

# 한국콜마 (161890)

## 화장품



박은정

02 3770 5597  
eunjung.park@yuantakorea.com

RA 이광현

02 3770 5733  
kwanghyun.lee@yuantakorea.com

투자 의견	<b>BUY (M)</b>
목표주가	<b>84,000원 (M)</b>
현재주가 (5/31)	<b>63,300원</b>
상승여력	<b>33%</b>

시가총액	14,145억원
총발행주식수	22,346,698주
60일 평균 거래대금	88억원
60일 평균 거래량	118,611주
52주 고	84,500원
52주 저	54,200원
외인지분율	40.80%
주요주주	한국콜마홀딩스 외 34인 28.71%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(14.5)	(20.1)	(17.9)
상대	(7.7)	(14.1)	(2.6)
절대(달려환산)	(16.1)	(24.5)	(25.7)

	2Q19E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,230	17.5	11.1	4,262	-0.8
영업이익	329	34.0	3.9	360	-8.6
세전계속사업이익	225	44.9	2.7	252	-11.0
지배순이익	170	9.3	19.7	167	1.4
영업이익률 (%)	7.8	+1.0 %pt	-0.5 %pt	8.5	-0.7 %pt
지배순이익률 (%)	4.0	-0.3 %pt	+0.3 %pt	3.9	+0.1 %pt

자료: 유안타증권

## 성장성, 수익성, 안정성을 견비

### 투자의견 BUY, 목표주가 84,000원 유지

한국콜마에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 84,000원을 유지한다. 목표주가는 12MF EPS에 Target P/E 25x 적용하여 산출하였다. 중국 화장품 시장이 견고하게 성장하고 있는 가운데, 고가 제품군이 시장 성장을 견인하고 있다. 상대적으로 중국 로컬 고객사의 성과가 열위에 있다고 판단되는 상황이다. 다만 동사는 무석 신공장 가동으로 신규 고객사 확보를 통한 외형 성장이 가능할 것으로 판단한다. 최근 경쟁사의 중국 성장을 둔화, 무석 신공장의 손실 및 주요 고객사의 오딧 절차 지연으로 한국콜마는 연초이후 12% 하락하여 거래되고 있다. 중국 성장을 둔화는 아직 한국콜마에게 당면한 문제가 아니며, 무석공장은 하반기 완만하게 회복될 것으로 현재는 하반기를 위한 매수 구간으로 예상된다.

### 성장성, 수익성, 안정성을 견비

**성장성** 2018년 기준 동사의 중국 매출 비중은 5%로 다소 아쉬운 성과를 기록했다. 2018년 10월 무석콜마가 완공됨에 따라 기존의 북경콜마는 북쪽 지역의 고객사를 무석콜마는 상해를 비롯한 주요 화장품 기업들을 고객군으로 확보예정인 이전대비 지리적인 이점과 중국 소비자의 퀄리티 높은 제품군에 대한 니즈 상승으로 가동률이 점진적으로 확대될 것으로 예상된다. 북경과 무석을 포함한 중국 비중은 2020년 10%까지 확대될 것이다.

**수익성** 마스크팩 비중의 축소, 동사의 국내 대형 고객사의 견조한 수요가 이어짐에 따라 화장품 부문의 수익성은 개선되는 것으로 보인다. 제약 부문은 발사르탄 원료가 급등으로 아직까지는 마진을 낮추는 요소이나 그 외에 사업부문은 견고할 전망이다.

**안정성** 경쟁사의 별도기준 높은 연령의 매출채권의 규모가 확대됨에 따라 매출채권 미수에 대한 우려가 확산되었다. 동사는 별도와 연결사업 모두 평균 회수일이 60-70일로 수년간 안정적으로 회수되고 있다. 동사는 해당 우려에서 자유로운 것으로 판단한다.

### 2019년 영업이익 54% 성장 예상

한국콜마의 2019년 실적은 매출액 1조 6,535억원(YoY+21%), 영업이익 1,387억원(YoY+54%)을 전망한다. 국내 대형 고객사의 수주 확대 기조 및 홈쇼핑 고객사 수요 확대로 내수는 하이싱글 성장 예상하며, 중국의 경우 하반기 오딧절차 완료로 무석이 400억원의 매출을 기여하여 북경과 무석 합산 매출 900억원으로 21% 성장 가능할 것으로 보인다

	결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F
매출액		8,216	13,579	16,483	18,671
영업이익		670	900	1,387	1,524
지배순이익		473	423	680	863
PER		33.6	38.4	20.6	16.2
PBR		5.2	3.8	2.8	2.5
EV/EBITDA		20.1	22.3	15.6	14.2
ROE		16.4	11.4	14.6	16.3

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%	<u>가이드스 연초 1,200억원→ 금번 900억원으로 하향</u>
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%	<u>연결조정(연간 300억 수준) 감안 시, +24% 외형성장 제시</u>

