

한국콜마

HOLD(하향)

161890 기업분석 | 화장품

목표주가(유지)	93,000원	현재주가(06/29)	84,500원	Up/Downside	+10.1%
----------	---------	-------------	---------	-------------	--------

2018. 07. 02

예상된 수순, 길게 봐야 하는 시기

News

대주주가 참여하는 3자배정 유상증자 결정: 지난주 제3자배정 유상증자를 공시했고, 대상은 최대주주 한국콜마홀딩스이다. 발행규모는 1,000억원(현 시가총액의 6%)으로 예상보다 작은 규모이며, 조달된 자금은 차입금 상환에 쓰일 예정이다. 대상이 대주주이고, 1년간 보호예수 조치로 유통시장에 부정적 영향을 줄 가능성은 낮아 보인다.

Comment

재무구조 개선 위한 불가피한 선택: CJ헬스케어 인수와 관련한 이자비용 총당을 위한 조치의 일환으로 사실상 예측 가능한 이벤트였을 수 있다. 총 인수자금 1조 3천억원 중에 9,400억원을 외부 차입금으로 조달했고, 따라서 EBITDA 대비 순차입금 비율이 5배 이상 증가하면서 재무 안정성이 크게 저하되었기 때문이다. 유상증자에 따른 주가 희석을 고민하기 앞서 재무구조 개선에 따른 긍정적 효과가 더 부각될 것으로 보이며, 2Q18부터 연결 반영되는 CJ헬스케어 실적을 체크하는게 중요하다.

Action

자회사 실적 확인 후 주가 업사이드 여력 고민할 것: 내수 브랜드 오더 회복과 작년 이맘때 부진했던 섀블럭 수요 대응으로 2Q18 어닝 모멘텀이 강할 것으로 예상되며, 씨케이엠(CJ헬스케어 모기업) 연결 실적이 5월부터 반영되면서 컨센서스 상향 조정이 예상된다. CJ헬스케어 순익의 대부분이 이자비용으로 나가 순익 연결 효과는 크지 않지만 일단은 (+)효과일 것으로 전망된다. 다만 이러한 관심을 선반영해서 최근 주가가 목표주가에 근접할 만큼 상승했고, 업사이드 여력은 향후 자회사 실적을 보고 판단해야 할 것으로 보여 잠시 투자 의견을 HOLD로 하향한다. 단기 이벤트에 의한 주가 변동성이 커질 수 있어 주의가 필요하다.

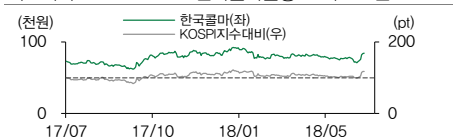
Investment Fundamentals (IFRS연결)

(단위: 십억원 원 배 %)

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
FYE Dec					
매출액	667	822	933	1,078	1,221
(증가율)	24.6	23.1	13.6	15.5	13.3
영업이익	73	67	77	93	116
(증가율)	20.9	-8.8	14.3	21.1	25.1
지배주주순이익	53	47	52	66	84
EPS	2,516	2,240	2,470	3,125	3,993
PER (H/L)	43.1/24.6	40.8/25.8	34.2	27.0	21.2
PBR (H/L)	8.5/4.8	6.3/4.0	5.1	4.4	3.7
EV/EBITDA (H/L)	27.2/15.9	23.7/16.2	16.8	14.2	11.5
영업이익률	11.0	8.2	8.2	8.6	9.5
ROE	21.6	16.4	15.9	17.4	18.9

Stock Data

52주 최저/최고	62,000/92,700원
KOSDAQ /KOSPI	818/2,326pt
시가총액	17,833억원
60일-평균거래량	119,442
외국인지분율	48.5%
60일-외국인지분율변동주이	+0.1%p
주요주주	한국콜마홀딩스 외 24인 24.5%



주가상승률	1M	3M	12M
절대기준	11.2	8.6	16.2
상대기준	17.5	13.8	19.7

도표 1. 한국콜마 유상증자 내용

(단위: 주, 원)

