

한국콜마 (161890)

3QPre: 그늘이 길다

3분기 국내 화장품 사업 부진

3분기 연결 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 3%, 263% 증가한 3,880억원과 280억원으로 추정한다. 시장 기대치(OP 330억원)를 상당히 못 미치는 수준이다. 국내 사업 영업이익이 전년도 낮은 베이스(제약 일회성 손실)에도 불구하고, 화장품 매출이 YoY 10% 감소하면서, 119억원(YoY 3%) 수준에 그칠 전망이다. J사 매출이 전년 동기대비 150억원 이상 줄어들고, 수출 역시 신제품 런칭이 지연되었기 때문이다. J사 매출 비중은 전년도 3분기 14%(약 220억원 추정)에 달한 바 있다. 아울러, 불매운동 영향으로 홈쇼핑 채널 바이어 향 매출이 위축되었다. 중국 사업은 무석법인 가동률 상승으로 영업손실 규모가 10억원(QoQ +5억원)까지 줄어들고, 북미사업 영업이익은 2분기와 유사한 6억원 수준을 유지할 것으로 예상된다. CKM(헬스케어) 영업이익은 170억원(OPM 13%)으로 캐시카우 역할을 기대한다.

당분간 실적 불확실성 지속

올해 ODM 업체들은 전반적인 실적 불확실성 하에 있다. 매출 측면에서 전방산업이 좋지 않다. 중국 시장에서는 로컬 브랜드 약진으로 국내 중저가 업체들의 대 중국 수출이 둔화되고 있다. 한국콜마의 국내 화장품 바이어 향 매출 성장률은 J사를 제외해도 YoY 3% 수준에 그칠 듯 하다. 수출은 이렇다 할 신규 런칭이 없고, 중국 사업은 Capa 증설 이후 가동률 상승이 제한적이다. 이러한 상황은 당분간 지속될 공산이 크다. 4분기 연결 영업이익은 360억원으로 YoY 10% 감익이 예상된다.

목표주가 5.6->4.7만원, 투자 의견 '매수'-'>'중립'으로 하향

실적 추정치와 밸류에이션 하향 조정에 따라 목표주가와 투자 의견을 모두 내린다. 4.7만원은 12MF PER 20배다. 온라인/벤처 시대 부작용으로 국내 주요 ODM 업체들의 매출채권/재고자산/가동률 측면 부정적 지표들이 잇따르고 있다. 실적 가시성은 떨어질 수밖에 없으며, 이는 밸류에이션 할인 요인이다. 현재주가는 12MF PER 18배 수준이다. 한국콜마의 경우 매출채권 안정화와 국내/중국 화장품 사업 매출 회복 여부 등이 관건이다.

Earnings Preview

Neutral(하향)

TP(12M): 47,000원(하향) | CP(10월 1일): 42,550원

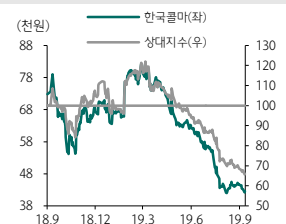
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,072.42
52주 최고/최저(원)	82,300/42,000
시가총액(십억원)	973.6
시가총액비중(%)	0.08
발행주식수(천주)	22,881.2
60일 평균 거래량(천주)	210.4
60일 평균 거래대금(십억원)	9.8
19년 배당금(예상, 원)	330
19년 배당수익률(예상, %)	0.78
외국인지분율(%)	34.79
주요주주 지분율(%)	
한국콜마홀딩스 외 33 인	30.37
NIHON KOLMAR	12.14
추가상승률	1M 6M 12M
절대	(2.0) (47.2) (46.1)
상대	(6.9) (44.8) (39.2)

Consensus Data

	2019	2020
매출액(십억원)	1,610.9	1,770.5
영업이익(십억원)	141.6	163.6
순이익(십억원)	65.3	84.5
EPS(원)	2,659	3,307
BPS(원)	21,471	24,493

