

# 한국콜마 (161890)

## 혼을 불어넣은 실적 서프라이즈

### 2Q24 Review: Full CAPA 우려에도 역대 최대 실적 달성

24년 2분기 연결 실적은 매출액 6,603억원(+10% YoY), 영업이익 717억원(+29% YoY)을 달성하며 영업이익 시장기대치 648억원을 11% 상회하였다. 국내법인이 전체 성장을 견인하였다. 한국콜마[별도] 실적은 매출액 2,970억원(+17% YoY), 영업이익 442억원(+28% YoY)을 기록하며 역대 최대 실적을 달성하였다. 한국법인 24년 2분기 가동률은 109%로 1분기 대비 소폭 하락하였다. 2분기 말 CAPA가 15% 증가한 영향으로 파악된다. 2분기에 외부의 가공 업체들을 적극적으로 활용해 생산량을 늘렸다. 부천 공장은 가동률이 떨어지는 상황이었지만, 선 제품 주문을 더 많이 받아 가동률을 높였다. 외주 가공 업체의 활용 덕분에 전체 CAPA가 15% 증가할 수 있었다. 하반기에는 세종 1공장의 물류창고를 2공장으로 옮기고, 1공장의 4층 공간을 새로운 생산 설비 공사에 사용할 계획이다. 세종 1공장의 생산 능력이 더 증가할 것으로 예상된다.

### 2024년 하반기 Preview: 상반기보다 기대되는 하반기

① 한국콜마[별도]: 3분기에도 긍정적인 분위기가 이어질 것으로 예상된다. 특히 7월 매출이 2분기보다도 더 높은 최고치를 기록한 것으로 파악된다. 8월은 동사 휴무 기간이라 조업 일수가 일주일 정도 감소함에도 불구하고, 2023년 8월 ERP 교체와 조업 일수 감소로 인해 어닝 쇼크가 발생했기 때문에, 올해 3분기에는 전년 기저 효과가 나타날 가능성이 크다. 이런 상황을 고려할 때, 2024년 국내 매출 성장률은 +24% YoY가 전망된다.

② 미국: 미국의 주요 고객사 주문이 6월부터 빠르게 증가하고 있어, 2024년 매출 성장률은 +25% YoY가 예상된다. 비용 측면에서는 뉴저지 R&D 센터 운영 비용이 연간 50억 이상으로 증가할 것으로 예상된다.

③ 무석: 상반기까지 매출 역성장을 보였으나, 7월 이후부터 베이스 부담이 줄어들면서 매출 성장률이 약 +10% YoY로 회복되고 있는 것으로 파악된다.

동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하고 목표주가는 90,000원으로 상향한다. 목표주가는 12M FWD EPS에 화장품 사업부의 PER을 25배(2014년 한국 화장품 수출이 대폭 증가하던 시기 화장품 업종 평균 PER), HK이노엔 15배를 적용하였다.

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	18,657	21,557	24,593	27,227
영업이익	733	1,361	2,134	2,500
지배순이익	-220	52	921	1,291
PER	-41.5	203.5	16.9	12.1
PBR	1.4	1.6	2.2	1.9
EV/EBITDA	16.7	11.5	10.2	8.8
ROE	-3.3	0.8	13.5	16.8

자료: 유안타증권



이승은 화장품/유통  
seungeun.lee@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 90,000원 (U)

현재주가 (8/9) 66,300원

상승여력 36%

시가총액	15,650억원
총발행주식수	23,605,077주
60일 평균 거래대금	303억원
60일 평균 거래량	477,386주
52주 고/저	73,000원 / 43,500원
외인지분율	31.60%
배당수익률	1.12%
주요주주	한국콜마홀딩스 외 24 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	8.7	29.7	29.5
상대	20.4	35.9	30.3
절대 (달러환산)	10.0	30.3	24.9

