

BUY(Maintain)

목표주가: 107,000원(하향)

주가(11/11): 78,000원

시가총액: 1조6,458억원

의류/화장품

Analyst 이희재

02) 3787-4704

Heejae0403@kiwoom.com

Stock Data

KOSPI (11/11)		1,984.43pt
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	107,500원	70,900원
등락률	-27.44%	10.01%
수익률	절대	상대
1M	-17.0%	-15.0%
6M	-15.9%	-16.0%
1Y	-2.1%	-1.5%

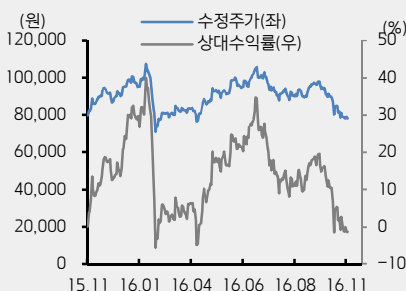
Company Data

발행주식수	21,100천주
일평균 거래량(3M)	88천주
외국인 지분율	48.66%
배당수익률(16E)	0.31%
BPS(16E)	12,876원
주요 주주	한국콜마홀딩스 외4
	22.32%

투자지표

(억원, IFRS 연결)	2015	2016E	2017E	2018E
매출액	5,358	6,724	8,453	9,998
보고영업이익	607	736	936	1,126
EBI DA	704	827	1,051	1,260
세전이익	588	714	908	1,101
순이익	455	552	703	852
자배주주지분순이익	455	552	703	852
EPS(원)	2,155	2,618	3,331	4,036
증감률(%YoY)	31.4	21.4	27.3	21.2
PER(배)	44.0	29.8	23.4	19.3
PBR(배)	9.1	6.1	4.9	4.0
EV/EBITDA(배)	28.2	19.8	15.4	12.5
보고영업이익률(%)	11.3	10.9	11.1	11.3
ROE(%)	22.7	22.4	23.1	22.6
순부채비율(%)	-7.0	-4.7	-8.2	-15.7

Price Trend



한국콜마 (161890)

성장 그림 지속되나 일회성 비용 반영으로 부진



3분기 영업이익은 당사 및 시장 예상치 대비 20% 하회했음. 화장품 및 제약 부문 모두 견조한 성장세를 이어갔으나 일회성 비용 30억원 발생했음. 4분기부터 글로벌 신규 바이어 주문 시작과 중국 원브랜드샵 및 색조 오더 확대를 통해 장기 성장 그림은 지속될 것임. 4분기부터 미국 PTP 실적 또한 추가되면서 시너지 기대됨.

>>> 3Q 매출액 YoY +25%, 영업이익 -1%: 컨센 대비 하회

한국콜마의 3분기 IFRS 연결실적은 매출액 1,602억원(YoY 25.0%)과 영업이익 155억원(YoY -1.2%), 이익률 9.7%(YoY -2.6%p)으로 영업이익은 당사 및 시장 기대치 대비 20% 수준 하회했음. 매출 호조 요인은 1)내수 화장품 신규 고객 확대 및 2)제네릭 의약품 판매 호조, 3)북경콜마 증설 후 오더 증가에 기인함. 반면 마진 부진은 1)제약 부문의 선제적인 허가권 취득을 위한 임상 등 비용 증가(20억원), 2)미국 PTP 인수 관련 비용(10억원), 3)북경콜마 색조 주문 증가(색조 소비세 폐지)에 따른 믹스 저하 때문으로 판단됨.

>>> 국내 화장품 +18% 성장, 유통사 PB진출과 홈쇼핑 호조세

화장품 부문 중 내수(934억원, +19.9%)는 홈쇼핑(AHC 등)과 유통사들(CJ올리브영, 이마트, 빙그레)의 화장품 PB진출로 인한 신규 수주가 이어지고 있음. 반면 화장품 수출은 +1.9% 성장한 110억원으로 지난 분기와 비슷한 수준으로 아쉽지만, 4분기부터 신규 글로벌 거래처 추가와 기존 품목 확대가 예정되어 있어 있는 점은 긍정적임.