Stock Price



Financial Data

투자지표	단위	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	십억원	821.6	1,357.9	1,594.8	1,672.3	1,747.8
영업이익	십억원	67.0	90.0	133.7	153.5	162.7
세전이익	십억원	62.0	55.4	76.2	95.6	104.5
순이익	십억원	47.3	42.3	41.5	56.4	62.9
EPS	원	2,240	1,954	1,833	2,465	2,748
증감률	%	(11.0)	(12.8)	(6.2)	34.5	11.5
PER	배	36.61	36.09	23.21	17.26	15.48
PBR	배	5.67	3.59	2.06	1.87	1.69
EV/EBITDA	배	21.74	21.94	13.02	11.47	10.68
ROE	%	16.44	11.38	9.11	11.35	11.45
BPS	원	14,458	19,616	20,648	22,783	25,201
DPS	원	300	330	330	330	330



Analyst 박종대

02-3771-8544

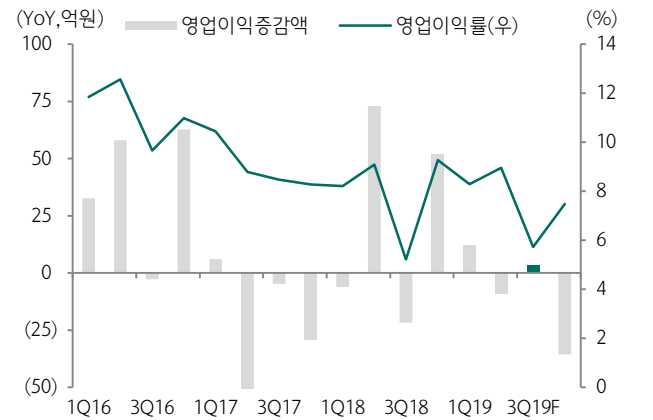
forsword@hanafn.com

RA 서현정

02-3771-7552

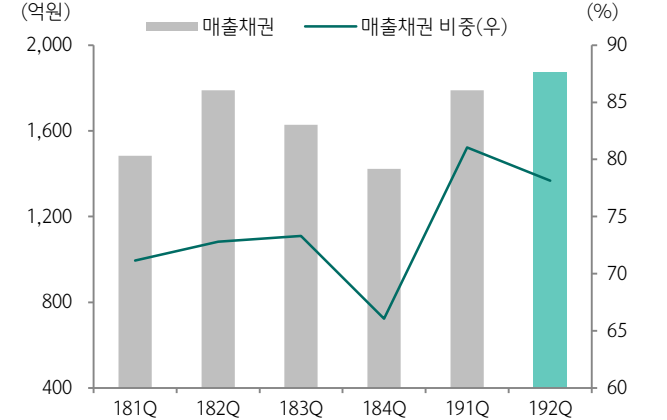
hjs0214@hanafn.com

그림 1. 한국콜마 영업이익 증감액과 영업이익률



자료: 한국콜마, 하나금융투자

그림 2. 한국콜마 매출채권과 매출채권 비중



주: 별도기준
자료: 한국콜마, 하나금융투자

표 1. 한국콜마 분기 실적 전망 (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

3분기 연결 매출과 영업이익은 각각
전년 동기대비 3%, 263% 증가한
3,880억원과 280억원으로 추정

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018년	1Q19	2Q19	3Q19F	4Q19F	2019년
매출	242	360	375	380	1,358	381	410	388	417	1,595
한국	208	246	222	215	892	221	240	208	219	888
화장품	156	193	177	171	697	175	192	160	171	697
내수	146	176	159	158	640	162	182	148	160	652
수출	10	17	18	12	58	12	10	12	11	45
제약	52	53	45	45	194	46	48	48	49	190
중국	16	22	18	19	74	15	16	24	34	89
북미	22	22	21	23	88	23	27	25	28	103
CKM	0	80	124	131	335	126	127	130	139	523
영업이익	18	25	8	40	90	32	38	28	36	134
한국	17	22	12	20	71	18	21	12	16	68
중국	0	0	0	-3	-3	-3	-1	-1	0	-5
북미	1	1	0	0	2	0	1	1	1	3
CKM		2	-3	24	22	15	18	17	18	68
세전이익	17	15	-6	28	55	22	21	12	21	76