[Fig. 1] 한국콜마 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q.23	2Q.23	3Q.23	4Q.23	2023	1Q.24	2Q.24P	3Q.24E	4Q.24E	2024E
매출액	4,877	5,997	5,164	5,516	21,557	5,748	6,603	6,240	6,002	24,593
한국콜마	2,018	2,544	1,861	2,143	8,568	2,478	2,970	2,700	2,500	10,648
우시	330	564	361	326	1,582	346	527	390	370	1,633
USA	65	83	113	114	374	70	134	135	130	469
캐나다	120	143	105	91	459	90	126	90	80	386
HK inno.N	1,849	2,044	2,156	2,241	8,289	2,126	2,193	2,295	2,292	8,906
연우	505	632	612	616	2,364	672	740	690	660	2,762
YoY	19	19	9	15	16	18	10	21	9	14
한국콜마	12	24	6	31	18	23	17	45	17	24
우시	5	97	51	17	41	5	-7	8	13	3
USA	20	48	32	84	46	8	61	20	15	25
캐나다	-2	29	-17	-27	-5	-25	-12	-14	-12	-16
HK inno.N	3	-19	9	4	-2	15	7	6	2	7
연우	-25	3	13	19	1	33	17	13	7	17
영업이익	121	557	310	374	1,361	324	717	568	524	2,134
한국콜마	135	347	131	184	797	228	442	330	280	1,280
우시	6	92	17	12	127	18	67	25	20	130
USA	-39	-25	-17	-16	-97	-25	-13	-12	-11	-61
캐나다	0	7	-10	-13	-16	-21	-9	-20	-23	-73
HK inno.N	56	153	224	216	650	173	243	275	273	964
연우	-25	12	16	0	4	0	12	25	15	52
영업이익률	2	9	6	7	6	6	11	9	9	9
한국콜마	7	14	7	9	9	9	15	12	11	12
우시	2	16	5	4	8	5	13	6	5	8
USA	-60	-30	-15	-14	-26	-36	-10	-9	-8	-13
캐나다	0	5	-10	-14	-3	-23	-7	-22	-29	-19
HK inno.N	3	7	10	10	8	8	11	12	12	11
연우	-5	2	3	0	0	0	2	4	2	2

자료: 한국콜마, 유안타증권 리서치센터

[Fig. 2] 한국콜마 목표주가 산정 PER Multiple

	2024F	2025F	비고
[지배주주]순이익 (억원)	920	1,290	
주식수 (만주)	2,451	2,451	보통주 기말 발행 주식수
EPS (원)	3,754	5,264	12M FWD EPS
적정 PER (배)			
화장품 사업부	25	25	2014년 화장품 업종 평균 PER
HK 이노엔	15	15	
적정주가 (원)	65,122	93,612	90,000 원

자료: 유안타증권 리서치센터

[Fig. 3] 한국콜마 CAPA 추이

(단위: 천개)

사업소	1Q23	2Q23	3Q23	2023	1Q24
<b>화장품 CAPA 합계</b>	<b>207,261</b>	<b>360,521</b>	<b>621,783</b>	<b>833,244</b>	<b>208,311</b>
한국콜마(주)	93,255	186,509	279,765	373,020	93,255
가동률	97%	104%	97%	97%	111%
Kolmar Cosmetics (Wuxi) Co.,Ltd.	54,000	54,000	162,000	216,000	54,000
가동률	32%	54%	39%	38%	33%
HK Kolmar USA, LLC.	17,000	34,000	51,000	68,000	17,000
가동률	24%	25%	29%	30%	21%
HK Kolmar Canada, Inc.	24,506	49,012	73,518	102,224	25,556
가동률	61%	55%	48%	42%	27%
<b>패키징(연우) CAPA 합계</b>	<b>234,556</b>	<b>469,113</b>	<b>703,668</b>	<b>938,224</b>	<b>234,556</b>
펄프류	148,313	296,626	444,939	593,252	148,313
가동률	47%	44%	44%	45%	58%
튜브류	34,315	68,631	102,946	137,261	34,315
가동률	58%	62%	63%	64%	83%
견본용	51,928	103,856	155,783	207,711	51,928
가동률	25%	33%	32%	31%	23%