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 한국콜마 연결 실적전망 및 추이

(단위: 십억원, %)

	2017	2018	2019F	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19F	3Q19F	4Q19F
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%	21%	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	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
북미법인(PTP+CSR)	598%	-7%	9%	-4%	-13%	-7%	-4%	1%	11%	12%	11%
씨케이엠(CJ 헬스케어)	-	-35%	61%	-	-	-	-	-	68%	7%	12%
매출총이익	177.8	357.0	477.1	46.6	99.1	100.8	110.5	109.5	121.8	115.8	130.0
영업이익	67.0	90.0	138.9	18.0	24.5	7.8	39.7	31.7	32.9	31.6	42.7
별도	61.3	71.0	98.1	17.1	22.3	11.6	20.0	18.3	28.4	22.1	29.2
% YoY 영업이익	-9%	34%	54%	-13%	44%	-49%	184%	76%	34%	305%	8%
별도	-12%	16%	38%	-3%	49%	-16%	35%	7%	27%	90%	47%
연결 당기순이익	48.6	36.8	87.3	13.3	11.9	-9.5	21.0	15.0	19.7	15.7	36.9
별도	44.2	50.2	69.8	11.8	17.4	7.4	13.6	13.6	20.2	15.2	20.8
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	-3.1	-3.1	2.3
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	6.3
% YoY 당기순이익	-9%	-24%	137%	-15%	-9%	적전	191%	13%	65%	흑전	75%
별도	-15%	14%	39%	-10%	46%	-31%	63%	15%	16%	105%	53%
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	42.3	77.6	13.2	15.5	-3.2	16.8	14.2	17.0	13.0	33.4
% Margin 매출총이익률	22%	26%	29%	19%	28%	27%	29%	29%	29%	28%	30%
영업이익률	8%	7%	8%	7%	7%	2%	10%	8%	8%	8%	10%
별도	9%	8%	10%	8%	9%	5%	9%	8%	11%	9%	12%
순이익률	6%	3%	5%	5%	3%	-3%	6%	4%	5%	4%	8%
북경콜마	3%	-2%	4%	5%	-6%	-8%	4%	7%	5%	2%	3%
무석	-	-481%	-4%	-	-	-	-274%	-78%	-46%	-23%	17%
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%	4%

자료: 유안타증권 리서치센터

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

한국콜마 (161890) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	8,216	13,579	16,483	18,671	20,509
매출원가	6,438	10,009	11,712	13,338	14,649
매출충이익	1,778	3,570	4,771	5,332	5,860
판매비	1,108	2,670	3,383	3,809	4,181
영업이익	670	900	1,387	1,524	1,679
EBITDA	862	1,320	1,700	1,840	1,994
영업외손익	-50	-346	-359	-343	-301
외환관련손익	-10	-14	61	61	61
이자손익	-27	-312	-399	-384	-341
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-13	-20	-21	-21	-21
법인세비용차감전순이익	620	554	1,029	1,180	1,378
법인세비용	134	186	271	295	345
계속사업순이익	486	368	758	885	1,034
중단사업순이익	0	0	7	106	80
당기순이익	486	368	765	991	1,114
지배지분순이익	473	423	680	863	972
포괄순이익	391	335	732	958	1,081
지배지분포괄이익	404	379	827	1,082	1,221

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

재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	3,659	5,552	6,786	8,287	10,066
현금및현금성자산	143	765	2,104	3,119	4,489
매출채권 및 기타채권	1,607	2,022	1,855	2,098	2,302
재고자산	1,057	1,768	1,831	2,075	2,279
비유동자산	3,026	16,312	16,303	16,244	16,074
유형자산	2,362	4,213	4,517	4,601	4,575
관계기업 등 지분관련자산	0	0	-24	-48	-71
기타투자자산	43	170	0	0	0
자산총계	6,685	21,864	23,089	24,531	26,139
유동부채	2,120	5,173	5,356	5,538	5,684
매입채무 및 기타채무	1,194	2,027	2,217	2,399	2,545
단기차입금	767	1,522	1,522	1,522	1,522
유동성장기부채	20	1,361	1,361	1,361	1,361
비유동부채	1,240	8,593	8,593	8,593	8,593
장기차입금	195	6,588	6,588	6,588	6,588
사채	997	1,598	1,598	1,598	1,598
부채총계	3,359	13,766	13,949	14,130	14,277
지배지분	3,051	4,384	4,947	5,630	6,421
자본금	106	112	112	112	112
자본잉여금	1,164	2,157	2,157	2,157	2,157
이익잉여금	1,807	2,132	2,739	3,454	4,278
비지배지분	275	3,715	4,193	4,771	5,442
자본총계	3,326	8,098	9,140	10,401	11,863
순차입금	1,153	9,492	8,153	7,138	5,768
총차입금	1,980	11,070	11,070	11,070	11,070

