

## Outperform(Maintain)

목표주가: 95,000원

주가(8/14): 72,000원

시가총액: 1조5,192억원

의류/화장품

Analyst 이희재

02) 3787-4704

Heejae0403@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (8/14)		2,334.22pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	98,000원	59,200원
등락률	-26.53%	21.62%
수익률	절대	상대
1M	3.6%	7.2%
6M	-2.4%	-13.3%
1Y	-22.9%	-32.3%

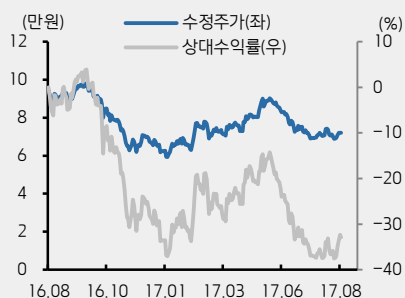
## Company Data

발행주식수	21,100천주
일평균 거래량(3M)	158천주
외국인 지분율	47.35%
배당수익률(17E)	0.38%
BPS(17E)	15,127원
주요 주주	한국콜마홀딩스 외4
	22.32%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	6,675	8,208	9,530	10,880
보고영업이익	734	764	957	1,110
EBI DA	853	876	1,090	1,259
세전이익	713	741	928	1,077
순이익	532	559	701	813
지배주주지분순이익	531	542	697	809
EPS(원)	2,516	2,571	3,304	3,834
증감률(%)YoY	16.7	2.2	28.5	16.1
PER(배)	26.2	28.0	21.8	18.8
PBR(배)	5.1	4.3	3.6	3.0
EV/EBITDA(배)	16.7	16.8	13.0	11.1
보고영업이익률(%)	11.0	9.3	10.0	10.2
ROE(%)	20.9	17.9	18.9	18.5
순부채비율(%)	10.9	12.4	5.7	-0.5

## Price Trend



## 한국콜마 (161890)

## 국내 회복은 긍정적이거나 중국 부진 아쉬워



3분기 영업이익은 전년동기와 비슷한 수준였음. 일회성 비용 이슈를 제외하면 사드 이슈를 불식시키는 호실적이었다고 판단함. 어려운 상황에서 국내 고객사들의 히트 신제품 출시는 긍정적이었으나, 중국 영업 부진에 대해서는 고민해 볼 상황이라고 판단함.

## &gt;&gt;&gt; 3Q 매출액 YoY +21%, 영업이익 -1%: 컨센 하회

한국콜마의 3분기 IFRS 연결실적은 매출액 1942억원(YoY +21.2%)과 영업이익 154억원(YoY -0.8%), 이익률 7.9%(YoY -1.8%p)으로 매출액은 시장 기대치에 부합했으나 영업이익이 컨센 175억대비 12% 수준 하회했다. 국내 가시적인 신제품 오더가 발생해 사드 우려를 불식시키는 성장세를 보여주었으나, 중국 현지 오더에 차질이 발생한 것이 아쉽다.

- 한국법인: 매출 1,625억원(+10.4%), 영업이익 138억원(-3.3%, OPM 8.5%).  
1) 화장품은 매출액 1,141억원(+9.3%)였고 그중 내수는 애틀미, 카버코리아 등 신제품 호조로 성장율은 +12.5%로 국내 브랜드샵 시장침체 대비 우수한 실적을 기록했다. 일회성비용으로 연초 기본급인상으로 인한 추석 상여금과 퇴직급여 증가분(8억)이 발생했다. 한편 수출은 해외 기존 거래처 재고 조정 에 따라 24.8% 역성장했다.  
2) 제약부문은 기존 인력의 신규설비 시생산 대응으로 매출이 484억원(YoY +12.8%)으로 성장세가 둔화됐지만 제네릭 의약품 수주는 양호하고 내년 신규 인력 총원 예정되어 있어 우려할 상황은 아닌 것으로 판단된다.
- 베이징콜마: 매출액 114억원(-31.3%). 순이익 2억(-62.5%). 상해 진출 과도 기 및 작년 생산차질로 인한 신뢰도 하락 영향이 맞물리며 실적이 부진했고 인력충원에 따라 인건비 또한 증가했다.
- PTP(미국): 매출액 193억원 및 순이익 15억.  
CSR(캐나다): 매출액 37억원 및 순이익 2억.  
기존 바이어 물량과 신규 거래처 모두 꾸준한 상황이고 연간 가이던스를 유지 가능할 전망이다.

