

# 한국콜마 (161890)

박신애  
769,2378  
shinay.park@daishin.com

투자의견 **BUY**  
매수, 유지

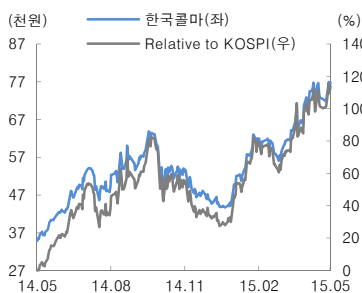
목표주가 **95,000**

현재주가 **76,700**  
(15.05.13)

화장품업종

|             |                                      |
|-------------|--------------------------------------|
| KOSPI       | 2114.16                              |
| 시가총액        | 1,618십억원                             |
| 시가총액비중      | 0.12%                                |
| 자본금(보통주)    | 11십억원                                |
| 52주 최고/최저   | 76,900원 / 34,850원                    |
| 120일 평균거래대금 | 118억원                                |
| 외국인지분율      | 46.61%                               |
| 주요주주        | 한국콜마홀딩스 외 27 인 21.84%<br>일본콜마 13.16% |

| 주가수익률(%) | 1M  | 3M   | 6M   | 12M   |
|----------|-----|------|------|-------|
| 절대수익률    | 5.4 | 23.9 | 42.8 | 120.1 |
| 상대수익률    | 4.6 | 14.7 | 32.5 | 106.4 |



## 1Q15 실적 Review: 영업이익 서프라이즈!

1Q15 Review: 높은 기저효과에도 기대치 큰 폭 상회하는 이익 서프라이즈 달성

- 1분기 연결기준 매출 1,264억원(+18% yoy), 영업이익 145억원(+63% yoy) 기록하며, 매출은 컨센서스 부합하고 영업이익은 컨센서스 35% 상회하는 이익 서프라이즈 기록
- 인센티브 지급(2월) 및 신규 인력 채용으로 인건비 전년동기대비 114% 증가
- 별도기준: 매출 1,223억원(+18% yoy), 영업이익 138억원(+66% yoy), OPM 11.3%
  - ▶국내 화장품: 매출 913억원(+19% yoy) 기록, 영업이익률은 11.8%로 약 4%p yoy 개선된 것으로 '추정'. 홈쇼핑 고객사 매출 호조 및 브랜드샵 가능성 기초 제품 라인업 강화에 기인 글로벌 업체로의 수출 매출은 47억원으로 전년동기대비 27% 성장
  - ▶제약: 매출 309억원(+16% yoy) 기록, 영업이익률 10% '추정'. 최근 신규품목허가 획득한 무좀 전용 치료제(오리지널 약품명 '폴케어')가 지난 3월 출시되며 매출 성장에 기여
- 북경콜마: 매출 57억원(+49% yoy), 영업이익 8억원(+64% yoy) 실현하며 당사 매출 추정치 78억원을 하회. 그러나 최근 여러 로컬 대기업 화장품 업체들이 신규 고객사로 추가됨에 따라 올해 매분기 QoQ로 매출 증가 전망

국내 화장품 부문의 놀라운 마진 개선에 주목

- 별도 (화장품+제약) 마진 1Q13 6.0% → 1Q14 8.0% → 1Q15 11.3%로 매년 큰 폭 개선
- 1Q15 국내 '화장품' 영업이익률 11.8% 기록하며 약 4%p 개선된 것으로 '추정'되며, 그 이유는 아래와 같음. 높아진 영업이익률은 향후 지속 가능할 것으로 전망
  1. 생산 효율성 개선: 2014년 1분기에는 3개 공장에 화장품 생산이 분산됐었으나, 2014년 7월 세종시 공장이 완공되면서 12월부터는 세종시 공장에서 생산, 출고, 재고 보관까지 모든 과정이 이뤄지기 시작. 또한 공장 자동화 비중이 확대되었고 흩어져 있던 인력으로 한 곳에 집중되면서 효율성 크게 개선
  2. 홈쇼핑 고객사 매출 호조 (홈쇼핑 주문은 브랜드샵 대비 ASP 높은 것으로 추정됨)
  3. 장기간에 걸쳐 단행된 저마진 주문 축소 노력

