

# 한국콜마 (161890)

한유정 yujung.han@daishin.com

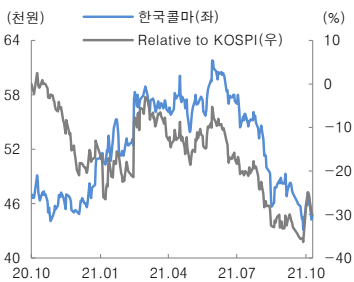
투자이견 BUY  
매수, 유지

6개월 목표주가 63,000  
하향

현재주가 (21.10.13) 44,500  
음식료업종

KOSPI	2944.41
시가총액	1,018십억원
시가총액비중	0.05%
자본금(보통주)	11십억원
52주 최고/최저	61,800원 / 43,100원
120일 평균거래대금	93억원
외국인지분율	26.11%
주요주주	한국콜마홀딩스 외 29 인 30.26% NIHON KOLMAR 12.14%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-7.8	-20.0	-23.5	-8.3
상대수익률	-2.0	-11.1	-17.7	-25.2



## 본업은 회복 추세

투자이견 매수 유지, 목표주가 63,000원으로 하향 조정(-3%)

- 목표주가 하향 조정은 이익 추정치 하향 조정에 기인
- 2022년 HK이노엔 제외 순수 화장품 매출액은 2021년 대비 6% 성장, 영업이익은 10% 증가 전망. 다소 더디지만 회복세는 이어지는 중으로 2022년에는 코로나19 이전 수준의 실적으로 회복 가능할 것으로 기대

### 기대치를 하회할 3분기

- 2021년 3분기 한국콜마 매출액은 3,997억원(+26% yoy, -3% qoq), 영업이익은 228억원(+21% yoy, +7% qoq)으로 종전 대신증권 추정 영업이익 295억원, 컨센서스 영업이익 241억원 하회 전망
- 별도 법인의 국내 매출액은 +6% yoy로 예상되나 중국 화장품 시장 성장 둔화 영향 및 주요 고객사의 본업 회복 지연 영향으로 수출 매출액은 -18% yoy로 별도 법인 매출액은 +4% yoy에 그칠 전망
- 무석 법인 고성장세 지속 및 북경 법인 회복 흐름으로 중국 매출액은 +90% yoy로 추정
- 핵심 고객의 대량 발주건이 지난 2분기부터 반영되며 CSR 매출액은 +24% yoy로 전망
- 백신 유통 매출 반영으로 HK이노엔 매출액은 +39% yoy로 예상되나 음료 판매 부진 영향이 이어지며 전년 동기 대비 수익성 악화 흐름이 이어진 것으로 판단

(단위: 십억원, %)

구분	3Q20	2Q21	3Q21(F)			4Q21				
			직전추정	당사추정	YoY	QoQ	Consen	당사추정	YoY	QoQ
매출액	318	413	400	400	25.8	-3.2	389	421	20.6	5.3
영업이익	19	21	26	23	20.5	6.8	24	36	-31.0	57.4
순이익	13	13	10	8	-38.6	-40.8	12	16	-87.7	103.1

자료: 한국콜마, FnGuide, 대신증권 Research Center

### 영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	1,379	1,322	1,629	1,743	1,859
영업이익	100	122	104	127	152
세전순이익	45	222	71	95	125
총당기순이익	34	161	51	69	90
지배지분순이익	29	160	49	65	85
EPS	1,284	7,005	2,123	2,853	3,731
PER	36.8	7.3	21.0	15.6	11.9
BPS	20,837	27,257	29,029	31,526	34,896
PBR	2.3	1.9	1.5	1.4	1.3
ROE	6.4	29.3	7.5	9.4	11.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

