

한국콜마 (161890)

화장품



박은정

02 3770 5597
eunjung.park@yuantakorea.com

RA 임혜정

02 3770 5590
hyejeong.lim@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	55,000원 (D)
현재주가 (11/16)	46,750원
상승여력	18%

시가총액	10,697억원
총발행주식수	22,881,180주
60일 평균 거래대금	76억원
60일 평균 거래량	162,298주
52주 고	53,200원
52주 저	31,400원
외인지분율	25.72%
주요주주	한국콜마홀딩스 외 36인 30.39%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	0.9	(10.6)	1.3
상대	(7.1)	(15.4)	(13.9)
절대(달러환산)	4.3	(4.5)	6.5

어려운 업황 지속

3Q20 Review: 어려운 업황 지속

한국콜마의 3분기 실적은 연결 매출 3,176억원(YoY-1%), 영업이익 189억원(YoY+5%)을 기록하며 컨센서스(294억원)를 큰 폭으로 하회했다. 코로나19 영향으로 국내법인 매출이 10% 이상 하회했으며, HK이노엔의 마케팅 비용 증가 및 회계적 이슈(60억원)에 기인한다. 해외법인의 성과는 대체로 예상 수준이었다. [참고] 아래는 중단 사업 제외 수치

▶**별도**는 매출 1,382억원(YoY-5%), 영업이익 118억원(YoY+219%) 기록했다. 기저효과가 존재했으나, 코로나19 영향이 짙었다. 내수는 1,287억원으로 전년동기비 6% 감소했으며, 수출은 95억원 기록하며 전년동기비 6% 성장했다. 애터미향 수주는 증가되었으나, 그 외 핵심 고객사의 수주가 축소됨에 따라 수익성은 8.5% 수준에 그쳤다. ▶**중국**은 매출 169억원(YoY+2%), 영업손실 45억원(적자축소,+37억원)을 기록했다. 법인별 매출은 각각 북경 44억원(YoY-61%), 무석 125억원(YoY+140%)이다. 무석법인의 가동률이 상승함에 따라 영업손실은 점차 축소 추세다. 다만 금번에는 고객사의 재고 조정 영향으로 매출이 전분기비 다소 약했다. ▶**북미**는 매출 165억원(YoY-23%, QoQ+13%), 영업손실 20억원(적자전환,-28억원) 기록했다. 법인별 매출은 PTP 83억원(YoY-32%, QoQ+24%), CSR 82억원(YoY-11%, QoQ+4%)이다. 코로나19 영향으로 매출 감소 불가피 했으나, 경제활동 재개 및 신규 수주 확대 등으로 전분기비 회복 추세다. ▶**HK이노엔**은 매출 1,501억원(YoY+6%), 영업이익 135억원(YoY-32%)에 그쳤다. 케이캡 판매 호조, 컨디션 매출 회복, 건강기능식품 판매 본격화 등으로 매출은 우호적이었으나, 광고선전비 확대 및 회계 반영 변경(사내복지기금 60억원, 영업외→판관비) 등으로 영업이익률이 9%(-5%p)에 불과했다.

해외는 개선 중이나, 국내 회복 속도가 아쉬워

4분기 연결 매출 3,485억원(YoY-11%), 영업이익 256억원(YoY-8%)을 전망하며, 중단사업(제약-의약품 치약)을 제외한 성장률은 매출 YoY+3%, 영업이익 YoY+16%로 점진적 개선 예상된다. 주요 부문 매출 성장률을 국내 YoY+2%, 중국+25%, 미국+19% 가정했다. 다만 코로나19 영향 지속으로 국내 업황 회복이 늦춰지는 점을 감안하여, 국내 화장품 매출 전망을 1.6천억원(기존 1.8천억원)으로 15% 하향 조정했다. 해외는 전체적으로 개선 흐름이다. 중국은 4분기 광군제 물량 반영으로 QoQ 성장 기대되며, 미국 또한 최악의 상황은 지난 것으로 보인다. 투자 의견 BUY 유지하며, 국내법인의 추정치를 하향함에 따라 목표주가를 5.5만원으로 15% 하향 조정한다. 한국콜마의 주가는 국내 회복 속도와 맥락을 함께할 것이다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	3Q20P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	3,176	-12.0	13.4	3,485	-8.9
영업이익	189	-6.6	-9.7	294	-35.8
세전계속사업이익	167	77.6	372.9	200	-16.6
지배순이익	125	357.4	47.2	122	2.4
영업이익률 (%)	6.0	+0.4 %pt	-1.5 %pt	8.4	-2.4 %pt
지배순이익률 (%)	3.9	+3.1 %pt	+0.9 %pt	3.5	+0.4 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F
매출액	13,579	15,407	13,216	14,876
영업이익	900	1,178	953	1,390
지배순이익	423	291	540	632
PER	38.4	46.0	19.8	16.9
PBR	3.8	2.9	2.1	1.9
EV/EBITDA	22.3	15.1	14.7	11.3
ROE	11.4	6.4	10.9	11.7

