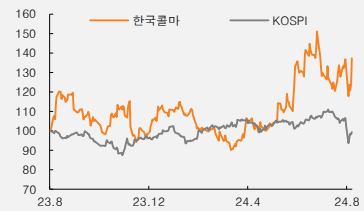


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 85,000원
현재주가(24/8/9)	66,300원
상승여력	28.2%

영업이익(24F, 십억원)	215
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	197
EPS 성장률(24F, %)	1,639.0
MKT EPS 성장률(24F, %)	86.1
P/E(24F, x)	16.8
MKT P/E(24F, x)	10.0
KOSPI	2,588.43
시가총액(십억원)	1,565
발행주식수(백만주)	24
유동주식비율(%)	73.2
외국인 보유비중(%)	31.6
베타(12M) 일간수익률	-0.54
52주 최저가(원)	43,500
52주 최고가(원)	73,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	8.7	36.1	29.5
상대주가	20.4	37.8	30.3



[화장품/유통/의류]

배송이

songyi.bae@miraeasset.com

한국콜마

때마침 반가운 Capa 확대

2Q24 Review: 생산 효율+믹스 개선→매출과 마진 동시 개선

한국콜마의 2Q24 실적은 매출액 6,603억원(YoY +10%), 영업이익 717억원(YoY +29%)으로 시장 기대치를 상회했다. HK이노엔을 제외한 본업 기준으로도 매출액 YoY +12%, 영업이익 YoY +17%을 시현해 매출과 마진 모두 개선되었다. 고마진 제품 믹스 상승과 국내 생산성 향상으로 인해 증설 효과가 나타난 점이 주효했다.

국내가 매출액 2,970억원(YoY +17%), 영업이익 442억원(YoY +28%)으로 본업 호 실적에 크게 기여했다. 동사 주력 카테고리인 썬 제품이 성수기 효과로 외형을 견인했다(썬 비중 33%, YoY +2%p, 주력 썬 고객사 매출 비중 이상). 상여 충당 및 ERP 관련 일회성 비용이 전년비 50억원 수준 증가했으나, 레버리지 효과가 더 크게 나타나면서 영업이익률이 14.9%까지 개선되었다.

중국 무석은 매출액 527억원(YoY -7%), 영업이익 67억원(YoY -28%)을 기록했다. 주력 고객사와 단가 협상이 지연되면서 실적 하락했으나, 수익성 중심 영업을 전개하면서 어려운 업황 대비 선방하였다.

북미는 매출액 260억원(YoY +15%), 영업적자 22억원(적자확대) 기록했다. 용기 변경 이슈가 있었던 주력 고객사가 하반기 기점으로 정상화되는 중으로 파악된다.

2분기 국내 Capa QoQ +15%. 3분기 국내 매출 YoY +40% 이상 예상

금번 실적에서 새롭게 부각된 긍정적인 점은 1)Capa 확대와 2)강한 영업 레버리지이다. 1)생산 효율 측면, 동사는 기존 공장 내 효율 개선 작업을 통해 금번 분기 Capa를 QoQ +15% 확대하였다. 기존 세종1공장 증축과 별개로 추가적으로 확보된 생산능력이기에 하반기 매출 전망을 상향한다. 특히 3분기는 전년 동기 ERP 도입 영향으로 기저가 낮다. 3Q24 국내 매출 YoY +40% 이상 고성장이 기대된다.

2)마진 측면 동사는 과도하게 높은 가동률(외주가공비 증가), 일회성 비용 등의 이유로 상대적으로 레버리지에 대한 기대감이 낮았으나, 금번 분기 상기 요인들에도 불구하고 유의미한 마진 개선을 시현했다. 향후 효율 개선이 기대되는 바, 추가적인 수익성 개선이 가능하다고 판단한다.

