

## 2Q21 Review: 낮아진 수익성 눈높이

### Analyst 정혜진

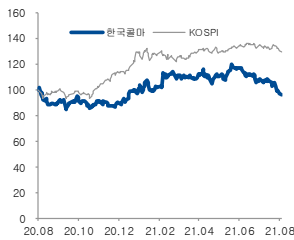
02-3787-2370 heajin.jung@hmsec.com

현재주가 (8/17)	49,500원		
상승여력	27.3%		
시가총액	1,133십억원		
발행주식수	22,881천주		
자본금/액면가	11십억원/500원		
52주 최고가/최저가	61,800원/43,900원		
일평균 거래대금 (60일)	10십억원		
외국인지분율	26.76%		
주요주주	한국콜마홀딩스 외 29인 30.26%		
추가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-11.4	-14.1	-5.5
상대주가(%p)	-7.7	-14.3	-5.8

\* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(21F)	EPS(22F)	T/P
Before	2,612	3,463	70,000
After	2,245	3,272	63,000
Consensus	2,655	3,492	69,182
Cons. 차이	-15.4%	-6.3%	-8.9%

### 최근 12개월 추가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

### 투자포인트 및 결론

- 2분기, 시장 컨센서스를 대폭 하회하는 부진한 실적 기록. 화장품 ODM 매출의 80% 비중 차지하는 내수, 업황 부진 이어져 매출 회복 지연. 해외, 중국 양호한 성장세 지속되어 메인 공장 무석법인 4Q21 BEP 달성 가능할 것으로 예상되고 북미 역시 전분기비 개선되어 하반기 해외 실적 견조할 것으로 판단
- 다만 연결 실체 이익 기여도 높았던 HKN 부문 수익성 악화로 당분간 전사 이익단 회복 속도 더딜 것으로 판단. 전문의약품 및 H&B 실적 포함 코로나19 영향으로부터의 업황 회복되면서 전사 수익성 강화될 것으로 전망. 투자의견 BUY 유지, 목표주가 63,000원으로 하향

### 주요이슈 및 실적전망

- 21년 2분기 실적은 연결 매출액 4,128억원(+28.1%YoY, +4.4%QoQ), 연결 영업이익 213억원(-21.3%YoY, -11.6%QoQ)으로 시장 컨센서스 하회하는 부진한 실적 기록. 한국콜마 별도, 매출액 1,702억원(+5.8%YoY, -1.3%QoQ), 영업이익 198억원(-11.6%YoY) 기록. 내수 주요 고객사 제외 수주 물량 여전히 더디게 회복 중이고 주요 고객사 물량 1분기 선조달 영향으로 2분기 매출액 성장을 둔화되었으나 계절성에 따른 선제품 볼륨 증가로 별도 OPM은 11.6% 달성
- 중국, 북경법인 매출액 83억(+4.6%YoY), 무석법인 매출액 325억(+145.2%YoY)으로 상대적으로 양호한 실적 기록. 무석 법인, 기존고객사향 SKU 증가 및 신규고객사 확보로 매출액 견조한 성장세 지속되어, 4Q21 BEP 달성 예상
- 북미, PTP 매출액 61억(-8.8%YoY), CSR 매출액 118억(+50.3%YoY)으로 전분기비 개선. PTP, 비지배지분 취득 완료되어 하반기 영업활동 정상화 기대. CSR, 상대적으로 양호한 수주 흐름으로 부문 수익성 8% 수준 달성 추정. 주요고객사와의 장기성 계약 체결로 하반기 안정적 매출 확보
- HKN, 매출액 1,850억원(+41%YoY), 영업이익 30억원(-77%YoY) 수준 추정. 마진 낮은 도입 백신 영향으로 매출액 고성장세 유지되었으나 부문 수익성은 희석된 데에 일회성 비용 발생하며 부문 영업이익 큰 폭 감소, 전문의약품 및 H&B 실적 코로나19 영향으로부터 정상화 되면서 점진적인 수익성 회복 전망

