



2017/05/15

한국콜마(161890)

성장성, 안정성, 밸류에이션 고른 삼박자

■ 1Q17Review: 기대치 부합하는 양호한 실적 시현

한국콜마 1Q17 연결기준 매출액 2,014억원(+35.5%, 이하 yoy 기준 성장률 동일), 영업이익 207억원(+18.4%), 영업이익률 10.3%(-1.5%p), 157억원 (+17.5%) 기록하였다. 시장 예상치인 매출액 1,929억원, 영업이익 204억원에 부합하는 호실적을 시현하였다. 영업이익률이 전년동기대비 소폭 하락한 이유는 최근 인수한 미주지역 법인들의 수익성이 본업보다 다소 낮고, 본업에서 인건비가 증가했기 때문이다. (아직 사업부문별 실적은 발표되지 않아 사업부문별 수치는 대략적인 추정치임)

사업부문별로는 1) 국내 화장품 매출액은 1,144억원(+13.5%)으로 양호한 성장세가 지속되었다. 성장의 주된 요인은 주력 제품인 고마진 기능성 제품과 H&B 스토어, 홈쇼핑 채널의 브랜드 물량의 증가가 지속되었기 때문이다.

2) 수출 부문은 생산 물량이 다소 자연되면서 매출 80억원으로 전년대비 -3.6% 소폭 감소한 것으로 보인다.

3) 중국 법인 매출액은 107억원으로 +50% 증가된 것으로 보이며, 원/위안 환율이 하락했을 고려 시 위안화 기준 매출액 성장률은 +60%로 고성장세가 지속되고 있다.

4) 미주지역 PTP, CRS 법인의 매출액은 각각 160억원, 60억원, 영업이익률은 두 회사 모두 한자릿수 후반대로 기준 실적 수준을 유지한 것으로 보인다

5) 국내 제약 매출액은 전년동기대비 약 30% 증가한 463억원으로 대형 신제품 매출 상승 및 제약회사들의 ODM 물량 증가로 예상보다 높은 성장이 기록된 것으로 보인다.

■ 여전히 안정적인 실적 성장성

동사 실적 발표 전일 동종 업체 실적이 매우 부진하면서 전반적인 ODM 업체의 실적 우려가 증폭되었다. 그러나 동사는 비용 증가 요인이 없어 예상치 수준의 호실적을 시현하였다. 중국 사드 보복제재가 본격화된 2분기 국내 화장품 실적 둔화 우려가 높은 상황이다. 동사도 아예 피해갈 순 없겠으나, 다른 브랜드 업체보다는 관련 비중이 적고 다른 사업 부문에서 매출 성장이 좋아 상대적인 영향은 약할 것으로 예상한다. 제약 부문의 성장성이 높은데, 이는 화장품 성장 둔화 우려를 완화시킬 수 있다라는 점도 긍정적이다. 제약 부문은 증설이 이뤄지고 있으며 올 7월부터 가동이 시작되어 견조한 성장이 지속될 것으로 전망한다.

유통/패션/화장품
손효주(2122-9178) hjson@hi-ib.com
오대식(2122-9212) dsoh@hi-ib.com

Buy(Maintain)

목표주가(6M)	105,000원
종가(2017/05/12)	85,800원

Stock Indicator

자본금	11십억원
발행주식수	2,110만주
시가총액	1,810십억원
외국인지분율	47.7%
배당금(2016)	250원
EPS(2017E)	2,931원
BPS(2017E)	15,556원
ROE(2017E)	20.7%
52주 주가	59,200~106,000원
60일평균거래량	179,941주
60일평균거래대금	13.8십억원

Price Trend



■ 벨류에이션 할인 요소도 해소 가능

동사는 지속적으로 동종 업체 대비 벨류에이션 할인을 받아왔다. 이유는 해외 및 외형성장성이 약했기 때문이다. 그러나 최근 인수한 미주 지역 공장이 올해 연간 실적에 더해지면서 2017년 매출성장률은 +27%(동종 업체 +23%)로 확대될 것으로 전망한다. 미주 지역 공장의 수익성이 본업보다는 낮지만 높은 한자릿수로 수익성이 양호한 편이다. 이에 높은 외형성장과 더불어 10% 내외의 안정적인 수익성도 유지될 것으로 예상된 점도 긍정적이다. 따라서 그 동안 받아왔던 벨류에이션 할인 요소는 점진적으로 해소가 가능해 보인다.

기존 Target P/E를 동종 업체(35배) 대비 20% 할인 적용했으나, 할인 폭을 10%로 축소하여 목표주가를 10.5만원으로 소폭 상향 조정한다. 현재주가는 12개월 FWD 기준 PER은 동사 27배, 동종 업체 34.5배로서 약 20% 가량 할인 받아 거래되고 있다.

