

(Analyst) 배송이 songyi.bae@miraeeasset.com

MIRAE ASSET
미래에셋증권

161890 · 화장품

한국콜마

다시 싸진 주가

(유지)

매수

목표주가

75,000원

상승여력

63.6%

현재주가(24/2/27)

45,850원

KOSPI	2,625.05	시가총액(십억원)	1,049	발행주식수(백만주)	24	외국인 보유비중(%)	30.7
-------	----------	-----------	-------	------------	----	-------------	------

Report summary

4Q23 Review: 일회성 비용 제외하면 예상 수준

한국콜마의 4Q23 실적은 매출액 5,516억원(YoY +15%), 영업이익 378억원(YoY +338%)으로 이익 기준 예상치를 소폭 하회했다. 국내 호실적에 비롯해 상여가 예상보다 크게 반영되었고, 이 영향을 제외하면 부합 수준이다. 국내 매출 성장률이 YoY +31%로 특히 돋보였고, 북미와 중국도 큰 이슈는 없었다. 적자 자회사 연우와 북미에서 손상차손을 500억원 이상 인식하여 순적자 기록한 점은 아쉽다.

주가 조정으로 인해 12MF PER 10배에 거래 중

동사를 포함해 ODM 전반적으로 2024년 국내 성장률을 +15~20% 수준으로 제시하고 있으나 1분기 성장률은 이를 크게 상회하는 추세이다. 중소형 인디 브랜드의 해외 수출이 업종 전반의 성장을 견인하고 있으며, 한국콜마는 경쟁점을 보유한 썬 오더도 계절성에 따라 점진 반영되고 있다. 향후 추정치 상향 가능성은 충분하다. 업종 전반 주가 조정으로 인해 현재 주가는 12MF PER 10배에 거래 중이다. 매수 유효하다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	-12.3	-20.0	12.4
상대주가	-17.2	-23.2	2.9

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023P	2024F	2025F
매출액 (십억원)	1,586	1,866	2,155	2,452	2,672
영업이익 (십억원)	84	73	137	196	219
영업이익률 (%)	5.3	3.9	6.4	8.0	8.2
순이익 (십억원)	36	-22	6	91	106
EPS (원)	1,565	-961	246	3,999	4,614
ROE (%)	5.5	-3.3	0.9	13.1	13.4
P/E (배)	25.7	-	217.6	11.5	9.9
P/B (배)	1.3	1.5	1.9	1.4	1.3
배당수익률 (%)	1.0	1.2	0.9	1.1	1.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터

4Q23 Review

한국콜마의 4Q23 실적은 매출액 5,516억원(YoY +15%), 영업이익 378억원(YoY +338%)으로 이익 기준 예상치를 소폭 하회했다. 국내 호실적에 비롯해 예상보다 상여 규모가 컸기 때문이며, 이 영향을 제외하면 예상치에 부합하는 수준이다. 적자 자회사인 연우와 북미에서 영업권, 유형자산 등 손상을 500억원 이상 인식하여 순적자 기록한 점은 아쉽다.

국내

매출액 2,143억원(YoY +31%), 영업이익 188억원(YoY -12%), 영업이익률 8.8%를 기록했다. 전년 동기 중국 대손환입 78억원을 인식한 베이스를 제외하면 YoY +38% 증익한 실적이다.

직전 분기 SAP 영향으로 놓쳤던 오더가 정상화되었고, 중소형 인디 브랜드 비중이 고르게 올라오면서 포트폴리오 다변화가 나타나고 있다(상위 10개 고객사 비중 기존 55%→60%).

중국

매출액 370억원(YoY +18%), 영업이익 6억원(흑자전환)을 시현했다.

주력 제품인 썬 비수기에도 불구하고 매출 성장과 이익 개선 기초를 유지했다. 금번 분기 메이크업 오더가 외형 유지에 기여한 것으로 파악된다.

북미

매출액 205억원(YoY +10%), 영업적자 29억원(적자축소)을 기록했다.

미국이 주력 인디 고객사 오더 호조로 YoY +84% 큰 폭 신장했다. 주력 고객사의 히트 제품 수요가 강하나, 용기 수급 이슈로 생산이 따라가지 못하는 상황이다. 이를 감안해도 분기 100억원 이상 매출 체력은 가능할 것으로 예상하며, 해당 이슈 해소 시 추가적인 매출 성장이 가능하다고 판단한다.