## &gt;&gt;&gt; 화장품 어렵지만 제네릭 의약품 부문 호조세

한국콜마 투자이건은 Outperform과 목표주가 95,000원을 제시한다. 목표주가는 2018년 예상 EPS에 29배를 적용했다. 사드 우려 및 내수 부진에 중장기적으로 향후 매출을 위한 국내 및 중국 캐파 확보는 긍정적이고, 외부환경이 개선될 시 빠른 속도로 실적이 회복될 수 있을 것으로 예상한다.

## 한국콜마 분기별 손익 추정 (단위: 억원, %)

		1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>연결 기준</b>	<b>1486</b>	<b>1730</b>	<b>1602</b>	<b>1856</b>	<b>2014</b>	<b>2071</b>	<b>1928</b>	<b>2157</b>	<b>6675</b>	<b>8169</b>	<b>9481</b>	<b>10822</b>
	한국 법인	1445	1665	1473	1613	1695	1711	1603	1813	6196	6822	7793	8736
	화장품	1091	1247	1044	1160	1230	1220	1119	1302	4542	4871	5490	6065
	내수	1008	1126	934	1041	1151	1153	1009	1125	4109	4438	4970	5467
	수출	83	121	110	119	79	67	110	177	433	433	520	598
	제약	354	419	429	452	465	491	485	511	1654	1952	2303	2672
	북경콜마	71	129	166	155	107	143	184	217	521	651	912	1231
	PTP(미국)				136	166	165	130	144	136	605	678	745
	CSR(캐나다)					66	82	80	72		300	342	386
<b>성장률(%)</b>	<b>연결 기준</b>	<b>17.5</b>	<b>21.8</b>	<b>25.0</b>	<b>33.3</b>	<b>35.5</b>	<b>19.7</b>	<b>20.3</b>	<b>16.2</b>	<b>24.6</b>	<b>22.4</b>	<b>16.1</b>	<b>14.1</b>
	한국 법인	18.2	24.2	20.8	25.6	17.3	2.8	8.9	12.4	22.3	10.1	14.2	12.1
	화장품	19.4	22.4	17.7	24.7	12.7	-2.2	7.2	12.2	21.1	7.2	12.7	10.5
	내수	16.3	12.4	19.9	22.3	14.2	2.4	8.0	8.1	17.4	8.0	12.0	10.0
	수출	76.6	611.8	1.9	50.6	-4.8	-44.6	0.0	48.7	72.5	0.0	20.0	15.0
	제약	14.5	30.9	29.2	27.7	31.4	17.2	13.0	13.0	25.8	18.0	18.0	16.0
	북경콜마	24.9	31.6	87.7	21.5	50.3	10.9	11.0	40.1	40.5	25.0	40.0	35.0
	PTP(미국)										344.9	12.0	10.0
	CSR(캐나다)											14.0	13.0
<b>영업이익</b>	<b>연결</b>	<b>175</b>	<b>215</b>	<b>155</b>	<b>189</b>	<b>206</b>	<b>170</b>	<b>185</b>	<b>198</b>	<b>735</b>	<b>759</b>	<b>954</b>	<b>1107</b>
	별도	171	209	142	178	177	150	159	167	700	653	805	919
	북경콜마	8	13	13	12	9	11	15	19	46	54	82	113
	PTP(미국)				0	13	8	9	12		42	54	61
	CSR(캐나다)					5	6	6	4		21	27	31
<b>이익률(%)</b>	<b>연결</b>	<b>11.8</b>	<b>12.5</b>	<b>9.7</b>	<b>10.2</b>	<b>10.2</b>	<b>8.2</b>	<b>9.6</b>	<b>9.2</b>	<b>11.0</b>	<b>9.3</b>	<b>10.1</b>	<b>10.2</b>
	별도	11.8	12.6	9.7	11.0	10.5	8.8	9.9	9.2	11.3	9.6	10.3	10.5
	북경콜마	11.0	10.0	8.0	7.6	8.0	8.0	8.0	8.9	8.8	8.3	9.0	9.2
	PTP(미국)				0.0	8.0	5.0	7.0	8.1		7.0	8.0	8.2
	CSR(캐나다)					8.0	7.0	7.3	5.8		7.0	8.0	8.0
<b>성장률(%)</b>	<b>연결</b>	<b>20.6</b>	<b>22.4</b>	<b>-1.2</b>	<b>46.6</b>	<b>18.0</b>	<b>-21.3</b>	<b>19.3</b>	<b>4.6</b>	<b>21.0</b>	<b>3.3</b>	<b>25.7</b>	<b>16.0</b>
	별도	24.0	38.7	-1.9	54.0	3.5	-28.2	11.4	-6.0	27.5	-6.8	23.3	14.1