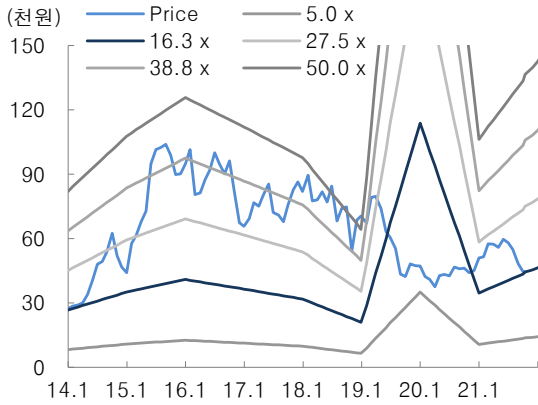
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2021F	2022F	2021F	2022F	2021F	2022F
매출액	1,629	1,744	1,629	1,743	0.0	-0.1
판매비와 관리비	368	384	362	377	-1.7	-1.8
영업이익	119	141	104	127	-12.2	-10.3
영업이익률	7.3	8.1	6.4	7.3	-0.9	-0.8
영업외손익	-36	-34	-33	-31	적자유지	적자유지
세전순이익	83	107	71	95	-14.0	-10.7
지배지분순이익	56	73	49	65	-14.0	-10.7
순이익률	3.6	4.4	3.1	3.9	-0.5	-0.5
EPS(지배지분순이익)	2,468	3,196	2,123	2,853	-14.0	-10.7

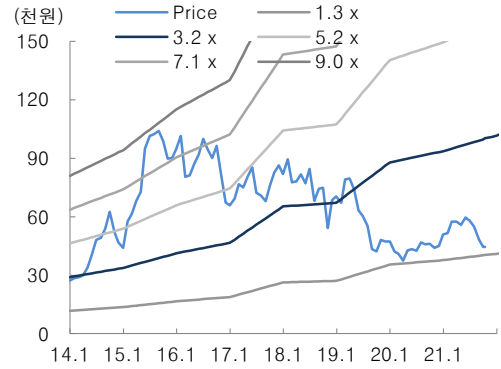
자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

