



BUY(Maintain)

목표주가: 48,000원

주가(7/6): 37,350원

시가총액: 8,546억원



화장품 Analyst 조소정

sojcho@kiwoom.com

StockData

KOSPI (7/6)	2,292.01pt	
52 주 주가동향	최고가	최저가
최고/최저가 대비	58,000 원	34,150 원
등락률	-35.6%	9.4%
수익률	절대	상대
1M	-12.5%	1.9%
6M	-3.9%	22.5%
1Y	-35.6%	-7.1%

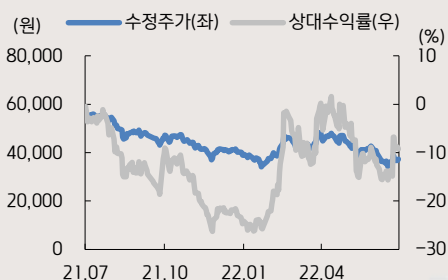
Company Data

발행주식수	22,881천주	
일평균 거래량(3M)	152천주	
외국인 지분율	23.9%	
배당수익률(22E)	1.0%	
BPS(22E)	32,368원	
주요 주주	한국콜마홀딩스 외 27인	30.3%

투자지표

(십억원,IFRS 연결)	2020	2021	2022F	2023F
매출액	1,322.1	1,586.3	1,846.4	2,075.4
영업이익	121.7	84.3	121.6	167.6
EBITDA	183.4	142.6	195.1	245.3
세전이익	221.6	66.5	101.4	148.7
순이익	160.6	43.5	84.5	116.0
지배주주지분순이익	160.3	35.8	67.8	95.4
EPS(원)	7,004	1,565	2,965	4,171
증감률(%YoY)	445.3	-77.7	89.5	40.6
PER(배)	7.3	25.7	12.6	8.9
PBR(배)	1.87	1.35	1.15	1.04
EV/EBITDA(배)	12.5	14.6	10.6	8.5
영업이익률(%)	9.2	5.3	6.6	8.1
ROE(%)	29.3	5.5	9.5	12.2
순차입금비율(%)	74.7	35.7	36.7	34.4

Price Trend



한국콜마 (161890)

업종 내 보기 드문 성장세



한국콜마의 2분기 영업이익은 전년동기대비 +46% 증가할 것으로 기대됩니다. 고마진 고객사들의 주문 증가와 자회사 HK이노엔의 실적 성장이 기대되기 때문입니다. 현재 화장품 산업 내 불확실성이 짙어진 가운데 동사의 견조한 성장세는 분명 큰 매력 포인트입니다. 현재 상황이 유지되고, 향후 해외 법인 상황도 좋아진다면, 하반기에도 높은 성장세를 유지할 것으로 기대됩니다.

>>> 2분기 화장품 사업 수익성 방어 기대

한국콜마의 2분기 연결기준 영업이익은 312억원 (+46% YoY)을 기록할 전망이다. 1) 국내 주요 고객사들의 주문 증가, 2) 자회사 이노엔의 실적 성장이 기대되기 때문이다.

화장품: 2분기 별도기준 영업이익은 221억원 (+11% YoY, OPM 12%)을 기록할 전망이다. 고마진 고객사 중심 매출 성장 덕분에 수익성 방어가 가능할 것으로 기대된다.

반면 해외 법인은 상황이 좋지 않을 것으로 판단된다. 중국 법인은 주요 도시 봉쇄로 인해 영업활동에 차질이 발생하면서 역성장이 불가피하고, 북미 법인은 공급망 병목 이슈가 아직 완전히 해소되지 않았기 때문이다.

제약/음료: 제약/음료 사업은 전반적으로 큰 성장 흐름을 보일 것으로 기대된다. 북미 지역과 중국 지역에서 케이캡 관련 마일스톤이 인식될 예정이고, 거리두기 완화로 HB&B 사업의 수혜가 기대되기 때문이다. 그 외에도 1분기에 마케팅비가 집중적으로 인식되면서, 2분기의 실적 성장세 더욱 힘이 실리고 있다.

