

한국콜마 (161890)

화장품



박은정

02 3770 5597
eunjung.park@yuantakorea.com

투자 의견	BUY (M)
목표주가	58,000원 (M)
현재주가 (3/25)	41,950원
상승여력	38%

시가총액	9,599억원
총발행주식수	22,881,180주
60일 평균 거래대금	52억원
60일 평균 거래량	124,134주
52주 고	61,800원
52주 저	34,150원
외인지분율	25.48%
주요주주	한국콜마홀딩스 외 28인 30.26%

주가수익률(%)	1개월	3개월	12개월
절대	(9.4)	1.6	(26.3)
상대	(11.2)	12.1	(18.8)
절대(달러환산)	(10.7)	(1.1)	(31.4)

전부문 개선 기대

1Q22 Preview: 전부문 개선, 컨센 부합

한국콜마의 1분기 실적은 연결 매출 4.3천억원(YoY+9%), 영업이익 299억원(YoY+23%)을 달성할 전망으로 컨센서스 영업이익에 부합할 것으로 기대된다.

▶ 별도 매출 1.8천억원(YoY+5%), 영업이익 181억원(YoY+15%) 예상된다. 내수가 점진적으로 개선되고 있으며, 주요 고객사의 물량이 반영 중으로 수익성이 두자리수 기대된다.

▶ 중국 법인은 매출 359억원(YoY+18%), 영업손실 16억원 전망한다. 무석과 북경 매출은 각각 293억원(YoY+20%), 66억원(YoY+8%) 가정했다. 온라인 고객사향 수주가 확대 추세다.

▶ 북미법인은 매출 200억원(YoY+27%), 영업이익 9억원(흑자전환) 기대된다. 공급망 이슈 완화, 수요 회복 등으로 견고한 성장 예상한다. PTP와 CSR 매출은 각각 80억원(YoY+67%), 120억원 (YoY+10%) 전망한다.

▶ HK이노엔은 매출 2천억원(YoY+10%), 영업이익 175억원 (YoY+34%) 가정했다.

2022년 모멘텀 최대

한국콜마의 2022년 실적은 연결 매출 1.8조원(YoY+11%), 영업이익 1.4천억원(YoY+70%) 전망한다. 국내는 업황 회복, 주요 고객사의 재고 조정 일단락 및 신제품 출시, 수익성 정상화 등이 기대되며, 중국은 온라인 고객사 수주 증가에 따라 매출 볼륨이 확대되며 상반기 손익 분기점 돌파를 목전에 있다. HK이노엔은 ETC 처방 증가, 고마진 컨디션 매출 확대에 따른 이익 증가를 전망한다.

2022년 전부문 개선이 기대되는 만큼, 매 분기 이익 모멘텀이 두드러질 전망이다. 한국콜마에 대한 투자 의견 BUY, 목표주가 58,000원 유지하며, 현재주가는 12m fwd P/E 13x 수준으로 거래 중이다.

Quarterly earning Forecasts

(억원, %)

	1Q22E	전년동기대비	전분기대비	컨센서스	컨센서스대비
매출액	4,312	9.1	7.2	4,343	-0.7
영업이익	299	23.4	15.4	293	2.2
세전계속사업이익	270	39.5	38.4	267	1.0
지배순이익	149	21.4	262.4	165	-9.6
영업이익률 (%)	6.9	+0.8 %pt	+0.5 %pt	6.7	+0.2 %pt
지배순이익률 (%)	3.5	+0.4 %pt	+2.5 %pt	3.8	-0.3 %pt

자료: 유안타증권

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F
매출액	13,221	15,863	17,669	19,009
영업이익	1,217	843	1,435	1,783
지배순이익	1,603	358	764	1,048
PER	6.4	33.0	12.6	9.2
PBR	1.6	1.7	1.3	1.2
EV/EBITDA	11.6	16.3	10.3	8.5
ROE	29.3	5.5	10.7	13.3

