

2022. 2. 22



▲ 화장품/섬유이복

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

RA **오지우**
02. 6454-4905
jiwoo.oh@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) **55,000 원**

현재주가 (2.21) **43,900 원**

상승여력 **25.3%**

KOSPI	2,743.80pt
시가총액	10,045억원
발행주식수	2,288만주
유동주식비율	69.74%
외국인비중	26.33%
52주 최고/최저가	61,800원/34,150원
평균거래대금	33.0억원

주요주주(%)

한국콜마홀딩스 외 28 인	30.26
NIHON KOLMAR	12.14
국민연금공단	8.27

주가상승률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	16.1	-3.8	-24.7
상대주가	20.0	7.3	-14.7

주가그래프



한국콜마 161890

4Q21 Review: PER 13 배, 싸다!

- ✓ 4Q21: 매출액 4,023억원(+15%), 영업이익 259억원(-50%, OPM -9%p)
- ✓ 국내: 홈쇼핑 호조 & 중국 수출 회복 & 대손 환입 → 매출 +8%, 영업이익 +178%
- ✓ 해외: 무석(+72%) 강세, 북경(+24%) 회복, PTP(+47%) 기저, CSR(-19%) 생산 차질
- ✓ HKN: 백신·케이캡 약진 vs. 믹스 훼손 및 역기저 → 매출 +14%, 영업이익 -61%
- ✓ 수익성 향상(2022E 영업이익 +49%) & Valuation 매력(PER 13배) → 매수 추천

4Q21 본업 개선 vs. 자회사 역기저

한국콜마는 2021년 4분기 매출액 4,023억원(+15.3% YoY, 이하 YoY), 영업이익 259억원(-50.2%), 순이익 108억원(-91.5%; 4Q20 제약 사업 매각 차익 1,636억원 감안 시 흑진)을 기록하면서, 시장 기대치를 밑돌았다. 이노엔 역기저 영향이 컸다.

[화장품] 국내: 매출액과 영업이익으로 각각 1,484억원(+8.0%), 196억원(+177.9%, OPM 13.2%; 대손상각비 환입분 제거 시 +149.6% 추정)을 달성했다. 홈쇼핑 판매 호조와 중국향 수출 회복이 주요했다. 중국: 무석(+71.9%)은 고성장 기초를 이어갔다. 신규 고객사 유치와 온라인향 제품 추가를 기반으로, 외형 확대와 적자 축소(OPM: 4Q20 -19.2% → 4Q21 -8.3%)가 동반된 모습이다. 북경(+23.8%) 또한 낮은 기저에 힘입어 전년동기대비 신장했다. 북미: CSR(매출 -18.9%, 적전; 기초)은 생산 차질, PTP(매출 +46.7%, 적지; 색조)는 기저 효과에 따라 상반된 성과를 실현했다.

[의약품] HKN: 매출액과 영업이익으로 각각 2,094억원(+14.1%), 173억원(-60.9%)을 기록했다. MSD 백신 및 케이캡 약진에도 불구하고, 믹스 훼손(매출원가율 +9.0%p 추산)과 역기저 영향(4Q20 이노엔 상장심사청구 직전 실적, 영업이익률 24.0%로 역대 최고치 달성)이 비용 부담을 가중시킨 결과이다.

투자의견 Buy(유지) 및 적정주가 55,000원(상향) 제시

기초 OEM과 내수 기반 사업자로서, 투자 모멘텀이 상대적으로 약하기는 하다. 단, 수익성 향상(2022E 연결 영업이익 +48.6% = 국내 거래선 회복 +50억원 & 해외 손익 개선 +60억원 & 이노엔 일회성 비용 제거 +240억원)과 그에 따른 Valuation 매력(2022E PER 13배)은 충분하다. 매수 접근을 추천한다.

(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
2021P	1,586.3	84.2	42.5	1,858	-69.1	30,313	21.7	1.3	13.8	6.5	94.5
2022E	1,725.1	125.2	77.1	3,369	81.8	33,337	13.0	1.3	9.9	10.6	88.0
2023E	1,837.7	143.8	93.9	4,105	17.2	37,096	10.7	1.2	8.7	11.7	81.5

표1 한국콜마 4Q21 실적 Review									
(십억원)	4Q21	4Q20	(% YoY)	3Q21	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)	당사 예상치	(% diff.)
매출액	402.3	348.9	15.3	376.0	7.0	400.9	0.3	416.1	-3.3
영업이익	25.9	52.0	-50.2	12.8	102.5	31.4	-17.5	28.2	-8.2
지배순이익	10.8	126.8	-91.5	6.4	69.3	18.5	-41.4	15.2	-28.7
영업이익률(%)	6.4	14.9	-8.5	3.4	3.0	7.8	-1.4	6.8	-0.3

