

2021. 4. 12



▲ 화장품/섬유의복

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

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

Buy

적정주가 (12개월) 70,000 원

현재주가 (4.9) 56,000 원

상승여력 25.0%

KOSPI 3,131.88pt

시가총액 12,813억원

발행주식수 2,288만주

유동주식비율 69.74%

외국인비중 29.11%

52주 최고/최저가 58,900원/39,800원

평균거래대금 161.2억원

주요주주(%)

한국콜마홀딩스 외 30 인 30.26

NIHON KOLMAR 12.14

국민연금공단 8.76

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 -1.9 20.0 32.5

상대주가 -6.8 -8.3 -22.3

주가그래프



한국콜마 161890

1Q21 Preview: 화장품 ↓ vs. 의약품 ↑

- ✓ 1Q21E: 매출액 3,325억원(-11%), 영업이익 291억원(-3%), 순이익 165억원(+33%)
- ✓ ① 국내: 매출 감소(주력 거래선 부진) vs. 증익 뚜렷(고단가 비중 증가)
- ✓ ② 해외: [중국] 무석 강세 vs 북경 약세, [북미] CSR(기초) 호조 vs PTP(색조) 부진
- ✓ ③ HKN: 케이캡 고성장 + 전문의약품 개선
- ✓ HKN 상장 따른 지분 가치 증대 vs. 본업 외형 성장 부재 → 조정 시 매수 추천

1Q21E 화장품 부진 vs. 의약품 호조

한국콜마는 2021년 1분기 매출액 3,325억원(-11.4% YoY, 이하 YoY), 영업이익 291억원(-2.5%), 순이익 165억원(+32.9%)을 기록할 것으로 예상된다. 사업부별 성과가 상이하겠다. 본업 화장품의 부진과 자회사 의약품의 선전을 말한다.

[화장품] 국내: 화장품 매출액과 영업이익으로 각각 1,598억원(-7.4%), 120억원(+6.8%)을 추산한다. 주력 거래선의 판매 회복이 더디다. 매출 감소가 계속되는 이유이다. 고단가 수주(온라인/홈쇼핑/애프터미) 증가에 따라 증익은 나타나겠다.

중국: 무석(+70%) 강세와 북경(-20%) 약세 기초가 이어질 전망이다. 상대적으로 높은 영업력과 지리적 이점이 무석 법인에 물량을 집중시키는 모습이다.

북미: 영업 환경이 개선되고 있으나, 색조는 여전히 부진하다. CSR(+10%; 기초) 대비 PTP(-45%; 색조)를 다소 보수적으로 접근한 배경이다.

[의약품] HKN: 매출액과 영업이익으로 각각 1,487억원(+12.0%), 228억원(+46.5%; OPM 15.3%)을 예상한다. 케이캡 고성장에 전문의약품 개선이 두드러질 전망이다.

투자의견 Buy(유지) 및 적정주가 70,000원(상향) 제시

한국콜마에 대한 적정주가를 70,000원으로 +4% 상향한다(EPS 변동률: 2021E +4.6%, 2022E +1.4%). 투자 매력도는 HKN 상장 구체화에 따라 증대될 것으로 판단, 조정 시 매수 접근을 추천한다. 본업이 다소 아쉽다. 2021E 화장품 매출 성장률로 +6.9%를 예상(vs. 2020년 -13.3%), 기저 효과 외 자연 성장을 기대하기 쉽지 않다. 중저가 브랜드 위주로 구성된 고객사 포트폴리오가 문제다. 기초 화장품에 대한 소구력은 럭셔리 카테고리 집중되는데, 이를 고객사로 확보하기가 어렵기 때문이다. 럭셔리 브랜드는 대게 설계도 공개를 꺼려 자체 공정을 활용한다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2019	1,378.9	99.8	29.1	1,285	-12.5	20,601	36.8	2.3	15.3	6.4	183.1
2020	1,322.1	121.7	160.3	7,004	371.9	27,257	7.3	1.9	12.5	29.3	149.1
2021E	1,437.4	142.8	77.9	3,353	-52.1	30,265	16.7	1.9	12.2	11.7	139.0
2022E	1,540.1	158.8	91.7	4,006	18.0	33,926	14.0	1.7	10.8	12.5	127.6
2023E	1,624.5	174.0	104.1	4,548	15.8	38,129	12.3	1.5	9.6	12.6	116.2

