



▶ 화장품/섬유의복

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

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

Buy

적정주가 (12개월)	67,000 원
현재주가 (2.17)	52,400 원
상승여력	27.9%
KOSPI	3,133.73pt
시가총액	11,990억원
발행주식수	2,288만주
유동주식비율	69.73%
외국인비중	28.10%
52주 최고/최저가	55,300원/31,400원
평균거래대금	147.1억원
주요주주(%)	
한국콜마홀딩스 외 31 인	30.27
NIHON KOLMAR	12.14
국민연금공단	8.76
주가상승률(%)	1개월 6개월 12개월
절대주가	-2.1 0.2 8.2
상대주가	-3.6 -23.0 -22.6

주가그래프

한국콜마 161890

4Q20 Review: HKN, 흐자 노릇 톡톡

- ✓ 4Q20: 3,411억원(-1.7% YoY), 영업이익 453억원(+99.6%), 순이익 1,349억원(흑전)
- ✓ ① 국내: 매출 감소(오프라인 고객사 부진) vs. 증익 뚜렷(고마진 채널 기여 확대)
- ✓ ② 해외: [중국] 무석 강세 vs 북경 악세, [북미] CSR(기초) 호조 vs PTP(색조) 부진
- ✓ ③ HKN: 전 카테고리(케이캡/두창백신/음료) 회복 → 역대 최고 OPM 22.1% 달성
- ✓ 업황 회복 따른 수율 정상화 + HKN 상장 통한 모멘텀 강화 = 매수 접근 유효

4Q20 시장 기대치 상회

한국콜마는 2020년 4분기 매출액 3,411억원(-1.7% YoY, 이하 YoY), 영업이익 453억원(+99.6%), 순이익 1,349억원(흑전; 제약사업부 매각 차익 반영)을 기록했다. 국내 화장품 부진이 다소 아쉬웠으나, HKN 믹스 개선은 고무적이다. 시장 기대치 대비 매출은 하회, 이익은 상회한 이유이다.

[국내] 매출액으로 1,375억원(-16.7%)을 시현했다. 수주 감소가 계속되고 있다. 오프라인 객수 기반의 중저가 브랜드향 매출 비중이 높은 탓이다. 고마진 채널 기여 확대로 수익성은 개선되었다. 일회성 비용(해외 법인 매출채권 대손상각비 75억원)을 제할 시, 영업이익은 146억원(OPM 10.6%)으로 전년동기대비 배증했다.

[중국] 무석은 온라인, 북경은 오프라인 고객사가 매출의 대부분을 구성하고 있다. 무석(+88.7%) 강세와 북경(-66.8%) 악세 기조가 이어지는 배경이다. 물량 이관(북경 → 무석)은 상당 완료된 것으로 파악된다. [북미] CSR(+9.9%; 기초)와 PTP(-46.5%; 색조)가 대조적이다. 영업 환경이 개선되고 있으나, 색조는 여전히 부진하기 때문이다. [HKN] 매출액 1,750억원(+18.8%), 영업이익 386억원(+65.0%)으로 역대 최고 이익률(OPM 22.1%)을 달성했다. 케이캡과 두창백신, 음료 모두 호조였다.

투자의견 Buy(유지) 및 적정주가 67,000원(상향) 제시

한국콜마에 대한 투자의견 Buy를 유지하며, 적정주가는 67,000원으로 10% 상향한다(2021E EPS 변동률 +16.2%). 신규 고객사 확보를 통한 외형 성장에의 가시성은 비교적 낮다. 단, ① 업황 회복에 따른 수율 정상화(→ 2021E 영업이익 +26.8%) 및 ② HKN 상장(2021E 예정)을 통한 모멘텀 강화(→ 해외 진출 및 신약 개발)가 기대되는 바, 매수 접근이 유효하다.

