



한국콜마 (161890)

[1Q21 Preview] 기대 이상의 수익성 회복 전망

▶Analyst 손호주 hyoju.son@hanwha.com 3772-7610 / RA 조은아 euna.cho@hanwha.com 3772-7641

Buy (유지)

목표주가(상향): 70,000원

현재 주가(4/16)	57,800원
상승여력	▲21.1%
시가총액	13,225억원
발행주식수	22,881천주
52 주 최고가 / 최저가	58,900 / 39,800원
90 일 일평균 거래대금	156.81억원
외국인 지분율	29.4%

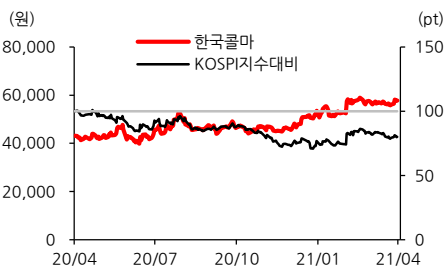
주주 구성	
한국콜마홀딩스 (외 31 인)	30.3%
NIHONKOLMAR (외 1 인)	12.1%
국민연금공단 (외 1 인)	8.8%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	0.7	8.0	24.7	37.6
상대수익률(KOSPI)	-3.6	4.4	-11.9	-34.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2019	2020	2021E	2022E
매출액	1,541	1,364	1,448	1,566
영업이익	118	122	141	163
EBITDA	178	184	200	224
지배주주순이익	29	144	55	71
EPS	1,286	6,313	2,425	3,106
순차입금	994	839	809	766
PER	36.7	8.1	23.8	18.6
PBR	2.3	1.9	2.0	1.9
EV/EBITDA	11.6	10.9	10.6	9.3
배당수익률	0.7	0.8	0.8	0.8
ROE	6.4	26.8	8.8	10.4

주가 추이



1Q21 실적은 수익성 개선 노력에 힘입어 기대치를 상회하는 호실적이 예상됩니다. 올해 화장품 사업은 점진적인 회복을 보일 것으로 예상됩니다. 위기 속에서도 안정적인 실적을 기록 중인 HK 이노엔의 성장성과 지분가치는 IPO로 부각될 것으로 예상합니다.

1Q21 Preview: 기대 이상의 수익성 회복 전망

1Q21 연결기준 매출액 3,557억원(+6.7%, 이하 yoy, 제약 사업 매각 후 기준 성장률 동일), 영업이익 330억원(+40.0%)으로 미국 법인(PTP)을 제외한 모든 법인의 수익성 개선에 힘입어 기대치를 상회하는 호실적을 기록할 것으로 예상한다. 1) 국내 화장품 사업 매출액 1,734억원(+0.5%)으로 뚜렷한 회복세는 아니지만 저마진의 제품 생산 비중 축소로 영업이익률은 7%→8%대로 회복될 것으로 기대한다. 2) 중국 사업(북경+무석) 매출액 197억원(+56.7%)으로 오더 물량 증가에 따른 고정비용 감소로 적자는 축소될 것으로 전망한다. 각 법인별로는 북경 법인 매출액 55억원(-5.7%), 무석 법인 매출액 143억원(+110%) 예상한다. 4) 미주 사업(PTP+CSR) 매출액 159억원(-12.4%)으로, 미국 PTP법인은 매출액 65억원(-35.0%)으로 코로나19 타격 지속으로 부진한 실적이 지속될 것으로 전망한다. 반면 캐나다 CSR법인은 전분기의 회복세가 지속되어 매출액 94억원(+15.0%) 예상한다. 5) HK이노엔 매출액 1,501억원(+13.0%), 영업이익 188억원(+21.8%)으로 신약 케이캡의 판매 호조로 양호한 성장을 기대한다.

위기 때 버팀목이 되어주는 HK이노엔

작년 위기 속 HK이노엔 실적 성장이 돋보였다. 향후 케이캡의 해외 수출 확대에 따라 실적 성장이 지속될 것으로 전망한다. HK이노엔은 IPO를 준비하고 있다. 상장시에는 HK이노엔의 성장성과 지분가치가 더욱 부각받을 것으로 전망한다.

투자의견 Buy 유지, 목표주가 7만원 상향

아직은 화장품 사업의 모멘텀이 강하지는 않으나, 점진적으로 개선될 것으로 예상한다. 위기 속 안정적인 실적을 기록 중인 HK이노엔의 성장성과 지분가치는 상장 후 더욱 부각되며 기업가치도 차츰 회복될 것으로 예상한다. 이에 투자의견 Buy 유지하고 목표주가는 실적 추정치 상향에 따라 7만원으로 상향조정한다.

