

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	1,813 십억원
주요주주	
한국콜마홀딩스(외22)	23.29%
국민연금공단	9.27%
외국인지분율	47.50%
배당수익률	0.30%

Stock Data

주가(17/05/09)	85,900 원
KOSPI	2292.76 pt
52주 Beta	0.78
52주 최고가	106,000 원
52주 최저가	59,200 원
60일 평균 거래대금	13 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	13.2%	6.2%
6개월	9.0%	-4.7%
12개월	-2.1%	-15.6%

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

국내 화장품, 제약, 북미법인 모두 긍정적인 상황

한국콜마에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 100,000 원으로 커버리지를 재개한다. 한국콜마는 H&B 스토어 확산과 홈쇼핑 채널 브랜드 Mix 변화에 따른 수혜를 받고 있다. 이외 2017년부터 북미지역 법인들이 온기로 실적에 반영되기 시작하며, 하반기 대규모 증설을 앞두고 있는 제약부문 또한 큰 폭의 매출 성장세를 이어나가고 있다.

국내 화장품, 제약, 북미법인 모두 긍정적인 상황

국내 화장품 시장은 H&B 스토어의 호조세, 브랜드숍의 부진, 홈쇼핑 Product(Brand) Mix의 변화가 지속되고 있는 가운데 동사는 국내 화장품 시장 구조 변화에 최대 수혜를 누리고 있다. H&B 스토어의 PB 브랜드들과 H&B 스토어 사업자들이 선호하는 브랜드 그리고 최근에 홈쇼핑에서 두각을 나타내고 있는 브랜드들은 대부분 외주 생산 방식을 채택하고 있으며, 이들은 상대적으로 떨어지는 인지도를 올리고 제품 경쟁력을 확보하고자 생산 회사의 이름 자체가 브랜드가 될 수 있는 메이저 제조 업체를 선택하고 있다. 동사의 경우도 최근 국내 부문의 성장은 이들 브랜드들의 오더가 견인하고 있다. 홈쇼핑부문의 절대 강자인 카베코리아(A.H.C), H&B 스토어 기초부문에서 두각을 나타내고 있는 해브앤비(닥터자르트)로부터의 오더가 큰 폭으로 확대되고 있으며, 이외 PB 브랜드들의 오더도 빠른 속도로 증가하고 있다.

하반기 대규모 증설을 앞두고 있는 제약부문은 1Q17에도 y-y +20% 이상의 외형 성장을 시현한 것으로 추정되며, 북미법인은 17년부터 온기로 실적에 반영될 전망이다. 17년 북미법인들의 예상 매출액은 889 억원(전사 비중 10.5%)으로 추정한다.

투자 의견 Buy, 목표주가 100,000 원 제시

한국콜마에 대해 투자 의견 Buy, 목표주가 100,000 원으로 커버리지를 재개한다. 목표주는 브랜드 회사들과 동일하게 2018년 예상 실적을 기준으로 산출하였으며, 글로벌 화장품 4사의 평균 멀티플을 적용하였다. 다른 화장품 회사들을 압도하는 EPS 성장률, 국내 화장품 시장 구조 변화의 최대 수혜, 국내 독보적인 제약 OEM 비즈니스의 경쟁력과 성장성 그리고 향후 성장 가능성이 높고 현재 실적에도 기여하고 있는 북미법인들을 감안하여, OEM/ODM 업체 디스카운트를 적용하지 않았다.

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 분기별 실적 추정

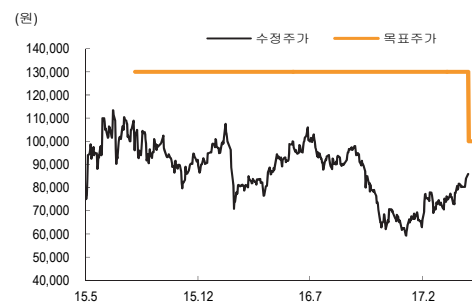
(단위 : 백만원)

		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%
OP	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%
OPM	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
2017.05.10	매수 담당자 변경	100,000원
2016.06.07	매수	130,000원
2016.02.15	매수	130,000원
2015.08.13	매수	130,000원



Compliance Notice

- 작성자(서명화)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 3자에게 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 (2017 년 5 월 10 일 기준)

매수	95.68%	중립	4.32%	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	26.4	22.3	19.2
PER(최저)	20.3	24.7	18.2	15.4	13.2
PBR(최고)	10.9	8.4	5.4	4.4	3.6
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	16.3	13.7	11.7
EV/EBITDA(최저)	12.9	16.0	11.4	9.5	7.9