

한국콜마 (161890)

화장품



박은정

02 3770 5597

eunjung.park@yuantakorea.com

투자의견	BUY (M)
목표주가	58,000원 (M)
현재주가 (2/21)	43,900원
상승여력	32%

시가총액	10,045억원
총발행주식수	22,881,180주
60일 평균 거래대금	33억원
60일 평균 거래량	83,709주
52주 고	61,800원
52주 저	34,150원
외인지분율	26.33%
주요주주	한국콜마홀딩스 외 28인 30.26%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	16.1	6.2	(24.7)
상대	20.0	15.0	(14.7)
절대(달러환산)	16.3	5.6	(30.1)

2022년 이익 모멘텀 최대

4Q21 Review: 컨센서스 하회, 자회사 부진 영향

한국콜마의 4분기 실적은 연결 매출 4천억원(YoY+16%), 영업이익 259억원(YoY-50%) 기록했다. 매출은 예상 수준이었으나, 영업이익은 추정치를 18% 하회했다. 예상대비 55억원 하회했는데, 자회사 HK이노엔의 일회성 비용 및 CSR(캐나다)법인의 일시적 부진 영향이다.

▶**화장품** 대체로 개선 추세다. ①**별도** 매출 1,484억원(YoY+8%, QoQ+5%), 영업이익 196억원(YoY+176%), 영업이익률 13.2%(YoY+8.1%p)의 이익률을 기록했다. 이커머스향 매출 증가 및 주요 고객사의 중국향 수출 매출 확대가 성장을 견인했으며, 주요 고객사 또한 코로나19 영향에서 벗어나는 중이다. 이익이 큰 쪽으로 개선되었는데, 전년동기 자회사 매출채권상각(75억원)에 대한 환입이 20억원 내외 존재했다. 이를 제외 시 이익률은 10%로 분사는 예년 수준의 수익성을 회복했다. ②**중국(무석+북경)**은 매출 339억원(YoY+62%), 영업손실 32억원(YoY+13억원) 기록했다. 법인별 매출은 북경 52억원 (YoY+24%), 무석 287억원 (YoY+72%) 이다. 온라인 중심으로 고객사가 확대 중이며, 드디어 외형 증가에 따라 손실이 축소되기 시작했다. ③**북미(PTP+CSR)**는 매출 139억원(YoY+4%), 영업손실 63억원(YoY-33억원)으로 법인별 매출은 PTP 66억원 (YoY+47%), CSR 73억원 (YoY-19%) 기록했다. CSR(캐나다)법인이 아쉬웠는데, 일시적인 공급망 이슈다.

▶**HK이노엔** 또한 나아지고 있다. 매출 2,094억원(YoY+14%, QoQ+11%), 영업이익 173억원(YoY-61%)에 기록했다. 전년도 상장 전 고마진 매출 집중 인식으로 기저 부담이 존재했으며, 케이캡 처방 관련 일회성 수수료 50억원 반영되었다. 일회성 제외 시 수익성은 10%로 전분기비 1%p 개선되었다. 저마진 MSD백신 매출 확대가 성장을 주도한 부분은 아쉬우나, '케이캡 처방 실적 지속 확대, 컨디션 매출(YoY+14%, QoQ+122%)의 성장 전환'은 고무적이다. *케이캡정, MSD백신

매출은 의약품사업부, 컨디션 매출은 HB&B사업부에 포함

2022년 이익 모멘텀 최대

한국콜마의 2022년 실적은 연결 매출 1.8조원(YoY+11%), 영업이익 1,362억원(YoY+62%) 전망한다. **화장품**은 주요 고객사의 재고조정 일단락/업황 회복/수익성 정상화, 자회사의 흑자전환을 전망, **HK이노엔**은 ETC 처방 증가, 고마진 컨디션 매출 확대에 따른 이익 증가를 기대한다. 2022년 한국콜마는 전부문 턴어라운드가 예상되는 만큼 매분기 이익 모멘텀이 두드러질 전망이다. 투자의견 BUY, 목표주가를 5.8만원 유지한다.

