

2022. 7. 14



▲ 화장품/의류

Analyst 하누리

02. 6454-4892

nuri.ha@meritz.co.kr

Buy

적정주가 (12개월) 55,000 원

현재주가 (7.13) 38,450 원

상승여력 43.0%

KOSPI 2,328.61pt

시가총액 8,798억원

발행주식수 2,288만주

유동주식비율 69.75%

외국인비중 24.24%

52주 최고/최저가 56,100원/34,150원

평균거래대금 56.5억원

주요주주(%)

한국콜마홀딩스 외 27 인 30.25

NIHON KOLMAR 12.14

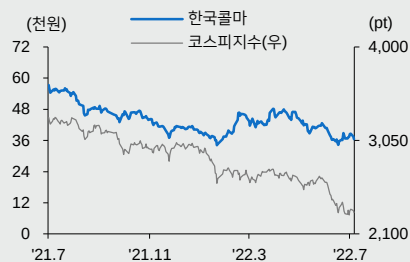
국민연금공단 9.29

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 1.1 -1.3 -30.8

상대주가 8.7 25.6 -2.8

주가그래프



한국콜마 161890

2Q22E Preview: 호실적 기대

- ✓ 2Q22E 매출액 4,345억원(+5%), 영업이익 333억원(+56%, OPM 8%)
- ✓ 국내: 주력 거래선 회복 기반 13개 분기 만에 두 자릿수 성장(매출 +13%, OP +18%)
- ✓ 해외: 코로나 영향, 공급 차질 막심(무석 -30%, 북경 -60%, CSR -13%, PTP -11%)
- ✓ 이노엔: 케이캡 신제품 출시, 음료 호조, 일회성 비용 제거 (매출 +10%, OP +457%)
- ✓ 수익성 개선(2022E +55%, 2023E +39%) 및 수직 계열화 효과 감안, 매수 접근 추천

2Q22E 화장품 성장 & 이노엔 호조

한국콜마는 2022년 2분기 매출액 4,345억원(+5.3% YoY, 이하 YoY), 영업이익 333억원(+56.2%, OPM 7.7%), 순이익 131억원(+0.8%)으로 시장 기대치를 웃돌 전망이다 (영업이익 컨센서스 대비 +9.9%). 화장품 수주 증가에 이노엔 정상화가 더해지겠다.

[화장품] 국내: 매출액과 영업이익으로 각각 1,925억원(+13.1%), 235억원(+17.9%)을 추정한다. 주력 거래선(방판 및 흡소핑)의 판매 회복을 기반으로, 13개 분기 만에 두 자릿수 성장을 실현하겠다. **중국:** 도시 봉쇄 영향을 감안, 역신장 폭이 크겠다 (매출액: 무석 -30.0%, 북경 -60%, 영업적자: 무석 -27억원, 북경 -8억원). 조업 중단은 없었으나, 고객사 판매 부진과 원부자재 조달 차질이 불가피했던 모습이다.

북미: 물류 적체 지속을 감안, PTP(-11.0%)와 CSR(-13.0%) 또한 부진하겠다.

[의약품] HKN: 매출액과 영업이익으로 각각 2,034억원(+10.0%), 165억원(+456.7%)을 예상한다. 케이캡 신제품 출시와 음료 사업 호조에, 일회성 비용 제거를 통한 영업 레버리지 효과가 뚜렷하겠다(2Q21 상장 재비용 150억원 집행 추정).

투자의견 Buy 및 적정주가 55,000원 제시

기초 OEM과 내수 기반 사업자로서 투자 모멘텀이 약하기는 하나, 수익성 향상에 대한 기대는 유효하다(영업이익: 2022E +54.5%, 2023E +38.6%). 국내 화장품 수주 확대, 해외 CSR 대형 계약 추가, 이노엔 음료 사업 약진 등, 본업 개선에 연우 연결 편입(3Q22E) 효과가 더해지겠다. 후방 수직계열화 관련 시너지 창출 또한 기대된다 (콜마 - 충진 & 연우 - 용기). 안정적 선택지라는 판단, 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
2021	1,586.3	84.3	35.8	1,565	-72.9	29,876	25.7	1.3	14.6	5.5	91.7
2022E	1,848.4	130.2	56.1	2,449	123.0	31,429	15.7	1.2	10.9	8.0	90.1
2023E	2,178.9	180.4	72.9	3,186	38.4	34,199	12.1	1.1	8.4	9.7	81.8