매출과 수익성 전반 추정치를 상향하여 목표주가를 기존 7.5만원에서 8.5만원으로 상향한다. 현재 주가는 12MF PER 14배로 부담 없다. 매수 유효하다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	1,866	2,156	2,511	2,790	3,006
영업이익 (십억원)	73	136	215	254	280
영업이익률 (%)	3.9	6.3	8.6	9.1	9.3
순이익 (십억원)	-22	5	93	121	137
EPS (원)	-961	227	3,946	5,133	5,818
ROE (%)	-3.3	0.8	12.7	14.1	14.1
P/E (배)	-	236.2	16.8	12.9	11.4
P/B (배)	1.5	1.9	1.9	1.7	1.5
배당수익률 (%)	1.2	1.1	0.9	0.9	0.9

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익

자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 한국콜마 연간 실적 전망

(십억원)

	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,586	1,866	2,156	2,511	2,790	3,006
국내	633	725	857	1,079	1,238	1,367
중국	137	129	177	171	174	181
북미	66	74	83	85	95	104
HK이노엔	770	847	829	937	1,025	1,090
연우		106	236	272	295	304
영업이익	84	73	136	215	254	280
국내	66	69	80	113	132	146
중국	(13)	(16)	10	9	13	13
북미	(10)	(15)	(11)	(11)	(7)	(5)
HK이노엔	50	53	66	109	121	132
연우		(5)	(0)	7	9	10
세전이익	67	17	34	172	212	239
당기순이익	44	(4)	25	126	159	179
지배주주순이익	36	(22)	5	93	121	137
영업이익률(%)	5.3	3.9	6.3	8.5	9.1	9.3
국내	10.4	9.5	9.3	10.5	10.7	10.7
중국	(9.6)	(12.3)	5.5	5.5	7.4	7.4
북미	(15.9)	(19.6)	(13.6)	(12.9)	(7.5)	(4.7)
HK이노엔	6.5	6.2	8.0	11.6	11.8	12.1
연우		(5.1)	(0.0)	2.5	3.2	3.4
매출액(YoY %)	20.7	17.6	15.5	16.5	11.1	7.7
국내	3.9	14.5	18.2	26.0	14.7	10.4
중국	90.9	(5.8)	37.7	(3.6)	1.6	4.2
북미	4.3	13.1	12.5	1.9	11.9	9.2
HK이노엔	28.6	10.0	(2.1)	13.0	9.4	6.3
연우			122.8	15.2	8.5	3.0
영업이익(YoY %)	(30.8)	(13.0)	85.8	57.6	18.3	10.3
국내	30.2	5.3	15.3	41.7	17.0	10.4
중국	적지	적지	흑전	(3.6)	35.3	5.3
북미	적지	적지	적지	적지	적지	적지
HK이노엔	(42.2)	4.4	25.5	64.9	11.6	8.4
연우			적지	흑전	38.9	9.4
순이익(YoY %)	(72.9)	적지	흑전	400.8	26.4	12.7

