

2019. 7. 15



## ▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜

02. 6454-4873

jihye.yang@meritz.co.kr

## Buy

적정주가 (12개월) 76,000 원

현재주가 (7.12) 57,800 원

상승여력 31.5%

KOSPI 2,086.66pt

시가총액 12,916억원

발행주식수 2,288만주

유동주식비율 68.90%

외국인비중 40.60%

52주 최고/최저가 82,300원/54,200원

평균거래대금 62.8억원

## 주요주주(%)

한국콜마홀딩스 외 33 인 31.10

NIHON KOLMAR 12.43

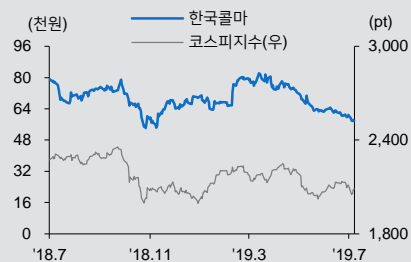
국민연금공단 11.22

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -10.2 -13.9 -25.7

상대주가 -9.3 -14.3 -18.6

## 주가그래프



## 한국콜마 161890

## 이슈의 중심, 화장품에서 제약으로

- ✓ 2Q 매출액 4,117억원 (+14.3% YoY), 영업이익 358억원 (+45.8% YoY) 예상
- ✓ 히트상품 부재 등으로 국내 화장품 성장을 둔화, 중국은 1Q와 비슷한 성장세 추정
- ✓ 별도기준 실적 부진에도 CKM의 안정적인 성장으로 시장 기대치를 충족할 전망
- ✓ 공동생동에 관한 약가인하 정책 영향 불가피하겠지만 CKM의 수혜 가능성 잠재
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가 76,000원으로 하향

## 2Q 시장 컨센서스 충족하는 양호한 실적 전망

2분기 실적은 매출액 4,117억원 (+14.3% YoY), 영업이익 358억원 (+45.8% YoY)를 기록할 전망이다. 국내 화장품은 히트상품 부재 등으로 성장률이 +3.6% YoY로 둔화될 것으로 추산되며 중국법인 (북경+우시)은 +11% YoY의 1분기와 비슷한 성장이 예상된다. CKM의 안정적인 성장으로 영업이익은 시장 기대치를 충족할 전망이다.

## 약가인하 정책, 중장기 공동생동에 관한 규제 영향 불가피할 전망

최근 약가인하 정책 관련 공동생동에 관한 제도 변화가 예상된다. 공동생동이란 제약사 수십곳이 개발비를 분담, 공동으로 생물학적 동등성 실험을 거쳐 복제약을 개발하고 각자 판매하는 것을 의미한다. 정부는 제약업체들이 자체적으로 생동실험을 실시해야만 약가를 보존해주는 방향으로 제도 개편을 준비하고 있다. 한국콜마 제약 부문은 그동안 공동 생동실험을 통해 중소형 제약사들의 제네릭 의약품을 수탁생산하며 안정적으로 성장해왔다. 현재 생동실험까지 수탁하는 비중은 제약 매출의 30~40%로 추산되며 향후 정부의 공동생동에 관한 규제가 현실화될 경우 약가인하에 따른 타격 (단가 10~15% 인하 예상)이 불가피할 것으로 판단한다. 한편 CKM (구, CJ헬스케어)의 경우 자체 개발 비중이 높기 때문에 약가인하 영향은 제한적이며 정책 변화로 상위 제약사 중심으로 업계 개편 시 수혜가 가능하다.

## 투자의견 Buy 유지, 적정주가 76,000원으로 하향

안정적인 실적 성장이 지속되고 있음에도 제약 사업의 약가인하 정책 불확실성이 주가 상승을 제한할 것으로 판단하여 투자의견 Buy를 유지하고 적정주가를 84,000원에서 76,000원으로 하향한다. 적정주가는 12MF EPS에 적정 PER 24배 (화장품 PER 30배와 제약 PER 20배의 이익 기준 가중평균)를 적용하여 산출했다.

(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	1,636.1	135.3	62.6	2,765	71.2	21,562	20.9	2.7	13.4	13.4	158.6
2020E	1,821.5	155.2	80.7	3,529	29.0	24,760	16.4	2.3	11.9	15.2	134.5
2021E	2,009.1	160.7	83.4	3,645	5.5	28,075	15.9	2.1	11.3	13.8	113.6

표1 2Q19 Earnings Preview

(십억원)	2Q19E	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	411.7	360.1	14.3	380.6	8.2	424.3	-3.0
영업이익	35.8	24.6	45.8	31.7	13.0	35.6	0.6
지배주주순이익	17.1	15.5	10.1	14.2	20.5	17.4	-1.8

자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

표2 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	1,644.3	1,833.2	1,636.1	1,821.5	-0.5	-0.6
영업이익	135.0	154.8	135.2	155.2	0.2	0.3
지배주주순이익	62.9	81.3	62.5	80.7	-0.5	-0.6

