



기업분석 | 유통/화장품

Analyst

오린아

02 3779 0053

lina.oh @ebestsec.co.kr

Buy (maintain)

목표주가	88,000 원
현재주가	58,200 원

컨센서스 대비

상회	부합	하회
	●	

Stock Data

KOSPI(7/11)	2,080.58 pt
시가총액	13,006 억원
발행주식수	22,347 천주
52주 최고가 / 최저	82,300 / 54,200 원
90일 일평균거래대금	67.48 억원
외국인 지분율	40.6%
배당수익률(19.12E)	0.4%
BPS(19.12E)	22,048 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 -7.6%
	6개월 -13.5%
	12개월 -16.1%
주주구성	한국콜마홀딩스 (외 34인) 31.1%
	NIHON KOLMAR (외 1인) 12.4%
	국민연금공단 (외 1인) 11.2%

Stock Price



한국콜마 (161890)

2Q19 Preview

2Q19 Preview: 영업이익 YoY +44.9% 증가한 356억원 예상

한국콜마의 2Q19 K-IFRS 연결 기준 매출액은 전년동기대비 16.4% 증가한 4,189억원, 영업이익은 전년동기대비 44.9% 증가한 356억원을 기록할 것으로 예상된다. 국내 화장품 부문은 여전히 방판 브랜드, 니치 브랜드의 주문이 꾸준하게 이어지고 있으나, 지난해 2분기 마스크팩 주문 급증에 따른 높은 베이스 영향으로 전년동기대비 4.3% 증가한 2,485억원을 예상한다. 다소 둔화되는 탑라인 성장률에도 불구하고 저마진 제품 비중 축소로 수익성은 개선되는 추세로 판단한다. 제약 부문은 CSO 매출 방식 중단에 따른 영향이 올해 상반기까지 이어져 2Q19 매출액은 전년동기대비 10.5% 감소한 473억원을 예상한다. CKM 부문은 신약 케이캡징 효과로 올해 2분기에도 안정적인 성장을 이어갈 것으로 판단한다.

2Q19 중국 부문은 북경과 무석 합산 10% 수준의 매출 성장이 가능할 것으로 추정한다. 북경 법인으로부터 무석 법인으로의 물량 이관이 지속되고 있으나, 무석 법인의 주요 고객사 Audit이 완료돼 긍정적이다. 2Q19 무석 법인 매출액은 QoQ로 112% 증가한 55억원을 추정하며, 북경 법인 이관 물량 이외에도 신규 수주가 7월부터 발생할 것으로 전망한다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 88,000원으로 조정

한국콜마에 대해 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 88,000원으로 조정한다. 조정된 목표주가는 12MF EPS에 Target multiple 30배를 적용한 수치다. 올해 하반기부터 무석 법인의 성장이 꾸준히 이어질 있는 것으로 추정하며, 화장품 업종 내 상대적으로 안정적인 실적이 긍정적이라고 판단한다.

Financial Data

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	822	1,358	1,654	1,874	2,118
영업이익	67	90	139	176	209
세전계속사업손익	62	55	91	125	144
순이익	49	37	63	83	112
EPS (원)	2,240	1,960	2,689	3,221	4,551
증감률 (%)	n/a	-12.5	37.2	19.8	41.3
PER (x)	36.6	36.0	21.5	17.9	12.7
PBR (x)	5.7	3.6	2.6	2.3	1.9
EV/EBITDA (x)	21.4	19.1	11.2	9.5	7.9
영업이익률 (%)	8.2	6.6	8.4	9.4	9.9
EBITDA 마진 (%)	10.5	9.7	11.8	12.6	13.0
ROE (%)	16.4	11.4	12.9	13.6	16.3
부채비율 (%)	101.0	170.0	165.3	154.9	142.4

주: IFRS 연결 기준

자료: 한국콜마, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 한국콜마 분기/연간 실적 추이 및 전망

