

## Outperform(Reinitiate)

목표주가: 83,000원

주가(8/14): 72,000원

시가총액: 1조5,192억원

의류/화장품  
Analyst 이희재  
02) 3787-4704  
Heejae0403@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (8/14)	2,334.22pt	
52주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	98,000원	59,200원
등락률	-26.53%	21.62%
수익률	절대	상대
1M	3.6%	7.2%
6M	-2.4%	-13.3%
1Y	-22.9%	-32.3%

## Company Data

발행주식수	21,100천주
일평균 거래량(3M)	158천주
외국인 지분율	47.35%
배당수익률(17E)	0.38%
BPS(17E)	15,127원
주요 주주	한국콜마홀딩스 외4
	22.32%

## 투자지표

(억원, IFRS 연결)	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	6,675	8,208	9,530	10,880
보고영업이익	734	764	957	1,110
EBI DA	734	764	957	1,110
세전이익	853	876	1,090	1,259
순이익	713	741	928	1,077
자체주주지분순이익	532	559	701	813
EPS(원)	531	542	697	809
증감률(%YoY)	2,516	2,571	3,304	3,834
PER(배)	16.7	2.2	28.5	16.1
PBR(배)	26.2	25.6	19.9	17.2
EV/EBITDA(배)	5.1	4.3	3.6	3.0
보고영업이익률(%)	16.7	16.8	13.0	11.1
ROE(%)	20.9	17.9	18.9	18.5
순부채비율(%)	10.9	12.4	5.7	-0.5

## Price Trend



## ☒ 실적 Review

## 한국콜마 (161890)

## 어려운 영업 환경을 벗어나야 하는 시기



2분기 영업이익은 전년동기대비 21% 감소했음. 실적 부진은 국내 브랜드샵 화장품 시장침체와 선스틱 판매 부진에 기인함. 중국법인이 경쟁심화로 인해 성장세가 둔화된 것이 아쉬움. 반면 제약의 지속되는 제네릭 의약품 런칭은 실적에 긍정적으로 기여하고 있음. 3분기는 낮은 베이스 및 신제품 출시 등 예정으로 보다 개선될 것으로 전망함.

## &gt;&gt;&gt; 2Q 매출액 YoY +20%, 영업이익 -21%: 컨센 하회

한국콜마의 2분기 IFRS 연결실적은 매출액 2,071억원(YoY +19.7%)과 영업이익 170억원(YoY -21.3%), 이익률 8.2%(YoY -4.3%p)으로 영업이익이 시장 기대치 대비 20% 수준 하회했다. 수익 둔화의 주된 요인은 외교 불확실성에 따른 부진한 한국 화장품 업황에 기인하고, 동사는 올해초부터 인건비(+130%)와 지급수수료(+17%) 등 고정성 비용이 증가했다.

- 한국법인: 매출 1,771억원(+2.8%), 영업이익 150억원(-28.2%, OPM 8.8%).
- 1) 화장품은 매출액 1,220억원(-2.2%)이였고 그중 내수는 국내 브랜드샵 시장침체로 인해 +2.4%로 둔화됐고, 수출은 해외 기존 거래처 재고 조정에 따라 44.6% 역성장했다.
- 2) 반면 제약부문은 제네릭 시장의 호황 및 블록버스터급 제네릭 의약품의 오더 호조세에 따라 매출액 491억원으로 +17.2% 성장했다.
- 베이징콜마: 매출액 143억원(+10.9%), 순이익 11억(+7.9%). 중국내 한국 ODM 업체간 경쟁심로 인해 성장률이 둔화된 것으로 추정한다.
- PTP(미국): 매출액 165억원 및 순이익 13억.
- CSR(캐나다): 매출액 82억원 및 순이익 5억.
- 기존 바이어 물량뿐 아니라 신규 거래처 추가로 매출 호조세였으나 초과 업무에 따른 비용 발생해 설비 추가와 인력 충원 검토중인 것으로 판단된다.

## &gt;&gt;&gt; 화장품 어렵지만 제네릭 의약품 부문 호조세

한국콜마 커버리지 재개, 투자의견은 Outperform과 목표주가 83,000원을 제시한다. 목표주가는 2018년 예상 EPS에 26배를 적용했다. 지난 3분기 이익 베이스가 낮으나 현재 화장품 업황이 외교 문제로 인해 우호적이지 않기 때문에 드라마틱한 이익 개선 모멘텀을 기대하기는 어려울 것으로 판단한다. 이번 분기 아쉬운 점은 베이징콜마의 성장을 둔화인데 고마진 정책으로 인해 환경이 녹록치 않았던 것으로 판단된다. 긍정적인 점은 제네릭 시장의 호황으로 인해 지속적으로 고마진의 제약 부문이 성장하고 있고, 하반기 타미플루 제네릭 런칭이 예정되어 있으며 신규 설비(고형제 라인)가 일부 가동되기 시작했다는 점이다. 화장품 부문은 하반기 애터미 신규라인 런칭이 예정되어 있어 2분기보다 개선될 수 있을 것으로 전망한다. 중장기적으로 향후 매출을 위한 국내 및 중국 캐파 확보는 긍정적이고, 외부환경이 개선될 시 빠른 속도로 실적이 회복될 수 있을 것으로 예상한다.

