

2023. 1. 16



## ▲ 화장품/의류

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

## Buy

적정주가 (12개월) 51,000 원

현재주가 (1.13) 42,850 원

상승여력 19.0%

KOSPI 2,386.09pt

시가총액 9,805억원

발행주식수 2,288만주

유동주식비율 69.74%

외국인비중 26.69%

52주 최고/최저가 48,200원/32,350원

평균거래대금 34.0억원

## 주요주주(%)

한국콜마홀딩스 외 30 인 30.26

NIHON KOLMAR 12.14

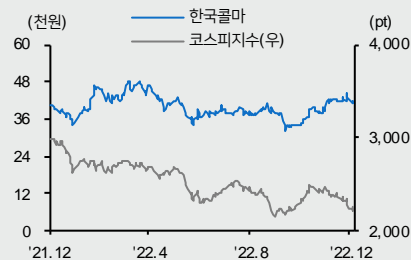
국민연금공단 9.55

주가상승률(%) 1개월 6개월 12개월

절대주가 1.9 11.4 10.0

상대주가 1.3 8.8 36.6

## 주가그래프



## 한국콜마 161890

## 4Q22E Preview: 기저 부담

- ✓ 4Q22E 매출액 4,655억원(+16%), 영업이익 230억원(-11%, OPM 5%)
- ✓ 국내: 믹스(크림) 개선 vs. 일회성 이익(48억원) 제거 → 매출 +8%, 영업이익 -19%
- ✓ 해외: 중국(-12%) 코로나 영향, 캐나다(+105%) 증설 효과, 미국(+22%) 색조 호조
- ✓ 자회사: 연우(-23%) 가동률 저하, 이노엔(-3%) 라이선싱 및 백신 감소
- ✓ 사업 다각화 기반 구조적 성장 기대 유효

## 4Q22E 일회성 이익 제거

한국콜마는 2022년 4분기 매출액 4,655억원(+15.7% YoY, 이하 YoY), 영업이익 230억원(-11.2%, OPM 4.9%), 순이익 63억원(+53.5%)을 기록할 전망이다. 별도 일회성 이익(인센티브 총당금 48억원 환입) 제거와 자회사 기저 부담으로 감익하겠다.

[화장품] 국내: 매출액과 영업이익으로 각각 1,601억원(+7.8%), 159억원(-19.0%, 일회성 요인 제거 시 +7.3%)을 추정한다. 고단가 크림류 기여 확대를 감안했다.

중국: 코로나 확산과 수요 약화로 부진했던 모습이다(무석 -10.0%, 북경 -20.0%).

북미: 캐나다(+105.0%)는 증설 효과, 미국(+22.0%)은 색조 호조가 나타나겠다.

연우: 매출액 544억원(-23.0%), 영업이익 21억원(-71.4%)을 추산한다. 북미 수출과 내수 판매 모두 부진, 생산량 감소와 가동률 저하가 불가피했을 것으로 본다.

[의약품] 이노엔: 매출액과 영업이익으로 각각 2,031억원(-3.0%), 167억원(-3.0%)을 예상한다. 라이선싱 수익(4Q21 미국 50억원) 축소에 백신 매출 감소를 반영했다(2Q22 822억원 → 3Q22 289억원 → 4Q22E 250억원 vs. 4Q21 400억원 추정, 7월 가다실 판가 인상으로 2Q22 선형 주문).

## 투자의견 Buy 및 적정주가 51,000원 제시

사업 다각화를 통한 구조적 성장이 기대되는 바, 매수 접근을 추천한다(2023E 매출액 +13%, 영업이익 +67%, 지배순이익 +121%). 국내 거래선 다각화(상위사 의존도 축소), 해외 적자폭 축소(영업적자: 2022E -341억원 → 2023E -148억원), 연우 시너지 창출(콜마 서구권 확장 & 연우 아시아 확대) 및 이노엔 수익성 개선(오송 가동률 상승 & 케이캡 라이선싱 수수료) 모두 유효하다.

