

2018. 9. 14

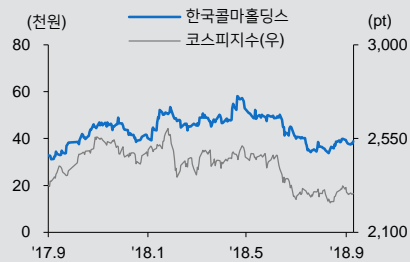


▲ **유통/화장품**
Analyst **양지혜**
02. 6098-6667
jihye.yang@meritz.co.kr

Not Rated

적정주가 (12개월)	-원	
현재주가 (9.13)	38,800 원	
상승여력	-	
KOSPI	2,286.23pt	
시가총액	6,960억원	
발행주식수	1,794만주	
유동주식비율	53.53%	
외국인비중	17.74%	
52주 최고/최저가	58,200원/32,550원	
평균거래대금	24.7억원	
주요주주(%)		
운동한 외 7 인	45.93	
NIHON KOLMAR	7.46	
국민연금	6.67	
주가상승률(%)	1개월	6개월
절대주가	13.8	-23.5
상대주가	11.9	-16.5

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2016	330.4	48.7	36.6	2,188	4,684.8	15,092	15.4	2.2	12.7	15.7	77.9
2017	490.6	61.8	28.0	1,674	1.3	17,540	24.4	2.3	11.6	10.3	90.4
2018E	653.1	92.9	47.0	2,688	60.6	17,261	14.1	2.2	7.9	14.9	77.1
2019E	749.6	117.9	52.3	2,915	8.4	19,678	13.0	1.9	6.3	14.5	69.4
2020E	839.6	135.1	58.9	3,281	12.5	22,365	11.5	1.7	5.4	14.4	62.6

한국콜마홀딩스 024720

가장 높은 성장, 가장 낮은 밸류에이션

- ✓ 2Q 실질적인 영업이익 성장률 +52% YoY 기록
- ✓ 하반기 콜마비엔에이치 화장품 부문의 실적 모멘텀 강화 전망
- ✓ 콜마스크, 프리미엄 마스크팩 전문 ODM기업으로서 고객 다변화로 고성장 전망
- ✓ 2019년 콜마파마 상장 및 콜마스크의 고객 다변화에 따른 성장성 부각될 전망
- ✓ 2019년 예상 실적 기준 PER 13배 수준, 업종 내 밸류에이션 매력도 가장 높음

2분기 실질적인 영업이익 성장률 +52% YoY 기록

한국콜마홀딩스의 2분기 연결기준 실적은 매출액 1,629억원 (+36.6% YoY), 영업이익 241억원 (-16.6% YoY)을 기록하였다. 지난해 자회사 H&G 합병에 따른 투자손익을 제외한 실질적인 영업이익 증가율은 +52.0% YoY의 호실적을 달성했다. 지배주주순이익이 270억원 (+79.2% YoY) 대폭 증가한 이유는 관계기업인 유전자분석업체 이원다이에그노믹스 상장으로 평가차익이 160억원 발생했기 때문이다.

하반기 콜마비엔에이치 화장품 부문의 실적 모멘텀 강화 예상

콜마비엔에이치는 건강기능식품의 견조한 성장 지속되는 가운데 하반기 애타미 신제품 출시로 화장품 성장률이 회복될 전망이다. 화장품 수출도 베트남, 인도네시아, 호주, 러시아까지 확대되면서 하반기 높은 성장률이 예상된다. 콜마파마는 한국콜마 제약과 마찬가지로 CSO (영업대행) 중단에 따른 성장률 둔화가 예상되지만 한국콜마 대비 비용 인식 시점 차이에 따른 일회성 손실은 제한적일 전망이다. 콜마스크는 주요 고객사들의 판매 호조로 높은 성장세를 이어갈 전망이다.

콜마파마 상장 및 콜마스크의 고객 다변화에 따른 성장성 부각될 전망

콜마파마는 2019년 글로벌 제약사 신규 수주 등으로 높은 성장과 함께 이익 개선세가 이어지면서 2019년 매출액 935억원 (+21.7% YoY), 순이익 137억원 (+41.1% YoY)이 예상된다. 콜마스크 또한 프리미엄 마스크팩 전문 ODM 기업으로서 고객 다변화를 통한 고성장이 지속될 전망이다. 이처럼 강력한 실적 모멘텀과 높은 성장 잠재력 대비 2019년 예상 실적 기준 PER 13배에 불과하여 업종 내 밸류에이션 매력이 가장 높다는 판단이다.

