

한국콜마 (161890)

화장품



박은정

02 3770 5597
eunjung.park@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	60,000원 (D)
현재주가 (8/17)	49,500원
상승여력	21%

시가총액	11,326억원
총발행주식수	22,881,180주
60일 평균 거래대금	98억원
60일 평균 거래량	173,105주
52주 고	61,800원
52주 저	43,900원
외인지분율	26.76%
주요주주	한국콜마홀딩스 외 29인 30.26%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(11.4)	(14.1)	(5.4)
상대	(7.7)	(14.3)	(27.5)
절대(달러환산)	(14.2)	(17.1)	(4.7)

화장품은 회복 중

2Q21 Review: 화장품은 회복 중

한국콜마의 2분기 실적은 연결 매출 4,128억원(YoY+28%), 영업이익 214억원(YoY-21%) 기록했다. 매출은 예상 수준이었으나, 영업이익은 최근 낮아진 추정치를 25% 하회했다. HK이노엔의 일회성 비용(약 90억원, 기술도입수수료 및 세무 관련 비용 등)이 반영된 영향이며, 화장품은 회복 중이다.

▶**화장품** 부분은 회복 추세다. ①**별도**는 매출 1,702억원(YoY+6%), 영업이익 198억원(YoY+5%, QoQ+26%) 기록했다. 주요 고객사가 재조 조정으로 부진했으나, 드럭스토어 및 제약사향 브랜드의 호조로 매출이 성장 전환되었다. 선제품 등의 기여도 확대로 영업이익률은 12% 기록했다. ②**중국(무석+북경)**은 매출 408억원(YoY+92%), 영업손실 18억원(YoY+12억원) 달성했다. 법인별 매출은 북경 81억원(YoY+5%), 무석 325억원(YoY+145%) 기록했다. 무석은 온라인 고객처가 증가되고 있으며, 하반기도 흐름이 이어질 것으로 보인다. 북경은 기존 고객사의 물량 증가가 나타나고 있다. ③**북미(PTP+CSR)**는 매출 179억원(YoY +23%), 영업손실 4억원(YoY+9억원)으로 외형과 손익 모두 나아지는 추세다. 법인별 매출은 PTP 61억원(YoY-9%), CSR 118억원(YoY+50%) 기록했다. ▶**HK이노엔**은 부진했다. 연결 매출 1,850억원(YoY+41%), 영업이익 30억원(YoY-77%)에 그쳤다. 매출 호조에 저마진 품목 증가, 일회성 비용(약 90억원)이 반영되며 손익은 부진했다. ①**의약사업부**는 매출 1,672억원(YoY+50%), 영업이익 69억원(YoY-49%) 기록했다. MSD 백신 도입, 케이캡 호조로 외형은 증가되었으나, 저마진 믹스 확대로 이익은 부진했다. ②**HB&B사업부(음료 등)**는 매출 177억원(YoY-8%), 영업손실 40억원(적자전환)에 그쳤다. 사회적 거리두기 기조 강화되며 외형이 감소되고, 광고/판촉 증가로 손실이 확대되었다.

천천히 개선되는 중

한국콜마의 3분기 실적은 연결 매출 3,896억원(YoY+23%), 영업이익 247억원(YoY+31%) 전망한다. 화장품 부문은 2분기와 유사한 가운데, 하반기는 해외법인의 개선이 두드러질 것으로 보인다. 중국의 경우 온라인 고객사가 성장을 이끌고 있으며, 7월도 견조한 흐름이어지는 것으로 파악된다. 미국 또한 하반기 회복 예상된다. HK이노엔은 저마진 품목 확대 영향(백신 유통) 및 사회적 거리두기 영향에 따른 음료부문 부진 영향으로 수익성 약세가 이어질 것으로 보이며 2022년에는 점진적으로 개선 기대된다. 투자 의견 BUY 유지하나, 하반기 HK이노엔 추정치 하향 조정에 기인(현재 수준의 높은 한 자리 수 이익률 가정) 목표주가를 6만원으로 하향 조정한다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	2Q21P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,128	28.1	4.4	4,023	2.6
영업이익	214	-21.3	-12.1	285	-25.1
세전계속사업이익	152	62.4	-21.6	186	-18.7
지배순이익	130	42.0	5.4	129	0.4
영업이익률 (%)	5.2	-3.3 %pt	-1.0 %pt	7.1	-1.9 %pt
지배순이익률 (%)	3.1	+0.5 %pt	0.0 %pt	3.2	-0.1 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F
매출액	13,789	13,221	16,632	18,614
영업이익	998	1,217	1,133	1,654
지배순이익	291	1,603	585	792
PER	46.0	6.4	19.4	14.3
PBR	2.9	1.6	1.7	1.5
EV/EBITDA	16.8	11.6	12.7	9.6
ROE	6.4	29.3	9.0	11.2

