



BUY(Maintain)

목표주가: 69,000원

주가(09/03): 44,500원

시가총액: 1조 182억원

화장품

Analyst 조경진

02) 3787-4776 kjcho@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (9/3)		1,965.69pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	82,300원	42,000원
등락률	-47.1%	3.6%
수익률	절대	상대
1M	-17.3%	-16.1%
6M	-45.1%	-38.8%
1Y	-41.3%	-31.2%

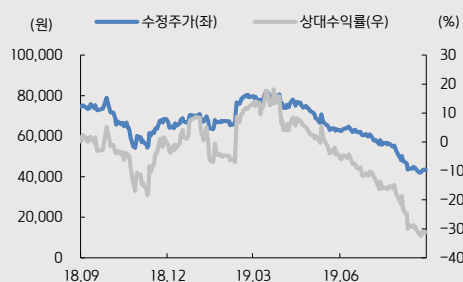
Company Data

발행주식수	22,881천주
일평균 거래량(3M)	181천주
외국인 지분율	36.8%
배당수익률(2019E)	0.7%
BPS(2019E)	21,455원
주요 주주	한국콜마홀딩스 외 30.4%

투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2017	2018	2019F	2020F
매출액	821.6	1,357.9	2,244.1	3,708.8
영업이익	67.0	90.0	116.3	244.5
EBITDA	86.2	132.0	223.5	327.9
세전이익	62.0	55.4	82.6	211.0
순이익	48.6	36.8	54.9	140.2
지배주주지분순이익	47.3	42.3	63.1	161.2
EPS(원)	2,240	1,954	2,790	7,045
증감률(%, YoY)	-11.0	-12.8	42.8	152.5
PER(배)	36.6	36.1	15.9	6.3
PBR(배)	5.67	3.59	2.07	1.59
EV/EBITDA(배)	21.7	21.9	10.7	7.2
영업이익률(%)	8.2	6.6	5.2	6.6
ROE(%)	16.4	11.4	13.6	28.5
순차입금비율(%)	34.7	117.2	118.3	100.9

Price Trend



한국콜마 (161890)

하반기도 쉽지 않은 영업환경



한국콜마의 2Q19 연결기준 매출액은 4,098억원(+13.8%, yoy), 영업이익 380억원(+54.8%, yoy)을 기록하며 컨센서스 기준 매출액은 소폭 하회, 영업이익은 컨센서스를 상회하는 영업이익을 기록했습니다. (컨센서스: 매출액 4,257 영업이익 357억원) 향후 관전포인트는 국내 화장품 판매 환경과 중국향 수요 증가, 제약 부분의 안정적인 성장이 될 것으로 전망합니다.

>>> 화장품 모멘텀 부재하나 꾸준한 제약 부분의 성장

한국콜마의 2Q19 연결기준 매출액은 4,098억원(+13.8%, yoy), 영업이익 380억원(+54.8%, yoy), 별도 매출액은 2,395(-2.6%, yoy)억원, 영업이익은 215억원(-4.0%, yoy)을 기록했다.

- **화장품**: 매출액은 1,921억원으로 -0.3% 감소했으며 국내는 전년동기 주요 마스크팩 업체의 물량 증가에 따른 높은 기저 영향으로 +3.6% 증가에 그치며 성장 둔화, 수출은 중국의 규제 및 경기 악화로 -42% 하락했다. **중국**은 매출액 212억원을 기록하며 전년동기대비 -3% 감소했으며 북경콜마에서 무석콜마로 물량 이관이 진행 중에 있다. 무석콜마에서 영업적자 15억원이 발생했는데, 주요 고객사 audit이 완료됨에 따라 하반기 무석법인의 가동이 본격화될 것으로 전망된다. **북미**지역의 매출액은 24% 증가한 267억원을 기록했다. **PTP(미국)법인**은 이탈이 있었던 기존 고객사 일회성 수주 증가로 매출 증가했으며, 하반기에도 SNS 판매 중심의 인디브랜드 등을 위주로 신규 거래처 확보할 예정이다. **CSR(캐나다)법인**은 기존 거래처와 신규 거래처 물량이 고르게 증가했다.