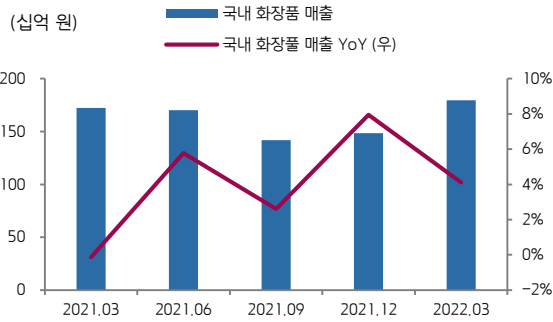
>>> 하반기도 높은 성장세 여전할 것으로 기대

전통적으로 동사는 상반기 성장세가 높은 편이고, 하반기에는 그 흐름이 완만해지는 편이다. 그러나 올 하반기는 높은 성장세를 유지할 것으로 기대된다. 1) 3분기 이후 중국 법인과 북미 법인의 회복세가 전망되고, 2) 자회사 이노엔도 케이캡과 HB&B 사업 호조로 성장세가 유지될 것으로 예상되기 때문이다. 더불어 3) 하반기부터 연수가 연결 실적에 추가 인식된다면, 그 영향으로 높은 성장세를 이어나갈 수 있을 것으로 기대된다.

>>> 투자의견 BUY, 목표주가 48,000원 유지

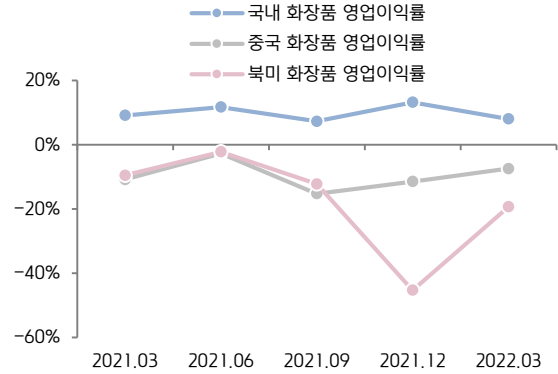
투자의견 BUY를 유지, 목표주가는 48,000원을 유지한다. 향후 동사의 화장품 사업의 안정적인 성장세가 지속될 것으로 예상하며, 하반기부터는 해외 법인도 회복세를 나타낼 것으로 기대된다. 전반적으로 화장품 업종 내 불확실성이 짙어지면서, 동사의 견조한 실적 성장세가 더욱 돋보일 수 밖에 없는 환경이 조성되고 있다. 이에 투자의견 BUY를 유지한다.

한국콜마 국내 법인 매출 추이 (분기)



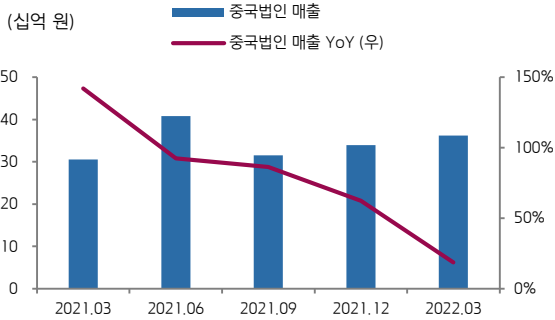
자료: 한국콜마, 키움증권리서치

한국콜마 국내외 법인 영업이익 추이 (분기)



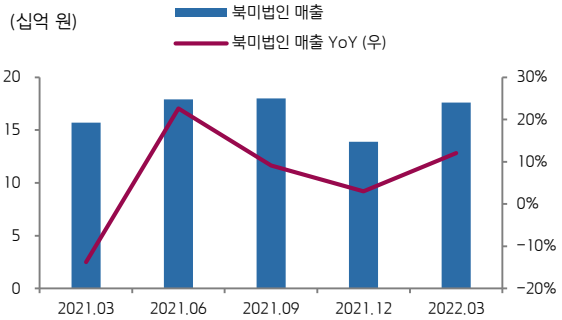
자료: 한국콜마, 키움증권리서치

한국콜마 중국법인 매출 추이 (분기)



자료: 한국콜마, 키움증권리서치

한국콜마 북미법인 매출 추이 (분기)



자료: 한국콜마, 키움증권리서치

화장품 ODM Peer

회사명	시가총액			매출액		YoY		영업이익			YoY		PER		
	십억 달러			십억 달러		%		십억 달러			%		배		
	21	22E	23E	22E	23E	22E	23E	21	22E	23E	22E	23E	21	22E	23E
코스맥스	0.5	1.4	1.3	1.5	-5%	12%	0.1	0.1	0.1	-26%	41%	8.4	9.3	6.8	
한국콜마	0.7	1.4	1.3	1.5	-4%	9%	0.1	0.1	0.1	14%	31%	25.5	14.6	11.2	
코스메카	0.1	0.3	0.3	0.3	-8%	7%	0.0	0.0	0.0	-20%	40%	14.8	9.1	6.2	
Green Pine	0.5	0.6	0.6	0.6	-4%	11%	-0.1	0.0	0.0	-125%	50%	-	18.7	12.8	
ODM													16.2	12.9	9.2