>>> 북경콜마 +88%, 중국 색조 소비세 폐지로 색조 오더 증가

북경콜마(베이징)는 매출액 166억원으로 +87.7% 성장(매출 비중 10.1%)했음. 3월 북경공장 증축 완료 이후 적체되었던 주문 물량이 대량 소화되고 있는 것으로 판단됨. 대형 로컬사들 신제품 수주 확대뿐 아니라 10월부터 중국 색조 소비세 폐지로 색조 주문량도 급격하게 늘어나고 있음. 색조의 수익성이 기초기 능성보다 낮기 때문에 마진 하락에 영향 준 것으로 판단됨. 다만 급격한 신규 오더 증가에 따른 수익성 하락은 규모 확대에 따라 개선 가능성도 있어 지켜봐야함. 연간 캐파는 기존 300억에서 1,500억 규모로 확대되었고, 3년내 풀가동이 될 것으로 예상함. 또한 제2공장(강소성무석지구, 2천억 규모)도 '17년말까지 완공되어 중국 3,500억 capa를 확보하게 될 것임.

>>> 제약 +31% 성장, 성장성과 수익성을 함께 확보

제약 ODM 부문은 매출액 429억원(YoY +29.2%)으로 상반기 호조세를 보여줬던 엑스포지, 풀케어 등 제네릭이 지속적으로 반응이 좋은 것으로 판단됨. 마진 하락은 약품 특허 만료시기에 따라 선제적인 허가권 취득 위한 비용이 집중적으로 발생 때문으로 판단됨. 국내 제네릭 의약품 업황이 호조세이고 '17년 상반기 중 제약 Capa가 기존 1,500억원에서 4,000억원으로 확대되면서 지속적인

성장이 가능할 것으로 여겨짐.

>>> 투자의견 BUY 유지하나 목표주가 107,000원으로 하향

동사는 미국 ODM회사인 PTP(프로세스 테크놀로지 앤드 패키징) 지분 51%를 갖기로 하면서 4분기부터 실적 반영 예상됨. 내년 연간 매출액 560억원 전망함. 로레알, 코티 등을 고객사로 하고 있어 향후 성장성 추가 기대됨.

투자의견 BUY를 유지하나 목표주가는 '17년 EPS에 멀티플 32배 적용해 107,000원으로 하향함.

한국콜마 분기별 손익 추정 (단위: 억원, %)

		1Q15	2Q15	3Q15	4Q15	1Q16	2Q16	3Q16	4Q16E	2014	2015	2016E	2017E
매출액	연결 기준	1,264	1,420	1,282	1,392	1,486	1,730	1,590	1,871	4613	5358	6678	8228
	한국 법인	1,223	1,340	1,219	1,283	1,445	1,665	1,448	1,502	4391	5066	6060	7210
	화장품	914	1019	887	930	1,091	1,247	1,063	1,108	3247	3750	4508	5441
	내수	867	1002	779	851	1,008	1,126	911	961	3035	3499	4006	4587
	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
	PTP(미국)												
성장률(%)	연결 기준	18.4	15.9	14.3	16.2	17.5	21.8	24.1	34.4	23.5	16.2	24.6	23.2
	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
	PTP(미국)												
비중(%)	화장품	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
	PTP(미국)												
영업이익	전체	145	176	157	129	175	215	198	193	468	607	781	984
	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
	PTP(미국)												
이익률(%)	영업이익	11.5	12.4	12.3	9.3	11.8	12.5	12.5	10.3	10.2	11.3	11.7	12.0
	국내									9.7	10.8	11.1	11.3
	북경콜마									16.0	15.6	15.8	15.8
	PTP(미국)												
성장률(%)	영업이익	62.9	28.8	50.3	-6.6	20.6	22.4	26.1	49.3		29.6	28.6	25.9
	국내										29.3	23.0	20.6
	북경콜마										33.0	82.6	60.0
	PTP(미국)												

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	6,563	8,012	9,647
매출원가	3,605	4,096	4,975	6,049	7,284
매출총이익	1,008	1,263	1,588	1,963	2,364
판매비및일반관리비	539	656	820	1,004	1,194
영업이익(보고)	468	607	768	959	1,170
영업이익(핵심)	468	607	768	959	1,170
영업외손익	-39	-19	-23	-29	-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	-24	-24
법인세차감전이익	430	588	745	930	1,144
법인세비용	102	133	169	211	259
유호법인세율 (%)	23.6%	22.6%	22.6%	22.6%	22.6%
당기순이익	328	455	577	720	885
지배주주지분순이익(억원)	328	455	577	720	885
EBITDA	538	704	859	1,074	1,304
현금순이익(Cash Earnings)	398	551	667	834	1,019
수정당기순이익	337	462	577	720	885
증감율(% YoY)					
매출액	63.4	16.2	22.5	22.1	20.4
영업이익(보고)	138.0	29.6	26.5	24.8	21.9
영업이익(핵심)	138.0	29.6	26.5	24.8	21.9
EBITDA	122.4	30.7	22.1	25.0	21.4
지배주주지분 당기순이익	133.3	38.6	26.8	24.8	23.0
EPS	127.4	31.4	26.8	24.8	23.0
수정순이익	127.1	37.2	24.7	24.8	23.0