- **제약**: 매출액 475억원으로 전년동기대비 -10.2% 감소했는데, 제약부분의 회계 기준 변경(CSO→CMO) 제거 시 전년동기대비 9% 증가한 것으로 추정된다. 제약 부분의 영업이익률은 15%에 달해 전사 수익성 방어가 가능할 것으로 전망한다. 또한 3월 출시한 역류성 식도염 질환 치료제인 '케이캡'이 7월까지 누적 판매액 100억을 돌파하며 지속적인 매출 성장이 전망된다. 한편, CKM인수 당시 인수금용 6,400억원 규모에 대한 리파이낸싱에 따른 일회성 비용 50억 가량이 반영되면서 순이익 감소에 영향을 미쳤다.

>>> 국내 화장품 판매 환경 주시 필요

한국콜마의 제조 제품 불매 운동 영향은 2분기까지 직접적인 매출 감소 영향은 없었으나, 불매운동이 확산된 8월 이후 홈쇼핑 판매 위주의 중소형 브랜드 판매가 중단됐었으나 판매를 재개했다. 그러나 불매운동이 장기화될 경우 하반기 고객사 이탈 및 매출 감소 영향 가능성도 일부 있을 것으로 예상된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 6만 9천 원으로 하향

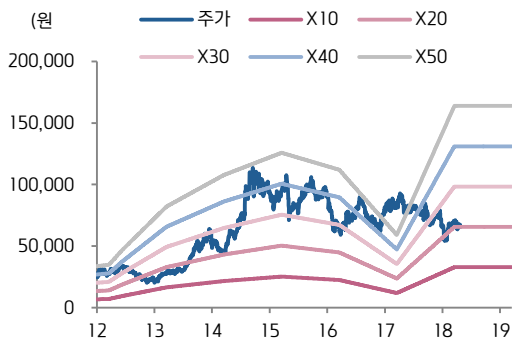
목표주가는 12개월 선행 EPS에 화장품 업종 밸류에이션 디레이팅에 따라 Target PER 30배에서 24배로 하향 적용하여 산출했다. 이에 따라 목표주가를 종전 8만 원에서 6만 9천 원으로 하향 조정한다. 향후 관전 포인트는 국내 화장품 판매 환경과 중국 법인의 매출 상승폭이 될 것으로 전망한다.

Valuation Table

	12M FWD EPS	Target PER	비고
전사	3,023		
화장품/제약 ODM	2,144	24	화장품 업종 디레이팅 발생 및 산업 환경에 따른 불확실성으로 24배로 할인 적용
CJ헬스케어	879	20	
목표주가(원)	69,000		
상승여력(%)	55.1		2019년 9월 3일 종가 기준

