

## BUY(Maintain)

목표주가: 120,000원

주가(8/16): 94,100원

시가총액: 1조9,855억원

## 의류/화장품

Analyst 이희재

02) 3787-4704

Heejae0403@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (8/19)		1,977.49pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	107,500원	70,900원
등락률	-12.47%	32.72%
수익률	절대	상대
1M	-5.6%	-7.0%
6M	16.3%	7.3%
1Y	-8.2%	-11.1%

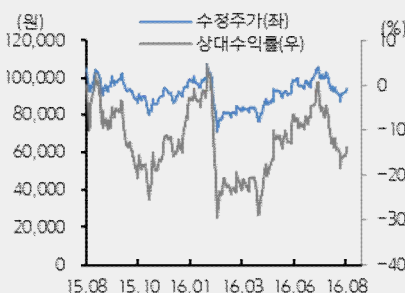
## Company Data

발행주식수	21,100천주
일평균 거래량(3M)	110천주
외국인 지분율	48.37%
배당수익률(16E)	0.26%
BPS(16E)	13,037원
주요 주주	한국콜마홀딩스 외4
	22.32%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	5,358	6,678	8,228	9,954
보고영업이익	607	781	984	1,205
EBI DA	704	872	1,098	1,339
세전이익	588	758	954	1,179
순이익	455	586	738	912
자배주주지분순이익	455	586	738	912
EPS(원)	2,155	2,778	3,498	4,322
증감률(%)YoY	31.4	28.9	25.9	23.5
PER(배)	44.0	33.9	26.9	21.8
PBR(배)	9.1	7.2	5.8	4.6
EV/EBITDA(배)	28.2	22.6	17.7	14.2
보고영업이익률(%)	11.3	11.7	12.0	12.1
ROE(%)	22.7	23.6	23.9	23.6
순부채비율(%)	-7.0	-6.0	-10.7	-18.4

## Price Trend



## 한국콜마 (161890)

## 수출 고성장과 중국 증설 효과 시작



전일 장 마감 후 2분기 실적을 발표, 당사 및 시장 예상치에 부합했음. 화장품 및 제약 부문 모두 견조한 성장세를 이어감. 북경 공장 증설로 인해 적체되었던 오더를 진행하기 시작했고 글로벌향 신제품의 리오더 등 수출의 눈부신 성장을 보여줌. 또한 다양한 제네릭 의약품 런칭을 이어가고 있고 대량생산과 자동화를 통한 견조한 실적 지속 기대됨.

## &gt;&gt;&gt; 2Q 매출액 YoY +22%, 영업이익 +22%, 컨센서스 부합

한국콜마의 2분기 IFRS 연결실적은 매출액 1,730억원(YoY 21.8%)과 영업이익 215억원(YoY +22.4%), 이익률 12.5%(YoY +0.1%p)으로 당사 및 시장 기대치에 부합했음. 화장품 부문은 1,376억원으로 전년대비 +23.2%, 제약은 419억원으로 +30.9% 성장으로 두 부문 모두 견조한 성장세를 이어갔음. 제약 부문은 제네릭 의약품 ODM 수주가 지속 증가하고 있음.

## &gt;&gt;&gt; 화장품 수출 +612% 성장, 신규 글로벌 고객사 확대 기대

화장품 부문 중 내수(1,126억원, +12.4%)는 홈쇼핑(AHC 등)과 드럭스토어(닥터자르트, 라운드어라운드 등)에서 성장을 견인함. 뿐만 아니라 브랜드샵 내 메인 광고제품 런칭들로 수익성 측면에서도 긍정적으로 작용한 것으로 판단함. 화장품 수출은 121억원으로 +611.8%성장했음. 상반기 신규 출시한 제품의 리오더 증가뿐 아니라 기존 바이어들에게 품질과 납기에 대한 신뢰도를 쌓아감에 따라 전반적인 매출 증가로 연결되고 있는 것으로 판단함. 하반기 이후 작년 말 audit 이후의 대형 고객사 신규 오더 또한 기대해 볼 수 있음.

