

# 한국콜마 (161890)

## ERP 시스템 교체로 3분기 성장 둔화

### 3Q23 Review: 시장기대치 하회

3분기 매출액은 5,164억원(+9% YoY), 영업이익은 310억원(+71.5% YoY)을 기록하며 시장기대치(매출액 5,512억원, 영업이익 413억원)를 각각 6%, 25% 하회하였다. ① 8월부터 도입된 ERP시스템(전자자원관리시스템) 교체로 인한 가동률 하락, ② ERP 관련 감가상각비 7.4억원(월평균 3.5억원 반영), ③ 성과급 30억원 총당금 반영에 기인한다.

① 한국: 가동률 하락 이슈에도 불구하고, 매출액 1,861억원(+6.0% YoY), 영업이익 131억원(+26.0% YoY)으로 3분기 최고 매출액을 기록하였다. 가동률 하락 영향 제외 시, 매출액은 최소 2,100억원으로 전년비 20% 성장하는 실적을 보였을 것으로 추정된다.

② 중국: 매출액 403억원(+43.3% YoY), 영업이익 3억원(흑자전환 YoY)을 기록하였다. 북경법인 축소 전략에도 불구하고, 무석법인(+51% YoY)에서 중국법인 성장을 견인하며 시장성장률(Flat)을 크게 상회하였다. 무석법인의 지리적 특성을 감안하였을 때, 향후 3선~5선 도시 중심으로 중국 로컬 고객사들의 시장침투율이 지속적으로 상승할 것으로 예상된다.

### 포괄적 주식교환 통한 연우를 한국콜마의 완전 자회사 편입

한국콜마는 포괄적 주식교환으로 기존 연우 보유 지분 55% 외 45%를 모두 확보한다. 신주상장일은 2024년 3월 6일이며, 주식 교환이 마무리되면 연우(현재 시총 1,700억원)는 상장 폐지된다. 연우가 완전 자회사로 편입될 경우 더블카운팅 이슈가 해소되어 제대로 된 기업가치를 인정받을 수 있다. 연우는 3분기 매출액 612억원(+13.2% YoY), 영업이익 16억원(흑자전환 YoY)에 성공하며 2024년 성공적인 턴어라운드가 기대된다.

### 투자의견 Buy 유지, 목표주가 61,000원으로 하향

한국콜마에 대해 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 3분기 실적을 반영하여 61,000원으로 하향한다. 목표주가는 2024F EPS에 목표 PER 17.4배(화장품 업종 평균 PER)를 적용하였다. 동사는 실적발표 이후 15.5% 하락하였다. 10월 고객사 주문량을 감안한 현 주가 하락은 과도한 것으로 판단되며 저점매수를 추천한다.

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

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	15,863	18,657	21,208	23,635
영업이익	843	733	1,364	1,677
지배순이익	358	-220	672	862
PER	33.0	-41.5	16.0	12.5
PBR	1.7	1.4	1.5	1.3
EV/EBITDA	16.4	16.7	12.4	10.5
ROE	5.5	-3.3	9.6	11.0

자료: 유안타증권



이승은 회장품/유통

seungeun.lee@yuantakorea.com

박현주 Research Assistant

hyunjoo.park@yuantakorea.com

**BUY (M)**
**목표주가 61,000원 (D)**
**현재주가 (11/13) 47,050원**
**상승여력 30%**

시가총액	10,766억원
총발행주식수	22,881,180주
60일 평균 거래대금	105억원
60일 평균 거래량	195,117주
52주 고/저	58,100원 / 37,250원
외인지분율	29.45%
배당수익률	1.17%
주요주주	한국콜마홀딩스 외 27 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(4.8)	(17.2)	19.9
상대	(2.7)	(10.7)	23.8
절대 (달러환산)	(3.0)	(17.2)	19.3