그림 1. 한국콜마 PER Band Chart



자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

그림 2. 한국콜마 PBR Band Chart



자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

표 1. 한국콜마 연결 기준 분기/연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21	2Q21	3Q21E	4Q21E	2018	2019	2020	2021E	2022E
매출액	333	322	318	349	395	413	400	421	1,358	1,379	1,322	1,629	1,743
별도	173	161	138	138	172	170	144	156	892	688	609	643	670
화장품	173	161	138	138	172	170	144	156	697	688	609	643	670
국내	165	151	129	129	160	168	136	147	640	646	573	611	636
수출	8	10	10	8	13	2	8	9	58	41	36	32	34
제약	-	-	-	-	-	-	-	-	194	-	-	-	-
연결법인	161	161	179	211	223	243	256	264	466	691	713	986	1,073
중국	13	21	17	21	31	41	32	36	75	77	72	140	155
북경	6	8	4	4	6	8	8	5	74	56	22	27	29
무석	7	13	13	17	24	33	24	32	1	22	49	113	126
미주	18	15	16	13	16	18	19	15	88	87	63	67	72
PTP	10	7	8	5	5	6	9	5	56	51	30	24	25
CSR	8	8	8	9	11	12	10	10	33	36	33	43	47
HK 이노	133	131	150	183	187	185	209	220	335	543	597	801	869
기타및조정	-3	-5	-4	-6	-10	-1	-4	-7	-32	-16	-19	-23	-24
YoY (%)	-2.5	-12.5	-1.4	0.6	18.6	28.1	25.8	20.6	65.3	1.6	-4.1	23.2	7.0
별도	-4.3	-18.3	-4.8	-16.7	-0.1	5.8	4.3	13.8	30.8	-22.9	-11.4	5.6	4.2
화장품	-4.3	-18.3	-4.8	-16.7	-0.1	5.8	4.3	13.8	42.5	-1.4	-11.4	5.6	4.2
국내	-2.1	-19.3	-5.5	-16.6	-2.9	11.3	5.9	13.9	39.9	1.0	-11.3	6.6	4.0
수출	-34.1	1.0	5.6	-17.8	55.6	-77.1	-17.8	12.5	77.8	-28.5	-13.1	-10.8	7.3
제약	-	-	-	-	-	-	-	-	1.2	-	-	-	-
연결법인	-0.4	-5.8	1.4	16.1	38.7	50.4	42.5	25.0	233.0	48.3	3.1	38.3	8.8
중국	-28.8	0.0	1.8	-2.8	142.1	92.5	90.4	74.2	29.2	2.7	-7.0	95.4	10.9
북경	-61.6	-51.5	-61.4	-66.9	5.2	5.1	90.5	9.3	29.2	-25.4	-59.8	22.7	6.5
무석	161.5	171.4	140.4	89.8	258.8	144.4	90.4	90.5	-	348.3	129.3	128.2	12.0
미주	-19.3	-45.4	-23.1	-18.9	-13.6	22.8	13.2	11.2	-7.0	-1.0	-28.1	7.2	7.1
PTP	-28.2	-59.2	-32.1	-46.6	-52.0	-9.0	2.5	3.9	-16.9	-8.3	-42.1	-18.4	3.9
CSR	-4.9	-23.5	-11.1	9.5	33.3	49.7	24.1	14.8	16.8	11.3	-8.5	29.9	8.9
HK 이노	5.2	3.0	5.8	24.4	40.7	41.3	39.3	20.1	-	62.0	10.0	34.2	8.5
기타및조정	-43.1	38.5	32.3	82.4	248.3	-79.6	4.5	14.5	158.9	-51.7	20.0	21.4	5.3
영업이익	24	27	19	52	24	21	23	36	90	100	122	104	127
별도	13	19	12	7	16	20	12	8	71	40	50	55	58
연결법인	11	8	7	45	9	1	11	28	19	60	71	49	69
YoY (%)	-13.6	-14.5	5.0	129.1	2.8	-21.6	20.5	-31.0	34.3	10.9	21.9	-14.4	21.5
별도	-8.9	23.7	218.9	-1.4	23.9	6.1	-2.3	16.8	15.8	-43.7	25.9	10.1	4.5
연결법인	-18.5	-49.4	-50.3	189.7	-21.8	-83.6	58.5	-38.6	233.3	214.7	19.3	-31.6	40.9
영업이익률 (%)	7.1	8.4	6.0	14.9	6.1	5.2	5.7	8.5	6.6	7.2	9.2	6.4	7.3
별도	7.3	11.7	8.5	5.2	9.1	11.7	8.0	5.3	8.0	5.8	8.3	8.6	8.6
연결법인	6.8	5.2	4.0	21.2	3.8	0.6	4.4	10.4	4.1	8.6	10.0	4.9	6.4

주: 1Q19부터 중단사업인 제약부문을 제외한 기준으로 재가공한 수치

자료: 대신증권 Research Center

## 1. 기업개요

### 기업 및 경영진 현황

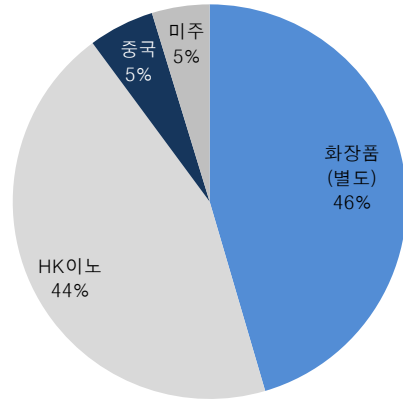
- 화장품 및 의약품 연구개발 생산 전문기업으로 ODM 사업을 영위하며 국내외 600여개 고객사에 화장품 공급
- 자산 2조 4,292억원, 부채 1조 4,112억원, 자본 1조 180억원
- 발행주식 수: 22,881,180주

### 주가 변동요인

- 위안화 변동성
- 중국인 입국자수/화장품 수출/면세점 동향
- 화장품 매출 확대 속도

주: 주식의 수는 보통주, 2021년 6월 기준  
 자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

