

(Analyst) 배송이 songyi.bae@miraeeasset.com

MIRAE ASSET
 미래에셋증권

161890 · 화장품

한국콜마

실적 모멘텀 다시 증명

(유지)

매수

목표주가

75,000원 ▲

상승여력

40.2%

현재주가(24/1/4)

53,500원

KOSPI	2,587.02	시가총액(십억원)	1,224	발행주식수(백만주)	25	외국인 보유비중(%)	29.8
-------	----------	-----------	-------	------------	----	-------------	------

Report summary

4Q23 Preview: 국내 매출 YoY +27% 고성장 예상

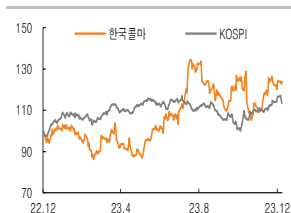
한국콜마의 4Q23 실적은 매출액 5,639억원(YoY +18%), 영업이익 432억원(YoY +400%)으로 매출과 이익 모두 시장 기대치를 상회할 전망이다. SAP 프로그램 이슈가 대부분 제거되면서 실적이 정상화된 것으로 파악된다. 주력 고객사, 신규 고객사를 아울러 고성장하여 구조적인 성장이 유지되고 있으며, 이월 오더도 더해지면서 성수기 수준의 성장이 가능할 전망이다(국내 매출 1Q23 +13%, 2Q23 +24%, 3Q23 +6%, 4Q23F +27%).

실적 시즌, 믿고 보는 ODM

화장품 ODM은 업종 전체가 동일한 구조적 성장 스토리를 공유하고 있다. 금번 분기도 전반적으로 견고한 실적 모멘텀이 예상된다. 그 중에서도 한국콜마는 일시적인 우려 요인이 제거되면서 실적 반등이 돋보일 수 있다. 실적 가시성이 개선되어 추정치와 목표주가를 상향, 매수를 추천한다.

Key data

Price performance



(%)	1M	6M	12M
절대주가	11.0	16.3	30.3
상대주가	7.9	16.6	13.7

Earnings and valuation metrics

결산기 (12월)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액 (십억원)	1,586	1,866	2,168	2,426	2,583
영업이익 (십억원)	84	73	142	196	214
영업이익률 (%)	5.3	3.9	6.5	8.1	8.3
순이익 (십억원)	36	-22	68	100	112
EPS (원)	1,565	-961	2,955	4,386	4,897
ROE (%)	5.5	-3.3	9.8	13.1	13.0
P/E (배)	25.7	-	18.1	12.2	10.9
P/B (배)	1.3	1.5	1.7	1.5	1.3
배당수익률 (%)	1.0	1.2	0.9	0.9	0.9

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

4Q23 Preview

한국콜마의 4Q23 실적은 매출액 5,639억원(YoY +18%), 영업이익 432억원(YoY +400%)으로 매출과 이익 모두 시장 기대치를 상회할 전망이다. SAP 프로그램 이슈가 대부분 제거되면서 실적이 정상화된 것으로 파악된다. ODM 전반 구조적인 성장이 나타나는 가운데, 직전 분기 SAP 영향으로 놓쳤던 오더가 이연되는 효과까지 더해져 금번 분기 특히 높은 성장세가 예상된다.

[국내]

매출액 2,074억원(YoY +27%), 영업이익 224억원(YoY +5%)으로 추정한다.

신규 도입한 SAP의 프로그램 이슈로 직전 분기 성장률이 YoY +6%에 그쳐 실적 불확실성이 대두되었으나, 금번 분기 거의 정상화되어 차질 없이 생산 및 실적 인식이 이루어진 것으로 파악된다. 주력 고객사, 신규 고객사를 아울러 고성장하여 구조적인 성장이 유지되고 있으며, 이월 오더도 더해지면서 성수기 수준의 성장이 가능할 전망이다 (1Q23 +13%, 2Q23 +24%, 3Q23 +6%, 4Q23F +27%).

[중국]

매출액 392억원(YoY +25%), 영업이익 3억원(흑자전환) 추정한다.

무석이 매출액 360억원(YoY +29%), 영업이익 17억원(흑자전환, OPM 5%)로 예상된다. 썬 비수기임에도 불구하고 안정적인 매출과 이익 창출이 고무적이다.