(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
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	1,852.1	87.7	32.0	1,397	29.0	30,770	30.5	1.4	14.9	4.6	91.2
2023E	2,100.8	146.4	70.6	3,087	94.4	33,443	13.9	1.3	9.8	9.6	84.6
2024E	2,210.5	168.6	89.5	3,912	20.2	36,939	11.0	1.2	8.9	11.1	77.4

표1 한국콜마 4Q22E 실적 Preview

(십억원)	4Q22E	4Q21	(% YoY)	3Q22	(% QoQ)	컨센서스	(% diff.)
매출액	465.5	402.3	15.7	473.5	-1.7	503.3	-7.5
영업이익	23.0	25.9	-11.2	18.1	27.2	33.6	-31.6
순이익	6.3	4.1	53.5	0.8	698.2	12.9	-50.8
영업이익률(%)	4.9	6.4	-1.5	3.8	1.1	6.7	-1.7

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	1,852.1	2,100.8	1,889.9	2,157.8	-2.0	-2.6	1,889.9	2,201.2
영업이익	87.7	146.4	97.2	162.3	-9.8	-9.7	98.4	151.9
순이익	32.0	70.6	50.0	83.3	-36.0	-15.2	40.5	72.7

자료: Quantwise, 메리츠증권 리서치센터

표3 한국콜마 적정주가 산정

(원, 배, %)	12개월 선행 EPS	Target PER	적정가치	비고
본업: EPS	3,087			
1) 화장품	2,081	15	32,220	글로벌 화장품 Peer 평균 대비 40% 할인 적용
2) 제약 (HKN)	1,006	18	18,507	국내 의약품 Peer 평균 대비 50% 할인 적용
적정주가 (원)			51,000	반올림
현재주가 (원)			42,850	
상승여력 (%)			19.0	

자료: 메리츠증권 리서치센터

표4 글로벌 화장품 브랜드 업체 실적 및 Valuation

(십억원)	시가총액	매출액		영업이익		순이익		PER(배)		PBR(배)		ROE(%)		EV/EBITDA(배)	
		23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E	23E	24E
한국콜마	980	2,101	2,211	146	169	71	90	13.9	11.0	1.3	1.2	9.6	11.1	9.8	8.9
코스맥스	844	1,752	1,880	101	113	65	85	13.0	9.9	1.2	1.1	9.5	11.3	6.7	5.9
L'Oreal	246,252	54,805	58,622	10,896	11,798	8,620	9,385	28.5	26.2	6.2	5.7	23.6	23.6	18.9	17.5
Estee Lauder	112,924	24,078	26,281	4,521	5,192	3,334	3,847	35.0	30.0	14.5	13.0	40.0	48.6	21.6	18.8
Shiseido	25,332	10,542	11,231	832	1,128	582	775	43.0	32.2	4.4	4.1	11.1	13.5	18.2	15.8
Proya	8,780	1,390	1,719	212	266	177	227	48.8	38.0	10.6	8.6	23.4	24.1	35.4	27.9
Shanghai Jahwa	3,998	1,608	1,791	168	203	143	174	27.4	22.9	2.7	2.5	10.0	10.9	18.9	16.1
평균(국내사 제외)								27.9	23.2	4.8	4.4	16.2	18.5	15.6	13.8