## 한국콜마 분기별 손익 추첨 (단위: 억원, %)

		1Q16	2Q16	3Q16	4Q16	1Q17	2Q17	3Q17E	4Q17E	2016	2017E	2018E	2019E
<b>매출액</b>	<b>연결 기준</b>	1486	1730	1602	1856	2014	2071	2026	2097	6675	8208	9530	10880
한국 법인		1445	1665	1473	1613	1695	1711	1638	1794	6196	6837	7815	8765
화장품		1091	1247	1044	1160	1230	1220	1140	1262	4542	4852	5473	6049
내수		1008	1126	934	1041	1151	1153	981	1091	4109	4376	4901	5391
수출		83	121	110	119	79	67	160	171	433	476	572	657
제약		354	419	429	452	465	491	498	531	1654	1985	2342	2717
북경콜마		71	129	166	155	107	143	199	202	521	651	912	1231
PTP(미국)				136	166	165	150	149	136	630	706	776	
CSR(캐나다)					66	82	76	76		300	342	386	
<b>성장률(%)</b>	<b>연결 기준</b>	17.5	21.8	25.0	33.3	35.5	19.7	26.5	13.0	24.6	23.0	16.1	14.2
한국 법인		18.2	24.2	20.8	25.6	17.3	2.8	11.2	11.2	22.3	10.4	14.3	12.2
화장품		19.4	22.4	17.7	24.7	12.7	-2.2	9.2	8.8	21.1	6.8	12.8	10.5
내수		16.3	12.4	19.9	22.3	14.2	2.4	5.0	4.8	17.4	6.5	12.0	10.0
수출		76.6	611.8	1.9	50.6	-4.8	-44.6	45.0	43.5	72.5	10.0	20.0	15.0
제약		14.5	30.9	29.2	27.7	31.4	17.2	16.0	17.5	25.8	20.0	18.0	16.0
북경콜마		24.9	31.6	87.7	21.5	50.3	10.9	20.0	30.5	40.5	25.0	40.0	35.0
PTP(미국)										363.2	12.0	10.0	
CSR(캐나다)											14.0	13.0	
<b>영업이익</b>	<b>연결</b>	175	215	155	189	206	170	173	215	735	764	957	1110
별도		171	209	142	178	177	150	147	182	700	656	809	923
북경콜마		8	13	13	12	9	11	16	18	46	54	82	113
PTP(미국)				0	13	8	8	15		44	56	64	
CSR(캐나다)					5	6	5	5		21	24	27	
<b>이익률(%)</b>	<b>연결</b>	11.8	12.5	9.7	10.2	10.2	8.2	8.5	10.3	11.0	9.3	10.0	10.2
별도		11.8	12.6	9.7	11.0	10.5	8.8	9.0	10.1	11.3	9.6	10.3	10.5
북경콜마		11.0	10.0	8.0	7.6	8.0	8.0	8.0	9.0	8.8	8.3	9.0	9.2
PTP(미국)				0.0	8.0	5.0	5.0	10.1		7.0	8.0	8.2	
CSR(캐나다)					8.0	7.0	7.0	6.1		7.0	7.0	7.0	7.0
<b>성장률(%)</b>	<b>연결</b>	20.6	22.4	-1.2	46.6	18.0	-21.3	11.1	13.8	21.0	3.9	25.3	16.1
별도		24.0	38.7	-1.9	54.0	3.5	-28.2	3.1	2.4	27.5	-6.3	23.3	14.2

자료: 키움증권 리서치센터, 주: IFRS 연결 기준, 별도 외 영업이익 수치는 모두 추정치

## 포괄손익계산서

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
매출액	4,613	5,358	6,724	8,453	9,998
매출원가	3,605	4,096	5,178	6,467	7,649
매출총이익	1,008	1,263	1,547	1,986	2,350
판매비및일반관리비	539	656	811	1,050	1,224
영업이익(보고)	468	607	736	936	1,126
영업이익(핵심)	468	607	736	936	1,126
영업외손익	-39	-19	-22	-28	-25
이자수익	20	10	12	16	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
관계기업지분법손익	0	0	0	0	0
투자및기타자산처분손익	0	1	0	0	0
금융상품평가및기타금융이익	-12	-11	0	0	0
기타	-12	-4	-15	-24	-24
법인세차감전이익	430	588	714	908	1,101
법인세비용	102	133	162	206	249
유효법인세율 (%)	23.6%	22.6%	22.6%	22.6%	22.6%
당기순이익	328	455	552	703	852
지배주주지분순이익(억원)	328	455	552	703	852
EBITDA	538	704	827	1,051	1,260
현금순이익(Cash Earnings)	398	551	643	817	986
수정당기순이익	337	462	552	703	852
증감율(%, YoY)					
매출액	63.4	16.2	25.5	25.7	18.3
영업이익(보고)	138.0	29.6	21.2	27.3	20.2
영업이익(핵심)	138.0	29.6	21.2	27.3	20.2
EBITDA	122.4	30.7	17.5	27.1	19.9
지배주주지분 당기순이익	133.3	38.6	21.4	27.3	21.2
EPS	127.4	31.4	21.4	27.3	21.2
수정순이익	127.1	37.2	19.5	27.3	21.2