### 주가전망 및 Valuation

- 연결 실체 이익 기여도 높았던 HKN의 수익성 회복과 내수 화장품 ODM 업황 회복되면서 실적 회복에 따른 주가 우상향 흐름 강화될 수 있을 것으로 판단. 이익 전망치 하향함에 따라 목표주가 63,000원으로 10% 하향 조정

### 요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2019	1,379	100	29	160	1,284	-34.3	36.8	2.3	14.9	6.4	0.7
2020	1,322	122	160	183	7,004	445.3	7.3	1.9	12.2	29.3	0.7
2021F	1,624	88	51	144	2,245	-67.9	22.0	1.7	15.5	8.0	0.8
2022F	1,734	123	75	188	3,272	45.7	15.1	1.6	11.6	10.8	0.8
2023F	1,843	143	86	205	3,751	14.7	13.2	1.4	10.2	11.2	0.8

\* K-IFRS 연결 기준

<표1> 한국콜마 2분기 잠정 실적

(단위: 십억원)

	분기실적			증감		당사 전망치		Consensus	
	2Q20	1Q21	2Q21P	(YoY)	(QoQ)	2Q21	Diff.	2Q21	Diff.
매출액	280	395	413	47.4%	4.5%	405	1.9%	402	2.6%
영업이익	21	24	21	1.5%	-11.2%	30	-28.9%	28	-25.1%
세전이익	13	19	15	16.6%	-20.3%	23	-34.1%	19	-18.6%
지배귀속순이익	9	12	13	44.2%	8.1%	15	-13.5%	14	-8.7%

자료 : 한국콜마, Fnguide, 현대차증권 추정치

주: 1) 2020년 2분기 세전이익과 지배귀속순이익은 20년 2분기 영업양도 공시된 한국콜마 별도법인 매각예정 제약사업부문 손익 영향 반영

2) K-IFRS 연결 기준

3) 2020년 2분기 세전이익은 계속사업이익과 중단사업이익 합계금액

<표2> 한국콜마 상세 실적 전망

(단위: 십억원)

