

2020. 8. 18



▲ 화장품/섬유이복

Analyst **하누리**
02. 6454-4892
nuri.ha@meritz.co.kr

RA **정은수**
02. 6454-4887
esjung@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **60,000 원**

현재주가 (8.14) **52,300 원**

상승여력 **14.7%**

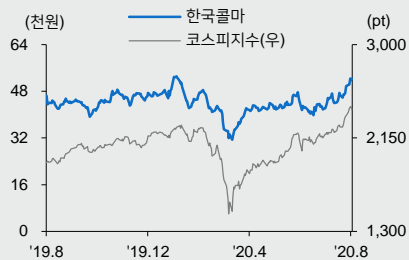
KOSPI	2,407.49pt
시가총액	11,967억원
발행주식수	2,288만주
유동주식비율	69.61%
외국인비중	25.52%
52주 최고/최저가	53,200원/31,400원
평균거래대금	162.1억원

주요주주(%)

한국콜마홀딩스 외 36 인	30.39
국민연금공단	12.21
NIHON KOLMAR	12.14

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	22.1	9.8	20.1
상대주가	10.7	2.3	-3.3

주가그래프



한국콜마 161890

2Q20 Review: 우려보다 기대

- ✓ 2Q20 매출액 3,221억원(-21%), 영업이익 272억원(-28%), 별도 제약 중단사업 반영
- ✓ ① 국내: 매출 부진 (∵ 코로나 및 역기저) vs. 수익성 개선 (∵ 고마진 채널 확대)
- ✓ ② 중국: 북경 -51% (∵ 물량 이관 영향), 무석 +171% (∵ 신규 수주 확대)
- ✓ ③ 북미: 코로나 영향 집중, PTP -59%, CSR -24%
- ✓ 국내 성장 전환 + 중국 비용 제거 및 '애터미' 낙수효과 기대 = 매수 접근 추천

2Q20 역기저 부담

한국콜마는 2분기 매출액 3,221억원(-21.4% YoY, 이하 YoY), 영업이익 272억원(-28.4%), 순이익 85억원(-38.3%)을 기록하면서, 시장 기대치를 벗어났다. 별도 제약 사업부 실적이 제거된 영향이다(중단사업손익으로 반영, 3Q20E 매각 완료 예상).

[화장품] ① 국내: 매출액 1,541억원(-19.8%), 영업이익 170억원(+20.6%)을 실현했다. 매출은 다소 부진했으나(∵ 코로나 및 역기저), 수익성은 크게 개선되었다(∵ 고마진 채널 비중 확대). ② 중국: 북경은 물량 이관 영향으로 -51.2%, 무석은 신규 수주 확대로 +170.9% 신장했다. 2Q20 무석 매출의 신규 고객 비중은 60%로 이관 물량(40%)을 넘어선 것으로 파악된다. ③ 북미: PTP(-59.2%)와 CSR(-23.6%) 모두 크게 줄었다. 코로나 영향이 집중된 탓이다.

[의약품] HKN: 매출액과 영업이익으로 각각 1,309억원(+3.0%), 128억원(-23.2%)을 기록했다. 제품 믹스 훼손(= 고마진 '컨디션' 매출 감소)으로 감익 폭이 컸다.

투자의견 Buy 유지, 적정주가 60,000원으로 상향

한국콜마에 대한 투자의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 60,000원으로 +13% 상향한다. 실적 예상치를 조정했다(EPS 변동: 2020E +25.9%, 2021E +18.6%). 매수 접근을 추천한다. ① 국내: 역기저 반성이 완료, 3분기를 기점으로 성장 전환할 전망이다(2H20E +12%). 고수익처 집중 전략에 따른 마진율 상승 또한 유효하다(2H20E +5.7%p). ② 중국: 회계 처리 및 인력 채용 관련 일회성 비용이 축소(70억원 추산)되면서 증익을 이끌 전망이다. '애터미' 중국 진출에 따른 낙수효과 또한 열려있다. ③ 미국: 소독제 추가로 기존 고객사 수주 감소를 일부 상쇄할 것으로 본다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2018	1,357.9	90.0	42.3	1,954	-26.2	19,616	36.1	3.6	21.9	11.4	170.0
2019	1,540.7	117.8	29.1	1,285	-12.5	20,601	36.8	2.3	13.7	6.4	183.1
2020E	1,410.9	115.5	41.4	1,811	39.7	21,820	28.9	2.4	14.8	8.5	160.6
2021E	1,474.5	124.0	54.2	2,367	15.8	23,857	22.1	2.2	13.7	10.4	142.4
2022E	1,555.5	134.8	64.5	2,818	44.1	26,346	18.6	2.0	12.8	11.2	123.7