화장품 업종 주가는 최근 외국인 매수세와 사드 규제 기대 완화 기대감으로 단기 급등하였다가 전일 동종 업체 실적 부진이 영향을 미치며 업종이 동반 하락하였다. 화장품 업종 주가는 단기적으로 2분기 실적 둔화 우려와 새정부 출범에 따른 사드 규제 완화 기대감으로 변동성이 심화될 것으로 보인다. 그 중에서도 동사는 안정적인 실적에 벨류에이션 할인 요인 해소에 따라 투자 매력도가 가장 높다 판단된다. 이에 매수 의견을 유지한다.

<표 1> 한국콜마 1Q17 잠정 실적

	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17(a)	y-y	q-q	하이추정치(b)	컨센서스	차이(a/b)
매출액	148.6	173.0	160.2	185.7	201.4	35.5	8.5	196.5	192.9	2.5
영업이익	17.5	21.5	15.5	19.0	20.7	18.1	8.8	20.3	20.4	2.0
세전이익	17.2	21.3	13.0	19.8	19.8	15.3	0.1	20.2	19.7	-1.8
지배주주순이익	13.3	16.4	9.7	15.2	15.0	12.5	-1.6	14.7	14.9	1.8
영업이익률	11.8	12.4	9.7	10.2	10.3			10.3	10.6	
세전이익률	11.6	12.3	8.1	10.7	9.8			10.3	10.2	
순이익률	9.0	9.5	6.1	8.2	7.4			7.5	7.7	

