

한국콜마 (161890)

단기 타격 불가피, 제약으로 안정성은 확보



▶ Analyst 손효주 hyoju.son@hanwha.com 3772-7610

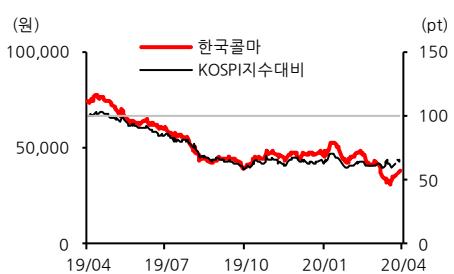
Buy (유지)

목표주가(유지): 62,000원

현재 주가(4/6)	39,450원
상승여력	▲57.2%
시가총액	9,027억원
발행주식수	22,881천주
52 주 최고가 / 최저가	78,100 / 31,400원
90 일 일평균 거래대금	116.49억원
외국인 지분율	26.4%
주주 구성	
한국콜마홀딩스 (외 36 인)	30.4%
NIHONKOLMAR (외 1 인)	12.1%
국민연금공단 (외 1 인)	10.3%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	-6.7	-13.5	0.5	-46.7
상대수익률(KOSPI)	5.4	3.4	11.8	-27.8
(단위: 십억 원, 원, %, 배)				
재무정보	2018	2019	2020E	2021E
매출액	1,358	1,541	1,628	1,770
영업이익	90	118	129	152
EBITDA	132	178	185	210
지배주주순이익	42	29	49	64
EPS	1,960	1,286	2,138	2,783
순차입금	949	994	1,082	1,103
PER	36.0	36.7	18.4	14.2
PBR	3.6	2.3	1.7	1.6
EV/EBITDA	19.1	11.6	10.7	9.5
배당수익률	0.5	0.7	1.0	1.1
ROE	11.4	6.4	9.9	11.6

주가 추이



한국콜마 1Q20 실적은 높은 베이스 부담과 코로나 19 타격으로 실적 부진이 예상됩니다. 코로나 19 가 진정될 것으로 예상되는 하반기 실적은 점진적으로 개선될 것으로 전망합니다. 중장기적으로 기업가치 회복을 위해서는 화장품 부문의 성장성 확대가 필요해보입니다.

1Q20 Preview: 베이스 부담과 코로나19 영향으로 부진 전망

한국콜마 1Q20 연결기준 매출액 3,820억원(+0.4%, 이하 yoy 기준 성장률 동일), 영업이익 242억원(-23.6%)으로 높은 베이스 부담과 화장 품 사업의 코로나19 영향으로 부진한 실적을 전망한다. 1) 국내 화장품 사업 매출액 1,684억원(-3.6%)으로 높아진 베이스 부담과 2월부터 본격화된 코로나19 영향으로 다소 부진할 것으로 예상한다. 2) 국내 제약 사업 매출액 487억원(+5.4%)으로 코로나19 영향에서 벗어나 꾸준한 성장이 예상된다. 3) 중국 사업(북경+무석) 매출액 132억원(-25.2%)으로 북경에서 무관 법인으로 이관작업이 온전히 마무리 되기 전에 코로나19 영향이 겹치면서 실적은 부진할 것으로 전망한다. 각 법인별로는 북경 법인 매출액 82억원(-45.4%), 무석 법인 매출액 50억원(+92.3%) 예상한다. 4) 미주 사업(PTP+CSR) 매출액 224억원(-0.4%)으로 미국 PTP법인은 기존 고객 이탈과 코로나19 영향이 더해져 부진한 실적이 지속될 것으로 전망한다. 반면 캐나다 CSR법인의 꾸준한 성장을 예상한다. 5) 씨케이엠(CJ헬스케어) 매출액 1,363억원(+8.0%)으로 신약 케이캡정의 판매 호조로 양호한 성장을 기대한다.

투자의견 Buy, 목표주가 6.2만원 유지

2019년 실적은 국내와 중국 화장품 사업이 동시에 부진하면서 실적 성장은 기대치에 미치지 못하였다. 2020년 상반기에도 코로나19 영향으로 인해 단기적으로 실적 부진은 지속될 것으로 예상한다. 다만 타격은 화장품 사업 부문에 국한되며 제약 부문은 코로나19 영향을 벗어날 것으로 전망한다. 이에 제약 부문의 높은 이익 안정성으로 급격한 실적 하락은 피할 것으로 전망한다. 코로나19가 진정될 것으로 예상되는 하반기 이후 성장성은 점진적으로 회복할 것으로 예상한다. 중장기적으로 기업가치 회복을 위해서는 화장품 부문의 성장성 확대가 필요하다. 특히 국내뿐 아니라 중국도 신규 공장 무석의 가동률 상승이 빠르게 올라올 필요가 있다. 투자의견 Buy, 목표주가 6.2만원을 유지한다.

