

2022. 1. 12



▲ 화장품/섬유업
Analyst **하누리**
02. 6454-4892
nuri.ha@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **47,000 원**

현재주가 (1.11) **38,000 원**

상승여력 **23.7%**

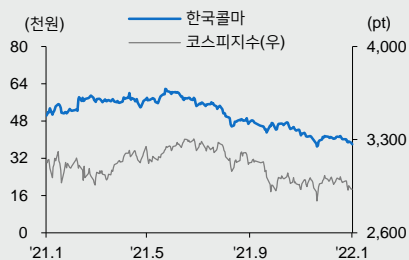
KOSPI	2,927.38pt
시가총액	8,695억원
발행주식수	2,288만주
유동주식비율	69.74%
외국인비중	25.89%
52주 최고/최저가	61,800원/37,000원
평균거래대금	31.1억원

주요주주(%)

한국콜마홀딩스 외 30 인	30.26
NIHON KOLMAR	12.14
국민연금공단	8.27

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-8.4	-30.1	-24.5
상대주가	-5.8	-23.2	-18.7

주가그래프



(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
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	1,600.1	86.5	46.9	2,049	-63.7	30,504	19.6	1.3	13.6	7.1	94.0
2022E	1,754.0	121.4	66.7	2,916	62.4	33,074	13.0	1.1	9.4	9.2	87.4
2023E	1,867.1	137.8	80.0	3,498	14.6	36,227	10.9	1.0	8.4	10.1	80.8
2024E	1,987.4	146.7	76.6	3,347	-4.3	39,229	11.4	1.0	6.8	8.9	56.7

한국콜마 161890

4Q21E Preview: 기저와 역기저 공존

- ✓ 4Q21E 매출 4,161억원(+19%), 영업이익 282억원(-46%)
- ✓ 국내: 기저 효과 및 일회성 비용 제거 → 매출 +14%, 영업이익 +87%
- ✓ 해외: 무석(+65%) 강세, 북경(+24%) 개선, CSR(+55%) 선전, PTP(+45%) 회복
- ✓ HKN: MSD 백신 도입 및 일회성 이익 제거 → 매출 +13%, 영업이익 -50%
- ✓ 기저 효과 아닌 자연 성장, 국내 주력 거래선 회복, 해외 신규 고객 추가 확인 필요

4Q21E 매출 정상화

한국콜마는 2021년 4분기 매출액 4,161억원(+19.2% YoY, 이하 YoY), 영업이익 282억원(-45.8%), 순이익 152억원(-88.0%; 제약 사업 매각 차익 1,636억원 제거 시 흑전)을 기록할 전망이다. 화장품 본업의 성장 전환이 돋보이겠다.

[화장품] 국내: 매출액과 영업이익으로 각각 1,566억원(+13.9%), 132억원(+86.6%; 일회성 감안 시 -9.5%)을 추산한다. 매출은 기저 효과, 이익은 색조 비중 확대 및 일회성 비용(대손상각비 -75억원: 별도 반영 → 조정 → 연결 미반영)을 감안했다. **중국:** 무석(+65.0%)은 신규 거래선 유치, 북경(+24.0%)은 주력 고객사 회복이 기대된다. **북미:** CSR(+55.0%; 기초)은 대형 수주 추가, PTP(+45.0%; 색조)는 전방 회복 수혜가 나타날 전망이다.

[의약품] HKN: 매출액과 영업이익으로 각각 2,073억원(+13.0%), 228억원(-49.7%)을 예상한다. 1Q21 MSD 백신 도입 이후, 매출 성장과 마진 감소가 동반되고 있다. 4Q20 일회성 요인 제거에 따른 역기저 부담 또한 상존한다.

투자의견 Buy(유지) 및 적정주가 47,000원(하향) 제시

2022E 수익성 개선이 두드러질 전망이다(영업이익 +40.4%; +349억원 = HKN 일회성 비용 제거 +235억원 & 해외 법인 적자 축소 +86억원 & 국내 주력 거래선 회복 +28억원). 케이캡 해외 진출 또한 기대된다(중국 립신사 라이선싱 계약 체결).

증익과 신성장동력 대부분은 HKN에 기반한다. HKN 상장이 지분율 희석과 수급 분산 영향을 주고 있기도 하다. 투자성 증대를 위해서는 화장품 본업의 개선이 필요하다. 기저 효과가 아닌 자연 성장, 국내 주력 거래선 회복, 해외 신규 고객사 추가가 정량적으로 확인될 때, 매수 접근이 유효하겠다.

