

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	1,521 십억원
주요주주	
한국콜마홀딩스(외21)	23.28%
국민연금공단	9.27%
외국인지분률	45.50%
배당수익률	0.30%

Stock Data

주가(17/07/04)	72,100 원
KOSPI	2380.52 pt
52주 Beta	0.67
52주 최고가	106,000 원
52주 최저가	59,200 원
60일 평균 거래대금	14 십억원

주가 및 상대수익률



주가상승률	절대주가	상대주가
1개월	-12.9%	-13.2%
6개월	15.4%	-0.9%
12개월	-29.7%	-41.0%

한국콜마 (161890/KS | 매수(유지) | T.P 94,000 원(하향))

[2Q17E Preview] 국내 화장품 빼고 다 좋은 상황

- 매출액 2,207 억원(y-y +27.6%), 영업이익 213 억원(y-y -1.1%) 추정
- 제한적인 국내 화장품 부문 매출 성장에 따른 고정비 부담으로 수익성 악화 추정
- 대규모 증설을 앞둔 제약부문은 2Q17E 역시 큰 폭의 외형 성장이 가능할 것으로 추정
- 현재 주가 2018 년 예상실적 기준 PER 19.2X로 Band 하단
- 국내 화장품 이외의 모멘텀 감안 시, 현재 주가는 충분히 매력적인 구간

2Q17E, 국내 화장품부문의 제한적인 성장에 따른 고정비 부담

2Q17E 매출액 2,207 억원(y-y +27.6%), 영업이익 213 억원(y-y -1.1%)으로 영업이익 컨센서스 242 억원을 하회하는 실적을 추정한다. 국내 화장품 부문의 제한적인 매출 성장에 따른 고정비 부담으로 2Q17E 수익성이 악화된 것으로 추정된다.

국내 화장품은 수출 y-y +2.0%, 내수 y-y +4.0% 매출액 증가한 것으로 추정한다. 수출은 일부 품목의 오더가 3 분기로 이연된 것으로 추정되며, 내수는 매출 비중의 38%를 차지하는 LG HH & AP, 원브랜드습향 제품 오더에 부정적인 영향이 불가피했던 것으로 추정된다. 이외 북미법인은 안정적으로 y-y +10% 수준의 외형 성장과 8~9%p의 영업이익률을 시현 중인 것으로 추정된다.

1Q17 매출액 y-y +31.0% 증가한 제약부문은 2Q17E 역시 y-y +23.0%의 매출 성장을 시현하며 고공 성장세를 이어나간 것으로 추정된다. 매분기 품목 수가 확대되고 있으며, 2Q17E은 퍼스트제네릭 트윈스타가 온기에 반영된 시기이다. 2Q17E Capa 증설 완료(1,500 억원/년에서 2,500 억원/년으로 확대)됨에 따라 관계사에 외주를 주던 물량이 자체 생산됨에 따라 추가적인 마진 개선 또한 가능한 상황이다.

목표주가 기존 100,000 원에서 94,000 원으로 하향

현재 주가 2018 년 예상 실적 기준 PER 19.2X로 PER Band 하단 수준이다. 국내 화장품에서의 단기 모멘텀을 기대해 보기는 힘들지만, 제약부문 자체 생산 능력 확대에 따른 수익성 개선과 지속되는 고공 매출 성장세 그리고 향후 북미법인을 통해 나올 시너지효과들을 감안 시, 현재 주가는 충분히 매력적인 수준이라 판단한다. 다만, 연간 실적 추정치 조정 함에 따라 목표주가 기존 100,000 원에서 94,000 원으로 하향한다.

영업실적 및 투자지표

구분	단위	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	십억원	461	536	667	863	996	1,133
yoy	%	63.4	16.2	24.6	29.3	15.5	13.7
영업이익	십억원	47	61	73	89	109	125
yoy	%	138.1	29.6	20.9	21.1	22.2	15.3
EBITDA	십억원	54	70	85	109	132	150
세전이익	십억원	43	59	71	87	107	124
순이익(지배주주)	십억원	33	45	53	66	79	92
영업이익률%	%	10.2	11.3	11.0	10.3	10.9	11.1
EBITDA%	%	11.7	13.1	12.8	12.7	13.3	13.2
순이익률	%	7.1	8.5	8.0	7.7	8.0	8.2
EPS	원	1,641	2,155	2,516	3,109	3,757	4,370
PER	배	26.9	44.0	26.2	23.2	19.2	16.5
PBR	배	5.2	9.1	5.1	4.7	3.8	3.1
EV/EBITDA	배	17.1	28.3	16.9	14.5	11.6	9.8
ROE	%	22.3	22.7	21.6	22.0	21.8	20.7
순차입금	십억원	-10	-15	31	27	-22	-89
부채비율	%	87.1	56.0	71.3	80.6	72.9	65.9