(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
2020P	1,272.4	108.7	168.3	7,357	397.3	27,390	6.9	1.9	13.5	30.7	126.8
2021E	1,453.1	145.9	74.5	3,257	-52.4	30,317	16.1	1.7	12.0	11.3	116.6
2022E	1,549.3	165.5	90.4	3,951	20.5	33,938	13.3	1.5	10.3	12.3	103.6

표1 한국콜마 4Q20 실적 Review

(십억원)	4Q20P	4Q19	(% YoY)	3Q19	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	341.1	347.1	-1.7	317.6	7.4	337.8	1.0	339.8	0.4
영업이익	45.3	22.7	99.6	18.9	139.7	26.7	69.7	25.3	79.1
지배순이익	134.9	-1.6	흑전	12.5	979.2	11.8	1,043.2	13.9	870.5
영업이익률(%)	13.3	6.5	6.7	6.0	7.3	7.9	5.4	7.4	5.8

자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

표2 한국콜마 연간 실적 추정치 변동

(십억원, %)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	1,453.1	1,549.3	1,378.1	1,458.3	5.4	6.2	1,437.8	1,555.6
영업이익	145.9	165.5	117.4	133.4	24.3	24.1	121.4	138.3
순이익	74.5	90.4	64.1	78.6	16.2	15.0	56.8	66.6

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 한국콜마 적정주가 산정

(십억원, 원, 배, %)	EPS	Target PER	적정가치	비고
영업가치	3,373	67,181		
A. 화장품	국내, 중국, 북미	2,096	21.1	44,206 글로벌 화장품 Peer 평균 대비 40% 할인 적용
B. 제약(HKN)	국내	1,276	18.0	22,974 국내 의약품 Peer 평균 대비 30% 할인 적용
적정주가 (원)		67,000	반올림	
현재주가 (원)		52,400		
상승여력 (%)		27.9		

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 글로벌 화장품 브랜드 업체 실적 및 Valuation

회사명 (십억원)	시가총액	매출액		영업이익		순이익		PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		EV/EBITDA(배)	
		21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E	21E	22E
한국콜마	1,199	1,453	1,549	146	166	75	90	16.1	13.3	1.7	1.5	11.3	12.3	12.0	10.3
코스맥스	1,070	1,503	1,586	82	92	57	63	18.8	16.9	2.6	2.3	14.4	14.2	12.0	10.7
LG생활건강	25,239	8,454	9,097	1,324	1,452	893	991	29.2	26.3	5.4	4.7	18.0	17.5	16.7	15.2
아모레퍼시픽	13,270	4,858	5,334	402	486	282	363	49.1	37.7	3.4	3.2	6.3	7.7	18.2	16.8
신세계인터내셔널	1,317	1,399	1,479	63	85	61	78	21.6	16.8	1.9	1.7	9.3	10.9	14.0	11.9
클리오	337	240	264	12	17	14	18	23.7	18.4	2.1	1.9	9.1	10.9	12.6	10.0
푸젠 그린파인	1,768	738	904	127	146	106	121	16.9	14.8	2.5	2.2	14.9	14.8	12.4	11.2
L'Oreal	236,103	43,403	46,028	8,255	8,881	6,578	7,125	36.1	33.1	5.2	5.2	14.4	15.2	22.2	20.4
Estee Lauder	116,061	19,690	21,406	3,750	4,213	2,789	3,197	42.2	36.6	17.2	17.4	47.1	52.2	25.2	22.5
Kao	37,590	15,851	16,433	2,295	2,442	1,610	1,754	23.1	21.1	3.5	3.3	15.7	16.3	11.9	11.2
Shiseido	34,252	11,814	12,415	990	1,211	667	805	53.1	42.8	6.3	5.7	12.7	14.9	21.2	18.3
상하이자화	5,954	1,594	1,760	165	221	132	174	45.7	34.4	4.6	4.2	10.1	12.1	32.1	24.8
평균(국내사 제외)								34.3	28.9	6.4	6.1	21.9	23.0	19.4	16.8