[표 1] 한국콜마 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q.22	2Q.22	3Q.22	4Q.22	1Q.23	2Q.23	3Q.23P	4Q.23E	2022	2023E
매출액	4,104	5,027	4,735	4,791	4,877	5,997	5,164	5,170	18,657	21,208
YoY	3.8	21.8	25.9	19.1	18.8	19.3	9.1	7.9	17.6	13.7
한국콜마	1,794	2,058	1,755	1,639	2,018	2,544	1,861	1,751	7,246	8,174
우시	315	287	239	279	330	564	361	398	1,120	1,653
베이징	47	45	42	34	35	72	41	34	168	182
캐나다	122	111	127	124	120	143	105	100	484	468
USA	54	56	85	62	65	83	113	96	257	357
HK inno.N	1,802	2,519	1,981	2,163	1,849	2,044	2,156	2,303	8,465	8,352
연우	675	614	540	519	505	632	612	576	2,348	2,325
연결 매출액 조정	-30	-49	-33	-30	-45	-85	-85	-88	-142	-303
영업이익	129	336	181	86	121	557	310	377	733	1,364
YoY	-46.8	57.8	41.6	-66.7	-6.6	65.8	71.3	336.5	-13.0	86.2
영업이익률	3.1	6.7	3.8	1.8	2.5	9.3	6.0	7.3	3.9	6.4

자료: 한국콜마, 유안타증권 리서치센터

[표 2] 한국콜마 목표주가 산정 PER Mutiple

	2024F	비고
[지배주주]순이익 (억원)	861	
주식수 (만주)	2,451	신주발행 주식수 반영
EPS (원)	3,513	
적정 PER (배)	17.4	화장품 업종 평균 PER
적정주가 (원)	61,000	상승여력 29.6%

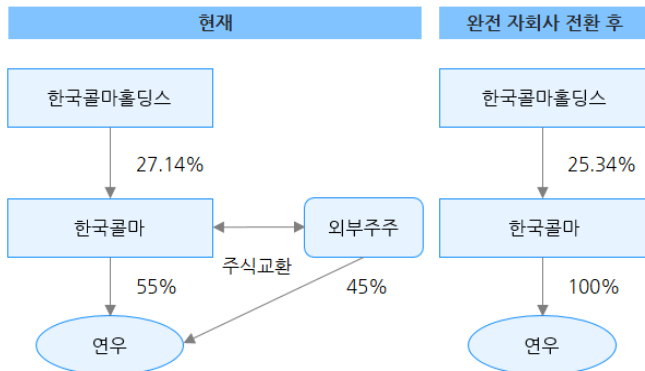
자료: 유안타증권 리서치센터

[표 3] 연우 원전 자회사 전환 일정

구분	원전모회사 (한국콜마)	원전자회사 (연우)	비고
발행주식수(주)	22,881,180	12,398,000	2023년 11월 1일 기준
총자산(억원)	30,399	2,849	
자본금	114	62	
교환가액(1주당) (원)	51,234	14,939	한국콜마 교환 신주 총수 보통주 1,626,774 주
교환비율	1	0.2915837	주식교환 후 발행주식 수 24,507,954 주 모집(매출)총액 83,346,139,116 원
이사회 소집	10월 11일(수)		이사회 7일전 이전
이사회 결의	10월 19일(목)		증권신고서
권리주주 확정일	11월 03일(금)		한국콜마(서면 반대), 연우(주총 결의)
서면 반대 의사 통지	11월 17일(금)	해당 없음	20%이상 반대시 주총 소집 要
주주총회	비고 참조	12월 18일(월)	한국콜마 이사회
반대주주매수 청구 기한	해당 없음	1월 08일(월)	
매매 거래정지	해당 없음	2월 08일(목)	매매 거래 정지
주식 교환일	2월 14일(수)		
신주 상장일	3월 06일(수)		

자료: 한국콜마, 유안타증권 리서치센터

[그림 1] 연우 완전 자회사 전환 지분 구조



자료: 한국콜마, 유안타증권 리서치센터

[그림 2] 포괄적 주식교환 후 지분율 변동

	교환전	교환후
한국콜마홀딩스	27.14%	25.34%
국민연금	12.26%	11.45%
NIHON KOLMAR	12.14%	11.33%
PKG GROUP, LLC	-	2.38%
기종현	-	0.78%

자료: 한국콜마, 유안타증권 리서치센터

[표 4] 공개매수 포괄적 주식 교환 비교

구분	공개매수	포괄적 주식 교환
절차	주총 특별결의 불필요	주총 특별결의 필요
재무부담	직접 현금 유출(주식매입)	직접 현금 유출 낮음
효과성	주주가 응하지 않을 경우 100% 보유 못할 가능성 有	주총 승인 시 100% 자회사 化
고려사항	주요 주주간 계약 체결 필요 한국콜마홀딩스의 한국콜마 지분 희석 X 향후 연우 배당 시 외부 유출 O	주주간 계약 체결 불필요 한국콜마홀딩스의 한국콜마 지분 희석(27.14%→25.34%) 향후 연우 배당 시 외부 유출 X