	1Q 20	2Q 20	3Q 20	4Q 20	1Q 21	2Q 21P	3Q 21F	4Q 21F	2019	2020	2021F	2022F
<b>연결 매출</b>	<b>333.3</b>	<b>322.1</b>	<b>317.6</b>	<b>349.0</b>	<b>395.3</b>	<b>412.8</b>	<b>372.2</b>	<b>444.0</b>	<b>1,540.7</b>	<b>1,321.9</b>	<b>1,624.4</b>	<b>1733.9</b>
콜마 별도	172.6	160.9	138.2	137.5	172.4	170.2	142.1	154.0	854.6	609.2	638.8	672.9
화장품	172.6	160.9	138.2	137.5	172.4	170.2	142.1	154.0	664.1	609.2	638.8	672.9
국내	164.5	150.9	128.7	129.2	159.8	167.9	131.9	144.1	622.8	573.3	603.7	635.1
수출	8.1	10.0	9.5	8.3	12.6	2.3	10.2	10.0	41.3	35.9	35.1	37.8
중국	12.6	21.2	17.0	20.9	30.5	40.9	28.3	39.7	77.0	71.6	139.4	152.8
북경	5.8	7.9	4.4	4.2	6.1	8.3	4.6	4.6	55.5	22.3	23.6	24.8
무석	6.8	13.3	12.6	16.7	24.4	32.5	23.8	35.1	21.5	49.3	115.8	128.0
미국	18.2	14.6	16.4	13.5	15.7	17.9	19.5	16.1	87.2	62.7	69.3	73.6
PTP	10.0	6.7	8.3	4.5	4.8	6.1	8.7	5.3	50.9	29.5	24.9	27.0
CSR	8.2	7.9	8.2	9.0	10.9	11.8	10.8	10.8	36.3	33.2	44.3	46.6
HKN	132.8	130.9	150.1	183.3	186.8	185.0	187.7	238.3	542.6	597.1	797.7	857.6
<b>%YoY</b>												
연결 매출	-12.4%	-21.4%	-12.0%	-10.4%	18.6%	28.1%	17.2%	27.2%	13.5%	-14.2%	22.9%	6.7%
콜마 별도	-21.9%	-32.8%	-25.7%	-34.0%	-0.1%	5.8%	2.9%	12.0%	-4.2%	-28.7%	4.9%	5.3%
화장품	-1.2%	-16.2%	-0.9%	-13.0%	-0.1%	5.8%	2.9%	12.0%	-4.8%	-8.3%	4.9%	5.3%
국내	1.3%	-17.1%	-1.3%	-12.6%	-2.9%	11.3%	2.5%	11.5%	-2.6%	-7.9%	5.3%	5.2%
수출	-34.1%	1.0%	5.6%	-17.8%	55.6%	-77.0%	7.7%	20.0%	-28.5%	-13.1%	-2.3%	7.7%
중국	-28.8%	0.1%	2.2%	-2.8%	142.1%	92.5%	67.9%	89.9%	2.7%	-7.0%	94.7%	9.6%
북경	-61.6%	-51.2%	-61.6%	-66.9%	5.2%	4.6%	4.9%	10.0%	-25.4%	-59.8%	5.8%	5.0%
무석	161.5%	170.9%	142.2%	89.8%	258.8%	145.2%	90.0%	110.0%	3483.3%	129.2%	134.9%	10.5%
미국	-19.1%	-45.5%	-23.2%	-18.7%	-13.7%	23.1%	18.7%	19.5%	-1.1%	-28.1%	10.5%	6.2%
PTP	-28.1%	-59.2%	-32.2%	-46.4%	-52.0%	-8.8%	5.0%	18.5%	-8.5%	-42.1%	-15.4%	8.5%
CSR	-4.7%	-23.6%	-11.3%	9.8%	32.9%	50.3%	32.5%	20.0%	11.3%	-8.5%	33.4%	5.0%
HKN	5.2%	3.0%	5.8%	24.4%	40.7%	41.3%	25.0%	30.0%	61.9%	10.1%	33.6%	7.5%
별도 영업이익	12.7	18.8	11.8	7.1	15.7	19.8	11.4	12.3	58.0	50.4	59.2	55.2
%OPM	7.4%	11.7%	8.5%	5.2%	9.1%	11.6%	8.0%	8.0%	6.8%	8.3%	9.3%	8.2%
%YoY	-30.7%	-12.4%	98.3%	-41.9%	23.6%	5.8%	-3.3%	72.7%	-18.3%	-13.1%	17.5%	-6.8%
<b>연결 영업이익</b>	<b>23.6</b>	<b>27.2</b>	<b>18.9</b>	<b>52.0</b>	<b>24.0</b>	<b>21.3</b>	<b>15.6</b>	<b>27.2</b>	<b>117.8</b>	<b>121.7</b>	<b>88.1</b>	<b>123.2</b>
%OPM	7.1%	8.4%	6.0%	14.9%	6.1%	5.2%	4.2%	6.1%	7.6%	9.2%	5.4%	7.1%
%YoY	-25.5%	-28.5%	-6.5%	86.7%	1.6%	-21.3%	-17.7%	-47.7%	30.9%	3.3%	-27.6%	39.9%