투자의견 매수 유지, 목표주가 95,000원으로 상향

- 목표주가를 기존 77,000원에서 95,000원으로 23% 상향함. 목표주가는 12M Fwd EPS 2,345원에 Target PE multiple 40x 적용 (코스맥스 2012~14년 평균 PER에 15% 할증)
- 2015년 매출총이익률은 외형 성장 및 생산 효율화에 힘입어 2.4%p yoy 개선 기대
- 북경 공장은 2014년말 Capa 300억에서 오는 3분기 Design Capa 1,500억원 증설 완료
- 현재가는 12M Fwd ESP 기준 PER 35x에서 거래 중. 북경콜마 매출 향후 3년간 연평균 44%씩 성장하고, 연결 영업이익 내 비중도 2015년 11%에서 2018년 19%로 확대될 전망

(단위: 십억원, %)

| 구분   | 1Q14 | 4Q14 | 1Q15      |      |     |      |     | 2Q15 |      |      |
|------|------|------|-----------|------|-----|------|-----|------|------|------|
|      |      |      | Consensus | 직전추정 | 잠정치 | YoY  | QoQ | 당사추정 | YoY  | QoQ  |
| 매출액  | 107  | 120  | 123       | 122  | 126 | 18.4 | 5.5 | 140  | 14.5 | 10.9 |
| 영업이익 | 9    | 14   | 11        | 11   | 14  | 62.9 | 4.8 | 15   | 13.0 | 6.6  |
| 순이익  | 6    | 8    | 8         | 8    | 9   | 53.8 | 8.2 | 12   | 21.7 | 27.7 |

| 구분   | 2013 | 2014 | 2015(F)   |      |      |      | Growth |         |
|------|------|------|-----------|------|------|------|--------|---------|
|      |      |      | Consensus | 직전추정 | 당사추정 | 조정비율 | 2014   | 2015(F) |
| 매출액  | 282  | 461  | 532       | 531  | 551  | 3.8  | 63.4   | 19.5    |
| 영업이익 | 20   | 47   | 54        | 52   | 62   | 18.1 | 138.0  | 31.9    |
| 순이익  | 14   | 33   | 42        | 39   | 47   | 19.4 | 133.3  | 42.2    |

자료: 한국콜마, WSE, 대신증권 리서치센터

표 1. 한국콜마: 연결 기준 1Q15 실적

(단위: 십억원, %)

|          | 1Q15  | 1Q14  | YoY(%) | 4Q14  | QoQ(%) | 컨센서스  | Var (%) | 당사    | Var(%) |
|----------|-------|-------|--------|-------|--------|-------|---------|-------|--------|
| 매출액      | 126.4 | 106.8 | 18.4   | 119.8 | 5.5    | 122.5 | 3.2     | 121.9 | 3.8    |
| 영업이익     | 14.5  | 8.9   | 62.9   | 13.8  | 4.8    | 10.7  | 35.4    | 10.8  | 33.9   |
| 세전이익     | 14.2  | 7.5   | 89.0   | 12.5  | 13.4   | 9.9   | 44.2    | 10.3  | 38.6   |
| 순이익      | 10.8  | 6.0   | 80.4   | 8.5   | 26.9   | 8.0   | 34.4    | 8.0   | 34.6   |
| 영업이익률(%) | 11.5  | 8.3   |        | 11.5  |        | 8.7   |         | 8.9   |        |
| 세전이익률(%) | 11.3  | 7.0   |        | 10.5  |        | 8.1   |         | 8.4   |        |
| 순이익률(%)  | 8.5   | 5.6   |        | 7.1   |        | 6.5   |         | 6.6   |        |

자료: 한국콜마, 대신증권 리서치센터

표 2. 한국콜마: 목표주가 Valuation

|                | 2014  | 2015F  | 2016F                         | 2017F | 2018F |
|----------------|-------|--------|-------------------------------|-------|-------|
| 연결 EPS(원)      | 1,641 | 2,211  | 2,580                         | 2,998 | 3,451 |
| YoY(%)         | 127.4 | 34.7   | 16.7                          | 16.2  | 15.1  |
| 12M Fwd EPS(원) |       | 2,345  |                               |       |       |
| Target PER(x)  |       | 40.0   | 코스맥스의 2012~14년 평균 PER에 15% 할증 |       |       |
| 목표주가 (원)       |       | 95,000 |                               |       |       |
| 현재주가(원)        |       | 76,700 | 2015/05/13                    |       |       |
| 상승여력(%)        |       | 23.9   |                               |       |       |