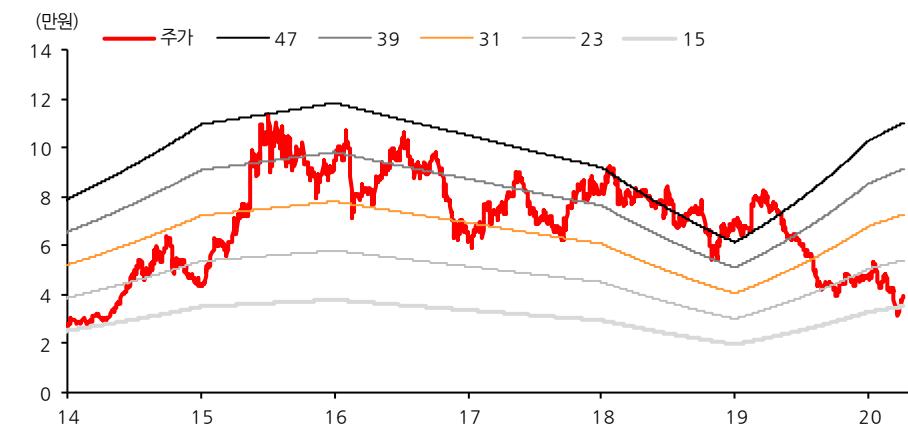
[표1] 한국콜마 1Q20 실적 당사 추정치 및 컨센서스 비교

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E(a)	y/y	q-q	컨센서스(b)	차이(a/b-1)
매출액	380.6	409.8	360.9	389.4	382.0	0.4	-1.9	394.8	-3.2
영업이익	31.7	38.0	20.2	27.8	24.2	-23.6	-13.0	29.8	-18.8
지배주주 순이익	14.2	13.8	2.7	-1.6	7.7	-45.3	흑자전환	8.6	-10.1
영업이익률(%)	8.3	9.3	5.6	7.2	6.3			7.6	
순이익률(%)	3.7	3.4	0.8	-0.4	2.0			2.2	

자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[그림1] 한국콜마 12M FWD P/E 밴드 추이



