



한국콜마 (161890)

화장품



박은정

02 3770 5597
eunjung.park@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	60,000원 (U)
현재주가 (8/14)	52,300원
상승여력	15%

시가총액	11,967억원
총발행주식수	22,881,180주
60일 평균 거래대금	162억원
60일 평균 거래량	353,660주
52주 고	53,200원
52주 저	31,400원
외인지분율	25.52%
주요주주	한국콜마홀딩스 외 36 인 30.39%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	22.1	22.2	20.1
상대	10.7	(2.3)	(3.3)
절대(달러환산)	24.2	26.7	22.9

하반기 본격 증익 시작

2Q20 Review: 대체로 아쉬운

한국콜마의 2분기 실적은 연결 매출 3,648억원(YoY-11%), 영업이익 310억원(YoY-19%)를 기록하며 컨센서스 영업이익 322억원을 대체로 부합했다. 매출은 국내 화장품 부문의 부진으로 예상을 하회했으며, HK이노엔의 수익성 하락은 다소 아쉬웠다. 공시는 중단 사업(제약 매각) 부문을 제외했으며, 공시 기준으로는 연결 매출 3,221억원(YoY-12%), 영업이익 272억원(YoY-14%) 기록했다. [참고] 아래 사업 내용은 중단 사업부분 포함한 동일 기준 비교함

▶ **별도는 매출 2,047억원(YoY-15%), 영업이익 227억원(YoY+6%)을 기록했다.** ① **화장품부문** 매출은 1,542억원(YoY-20%, QoQ-7%), 영업이익 170억원(YoY+21%) 달성했다. 코로나19로 수주 환경이 좋지 못했다. 반면에 애터미향 비중은 25% 수준까지 확대되었다. 매출 급감에도 고마진 품목이 확대되어 영업이익률은 11%(4%p yoy)까지 상승했다. ② **제약부문(매각예정)** 매출은 505억원(YoY+6%), 영업이익은 57억원(YoY-23%) 기록했다. ▶ **중국은 매출 212억원(YoY flat), 영업손실 30억원(직지, +23억원)** 기록했다. 법인별 매출은 북경 79억원(YoY-51%), 무석 133억원(YoY+172%, QoQ+96%)이다. 북경은 이관 절차로 매출 감소가 불가피 했으나, 무석은 이커머스향 수주가 증가하며 전분기비 고성장했다. 영업손실은 북경 5억원(YoY+3억원), 무석 25억원(YoY flat)으로 소폭 축소되었다. ▶ **북미 매출은 146억원(YoY-45%), 영업손실 13억원(적전, -19억원)** 기록했다. 법인별 매출은 PTP 67억원(YoY-59%), CSR 79억원(YoY-23%)이다. 코로나19 영향이 지속된 영향이다. ▶ **씨케이엠 매출은 1,309억원(YoY+3%), 영업이익 130억원(YoY-27%)에 그쳤다.** 케이캡 판매는 호조세를 보였으나, 코로나19 영향으로 컨디션 등의 고마진 품목 부진으로 수익성이 10%를 하회했다.

하반기 본격 증익 시작

3분기 연결 매출 3,445억원(YoY-5%), 영업이익 213억원(YoY+5%)을 전망한다. **중단 사업 제외 성장률은 매출 YoY+10%, 영업이익 YoY+29%**로 하반기는 완연한 성장 예상된다. 주요 부문 매출 성장률은 국내 화장품 YoY+15%, 중국 42%, 미국 19% 가정했다.

하반기부터 본격 증익 예상(중단 사업 제외)된다. 하반기 1) 국내 화장품 회복, 2) 중국 매출 고성장 전망하며, 2021년 하반기는 3) 무석이 손익분기점 수준까지 나아질 것으로 예상된다. 투자의견 BUY 유지하며, 목표주가는 6만원으로 15% 상향 조정한다. 목표주가 상향은 화장품 부문의 수익성 회복이 예상됨에 따라 하반기, 2021년 추정치를 상향한데 기인한다. 매수 권고한다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q20E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,649	-11.0	-2.8	3,966	-8.0
영업이익	310	-18.6	3.6	322	-3.9
세전계속사업이익	137	-35.5	-33.2	206	-33.7
자배순이익	86	-37.5	-30.6	108	-20.2
영업이익률 (%)	8.5	-0.8 %pt	+0.5 %pt	8.1	+0.4 %pt
자배순이익률 (%)	2.4	-1.0 %pt	-0.9 %pt	2.7	-0.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	13,579	15,407	14,717	15,519
영업이익	900	1,178	1,127	1,304
지배순이익	423	291	415	588
PER	38.4	46.0	28.8	20.3
PBR	3.8	2.9	2.4	2.2
EV/EBITDA	22.3	15.1	14.2	12.6
ROE	11.4	6.4	8.5	11.2