(십억원)	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
매출액	222.5	299.6	330.4	490.6	653.1	749.6
증가율 (% YoY)		34.7	10.3	48.5	33.1	14.8
콜마비엔에이치	173.9	236.2	256.0	419.8	512.9	568.0
콜마파마	35.4	49.0	58.2	70.3	76.8	93.5
콜마스크				10.6	74.3	100.1
증가율 (% YoY)						
콜마비엔에이치		35.8	8.4	64.0	22.2	10.8
콜마파마		38.4	18.7	20.9	9.2	21.7
콜마스크						34.8
비중 (%)						
콜마비엔에이치	78.2	78.8	77.5	85.6	78.5	75.8
콜마파마	15.9	16.4	17.6	14.3	11.8	12.5
콜마스크				2.2	11.4	13.4
매출원가	172.0	227.2	249.4	382.5	507.4	579.0
증가율 (% YoY)		32.1	9.8	53.4	32.7	14.1
매출원가율 (%)	77.3	75.8	75.5	78.0	77.7	77.2
판관비	22.8	27.3	32.3	46.3	61.8	66.8
증가율 (% YoY)		19.8	18.6	43.2	33.4	8.1
판관비율 (%)	10.2	9.1	9.8	9.4	9.5	8.9
관계기업투자손익			12.5	20.0	12.3	16.0
영업이익	27.7	45.1	61.2	81.8	92.9	117.9
증가율 (% YoY)		62.8	35.7	33.6	13.7	26.9
영업이익률 (%)	12.5	15.1	18.5	16.7	14.2	15.7

자료: 한국콜마홀딩스, 메리츠증권증권 리서치센터

(십억원)	1Q18	2Q18	3Q18E	4Q18E	1Q19E	2Q19E	3Q19E	4Q19E
매출액	158.7	162.9	168.3	163.2	175.9	187.1	195.4	191.3
증가율 (% YoY)	74.0	36.6	21.4	15.4	10.9	14.8	16.1	17.2
콜마비엔에이치	125.7	120.7	133.7	132.8	138.3	134.0	147.5	148.3
콜마파마	19.8	22.0	17.6	17.4	19.8	26.4	23.7	23.5
콜마스크	16.3	22.0	20.0	16.0	20.8	29.7	27.2	22.4
증가율 (% YoY)								
콜마비엔에이치	79.2	9.1	10.3	12.7	10.0	11.0	10.3	11.7
콜마파마	24.5	25.2	-5.0	-5.0	20.0	20.0	35.0	35.0
콜마스크					35.0	35.0	36.0	40.0
비중 (%)								
콜마비엔에이치	79.2	74.1	79.5	81.4	78.6	71.6	75.5	77.6
콜마파마	12.5	13.5	10.4	10.7	11.3	14.1	12.1	12.3
콜마스크	10.2	13.5	11.9	9.8	11.8	15.9	13.9	11.7
매출원가	125.1	127.0	131.3	124.0	137.2	144.1	152.4	145.4
증가율 (% YoY)	84.3	37.5	20.2	9.8	9.7	13.4	16.1	17.2
매출원가율 (%)	78.8	78.0	78.0	76.0	78.0	77.0	78.0	76.0
판관비	13.7	14.9	16.8	16.3	15.1	16.8	17.6	17.2
증가율 (% YoY)	41.4	34.4	32.4	27.5	10.5	12.9	4.5	5.5
판관비율 (%)	8.6	9.2	10.0	10.0	8.6	9.0	9.0	9.0
관계기업투자손익	3.1	3.1	3.1	3.1	4.0	4.0	4.0	4.0
영업이익	23.0	24.1	21.6	24.3	27.6	30.2	27.4	32.7
증가율 (% YoY)	32.2	-16.6	18.0	41.3	20.1	25.4	27.0	34.5
영업이익률 (%)	14.5	14.8	12.8	14.9	15.7	16.1	14.0	17.1

자료: 한국콜마홀딩스, 메리츠증권증권 리서치센터

한국콜마홀딩스 (024720)

