



## ▶ 화장품/섬유의복

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

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

**Buy**

<b>적정주가 (12개월)</b>	<b>60,000 원</b>
<b>현재주가 (10.5)</b>	<b>47,000 원</b>
<b>상승여력</b>	<b>27.7%</b>
KOSPI	2,358.00pt
시가총액	10,754억원
발행주식수	2,288만주
유동주식비율	69.61%
외국인비중	25.24%
52주 최고/최저가	53,200원/31,400원
평균거래대금	129.2억원
<b>주요주주(%)</b>	
한국콜마홀딩스 외 36 인	30.39
NIHON KOLMAR	12.14
국민연금공단	11.75
<b>주가상승률(%)</b>	<b>1개월 6개월 12개월</b>
절대주가	1.8 22.1 19.7
상대주가	2.3 -10.7 2.6

**주가그래프**

(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	1,356.8	116.0	41.1	1,797	53.4	21,807	26.2	2.2	13.1	8.5	133.7
2021E	1,428.7	133.1	54.2	2,368	18.0	23,845	19.8	2.0	12.8	10.4	120.1
2022E	1,519.0	148.0	64.4	2,814	44.2	26,329	16.7	1.8	11.7	11.2	104.0

**한국콜마 161890****3Q20 Preview: 드디어 증익**

- 3Q20P: 매출액 3,314억원(-8.2% YoY, 이하 YoY), 영업이익 285억원(+41.0%),
- ① 국내: 고수익처 기여 확대 + 지정감사 비용 제거 = OPM +9.4%p
- ② 해외: 중국 손익 개선, 북미 판매 부진
- ③ HKN: 고마진 음료 판매 저조 → 제품 믹스 악화 → 마진 축소
- 애터미 해외 진출(매출↑) 및 중국 법인 BEP 달성(이익↑), 매수 접근 추천

**3Q20P 국내 역기저 부담 vs. 해외 코로나 영향**

한국콜마는 2020년 3분기 매출액 3,314억원(-8.2% YoY, 별도 제약사업부 제거 시 +5.4%; 이하 YoY), 영업이익 285억원(+41.0%), 순이익 75억원(+172.6%)을 기록할 것으로 예상한다. 오랜만에 두 자릿수 증익을 시현하겠다.

**[국내]** 매출액 1,502억원(+7.8%), 영업이익 165억원(+634.8%)을 추산한다. 6개 분기 만의 매출 성장이다. 애터미 중국 물량 추가가 주효했을 것으로 본다(3Q20E 150억 원). 영업이익률 또한 두 자리 수로 회복하겠다(OPM +9.4%p). 지정감사 비용(40억 원) 제거에 고수익처(디지털/애터미) 비중 확대를 감안했다.

**[중국]** 무석(132억원)과 북경(77억원) 매출액은 직전분기와 유사하겠다. 가동률 회복과 비용 감소로 손익은 개선될 전망이다(+45억원).

**[북미]** 영업 환경이 개선되고 있으나, 색조는 여전히 부진하다. CSR(-5.0%; 기초) 대비 PTP(-42.0%; 색조) 실적을 다소 보수적으로 접근한 이유이다.

**[HKN]** 매출액과 영업이익으로 각각 1,490억원(+5.0%), 164억원(-17.6%)을 예상한다. 제품 믹스 악화로 마진이 축소되겠다. 사회적 거리두기 영향으로 고마진 H&B 향 음료 판매가 원활하지 못했을 것으로 적용했다.

**투자의견 Buy 및 적정주가 60,000원 유지**

한국콜마에 대한 투자의견 Buy와 적정주가 60,000원을 유지한다. 화장품 본업에 의 실적 개선이 기대되는 바, 매수 접근을 추천한다. ① 애터미 중국향 물량 생산이 본격화된다. 애터미 인도(12월 진출 예상) 또한 신성장동력으로 작용하겠다. ② 콜마의 중국 법인도 돈 벌기 시작한다. 물량 확대(Q↑)와 비용 축소(C↓)에 기반한다. 법인별 BEP 도달 예상 시점은 북경 1Q21E, 무석 4Q21E이다.