자료: Bloomberg, 키움증권리서치

한국콜마 연결기준 실적 추이 및 전망

(십억원)		1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	FY21	FY22E	FY23E		
매출	(연결)	395	413	376	402	410	441	485	510	1,586	1,846	2,075		
	별도	172	170	142	148	179	191	149	154	633	673	694		
	HK이노엔	187	185	189	209	180	204	211	226	770	822	863		
	연우	-71	-77	-68	-71	-68	-64	72	76	-287	280	287		
	중국법인	31	41	32	34	36	30	33	38	137	137	157		
	북미법인	16	18	18	14	18	17	19	15	66	68	75		
	YoY		+19%	+28%	+18%	+15%	+4%	+7%	+29%	+27%	+20%	+16%	+12%	
매출원가		292	300	273	293	310	323	363	374	1,158	1,370	1,540		
	YoY		+23%	+35%	+26%	+33%	+6%	+8%	+33%	+28%	+29%	+18%	+12%	
	매출원가율		74%	73%	73%	73%	76%	73%	75%	73%	73%	74%	74%	
	매출총이익		103	113	102	109	101	118	122	136	428	477	535	
		YoY		+7%	+13%	+2%	-15%	-3%	+5%	+19%	+24%	+0%	+11%	+12%
		GPM		26%	27%	27%	27%	24%	27%	25%	27%	27%	26%	26%
	판매관리비		79	92	90	83	88	87	88	93	344	355	368	
YoY			+8%	+26%	+10%	+8%	+11%	-5%	-2%	+11%	+13%	+3%	+4%	
판매비율			20%	22%	24%	21%	21%	20%	18%	18%	22%	19%	18%	
영업이익		24	21	13	26	13	31	35	43	84	122	168		
	별도	16	20	10	20	14	22	11	20	66	68	73		
	HK이노엔	13	3	17	17	4	17	26	21	50	68	83		
	연우	-6	-10	-6	-7	-3	-6	6	7	-30	22	23		
	중국법인	-3	-1	-5	-4	-3	-3	-2	-1	-13	-9	-1		
	북미법인	-2	-0	-2	-6	-3	-3	-3	-3	-10	-12	-5		
	YoY		+3%	-22%	-32%	-50%	-47%	+46%	+171%	+65%	-31%	+44%	+38%	
OPM	연결	6%	5%	3%	6%	3%	7%	7%	8%	5%	7%	8%		
	별도	9%	11.7%	7%	13%	8%	12%	7%	13%	10%	10%	10%		
	HK이노엔	7%	2%	9%	8%	2%	8%	12%	9%	7%	8%	10%		
	연우	9%	13%	9%	10%	4%	9%	9%	10%	10%	8%	8%		
	중국법인	-11%	-3%	-15%	-12%	-7%	-10%	-7%	-2%	-10%	-7%	-1%		
	북미법인	-6%	-1%	-8%	-22%	-11%	-11%	-11%	-8%	-9%	-10%	-4%		
	YoY		+3%	-22%	-32%	-50%	-47%	+46%	+171%	+65%	-31%	+44%	+38%	
세전이익		19	15	13	19	11	24	29	37	67	101	149		
	YoY		+32%	+61%	-25%	-89%	-42%	+59%	+129%	+91%	-70%	+52%	+47%	
	당기순이익		15	12	7	9	14	19	23	29	44	85	116	
YoY		+9%	+90%	-57%	-92%	-6%	+55%	+227%	+210%	-73%	+94%	+37%		

