

한국콜마 (161890 KS)

3Q18 Review: 폭풍우가 지나간 후

[필수소비재]

김혜미 Equity Analyst

hmkim@barofn.com

+822-6099-8664

BUY (의견 상향)	
Target Price	80,000 원
현재주가	55,400 원
목표수익률	44.4%

Key Data	2018년 11월 14일
산업분류	생활용품/제약
KOSPI	2,068.05

Trading Data	
시가총액 (십억원)	1,238.0
발행주식수 (백만주)	22.3
외국인 지분율 (%)	42.0
52 주 고가 (원)	98,400
52 주 저가 (원)	51,900
60 일 일평균거래대금 (십억원)	6.8

주요주주 (%)	
한국콜마홀딩스 외 11인	24.0
NIHON KOLMAR	13.0

3Q18 매출액 yoy +93.3%, 영업이익 yoy -49.5% 시현

한국콜마의 3Q18 연결실적은 매출액 3,754억원, 영업이익 78억원으로 매출은 기대치를 상회하였으나 영업이익은 당사 추정치 및 컨센서스를 크게 하회하였다. (당사 추정치 괴리율: 매출액 5.0%, 영업이익 31.0%) 부문별 매출은 별도 화장품이 yoy +55.5% 성장하였다. (내수 화장품 yoy +51.6%, 수출 화장품 yoy +101.1%) 내수 화장품은 전분기에 이어 카버코리아, JM솔루션, 애터미 등 상위 3개 고객사가 절반 이상의 비중을 차지하며 전체 성장을 견인했으나, 그 중에서도 저마진 제품군 및 고객사의 비중이 더욱 확대되며 수익성은 6% 미만으로 소폭 하락하였다. 수출 화장품은 기존 고객사(에르보리앙) 및 신규 발주처의 매출 호조로 전분기의 성장세를 지속하였다. 제약은 사업부문 구조조정(CSO→CMO 전환)으로 yoy -7.8%를 기록하였다. 또한, 이에 따른 영향으로 60억원 수준의 이익이 제거되었고, 고혈압제 원료 가격이 상승해 이익률도 1.5% 수준으로 크게 낮아졌다. 해외 실적은, 북경콜마의 매출이 yoy +60.8%를 기록하며 견조한 성장을 지속했으나, 높은 색조 비중 유지 및 회계 비용 등으로 BEP를 기록하였다. 미주 법인 역시 PTP(yoy -30.4%)와 CSR(yoy +113.4%)의 매출을 기록해 PTP가 부진한 반면 CSR은 전년동기의 쇼크를 회복하였다. CKM(헬스케어)은 이번부터 온기반영되기 시작해 매출액 1,240억원을 기록했으나 대규모 위로금 지급으로 영업손실을 시현하였다.

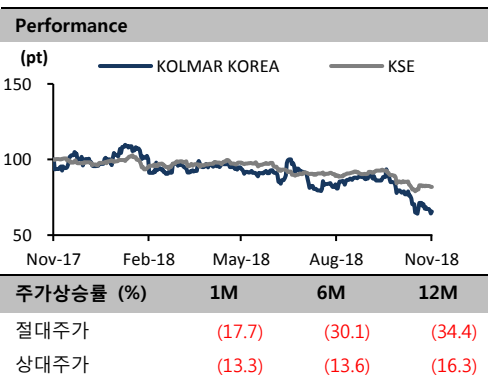
폭풍같은 비용 지출 마무리

예상한 바와 같이 3Q18 실적에는 일회성 비용이 대거 반영되어 이익이 크게 부진하였으나, 한편으로는 악화의 정점이 지난 것으로 해석이 가능하다. 이제부터는 비용 우려 해소 국면으로 접어드는 전환점을 맞이할 것으로 전망하며, 제약부문 및 CKM 정비 작업이 마무리 됨에 따라 내년부터는 마진 회복을 동반한 외형 성장이 기대된다.

투자의견 매수 상향, 목표주가 80,000원 유지

당사의 2019년 실적 전망치 수정폭이 미미하므로 한국콜마에 대한 목표주가 80,000원을 유지하나, 최근 주가 하락으로 인한 괴리율 확대에 투자의견은 Buy로 상향한다.

