

SK COMPANY Analysis



Analyst

서영화

donaldseo@sk.com

02-3773-9182

Company Data

자본금	11 십억원
발행주식수	2,110 만주
자사주	0 만주
액면가	500 원
시가총액	1,810 십억원
주요주주	
한국콜마홀딩스(외22)	23.29%
국민연금공단	9.27%
외국인지분율	47.60%
배당수익률	0.30%

Stock Data

주가(17/05/12)	85,800 원
KOSPI	2286.02 pt
52주 Beta	0.79
52주 최고가	106,000 원
52주 최저가	59,200 원
60일 평균 거래대금	14 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	17.9%	9.8%
6개월	10.0%	-4.5%
12개월	-8.2%	-20.6%

한국콜마 (161890/KS | 매수(유지) | T.P 100,000 원(유지))

고정비 증가를 상쇄시킨 큰 폭의 외형 성장

한국콜마는 1Q17 기존 당사 추정치에 부합하는 실적을 시현하였다. 고정비 증가가 우려되었지만, 큰 폭의 외형 성장이 이를 상쇄하였다. 2Q17E 역시 현재의 기조가 이어질 전망이다. 국내 화장품은 홈쇼핑/방판/H&B 향으로 오더가 증가하고 있으며, 제약은 대규모 증설 및 새로운 제너릭 출시가 지속된다. 중국 역시 로컬고객사의 오더 증가로 2 분기부터는 q-q 성장을 이어나갈 전망이다. 투자 의견 Buy, 목표주가 100,000 원을 유지한다.

[1Q17 Preview] 고정비 증가를 상쇄시킨 큰 폭의 외형 성장

1Q17 매출액 2,014 억원(+35.5%), 영업이익 206 억원(y-y +18%)으로 기존 당사 추정치에 부합하는 실적을 시현하였다. 고정비(인건비 y-y +15% 추정) 증가에 따른 우려가 있었으나, 큰 폭의 외형 성장이 이를 상쇄하였다. 부문별 실적이 공유되지는 않았지만, 국내 화장품 y-y +12% 이상(수출은 전년 동기와 유사한 수준으로 추정), 제약부문 y-y +25% 이상, 베이징 y-y +40%(100 억원) 수준의 매출 성장을 시현한 것으로 추정된다. 북미법인(PTP, CSR)도 약 200 억원 수준의 매출을 시현한 것으로 추정된다. 국내 화장품부문은 홈쇼핑, 방판 전문브랜드들과 H&B 스토어형 브랜드들이 매출 성장을 견인한 것으로 추정되며, 에터미 또한 y-y +10% 이상의 매출 성장을 시현한 것으로 추정된다.

2Q17E, 현재의 성장 기조를 이어나갈 전망

2Q17E 역시 현재의 성장 기조를 이어나갈 전망이다. 국내 화장품은 4 월까지 국내 고객사 오더 증가세에는 큰 변화가 없었던 것으로 파악되며, 수출은 신규 고객사 물량이 반영되면서 큰 폭의 성장을 재개할 전망이다. 고공 성장세를 이어나가고 있는 제약 부문은 6~7 월 증설 물량 가동 전망이며(Capa 기준 1,500 억원/년에서 연말기준 설비 2,500 억원/년, 디자인 Capa 4,000 억원/년), 트윈스타(고혈압치료제) 제너릭이 2Q17부터 온기에 반영됨에 따라 1Q17 수준의 외형 성장세는 지속 유지해 나갈 것으로 판단한다. 이외 중국은 로컬고객사 오더 증가세가 여전히 견조하며, 1Q<2Q<3Q의 q-q 성장세를 이어나갈 전망이다. 기존 투자포인트 및 실적 추정치 변화가 없기에 투자 의견 Buy, 목표주가 100,000 원을 유지한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	461	536	667	847	970	1,102
yoy	%	63.4	16.2	24.6	26.9	14.5	13.6
영업이익	십억원	47	61	73	93	109	126
yoy	%	138.1	29.6	20.9	27.0	17.4	15.4
EBITDA	십억원	54	70	85	113	131	149
세전이익	십억원	43	59	71	92	109	126
순이익(지배주주)	십억원	33	45	53	69	81	94
영업이익률%	%	10.2	11.3	11.0	11.0	11.3	11.5
EBITDA%	%	11.7	13.1	12.8	13.4	13.5	13.5
순이익률	%	7.1	8.5	8.0	8.1	8.4	8.6
EPS	원	1,641	2,155	2,516	3,254	3,857	4,477
PER	배	26.9	44.0	26.2	26.4	22.3	19.2
PBR	배	5.2	9.1	5.1	5.4	4.4	3.6
EV/EBITDA	배	17.1	28.3	16.9	16.3	13.7	11.7
ROE	%	22.3	22.7	21.6	22.8	21.7	20.4
순차입금	십억원	-10	-15	31	15	-34	-102
부채비율	%	87.1	56.0	71.3	66.4	57.7	50.9

Valuation 및 실적 추정

한국콜마 PER Valuation

(억원 배 원)