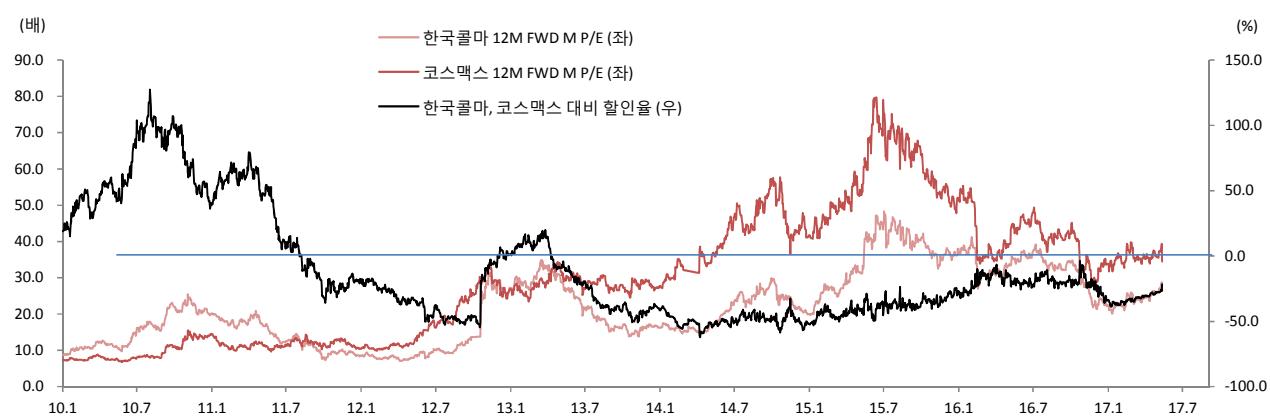
자료: 한국콜마, 하이투자증권

<표 2> 한국콜마 연결 기준 실적 추이

	1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17E	3Q17E	4Q17E	2015	2016	2017E	2018E
매출액	126.4	142.1	128.2	139.1	148.6	173.0	160.2	185.7	201.4	216.8	206.0	225.4	535.8	667.5	849.6	979.2
growth %	18.4	16.0	14.4	16.1	17.6	21.7	25.0	33.5	35.5	25.3	28.6	21.4	16.2	24.6	27.3	15.3
화장품	97.1	111.7	97.5	105.8	116.2	137.5	121.0	131.5	133.1	155.0	139.5	156.4	412.1	505.9	584.0	679.4
growth %	20.0	17.6	16.8	14.5	19.7	23.1	24.1	24.3	14.5	12.7	15.3	19.0	17.2	22.8	15.4	16.3
sales %	76.8	78.6	76.1	76.1	78.2	79.5	75.5	70.8	66.1	71.5	67.7	69.4	76.9	75.8	68.7	69.4
국내	86.7	100.2	77.9	85.1	100.8	112.6	93.4	104.1	114.4	122.0	100.6	113.6	349.9	410.9	450.7	497.6
growth %	18.3	19.3	6.9	16.1	16.3	12.4	19.9	22.3	13.5	8.3	7.7	9.2	15.3	17.4	9.7	10.4
sales %	68.6	70.5	60.8	61.2	67.8	65.1	58.3	56.1	56.8	56.3	48.9	50.4	65.3	61.6	53.0	50.8
수출	4.7	1.7	10.8	7.9	8.3	12.1	11.0	11.9	8.0	15.4	16.5	17.0	25.2	43.3	57.0	74.7
growth %	27.0	-66.7	129.8	2.6	76.6	611.8	1.9	50.6	-3.6	27.5	50.0	43.2	18.9	71.8	31.6	31.2
sales %	3.7	12	84	5.7	5.6	7.0	6.9	6.4	4.0	7.1	8.0	7.6	4.7	6.5	6.7	7.6
중국	5.7	9.8	8.8	12.7	7.1	12.9	16.7	15.5	10.7	17.6	22.4	25.7	37.1	52.1	76.4	107.0
growth %	46.2	66.1	49.2	114	24.6	31.6	89.5	22.0	50.1	36.5	34.4	66.1	37.4	40.5	46.5	40.1
sales %	4.5	6.9	6.9	9.1	4.8	7.5	10.4	8.3	5.3	8.1	10.9	11.4	6.9	7.8	9.0	10.9
미주									13.6	22.0	21.5	23.0		13.6	88.0	96.8
growth %														69.1		547.1
sales %														2.0	104	9.9
제약	30.9	32.0	33.2	35.4	35.4	41.9	43.0	45.2	46.3	48.5	50.1	52.1	131.5	165.4	197.0	228.6
growth %	16.2	11.5	11.0	21.6	14.6	30.9	29.4	27.7	30.7	15.9	16.6	15.2	15.0	25.8	19.1	16.0
sales %	24.4	22.5	25.9	25.4	23.8	24.2	26.8	24.3	23.0	22.4	24.3	23.1	24.5	24.8	23.2	23.3
영업이익	14.5	17.6	15.7	12.9	17.5	21.5	15.5	19.0	20.7	24.5	19.4	20.5	60.7	73.4	85.1	101.6
growth %	62.9	28.5	49.5	-6.5	20.7	22.2	-1.3	47.3	18.1	14.1	25.1	8.6	29.7	21.0	15.9	19.4
margin %	11.5	12.4	12.2	9.3	11.8	12.4	9.7	10.2	10.3	11.3	9.4	9.1	11.3	11.0	10.0	10.4
지배주주 순이익	10.8	13.6	11.1	10.1	13.3	16.4	9.7	15.2	15.0	17.7	14.0	15.2	45.5	53.1	61.8	73.8
growth %	80.0	41.7	27.6	18.8	23.1	20.6	-12.6	50.3	12.5	8.2	43.9	10.9	38.7	16.7	16.5	19.3
margin %	8.5	9.6	8.7	7.3	9.0	9.5	6.1	8.2	7.4	8.2	6.8	6.7	8.5	8.0	7.3	7.5

자료: 한국콜마, 하이투자증권

<그림 1> 한국콜마와 코스맥스 P/E 격차 추이



자료: Dataguide, Quantwise, 하이투자증권, 각 사

K-IFRS 연결 요약 재무제표

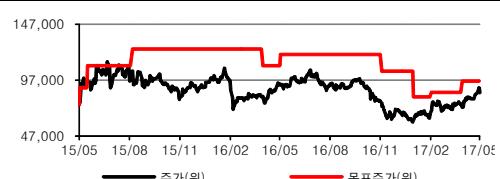
재무상태표					포괄손익계산서				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	264	367	473	597	매출액	667	850	979	1,133
현금 및 현금성자산	27	46	114	192	증가율(%)	24.6	27.3	15.3	15.8
단기금융자산	5	1	0	0	매출원가	514	649	745	859
매출채권	128	142	164	189	매출총이익	154	201	234	274
재고자산	86	110	126	146	판매비와관리비	80	116	133	153
비유동자산	229	215	203	191	연구개발비	3	4	5	5
유형자산	185	173	162	152	기타영업수익	-	-	-	-
무형자산	40	39	38	36	기타영업비용	-	-	-	-
자산총계	493	583	676	788	영업이익	73	85	102	121
유동부채	196	225	245	269	증가율(%)	20.9	15.9	19.4	19.1
매입채무	120	148	169	193	영업이익률(%)	11.0	10.0	10.4	10.7
단기차입금	57	57	57	57	이자수익	0	0	0	0
유동성장기부채	1	1	1	1	이자비용	1	-	-	-
비유동부채	9	9	9	9	지분법이익(손실)	-	-	-	-
사채	-	-	-	-	기타영업외손익	0	-	-	-
장기차입금	5	5	5	5	세전계속사업이익	71	85	101	121
부채총계	205	234	254	278	법인세비용	18	20	24	29
지배주주지분	270	328	399	482	세전계속이익률(%)	10.7	10.0	10.3	10.6
자본금	11	11	11	11	당기순이익	53	65	77	91
자본잉여금	116	116	116	116	순이익률(%)	8.0	7.6	7.8	8.1
이익잉여금	141	198	266	348	지배주주귀속 순이익	53	62	74	87
기타자본항목	-	-	-	-	기타포괄이익	2	2	2	2
비지배주주지분	18	21	24	29	총포괄이익	55	67	79	93
자본총계	288	349	423	510	지배주주귀속총포괄이익	1	1	3	4