## &gt;&gt;&gt; 북경콜마 2Q +32%로 적체된 오더 커버 시작

북경콜마(베이징)는 매출액 129억원으로 +31.6% 성장(매출 비중 7.7%)했음. 3월 북경공장 증축 완료 이후 적체되었던 주문 물량이 2분기부터 큰 폭 성장한 것으로 여겨짐. 연간 캐파가 기존 300억에서 1,500억 규모로 확대되었고, 3년 내 풀가동이 될 것으로 예상함. 또한 제2공장(강소성무석지구, 2천억 규모)도 '17년말까지 완공되어 중국 3,500억 capa를 확보하게 될 것임. 따라서 중국내 로컬 화장품 기업의 성장과 함께 동반 성장이 가능할 것으로 기대. 올해 중국 매출은 80% 성장한 667억, 2017년 1,068억, 2018년 1,495억을 전망함.

## &gt;&gt;&gt; 제약 +31% 성장, 성장성과 수익성을 함께 확보

화장품 외에 안정적인 성장성과 높은 수익성을 보이는 제약 ODM 사업 또한 돋보임. 손발톱무좀치료제 플케어 런칭(국내 최초 제네릭 허가) 및 고혈압치료제 엑스포지 제네릭 매출이 성장함. 또한 통증치료제 폐복소스타트 제네릭도 런칭해 하반기 다수의 제약사에 공급할 예정임. 또한 '17년 상반기 중 제약 Capa가 기존 1,500억원에서 4,000억원으로 확대될 것임.

## &gt;&gt;&gt; 투자 의견 BUY와 목표주가 120,000원 유지

1) 북경콜마 증설뿐 아니라 제2공장 대규모 capa 증설로 로컬 기업 추가 기대,  
 2) 안정적인 제약 사업 포트폴리오 보유, 3) 향후 대형 글로벌 신규 오더 가능  
 성으로 인해 투자 의견 BUY와 목표주가 120,000원 유지함.

## 한국콜마 분기별 손익 추정 (단위: 억원, %)

		1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16E	4Q16E	2014	2015	2016E	2017E
<b>매출액</b>	<b>연결 기준</b>	<b>1,264</b>	<b>1,420</b>	<b>1,282</b>	<b>1,392</b>	<b>1,486</b>	<b>1,730</b>	<b>1,590</b>	<b>1,871</b>	<b>4,613</b>	<b>5,358</b>	<b>6,678</b>	<b>8,228</b>
	한국 법인	1,223	1,340	1,219	1,283	1,445	1,665	1,448	1,502	4,391	5,066	6,060	7,210
	화장품	914	1,019	887	930	1,091	1,247	1,063	1,108	3,247	3,750	4,508	5,441
	내수	867	1,002	779	851	1,008	1,126	911	961	3,035	3,499	4,006	4,587
	수출	47	17	108	79	83	121	151	147	212	251	502	853
	제약	309	320	332	354	354	419	385	394	1,143	1,315	1,552	1,769
	북경콜마	57	98	88	127	71	129	168	299	271	371	667	1,068
<b>성장률(%)</b>	<b>연결 기준</b>	<b>18.4</b>	<b>15.9</b>	<b>14.3</b>	<b>16.2</b>	<b>17.5</b>	<b>21.8</b>	<b>24.1</b>	<b>34.4</b>	<b>23.5</b>	<b>16.2</b>	<b>24.6</b>	<b>23.2</b>
	한국 법인	18.0	13.8	13.4	16.5	18.2	24.2	18.8	17.1	23.2	15.4	19.6	19.0
	화장품	18.8	14.6	14.3	14.8	19.4	22.4	19.8	19.1	26.5	15.5	20.2	18.7
	내수	18.3	19.3	6.9	16.1	16.3	12.4	17.0	12.9		15.3	14.5	14.5
	수출	27.0	-66.7	129.8	2.6	76.6	611.8	40.0	85.8		18.4	100.0	70.0
	제약	16.1	11.3	11.1	21.7	14.5	30.9	16.0	11.2	14.8	15.1	18.0	14.0
	북경콜마	48.5	67.2	49.9	11.7	24.9	31.6	90.0	134.9	99.8	36.8	80.0	60.0
<b>비중(%)</b>	<b>화장품</b>	75.6	77.5	74.1	74.6	76.2	75.8	75.8	78.9	75.2	75.5	76.8	78.5
	내수	89.3	89.7	79.9	80.5	86.7	81.8	74.1	68.3	86.3	84.9	77.4	70.5
	수출	4.8	1.5	11.1	7.5	7.1	8.8	12.3	10.4	6.0	6.1	9.7	13.1
	북경콜마	5.9	8.8	9.1	12.0	6.1	9.4	13.7	21.3	7.7	9.0	12.9	16.4
	제약	24.4	22.5	25.9	25.4	23.8	24.2	24.2	21.1	24.8	24.5	23.2	21.5
<b>영업이익</b>	<b>전체</b>	<b>145</b>	<b>176</b>	<b>157</b>	<b>129</b>	<b>175</b>	<b>215</b>	<b>198</b>	<b>193</b>	<b>468</b>	<b>607</b>	<b>781</b>	<b>984</b>
	국내	138	151	145	115	171	209	0	0	425	549	676	815
	북경콜마	7	25	12	14	4	6	0	0	43	58	105	169
<b>이익률(%)</b>	<b>영업이익</b>	<b>11.5</b>	<b>12.4</b>	<b>12.3</b>	<b>9.3</b>	<b>11.8</b>	<b>12.5</b>	<b>12.5</b>	<b>10.3</b>	<b>10.2</b>	<b>11.3</b>	<b>11.7</b>	<b>12.0</b>
	국내									9.7	10.8	11.1	11.3
	북경콜마									16.0	15.6	15.8	15.8
<b>성장률(%)</b>	<b>영업이익</b>	<b>62.9</b>	<b>28.8</b>	<b>50.3</b>	<b>-6.6</b>	<b>20.6</b>	<b>22.4</b>	<b>26.1</b>	<b>49.3</b>		<b>29.6</b>	<b>28.6</b>	<b>25.9</b>
	국내										29.3	23.0	20.6
	북경콜마										33.0	82.6	60.0