표1 한국콜마 3Q20 실적 Preview

(십억원)	3Q20E	3Q19	(% YoY)	2Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	331.4	360.9	-8.2	280.2	18.3	369.1	-10.2
영업이익	28.5	20.2	41.1	20.9	36.4	28.2	1.1
지배순이익	7.5	2.7	177.8	8.5	-11.8	10.3	-27.2
영업이익률(%)	8.6	5.6	3.0	7.5	1.1	7.6	1.0

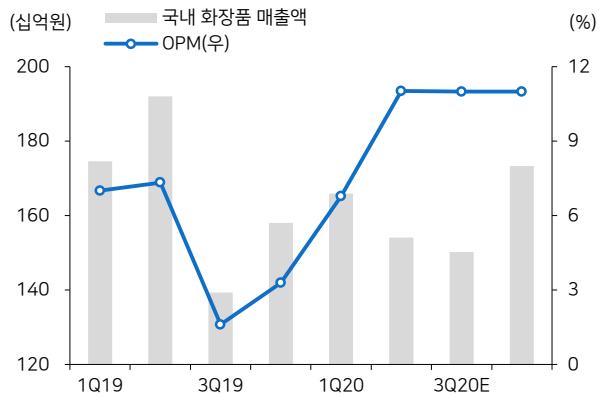
자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

표2 한국콜마 실적 추이 및 전망 (중단 사업 '별도 제약품' 제거 기준)

