

한국콜마 (161890 KS)

2Q18 Review: 굴러온 돌에 가려진 박힌 돌

[필수소비재]

김혜미 Equity Analyst

hmkim@barofn.com

+822-6099-8664

BUY (Maintain)	
Target Price	97,000 원
현재주가	68,300 원
목표수익률	42.0%

Key Data	2018년 08월 14일
산업분류	생활용품/제약
KOSPI	2,258.91

Trading Data	
시가총액 (십억원)	1,526.3
발행주식수 (백만주)	22.3
외국인 지분율 (%)	42.9
52 주 고가 (원)	98,400
52 주 저가 (원)	61,500
60 일 일평균거래대금 (십억원)	8.4

주요주주 (%)	
한국콜마홀딩스 외 10인	24.1
NIHON KOLMAR	13.2

2Q18P 매출액 yoy +73.9%, 영업이익 yoy +44.5% 시현

한국콜마의 2Q18P 연결실적은 매출액 3,601억원, 영업이익 246억원으로 매출은 기대치를 상회하였으나 영업이익은 컨센서스 하회, 당사 추정치에 부합하였다. (당사 추정치 괴리율: 매출액 11.6%, 영업이익 5.1%) 부문별 매출은 내수 화장품이 yoy +52.5%, 수출 화장품이 yoy +155.5%로 급증하였다. 국내에서 호조를 보였던 제품은 카테고리 별로 선풍기 및 마스크팩 등이며, 브랜드로는 카버코리아, JM솔루션, 애터미 등이다. 이들 상위 3개 업체의 매출 비중 합은 상반기 전체 화장품의 60%에 육박하였다. 한편, 수출 화장품은 기존 고객사향 매출 회복과 신규 런칭 제품으로 호조를 보였으며, 전체 화장품 부문의 매출 증가는 수익성 회복으로 이어졌다. 제약은 대형 제네릭 부재로 yoy +7.6% 성장에 그쳤으나, 13% 수준의 OPM은 유지되었다. 한편, 고혈압제(발사르탄) 영향은 우려 대비 미미했다. 해외 실적은, 북경콜마의 매출이 예상을 상회하는 yoy +52.8%를 기록했으나, 저가 제품 수주 증가 및 회계 비용 등으로 BEP를 겨우 넘는 수준의 이익률을 시현하였다. 미주 법인은 PTP(yoy -19.0%)와 CSR(yoy +0.1%)의 매출이 대체로 부진했으나 예상치와 큰 차이는 발생하지 않았다. 마지막으로 4월 중순부터 반영된 CKM(헬스케어)의 실적은 매출액 800억원, 영업이익은 1-2%대를 기록하였다.

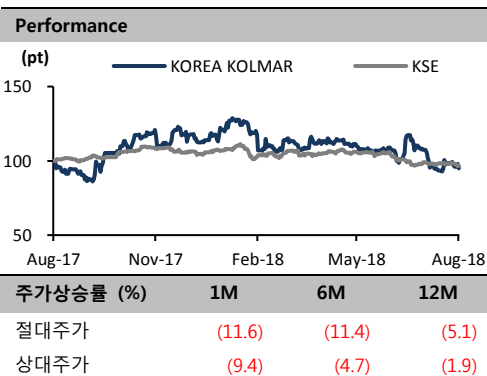
매출 성장 vs 비용 증가의 구도, 연말부터 해소 전망

한국콜마의 2Q18 실적은 별도 법인만 놓고 보면 매우 양호한 수준이다. 그러나, 중국의 부진한 수익성과 새로 편입된 CKM의 일회성 비용 등이 이를 훼손하였다. 3Q18에도 이에 대한 우려는 여전하다. 북경에서는 올해까지 계속해서 회계 비용 반영이 예상되고, CKM 역시 헬스케어 자체로는 14%대로 견조한 마진을 유지하고 있으나 연결 편입에 따라 일회성 비용이 발생하기 때문이다. (2Q18 M&A 자문 비용 및 취득세 등 80억원 발생, 3Q18 위로금 200억원 지급 예상) 그러나, 연말부터는 이러한 정비 작업이 마무리 됨에 따라 안정적인 성장이 예상된다.

투자의견 매수, 목표주가 97,000원 유지

한국콜마에 대한 투자의견 매수와 목표주가는 97,000원을 유지한다. 올해 이익 전망치가 크게 하향되었으나 내년 이후 정상화를 감안하였다.