표1 한국콜마 1Q21 실적 Preview

(십억원)	1Q21E	1Q20	(% YoY)	4Q20	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	332.5	375.3	-11.4	348.9	-4.7	347.8	-4.4
영업이익	29.1	29.9	-2.5	52.0	-44.0	30.5	-4.5
지배순이익	16.5	12.4	32.9	126.8	-87.0	13.0	26.9
영업이익률(%)	8.8	8.0	0.8	14.9	-6.2	8.8	0.0

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	1,437.4	1,540.1	1,453.1	1,549.3	-1.1	-0.6	1,466.2	1,599.3
영업이익	142.8	158.8	145.9	165.5	-2.1	-4.0	142.6	162.6
순이익	77.9	91.7	74.5	90.4	4.6	1.4	65.2	79.8

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 한국콜마 적정주가 산정

(십억원, 원, 배, %)	EPS	Target PER	적정가치	비고
영업가치	3,605		69,984	(A)+(B)
A. 화장품	국내, 중국, 북미	2,173	22.1	47,937 글로벌 화장품 peer 평균 PER에 40% 할인 적용
B. 제약 (HKN)	국내	1,432	15.4	22,047 국내 의약품 Peer 평균 대비 40% 할인 적용
적정주가 (원)			70,000	반올림
현재주가 (원)			56,000	
상승여력 (%)			25.0	

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	1,281	1,437	1,540	143	159	77	92	16.7	14.0	1.9	1.7	11.7	12.5	12.2	10.8
코스맥스	1,221	1,526	1,631	92	113	70	83	17.4	14.7	3.0	2.5	18.6	18.3	11.8	9.8
LG생활건강	24,458	8,500	9,150	1,336	1,466	902	1,001	27.7	24.9	5.0	4.4	17.7	17.2	15.8	14.3
아모레퍼시픽	14,761	4,942	5,451	415	520	305	403	51.0	38.4	3.8	3.5	6.7	8.3	17.0	16.2
신세계인터내셔널	1,489	1,401	1,496	71	101	64	88	23.8	17.3	2.2	2.0	9.5	11.9	13.7	11.1
클리오	364	238	264	13	19	14	19	25.8	19.7	2.2	2.1	9.0	11.0	12.8	10.2
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	229,439	40,661	43,367	7,628	8,323	6,022	6,547	38.0	35.1	5.3	5.0	14.0	14.4	23.2	22.0
Estee Lauder	103,151	18,705	19,929	3,472	3,878	2,543	2,841	41.0	36.1	16.1	17.2	45.4	46.4	24.5	22.0
Kao	39,778	15,339	15,864	2,142	2,329	1,526	1,653	26.0	23.9	4.0	3.7	15.5	16.0	13.3	12.5
Shiseido	28,289	10,926	11,750	597	989	390	669	-	43.5	5.6	5.1	8.3	12.3	23.3	17.8
상하이자화	4,278	1,388	1,567	100	152	83	121	49.3	35.4	3.6	3.4	7.0	9.5	32.0	24.7
평균(국내사 제외)								38.6	34.8	4.6	4.3	11.2	13.1	23.3	19.8

주: 평균 값은 Outlier 제외하여 산출

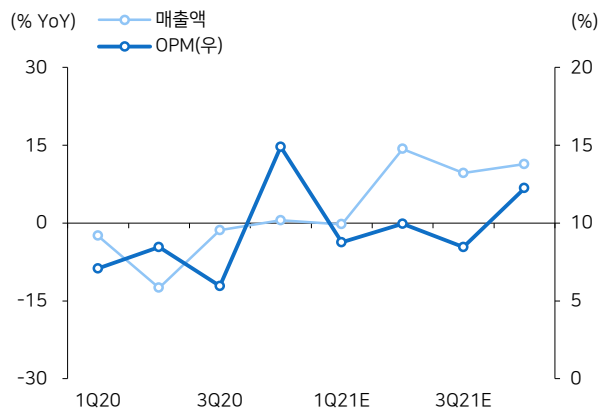
자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