(십억원)	4Q21E	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	416.1	348.9	19.2	376.0	10.7	407.7	2.1
영업이익	28.2	52.0	-45.8	12.8	120.5	32.6	-13.5
순이익	15.2	126.8	-88.0	6.4	137.5	17.0	-10.6
영업이익률(%)	6.8	14.9	-8.1	3.4	3.4	8.0	-1.2

자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

(십억원, %)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
매출액	1,600.1	1,754.0	1,593.8	1,747.4	0.4	0.4	1,593.9	1,749.8
영업이익	86.5	121.4	85.9	124.0	0.7	-2.0	91.8	130.8
순이익	46.9	66.7	46.2	65.3	1.6	2.2	48.2	71.2

자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

(십억원, 원, 배, %)	NOPLAT	Target M	적정가치	비고
영업가치 (A)			574	
화장품	32	18.1	574	글로벌 Peer 평균 12개월 선행 PER에 60% 할인 적용
지분가치 (B)			576	
제약 (HKN)			576	HK이노엔 평균 주가 * 보유주식 수 * 양도소득세율 25% 할인
순현금 (C)			-66	3Q21 말 개별 기준
적정 시가총액 (D)			1,084	(A)+(B)+(C)
주식 수 (E)			22,881	
적정주가 (원)		47,385	47,000	(D)/(E), 반내림
현재주가 (원)			38,000	
상승여력 (%)			23.7	

자료: 메리츠증권 리서치센터

(십억원)	시가총액	매출액		영업이익		순이익		PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		EV/EBITDA(배)	
		22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E
한국콜마	870	1,754	1,867	121	138	67	80	13.0	10.9	1.1	1.0	9.2	10.1	9.4	8.4
코스맥스	926	1,696	1,806	134	145	110	136	8.4	6.8	1.4	1.2	18.0	18.5	5.7	4.8
LG생활건강	17,243	8,434	8,785	1,304	1,368	848	895	20.9	19.8	3.3	2.9	14.9	14.1	11.5	10.6
아모레퍼시픽	9,388	4,959	5,184	375	391	289	301	34.2	32.7	2.2	2.1	5.8	5.8	11.7	11.8
신세계인테리어	950	1,514	1,602	105	124	89	105	10.7	9.0	1.2	1.1	11.9	12.7	7.1	6.1
클리오	306	271	300	16	18	19	21	16.1	14.6	1.6	1.5	10.5	10.6	9.3	8.0
L'Oreal	314,407	46,790	50,003	9,150	9,921	7,234	7,767	43.0	39.5	7.2	6.7	17.4	17.5	26.7	24.9
Estee Lauder	158,930	24,284	26,231	4,976	5,524	3,668	4,114	43.6	38.7	16.8	16.0	43.7	39.2	27.3	24.7
Shiseido	26,539	11,093	11,790	889	1,380	601	942	45.0	28.9	4.7	4.2	11.6	16.1	16.7	13.1
Proya	7,857	1,088	1,343	167	209	139	175	56.1	44.6	12.2	10.1	22.3	23.0	41.6	33.0
Shanghai Jahwa	5,154	1,690	1,906	175	231	147	195	35.0	26.0	3.6	3.3	10.6	12.6	23.7	18.1
평균(국내사 제외)								43.9	35.7	9.6	9.0	24.2	24.3	23.6	20.9