순이익	13	16	-3	17	42	14	14	8	6	41
영업이익률(%)	7.4	6.8	2.1	10.4	6.6	8.3	9.3	7.3	8.6	8.4
세전이익률(%)	7.2	4.3	-1.6	7.5	4.1	5.7	5.2	3.1	5.1	4.8
순이익률(%)	5.4	4.3	-0.9	4.4	3.1	3.7	3.4	2.0	1.4	2.6
(YoY)										
매출	20.4	73.9	93.3	73.5	65.3	56.9	13.8	3.2	9.7	17.4
한국	22.9	43.7	36.6	20.7	30.8	6.0	-2.6	-6.3	1.8	-0.4
화장품	27.2	58.2	55.5	30.8	42.5	11.7	-0.5	-9.9	0.2	0.0
제약	11.8	7.5	-7.9	-6.7	1.1	-11.2	-10.0	8.0	8.1	-2.0
중국	47.7	51.7	61.4	-12.7	29.2	-4.4	-24.9	28.5	84.9	19.9
북미	-4.3	-12.6	-7.4	-3.3	-7.0	1.4	23.6	19.4	23.1	16.8
CKM							58.9	5.0	6.3	56.0
영업이익	-12.8	44.8	-49.5	183.3	34.3	76.4	54.8	262.9	-10.0	48.6
세전이익	-12.4	-4.9	-138.1	170.9	-10.7	25.9	36.8	흑전	-25.1	37.5
지배주주순이익	-12.0	21.3	-127.1	119.8	-10.5	7.7	-11.1	흑전	-65.7	-2.0

자료: 한국콜마, 하나금융투자

표 2. 한국콜마 연간 실적 전망 및 Valuation (K-IFRS 연결)

(단위: 십억원)

2019년 연결 매출과 영업이익
YoY 17.4%, 48.6% 증가한 1조
5,948억원과 1,337억원 전망

	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출	822	1,358	1,595	1,672	1,748
한국	682	892	888	929	966
화장품	490	697	697	726	752
내수	457	640	652	678	703
수출	33	58	45	47	49
제약	192	194	190	204	214
중국	58	74	89	105	122
북미	95	88	103	108	114
CKM		335	523	538	555
영업이익	67	90	134	153	163
한국	61	71	68	78	83
중국	2	(3)	(5)	1	2
북미	5	2	3	4	4
CKM		22	68	71	74
세전이익	62	55	76	96	104
지배주주순이익	47	42	41	56	63
적정시가총액	816	898	987	1,086	1,195
주식수(천주)	22,876	22,876	22,876	22,876	22,876
적정주가(원)	35,669	39,236	43,159	47,475	52,223
적정PER(배)	17	21	24	19	19
EPS(원)	2,066	1,849	1,813	2,465	2,749
영업이익률(%)	8.2	6.6	8.4	9.2	9.3
매출 (YoY,%)	23.1	65.3	17.4	4.9	4.5
영업이익 (YoY,%)	-8.8	34.3	48.6	14.8	6.0
순이익 (YoY,%)	-11.0	-10.5	-2.0	36.0	11.5