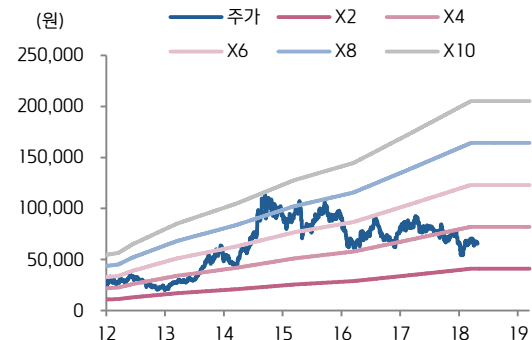
자료: 키움증권 리서치

한국콜마 12M FWD P/E밴드 추이



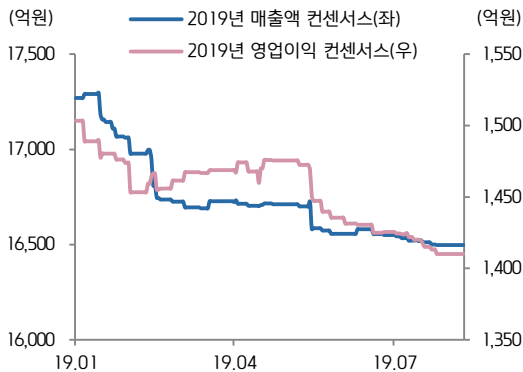
자료: 한국콜마, 키움증권 리서치

한국콜마 12M FWD P/B밴드 추이



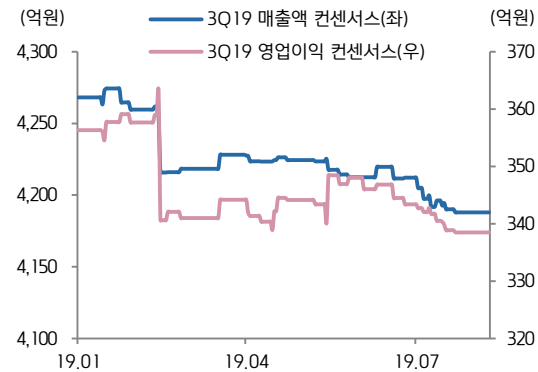
자료: 한국콜마, 키움증권 리서치

한국콜마 2019년 매출액 및 영업이익 컨센서스



자료: 한국콜마, 키움증권 리서치

한국콜마 3Q 19 매출액 및 영업이익 컨센서스



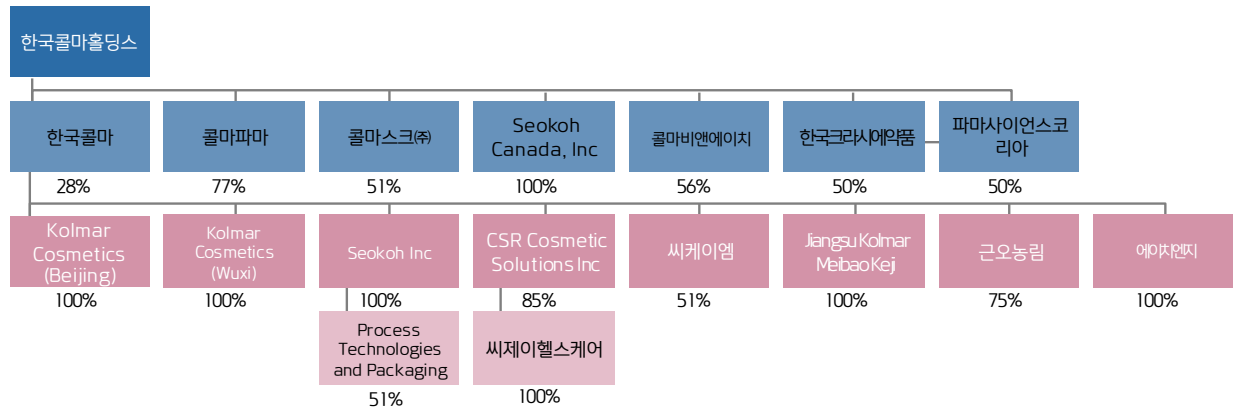
자료: 한국콜마, 키움증권 리서치

한국콜마 실적추이 및 전망

(단위: 십억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19E	4Q19E	2018E	2019E	2020E
매출액	242.5	360.1	375.4	379.9	380.6	409.8	400.6	387.6	1,357.9	1,578.6	1,693.8
기존 사업	242.4	280.1	251.4	248.9	380.6	282.7	269.2	267.6	1,022.8	1,200.1	1,163.9
별도(국내)	208.4	245.9	222.0	216.5	220.9	239.5	224.6	219.8	892.8	904.8	974.6
화장품	156.1	192.7	177.0	171.6	174.7	192.1	182.2	177.1	697.3	726.1	786.4
제약	52.0	52.8	44.6	44.9	46.2	47.5	42.4	42.7	194.4	178.7	188.2
중국(북경/무석)	15.8	21.7	18.4	19.1	17.7	21.2	28.0	29.4	75.0	96.2	113.2
미국 (PTP)	14.2	13.4	13.4	14.6	13.9	16.4	14.8	16.0	55.6	61.2	66.0
캐나다 (CSR)	8.0	8.2	7.9	8.5	8.6	10.3	8.7	9.3	32.6	36.9	39.8
CKM (CJ헬스케어)	0.1	80.0	124.0	131.0	126.3	127.1	131.4	119.9	335.1	504.7	529.9
YoY (%)	20.4	73.9	93.3	73.5	56.9	13.8	6.7	2.0	65.3	16.3	7.3
기존 사업	20.4	35.3	29.4	13.7	57.0	0.9	7.1	7.5	24.5	17.3	-3.0
별도(국내)	23.0	43.7	36.6	21.3	6.0	-2.6	1.2	1.5	31.0	1.3	7.7
화장품	27.0	58.1	55.3	32.0	11.9	-0.3	3.0	3.2	42.7	4.1	8.3
제약	26.9	52.3	51.2	31.6	11.3	3.8	5.0	5.0	40.2	6.1	8.5
중국(북경/무석)	28.5	156.4	102.9	36.9	20.6	-42.4	-15.0	-20.0	77.7	-18.0	5.9
미국 (PTP)	11.9	7.6	-7.8	-6.5	-11.1	-10.1	-5.0	-5.0	1.2	-8.0	5.3
캐나다 (CSR)	47.0	52.8	60.8	-10.2	12.0	-2.7	52.2	54.0	30.1	28.3	17.6
CKM (CJ헬스케어)	-14.7	-18.6	-30.6	0.6	-1.9	22.5	10.0	10.0	-16.9	10.0	8.0