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	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21E	2020	2021E	2022E
매출액	333.3	322.1	317.6	348.9	395.3	412.8	376.0	416.1	1,322.0	1,600.1	1,753.9
국내 화장품	172.6	160.9	138.2	137.5	172.4	170.2	141.8	156.6	609.2	641.0	671.9
중국	12.6	21.2	16.9	20.9	30.5	40.8	31.5	32.7	71.6	135.5	161.7
북경	5.8	7.9	4.4	4.2	6.1	8.3	5.3	5.2	22.3	24.9	26.5
무석	6.8	13.3	12.6	16.6	24.4	32.5	26.2	27.4	49.3	110.5	135.2
미국	18.2	14.5	16.6	13.4	15.7	17.9	18.1	20.3	62.7	72.0	79.4
PTP	10.0	6.7	8.4	4.5	4.8	6.1	6.7	6.6	29.5	24.2	25.1
CSR	8.2	7.9	8.2	8.9	10.9	11.7	11.4	13.8	33.2	47.8	54.3
HKN	132.8	130.9	150.0	183.4	186.8	184.9	188.6	207.3	597.2	767.7	844.5
영업이익	23.6	27.2	18.9	52.0	24.2	21.3	12.8	28.2	121.7	86.5	121.4
<i>영업이익률</i>	<i>7.1</i>	<i>8.5</i>	<i>6.0</i>	<i>14.9</i>	<i>6.1</i>	<i>5.2</i>	<i>3.4</i>	<i>6.8</i>	<i>9.2</i>	<i>5.4</i>	<i>6.9</i>
국내	12.7	18.8	11.8	7.1	15.7	19.9	10.4	13.2	50.4	54.7	57.5
해외	-4.6	-4.4	-6.4	-0.4	-4.6	-1.6	-14.6	-7.8	-15.9	-24.0	-15.1
HKN	15.5	12.8	13.5	45.3	13.1	3.0	17.0	22.8	87.2	55.8	79.0
순이익	12.4	8.5	12.5	126.8	12.3	13.0	6.4	15.2	160.3	46.9	66.7
<i>순이익률</i>	<i>3.7</i>	<i>2.6</i>	<i>3.9</i>	<i>36.3</i>	<i>3.1</i>	<i>3.1</i>	<i>1.7</i>	<i>3.7</i>	<i>2.9</i>	<i>3.8</i>	<i>3.8</i>
(% YoY)											
매출액	-2.5	-12.5	-1.4	0.5	18.6	28.1	18.4	19.2	-4.1	21.0	9.6
국내 화장품	-4.3	-18.3	-4.8	-16.7	-0.1	5.8	2.6	13.9	-11.4	5.2	4.8
중국	-28.8	0.2	1.9	-3.1	141.9	92.5	86.0	56.7	-6.9	89.2	19.3
북경	-61.7	-51.2	-61.8	-66.6	5.9	4.5	20.5	24.0	-59.7	11.7	6.3
무석	162.7	170.9	143.2	87.9	257.2	145.2	108.7	65.0	130.2	124.3	22.3
미국	-19.4	-45.5	-22.7	-19.2	-13.6	23.0	8.9	51.6	-28.1	14.8	10.4
PTP	-28.4	-59.2	-31.7	-46.2	-52.1	-8.4	-19.9	45.0	-41.9	-18.2	4.1
CSR	-4.8	-23.6	-10.8	8.5	33.1	49.6	38.1	55.0	-8.4	44.1	13.6
HKN	5.2	3.0	5.7	24.5	40.7	41.2	25.7	13.0	10.1	28.5	10.0
영업이익	-13.6	-14.4	5.0	128.9	2.7	-21.7	-32.4	-45.8	21.9	-28.9	40.4
국내	-8.6	24.0	218.7	-2.1	23.9	5.8	-12.2	86.6	26.0	8.5	5.1
해외	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
HKN	-12.2	-23.2	-32.1	93.6	-15.8	-76.9	25.7	-49.7	12.2	-36.0	41.6
순이익	-12.4	-38.3	357.4	흑전	-0.9	52.4	-48.9	-88.0	451.6	-70.7	42.3

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

한국콜마 (161890)

Income Statement

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
매출액	1,322.1	1,600.1	1,754.0	1,867.1	1,987.4
매출액증가율 (%)	-4.1	21.0	9.6	6.4	6.4
매출원가	895.8	1,158.1	1,243.2	1,315.9	1,400.8
매출총이익	426.3	442.0	510.8	551.1	586.7
판매관리비	304.6	355.5	389.3	413.3	440.0
영업이익	121.7	86.5	121.4	137.8	146.7
영업이익률	9.2	5.4	6.9	7.4	7.4
금융손익	-41.4	-12.6	0.4	2.8	-8.2
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	141.4	3.9	4.6	4.2	0.0
세전계속사업이익	221.6	77.8	126.4	144.8	138.6
법인세비용	77.0	19.5	31.6	36.2	34.6
당기순이익	160.6	58.4	94.8	108.6	103.9
지배주주지분 순이익	160.3	46.9	66.7	80.0	76.6