[표1] 한국콜마 1Q21 당사 추정치 및 컨센서스 비교

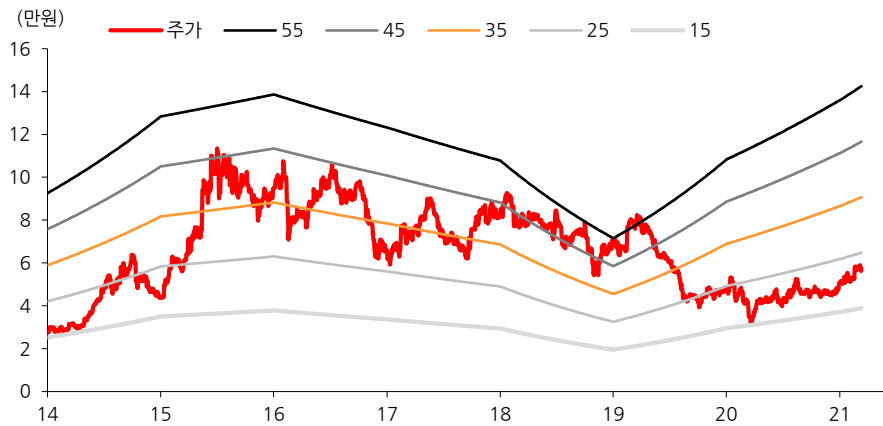
(단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E (a)	yy	q-q	컨센서스(b)	차이(a/b-1)	1Q20
매출액	375.3	322.1	317.6	307.1	355.7	-5.2	15.8	347.4	2.4	375.3
영업이익	29.9	27.2	18.9	45.7	33.0	10.5	-27.6	30.6	7.8	29.9
지배주주 순이익	12.4	8.5	12.5	126.8	13.3	7.1	-89.5	13.5	-1.4	12.4
영업이익률(%)	8.0	8.5	6.0	14.9	9.3			8.8		8.0
순이익률(%)	3.3	2.6	3.9	41.3	3.7			3.9		3.3