주: 평균 값은 Outlier 제외하여 산출

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

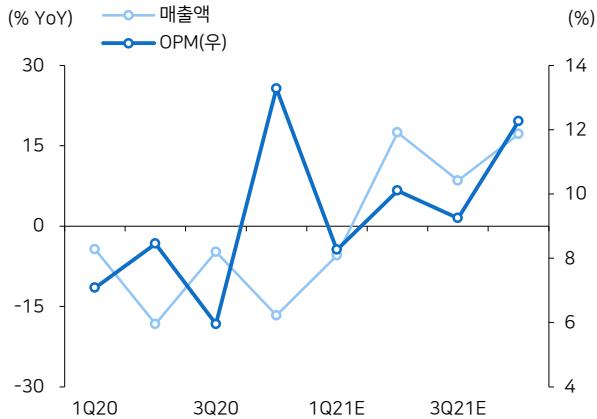
표5 한국콜마 실적 추이 및 전망 (중단 사업 '별도 제약품' 제거 기준)

(십억원, %, %p)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20P	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020P	2021E	2022E
매출액	333.3	322.1	317.6	341.1	339.3	374.5	352.8	386.5	1,314.1	1,453.1	1,549.3
국내 화장품	172.6	160.9	138.2	137.5	163.1	189.0	150.0	161.1	609.2	663.3	697.7
중국	12.6	21.2	16.9	20.9	16.5	29.1	23.7	29.8	71.6	99.2	119.3
북경	5.8	7.9	4.4	4.2	6.7	9.9	5.5	5.6	22.3	27.6	29.8
무석	6.8	13.3	12.6	16.7	9.9	19.2	18.2	24.2	49.3	71.5	89.4
미국	18.2	14.5	16.6	13.5	17.8	16.1	18.3	14.4	62.8	66.5	71.0
PTP	10.0	6.7	8.4	4.5	9.0	7.0	9.0	5.0	29.5	30.0	31.5
CSR	8.2	7.9	8.2	9.0	8.9	9.0	9.2	9.5	33.3	36.6	39.5
HKN	132.8	130.9	150.0	175.0	148.7	147.9	168.0	189.0	588.8	653.8	693.0
영업이익	23.6	27.2	18.9	45.3	28.0	37.8	32.6	47.4	115.0	145.9	165.5
영업이익률	7.1	8.5	6.0	13.3	8.3	10.1	9.3	12.3	8.8	10.0	10.7
국내	12.7	18.8	11.8	7.1	12.3	20.5	14.1	15.3	50.4	62.2	65.9
해외	-4.6	-4.4	-6.4	-0.4	-3.9	-2.4	-3.3	-1.1	-15.9	-10.6	-4.6
HKN	15.5	12.8	13.5	38.6	19.6	19.7	21.8	33.2	80.5	94.3	104.2
순이익	12.4	8.5	12.5	134.9	17.0	20.7	17.5	19.4	168.3	74.5	90.4
순이익률	3.7	2.6	3.9	39.5	5.0	5.5	5.0	5.0	12.8	5.1	5.8
국내	9.2	8.6	8.4	6.1	8.2	8.8	8.6	6.4	27.9	8.1	8.3
북경	-29.1	-4.5	-8.5	-20.0	-10.0	-3.1	-6.8	-4.8	-14.6	-5.9	0.0
무석	-59.7	-26.8	-29.7	-22.0	-10.0	-8.0	-6.0	-3.0	-30.5	-6.1	1.8
PTP	-12.9	-39.4	-27.0	-45.0	-20.0	-20.0	-18.0	-18.0	-27.8	-19.1	-14.2
CSR	2.0	10.8	1.1	3.0	2.5	6.8	3.1	4.0	4.1	4.1	4.9
HKN	3.4	-0.9	6.3	13.2	7.9	8.0	7.8	10.5	6.1	6.9	7.5
(% YoY)											
매출액	-2.5	-12.5	-1.4	-1.7	1.8	16.3	11.1	13.3	-4.7	10.6	6.6
국내 화장품	-4.3	-18.3	-4.8	-16.7	-5.5	17.5	8.5	17.2	-11.4	8.9	5.2
중국	-28.8	0.2	1.9	-2.9	31.2	37.5	39.8	42.6	-6.8	38.4	20.3
북경	-61.7	-51.2	-61.8	-66.8	15.0	25.0	25.0	33.0	-59.7	23.9	8.0
무석	162.7	170.9	143.2	88.7	45.0	45.0	45.0	45.0	130.5	45.0	25.0
미국	-19.4	-45.5	-22.7	-18.6	-1.9	10.4	10.0	6.7	-28.0	5.9	6.6
PTP	-28.4	-59.2	-31.7	-46.5	-10.0	5.0	8.0	10.0	-42.0	1.5	5.0
CSR	-4.8	-23.6	-10.8	9.9	8.0	15.0	12.0	5.0	-8.1	9.8	8.0
HKN	5.2	3.0	5.7	18.8	12.0	13.0	12.0	8.0	8.5	11.0	6.0
영업이익	-13.6	-14.4	5.0	99.6	18.8	39.0	72.7	4.6	15.3	26.8	13.4
국내	-8.6	24.0	218.7	-1.4	-3.3	8.9	19.4	115.6	26.1	23.3	6.0
해외	-8.0	흑전	-14.2	94.8	16.6	46.8	48.5	-170.1	-11.3	-33.1	-56.5
HKN	-12.2	-23.2	-32.1	65.0	26.4	53.4	61.8	-14.0	3.6	17.2	10.4
순이익	-12.4	-38.3	357.4	흑전	36.6	142.8	40.0	-85.7	479.3	-55.7	21.3