표1 한국콜마 2Q20 실적 Review

(십억원, %, %p)	2Q20	2Q19	(% YoY)	1Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	322.1	409.8	-21.4	375.3	-14.2	396.6	-18.8	382.2	-15.7
영업이익	27.2	38.0	-28.4	29.9	-8.9	32.2	-15.4	30.5	-10.7
순이익	8.5	13.8	-38.3	12.4	-31.5	10.8	-21.2	9.6	-11.3
영업이익률	8.5	9.3	-0.8	8.0	0.5	8.1	0.3	8.0	0.5

표2 한국콜마 실적 추정치 변경

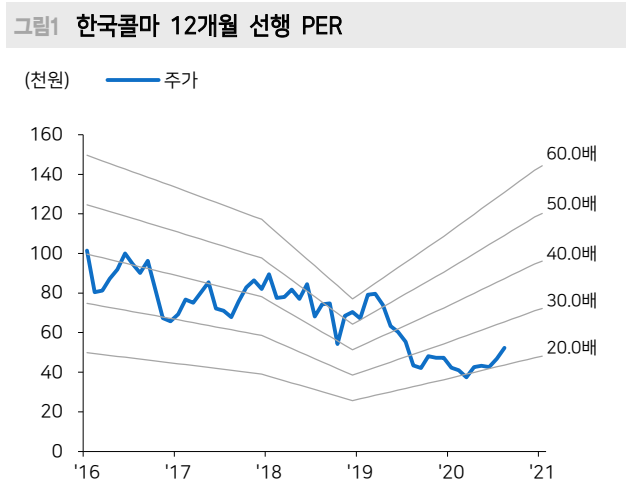
(십억원, %)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		Consensus	
	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F	2020F	2021F
매출액	1,411	1,475	1,493	1,517	-5.5	-2.8	1,610	1,733
영업이익	115	124	116	117	-0.3	6.0	135	162
순이익	45	55	36	46	25.9	18.6	69	76

자료: 메리츠증권 리서치센터

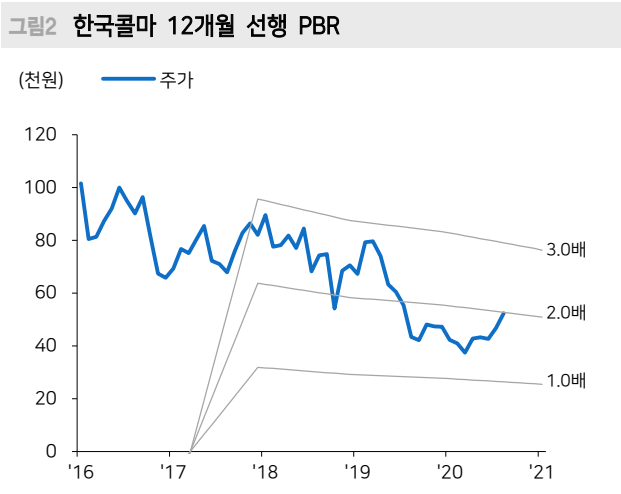
표3 한국콜마 적정주가 산출

구분	2021E EPS(원)	Target PER(배)	적정가치	비고
본업: EPS	2,367		59,532	
1) 화장품	1,742	25	45,140	글로벌 화장품 Peer 평균 대비 30% 할인 적용
2) 제약 (HKN)	626	23	14,392	국내 의약품 Peer 평균 대비 30% 할인 적용
적정주가 (원)			60,000	반올림
현재주가 (원)			52,300	
상승여력 (%)			14.7	
Implied PER			25.3	