(십억원, %, %p)	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20	2Q20	3Q20E	4Q20E	2019	2020E	2021E
<b>매출액</b>	<b>380.6</b>	<b>409.8</b>	<b>360.9</b>	<b>389.4</b>	<b>375.3</b>	<b>280.2</b>	<b>331.4</b>	<b>369.8</b>	<b>1,540.7</b>	<b>1,356.7</b>	<b>1,428.7</b>
<b>국내</b>	220.9	239.5	185.9	208.3	215.5	154.1	150.2	173.3	854.6	693.2	690.5
화장품	174.7	192.1	139.3	158.0	165.9	154.1	150.2	173.3	664.1	643.6	690.5
의약품	46.2	47.5	46.5	50.3	49.6	-	-	-	190.5	49.6	-
<b>중국</b>	<b>17.7</b>	<b>21.2</b>	<b>16.6</b>	<b>21.5</b>	<b>12.6</b>	<b>21.2</b>	<b>20.8</b>	<b>27.8</b>	<b>77.0</b>	<b>82.5</b>	<b>110.7</b>
북경	15.1	16.3	11.4	12.7	5.8	7.9	7.7	10.1	55.5	31.5	34.3
무석	2.6	4.9	5.2	8.9	6.8	13.3	13.2	17.7	21.5	50.9	76.4
<b>미국</b>	<b>22.5</b>	<b>26.7</b>	<b>21.5</b>	<b>16.6</b>	<b>18.2</b>	<b>14.5</b>	<b>15.9</b>	<b>15.2</b>	<b>87.3</b>	<b>63.8</b>	<b>70.5</b>
PTP	13.9	16.4	12.2	8.4	10.0	6.7	7.1	6.7	51.0	30.5	34.4
CSR	8.6	10.3	9.2	8.2	8.2	7.9	8.8	8.4	36.3	33.3	36.1
<b>HKN</b>	<b>126.3</b>	<b>127.1</b>	<b>141.9</b>	<b>147.4</b>	<b>132.8</b>	<b>130.9</b>	<b>149.0</b>	<b>157.7</b>	<b>542.6</b>	<b>570.4</b>	<b>616.1</b>
<b>영업이익</b>	<b>31.7</b>	<b>38.0</b>	<b>20.2</b>	<b>27.8</b>	<b>29.9</b>	<b>20.9</b>	<b>28.5</b>	<b>36.6</b>	<b>117.8</b>	<b>116.0</b>	<b>133.1</b>
영업이익률	8.3	9.3	5.6	7.2	8.0	7.5	8.6	9.9	7.6	8.5	9.3
<b>국내</b>	<b>18.3</b>	<b>21.5</b>	<b>5.9</b>	<b>12.3</b>	<b>19.0</b>	<b>18.8</b>	<b>16.5</b>	<b>19.1</b>	<b>58.0</b>	<b>73.4</b>	<b>71.4</b>
화장품	12.2	14.1	2.2	5.2	11.3	17.0	16.5	19.1	33.8	63.8	71.4
의약품	6.1	7.4	3.7	7.1	7.7	-	-	-	24.2	13.4	-
<b>해외</b>	<b>-4.3</b>	<b>-0.1</b>	<b>-5.6</b>	<b>-7.8</b>	<b>-7.7</b>	<b>-10.7</b>	<b>-4.4</b>	<b>-2.9</b>	<b>-17.9</b>	<b>-25.8</b>	<b>-17.5</b>
<b>HKN</b>	<b>17.7</b>	<b>16.7</b>	<b>19.9</b>	<b>23.4</b>	<b>18.6</b>	<b>12.8</b>	<b>16.4</b>	<b>20.5</b>	<b>77.7</b>	<b>68.3</b>	<b>79.2</b>
<b>순이익</b>	<b>14.2</b>	<b>13.8</b>	<b>2.7</b>	<b>-1.6</b>	<b>12.4</b>	<b>8.5</b>	<b>7.5</b>	<b>12.7</b>	<b>29.1</b>	<b>41.1</b>	<b>54.2</b>
순이익률	3.7	3.4	0.8	-0.4	3.3	3.0	2.3	3.4	1.9	3.0	3.8
<b>(% YoY)</b>											
<b>매출액</b>	<b>56.9</b>	<b>13.8</b>	<b>-3.8</b>	<b>2.5</b>	<b>-1.4</b>	<b>-31.6</b>	<b>-8.2</b>	<b>-5.0</b>	<b>13.5</b>	<b>-11.9</b>	<b>5.3</b>
<b>국내</b>	<b>6.0</b>	<b>-2.6</b>	<b>-16.3</b>	<b>-3.3</b>	<b>-2.4</b>	<b>-35.7</b>	<b>-19.2</b>	<b>-16.8</b>	<b>-4.2</b>	<b>-18.9</b>	<b>-0.4</b>
화장품	11.7	-0.5	-21.5	-7.3	-5.0	-19.8	7.8	9.7	-4.8	-3.1	7.3
의약품	-11.1	-10.1	4.3	11.9	7.3	-	-	-	-2.0	-74.0	-
<b>국내</b>	<b>12.0</b>	<b>-2.7</b>	<b>-9.8</b>	<b>12.9</b>	<b>-28.8</b>	<b>0.2</b>	<b>25.5</b>	<b>29.4</b>	<b>2.6</b>	<b>7.1</b>	<b>34.3</b>
북경	-4.4	-25.2	-37.8	-31.5	-61.7	-51.2	-33.0	-20.0	-25.5	-43.2	8.8
무석	-	-	-	1,487.6	162.7	170.9	155.0	100.0	3,757.7	136.9	50.0
<b>미국</b>	<b>1.5</b>	<b>23.6</b>	<b>0.7</b>	<b>-28.0</b>	<b>-19.4</b>	<b>-45.5</b>	<b>-26.1</b>	<b>-8.7</b>	<b>-1.0</b>	<b>-27.0</b>	<b>10.5</b>
PTP	-1.9	22.5	-8.9	-42.4	-28.4	-59.2	-42.0	-20.0	-8.3	-40.2	12.7
CSR	7.4	25.5	17.0	-3.2	-4.8	-23.6	-5.0	3.0	11.5	-8.4	8.6
<b>HKN</b>	-	<b>58.9</b>	<b>14.5</b>	<b>12.5</b>	<b>5.2</b>	<b>3.0</b>	<b>5.0</b>	<b>7.0</b>	<b>61.9</b>	<b>5.1</b>	<b>8.0</b>
<b>영업이익</b>	<b>76.4</b>	<b>54.8</b>	<b>160.0</b>	<b>-29.8</b>	<b>-5.7</b>	<b>-45.0</b>	<b>41.0</b>	<b>31.6</b>	<b>30.9</b>	<b>-1.6</b>	<b>14.8</b>
국내 화장품	40.2	3.2	-75.6	-63.4	-8.0	20.6	634.8	266.7	-26.2	89.0	11.9
해외 화장품	적전	적전	-685.6	-103.6	-77.9	적지	적지	적지	-481.5	적지	적지
HKN	-	944.2	흑전	-0.6	5.2	-23.2	-17.6	-12.4	252.6	-12.1	15.9
<b>순이익</b>	<b>7.7</b>	<b>-11.1</b>	<b>흑전</b>	<b>적전</b>	<b>-12.4</b>	<b>-38.3</b>	<b>172.6</b>	<b>흑전</b>	<b>-31.3</b>	<b>41.5</b>	<b>31.8</b>