자료: 유안타증권

한국콜마 연결 실적전망 및 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21P	3Q21F	4Q21F	2019	2020	2021F	2022F
연결 매출액	333.4	322.1	317.6	348.9	395.3	412.8	389.6	465.5	1,378.9	1,322.1	1,663.2	1,861.4
별도	172.6	160.9	138.2	137.5	172.4	170.2	153.0	173.0	687.5	609.2	668.6	735.4
북경콜마	5.8	7.9	4.4	4.2	6.1	8.3	6.0	4.6	55.5	22.3	25.0	27.0
무석콜마	6.8	13.3	12.5	16.7	24.4	32.5	28.0	45.0	21.5	49.3	129.9	155.9
북미법인(PTP+CSR)	18.2	14.6	16.5	13.4	15.7	17.9	17.0	29.5	87.2	62.7	80.1	112.1
HK 이노엔	132.8	130.9	150.1	183.4	186.8	184.9	190.0	220.0	542.6	597.2	781.7	859.9
- 의약품사업부	114.1	111.7	129.0	162.4	171.7	167.2			466.9	517.2		
- HB&B 사업부	18.7	19.2	22.3	21.0	15.2	17.7			73.0	81.2		
% YoY 연결 매출액	-12%	-21%	-12%	53%	19%	28%	23%	33%	2%	-4%	26%	12%
별도	-22%	-33%	-26%	-34%	0%	6%	11%	26%	-23%	-11%	10%	10%
북경콜마	-62%	-51%	-61%	-67%	5%	5%	36%	10%	-25%	-60%	12%	8%
무석콜마	162%	172%	140%	90%	259%	145%	124%	169%	3758%	129%	163%	20%
북미법인	-19%	-45%	-23%	-19%	-14%	23%	3%	121%	-1%	-28%	28%	40%
HK 이노엔	5%	3%	6%	24%	41%	41%	27%	20%	62%	10%	31%	10%
매출총이익	96.7	99.9	100.7	129.1	103.4	113.0	108.0	143.0	396.1	426.3	467.4	548.6
영업이익	23.6	27.2	18.9	52.0	24.3	21.4	24.7	43.2	99.8	121.7	113.3	165.4
별도	12.7	18.9	11.8	7.1	15.7	19.9	13.8	18.7	40.0	50.4	67.7	82.2
북경콜마	-2.0	-0.5	-1.5	-1.5	-0.8	-0.5	-1.0	-1.0	-7.8	-5.5	-3.3	1.0
무석콜마	-4.0	-2.5	-3.0	-3.0	-2.5	-1.3	-0.5	1.5	-11.5	-12.5	-2.8	1.4
북미법인	-0.8	-1.3	-2.0	-3.0	-1.5	-0.4	0.0	1.0	0.6	-7.1	-0.9	4.5
HK 이노엔	15.4	13.0	13.5	44.0	13.0	3.0	13.3	22.0	75.0	85.9	51.3	88.8
- 의약품사업부	12.5	13.5	14.7	43.3	14.6	6.9			60.9	83.9		
- HB&B 사업부	1.0	1.5	-0.1	0.8	-1.6	-4.0			11.7	3.2		
% YoY 영업이익	-26%	-28%	-7%	426%	3%	-21%	31%	-17%	11%	22%	-7%	46%
별도	-31%	-12%	99%	흑전	24%	6%	17%	165%	-44%	26%	34%	21%
북경콜마	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적전	적지	적지	흑전
무석콜마	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	흑전
북미법인	적전	적전	적전	적지	적지	적지	흑전	흑전	-67%	적전	적지	흑전
HK 이노엔	2%	-27%	-32%	99%	-16%	-77%	-2%	-50%	201%	15%	-40%	73%
지배주주순이익	12.4	8.5	12.5	126.8	12.3	13.0	10.4	22.8	29.1	160.3	58.5	79.2
% Margin 매출총이익률	29%	31%	32%	37%	26%	27%	28%	31%	29%	32%	28%	29%
영업이익률	7%	8%	6%	15%	6%	5%	6%	9%	7%	9%	7%	9%
별도	7%	12%	9%	5%	9%	12%	9%	11%	6%	8%	10%	11%
북경콜마	-34%	-6%	-34%	-36%	-13%	-6%	-17%	-22%	-14%	-25%	-13%	4%
무석콜마	-59%	-19%	-24%	-18%	-10%	-4%	-2%	3%	-54%	-25%	-2%	1%
북미법인	-4%	-9%	-12%	-22%	-10%	-2%	0%	3%	1%	-11%	-1%	4%
HK 이노엔	12%	10%	9%	24%	7%	2%	7%	10%	14%	14%	7%	10%
- 의약품사업부	11%	12%	11%	27%	9%	4%			13%	16%		
- HB&B 사업부	5%	8%	0%	4%	-10%	-22%			16%	4%		
순이익률	4%	3%	4%	36%	3%	3%	3%	5%	2%	12%	4%	4%

