

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 유지

한국콜마에 대해 투자의견 Buy를 유지하고, 목표주가는 3분기 실적을 반영하여 61,000원으로 유지한다. 목표주가는 2024F EPS에 목표 PER 17.4배(화장품 업종 평균 PER)를 적용하였다. 동사는 실적발표 직후 16% 하락하였다. 10월 고객사 주문량을 감안한 현 주가 하락은 과도한 것으로 판단되며 저점매수를 추천한다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(십억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2021A	2022A	2023F	2024F
매출액	1,586	1,866	2,121	2,364
영업이익	84	73	136	168
지배순이익	36	-22	67	86
PER	33.0	-41.5	15.5	12.1
PBR	1.7	1.4	1.4	1.3
EV/EBITDA	16.4	16.7	12.2	10.3
ROE	5.5	-3.3	9.6	11.0

자료: 유안타증권



이승은 화장품/유통

seungeun.lee@yuantakorea.com

박현주 Research Assistant

hyunjoo.park@yuantakorea.com

BUY (M)
목표주가 61,000원 (M)
현재주가 (11/17) 45,500원
상승여력 34%

시가총액	10,411억원
총발행주식수	22,881,180주
60일 평균 거래대금	90억원
60일 평균 거래량	171,813주
52주 고/저	58,100원 / 37,250원
외인지분율	28.74%
배당수익률	1.17%
주요주주	한국콜마홀딩스 외 27 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	(12.8)	(19.0)	14.9
상대	(13.2)	(17.4)	13.6
절대 (달러환산)	(9.0)	(16.2)	18.6

[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 34%

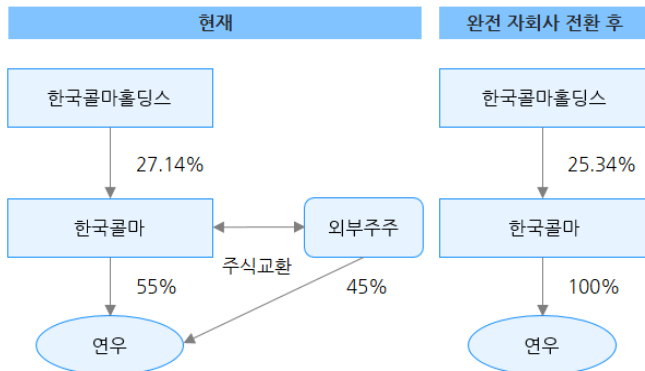
자료: 유안타증권 리서치센터

[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: 십억원)				
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	
매출액	1,586	1,866	2,121	2,364	2,564	
매출원가	1,158	1,397	1,559	1,727	1,870	
매출총이익	428	469	561	636	694	
판매비	344	396	425	469	497	
영업이익	84	73	136	168	197	
EBITDA	143	149	214	246	274	
영업외손익	-18	-56	-28	-27	-26	
외환관련손익	11	2	5	5	5	
이자손익	-27	-26	-30	-29	-27	
관계기업관련손익	-1	-1	-1	-1	-1	
기타	0	-32	-2	-2	-4	
법인세비용차감전순이익	67	17	108	140	170	
법인세비용	23	21	18	30	36	
계속사업순이익	44	-4	90	110	134	
중단사업순이익	0	0	0	0	0	
당기순이익	44	-4	90	110	134	
지배자분순이익	36	-22	67	86	104	
포괄순이익	41	15	109	129	152	
지배자분포괄이익	34	-8	-61	-72	-85	

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

현금흐름표		(단위: 십억원)				
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F	
영업활동 현금흐름	-3	91	163	186	216	
당기순이익	44	-4	90	110	134	
감가상각비	47	62	64	66	66	
외환손익	-3	5	-5	-5	-5	
중속, 관계기업관련손익	0	1	1	1	1	
자산부채의 증감	-59	-32	-58	-55	-48	
기타현금흐름	-32	60	70	69	68	
투자활동 현금흐름	-283	-145	-407	-358	-345	
투자자산	-100	97	-45	-7	-6	
유형자산 증가 (CAPEX)	-40	-38	-88	-78	-68	
유형자산 감소	0	5	3	3	4	
기타현금흐름	-143	-210	-277	-277	-275	
재무활동 현금흐름	98	82	-18	-80	-80	
단기차입금	41	89	2	2	1	
사채 및 장기차입금	-262	69	74	13	14	
자본	38	-2	0	0	0	
현금배당	-8	-15	-11	-11	-11	
기타현금흐름	288	-59	-83	-83	-83	
연결범위변동 등 기타	3	1	360	356	351	
현금의 증감	-186	29	98	103	143	
기초 현금	377	191	220	318	421	
기말 현금	191	220	318	421	564	
NOPLAT	84	73	136	168	197	
FCF	-43	53	75	108	148	