매출총이익	46.6	99.0	100.8	97.6	96.0	116.8	107.6	99.6	344.0	420.0	450.6
매출총이익률 (%)	19.2	27.5	26.9	25.7	25.2	28.5	26.9	25.7	25.3	26.6	26.6
영업이익	18.0	24.6	7.8	39.6	31.7	38.0	38.8	41.2	90.0	149.7	183.2
YoY (%)	-12.8	44.8	-49.5	183.3	76.4	54.8	398.2	3.8	34.3	66.4	22.4
영업이익률 (%)	7.4	6.8	2.1	10.4	8.3	9.3	9.7	10.6	6.6	9.5	10.8
지배순이익	13.2	15.5	-3.2	18.2	11.2	15.0	15.4	16.9	43.7	58.4	76.7
YoY (%)	-12.0	21.3	적전	138.3	-15.1	-3.5	흑전	-7.6	-7.5	33.7	31.2
지배순이익률 (%)	5.4	4.3	-0.9	4.8	2.9	3.7	3.8	4.3	3.2	3.7	4.5

자료: 한국콜마, 키움증권 리서치

한국콜마의 지배구조



자료: 한국콜마, 키움증권 리서치

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
매출액	821.6	1,357.9	2,244.1	3,708.8	6,129.4
매출원가	643.8	1,000.9	1,654.1	2,733.7	4,517.9
매출총이익	177.8	357.0	590.0	975.1	1,611.5
판매비	110.8	267.0	473.7	730.6	1,169.2
영업이익	67.0	90.0	116.3	244.5	442.3
EBITDA	86.2	132.0	223.5	327.9	507.5
영업외손익	-5.0	-34.6	-33.7	-33.4	-33.1
이자수익	1.3	2.2	1.4	1.6	1.9
이자비용	4.0	33.4	33.4	33.4	33.4
외환관련이익	4.4	8.1	3.2	3.2	3.2
외환관련손실	5.4	9.4	2.1	2.1	2.1
종속 및 관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	-1.3	-2.1	-2.8	-2.7	-2.7
법인세차감전이익	62.0	55.4	82.6	211.0	409.2
법인세비용	13.4	18.6	27.7	70.8	137.3
계속사업순이익	48.6	36.8	54.9	140.2	271.9
당기순이익	48.6	36.8	54.9	140.2	271.9
지배주주순이익	47.3	42.3	63.1	161.2	312.5
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	23.1	65.3	65.3	65.3	65.3
영업이익 증감율	-8.8	34.3	29.2	110.2	80.9
EBITDA 증감율	1.1	53.1	69.3	46.7	54.8
지배주주순이익 증감율	-10.9	-10.6	49.2	155.5	93.9
EPS 증감율	-11.0	-12.8	42.8	152.5	93.9
매출총이익율(%)	21.6	26.3	26.3	26.3	26.3
영업이익률(%)	8.2	6.6	5.2	6.6	7.2
EBITDA Margin(%)	10.5	9.7	10.0	8.8	8.3
지배주주순이익률(%)	5.8	3.1	2.8	4.3	5.1