자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

표2 한국콜마 연간 실적 추정치 변동								
(십억원, %)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2021P	2022E	2021E	2022E	2021P	2022E	2021E	2022E
매출액	1,586.3	1,725.1	1,600.1	1,753.9	-0.9	-1.6	1,584.9	1,772.2
영업이익	84.2	125.2	86.5	121.4	-2.7	3.1	89.6	141.6
순이익	42.5	77.1	46.9	66.7	-9.3	15.5	50.2	73.3

자료: 메리츠증권 리서치센터

표3 한국콜마 적정주가 산정				
(십억원, 주, 배)	NOPLAT	Target M	적정가치	비고
영업가치 (A)			723	
화장품	39	18.4	723	글로벌 Peer 평균 12개월 선행 P/E에 60% 할인 적용
지분가치 (B)			538	
제약			538	HK이노엔 평균 주가 * 보유주식 수 * 대주주 양도소득세를 할인
적정 시가총액 (D)			1,261	(A)+(B)+(C)
주식 수 (E)			22,881	
적정주가 (원)		55,102	55,000	(D)/(E), 반내림
현재주가 (원)			43,900	
상승여력 (%)			25.3	
Implied PER 연결 (지분가치 합산)			15.8	적정주가/연결 EPS
Implied PER 화장품 (지분가치 제거)			12.0	화장품 본업 적정주가/화장품 EPS

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)	
		22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E	22E	23E
한국콜마	1,005	1,725	1,838	125	144	77	94	13.0	10.7	1.3	1.2	10.6	11.7	9.9	8.7
코스맥스	1,022	1,696	1,806	134	145	110	136	9.3	7.5	1.5	1.3	18.0	18.5	6.2	5.2
LG생활건강	15,915	8,094	8,387	1,245	1,297	811	850	20.2	19.3	3.0	2.7	14.3	13.5	11.0	10.2
아모레퍼시픽	11,172	5,167	5,585	386	430	321	368	36.4	31.8	2.6	2.5	6.5	7.1	14.1	13.5
신세계인터내셔널	1,089	1,516	1,590	95	109	85	96	12.9	11.3	1.4	1.2	11.2	11.5	8.4	7.5
클리오	422	271	300	18	19	21	23	20.0	18.2	2.2	2.0	11.5	11.5	13.7	12.2
L'Oreal	280,192	47,052	50,231	9,202	9,987	7,266	7,879	37.8	34.9	6.9	6.4	19.4	19.5	23.8	22.2
Estee Lauder	126,610	24,405	26,441	5,009	5,575	3,708	4,156	34.5	30.6	13.3	11.2	44.2	41.2	21.7	19.5
Shiseido	23,783	11,130	11,870	855	1,361	575	925	42.3	26.4	4.2	3.8	11.0	15.6	15.2	11.8
Proya	6,597	1,098	1,356	168	211	141	177	46.5	37.0	10.1	8.3	22.4	23.2	34.3	27.1
Shanghai Jahwa	5,326	1,665	1,882	174	228	147	193	36.1	27.2	3.7	3.3	10.4	12.4	25.2	19.1
Fujian Green Pine	818	808	909	86	88	79	85	11.9	9.5	1.2	1.1	9.8	11.1	8.6	8.0
평균(국내사 제외)								38.2	30.6	8.2	7.1	24.8	25.5	20.2	17.8