자료: Dataguide, 키움증권 리서치센터, 주: IFRS 연결 기준, 14년 3월 분할로 이전 숫자는 조정한 것, 부문별 영업이익은 추정치

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	4,613	5,358	6,678	8,228	9,954
매출원가	3,605	4,096	5,062	6,212	7,515
매출총이익	1,008	1,263	1,616	2,016	2,439
판매비및일반관리비	539	656	835	1,032	1,234
영업이익(보고)	468	607	781	984	1,205
영업이익(핵심)	468	607	781	984	1,205
영업외손익	-39	-19	-23	-30	-26
이자수익	20	10	12	15	18
배당금수익	0	1	1	1	1
외환이익	15	16	0	0	0
이자비용	43	20	20	20	20
외환손실	8	13	0	0	0
관계기업자본손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	0	1	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-12	-11	0	0	0
기타	-12	-4	-16	-25	-25
법인세차감전이익	430	588	758	954	1,179
법인세비용	102	133	171	216	267
유효법인세율 (%)	23.6%	22.6%	22.6%	22.6%	22.6%
당기순이익	328	455	586	738	912
지배주주지분순이익(억원)	328	455	586	738	912
EBITDA	538	704	872	1,098	1,339
현금순이익(Cash Earnings)	398	551	677	853	1,046
수정당기순이익	337	462	586	738	912
증감율(% YoY)					
매출액	63.4	16.2	24.6	23.2	21.0
영업이익(보고)	138.0	29.6	28.6	25.9	22.5
영업이익(핵심)	138.0	29.6	28.6	25.9	22.5
EBITDA	122.4	30.7	23.9	26.0	21.9
지배주주지분 당기순이익	133.3	38.6	28.9	25.9	23.5
EPS	127.4	31.4	28.9	25.9	23.5
수정순이익	127.1	37.2	26.8	25.9	23.5

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	344	494	543	696	871
당기순이익	328	455	586	738	912
감가상각비	63	90	85	109	129
무형자산상각비	7	6	6	5	5
외환손익	-7	-3	0	0	0
자산처분손익	1	1	0	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
영업활동자산부채 증감	-135	-86	-133	-156	-174
기타	87	30	-1	-1	-1
투자활동현금흐름	-147	-86	-574	-540	-507
투자자산의 처분	223	304	-70	-82	-91
유형자산의 처분	1	2	0	0	0
유형자산의 취득	-375	-334	-500	-450	-400
무형자산의 처분	-12	-62	0	0	0
기타	15	5	-4	-8	-16
재무활동현금흐름	-136	-459	-28	-34	-37
단기차입금의 증가	0	0	0	0	0
장기차입금의 증가	-240	-426	0	0	0
자본의 증가	125	0	0	0	0
배당금지급	-20	-34	-42	-51	-57
기타	0	0	14	17	20
현금및현금성자산의순증가	65	-50	-58	122	328
기초현금및현금성자산	147	212	162	104	226
기말현금및현금성자산	212	162	104	226	554
Gross Cash Flow	479	580	676	852	1,045
Op Free Cash Flow	-93	84	62	269	492