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	5.4	62.8	340.2	1,639.1	8,123.7
당기순이익	48.6	36.8	54.9	140.2	271.9
비현금항목의 가감	37.6	102.4	170.7	189.7	237.7
유형자산감가상각비	16.0	31.2	57.8	47.8	39.6
무형자산감가상각비	3.2	10.8	49.4	35.6	25.6
지분법평가손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	18.4	60.4	63.5	106.3	172.5
영업활동자산부채증감	-61.0	-29.4	174.3	1,411.8	7,782.9
매출채권및기타채권의감소	-34.5	14.7	-131.9	-218.1	-360.4
재고자산의감소	-17.6	-21.0	-115.4	-190.7	-315.2
매입채무및기타채무의증가	-3.4	-14.9	423.5	1,822.4	8,460.6
기타	-5.5	-8.2	-1.9	-1.8	-2.1
기타현금흐름	-19.8	-47.0	-59.7	-102.6	-168.8
투자활동 현금흐름	-156.2	-1,293.2	-2,411.2	-2,431.0	-2,434.4
유형자산의 취득	-68.6	-79.2	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	0.4	2.9	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-8.2	-0.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-4.2	-12.7	-1,204.8	-1,221.7	-1,221.7
단기금융자산의감소(증가)	-63.4	-12.9	-15.3	-18.2	-21.6
기타	-12.2	-1,191.1	-1,191.1	-1,191.1	-1,191.1
재무활동 현금흐름	135.1	1,293.7	-4.0	-4.4	-4.4
차입금의 증가(감소)	140.8	846.9	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.1	450.0	0.3	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-6.2	-6.3	-7.4	-7.6	-7.6
기타	0.4	3.1	3.1	3.2	3.2
기타현금흐름	3.0	-1.0	0.0	0.0	0.0
현금 및 현금성자산의 순증가	-12.6	62.2	-2,075.0	-796.3	5,684.9
기초현금 및 현금성자산	26.9	14.3	76.5	-1,998.5	-2,794.7
기말현금 및 현금성자산	14.3	76.5	-1,998.5	-2,794.7	2,890.2

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
유동자산	365.9	555.2	743.0	1,171.8	1,871.0
현금 및 현금성자산	14.3	76.5	0.0	0.0	0.0
단기금융자산	68.4	81.3	96.5	114.7	136.3
매출채권 및 기타채권	160.7	202.2	334.1	552.2	912.6
재고자산	105.7	176.8	292.2	483.0	798.2
기타유동자산	85.2	99.7	116.7	136.6	160.2
비유동자산	302.6	1,631.2	2,728.8	3,867.0	5,023.5
투자자산	4.3	17.0	1,221.7	2,443.4	3,665.1
유형자산	236.2	421.3	363.4	315.6	276.0
무형자산	58.0	1,150.7	1,101.3	1,065.7	1,040.1
기타비유동자산	4.1	42.2	42.4	42.3	42.3
자산총계	668.5	2,186.4	3,471.8	5,038.8	6,894.5
유동부채	212.0	517.3	940.8	2,763.3	11,223.8
매입채무 및 기타채무	119.4	202.7	626.2	2,448.6	10,909.2
단기금융부채	78.8	288.3	288.3	288.3	288.3
기타유동부채	13.8	26.3	26.3	26.4	26.3
비유동부채	124.0	859.3	859.3	859.3	859.3
장기금융부채	119.3	818.6	818.6	818.6	818.6
기타비유동부채	4.7	40.7	40.7	40.7	40.7
부채총계	335.9	1,376.6	1,800.1	3,622.5	12,083.1
자본지분	305.1	438.4	490.9	641.3	943.0
자본금	10.6	11.2	11.4	11.4	11.4
자본잉여금	116.4	215.7	215.7	215.7	215.7
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	-2.4	-1.8	-5.1	-8.4	-11.6
이익잉여금	180.7	213.2	268.8	422.5	727.4
비지배지분	27.5	371.5	363.3	342.3	301.7
자본총계	332.6	809.8	854.2	983.6	1,244.6