	4Q21P	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,031	15.5	7.2	4,009	0.5
영업이익	259	-50.2	102.5	314	-17.5
세전계속사업이익	206	-88.6	63.4	256	-19.5
지배순이익	131	-89.7	104.3	185	-29.2
영업이익률 (%)	6.4	-8.5 %pt	+3.0 %pt	7.8	-1.4 %pt
지배순이익률 (%)	3.2	-33.1 %pt	+1.5 %pt	4.6	-1.4 %pt

자료: 유안타증권

	결산 (12월)	2019A	2020A	2021P	2022F
매출액		13,789	13,221	15,871	17,668
영업이익		998	1,217	842	1,362
지배순이익		291	1,603	448	662
PER		46.0	6.4	20.6	15.2
PBR		2.9	1.6	1.4	1.4
EV/EBITDA		16.8	11.6	13.8	10.5
ROE		6.4	29.3	7.0	9.6

자료: 유안타증권

한국콜마 연결 실적전망 및 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2019	2020	2021P	2022F
연결 매출액	395.3	412.8	376.0	403.1	419.4	462.4	428.3	456.7	1,378.9	1,322.1	1,587.1	1,766.8
별도	172.4	170.2	141.8	148.4	166.8	189.3	162.9	160.9	687.5	609.2	632.8	680.0
중국법인(북경+무석)	30.5	40.8	31.5	33.9	35.9	48.0	37.2	40.1	77.0	71.6	136.7	161.1
북미법인(PTP+CSR)	15.7	17.9	18.0	13.9	22.0	28.0	25.4	28.0	87.2	62.7	65.5	103.4
HK 이노엔	186.8	184.9	188.6	209.4	205.5	203.4	207.5	230.3	542.6	597.2	769.8	846.7
- 의약품사업부	171.7	167.2	176.5	188.7					466.9	517.2	704.0	
- HB&B 사업부	15.2	17.7	12.1	20.7					73.0	81.2	65.8	
% YoY 연결 매출액	19%	28%	18%	16%	6%	12%	14%	13%	2%	-4%	20%	11%
별도	0%	6%	3%	8%	-3%	11%	15%	8%	-23%	-11%	4%	7%
중국법인	142%	92%	86%	62%	18%	18%	18%	18%	3%	-7%	91%	18%
북미법인	-14%	23%	9%	4%	40%	56%	41%	102%	-1%	-28%	5%	58%
HK 이노엔	41%	41%	26%	14%	10%	10%	10%	10%	62%	10%	29%	10%
- 의약품사업부	50%	50%	37%	16%					9%	11%	36%	
- HB&B 사업부	-19%	-8%	-46%	-2%					17%	11%	-19%	
매출총이익	103.4	113.0	102.5	110.1	113.8	134.0	131.3	153.3	396.1	426.3	428.9	532.4
영업이익	24.3	21.3	12.8	25.9	26.6	39.3	30.6	39.7	99.8	121.7	84.2	136.2
별도	15.7	19.9	10.4	19.6	16.7	23.1	16.3	17.7	40.0	50.4	65.6	73.8
중국법인	-3.3	-1.8	-4.8	-3.2	-1.6	0.7	0.6	1.0	-19.3	-18.0	-13.1	0.7
북미법인	-1.5	-0.4	-2.2	-6.3	0.9	1.1	1.0	1.5	0.6	-7.1	-10.4	4.5
HK 이노엔	13.0	3.0	17.0	17.3	17.5	16.3	18.7	21.9	85.3	87.1	50.3	74.3
- 의약품사업부	14.6	6.9	23.1	16.7					69.5	83.8	61.4	
- HB&B 사업부	-1.6	-4.0	-6.1	0.6					15.8	3.3	-11.0	
% YoY 영업이익	3%	-22%	-32%	-50%	10%	85%	139%	53%	11%	22%	-31%	62%
별도	24%	6%	-12%	178%	6%	16%	57%	-10%	-44%	26%	30%	13%
중국법인	적지	적전	적전	적지	적지	적전	적전	적지	적지	적지	적지	흑전
북미법인	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	-67%	적전	적지	흑전
HK 이노엔	-15%	-77%	26%	-61%	34%	450%	10%	26%	51%	2%	-42%	48%
지배주주순이익	12.3	13.0	6.4	13.1	13.0	16.1	14.1	23.0	29.1	160.3	44.8	66.2
% Margin 매출총이익률	26%	27%	27%	27%	27%	29%	31%	34%	29%	32%	27%	30%
영업이익률	6%	5%	3%	6%	6%	9%	7%	9%	7%	9%	5%	8%
별도	9%	12%	7%	13.2%	10%	12%	10%	11%	6%	8%	10%	11%
중국법인	-11%	-4%	-15%	-9%	-4%	1%	2%	2%	-25%	-25%	-10%	0%
북미법인	-10%	-2%	-12%	-46%	4%	4%	4%	5%	1%	-11%	-16%	4%
HK 이노엔	7%	2%	9%	8%	9%	8%	9%	10%	16%	15%	7%	9%
- 의약품사업부	9%	4%	13%	9%					15%	16%	9%	
- HB&B 사업부	-10%	-22%	-50%	3%					22%	4%	-17%	
순이익률	3%	3%	2%	3%	3%	3%	3%	5%	2%	12%	3%	4%