자료: 유안타증권

[표 1] 한국콜마 연결 실적전망 및 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20P	3Q20F	4Q20F	2018	2019	2020F	2021F	
연결 매출액	380.6	409.8	360.9	389.4	375.3	364.9	344.5	387.1	1,357.9	1,540.7	1,471.7	1,551.9	
별도	220.9	239.5	185.9	208.3	215.5	204.7	159.9	189.1	891.7	854.6	769.2	739.0	
화장품	174.7	192.1	139.4	158.0	165.9	154.2	159.9	189.1	697.3	664.1	669.1	739.0	
제약	46.2	47.5	46.5	50.3	49.6	50.5	—	—	194.4	190.5	100.1	—	
북경콜마	15.1	16.3	11.4	12.7	5.8	7.9	10.6	9.9	74.4	55.5	34.2	45.0	
무석콜마	2.6	4.9	5.2	8.8	6.8	13.3	13.0	16.9	0.6	21.5	50.0	70.0	
북미법인(PTP+CSR)	22.5	26.7	21.4	16.6	18.2	14.6	17.4	18.9	88.2	87.2	69.1	93.0	
HKN(CJ 헬스케어)	126.3	127.1	141.9	147.4	132.8	130.9	149.0	157.1	335.1	542.6	569.8	437.0	
% YoY	연결 매출액	57%	14%	-4%	2%	-1%	-11%	-5%	-1%	65%	13%	-4%	5%
별도	6%	-3%	-16%	-3%	-2%	-15%	-14%	-9%	31%	-4%	-10%	-4%	
화장품	12%	0%	-21%	-7%	-5%	-20%	15%	20%	43%	-5%	1%	10%	
제약	-11%	-10%	4%	12%	7%	6%	—	—	1%	-2%	-47%	—	
북경콜마	-4%	-25%	-38%	-31%	-62%	-51%	-7%	-22%	29%	-25%	-38%	32%	
무석콜마	—	—	—	—	162%	172%	150%	92%	—	3758%	133%	40%	
북미법인	1%	24%	0%	-28%	-19%	-45%	-19%	14%	-7%	-1%	-21%	35%	
HKN	—	59%	14%	13%	5%	3%	5%	7%	-35%	62%	-1%	7%	
매출총이익	109.5	114.3	104.0	104.5	107.6	111.4	107.7	115.8	357.0	432.3	442.4	489.3	
영업이익	31.7	38.0	20.2	27.9	29.9	31.0	21.3	30.5	90.0	117.8	112.7	130.4	
별도	18.3	21.5	5.9	12.3	19.0	22.7	8.0	11.3	71.0	58.0	65.0	64.6	
화장품	12.0	14.0	2.2	6.5	11.6	17.0	8.0	11.3	48.2	34.8	47.9	56.6	
제약	6.3	7.4	3.7	5.8	7.4	5.7	0.0	0.0	23.0	23.2	13.1	0.0	
북경콜마	-0.1	-0.8	-5.0	-2.0	-2.0	-0.5	-0.5	-0.3	1.7	-7.8	-3.3	0.1	
무석콜마	-2.0	-2.5	-3.2	-3.8	-4.0	-2.5	-3.0	-2.0	-2.0	-11.5	-11.5	1.2	
북미법인	0.4	0.6	0.8	-1.2	-0.8	-1.3	-0.1	0.7	1.9	0.6	-1.5	4.0	
HKN	15.2	17.8	19.9	22.1	15.4	13.0	16.4	22.0	24.9	75.0	66.7	76.2	
% YoY	영업이익	76%	55%	160%	-30%	-6%	-19%	5%	10%	34%	30%	-3%	16%
별도	7%	-4%	-49%	-38%	4%	6%	35%	-8%	16%	-18%	12%	-1%	
북경콜마	적지	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	-35%	-32%	적전	적지	
무석콜마	적지	적전	적지	적지	적지	흑전							
북미법인	-69%	-45%	1360%	적지	적전	적전	적전	흑전	-49%	-67%	적전	흑전	
HKN	—	949%	흑전	-16%	2%	-27%	-18%	-1%	—	201%	-11%	14%	
지배주주순이익	14.2	13.8	2.7	-1.7	12.4	8.6	3.9	16.4	42.3	29.0	41.4	58.8	
% Margin	매출총이익률	29%	28%	29%	27%	29%	31%	31%	30%	26%	28%	30%	32%
영업이익률	8%	9%	6%	7%	8%	8%	6%	8%	7%	8%	8%	8%	
별도	8%	9%	3%	6%	9%	11%	5%	6%	8%	7%	8%	9%	
화장품	7%	7%	2%	4%	7%	11%	5%	6%	7%	5%	7%	8%	
제약	14%	16%	8%	12%	15%	11%	—	—	12%	12%	13%	—	
북경콜마	-1%	-5%	-43%	-16%	-34%	-6%	-5%	-3%	2%	-14%	-10%	0%	
무석콜마	-77%	-51%	-62%	-43%	-59%	-19%	-23%	-12%	-359%	-54%	-23%	2%	
북미법인	2%	2%	4%	-7%	-4%	-9%	-1%	4%	2%	1%	-2%	4%	
HKN	12%	14%	14%	15%	12%	10%	11%	14%	7%	14%	12%	17%	
순이익률	4%	3%	1%	0%	3%	2%	1%	4%	3%	2%	3%	4%	