기타 자회사

연우는 매출액 614억원(YoY +18%), 영업적자 2억원(적자축소)을 기록했다. 국내 중소형 인디 브랜드와 미국 수출 성장은 긍정적이나, 중국 적자가 영업과 영업외단 전반적으로 영향을 미쳤다.

HK이노엔 매출액은 2,241억원(YoY +4%), 영업이익 216억원(YoY +158%)을 시현했다. 케이캡, 수액, 기타 ETC 전반 호조였다.

투자 판단

동사를 포함해 화장품 ODM 전반적으로 2024년 국내 성장률을 +15~20% 수준으로 제시하고 있으나, 1분기 성장률은 이를 크게 상회하는 추세로 파악된다. 업종 전반적으로는 중소형 인디 브랜드의 해외 수출 오더가 성장을 견인하고 있으며, 한국콜마는 강점을 보유하고 있는 섀 제품 오더도 계절적으로 점진 반영되는 중이다. 1분기 국내 +20% 이상, 중국 +10% 이상 성장 시현할 것으로 기대한다.

화장품 ODM 전반적으로 실적 발표 이후 주가 하락세에 있다. 보수적인 가이던스에 대한 실망감이 영향을 미쳤을 것이다. 가이던스와 별개로 구조적인 성장이 여전히 유효하고, 1분기 추세에 비추어 향후 실적 추정치 상향 가능성이 높다. 주가 조정을 매수 기회로 활용하기를 추천한다.

표 1. 한국콜마 연간 실적 전망

(십억원)

	2020	2021	2022	2023P	2024F	2025F
매출액	1,314	1,586	1,866	2,155	2,452	2,672
국내	609	633	725	857	1,014	1,120
중국	72	137	129	177	207	225
북미	63	66	74	83	90	100
HK이노엔	598	770	847	829	923	1,004
연우			106	236	248	256
영업이익	122	84	73	137	196	219
국내	50	66	69	80	98	108
중국	(17)	(13)	(16)	10	13	15
북미	(7)	(10)	(15)	(11)	(7)	(6)
HK이노엔	87	50	53	65	95	106
연우			(5)	(0)	7	7
세전이익	222	67	17	35	163	187
당기순이익	161	44	(4)	26	122	140
지배주주순이익	160	36	(22)	6	91	106
영업이익률(%)	9.3	5.3	3.9	6.3	8.0	8.2
국내	8.3	10.4	9.5	9.4	9.6	9.6
중국	(23.4)	(9.6)	(12.3)	5.5	6.1	6.5
북미	(10.9)	(15.9)	(19.6)	(13.6)	(7.6)	(5.9)
HK이노엔	14.5	6.5	6.2	7.8	10.3	10.5
연우			(5.1)	(0.0)	2.7	2.9
매출액(YoY %)	(4.7)	20.7	17.6	15.5	13.7	9.0
국내	(11.4)	3.9	14.5	18.2	18.4	10.5
중국	(7.0)	90.9	(5.8)	37.7	16.7	8.9
북미	(28.0)	4.3	13.1	12.5	8.2	10.3
HK이노엔	10.8	28.6	10.0	(2.1)	11.3	8.9
연우				122.8	5.2	3.0
영업이익(YoY %)	21.9	(30.8)	(13.0)	86.4	43.3	11.9
국내	26.0	30.2	5.3	15.9	22.0	10.5
중국	적지	적지	적지	흑전	28.4	16.6
북미	적지	적지	적지	적지	적지	적지
HK이노엔	20.1	(42.2)	4.4	23.7	46.8	11.0
연우				적지	흑전	10.6
순이익(YoY %)	377.9	(72.9)	적지	흑전	377.9	14.9

