

한국콜마 (161890)

정한솔

hansol.jung@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월

목표주가

100,000

유지

현재주가

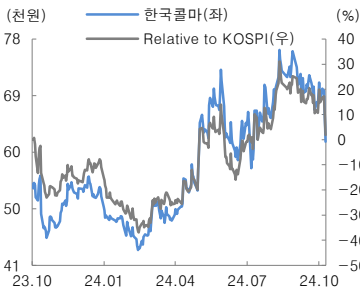
(24.11.08)

61,200

화장품업종

KOSPI	2561.15
시가총액	1,445십억원
시가총액비중	0.07%
자본금(보통주)	12십억원
52주 최고/최저	76,200원 / 43,500원
120일 평균거래대금	270억원
외국인지분율	35.62%
주요주주	한국콜마홀딩스 외 23 인 26.59% NIHON KOLMAR 11.77%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-11.4	2.3	20.9	11.1
상대수익률	-10.3	2.2	29.6	5.0



ODM 본업 견조한 성장 지속

- 영업이익 545억원을 기록하며 컨센서스를 소폭 하회
- 그러나 HK이노엔 제외 화장품 본업 일회성 비용에도 실적 호조 지속
- 25년 늘어난 CAPA를 바탕으로 화장품 본업 성장 방향성은 여전히 유효

투자의견 BUY, 목표주가 100,000원 유지

국내 가동률이 100%를 상회하며 CAPA 우려가 존재했으나 순차적 증설로 국내 연간생산 능력은 23년 3.7억 → 24년말 5.3억개로 증가. 2025년 늘어난 생산능력을 기반으로 고수익 스킨케어/선풍품 중심 수주 증가가 지속되며 국내 법인 고성장 전망

해외 법인의 경우, 3분기 미국1공장 흑자전환에 성공하며 내년 2공장 가동을 앞두고 고정비 부담 축소된 점 긍정적. 현재 적극적으로 북미 시장을 공략중인 것으로 파악되나 R&D센터 비용이 지속되고 미국 2공장 수주 확보 속도에 따라 비용 부담이 존재하여 보수적인 접근 필요

3Q24 Review: ODM 본업 견조한 성장 지속

3Q24 매출액 6,265억원(YoY 21%), 영업이익 545억원(YoY 76%, OPM 8.7%) 기록. HK이노엔을 제외 화장품 본업은 견조한 성장이 지속되었으나, 미국법인 손상차손이 영업외비용으로 반영되면서 지배주주순이익은 154억원 기록

[국내] 전년 ERP시스템 교체로 인한 낮은 기저와 국내 브랜드사의 수출 호조가 지속되며 매출액 2,736억원(YoY 47%) 기록. 인건비 증가와 재고평가손실에도 고수익 선풍품 비중(3Q23 25% → 3Q24 30%) 확대와 영업 레버리지 효과로 분기 최대 이익률 13.6% 달성. 3분기 국내 공장 가동률은 125%로 여전히 풀캐파로 가동중인 것으로 파악. 11월 현재 세종공장 라인 증설이 마무리됨에 따라 연간 CAPA 5.3억개 확보 완료되며 25년 성장 지속 전망

[연결법인] 미국은 주요 고객사 오더 증가로 공장 기준 흑자전환(24억원)에 성공했으나, R&D센터 비용과 재고충당금(40억원)이 반영되면서 영업적자 -34억원 기록. 캐나다는 상반기와 유사하게 글로벌 고객사향 물량 축소로 매출액 YoY -13%, 영업적자 확대. 중국(무석) 매출액은 전년 수준을 기록. 다만 중국 경기 부진과 상위고객사 매출 공백으로 제품믹스 악화가 이어지며 영업이익 YoY -41% 감소하며 부진한 실적 기록. 연우는 비즈니스 구조 변경과 신규 고객사 확대 노력으로 매출액 YoY 20% 증가했으나, 수익성 개선은 제한적

(단위: 십억원, %)

구분	3Q23	2Q24	3Q24							4Q24		
			직전추정	잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ		
매출액	516	660	635	627	21.3	-5.1	624	631	14.4	0.8		
영업이익	31	72	60	54	75.3	-24.2	58	54	43.4	-1.5		
순이익	11	35	23	15	34.0	-55.8	26	25	흑전	60.7		