자료: 한국콜마, 유안타증권 리서치센터

[표 5] 한국콜마 연우 포괄적 주식 교환 개요 및 목적

1. 개요	포괄적 주식교환을 통한 연우를 한국콜마의 완전 자회사화		
2. 목적	한국콜마홀딩스 이자비용 총당, 부채비율 개선, 기업가치 제고		
	구분	인수 전(2022.06)	현재(2023.06)
	차입금+사채(억원)	2,512	4,476
	부채비율	66.4%	101.1%
	증분 이자비용(억원)		109
주: 한국콜마 별도 기준 재무제표			
이중 상장(한국콜마, 연우, HK 이노엔) 이슈로 제대로 된 기업가치 평가 불가능			
연우 비상장사 전환으로 신속, 효율적 의사결정 가능			

자료: 한국콜마, 유안타증권 리서치센터

한국콜마 (161890) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액	15,863	18,657	21,208	23,635	25,638
매출원가	11,582	13,969	15,595	17,271	18,699
매출총이익	4,281	4,688	5,613	6,364	6,939
판매비	3,439	3,956	4,249	4,687	4,972
영업이익	843	733	1,364	1,677	1,967
EBITDA	1,426	1,487	2,140	2,457	2,738
영업외손익	-177	-563	-284	-273	-265
외환관련손익	106	20	45	48	51
이자손익	-273	-255	-296	-289	-267
관계기업관련손익	-9	-12	-11	-12	-11
기타	-1	-316	-22	-20	-37
법인세비용차감전순이익	665	170	1,080	1,404	1,702
법인세비용	230	211	179	300	364
계속사업순이익	435	-41	901	1,103	1,338
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	435	-41	901	1,103	1,338
지배지분순이익	358	-220	672	862	1,044
포괄순이익	412	146	1,088	1,290	1,525
지배지분포괄이익	338	-82	-609	-722	-853

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

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	-31	908	1,632	1,859	2,158
당기순이익	435	-41	901	1,103	1,338
감가상각비	466	616	645	658	656
외환손익	-28	53	-45	-48	-51
중속, 관계기업관련손익	4	8	11	12	11
자산부채의 증감	-588	-323	-577	-554	-477
기타현금흐름	-321	596	696	688	681
투자활동 현금흐름	-2,830	-1,452	-4,069	-3,580	-3,448
투자자산	-1,002	968	-450	-69	-57
유형자산 증가 (CAPEX)	-401	-378	-877	-777	-677
유형자산 감소	4	53	29	31	35
기타현금흐름	-1,431	-2,096	-2,770	-2,765	-2,749
재무활동 현금흐름	976	820	-185	-803	-796
단기차입금	405	886	19	18	15
사채 및 장기차입금	-2,615	695	742	125	135
자본	384	-22	0	0	0
현금배당	-79	-148	-114	-114	-114
기타현금흐름	2,881	-590	-831	-831	-831
연결범위변동 등 기타	25	13	3,599	3,558	3,512
현금의 증감	-1,860	289	977	1,035	1,426
기초 현금	3,772	1,912	2,201	3,177	4,212
기말 현금	1,912	2,201	3,177	4,212	5,638
NOPLAT	843	733	1,364	1,677	1,967
FCF	-432	530	755	1,082	1,481

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, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

