



▲ 유통/화장품  
Analyst 양지혜  
02. 6098-6667  
jihye.yang@meritz.co.kr

## Buy

<b>적정주가 (12개월)</b>	<b>95,000 원</b>
<b>현재주가 (2.10)</b>	<b>66,100 원</b>
<b>상승여력</b>	<b>43.7%</b>
KOSPI	2,075.08pt
시가총액	13,947억원
발행주식수	2,110만주
유동주식비율	76.52%
외국인비중	47.61%
52주 최고/최저가	106,000원 / 59,200원
평균거래대금	100.2억원
<b>주요주주(%)</b>	
한국콜마홀딩스 외 25인	23.0
NIHON KOLMAR	13.2
국민연금	9.3
<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월 6개월 12개월</b>
절대주가	11.66 -28.31 -31.43
상대주가	9.81 -29.29 -39.86

### 주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2014	461.3	46.8	32.8	1,641	127.4	8,331	26.8	5.3	17.1	22.3	87.1
2015	535.8	60.7	45.5	2,155	31.4	10,003	44.0	9.5	28.2	22.7	56.0
2016P	667.5	73.5	54.6	2,589	20.1	12,411	25.4	5.3	15.1	22.3	52.3
2017E	820.2	87.5	66.7	3,159	22.0	15,328	20.9	4.3	12.7	22.2	50.4
2018E	983.4	102.3	78.6	3,724	17.9	18,752	17.8	3.5	10.7	21.5	48.3

# 한국콜마 161890

## 4Q 실적 예상치 상회, 북경법인은 부진

- ✓ 4Q 매출액 1,857억원 (+33.5% YoY), 영업이익 190억원 (+47.3% YoY) 달성
- ✓ 북경콜마 매출액 155억원 (-6.7% QoQ) 기록, Capa 증설 이후 수율 부진 지속
- ✓ 예상했던 인건비 상승과 인센티브 지급이 이연되면서 영업이익은 예상치 상회
- ✓ 2017년 외형 고성장 지속되고 이익률은 소폭 하락할 전망
- ✓ 투자의견 Buy, 적정주가 95,000원으로 하향

### 4Q 영업이익 190 억원 (+47.3% YoY)으로 예상치 상회

한국콜마의 4분기 연결기준 실적은 매출액 1,857억원 (+33.5% YoY), 영업이익 190 억원 (+47.3% YoY) 기록하여, 시장 컨센서스 (매출액 1,749억원, 영업이익 166억원) 대비 상회했다. 예상했던 인건비 상승과 인센티브 지급이 2017년으로 이연되면서 시장 컨센서스 대비 상회하는 영업이익을 기록했다. 국내 화장품은 브랜드샵 매출이 꾸준한 가운데 카버코리아 (A.H.C) 등 헤리티지 향 매출이 크게 증가하면서 +24.7% YoY 성장했으며 해외 수출 또한 +50.6% YoY 증가했다. 한편 4분기부터 미국 PTP법인 실적이 연결에 포함되었으며 매출액 136억원과 BEP 수준을 달성했다. 다만 중국 북경법인이 매출액 155억원 (+22% YoY, -6.7% QoQ)를 기록하여 Capa 증설 이후 수율 회복이 더디게 나타나면서 당사 추정치인 235억원 대비 하회했다.

### 2017년 외형 고성장 지속되고 이익률은 소폭 하락할 전망

2017년 한국콜마의 연간 실적은 매출액 8,202억원 (+22.9% YoY), 영업이익 875억 원 (+18.9% YoY)를 기록할 전망이다. 국내 제약공장 증설과 미국 PTP 법인 (지분율 51%)의 연결 실적 편입으로 매출 고성장이 예상된다. 다만 인건비 상승 등으로 영업이익률은 0.3%p 소폭 하락할 전망이다.

### 투자의견 Buy, 적정주가 95,000 원으로 하향

한국콜마는 중국 현지법인 성과가 예상보다 저조하고 2017년 영업이익률이 소폭 하락할 수 있겠지만 차별화된 R&D를 바탕으로 안정적인 고성장이 지속될 전망이다. 따라서 투자의견 Buy를 유지하고 적정주가는 북경법인 부진에 따른 목표승수 하향 (최근 5년 평균 PER 33배→30배)을 반영해 95,000원으로 조정한다.

