	900	1,467
지배순이익	531	473	423	726
PER	34.8	33.6	38.4	20.5
PBR	6.8	5.2	3.8	3.0
EV/EBITDA	22.3	20.1	22.3	15.3
ROE	21.6	16.4	11.4	15.5

자료: 유안타증권

[표 1] 한국콜마의 2018년 Review 및 2019년 가이드스

(단위: 십억원)

	2018	2019G	% YoY	
<b>화장품 부문</b>				
별도 화장품	696.2	780.0	12%	마스크팩 주요 고객사 매출 성장을 flat 반영
중국법인 (북경+무석)	75.0	90.0	20%	- 무석법인 매출액 400-500억원 손익 분기점 예상
- 북경콜마	74.4	50.0	-33%	- 이관절차 지연(고객별 Audit)에 따라,
- 무석콜마	0.6	40.0	6567%	<b>가이드스 연초 1,200억원→ 금번 900억원으로 하향</b>
PTP	55.6	65.0	17%	
CSR	32.6	36.0	10%	
<b>제약 부문</b>				
별도 제약	1,944	2,020	4%	CMO 전환으로 상반기 매출 감소, 하반기 성장 본격화
씨케이엠	3,351	5,400	61%	2018년 CJ 헬스케어: 회계적으로 5/1부터 반영
합계	1,357.8	1,683.0	24%	<b>연결조정(연간 300억 수준) 감안 시, +24% 외형성장 제시</b>

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 한국콜마 연결 실적전망 및 추이

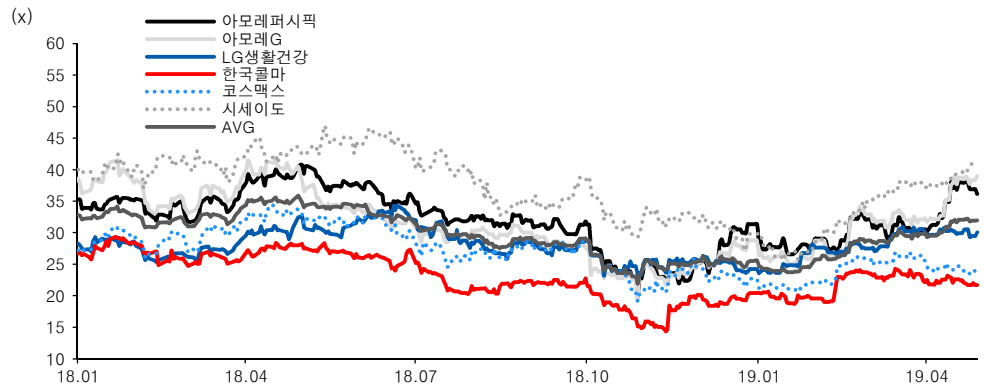
(단위: 십억원, %)