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	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21P	2020	2021P	2022E
매출액	333.3	322.1	317.6	348.9	395.3	412.8	376.0	402.3	1,322.0	1,586.3	1,725.1
국내	172.6	160.9	138.2	137.5	172.4	170.2	141.8	148.4	609.2	632.8	663.2
중국	12.6	21.2	16.9	20.9	30.5	40.8	31.5	33.8	71.6	136.6	158.9
북경	5.8	7.9	4.4	4.2	6.1	8.3	5.3	5.2	22.3	24.9	26.4
무석	6.8	13.3	12.6	16.6	24.4	32.5	26.2	28.6	49.3	111.7	132.5
미국	18.2	14.5	16.6	13.4	15.7	17.9	18.1	13.8	62.7	65.5	73.4
PTP	10.0	6.7	8.4	4.5	4.8	6.1	6.7	6.6	29.5	24.2	28.1
CSR	8.2	7.9	8.2	8.9	10.9	11.7	11.4	7.2	33.2	41.3	45.3
HKN	132.8	130.9	151.3	183.4	186.8	184.9	188.6	209.4	598.4	769.8	846.8
매출총이익	107.6	99.9	100.7	129.1	103.4	113.0	102.5	114.6	437.2	433.5	505.8
<i>매출총이익률</i>	<i>32.3</i>	<i>31.0</i>	<i>31.7</i>	<i>37.0</i>	<i>26.2</i>	<i>27.4</i>	<i>27.3</i>	<i>28.5</i>	<i>33.1</i>	<i>27.3</i>	<i>29.3</i>
영업이익	23.6	27.2	18.9	52.0	24.2	21.3	12.8	25.9	128.0	84.2	125.2
<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>6.4</i>	<i>9.7</i>	<i>5.3</i>	<i>7.3</i>
국내	12.7	18.8	11.8	7.1	15.7	19.9	10.4	19.6	50.4	65.6	69.0
해외	-5.1	-4.2	-7.0	-7.4	-4.8	-1.6	-7.0	-10.2	-23.7	-23.6	-18.2
HKN	13.3	14.9	14.7	44.1	13.0	3.0	17.1	17.3	87.0	50.3	74.4
순이익	12.4	8.5	12.5	126.8	12.3	13.0	6.4	10.8	160.3	42.5	77.1
<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>2.7</i>	<i>12.1</i>	<i>2.7</i>	<i>4.5</i>
(% YoY)											
매출액	-2.5	-12.5	-1.4	0.5	5.3	28.1	18.4	15.3	-4.1	16.3	8.8
국내	-4.3	-18.3	-4.8	-16.7	-0.1	5.8	2.6	8.0	-11.4	3.9	4.8
중국	-28.8	0.2	1.9	-3.1	141.9	92.5	86.0	62.2	-7.0	90.8	16.3
북경	-61.7	-51.2	-61.8	-66.6	5.9	4.5	20.5	23.8	-59.8	11.7	5.7
무석	162.7	170.9	143.2	87.9	257.2	145.2	108.7	71.9	129.1	126.7	18.6
미국	-19.4	-45.5	-22.7	-19.2	-13.6	23.0	8.9	3.2	-28.2	4.4	12.1
PTP	-28.4	-59.2	-31.7	-46.2	-52.1	-8.4	-19.9	46.7	-42.0	-18.0	16.1
CSR	-4.8	-23.6	-10.8	8.5	33.1	49.6	38.1	-18.9	-8.6	24.3	9.8
HKN	5.2	3.0	6.6	24.5	40.7	41.2	24.7	14.1	10.3	28.6	10.0
영업이익	-13.6	-14.4	5.0	128.9	2.7	-21.7	-32.4	-50.2	28.2	-34.2	48.6
<i>영업이익률</i>	<i>-0.4</i>	<i>-0.8</i>	<i>0.3</i>	<i>10.6</i>	<i>-1.8</i>	<i>-3.3</i>	<i>-2.6</i>	<i>-8.5</i>	<i>2.1</i>	<i>-4.1</i>	<i>1.9</i>
국내	-8.6	24.0	218.7	-2.1	23.9	5.8	-12.2	177.9	26.0	30.3	5.1
해외	적지	적지	적지								
HKN	-24.7	-10.5	-26.2	88.3	-2.1	-80.2	16.2	-60.9	12.0	-42.2	47.8
순이익	-12.4	-38.3	357.4	흑전	-0.9	52.4	-48.9	-91.5	451.6	-73.5	81.3

주: 1Q20 개별 제약 사업부 제거 기준, 부문별 합산 차이는 연결 조정
 자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