Financial and Valuation Summary



Fiscal Year	2016	2017	2018F	2019F
매출액 (십억원)	667.5	821.6	1,305.6	1,628.2
증감률 YoY (%)	24.6	23.1	58.9	24.7
영업이익 (십억원)	73.4	67.0	85.7	147.7
영업이익률 (%)	11.0	8.2	6.6	9.1
순이익 (십억원)	53.1	47.3	44.2	80.0
EPS (원)	2,515.6	2,239.8	2,096.3	3,790.5
EPS 증감률 (%)	16.7	(11.0)	(6.4)	80.8
P/E (x)	26.2	36.6	32.6	18.0
EV/EBITDA (x)	16.7	21.4	16.2	9.9
ROE (%)	21.6	16.4	13.6	20.4
P/B (x)	5.1	5.7	4.1	3.3

Source: Dataguide, Baro Research Center

Exhibit 1. 한국콜마 2Q18P 실적 요약

(십억원)	2Q18F	2Q18P	차이 (%)	2Q17	증가율	1Q18	증가율
	(당사추정)	(회사잠정)		(실제치)	(yoy %)	(실제치)	(qoq %)
매출액	322.6	360.1	11.6	207.1	73.9	242.5	48.5
영업이익	23.4	24.6	5.1	17.0	44.5	18.0	36.7
영업이익률(%)	7.3	6.8	-0.4%p	8.2	-1.4%p	7.4	-0.6%p
당기순이익	14.9	11.9	-20.1	13.1	-9.2	13.3	-10.5
당기순이익률(%)	4.6	3.3	1.3%p	6.3	-3.0%p	5.5	-2.2%p

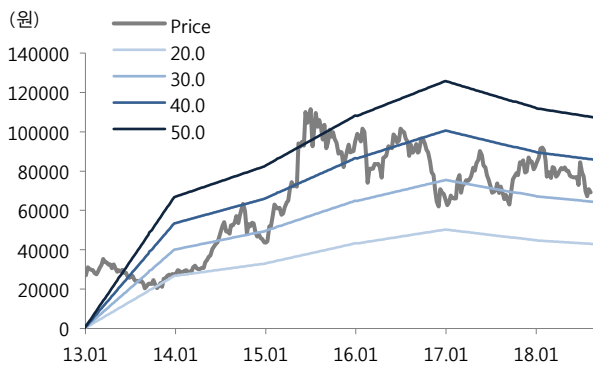
Source: 한국콜마, Baro Research Center

Exhibit 2. 한국콜마 실적 전망치 변경 내용

(십억원, 원)	변경 후		변경 전		차이(%)	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	1,305.6	1,628.2	1,268.7	1,588.9	2.9	2.5
영업이익	85.7	147.7	100.4	143.9	-14.7	2.7
당기순이익	49.2	93.0	66.8	90.8	-26.4	2.4
EPS(지배주주)	2,096.3	3,790.5	2,813.0	3,702.0	-25.5	2.4
영업이익률 (%)	6.6	9.1	7.9	9.1	-1.4%p	0.0%p
당기순이익률 (%)	3.8	5.7	5.3	5.7	-1.5%p	0.0%p