Financial and Valuation Summary



Fiscal Year	2016	2017	2018F	2019F
매출액 (십억원)	667.5	821.6	1,361.4	1,670.2
증감률 YoY (%)	24.6	23.1	65.7	22.7
영업이익 (십억원)	73.4	67.0	74.9	148.5
영업이익률 (%)	11.0	8.2	5.5	8.9
순이익 (십억원)	53.1	47.3	31.1	55.8
EPS (원)	2,515.6	2,239.8	1,474.3	2,641.8
EPS 증감률 (%)	16.7	(11.0)	(34.2)	79.2
P/E (x)	26.2	36.6	37.6	21.0
EV/EBITDA (x)	16.7	21.4	20.5	11.8
ROE (%)	21.6	16.4	9.9	15.7
P/B (x)	5.1	5.7	3.6	3.0

Source: Dataguide, Baro Research Center

Exhibit 1. 한국콜마 3Q18P 실적 요약

(십억원)	3Q18F	3Q18P	차이 (%)	3Q17	증가율	2Q18	증가율
	(당사추정)	(회사잠정)		(실제치)	(yoy %)	(실제치)	(qoq %)
매출액	357.4	375.4	5.0	194.2	93.3	360.0	4.3
영업이익	11.3	7.8	-31.0	15.4	-49.4	24.6	-68.3
영업이익률(%)	3.2	2.1	-1.1%p	7.9	-5.9%p	6.8	-4.7%p
당기순이익	-3.6	-9.5	163.1	12.6	-175.2	11.9	-179.6
당기순이익률(%)	-1.0	-2.5	-1.5%p	6.5	-9.0%p	3.3	-5.8%p