자료: 한국콜마, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,866	2,156	2,493	2,803	3,020
영업이익	73	136	212	247	276
세전순이익	17	34	145	201	241
총당기순이익	-4	25	104	145	174
지배지분순이익	-22	5	81	117	144
EPS	-961	227	3,459	4,936	6,109
PER	NA	236.2	17.7	12.4	10.0
BPS	29,024	28,347	30,662	35,194	41,219
PBR	1.5	1.9	2.0	1.7	1.5
ROE	-3.3	0.8	11.9	15.0	16.0

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

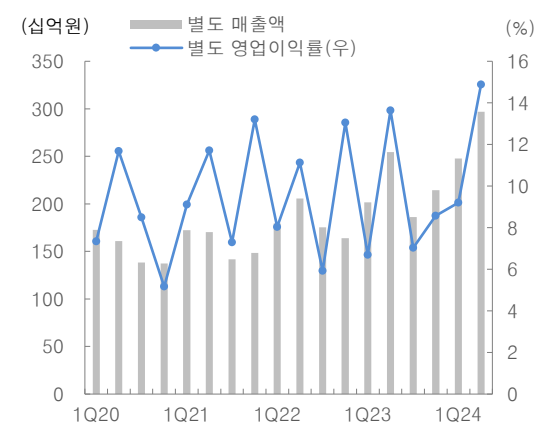
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	2,505	2,821	2,493	2,803	-0.5	-0.7
영업이익	219	265	212	247	-3.0	-7.0
영업이익률	8.7	9.4	8.5	8.8		
지배지분순이익	87	130	81	117	-6.7	-10.7
순이익률	4.3	5.6	4.2	5.2		
EPS(지배지분순이익)	3,706	5,525	3,459	4,936	-6.7	-10.7

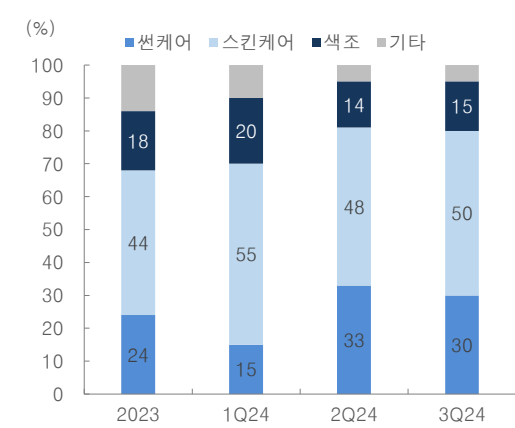
자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

