

2018. 7. 2

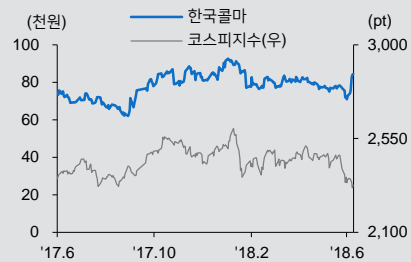


▲ **유통/화장품**
 Analyst **양지혜**
 02. 6098-6667
 jihye.yang@meritz.co.kr

Trading Buy

적정주가 (12개월)	90,000 원	
현재주가 (6.29)	84,500 원	
상승여력	6.5%	
KOSPI	2,326.13pt	
시가총액	17,833억원	
발행주식수	2,110만주	
유통주식비율	75.17%	
외국인비중	48.49%	
52주 최고/최저가	92,700원/62,000원	
평균거래대금	95.3억원	
주요주주(%)		
한국콜마홀딩스 외 24 인	24.48	
NIHON KOLMAR	13.16	
국민연금	10.51	
주가상승률(%)	1개월	6개월
절대주가	11.2	3.0
상대주가	17.5	9.3
		12개월
		16.2
		19.7

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	667.5	73.4	53.1	2,516	16.9	12,790	26.2	5.1	16.9	21.6	71.3
2017	821.6	67.0	47.3	2,240	-8.6	14,458	36.6	5.7	21.7	16.4	101.0
2018E	1,284.6	96.9	55.8	2,583	15.0	20,325	32.7	4.2	16.8	14.7	147.9
2019E	1,596.2	125.4	71.6	3,203	23.4	23,228	26.4	3.6	13.3	14.7	126.9
2020E	1,835.6	148.7	95.2	4,261	32.4	27,188	19.8	3.1	11.3	16.9	109.2

한국콜마 161890

제 3 자 배정 유상증자로 재무부담 완화

- ✓ 제 3 자배정 유상증자 발표, 차입금 상환에 활용 예정
- ✓ 신주 발행가격은 80,500 원, 신주 (보통주)는 전체 주식 수 대비 5.6% 수준
- ✓ 2Q 매출액 3,367 억원 (+62.6% YoY), 영업이익 290 억원 (+70.6% YoY) 전망
- ✓ CJ 헬스케어 인수 효과 및 국내 화장품과 수출 호조 예상
- ✓ 투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가 90,000 원 제시

제 3 자배정 유상증자 발표, 차입금 상환에 활용 예정

한국콜마가 1,000 억원 규모의 제 3 자배정 유상증자를 발표했다. 한국콜마홀딩스를 대상으로 신주 발행가격은 80,500 원, 신주 수는 124 만주 (보통주)이며 전체 주식 수 대비 5.6% 수준이다. 한국콜마는 CJ 헬스케어 인수로 증가한 일부 차입금을 상환하는데 활용할 계획이다. 한국콜마홀딩스는 이번 유상증자로 한국콜마에 대한 지분율이 23.22%에서 27.79%까지 상승하게 된다.

2 분기 화장품 호조로 양호한 실적 전망

한국콜마의 연결기준 2 분기 실적은 매출액 3,367 억원 (+62.6% YoY), 영업이익 290 억원 (+70.6% YoY)를 기록할 전망이다. 5 월부터 합병된 CJ 헬스케어가 매출액 900 억원, 영업이익 100 억원을 기여할 것으로 예상된다. 국내 화장품 또한 AHC 및 제이엠솔루션 등 주요 고객사의 판매 호조로 +30% YoY 성장하고 수출 또한 +62.2% YoY 큰 폭으로 증가할 전망이다.

투자의견 Trading Buy 유지, 적정주가 90,000 원 제시

한국콜마에 대해 투자의견 Trading Buy 를 유지하고 적정주가 90,000 원을 제시한다. 적정주가는 2019 년 예상 EPS 에 목표 PER 28 배를 (아시아 화장품 평균 PER 대비 20% 할인) 적용하여 산출했다. 국내 화장품 실적 호조가 지속되고 있는 가운데 하반기 중국 무석공장이 신규 가동하면서 해외 성장 모멘텀이 재개될 전망이다. 단기적으로는 이번 유상증자에 따른 희석효과와 CJ 헬스케어 인수에 따른 이자비용 증가, 그리고 3 분기 위로금지급 (200 억원 예상) 등으로 주가 조정 시 매수의 기회로 활용할 필요가 있겠다.

