

2019. 9. 27



▲ 유통/화장품

Analyst 양지혜

02. 6454-4873

jihye.yang@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 56,000 원

현재주가 (9.26) 43,250 원

상승여력 29.5%

KOSPI 2,074.52pt

시가총액 9,896억원

발행주식수 2,288만주

유동주식비율 69.63%

외국인비중 34.98%

52주 최고/최저가 82,300원/42,000원

평균거래대금 96.3억원

주요주주(%)

한국콜마홀딩스 외 33 인 30.37

NIHON KOLMAR 12.14

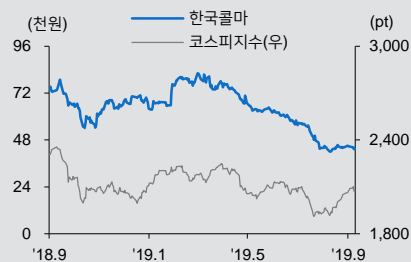
국민연금공단 9.92

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 2.7 -47.0 -40.6

상대주가 -5.1 -45.1 -33.0

주가그래프



한국콜마 161890

제약 중심으로 양호한 실적 전망

- ✓ 3Q 매출액 3,905억원 (+4.0% YoY), 영업이익 312억원 (+301.3% YoY) 전망
- ✓ 화장품 내수 및 수출 예상보다 부진, 제약 호실적으로 시장 기대치 충족 예상
- ✓ 화장품 일부 고객사의 폭발적 성장에 따른 일시적인 기저 부담이라면 4Q 회복 전망
- ✓ 온라인 스몰 & 인디 브랜드 비중 확대에 따른 생산 효율성 하락 가능성 또한 잠재
- ✓ 투자 의견 Buy 유지, 적정주가 56,000원으로 하향

3Q 화장품 부진 지속, 제약 호실적으로 시장 기대치 충족할 전망

한국콜마는 3분기 연결기준 매출액 3,905억원 (+4.0% YoY), 영업이익 312억원 (+301.3% YoY)을 기록하여 시장 컨센서스 (매출액 4,009억원, 영업이익 329억원)에 대체로 부합할 전망이다. 국내 화장품은 지난해 제이엠솔루션 등 신생 온라인 브랜드 매출의 높은 기저와 히트상품 부재 영향 등으로 내수와 수출이 각각 -3% YoY, -45% YoY로 감소할 것으로 예상된다. 중국법인 (북경+무석)의 성장률은 +10% YoY로 2분기 -2.3% 대비 회복되고 신규 가동 중인 무석공장의 손실폭도 2분기 -15억원에서 3분기 -10억원으로 줄어든 전망이다. 국내 제약은 CSO 전환 이슈가 마무리되면서 3분기 +10.5% YoY의 성장세를 회복하고 연결 자회사인 헬스케어 또한 3분기 매출액 1,400억원, 영업이익률 14% 수준의 호실적이 기대된다.

투자 의견 Buy 유지, 적정주가 56,000원으로 하향

한국콜마에 대해 투자 의견 Buy를 유지하고 적정주가를 65,000원에서 56,000원으로 하향한다. 적정주가는 2019년 예상 EPS에 적정 PER 22배 (화장품 PER 30배와 제약 PER 20배의 이익 기준 가중평균)를 적용하여 산출했다. 최근 제약 호실적 대비 화장품 부진으로 밸류에이션 디레이팅이 지속되고 있다. 화장품 실적 부진이 지난해 신규 온라인 브랜드의 폭발적인 성장에 따른 일시적인 기저 부담이라면 4분기부터 점진적으로 회복될 수 있겠지만 구조적인 스몰 & 인디 브랜드 성장에 따른 생산 효율성 하락과 화장품 고객사들의 자체 생산 비중 확대에 따른 영향이라면 성장률 둔화가 예상보다 지속될 가능성이 잠재한다. 국내 및 중국 화장품 사업 부진을 감안하더라도 현 주가는 12개월 Forward 기준 PER 15배 수준으로 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	1,600.1	144.2	56.9	2,517	64.5	21,316	17.2	2.0	11.4	12.3	158.6
2020E	1,748.8	160.9	73.8	3,225	28.1	24,211	13.4	1.8	10.2	14.2	135.7
2021E	1,871.2	168.4	79.9	3,490	8.2	27,371	12.4	1.6	9.6	13.5	115.1

표1 3Q19 Earnings Preview

(십억원)	3Q19E	3Q18	(% YoY)	2Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	390.5	375.4	4.0	409.8	-4.7	400.9	-2.6
영업이익	31.2	7.8	301.3	38.0	-17.9	32.9	-5.0
지배주주순이익	11.6	-3.2	460.4	13.8	-16.2	12.9	-10.4

