



▲ 유통/화장품
Analyst 양지혜
02. 6454-4873
jihye.yang@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월)	65,000 원
현재주가 (8.14)	43,550 원
상승여력	49.3%
KOSPI	1,938.37pt
시가총액	9,965억원
발행주식수	2,288만주
유동주식비율	69.63%
외국인비중	39.00%
52주 최고/최저가	82,300원/43,550원
평균거래대금	73.4억원
주요주주(%)	
한국콜마홀딩스 외 33 인	30.37
NIHON KOLMAR	12.14
국민연금공단	10.96
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-24.7 -40.0 -36.2
상대주가	-18.9 -31.1 -25.7

주가그래프



한국콜마 161890

화장품 성장 모멘텀 회복 여부 관건

- ✓ 2Q 매출액 4,098억원 (+13.8% YoY), 영업이익 380억원 (+54.5% YoY) 기록
- ✓ 화장품 수출 및 중국법인 예상보다 부진, 제약 호실적으로 시장 기대치 충족
- ✓ 제약 부문의 안정적인 실적 성장에도 화장품 부문의 불확실성 지속될 전망
- ✓ 현 주가는 12MF PER 17배 수준 (과거 평균 PER 33배)으로 우려감은 상당수 선반영
- ✓ 투자의견 Buy 유지, 적정주가 65,000원으로 하향

2Q 화장품 예상보다 부진, CKM 등 제약 호실적으로 시장 기대치 충족

한국콜마는 2분기 연결기준 매출액 4,098억원 (+13.8% YoY), 영업이익 380억원 (+54.5% YoY)을 기록하여 시장 컨센서스 (매출액 4,227억원, 영업이익 352억원)에 대체로 부합했다. 별도기준으로는 매출액 2,395억원 (-2.6% YoY), 영업이익 215억 원 (-4.8% YoY)을 기록했다. 국내 화장품은 지난해 높은 기저와 중국 규제 강화로 내수과 수출이 각각 +3.6% YoY, -42.4% YoY로 부진했다. 중국법인 (북경+무석)의 성장률 또한 -2.3% YoY를 기록했으며 신규 가동 중인 무석공장이 예상보다 올라오는 속도가 더디게 나타나고 있지만 1분기 -25억원 대비 2분기 -15억원으로 손실폭은 줄어들었다. 미국PTP와 캐나다CSR은 각각 +22.4% YoY, +25.6% YoY의 양호한 성장률을 기록했다. 국내제약은 CSO 전환 이슈로 상반기까지 매출 감소가 지속되었지만 하반기에는 정상화될 전망이다. 헬스케어는 2분기 매출액 1,271억원, 영업이익률 14% 수준의 안정적인 실적을 기록했다. 3분기에도 케이캡 신약 출시 효과와 함께 지난해 낮은 기저를 바탕으로 수익성 회복이 예상된다.

투자의견 Buy 유지, 적정주가 65,000원으로 하향

제약 부문에서 안정적인 실적 성장이 지속되고 있음에도 화장품 부문의 실적 불확실성이 주가 상승을 제한할 것으로 판단하여 투자의견 Buy를 유지하고 적정주가를 76,000원에서 65,000원으로 하향한다. 적정주가는 12MF EPS에 적정 PER 24 배 (화장품 PER 30배와 제약 PER 20배의 이익 기준 가중평균)를 적용하여 산출했다. 국내 및 중국 화장품 사업 부진을 감안하더라도 현 주가는 12개월 Forward 기준 PER 17배 수준 (과거 5년 평균 PER 33배)으로 우려감은 상당수 선반영되어 있다는 판단이다.