주: 보통주 평균 발행주식수 2014년은 20.0백만주, 2015년 이후는 21.1백만주 적용

자료: 대신증권 리서치센터

표 3. 실적 추정 변경 내역

(단위: 십억원, %)

|          | 변경 전  |       |       | 변경 후  |       |       | 변경률 (%) |      |      |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|------|------|
|          | 15F   | 16F   | 17F   | 15F   | 16F   | 17F   | 15F     | 16F  | 17F  |
| 매출액      | 531.0 | 609.1 | 693.0 | 551.1 | 632.0 | 724.5 | 3.8     | 3.8  | 4.5  |
| 영업이익     | 52.3  | 61.1  | 70.2  | 61.8  | 71.1  | 82.0  | 18.1    | 16.4 | 16.8 |
| 세전이익     | 50.1  | 58.8  | 68.1  | 60.2  | 69.8  | 81.1  | 20.2    | 18.8 | 19.2 |
| 순이익      | 39.1  | 45.8  | 53.1  | 46.6  | 54.4  | 63.3  | 19.4    | 18.8 | 19.2 |
| EPS(원)   | 1,852 | 2,173 | 2,516 | 2,211 | 2,580 | 2,998 | 19.4    | 18.8 | 19.2 |
| YoY(%)   |       |       |       |       |       |       |         |      |      |
| 매출액      | 15.1  | 14.7  | 13.8  | 19.5  | 14.7  | 14.6  |         |      |      |
| 영업이익     | 11.7  | 16.7  | 15.0  | 31.9  | 15.0  | 15.4  |         |      |      |
| 세전이익     | 16.6  | 17.3  | 15.8  | 40.1  | 15.9  | 16.2  |         |      |      |
| 순이익      | 19.1  | 17.3  | 15.8  | 42.2  | 16.7  | 16.2  |         |      |      |
| EPS      | 12.9  | 17.3  | 15.8  | 34.7  | 16.7  | 16.2  |         |      |      |
| 영업이익률(%) | 9.9   | 10.0  | 10.1  | 11.2  | 11.2  | 11.3  |         |      |      |
| 세전이익률(%) | 9.4   | 9.7   | 9.8   | 10.9  | 11.0  | 11.2  |         |      |      |
| 순이익률(%)  | 7.4   | 7.5   | 7.7   | 8.5   | 8.6   | 8.7   |         |      |      |

주: 2015년 4월 9일 추정치 대비 변경 내역임

자료: 한국콜마, 대신증권 리서치센터

표 4. 한국콜마: 분기 실적 추이 및 전망 (연결 기준)

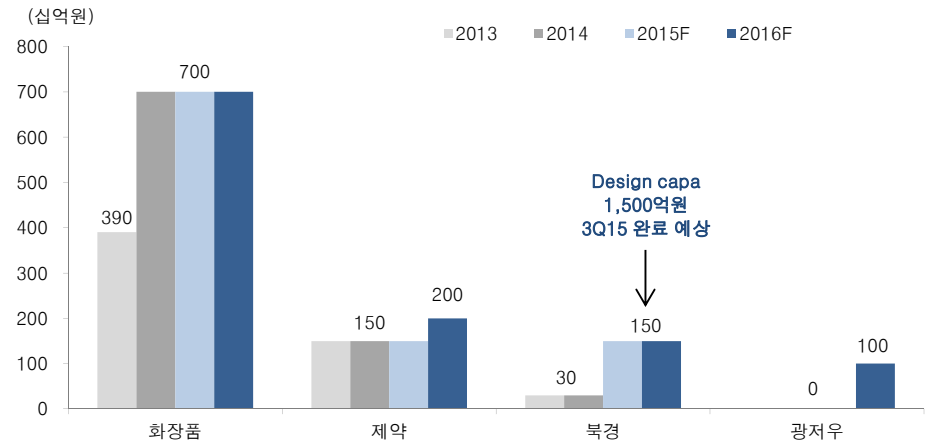
(단위: 십억원, %)