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	2Q22	3Q22	4Q22E	2021	2022E	2023E
매출액	395.3	412.8	376.0	402.3	410.4	502.7	473.5	465.5	1,586.3	1,852.1	2,100.8
국내	172.4	170.2	141.8	148.4	179.4	205.8	175.5	160.1	632.8	720.8	766.1
중국	30.5	40.8	31.5	33.9	36.2	33.2	28.1	30.0	136.7	127.5	139.3
북경	6.1	8.3	5.3	5.2	4.7	4.5	4.2	4.2	24.9	17.5	18.3
무석	24.4	32.5	26.2	28.7	31.5	28.7	23.9	25.8	111.8	110.0	121.1
북미	15.7	17.9	18.1	13.1	17.6	16.8	21.3	21.3	64.7	76.9	85.5
캐나다	10.9	11.7	11.4	6.4	12.2	11.1	12.8	13.2	40.5	49.3	55.7
미국	4.8	6.1	6.7	6.6	5.4	5.7	8.5	8.1	24.2	27.6	29.8
연우	-	-	-	-	-	-	54.0	54.4	-	108.4	262.8
HKN	186.8	184.9	188.6	209.4	180.2	251.9	198.2	203.1	769.8	833.3	862.3
영업이익	24.2	21.3	12.8	25.9	12.9	33.6	18.1	23.0	84.3	87.7	146.4
영업이익률	6.1	5.2	3.4	6.4	3.1	6.7	3.8	4.9	5.3	4.7	7.0
국내	15.7	19.9	10.4	19.6	14.4	22.9	10.4	15.9	65.6	63.6	73.7
해외	-4.8	-1.6	-6.9	-10.2	-5.7	-6.9	-9.8	-11.7	-23.4	-34.1	-14.8
연우	-	-	-	-	-	-	-4.8	2.1	-	-2.7	19.3
HKN	13.0	3.0	17.1	17.3	4.2	17.7	22.3	16.7	50.3	60.9	68.2
순이익	12.3	13.0	6.4	4.1	10.0	14.8	0.8	6.3	35.8	32.0	70.6
순이익률	3.1	3.1	1.7	1.0	2.4	3.0	0.2	1.4	2.3	1.7	3.4
(% YoY)											
매출액	5.3	28.1	18.4	15.3	3.8	21.8	25.9	15.7	16.3	16.8	13.4
국내	-0.1	5.8	2.6	8.0	4.1	20.9	23.7	7.8	3.9	13.9	6.3
중국	141.9	92.5	86.0	62.6	18.6	-18.6	-10.8	-11.5	90.9	-6.7	9.3
북경	5.9	4.5	20.5	23.5	-24.0	-45.5	-20.8	-20.0	11.6	-29.6	4.2
무석	257.2	145.2	108.7	72.6	29.3	-11.7	-8.8	-10.0	126.9	-1.6	10.1
북미	-13.6	23.0	8.9	-2.6	12.1	-6.2	17.8	62.9	3.2	18.9	11.2
캐나다	33.1	49.6	38.1	-27.5	12.0	-5.6	12.4	105.0	22.0	21.8	13.0
미국	-52.1	-8.4	-19.9	46.5	12.2	-7.3	26.9	22.0	-18.0	14.0	8.0
연우	-	-	-	-	-	-	-21.0	-23.0	-	-17.4	10.8
HKN	40.7	41.2	24.7	14.1	-3.5	36.2	5.1	-3.0	28.6	8.3	3.5
영업이익	2.7	-21.7	-32.4	-50.1	-46.8	57.8	41.6	-11.2	-34.2	4.0	67.1
국내	23.9	5.8	-12.2	178.0	-8.6	14.8	0.4	-19.0	30.3	-3.2	16.0
해외	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
연우	-	-	-	-	-	-	적전	-71.4	-	-86.6	380.6
HKN	-2.1	-80.2	16.2	-60.9	-67.5	496.5	30.4	-3.0	-42.2	21.0	12.1
순이익	-0.9	52.4	-48.9	-96.7	-18.7	14.3	-87.6	53.5	-77.7	-10.7	120.9

자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

## 한국콜마 (161890)

## Income Statement

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
매출액	1,322.1	1,586.3	1,852.1	2,100.8	2,210.5
매출액증가율 (%)	-4.1	20.0	16.8	13.4	5.2
매출원가	895.8	1,158.2	1,380.0	1,536.3	1,601.9
매출총이익	426.3	428.1	472.1	564.5	608.6
판매관리비	304.6	343.9	384.5	418.0	440.0
영업이익	121.7	84.3	87.7	146.4	168.6
영업이익률	9.2	5.3	4.7	7.0	7.6
금융손익	-41.4	-15.9	-5.1	8.6	18.4
중속/관계기업손익	0.0	-0.9	0.0	0.0	0.0
기타영업외손익	141.4	-0.9	3.2	0.9	0.4
세전계속사업이익	221.6	66.5	85.8	155.9	187.5
법인세비용	77.0	23.0	29.7	46.8	56.2
당기순이익	160.6	43.5	56.1	109.2	131.2
지배주주지분 순이익	160.3	35.8	32.0	70.6	89.5