자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

표2 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
매출액	1,574.4	1,720.5	1,600.1	1,748.8	1.6	1.6
영업이익	133.1	147.4	144.1	160.9	8.3	9.2
지배주주순이익	52.5	66.3	56.9	73.8	8.4	11.3

자료: 한국콜마, 메리츠증권 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	390.5	419.2	1,600.1
증가율 (% YoY)	23.1	20.4	73.9	93.3	81.8	67.5	56.9	13.8	4.0	5.3	16.3
별도매출액 (국내)	681.6	208.4	245.9	222.0	215.4	891.7	220.9	239.5	213.8	228.1	902.3
CKM (CJ헬스케어)		0.1	80.0	124.0	131.0	335.1	126.2	127.1	140.0	150.0	543.3
중국법인 (북경+무석)	57.6	15.8	21.7	18.4	19.1	75.0	17.7	21.2	20.2	21.5	80.6
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	54.7	54.4	56.4
CKM (CJ헬스케어)			22.2	33.0	32.9	24.4	33.2	31.0	35.9	35.8	34.0
중국법인 (북경+무석)	7.0	6.5	6.0	4.9	4.8	5.5	4.7	5.2	5.2	5.1	5.0
미국PTP	8.1	5.9	3.7	3.6	3.7	4.0	3.7	4.0	3.9	4.0	3.9
캐나다CSR	3.4	3.3	2.3	2.1	2.1	2.4	2.3	2.5	2.3	2.3	2.4
증가율 (% YoY)											
별도매출액 (국내)	10.0	23.0	43.7	36.6	20.7	30.8	6.0	-2.6	-3.7	5.9	1.2
CKM (CJ헬스케어)								58.9	12.9	14.5	62.1
중국법인 (북경+무석)	10.6	47.7	51.7	61.4	-9.9	30.2	12.0	-2.3	10.0	12.5	7.5
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	1,000.9	271.1	295.5	281.2	282.9	1,130.7
증가율 (% YoY)	25.3	27.1	61.1	80.8	53.2	55.5	38.4	13.2	2.4	5.0	13.0
매출원가율 (%)	78.4	80.8	72.5	73.1	67.7	72.7	71.2	72.1	72.0	67.5	70.7
매출총이익	177.8	46.6	99.0	100.8	128.5	375.0	109.5	114.3	109.3	136.2	469.4
증가율 (% YoY)	15.8	-1.4	119.8	138.1	198.1	110.9	134.9	15.4	8.5	6.0	25.2
매출총이익률 (%)	21.6	19.2	27.5	26.9	32.3	27.3	28.8	27.9	28.0	32.5	29.3
판관비	110.8	28.1	74.5	93.0	88.9	284.4	77.8	76.3	78.1	93.1	325.2
증가율 (% YoY)	38.6	5.3	165.0	245.2	205.0	156.6	177.3	2.4	-16.0	4.7	14.3
판관비중 (%)	13.5	11.6	20.7	24.8	22.3	20.7	20.4	18.6	20.0	22.2	20.3
영업이익	67.0	18.0	24.6	7.8	39.6	90.0	31.7	38.0	31.2	43.2	144.1
증가율 (% YoY)	-8.9	-13.0	44.8	-49.4	183.7	34.3	76.4	54.8	301.4	8.9	60.2
영업이익률 (%)	8.2	7.4	6.8	2.1	10.0	6.5	8.3	9.3	8.0	10.3	9.0

자료: 한국콜마, 메리츠증권 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	213.8	228.1	902.3
증가율 (% YoY)	10.0	23.0	43.7	36.6	20.7	30.8	6.0	-2.6	-3.7	5.9	1.2
화장품	489.5	156.4	193.1	177.4	170.5	697.4	174.7	192.1	164.5	179.6	710.9
화장품 내수	457.0	146.2	175.8	159.3	158.2	639.5	162.4	182.1	154.5	166.1	665.1
화장품 수출	32.5	10.2	17.2	18.1	12.3	57.8	12.3	9.9	10.0	13.5	45.7
제약	192.1	52.0	52.8	44.6	44.9	194.3	46.2	47.5	49.3	48.5	191.5
비중 (%)											
화장품	71.8	75.0	78.5	79.9	79.1	78.2	79.1	80.2	76.9	78.7	78.8
제약	28.2	24.9	21.5	20.1	20.8	21.8	20.9	19.8	23.1	21.3	21.2
증가율 (% YoY)											
화장품	7.8	27.2	58.3	55.5	30.8	42.5	11.7	-0.5	-7.3	5.4	1.9
화장품 내수	11.2	27.0	52.5	51.6	30.2	39.9	11.1	3.6	-3.0	5.0	4.0
화장품 수출	-24.9	29.1	156.7	101.1	38.2	77.8	20.6	-42.4	-45.0	10.0	-21.0
제약	16.1	11.8	7.5	-7.9	-6.7	1.1	-11.2	-10.0	10.5	8.0	-1.5
매출원가	535.9	169.2	198.9	191.0	183.2	742.2	188.8	203.3	181.7	192.8	766.5
증가율 (% YoY)	11.6	29.1	48.0	48.6	29.0	38.5	11.6	2.2	-4.9	5.2	3.3
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	32.1	35.4	135.7
증가율 (% YoY)	4.5	2.1	28.0	-8.8	-11.7	2.6	-18.1	-23.0	3.4	9.6	-9.2
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	18.2	13.7	60.6
증가율 (% YoY)	21.6	5.5	12.9	-4.7	-42.2	-7.3	-36.8	-39.1	-6.1	9.0	-22.6
판관비중 (%)	12.4	10.5	10.0	8.7	5.8	8.8	6.2	6.2	8.5	6.0	6.7
영업이익	61.3	17.1	22.5	11.7	19.7	71.0	18.3	21.5	13.9	21.7	75.3
증가율 (% YoY)	-12.4	-3.4	49.8	-14.9	32.8	15.8	7.1	-4.8	19.1	10.0	6.1
영업이익률 (%)	9.0	8.2	9.2	5.3	9.1	8.0	8.3	9.0	6.5	9.5	8.4