주: 공시 기준

자료: Dataguide, 한화투자증권

[그림1] 한국콜마 12M FWD P/E 밴드 추이



주: 제약사업 매각 차익 제외

자료: Dataguide, 한화투자증권

[표2] 한국콜마 분기 및 연간 실적 추이

(단위: 십억 원)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	333.3	322.1	317.6	341.1	355.7	354.7	353.3	384.4	1,314.1	1,448.2	1,566.2
growth %	-2.5	-12.5	-1.4	-1.7	6.7	10.1	11.3	12.7	-4.7	10.2	8.2
별도	172.6	160.9	138.2	137.5	173.4	176.5	147.7	148.7	609.2	646.3	680.8
growth %	-4.3	-18.3	-4.8	-16.7	0.5	9.7	6.9	8.1	-11.4	6.1	5.3
sales %	51.8	50.0	43.5	40.3	48.8	49.8	41.8	38.7	46.4	44.6	43.5
화장품	172.6	160.9	138.2	137.5	173.4	176.5	147.7	148.7	609.2	646.3	680.8
growth %	-4.3	-18.1	-4.8	-16.7	0.5	9.7	6.9	8.1	-11.3	6.1	5.3
sales %	51.8	50.0	43.5	40.3	48.8	49.8	41.8	38.7	46.4	44.6	43.5
계약										215.0	228.3
growth %										6.0	6.2
sales %										14.8	14.6
중국	12.6	21.2	16.9	20.9	19.7	23.4	24.9	28.9	71.6	96.9	115.6
growth %	-28.8	0.2	1.7	-2.8	56.7	10.5	47.1	38.4	-7.0	35.4	19.2
sales %	3.8	6.6	5.3	6.1	5.6	6.6	7.0	7.5	5.4	6.7	7.4
북경	5.8	7.9	4.4	4.2	5.5	6.1	6.7	7.2	22.3	25.5	26.3
growth %	-61.6	-51.4	-61.6	-66.9	-5.7	-22.4	53.0	71.7	-59.8	14.5	3.0
sales %	1.7	2.5	1.4	1.2	1.5	1.7	1.9	1.9	1.7	1.8	1.7
무석	6.8	13.3	12.5	16.7	14.3	17.3	18.1	21.7	49.3	71.4	89.3
growth %	161.5	172.0	142.0	89.8	110.0	30.0	45.0	30.0	129.8	44.8	25.0
sales %	2.0	4.1	3.9	4.9	4.0	4.9	5.1	5.6	3.8	4.9	5.7
미주	18.2	14.6	16.5	13.5	15.9	17.2	20.6	17.6	62.8	71.3	74.3
growth %	-19.4	-45.3	-23.2	-18.7	-12.4	18.1	25.0	30.0	-28.1	13.6	4.1
sales %	5.5	4.5	5.2	4.0	4.5	4.9	5.8	4.6	4.8	4.9	4.7
PTP	10.0	6.7	8.3	4.5	6.5	7.4	10.8	8.1	29.5	32.7	33.7
growth %	-28.4	-59.1	-32.2	-46.4	-35.0	10.0	30.0	80.0	-42.2	11.1	3.0
sales %	3.0	2.1	2.6	1.3	1.8	2.1	3.1	2.1	2.2	2.3	2.2
CRS	8.2	7.9	8.2	9.0	9.4	9.9	9.8	9.5	33.3	38.6	40.5
growth %	-4.8	-23.1	-11.3	9.8	15.0	25.0	20.0	5.0	-8.3	15.9	5.0
sales %	2.5	2.5	2.6	2.6	2.7	2.8	2.8	2.5	2.5	2.7	2.6
HK 이노엔	132.8	130.9	151.3	175.0	150.1	144.0	166.4	187.3	590.0	647.7	712.5
growth %	5.2	3.0	6.6	18.7	13.0	10.0	10.0	7.0	8.7	9.8	10.0
sales %	39.8	40.6	47.6	51.3	42.2	40.6	47.1	48.7	44.9	44.7	45.5
영업이익	23.6	27.2	18.9	52.0	33.0	32.2	25.0	50.8	121.7	141.0	162.7
growth %	-13.6	-14.5	5.0	129.1	40.0	18.3	32.3	-2.3	21.9	15.9	15.4
margin %	7.1	8.4	6.0	15.2	9.3	9.1	7.1	13.2	9.3	9.7	10.4
지배주주순이익	12.4	8.5	12.5	110.9	13.3	10.6	9.0	22.6	144.4	55.5	71.1
growth %	-12.4	-38.3	357.4	후전	7.1	24.9	-28.1	-79.7	396.9	-61.6	28.1
margin %	3.7	2.6	3.9	32.5	3.7	3.0	2.5	5.9	11.0	3.8	4.5

주: 계약사업 매각 후 기준

자료: 한국콜마, 한화투자증권

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	1,358	1,541	1,364	1,448	1,566
매출총이익	357	432	402	432	471
영업이익	90	118	122	141	163
EBITDA	132	178	184	200	224
순이자손익	-31	-51	-39	-46	-46
외화관련손익	-1	3	2	0	0
지분법손익	0	0	0	0	0
세전계속사업손익	55	63	222	95	117
당기순이익	37	34	153	68	89
지배주주순이익	42	29	144	55	71
증가율(%)					
매출액	65.3	13.5	-11.5	6.2	8.2
영업이익	34.3	30.9	3.3	15.9	15.4
EBITDA	53.2	35.2	3.4	8.6	11.9
순이익	-24.3	-8.6	355.2	-55.4	30.0
이익률(%)					
매출총이익률	26.3	28.1	29.5	29.8	30.1
영업이익률	6.6	7.6	8.9	9.7	10.4
EBITDA 이익률	9.7	11.6	13.5	13.8	14.3
세전이익률	4.1	4.1	16.3	6.6	7.5
순이익률	2.7	2.2	11.2	4.7	5.7

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
영업현금흐름	63	165	275	106	123
당기순이익	37	34	153	68	89
자산상각비	42	61	63	59	61
운전자본증감	-30	39	62	-11	-11
매출채권 감소(증가)	15	-22	-58	-20	-22
재고자산 감소(증가)	-22	18	-65	-42	-51
매입채무 증가(감소)	-15	1	63	47	57
투자현금흐름	-1,293	-151	-63	-31	-70
유형자산처분(취득)	-76	-73	-82	-56	-60
무형자산 감소(증가)	0	-1	-2	-3	-3
투자자산 감소(증가)	14	-36	-82	35	0
재무현금흐름	1,294	28	-135	-89	-50
차입금의 증가(감소)	847	22	-126	-80	-40
자본의 증가(감소)	444	5	-8	-9	-10
배당금의 지급	-6	-7	-8	-9	-10
총현금흐름	140	193	270	117	134
(-)운전자본증가(감소)	18	-43	-2	11	11
(-)설비투자	79	74	82	56	60
(+)자산매각	3	0	-2	-3	-3
Free Cash Flow	45	161	188	46	60
(-)기타투자	1,242	44	-163	6	7
잉여현금	-1,197	117	351	40	53
NOPLAT	60	62	79	102	123
(+) Dep	42	61	63	59	61
(-)운전자본투자	18	-43	-2	11	11
(-)Capex	79	74	82	56	60
OpFCF	4	92	62	94	113