한국콜마 (161890)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021P	2022E	2023E
매출액	1,378.9	1,322.1	1,586.3	1,725.1	1,837.7
매출액증가율 (%)	1.5	-4.1	20.0	8.8	6.5
매출원가	982.8	895.8	1,152.8	1,219.4	1,289.8
매출총이익	396.1	426.3	433.5	505.8	548.0
판매관리비	296.3	304.6	349.3	380.6	404.1
영업이익	99.8	121.7	84.2	125.2	143.8
영업이익률	7.2	9.2	5.3	7.3	7.8
금융손익	-48.5	-41.4	-14.9	-3.8	-1.1
중속/관계기업손익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	-6.1	141.4	-1.8	-0.9	-1.6
세전계속사업이익	45.2	221.6	67.6	120.4	141.2
법인세비용	25.9	77.0	18.0	30.1	35.3
당기순이익	33.6	160.6	49.7	90.3	105.9
지배주주지분 손이익	29.1	160.3	42.5	77.1	93.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	164.8	121.5	114.6	173.6	177.7
당기순이익(손실)	33.6	160.6	49.7	90.3	105.9
유형자산상각비	46.0	48.9	54.3	74.7	72.5
무형자산상각비	14.6	12.9	7.1	3.8	2.3
운전자본의 증감	39.4	-39.5	63.6	4.8	-3.0
투자활동 현금흐름	-150.7	245.7	-387.5	-64.6	-60.9
유형자산의증가(CAPEX)	-73.7	-119.2	-99.9	-64.0	-60.0
투자자산의감소(증가)	0.1	-4.9	-0.0	-0.5	-0.5
재무활동 현금흐름	27.7	-109.5	83.9	-51.9	-47.9
차입금의 증감	122.5	-98.6	-234.9	-44.0	-40.0
자본의 증가	12.4	0.4	38.4	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	42.1	258.6	-184.1	57.1	68.9
기초현금	76.5	118.6	377.2	193.1	250.2
기말현금	118.6	377.2	193.1	250.2	319.1

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021E	2022E	2023E
유동자산	646.0	775.2	902.3	982.7	1,080.5
현금및현금성자산	118.6	377.2	193.3	250.4	319.3
매출채권	223.9	183.9	198.7	212.6	226.7
재고자산	160.7	148.6	163.5	171.6	181.9
비유동자산	1,754.3	1,714.4	1,761.1	1,747.1	1,732.8
유형자산	466.9	472.7	491.8	481.2	468.7
무형자산	1,138.4	1,094.4	1,093.0	1,089.2	1,086.9
투자자산	16.9	21.7	21.8	22.3	22.7
자산총계	2,400.3	2,489.6	2,663.3	2,729.8	2,813.3
유동부채	707.4	686.8	883.8	880.2	880.7
매입채무	113.2	96.9	102.7	106.9	111.1
단기차입금	80.6	184.0	176.0	148.0	126.0
유동성장기부채	328.9	167.0	351.4	351.4	351.4
비유동부채	845.0	803.5	410.2	397.8	382.8
사채	249.4	299.5	49.9	49.9	49.9
장기차입금	489.6	418.1	273.1	257.1	239.1
부채총계	1,552.4	1,490.4	1,294.0	1,278.0	1,263.5
자본금	11.4	11.4	11.4	11.4	11.4
자본잉여금	227.9	228.3	266.7	266.7	266.7
기타포괄이익누계액	-0.3	1.6	2.9	2.9	2.9
이익잉여금	232.4	382.4	412.6	481.8	567.8
비지배주주지분	376.5	375.6	675.8	689.0	701.0
자본총계	847.9	999.2	1,369.3	1,451.8	1,549.8

Key Financial Data

	2019	2020	2021E	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	60,953	57,780	69,329	75,396	80,316
EPS(지배주주)	1,285	7,004	1,858	3,369	4,105
CFPS	8,531	9,970	7,182	9,375	10,018
EBITDAPS	7,091	8,016	6,364	8,901	9,554
BPS	20,601	27,257	30,313	33,337	37,096
DPS	330	345	345	345	345
배당수익률(%)	0.7	0.7	0.9	0.8	0.8
Valuation(Multiple)					
PER	36.8	7.3	21.7	13.0	10.7
PCR	5.5	5.1	5.6	4.7	4.4
PSR	0.8	0.9	0.6	0.6	0.5
PBR	2.3	1.9	1.3	1.3	1.2
EBITDA	160.4	183.4	145.6	203.7	218.6
EV/EBITDA	15.3	12.5	13.8	9.9	8.7
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.4	29.3	6.5	10.6	11.7
EBITDA 이익률	11.6	13.9	9.2	11.8	11.9
부채비율	183.1	149.1	94.5	88.0	81.5
금융비용부담률	3.9	2.8	1.9	1.5	1.4
이자보상배율(x)	1.9	3.3	2.8	4.7	5.7
매출채권회전율(x)	6.5	6.5	8.3	8.4	8.4
재고자산회전율(x)	8.2	8.6	10.2	10.3	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 증가대비 3등급	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	Overweight (비중확대)	
시장지수대비 3등급	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	-18.6	-6.6	
2022.02.22	기업브리프	Buy	55,000	하누리	-	-	