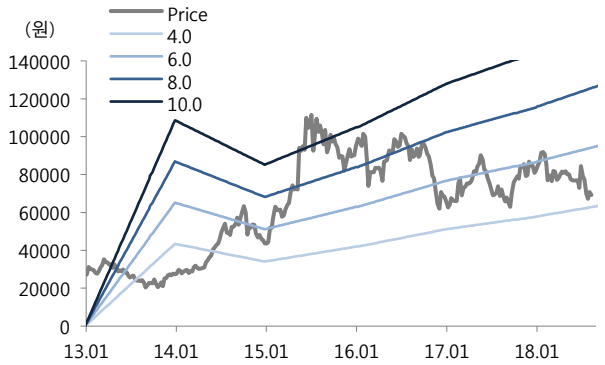
Source: Baro Research Center

Exhibit 3. 한국콜마 PER Band Chart



Source: 한국콜마, Baro Research Center

Exhibit 4. 한국콜마 PBR Band Chart



Source: 한국콜마, Baro Research Center

Exhibit 5. 한국콜마 실적 전망 Table

		1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	1Q18	2Q18P	3Q18F	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액(억원)	TOTAL	2,014	2,071	1,942	2,189	2,425	3,601	3,366	3,665	8,216	13,056	16,282
	별도	1,695	1,711	1,625	1,785	2,084	2,459	1,892	2,067	6,816	8,502	9,601
	화장품	1,230	1,220	1,141	1,304	1,564	1,930	1,357	1,540	4,895	6,391	7,213
	내수	1,151	1,153	1,051	1,215	1,462	1,758	1,240	1,424	4,570	5,884	6,580
	수출	79	67	90	89	102	172	117	116	325	507	633
	제약	465	491	484	480	520	528	531	523	1,921	2,103	2,372
	내수	447	473	472	464	509	516	519	510	1,856	2,055	2,319
	수출	18	18	12	17	11	12	12	13	65	48	53
	중국	107	142	114	212	158	217	174	282	576	831	1,239
	북경콜마	107	142	114	212	158	217	174	202	576	751	839
	무석콜마	-	-	-	-	-	-	-	80	0	80	400
	북미	232	247	230	239	222	216	262	256	948	955	1,040
	PTP	166	165	193	145	142	134	203	152	669	631	678
	CSR	66	82	37	94	80	82	59	103	279	325	362
	CKM(헬스케어)	-	-	-	-	-	801	1,100	1,130	0	3,031	4,745
	연결조정 및 기타	(20)	(30)	(27)	(47)	(39)	(92)	(62)	(70)	(124)	(263)	(344)
<i>yoy %</i>	<i>TOTAL</i>	<i>35.5</i>	<i>19.7</i>	<i>21.2</i>	<i>17.9</i>	<i>20.4</i>	<i>73.9</i>	<i>73.3</i>	<i>67.4</i>	<i>23.1</i>	<i>58.9</i>	<i>24.7</i>
	별도	17.3	2.8	10.3	10.7	22.9	43.7	16.4	15.8	10.0	24.7	12.9
	화장품	12.8	(2.0)	9.5	12.4	27.1	58.2	18.9	18.1	7.9	30.5	12.9
	내수	14.2	2.6	12.8	16.7	27.0	52.5	18.0	17.2	11.3	28.8	11.8
	수출	(4.4)	(44.3)	(18.4)	(24.9)	28.9	155.5	30.0	30.0	(24.8)	55.7	25.0
	제약	31.4	17.3	12.7	6.4	11.9	7.6	9.7	8.9	16.1	9.5	12.8
	내수	32.1	16.0	12.9	5.8	13.9	9.2	9.9	10.1	15.8	10.7	12.8
	수출	16.7	61.5	7.0	23.1	(38.9)	(35.1)	1.0	(25.0)	26.1	(26.7)	11.7
	중국	51.0	10.7	(31.3)	37.5	47.0	52.8	52.2	32.7	10.7	44.2	49.1
	북경콜마	51.0	10.7	(31.3)	37.5	47.0	52.8	52.2	(5.0)	10.7	30.3	11.7
	무석콜마	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	400.0
	북미	-	-	-	75.7	(4.3)	(12.6)	13.8	7.0	597.1	0.8	8.9
	PTP	-	-	-	6.6	(14.5)	(19.0)	5.0	5.0	391.9	(5.7)	7.5
	CSR	-	-	-	-	21.2	0.1	60.0	10.0	-	16.4	11.5
	CKM(헬스케어)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	56.6
	연결조정 및 기타	(32.2)	(53.2)	(27.4)	1.9	91.8	210.3	127.7	48.7	(29.8)	111.8	30.8
<i>Portion %</i>	별도	84.2	82.6	83.7	81.5	85.9	68.3	56.2	56.4	83.0	65.1	59.0
	화장품	61.1	58.9	58.7	59.6	64.5	53.6	40.3	42.0	59.6	48.9	44.3
	내수	57.1	55.7	54.1	55.5	60.3	48.8	36.8	38.9	55.6	45.1	40.4
	수출	3.9	3.3	4.6	4.1	4.2	4.8	3.5	3.2	4.0	3.9	3.9
	제약	23.1	23.7	24.9	21.9	21.5	14.7	15.8	14.3	23.4	16.1	14.6
	내수	22.2	22.8	24.3	21.2	21.0	14.3	15.4	13.9	22.6	15.7	14.2
	수출	0.9	0.9	0.6	0.8	0.4	0.3	0.4	0.3	0.8	0.4	0.3
	중국	5.3	6.9	5.9	9.7	6.5	6.0	5.2	7.7	7.0	6.4	7.6
	북경콜마	5.3	6.9	5.9	9.7	6.5	6.0	5.2	5.5	7.0	5.8	5.2
	무석콜마	-	-	-	-	-	-	-	2.2	0.0	0.6	2.5
	북미	11.5	11.9	11.8	10.9	9.2	6.0	7.8	7.0	11.5	7.3	6.4
	PTP	8.2	8.0	9.9	6.6	5.9	3.7	6.0	4.2	8.1	4.8	4.2
	CSR	3.3	4.0	1.9	4.3	3.3	2.3	1.8	2.8	3.4	2.5	2.2
	CKM(헬스케어)	-	-	-	-	-	22.2	32.7	30.8	0.0	23.2	29.1
	연결조정 및 기타	(1.0)	(1.4)	(1.4)	(2.1)	(1.6)	(2.6)	(1.8)	(1.9)	(1.5)	(2.0)	(2.1)
영업이익(억원)	TOTAL	206	170	154	140	180	246	156	275	670	857	1,477
	별도	177	151	137	148	171	223	180	184	613	758	897
<i>yoy %</i>	<i>TOTAL</i>	<i>17.7</i>	<i>(20.9)</i>	<i>(0.6)</i>	<i>(26.3)</i>	<i>(12.6)</i>	<i>44.5</i>	<i>1.3</i>	<i>96.7</i>	<i>(8.8)</i>	<i>27.9</i>	<i>72.4</i>
	별도	3.3	(27.8)	(3.1)	(16.5)	(3.5)	47.9	31.2	24.6	(12.3)	23.7	18.3
OPM(%)	TOTAL	10.2	8.2	7.9	6.4	7.4	6.8	4.6	7.5	8.2	6.6	9.1
	별도	14.4	12.3	12.0	11.3	10.9	11.5	13.3	12.0	12.5	11.9	12.4
<i>yoy %p</i>	<i>TOTAL</i>	<i>(1.5)</i>	<i>(4.2)</i>	<i>(1.7)</i>	<i>(3.8)</i>	<i>(2.8)</i>	<i>(1.4)</i>	<i>(3.3)</i>	<i>1.1</i>	<i>(2.9)</i>	<i>(1.6)</i>	<i>2.5</i>
	별도	(1.3)	(4.4)	(1.6)	(3.9)	(3.5)	(0.8)	1.2	0.6	(2.9)	(0.7)	0.6