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

(십억원, %, %p)	1Q20	2Q20	3Q20	4Q20	1Q21E	2Q21E	3Q21E	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	375.3	322.1	317.6	348.9	332.5	368.1	348.2	388.6	1,364.0	1,437.4	1,540.1
국내 화장품	172.6	160.9	138.2	137.5	159.8	189.0	150.0	161.1	609.2	660.0	704.0
중국	12.6	21.2	16.9	20.9	16.2	24.2	19.0	22.9	71.6	82.4	99.3
북경	5.8	7.9	4.4	4.2	4.6	8.3	4.6	4.7	22.3	22.2	24.0
무석	6.8	13.3	12.6	16.6	11.6	15.9	14.4	18.3	49.3	60.2	75.3
미국	18.2	14.5	16.6	13.4	14.5	14.4	18.3	14.3	62.7	61.4	65.6
PTP	10.0	6.7	8.4	4.5	5.5	5.3	9.0	5.0	29.5	24.8	26.1
CSR	8.2	7.9	8.2	8.9	9.0	9.0	9.2	9.3	33.2	36.6	39.5
HKN	132.8	130.9	150.0	183.4	148.7	147.9	168.0	198.1	597.2	662.9	702.6
영업이익	29.9	27.2	18.9	52.0	29.1	36.6	29.4	47.5	128.0	142.8	158.8
영업이익률	8.0	8.5	6.0	14.9	8.8	10.0	8.5	12.2	9.4	9.9	10.3
국내	19.0	18.8	15.0	-43.3	12.0	16.2	13.6	12.9	9.6	54.7	60.2
해외	-4.6	-4.4	-9.7	54.8	-5.6	0.0	-9.4	-1.1	36.1	-16.1	-16.1
HKN	15.5	12.8	13.5	40.5	22.8	20.4	25.2	35.8	82.3	104.2	114.7
순이익	12.4	8.5	12.5	126.8	16.5	20.2	19.2	22.0	160.3	77.9	91.7
순이익률	3.3	2.6	3.9	36.3	5.0	5.5	5.5	5.7	11.8	5.4	6.0
국내	9.2	8.6	8.4	57.8	7.1	8.1	8.6	7.6	19.8	7.9	8.1
북경	-29.1	-4.5	-8.5	-25.6	-10.0	-3.1	-6.8	-4.8	-15.7	-5.7	-5.0
무석	-59.7	-26.8	-29.7	-11.2	-10.0	-8.0	-6.0	-3.0	-26.8	-6.4	1.7
PTP	-12.9	-39.4	-27.0	-452.9	-15.0	-15.0	-10.0	-18.0	-90.2	-13.8	-14.0
CSR	2.0	10.8	1.1	0.2	2.5	6.8	3.1	1.2	3.4	3.4	4.1
HKN	3.4	-0.9	6.3	7.8	9.2	8.3	9.0	10.8	4.5	6.5	7.1
(% YoY)											
매출액	-1.4	-21.4	-12.0	53.3	-11.4	14.3	9.6	11.4	-1.1	5.4	7.1
국내 화장품	-4.3	-18.3	-4.8	-16.7	-7.4	17.5	8.5	17.2	-11.4	8.3	6.7
중국	-28.8	0.2	1.9	-3.1	28.7	14.4	12.4	10.0	-7.0	15.2	20.4
북경	-61.7	-51.2	-61.8	-66.6	-20.0	5.0	5.0	10.0	-59.8	-0.5	8.0
무석	-	-	-	-	-	-	-	-	129.1	22.3	25.0
미국	-19.4	-45.5	-22.7	-19.2	-20.2	-1.1	10.0	6.7	-28.2	-2.0	6.8
PTP	-28.4	-59.2	-31.7	-46.2	-45.0	-20.0	8.0	10.0	-42.0	-15.9	5.0
CSR	-4.8	-23.6	-10.8	8.5	10.0	15.0	12.0	5.0	-8.6	10.3	8.0
HKN	5.2	3.0	5.7	24.5	12.0	13.0	12.0	8.0	10.1	11.0	6.0
영업이익	-5.7	-28.4	-6.6	426.5	-2.5	34.6	55.7	-8.5	28.2	11.6	11.2
국내	3.5	-12.2	153.8	-661.1	-36.6	-14.1	-9.4	흑전	-76.1	472.6	10.0
해외	-6.8	-3,498.2	-72.5	흑전	-22.2	흑전	2.5	적전	흑전	적전	0.2
HKN	-12.2	-23.2	-32.1	72.9	46.5	59.1	86.7	-11.6	6.0	26.5	10.1
순이익	-12.4	-38.3	357.4	흑전	32.9	136.9	53.4	-82.7	451.6	-51.4	17.7

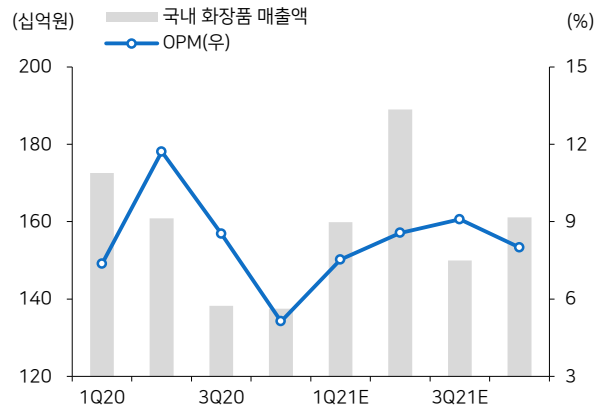
주: 2Q20 국내 별도 매출액(공시 기준) 100% 화장품으로 적용. 중단사업 포함
 자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