증자방식	제3자 배정증자	
3자배정대상자	한국콜마홀딩스	최대주주 본인
유통주식수	21,104,461	
신주발행주수	1,242,237	6%
신주 발행가액	80,500	
증자발행총액	100,000,078,500	
시가총액(6/29기준)	1,783,300,000,000	6%
납입일		2018년 07월 23일
신주의 배당기산일		2018년 01월 01일
신주권교부예정일		2018년 08월 08일
신주의 상장 예정일		2018년 08월 09일

자료: DB금융투자

도표 2. 한국콜마 실적 전망

(단위: 억원, %)

	13	14	15	16	17	18E	19E	20E
연결매출	3,726	4,613	5,358	6,675	8,216	9,335	10,782	12,210
%YoY	—	23.8	16.2	24.6	23.1	13.6	15.5	13.3
화장품 매출	2,495	3,247	3,750	4,542	4,895	5,460	6,160	6,750
%YoY	—	30.2	15.5	21.1	7.8	11.5	12.8	9.6
1) CAPA(면적)	4,000	7,000	7,500	7,500	7,500	7,500	7,500	7,500
—기초	4,000	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000	6,000
—색조	—	1,000	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500	1,500
2) CAPA(설비)	4,000	4,000	4,000	6,000	6,000	7,000	7,000	7,500
▶가동률	62%	81%	93%	76%	82%	78%	88%	90%
제약 매출	1,069	1,143	1,315	1,654	1,921	2,280	2,600	3,080
%YoY	—	6.9	15.0	25.8	16.1	18.7	14.0	18.5
1) CAPA(면적)	1,500	1,500	1,500	1,500	4,000	4,000	4,000	4,000
2) CAPA(설비)	—	—	—	1,500	2,750	4,000	4,000	4,000
▶가동률	71%	76%	87%	110%	48%	57%	65%	77%
중국 화장품OEM	179	270	371	521	576	715	1,175	1,470
%YoY	—	50.8	37.4	40.4	10.6	24.1	64.3	25.1
1) CAPA(면적)	300	300	300	1,500	1,500	1,500	5,000	5,000
2) CAPA(설비)	300	300	300	800	1,300	1,300	2,500	3,000
▶가동률	59%	90%	123%	65%	44%	55%	47%	49%
PTP				136	669	702	738	819
CSR				—	279	335	379	430
영업이익	257	468	607	734	670	765	927	1,160
%YoY	—	82.3	29.6	20.9	-8.8	14.3	21.1	25.1
%OPM	6.9	10.2	11.3	11.0	8.1	8.2	8.6	9.5

자료: 한국콜마, DB금융투자

주: C헬스케어 인수 효과 반영전

대차대조표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	264	366	416	498	584
현금및현금성자산	27	14	85	119	147
매출채권및기타채권	128	161	157	182	208
재고자산	86	106	78	90	102
비유동자산	229	303	327	332	341
유형자산	185	236	264	272	284
무형자산	40	58	55	52	49
투자자산	0	4	4	4	4
자산총계	493	669	743	830	925
유동부채	196	212	239	267	283
매입채무및기타채무	120	119	147	174	191
단기차입금및단기차	57	77	77	77	77
유동성장기부채	1	2	2	2	2
비유동부채	9	124	124	124	124
사채및차입금	5	119	119	119	119
부채총계	205	336	363	391	407
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	116	116	116	116	116
이익잉여금	141	181	226	284	360
비지배주주지분	18	28	29	31	33
자본총계	288	333	380	439	517

현금흐름표

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동현금흐름	38	5	146	89	101
당기순이익	53	49	54	68	87
현금유출이없는비용및수익	35	38	55	59	65
유형및무형자산상각비	12	19	33	35	37
영업관련자산부채변동	-32	-61	55	-16	-24
매출채권및기타채권의감소	-28	-34	4	-25	-26
재고자산의감소	-24	-18	28	-12	-12
매입채무및기타채무의증가	29	-3	27	28	17
투자활동현금흐름	-22	-156	-62	-43	-58
CAPEX	-45	-69	-58	-40	-46
투자자산의순증	0	-4	0	0	0
재무활동현금흐름	11	135	-12	-12	-14
사채및차입금의 증가	34	135	0	0	0
자본금및자본잉여금의증가	0	0	0	0	0
배당금지급	-4	-6	-6	-6	-8
기타현금흐름	-17	3	0	0	0
현금의증가	11	-13	71	33	28
기초현금	16	27	14	85	119
기말현금	27	14	85	119	147