주: 2Q20 국내 별도 매출액(공시 기준) 100% 화장품으로 적용. 중단사업 포함

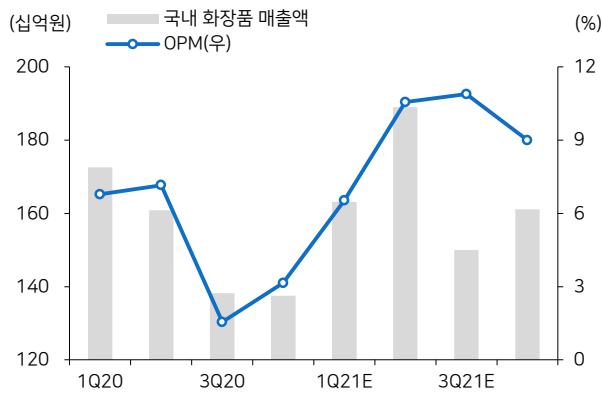
자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

그림1 한국콜마 분기별 매출성장률 및 영업이익률



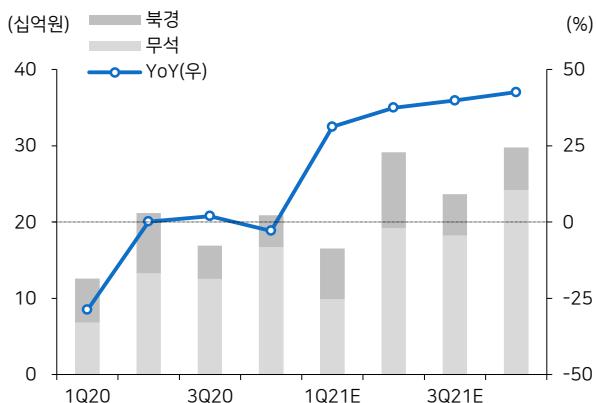
자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

그림2 한국콜마 국내 화장품 실적 추이



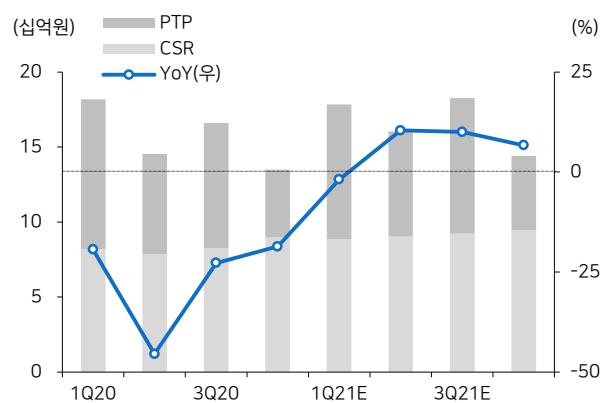
자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