	Value	Multiple	Fair Value	비고
2018년 예상 실적기준 지배주주순이익	815	26.1	21,272	2018년 예상실적 기준 글로벌 화장품 4개사 평균 PER
Shares Outstanding('000)			21,100	
Fair Value per share			100,812	
Target Price			100,000	

자료 : Bloomberg, SK 증권

주 : 글로벌 화장품 4개사 (에스티로더, 시세이도, P&G, 로레알)

한국콜마 기존 분기별 실적 추정 (부문별 실적 확인 후 업데이트 예정)

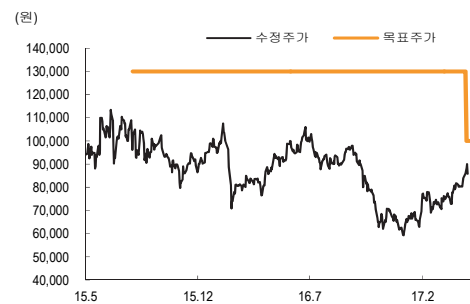
(단위 : 백만원)

		1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17F	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017E	2018E
Sales	Sales	148,615	173,013	160,210	185,631	190,325	223,479	209,226	223,687	667,469	846,717	969,777
	y-y%	17.5%	21.8%	25.0%	33.4%	28.1%	29.2%	30.6%	20.5%	24.6%	26.9%	14.5%
	KOREA	144,536	166,600	147,300	161,200	165,039	187,848	168,077	183,893	619,636	704,857	799,213
	Cosmetic	109,050	124,700	104,400	116,000	121,391	141,758	118,742	131,913	454,150	513,804	579,503
	Bio	35,486	41,900	42,900	45,200	43,648	46,090	49,335	51,980	165,486	191,053	219,711
	Beijing	7,117	12,900	16,600	15,500	9,964	16,770	21,580	20,150	52,117	68,464	92,426
	PTP				13,600	13,328	14,960	15,368	15,232		58,888	63,599
	CSR					5,500	8,000	8,000	8,500		30,000	32,400
	y-y											
	KOREA	18.2%	24.4%	20.8%	25.6%	14.2%	12.8%	14.1%	14.1%	22.3%	13.8%	13.4%
y-y	Cosmetic	19.4%	22.4%	17.8%	24.9%	11.3%	13.7%	13.7%	13.7%	21.2%	13.1%	12.8%
	Bio	14.8%	31.0%	29.3%	27.6%	23.0%	10.0%	15.0%	15.0%	25.8%	15.4%	15.0%
	Beijing	24.1%	31.6%	88.5%	21.7%	40%	30%	30%	30%	40.5%	31.4%	35.0%
OP	OP	17,466	21,546	15,534	18,885	20,965	26,316	21,936	24,012	73,430	93,228	109,442
	y-y%	20.6%	22.6%	-1.2%	46.1%	20.0%	22.1%	41.2%	27.1%	20.9%	27.0%	17.4%
	%Sales	11.8%	12.5%	9.7%	10.2%	11.0%	11.8%	10.5%	10.7%	11.0%	11.0%	11.3%
	KOREA	17,111	20,944	14,521	18,056	19,391	23,654	18,644	20,872	70,632	82,561	94,825
	Cosmetic	12,320	15,287	10,231	12,180	13,717	17,662	12,230	14,115	50,019	57,724	66,263
	Bio	4,791	5,657	4,290	5,876	5,674	5,992	6,414	6,757	20,613	24,837	28,562
	Beijing	762	1,290	1,328	1,318	797	1,459	1,942	1,814	4,697	6,012	9,062
	PTP					1,066	1,197	1,229	1,219		4,711	5,413
	CSR					220	640	640	680		2,180	2,764
	OPM											
OPM	KOREA	11.8%	12.6%	9.9%	11.2%	11.7%	12.6%	11.1%	11.4%	11.4%	11.7%	11.9%
	Cosmetic	11.3%	12.3%	9.8%	10.5%	11.3%	12.5%	10.3%	10.7%	11.0%	11.2%	11.4%
	Bio	13.5%	13.5%	10.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	13.0%	12.5%	13.0%	13.0%
	Beijing	10.7%	10.0%	8.0%	8.5%	8.0%	8.7%	9.0%	9.0%	9.0%	8.8%	9.8%
	PTP				0.0%	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%		8.0%	8.5%
	CSR					4.0%	8.0%	8.0%	8.0%		7.3%	8.5%

자료 : SK 증권

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2017.05.15	매수	100,000원
2017.05.10	매수	100,000원
	담당자 변경	
2016.06.07	매수	130,000원
2016.02.15	매수	130,000원
2015.08.13	매수	130,000원



Compliance Notice

- 작성자(서명)는 본 조사분석자료에 게재된 내용들이 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 신의성실하게 작성되었음을 확인합니다.
- 본 보고서에 언급된 종목의 경우 당사 조사분석담당자는 본인의 담당종목을 보유하고 있지 않습니다.
- 본 보고서는 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공된 사실이 없습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당기업과 관련하여 특별한 이해 관계가 없습니다.
- 종목별 투자의견은 다음과 같습니다.
- 투자판단 4 단계 (6개월 기준) 25%이상 → 적극매수 / 10%~25% → 매수 / -10%~+10% → 중립 / -10%미만 → 매도