표1 추정치 변경 내역

(십억원)	수정 전		수정 후		변화율 (%)	
	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
매출액	903.5	990.6	1,284.6	1,596.2	42.2	61.1
영업이익	74.5	87.3	96.9	125.4	30.1	43.6
당기순이익	54.3	63.9	55.8	71.6	2.8	12.1

자료: 메리츠증권증권 리서치센터

표2 한국콜마 분기별 실적 추이 및 전망 (연결기준)

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	667.5	201.4	207.1	194.2	219.0	821.6	242.5	336.7	319.9	385.6	1,284.6
증가율 (% YoY)	24.6	35.5	19.7	21.2	17.9	23.1	20.4	62.6	64.7	76.1	56.3
별도매출액 (국내)	619.5	169.5	171.1	162.5	178.6	681.6	208.4	208.9	176.3	196.4	790.0
CJ헬스케어								90.0	110.0	140.0	340.0
중국법인 (북경+무석)	52.1	10.7	14.3	11.4	21.2	57.6	15.8	19.3	14.3	28.6	78.0
미국PTP	13.6	16.6	16.5	19.3	14.5	66.9	14.2	14.0	20.3	15.2	63.7
캐나다CSR		6.6	8.2	3.7	9.4	27.9	8.0	9.4	4.1	10.3	31.8
비중 (%)											
별도매출액 (국내)	92.8	84.1	82.6	83.7	81.5	83.0	86.0	62.1	55.1	50.9	61.5
CJ헬스케어								26.7	34.4	36.3	26.5
중국법인 (북경+무석)	7.8	5.3	6.9	5.9	9.7	7.0	6.5	5.7	4.5	7.4	6.1
미국PTP	2.0	8.2	8.0	9.9	6.6	8.1	5.9	4.2	6.3	3.9	5.0
캐나다CSR		3.3	4.0	1.9	4.3	3.4	3.3	2.8	1.3	2.7	2.5
증가율 (% YoY)											
별도매출액 (국내)	22.3	17.3	2.8	10.3	10.8	10.0	23.0	22.1	8.5	10.0	15.9
CJ헬스케어											
중국법인 (북경+무석)	40.6	50.7	10.9	-31.3	36.8	10.6	47.7	35.0	25.0	35.0	35.4
미국PTP					6.6	391.9	-14.5	-15.0	5.0	5.0	-4.8
캐나다CSR							21.2	15.0	10.0	10.0	14.1
매출원가	514.0	154.1	162.0	151.9	175.8	643.8	195.9	266.0	252.7	308.5	1023.0
증가율 (% YoY)	25.5	34.7	23.5	21.6	22.5	25.3	27.1	64.2	66.4	75.4	58.9
매출원가율 (%)	77.0	76.5	78.2	78.2	80.3	78.4	80.8	79.0	79.0	80.0	79.6
매출총이익	153.5	47.3	45.1	42.3	43.1	177.8	46.6	70.7	67.2	77.1	261.6
증가율 (% YoY)	21.7	38.2	7.8	19.9	2.2	15.8	-1.4	56.9	58.7	78.8	47.1
매출총이익률 (%)	23.0	23.5	21.8	21.8	19.7	21.6	19.2	21.0	21.0	20.0	20.4
판관비	80.0	26.6	28.1	26.9	29.1	110.8	28.1	41.7	44.8	50.1	164.7
증가율 (% YoY)	22.0	59.1	38.7	36.2	25.6	38.6	5.3	48.6	66.2	72.0	48.6
판관비중 (%)	12.0	13.2	13.6	13.9	13.3	13.5	11.6	12.4	14.0	13.0	12.8
영업이익	73.5	20.6	17.0	15.4	14.0	67.0	18.0	29.0	22.4	27.0	96.3
증가율 (% YoY)	21.2	18.2	-21.3	-0.9	-26.4	-8.9	-13.0	70.6	45.5	93.1	43.8
영업이익률 (%)	11.0	10.3	8.2	7.9	6.4	8.2	7.4	8.6	7.0	7.0	7.5