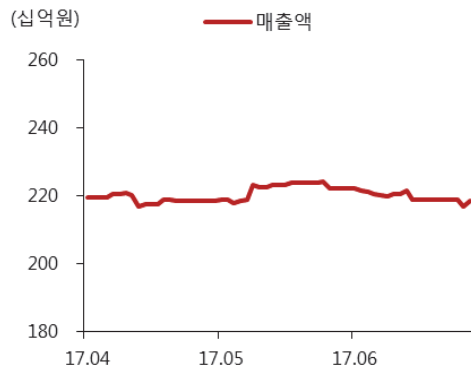
1. 2Q17E Preview & 컨센서스

한국콜마 2Q17E Preview

	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	yoy	qoq	컨센서스	차이
매출액	173.0	160.2	185.6	201.4	220.7	27.6%	9.6%	220.4	0.1%
영업이익	21.5	15.5	18.9	20.6	21.3	-1.1%	3.4%	24.2	-13.6%
세전이익	21.3	13.0	19.7	19.8	21.1	-0.8%	6.4%	24.0	-13.7%
순이익	16.4	9.7	13.7	15.0	15.8	-3.4%	5.8%	18.5	-16.9%
영업이익률	12.5%	9.7%	10.2%	10.2%	9.7%				
세전이익률	12.3%	8.1%	10.6%	9.8%	9.6%				
순이익률	9.5%	6.0%	7.4%	7.4%	7.2%				

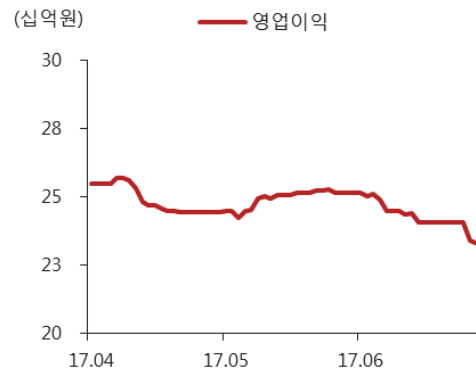
자료: fnguide, SK 증권

한국콜마 매출액 컨센서스 추이



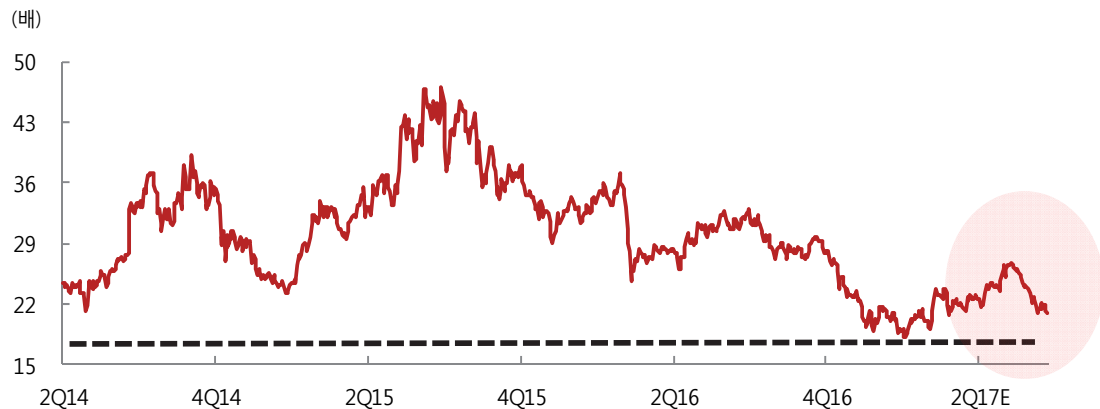
자료: Quantwise, SK 증권

한국콜마 영업이익 컨센서스 추이



자료: Quantwise, SK 증권

한국콜마 12M Fwd PER Chart



자료: Quantwise, SK 증권

2. 실적추정 & Valuation

한국콜마 부문별 실적 추정

(단위 : 백만원)