|               | 1Q14  | 2Q14  | 3Q14  | 4Q14  | 1Q15  | 2Q15F | 3Q15F | 4Q15F | 2014  | 2015F | 2016F | 2017F |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액           | 106.8 | 122.5 | 112.1 | 119.8 | 126.4 | 140.2 | 138.8 | 145.6 | 461.3 | 551.1 | 632.0 | 724.5 |
| 별도(국내)        | 103.6 | 117.8 | 107.5 | 110.1 | 122.3 | 131.9 | 127.9 | 130.3 | 439.1 | 512.5 | 571.6 | 634.1 |
| 화장품           | 76.9  | 88.9  | 77.5  | 81.0  | 91.3  | 98.8  | 93.5  | 96.8  | 324.2 | 380.4 | 421.0 | 462.4 |
| 내수            | 73.2  | 83.9  | 72.8  | 73.2  | 86.6  | 92.3  | 87.3  | 87.9  | 303.1 | 354.1 | 389.5 | 424.5 |
| 수출            | 3.7   | 5.0   | 4.7   | 7.8   | 4.7   | 6.5   | 6.2   | 8.9   | 21.2  | 26.3  | 31.5  | 37.9  |
| 제약            | 26.6  | 28.7  | 29.9  | 29.1  | 30.9  | 33.1  | 34.3  | 33.4  | 114.3 | 131.8 | 150.2 | 171.3 |
| 북경콜마          | 3.9   | 5.9   | 5.9   | 11.4  | 5.7   | 10.0  | 12.5  | 17.1  | 27.0  | 45.3  | 68.0  | 99.3  |
| YoY(%)        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 매출액           | 16.9  | 19.9  | 31.3  | 26.5  | 18.4  | 14.5  | 23.7  | 21.5  | 23.5  | 19.5  | 14.7  | 14.6  |
| 별도(국내)        | 17.1  | 20.4  | 34.9  | 21.9  | 18.0  | 12.0  | 19.0  | 18.3  | 23.2  | 16.7  | 11.5  | 10.9  |
| 화장품           | 15.6  | 23.2  | 44.2  | 26.8  | 18.8  | 11.1  | 20.6  | 19.5  | 26.5  | 17.3  | 10.7  | 9.8   |
| 내수            | 16.9  | 27.2  | 45.7  | 22.4  | 18.4  | 10.0  | 20.0  | 20.0  | 27.1  | 16.8  | 10.0  | 9.0   |
| 수출            | -4.5  | -19.0 | 24.4  | 92.1  | 27.4  | 30.0  | 30.0  | 15.0  | 18.5  | 24.0  | 20.0  | 20.0  |
| 제약            | 21.7  | 12.7  | 15.7  | 10.3  | 16.1  | 15.0  | 15.0  | 15.0  | 14.8  | 15.3  | 14.0  | 14.0  |
| 북경콜마          | 137.9 | 47.5  | 191.2 | 93.2  | 48.5  | 70.7  | 112.2 | 49.7  | 99.8  | 67.7  | 50.0  | 46.0  |
| 비중(%)         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 매출액           | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 화장품(국내)       | 72.0  | 72.6  | 69.1  | 67.6  | 72.2  | 70.4  | 67.4  | 66.5  | 70.3  | 69.0  | 66.6  | 63.8  |
| 제약            | 24.9  | 23.5  | 26.6  | 24.3  | 24.5  | 23.6  | 24.8  | 23.0  | 24.8  | 23.9  | 23.8  | 23.6  |
| 북경콜마          | 3.6   | 4.8   | 5.3   | 9.5   | 4.5   | 7.1   | 9.0   | 11.7  | 5.9   | 8.2   | 10.8  | 13.7  |
| 영업이익          | 8.9   | 13.7  | 10.5  | 13.8  | 14.5  | 15.4  | 15.5  | 16.4  | 46.8  | 61.8  | 71.1  | 82.0  |
| 별도(국내)        | 8.3   | 12.7  | 9.6   | 11.9  | 13.8  | 14.0  | 13.5  | 13.8  | 42.5  | 55.2  | 61.4  | 69.0  |
| 북경콜마          | 0.5   | 0.9   | 1.0   | 1.9   | 0.8   | 1.4   | 1.9   | 2.6   | 4.2   | 6.6   | 9.5   | 12.9  |