Balance Sheet

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
유동자산	775.2	912.2	997.4	1,097.6	930.5
현금및현금성자산	377.2	203.2	265.1	336.8	138.6
매출채권	183.9	198.7	212.6	226.4	241.0
재고자산	148.6	163.5	171.6	181.9	193.7
비유동자산	1,714.4	1,761.3	1,747.4	1,733.1	1,674.1
유형자산	472.7	491.8	481.2	468.7	409.5
무형자산	1,094.4	1,093.0	1,089.2	1,086.9	1,086.6
투자자산	21.7	22.0	22.6	23.0	23.5
자산총계	2,489.6	2,673.4	2,744.8	2,830.7	2,604.6
유동부채	686.8	883.8	880.2	880.3	554.9
매입채무	96.9	102.7	106.9	111.1	118.3
단기차입금	184.0	176.0	148.0	126.0	126.0
유동성장기부채	167.0	351.4	351.4	351.4	0.0
비유동부채	803.5	411.6	399.7	384.8	388.0
사채	299.5	49.9	49.9	49.9	49.9
장기차입금	418.1	273.1	257.1	239.1	239.1
부채총계	1,490.4	1,295.4	1,279.9	1,265.1	942.9
자본금	11.4	11.4	11.4	11.4	11.4
자본잉여금	228.3	266.7	266.7	266.7	266.7
기타포괄이익누계액	1.6	2.9	2.9	2.9	2.9
이익잉여금	382.4	416.9	475.8	547.9	616.6
비지배주주지분	375.6	680.1	708.1	736.7	764.1
자본총계	999.2	1,378.0	1,464.9	1,565.6	1,661.7

Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	121.5	124.8	178.5	180.5	202.1
당기순이익(손실)	160.6	58.4	94.8	108.6	103.9
유형자산상각비	48.9	54.3	74.7	72.5	99.2
무형자산상각비	12.9	7.1	3.8	2.3	0.2
운전자본의 증감	-39.5	65.0	5.3	-2.9	-1.3
투자활동 현금흐름	245.7	-387.7	-64.7	-60.9	-41.0
유형자산의증가(CAPEX)	-119.2	-99.9	-64.0	-60.0	-40.0
투자자산의감소(증가)	-4.9	-0.2	-0.6	-0.5	-0.5
재무활동 현금흐름	-109.5	83.9	-51.9	-47.9	-359.3
차입금의 증감	-98.6	-234.9	-44.0	-40.0	-351.4
자본의 증가	0.4	38.4	0.0	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	258.6	-174.2	61.9	71.7	-198.2
기초현금	118.6	377.2	203.0	264.9	336.6
기말현금	377.2	203.0	264.9	336.6	138.5

Key Financial Data

	2020	2021E	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	57,780	69,932	76,655	81,598	86,859
EPS(지배주주)	7,004	2,049	2,916	3,498	3,347
CFPS	9,970	7,626	9,624	10,164	10,758
EBITDAPS	8,016	6,464	8,737	9,292	10,758
BPS	27,257	30,504	33,074	36,227	39,229
DPS	345	345	345	345	345
배당수익률(%)	0.7	0.9	0.9	0.9	0.9
Valuation(Multiple)					
PER	7.3	19.6	13.0	10.9	11.4
PCR	5.1	5.3	3.9	3.7	3.5
PSR	0.9	0.6	0.5	0.5	0.4
PBR	1.9	1.3	1.1	1.0	1.0
EBITDA	183.4	147.9	199.9	212.6	246.2
EV/EBITDA	12.5	13.6	9.4	8.4	6.8
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	29.3	7.1	9.2	10.1	8.9
EBITDA 이익률	13.9	9.2	11.4	11.4	12.4
부채비율	149.1	94.0	87.4	80.8	56.7
금융비용부담률	2.8	1.9	1.5	1.4	1.0
이자보상배율(x)	3.3	2.9	4.6	5.5	7.6
매출채권회전율(x)	6.5	8.4	8.5	8.5	8.5
재고자산회전율(x)	8.6	10.3	10.5	10.6	10.6

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	80.1%
중립	19.9%
매도	0.0%

2021년 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	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2019.09.27	기업브리프	Buy	56,000	양지혜	-18.9	-13.2	
2019.12.31				Univ Out			
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	-22.6	-11.7	
2021.10.12	산업브리프	Buy	60,000	하누리	-24.8	-20.9	
2021.11.16	기업브리프	Buy	52,000	하누리	-19.5	-18.8	
2021.11.18	산업분석	Buy	49,000	하누리	-17.8	-15.1	
2022.01.12	기업브리프	Buy	47,000	하누리	-	-	