자료: 한국콜마, 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	2016	1Q17	2Q17	3Q17	4Q17	2017	1Q18	2Q18E	3Q18E	4Q18E	2018E
매출액	619.5	169.5	171.1	162.5	178.6	681.6	208.4	208.9	176.3	196.4	790.0
증가율 (% YoY)	22.3	17.3	2.8	10.3	10.8	10.0	23.0	22.1	8.5	10.0	15.9
화장품	410.9	115.1	115.3	105.1	121.5	457.0	146.2	149.9	115.6	136.1	547.8
화장품 수출	43.3	7.9	6.7	9.0	8.9	32.5	10.2	11.0	11.0	12.0	44.2
제약	165.4	46.5	49.1	48.4	48.1	192.1	52.0	54.0	55.7	55.3	217.0
비중 (%)											
화장품	66.3	67.9	67.4	64.7	68.0	67.0	70.1	71.8	65.6	69.3	69.3
제약	26.7	27.4	28.7	29.8	26.9	28.2	24.9	25.9	31.6	28.2	27.5
증가율 (% YoY)											
화장품	17.4	14.2	2.4	12.5	16.7	11.2	27.0	30.0	10.0	12.0	19.9
화장품 수출	72.5	-4.8	-44.6	-18.2	-25.2	-24.9	29.1	64.2	22.2	34.8	36.0
제약	25.8	31.4	17.2	12.8	6.4	16.1	11.8	10.0	15.0	15.0	13.0
매출원가	480.1	131.1	134.4	128.5	142.0	535.9	169.2	165.0	139.3	155.2	628.7
증가율 (% YoY)	22.9	17.1	5.7	11.4	13.0	11.6	29.1	22.8	8.4	9.3	17.3
매출원가율 (%)	77.5	77.3	78.5	79.1	79.5	78.6	81.2	79.0	79.0	79.0	79.6
매출총이익	139.4	38.4	36.7	34.0	36.5	145.7	39.2	43.9	37.0	41.2	161.3
증가율 (% YoY)	20.4	17.7	-6.6	6.5	2.9	4.5	2.1	19.5	8.8	12.8	10.7
매출총이익률 (%)	22.5	22.7	21.5	20.9	20.5	21.4	18.8	21.0	21.0	21.0	20.4
판관비	69.4	20.7	21.7	20.3	21.7	84.4	21.8	25.7	22.0	24.5	94.1
증가율 (% YoY)	14.1	33.3	18.1	14.7	21.8	21.6	5.5	18.6	8.5	13.0	11.5
판관비중 (%)	11.2	12.2	12.7	12.5	12.2	12.4	10.5	12.3	12.5	12.5	11.9
영업이익	70.0	17.7	15.0	13.7	14.8	61.3	17.1	18.2	15.0	16.7	67.0
증가율 (% YoY)	27.4	3.5	-28.2	-3.7	-16.2	-12.4	-3.4	20.8	9.3	12.6	9.2
영업이익률 (%)	11.3	10.5	8.8	8.4	8.3	9.0	8.2	8.7	8.5	8.5	8.5

자료: 한국콜마, 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
국내법인 화장품 (기초+색조)								
매출액	257.8	254.5	324.8	375.0	454.2	489.5	538.6	592.4
증가율(%)	25.0	-1.3	27.6	15.5	21.1	7.8	10.0	10.0
Capa	400.0	400.0	700.0	750.0	750.0	800.0	800.0	800.0
증가율(%)	0.0	0.0	75.0	7.1	0.0	6.7	0.0	0.0
가동률	0.6	0.6	0.5	0.5	0.6	0.6	0.7	0.7
중국법인 화장품 (북경+무석)								
매출액	7.8	17.9	27.0	37.0	52.1	57.6	70.2	84.2
증가율(%)	56.0	129.5	50.9	37.1	40.6	10.6	21.8	20.0
Capa	50.0	50.0	50.0	150.0	150.0	150.0	350.0	350.0
증가율(%)	0.0	0.0	0.0	200.0	0.0	0.0	133.3	0.0
가동률	15.6	35.8	54.0	24.7	34.7	38.4	20.1	24.1