자료: 유안타증권 리서치센터 [참고] 별도 부문별 영업이익과 자회사 영업이익은 유안타증권 추정치

한국콜마 (161890) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

순익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	13,579	15,407	14,717	15,519	16,465	
매출원가	10,009	11,085	10,293	10,626	11,173	
매출총이익	3,570	4,323	4,424	4,893	5,292	
판관비	2,670	3,145	3,297	3,589	3,791	
영업이익	900	1,178	1,127	1,304	1,500	
EBITDA	1,320	1,784	1,754	1,959	2,088	
영업외손익	-346	-544	-451	-297	-328	
외환관련손익	-14	31	70	70	20	
이자손익	-312	-508	-466	-313	-294	
관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
기타	-20	-67	-55	-55	-55	
법인세비용차감전순손익	554	634	677	1,007	1,172	
법인세비용	186	298	217	252	293	
계속사업순손익	368	336	460	755	879	
중단사업순손익	0	0	0	0	0	
당기순이익	368	336	460	755	879	
지배지분순이익	423	291	415	588	682	
포괄순이익	335	330	453	749	873	
지배지분포괄이익	379	280	384	635	740	

주: 영업이익 산출 기준은 기준 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판관비만 차감

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	628	1,648	1,512	1,198	1,294	
당기순이익	368	336	460	755	879	
감가상각비	312	460	506	535	468	
외환손익	25	-11	-70	-70	-20	
증속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
자산부채의 증감	-302	394	494	-144	-154	
기타현금흐름	224	468	122	122	122	
투자활동 현금흐름	-12,932	-1,507	-1,143	-1,143	-407	
투자자산	-22	-1	0	0	0	
유형자산 증가 (CAPEX)	-792	-737	-737	-737	0	
유형자산 감소	29	9	0	0	0	
기타현금흐름	-12,146	-779	-407	-407	-407	
재무활동 현금흐름	12,937	277	3,631	1,237	39	
단기차입금	0	0	0	0	0	
사채 및 장기차입금	8,469	310	3,790	1,395	197	
자본	4,500	124	0	0	0	
현금배당	-63	-74	-76	-76	-76	
기타현금흐름	31	-83	-83	-83	-83	
연결범위변동 등 기타	-10	2	756	653	648	
현금의 증감	622	421	4,756	1,944	1,575	
기초 현금	143	765	1,186	5,942	7,886	
기말 현금	765	1,186	5,942	7,886	9,462	
NOPLAT	900	1,178	1,127	1,304	1,500	
FCF	-76	888	1,149	752	1,559	