자료: 유안타증권

[표 1] 한국콜마 3Q20 실적 비교표 (중단 사업 제외)

아래의 2019년 1분기-3분기, 2020년 1분기-3분기 실적은 중단사업을 제외하여 반영한 수치로
 → 별도 매출/이익에서 "제약부문의 매출/영업이익 제외", 그 중 "의약품 치약 실적은 포함"한 것

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20	3Q YoY	3Q QoQ	9M20 YoY
연결 매출액	341.7	368	322.1	389.4	333.3	322.1	317.6	-1%	-1%	-6%
별도	180.4	196.9	145.2	208.3	172.6	160.9	138.2	-5%	-14%	-10%
화장품	180.4	196.9	145.2	158.0	172.6	160.9	138.2	-5%	-14%	-10%
- 국내	168.1	187	136.2	147.9	164.5	150.9	128.7	-6%	-15%	-10%
- 수출	12.3	9.9	9.0	10.1	8.1	10.0	9.5	6%	-5%	-12%
제약(중단사업)	-	-	-	50.3	-	-	-	-	-	-
북경콜마	15.1	16.3	11.4	12.7	5.8	7.9	4.4	-61%	-44%	-58%
무석콜마	2.6	4.9	5.2	8.8	6.8	13.3	12.5	140%	-6%	157%
PTP(미국)	13.9	16.4	12.2	8.4	10.0	6.7	8.3	-32%	24%	-41%
CSR(캐나다)	8.6	10.3	9.2	8.2	8.2	7.9	8.2	-11%	4%	-14%
HK 이노엔(CJ 헬스케어)	126.2	127.1	141.9	147.4	132.8	130.9	150.1	6%	15%	5%
연결 영업이익	27.2	31.8	18.0	27.8	23.6	27.2	18.9	5%	-31%	-9%
별도 영업이익	13.9	15.2	3.7	12.3	12.7	18.8	11.8	219%	-37%	32%

자료: 유안타증권 리서치센터

[표 2] 한국콜마 연결 실적전망 및 추이 (2019년, 중단 사업 포함)

(단위: 십억원, %)