그림 1. 별도법인 분기별 실적 추이



자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

그림 2. 별도법인 카테고리별 매출 비중 추이



자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

표 1. 한국콜마 연결 기준 분기/연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025
매출액	488	589	516	552	575	660	627	631	2,145	2,493	2,803
별도	202	254	186	215	248	297	274	257	857	1,076	1,273
연결법인	286	335	330	337	327	363	353	374	1,288	1,417	1,529
중국	36	64	40	36	39	54	37	36	177	165	168
미주	18	23	21	21	16	26	27	26	83	94	106
HK 이노엔	185	204	216	224	213	219	230	251	829	912	1,000
연우	51	63	61	61	67	74	73	71	236	285	299
YoY (%)	18.8	17.1	9.1	15.2	17.9	12.1	21.3	14.4	15.0	16.2	12.4
별도	12.5	23.6	6.0	30.9	22.8	16.7	47.0	20.0	18.2	25.6	18.4
연결법인	23.7	12.7	10.8	7.1	14.4	8.6	6.8	10.8	12.9	10.0	7.9
중국	0.8	91.7	43.0	15.8	6.4	-15.9	-9.1	-0.7	37.1	-6.7	1.9
미주	4.9	34.8	-1.5	15.2	-13.6	15.1	28.4	20.1	12.4	13.4	12.7
HK 이노엔	2.6	-18.9	8.8	3.6	15.0	7.3	6.4	12.0	-2.1	10.1	9.6
연우	-25.1	3.0	12.5	18.3	32.8	17.1	19.8	15.0	0.5	20.6	5.0
영업이익	12	56	31	37	32	72	55	54	136	212	247
별도	14	44	37	27	28	54	43	32	80	131	157
연결법인	-1	28	17	27	23	22	23	23	56	81	90
중국	0	9	0	1	-1	7	1	1	10	8	8
미주	-4	-2	-3	0	-5	-2	-5	-2	-9	-14	-9
HK 이노엔	6	15	22	23	17	24	22	29	66	93	108
연우	-3	1	1	0	0	1	1	1	0	4	6
YoY (%)	-6.6	65.5	71.5	332.8	168.9	28.8	75.6	43.4	85.8	55.9	16.3
별도	-6.3	51.5	26.0	-14.0	68.9	27.4	184.7	46.9	15.3	64.8	19.2
연결법인	적지	1.0	1.3	흑전	흑전	0.3	0.0	0.4	1,250.2	43.3	11.5
중국	적지	흑전	흑전	흑전	적지	-0.2	1.1	0.8	흑전	-0.2	0.0
미주	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
HK 이노엔	46.1	-14.9	5.2	169.0	206.0	58.9	-1.0	27.6	27.9	40.4	17.1
연우	적전	-0.7	흑전	적지	적지	0.0	-0.1	흑전	-10.0	-16.3	159.5
영업이익률 (%)	2.5	9.5	6.0	6.8	5.6	10.9	8.7	8.5	6.3	8.5	8.8
별도	6.7	13.6	7.0	8.6	9.2	14.9	13.6	10.5	9.3	12.2	12.3
연결법인	-0.5	6.3	5.4	5.6	2.9	7.6	4.9	7.1	4.4	5.7	5.9
중국	-0.2	13.7	1.2	1.7	-2.3	12.5	2.7	3.0	5.5	4.8	4.7
미주	-21.2	-8.2	-12.4	-1.9	-29.0	-8.3	-19.5	-9.6	-10.5	-15.3	-8.4
HK 이노엔	3.1	7.5	10.4	10.1	8.1	11.1	9.7	11.5	8.0	10.1	10.8
연우	-5.0	1.9	2.2	-0.1	0.0	1.6	1.6	1.8	0.0	1.3	1.8

자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,866	2,156	2,493	2,803	3,020
매출원가	1,397	1,578	1,778	1,996	2,149
매출총이익	469	578	714	807	872
판매비와관리비	396	442	502	560	596
영업이익	73	136	212	247	276
영업이익률	3.9	6.3	8.5	8.8	9.1
EBITDA	149	230	298	332	361
영업외손익	-56	-102	-67	-46	-35
관계기업손익	-1	3	3	1	1
금융수익	35	24	19	19	19
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-60	-59	-53	-51	-48
외환관련손실	21	11	7	7	7
기타	-31	-70	-38	-15	-6
법인세비용차감전순손익	17	34	145	201	241
법인세비용	-21	-9	-41	-56	-68
계속사업순손익	-4	25	104	145	174
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-4	25	104	145	174
당기순이익률	-0.2	1.2	4.2	5.2	5.8
비배지분순이익	18	20	23	28	30
지배지분순이익	-22	5	81	117	144
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	2	-1	0	0	0
포괄순이익	15	14	104	145	174
비배지분포괄이익	23	16	23	28	30
지배지분포괄이익	-8	-2	81	117	144

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-961	227	3,459	4,936	6,109
PER	NA	2362	17.7	12.4	10.0
BPS	29,024	28,347	30,662	35,194	41,219
PBR	1.5	1.9	2.0	1.7	1.5
EBITDAPS	6,499	10,046	12,663	14,066	15,306
EV/EBITDA	17.1	12.3	10.2	8.9	7.9
SPS	81,540	94,212	106,009	118,730	127,959
PSR	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5
CFPS	7,906	10,688	14,666	16,916	18,537
DPS	500	600	600	600	600

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	17.6	15.5	15.6	12.4	7.8
영업이익 증가율	-13.0	85.8	55.8	16.3	11.9
순이익 증가율	적전	흑전	314.8	38.8	20.0
수익성					
ROIC	-0.9	4.4	6.5	7.4	8.2
ROA	2.6	4.6	7.0	7.7	7.7
ROE	-3.3	0.8	11.9	15.0	16.0
안정성					
부채비율	99.6	112.1	93.1	86.4	78.2
순차입금비율	52.0	57.9	45.9	29.0	11.5
이자보상배율	2.2	3.0	4.9	5.9	7.0