그림3 한국콜마 중국 화장품 실적 추이



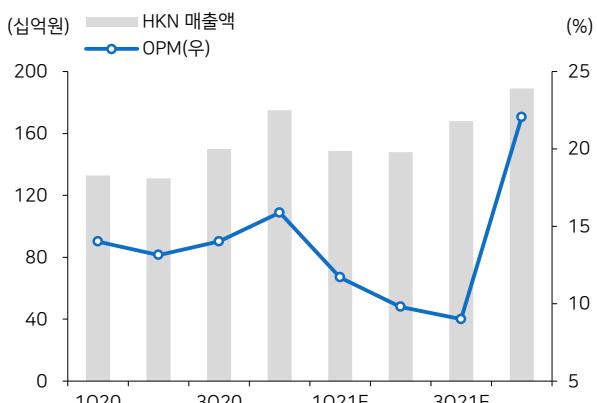
자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

그림4 한국콜마 북미 화장품 실적 추이



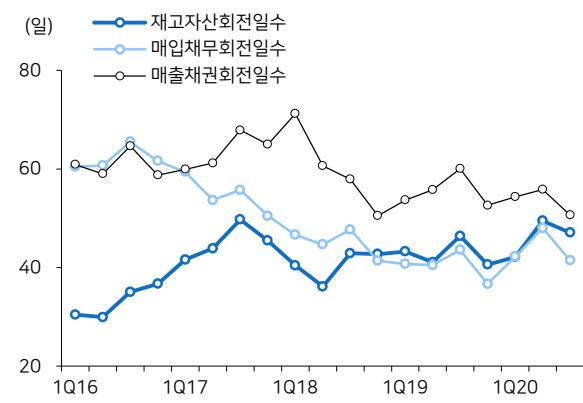
자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

그림5 한국콜마 HKN 실적 추이



자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

그림6 한국콜마 운전자본 회전 주기



자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

한국콜마 (161890)

Income Statement

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
매출액	1,357.9	1,540.7	1,272.4	1,453.1	1,549.3
매출액증가율 (%)	65.3	13.5	-17.4	14.2	6.6
매출원가	1,000.9	1,108.5	885.9	1,004.7	1,065.0
매출총이익	357.0	432.3	386.5	448.4	484.3
판매관리비	267.0	314.5	277.8	302.5	318.9
영업이익	90.0	117.8	108.7	145.9	165.5
영업이익률	6.6	7.6	8.5	10.0	10.7
금융손익	-31.5	-48.3	-34.0	-34.9	-32.0
종속/관계기업순익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외순익	-3.1	-6.1	140.8	-3.6	-3.9
세전계속사업이익	55.4	63.4	215.5	107.5	129.5
법인세비용	18.6	29.8	59.1	26.9	32.4
당기순이익	36.8	33.6	169.2	80.6	97.2
지배주주지분 순이익	42.3	29.1	168.3	74.5	90.4

Statement of Cash Flow

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
영업활동 현금흐름	62.8	164.8	307.6	146.5	152.5
당기순이익(순실)	36.8	33.6	169.2	80.6	97.2
유형자산상각비	31.2	46.0	46.5	33.8	34.7
무형자산상각비	10.8	14.6	11.3	1.8	1.8
운전자본의 증감	-30.2	39.4	72.6	30.3	18.8
투자활동 현금흐름	-1,293.2	-150.7	118.8	-41.2	-40.4
유형자산의증가(CAPEX)	-79.2	-73.7	-69.4	-40.0	-40.0
투자자산의감소(증가)	-12.7	0.1	-1.7	-0.8	-0.2
재무활동 현금흐름	1,293.7	27.7	-300.9	-63.6	-77.6
차입금의 증감	908.9	122.5	-278.5	-56.0	-70.0
자본의 증가	100.0	12.4	0.4	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	62.2	42.1	120.1	41.8	34.6
기초현금	14.3	76.5	118.6	238.7	280.5
기말현금	76.5	118.6	238.7	280.5	315.0