SK 증권 유니버스 투자등급 비율 (2017년 5월 15일 기준)

매수	93.71%	중립	6.29%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	186	264	335	419	524
현금및현금성자산	16	27	35	77	136
매출채권및기타채권	91	128	163	187	212
재고자산	46	86	109	125	142
비유동자산	159	229	252	269	279
장기금융자산	0	0	0	0	0
유형자산	146	185	209	225	236
무형자산	10	40	37	35	32
자산총계	344	493	587	688	803
유동부채	115	196	225	243	262
단기금융부채	25	59	51	43	35
매입채무 및 기타채무	74	114	145	166	189
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	9	9	9	9	9
장기금융부채	4	5	5	5	5
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	124	205	234	252	271
지배주주지분	221	270	334	415	510
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	116	116	116	116	116
기타자본구성요소	0	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
이익잉여금	94	141	205	286	380
비지배주주지분	0	18	19	21	23
자본총계	221	288	353	436	533
부채외자본총계	344	493	587	688	803

현금흐름표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	50	39	64	86	98
당기순이익(손실)	45	53	69	81	95
비현금성항목등	26	35	45	50	54
유형자산감가상각비	9	11	16	18	19
무형자산감가상각비	1	1	4	4	3
기타	2	3	0	0	0
운전자본감소(증가)	-9	-32	-26	-18	-19
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-3	-28	-34	-24	-25
재고자산감소(증가)	-9	-24	-23	-16	-17
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	9	29	31	21	23
기타	-6	-10	1	0	1
법인세납부	-13	-17	-23	-27	-32
투자활동현금흐름	-7	-21	-41	-36	-30
금융자산감소(증가)	30	23	0	0	0
유형자산감소(증가)	-33	-45	-40	-35	-30
무형자산감소(증가)	-6	-1	-1	-1	-1
기타	2	2	0	0	1
재무활동현금흐름	-47	10	-15	-9	-9
단기금융부채증가(감소)	0	0	-8	-8	-8
장기금융부채증가(감소)	-43	15	0	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-3	-4	-5	0	0
기타	-2	-1	-1	-1	-1
현금의 증가(감소)	-5	11	8	41	59
기초현금	21	16	27	35	77
기말현금	16	27	35	77	136
FCF	11	-22	23	50	67

자료 : 한국콜마, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	536	667	847	970	1,102
매출원가	410	514	651	744	843
매출총이익	126	154	196	226	258
매출총이익률 (%)	23.6	23.0	23.2	23.3	23.5
판매비와관리비	66	80	103	117	132
영업이익	61	73	93	109	126
영업이익률 (%)	11.3	11.0	11.0	11.3	11.5
비영업손익	-2	-2	-1	-1	0
순금융비용	1	1	1	1	0
외환관련손익	0	-2	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	59	71	92	109	126
세전계속사업이익률 (%)	11.0	10.7	10.9	11.2	11.5
계속사업법인세	13	18	23	27	32
계속사업이익	45	53	69	81	95
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	45	53	69	81	95
순이익률 (%)	8.5	8.0	8.1	8.4	8.6
지배주주	45	53	69	81	94
지배주주귀속 순이익률(%)	8.49	7.95	8.11	8.39	8.58
비지배주주	0	0	0	0	0
총포괄이익	44	55	71	83	96
지배주주	44	53	69	82	95
비지배주주	0	2	2	2	2
EBITDA	70	85	113	131	149

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	16.2	24.6	26.9	14.5	13.6
영업이익	29.6	20.9	27.0	17.4	15.4
세전계속사업이익	36.8	21.3	29.3	17.9	16.1
EBITDA	30.7	21.2	33.0	15.7	13.6
EPS(계속사업)	31.4	16.7	29.4	18.5	16.1
수익성 (%)					
ROE	22.7	21.6	22.8	21.7	20.4
ROA	13.4	12.7	12.7	12.8	12.7
EBITDA마진	13.1	12.8	13.4	13.5	13.5
안정성 (%)					
유동비율	161.9	134.6	148.7	172.8	200.2
부채비율	56.0	71.3	66.4	57.7	50.9
순차입금/자기자본	-7.0	10.9	4.3	-7.9	-19.1
EBITDA/이자비용(배)	35.1	85.2	82.6	109.4	145.2
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,155	2,516	3,254	3,857	4,477
BPS	10,459	12,790	15,810	19,682	24,175
CFPS	2,612	3,077	4,210	4,889	5,554
주당 현금배당금	200	250	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	52.7	42.7	27.7	23.3	20.1
PER(최저)	20.3	24.7	18.2	15.4	13.2
PBR(최고)	10.9	8.4	5.7	4.6	3.7
PBR(최저)	4.2	4.9	3.7	3.0	2.5
PCR	36.3	21.4	20.4	17.6	15.5
EV/EBITDA(최고)	33.9	27.2	17.1	14.4	12.2
EV/EBITDA(최저)	12.9	16.0	11.4	9.5	7.9