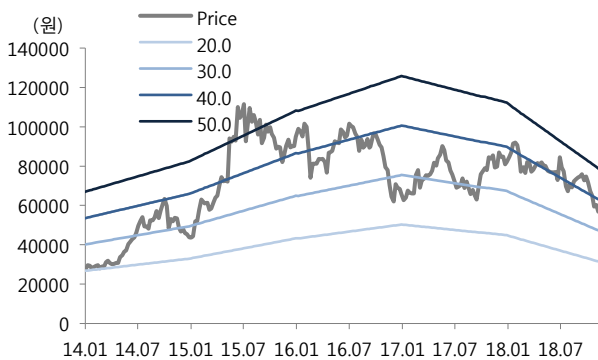
Source: 한국콜마, Baro Research Center

Exhibit 2. 한국콜마 실적 전망치 변경 내용

(십억원, 원)	변경 후		변경 전		차이(%)	
	2018F	2019F	2018F	2019F	2018F	2019F
매출액	1,361.4	1,670.2	1,344.9	1,662.4	1.2	0.5
영업이익	74.9	148.5	82.4	145.5	-9.1	2.1
당기순이익	22.8	68.8	31.7	66.6	-28.1	3.4
EPS(지배주주)	1,474.3	2,641.8	1,621.5	2,713.2	-9.1	-2.6
영업이익률 (%)	5.5	8.9	6.1	8.8	-0.6%p	0.1%p
당기순이익률 (%)	1.7	4.1	2.4	4.0	-0.7%p	0.1%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	2Q18	3Q18	4Q18F	2017	2018F	2019F
매출액(억원)	TOTAL	2,014	2,071	1,942	2,189	2,425	3,601	3,754	3,834	8,216	13,614	16,702
	별도	1,695	1,711	1,625	1,785	2,084	2,459	2,220	2,282	6,816	9,045	9,939
	화장품	1,230	1,220	1,141	1,304	1,564	1,930	1,774	1,840	4,895	7,108	8,047
	내수	1,151	1,153	1,051	1,215	1,462	1,758	1,593	1,697	4,570	6,510	7,300
	수출	79	67	90	89	102	172	181	142	325	597	747
	제약	465	491	484	480	520	528	446	438	1,921	1,932	1,875
	내수	447	473	472	464	509	516	429	422	1,856	1,877	1,813
	수출	18	18	12	17	11	12	17	15	65	55	62
	중국	107	142	114	212	158	217	184	272	576	831	1,274
	북경콜마	107	142	114	212	158	217	184	192	576	751	874
	무석콜마	-	-	-	-	-	-	-	80	0	80	400
	북미	232	247	230	239	222	216	213	225	948	877	924
	PTP	166	165	193	145	142	134	134	128	669	538	557
	CSR	66	82	37	94	80	82	79	98	279	339	368
	씨케이엠(CI 헬스케어)	-	-	-	-	-	801	1,240	1,130	0	3,171	4,919
	연결조정 및 기타	(20)	(30)	(27)	(47)	(39)	(92)	(104)	(74)	(124)	(309)	(355)
yoy %	TOTAL	35.5	19.7	21.2	17.9	20.4	73.9	93.3	75.1	23.1	65.7	22.7
	별도	17.3	2.8	10.3	10.7	22.9	43.7	36.6	27.8	10.0	32.7	9.9
	화장품	12.8	(2.0)	9.5	12.4	27.1	58.2	55.5	41.1	7.9	45.2	13.2
	내수	14.2	2.6	12.8	16.7	27.0	52.5	51.6	39.7	11.3	42.5	12.1
	수출	(4.4)	(44.3)	(18.4)	(24.9)	28.9	155.5	101.1	60.0	(24.8)	83.6	25.0
	제약	31.4	17.3	12.7	6.4	11.9	7.6	(7.8)	(8.9)	16.1	0.6	(3.0)
	내수	32.1	16.0	12.9	5.8	13.9	9.2	(9.1)	(8.9)	15.8	1.1	(3.4)
	수출	16.7	61.5	7.0	23.1	(38.9)	(35.1)	41.7	(10.0)	26.1	(15.1)	12.6
	중국	51.0	10.7	(31.3)	37.5	47.0	52.8	60.8	28.0	10.7	44.2	53.3
	북경콜마	51.0	10.7	(31.3)	37.5	47.0	52.8	60.8	(9.7)	10.7	30.3	16.4
	무석콜마	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	400.0
	북미	-	-	-	75.7	(4.3)	(12.6)	(7.2)	(5.7)	597.1	(7.5)	5.4
	PTP	-	-	-	6.6	(14.5)	(19.0)	(30.4)	(12.0)	391.9	(19.6)	3.5
	CSR	-	-	-	-	21.2	0.1	113.4	4.0	-	21.4	8.5
	씨케이엠(CI 헬스케어)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	55.2
	연결조정 및 기타	(32.2)	(53.2)	(27.4)	1.9	91.8	210.3	280.0	58.7	(29.8)	149.0	14.8
Sales portion %	별도	84.2	82.6	83.7	81.5	85.9	68.3	59.1	59.5	83.0	66.4	59.5
	화장품	61.1	58.9	58.7	59.6	64.5	53.6	47.3	48.0	59.6	52.2	48.2
	내수	57.1	55.7	54.1	55.5	60.3	48.8	42.4	44.3	55.6	47.8	43.7
	수출	3.9	3.3	4.6	4.1	4.2	4.8	4.8	3.7	4.0	4.4	4.5
	제약	23.1	23.7	24.9	21.9	21.5	14.7	11.9	11.4	23.4	14.2	11.2
	내수	22.2	22.8	24.3	21.2	21.0	14.3	11.4	11.0	22.6	13.8	10.9
	수출	0.9	0.9	0.6	0.8	0.4	0.3	0.5	0.4	0.8	0.4	0.4
	중국	5.3	6.9	5.9	9.7	6.5	6.0	4.9	7.1	7.0	6.1	7.6
	북경콜마	5.3	6.9	5.9	9.7	6.5	6.0	4.9	5.0	7.0	5.5	5.2
	무석콜마	-	-	-	-	-	-	-	2.1	0.0	0.6	2.4
	북미	11.5	11.9	11.8	10.9	9.2	6.0	5.7	5.9	11.5	6.4	5.5
	PTP	8.2	8.0	9.9	6.6	5.9	3.7	3.6	3.3	8.1	3.9	3.3
	CSR	3.3	4.0	1.9	4.3	3.3	2.3	2.1	2.5	3.4	2.5	2.2
	씨케이엠(CI 헬스케어)	-	-	-	-	-	22.2	33.0	29.5	0.0	23.3	29.5
	연결조정 및 기타	(1.0)	(1.4)	(1.4)	(2.1)	(1.6)	(2.6)	(2.8)	(1.9)	(1.5)	(2.3)	(2.1)
영업이익 (억원)	TOTAL	206	170	154	140	180	246	78	245	670	749	1,485
	별도	177	151	137	148	171	223	116	167	613	676	892
yoy %	TOTAL	17.7	(20.9)	(0.6)	(26.3)	(12.6)	44.5	(49.5)	75.3	(8.8)	11.8	98.3
	별도	3.3	(27.8)	(3.1)	(16.5)	(3.5)	47.9	(15.7)	12.8	(12.3)	10.3	31.9
OPM (%)	TOTAL	10.2	8.2	7.9	6.4	7.4	6.8	2.1	6.4	8.2	5.5	8.9
	별도	14.4	12.3	12.0	11.3	10.9	11.5	6.5	9.1	12.5	9.5	11.1
yoy %p	TOTAL	(1.5)	(4.2)	(1.7)	(3.8)	(2.8)	(1.4)	(5.9)	0.0	(2.9)	(2.7)	3.4
	별도	(1.3)	(4.4)	(1.6)	(3.9)	(3.5)	(0.8)	(5.5)	(2.3)	(2.9)	(3.0)	1.6