**표1 4Q16 Earnings Review**

(십억원)	4Q16P	4Q15	(% YoY)	3Q16	(% QoQ)	메리츠	(% diff.)	컨센서스	(% diff.)
매출액	185.7	139.1	33.5	160.2	15.9	150.6	23.3	174.9	6.1
영업이익	19.0	12.9	47.3	15.5	22.6	13.2	43.9	16.6	14.6
지배주주순이익	15.2	10.0	52.0	9.7	56.7	11.7	29.9	12.3	23.2

자료: 한국콜마, 메리츠종금증권 리서치센터

**표2 추정치 변경 내역**

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2016E	2017 E	2016P	2017 E	2016P	2017 E
매출액	650.9	790.5	667.5	820.2	2.6	3.8
영업이익	69.8	82.5	73.5	87.5	5.3	6.1
지배주주순이익	51.1	63.2	54.6	66.7	6.8	5.5

자료: 메리츠종금증권 리서치센터

**표3 한국콜마 분기별 실적 추이 및 전망 (별도기준)**

(십억원)	2015	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	2016P	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E
매출액	506.6	144.5	166.5	147.3	161.2	619.5	169.4	195.3	172.5	188.9	726.2
증가율 (% YoY)	15.4	18.2	24.3	20.8	25.6	22.3	17.2	17.3	17.1	17.2	17.2
화장품	375.0	109.1	124.7	104.4	116.0	454.2	128.7	147.1	123.2	136.9	536.0
화장품 수출	25.1	8.3	12.1	11.0	11.9	43.3	10.0	15.0	15.0	15.0	55.0
제약	131.5	35.4	41.9	42.9	45.2	165.4	40.7	48.2	49.3	52.0	190.2
비중 (%)											
화장품	74.0	75.5	74.9	70.9	72.0	73.3	76.0	75.3	71.4	72.5	73.8
제약	26.0	24.5	25.2	29.1	28.0	26.7	24.0	24.7	28.6	27.5	26.2
증가율 (% YoY)											
화장품	15.5	19.4	22.4	17.7	24.7	21.1	18.0	18.0	18.0	18.0	18.0
화장품 수출	18.4	76.6	611.8	1.9	50.6	72.5	20.5	24.0	36.4	26.1	27.0
제약	15.0	14.6	30.9	29.2	27.7	25.8	15.0	15.0	15.0	15.0	15.0
매출원가	390.8	111.9	127.2	115.4	125.7	480.1	131.2	149.2	135.1	147.2	562.8
증가율 (% YoY)	12.8	18.7	23.1	24.3	25.1	22.9	17.2	17.3	17.1	17.2	17.2
매출원가율 (%)	77.1	77.4	76.4	78.3	78.0	77.5	77.4	76.4	78.3	78.0	77.5
매출총이익	115.8	32.6	39.3	31.9	35.5	139.4	38.3	46.1	37.4	41.6	163.4
증가율 (% YoY)	25.1	16.2	28.2	9.8	27.1	20.4	17.2	17.3	17.1	17.2	17.2
매출총이익률 (%)	22.9	22.6	23.6	21.7	22.0	22.5	22.6	23.6	21.7	22.0	22.5
판관비	60.8	15.5	18.4	17.7	17.8	69.4	19.0	22.5	20.7	21.7	83.9
증가율 (% YoY)	21.7	9.1	18.4	21.4	8.0	14.1	22.3	22.4	17.0	21.9	20.8
판관비중 (%)	12.0	10.7	11.0	12.0	11.1	11.2	11.2	11.5	12.0	11.5	11.5
영업이익	54.9	17.1	20.9	14.2	17.7	70.0	19.3	23.6	16.7	19.9	79.5
증가율 (% YoY)	29.2	23.5	38.3	-1.9	54.7	27.4	12.7	12.9	17.3	12.4	13.6
영업이익률 (%)	10.8	11.8	12.6	9.7	11.0	11.3	11.4	12.1	9.7	10.5	11.0