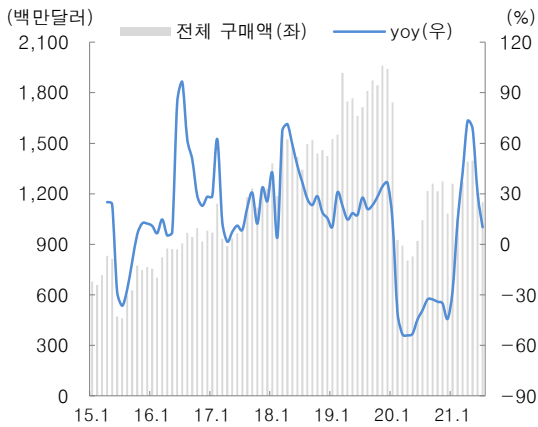
### 사업부별 매출 비중



주: 2020년 매출액 기준, 연결 조정 제외  
 자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

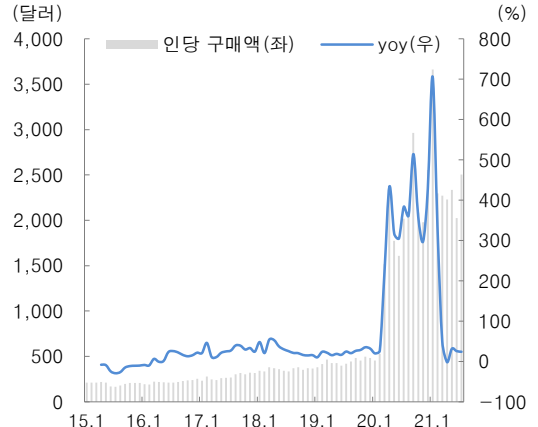
## 2. Earnings Driver

### 내외국인 합산 면세점 구매액 추이



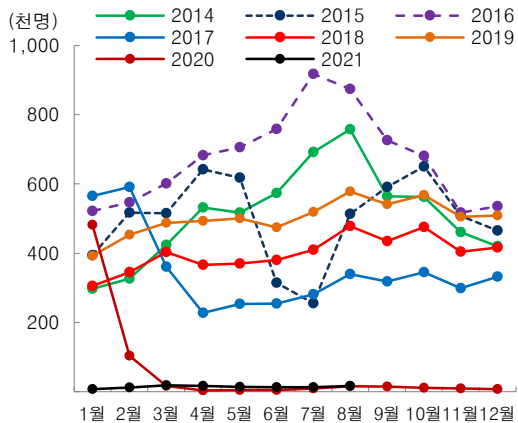
자료: 면세점협회, 대신증권 Research Center

### 내외국인 평균 인당 구매액 추이



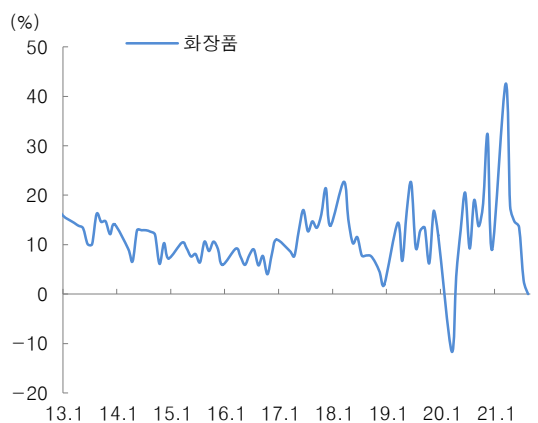
자료: 면세점협회, 대신증권 Research Center

### 한국 방문 중국인 관광객 수 추이



자료: 한국관광통계, 대신증권 Research Center

### 중국 화장품 소매판매액 전년 동기 대비 증감율



자료: CEIC, 대신증권 Research Center

재무제표

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	1,379	1,322	1,629	1,743	1,859
매출원가	983	896	1,163	1,239	1,305
매출총이익	396	426	466	504	554
판매비와관리비	296	305	362	377	402
영업이익	100	122	104	127	152
영업이익률	7.2	9.2	6.4	7.3	8.2
EBITDA	160	183	162	187	214
영업외손익	-55	100	-33	-31	-27
관계기업손익	0	0	0	0	0
금융수익	12	10	15	14	14
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-61	-52	-44	-40	-37
외환관련손실	6	10	8	7	7
기타	-6	141	-5	-4	-3
법인세비용차감전순이익	45	222	71	95	125
법인세비용	-26	-77	-20	-27	-35
계속사업순이익	19	145	51	69	90
중단사업순이익	14	16	0	0	0
당기순이익	34	161	51	69	90
당기순이익률	2.4	12.1	3.1	3.9	4.8
비재배분순이익	5	0	3	3	4
재배분순이익	29	160	49	65	85
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	0	0	0	0
포괄순이익	33	161	52	69	90
비재배분포괄이익	5	2	0	1	5
재배분포괄이익	28	159	51	68	86