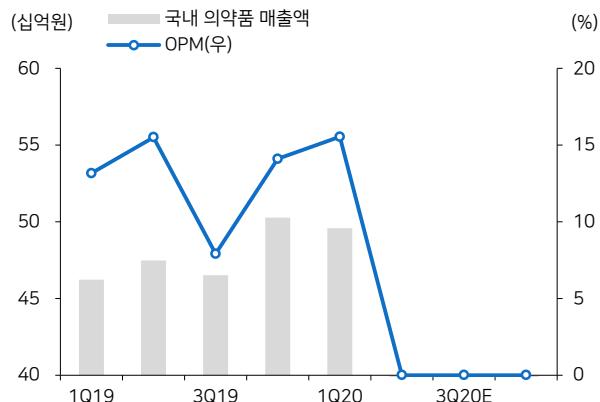
주: 2Q20 국내 별도 매출액(공시 기준) 100% 화장품으로 적용. 자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

그림1 한국콜마 국내 화장품 실적 추이



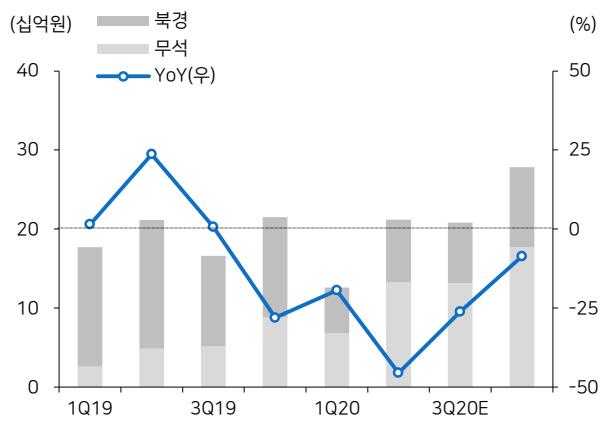
자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

그림2 한국콜마 국내 의약품 실적 추이 (3Q20E 매각 완료)



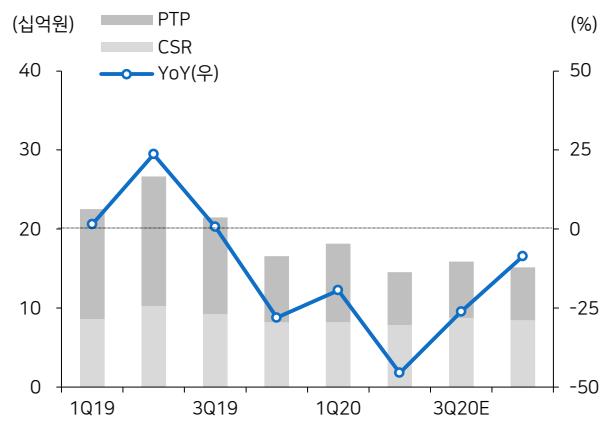
자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

