

한국콜마

BUY(유지)

161890 기업분석 | 화장품

목표주가(유지)	80,000원	현재주가(05/14)	66,600원	Up/Downside	+20.1%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2019. 05. 15

아직은 막연해 보이는 하반기 기대감

Comment

국내 성장 견조, 해외법인 성장 저조: 1Q19 연결매출 3,806억원(+56.9%YoY), 영업이익 317억원(+76.4%YoY)으로 당사 추정치와 컨센서스 대비 크게 하회하진 않았으나 법인별 성장세는 다소 아쉬움을 남겼다. 국내 화장품 ODM 매출이 11.7%YoY 성장했는데 기존 고객사와 중소 브랜드 중심으로 오더가 증가했고, 제품 포트폴리오 변화에도 국내 별도 영업이익률이 전년 수준을 유지해 우려를 덜었다. 북경콜마는 매출 감소세가 지속 중인데 무석법인 매출이 26억원으로 전분기 대비 20억원 이상 증가해 중국 전체 화장품 ODM 매출은 전년동기 수준과 유사했던 것으로 파악되고, 미국 PTP와 CSR은 전년동기 수준의 매출을 유지하는데 그쳤다. 제약이 비즈니스모델(CMO 100%) 전환으로 상반기까지 매출 감소세가 지속될 것으로 보이며, CKM은 예상 수준의 안정적인 성장세를 보였다.

하반기로 갈수록 신규 바이어 유입에 따른 실적 회복 기대: 국내 화장품 ODM을 제외하고는 중국이나 미국법인 성장세가 주춤한데 2Q19에도 해외법인의 성장세가 뚜렷하지 않을 수 있어 보인다. 다만 CKM의 합병에 따른 실적 연결 효과가 1Q19에 이어 2Q19에도 일부 있어 절대적인 YoY 성장률은 높을 전망이다. 중국의 경우는 무석법인이 거래처 개별 오더가 진행 중으로 하반기부터는 수주가 개시될 가능성이 있고, 미국 PTP도 중소형사 중심의 거래처 확보 노력으로 조금이나마 매출이 성장하는 모습을 기대해본다. 제약도 하반기부터 매출단에서 베이스 부담이 완화되고, CKM이 신약 케이캡의 안정적인 시장 안착 등으로 실적이 고르게 성장할 것으로 전망한다.

Action

단기 모멘텀 약세, 잠시 트레이딩 관점 선호: 상반기보다 하반기로 갈수록 화장품과 제약 모두 모멘텀이 커질 것으로 기대해볼며, 신규 오더 여부가 확인 되기 전까지 당분간 기존 목표주가 8만원을 상단으로 트레이딩 투자관점에서의 접근이 필요할 것으로 판단한다.

Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원, 원, 백 %)

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
FYE Dec					
매출액	822	1,358	1,635	1,771	2,326
(증가율)	23.1	65.3	20.4	8.3	31.3
영업이익	67	90	144	165	211
(증가율)	-8.8	34.3	59.9	14.5	27.8
지배주주순이익	47	42	53	74	112
EPS	2,240	1,954	2,354	3,313	5,001
PER (H/L)	40.8/25.8	50.4/26.6	28.3	20.1	13.3
PBR (H/L)	6.3/4.0	5.0/2.6	3.1	2.7	2.3
EV/EBITDA (H/L)	23.7/16.2	24.8/19.2	12.0	10.8	8.9
영업이익률	8.2	6.6	8.8	9.3	9.0
ROE	16.4	11.4	11.4	14.4	18.7

Stock Data

52주 최저/최고	54,200/84,500원
KOSDAQ /KOSPI	710/2,082pt
시가총액	14,883억원
60일-평균거래량	125,847
외국인지분율	41.0%
60일-외국인지분율변동추이	+2.1%p
주요주주	한국콜마홀딩스 외 34인 28.7%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	-12.5	-8.3	-15.9
상대기준	-6.1	-1.9	0.0

도표 1. 한국콜마 1Q19 실적 Review

(단위: 억원 %)

	1Q19	1Q18	%YoY	4Q18	%QoQ	DB추정치	%차이	컨센서스	%차이
매출액	3,806	2,425	57.0	3,799	0.2	4,095	-7.1	3,892	-2.2
영업이익	317	180	76.4	396	-19.9	336	-5.7	338	-6.2
순이익	150	133	12.7	210	-28.4	175	-14.1	183	-17.9
지배주주순이익	142	132	7.7	168	-15.6	149	-4.9	151	-6.1

자료: DB금융투자

도표 2. 한국콜마 분기, 연간 실적

(단위: 억원 %)

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	17	18	19E	20E
연결매출	2,425	3,601	3,754	3,799	3,806	4,252	4,170	4,125	8,216	13,579	16,352	17,713
%YoY	20.4	73.9	93.3	73.5	56.9	18.1	11.1	8.6	23.1	65.3	20.4	8.3
영업이익	180	245	78	397	317	340	334	448	670	900	1,439	1,647
%YoY	-12.8	44.4	-49.5	183.6	76.4	38.8	328.6	12.9	-8.7	34.3	59.9	14.5
%OPM	7.4	6.8	2.1	10.5	8.3	8.0	8.0	10.9	8.2	6.6	8.8	9.3

자료: DB금융투자 주: 3Q18 일회성 비용(CKM 위로금) 200억원 발생한바 있음. CKM 인수 합병에 따른 연결효과는 2Q18부터 입

도표 3. 한국콜마 연간 실적 전망

(단위: 억원 %)