자료 : 한국콜마, 현대차증권 추정치

주: 1) 2020년 2분기 영업양도 공시된 한국콜마 별도법인 제약사업부문 중단사업순익 분류 2020년 1분기 실적부터 소급 적용

2) K-IFRS 연결기준

(단위:십억원)					
포괄손익계산서	2019	2020	2021F	2022F	2023F
<b>매출액</b>	1,379	1,322	1,624	1,734	1,843
증가율 (%)	1.5	-4.1	22.8	6.8	6.3
<b>매출원가</b>	983	896	1,184	1,262	1,340
매출원가율 (%)	71.3	67.8	72.9	72.8	72.7
<b>매출총이익</b>	396	426	440	471	503
매출이익률 (%)	28.7	32.2	27.1	27.2	27.3
증가율 (%)	10.9	7.6	3.3	7.0	6.8
<b>판매관리비</b>	296	305	352	348	360
판매비율(%)	21.5	23.1	21.7	20.1	19.5
<b>EBITDA</b>	160	183	144	188	205
EBITDA 이익률 (%)	11.6	13.8	8.9	10.8	11.1
증가율 (%)	21.2	14.4	-21.3	30.6	9.0
<b>영업이익</b>	100	122	88	123	143
영업이익률 (%)	7.3	9.2	5.4	7.1	7.8
증가율 (%)	11.1	22.0	-27.9	39.8	16.3
<b>영업외손익</b>	-55	99	-23	-19	-24
금융수익	12	10	14	12	6
금융비용	61	52	36	30	29
기타영업외손익	-6	141	-1	-1	-1
종속/관계기업관련손익	0	0	0	0	0
<b>세전계속사업이익</b>	45	222	66	104	119
세전계속사업이익률	3.3	16.8	4.1	6.0	6.5
증가율 (%)	-18.2	393.3	-70.3	57.6	14.4
법인세비용	26	77	14	23	26
계속사업이익	19	145	52	81	93
중단사업이익	14	16	0	0	0
<b>당기순이익</b>	34	161	52	81	93
당기순이익률 (%)	2.5	12.2	3.2	4.7	5.0
증가율 (%)	-8.1	373.5	-67.7	55.8	14.8
지배주주지분 순이익	29	160	51	75	86
비지배주주지분 순이익	5	0	0	6	7
기타포괄이익	-1	0	2	0	0
총포괄이익	33	161	53	81	93

(단위:십억원)					
현금흐름표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	165	121	65	143	152
당기순이익	34	161	52	81	93
유형자산 상각비	46	49	46	52	49
무형자산 상각비	15	13	10	12	12
외환손익	-1	2	1	0	0
운전자본의 감소(증가)	39	-39	-11	-2	-2
기타	32	-65	-33	0	0
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	-151	246	-328	-74	-35
투자자산의 감소(증가)	-2	-3	-2	-0	-1
유형자산의 감소	1	1	0	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-74	-119	-52	-31	-31
기타	-76	367	-274	-43	-3
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	28	-110	-62	-69	-73
차입금의 증가(감소)	-169	-72	-54	-53	-58
사채의증가(감소)	90	50	-78	9	-43
자본의 증가	12	0	0	0	0
배당금	-7	-8	-8	-9	-9
기타	102	-80	78	-16	37
<b>기타현금흐름</b>	0	1	-0	0	0
<b>현금의증가(감소)</b>	42	259	-325	-0	44
기초현금	77	119	377	53	52
기말현금	119	377	53	52	96