그림3 한국콜마 중국 화장품 실적 추이



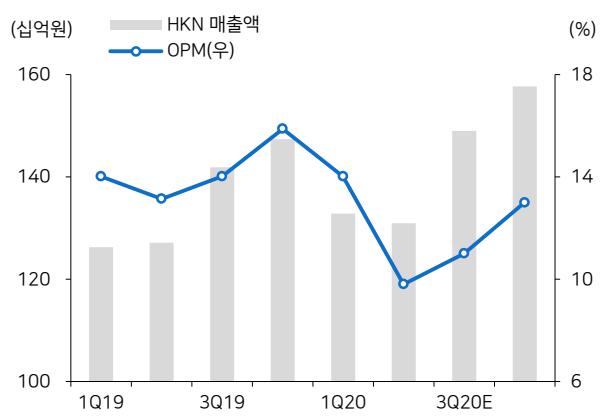
자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

그림4 한국콜마 북미 화장품 실적 추이



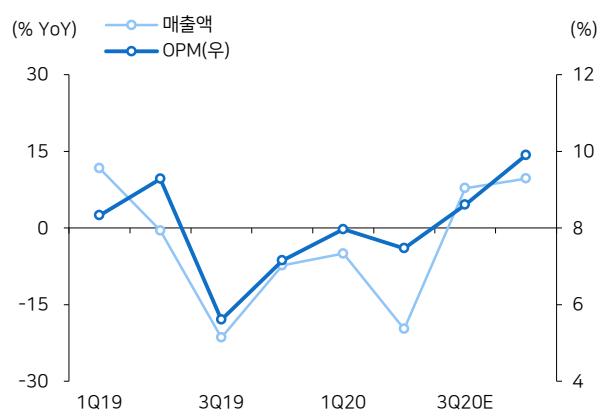
자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

그림5 한국콜마 HKN 실적 추이



자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

그림6 한국콜마 분기별 매출성장률 및 영업이익률



자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

## 한국콜마 (161890)

## Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>매출액</b>	<b>1,357.9</b>	<b>1,540.7</b>	<b>1,356.8</b>	<b>1,428.7</b>	<b>1,519.0</b>
매출액증가율 (%)	65.3	13.5	-11.9	5.3	6.3
매출원가	1,000.9	1,108.5	948.3	987.6	1,043.5
매출총이익	357.0	432.3	408.5	441.2	475.5
판매관리비	267.0	314.5	292.5	308.0	327.5
<b>영업이익</b>	<b>90.0</b>	<b>117.8</b>	<b>116.0</b>	<b>133.1</b>	<b>148.0</b>
영업이익률	6.6	7.6	8.5	9.3	9.7
금융손익	-31.5	-48.3	-42.4	-41.5	-18.2
증속/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	67.6	85.5	123.3
법인세비용	18.6	29.8	22.6	24.0	34.5
<b>당기순이익</b>	<b>36.8</b>	<b>33.6</b>	<b>52.2</b>	<b>61.6</b>	<b>88.8</b>
지배주주지분 순이익	42.3	29.1	41.1	54.2	64.4

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>62.8</b>	<b>164.8</b>	<b>210.7</b>	<b>139.6</b>	<b>107.9</b>
당기순이익(손실)	36.8	33.6	52.2	61.6	88.8
유형자산상각비	31.2	46.0	45.2	30.1	27.3
무형자산상각비	10.8	14.6	8.2	1.8	1.8
운전자본의 증감	-30.2	39.4	94.5	46.1	-10.0
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-1,293.2</b>	<b>-150.7</b>	<b>146.3</b>	<b>-17.7</b>	<b>-33.4</b>
유형자산의증가(CAPEX)	-79.2	-73.7	-47.6	-20.0	-33.0
투자자산의감소(증가)	-12.7	0.1	-1.2	-0.3	-0.2
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>1,293.7</b>	<b>27.7</b>	<b>-376.4</b>	<b>-117.6</b>	<b>-67.9</b>
차입금의 증감	908.9	122.5	-356.8	-110.0	-60.3
자본의 증가	100.0	12.4	0.4	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	62.2	42.1	-25.2	4.3	6.6
기초현금	14.3	76.5	118.6	93.4	97.7
기말현금	76.5	118.6	93.4	97.7	104.4

## Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020E	2021E	2022E
<b>유동자산</b>	<b>555.2</b>	<b>646.0</b>	<b>452.7</b>	<b>462.6</b>	<b>472.8</b>
현금및현금성자산	76.5	118.6	93.4	97.7	104.4
매출채권	199.7	223.9	174.6	178.1	179.5
재고자산	176.8	160.7	141.4	145.6	147.1
<b>비유동자산</b>	<b>1,631.2</b>	<b>1,754.3</b>	<b>1,614.5</b>	<b>1,602.9</b>	<b>1,607.0</b>
유형자산	421.3	466.9	335.8	325.7	331.4
무형자산	1,150.7	1,138.4	1,122.0	1,120.2	1,118.3
투자자산	17.0	16.9	18.1	18.4	18.6
<b>자산총계</b>	<b>2,186.4</b>	<b>2,400.3</b>	<b>2,067.2</b>	<b>2,065.4</b>	<b>2,079.8</b>
<b>유동부채</b>	<b>517.3</b>	<b>707.4</b>	<b>372.2</b>	<b>363.2</b>	<b>326.4</b>
매입채무	111.8	113.2	110.9	113.2	114.3
단기차입금	152.2	80.6	64.3	19.3	0.0
유동성장기부채	136.1	328.9	34.3	19.3	11.3
<b>비유동부채</b>	<b>859.3</b>	<b>845.0</b>	<b>810.6</b>	<b>763.7</b>	<b>733.6</b>
사채	159.8	249.4	234.4	204.4	191.4
장기차입금	658.8	489.6	477.6	457.6	437.6
<b>부채총계</b>	<b>1,376.6</b>	<b>1,552.4</b>	<b>1,182.8</b>	<b>1,126.9</b>	<b>1,060.0</b>
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	0.8	0.8	0.8
이익잉여금	213.2	232.4	258.5	305.1	362.0
비지배주주지분	371.5	376.5	385.5	392.9	417.3
<b>자본총계</b>	<b>809.8</b>	<b>847.9</b>	<b>884.5</b>	<b>938.5</b>	<b>1,019.7</b>

## Key Financial Data

(주당데이터(원))	2018	2019	2020E	2021E	2022E
SPS	62,702	68,107	59,295	62,440	66,386
EPS(지배주주)	1,954	1,285	1,797	2,368	2,814
CFPS	6,465	8,531	8,270	6,908	8,212
EBITDAPS	6,095	7,886	7,400	7,213	7,741
BPS	19,616	20,601	21,807	23,845	26,329
DPS	330	330	330	330	330
배당수익률(%)	0.5	0.7	0.7	0.7	0.7
(Valuation(Multiple))					
PER	36.1	36.8	26.2	19.8	16.7
PCR	10.9	5.5	5.7	6.8	5.7
PSR	1.1	0.7	0.8	0.8	0.7
PBR	3.6	2.3	2.2	2.0	1.8
EBITDA	132.0	178.4	169.3	165.0	177.1
EV/EBITDA	21.9	13.7	13.1	12.8	11.7
(Key Financial Ratio(%))					
자기자본이익률(ROE)	11.4	6.4	8.5	10.4	11.2
EBITDA 이익률	9.7	11.6	12.5	11.6	11.7
부채비율	170.0	183.1	133.7	120.1	104.0
금융비용부담률	2.5	3.5	3.9	2.9	2.4
이자보상배율(X)	2.7	2.2	2.2	3.2	4.0
매출채권회전율(X)	7.6	7.3	6.8	8.1	8.5
재고자산회전율(X)	9.6	9.1	9.0	10.0	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 간접 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 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 +20% 이상
	Hold	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만
	Sell	추천기준일 직전 1개월간 평균증가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천	
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)	

**투자의견 비율**

투자의견	비율
매수	81.7%
중립	18.3%
매도	0.0%

2020년 9월 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	괴리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2018.09.10	산업분석	Buy	90,000	양지혜	-26.3	-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	-	-	