자료: 한국콜마, 하나금융투자

추정 재무제표

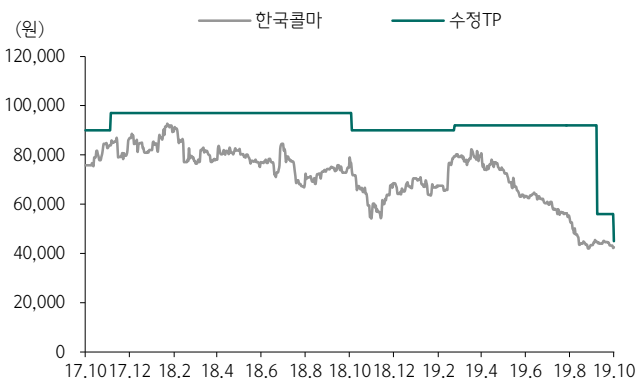
손익계산서	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
매출액	821.6	1,357.9	1,594.8	1,672.3	1,747.8
매출원가	643.8	1,000.9	1,151.4	1,203.8	1,254.3
매출중이익	177.8	357.0	443.4	468.5	493.5
판매비	110.8	267.0	309.7	315.1	330.8
영업이익	67.0	90.0	133.7	153.5	162.7
금융손익	(3.6)	(31.5)	(54.4)	(54.7)	(55.0)
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	(1.3)	(3.1)	(3.1)	(3.2)	(3.2)
세전이익	62.0	55.4	76.2	95.6	104.5
법인세	13.4	18.6	24.4	27.5	28.6
계속사업이익	48.6	36.8	51.8	68.1	75.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	48.6	36.8	51.8	68.1	75.9
비지배주주지분	1.3	(5.5)	10.3	11.7	13.0
순이익	47.3	42.3	41.5	56.4	62.9
지배주주지분포괄이익	40.4	37.9	58.5	76.9	85.7
NOPAT	52.5	59.8	90.9	109.3	118.2
EBITDA	86.2	132.0	173.2	190.0	196.3
성장성(%)					
매출액증가율	23.1	65.3	17.4	4.9	4.5
NOPAT증가율	(4.2)	13.9	52.0	20.2	8.1
EBITDA증가율	1.1	53.1	31.2	9.7	3.3
영업이익증가율	(8.7)	34.3	48.6	14.8	6.0
(지배주주)순이익증가율	(10.9)	(10.6)	(1.9)	35.9	11.5
EPS증가율	(11.0)	(12.8)	(6.2)	34.5	11.5
수익성(%)					
매출중이익률	21.6	26.3	27.8	28.0	28.2
EBITDA이익률	10.5	9.7	10.9	11.4	11.2
영업이익률	8.2	6.6	8.4	9.2	9.3
계속사업이익률	5.9	2.7	3.2	4.1	4.3
투자지표					
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
주당지표(원)					
EPS	2,240	1,954	1,833	2,465	2,748
BPS	14,458	19,616	20,648	22,783	25,201
CFPS	4,085	6,428	7,403	7,859	7,971
EBITDAPS	4,083	6,095	7,658	8,302	8,579
SPS	38,937	62,702	70,498	73,088	76,384
DPS	300	330	330	330	330
주기지표(배)					
PER	36.6	36.1	23.2	17.3	15.5
PBR	5.7	3.6	2.1	1.9	1.7
PCFR	20.1	11.0	5.7	5.4	5.3
EV/EBITDA	21.7	21.9	13.0	11.5	10.7
PSR	2.1	1.1	0.6	0.6	0.6
재무비율(%)					
ROE	16.4	11.4	9.1	11.4	11.5
ROA	8.1	3.0	1.9	2.6	2.9
ROIC	13.4	5.3	5.1	6.1	6.7
부채비율	101.0	170.0	154.8	139.0	126.3
순부채비율	34.7	117.2	105.4	88.7	72.9
이자보상배율(배)	16.9	2.7	2.5	3.1	3.5