[북미]

매출액 244억원(YoY +31%), 영업적자 19억원(적자축소) 추정한다.

미국이 주력 인디 고객사의 오더 호조 효과로 100% 이상 매출 성장을 시현할 전망이다. 한국콜마의 미국 법인은 연중 매 분기 매출이 꾸준히 확대되고 있다(1Q23 65억원, 2Q23 83억원, 3Q23 113억원, 4Q23F 137억원). 금번 분기 제조 기준 BEP 수준을 달성한 것으로 파악되며, 향후 신규 브랜드형 영업 성과에 따라 추가적인 매출 성장과 이익 시현이 기대된다.

캐나다는 물류비 부담이 예상보다 장기화되고 있어 아쉽다.

투자판단

화장품 ODM은 업종 전체가 동일한 구조적 성장 스토리를 공유하고 있다. 금번 분기도 전반적으로 견고한 실적 모멘텀이 예상된다. 그 중에서도 한국콜마는 일시적인 우려요인이 제거되면서 실적 반등이 돋보일 수 있다. 실적 가시성이 개선되어 추정치와 목표주가를 상향, 매수를 추천한다.

표 1. 한국콜마 연간 실적 전망

(십억원)

	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,314	1,586	1,866	2,168	2,426	2,583
국내	609	633	725	850	979	1,065
중국	72	137	129	179	216	236
북미	63	66	74	87	93	97
HK이노엔	598	770	847	836	911	952
연우			106	237	251	259
영업이익	122	84	73	142	196	214
국내	50	66	69	84	99	108
중국	(17)	(13)	(16)	9	15	17
북미	(7)	(10)	(15)	(10)	(6)	(5)
HK이노엔	87	50	53	67	96	103
연우			(5)	2	7	8
세전이익	222	67	17	113	175	194
당기순이익	161	44	(4)	93	131	146
지배주주순이익	160	36	(22)	68	100	112
영업이익률(%)	9.3	5.3	3.9	6.6	8.1	8.3
국내	8.3	10.4	9.5	9.9	10.2	10.2
중국	(23.4)	(9.6)	(12.3)	5.3	6.7	7.2
북미	(10.9)	(15.9)	(19.6)	(11.8)	(6.7)	(5.2)
HK이노엔	14.5	6.5	6.2	8.1	10.6	10.8
연우			(5.1)	1.0	2.7	2.9
매출액(YoY %)	(4.7)	20.7	17.6	16.2	11.9	6.5
국내	(11.4)	3.9	14.5	17.3	15.3	8.8
중국	(7.0)	90.9	(5.8)	39.3	20.5	9.0
북미	(28.0)	4.3	13.1	17.8	6.1	5.0
HK이노엔	10.8	28.6	10.0	(1.2)	9.0	4.4
연우				123.9	6.0	3.0
영업이익(YoY %)	21.9	(30.8)	(13.0)	93.8	38.1	9.1
국내	26.0	30.2	5.3	21.1	18.8	8.8
중국	적지	적지	적지	흑전	53.5	16.5
북미	적지	적지	적지	적지	적지	적지
HK이노엔	20.1	(42.2)	4.4	28.3	42.8	6.5
연우				흑전	186.2	10.6
순이익(YoY %)	377.9	(72.9)	적지	흑전	40.6	10.8