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	2,089	1,856	2,214	2,827	3,700
현금및현금성자산	212	162	104	226	554
유동금융자산	584	282	351	433	524
매출채권및유동채권	919	953	1,188	1,464	1,771
재고자산	373	458	571	703	851
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,275	1,587	2,008	2,361	2,652
장기매출채권및기타비유동채권	18	27	34	42	51
투자자산	1	1	2	3	4
유형자산	1,214	1,458	1,873	2,214	2,485
무형자산	40	96	91	85	80
기타비유동자산	2	5	9	17	33
자산총계	3,364	3,443	4,223	5,187	6,352
유동부채	1,437	1,146	1,367	1,627	1,916
매입채무및기타유동채무	749	815	1,016	1,251	1,514
단기차입금	227	143	143	143	143
유동성장기차입금	376	105	105	105	105
기타유동부채	85	83	103	127	154
비유동부채	129	90	104	122	142
장기매입채무및비유동채무	1	1	1	1	1
사채및장기차입금	63	41	41	41	41
기타비유동부채	65	48	62	79	100
부채총계	1,566	1,236	1,472	1,749	2,059
자본금	106	106	106	106	106
주식발행초과금	1,152	1,152	1,152	1,152	1,152
이익잉여금	530	937	1,481	2,168	3,023
기타자본	10	12	12	12	12
지배주주지분자본총계	1,798	2,207	2,751	3,438	4,293
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	1,798	2,207	2,751	3,438	4,293
순차입금	-130	-154	-166	-369	-788
총차입금	666	290	290	290	290

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

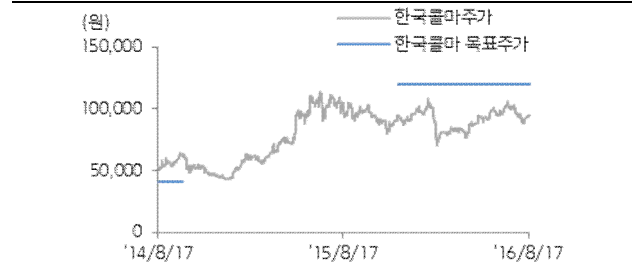
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	1,641	2,155	2,778	3,498	4,322
BPS	8,521	10,459	13,037	16,296	20,347
주당EBITDA	2,693	3,335	4,132	5,205	6,346
CFPS	1,991	2,612	3,208	4,042	4,958
DPS	160	200	240	270	300
주가배수(배)					
PER	26.8	44.0	33.9	26.9	21.8
PBR	5.2	9.1	7.2	5.8	4.6
EV/EBITDA	17.0	28.2	22.6	17.7	14.2
PCFR	22.1	36.3	29.3	23.3	19.0
수익성(%)					
영업이익률(보고)	10.2	11.3	11.7	12.0	12.1
영업이익률(핵심)	10.2	11.3	11.7	12.0	12.1
EBITDA margin	11.7	13.1	13.1	13.3	13.5
순이익률	7.1	8.5	8.8	9.0	9.2
자기자본이익률(ROE)	22.3	22.7	23.6	23.9	23.6
투자자본이익률(ROIC)	23.1	24.6	25.5	26.4	27.8
안정성(%)					
부채비율	87.1	56.0	53.5	50.9	47.9
순차입금비율	-7.2	-7.0	-6.0	-10.7	-18.4
이자보상배율(배)	11.0	30.3	39.0	49.1	60.1
활동성(배)					
매출채권회전율	5.7	5.7	6.2	6.2	6.2
재고자산회전율	13.3	12.9	13.0	12.9	12.8
매입채무회전율	6.8	6.9	7.3	7.3	7.2

- 당사는 8월 16일 현재 '한국콜마' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 투자의견 변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가
한국콜마 (161890)	2013/05/20	Buy(Initiate)	40,500원
	2013/11/11	Buy(Maintain)	40,500원
	2014/07/01	Buy(Maintain)	45,000원
	담당자변경2015/12/03	BUY(Reinitiate)	120,000원
	2016/05/13	Buy(Maintain)	120,000원
	2016/08/17	Buy(Maintain)	120,000원

## 목표주가 추이



## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2015/3/1~2015/3/31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	94.51%
중립	10	5.49%
매도	0	0.00%