Source: 한국콜마, Baro Research Center

한국콜마(161890) 재무제표

대차대조표

결산기(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
유동자산	264.1	365.9	476.3	550.2	628.4
현금성자산	31.9	82.7	46.6	77.0	105.0
매출채권	128.4	160.5	252.1	282.3	313.3
재고자산	86.1	105.7	152.4	164.7	182.8
비유동자산	228.9	302.6	1,600.9	1,612.8	1,611.0
투자자산	3.5	8.4	27.6	28.8	29.9
유형자산	184.9	236.2	419.4	436.3	439.2
무형자산	40.5	58.0	1,153.8	1,147.8	1,141.8
자산총계	492.9	668.5	2,077.1	2,163.0	2,239.3
유동부채	196.2	212.0	423.5	445.1	467.3
매입채무	114.5	111.8	155.6	174.2	193.3
유동성이자부채	58.5	78.8	194.6	194.6	194.6
비유동부채	9.1	124.0	954.2	956.0	925.8
비유동이자부채	4.8	119.3	911.2	911.2	879.2
부채총계	205.2	335.9	1,377.7	1,401.0	1,393.1
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	200.6	263.1	347.4
자본조정	1.9	(2.4)	(2.6)	(2.6)	(2.6)
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	287.7	332.6	699.5	762.0	846.2
투자자본	319.0	443.7	1,754.7	1,786.7	1,810.8
순차입금	31.4	115.4	1,059.2	1,028.8	968.8
ROA	12.7	8.1	2.3	2.6	3.3
ROE	21.6	16.4	9.9	15.7	17.1
ROIC	20.9	13.8	4.3	6.3	7.4