## Statement of Cash Flow

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
영업활동 현금흐름	121.5	-3.1	163.3	200.1	216.0
당기순이익(손실)	160.6	43.5	56.1	109.2	131.2
유형자산상각비	48.9	46.6	70.8	99.1	91.4
무형자산상각비	12.9	11.8	12.2	4.3	4.2
운전자본의 증감	-39.5	-58.8	15.2	-12.5	-10.8
투자활동 현금흐름	245.7	-283.0	-247.7	-73.5	-68.5
유형자산의증가(CAPEX)	-119.2	-40.1	-93.3	-60.0	-60.0
투자자산의감소(증가)	-4.9	-9.1	-6.3	-1.4	-0.9
재무활동 현금흐름	-109.5	97.6	25.5	-49.5	-49.5
차입금의 증감	-98.6	-221.0	118.4	-40.0	-40.0
자본의 증가	0.4	38.4	-2.7	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	258.6	-186.0	-53.8	77.1	98.1
기초현금	118.6	377.2	191.2	137.4	214.5
기말현금	377.2	191.2	137.4	214.5	312.6

## Balance Sheet

(십억원)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
유동자산	775.2	882.9	771.4	896.4	1,030.1
현금및현금성자산	377.2	191.2	137.4	214.5	312.6
매출채권	183.9	225.6	241.4	261.9	274.7
재고자산	148.6	210.2	220.7	233.9	248.0
비유동자산	1,714.4	1,723.2	2,139.7	2,097.6	2,062.9
유형자산	472.7	445.5	679.7	640.5	609.1
무형자산	1,094.4	1,126.9	1,297.2	1,292.9	1,288.7
투자자산	21.7	30.8	37.1	38.5	39.4
자산총계	2,489.6	2,606.0	2,911.1	2,994.0	3,093.0
유동부채	686.8	888.6	753.7	751.0	743.7
매입채무	96.9	157.0	163.3	169.8	176.6
단기차입금	184.0	223.2	295.0	273.0	251.0
유동성장기부채	167.0	355.3	145.0	145.0	145.0
비유동부채	803.5	357.9	634.9	620.9	605.3
사채	299.5	249.4	349.4	349.4	349.4
장기차입금	418.1	25.1	197.6	179.6	161.6
부채총계	1,490.4	1,246.5	1,388.6	1,371.8	1,349.0
자본금	11.4	11.4	11.4	11.4	11.4
자본잉여금	228.3	266.7	264.0	264.0	264.0
기타포괄이익누계액	1.6	2.7	3.5	3.5	3.5
이익잉여금	382.4	402.8	425.1	486.3	566.3
비지배주주지분	375.6	676.0	818.5	857.0	898.7
자본총계	999.2	1,359.6	1,522.5	1,622.2	1,743.9

## Key Financial Data

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
주당데이터(원)					
SPS	57,780	69,329	80,945	91,813	96,606
EPS(지배주주)	7,004	1,565	1,397	3,087	3,912
CFPS	9,970	7,249	9,113	12,742	13,641
EBITDAPS	8,016	6,234	7,455	10,921	11,549
BPS	27,257	29,876	30,770	33,443	36,939
DPS	345	415	415	415	415
배당수익률(%)	0.7	1.0	1.0	1.0	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	7.3	25.7	30.5	13.9	11.0
PCR	5.1	5.6	4.7	3.4	3.1
PSR	0.9	0.6	0.5	0.5	0.4
PBR	1.9	1.3	1.4	1.3	1.2
EBITDA	183.4	142.6	170.6	249.9	264.3
EV/EBITDA	12.5	14.6	14.9	9.8	8.9
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	29.3	5.5	4.6	9.6	11.1
EBITDA 이익률	13.9	9.0	9.2	11.9	12.0
부채비율	149.1	91.7	91.2	84.6	77.4
금융비용부담률	2.8	1.9	1.8	1.8	1.7
이자보상배율(x)	3.3	2.8	2.7	3.9	4.6
매출채권회전율(x)	6.5	7.7	7.9	8.3	8.2
재고자산회전율(x)	8.6	8.8	8.6	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)	

## 투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	84.9%
중립	15.1%
매도	0.0%

2022년 12월 31일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## 한국콜마 (161890) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.01.18	기업브리프	Buy	60,000	하누리	-12.2	-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	-30.4	-25.3	
2022.10.13	기업브리프	Buy	50,000	하누리	-31.3	-27.2	
2022.11.09	산업분석	Buy	48,000	하누리	-14.9	-8.1	
2023.01.16	기업브리프	Buy	51,000	하누리	-	-	