자료: 한국콜마, 메리츠종금증권 리서치센터

표4 한국콜마 분기별 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(십억원)	2015	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16P	2016P	1Q17E	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2017E
매출액	535.8	148.6	173.0	160.2	185.7	667.5	185.7	219.1	199.4	216.0	820.2
증가율 (% YoY)	16.2	17.5	21.8	25.0	33.5	24.6	24.9	26.6	24.5	16.3	22.9
별도매출액	506.6	144.5	166.5	147.3	161.2	619.5	169.4	195.3	172.5	188.9	726.2
북경법인	37.0	7.1	12.9	16.6	15.5	52.1	9.2	16.8	19.9	20.2	66.1
미국PTP					13.6	13.6	12.0	12.0	12.0	12.0	48.0
비중 (%)											
별도매출액	94.6	97.3	96.2	91.9	86.8	92.8	91.3	89.2	86.5	87.4	88.5
북경법인	6.9	4.8	7.5	10.4	8.3	7.8	5.0	7.7	10.0	9.3	8.1
미국PTP					7.3	2.0	6.5	5.5	6.0	5.6	5.9
증가율 (% YoY)											
별도매출액	15.4	18.2	24.3	20.8	25.6	22.3	17.2	17.3	17.1	17.2	17.2
북경법인	37.1	23.8	31.5	88.5	22.0	40.6	30.0	30.0	20.0	30.0	26.8
미국PTP											252.9
매출원가	409.6	114.4	131.2	124.9	143.5	514.0	142.9	166.2	155.5	166.9	631.5
증가율 (% YoY)	13.5	18.3	21.5	29.2	32.7	25.5	24.9	26.6	24.5	16.3	22.9
매출원가율 (%)	76.4	77.0	75.8	78.0	77.3	77.0	77.0	75.8	78.0	77.3	77.0
매출총이익	126.3	34.2	41.8	35.3	42.2	153.5	42.8	52.9	44.0	49.1	188.7
증가율 (% YoY)	25.2	15.1	22.8	12.2	36.4	21.7	24.9	26.6	24.5	16.3	22.9
매출총이익률 (%)	23.6	23.7	25.1	24.0	26.2	23.0	25.2	27.1	25.5	26.0	23.0
판관비	65.6	16.8	20.3	19.8	23.2	80.0	21.7	26.7	24.7	28.1	101.3
증가율 (% YoY)	21.5	9.9	23.1	25.6	28.1	22.0	29.7	31.9	25.1	21.0	26.6
판관비중 (%)	12.2	11.3	11.7	12.3	12.5	12.0	11.7	12.2	12.4	13.0	12.3
영업이익	60.7	17.5	21.5	15.5	19.0	73.5	21.0	26.2	19.2	21.0	87.5
증가율 (% YoY)	29.6	20.6	22.6	-1.2	47.3	21.2	20.4	21.7	23.8	10.6	18.9
영업이익률 (%)	11.3	12.1	12.9	10.5	11.8	11.0	12.4	13.4	11.1	11.1	10.7

자료: 한국콜마, 메리츠종금증권 리서치센터

## 한국콜마(161890)

### Income Statement

(십억원)	2014	2015	2016P	2017E	2018E
<b>매출액</b>	<b>461.3</b>	<b>535.8</b>	<b>667.5</b>	<b>820.2</b>	<b>983.4</b>
매출액증가율 (%)	63.4	16.2	24.6	22.9	19.9
매출원가	360.5	409.6	514.0	631.5	757.2
매출총이익	100.8	126.3	153.5	188.7	226.2
판매비와관리비	53.9	65.6	80.0	101.3	123.9
<b>영업이익</b>	<b>46.8</b>	<b>60.7</b>	<b>73.5</b>	<b>87.5</b>	<b>102.3</b>
영업이익률 (%)	10.2	11.3	11.0	10.7	10.4
금융수익	-0.7	-1.7	-0.4	-0.2	0.3
종속/관계기업관련손익	0.0	0.0	1.2	0.0	0.0
기타영업외손익	-3.2	-0.2	-3.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	43.0	58.8	71.3	87.2	102.6
법인세비용	10.2	13.3	16.6	20.2	23.6
<b>당기순이익</b>	<b>32.8</b>	<b>45.5</b>	<b>54.7</b>	<b>67.0</b>	<b>79.0</b>
지배주주지분 순이익	32.8	45.5	54.6	66.7	78.6

### Statement of Cash Flow

(십억원)	2014	2015	2016P	2017E	2018E
<b>영업활동현금흐름</b>	<b>34.4</b>	<b>49.4</b>	<b>61.6</b>	<b>72.0</b>	<b>84.3</b>
당기순이익(손실)	32.8	45.5	54.7	67.0	79.0
유형자산감가상각비	6.3	9.0	16.1	17.7	19.0
무형자산상각비	0.7	0.6	1.4	1.2	1.0
운전자본의 증감	-13.5	-8.6	-10.7	-13.9	-14.8
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-14.7</b>	<b>-8.6</b>	<b>-67.0</b>	<b>-48.1</b>	<b>-38.6</b>
유형자산의 증가(CAPEX)	-37.5	-33.4	-60.0	-40.0	-30.0
투자자산의 감소(증가)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>-13.6</b>	<b>-45.9</b>	<b>-4.2</b>	<b>-5.3</b>	<b>-6.3</b>
차입금증감	-46.4	-40.6	0.0	0.0	0.0
자본의증가	36.1	0.0	0.0	0.0	0.0
현금의증가	6.5	-5.0	-9.6	18.6	39.3
기초현금	14.7	21.2	16.2	6.6	25.2
기말현금	21.2	16.2	6.6	25.2	64.6