자료: Dataguide, 한화투자증권 리서치센터

[표2] 한국콜마 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20E	2Q20E	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	380.6	409.8	360.9	384.6	382.0	416.7	409.8	419.7	1,536.0	1,628.3	1,770.5
growth %	56.9	13.8	-3.8	1.2	0.4	1.7	13.5	9.1	13.1	6.0	8.7
별도	220.9	239.5	185.9	208.3	217.2	241.8	215.0	223.2	854.6	897.1	960.3
growth %	6.0	-2.6	-16.3	-3.5	-1.7	0.9	15.7	7.1	-4.2	5.0	7.0
sales %	58.0	58.5	51.5	54.2	56.8	58.0	52.5	53.2	55.6	55.1	54.2
화장품	174.7	192.1	139.3	158.0	168.4	191.0	164.1	170.2	664.1	693.8	743.9
growth %	11.9	-0.3	-21.3	-7.3	-3.6	-0.5	17.8	7.7	-4.6	4.5	7.2
sales %	45.9	46.9	38.6	41.1	44.1	45.8	40.0	40.5	43.2	42.6	42.0
제약	46.2	47.5	46.5	50.3	48.7	50.8	50.9	53.0	190.5	203.4	216.4
growth %	-11.1	-10.1	4.3	12.0	5.4	6.9	9.4	5.4	-2.0	6.7	6.4
sales %	12.1	11.6	12.9	13.1	12.8	12.2	12.4	12.6	12.4	12.5	12.2
중국	17.7	21.1	16.6	21.5	13.2	20.2	22.2	26.6	77.0	82.2	100.1
growth %	12.0	-2.5	-9.7	12.8	-25.2	-4.3	33.4	23.7	2.7	6.9	21.7
sales %	4.7	5.2	4.6	5.6	3.5	4.9	5.4	6.3	5.0	5.1	5.7
북경	15.1	16.3	11.4	12.7	8.2	11.2	10.2	11.6	55.5	41.2	43.3
growth %	-4.4	-25.1	-37.8	-31.4	-45.4	-30.9	-11.3	-8.6	-25.4	-25.7	5.0
sales %	4.0	4.0	3.2	3.3	2.2	2.7	2.5	2.8	3.6	2.5	2.4
무석	2.6	4.9	5.2	8.8	5.0	9.0	12.0	15.0	21.5	41.0	56.8
growth %				1,478.6	92.3	84.1	132.3	70.5	3,748.7	91.1	38.5
sales %	0.7	1.2	1.4	2.3	1.3	2.2	2.9	3.6	1.4	2.5	3.2
미주	22.5	26.7	21.5	16.6	22.4	22.6	22.6	18.3	87.3	85.9	92.2
growth %	1.5	23.5	0.9	-28.1	-0.4	-15.4	5.2	10.0	-1.0	-1.6	7.4
sales %	5.9	6.5	6.0	4.3	5.9	5.4	5.5	4.4	5.7	5.3	5.2
PTP	13.9	16.4	12.2	8.4	12.5	12.3	12.6	9.2	51.0	46.7	48.6
growth %	-1.9	22.4	-8.6	-42.5	-10.0	-25.0	3.0	10.0	-8.3	-8.4	4.1
sales %	3.7	4.0	3.4	2.2	3.3	3.0	3.1	2.2	3.3	2.9	2.7
CRS	8.6	10.3	9.2	8.2	9.9	10.3	10.0	9.0	36.3	39.2	43.6
growth %	7.8	25.2	17.0	-3.5	15.0	0.0	8.0	10.0	11.4	7.9	11.3
sales %	2.3	2.5	2.6	2.1	2.6	2.5	2.4	2.1	2.4	2.4	2.5
씨케이엠	126.2	127.1	141.9	147.4	136.3	137.3	156.1	162.1	542.6	591.8	651.0
growth %	157,400.0	58.9	14.4	12.5	8.0	8.0	10.0	10.0	61.9	9.1	10.0
sales %	33.2	31.0	39.3	38.3	35.7	33.0	38.1	38.6	35.3	36.3	36.8
영업이익	31.7	38.0	20.2	27.8	24.2	32.8	35.1	36.5	117.8	128.7	151.5
growth %	76.4	54.8	160.1	-29.8	-23.6	-13.6	73.5	31.2	30.9	9.2	17.8
margin %	8.3	9.3	5.6	7.2	6.3	7.9	8.6	8.7	7.7	7.9	8.6
지배주주순이익	14.2	13.8	2.7	-1.6	7.7	10.8	15.3	15.1	29.1	48.9	63.7
growth %	7.7	-11.1	-185.4	-109.8	-45.3	-22.0	459.6	흑전	-31.3	68.4	30.1
margin %	3.7	3.4	0.8	-0.4	2.0	2.6	3.7	3.6	1.9	3.0	3.6