자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 한국콜마 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2023년	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2024년
매출액	488	600	516	564	2,168	552	686	582	607	2,426
국내	202	254	186	207	850	229	300	218	232	979
중국	37	64	40	39	179	43	82	46	45	216
북미	19	23	22	24	87	21	22	24	25	93
HK이노엔	185	204	216	231	836	203	225	237	247	911
연우	51	63	61	62	237	61	64	63	64	251
영업이익	12	56	31	43	142	32	69	41	54	196
국내	14	35	13	22	84	17	41	17	25	99
중국	0	9	1	0	9	1	11	1	1	15
북미	(4)	(2)	(3)	(2)	(10)	(3)	(3)	(1)	(0)	(6)
HK이노엔	6	15	22	24	67	18	20	27	31	96
연우	(3)	1	2	2	2	1	2	2	2	7
세전이익	8	44	27	34	113	27	63	36	49	175
순이익	6	43	20	25	93	20	48	27	37	131
지배주주순이익	6	35	11	16	68	15	36	20	28	100
영업이익률(%)	2.5	9.3	6.0	7.7	6.6	5.8	10.0	7.0	9.0	8.1
본사	6.7	13.6	7.0	10.8	9.9	7.3	13.6	7.7	10.9	10.2
중국	0.0	13.7	1.2	0.7	5.3	3.2	13.2	2.7	2.4	6.7
북미	(21.1)	(8.0)	(12.4)	(7.7)	(11.8)	(12.5)	(11.5)	(3.8)	(0.2)	(6.7)
HK이노엔	3.1	7.5	10.4	10.4	8.1	8.8	9.0	11.5	12.5	10.6
연우	(5.0)	1.9	2.6	3.3	1.0	1.5	3.5	2.8	2.9	2.7
매출액(YoY %)	18.8	19.3	9.1	17.7	16.2	13.1	14.4	12.7	7.6	11.9
국내	12.5	23.6	6.0	26.5	17.3	13.3	18.1	17.2	11.9	15.3
중국	0.8	91.6	43.1	25.2	39.3	19.0	28.8	13.5	15.6	20.5
북미	5.1	35.3	2.8	31.0	17.8	16.1	(2.2)	10.4	2.5	6.1
HK이노엔	2.6	(18.9)	8.8	6.9	(1.2)	9.7	9.9	10.0	6.7	9.0
연우			13.4	19.8	123.9	20.0	1.0	3.0	2.7	6.0
영업이익(YoY %)	(6.6)	65.5	71.5	400.4	93.8	167.2	23.2	31.8	25.7	38.1
본사	(6.3)	51.5	26.0	4.6	21.1	22.8	18.1	27.3	12.6	18.8
중국	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전		24.7	142.8	297.7	53.5
북미	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
HK이노엔	34.3	(13.6)	0.6	187.1	28.3	216.5	32.2	21.7	28.4	42.8
연우			흑전	흑전	흑전	흑전	81.5	10.3	(8.7)	186.2
순이익 (YoY %)	(54.6)	89.3	203.9	흑전	흑전	213.6	11.5	35.5	49.5	40.6

자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 한국콜마 Valuation Table

(원)

구분	2024F	2025F	비고
화장품(A)	1,317	1,491	
당기순익	69	78	
Target PER(배)	19	19	업종 평균
HK이노엔(B)	466	504	
당기순익	31	34	지분율 50.7%
Target PER(배)	15	15	
적정시가총액(A+B)	1,783	1,994	
발행주식수(천주)	22,881	22,881	
적정 주가	77,906	87,164	
적정 주가II	77,906		연도별 시간 가중치 적용
목표주가	75,000		
현재 주가	53,500		
상승 여력(%)	40.2		

자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터

한국콜마 (161890)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,866	2,168	2,426	2,583
매출원가	1,397	1,621	1,813	1,928
매출총이익	469	547	613	655
판매비와관리비	396	404	417	441
조정영업이익	73	142	196	214
영업이익	73	142	196	214
비영업손익	-56	-29	-21	-20
금융손익	-26	-33	-31	-26
관계기업등 투자손익	-1	-1	-1	-1
세전계속사업손익	17	113	175	194
계속사업법인세비용	21	19	44	49
계속사업이익	-4	93	131	146
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	-4	93	131	146
지배주주	-22	68	100	112
비지배주주	18	26	31	34
총포괄이익	15	93	131	146
지배주주	-8	105	147	163
비지배주주	23	-11	-16	-17
EBITDA	149	222	270	283
FCF	53	120	162	174
EBITDA 마진율 (%)	8.0	10.2	11.1	11.0
영업이익률 (%)	3.9	6.5	8.1	8.3
지배주주귀속 순이익률 (%)	-1.2	3.1	4.1	4.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	816	994	1,183	1,167
현금 및 현금성자산	220	293	430	365
매출채권 및 기타채권	260	307	330	351
재고자산	239	282	303	323
기타유동자산	97	112	120	128
비유동자산	2,117	2,094	2,061	2,038
관계기업투자등	15	18	19	20
유형자산	609	572	540	512
무형자산	1,302	1,299	1,297	1,294
자산총계	2,933	3,088	3,245	3,205
유동부채	868	930	961	782
매입채무 및 기타채무	212	249	268	286
단기금융부채	533	536	537	330
기타유동부채	123	145	156	166
비유동부채	596	606	612	617
장기금융부채	535	535	535	535
기타비유동부채	61	71	77	82
부채총계	1,464	1,536	1,573	1,399
지배주주지분	664	721	810	910
자본금	11	11	11	11
자본잉여금	264	264	264	264
이익잉여금	384	440	529	629
비지배주주지분	805	831	862	896
자본총계	1,469	1,552	1,672	1,806