### Balance Sheet

(십억원)	2014	2015	2016P	2017E	2018E
<b>유동자산</b>	<b>208.9</b>	<b>185.6</b>	<b>210.1</b>	<b>275.3</b>	<b>364.3</b>
현금및현금성자산	21.2	16.2	6.6	25.2	64.6
매출채권	86.2	89.8	109.6	134.7	161.5
재고자산	37.3	45.8	51.8	63.6	76.3
<b>비유동자산</b>	<b>127.5</b>	<b>158.7</b>	<b>201.2</b>	<b>222.3</b>	<b>232.3</b>
유형자산	121.4	145.8	189.7	212.1	223.1
무형자산	4.0	9.6	8.2	6.9	5.9
투자자산	0.1	0.1	0.1	0.1	0.2
<b>자산총계</b>	<b>336.4</b>	<b>344.3</b>	<b>411.3</b>	<b>497.6</b>	<b>596.6</b>
<b>유동부채</b>	<b>143.7</b>	<b>114.6</b>	<b>131.0</b>	<b>155.3</b>	<b>181.2</b>
매입채무	57.9	67.0	77.8	95.6	114.6
단기차입금	22.7	14.3	14.3	14.3	14.3
유동성장기부채	37.6	10.5	10.5	10.5	10.5
<b>비유동부채</b>	<b>12.9</b>	<b>9.0</b>	<b>10.2</b>	<b>11.6</b>	<b>13.0</b>
사채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
장기차입금	6.3	4.1	4.1	4.1	4.1
<b>부채총계</b>	<b>156.6</b>	<b>123.6</b>	<b>141.2</b>	<b>166.8</b>	<b>194.3</b>
자본금	10.6	10.6	10.6	10.6	10.6
자본잉여금	116.3	116.3	116.3	116.3	116.3
기타포괄이익누계액	0.0	0.2	0.2	0.2	0.2
이익잉여금	53.0	93.7	143.0	203.4	274.6
비지배주주지분	0.0	0.0	0.1	0.4	0.8
<b>자본총계</b>	<b>179.8</b>	<b>220.7</b>	<b>270.1</b>	<b>330.8</b>	<b>402.3</b>

### Key Financial Data

(주당데이터(원))	2014	2015	2016P	2017E	2018E
SPS	23,067	25,395	31,637	38,873	46,605
EPS(지배주주)	1,641	2,155	2,589	3,159	3,724
CFPS	2,676	3,393	4,232	5,040	5,798
EBITDAPS	2,693	3,335	4,317	5,040	5,798
BPS	8,331	10,003	12,411	15,328	18,752
DPS	160	200	250	300	350
배당수익률(%)	0.4	0.2	0.4	0.5	0.5
(Valuation(Multiple))					
PER	26.8	44.0	25.4	20.9	17.8
PCR	16.5	28.0	15.5	13.1	11.4
PSR	1.9	3.7	2.1	1.7	1.4
PBR	5.3	9.5	5.3	4.3	3.5
EBITDA	53.8	70.4	91.1	106.4	122.3
EV/EBITDA	17.1	28.2	15.1	12.7	10.7
(Key Financial Ratio(%))					
자기자본이익률(ROE)	22.3	22.7	22.3	22.2	21.5
EBITDA 이익률	11.7	13.1	13.6	13.0	12.4
부채비율	87.1	56.0	52.3	50.4	48.3
금융비용부담률	0.9	0.4	0.2	0.1	0.1
이자보상배율(X)	11.0	30.3	62.4	74.3	86.8
매출채권회전율(X)	6.0	6.1	6.7	6.7	6.6
재고자산회전율(X)	13.3	12.9	13.7	14.2	14.1

**Compliance Notice**

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2017년 2월 13일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2017년 2월 13일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2017년 2월 13일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 양지해)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

**투자등급 관련사항** (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	2016년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	92.7%
중립	7.3%
매도	0.0%

**한국콜마(161890) 투자등급변경 내용**

추천확정일자	자료형식	투자의견	적정주가(원)	담당자	주가 및 적정주가 변동추이
2015.04.20	산업분석	Hold	80,000	송광수	(원)
2015.07.20	산업브리프	Hold	100,000	송광수	140,000
2015.08.18	기업브리프	Hold	100,000	송광수	120,000
2015.09.17	산업분석	Hold	100,000	송광수	100,000
2015.10.14	산업분석	Hold	100,000	송광수	80,000
2015.11.16	기업브리프	Buy	100,000	송광수	60,000
2015.12.10	산업분석	Buy	115,000	송광수	0
				담당자 변경	
2016.03.22	산업분석	Buy	110,000	양지혜	한국콜마 주가
2016.06.10	기업브리프	Buy	120,000	양지혜	적정주가
2016.08.17	기업브리프	Buy	120,000	양지혜	
2016.08.25	산업분석	Buy	120,000	양지혜	
2016.09.20	기업브리프	Buy	120,000	양지혜	
2016.10.13	산업분석	Buy	120,000	양지혜	
2016.11.14	기업브리프	Buy	100,000	양지혜	
2017.02.13	기업브리프	Buy	95,000	양지혜	