자료: 한국콜마, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서						재무상태표					
12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E	12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
매출액	822	1,358	1,541	1,628	1,770	유동자산	366	555	646	2,006	3,371
매출총이익	178	357	432	456	499	현금성자산	83	158	236	1,406	2,645
영업이익	67	90	118	129	152	매출채권	161	202	225	337	410
EBITDA	86	132	178	185	210	재고자산	106	177	161	243	295
순이자순익	-3	-31	-51	-49	-48	비유동자산	303	1,631	1,754	1,758	1,764
외화관련손익	-1	-1	3	0	0	투자자산	8	59	149	155	161
지분법손익	0	0	0	0	0	유형자산	236	421	467	477	489
세전계속사업손익	62	55	63	79	103	무형자산	58	1,151	1,138	1,126	1,113
당기순이익	49	37	34	60	78	자산총계	669	2,186	2,400	3,764	5,135
지배주주순이익	47	42	29	49	64	유동부채	212	517	707	2,021	3,335
증가율(%)						매입채무	112	158	180	237	288
매출액	23.1	65.3	13.5	5.7	8.7	유동성이자부채	79	288	423	1,682	2,941
영업이익	-8.8	34.3	30.9	9.2	17.8	비유동부채	124	859	845	847	848
EBITDA	1.0	53.2	35.2	4.0	13.4	비유동이자부채	119	819	806	806	806
순이익	-8.6	-24.3	-8.6	78.8	30.1	부채총계	336	1,377	1,552	2,868	4,184
이익률(%)						자본금	11	11	11	11	11
매출총이익률	21.6	26.3	28.1	28.0	28.2	자본잉여금	116	216	228	228	228
영업이익률	8.2	6.6	7.6	7.9	8.6	이익잉여금	181	213	232	281	336
EBITDA 이익률	10.5	9.7	11.6	11.4	11.9	자본조정	-2	-2	0	0	0
세전이익률	7.5	4.1	4.1	4.9	5.8	자기주식	0	0	0	0	0
순이익률	5.9	2.7	2.2	3.7	4.4	자본총계	333	810	848	897	951
현금흐름표						주요지표					
(단위: 십억 원)						(단위: 원, 배)					
12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E	12월 결산	2017	2018	2019	2020E	2021E
영업현금흐름	5	63	165	-28	54	주당지표					
당기순이익	49	37	34	60	78	EPS	2,240	1,960	1,286	2,138	2,783
자산상각비	19	42	61	57	59	BPS	14,458	19,616	20,601	22,739	25,111
운전자본증감	-61	-30	39	-133	-71	DPS	300	330	330	410	450
매출채권 감소(증가)	-34	15	-22	-112	-73	CFPS	4,085	6,485	8,543	4,614	5,421
재고자산 감소(증가)	-18	-22	18	-82	-52	ROA(%)	8.1	3.0	1.3	1.6	1.4
매입채무 증가(감소)	-3	-15	1	57	51	ROE(%)	16.4	11.4	6.4	9.9	11.6
투자현금흐름	-156	-1,293	-151	48	-65	ROIC(%)	13.8	5.4	3.5	5.1	5.7
유형자산처분(취득)	-68	-76	-73	-52	-56	Multiples(x, %)					
무형자산 감소(증가)	-8	0	-1	-2	-2	PER	36.6	36.0	36.7	18.4	14.2
투자자산 감소(증가)	-65	14	-36	109	0	PBR	5.7	3.6	2.3	1.7	1.6
재무현금흐름	135	1,294	28	1,259	1,250	PSR	2.1	1.1	0.7	0.6	0.5
차입금의 증가(감소)	141	847	22	1,259	1,259	PCR	20.1	10.9	5.5	8.6	7.3
자본의 증가(감소)	-6	444	5	0	-9	EV/EBITDA	21.4	19.1	11.6	10.7	9.5
배당금의 지급	6	6	7	0	9	배당수익률	0.4	0.5	0.7	1.0	1.1
총현금흐름	86	140	193	106	124	안정성(%)					
(-)운전자본증가(감소)	56	18	-43	135	71	부채비율	101.0	170.0	183.1	319.8	439.9
(-)설비투자	69	79	74	52	56	Net debt/Equity	34.7	117.2	117.2	120.7	115.9
(+)자산매각	-8	3	0	-2	-2	Net debt/EBITDA	133.9	719.2	557.0	583.4	524.3
Free Cash Flow	-46	45	161	-84	-5	유동비율	172.6	107.3	91.3	99.3	101.1
(-)기타투자	21	1,242	44	4	6	이자보상배율(배)	16.9	2.7	2.2	2.4	2.9
잉여현금	-66	-1,197	117	-88	-11	자산구조(%)					
NOPLAT	52	60	62	98	115	투하자본	83.0	89.0	82.7	55.8	42.2
(+) Dep	19	42	61	57	59	현금+투자자산	17.0	11.0	17.3	44.2	57.8
(-)운전자본투자	56	18	-43	135	71	자본구조(%)					
(-)Capex	69	79	74	52	56	차입금	37.3	57.8	59.2	73.5	79.8
OpFCF	-53	4	92	-33	47	자기자본	62.7	42.2	40.8	26.5	20.2

주: IFRS 연결 기준

[Compliance Notice]

(공표일: 2020년 4월 7일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간접없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (손호주)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자의 증권투자를 돋기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[한국콜마 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2019.05.07	2019.05.07	2019.05.17	2019.07.05	2019.08.19	2019.10.14
투자의견	당당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	손호주	95,000	95,000	95,000	62,000	62,000
일 시	2019.10.31	2019.11.22	2020.01.14	2020.02.24	2020.04.07	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	62,000	62,000	62,000	62,000	62,000	

[목표주가 변동 내역별 고리율]

*고리율 산정: 수령주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	고리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.05.07	Buy	95,000	-37.00	-24.84
2019.08.19	Buy	62,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15%+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 빌류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2020년 3월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	93.4%	6.6%	0.0%	100.0%