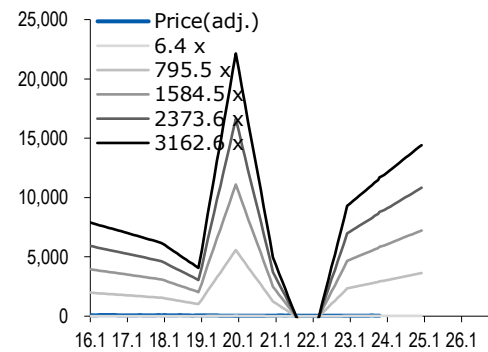
재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	8,829	8,163	9,917	11,717	13,774
현금및현금성자산	1,912	2,201	3,177	4,212	5,638
매출채권 및 기타채권	2,278	2,662	2,996	3,339	3,622
재고자산	2,102	2,394	2,721	3,033	3,290
비유동자산	17,232	21,170	21,691	21,726	21,653
유형자산	4,455	6,088	6,291	6,380	6,366
관계기업 등 지분관련자산	141	150	600	669	725
기타투자자산	167	188	188	188	188
자산총계	26,060	29,333	31,609	33,442	35,427
유동부채	8,886	8,681	9,158	9,612	9,987
매입채무 및 기타채무	2,558	2,978	3,385	3,773	4,093
단기차입금	2,232	3,117	3,117	3,117	3,117
유동성장기부채	3,553	2,076	2,076	2,076	2,076
비유동부채	3,579	5,957	6,782	6,987	7,187
장기차입금	251	1,936	2,678	2,803	2,938
사채	2,494	2,995	2,995	2,995	2,995
부채총계	12,465	14,638	15,941	16,599	17,174
지배지분	6,836	6,641	7,385	8,319	9,435
자본금	114	114	114	114	114
자본잉여금	2,667	2,645	2,645	2,645	2,645
이익잉여금	4,028	3,837	4,394	5,142	6,071
비지배지분	6,760	8,054	8,283	8,524	8,819
자본총계	13,596	14,695	15,668	16,843	18,254
순차입금	4,856	7,696	7,382	6,396	5,041
총차입금	9,098	10,679	11,440	11,583	11,733

Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
EPS	1,565	-961	2,937	3,766	4,561
BPS	29,876	29,024	32,277	36,359	41,235
EBITDAPS	6,234	6,499	9,351	10,739	11,966
SPS	69,329	81,540	92,687	103,294	112,048
DPS	415	500	500	500	500
PER	33.0	-41.5	16.0	12.5	10.3
PBR	1.7	1.4	1.5	1.3	1.1
EV/EBITDA	16.4	16.7	12.4	10.5	9.0
PSR	0.7	0.5	0.5	0.5	0.4

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
매출액 증가율 (%)	20.0	17.6	13.7	11.4	8.5
영업이익 증가율 (%)	-30.7	-13.0	86.2	22.9	17.3
지배순이익 증가율 (%)	-77.7	적전	흑전	28.2	21.1
매출총이익률 (%)	27.0	25.1	26.5	26.9	27.1
영업이익률 (%)	5.3	3.9	6.4	7.1	7.7
지배순이익률 (%)	2.3	-1.2	3.2	3.6	4.1
EBITDA 마진 (%)	9.0	8.0	10.1	10.4	10.7
ROIC	3.3	-0.9	5.7	6.5	7.5
ROA	1.4	-0.8	2.2	2.6	3.0
ROE	5.5	-3.3	9.6	11.0	11.8
부채비율 (%)	91.7	99.6	101.7	98.5	94.1
순차입금/자기자본 (%)	71.0	115.9	99.9	76.9	53.4
영업이익/금융비용 (배)	2.8	2.2	3.7	4.4	5.1

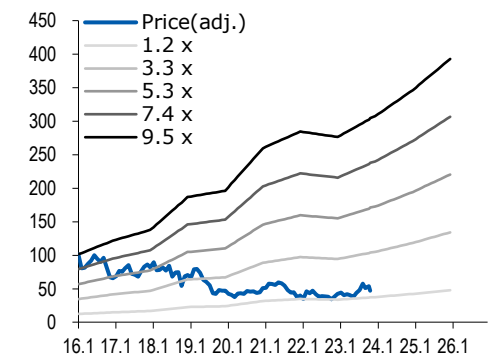
P/E band chart

(천원)

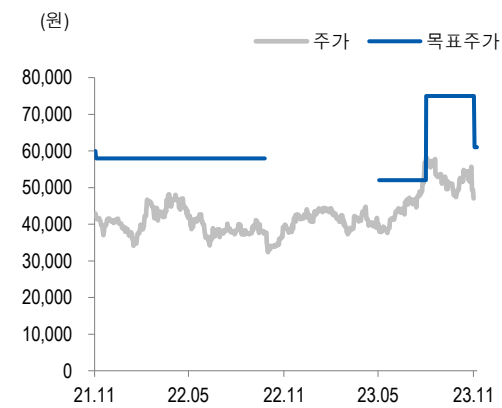


P/B band chart

(천원)



한국콜마 (161890) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-11-14	BUY	61,000	1년		
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
2021-08-18	BUY	60,000	1년	-22.99	-17.83

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)	90.1
Hold(중립)	9.9
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2023-11-13

※ 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.
- 본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 금융투자분석사 이승은(는) ㈜한국콜마의 기업설명회 등에 ㈜한국콜마의 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다.
- 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: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%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.