자료: 한국콜마, 키움증권리서치

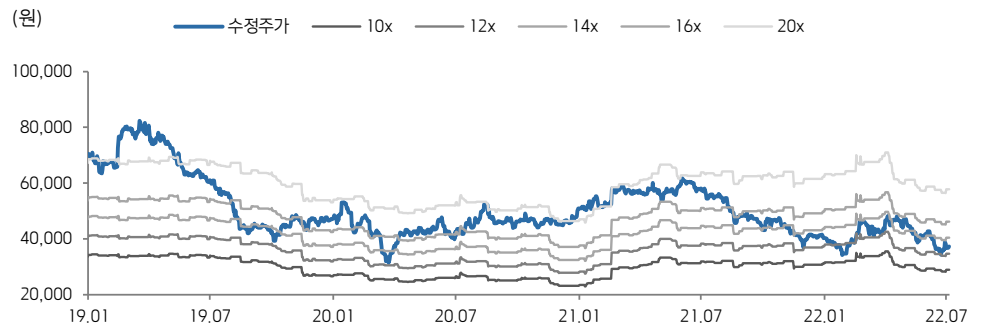
주: 22년 3분기부터 연우 포함

한국콜마 목표주가 산정 내역

구분	가치산정	비고
적정 시가총액 (① +②)	1 조 940 억 원	
화장품 ①	7,251 억 원	화장품 ODM Peer PER 11 배
제약 ②	3,688 억 원	코스닥 제약 PER 14 배
유통주식수	22,881 천 주	
목표주가	48,000 원	만원 이하 반올림

자료: 키움증권 리서치

한국콜마 PER Chart



자료: DataGuide, 키움증권리서치

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
매출액	1,322.1	1,586.3	1,846.4	2,075.4	2,162.4
매출원가	895.8	1,158.2	1,369.5	1,539.9	1,594.3
매출총이익	426.3	428.1	476.9	535.4	568.1
판관비	304.6	343.9	355.3	367.8	380.3
영업이익	121.7	84.3	121.6	167.6	187.8
EBITDA	183.4	142.6	195.1	245.3	269.6
영업외손익	100.0	-17.7	-20.2	-18.9	-11.9
이자수익	1.4	3.3	3.0	3.0	4.3
이자비용	37.3	30.6	30.6	30.6	30.6
외환관련이익	7.8	13.1	9.4	9.4	9.4
외환관련손실	9.8	2.5	1.6	1.6	1.6
외국 및 관계기업손익	0.0	-0.9	-0.2	0.0	0.0
기타	137.9	-0.1	-0.2	0.9	6.6
법인세차감전이익	221.6	66.5	101.4	148.7	175.9
법인세비용	76.9	23.0	16.9	32.7	38.7
계속사업순손익	144.7	43.5	84.5	116.0	137.2
당기순이익	160.6	43.5	84.5	116.0	137.2
지배주주순이익	160.3	35.8	67.8	95.4	112.9
증감율 및 수익성 (%)					
매출액 증감율	-4.1	20.0	16.4	12.4	4.2
영업이익 증감율	21.9	-30.7	44.2	37.8	12.1
EBITDA 증감율	14.3	-22.2	36.8	25.7	9.9
지배주주순이익 증감율	451.7	-77.7	89.4	40.7	18.3
EPS 증감율	445.3	-77.7	89.5	40.6	18.3
매출총이익율(%)	32.2	27.0	25.8	25.8	26.3
영업이익율(%)	9.2	5.3	6.6	8.1	8.7
EBITDA Margin(%)	13.9	9.0	10.6	11.8	12.5
지배주주순이익률(%)	12.1	2.3	3.7	4.6	5.2

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
영업활동 현금흐름	121.5	-3.1	72.6	107.7	161.1
당기순이익	160.6	43.5	84.5	116.0	137.2
비현금항목의 가감	67.6	122.3	95.1	108.1	116.9
유형자산감가상각비	48.9	46.6	58.7	64.4	69.7
무형자산감가상각비	12.9	11.8	14.7	13.3	12.1
지분법평가손익	0.0	-0.9	0.2	0.0	0.0
기타	5.8	64.8	21.5	30.4	35.1
영업활동자산부채증감	-39.5	-58.8	-62.9	-56.5	-28.4
매출채권및기타채권의감소	0.4	-39.7	-37.3	-32.9	-12.5
재고자산의감소	-16.6	-57.9	-34.5	-30.3	-11.5
매입채무및기타채무의증가	-3.2	56.0	9.1	8.9	-2.9
기타	-20.1	-17.2	-0.2	-2.2	-1.5
기타현금흐름	-67.2	-110.1	-44.1	-59.9	-64.6
투자활동 현금흐름	245.7	-283.0	-152.7	-285.6	-158.4
유형자산의 취득	-119.2	-40.1	-114.0	-120.0	0.0
유형자산의 처분	1.0	0.4	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-2.5	-11.2	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-4.8	-9.1	-9.8	-9.6	-9.6
단기금융자산의감소(증가)	110.3	-226.2	123.5	-7.1	0.1
기타	260.9	3.2	-152.4	-148.9	-148.9
재무활동 현금흐름	-109.5	97.6	315.4	316.4	315.7
차입금의 증가(감소)	-85.5	-219.4	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-7.6	-7.9	-9.5	-8.5	-9.2
기타	-16.4	324.9	324.9	324.9	324.9
기타현금흐름	0.9	2.5	-152.3	-148.9	-148.9
현금 및 현금성자산의 순증가	258.6	-186.0	83.0	-10.3	169.5
기초현금 및 현금성자산	118.6	377.2	191.2	274.2	263.9
기말현금 및 현금성자산	377.2	191.2	274.2	263.9	433.5