자료: 유안타증권 리서치센터 [참고] ① 4Q21 지배주주순이익은 유안타증권 추정치 ② 케이켄정, MSD 백신 매출은 의약품사업부, 컨디션 매출은 HB&B 사업부에 포함

한국콜마 (161890) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액	13,789	13,221	15,871	17,668	19,186
매출원가	9,828	8,958	11,582	12,343	13,270
매출충이익	3,961	4,263	4,289	5,324	5,916
판매비	2,963	3,046	3,447	3,963	4,285
영업이익	998	1,217	842	1,362	1,631
EBITDA	1,604	1,834	1,436	1,932	2,159
영업외손익	-546	1,000	-166	-192	-168
외환관련손익	29	-21	48	-2	-2
이자손익	-508	-359	-242	-218	-194
관계기업관련손익	0	0	0	0	0
기타	-68	1,379	28	28	28
법인세비용차감전순손익	452	2,216	676	1,170	1,463
법인세비용	259	769	179	257	322
계속사업순손익	194	1,447	497	912	1,141
중단사업순손익	143	159	0	0	0
당기순이익	336	1,606	497	912	1,141
지배지분순이익	291	1,603	448	662	825
포괄순이익	330	1,610	502	917	1,146
지배지분포괄이익	280	1,595	497	908	1,135

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

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
영업활동 현금흐름	1,648	1,215	1,125	1,168	1,434
당기순이익	336	1,606	497	912	1,141
감가상각비	460	489	465	441	400
외환손익	-11	19	-48	2	2
중속, 관계기업관련손익	0	0	0	0	0
자산부채의 증감	394	-395	82	-317	-237
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	-2,218	-2,448	-2,415
현금의 증감	421	2,586	-330	-238	297
기초 현금	765	1,186	3,772	3,442	3,204
기말 현금	1,186	3,772	3,442	3,204	3,501
NOPLAT	998	1,217	842	1,362	1,631
FCF	912	23	529	870	1,285

자료: 유안타증권

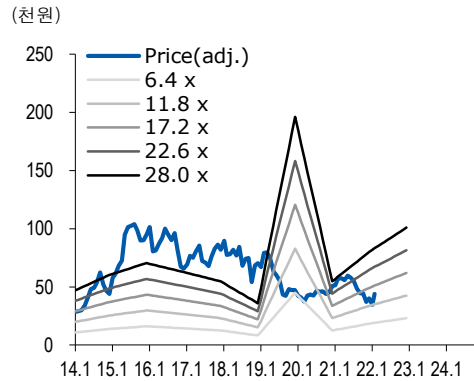
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
유동자산	6,460	7,752	7,587	7,748	8,382
현금및현금성자산	1,186	3,772	3,442	3,204	3,501
매출채권 및 기타채권	2,257	2,188	2,105	2,305	2,473
재고자산	1,607	1,486	1,763	1,963	2,132
비유동자산	17,543	17,144	17,154	16,892	16,522
유형자산	4,669	4,727	4,858	4,714	4,464
관계기업등 지분관련자산	34	54	64	74	84
기타투자자산	135	163	163	163	163
자산총계	24,003	24,896	24,741	24,640	24,905
유동부채	7,074	6,868	7,094	7,176	7,276
매입채무 및 기타채무	2,417	2,157	2,441	2,523	2,623
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	14,150	13,233	12,422
지배지분	4,714	6,237	6,610	7,119	7,791
자본금	114	114	114	114	114
자본잉여금	2,279	2,283	2,283	2,283	2,283
이익잉여금	2,323	3,824	4,193	4,697	5,364
비지배지분	3,765	3,756	3,981	4,287	4,692
자본총계	8,479	9,992	10,591	11,406	12,482
순차입금	9,802	7,344	6,695	5,934	4,725
총차입금	12,159	11,184	10,205	9,206	8,295