| YoY(%)        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 영업이익          | 45.2  | 93.0  | 69.6  | 115.0 | 62.9  | 13.0  | 47.7  | 18.7  | 81.5  | 31.9  | 15.0  | 15.4  |
| 별도(국내)        | 55.9  | 110.0 | 103.1 | 134.1 | 66.1  | 10.2  | 40.9  | 16.4  | 100.6 | 29.8  | 11.2  | 12.3  |
| 북경콜마          | 20.0  | 65.0  | -41.5 | 167.1 | 64.3  | 51.7  | 95.5  | 36.9  | 28.2  | 56.5  | 43.2  | 35.6  |
| 영업이익률(%)      |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 영업이익          | 8.3   | 11.2  | 9.3   | 11.5  | 11.5  | 11.0  | 11.1  | 11.3  | 10.2  | 11.2  | 11.2  | 11.3  |
| 별도(국내)        | 8.0   | 10.8  | 8.9   | 10.8  | 11.3  | 10.6  | 10.6  | 10.6  | 9.7   | 10.8  | 10.7  | 10.9  |
| 북경콜마          | 12.7  | 15.7  | 16.3  | 16.4  | 14.1  | 14.0  | 15.0  | 15.0  | 15.7  | 14.7  | 14.0  | 13.0  |
| 비중(%)         |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 영업이익          | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 100.0 |
| 별도(국내)        | 93.8  | 93.0  | 91.9  | 85.9  | 95.6  | 90.7  | 87.7  | 84.2  | 90.8  | 89.4  | 86.4  | 84.1  |
| 북경콜마          | 5.5   | 6.8   | 9.2   | 13.5  | 5.6   | 9.1   | 12.1  | 15.6  | 9.1   | 10.8  | 13.4  | 15.7  |
| 매출총이익         | 21.6  | 26.9  | 25.7  | 26.5  | 29.7  | 33.6  | 34.6  | 35.9  | 100.8 | 133.9 | 154.8 | 177.5 |
| 세전이익          | 7.5   | 12.5  | 10.4  | 12.5  | 14.2  | 15.0  | 15.0  | 16.0  | 43.0  | 60.2  | 69.8  | 81.1  |
| 순이익           | 6.0   | 9.6   | 8.7   | 8.5   | 10.8  | 11.7  | 11.7  | 12.5  | 32.8  | 46.6  | 54.4  | 63.3  |
| EBITDA        | 10.5  | 15.3  | 12.3  | 15.8  | 16.6  | 17.5  | 17.6  | 18.6  | 53.8  | 70.2  | 81.0  | 93.4  |
| YoY(%)        |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |       |
| 매출총이익         | 39.8  | 41.4  | 38.2  | 37.7  | 24.9  | 34.5  | 35.2  | 32.8  | 15.6  | 14.6  |       |       |
| 세전이익          | 84.1  | 111.2 | 164.5 | 89.0  | 19.6  | 44.8  | 27.5  | 40.1  | 15.9  | 16.2  |       |       |
| 순이익           | 59.8  | 120.6 | 108.0 | 80.4  | 21.2  | 34.6  | 46.9  | 42.2  | 16.7  | 16.2  |       |       |
| EBITDA        | 76.5  | 61.0  | 99.6  | 58.2  | 15.0  | 43.1  | 17.2  | 30.4  | 15.4  | 15.3  |       |       |
| 매출총이익률(%)     | 20.2  | 22.0  | 22.9  | 22.2  | 23.5  | 24.0  | 24.9  | 24.7  | 21.8  | 24.3  | 24.5  | 24.5  |
| 세전이익률(%)      | 7.0   | 10.2  | 9.2   | 10.5  | 11.3  | 10.7  | 10.8  | 11.0  | 9.3   | 10.9  | 11.0  | 11.2  |
| 순이익률(%)       | 5.6   | 7.9   | 7.7   | 7.1   | 8.5   | 8.3   | 8.4   | 8.6   | 7.1   | 8.5   | 8.6   | 8.7   |
| EBITDA 마진률(%) | 9.8   | 12.5  | 10.9  | 13.2  | 13.1  | 12.5  | 12.7  | 12.8  | 11.7  | 12.7  | 12.8  | 12.9  |