(억원)	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19E	3Q19E	4Q19E	2018	2019E	2020E
추정 실적											
매출액	2,426.0	3,599.0	3,753.7	3,799.0	3,805.0	4,188.7	4,271.5	4,271.7	13,577.7	16,537.8	18,735.9
한국	2,084.0	2,458.0	2,220.0	2,154.0	2,209.0	2,485.0	2,439.3	2,330.7	8,916.0	9,464.0	10,629.1
화장품	1,564.0	1,930.0	1,774.0	1,705.0	1,747.0	2,012.4	1,939.8	1,836.8	6,973.0	7,536.1	8,566.2
제약	520.0	528.0	446.0	449.0	462.0	472.6	499.5	493.9	1,943.0	1,928.0	2,062.9
중국(북경+무석)	158.0	217.0	184.0	191.0	177.0	239.5	306.4	307.3	750.0	1,030.1	1,584.2
PTP	142.0	134.0	134.0	146.0	139.0	140.7	154.1	167.9	556.0	601.7	655.4
CSR	80.0	82.0	79.0	85.0	86.0	88.6	85.3	91.8	326.0	351.7	379.8
CKM	1.0	800.0	1,240.0	1,310.0	1,262.0	1,296.0	1,351.6	1,441.0	3,351.0	5,350.6	5,778.6
연결조정	-39.0	-92.0	-103.3	-87.0	-68.0	-61.0	-65.3	-67.0	-321.3	-261.3	-291.3
영업이익	179.7	245.7	77.8	396.5	307.2	356.1	318.9	402.9	899.7	1,385.0	1,757.9
영업이익률	7.4%	6.8%	2.1%	10.4%	8.1%	8.5%	7.5%	9.4%	6.6%	8.4%	9.4%
성장률											
매출액	20.5%	73.8%	93.3%	73.5%	56.8%	16.4%	13.8%	12.4%	65.3%	21.8%	13.3%
한국	22.9%	43.7%	36.6%	20.7%	6.0%	1.1%	9.9%	8.2%	30.8%	6.1%	12.3%
화장품	27.2%	58.2%	55.5%	30.8%	11.7%	4.3%	9.3%	7.7%	42.5%	8.1%	13.7%
제약	11.8%	7.5%	-7.9%	-6.7%	-11.2%	-10.5%	12.0%	10.0%	1.1%	-0.8%	7.0%
중국(북경+무석)	47.7%	51.7%	61.4%	-9.9%	12.0%	10.3%	66.5%	60.9%	30.2%	37.3%	53.8%
PTP	0.0%	-18.8%	-30.6%	0.7%	-2.1%	5.0%	15.0%	15.0%	-16.9%	8.2%	8.9%
CSR	0.0%	0.0%	113.5%	-9.6%	7.5%	8.0%	8.0%	8.0%	16.8%	7.9%	8.0%
CKM	-12.8%	44.8%	-49.5%	183.3%	71.0%	44.9%	309.7%	1.6%	34.3%	55.0%	26.0%

자료: 한국콜마, 이베스트투자증권 리서치센터

한국콜마 (161890)

재무상태표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
유동자산	366	555	610	662	740
현금 및 현금성자산	18	80	208	166	235
매출채권 및 기타채권	161	202	200	225	255
재고자산	106	177	164	231	209
기타유동자산	81	96	38	39	41
비유동자산	303	1,631	1,687	1,741	1,803
관계기업투자등	4	7	7	8	8
유형자산	236	421	470	530	598
무형자산	58	1,151	1,142	1,132	1,123
자산총계	669	2,186	2,297	2,403	2,542
유동부채	212	517	449	476	508
매입채무 및 기타채무	112	158	191	216	244
단기금융부채	79	288	180	180	180
기타유동부채	21	71	77	80	83
비유동부채	124	859	982	984	986
장기금융부채	119	819	940	940	940
기타비유동부채	5	41	42	44	45
부채총계	336	1,377	1,431	1,460	1,494
지배주주지분	305	438	493	570	676
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	116	216	216	216	216
이익잉여금	181	213	268	345	451
비지배주주지분(연결)	28	371	373	373	373
자본총계	333	810	866	943	1,049