자료: 유안타증권

한국콜마 연결 실적전망 및 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22F	2Q22F	3Q22F	4Q22F	2019	2020	2021	2022F
연결 매출액	395.3	412.8	376.0	403.1	431.2	455.4	431.6	448.8	1,378.9	1,322.1	1,587.1	1,766.9
별도	172.4	170.2	141.8	148.4	180.6	189.3	169.3	163.0	687.5	609.2	632.8	702.2
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	20.0	21.0	22.4	18.0	87.2	62.7	65.5	81.4
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%	9%	10%	15%	12%	2%	-4%	20%	11%
별도	0%	6%	3%	8%	5%	11%	19%	10%	-23%	-11%	4%	11%
중국법인	142%	92%	86%	62%	18%	18%	18%	18%	3%	-7%	91%	18%
북미법인	-14%	23%	9%	4%	27%	17%	25%	30%	-1%	-28%	5%	24%
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	116.5	132.6	131.8	151.7	396.1	426.3	428.9	532.6
영업이익	24.3	21.3	12.8	25.9	29.9	40.0	32.1	41.5	99.8	121.7	84.2	143.5
별도	15.7	19.9	10.4	19.6	18.1	23.1	16.9	17.9	40.0	50.4	65.6	78.4
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%	23%	88%	151%	60%	11%	22%	-31%	70%
별도	24%	6%	-12%	178%	15%	16%	64%	-9%	-44%	26%	30%	19%
중국법인	적지	적전	적전	적지	적지	흑전	흑전	흑전	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	4.1	14.9	22.9	15.0	23.5	29.1	160.3	35.8	76.4
% Margin 매출총이익률	26%	27%	27%	27%	27%	29%	31%	34%	29%	32%	27%	30%
영업이익률	6%	5%	3%	6%	7%	9%	7%	9%	7%	9%	5%	8%
별도	9%	12%	7%	13%	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%	5%	5%	8%	1%	-11%	-16%	5%
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%	1%	3%	5%	3%	5%	2%	12%	2%	4%

자료: 유안타증권 리서치센터 [참고] ① 케이캡정, MSD 백신 매출은 의약품사업부, 컨디션 매출은 HB&B 사업부에 포함

한국콜마 (161890) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	13,221	15,863	17,669	19,009	20,236
매출원가	8,958	11,582	12,343	13,133	13,889
매출총이익	4,263	4,281	5,326	5,875	6,347
판매비	3,046	3,439	3,891	4,092	4,305
영업이익	1,217	843	1,435	1,783	2,042
EBITDA	1,834	1,426	1,997	2,302	2,517
영업외손익	1,000	-177	-122	-59	9
외환관련손익	-21	106	78	78	78
이자손익	-359	-273	-201	-138	-70
관계기업관련손익	0	-9	-9	-9	-9
기타	1,379	-1	10	10	10
법인세비용차감전순손익	2,216	665	1,313	1,725	2,051
법인세비용	769	230	289	379	451
계속사업순손익	1,447	435	1,024	1,345	1,600
중단사업순손익	159	0	0	0	0
당기순이익	1,606	435	1,024	1,345	1,600
지배지분순이익	1,603	358	764	1,048	1,239
포괄순이익	1,610	412	1,001	1,321	1,576
지배지분포괄이익	1,595	338	823	1,086	1,296

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

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	1,215	-31	1,112	1,522	1,759
당기순이익	1,606	435	1,024	1,345	1,600
감가상각비	489	466	444	401	357
외환손익	19	-28	-78	-78	-78
중속, 관계기업관련손익	0	4	9	9	9
자산부채의 증감	-395	-588	-565	-433	-407
기타현금흐름	-504	-321	278	278	278
투자활동 현금흐름	2,457	-2,830	-297	-196	-146
투자자산	992	-1,002	-96	-96	-96
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,192	-401	-201	-100	-50
유형자산 감소	10	4	0	0	0
기타현금흐름	2,648	-1,431	0	0	0
재무활동 현금흐름	-1,095	976	661	1,242	1,242
단기차입금	0	0	0	0	0
사채 및 장기차입금	-855	-2,194	-2,493	-1,911	-1,911
자본	0	0	0	0	0
현금배당	-76	-79	-95	-95	-95
기타현금흐름	-165	3,249	3,249	3,249	3,249
연결범위변동 등 기타	9	25	-2,832	-2,758	-2,633
현금의 증감	2,586	-1,860	-1,356	-189	223
기초 현금	1,186	3,772	1,912	557	367
기말 현금	3,772	1,912	557	367	590
NOPLAT	1,217	843	1,435	1,783	2,042
FCF	23	-432	912	1,422	1,709