자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	816	898	937	1,294	1,712
현금및현금성자산	220	171	90	329	646
매출채권 및 기타채권	261	324	374	420	453
재고자산	239	281	325	365	394
기타유동자산	96	123	148	179	219
비유동자산	2,117	2,111	2,108	2,093	2,081
유형자산	609	660	681	687	695
관계기업투자금	15	16	15	14	13
기타비유동자산	1,493	1,435	1,413	1,392	1,373
자산총계	2,933	3,009	3,045	3,387	3,793
유동부채	868	1,284	1,179	1,311	1,425
매입채무 및 기타채무	298	390	419	447	466
차입금	312	400	499	598	687
유동성채무	208	438	200	200	200
기타유동부채	51	56	61	66	72
비유동부채	596	307	289	259	240
차입금	493	198	183	156	140
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	103	109	106	103	100
부채총계	1,464	1,591	1,468	1,570	1,665
자배지분	664	649	721	831	973
자본금	11	11	12	12	12
자본잉여금	264	262	262	262	262
이익잉여금	384	368	435	538	668
기타지분변동	4	7	12	19	31
비배지분	805	770	856	986	1,155
자본총계	1,469	1,419	1,577	1,817	2,128
순차입금	764	821	724	527	245

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	91	112	204	249	295
당기순이익	-4	25	104	145	174
비현금항목의 가감	185	219	241	255	264
감가상각비	75	94	86	85	85
외환손익	5	0	-1	-1	-1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	104	126	156	170	179
자산부채의 증감	-32	-76	-66	-61	-43
기타현금흐름	-58	-56	-75	-89	-99
투자활동 현금흐름	-145	-156	-113	-106	-117
투자자산	97	-8	1	1	1
유형자산	-32	-106	-88	-76	-78
기타	-210	-42	-25	-32	-40
재무활동 현금흐름	82	-8	-181	45	44
단기차입금	0	0	99	99	89
사채	-100	-100	40	-10	-10
장기차입금	235	121	-55	-17	-7
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-15	-17	-14	-14	-14
기타	-38	-13	-252	-13	-13
현금의 증감	29	-49	-81	239	317
기초 현금	191	220	171	90	329
기말 현금	220	171	90	329	646
NOPLAT	-18	100	153	178	199
FCF	3	70	150	187	206

[Compliance Notice]

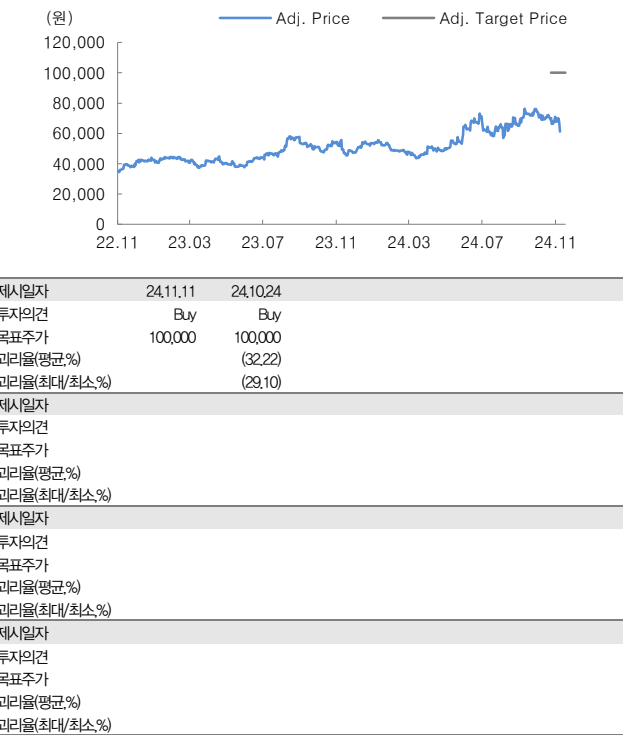
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:정한솔)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한국콜마(161890) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20241107)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.1%	6.9%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상