자료: 한국콜마 DB 금융투자 주: IFRS 연결기준

손익계산서

12월 결산(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	667	822	933	1,078	1,221
매출원가	514	644	737	843	946
매출총이익	154	178	196	235	275
판매비	80	111	119	142	159
영업이익	73	67	77	93	116
EBITDA	85	86	110	128	153
영업외손익	-3	-5	-4	-3	-2
금융손익	-3	-4	-3	-2	-1
투자손익	0	0	0	0	0
기타영업외손익	0	-1	-1	-1	-1
세전이익	71	62	72	89	114
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	53	49	54	68	87
자배주주지분순이익	53	47	52	66	84
비지배주주지분순이익	0	1	1	2	2
총포괄이익	55	39	54	68	87
총감률(%YoY)					
매출액	24.6	23.1	13.6	15.5	13.3
영업이익	20.9	-8.8	14.3	21.1	25.1
EPS	16.7	-11.0	10.3	26.5	27.8

주: K-IFRS 회계기준 적용으로 기존의 기타영업이익/비용 항목은 제외됨

주요 투자지표

12월 결산(원 % 배)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당이익(원)					
EPS	2,516	2,240	2,470	3,125	3,993
BPS	12,790	14,458	16,628	19,353	22,946
DPS	250	300	300	400	400
Multiple(배)					
P/E	26.2	36.6	34.2	27.0	21.2
P/B	5.1	5.7	5.1	4.4	3.7
EV/EBITDA	16.9	21.7	16.8	14.2	11.5
수익성(%)					
영업이익률	11.0	8.2	8.2	8.6	9.5
EBITDA마진	12.8	10.5	11.8	11.8	12.6
순이익률	8.0	5.9	5.7	6.3	7.1
ROE	21.6	16.4	15.9	17.4	18.9
ROA	12.7	8.4	7.6	8.6	9.9
ROIC	20.6	13.6	13.2	16.5	19.6
안정성및기타					
부채비율(%)	71.3	101.0	95.6	88.9	78.7
이자보상배율(배)	73.4	16.9	12.7	15.4	19.3
배당성향(배)	9.9	13.0	11.8	12.4	9.7

Compliance Notice

- 자료 발간일 현재 본 자료를 작성한 조사분석담당자와 그 배우자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 지난 1년간 위 조사분석자료에 언급한 종목들의 IPO 대표주관업무를 수행한 사실이 없습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 위 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료 발간일 현재 조사분석자료에 언급된 법인과 "독점규제 및 공정거래에 관한 법률" 제2조 제3호에 따른 계열회사의 관계에 있지 않습니다.
- 동 자료내용은 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 이 자료에 기재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.
- 본 조사자료는 고객의 투자참고용으로 작성된 것이며, 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 어떠한 경우에도 고객의 증권투자결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사자료는 당사의 허락없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.
- 발행주식수 변동 시 목표주가와 괴리율은 수정주가를 기준으로 산출하였습니다.

1년간 투자이익률 (2018-03-31 기준) - 매수(75.7%) 중립(23.7%) 매도(0.7%)

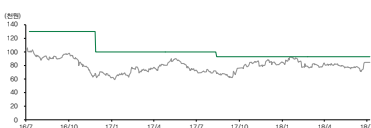
■ 기업 투자이익률은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Buy: 초과 상승률 10%p 이상
- Hold: 초과 상승률 -10~10%p
- Underperform: 초과 상승률 -10%p 미만

■ 업종 투자이익률은 향후 12개월간 당사 KOSPI 목표 대비 초과 상승률 기준임

- Overweight: 초과 상승률 10%p 이상
- Neutral: 초과 상승률 -10~10%p
- Underweight: 초과 상승률 -10%p 미만

한국콜마 현주가 및 목표주가 차트



최근 2년간 투자이익률 및 목표주가 변경

일자	투자이익	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저	일자	투자이익	목표주가	괴리율(%) 평균 최고/최저
16/07/11	Buy	130,000	-31.9 -20.8				
16/11/30	Buy	100,000	-26.6 -9.8				
17/08/16	Buy	93,000	-14.6 -0.3				
18/07/02	Hold	93,000	- -				

주: *표는 담당자 변경