자료: 메리츠증권 리서치센터



자료: 메리츠증권 리서치센터



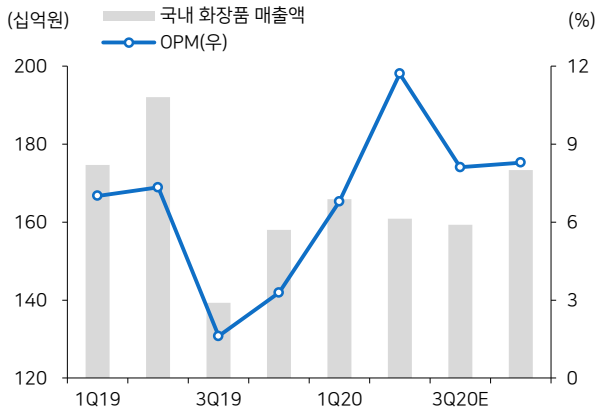
자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 한국콜마 실적 추이 및 전망 (공시 기준, 3Q20E 별도 제약 사업부 매각 완료)

(십억원, %, %p)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
매출액	380.6	409.8	360.9	389.4	375.3	322.1	341.2	372.3	1,540.7	1,410.9	1,474.5
국내	220.9	239.5	185.9	208.3	215.5	160.9	159.3	173.3	854.6	709.0	700.1
화장품	174.7	192.1	139.3	158.0	165.9	154.1	159.3	173.3	664.1	652.7	700.1
의약품	46.2	47.5	46.5	50.3	49.6	-	-	-	190.5	100.1	-
중국	17.7	21.2	16.6	21.5	12.6	21.2	22.3	28.5	77.0	84.6	104.9
북경	15.1	16.3	11.4	12.7	5.8	7.9	9.2	10.8	55.5	33.6	36.4
무석	2.6	4.9	5.2	8.9	6.8	13.3	13.2	17.7	21.5	50.9	68.5
미국	22.5	26.7	21.5	16.6	18.2	14.5	15.2	18.5	87.3	66.4	74.2
PTP	13.9	16.4	12.2	8.4	10.0	6.7	7.3	10.1	51.0	34.1	39.1
CSR	8.6	10.3	9.2	8.2	8.2	7.9	7.9	8.4	36.3	32.3	35.1
HKN	126.3	127.1	141.9	147.4	132.8	130.9	149.0	156.2	542.6	568.9	614.5
매출총이익	109.5	114.3	104.0	104.5	107.6	99.9	101.7	105.5	432.3	414.7	437.8
매출총이익률	28.8	27.9	28.8	26.8	28.7	31.0	29.8	28.3	28.1	29.4	29.7
영업이익	31.7	38.0	20.2	27.8	29.9	27.2	24.2	34.1	117.8	115.5	124.0
영업이익률	8.3	9.3	5.6	7.2	8.0	8.5	7.1	9.2	7.6	8.2	8.4
국내	18.3	21.5	5.9	12.3	19.0	18.8	12.9	14.4	58.0	65.1	60.3
화장품	12.2	14.1	2.2	5.2	11.3	17.0	12.9	14.4	33.8	55.6	60.3
의약품	6.1	7.4	3.7	7.1	7.7	-	-	-	24.2	13.4	-
해외	-4.3	-0.1	-5.6	-7.8	-7.7	-4.4	-5.1	-2.1	-17.9	-19.3	-16.9
HKN	17.7	16.7	19.9	23.4	18.6	12.8	16.4	21.9	77.7	69.7	80.7
순이익	14.2	13.8	2.7	-1.6	12.4	8.5	7.7	12.8	29.1	41.4	54.2
순이익률	3.7	3.4	0.8	-0.4	3.3	2.6	2.3	3.4	1.9	2.9	3.7
(% YoY)											
매출액	56.9	13.8	-3.8	2.5	-1.4	-21.4	-5.5	-4.4	13.5	-8.4	4.5
국내	6.0	-2.6	-16.3	-3.3	-2.4	-32.8	-14.3	-16.8	-4.2	-17.0	-1.3
화장품	11.7	-0.5	-21.5	-7.3	-5.0	-19.8	14.4	9.7	-4.8	-1.7	7.3
의약품	-11.1	-10.1	4.3	11.9	7.3	-	-	-	-2.0	-47.5	-
중국	12.0	-2.7	-9.8	12.9	-28.8	0.2	34.4	32.3	2.6	9.9	24.0
북경	-4.4	-25.2	-37.8	-31.5	-61.7	-51.2	-20.0	-15.0	-25.5	-39.3	8.2
무석	-	-	-	1,487.6	162.7	170.9	155.0	100.0	3,757.7	136.9	34.4
미국	1.5	23.6	0.7	-28.0	-19.4	-45.5	-29.2	11.6	-1.0	-23.9	11.7
PTP	-1.9	22.5	-8.9	-42.4	-28.4	-59.2	-40.0	20.0	-8.3	-33.1	14.6
CSR	7.4	25.5	17.0	-3.2	-4.8	-23.6	-15.0	3.0	11.5	-10.9	8.6
HKN	-	58.9	14.5	12.5	5.2	3.0	5.0	6.0	61.9	4.9	8.0
영업이익	76.4	54.8	160.0	-29.8	-5.7	-28.4	19.8	22.5	30.9	-2.0	7.4
영업이익률	0.9	2.5	3.5	-3.3	-0.4	-0.8	1.5	2.0	1.0	0.5	0.2
국내 화장품	40.2	3.2	-75.6	-63.4	-8.0	20.6	474.9	176.4	-26.2	64.5	8.5
해외 화장품	적전	적전	-685.6	-103.6	-77.9	-3,498.2	9.4	72.8	-481.5	-8.1	12.6
HKN	-	944.2	흑전	-0.6	5.2	-23.2	-17.6	-6.6	252.6	-10.3	15.7
순이익	7.1	-4.0	-48.9	-38.4	3.5	-12.2	118.1	16.9	-18.3	12.3	-7.4