그림1 한국콜마 분기별 매출성장률 및 영업이익률



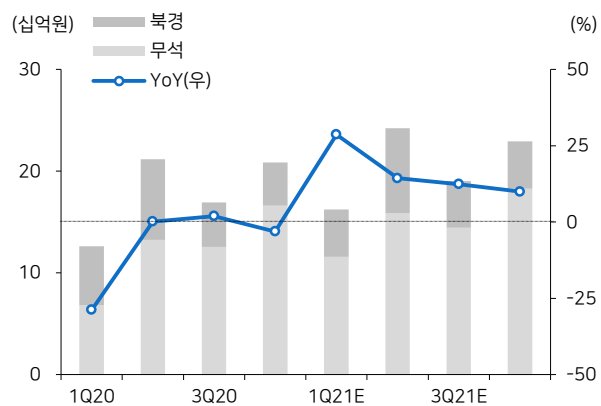
자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

그림2 한국콜마 국내 화장품 실적 추이



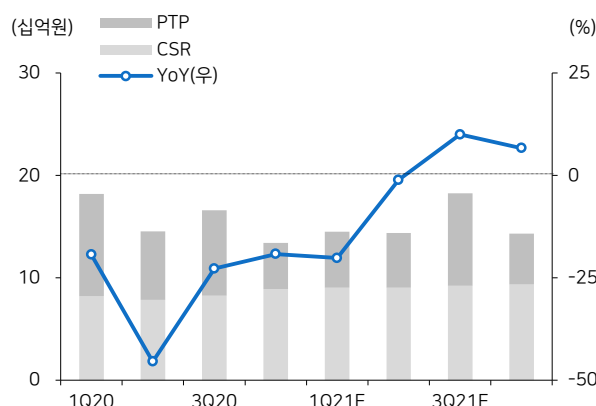
자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

그림3 한국콜마 중국 화장품 실적 추이



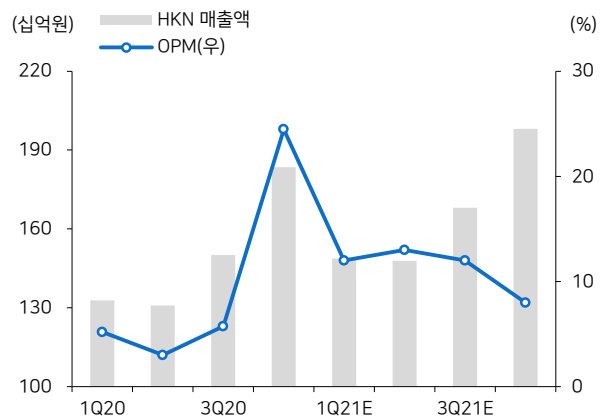
자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

그림4 한국콜마 북미 화장품 실적 추이



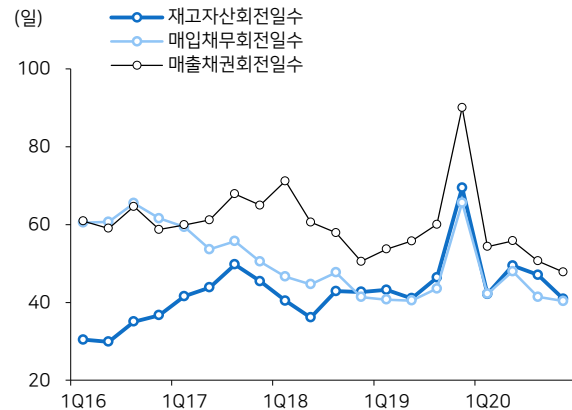
자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

그림5 한국콜마 HKN 실적 추이



자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

그림6 한국콜마 운전자본 회전 주기



자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

한국콜마 (161890)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
매출액	1,378.9	1,322.1	1,437.4	1,540.1	1,624.5
매출액증가율 (%)	1.5	-4.1	8.7	7.1	5.5
매출원가	982.8	895.8	976.7	1,043.7	1,094.4
매출총이익	396.1	426.3	460.7	496.4	530.1
판매관리비	296.3	304.6	317.9	337.6	356.2
영업이익	99.8	121.7	142.8	158.8	174.0
영업이익률	7.2	9.2	9.9	10.3	10.7
금융손익	-48.5	-41.4	-36.6	-33.8	-29.5
종속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-6.1	141.4	-3.6	-4.0	-4.4
세전계속사업이익	45.2	221.6	102.5	121.0	140.1
법인세비용	25.9	77.0	25.6	30.3	35.0
당기순이익	33.6	160.6	76.9	90.7	105.1
지배주주지분 순이익	29.1	160.3	77.9	91.7	104.1