자료: 한국콜마, 메리츠증권증권 리서치센터

표5 한국콜마 유상증자 결정

신주의 종류와 수	보통주식 (주)	1,242,237
1주당 액면가액 (원)		500
증자전 발행주식총수 (주)	보통주식 (주)	21,104,461
자금조달의 목적	운영자금 (십억원)	100.0
증자방식		제3자배정증자 (한국콜마홀딩스)
신주 발행가액	보통주식 (원)	80,500
신주의 상장 예정일		2018년 08월 09일

자료: 한국콜마, 메리츠증권증권 리서치센터

표6 참고) 한국콜마홀딩스 유상증자 결정

신주의 종류와 수	기타주식 (주)	1,562,499
1주당 액면가액 (원)		500
증자전	보통주식 (주)	17,938,966
자금조달의 목적	타법인 증권 취득자금 (십억원)	70.0
증자방식		제3자배정증자 (퀀테사인베스트먼트)
주식의 내용		상환전환우선주(이하 RCPS): 1,116,071주(50.0 십억원) 전환우선주(이하 CPS): 446,428주(20.0 십억원)
상환에 관한 사항	상환조건	1. RCPS - 발행일로부터 5년이 경과한 후 언제든지 상환청구 가능 - 상환시 발행금액의 연 2%복리 가산 (기지급한 배당금 차감) - 조기상환조건 : 본 건 RCPS 발행일로부터 2년이 되는 날 및 그로부터 매 6개월이 경과한 날 마다 조기상환 청구 가능 2. CPS - 해당사항 없음
	상환방법	현금 상환
	상환기간	2023년 07월 23일 ~ 2028년 06월 23일
전환에 관한 사항	전환조건	1. RCPS 1) 발행일로부터 1년후부터 보통주 전환 청구 가능 2. CPS 1) 발행일로부터 1년후부터 보통주 전환 청구 가능
	전환청구기간	2019년 07월 23일 ~ 2028년 07월 23일
	전환으로 발행할 주식의 종류	보통주
	전환으로 발행할 주식수	1,116,071
신주 발행가액	기타주식 (원)	44,800

자료: 한국콜마홀딩스, 메리츠증권증권 리서치센터

한국콜마 (161890)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	667.5	821.6	1,284.6	1,596.2	1,835.6
매출액증가율 (%)	24.6	23.1	56.3	24.3	15.0
매출원가	514.0	643.8	1,023.0	1,271.3	1,459.3
매출총이익	153.5	177.8	261.6	324.9	376.3
판매관리비	80.1	110.8	164.7	199.5	227.6
영업이익	73.4	67.0	96.9	125.4	148.7
영업이익률	11.0	8.2	7.5	7.9	8.1
금융손익	-2.6	-3.7	-22.4	-30.0	-23.6
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	0.5	-1.3	0.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	71.3	62.0	74.5	95.4	125.1
법인세비용	18.1	13.4	17.3	22.3	28.5
당기순이익	53.2	48.6	57.2	73.0	96.7
지배주주지분 순이익	53.1	47.3	55.8	71.6	95.2

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	38.2	5.4	-86.1	64.3	93.3
당기순이익(손실)	53.2	48.6	57.2	73.0	96.7
유형자산상각비	10.8	16.0	26.1	28.3	27.4
무형자산상각비	1.1	3.2	3.0	2.8	2.6
운전자본의 증감	-32.5	-61.0	-172.4	-39.8	-33.3
투자활동 현금흐름	-21.5	-156.2	-211.8	-30.8	-31.0
유형자산의증가(CAPEX)	-44.8	-68.6	-90.0	-20.0	-20.0
투자자산의감소(증가)	-0.0	-4.2	-101.2	-6.3	-6.3
재무활동 현금흐름	10.9	135.2	391.7	-76.7	-46.7
차입금의 증감	34.4	134.7	298.0	-70.0	-40.0
자본의 증가	0.0	0.1	100.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	10.7	-12.6	93.9	-43.1	15.7
기초현금	16.2	26.9	14.3	108.1	65.0
기말현금	26.9	14.3	108.1	65.0	80.7