자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

표3 한국콜마 분기별 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	821.6	242.5	360.1	375.4	397.9	1,375.9	380.6	411.7	416.1	427.8	1,636.1
증가율 (% YoY)	23.1	20.4	73.9	93.3	81.8	67.5	56.9	14.3	10.8	7.5	18.9
별도매출액 (국내)	681.6	208.4	245.9	222.0	215.4	891.7	220.9	247.5	242.1	241.0	951.5
CKM (CJ헬스케어)		0.1	80.0	124.0	131.0	335.1	126.2	125.0	140.0	150.0	541.2
중국법인 (북경+무석)	57.6	15.8	21.7	18.4	19.1	75.0	17.7	24.1	21.2	22.3	85.3
미국PTP	66.9	14.2	13.4	13.4	14.6	55.6	13.9	14.1	14.1	15.0	57.1
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	60.1	58.2	56.3	58.2
CKM (CJ헬스케어)			22.2	33.0	32.9	24.4	33.2	30.4	33.6	35.1	33.1
중국법인 (북경+무석)	7.0	6.5	6.0	4.9	4.8	5.5	4.7	5.9	5.1	5.2	5.2
미국PTP	8.1	5.9	3.7	3.6	3.7	4.0	3.7	3.4	3.4	3.5	3.5
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	0.7	9.1	11.9	6.7
CKM (CJ헬스케어)							126100.0	56.3	12.9	14.5	61.5
중국법인 (북경+무석)	10.6	47.7	51.7	61.4	-9.9	30.2	12.0	11.0	15.0	17.0	13.7
미국PTP	391.9	-14.5	-18.8	-30.6	0.7	-16.9	-2.1	5.0	5.0	3.0	2.7
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	292.3	303.7	290.9	1158.0
증가율 (% YoY)	25.3	27.1	61.1	80.8	53.2	55.5	38.4	12.0	10.6	8.0	15.7
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	119.4	112.3	136.9	478.1
증가율 (% YoY)	15.8	-1.4	119.8	138.1	198.1	110.9	134.9	20.5	11.5	6.5	27.5
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	83.6	87.4	94.1	342.8
증가율 (% YoY)	38.6	5.3	165.0	245.2	205.0	156.6	177.3	12.2	-6.1	5.9	20.5
판관비중 (%)	13.5	11.6	20.7	24.8	22.3	20.7	20.4	20.3	21.0	22.0	21.0
영업이익	67.0	18.0	24.6	7.8	39.6	90.0	31.7	35.8	25.0	42.8	135.2
증가율 (% YoY)	-8.9	-13.0	44.8	-49.4	183.7	34.3	76.4	45.8	220.7	7.9	50.3
영업이익률 (%)	8.2	7.4	6.8	2.1	10.0	6.5	8.3	8.7	6.0	10.0	8.3

자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

표4 한국콜마 분기별 실적 추이 및 전망 (별도기준)

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	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>247.5</b>	<b>242.1</b>	<b>241.0</b>	<b>951.5</b>
증가율 (% YoY)	10.0	23.0	43.7	36.6	20.7	30.8	6.0	0.7	9.1	11.9	6.7
화장품	489.5	156.4	193.1	177.4	170.5	697.4	174.7	200.0	193.1	189.4	757.1
화장품 내수	457.0	146.2	175.8	159.3	158.2	639.5	162.4	179.3	170.5	174.0	686.2
화장품 수출	32.5	10.2	17.2	18.1	12.3	57.8	12.3	20.6	22.6	15.4	70.9
제약	192.1	52.0	52.8	44.6	44.9	194.3	46.2	47.5	49.1	51.6	194.4
비중 (%)											
화장품	71.8	75.0	78.5	79.9	79.1	78.2	79.1	80.8	79.7	78.6	79.6
제약	28.2	24.9	21.5	20.1	20.8	21.8	20.9	19.2	20.3	21.4	20.4
증가율 (% YoY)											
화장품	7.8	27.2	58.3	55.5	30.8	42.5	11.7	3.6	8.8	11.1	8.6
화장품 내수	11.2	27.0	52.5	51.6	30.2	39.9	11.1	2.0	7.0	10.0	7.3
화장품 수출	-24.9	29.1	156.7	101.1	38.2	77.8	20.6	20.0	25.0	25.0	22.7
제약	16.1	11.8	7.5	-7.9	-6.7	1.1	-11.2	-10.0	10.0	15.0	0.1
<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>210.4</b>	<b>205.8</b>	<b>203.7</b>	<b>808.6</b>
증가율 (% YoY)	11.6	29.1	48.0	48.6	29.0	38.5	11.6	5.8	7.8	11.2	8.9
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>37.1</b>	<b>36.3</b>	<b>37.4</b>	<b>142.9</b>
증가율 (% YoY)	4.5	2.1	28.0	-8.8	-11.7	2.6	-18.1	-21.0	17.1	15.8	-4.4
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>15.8</b>	<b>21.8</b>	<b>14.5</b>	<b>65.9</b>
증가율 (% YoY)	21.6	5.5	12.9	-4.7	-42.2	-7.3	-36.8	-35.3	12.6	15.1	-15.8
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>21.3</b>	<b>14.5</b>	<b>22.9</b>	<b>77.0</b>
증가율 (% YoY)	-12.4	-3.4	49.8	-14.9	32.8	15.8	7.1	-5.6	24.5	16.3	8.5
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, 메리츠증권증권 리서치센터