자료: 유안타증권 리서치센터 [참고] 자회사 영업이익은 유안타증권 추정치

한국콜마 (161890) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
매출액	13,789	13,221	16,632	18,614	20,212	
매출원가	9,828	8,958	11,958	13,129	14,205	
매출총이익	3,961	4,263	4,674	5,486	6,007	
판매비	2,963	3,046	3,541	3,832	4,118	
영업이익	998	1,217	1,133	1,654	1,889	
EBITDA	1,604	1,834	1,727	2,224	2,417	
영업외손익	-546	1,000	-154	-179	-154	
외환관련손익	29	-21	48	-2	-2	
이자손익	-508	-359	-242	-217	-192	
관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
기타	-68	1,379	40	40	40	
법인세비용차감전순손익	452	2,216	979	1,475	1,734	
법인세비용	259	769	211	324	382	
계속사업순손익	194	1,447	768	1,150	1,353	
중단사업순손익	143	159	0	0	0	
당기순이익	336	1,606	768	1,150	1,353	
지배지분순이익	291	1,603	585	792	952	
포괄순이익	330	1,610	773	1,155	1,358	
지배지분포괄이익	280	1,595	765	1,144	1,345	

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

현금흐름표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
영업활동 현금흐름	1,648	1,215	1,268	1,409	1,645	
당기순이익	336	1,606	768	1,150	1,353	
감가상각비	460	489	465	441	400	
외환손익	-11	19	-48	2	2	
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0	
자산부채의 증감	394	-395	-46	-314	-239	
기타현금흐름	468	-504	129	129	129	
투자활동 현금흐름	-1,507	2,457	1,986	2,284	2,432	
투자자산	-35	992	-10	-10	-10	
유형자산 증가 (CAPEX)	-737	-1,192	-596	-298	-149	
유형자산 감소	9	10	0	0	0	
기타현금흐름	-745	2,648	2,591	2,591	2,591	
재무활동 현금흐름	277	-1,095	-1,222	-1,242	-1,155	
단기차입금	0	0	0	0	0	
사채 및 장기차입금	310	-855	-979	-999	-912	
자본	124	0	0	0	0	
현금배당	-74	-76	-79	-79	-79	
기타현금흐름	-83	-165	-164	-164	-164	
연결범위변동 등 기타	2	9	-2,270	-2,476	-2,423	
현금의 증감	421	2,586	-239	-26	500	
기초 현금	765	1,186	3,772	3,533	3,507	
기말 현금	1,186	3,772	3,533	3,507	4,006	
NOPLAT	998	1,217	1,133	1,654	1,889	
FCF	912	23	672	1,111	1,496	

자료: 유안타증권

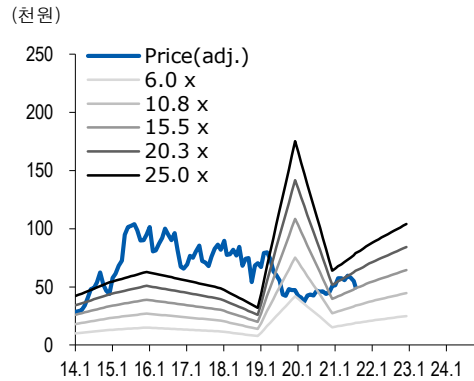
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표		(단위: 억원)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
유동자산	6,460	7,752	7,847	8,261	9,116	
현금및현금성자산	1,186	3,772	3,533	3,507	4,006	
매출채권 및 기타채권	2,257	2,188	2,190	2,410	2,587	
재고자산	1,607	1,486	1,848	2,068	2,246	
비유동자산	17,543	17,144	17,154	16,892	16,522	
유형자산	4,669	4,727	4,858	4,714	4,464	
관계기업 등 지분관련 자산	34	54	64	74	84	
기타투자자산	135	163	163	163	163	
자산총계	24,003	24,896	25,001	25,153	25,638	
유동부채	7,074	6,868	7,134	7,261	7,377	
매입채무 및 기타채무	2,417	2,157	2,481	2,608	2,724	
단기차입금	806	1,840	1,840	1,840	1,840	
유동성장기부채	3,289	1,670	1,670	1,670	1,670	
비유동부채	8,450	8,035	7,056	6,057	5,146	
장기차입금	4,896	4,181	3,553	3,029	2,593	
사채	2,494	2,995	2,645	2,169	1,694	
부채총계	15,524	14,904	14,191	13,318	12,523	
지배지분	4,714	6,237	6,747	7,386	8,186	
자본금	114	114	114	114	114	
자본잉여금	2,279	2,283	2,283	2,283	2,283	
이익잉여금	2,323	3,824	4,329	4,964	5,758	
비지배지분	3,765	3,756	4,063	4,448	4,929	
자본총계	8,479	9,992	10,810	11,834	13,115	
순차입금	9,802	7,344	6,604	5,631	4,220	
총차입금	12,159	11,184	10,205	9,206	8,295	