(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	1,574.4	133.1	52.5	2,321	43.7	21,122	18.8	2.1	12.1	11.4	159.8
2020E	1,720.5	147.4	66.3	2,897	28.9	23,689	15.0	1.8	11.0	12.9	138.0
2021E	1,840.9	165.7	78.0	3,408	20.2	26,767	12.8	1.6	9.8	13.5	117.0

표1 한국콜마 2Q19 Earnings Review

(십억원)	2Q19	2Q18	(% YoY)	1Q19	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	409.8	360.1	13.8	380.6	7.7	411.7	-0.5	422.7	-3.1
영업이익	38.0	24.6	54.5	31.7	19.9	35.8	6.1	35.2	8.0
지배주주순이익	13.8	15.5	-11.0	14.2	-2.9	17.1	-19.3	17.5	-21.2
영업이익률 (%)	9.3			8.3		8.7	0.6%p	8.3	1.0%p
지배주주순이익률 (%)	3.4			3.7		4.2	-0.8%p	4.1	-0.7%p

자료: 한국콜마, 메리츠종금증권 리서치센터

표2 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	1,636.1	1,821.5	1,574.4	1,720.5	-3.8	-5.5
영업이익	135.2	155.2	133.1	147.4	-1.6	-5.1
지배주주순이익	62.5	80.7	52.5	66.3	-16.0	-17.9

자료: 한국콜마, 메리츠종금증권 리서치센터

표3 한국콜마 분기별 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	821.6	242.5	360.1	375.4	397.9	1,375.9	380.6	409.8	376.3	407.8	1,574.4
증가율 (% YoY)	23.1	20.4	73.9	93.3	81.8	67.5	56.9	13.8	0.2	2.5	14.4
별도매출액 (국내)	681.6	208.4	245.9	222.0	215.4	891.7	220.9	239.5	210.8	228.1	899.3
CKM (CJ헬스케어)		0.1	80.0	124.0	131.0	335.1	126.2	127.1	130.0	140.0	523.3
중국법인 (북경+무석)	57.6	15.8	21.7	18.4	19.1	75.0	17.7	21.2	19.0	20.1	77.9
미국PTP	66.9	14.2	13.4	13.4	14.6	55.6	13.9	16.4	15.4	16.8	62.5
캐나다CSR	27.9	8.0	8.2	7.9	8.5	32.6	8.6	10.3	9.1	9.8	37.8
비중 (%)											
별도매출액 (국내)	83.0	86.0	68.3	59.1	54.1	64.8	58.0	58.4	56.0	55.9	57.1
CKM (CJ헬스케어)			22.2	33.0	32.9	24.4	33.2	31.0	34.5	34.3	33.2
중국법인 (북경+무석)	7.0	6.5	6.0	4.9	4.8	5.5	4.7	5.2	5.0	4.9	4.9
미국PTP	8.1	5.9	3.7	3.6	3.7	4.0	3.7	4.0	4.1	4.1	4.0
캐나다CSR	3.4	3.3	2.3	2.1	2.1	2.4	2.3	2.5	2.4	2.4	2.4
증가율 (% YoY)											
별도매출액 (국내)	10.0	23.0	43.7	36.6	20.7	30.8	6.0	-2.6	-5.0	5.9	0.9
CKM (CJ헬스케어)							58.9	4.8	6.9	56.2	
중국법인 (북경+무석)	10.6	47.7	51.7	61.4	-9.9	30.2	12.0	-2.3	3.0	5.0	3.9
미국PTP	391.9	-14.5	-18.8	-30.6	0.7	-16.9	-2.1	22.4	15.0	15.0	12.4
캐나다CSR		21.2	0.0	113.5	-9.6	16.8	7.5	25.6	15.0	15.0	15.8
매출원가	643.8	195.9	261.0	274.6	269.4	1000.9	271.1	295.5	274.7	277.3	1118.6
증가율 (% YoY)	25.3	27.1	61.1	80.8	53.2	55.5	38.4	13.2	0.0	2.9	11.8
매출원가율 (%)	78.4	80.8	72.5	73.1	67.7	72.7	71.2	72.1	73.0	68.0	71.0
매출총이익	177.8	46.6	99.0	100.8	128.5	375.0	109.5	114.3	101.6	130.5	455.9
증가율 (% YoY)	15.8	-1.4	119.8	138.1	198.1	110.9	134.9	15.4	0.8	1.5	21.6
매출총이익률 (%)	21.6	19.2	27.5	26.9	32.3	27.3	28.8	27.9	27.0	32.0	29.0
판관비	110.8	28.1	74.5	93.0	88.9	284.4	77.8	76.3	79.0	89.7	322.8
증가율 (% YoY)	38.6	5.3	165.0	245.2	205.0	156.6	177.3	2.4	-15.0	0.9	13.5
판관비증 (%)	13.5	11.6	20.7	24.8	22.3	20.7	20.4	18.6	21.0	22.0	20.5
영업이익	67.0	18.0	24.6	7.8	39.6	90.0	31.7	38.0	22.6	40.8	133.1
증가율 (% YoY)	-8.9	-13.0	44.8	-49.4	183.7	34.3	76.4	54.8	190.1	2.8	47.9
영업이익률 (%)	8.2	7.4	6.8	2.1	10.0	6.5	8.3	9.3	6.0	10.0	8.5