	2017	2018	2019E	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19P	2Q19E	3Q19E	4Q19E
연결 매출액	821.6	1,357.9	1,648.3	242.5	360.1	375.4	380.0	380.6	423.0	406.5	438.2
별도	681.6	891.7	957.8	208.4	245.9	222.0	215.4	220.9	253.6	232.7	250.7
화장품	488.8	697.3	760.7	156.1	192.7	177.0	171.6	174.7	204.3	183.3	198.4
- 내수	456.3	639.6	690.7	145.9	175.4	158.9	159.3	162.4	186.5	165.8	176.0
- 수출	32.5	57.8	70.0	10.2	17.3	18.1	12.3	12.3	17.8	17.5	22.3
제약	192.1	194.4	197.2	52.0	52.8	44.6	44.9	46.2	49.2	49.4	52.3
북경콜마	57.6	74.4	50.0	15.8	21.7	18.4	18.5	15.1	12.0	12.5	10.4
무석	-	0.6	35.9	-	-	-	0.6	2.6	6.7	13.3	13.3
북미법인(PTP+CSR)	94.9	88.2	96.0	22.2	21.6	21.3	23.1	22.5	23.9	23.9	25.6
씨케이엠(CJ 헬스케어)	513.7	335.1	539.4	0.1	80.1	124.0	131.0	126.3	134.8	132.1	146.1
% YoY 연결 매출액	23%	65%	21%	20%	74%	93%	74%	57%	17%	8%	15%
별도	10%	31%	7%	23%	44%	37%	21%	6%	3%	5%	16%
화장품	8%	43%	9%	27%	58%	55%	31%	12%	6%	4%	16%
- 내수	11%	40%	8%	27%	52%	51%	32%	11%	6%	4%	10%
- 수출	-25%	78%	21%	29%	156%	101%	38%	20%	3%	-3%	82%
제약	16%	1%	1%	12%	8%	-8%	-7%	-11%	-7%	11%	16%
북경콜마	11%	29%	-33%	47%	52%	62%	-13%	-4%	-45%	-32%	-44%
무석	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	2122%
북미법인(PTP+CSR)	598%	-7%	9%	-4%	-13%	-7%	-4%	1%	11%	12%	11%
씨케이엠(CJ 헬스케어)	-	-35%	61%	-	-	-	-	157464%	68%	7%	12%
매출총이익	177.8	357.0	470.6	46.6	99.1	100.8	110.5	109.5	119.0	114.7	127.5
영업이익	67.0	90.0	146.8	18.0	24.5	7.8	39.7	31.7	35.0	35.2	44.9
별도	61.3	71.0	87.2	17.1	22.3	11.6	20.0	18.4	23.9	20.4	24.5
% YoY 영업이익	-9%	34%	63%	-13%	44%	-49%	184%	76%	43%	351%	13%
별도	-12%	16%	23%	-3%	49%	-16%	35%	7%	7%	76%	23%
연결 당기순이익	48.6	36.8	82.9	13.3	11.9	-9.5	21.0	15.0	17.9	18.0	32.0
별도	44.2	50.2	60.7	11.8	17.4	7.4	13.6	12.9	16.7	14.0	17.1
북경콜마	2.0	-1.2	2.2	0.8	-1.2	-1.5	0.7	1.0	0.6	0.3	0.3
무석	-0.5	-2.9	-1.4	-0.1	0.1	-0.5	-1.6	-2.0	-1.3	0.5	0.5
북미법인(PTP+CSR)	2.9	0.5	4.8	0.9	0.7	-0.3	-0.9	0.0	0.2	0.3	1.3
씨케이엠(CJ 헬스케어)	-	-5.5	32.1	-	-7.2	-11.9	13.6	2.2	5.7	5.4	6.9
% YoY 당기순이익	-9%	-24%	125%	-15%	-9%	적전	191%	13%	51%	흑전	52%
별도	-15%	14%	21%	-10%	46%	-31%	63%	10%	-4%	88%	26%
북경콜마	54%	적전	흑전	91%	적전	적전	248%	35%	흑전	흑전	-57%
북미법인(PTP+CSR)	-	-84%	919%	-47%	37%	적전	적지	-99%	-72%	흑전	흑전
지배주주순이익	47.3	42.0	72.9	13.2	15.5	-3.2	16.5	14.2	15.2	15.4	28.2
% Margin 매출총이익률	22%	26%	29%	19%	28%	27%	29%	29%	28%	28%	29%
영업이익률	8%	7%	9%	7%	7%	2%	10%	8%	8%	9%	10%
별도	9%	8%	9%	8%	9%	5%	9%	8%	9%	9%	10%
순이익률	6%	3%	5%	5%	3%	-3%	6%	4%	4%	4%	7%
북경콜마	3%	-2%	4%	5%	-6%	-8%	4%	7%	5%	2%	3%
무석	-	-481%	-4%	-	-	-	-274%	-78%	-19%	4%	4%
북미법인(PTP+CSR)	3%	1%	5%	4%	3%	-1%	-4%	0%	1%	1%	5%
씨케이엠(CJ 헬스케어)	-	-2%	6%	-	-9%	-10%	10%	2%	4%	4%	5%

자료: 유안타증권 리서치센터

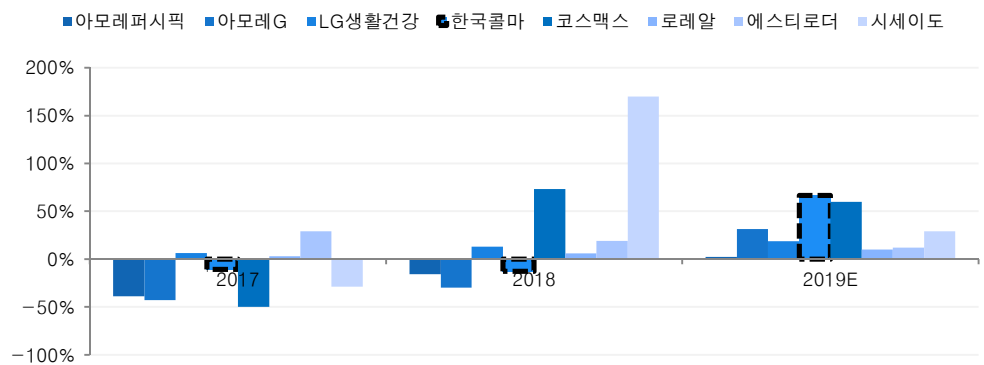
[참고] 씨케이엠은 CJ 헬스케어의 인수주체., 한국콜마의 연결법인으로 5월 1일부터 인식되며, 한국콜마에 귀속되는 지분율은 50.7%에 해당함