	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20P	4Q20F	2018	2019	2020F	2021F
연결 매출액	380.6	409.8	360.9	389.4	333.4	322.1	317.6	348.5	1,357.9	1,540.7	1,321.6	1,487.6
별도	220.9	239.5	185.9	208.3	172.6	160.9	138.2	161.6	891.7	854.6	633.4	685.4
화장품	174.7	192.1	139.4	158.0	165.9	154.2	138.2	161.6	697.3	664.1	619.9	685.4
제약	46.2	47.5	46.5	50.3	-	-	-	-	194.4	190.5	-	-
북경콜마	15.1	16.3	11.4	12.7	5.8	7.9	4.4	9.9	74.4	55.5	28.0	45.0
무석콜마	2.6	4.9	5.2	8.8	6.8	13.3	12.5	16.9	0.6	21.5	49.5	70.0
북미법인 (PTP+CSR)	22.5	26.7	21.4	16.6	18.2	14.6	16.5	19.8	88.2	87.2	69.1	93.0
HK 이노엔 (CJ 헬스케어)	126.3	127.1	141.9	147.4	132.8	130.9	150.1	145.1	335.1	542.6	558.9	426.1
% YoY 연결 매출액	57%	14%	-4%	2%	-12%	-21%	-12%	-11%	65%	13%	-14%	13%
별도	6%	-3%	-16%	-3%	-22%	-33%	-26%	-22%	31%	-4%	-26%	8%
화장품	12%	0%	-21%	-7%	-5%	-20%	-1%	2%	43%	-5%	-7%	11%
제약	-11%	-10%	4%	12%	-	-	-	-	1%	-2%	-	-
북경콜마	-4%	-25%	-38%	-31%	-62%	-51%	-61%	-22%	29%	-25%	-50%	61%
무석콜마	-	-	-	-	162%	172%	140%	92%	NA	3758%	130%	41%
북미법인	1%	24%	0%	-28%	-19%	-45%	-23%	19%	-7%	-1%	-21%	35%
HK 이노엔	-	59%	14%	13%	5%	3%	6%	-2%	-35%	62%	-7%	7%
매출총이익	109.5	114.3	104.0	104.5	96.7	99.9	100.7	103.1	357.0	432.3	400.3	462.5
영업이익	31.7	38.0	20.2	27.9	23.6	27.2	18.9	25.6	90.0	117.8	95.3	139.0
별도	18.3	21.5	5.9	12.3	12.7	18.9	11.8	14.5	71.0	58.0	55.6	64.8
화장품	12.0	14.0	2.2	6.5	11.6	17.0	11.7	14.5	48.2	34.8	54.9	61.7
제약	6.3	7.4	3.7	5.8	-	-	-	-	23.0	23.2	-	-
북경콜마	적지	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	1.7	-7.8	-4.3	0.1
무석콜마	-69%	-45%	1360%	적지	적전	적전	적전	흑전	-2.0	-11.5	-11.5	-3.5
북미법인	-	949%	흑전	-16%	2%	-27%	-32%	-8%	1.9	0.6	-3.4	2.1
HK 이노엔	14.2	13.8	2.7	-1.7	12.4	8.5	12.5	14.3	24.9	75.0	62.2	82.3
% YoY 영업이익	76%	55%	160%	-30%	-26%	-28%	-7%	-8%	34%	31%	-19%	46%
별도	7%	-4%	-49%	-38%	-31%	-12%	99%	18%	16%	-18%	-4%	17%
북경콜마	적지	적전	적전	적전	적지	적지	적지	적지	-35%	-32%	적전	적지
무석콜마	적지	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
북미법인	-69%	-45%	1360%	적지	적전	적전	적전	흑전	-49%	-67%	적전	흑전
HK 이노엔	-	949%	흑전	-16%	2%	-27%	-32%	-8%	-	201%	-17%	32%
지배주주순이익	14.2	13.8	2.7	-1.7	12.4	8.5	12.5	14.3	42.3	29.0	47.8	63.2
% Margin 매출총이익률	29%	28%	29%	27%	29%	31%	32%	30%	26%	28%	30%	31%
영업이익률	8%	9%	6%	7%	7%	8%	6%	7%	7%	8%	7%	9%
별도	8%	9%	3%	6%	7%	12%	9%	9%	8%	7%	9%	9%
화장품	7%	7%	2%	4%	7%	11%	9%	9%	7%	5%	9%	9%
제약	14%	16%	8%	12%	-	-	-	-	12%	12%	-	-
북경콜마	-1%	-5%	-43%	-16%	-34%	-6%	-34%	-3%	2%	-14%	-15%	0%
무석콜마	-77%	-51%	-62%	-43%	-59%	-19%	-24%	-12%	-359%	-54%	-23%	-5%
북미법인	2%	2%	4%	-7%	-4%	-9%	-12%	4%	2%	1%	-5%	2%
HK 이노엔	12%	14%	14%	15%	12%	10%	9%	14%	7%	14%	11%	19%
순이익률	4%	3%	1%	0%	4%	3%	4%	4%	3%	2%	4%	4%

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

한국콜마 (161890) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액	13,579	15,407	13,216	14,876	15,790
매출원가	10,009	11,085	9,214	10,251	10,799
매출총이익	3,570	4,323	4,003	4,625	4,991
판매비	2,670	3,145	3,050	3,236	3,410
영업이익	900	1,178	953	1,390	1,581
EBITDA	1,320	1,784	1,579	2,045	2,169
영업외손익	-346	-544	-289	-291	-321
외환관련손익	-14	31	40	70	20
이자손익	-312	-508	-284	-307	-287
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-20	-67	-45	-55	-55
법인세비용차감전순이익	554	634	664	1,099	1,260
법인세비용	186	298	236	275	315
계속사업순이익	368	336	428	824	945
중단사업순이익	0	0	200	0	0
당기순이익	368	336	628	824	945
지배지분순이익	423	291	540	632	721
포괄순이익	335	330	622	818	939
지배지분포괄이익	379	280	527	693	795

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
영업활동 현금흐름	628	1,648	1,934	1,148	1,368
당기순이익	368	336	628	824	945
감가상각비	312	460	506	535	468
외환손익	25	-11	-40	-70	-20
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	-302	394	717	-263	-147
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	782	662	652
현금의 증감	622	421	5,204	1,903	1,652
기초 현금	143	765	1,186	6,390	8,293
기말 현금	765	1,186	6,390	8,293	9,945
NOPLAT	900	1,178	953	1,390	1,581
FCF	-76	888	1,221	697	1,627