표1 한국콜마 2Q22E 실적 Preview

(십억원)	2Q22E	2Q21	(% YoY)	1Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	434.5	412.8	5.3	410.4	5.9	438.8	-1.0
영업이익	33.3	21.3	56.3	12.9	158.1	29.6	12.6
순이익	13.1	13.0	0.8	10.0	31.0	16.3	-19.6
영업이익률(%)	7.7	5.2	48.1	3.1	148.4	6.7	1.0

자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

표2 한국콜마 연간 실적 추정치 변동

(십억원)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		컨센서스	
	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
매출액	1,848.4	2,178.9	1,826.4	2,139.2	1.2	1.9	1,749.0	1,938.4
영업이익	130.2	180.4	129.1	175.2	0.9	3.0	111.9	144.5
순이익	56.1	72.9	50.4	61.5	11.3	18.5	74.5	96.2

자료: Quantiwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 한국콜마 적정주가 산정

(원, 배, %)	12개월 선행 EPS	Target PER	적정가치	비고
본업: EPS	2,817		55,239	
1) 화장품	1,836	19.4	35,604	글로벌 화장품 Peer 평균 대비 50% 할인 적용
2) 제약 (HKN)	982	20.0	19,635	국내 의약품 Peer 평균 대비 30% 할인 적용
적정주가 (원)			55,000	반올림
현재주가 (원)			36,750	
상승여력 (%)			49.7	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 글로벌 화장품 브랜드 업체 실적 및 Valuation

(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	880	1,848	2,179	130	180	56	73	15.7	12.1	1.2	1.1	8.0	9.7	10.9	8.4
코스맥스	713	1,649	1,743	77	154	63	113	11.2	6.3	1.1	1.0	10.7	16.7	7.4	4.2
L'Oreal	237,476	48,247	51,334	9,243	10,037	7335	7939	19.2	19.6	32.8	30.4	7.2	6.5	22.0	22.4
Estee Lauder	113,981	22,915	25,074	4,511	5,091	3384	3797	19.7	20.3	34.0	30.1	14.3	12.3	39.5	43.7
Shiseido	21,183	9,893	10,312	522	969	371	647	5.3	9.4	58.1	32.8	4.0	3.7	7.3	11.6
Proya	8,460	1,149	1,439	174	221	145	185	15.1	15.3	57.5	45.0	12.7	10.1	22.0	23.1
Shanghai Jahwa	4,547	1,609	1,822	164	210	147	188	10.2	11.5	31.2	24.3	3.1	2.8	10.0	11.6
Fujian Green Pine	657	711	788	43	64	37	53	6.0	8.1	17.9	12.2	1.5	1.3	8.1	10.9
평균(국내사 제외)								12.6	14.0	38.6	29.1	7.1	6.1	18.2	20.5