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	164.8	121.5	133.7	146.5	154.3
당기순이익(손실)	33.6	160.6	76.9	90.7	105.1
유형자산상각비	46.0	48.9	45.0	48.1	50.5
무형자산상각비	14.6	12.9	4.9	3.7	2.3
운전자본의 증감	39.4	-39.5	6.9	3.9	-3.6
투자활동 현금흐름	-150.7	245.7	-65.8	-64.5	-60.8
유형자산의증가(CAPEX)	-73.7	-119.2	-65.0	-64.0	-60.0
투자자산의감소(증가)	0.1	-4.9	-0.6	-0.4	-0.4
재무활동 현금흐름	27.7	-109.5	-50.3	-51.9	-47.9
차입금의 증감	122.5	-98.6	-42.4	-44.0	-40.0
자본의 증가	12.4	0.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	42.1	258.6	17.5	30.2	45.6
기초현금	76.5	118.6	377.2	394.7	424.9
기말현금	118.6	377.2	394.7	424.9	470.5

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	646.0	775.2	823.3	876.8	948.3
현금및현금성자산	118.6	377.2	394.9	425.1	470.7
매출채권	223.9	183.9	198.7	212.6	224.3
재고자산	160.7	148.6	163.5	171.6	181.9
비유동자산	1,754.3	1,714.4	1,730.0	1,742.5	1,750.1
유형자산	466.9	472.7	492.7	508.6	518.1
무형자산	1,138.4	1,094.4	1,089.6	1,085.8	1,083.6
투자자산	16.9	21.7	22.4	22.8	23.1
자산총계	2,400.3	2,489.6	2,553.3	2,619.3	2,698.4
유동부채	707.4	686.8	697.4	693.8	691.3
매입채무	113.2	96.9	102.7	106.9	111.1
단기차입금	80.6	184.0	174.0	146.0	124.0
유동성장기부채	328.9	167.0	167.0	167.0	167.0
비유동부채	845.0	803.5	787.6	774.4	758.8
사채	249.4	299.5	299.5	299.5	299.5
장기차입금	489.6	418.1	398.1	382.1	364.1
부채총계	1,552.4	1,490.4	1,485.0	1,468.2	1,450.1
자본금	11.4	11.4	11.4	11.4	11.4
자본잉여금	227.9	228.3	228.3	228.3	228.3
기타포괄이익누계액	-0.3	1.6	1.6	1.6	1.6
이익잉여금	232.4	382.4	451.2	535.0	631.2
비지배주주지분	376.5	375.6	375.7	374.8	375.9
자본총계	847.9	999.2	1,068.2	1,151.1	1,248.3

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	60,953	57,780	62,821	67,310	70,998
EPS(지배주주)	1,285	7,004	3,353	4,006	4,548
CFPS	8,531	9,970	8,085	8,933	9,749
EBITDAPS	7,091	8,016	8,418	9,206	9,909
BPS	20,601	27,257	30,265	33,926	38,129
DPS	330	345	345	345	345
배당수익률(%)	0.7	0.7	0.6	0.6	0.6
Valuation(Multiple)					
PER	36.8	7.3	16.7	14.0	12.3
PCR	5.5	5.1	6.9	6.3	5.7
PSR	0.8	0.9	0.9	0.8	0.8
PBR	2.3	1.9	1.9	1.7	1.5
EBITDA	160.4	183.4	192.6	210.6	226.7
EV/EBITDA	15.3	12.5	12.2	10.8	9.6
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.4	29.3	11.7	12.5	12.6
EBITDA 이익률	11.6	13.9	13.4	13.7	14.0
부채비율	183.1	149.1	139.0	127.6	116.2
금융비용부담률	3.9	2.8	2.3	2.1	1.9
이자보상배율(x)	1.9	3.3	4.3	4.9	5.6
매출채권회전율(x)	6.5	6.5	7.5	7.5	7.4
재고자산회전율(x)	8.2	8.6	9.2	9.2	9.2

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

투자의견 비율

투자의견	비율
매수	83.8%
중립	16.3%
매도	0.0%

2021년 3월 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	과리율(%)*		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	-14.8	-12.1	
2021.04.12	기업브리프	Buy	70,000	하누리	-	-	