자료: 한국콜마, 메리츠증권증권 리서치센터

한국콜마 (161890)

Income Statement

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	821.6	1,357.9	1,600.1	1,748.8	1,871.2
매출액증가율 (%)	23.1	65.3	17.8	9.3	7.0
매출원가	643.8	1,000.9	1,130.7	1,234.3	1,309.8
매출총이익	177.8	357.0	469.4	514.5	561.4
판매관리비	110.8	267.0	325.2	353.6	393.0
영업이익	67.0	90.0	144.2	160.9	168.4
영업이익률	8.2	6.6	9.0	9.2	9.0
금융손익	-3.7	-31.5	-56.3	-47.5	-42.1
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	87.9	113.4	126.3
법인세비용	13.4	18.6	24.6	31.5	37.6
당기순이익	48.6	36.8	63.3	82.0	88.7
지배주주지분 순이익	47.3	42.3	56.9	73.8	79.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	5.4	62.8	130.0	118.3	125.4
당기순이익(손실)	48.6	36.8	63.3	82.0	88.7
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	13.2	-15.0	-11.6
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	38.6	-43.5	-28.4
기초현금	26.9	14.3	76.5	115.1	71.6
기말현금	14.3	76.5	115.1	71.6	43.2

Balance Sheet

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	365.9	555.2	610.9	608.9	618.1
현금및현금성자산	14.3	76.5	115.1	71.6	43.2
매출채권	160.0	199.7	228.6	249.8	267.3
재고자산	105.7	176.8	160.0	174.9	187.1
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	2,238.6	2,215.3	2,196.2
유동부채	212.0	517.3	416.6	414.4	410.4
매입채무	100.7	111.8	125.2	136.8	146.4
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	956.5	861.0	764.6
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	1,373.1	1,275.4	1,175.1
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	262.6	328.9	401.2
비지배주주지분	27.5	371.5	377.8	386.0	394.9
자본총계	332.6	809.8	865.5	940.0	1,021.2

Key Financial Data

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
주당데이터(원)					
SPS	38,937	62,702	70,731	76,429	81,779
EPS(지배주주)	2,240	1,954	2,517	3,225	3,490
CFPS	4,085	6,428	8,517	9,277	9,472
EBITDAPS	4,083	6,095	8,738	9,277	9,472
BPS	14,458	19,616	21,316	24,211	27,371
DPS	300	330	330	330	330
배당수익률(%)	0.4	0.5	0.8	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	36.6	36.1	17.2	13.4	12.4
PCR	20.1	11.0	5.1	4.7	4.6
PSR	2.1	1.1	0.6	0.6	0.5
PBR	5.7	3.6	2.0	1.8	1.6
EBITDA	86.2	132.0	197.7	212.3	216.7
EV/EBITDA	21.7	21.9	11.4	10.2	9.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	16.4	11.4	12.3	14.2	13.5
EBITDA 이익률	10.5	9.7	12.4	12.1	11.6
부채비율	101.0	170.0	158.6	135.7	115.1
금융비용부담률	0.5	2.5	3.4	2.9	2.4
이자보상배율(x)	16.9	2.7	2.6	3.2	3.8
매출채권회전율(x)	5.7	7.6	7.5	7.3	7.2
재고자산회전율(x)	8.6	9.6	9.5	10.4	10.3

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -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

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	괴리율(%)*		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	-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	-22.4	-8.4	
2018.11.15	기업브리프	Buy	77,000	양지혜	-13.6	-7.9	
2019.02.14	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	-32.3	-30.0	
2019.09.27	기업브리프	Buy	56,000	양지혜	-	-	