자료: 유안타증권

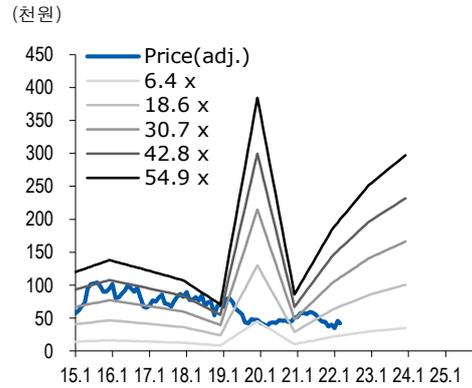
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	7,752	8,829	7,936	8,115	8,675
현금및현금성자산	3,772	1,912	557	367	590
매출채권 및 기타채권	2,188	2,278	2,525	2,715	2,890
재고자산	1,486	2,102	2,341	2,518	2,681
비유동자산	17,144	17,232	16,965	16,642	16,314
유형자산	4,727	4,455	4,212	3,911	3,604
관계기업 등 지분관련 자산	54	141	238	334	430
기타투자자산	163	167	167	167	167
자산총계	24,896	26,060	24,901	24,757	24,989
유동부채	6,868	8,886	8,936	9,043	9,146
매입채무 및 기타채무	2,157	2,558	2,661	2,768	2,871
단기차입금	1,840	2,232	2,232	2,232	2,232
유동성장기부채	1,670	3,553	3,553	3,553	3,553
비유동부채	8,035	3,579	1,086	-825	-2,736
장기차입금	4,181	251	-3,239	-6,147	-9,056
사채	2,995	2,494	3,492	4,489	5,487
부채총계	14,904	12,465	10,022	8,218	6,409
지배지분	6,237	6,836	7,481	8,316	9,342
자본금	114	114	114	114	114
자본잉여금	2,283	2,667	2,667	2,667	2,667
이익잉여금	3,824	4,028	4,697	5,555	6,605
비지배지분	3,756	6,760	7,398	8,223	9,237
자본총계	9,992	13,596	14,879	16,539	18,579
순차입금	7,344	4,718	3,580	1,858	-276
총차입금	11,184	8,960	6,467	4,556	2,645

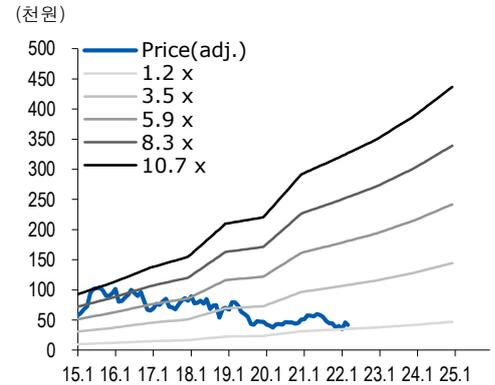
결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
EPS	7,004	1,565	3,338	4,582	5,417
BPS	27,258	29,876	32,696	36,345	40,828
EBITDAPS	8,016	6,234	8,728	10,060	11,002
SPS	57,780	69,329	77,222	83,075	88,441
DPS	345	415	415	415	415
PER	6.4	33.0	12.6	9.2	7.7
PBR	1.6	1.7	1.3	1.2	1.0
EV/EBITDA	11.6	16.3	10.3	8.5	7.4
PSR	0.8	0.7	0.5	0.5	0.5

결산 (12월)	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액 증가율 (%)	-4.1	20.0	11.4	7.6	6.5
영업이익 증가율 (%)	21.9	-30.7	70.3	24.2	14.5
지배순이익 증가율 (%)	451.6	-77.7	113.3	37.3	18.2
매출총이익률 (%)	32.2	27.0	30.1	30.9	31.4
영업이익률 (%)	9.2	5.3	8.1	9.4	10.1
지배순이익률 (%)	12.1	2.3	4.3	5.5	6.1
EBITDA 마진 (%)	13.9	9.0	11.3	12.1	12.4
ROIC	4.7	3.3	6.4	8.0	9.3
ROA	6.6	1.4	3.0	4.2	5.0
ROE	29.3	5.5	10.7	13.3	14.0
부채비율 (%)	149.1	91.7	67.4	49.7	34.5
순차입금/자기자본 (%)	117.8	69.0	47.9	22.3	-3.0
영업이익/금융비용 (배)	3.3	2.8	6.5	11.5	22.6

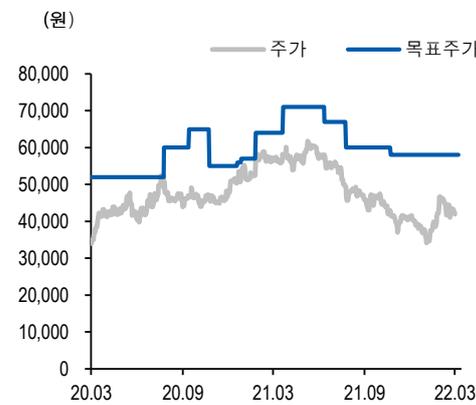
P/E band chart



P/B band chart



한국콜마 (161890) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2022-03-28	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)	0.6
Buy(매수)	92.2
Hold(중립)	7.3
Sell(비중축소)	0.0
합계	100.0

주: 기준일 2022-03-26

※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 투자결정은 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.