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

한국콜마 (161890) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	18,657	21,557	24,593	27,227	28,970
매출원가	13,969	15,775	17,000	18,700	19,800
매출총이익	4,688	5,781	7,593	8,527	9,170
판매비	3,956	4,420	5,459	6,027	6,370
영업이익	733	1,361	2,134	2,500	2,800
EBITDA	1,487	2,299	3,071	3,437	3,737
영업외손익	-563	-1,018	-534	-460	-400
외환관련손익	20	5	25	30	30
이자손익	-255	-367	-365	-327	-277
관계기업관련손익	-12	33	33	33	33
기타	-316	-690	-227	-196	-186
법인세비용차감전순이익	170	343	1,600	2,040	2,400
법인세비용	211	92	450	500	550
계속사업순이익	-41	251	1,151	1,540	1,851
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-41	251	1,151	1,540	1,851
지배지분순이익	-220	52	921	1,291	1,551
포괄순이익	146	144	1,043	1,433	1,743
지배지분포괄이익	-82	-19	-139	-191	-233

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	908	1,122	1,994	2,692	3,181
당기순이익	-41	251	1,151	1,540	1,851
감가상각비	616	727	727	727	727
외환손익	53	0	-25	-30	-30
중속, 관계기업관련손익	8	-26	-33	-33	-33
자산부채의 증감	-323	-762	-861	-549	-370
기타현금흐름	596	933	1,037	1,037	1,037
투자활동 현금흐름	-1,452	-1,557	-629	-621	-670
투자자산	968	-76	-35	-30	-20
유형자산 증가 (CAPEX)	-378	-1,068	-500	-500	-600
유형자산 감소	53	6	45	30	30
기타현금흐름	-2,096	-418	-139	-121	-80
재무활동 현금흐름	820	-612	-2,084	-1,583	-965
단기차입금	886	900	-1,016	-510	8
사채 및 장기차입금	695	-545	-100	-100	0
자본	-22	-22	0	0	0
현금배당	-148	-114	-137	-142	-142
기타현금흐름	-590	-831	-831	-831	-831
연결범위변동 등 기타	13	0	377	266	171
현금의 증감	289	-1,047	-342	754	1,716
기초 현금	1,912	2,201	1,154	812	1,566
기말 현금	2,201	1,154	812	1,566	3,282
NOPLAT	733	1,361	2,134	2,500	2,800
FCF	530	54	1,494	2,192	2,581

자료: 유안타증권

주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임  
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임  
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

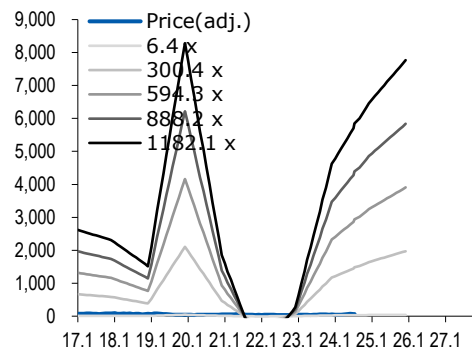
재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	8,163	8,984	9,092	10,718	13,012
현금및현금성자산	2,201	1,708	812	1,566	3,282
매출채권 및 기타채권	2,609	3,238	3,694	4,089	4,351
재고자산	2,394	2,809	3,205	3,548	3,775
비유동자산	21,170	21,111	20,662	20,225	19,878
유형자산	6,088	6,604	6,332	6,076	5,919
관계기업등 지분관련자산	150	156	178	197	210
기타투자자산	249	379	392	403	410
자산총계	29,333	30,094	29,754	30,943	32,889
유동부채	8,681	12,837	11,510	11,337	11,635
매입채무 및 기타채무	2,978	3,896	3,628	4,017	4,274
단기차입금	3,117	4,000	3,000	2,500	2,500
유동성장기부채	2,076	4,384	4,284	4,184	4,184
비유동부채	5,957	3,071	3,153	3,223	3,270
장기차입금	1,936	1,385	1,385	1,385	1,385
사채	2,995	599	599	599	599
부채총계	14,638	15,908	14,662	14,560	14,905
지배지분	6,641	6,486	7,162	8,203	9,505
자본금	114	114	114	114	114
자본잉여금	2,645	2,623	2,623	2,623	2,623
이익잉여금	3,837	3,676	4,459	5,608	7,018
비지배지분	8,054	7,700	7,930	8,179	8,479
자본총계	14,695	14,186	15,092	16,383	17,984
순차입금	7,643	8,209	7,852	6,368	4,581
총차입금	10,679	11,034	9,918	9,308	9,317