Source: 한국콜마, Baro Research Center

한국콜마(161890) 재무제표

대차대조표

결산기(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	264.1	365.9	635.0	729.7	809.8
현금성자산	31.9	82.7	211.2	283.0	312.0
매출채권	128.4	160.5	241.0	270.2	302.0
재고자산	86.1	105.7	164.7	157.6	176.2
비유동자산	228.9	302.6	401.0	429.9	444.9
투자자산	3.5	8.4	60.0	62.5	65.0
유형자산	184.9	236.2	283.2	308.9	320.6
무형자산	40.5	58.0	57.8	58.5	59.2
자산총계	492.9	668.5	1,036.1	1,159.6	1,254.7
유동부채	196.2	212.0	377.3	408.9	432.4
매입채무	114.5	111.8	169.2	189.7	212.0
유동성이자부채	58.5	78.8	180.8	190.8	190.8
비유동부채	9.1	124.0	283.7	288.9	257.2
비유동이자부채	4.8	119.3	277.9	282.9	250.9
부채총계	205.2	335.9	661.0	697.8	689.5
자본금	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6
자본잉여금	116.3	116.4	116.4	116.4	116.4
이익잉여금	141.2	180.7	223.4	310.0	413.4
자본조정	1.9	(2.4)	(2.4)	(2.4)	(2.4)
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	287.7	332.6	375.1	461.8	565.2
투자자본	319.0	443.7	622.5	652.4	694.7
순차입금	31.4	115.4	247.5	190.7	129.7
ROA	12.7	8.1	5.2	7.3	7.8
ROE	21.6	16.4	13.6	20.4	19.4
ROIC	20.9	13.8	12.2	17.4	19.1