자료: 한국콜마, 메리츠종금증권 리서치센터

표4 한국콜마 분기별 실적 추이 및 전망 (별도기준)

(십억원)	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2019E
매출액	681.6	208.4	245.9	222.0	215.4	891.7	220.9	239.5	210.8	228.1	899.3
증가율 (% YoY)	10.0	23.0	43.7	36.6	20.7	30.8	6.0	-2.6	-5.0	5.9	0.9
화장품	489.5	156.4	193.1	177.4	170.5	697.4	174.7	192.1	163.1	179.6	709.5
화장품 내수	457.0	146.2	175.8	159.3	158.2	639.5	162.4	182.1	151.3	166.1	661.9
화장품 수출	32.5	10.2	17.2	18.1	12.3	57.8	12.3	9.9	11.8	13.5	47.5
제약	192.1	52.0	52.8	44.6	44.9	194.3	46.2	47.5	47.7	48.5	189.9
비중 (%)											
화장품	71.8	75.0	78.5	79.9	79.1	78.2	79.1	80.2	77.4	78.7	78.9
제약	28.2	24.9	21.5	20.1	20.8	21.8	20.9	19.8	22.6	21.3	21.1
증가율 (% YoY)											
화장품	7.8	27.2	58.3	55.5	30.8	42.5	11.7	-0.5	-8.1	5.4	1.7
화장품 내수	11.2	27.0	52.5	51.6	30.2	39.9	11.1	3.6	-5.0	5.0	3.5
화장품 수출	-24.9	29.1	156.7	101.1	38.2	77.8	20.6	-42.4	-35.0	10.0	-17.8
제약	16.1	11.8	7.5	-7.9	-6.7	1.1	-11.2	-10.0	7.0	8.0	-2.3
매출원가	535.9	169.2	198.9	191.0	183.2	742.2	188.8	203.3	179.2	192.8	764.0
증가율 (% YoY)	11.6	29.1	48.0	48.6	29.0	38.5	11.6	2.2	-6.2	5.2	2.9
매출원가율 (%)	78.6	81.2	80.9	86.0	85.0	83.2	85.5	84.9	85.0	84.5	85.0
매출총이익	145.7	39.2	47.0	31.0	32.3	149.5	32.1	36.2	31.6	35.4	135.3
증가율 (% YoY)	4.5	2.1	28.0	-8.8	-11.7	2.6	-18.1	-23.0	1.9	9.6	-9.5
매출총이익률 (%)	21.4	18.8	19.1	14.0	15.0	16.8	14.5	15.1	15.0	15.5	15.0
판관비	84.4	21.8	24.5	19.4	12.6	78.2	13.8	14.9	19.0	13.7	61.4
증가율 (% YoY)	21.6	5.5	12.9	-4.7	-42.2	-7.3	-36.8	-39.1	-2.0	9.0	-21.6
판관비증 (%)	12.4	10.5	10.0	8.7	5.8	8.8	6.2	6.2	9.0	6.0	6.8
영업이익	61.3	17.1	22.5	11.7	19.7	71.0	18.3	21.5	12.6	21.7	74.1
증가율 (% YoY)	-12.4	-3.4	49.8	-14.9	32.8	15.8	7.1	-4.8	8.4	10.0	4.4
영업이익률 (%)	9.0	8.2	9.2	5.3	9.1	8.0	8.3	9.0	6.0	9.5	8.2