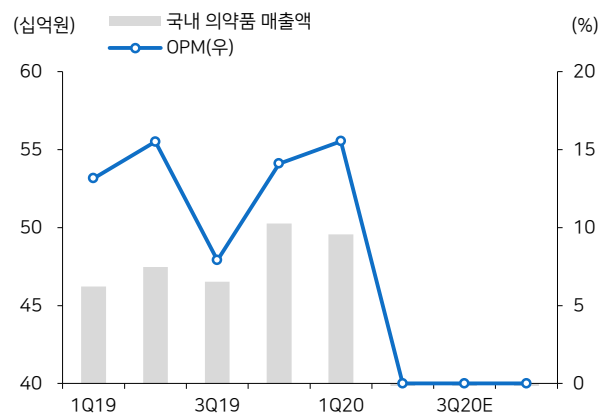
주: 2Q20 국내 별도 매출액(공시 기준) 100% 화장품으로 적용
 자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

그림3 한국콜마 국내 화장품 실적 추이



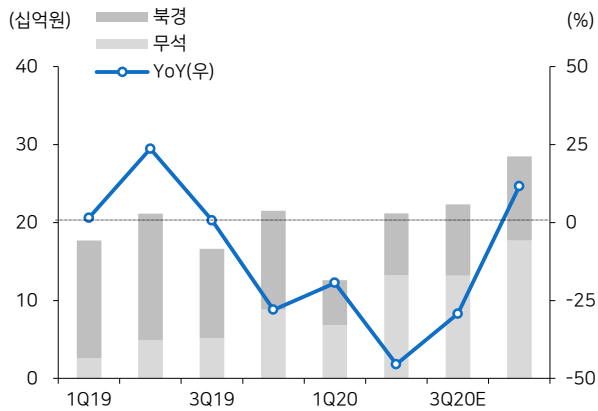
자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

그림4 한국콜마 국내 의약품 실적 추이 (3Q20E 매각 완료)



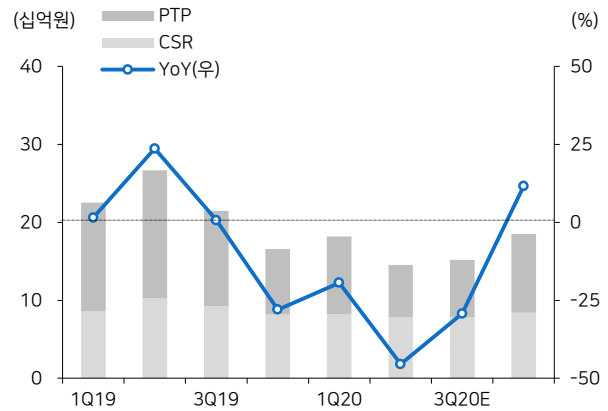
자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