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	264.1	365.9	732.8	786.8	881.1
현금및현금성자산	26.9	14.3	108.1	65.0	80.7
매출채권	127.5	160.0	214.1	266.0	305.9
재고자산	86.1	105.7	128.5	159.6	183.6
비유동자산	228.9	302.6	464.8	460.0	456.3
유형자산	185.0	236.2	300.1	291.8	284.5
무형자산	40.5	58.0	54.9	52.1	49.6
투자자산	0.1	4.3	105.5	111.9	118.2
자산총계	492.9	668.6	1,197.5	1,246.8	1,337.5
유동부채	196.2	212.0	437.8	439.0	458.3
매입채무	104.2	100.7	160.2	199.0	228.9
단기차입금	57.2	76.7	176.7	156.7	136.7
유동성장기부채	1.1	2.0	50.0	20.0	20.0
비유동부채	9.1	124.0	276.6	258.4	239.8
사채	0.0	99.7	149.7	149.7	149.7
장기차입금	4.8	19.5	119.5	99.5	79.5
부채총계	205.2	335.9	714.4	697.3	698.1
자본금	10.6	10.6	11.2	11.2	11.2
자본잉여금	116.3	116.4	215.7	215.7	215.7
기타포괄이익누계액	1.9	-2.4	-2.4	-2.4	-2.4
이익잉여금	141.2	180.7	229.7	294.6	383.1
비지배주주지분	17.8	27.5	28.9	30.4	31.9
자본총계	287.7	332.6	483.1	549.5	639.4

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	31,633	38,937	59,498	71,427	82,141
EPS(지배주주)	2,516	2,240	2,583	3,203	4,261
CFPS	4,170	4,085	5,141	6,107	7,323
EBITDAPS	4,041	4,083	5,836	7,002	7,994
BPS	12,790	14,458	20,325	23,228	27,188
DPS	250	300	300	300	300
배당수익률(%)	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
Valuation(Multiple)					
PER	26.2	36.6	32.7	26.4	19.8
PCR	15.8	20.1	16.4	13.8	11.5
PSR	2.1	2.1	1.4	1.2	1.0
PBR	5.1	5.7	4.2	3.6	3.1
EBITDA	85.3	86.2	126.0	156.5	178.6
EV/EBITDA	16.9	21.7	16.8	13.3	11.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	21.6	16.4	14.7	14.7	16.9
EBITDA 이익률	12.8	10.5	9.8	9.8	9.7
부채비율	71.3	101.0	147.9	126.9	109.2
금융비용부담률	0.1	0.5	0.8	0.9	0.7
이자보상배율(x)	73.4	16.9	9.2	8.9	12.0
매출채권회전율(x)	6.1	5.7	6.9	6.6	6.4
재고자산회전율(x)	10.1	8.6	11.0	11.1	10.7

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 7월 02일 현재 동 자료에 언급된 종목을 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 7월 02일 현재 동 자료에 언급된 종목을 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 7월 02일 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:양지혜)

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 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 4등급	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.1%
중립	2.9%
매도	0.0%

2018년 6월 30일 기준으로
최근 1년간 금융투자상품에 대하여
공표한 최근일 투자등급의 비율

한국콜마 (161890) 투자등급변경 내용

* 적정가격 대상시장: 1년

추천 확정일자	자료 형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2016.08.17	기업브리프	Buy	120,000	양지혜	-19.9	-11.7	
2016.08.25	산업분석	Buy	120,000	양지혜	-20.8	-11.7	
2016.09.20	기업브리프	Buy	120,000	양지혜	-20.7	-11.7	
2016.10.13	산업분석	Buy	120,000	양지혜	-22.6	-11.7	
2016.11.14	기업브리프	Buy	100,000	양지혜	-33.7	-23.5	
2017.02.13	기업브리프	Buy	95,000	양지혜	-21.8	-17.9	
2017.04.17	기업브리프	Buy	95,000	양지혜	-19.5	-5.1	
2017.08.16	기업브리프	Trading Buy	85,000	양지혜	-9.2	4.2	
2018.01.08	산업브리프	Trading Buy	88,000	양지혜	-0.2	5.3	
2018.02.19	기업브리프	Trading Buy	84,000	양지혜	-7.0	-7.0	
2018.02.20	산업브리프	Trading Buy	84,000	양지혜	-5.9	0.6	
2018.07.02	기업브리프	Trading Buy	90,000	양지혜	-	-	