\* K/FRS 연결 기준

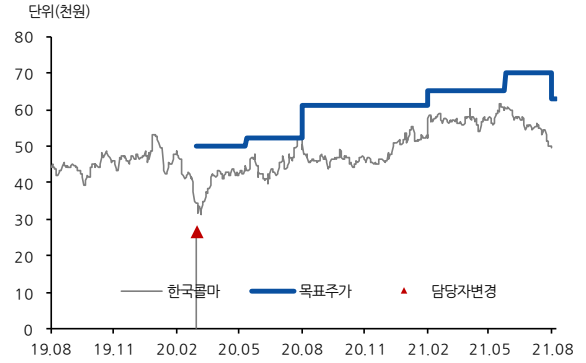
(단위:십억원)					
재무상태표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
<b>유동자산</b>	646	775	807	844	931
현금성자산	119	377	53	52	96
단기투자자산	18	7	50	53	57
매출채권	224	184	277	295	316
채고자산	161	149	196	209	225
기타유동자산	26	59	32	34	37
<b>비유동자산</b>	1,754	1,714	1,739	1,745	1,715
유형자산	467	473	473	451	432
무형자산	1,138	1,094	1,117	1,145	1,132
투자자산	17	22	24	24	25
기타비유동자산	132	125	125	125	126
<b>기타금융업자산</b>	0	0	0	0	0
<b>자산총계</b>	2,400	2,490	2,546	2,590	2,646
<b>유동부채</b>	707	687	825	833	898
단기차입금	81	184	148	121	98
매입채무	113	97	178	189	203
유동성장기부채	329	167	285	294	352
기타유동부채	184	239	214	229	245
<b>비유동부채</b>	845	804	685	648	555
사채	249	300	221	230	187
장기차입금	490	418	364	311	254
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	106	86	100	107	114
<b>기타금융업부채</b>	0	0	0	0	0
<b>부채총계</b>	1,552	1,490	1,509	1,481	1,453
<b>지배주주지분</b>	471	623	661	727	804
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	228	228	228	228	228
자본조정 등	0	-0	0	0	0
기타포괄이익누계액	-0	2	3	3	3
이익잉여금	232	382	418	484	561
<b>비지배주주지분</b>	377	376	376	382	389
<b>자본총계</b>	848	999	1,037	1,109	1,193

(단위:원, 배, %)					
주요투자지표	2019	2020	2021F	2022F	2023F
EPS(당기순이익 기준)	1,487	7,017	2,262	3,529	4,047
EPS(지배순이익 기준)	1,284	7,004	2,245	3,272	3,751
BPS(자본총계 기준)	37,055	43,671	45,314	48,458	52,120
BPS(지배지분 기준)	20,601	27,257	28,861	31,747	35,114
DPS	330	345	385	385	385
P/E(당기순이익 기준)	31.8	7.3	21.9	14.0	12.2
P/E(지배순이익 기준)	36.8	7.3	22.0	15.1	13.2
P/B(자본총계 기준)	1.3	1.2	1.1	1.0	0.9
P/B(지배지분 기준)	2.3	1.9	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA(Reported)	14.9	12.2	15.5	11.6	10.2
배당수익률	0.7	0.7	0.8	0.8	0.8
<b>성장성 (%)</b>					
EPS(당기순이익 기준)	-12.5	371.9	-67.8	56.0	14.7
EPS(지배순이익 기준)	-34.3	445.3	-67.9	45.7	14.7
<b>수익성 (%)</b>					
ROE(당기순이익 기준)	4.1	17.4	5.1	7.5	8.0
ROE(지배순이익 기준)	6.4	29.3	8.0	10.8	11.2
ROA	1.5	6.6	2.1	3.1	3.5
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	183.1	149.1	145.6	133.5	121.9
순차입금비율	109.2	69.8	70.4	60.1	46.5
이자보상배율	1.9	3.3	3.2	4.7	5.7

▶ 투자 의견 및 목표주가 추이

일자	투자 의견	목표주가	과리율(%)	
			평균	최고/최저
2020.03.17	BUY	50,000	-19.25	-11.10
2020.05.29	BUY	52,000	-13.76	0.77
2020.08.18	BUY	61,000	-21.45	-9.34
2021.02.18	BUY	65,000	-11.56	-4.92
2021.06.11	BUY	70,000	-20.21	-13.57
2021.08.18	BUY	63,000		

▶ 최근 2년간 한국콜마 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자자 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자 정혜진의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자 의견 분류

- ▶ 업종 투자 의견 분류 현대차증권의 업종투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.
  - OVERWEIGHT: 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
  - NEUTRAL: 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
  - UNDERWEIGHT: 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

- ▶ 현대차증권의 종목투자 의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.
  - BUY: 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
  - MARKETPERFORM(M.PERFORM): 추천일 종가대비 초과수익률 -15% ~ +15%P 이내
  - SELL: 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2020.07.01~2021.06.30)

투자등급	건수	비율(%)
매수	150건	90.4%
보유	16건	9.6%
매도	0건	0%

- 본 조사항목은 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.