Balance Sheet

(십억원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
유동자산	555.2	646.0	632.6	683.6	722.0
현금및현금성자산	76.5	118.6	238.7	280.5	315.0
매출채권	199.7	223.9	206.0	210.1	211.8
재고자산	176.8	160.7	147.8	152.2	153.8
비유동자산	1,631.2	1,754.3	1,641.3	1,646.5	1,650.2
유형자산	421.3	466.9	366.7	373.0	378.3
무형자산	1,150.7	1,138.4	1,119.1	1,117.3	1,115.5
투자자산	17.0	16.9	18.6	19.4	19.6
자산총계	2,186.4	2,400.3	2,273.9	2,330.0	2,372.2
유동부채	517.3	707.4	408.2	422.7	410.4
매입채무	111.8	113.2	110.9	119.8	123.4
단기차입금	152.2	80.6	82.9	72.9	44.9
유동성장기부채	136.1	328.9	34.6	28.6	24.6
비유동부채	859.3	845.0	863.1	831.8	796.6
사채	159.8	249.4	249.5	229.5	211.5
장기차입금	658.8	489.6	523.6	503.6	483.6
부채총계	1,376.6	1,552.4	1,271.3	1,254.4	1,207.0
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	2.4	2.4	2.4
이익잉여금	213.2	232.4	384.6	451.6	534.5
비지배주주지분	371.5	376.5	375.9	382.0	388.7
자본총계	809.8	847.9	1,002.6	1,075.6	1,165.2

Key Financial Data

(주당데이터)(원)	2018	2019	2020P	2021E	2022E
SPS	62,702	68,107	55,607	63,507	67,710
EPS(지배주주)	1,954	1,285	7,357	3,257	3,951
CFPS	6,465	8,531	14,662	6,505	7,472
EBITDAPS	6,095	7,886	7,272	7,933	8,828
BPS	19,616	20,601	27,390	30,317	33,938
DPS	330	330	330	330	330
배당수익률(%)	0.5	0.7	0.6	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	36.1	36.8	6.9	16.1	13.3
PCR	10.9	5.5	3.5	8.1	7.0
PSR	1.1	0.7	0.9	0.8	0.8
PBR	3.6	2.3	1.9	1.7	1.5
EBITDA	132.0	178.4	166.4	181.5	202.0
EV/EBITDA	21.9	13.7	13.5	12.0	10.3
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	11.4	6.4	30.7	11.3	12.3
EBITDA 이익률	9.7	11.6	13.1	12.5	13.0
부채비율	170.0	183.1	126.8	116.6	103.6
금융비용부담률	2.5	3.5	2.4	0.5	0.5
이자보상배율(X)	2.7	2.2	3.5	18.8	22.7
매출채권회전율(X)	7.6	7.3	5.9	7.0	7.3
재고자산회전율(X)	9.6	9.1	8.2	9.7	10.1

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 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 종가대비 3등급	<p>Buy 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 +20% 이상</p> <p>Hold 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만</p> <p>Sell 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 -20% 미만</p>
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	<p>Overweight (비중확대)</p> <p>Neutral (중립)</p> <p>Underweight (비중축소)</p>

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	82.2%
중립	17.8%
매도	0.0%

2020년 12월 31일 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)	
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			커버리지 제외				
2020.04.22	산업분석	Buy	53,000	하누리	-16.6	-1.1	
2020.08.18	기업브리프	Buy	60,000	하누리	-20.1	-7.8	
2021.02.18	기업브리프	Buy	67,000	하누리	-	-	