현금흐름표

결산기(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
영업현금	38.2	5.4	42.7	92.6	109.0
당기순이익	53.2	48.6	22.8	68.8	90.6
자산상각비	11.8	19.2	37.0	43.9	44.5
운전자본증감	(32.5)	(61.0)	(19.5)	(21.9)	(28.0)
매출채권감소(증가)	(27.9)	(34.5)	(31.9)	(30.2)	(31.0)
재고자산감소(증가)	(24.0)	(17.6)	3.6	(12.3)	(18.1)
매입채무증가(감소)	29.3	(3.4)	3.4	18.6	19.1
투자현금	(21.5)	(156.2)	(1,250.0)	(57.6)	(44.5)
단기투자자산감소	(0.8)	(64.5)	55.4	(1.7)	(1.8)
장기투자증권감소	0.0	0.0	(0.1)	(0.2)	(0.2)
설비투자	(44.8)	(68.6)	(78.1)	(50.1)	(36.9)
유무형자산감소	(0.9)	(7.8)	0.0	(4.7)	(4.7)
재무현금	10.9	135.1	1,196.7	(6.3)	(38.3)
차입금증가	14.8	140.8	853.0	0.0	(32.0)
자본증가	(4.3)	(6.1)	343.7	(6.3)	(6.3)
배당금지급	4.3	6.2	6.3	6.3	6.3
현금 증감	10.7	(12.6)	(9.9)	28.7	26.2
총현금흐름(Gross CF)	88.0	86.2	79.9	114.5	137.0
(-) 운전자본증가(감소)	43.1	55.6	50.8	21.9	28.0
(-) 설비투자	44.8	68.6	78.1	50.1	36.9
(+) 자산매각	(0.9)	(7.8)	0.0	(4.7)	(4.7)
Free Cash Flow	(0.8)	(45.9)	(48.9)	37.8	67.5
(-) 기타투자	0.0	0.0	0.1	0.2	0.2
잉여현금	(0.8)	(45.9)	(49.0)	37.7	67.3

손익계산서

결산기(십억원)	2016	2017	2018F	2019F	2020F
매출액	667.5	821.6	1,361.4	1,670.2	1,843.2
증가율 (Y-Y,%)	24.6	23.1	65.7	22.7	10.4
영업이익	73.4	67.0	74.9	148.5	176.7
증가율 (Y-Y,%)	20.9	(8.8)	11.8	98.4	18.9
EBITDA	85.3	86.2	111.9	192.5	221.2
영업외손익	(2.1)	(5.0)	(38.5)	(56.8)	(55.8)
순이자수익	(0.6)	(2.7)	(37.9)	(55.3)	(54.4)
외화관련손익	(2.0)	(1.0)	0.7	0.0	0.0
지분법손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
세전계속사업손익	71.3	62.0	36.4	91.8	120.8
당기순이익	53.2	48.6	22.8	68.8	90.6
지배기업당기순이익	53.1	47.3	31.1	55.8	73.4
증가율 (Y-Y,%)	16.9	(8.6)	(53.1)	201.8	31.7
NOPLAT	54.8	52.5	47.0	111.4	132.5
(+) Dep	11.8	19.2	37.0	43.9	44.5
(-) 운전자본투자	43.1	55.6	50.8	21.9	28.0
(-) Capex	44.8	68.6	78.1	50.1	36.9
OpFCF	(21.3)	(52.6)	(44.8)	83.3	112.2
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	13.2	21.2	36.5	35.8	30.9
영업이익증가율(3Yr)	29.6	12.7	7.2	26.5	38.2
EBITDA증가율(3Yr)	27.6	17.0	16.7	31.2	36.9
순이익증가율(3Yr)	26.9	14.0	(20.5)	9.0	23.1
영업이익률(%)	11.0	8.2	5.5	8.9	9.6
EBITDA마진(%)	12.8	10.5	8.2	11.5	12.0
순이익률(%)	8.0	5.9	1.7	4.1	4.9

주요투자지표

결산기	2016	2017	2018F	2019F	2020F
Per share Data					
EPS	2,516	2,240	1,474	2,642	3,478
BPS	12,790	14,458	15,395	18,357	22,351
DPS	250	300	300	300	300
Multiples(x,%)					
PER	26.2	36.6	37.6	21.0	15.9
PBR	5.1	5.7	3.6	3.0	2.5
EV/ EBITDA	16.7	21.4	20.5	11.8	10.0
배당수익율	0.4	0.4	0.5	0.5	0.5
PCR	15.8	20.1	14.6	10.2	8.5
PSR	2.1	2.1	0.9	0.7	0.6
재무건전성 (%)					
부채비율	71.3	101.0	197.0	183.9	164.6
Net debt/Equity	10.9	34.7	151.4	135.0	114.5
Net debt/EBITDA	36.9	133.9	946.6	534.5	438.0
유동비율	134.6	172.6	112.5	123.6	134.5
이자보상배율	120.2	25.2	2.0	2.7	3.2
이자비용/매출액	0.1	0.5	2.9	3.4	3.1
자산구조					
투자자본(%)	90.0	83.0	95.9	94.4	93.1
현금+투자자산(%)	10.0	17.0	4.1	5.6	6.9
자본구조					
차입금(%)	18.0	37.3	61.3	59.2	55.9
자기자본(%)	82.0	62.7	38.7	40.8	44.1