자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 한국콜마 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23P	2023년	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2024년
매출액	488	600	516	552	2,155	575	684	581	611	2,452
국내	202	254	186	214	857	246	301	219	247	1,014
중국	37	64	40	37	177	40	76	46	44	207
북미	19	23	22	20	83	21	22	23	23	90
HK이노엔	185	204	216	224	829	213	232	237	241	923
연우	51	63	61	61	236	61	61	63	64	248
영업이익	12	56	31	38	137	31	71	40	53	196
국내	14	35	13	19	80	18	41	17	22	98
중국	0	9	1	1	10	0	10	1	1	13
북미	(4)	(2)	(3)	(3)	(11)	(2)	(2)	(2)	(1)	(7)
HK이노엔	6	15	22	22	65	16	23	27	29	95
연우	(3)	1	1	(0)	(0)	1	2	2	2	7
세전이익	8	44	27	(44)	35	23	63	32	45	163
순이익	6	43	20	(43)	26	17	47	24	34	122
지배주주순이익	6	35	11	(46)	6	13	35	18	25	91
영업이익률(%)	2.5	9.3	6.0	6.9	6.3	5.5	10.4	6.9	8.7	8.0
본사	6.7	13.6	7.0	8.8	9.4	7.3	13.6	7.7	8.9	9.6
중국	0.0	13.7	1.2	1.6	5.5	1.1	13.1	2.5	2.2	6.1
북미	(21.1)	(8.0)	(12.4)	(14.2)	(13.6)	(9.5)	(9.3)	(8.2)	(3.4)	(7.6)
HK이노엔	3.1	7.5	10.4	9.6	7.8	7.5	10.0	11.5	12.0	10.3
연우	(5.0)	1.9	2.2	(0.3)	(0.0)	1.5	3.5	2.8	3.0	2.7
매출액(YoY %)	18.8	19.3	9.1	15.1	15.5	17.9	14.0	12.6	10.8	13.7
국내	12.5	23.6	6.0	30.8	18.2	22.1	18.3	17.8	15.4	18.4
중국	0.8	91.6	43.1	18.2	37.7	10.9	19.9	15.3	18.6	16.7
북미	5.1	35.3	2.8	10.0	12.5	16.1	(1.6)	6.6	13.9	8.2
HK이노엔	2.6	(18.9)	8.8	3.6	(2.1)	15.3	13.3	10.0	7.5	11.3
연우			12.5	18.4	122.8	20.0	(3.0)	3.0	3.6	5.2
영업이익(YoY %)	(6.6)	65.5	71.5	337.7	86.4	160.2	27.6	29.9	40.2	43.3
본사	(6.3)	51.5	26.0	(12.1)	15.9	32.4	18.3	28.0	17.3	22.0
중국	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전		14.9	133.0	61.2	28.4
북미	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
HK이노엔	34.3	(13.4)	0.7	157.8	23.7	183.5	51.1	21.6	34.2	46.8
연우			흑전	적지	적지	흑전	74.3	30.6	흑전	흑전
순이익 (YoY %)	(54.6)	89.3	203.9	흑전	흑전	169.4	10.5	22.0	(177.6)	377.9

자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 한국콜마 Valuation Table

(십억원)

구분	2024F	2025F	비고
화장품(A)	1,154	1,343	
당기순익	61	71	
Target PER(배)	19	19	업종 평균
HK이노엔(B)	461	523	
당기순익	31	35	
Target PER(배)	15	15	지분율 50.7%
적정시가총액(A+B)	1,616	1,866	
발행주식수(천주)	22,881	22,881	
적정 주가(원)	70,605	81,571	
적정 주가II(원)	72,433		연도별 시간 가중치 적용
목표주가(원)	75,000		
현재 주가(원)	45,850		
상승 여력(%)	63.6		

자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터

한국콜마 (161890)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023P	2024F	2025F
매출액	1,866	2,155	2,452	2,672
매출원가	1,397	1,578	1,776	1,934
매출총이익	469	577	676	738
판매비와관리비	396	441	479	519
조정영업이익	73	137	196	219
영업이익	73	137	196	219
비영업손익	-56	-102	-33	-32
금융손익	-26	-33	-32	-28
관계기업등 투자손익	-1	-1	-1	-1
세전계속사업손익	17	35	163	187
계속사업법인세비용	21	10	41	47
계속사업이익	-4	26	122	140
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-4	26	122	140
지배주주	-22	6	91	106
비지배주주	18	20	31	35
총포괄이익	15	26	122	140
지배주주	-8	29	137	157
비지배주주	23	-3	-15	-17
EBITDA	149	216	268	287
FCF	53	55	160	164
EBITDA 마진율 (%)	8.0	10.0	10.9	10.7
영업이익률 (%)	3.9	6.4	8.0	8.2
지배주주귀속 순이익률 (%)	-1.2	0.3	3.7	4.0