주: 2013년 수치도 12월 결산으로 조정해 2014년 성장을 계산함

자료: 한국콜마, 대신증권 리서치센터

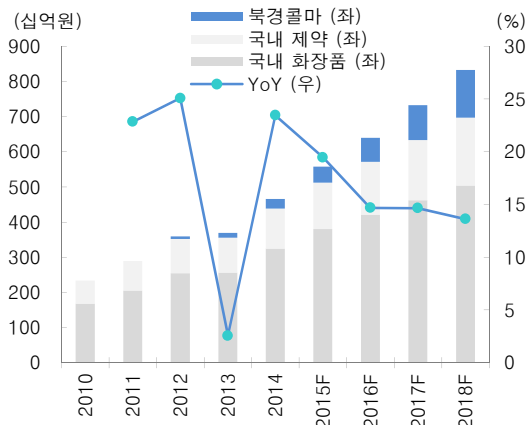
그림 1. 한국콜마: 국내외 공장 Capa 추이 및 전망



주: 연말 기준

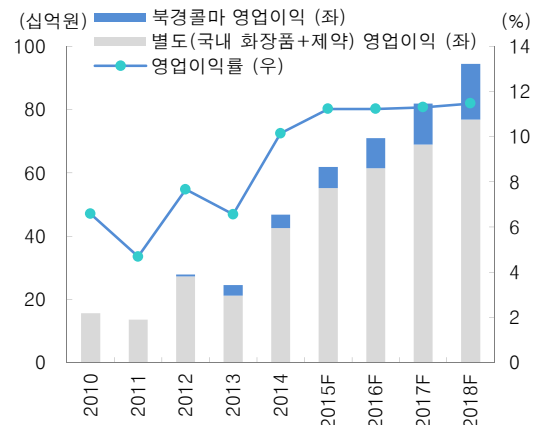
자료: 한국콜마, 대신증권 리서치센터

그림 2. 한국콜마: 연결 기준 매출액 추이



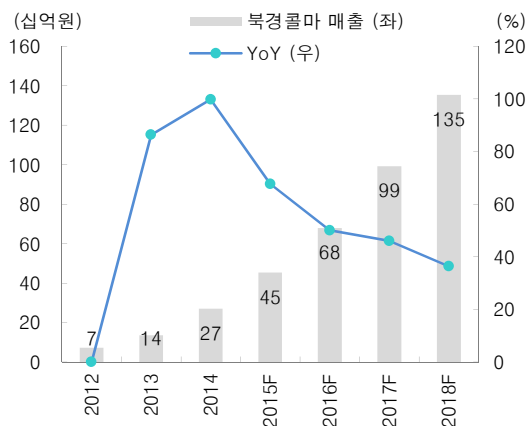
자료: 한국콜마, 대신증권 리서치센터

그림 3. 한국콜마: 연결 기준 영업이익 추이



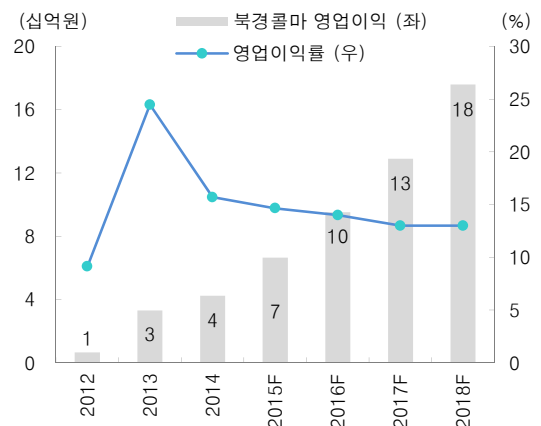
자료: 한국콜마, 대신증권 리서치센터

그림 4. 한국콜마: 북경콜마 매출액 추이



자료: 한국콜마, 대신증권 리서치센터

그림 5. 한국콜마: 북경콜마 영업이익 추이



자료: 한국콜마, 대신증권 리서치센터

## 재무제표

2013년 수치는 12월 결산 전환으로 인해 3개 분기(4~12월)만 합산된 수치로 정확한 비교 어려움. 3페이지 '표4' 참조 요망

## 포괄손익계산서

(단위: 십억원)

|             | 2013A | 2014A | 2015F | 2016F | 2017F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 매출액         | 282   | 461   | 551   | 632   | 725   |
| 매출원가        | 226   | 360   | 417   | 477   | 547   |
| 매출총이익       | 57    | 101   | 134   | 155   | 177   |
| 판매비와관리비     | 37    | 54    | 72    | 84    | 95    |
| 영업이익        | 20    | 47    | 62    | 71    | 82    |
| 영업외수익       | 7.0   | 10.2  | 11.2  | 11.2  | 11.3  |
| EBITDA      | 24    | 54    | 70    | 81    | 93    |
| 영업외손익       | -3    | -4    | -2    | -1    | -1    |
| 관계기업손익      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 금융수익        | 2     | 4     | 4     | 3     | 4     |
| 외환손익        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 금융비용        | -4    | -5    | -5    | -4    | -4    |
| 외환손실        | 1     | 1     | 1     | 0     | 0     |
| 기타          | -1    | -3    | -1    | -1    | -1    |
| 법인세비용차감전순이익 | 16    | 43    | 60    | 70    | 81    |
| 법인세비용       | -2    | -10   | -14   | -15   | -18   |
| 계속사업순이익     | 14    | 33    | 47    | 54    | 63    |
| 중단사업순이익     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 당기순이익       | 14    | 33    | 47    | 54    | 63    |
| 당기순이익률      | 5.0   | 7.1   | 8.5   | 8.6   | 8.7   |
| 비자본비용이익     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 자본비용이익      | 14    | 33    | 47    | 54    | 63    |
| 매모그리프금융자산평가 | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타포괄이익      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 포괄순이익       | 14    | 32    | 47    | 54    | 63    |
| 비자본포괄이익     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 자본포괄이익      | 14    | 32    | 47    | 54    | 63    |