그림5 한국콜마 중국 화장품 실적 추이



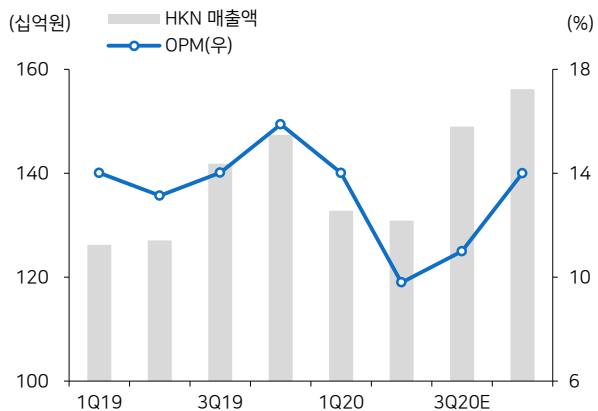
자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

그림6 한국콜마 북미 화장품 실적 추이



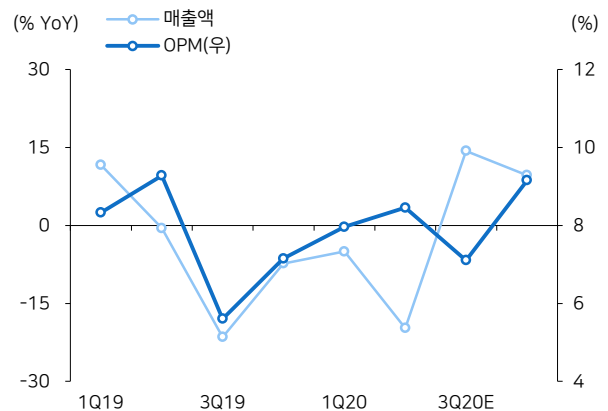
자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

그림7 한국콜마 HKN 실적 추이



자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

그림8 한국콜마 분기별 매출성장률 및 영업이익률



자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

한국콜마 (161890)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
매출액	1,357.9	1,540.7	1,410.9	1,474.5	1,555.5
매출액증가율 (%)	65.3	13.5	-8.4	4.5	5.5
매출원가	1,000.9	1,108.5	996.3	1,036.8	1,088.6
매출총이익	357.0	432.3	414.7	437.8	466.9
판매관리비	267.0	314.5	299.2	313.7	332.1
영업이익	90.0	117.8	115.5	124.0	134.8
영업이익률	6.6	7.6	8.2	8.4	8.7
금융손익	-31.5	-48.3	-42.4	-41.5	-18.2
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-3.1	-6.1	-6.0	-6.1	-6.5
세전계속사업이익	55.4	63.4	67.1	76.4	110.1
법인세비용	18.6	29.8	22.4	21.4	30.8
당기순이익	36.8	33.6	47.5	55.0	79.3
지배주주지분 순이익	42.3	29.1	41.4	54.2	64.5

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	62.8	164.8	70.5	182.1	129.5
당기순이익(손실)	36.8	33.6	47.5	55.0	79.3
유형자산상각비	31.2	46.0	53.7	50.5	45.6
무형자산상각비	10.8	14.6	5.3	2.1	2.1
운전자본의 증감	-30.2	39.4	-36.1	74.5	2.5
투자활동 현금흐름	-1,293.2	-150.7	28.4	-10.8	-30.3
유형자산의증가(CAPEX)	-79.2	-73.7	-66.2	-14.0	-30.0
투자자산의감소(증가)	-12.7	0.1	-1.2	-0.2	-0.2
재무활동 현금흐름	1,293.7	27.7	-134.9	-154.6	-84.6
차입금의 증감	908.9	122.5	-127.9	-147.0	-77.0
자본의 증가	100.0	12.4	0.4	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	62.2	42.1	-34.4	16.8	14.6
기초현금	14.3	76.5	118.6	84.2	100.9
기말현금	76.5	118.6	84.2	100.9	115.6