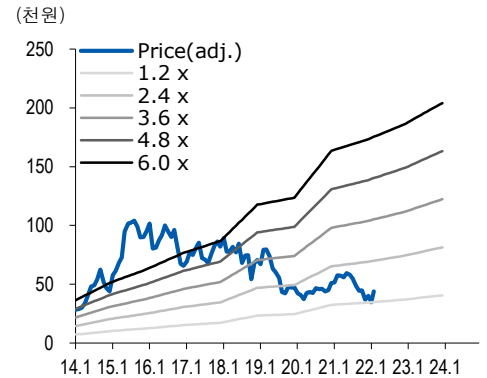
결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
EPS	1,284	7,004	1,956	2,893	3,605
BPS	20,601	27,258	28,890	31,113	34,050
EBITDAPS	7,091	8,016	6,277	8,443	9,436
SPS	60,953	57,780	69,364	77,214	83,850
DPS	330	345	345	345	345
PER	46.0	6.4	20.6	15.2	12.2
PBR	2.9	1.6	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA	16.8	11.6	13.8	10.5	9.0
PSR	1.0	0.8	0.6	0.6	0.5

결산 (12월)	2019A	2020A	2021F	2022F	2023F
매출액 증가율 (%)	1.5	-4.1	20.0	11.3	8.6
영업이익 증가율 (%)	11.0	21.9	-30.8	61.7	19.8
지배순이익 증가율 (%)	-31.3	451.6	-72.1	47.9	24.6
매출충이익률 (%)	28.7	32.2	27.0	30.1	30.8
영업이익률 (%)	7.2	9.2	5.3	7.7	8.5
지배순이익률 (%)	2.1	12.1	2.8	3.7	4.3
EBITDA 마진 (%)	11.6	13.9	9.0	10.9	11.3
ROIC	2.5	4.7	3.8	6.5	7.8
ROA	1.3	6.6	1.8	2.7	3.3
ROE	6.4	29.3	7.0	9.6	11.1
부채비율 (%)	183.1	149.1	133.6	116.0	99.5
순차입금/자기자본 (%)	208.0	117.8	101.3	83.4	60.7
영업이익/금융비용 (배)	1.9	3.3	3.3	5.9	7.9

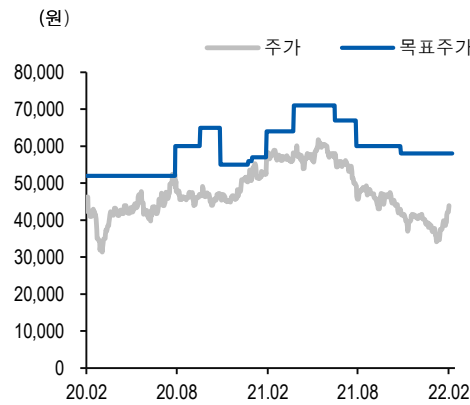
P/E band chart



P/B band chart



한국콜마 (161890) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-02-22	BUY	58,000	1년		
2021-11-16	BUY	58,000	1년		
2021-08-18	BUY	60,000	1년	-22.99	-17.83
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

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)	92.6
Hold(중립)	7.4
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-02-19

※해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외



유안타 ESG Tearsheet

지주, 화장품, 음식료, 제약, 유통 산업내 순위	42위(52개 기업 중)
Total ESG 점수	-2점
E (Environment)	-1점
S (Social)	-1점
G (Governance)	-1점
Qualitative	+1점

ESG 평가 기업	한국콜마
ESG 평가 날짜	2021 / 11 / 08
Bloomberg Ticker	161890 KS
Industry	화장품
Analyst	박은정
Analyst Contact	eunjung.park@yuantakorea.com

ESG Quantitative 평가

평가 기업 및 Peer	E	S	G	합계
한국콜마	-1	-1	-1	-3
아모레퍼시픽	-2	3	1	2
LG 생활건강	4	1	-1	4
코스맥스	-3	3	-2	-2
코스메카코리아	0	1	-3	-2
평균	1	2	1	2

자료: 유안타증권 리서치센터, 주: 평균치는 한국콜마 포함 52개 동종 업종 ESG 점수 반영

ESG Qualitative 평가 점수

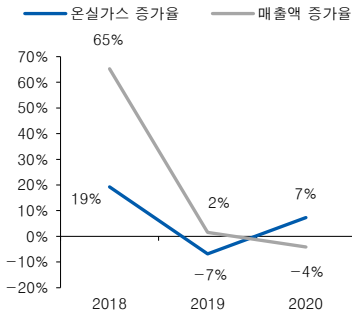
-	ESG 외부평가기관 수상 내역
+1	최근 이슈 관련 애널리스트 Comments UNGC(유엔글로벌콤팩트) 가입을 통한 ESG 경영 강화