현금흐름표

결산기(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업현금	38.2	5.4	(10.4)	118.4	110.1
당기순이익	53.2	48.6	49.2	93.0	109.7
자산상각비	11.8	19.2	23.5	26.4	27.8
운전자본증감	(32.5)	(61.0)	(85.7)	(1.3)	(27.6)
매출채권감소(증가)	(27.9)	(34.5)	(81.6)	(29.2)	(31.8)
재고자산감소(증가)	(24.0)	(17.6)	(58.1)	7.0	(18.5)
매입채무증가(감소)	29.3	(3.4)	57.1	20.5	22.3
투자현금	(21.5)	(156.2)	(65.5)	(55.8)	(43.3)
단기투자자산감소	(0.8)	(64.5)	55.7	(0.5)	(0.5)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.0)	(0.0)	(0.0)
설비투자	(44.8)	(68.6)	(66.1)	(48.8)	(36.2)
유무형자산감소	(0.9)	(7.8)	(3.1)	(4.0)	(4.0)
재무현금	10.9	135.1	259.9	8.7	(38.3)
차입금증가	14.8	140.8	259.9	15.0	(32.0)
자본증가	(4.3)	(6.1)	0.0	(6.3)	(6.3)
배당금지급	4.3	6.2	0.0	6.3	6.3
현금증감	10.7	(12.6)	184.2	71.3	28.5
총현금흐름(Gross CF)	88.0	86.2	78.9	119.7	137.7
(-) 운전자본증가(감소)	43.1	55.6	77.3	1.3	27.6
(-) 설비투자	44.8	68.6	66.1	48.8	36.2
(+) 자산매각	(0.9)	(7.8)	(3.1)	(4.0)	(4.0)
Free Cash Flow	(0.8)	(45.9)	(67.5)	65.6	69.9
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
잉여현금	(0.8)	(45.9)	(67.5)	65.6	69.9

손익계산서

결산기(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	667.5	821.6	1,305.6	1,628.2	1,812.3
증가율 (Y-Y,%)	24.6	23.1	58.9	24.7	11.3
영업이익	73.4	67.0	85.7	147.7	171.1
증가율 (Y-Y,%)	20.9	(8.8)	27.9	72.5	15.8
EBITDA	85.3	86.2	109.2	174.2	198.9
영업외손익	(2.1)	(5.0)	(20.9)	(23.7)	(24.8)
순이자수익	(0.6)	(2.7)	(18.0)	(20.3)	(21.4)
외화관련손익	(2.0)	(1.0)	(0.5)	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	71.3	62.0	64.7	124.0	146.3
당기순이익	53.2	48.6	49.2	93.0	109.7
지배기업당기순이익	53.1	47.3	44.2	80.0	94.3
증가율 (Y-Y,%)	16.9	(8.6)	1.2	89.1	17.9
NOPLAT	54.8	52.5	65.1	110.8	128.3
(+) Dep	11.8	19.2	23.5	26.4	27.8
(-) 운전자본투자	43.1	55.6	77.3	1.3	27.6
(-) Capex	44.8	68.6	66.1	48.8	36.2
OpFCF	(21.3)	(52.6)	(54.7)	87.1	92.2
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	13.2	21.2	34.6	34.6	30.2
영업이익증가율(3Yr)	29.6	12.7	12.2	26.2	36.7
EBITDA증가율(3Yr)	27.6	17.0	15.8	26.9	32.2
순이익증가율(3Yr)	26.9	14.0	2.7	20.5	31.2
영업이익률(%)	11.0	8.2	6.6	9.1	9.4
EBITDA마진(%)	12.8	10.5	8.4	10.7	11.0
순이익률(%)	8.0	5.9	3.8	5.7	6.1

주요투자지표

결산기	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Per share Data					
EPS	2,516	2,240	2,096	3,790	4,470
BPS	12,790	14,458	16,482	20,589	25,487
DPS	250	300	300	300	300
Multiples(x,%)					
PER	26.2	36.6	32.6	18.0	15.3
PBR	5.1	5.7	4.1	3.3	2.7
EV/ EBITDA	16.7	21.4	16.2	9.9	8.3
배당수익율	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
PCR	15.8	20.1	18.3	12.0	10.5
PSR	2.1	2.1	1.1	0.9	0.8
재무건전성 (%)					
부채비율	71.3	101.0	176.2	151.1	122.0
Net debt/Equity	10.9	34.7	66.0	41.3	22.9
Net debt/EBITDA	36.9	133.9	226.7	109.5	65.2
유동비율	134.6	172.6	168.3	178.5	187.3
이자보상배율	120.2	25.2	4.8	7.3	8.0
이자비용/매출액	0.1	0.5	1.5	1.4	1.3
자산구조					
투자자본(%)	90.0	83.0	69.7	65.4	64.8
현금+투자자산(%)	10.0	17.0	30.3	34.6	35.2
자본구조					
차입금(%)	18.0	37.3	55.0	50.6	43.9
자기자본(%)	82.0	62.7	45.0	49.4	56.1

Source: Company Data, Baro Research Center

Note: EPS 는 완전회석 EPS