## Valuation 지표

(단위: 원 배 %)

|           | 2013A  | 2014A  | 2015F  | 2016F  | 2017F  |
|-----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| EPS       | 722    | 1,641  | 2,211  | 2,580  | 2,998  |
| PER       | 37.8   | 26.8   | 34.7   | 29.7   | 25.6   |
| BPS       | 5,846  | 8,521  | 10,572 | 12,972 | 15,771 |
| PBR       | 4.7    | 5.2    | 7.3    | 5.9    | 4.9    |
| EBITDAPS  | 1,242  | 2,693  | 3,329  | 3,840  | 4,426  |
| EV/EBITDA | 22.5   | 17.0   | 22.8   | 19.5   | 16.6   |
| SPS       | 14,485 | 23,067 | 26,116 | 29,950 | 34,337 |
| PSR       | 1.9    | 1.9    | 2.9    | 2.6    | 2.2    |
| CFPS      | 1,388  | 2,676  | 3,293  | 3,887  | 4,350  |
| DPS       | 105    | 160    | 180    | 200    | 220    |

## 재무비율

(단위: 원 배 %)

|          | 2013A | 2014A | 2015F | 2016F | 2017F |
|----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 상장성      |       |       |       |       |       |
| 매출액 증가율  | 58.8  | 63.4  | 19.5  | 14.7  | 14.6  |
| 영업이익 증가율 | 40.1  | 138.0 | 31.9  | 15.0  | 15.4  |
| 순이익 증가율  | 17.6  | 133.3 | 42.2  | 16.7  | 16.2  |
| 수익성      |       |       |       |       |       |
| ROC      | 11.9  | 21.6  | 23.5  | 23.4  | 24.0  |
| ROA      | 7.5   | 14.8  | 15.5  | 15.5  | 15.5  |
| ROE      | 13.3  | 22.3  | 23.2  | 21.9  | 20.9  |
| 안정성      |       |       |       |       |       |
| 부채비율     | 159.0 | 87.1  | 106.9 | 67.2  | 79.7  |
| 순차입금비율   | 10.5  | -7.3  | -8.8  | -15.0 | -21.3 |
| 이자보상비율   | 6.3   | 11.0  | 15.5  | 17.7  | 20.5  |

자료: 한국콜마 대산증권 리서치센터

## 재무상태표

(단위: 십억원)

|             | 2013A | 2014A | 2015F | 2016F | 2017F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 유동자산        | 199   | 209   | 307   | 284   | 406   |
| 현금및현금성자산    | 15    | 21    | 84    | 29    | 114   |
| 매출채권 및 기타채권 | 68    | 87    | 103   | 118   | 136   |
| 재고자산        | 32    | 37    | 45    | 51    | 59    |
| 기타유동자산      | 84    | 63    | 75    | 86    | 97    |
| 비유동자산       | 96    | 128   | 154   | 174   | 192   |
| 유형자산        | 90    | 121   | 148   | 169   | 188   |
| 관계기업투자금     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타비유동자산     | 6     | 6     | 6     | 5     | 5     |
| 자산총계        | 295   | 336   | 461   | 458   | 598   |
| 유동부채        | 126   | 144   | 225   | 170   | 251   |
| 매입채무 및 기타채무 | 57    | 72    | 83    | 94    | 105   |
| 차입금         | 47    | 23    | 23    | 23    | 23    |
| 유동상채무       | 17    | 38    | 106   | 39    | 106   |
| 기타유동부채      | 4     | 11    | 13    | 15    | 18    |
| 비유동부채       | 55    | 13    | 13    | 14    | 14    |
| 차입금         | 6     | 6     | 6     | 6     | 6     |
| 전환증권        | 39    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타비유동부채     | 11    | 7     | 7     | 7     | 8     |
| 부채총계        | 181   | 157   | 238   | 184   | 265   |
| 자본자본        | 114   | 180   | 223   | 274   | 333   |
| 자본금         | 10    | 11    | 11    | 11    | 11    |
| 자본잉여금       | 81    | 116   | 116   | 116   | 116   |
| 이익잉여금       | 23    | 53    | 96    | 147   | 206   |
| 기타자본변동      | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 비자본자본       | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 자본총계        | 114   | 180   | 223   | 274   | 333   |
| 순차입금        | 12    | -13   | -20   | -41   | -71   |