유안타 ESG Scoring 기준

분류	항목	기준	점수			
			낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
E	온실가스 전년대비 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
	신재생 에너지 사용	사용여부/ 전년대비	사용 : +1	무사용 : 0	전년대비 증가 : +2	2년 연속 증가 : +3
	물 사용 증가율	매출액 증가율 대비	낮다 : +1	높다 : -1	2년 연속 낮다 : +2	2년 연속 높다 : -2
S	여성임원비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	계약직 직원 비율	업종 평균 대비	높다 : -1	낮다 : +1	-	-
	사회기부금/당기순이익	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
G	사외이사비율	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	배당성향	업종 평균 대비	높다 : +1	낮다 : -1	-	-
	대표이사 이사회외장 겸직	겸직 여부	겸직 : -1	별도 : +1	-	-
ESG Qualitative	ESG 관련 외부평가기관 수상	KCGS 최우수기업 선정 등	+1	-	-	-
	담당 애널리스트 정성평가	오염물질 유출, 대주주 횡령, 직장내 갑질 등 최근 이슈 반영	-2 ~ +2	-	-	-

Environment

온실가스 증가율 vs. 매출액 증가율



주: 국내 Scope 1(직접배출) 및 Scope 2(간접배출) 합산치 기준

▶ 온실가스 증가율 > 매출증가율 = -1점

신재생 에너지 사용량 & 증가율

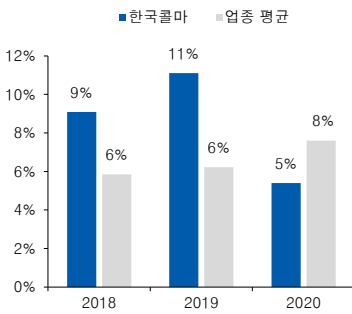
데이터 미공시

물 사용량 vs. 매출액 증가율

데이터 미공시

Social

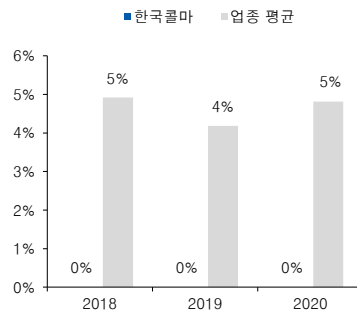
여성임원비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 52 개 기업 수치 반영

▶ 여성임원비율 업종평균 대비 하위 = -1점

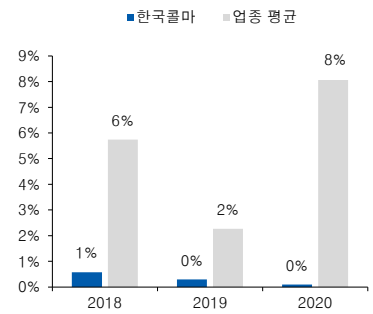
계약직 비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 52 개 기업 수치 반영

▶ 계약직 직원 비율 업종평균 대비 하위 = +1점

사회기부금/당기순이익 비율 vs. 업종 평균

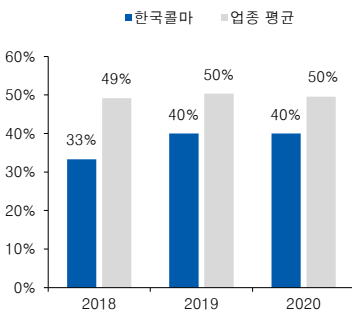


주: 업종평균에는 동종업종 52 개 기업 수치 반영

▶ 사회기부금/당기순이익의 비율 업종평균 대비 하위 = -1점

Governance

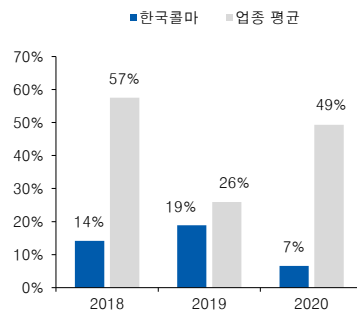
사외이사 비율 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 52 개 기업 수치 반영

▶ 사외이사비율 업종평균 대비 하위 = -1점

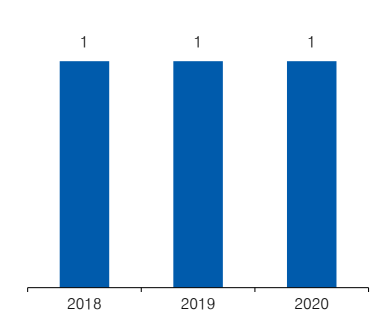
배당성향 vs. 업종 평균



주: 업종평균에는 동종업종 52 개 기업 수치 반영

▶ 배당성향 업종평균 대비 하위 = -1점

대표이사의 이사회 의장 겸직 여부



주: 대표이사의 이사회 의장 겸직 않을 시 +1, 겸직하는 경우 -1

▶ 대표이사와 이사회 의장 분리 = +1점

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

- 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.