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 기준으로 함

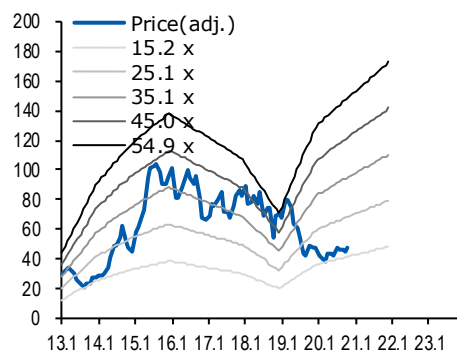
재무상태표 (단위: 억원)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
유동자산	5,552	6,460	10,706	12,978	14,833
현금및현금성자산	765	1,186	6,390	8,293	9,945
매출채권 및 기타채권	2,022	2,257	1,485	1,669	1,771
재고자산	1,768	1,607	1,468	1,653	1,754
비유동자산	16,312	17,543	17,653	17,735	17,147
유형자산	4,213	4,669	4,900	5,102	4,634
관계기업 등 지분관련자산	0	34	34	34	34
기타투자자산	170	135	135	135	135
자산총계	21,864	24,003	28,360	30,713	31,980
유동부채	5,173	7,074	6,817	6,923	6,979
매입채무 및 기타채무	2,027	2,417	2,226	2,332	2,388
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	19,057	20,557	20,811
지배지분	4,384	4,714	5,172	5,646	6,209
자본금	112	114	114	114	114
자본잉여금	2,157	2,279	2,279	2,279	2,279
이익잉여금	2,132	2,323	2,788	3,268	3,838
비지배지분	3,715	3,765	4,131	4,510	4,960
자본총계	8,098	8,479	9,303	10,156	11,169
순차입금	9,492	9,802	8,388	7,880	6,426
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	2,358	2,760	3,149
BPS	19,616	20,601	22,602	24,676	27,138
EBITDAPS	6,095	7,886	6,901	8,936	9,480
SPS	62,702	68,107	57,761	65,016	69,010
DPS	330	330	330	330	330
PER	38.4	46.0	19.8	16.9	14.8
PBR	3.8	2.9	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	22.3	15.1	14.7	11.3	10.2
PSR	1.2	0.9	0.8	0.7	0.7

재무비율 (단위: 배, %)					
결산 (12월)	2018A	2019A	2020F	2021F	2022F
매출액 증가율 (%)	65.3	13.5	-14.2	12.6	6.1
영업이익 증가율 (%)	34.3	30.9	-19.1	45.8	13.8
지배순이익 증가율 (%)	-10.5	-31.3	85.7	17.0	14.1
매출총이익률 (%)	26.3	28.1	30.3	31.1	31.6
영업이익률 (%)	6.6	7.6	7.2	9.3	10.0
지배순이익률 (%)	3.1	1.9	4.1	4.2	4.6
EBITDA 마진 (%)	9.7	11.6	11.9	13.7	13.7
ROIC	5.5	3.6	3.6	6.2	7.0
ROA	3.0	1.3	2.1	2.1	2.3
ROE	11.4	6.4	10.9	11.7	12.2
부채비율 (%)	170.0	183.1	204.9	202.4	186.3
순차입금/자기자본 (%)	216.5	208.0	162.2	139.6	103.5
영업이익/금융비용 (배)	2.7	2.2	2.5	3.2	3.6

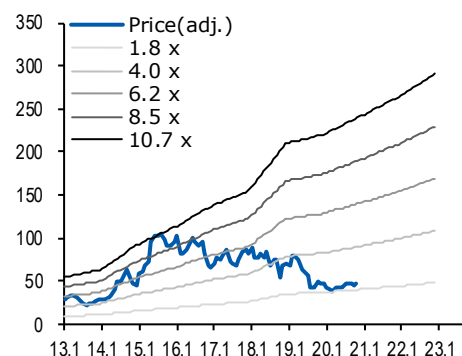
P/E band chart

(천원)



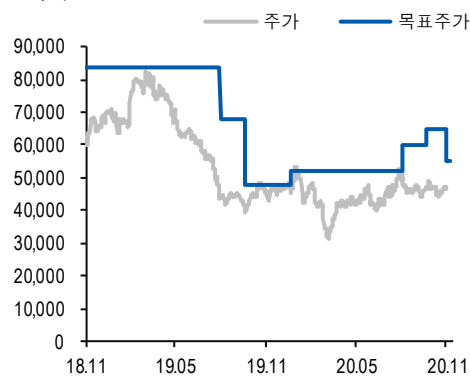
P/B band chart

(천원)



한국콜마 (161890) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2020-11-17	BUY	55,000	1년		
2020-10-07	BUY	65,000	1년	-28.67	-24.46
2020-08-18	BUY	60,000	1년	-22.60	-15.83
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

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)	1.2
Buy(매수)	88.4
Hold(중립)	10.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2020-11-14

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 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 기존 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 투자사결정은 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.