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	1,284	7,005	2,123	2,853	3,731
PER	36.8	7.3	21.0	15.6	11.9
BPS	20,837	27,257	29,029	31,526	34,896
PBR	2.3	1.9	1.5	1.4	1.3
EBITDAPS	7,091	8,016	7,074	8,164	9,358
EV/EBITDA	15.3	12.5	13.4	11.5	9.8
SPS	60,953	57,780	71,183	76,163	81,266
PSR	0.8	0.9	0.6	0.6	0.5
CFPS	8,531	9,970	1,544	2,656	3,883
DPS	330	345	350	355	360

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
성장성					
매출액 증가율	1.5	-4.1	23.2	7.0	6.7
영업이익 증가율	11.0	21.9	-14.4	21.5	19.9
순이익 증가율	-8.6	377.3	-68.1	34.4	30.7
수익성					
ROIC	2.3	4.5	4.3	5.1	6.0
ROA	4.4	5.0	4.2	5.0	5.8
ROE	6.4	29.3	7.5	9.4	11.2
안정성					
부채비율	183.1	149.1	132.2	121.6	109.1
순차입금비율	117.2	74.7	71.1	60.5	47.5
이자보상배율	1.9	3.3	3.4	4.5	5.9

자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	646	775	729	801	899
현금및현금성자산	119	377	259	302	372
매출채권 및 기타채권	226	219	260	274	289
재고자산	161	149	183	196	209
기타유동자산	141	31	27	29	30
비유동자산	1,754	1,714	1,742	1,760	1,776
유형자산	467	473	505	526	544
관계기업투자금	3	5	6	7	8
기타비유동자산	1,284	1,236	1,231	1,226	1,223
자산총계	2,400	2,490	2,471	2,561	2,675
유동부채	707	687	695	696	697
매입채무 및 기타채무	242	216	238	247	255
차입금	81	184	174	169	164
유동상채무	329	167	159	151	143
기타유동부채	56	120	125	129	134
비유동부채	845	804	712	710	699
차입금	739	718	628	628	618
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	106	86	84	83	81
부채총계	1,552	1,490	1,407	1,406	1,396
자배지분	471	624	664	721	798
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	228	228	228	228	228
이익잉여금	232	382	423	480	558
기타자본변동	0	2	1	1	1
비지배지분	377	376	400	434	481
자본총계	848	999	1,064	1,156	1,279
순차입금	994	747	756	699	607

	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	165	121	-89	-33	-11
당기순이익	34	161	51	69	90
비현금항목의 가감	159	68	-16	-8	-1
감가상각비	61	62	58	60	62
외환손익	-1	2	-5	-4	-4
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	100	4	-69	-64	-59
자산부채의 증감	39	-39	-75	-40	-41
기타현금흐름	-68	-67	-49	-54	-59
투자활동 현금흐름	-151	246	180	187	187
투자자산	-3	99	-1	-1	-1
유형자산	-73	-118	-79	-71	-71
기타	-74	265	260	260	260
재무활동 현금흐름	28	-110	-133	-37	-47
단기차입금	0	0	-10	-5	-5
사채	249	-10	-90	0	-10
장기차입금	-218	-75	0	0	0
유상증자	13	0	0	0	0
현금배당	-7	-8	-8	-8	-8
기타	-9	-16	-25	-24	-24
현금의 증감	42	259	-118	43	69
기초 현금	77	119	377	259	302
기말 현금	119	377	259	302	372
NOPLAT	43	79	75	91	109
FCF	28	20	53	79	100