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2020A	2021A	2022F	2023F	2024F
유동자산	775.2	882.9	915.5	976.9	1,171.9
현금 및 현금성자산	377.2	191.2	274.2	263.9	433.5
단기금융자산	6.8	233.0	109.6	116.6	116.5
매출채권 및 기타채권	218.8	227.8	265.1	298.0	310.5
재고자산	148.6	210.2	244.6	275.0	286.5
기타유동자산	23.8	20.7	22.0	23.4	24.9
비유동자산	1,714.4	1,723.2	1,773.3	1,825.3	1,753.1
투자자산	21.7	30.8	40.4	50.1	59.7
유형자산	472.7	445.5	500.8	556.5	486.7
무형자산	1,094.4	1,126.9	1,112.2	1,098.8	1,086.8
기타비유동자산	125.6	120.0	119.9	119.9	119.9
자산총계	2,489.6	2,606.0	2,688.9	2,802.2	2,925.0
유동부채	686.8	888.6	897.7	906.6	903.7
매입채무 및 기타채무	215.7	255.8	264.9	273.8	270.9
단기금융부채	363.4	591.6	591.6	591.6	591.6
기타유동부채	107.7	41.2	41.2	41.2	41.2
비유동부채	803.5	357.9	357.9	357.9	357.9
장기금융부채	767.4	317.5	317.5	317.5	317.5
기타비유동부채	36.1	40.4	40.4	40.4	40.4
부채총계	1,490.4	1,246.5	1,255.6	1,264.5	1,261.6
지배자본	623.7	683.6	740.6	824.5	925.9
자본금	11.4	11.4	11.4	11.4	11.4
자본잉여금	228.3	266.7	266.7	266.7	266.7
기타자본	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
기타포괄손익누계액	1.6	2.7	0.3	-2.1	-4.4
이익잉여금	382.4	402.8	462.2	548.5	652.2
비지배자본	375.6	676.0	692.6	713.2	737.5
자본총계	999.2	1,359.6	1,433.3	1,537.7	1,663.4
투자지표					
주당지표(원)					
EPS	7,004	1,565	2,965	4,171	4,932
BPS	27,257	29,876	32,368	36,035	40,464
CFPS	9,970	7,249	7,851	9,796	11,103
DPS	345	415	370	400	400
주가배수(배)					
PER	7.3	25.7	12.6	8.9	7.6
PER(최고)	7.8	40.1	16.7		
PER(최저)	4.3	23.3	11.4		
PBR	1.87	1.35	1.15	1.04	0.92
PBR(최고)	2.01	2.10	1.53		
PBR(최저)	1.12	1.22	1.04		
PSR	0.88	0.58	0.46	0.41	0.39
PCFR	5.1	5.6	4.8	3.8	3.4
EV/EBITDA	12.5	14.6	10.6	8.5	7.2
주요비율(%)					
배당성향(% ,보통주,현금)	4.9	21.8	10.0	7.9	6.7
배당수익률(% ,보통주,현금)	0.7	1.0	1.0	1.1	1.1
ROA	6.6	1.7	3.2	4.2	4.8
ROE	29.3	5.5	9.5	12.2	12.9
ROIC	4.0	4.2	5.4	6.6	7.3
매출채권회전율	5.9	7.1	7.5	7.4	7.1
재고자산회전율	8.6	8.8	8.1	8.0	7.7
부채비율	149.1	91.7	87.6	82.2	75.8
순차입금비율	74.7	35.7	36.7	34.4	21.6
이자보상배율	3.3	2.8	4.0	5.5	6.1
총차입금	1,130.8	909.1	909.1	909.1	909.1
순차입금	746.8	484.9	525.4	528.6	359.2
NOPLAT	183.4	142.6	195.1	245.3	269.6
FCF	-25.7	22.8	-2.1	32.0	199.9

Compliance Notice

- 당사는 7월 6일 현재 '한국콜마(161890)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