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
유동자산	555.2	646.0	524.4	517.2	522.4
현금및현금성자산	76.5	118.6	84.2	100.9	115.6
매출채권	199.7	223.9	232.8	223.5	219.5
재고자산	176.8	160.7	163.9	152.4	146.3
비유동자산	1,631.2	1,754.3	1,768.4	1,730.0	1,712.5
유형자산	421.3	466.9	487.4	450.8	435.2
무형자산	1,150.7	1,138.4	1,134.5	1,132.5	1,130.4
투자자산	17.0	16.9	18.1	18.3	18.5
자산총계	2,186.4	2,400.3	2,292.7	2,247.2	2,234.9
유동부채	517.3	707.4	532.1	578.5	559.0
매입채무	111.8	113.2	110.9	113.2	114.3
단기차입금	152.2	80.6	0.0	0.0	0.0
유동성장기부채	136.1	328.9	257.5	252.5	242.5
비유동부채	859.3	845.0	880.9	741.5	677.0
사채	159.8	249.4	299.3	237.3	199.3
장기차입금	658.8	489.6	481.6	401.6	372.6
부채총계	1,376.6	1,552.4	1,413.0	1,320.0	1,235.9
자본금	11.2	11.4	11.4	11.4	11.4
자본잉여금	215.7	227.9	228.3	228.3	228.3
기타포괄이익누계액	-1.8	-0.3	0.9	0.9	0.9
이익잉여금	213.2	232.4	258.7	305.3	362.3
비지배주주지분	371.5	376.5	380.4	381.3	396.1
자본총계	809.8	847.9	879.7	927.2	998.9

Key Financial Data

	2018	2019	2020E	2021E	2022E
주당데이터(원)					
SPS	62,702	68,107	61,663	64,442	67,980
EPS(지배주주)	1,954	1,285	1,811	2,367	2,818
CFPS	6,465	8,531	7,735	7,272	8,388
EBITDAPS	6,095	7,886	7,623	7,720	7,977
BPS	19,616	20,601	21,820	23,857	26,346
DPS	330	330	330	330	330
배당수익률(%)	0.5	0.7	0.6	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	36.1	36.8	28.9	22.1	18.6
PCR	10.9	5.5	6.8	7.2	6.2
PSR	1.1	0.7	0.8	0.8	0.8
PBR	3.6	2.3	2.4	2.2	2.0
EBITDA	132.0	178.4	174.4	176.7	182.5
EV/EBITDA	21.9	13.7	14.8	13.7	12.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	11.4	6.4	8.5	10.4	11.2
EBITDA 이익률	9.7	11.6	12.4	12.0	11.7
부채비율	170.0	183.1	160.6	142.4	123.7
금융비용부담률	2.5	3.5	3.3	2.6	2.3
이자보상배율(x)	2.7	2.2	2.5	3.2	3.7
매출채권회전율(x)	7.6	7.3	6.2	6.5	7.0
재고자산회전율(x)	9.6	9.1	8.7	9.3	10.4

Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 해당 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2019년 9월 16일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미	
추천기준일	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
직전 1개월간	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
증가대비 3등급	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	Neutral (중립)	
	Underweight (비중축소)	

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	78.8%
중립	21.2%
매도	0.0%

2020년 6월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한국콜마 (161890) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.08.16	기업브리프	Buy	90,000	양지혜	-24.1	-12.2	
2018.11.15	기업브리프	Buy	77,000	양지혜	-13.6	-7.9	
2019.02.14	기업브리프	Buy	84,000	양지혜	-15.6	-2.0	
2019.07.15	기업브리프	Buy	76,000	양지혜	-30.2	-23.7	
2019.08.16	기업브리프	Buy	65,000	양지혜	-32.3	-30.0	
2019.09.27	기업브리프	Buy	56,000	양지혜	-18.9	-13.2	
2019.12.31				담당자 변경			
2020.04.22	산업분석	Buy	53,000	하누리	-16.6	-1.1	
2020.08.18	기업브리프	Buy	60,000	하누리	-	-	