자료: 하나금융투자

대차대조표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
유동자산	365.9	555.2	565.2	611.1	683.4
금융자산	82.7	157.8	107.8	131.4	182.1
현금성자산	14.3	76.5	34.6	65.5	119.6
매출채권 등	160.7	202.2	232.5	243.8	254.8
재고자산	105.7	176.8	203.4	213.2	222.9
기타유동자산	16.8	18.4	21.5	22.7	23.6
비유동자산	302.6	1,631.2	1,611.7	1,575.2	1,541.5
투자자산	4.3	17.0	17.0	17.0	17.0
금융자산	4.3	0.0	0.1	0.1	0.1
유형자산	236.2	421.3	411.9	385.0	360.3
무형자산	58.0	1,150.7	1,140.5	1,131.0	1,121.9
기타비유동자산	4.1	42.2	42.3	42.2	42.3
자산총계	668.5	2,186.4	2,176.9	2,186.2	2,225.0
유동부채	212.0	517.3	509.5	491.6	483.4
금융부채	78.8	288.3	242.9	212.7	192.5
매입채무 등	119.4	202.7	238.1	249.7	260.9
기타유동부채	13.8	26.3	28.5	29.2	30.0
비유동부채	124.0	859.3	813.1	779.9	758.5
금융부채	119.3	818.6	765.4	729.9	706.2
기타비유동부채	4.7	40.7	47.7	50.0	52.3
부채총계	335.9	1,376.6	1,322.6	1,271.5	1,241.8
지배주주지분	305.1	438.3	472.5	521.3	576.6
자본금	10.6	11.2	11.2	11.2	11.2
자본잉여금	116.4	215.7	215.7	215.7	215.7
자본조정	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄이익누계액	(2.4)	(1.8)	(1.8)	(1.8)	(1.8)
이익잉여금	180.7	213.2	247.3	296.2	351.5
비지배주주지분	27.5	371.5	381.8	393.5	406.5
자본총계	332.6	809.8	854.3	914.8	983.1
순금융부채	115.4	949.2	900.6	811.2	716.6
현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2017	2018	2019F	2020F	2021F
영업활동 현금흐름	5.4	62.8	76.0	96.9	102.1
당기순이익	48.6	36.8	51.8	68.1	75.9
조정	17.8	55.4	39.6	36.4	33.6
감가상각비	19.2	42.0	39.6	36.5	33.6
외환거래손익	0.1	2.5	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타	(1.5)	10.9	0.0	(0.1)	0.0
영업활동 자산부채 변동	(61.0)	(29.4)	(15.4)	(7.6)	(7.4)
투자활동 현금흐름	(156.2)	(1,293.2)	(11.9)	7.3	3.3
투자자산감소(증가)	(4.2)	(12.7)	(0.0)	(0.0)	(0.0)
유형자산감소(증가)	(68.3)	(76.3)	(20.0)	0.0	0.0
기타	(83.7)	(1,204.2)	8.1	7.3	3.3
재무활동 현금흐름	135.1	1,293.7	(106.0)	(73.3)	(51.4)
금융부채증가(감소)	134.7	908.9	(98.6)	(65.8)	(43.8)
자본증가(감소)	0.1	100.0	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	6.5	291.1	(0.0)	0.1	(0.0)
배당지급	(6.2)	(6.3)	(7.4)	(7.6)	(7.6)
현금의 증감	(12.6)	62.2	(41.9)	30.9	54.0
Unlevered CFO	86.2	139.2	167.5	179.8	182.4
Free Cash Flow	(63.3)	(16.4)	56.0	96.9	102.1

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한국콜마



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
19.10.2	Neutral	47,000		
19.9.9	BUY	56,000	-21.27%	-19.38%
19.2.24	BUY	92,000	-30.10%	-10.54%
18.10.5	BUY	90,000	-26.75%	-11.78%
17.11.6	BUY	97,000	-18.15%	-4.43%
17.10.12	BUY	90,000	-9.52%	-5.78%
17.7.3	BUY	105,000	-34.19%	-26.95%

투자등급 관련사항 및 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용
- 기업의 분류
 BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
 Reduce(매도)_목표주가가 현주가 대비 -15% 이상 하락 가능

- 산업의 분류
 Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
 Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
 Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15% 이상 하락 가능

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	89.5%	9.9%	0.6%	100.0%

* 기준일: 2019년 10월 1일

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2019년 10월 02일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박종대)는 2019년 10월 02일 현재 해당 회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.