현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
영업활동현금흐름	344	494	551	696	862
당기순이익	328	455	577	720	885
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	-121	-146	-165
기타	87	30	5	8	8
투자활동현금흐름	-147	-86	-568	-535	-502
투자자산의 처분	223	304	-64	-77	-86
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	-44	128	324
기초현금및현금성자산	147	212	162	118	246
기말현금및현금성자산	212	162	118	246	569
Gross Cash Flow	479	580	673	842	1,027
Op Free Cash Flow	-93	84	64	261	474

재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
유동자산	2,089	1,856	2,186	2,764	3,595
현금및현금성자산	212	162	112	231	547
유동금융자산	584	282	345	422	508
매출채권및유동채권	919	953	1,168	1,426	1,716
재고자산	373	458	561	685	825
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,275	1,587	2,008	2,359	2,650
장기매출채권및기타비유동채권	18	27	33	41	49
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	4,194	5,123	6,246
유동부채	1,437	1,146	1,348	1,591	1,865
매입채무및기타유동채무	749	815	998	1,218	1,467
단기차입금	227	143	143	143	143
유동성장기차입금	376	105	105	105	105
기타유동부채	85	83	102	124	149
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	1,453	1,713	2,007
자본금	106	106	106	106	106
주식발행초과금	1,152	1,152	1,152	1,152	1,152
이익잉여금	530	937	1,471	2,140	2,969
기타자본	10	12	12	12	12
지배주주지분자본총계	1,798	2,207	2,741	3,410	4,239
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	1,798	2,207	2,741	3,410	4,239
순차입금	-130	-154	-168	-363	-764
총차입금	666	290	290	290	290

투자지표

(단위: 원, 배, %)

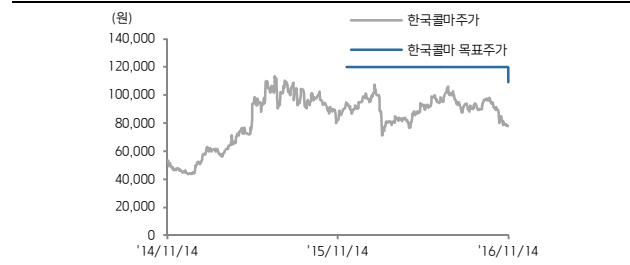
12월 결산, IFRS 연결	2014	2015	2016E	2017E	2018E
주당지표(원)					
EPS	1,641	2,155	2,733	3,412	4,195
BPS	8,521	10,459	12,992	16,163	20,088
주당EBITDA	2,693	3,335	4,072	5,089	6,180
CFPS	1,991	2,612	3,163	3,955	4,831
DPS	160	200	240	270	300
주가배수(배)					
PER	26.8	44.0	34.2	27.4	22.3
PBR	5.2	9.1	7.2	5.8	4.7
EV/EBITDA	17.0	28.2	22.8	18.0	14.5
PCFR	22.1	36.3	29.6	23.6	19.4
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	13.4	13.5
순이익률	7.1	8.5	8.8	9.0	9.2
자기자본이익률(ROE)	22.3	22.7	23.3	23.4	23.1
투자자본이익률(ROIC)	23.1	24.6	25.2	25.9	27.2
안정성(%)					
부채비율	87.1	56.0	53.0	50.2	47.4
순차입금비율	-7.2	-7.0	-6.1	-10.7	-18.0
이자보상배율(배)	11.0	30.3	38.4	47.9	58.4
활동성(배)					
매출채권회전율	5.7	5.7	6.2	6.2	6.1
재고자산회전율	13.3	12.9	12.9	12.9	12.8
매입채무회전율	6.8	6.9	7.2	7.2	7.2

- 당사는 11월 11일 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)	2013/11/11	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
	2016/11/14	Buy(Maintain)	107,000원

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 (2015/10/1~2016/9/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	156	95.71%
중립	7	4.29%
매도	0	0.00%