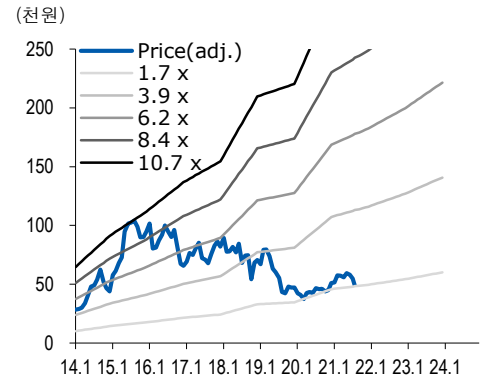
Valuation 지표		(단위: 원, 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
EPS	1,284	7,004	2,554	3,463	4,162	
BPS	20,601	27,258	29,487	32,282	35,774	
EBITDAPS	7,091	8,016	7,549	9,719	10,564	
SPS	60,953	57,780	72,687	81,353	88,335	
DPS	330	345	345	345	345	
PER	46.0	6.4	19.4	14.3	11.9	
PBR	2.9	1.6	1.7	1.5	1.4	
EV/EBITDA	16.8	11.6	12.7	9.6	8.5	
PSR	1.0	0.8	0.7	0.6	0.6	

재무비율		(단위: 배, %)				
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F	
매출액 증가율 (%)	1.5	-4.1	25.8	11.9	8.6	
영업이익 증가율 (%)	11.0	21.9	-6.9	45.9	14.2	
지배순이익 증가율 (%)	-31.3	451.6	-63.5	35.6	20.2	
매출총이익률 (%)	28.7	32.2	28.1	29.5	29.7	
영업이익률 (%)	7.2	9.2	6.8	8.9	9.3	
지배순이익률 (%)	2.1	12.1	3.5	4.3	4.7	
EBITDA 마진 (%)	11.6	13.9	10.4	11.9	12.0	
ROIC	2.5	4.7	5.4	7.8	9.0	
ROA	1.3	6.6	2.3	3.2	3.7	
ROE	6.4	29.3	9.0	11.2	12.2	
부채비율 (%)	183.1	149.1	131.3	112.5	95.5	
순차입금/자기자본 (%)	208.0	117.8	97.9	76.2	51.6	
영업이익/금융비용 (배)	1.9	3.3	4.4	7.2	9.1	

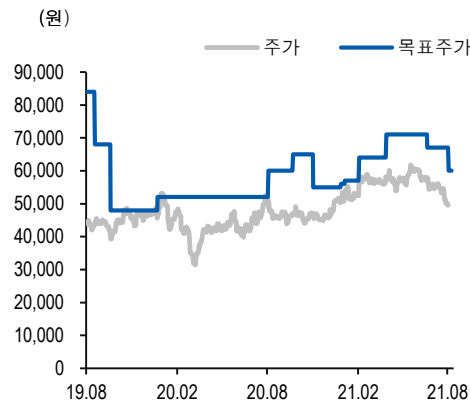
P/E band chart



P/B band chart



한국콜마 (161890) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2021-08-18	BUY	60,000	1년		
2021-07-06	BUY	67,000	1년	-18.96	-14.33
2021-04-14	BUY	71,000	1년	-18.16	-12.96
2021-02-18	BUY	64,000	1년	-10.84	-7.97
2021-01-20	BUY	57,000	1년	-7.20	-2.98
2021-01-12	BUY	56,000	1년	-7.36	-4.46
2020-11-17	BUY	55,000	1년	-14.16	-6.18
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

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)	0.0
Buy(매수)	91.9
Hold(중립)	8.1
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2021-08-16

※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 투자의사결정은 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.