자료: 키움증권 리서치센터, 주: IFRS 연결 기준, 별도 외 영업이익 수치는 모두 추정치

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	5,358	6,675	8,208	9,530	10,880
매출원가	4,096	5,140	6,378	7,405	8,454
매출총이익	1,263	1,535	1,830	2,125	2,426
판매비및일반관리비	656	801	1,067	1,169	1,316
영업이익(보고)	607	734	764	957	1,110
영업이익(핵심)	607	734	764	957	1,110
영업외손익	-19	-21	-23	-29	-33
이자수익	10	4	5	5	6
배당금수익	1	0	0	0	0
외환이익	16	31	0	0	0
이자비용	20	10	10	10	10
외환손실	13	50	0	0	0
관계기업지분손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	1	0	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-11	-2	0	0	0
기타	-4	7	-18	-24	-30
법인세차감전이익	588	713	741	928	1,077
법인세비용	133	181	181	227	264
유효법인세율 (%)	22.6%	25.4%	24.5%	24.5%	24.5%
당기순이익	455	532	559	701	813
지배주주지분순이익(억원)	455	531	542	697	809
EBITDA	704	853	876	1,090	1,259
현금순이익(Cash Earnings)	551	650	671	834	962
수정당기순이익	462	533	559	701	813
증감율(% YoY)					
매출액	16.2	24.6	23.0	16.1	14.2
영업이익(보고)	29.6	20.9	4.0	25.3	16.1
영업이익(핵심)	29.6	20.9	4.0	25.3	16.1
EBITDA	30.7	21.2	2.7	24.5	15.5
지배주주지분 당기순이익	38.6	16.7	2.2	28.5	16.1
EPS	31.4	16.7	2.2	28.5	16.1
수정순이익	37.2	15.4	4.9	25.3	16.1

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	494	382	457	665	802
당기순이익	455	532	559	701	813
감가상각비	90	108	102	124	139
무형자산상각비	6	11	10	10	10
외환손익	-3	8	0	0	0
자산처분손익	1	0	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-86	-325	-223	-192	-196
기타	30	48	9	23	36
투자활동현금흐름	-86	-213	-512	-410	-460
투자자산의 처분	304	232	-12	-10	-10
유형자산의 처분	2	0	0	0	0
유형자산의 취득	-334	-448	-500	-400	-450
무형자산의 처분	-62	-9	0	0	0
기타	5	12	0	0	0
재무활동현금흐름	-459	106	-54	-51	-60
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	-426	148	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-34	-43	-53	-53	-63
기타	0	0	-1	2	3
현금및현금성자산의순증가	-50	107	-109	204	281
기초현금및현금성자산	212	162	269	160	365
기말현금및현금성자산	162	269	160	365	646
Gross Cash Flow	580	707	681	858	998
Op Free Cash Flow	84	-116	-34	264	341