		1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17F	3Q17F	4Q17F	2016	2017E	2018E
Sales	Sales	148,615	173,013	160,210	185,631	201,409	220,725	210,466	230,160	667,469	862,760	996,197
	y-y %	17.5%	21.8%	25.0%	33.4%	35.5%	27.6%	31.4%	24.0%	24.6%	29.3%	15.5%
	KOREA	144,536	166,600	147,300	161,200	169,500	180,983	165,938	186,228	619,636	702,649	803,561
	Cosmetic	109,050	124,700	104,400	116,000	123,000	129,446	114,458	131,988	454,150	498,892	569,241
	Domestic	100,772	112,600	93,400	104,100	115,100	117,104	99,938	117,113	410,872	449,255	509,676
	Export	8,278	12,100	11,000	11,900	7,900	12,342	14,520	14,875	43,278	49,637	59,564
	Bio	35,486	41,900	42,900	45,200	46,500	51,537	51,480	54,240	165,486	203,757	234,321
	Beijing	7,117	12,900	16,600	15,500	10,700	18,963	23,240	22,475	52,117	75,378	101,760
	PTP				13,600	16,600	14,960	15,368	15,232		62,160	67,133
	CSR					6,600	8,000	8,000	8,500		31,100	33,588
y-y	KOREA	18.2%	24.4%	20.8%	25.6%	17.3%	8.6%	12.7%	15.5%	22.3%	13.4%	14.4%
	Cosmetic	19.4%	22.4%	17.8%	24.9%	12.8%	3.8%	9.6%	13.8%	21.2%	9.9%	14.1%
	Domestic	16.4%	12.4%	20.1%	22.5%	14.2%	4.0%	7.0%	12.5%	17.5%	9.3%	13.4%
	Export	75.6%	627.2%	1.8%	50.7%	-4.6%	2.0%	32.0%	25.0%	72.6%	14.7%	20.0%
	Bio	14.8%	31.0%	29.3%	27.6%	31.0%	23.0%	20.0%	20.0%	25.8%	23.1%	15.0%
	Beijing	24.1%	31.6%	88.5%	21.7%	50.3%	47.0%	40.0%	45.0%	40.5%	44.6%	35.0%
	PTP										0.0%	8.0%
	CSR										0.0%	8.0%
OP	OP	17,466	21,546	15,534	18,885	20,607	21,304	21,881	25,164	73,430	88,956	108,666
	y-y %	20.6%	22.6%	-1.2%	46.1%	18.0%	-1.1%	40.9%	33.2%	20.9%	21.1%	22.2%
	% Sales	11.8%	12.5%	9.7%	10.2%	10.2%	9.7%	10.4%	10.9%	11.0%	10.3%	10.9%
	KOREA	17,111	20,944	14,200	17,700	17,700	17,577	17,615	20,910	69,955	73,801	89,431
	Beijing	762	1,290	1,328	1,318	856	1,707	2,208	2,135	4,697	6,906	9,976
	PTP					1,328	1,197	1,229	1,219		4,973	5,536
	CSR					528	640	640	680		2,488	2,774
OPM	KOREA	11.8%	12.6%	9.6%	11.0%	10.4%	9.7%	10.6%	11.2%	11.3%	10.5%	11.1%
	Beijing	10.7%	10.0%	8.0%	8.5%	8.0%	9.0%	9.5%	9.5%	9.0%	9.2%	9.8%
	PTP					8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	0.0%	8.0%	8.2%
	CSR					8.0%	8.0%	8.0%	8.0%	0.0%	8.0%	8.3%

자료 : 한국콜마, SK 증권

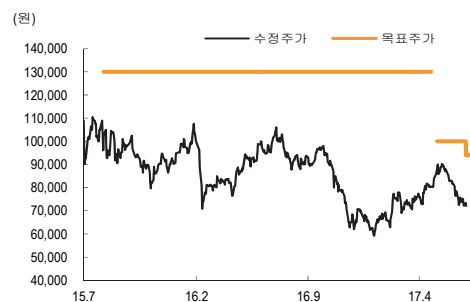
한국콜마 PER Valuation

구분	단위	Value	Multiple	Fair Value	비고
2018년 예상 당기순이익	억원	793	25.0	19,825	글로벌 화장품 4개사 18년 예상실적 기준 PER 10% 할인
Shares Outstanding('000)	천주			21,100	
Fair Value per share	원			93,957	
Target Price	원			94,000	

자료 : Bloomberg, SK 증권

투자의견변경

일시	투자의견	목표주가
2017.07.04	매수	94,000원
2017.06.13	매수	100,000원
2017.05.15	매수	100,000원
2017.05.10	매수	100,000원
2017.05.01	담당자 변경	
2016.06.07	매수	130,000원
2016.02.15	매수	130,000원
2015.08.13	매수	130,000원



Compliance Notice

- 작성자(서영화)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 기관투자가 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 (2017년 7월 4일 기준)

매수	92.81%	중립	7.19%	매도	0%
----	--------	----	-------	----	----

재무상태표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	186	264	377	464	570
현금및현금성자산	16	27	69	109	168
매출채권및기타채권	91	128	166	192	218
재고자산	46	86	111	128	146
비유동자산	159	229	263	276	284
장기금융자산	0	0	0	0	0
유형자산	146	185	208	223	232
무형자산	10	40	51	48	46
자산총계	344	493	640	740	854
유동부채	115	196	277	296	317
단기금융부채	25	59	99	91	83
매입채무 및 기타채무	74	114	148	171	194
단기충당부채	0	0	0	0	0
비유동부채	9	9	9	16	22
장기금융부채	4	5	4	4	4
장기매입채무 및 기타채무	0	0	0	0	0
장기충당부채	0	0	0	0	0
부채총계	124	205	286	312	339
지배주주지분	221	270	326	401	490
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	202	281	373
비지배주주지분	0	18	28	27	25
자본총계	221	288	354	428	515
부채외자본총계	344	493	640	740	854