[그림 1] 주요 화장품 기업의 12M fwd P/E Chart



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

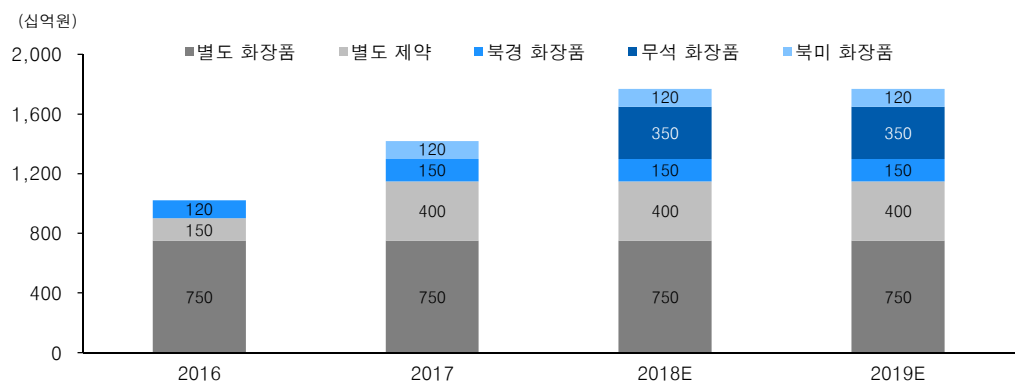
[그림 2] 주요 화장품 기업별 EPS growth 추이



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

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

[그림 3] 지역별 CAPA 추이 (싸케이엠 법인 제외)



자료: Bloomberg, 유안타증권 리서치센터

한국콜마 (161890) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액	6,675	8,216	13,579	16,483	18,670
매출원가	5,140	6,438	10,009	11,776	13,409
매출총이익	1,535	1,778	3,570	4,706	5,261
판매비	801	1,108	2,670	3,239	3,596
영업이익	734	670	900	1,467	1,665
EBITDA	853	862	1,320	1,779	1,982
영업외손익	-21	-50	-346	-357	-340
외환관련손익	-20	-10	-14	61	61
이자손익	-6	-27	-312	-398	-380
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	5	-13	-20	-21	-21
법인세비용차감전순이익	713	620	554	1,110	1,326
법인세비용	181	134	186	291	331
계속사업순이익	532	486	368	819	994
중단사업순이익	0	0	0	7	106
당기순이익	532	486	368	826	1,100
지배지분순이익	531	473	423	726	946
포괄순이익	550	391	335	793	1,067
지배지분포괄이익	534	404	379	896	1,206

주: 영업외이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
유동자산	2,641	3,659	5,552	6,878	8,534
현금및현금성자산	269	143	765	2,197	3,366
매출채권 및 기타채권	1,284	1,607	2,022	1,855	2,098
재고자산	861	1,057	1,768	1,831	2,074
비유동자산	2,289	3,026	16,312	16,303	16,244
유형자산	1,849	2,362	4,213	4,517	4,601
관계기업 등 자본관련자산	0	0	0	-24	-48
기타투자자산	1	43	170	0	0
자산총계	4,929	6,685	21,864	23,182	24,778
유동부채	1,962	2,120	5,173	5,363	5,545
매입채무 및 기타채무	1,199	1,194	2,027	2,224	2,407
단기차입금	572	767	1,522	1,522	1,522
유동성장기부채	11	20	1,361	1,361	1,361
비유동부채	91	1,240	8,593	8,593	8,593
장기차입금	48	195	6,588	6,588	6,588
사채	0	997	1,598	1,598	1,598
부채총계	2,052	3,359	13,766	13,956	14,138
지배지분	2,699	3,051	4,384	4,994	5,759
자본금	106	106	112	112	112
자본잉여금	1,163	1,164	2,157	2,157	2,157
이익잉여금	1,412	1,807	2,132	2,785	3,583
비지배지분	178	275	3,715	4,232	4,881
자본총계	2,877	3,326	8,098	9,226	10,640
순차입금	313	1,153	9,492	8,060	6,891
총차입금	632	1,980	11,070	11,070	11,070