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	1,856	2,641	3,068	3,718	4,442
현금및현금성자산	162	269	151	332	577
유동금융자산	282	50	62	72	82
매출채권및유동채권	953	1,461	1,796	2,085	2,381
재고자산	458	861	1,058	1,229	1,403
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,587	2,289	2,683	2,955	3,263
장기매출채권및기타비유동채권	27	28	34	39	45
투자자산	1	1	2	2	2
유형자산	1,458	1,849	2,247	2,524	2,834
무형자산	96	405	394	384	375
기타비유동자산	5	6	6	6	6
자산총계	3,443	4,929	5,751	6,673	7,705
유동부채	1,146	1,962	2,278	2,551	2,829
매입채무및기타유동채무	815	1,282	1,576	1,830	2,090
단기차입금	143	574	574	574	574
유동성장기차입금	105	11	11	11	11
기타유동부채	83	95	116	135	154
비유동부채	90	91	90	91	95
장기매입채무및비유동채무	1	1	1	2	2
사채및장기차입금	41	48	48	48	48
기타비유동부채	48	41	40	41	44
부채총계	1,236	2,052	2,367	2,642	2,924
자본금	106	106	106	106	106
주식발행초과금	1,152	1,152	1,152	1,152	1,152
이익잉여금	937	1,412	1,905	2,552	3,301
기타자본	12	29	29	29	29
지배주주지분자본총계	2,207	2,699	3,192	3,839	4,588
비지배주주지분자본총계	0	178	192	192	193
자본총계	2,207	2,877	3,383	4,031	4,781
순차입금	-154	314	421	230	-25
총차입금	290	634	634	634	634

## 투자지표

(단위: 원, %, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	2,155	2,516	2,571	3,304	3,834
BPS	10,459	12,790	15,127	18,194	21,743
주당EBITDA	3,335	4,041	4,151	5,168	5,967
CFPS	2,612	3,082	3,182	3,954	4,559
DPS	200	250	250	300	350
주가배수(배)					
PER	44.0	26.2	28.0	21.8	18.8
PBR	9.1	5.1	4.3	3.6	3.0
EV/EBITDA	28.2	16.7	16.8	13.0	11.1
PCFR	36.3	21.4	20.7	16.6	14.4
수익성(%)					
영업이익률(보고)	11.3	11.0	9.3	10.0	10.2
영업이익률(핵심)	11.3	11.0	9.3	10.0	10.2
EBITDA margin	13.1	12.8	10.7	11.4	11.6
순이익률	8.5	8.0	6.8	7.4	7.5
자기자본이익률(ROE)	22.7	20.9	17.9	18.9	18.5
투자자본이익률(ROIC)	24.6	20.7	16.5	17.9	18.6
안정성(%)					
부채비율	56.0	71.3	70.0	65.5	61.2
순차입금비율	-7.0	10.9	12.4	5.7	-0.5
이자보상배율(배)	30.3	73.4	76.3	95.6	110.9
활동성(배)					
매출채권회전율	5.7	5.5	5.0	4.9	4.9
재고자산회전율	12.9	10.1	8.6	8.3	8.3
매입채무회전율	6.9	6.4	5.7	5.6	5.6

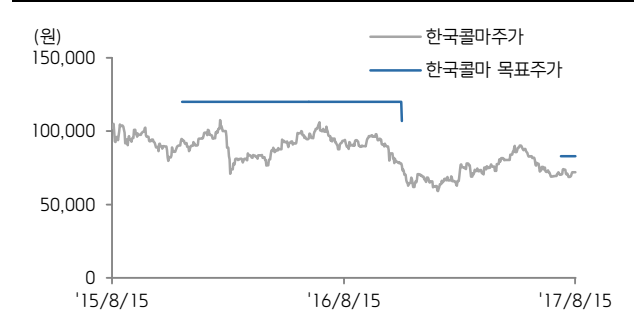
## Compliance Notice

- 당사는 11월 14일 현재 '한국콜마' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자 의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자 의견	목표주가
한국콜마 (161890)	2014/07/01	Buy(Maintain)	45,000원
	담당자변경		
	2015/12/03	BUY(Reinitiate)	120,000원
	2016/05/13	Buy(Maintain)	120,000원
	2016/08/17	Buy(Maintain)	120,000원
	2016/11/14	Buy(Maintain)	107,000원
	2017/08/16	Outperform (Reinitiate)	83,000원
	2017/11/15	Outperform (Maintain)	95,000원

## 목표주가 추이



## 투자 의견 및 적용 기준

기업	적용 기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용 기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2016/07/01~2017/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	97.73%
중립	4	2.27%
매도	0	0.00%