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023P	2024F	2025F
유동자산	816	916	1,121	1,112
현금 및 현금성자산	220	230	362	285
매출채권 및 기타채권	260	300	332	362
재고자산	239	276	306	333
기타유동자산	97	110	121	132
비유동자산	2,117	2,094	2,051	2,028
관계기업투자등	15	17	19	21
유형자산	609	572	530	502
무형자산	1,302	1,299	1,297	1,294
자산총계	2,933	3,010	3,172	3,140
유동부채	868	921	965	797
매입채무 및 기타채무	212	244	270	295
단기금융부채	533	535	537	331
기타유동부채	123	142	158	171
비유동부채	596	605	613	620
장기금융부채	535	535	535	535
기타비유동부채	61	70	78	85
부채총계	1,464	1,526	1,577	1,416
지배주주지분	664	659	739	833
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	264	264	264	264
이익잉여금	384	378	458	552
비지배주주지분	805	825	856	891
자본총계	1,469	1,484	1,595	1,724

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023P	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	91	87	180	194
당기순이익	-4	26	122	140
비현금수익비용가감	185	123	146	142
유형자산감가상각비	62	69	62	57
무형자산상각비	14	11	10	10
기타	109	43	74	75
영업활동으로인한자산및부채의변동	-32	-18	-15	-14
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-4	-39	-32	-30
재고자산 감소(증가)	-10	-36	-30	-27
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-7	24	20	18
법인세납부	-33	-10	-41	-47
투자활동으로 인한 현금흐름	-145	-65	-37	-52
유형자산처분(취득)	-32	-32	-20	-30
무형자산감소(증가)	-17	-8	-8	-8
장단기금융자산의 감소(증가)	69	-11	-9	-8
기타투자활동	-165	-14	0	-6
재무활동으로 인한 현금흐름	82	-9	-10	-217
장단기금융부채의 증가(감소)	158	2	2	-206
자본의 증가(감소)	-2	0	0	0
배당금의 지급	-15	-11	-11	-11
기타재무활동	-59	0	-1	0
현금의 증가	29	10	131	-77
기초현금	191	220	230	362
기말현금	220	230	362	285

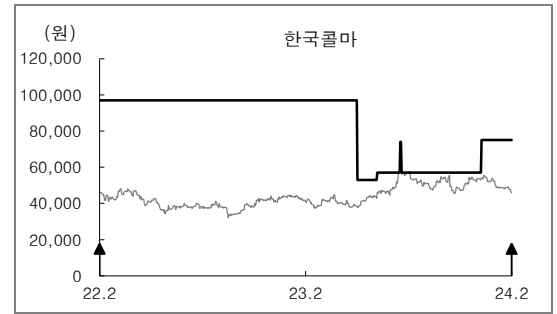
자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023P	2024F	2025F
P/E (x)	-	217.6	11.5	9.9
P/CF (x)	5.4	8.3	3.9	3.7
P/B (x)	1.5	1.9	1.4	1.3
EV/EBITDA (x)	17.2	13.0	9.4	8.4
EPS (원)	-961	246	3,999	4,614
CFPS (원)	7,905	6,479	11,711	12,358
BPS (원)	29,024	28,780	32,279	36,393
DPS (원)	500	500	500	500
배당성향 (%)	-279.0	44.7	9.4	8.1
배당수익률 (%)	1.2	0.9	1.1	1.1
매출액증가율 (%)	17.6	15.5	13.7	9.0
EBITDA증가율 (%)	4.3	45.4	24.1	6.8
조정영업이익증가율 (%)	-13.0	86.4	43.3	11.9
EPS증가율 (%)	-	-	1,523.7	15.4
매출채권 회전율 (회)	7.7	7.7	7.8	7.7
재고자산 회전율 (회)	8.3	8.4	8.4	8.4
매입채무 회전율 (회)	8.8	9.2	9.1	9.1
ROA (%)	-0.1	0.9	4.0	4.5
ROE (%)	-3.3	0.9	13.1	13.4
ROIC (%)	-0.9	4.8	7.0	7.8
부채비율 (%)	99.6	102.8	98.9	82.2
유동비율 (%)	94.0	99.5	116.2	139.5
순차입금/자기자본 (%)	52.8	50.6	38.4	27.5
조정영업이익/금융비용 (x)	2.2	3.4	4.9	6.1

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한국콜마 (161890)				
2024.01.05	매수	75,000	-	-
2023.08.16	매수	57,000	-8.96	1.40
2023.08.14	매수	74,000	-	-100.00
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
88.55%	6.63%	4.22%	0.6%

* 2023년 12월 31일 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.