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-961	227	3,915	5,467	6,570
BPS	29,024	28,347	30,341	34,753	40,268
EBITDAPS	6,499	10,046	13,060	14,562	15,833
SPS	81,540	94,212	104,580	115,344	122,728
DPS	500	600	600	600	600
PER	-41.5	203.5	16.9	12.1	10.1
PBR	1.4	1.6	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	16.7	11.5	10.2	8.8	7.7
PSR	0.5	0.5	0.6	0.6	0.5

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	17.6	15.5	14.1	10.7	6.4
영업이익 증가율 (%)	-13.0	85.8	56.7	17.2	12.0
지배순이익 증가율 (%)	격전	흑전	1,673.1	40.2	20.2
매출총이익률 (%)	25.1	26.8	30.9	31.3	31.7
영업이익률 (%)	3.9	6.3	8.7	9.2	9.7
지배순이익률 (%)	-1.2	0.2	3.7	4.7	5.4
EBITDA 마진 (%)	8.0	10.7	12.5	12.6	12.9
ROIC	-0.9	4.7	7.5	9.0	10.2
ROA	-0.8	0.2	3.1	4.3	4.9
ROE	-3.3	0.8	13.5	16.8	17.5
부채비율 (%)	99.6	112.1	97.2	88.9	82.9
순차입금/자기자본 (%)	115.1	126.6	109.6	77.6	48.2
영업이익/금융비용 (배)	2.2	3.0	4.9	6.3	7.2

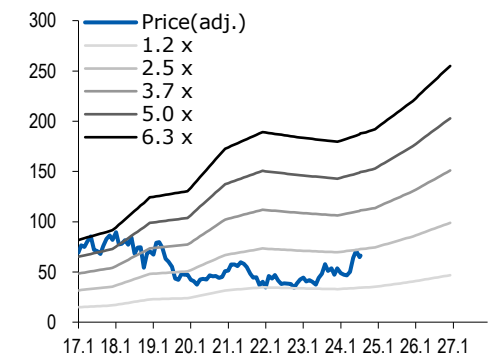
P/E band chart

(천원)



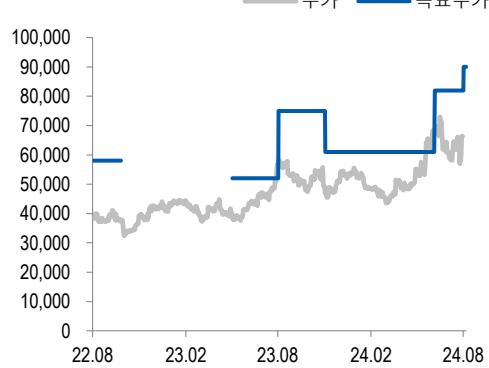
P/B band chart

(천원)



한국콜마 (161890) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-08-12	BUY	90,000	1년		
2024-06-17	BUY	82,000	1년	-22.44	-10.98
2023-11-14	BUY	61,000	1년	-16.18	12.13
2023-08-14	BUY	75,000	1년	-29.48	-22.67
2023-05-15	BUY	52,000	1년	-14.90	9.23
담당자변경					
2021-11-16	BUY	58,000	1년	-30.30	-16.90

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	85.4
Hold(중립)	14.6
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-08-12

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이승은)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.