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로 인한 현금흐름	91	152	194	204
당기순이익	-4	93	131	146
비현금수익비용가감	185	132	148	143
유형자산감가상각비	62	69	63	58
무형자산상각비	14	11	10	10
기타	109	52	75	75
영업활동으로인한자산및부채의변동	-32	-22	-11	-10
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-4	-46	-23	-21
재고자산 감소(증가)	-10	-42	-21	-20
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-7	28	14	13
법인세납부	-33	-19	-44	-49
투자활동으로 인한 현금흐름	-145	-67	-46	-50
유형자산처분(취득)	-32	-32	-32	-30
무형자산감소(증가)	-17	-8	-8	-8
장단기금융자산의 감소(증가)	69	-13	-6	-6
기타투자활동	-165	-14	0	-6
재무활동으로 인한 현금흐름	82	-9	-10	-218
장단기금융부채의 증가(감소)	158	2	1	-206
자본의 증가(감소)	-2	0	0	0
배당금의 지급	-15	-11	-11	-11
기타재무활동	-59	0	0	-1
현금의 증가	29	73	136	-64
기초현금	191	220	293	430
기말현금	220	293	430	365

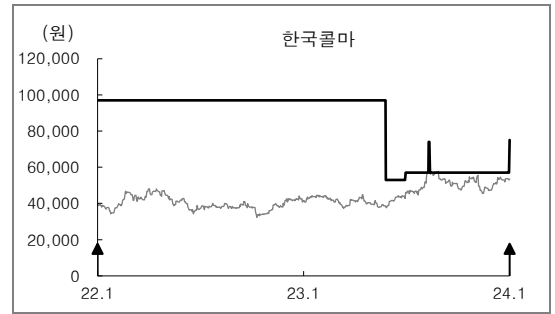
자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2022	2023F	2024F	2025F
P/E (x)	-	18.1	12.2	10.9
P/CF (x)	5.4	5.4	4.4	4.2
P/B (x)	1.5	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA (x)	17.2	12.4	9.7	8.9
EPS (원)	-961	2,955	4,386	4,897
CFPS (원)	7,905	9,853	12,226	12,628
BPS (원)	29,024	31,489	35,375	39,772
DPS (원)	500	500	500	500
배당성향 (%)	-279.0	12.2	8.7	7.9
배당수익률 (%)	1.2	0.9	0.9	0.9
매출액증가율 (%)	17.6	16.2	11.9	6.5
EBITDA증가율 (%)	4.3	49.1	21.8	4.7
조정영업이익증가율 (%)	-13.0	93.8	38.1	9.1
EPS증가율 (%)	-	-	48.4	11.6
매출채권 회전율 (회)	7.7	7.7	7.7	7.6
재고자산 회전율 (회)	8.3	8.3	8.3	8.3
매입채무 회전율 (회)	8.8	9.3	9.3	9.2
ROA (%)	-0.1	3.1	4.1	4.5
ROE (%)	-3.3	9.8	13.1	13.0
ROIC (%)	-0.9	5.7	6.9	7.5
부채비율 (%)	99.6	99.0	94.1	77.5
유동비율 (%)	94.0	106.9	123.1	149.3
순차입금/자기자본 (%)	52.8	44.2	32.6	21.9
조정영업이익/금융비용 (x)	2.2	3.6	4.9	5.9

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	-8.99	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
88.81%	7.24%	3.29%	0.66%

* 2023년 09월 30일 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.