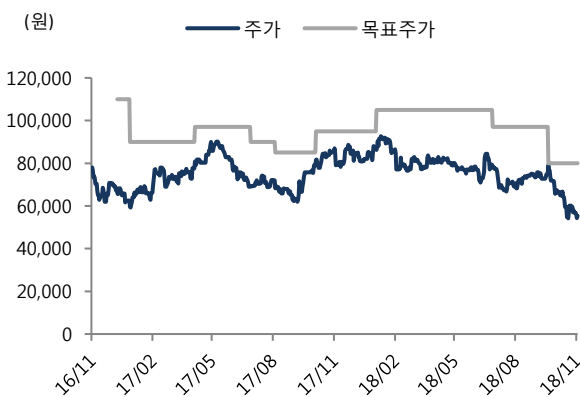
Source: Company Data, Baro Research Center

Note: EPS 는 완전회석 EPS

■ Compliance Notice

당사는 자료 작성일 현재 지난 3개월간 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분증권 발행에 참여한 적이 없습니다.
 당사는 자료 작성일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
 본 조사분석자료의 애널리스트는 자료 작성일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 가지고 있지 않습니다.
 본 조사분석자료는 기관투자가 등 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
 본 조사분석자료에는 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.
 본 조사분석자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있습니다.
 본 조사분석자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다.
 본 조사분석자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

■ 한국콜마 최근 2년간 투자의견 및 목표주가 변경 추이



일자	투자 의견	목표주가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%)	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
2016-12-21	BUY	110,000	1년	-41.3	-37.9
2017-01-09	BUY	90,000	1년	-21.0	-13.3
2017-02-10	BUY	90,000	1년	-17.7	-13.3
2017-04-10	BUY	90,000	1년	-16.7	-13.7
2017-04-17	BUY	97,000	1년	-16.7	-7.0
2017-05-15	BUY	97,000	1년	-17.4	-7.0
2017-07-10	BUY	90,000	1년	-21.2	-17.6
2017-08-16	BUY	85,000	1년	-19.8	-7.1
2017-10-16	BUY	95,000	1년	-12.4	-6.7
2017-11-15	HOLD	95,000	1년	-12.3	-6.7
2017-12-11	HOLD	95,000	1년	-11.9	-7.3
2018-01-15	BUY	105,000	1년	-22.9	-11.7
2018-02-14	BUY	105,000	1년	-24.6	-19.5
2018-04-09	BUY	105,000	1년	-24.9	-19.5
2018-06-12	BUY	105,000	1년	-26.0	-19.5
2018-07-02	BUY	105,000	1년	-23.5	-21.5
2018-07-09	BUY	97,000	1년	-25.2	-19.3
2018-08-16	BUY	97,000	1년	-24.1	-21.9
2018-10-01	HOLD	80,000	1년	-20.6	-1.3
2018-11-15	BUY	80,000	1년		

■ 투자의견 분류 및 적용기준

기업 (향후 12개월 기준)

매수(Buy) : 기대수익률 15% 이상

중립(Hold) : 기대수익률 ± 15% 내외

매도(Sell) : 기대수익률 -15% 이하

산업 (향후 12개월 기준)

비중확대(Overweight) : 업종지수 상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승

중립(Neutral) : 업종지수상승률이 시장수익률 수준

비중축소(Underweight) : 업종지수 상승률이 시장수익률 대비 낮거나 하락

■ 투자등급 비율 (기준일: 2018.09.30)

매수 (Buy)	중립 (Hold)	매도 (Sell)
87.5%	12.5%	0.0%