## 현금흐름표

(단위: 십억원)

|           | 2013A | 2014A | 2015F | 2016F | 2017F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름 | 25    | 34    | 41    | 51    | 60    |
| 당기순이익     | 14    | 33    | 47    | 54    | 63    |
| 비현금항목의 가감 | 13    | 21    | 23    | 28    | 29    |
| 감가상각비     | 5     | 7     | 8     | 10    | 11    |
| 외환손익      | 0     | -1    | 0     | -1    | -1    |
| 자본변동이익    | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 기타        | 8     | 14    | 15    | 18    | 18    |
| 자산부채의 증감  | 1     | -13   | -16   | -14   | -16   |
| 기타현금흐름    | -3    | -6    | -13   | -16   | -16   |
| 투자활동 현금흐름 | -72   | -16   | -46   | -40   | -42   |
| 투자자산      | 0     | -1    | 0     | 0     | 0     |
| 유형자산      | -18   | -37   | -35   | -30   | -30   |
| 기타        | -54   | 22    | -11   | -10   | -12   |
| 재무활동 현금흐름 | 55    | -12   | 66    | -69   | 64    |
| 단기차입금     | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 사채        | 0     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 장기차입금     | 56    | -24   | 0     | 0     | 0     |
| 유상증자      | 0     | 13    | 0     | 0     | 0     |
| 현금배당      | -2    | -2    | -3    | -4    | -4    |
| 기타        | 1     | 1     | 69    | -65   | 68    |
| 현금의 증감    | 8     | 7     | 63    | -66   | 85    |
| 기초 현금     | 7     | 15    | 21    | 84    | 29    |
| 기말 현금     | 15    | 21    | 84    | 29    | 114   |
| NOPLAT    | 17    | 36    | 48    | 55    | 64    |
| FCF       | 2     | 4     | 21    | 35    | 45    |

## [Compliance Notice]

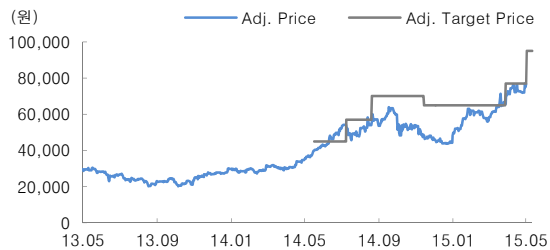
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자: 박신애)

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

## [투자의견 및 목표주가 변경 내용]

### 한국콜마(161890) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



|      |        |        |        |        |        |        |
|------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 제1일차 | 150514 | 150430 | 150409 | 150115 | 150114 | 141126 |
| 투자의견 | Buy    | Buy    | Buy    | Buy    | Buy    | Buy    |
| 목표주가 | 95,000 | 77,000 | 77,000 | 65,000 | 65,000 | 65,000 |
| 제2일차 | 141014 | 140901 | 140721 | 140602 | 140529 |        |
| 투자의견 | Buy    | Buy    | Buy    | Buy    | Buy    |        |
| 목표주가 | 70,000 | 70,000 | 57,000 | 45,000 | 45,000 |        |
| 제3일차 |        |        |        |        |        |        |
| 투자의견 |        |        |        |        |        |        |
| 목표주가 |        |        |        |        |        |        |
| 제4일차 |        |        |        |        |        |        |
| 투자의견 |        |        |        |        |        |        |
| 목표주가 |        |        |        |        |        |        |

### 투자등급관련사항

#### 산업 투자의견

- Overweight(비중확대)
  - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
  - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweight(비중축소)
  - : 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

#### 기업 투자의견

- Buy(매수)
  - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률):
  - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
  - : 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상