주: 평균 값은 Outlier 제외하여 산출

자료: Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

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

(십억원, %)	1Q21	2Q21	3Q21	4Q21	1Q22	2Q22E	3Q22E	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	395.3	412.8	376.0	402.3	410.4	434.5	483.0	520.4	1,586.3	1,848.3	2,178.9
국내	172.4	170.2	141.8	148.4	179.4	192.5	157.6	165.4	632.8	694.9	730.9
중국	30.5	40.8	31.5	33.9	36.2	26.1	33.1	39.9	136.7	135.2	156.3
북경	6.1	8.3	5.3	5.2	4.7	3.3	4.2	5.5	24.9	17.7	18.4
무석	24.4	32.5	26.2	28.7	31.5	22.7	28.8	34.4	111.8	117.6	137.9
미국	15.7	17.9	18.1	13.1	17.6	15.7	23.6	23.1	64.7	80.0	94.9
PTP	4.8	6.1	6.7	6.6	5.4	5.5	7.7	6.9	24.2	25.5	28.0
CSR	10.9	11.7	11.4	6.4	12.2	10.2	15.9	16.1	40.5	54.5	66.9
연우	-	-	-	-	-	-	68.0	65.0	-	133.0	320.0
HKN	186.8	184.9	188.6	209.4	180.2	203.4	203.7	230.3	769.8	817.7	890.3
영업이익	24.2	21.3	12.8	25.9	12.9	33.3	35.7	48.3	84.3	130.2	180.4
영업이익률	6.1	5.2	3.4	6.4	3.1	7.7	7.4	9.3	5.3	7.0	8.3
국내	15.7	19.9	10.4	19.6	14.4	23.5	14.3	21.9	65.6	74.1	80.0
해외	-4.8	-1.6	-7.0	-10.2	-5.7	-6.7	-5.4	-3.9	-23.6	-21.7	-15.7
연우	-	-	-	-	-	-	6.3	6.7	-	13.0	32.0
HKN	13.0	3.0	17.1	17.3	4.2	16.5	20.5	23.6	50.3	64.8	84.0
순이익	12.3	13.0	6.4	4.1	10.0	13.1	13.8	19.1	35.8	56.0	72.9
순이익률	3.1	3.1	1.7	1.0	2.4	3.0	2.9	3.7	2.3	3.0	3.3
YoY(우)											
매출액	5.3	28.1	18.4	15.3	3.8	5.3	28.5	29.4	16.3	16.5	17.9
국내	-0.1	5.8	2.6	8.0	4.1	13.1	11.1	11.5	3.9	9.8	5.2
중국	141.9	92.5	86.0	62.6	18.6	-36.1	5.0	17.7	90.9	-1.1	15.6
북경	5.9	4.5	20.5	23.5	-24.0	-60.0	-20.0	5.0	11.6	-29.0	3.9
무석	257.2	145.2	108.7	72.6	29.3	-30.0	10.0	20.0	126.9	5.2	17.3
미국	-13.6	23.0	8.9	-2.6	12.1	-12.3	30.7	76.5	3.2	23.6	18.7
PTP	-52.1	-8.4	-19.9	46.5	12.2	-11.0	15.0	5.0	-18.0	5.1	9.9
CSR	33.1	49.6	38.1	-27.5	12.0	-13.0	40.0	150.0	22.0	34.6	22.9
연우	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	140.6
HKN	40.7	41.2	24.7	14.1	-3.5	10.0	8.0	10.0	28.6	6.2	8.9
영업이익	2.7	-21.7	-32.4	-50.1	-46.8	56.2	179.7	86.2	-34.2	54.5	38.6
국내	23.9	5.8	-12.2	178.0	-8.6	17.9	38.5	11.5	30.3	12.9	8.0
해외	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
연우	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	146.2
HKN	-2.1	-80.2	16.2	-60.9	-67.5	456.7	19.9	36.7	-42.2	28.7	29.8
순이익	-0.9	52.4	-48.9	-96.7	-18.7	1.3	115.4	363.4	-77.7	56.5	30.1

자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

한국콜마 (161890)

Income Statement

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
매출액	1,378.9	1,322.1	1,586.3	1,848.4	2,178.9
매출액증가율 (%)	1.5	-4.1	20.0	16.5	17.9
매출원가	982.8	895.8	1,158.2	1,326.1	1,548.0
매출총이익	396.1	426.3	428.1	522.3	630.9
판매관리비	296.3	304.6	343.9	392.1	450.5
영업이익	99.8	121.7	84.3	130.2	180.4
영업이익률	7.2	9.2	5.3	7.0	8.3
금융손익	-48.5	-41.4	-15.9	-11.8	-5.0
종속/관계기업손익	0.0	0.0	-0.9	0.0	0.0
기타영업외손익	-6.1	141.4	-0.9	3.0	3.6
세전계속사업이익	45.2	221.6	66.5	121.4	179.1
법인세비용	25.9	77.0	23.0	24.3	44.8
당기순이익	33.6	160.6	43.5	97.1	134.3
지배주주지분 순이익	29.1	160.3	35.8	56.1	72.9