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
영업활동 현금흐름	382	54	628	1,383	1,059
당기순이익	532	486	368	826	1,100
감가상각비	108	160	312	192	197
외환손익	8	1	25	-61	-61
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-325	-610	-294	218	-385
기타현금흐름	59	17	216	209	209
투자활동 현금흐름	-215	-1,562	-12,932	-514	-299
투자자산	240	-148	-12,263	24	24
유형자산 증가 (CAPEX)	-448	-686	-792	-496	-281
유형자산 감소	0	4	29	0	0
기타현금흐름	-8	-731	94	-42	-42
재무활동 현금흐름	109	1,351	12,937	-42	-42
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	148	1,408	8,469	0	0
자본	0	1	4,500	0	0
현금배당	-43	-62	-63	-74	-74
기타현금흐름	3	4	31	31	31
연결범위변동 등 기타	-169	30	-10	604	452
현금의 증감	107	-126	622	1,432	1,170
기초 현금	162	269	143	765	2,197
기말 현금	269	143	765	2,197	3,366
NOPLAT	734	670	900	1,467	1,665
FCF	-107	-580	-68	1,117	899

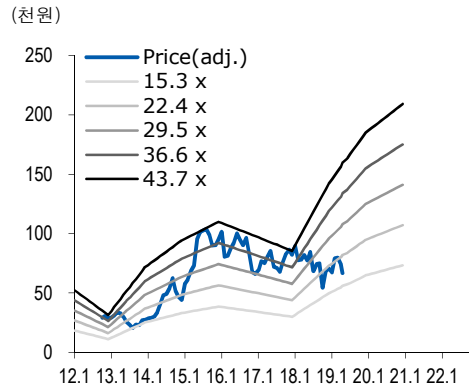
자료: 유안타증권

- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

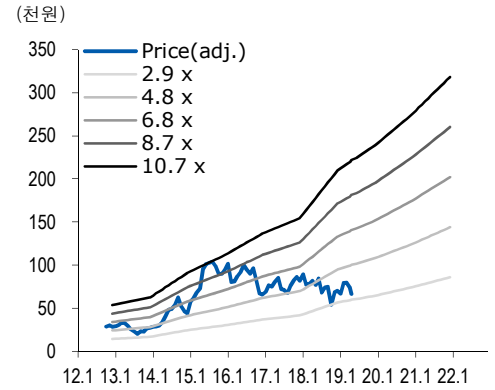
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
EPS	2,516	2,240	1,954	3,250	4,233
BPS	12,790	14,458	19,616	22,347	25,773
EBITDAPS	4,041	4,083	6,095	7,962	8,869
SPS	31,633	38,937	62,702	73,759	83,549
DPS	250	300	330	330	330
PER	34.8	33.6	38.4	20.5	15.7
PBR	6.8	5.2	3.8	3.0	2.6
EV/EBITDA	22.3	20.1	22.3	15.3	13.4
PSR	2.8	1.9	1.2	0.9	0.8

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2016A	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액 증가율 (%)	24.6	23.1	65.3	21.4	13.3
영업이익 증가율 (%)	20.9	-8.8	34.3	63.1	13.5
지배순이익 증가율 (%)	16.7	-11.0	-10.5	71.7	30.2
매출총이익률 (%)	23.0	21.6	26.3	28.6	28.2
영업이익률 (%)	11.0	8.2	6.6	8.9	8.9
지배순이익률 (%)	8.0	5.8	3.1	4.4	5.1
EBITDA 마진 (%)	12.8	10.5	9.7	10.8	10.6
ROIC	20.8	13.7	5.5	6.2	7.2
ROA	12.7	8.1	3.0	3.2	3.9
ROE	21.6	16.4	11.4	15.5	17.6
부채비율 (%)	71.3	101.0	170.0	151.3	132.9
순차입금/자기자본 (%)	11.6	37.8	216.5	161.4	119.6
영업이익/금융비용 (배)	73.4	16.9	2.7	3.3	3.8

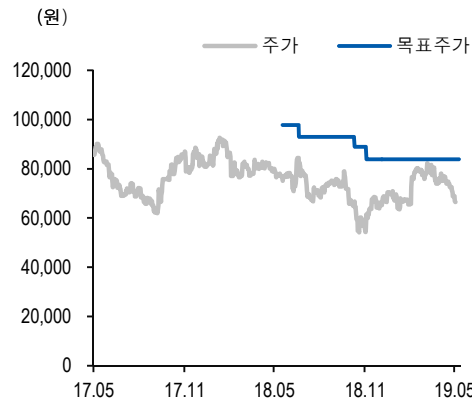
P/E band chart



P/B band chart



한국콜마 (161890) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-05-15	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				
2017-11-22	1년 경과 이후		1년	-17.48	-7.30
2016-11-22	BUY	100,000	1년	-23.49	-7.30

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0.5
Buy(매수)	86.5
Hold(중립)	13.0
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-05-13

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확히 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 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 기존 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 투자의사결정은 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.