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
유동자산	555	646	741	754	831
현금성자산	158	236	277	228	231
매출채권	202	225	244	264	286
재고자산	177	161	195	237	289
비유동자산	1,631	1,754	1,744	1,751	1,759
투자자산	59	149	160	166	173
유형자산	421	467	468	479	493
무형자산	1,151	1,138	1,117	1,105	1,093
자산총계	2,186	2,400	2,485	2,505	2,590
유동부채	517	707	548	550	592
매입채무	158	180	219	266	324
유동성이자부채	288	423	208	158	138
비유동부채	859	845	952	924	906
비유동이자부채	819	806	908	878	858
부채총계	1,377	1,552	1,500	1,473	1,498
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	216	228	228	228	228
이익잉여금	213	232	368	414	475
자본조정	-2	0	0	0	0
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	810	848	986	1,032	1,092

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2018	2019	2020	2021E	2022E
주당지표					
EPS	1,960	1,286	6,313	2,425	3,106
BPS	19,616	20,601	26,559	28,574	31,230
DPS	330	330	410	450	490
CFPS	6,485	8,541	11,813	5,099	5,873
ROA(%)	3.0	1.3	5.9	2.2	2.8
ROE(%)	11.4	6.4	26.8	8.8	10.4
ROIC(%)	5.4	3.5	4.4	5.6	6.7
Multiples(x, %)					
PER	36.0	36.7	8.1	23.8	18.6
PBR	3.6	2.3	1.9	2.0	1.9
PSR	1.1	0.7	0.9	0.9	0.8
PCR	10.9	5.5	4.3	11.3	9.8
EV/EBITDA	19.1	11.6	10.9	10.6	9.3
배당수익률	0.5	0.7	0.8	0.8	0.8
안정성(%)					
부채비율	170.0	183.1	152.2	142.8	137.1
Net debt/Equity	117.2	117.2	85.1	78.4	70.1
Net debt/EBITDA	719.2	557.0	454.9	403.4	341.6
유동비율	107.3	91.3	135.3	137.3	140.4
이자보상배율(배)	2.7	2.2	3.0	2.9	3.4
자산구조(%)					
투하자본	89.0	82.7	80.6	82.3	82.1
현금+투자자산	11.0	17.3	19.4	17.7	17.9
자본구조(%)					
차입금	57.8	59.2	53.1	50.1	47.7
자기자본	42.2	40.8	46.9	49.9	52.3

[Compliance Notice]

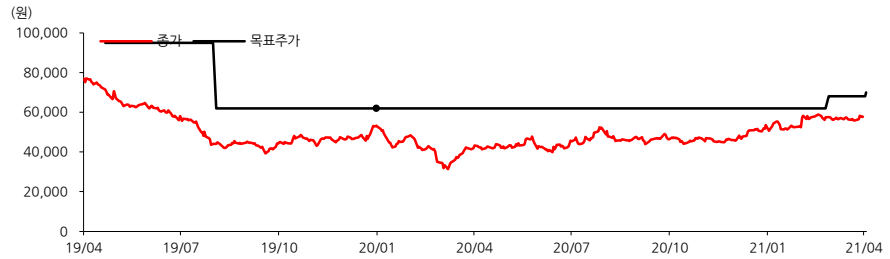
(공표일: 2021년 4월 19일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (손호주, 조은아)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[한국콜마 주가 및 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2019.05.07	2019.05.07	2019.05.17	2019.07.05	2019.08.19	2019.10.14
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	손호주	95,000	95,000	95,000	62,000	62,000
일 시	2019.10.31	2019.11.22	2020.01.14	2020.02.24	2020.04.07	2020.05.15
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	62,000	62,000	62,000	62,000	62,000	62,000
일 시	2020.05.28	2020.06.02	2020.07.13	2020.08.18	2021.03.15	2021.04.19
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	62,000	62,000	62,000	62,000	68,000	70,000

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

*괴리율 산정: 수정주가 적용

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2019.05.07	Buy	95,000	-37.00	-24.84
2019.08.19	Buy	62,000	-28.82	-14.19
2021.03.15	Buy	68,000	-16.36	-14.41
2021.04.19	Buy	70,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2021년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.8%	4.2%	0.0%	100.0%