	15	16	17	18	19E	20E
연결매출	5,358	6,675	8,216	13,579	16,352	17,713
%YoY	16.2	24.6	23.1	65.3	20.4	8.3
국내 화장품 매출	3,750	4,542	4,895	6,973	7,280	7,800
%YoY	15.5%	21.1%	7.8%	42.5%	4.4%	7.1%
1) CAPA(면적, 기초+색조)	7,500	7,500	7,500	7,500	7,500	7,500
2) CAPA(설비)	4,000	6,000	6,000	7,000	7,000	7,500
국내 제약 매출	1,315	1,654	1,921	1,944	2,080	2,320
%YoY	15.0%	25.8%	16.1%	1.2%	7.0%	11.5%
CAPA	1,500	1,500	4,000	4,000	4,000	4,000
중국 화장품OEM	371	521	576	744	1,175	1,620
%YoY	37.4%	40.4%	10.6%	29.2%	57.9%	37.9%
1) CAPA(면적, 기초+색조)	300	1,500	1,500	1,500	5,000	5,000
2) CAPA(설비)	300	800	1,300	1,300	2,500	3,000
PTP		136	669	556	584	648
CSR			279	326	375	431
CKM				3,351	5,329	5,542
영업이익	607	734	670	900	1,439	1,647
%YoY	29.6	20.8	-8.7	34.3	59.9	14.5
%영업이익률	11.3	11.0	8.2	6.6	8.8	9.3

자료: DB금융투자

대차대조표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	366	555	626	621	721
현금및현금성자산	14	77	138	105	69
매출채권및기타채권	161	202	257	278	361
재고자산	106	177	149	161	211
비유동자산	303	1,631	1,590	1,565	1,578
유형자산	236	421	408	393	416
무형자산	58	1,151	1,140	1,130	1,120
투자자산	4	17	0	0	0
자산총계	669	2,186	2,216	2,186	2,300
유동부채	212	517	595	604	671
매입채무및기타채무	119	203	310	334	412
단기차입금및단기차	77	152	142	127	117
유동상장기부채	2	136	116	116	116
비유동부채	124	859	775	680	638
사채및장기차입금	119	819	734	639	597
부채총계	336	1,377	1,370	1,283	1,309
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	116	216	216	216	216
이익잉여금	181	213	257	322	425
비지배주주지분	28	371	365	355	340
자본총계	333	810	847	902	990

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동현금흐름	5	63	252	171	156
당기순이익	49	37	46	64	97
현금유출이없는비용및수익	38	102	146	144	159
유형및무형자산상각비	19	42	76	71	74
영업관련자산부채변동	-61	-29	80	-10	-56
매출채권및기타채권의감소	-34	15	-55	-21	-83
재고자산의감소	-18	-21	28	-12	-50
매입채무및기타채무의증가	-3	-15	108	24	78
투자활동현금흐름	-156	-1,293	-15	-36	-87
CAPEX	-69	-79	-51	-46	-87
투자자산의순증	-4	-13	17	0	0
재무활동현금흐름	135	1,294	-176	-167	-105
사채및차입금의 증가	135	909	-115	-110	-52
자본금및자본잉여금의증가	0	100	0	0	0
배당금지급	-6	-6	-7	-9	-9
기타현금흐름	3	-1	0	0	0
현금의증가	-13	62	61	-33	-36
기초현금	27	14	77	138	105
기말현금	14	77	138	105	69

자료: 한국콜마 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	822	1,358	1,635	1,771	2,326
매출원가	644	1,001	1,204	1,297	1,698
매출총이익	178	357	432	475	628
판매비	111	267	288	310	418
영업이익	67	90	144	165	211
EBITDA	86	132	220	236	284
영업외손익	-5	-34	-78	-73	-69
금융손익	-4	-31	-75	-70	-66
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-1	-3	-3	-3	-3
세전이익	62	55	65	92	141
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	49	37	46	64	97
지배주주지분순이익	47	42	53	74	112
비지배주주지분순이익	1	-6	-7	-10	-15
총포괄이익	39	34	46	64	97
총감률(%YoY)					
매출액	23.1	65.3	20.4	8.3	31.3
영업이익	-8.8	34.3	59.9	14.5	27.8
EPS	-11.0	-12.8	20.5	40.7	50.9

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

주요 투자지표

12월 결산원 % 배	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당이익(원)					
EPS	2,240	1,954	2,354	3,313	5,001
BPS	14,458	19,616	21,571	24,484	29,085
DPS	300	330	400	400	400
Multiple(배)					
P/E	36.6	36.1	28.3	20.1	13.3
P/B	5.7	3.6	3.1	2.7	2.3
EV/EBITDA	21.7	21.9	12.0	10.8	8.9
수익성(%)					
영업이익률	8.2	6.6	8.8	9.3	9.0
EBITDA마진	10.5	9.7	13.4	13.3	12.2
순이익률	5.9	2.7	2.8	3.6	4.2
ROE	16.4	11.4	11.4	14.4	18.7
ROA	8.4	2.6	2.1	2.9	4.3
ROC	13.6	5.4	5.8	6.9	8.6
안정성및기타					
부채비율(%)	101.0	170.0	161.8	142.3	132.2
이자보상배율(배)	16.9	2.7	2.7	3.4	4.8
배당성향(배)	13.0	20.0	19.5	13.9	9.2

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 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 투자이익률 (2019-04-01 기준) - 매수(80%) 중립(80%) 매도(0.0%)

■ 기업 투자이익률은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

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

■ 업종 투자이익률은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- 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 투자이익률 및 목표주가 변경

일자	투자이익	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자이익	목표주가	괴리율(%) 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