Statement of Cash Flow

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
영업활동 현금흐름	164.8	121.5	-3.1	142.1	178.4
당기순이익(손실)	33.6	160.6	43.5	97.1	134.3
유형자산상각비	46.0	48.9	46.6	51.6	53.4
무형자산상각비	14.6	12.9	11.8	4.3	3.0
운전자본의 증감	39.4	-39.5	-58.8	-5.2	-12.4
투자활동 현금흐름	-150.7	245.7	-283.0	-132.4	-74.7
유형자산의증가(CAPEX)	-73.7	-119.2	-40.1	-69.2	-60.0
투자자산의감소(증가)	0.1	-4.9	-9.1	-9.7	-1.7
재무활동 현금흐름	27.7	-109.5	97.6	-46.5	-49.5
차입금의 증감	122.5	-98.6	-221.0	-5.5	-40.0
자본의 증가	12.4	0.4	38.4	-2.7	0.0
현금의 증가(감소)	42.1	258.6	-186.0	-35.2	54.2
기초현금	76.5	118.6	377.2	191.2	156.0
기말현금	118.6	377.2	191.2	156.0	210.3

Balance Sheet

(십억원)	2019	2020	2021	2022E	2023E
유동자산	646.0	775.2	882.9	925.7	1,030.2
현금및현금성자산	118.6	377.2	191.2	156.0	210.3
매출채권	223.9	183.9	225.6	241.4	263.3
재고자산	160.7	148.6	210.2	220.7	233.9
비유동자산	1,754.3	1,714.4	1,723.2	1,754.1	1,759.3
유형자산	466.9	472.7	445.5	469.1	475.6
무형자산	1,138.4	1,094.4	1,126.9	1,125.7	1,122.7
투자자산	16.9	21.7	30.8	40.5	42.2
자산총계	2,400.3	2,489.6	2,606.0	2,679.7	2,789.4
유동부채	707.4	686.8	888.6	814.7	812.9
매입채무	113.2	96.9	157.0	163.3	169.8
단기차입금	80.6	184.0	223.2	198.0	176.0
유동성장기부채	328.9	167.0	355.3	303.0	303.0
비유동부채	845.0	803.5	357.9	455.1	441.8
사채	249.4	299.5	249.4	349.2	349.2
장기차입금	489.6	418.1	25.1	11.3	-6.7
부채총계	1,552.4	1,490.4	1,246.5	1,269.8	1,254.7
자본금	11.4	11.4	11.4	11.4	11.4
자본잉여금	227.9	228.3	266.7	264.0	264.0
기타포괄이익누계액	-0.3	1.6	2.7	3.9	3.9
이익잉여금	232.4	382.4	402.8	439.8	503.2
비지배주주지분	376.5	375.6	676.0	690.8	752.2
자본총계	847.9	999.2	1,359.6	1,409.9	1,534.7

Key Financial Data

	2019	2020	2021	2022E	2023E
주당데이터(원)					
SPS	60,953	57,780	69,329	80,780	95,228
EPS(지배주주)	1,285	7,004	1,565	2,449	3,186
CFPS	8,531	9,970	7,249	8,549	10,960
EBITDAPS	7,091	8,016	6,234	8,132	10,352
BPS	20,601	27,257	29,876	31,429	34,199
DPS	330	345	415	415	415
배당수익률(%)	0.7	0.7	1.0	1.1	1.1
Valuation(Multiple)					
PER	36.8	7.3	25.7	15.7	12.1
PCR	5.5	5.1	5.6	4.5	3.5
PSR	0.8	0.9	0.6	0.5	0.4
PBR	2.3	1.9	1.3	1.2	1.1
EBITDA	160.4	183.4	142.6	186.1	236.9
EV/EBITDA	15.3	12.5	14.6	10.9	8.4
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	6.4	29.3	5.5	8.0	9.7
EBITDA 이익률	11.6	13.9	9.0	10.1	10.9
부채비율	183.1	149.1	91.7	90.1	81.8
금융비용부담률	3.9	2.8	1.9	1.5	1.2
이자보상배율(x)	1.9	3.3	2.8	4.8	6.9
매출채권회전율(x)	6.5	6.5	7.7	7.9	8.6
재고자산회전율(x)	8.2	8.6	8.8	8.6	9.6

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	77.8%
중립	22.2%
매도	0.0%

2022년 6월 30일 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)	
2020.07.10	기업브리프	Buy	53,000	하누리	-12.0	-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	-19.3	-12.4	
2022.04.08	산업브리프	Buy	58,000	하누리	-28.9	-17.2	
2022.07.14	기업브리프	Buy	55,000	하누리	-	-	