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임

2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임

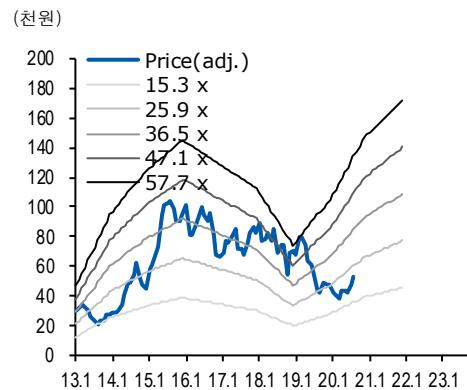
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준일로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산		5,552	6,460	10,592	12,715	14,501
현금및현금성자산		765	1,186	5,942	7,887	9,462
매출채권 및 기타채권		2,022	2,257	1,651	1,740	1,846
재고자산		1,768	1,607	1,635	1,724	1,829
비유동자산		16,312	17,543	17,653	17,735	17,147
유형자산		4,213	4,669	4,900	5,102	4,634
관계기업등 지분관련자산		0	34	34	34	34
기타투자자산		170	135	135	135	135
자산총계		21,864	24,003	28,245	30,450	31,648
유동부채		5,173	7,074	6,927	6,961	7,017
매입채무 및 기타채무		2,027	2,417	2,336	2,370	2,426
단기차입금		1,522	806	806	806	806
유동성장기부채		1,361	3,289	3,289	3,289	3,289
비유동부채		8,593	8,450	12,240	13,635	13,832
장기차입금		6,588	4,896	7,440	8,212	8,097
사채		1,598	2,494	3,740	4,363	4,674
부채총계		13,766	15,524	19,167	20,596	20,849
지배지분		4,384	4,714	5,047	5,478	6,003
자본금		112	114	114	114	114
자본잉여금		2,157	2,279	2,279	2,279	2,279
이익잉여금		2,132	2,323	2,663	3,100	3,632
비지배지분		3,715	3,765	4,031	4,376	4,795
자본총계		8,098	8,479	9,078	9,854	10,799
순차입금		9,492	9,802	8,836	8,286	6,908
총차입금		11,070	12,159	15,949	17,344	17,541

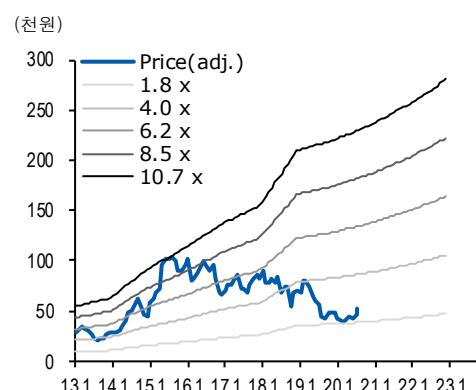
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
EPS		1,954	1,284	1,814	2,572	2,982
BPS		19,616	20,601	22,058	23,942	26,237
EBITDAPS		6,095	7,886	7,664	8,561	9,127
SPS		62,702	68,107	64,321	67,824	71,958
DPS		330	330	330	330	330
PER		38.4	46.0	28.8	20.3	17.5
PBR		3.8	2.9	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA		22.3	15.1	14.2	12.6	11.3
PSR		1.2	0.9	0.8	0.8	0.7

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)		2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)		65.3	13.5	-4.5	5.4	6.1
영업이익 증가율 (%)		34.3	30.9	-4.3	15.6	15.1
지배순이익 증가율 (%)		-10.5	-31.3	42.8	41.8	15.9
매출총이익률 (%)		26.3	28.1	30.1	31.5	32.1
영업이익률 (%)		6.6	7.6	7.7	8.4	9.1
지배순이익률 (%)		3.1	1.9	2.8	3.8	4.1
EBITDA 마진 (%)		9.7	11.6	11.9	12.6	12.7
ROIC		5.5	3.6	4.5	5.7	6.6
ROA		3.0	1.3	1.6	2.0	2.2
ROE		11.4	6.4	8.5	11.2	11.9
부채비율 (%)		170.0	183.1	211.1	209.0	193.1
순차입금/자기자본 (%)		216.5	208.0	175.1	151.3	115.1
영업이익/금융비용 (배)		2.7	2.2	2.0	3.0	3.4

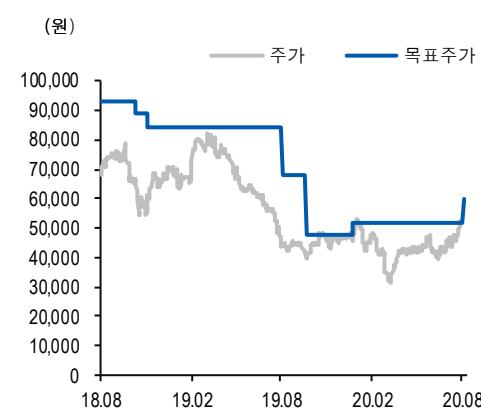
P/E band chart



P/B band chart



한국콜마(161890) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-08-18	BUY	60,000	1년		
2020-03-04	BUY	52,000	1년	-16.36	2.31
2020-01-07	HOLD	52,000	1년	-10.37	-
2019-10-04	HOLD	48,000	1년	-4.58	-
2019-08-16	BUY	68,000	1년	-35.59	-33.09
2018-11-15	BUY	84,000	1년	-19.87	-2.02
2018-10-22	BUY	89,000	1년	-34.69	-27.64
2018-07-02	BUY	93,000	1년	-22.09	-11.40

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	1.3
Buy(매수)	87.3
Hold(중립)	11.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-08-16

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간접 없이 작성되었음을 확인함. (작성자: 박은정)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기준 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.