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	54	628	1,315	949	1,113
당기순이익	486	368	765	991	1,114
감가상각비	160	312	192	197	195
외환손익	1	25	-61	-61	-61
종속, 관계기업 관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-610	-294	211	-386	-344
기타현금흐름	17	216	209	209	209
투자활동 현금흐름	-1,562	-12,932	-514	-299	-186
투자자산	-148	-12,263	24	24	24
유형자산 증가 (CAPEX)	-686	-792	-496	-281	-168
유형자산 감소	4	29	0	0	0
기타현금흐름	-731	94	-42	-42	-42
재무활동 현금흐름	1,351	12,937	-42	-42	-42
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	1,408	8,469	0	0	0
자본	1	4,500	0	0	0
현금배당	-62	-63	-74	-74	-74
기타현금흐름	4	31	31	31	31
연결범위변동 등 기타	30	-10	579	408	486
현금의 증감	-126	622	1,339	1,016	1,370
기초 현금	269	143	765	2,104	3,119
기말 현금	143	765	2,104	3,119	4,489
NOPLAT	670	900	1,387	1,524	1,679
FCF	-580	-68	1,049	792	1,062

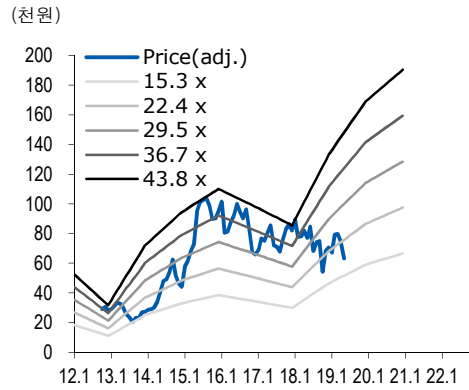
자료: 유안타증권

- 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

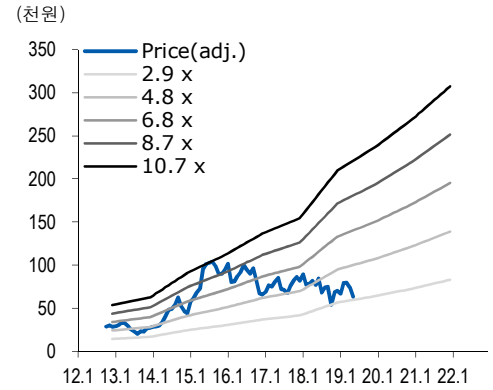
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
EPS	2,240	1,954	3,043	3,862	4,348
BPS	14,458	19,616	22,140	25,194	28,735
EBITDAPS	4,083	6,095	7,605	8,235	8,924
SPS	38,937	62,702	73,759	83,551	91,777
DPS	300	330	330	330	330
PER	33.6	38.4	20.6	16.2	14.4
PBR	5.2	3.8	2.8	2.5	2.2
EV/EBITDA	20.1	22.3	15.6	14.2	12.7
PSR	1.9	1.2	0.9	0.8	0.7

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액 증가율 (%)	23.1	65.3	21.4	13.3	9.8
영업이익 증가율 (%)	-8.8	34.3	54.2	9.8	10.2
지배순이익 증가율 (%)	-11.0	-10.5	60.7	26.9	12.6
매출총이익률 (%)	21.6	26.3	28.9	28.6	28.6
영업이익률 (%)	8.2	6.6	8.4	8.2	8.2
지배순이익률 (%)	5.8	3.1	4.1	4.6	4.7
EBITDA 마진 (%)	10.5	9.7	10.3	9.9	9.7
ROIC	13.7	5.5	5.9	6.6	7.1
ROA	8.1	3.0	3.0	3.6	3.8
ROE	16.4	11.4	14.6	16.3	16.1
부채비율 (%)	101.0	170.0	152.6	135.9	120.3
순차입금/자기자본 (%)	37.8	216.5	164.8	126.8	89.8
영업이익/금융비용 (배)	16.9	2.7	3.1	3.4	4.0

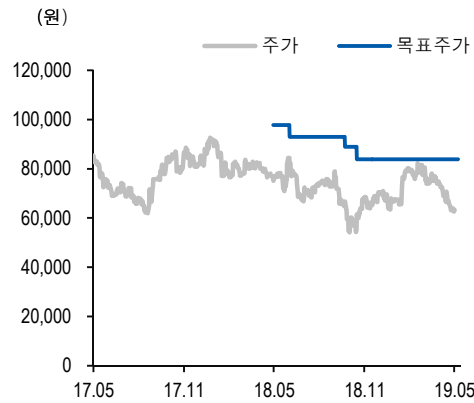
P/E band chart



P/B band chart



한국가스 (161890) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2019-06-03	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)	86.4
Hold(중립)	13.1
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2019-05-30

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 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.