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2017A	2018A	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	2,240	1,954	2,790	7,045	13,659
BPS	14,458	19,616	21,455	28,026	41,212
CFPS	4,085	6,428	9,973	14,420	22,271
DPS	300	330	330	330	330
주가배수(배)					
PER	36.6	36.1	15.6	6.2	3.2
PER(최고)	40.8	50.4	29.9		
PER(최저)	25.8	26.6	14.9		
PBR	5.67	3.59	2.03	1.55	1.06
PBR(최고)	6.32	5.02	3.89		
PBR(최저)	3.99	2.65	1.94		
PSR	2.11	1.12	0.44	0.27	0.16
PCFR	20.1	11.0	4.4	3.0	2.0
EV/EBITDA	21.7	21.9	10.6	7.1	4.5
주요비율(%)					
배당성향(% , 보통주, 현금)	13.0	20.0	13.8	5.4	2.8
배당수익률(% , 보통주, 현금)	0.4	0.5	0.8	0.8	0.8
ROA	8.4	2.6	1.9	3.3	4.6
ROE	16.4	11.4	13.6	28.5	39.5
ROIC	13.6	7.7	4.7	21.7	-7.5
매출채권회전율	5.7	7.5	8.4	8.4	8.4
재고자산회전율	8.6	9.6	9.6	9.6	9.6
부채비율	101.0	170.0	210.7	368.3	970.8
순차입금비율	34.7	117.2	118.3	100.9	78.0
이자보상배율	16.9	2.7	3.5	7.3	13.2
총차입금	198.0	1,107.0	1,107.0	1,107.0	1,107.0
순차입금	115.4	949.2	1,010.4	992.3	970.7
NOPLAT	86.2	132.0	223.5	327.9	507.5
FCF	-66.0	21.8	358.8	1,657.6	8,142.0

Compliance Notice

- 당사는 9월 3일 현재 '한국콜마' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

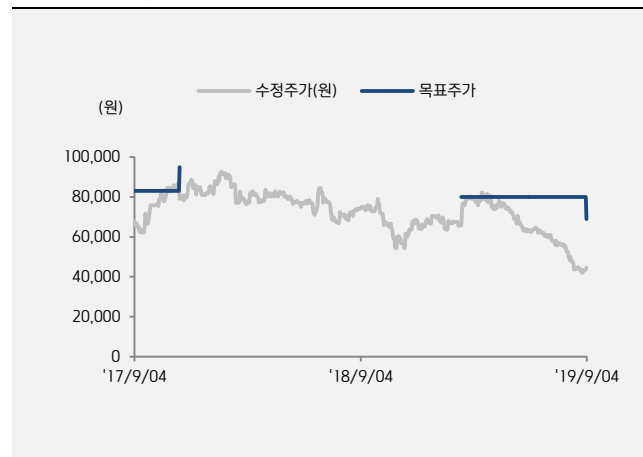
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한국콜마 (161890)	2017/11/15	Outperform (Maintain)	95,000원	6개월	-10.30	-2.42
	2018/02/13	Buy (Reinitiate)	80,000원	6개월	-3.01	6.00
	2019/09/04	Buy (Maintain)	69,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2018/07/01~2019/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	161	95.83%
중립	7	4.17%
매도	0	0.00%