Income Statement

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
매출액	330.4	490.6	653.1	749.6	839.6
매출액증가율 (%)	10.3	48.5	33.1	14.8	12.0
매출원가	249.4	382.5	498.4	565.0	629.7
매출총이익	81.1	108.1	154.7	184.7	209.9
판매관리비	32.3	46.3	61.8	66.8	74.8
영업이익	48.7	61.8	92.9	117.9	135.1
영업이익률	14.7	12.6	14.2	15.7	16.1
금융손익	8.3	-14.3	-7.1	-6.6	-6.0
중속/관계기업손익	12.5	20.0	12.0	12.0	12.0
기타영업외손익	-7.4	0.2	16.0	0.0	0.0
세전계속사업이익	62.1	67.6	113.9	123.3	141.1
법인세비용	11.1	16.0	27.3	26.9	32.7
당기순이익	51.0	51.7	86.5	96.4	108.5
지배주주지분 순이익	36.6	28.0	47.0	52.3	58.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
영업활동 현금흐름	25.3	68.3	91.5	102.1	113.3
당기순이익(손실)	51.0	51.7	86.5	96.4	108.5
유형자산상각비	4.7	6.4	9.1	9.2	9.3
무형자산상각비	0.4	0.5	0.6	0.5	0.4
운전자본의 증감	-22.1	7.4	7.5	8.3	7.4
투자활동 현금흐름	-40.7	-66.3	-117.3	-68.7	-63.9
유형자산의증가(CAPEX)	-13.1	-18.5	-10.0	-10.0	-10.0
투자자산의감소(증가)	-7.1	-17.4	-60.8	-31.2	-28.3
재무활동 현금흐름	22.2	22.9	-7.2	-1.2	-2.4
차입금의 증감	19.6	-1.5	-4.1	3.0	2.8
자본의 증가	-0.0	19.2	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	6.8	24.3	-33.0	32.2	47.1
기초현금	19.8	26.6	50.9	17.9	50.2
기말현금	26.6	50.9	17.9	50.2	97.2

Balance Sheet

(십억원)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
유동자산	209.9	284.8	305.4	380.1	466.7
현금및현금성자산	26.6	50.9	18.0	50.2	97.2
매출채권	27.0	44.0	47.3	54.3	60.8
재고자산	23.6	42.8	44.2	50.7	56.8
비유동자산	357.7	462.0	535.1	578.6	619.2
유형자산	91.3	129.3	130.1	130.9	131.6
무형자산	4.7	20.0	19.5	19.0	18.5
투자자산	182.3	219.7	292.5	335.7	376.0
자산총계	567.6	746.9	840.5	958.7	1,085.9
유동부채	235.5	278.2	275.3	294.0	311.3
매입채무	18.1	68.4	57.5	66.0	74.0
단기차입금	41.0	61.1	61.1	61.1	61.1
유동성장기부채	16.8	9.1	0.0	0.0	0.0
비유동부채	13.0	76.4	90.5	98.8	106.6
사채	0.0	29.1	29.1	29.1	29.1
장기차입금	5.6	3.5	3.5	3.5	3.5
부채총계	248.5	354.6	365.8	392.8	417.9
자본금	8.4	8.4	8.4	8.4	8.4
자본잉여금	153.0	172.2	172.2	172.2	172.2
기타포괄이익누계액	1.3	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0
이익잉여금	91.6	115.6	158.5	205.6	258.0
비지배주주지분	66.3	98.4	138.0	182.1	231.7
자본총계	319.1	392.2	474.6	565.9	667.9

Key Financial Data

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
주당데이터(원)					
SPS	19,729	29,289	37,397	41,788	46,803
EPS(지배주주)	2,188	1,674	2,688	2,915	3,281
CFPS	3,322	4,238	6,792	7,114	8,075
EBITDAPS	3,215	4,103	5,876	7,114	8,075
BPS	15,092	17,540	17,261	19,678	22,365
DPS	155	185	231	289	361
배당수익률(%)	0.5	0.5	0.6	0.8	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	15.4	24.4	14.1	13.0	11.5
PCR	10.1	9.6	5.6	5.3	4.7
PSR	1.7	1.4	1.0	0.9	0.8
PBR	2.2	2.3	2.2	1.9	1.7
EBITDA	53.9	68.7	102.6	127.6	144.9
EV/EBITDA	12.7	11.6	7.9	6.3	5.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	15.7	10.3	14.9	14.5	14.4
EBITDA 이익률	16.3	14.0	15.7	17.0	17.3
부채비율	77.9	90.4	77.1	69.4	62.6
금융비용부담률	3.3	2.0	1.5	1.3	1.2
이자보상배율(x)	4.4	6.2	9.5	12.1	13.7
매출채권회전율(x)	14.9	13.8	14.3	14.8	14.6
재고자산회전율(x)	13.0	14.8	15.0	15.8	15.6

Compliance Notice

동 자료는 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 2018년 9월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성 등) 발행 관련하여 지난 6개월 간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 2018년 9월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 1%이상 보유하고 있지 않습니다. 당사의 조사분석 담당자는 2018년 9월 14일 현재 동 자료에 언급된 종목의 지분을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 양지혜)

동 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 동 자료를 이용하시는분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

투자등급 관련사항 (2016년 11월 7일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 4등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Trading Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +5% 이상 ~ +20% 미만
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +5% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대)	
	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	97.1%
중립	2.9%
매도	0.0%

2018년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율