현금흐름표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	50	39	57	86	99
당기순이익(손실)	45	53	66	80	93
비현금성항목등	26	35	43	52	57
유형자산감가상각비	9	11	16	20	21
무형자산상각비	1	1	4	3	3
기타	2	3	1	0	0
운전자본감소(증가)	-9	-32	-31	-19	-20
매출채권및기타채권의 감소(증가)	-3	-28	-37	-26	-26
재고자산감소(증가)	-9	-24	-23	-17	-18
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	9	29	35	23	23
기타	-6	-10	-6	1	1
법인세납부	-13	-17	-21	-27	-31
투자활동현금흐름	-7	-21	-43	-35	-30
금융자산감소(증가)	30	23	-3	0	0
유형자산감소(증가)	-33	-45	-40	-35	-30
무형자산감소(증가)	-6	-1	-1	-1	-1
기타	2	2	1	1	1
재무활동현금흐름	-47	10	41	-10	-10
단기금융부채증가(감소)	0	0	-6	-8	-8
장기금융부채증가(감소)	-43	15	48	0	0
자본의증가(감소)	0	0	0	0	0
배당금의 지급	-3	-4	-5	0	0
기타	-2	-1	-1	-2	-2
현금의 증가(감소)	-5	11	42	41	59
기초현금	21	16	27	69	109
기말현금	16	27	69	109	168
FCF	11	-22	18	50	67

자료 : 한국콜마, SK증권 추정

포괄손익계산서

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	536	667	863	996	1,133
매출원가	410	514	662	763	867
매출총이익	126	154	200	233	266
매출총이익률 (%)	23.6	23.0	23.2	23.4	23.5
판매비와관리비	66	80	111	124	141
영업이익	61	73	89	109	125
영업이익률 (%)	11.3	11.0	10.3	10.9	11.1
비영업손익	-2	-2	-2	-2	-1
순금융비용	1	1	1	1	1
외환관련손익	0	-2	0	0	0
관계기업투자등 관련손익	0	0	0	0	0
세전계속사업이익	59	71	87	107	124
세전계속사업이익률 (%)	11.0	10.7	10.1	10.7	10.9
계속사업법인세	13	18	21	27	31
계속사업이익	45	53	66	80	93
중단사업이익	0	0	0	0	0
*법인세효과	0	0	0	0	0
당기순이익	45	53	66	80	93
순이익률 (%)	8.5	8.0	7.7	8.0	8.2
지배주주	45	53	66	79	92
지배주주귀속 순이익률(%)	8.49	7.95	7.6	7.96	8.14
비지배주주	0	0	1	1	1
총포괄이익	44	55	60	74	87
지배주주	44	53	62	75	88
비지배주주	0	2	-2	-2	-2
EBITDA	70	85	109	132	150

주요투자지표

월 결산(십억원)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
성장성 (%)					
매출액	16.2	24.6	29.3	15.5	13.7
영업이익	29.6	20.9	21.1	22.2	15.3
세전계속사업이익	36.8	21.3	22.5	22.1	16.2
EBITDA	30.7	21.2	28.0	21.1	13.2
EPS(계속사업)	31.4	16.7	23.6	20.8	16.3
수익성 (%)					
ROE	22.7	21.6	22.0	21.8	20.7
ROA	13.4	12.7	11.7	11.6	11.7
EBITDA마진	13.1	12.8	12.7	13.3	13.2
안정성 (%)					
유동비율	161.9	134.6	136.0	156.5	180.1
부채비율	56.0	71.3	80.6	72.9	65.9
순차입금/자기자본	-7.0	10.9	7.5	-5.2	-17.3
EBITDA/이자비용(배)	35.1	85.2	79.5	59.1	72.5
주당지표 (원)					
EPS(계속사업)	2,155	2,516	3,109	3,757	4,370
BPS	10,459	12,790	15,458	19,023	23,201
CFPS	2,612	3,077	4,066	4,871	5,520
주당 현금배당금	200	250	0	0	0
Valuation지표 (배)					
PER(최고)	52.7	42.7	29.0	24.0	20.6
PER(최저)	20.3	24.7	19.0	15.8	13.6
PBR(최고)	10.9	8.4	5.8	4.7	3.9
PBR(최저)	4.2	4.9	3.8	3.1	2.6
PCR	36.3	21.4	17.7	14.8	13.1
EV/EBITDA(최고)	33.9	27.2	18.0	14.5	12.3
EV/EBITDA(최저)	12.9	16.0	12.0	9.5	8.0