## 현금흐름표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
영업활동현금흐름	344	494	503	642	828
당기순이익	328	455	552	703	852
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	-138	-174	-156
기타	87	30	-2	-2	-2
투자활동현금흐름	-147	-86	-576	-549	-497
투자자산의 처분	223	304	-72	-91	-82
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	-101	59	294
기초현금및현금성자산	147	212	162	62	120
기말현금및현금성자산	212	162	62	120	414
Gross Cash Flow	479	580	641	816	984
Op Free Cash Flow	-93	84	22	215	449

## 재무상태표

(단위: 억원)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
유동자산	2,089	1,856	2,188	2,794	3,577
현금및현금성자산	212	162	63	122	417
유동금융자산	584	282	354	445	526
매출채권및유동채권	919	953	1,196	1,504	1,779
재고자산	373	458	575	723	855
기타유동비금융자산	0	0	0	0	0
비유동자산	1,275	1,587	2,008	2,362	2,652
장기매출채권및기타비유동채권	18	27	34	43	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	4,197	5,156	6,230
유동부채	1,437	1,146	1,375	1,665	1,924
매입채무및기타유동채무	749	815	1,023	1,285	1,520
단기차입금	227	143	143	143	143
유동성장기차입금	376	105	105	105	105
기타유동부채	85	83	104	131	155
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	1,480	1,786	2,066
자본금	106	106	106	106	106
주식발행초과금	1,152	1,152	1,152	1,152	1,152
이익잉여금	530	937	1,447	2,099	2,894
기타자본	10	12	12	12	12
지배주주지분자본총계	1,798	2,207	2,717	3,369	4,164
비지배주주지분자본총계	0	0	0	0	0
자본총계	1,798	2,207	2,717	3,369	4,164
순차입금	-130	-154	-127	-277	-654
총차입금	666	290	290	290	290

## 투자지표

(단위: 원, 배, %)

12월 결산, IFRS 연결	2015	2016	2017E	2018E	2019E
주당지표(원)					
EPS	1,641	2,155	2,618	3,331	4,036
BPS	8,521	10,459	12,876	15,967	19,733
주당EBITDA	2,693	3,335	3,918	4,982	5,971
CFPS	1,991	2,612	3,048	3,874	4,672
DPS	160	200	240	270	300
주가배수(배)					
PER	26.8	44.0	29.8	23.4	19.3
PBR	5.2	9.1	6.1	4.9	4.0
EV/EBITDA	17.0	28.2	19.8	15.4	12.5
PCFR	22.1	36.3	25.6	20.1	16.7
수익성(%)					
영업이익률(보고)	10.2	11.3	10.9	11.1	11.3
영업이익률(핵심)	10.2	11.3	10.9	11.1	11.3
EBITDA margin	11.7	13.1	12.3	12.4	12.6
순이익률	7.1	8.5	8.2	8.3	8.5
자기자본이익률(ROE)	22.3	22.7	22.4	23.1	22.6
투자자본이익률(ROIC)	23.1	24.6	24.0	25.0	25.9
안정성(%)					
부채비율	87.1	56.0	54.5	53.0	49.6
순차입금비율	-7.2	-7.0	-4.7	-8.2	-15.7
이자보상배율(배)	11.0	30.3	36.7	46.7	56.2
활동성(배)					
매출채권회전율	5.7	5.7	6.3	6.3	6.1
재고자산회전율	13.3	12.9	13.0	13.0	12.7
매입채무회전율	6.8	6.9	7.3	7.3	7.1

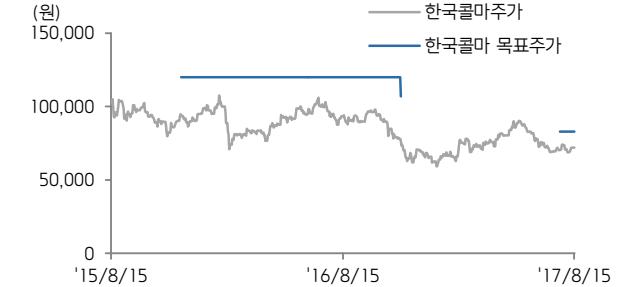
## Compliance Notice

- 당사는 8월 14일 현재 '한국콜마' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 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)	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
	2017/08/16	Outperform (Reinitiate)	83,000원

## 목표주가 추이



## 투자의견 및 적용기준

기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률을 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률을 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 (2016/07/01~2017/06/30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	172	97.73%
중립	4	2.27%
매도	0	0.00%