현금흐름표

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
영업활동 현금흐름	5	63	159	78	203
당기순이익(손실)	49	37	63	83	112
비현금수익비용가감	38	102	70	62	68
유형자산감가상각비	16	31	44	49	56
무형자산상각비	3	11	12	11	11
기타현금수익비용	0	1	15	2	2
영업활동 자산부채변동	-61	-29	44	-66	23
매출채권 감소(증가)	-34	15	6	-25	-30
재고자산 감소(증가)	-18	-21	14	-67	22
매입채무 증가(감소)	-3	-15	31	24	28
기타자산, 부채변동	-6	-8	-7	2	2
투자활동 현금	-156	-1,293	-25	-114	-129
유형자산처분(취득)	-68	-76	-87	-109	-124
무형자산 감소(증가)	-8	0	-1	-1	-1
투자자산 감소(증가)	-65	14	67	-1	-1
기타투자활동	-15	-1,230	-2	-3	-3
재무활동 현금	135	1,294	-9	-6	-6
차입금의 증가(감소)	141	847	-9	0	0
자본의 증가(감소)	-6	444	-7	-6	-6
배당금의 지급	6	6	7	6	6
기타재무활동	0	3	7	0	0
현금의 증가	-13	62	128	-42	68
기초현금	27	14	80	208	166
기말현금	14	77	208	166	235

자료: 한국콜마, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
매출액	822	1,358	1,654	1,874	2,118
매출원가	644	1,001	1,250	1,438	1,631
매출총이익	178	357	404	435	487
판매비 및 관리비	111	267	264	260	278
영업이익	67	90	139	176	209
(EBITDA)	86	132	195	236	275
금융손익	-4	-33	-46	-50	-50
이자비용	4	33	52	52	52
관계기업등 투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	-1	-2	-2	-1	-15
세전계속사업이익	62	55	91	125	144
계속사업법인세비용	13	19	28	42	32
계속사업이익	49	37	63	83	112
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	49	37	63	83	112
지배주주	47	42	60	72	102
총포괄이익	44	37	63	83	112
매출총이익률 (%)	21.6	26.3	24.4	23.2	23.0
영업이익률 (%)	8.2	6.6	8.4	9.4	9.9
EBITDA마진률 (%)	10.5	9.7	11.8	12.6	13.0
당기순이익률 (%)	5.9	2.7	3.8	4.4	5.3
ROA (%)	8.1	3.0	2.7	3.1	4.1
ROE (%)	16.4	11.4	12.9	13.6	16.3
ROIC (%)	13.8	5.5	5.5	6.4	8.6

주요 투자지표

	2017	2018	2019E	2020E	2021E
투자지표 (x)					
P/E	36.6	36.0	21.5	17.9	12.7
P/B	5.7	3.6	2.6	2.3	1.9
EV/EBITDA	21.4	19.1	11.2	9.5	7.9
P/CF	20.1	10.9	9.7	8.9	7.2
배당수익률 (%)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
성장성 (%)					
매출액	23.1	65.3	21.8	13.3	13.0
영업이익	-8.8	34.3	55.0	26.0	18.9
세전이익	-13.0	-10.7	63.8	37.3	15.7
당기순이익	-8.6	-24.3	69.9	32.3	35.0
EPS	-11.0	-12.5	37.2	19.8	41.3
안정성 (%)					
부채비율	101.0	170.0	165.3	154.9	142.4
유동비율	172.6	107.3	135.9	139.1	145.7
순차입금/자기자본(x)	33.4	116.8	103.7	99.6	82.9
영업이익/금융비용(x)	16.9	2.7	2.7	3.4	4.0
총차입금 (십억원)	198	1,107	1,121	1,121	1,121
순차입금 (십억원)	111	946	898	939	870
주당지표(원)					
EPS	2,240	1,960	2,689	3,221	4,551
BPS	14,458	19,616	22,048	25,500	30,247
CFPS	4,085	6,448	5,941	6,463	8,038
DPS	300	250	250	250	250

한국콜마 목표주가 추이		투자의견 변동내역				
(원) 120,000 100,000 80,000 60,000 40,000 20,000 0 17/07 18/01 18/07 19/01 19/07 — 주가 — 목표주가		투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
				최저 대비	최고 대비	평균 대비
2015.10.26	변경	오리아				
2017.07.13	Buy	105,000	-11.7	-25.1		
2018.07.14	Buy	105,000	-24.8	-34.5		
2018.11.15	Buy	82,000	-13.5	-18.8		
2019.02.14	Buy	88,000	-8.8	-11.3		
2019.03.18	Buy	93,000	-11.5	-25.5		
2019.07.12	Buy	88,000				

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 오리아)

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- _ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후 12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도)	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기대 -15% 이하 기대	93.9% 6.1%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기준 ±20%에서 ±15%로 변경
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2018. 7. 1 ~ 2019. 6. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준, 분기별 갱신)