Note: 2Q24부터 북경콜마 연결조정 분류

자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 한국콜마 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023년	1Q24	2Q24P	3Q24F	4Q24F	2024년
매출액	488	600	516	552	2,156	575	660	625	651	2,511
국내	202	254	186	214	857	248	297	266	268	1,079
중국	37	64	40	37	177	39	53	39	40	171
북미	19	23	22	20	83	16	26	22	21	85
HK이노엔	185	204	216	224	829	213	219	243	262	937
연우	51	63	61	61	236	67	74	63	68	272
영업이익	12	56	31	37	136	32	72	51	59	215
국내	14	35	13	18	80	23	44	22	24	113
중국	0	9	1	1	10	(1)	7	2	2	9
북미	(4)	(2)	(3)	(3)	(11)	(5)	(2)	(2)	(2)	(11)
HK이노엔	6	15	22	23	66	17	24	32	35	109
연우	(3)	1	1	(0)	(0)	0	1	2	3	7
세전이익	8	44	27	(45)	34	20	59	48	45	172
순이익	6	43	20	(44)	25	12	45	36	33	126
지배주주순이익	6	35	11	(47)	5	6	35	28	24	93
영업이익률(%)	2.5	9.3	6.0	6.8	6.3	5.6	10.9	8.2	9.1	8.5
국내	6.7	13.6	7.0	8.6	9.3	9.2	14.9	8.2	9.0	10.5
중국	0.0	13.7	1.2	1.6	5.5	(2.3)	12.7	5.3	3.9	5.5
북미	(21.1)	(8.0)	(12.4)	(14.2)	(13.6)	(28.8)	(8.5)	(9.3)	(9.9)	(12.9)
HK이노엔	3.1	7.5	10.4	10.1	8.0	8.1	11.1	13.3	13.3	11.6
연우	(5.0)	1.9	2.2	(0.3)	(0.0)	0.0	1.7	3.5	5.0	2.5
매출액(YoY %)	18.8	19.3	9.1	15.2	15.5	17.9	10.1	21.0	17.9	16.5
국내	12.5	23.6	6.0	30.8	18.2	22.8	16.7	43.2	25.0	26.0
중국	0.8	91.6	43.1	18.2	37.7	6.6	(17.1)	(1.9)	7.6	(3.6)
북미	5.1	35.3	2.8	10.0	12.5	(13.5)	15.0	1.4	1.7	1.9
HK이노엔	2.6	(18.9)	8.8	3.6	(2.1)	15.0	7.3	12.8	16.9	13.0
연우			12.5	18.4	122.8	33.0	17.1	3.0	10.6	15.2
영업이익(YoY %)	(6.6)	65.5	71.5	332.8	85.8	168.9	28.8	65.6	57.9	57.6
국내	(6.3)	51.5	26.0	(14.0)	15.3	68.9	27.4	66.8	31.1	41.7
중국	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전	적전	(23.0)	317.9	157.8	(3.6)
북미	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
HK이노엔	34.3	(13.4)	0.7	169.0	25.5	206.7	58.5	44.3	54.1	64.9
연우			흑전	적지	적지	흑전	(0.7)	63.2	흑전	흑전
순이익 (YoY %)	(54.6)	89.3	203.9	흑전	흑전	86.9	5.9	80.9	흑전	400.8

Note: 2Q24부터 북경콜마 연결조정 분류

자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 한국콜마 Valuation Table

(원)

구분	2024F	2025F	비고
화장품(A)	1,166	1,619	
당기순익	60	83	
Target PER(배)	20	20	
HK이노엔(B)	496	571	
당기순익	33	38	지분율 50.7%
Target PER(배)	15	15	
적정시가총액(A+B)	1,661	2,190	
발행주식수(천주)	22,881	22,881	
적정 주가	72,614	95,716	
적정 주가II	86,090		연도별 시간 가치치 적용
목표 주가	85,000		
현재 주가	66,300		
상승 여력(%)	28.2		

자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터

한국콜마 (161890)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,156	2,511	2,790	3,006
매출원가	1,578	1,791	1,989	2,140
매출총이익	578	720	801	866
판매비와관리비	442	505	547	585
조정영업이익	136	215	254	280
영업이익	136	215	254	280
비영업손익	-102	-43	-42	-41
금융손익	-37	-41	-34	-26
관계기업등 투자손익	3	-1	-1	-1
세전계속사업손익	34	172	212	239
계속사업법인세비용	9	46	53	60
계속사업이익	25	126	159	179
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	25	126	159	179
지배주주	5	93	121	137
비지배주주	20	33	38	42
총포괄이익	14	122	159	179
지배주주	-2	57	74	83
비지배주주	16	66	86	97
EBITDA	230	301	337	358
FCF	5	141	196	216
EBITDA 마진율 (%)	10.7	12.0	12.1	11.9
영업이익률 (%)	6.3	8.6	9.1	9.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.2	3.7	4.3	4.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	898	1,122	947	1,197
현금 및 현금성자산	171	266	18	197
매출채권 및 기타채권	323	380	422	455
재고자산	281	331	348	375
기타유동자산	123	145	159	170
비유동자산	2,111	2,114	2,092	2,059
관계기업투자등	16	18	20	22
유형자산	660	682	670	642
무형자산	1,271	1,256	1,243	1,231
자산총계	3,009	3,236	3,039	3,255
유동부채	1,284	1,358	1,009	1,054
매입채무 및 기타채무	294	347	385	415
단기금융부채	854	852	446	448
기타유동부채	136	159	178	191
비유동부채	307	355	362	368
장기금융부채	249	287	287	287
기타비유동부채	58	68	75	81
부채총계	1,591	1,713	1,371	1,422
지배주주지분	649	808	915	1,038
자본금	11	12	12	12
자본잉여금	262	293	293	293
이익잉여금	368	497	604	727
비지배주주지분	770	715	753	795
자본총계	1,419	1,523	1,668	1,833