현금흐름표				
	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동 현금흐름	38	15	87	103
당기순이익	53	65	77	91
유형자산감가상각비	11	17	20	23
무형자산상각비	1	1	2	2
지분법관련손실(이익)	-	-	-	-
투자활동 현금흐름	-21	5	2	1
유형자산의 처분(취득)	-45	-	-	-
무형자산의 처분(취득)	-1	-	-	-
금융상품의 증감	23	4	1	0
재무활동 현금흐름	-	-	-	-
단기금융부채의증감	34	-	-	-
장기금융부채의증감	1	-	-	-
자본의증감	-	-	-	-
배당금지급	-4	-5	-5	-5
현금및현금성자산의증감	11	19	68	78
기초현금및현금성자산	16	27	46	114
기말현금및현금성자산	27	46	114	192

주요투자지표				
	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)				
EPS	2,516	2,931	3,496	4,115
BPS	12,790	15,556	18,887	22,837
CFPS	3,077	3,798	4,496	5,273
DPS	250	250	250	250
Valuation(배)				
PER	26.2	29.3	24.5	20.9
PBR	5.1	5.5	4.5	3.8
PCR	21.4	22.6	19.1	16.3
EV/EBITDA	16.6	17.7	14.3	11.6
Key Financial Ratio(%)				
ROE	21.6	20.7	20.3	19.7
EBITDA 이익률	12.8	12.2	12.5	12.8
부채비율	71.3	66.9	60.1	54.5
순부채비율	10.8	4.8	-12.1	-25.2
매출채권회전율(x)	6.1	6.3	6.4	6.4
재고자산회전율(x)	10.1	8.7	8.3	8.3

자료 : 한국콜마, 하이투자증권 리서치센터

주가와 목표주가와의 추이



투자의견 변동 내역 및 목표주가 추이

의견제시일자	투자의견	목표주가
2017-05-15	Buy	105,000
2017-04-10	Buy	96,000
2017-02-13	Buy	86,000
2017-01-11	Buy	82,000
2016-11-14	Buy	105,000
2016-05-13	Buy	120,000
2016-04-11	Buy	110,000
2015-08-17	Buy	125,000
2015-05-27	Buy	110,000
2015-05-13	Buy	90,000

Compliance notice

당 보고서 공표일 기준으로 해당 기업과 관련하여,

- ▶ 회사는 해당 종목을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 금융투자분석사와 그 배우자는 해당 기업의 주식을 보유하고 있지 않습니다.
- ▶ 당 보고서는 기관투자가 및 제 3자에게 E-mail 등을 통하여 사전에 배포된 사실이 없습니다.
- ▶ 회사는 6개월간 해당 기업의 유가증권 발행과 관련 주관사로 참여하지 않았습니다.
- ▶ 당 보고서에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. ([작성자 : 손효주, 오대식](#))

본 분석자료는 투자자의 증권투자를 돋기 위한 참고자료이며, 따라서, 본 자료에 의한 투자자의 투자결과에 대해 어떠한 목적의 증빙자료로도 사용될 수 없으며, 어떠한 경우에도 작성자 및 당사의 하가 없이 전재, 복사 또는 대여될 수 없습니다. 무단전재 등으로 인한 분쟁발생시 법적 책임이 있음을 주지하시기 바랍니다.

1. 종목추천 투자등급 (추천일 기준 종가대비 3등급) 종목투자의견은 향후 6개월간 추천일 종가대비 해당종목의 예상 목표수익률을 의미함.(2014년 5월 12일부터 적용)

- Buy(매수): 추천일 종가대비 +15%이상
- Hold(보유): 추천일 종가대비 -15% ~ 15% 내외 등락
- Sell(매도): 추천일 종가대비 -15%이상

2. 산업추천 투자등급 (시가총액기준 산업별 시장비중대비 보유비중의 변화를 추천하는 것임)

- Overweight(비중확대), - Neutral (중립), - Underweight (비중축소)

하이투자증권 투자비율 등급 공시 2017-03-31 기준

구분	매수	중립(보유)	매도
투자의견 비율(%)	87.3 %	12.7 %	-