고지사항

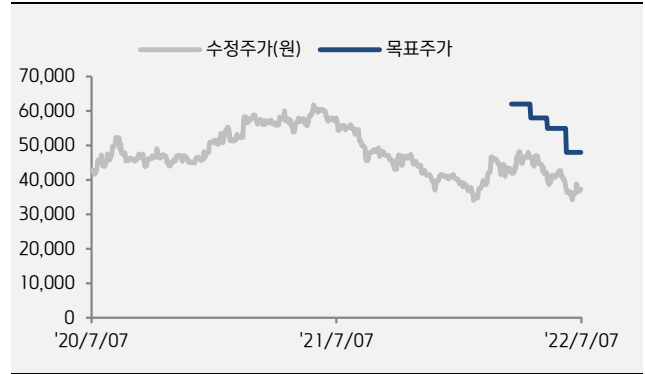
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표 가격 대상 시점	과리율(%)	
					평균 주가대비	최고 주가대비
한국콜마 (161890)	2022-03-24	Buy(Initiate)	62,000원	6개월	-26.51	-22.26
	2022-04-22	Buy(Maintain)	58,000원	6개월	-22.98	-18.88
	2022-05-17	Buy(Maintain)	55,000원	6개월	-25.96	-22.36
	2022-06-14	Buy(Maintain)	48,000원	6개월	-24.03	-18.96
	2022-07-07	Buy(Maintain)	48,000원	6개월		

*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

목표주가추이(2개년)



투자의견 및 적용기준

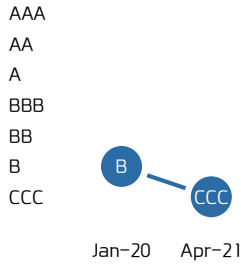
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

투자등급 비율 통계 (2021/07/01~2022/06/30)

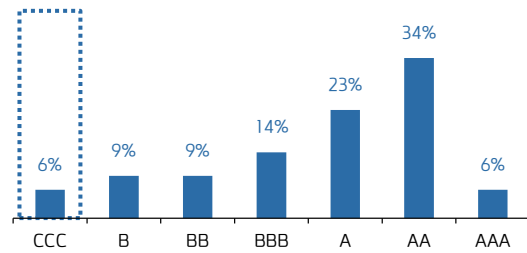
매수	중립	매도
97.59%	2.41%	0.00%

MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치자료

MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치
주1) MSCI Index 내 생활용품 기업 35개 참조

세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
주요 이슈에 대한 가중평균	2.8	5		
환경	2.2	5.4	29.0%	
포장소재 & 폐기물		4.2	12.0%	
제품 탄소 발자국	4.3	7.8	9.0%	▼0.1
원재료 출처	3.0	5.1	8.0%	
사회	3.9	4.7	36.0%	▲0.1
화학적 안전성		3.9	12.0%	
영양/건강에 미치는 긍정적 영향	6.1	5.2	12.0%	
제품 안전 & 품질	5.5	6.4	12.0%	▲0.1
지배구조	2.3	4.7	35.0%	▲0.6
기업 지배구조	2	5.4		▲0.8
기업 행동	6.4	5.8		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

ESG 최근 이슈

일자	내용
	해당 없음

자료: 키움증권 리서치

MSCI 피어그룹 벤치마크

주요 피어 그룹 (생활용품)	포장소재 & 폐기물	원재료 출처	제품 탄소 발자국	화학적 안전성	영양/건강에 미치는 긍정적 영향	제품 안전 & 품질	기업 지배구조	기업 행동	ESG등급	등급 변화 추이
로레알	●●●●	●●	●●●	●●●	●●●●	N/A	●●	●●●●		
유니레버	●●●●	●●	●●●	●●●	●●●	●	●●●●	●	AA	▲
클게이트 팜올리브	●●●	●●●●	●●●	●●●	●●●	N/A	●●●	●●●●	AA	◀▶
P&G	●●	●●●	●●●	●●●●	●●	N/A	●●●●	●	A	◀▶
에스티로더	●●●●	●●	●●●	●●	●●●●	N/A	●	●●	A	▲
한국콜마	●	●	●	●	●●●	●●	●	●●●	CCC	▼

평가 표시 : 최저 등급 ● 최상 등급 ●●●●●
 등급 변화 추이: 유지 ◀▶ 한 단계 상향조정 ▲ 두 단계 이상 상향 조정 ▲▲ 하향조정 ▼ 두 단계 이상 하향 조정 ▼▼
 자료: MSCI, 키움증권 리서치