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	112	230	246	246
당기순이익	25	126	159	179
비현금수익비용가감	219	180	170	163
유형자산감가상각비	73	64	62	58
무형자산상각비	21	22	21	20
기타	125	94	87	85
영업활동으로인한자산및부채의변동	-76	8	4	-11
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-60	-56	-42	-32
재고자산 감소(증가)	-41	-50	-17	-27
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	26	33	25	19
법인세납부	-18	-43	-53	-60
투자활동으로 인한 현금흐름	-156	-117	-72	-52
유형자산처분(취득)	-106	-89	-50	-30
무형자산감소(증가)	-16	-8	-8	-8
장단기금융자산의 감소(증가)	-23	-19	-14	-11
기타투자활동	-11	-1	0	-3
재무활동으로 인한 현금흐름	-8	-18	-420	-13
장단기금융부채의 증가(감소)	36	35	-406	2
자본의 증가(감소)	-2	31	0	0
배당금의 지급	-17	0	-14	-14
기타재무활동	-25	-84	0	-1
현금의 증가	-49	95	-248	179
기초현금	220	171	266	18
기말현금	171	266	18	197

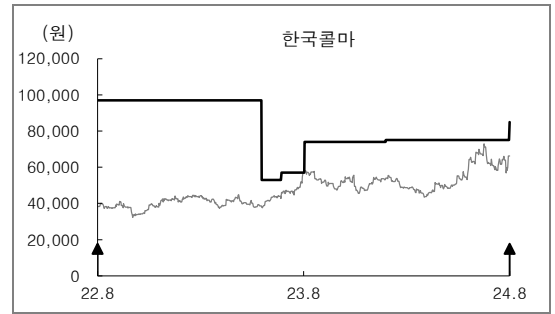
자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	236.2	16.8	12.9	11.4
P/CF (x)	5.0	5.1	4.8	4.6
P/B (x)	1.9	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA (x)	12.3	10.0	8.6	7.7
EPS (원)	227	3,946	5,133	5,818
CFPS (원)	10,688	13,010	13,928	14,493
BPS (원)	28,347	34,222	38,755	43,973
DPS (원)	600	600	600	600
배당성향 (%)	54.6	11.3	8.9	7.9
배당수익률 (%)	1.1	0.9	0.9	0.9
매출액증가율 (%)	15.5	16.5	11.1	7.7
EBITDA증가율 (%)	54.6	30.8	12.0	6.1
조정영업이익증가율 (%)	85.8	57.6	18.3	10.3
EPS증가율 (%)	-	1,639.0	30.1	13.4
매출채권 회전율 (회)	7.5	7.2	7.0	6.9
재고자산 회전율 (회)	8.3	8.2	8.2	8.3
매입채무 회전율 (회)	9.0	8.6	8.4	8.3
ROA (%)	0.8	4.0	5.1	5.7
ROE (%)	0.8	12.7	14.1	14.1
ROIC (%)	4.5	7.4	8.8	9.7
부채비율 (%)	112.1	112.5	82.2	77.6
유동비율 (%)	70.0	82.6	93.8	113.5
순차입금/자기자본 (%)	58.8	48.8	34.3	21.0
조정영업이익/금융비용 (x)	3.0	4.4	6.3	8.8

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한국콜마 (161890)				
2024.08.12	매수	85,000	-	-
2024.01.05	매수	75,000	-27.10	-2.67
2023.08.14	매수	74,000	-29.79	-21.62
2023.07.04	매수	57,000	-15.92	-0.35
2023.05.30	매수	53,000	-20.34	-16.42
2020.05.15	1년 경과 이후		-	-



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
79.52%	12.05%	8.43%	0%

* 2024년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.