## 한국콜마 (161890)

## Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	821.6	1,357.9	1,636.1	1,821.5	2,009.1
매출액증가율 (%)	23.1	65.3	20.5	11.3	10.3
매출원가	643.8	1,000.9	1,158.0	1,284.8	1,426.5
매출총이익	177.8	357.0	478.1	536.8	582.7
판매관리비	110.8	267.0	342.8	381.6	421.9
영업이익	67.0	90.0	135.3	155.2	160.7
영업이익률	8.2	6.6	8.3	8.5	8.0
금융손익	-3.7	-31.5	-45.2	-37.0	-32.6
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	90.0	118.2	128.1
법인세비용	13.4	18.6	24.2	32.3	37.5
당기순이익	48.6	36.8	65.8	85.9	90.7
지배주주지분 순이익	47.3	42.3	62.6	80.7	83.4

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	5.4	62.8	127.7	117.3	117.8
당기순이익(손실)	48.6	36.8	65.8	85.9	90.7
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	8.4	-19.9	-21.2
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	-37.4	-137.6	-137.6
차입금의 증감	134.7	908.9	-30.0	-130.0	-130.0
자본의 증가	0.1	100.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-12.6	62.2	53.2	-54.5	-49.0
기초현금	26.9	14.3	76.5	129.7	75.2
기말현금	14.3	76.5	129.7	75.2	26.2

## Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	365.9	555.2	634.3	630.2	638.4
현금및현금성자산	14.3	76.5	129.7	75.2	26.2
매출채권	160.0	199.7	233.7	260.2	287.0
재고자산	105.7	176.8	163.6	182.2	200.9
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	2,245.1	2,219.7	2,199.5
유동부채	212.0	517.3	419.4	410.1	401.2
매입채무	100.7	111.8	128.0	142.5	157.2
단기차입금	76.7	152.2	102.2	82.2	62.2
유동성장기부채	2.0	136.1	66.1	56.1	46.1
비유동부채	124.0	859.3	957.6	863.1	768.8
사채	99.7	159.8	259.8	209.8	159.8
장기차입금	19.5	658.8	648.8	598.8	548.8
부채총계	335.9	1,376.6	1,377.0	1,273.2	1,170.0
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	268.2	341.4	417.3
비지배주주지분	27.5	371.5	374.8	379.9	387.2
자본총계	332.6	809.8	868.1	946.5	1,029.6

## Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	38,937	62,702	72,322	79,608	87,807
EPS(지배주주)	2,240	1,954	2,765	3,529	3,645
CFPS	4,085	6,428	8,124	9,025	9,137
EBITDAPS	4,083	6,095	8,345	9,025	9,137
BPS	14,458	19,616	21,562	24,760	28,075
DPS	300	330	330	330	330
배당수익률(%)	0.4	0.5	0.6	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	36.6	36.1	20.9	16.4	15.9
PCR	20.1	11.0	7.1	6.4	6.3
PSR	2.1	1.1	0.8	0.7	0.7
PBR	5.7	3.6	2.7	2.3	2.1
EBITDA	86.2	132.0	188.8	206.5	209.1
EV/EBITDA	21.7	21.9	13.4	11.9	11.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.4	11.4	13.4	15.2	13.8
EBITDA 이익률	10.5	9.7	11.5	11.3	10.4
부채비율	101.0	170.0	158.6	134.5	113.6
금융비용부담률	0.5	2.5	2.7	2.2	1.8
이자보상배율(x)	16.9	2.7	3.1	3.8	4.6
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 2019 년 7 월 15 일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6 개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019 년 7 월 15 일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019 년 7 월 15 일 현재 동 자료에 언급된 종목의 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 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

## 투자등급 관련사항 (2016 년 11 월 7 일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12 개월간 추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1 개월간 종가대비 4 등급	Buy	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1 개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3 등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

## 투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.0%
중립	3.0%
매도	0.0%

2019 년 6 월 30 일 기준으로  
최근 1 년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## 한국콜마 (161890) 투자등급변경 내용

\* 적정가격 대상시점: 1 년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		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	-15.6	-2.0	
2019.07.15	기업브리프	Buy	76,000	양지혜	-	-	