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

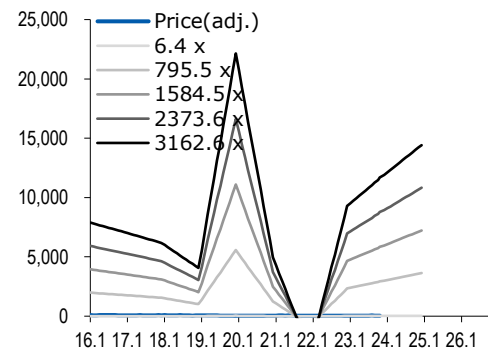
재무상태표				(단위: 십억원)	
결산(12월)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
유동자산	883	816	992	1,172	1,377
현금및현금성자산	191	220	318	421	564
매출채권 및 기타채권	228	266	300	334	362
재고자산	210	239	272	303	329
비유동자산	1,723	2,117	2,169	2,173	2,165
유형자산	446	609	629	638	637
관계기업등 지분관련자산	14	15	60	67	73
기타투자자산	17	19	19	19	19
자산총계	2,606	2,933	3,161	3,344	3,543
유동부채	889	868	916	961	999
매입채무 및 기타채무	256	298	339	377	409
단기차입금	223	312	312	312	312
유동성장기부채	355	208	208	208	208
비유동부채	358	596	678	699	719
장기차입금	25	194	268	280	294
사채	249	300	300	300	300
부채총계	1,246	1,464	1,594	1,660	1,717
지배지분	684	664	739	832	944
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	267	264	264	264	264
이익잉여금	403	384	439	514	607
비지배지분	676	805	828	852	882
자본총계	1,360	1,469	1,567	1,684	1,825
순차입금	486	770	738	640	504
총차입금	910	1,068	1,144	1,158	1,173

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	15.5	12.1	10.0
PBR	1.7	1.4	1.4	1.3	1.1
EV/EBITDA	16.4	16.7	12.2	10.3	8.9
PSR	0.7	0.5	0.5	0.4	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	

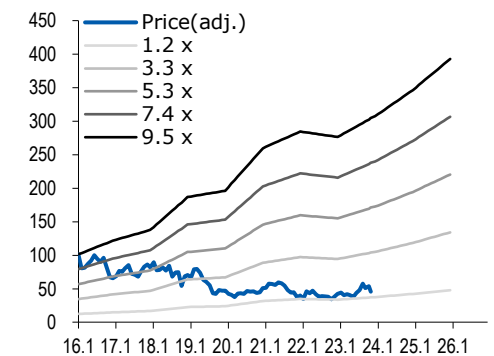
P/E band chart

(천원)



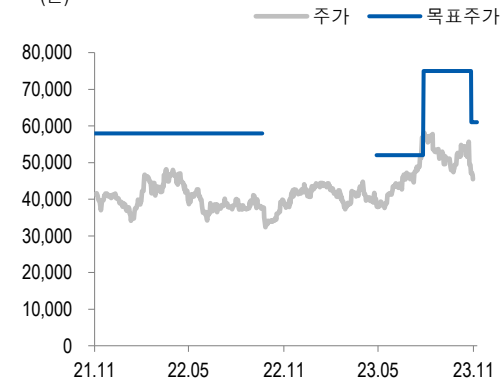
P/B band chart

(천원)



한국콜마 (161890) 투자등급 및 목표주가 추이

(원)



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2023-11-20	BUY	61,000	1년		
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

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)	88.7
Hold(중립)	11.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2023-11-18

※ 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.