자료: 한국콜마, 메리츠종금증권 리서치센터

한국콜마 (161890)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	821.6	1,357.9	1,574.4	1,720.5	1,840.9
매출액증가율 (%)	23.1	65.3	15.9	9.3	7.0
매출원가	643.8	1,000.9	1,118.6	1,212.9	1,288.7
매출총이익	177.8	357.0	455.9	507.6	552.3
판매관리비	110.8	267.0	322.8	360.2	386.6
영업이익	67.0	90.0	133.1	147.4	165.7
영업이익률	8.2	6.6	8.5	8.6	9.0
금융손익	-3.7	-31.5	-56.3	-47.7	-42.4
종속/관계기업순이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외순이익	-1.3	-3.1	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	62.0	55.4	76.8	99.7	123.3
법인세비용	13.4	18.6	21.5	27.6	36.7
당기순이익	48.6	36.8	55.3	72.0	86.6
지배주주지분 순이익	47.3	42.3	52.5	66.3	78.0

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	5.4	62.8	125.5	108.7	123.6
당기순이익(손실)	48.6	36.8	55.3	72.0	86.6
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	16.7	-14.6	-11.4
투자활동 현금흐름	-156.2	-1,293.2	-54.1	-34.3	-26.3
유형자산의증가(CAPEX)	-68.6	-79.2	-50.0	-30.0	-20.0
투자자산의감소(증가)	-4.2	-12.7	0.0	0.0	0.0
재무활동 현금흐름	135.2	1,293.7	-37.4	-127.6	-127.6
차입금의 증감	134.7	908.9	-30.0	-120.0	-120.0
자본의 증가	0.1	100.0	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-12.6	62.2	34.0	-53.1	-30.3
기초현금	26.9	14.3	76.5	110.5	57.4
기말현금	14.3	76.5	110.5	57.4	27.2

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	365.9	555.2	600.2	587.9	594.8
현금및현금성자산	14.3	76.5	110.5	57.4	27.2
매출채권	160.0	199.7	224.9	245.8	263.0
재고자산	105.7	176.8	157.4	172.1	184.1
비유동자산	302.6	1,631.2	1,627.7	1,606.4	1,578.1
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	17.0	17.0	17.0
자산총계	668.6	2,186.4	2,227.9	2,194.3	2,172.9
유동부채	212.0	517.3	414.6	412.2	408.1
매입채무	100.7	111.8	123.2	134.6	144.0
단기차입금	76.7	152.2	102.2	92.2	82.2
유동성장기부채	2.0	136.1	66.1	56.1	46.1
비유동부채	124.0	859.3	955.8	860.1	763.7
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	1,370.3	1,272.3	1,171.8
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	258.2	316.9	387.3
비지배주주지분	27.5	371.5	374.2	380.0	388.7
자본총계	332.6	809.8	857.5	922.0	1,001.1

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	38,937	62,702	69,597	75,192	80,456
EPS(지배주주)	2,240	1,954	2,321	2,897	3,408
CFPS	4,085	6,428	8,028	8,683	9,353
EBITDAPS	4,083	6,095	8,249	8,683	9,353
BPS	14,458	19,616	21,122	23,689	26,767
DPS	300	330	330	330	330
배당수익률(%)	0.4	0.5	0.8	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	36.6	36.1	18.8	15.0	12.8
PCR	20.1	11.0	5.4	5.0	4.7
PSR	2.1	1.1	0.6	0.6	0.5
PBR	5.7	3.6	2.1	1.8	1.6
EBITDA	86.2	132.0	186.6	198.7	214.0
EV/EBITDA	21.7	21.9	12.1	11.0	9.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.4	11.4	11.4	12.9	13.5
EBITDA 이익률	10.5	9.7	11.9	11.5	11.6
부채비율	101.0	170.0	159.8	138.0	117.0
금융비용부담률	0.5	2.5	3.5	3.0	2.4
이자보상배율(x)	16.9	2.7	2.4	2.9	3.7
매출채권회전율(x)	5.7	7.6	7.4	7.3	7.2
재고자산회전율(x)	8.6	9.6	9.4	10.4	10.3

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2019년 8월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2019년 8월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2019년 8월 16일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간접없이 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 증가대비 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)		

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.0%
중립	3.0%
매도	0.0%

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

한국콜마 (161890) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시점: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
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	-30.2	-23.7	
2019.08.16	기업브리프	Buy	65,000	양지혜	-	-	