

Company Analysis

한국콜마 161890

Nov 21, 2024

나 아직 잘나가는 중

BUY

유지

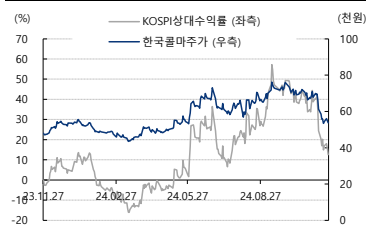
TP 110,000 원

유지

Company Data

현재가(11/20)	53,700 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	76,200 원
52 주 최저가(보통주)	43,500 원
KOSPI (11/20)	2,482.29p
KOSDAQ (11/20)	682.91p
자본금	114 억원
시가총액	12,676 억원
발행주식수(보통주)	2,361 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	29.9 만주
평균거래대금(60 일)	186 억원
외국인지분(보통주)	35.77%
주요주주	
한국콜마홀딩스 외 23 인	26.59%
NIHON KOLMAR	11.77%

Price & Relative Performance



주가수익률(%)	1개월	6개월	12개월
절대주가	-25.5	-0.9	14.9
상대주가	-22.2	9.4	15.3

2025년도 내 이름 맑음

투자포인트 ① 글로벌 수출 고객사 다변화로 이익 체력 레벨업 진행 중. 3Q24 국내 마진율은 13.6%(YoY +7.7%p) 호실적 기록. 재고평가손실 등 일회성 비용 제외시 14%로 2분기 대비해서도 견조한 수익성 기록(Vs. 2Q 14.9%). 동사는 과거 선제품 성수기인 2분기와 비성수기 시즌의 마진을 차이가 컸었는데, 글로벌 수출 고객사가 증가로 계절성 희석. 선케어 비중은 3Q 30%(Vs. 2Q 33%) 유사한 수준을 기록. 특히, Top 10 고객사 내 신규 고객사군의 변화가 고무적임. **투자포인트 ②** 가파른 CAPA 증설이 진행 중. 3Q24 기준 가동률은 120%으로, 수요 대비 공급이 부족한 상황임. 이에 따라 CAPA 23년 3.7억개 → 2Q24 4.3억개 → 4Q24 5.3억개(11월) → 25년 6.3억개 가파른 증설 예정임. 11월 1억개 CAPA 증설 후 현재 시가동 중이며, 연말 정상 가동 예정임. CAPA 증가가 곧 매출 증가로 이어지는 구간이라고 판단. **투자포인트 ③** 해외도 체질 개선 진행 중. 3분기 미국 1공장은 흑자전환 성공. 25년 4월 미국 2공장 가동 목표. 북미 전략 변화도 긍정적. 북미는 인터코스 전 미국 대표를 영업총괄로 영입 후 영업전략을 신규 수립 중. 1) 글로벌 브랜드 수주, 2) 미국 서부 중심 인디브랜드사 발굴에 주력할 것으로 파악됨.

투자의견 BUY 및 목표주가 110,000원 유지

한국콜마에 대해 투자의견 BUY 및 목표주가 110,000원 유지. 3분기 실적이 시장기대치 -5% 하회하였으나, 이는 HK이노엔 자회사 실적 부진 기인. 오히려 국내 별도 기준으로 는 시장 기대치 상회하는 호실적이었음. 실적에 대한 눈높이가 높았을 뿐, 견조한 업황 펀더멘탈 변화는 없다고 판단. 또한, 영업외비용 실적-시장기대치 괴리는 대부분 미국 신규 취득 자산에 대한 손상차손 인식(134억원) 기인. 미국 2공장 흑자전환 달성시 환입 가능성도 존재함. 현재 가파른 주가 조정으로 12개월 Fwd P/E 12배로 역사적 밴드하단에 위치해 밸류에이션 매력적임.

Forecast earnings & Valuation

	2022.12	2023.12	2024.12E	2025.12E	2026.12E
매출액(십억원)	1,866	2,156	2,478	2,790	3,069
YoY(%)	17.6	15.5	14.9	12.6	10.0
영업이익(십억원)	73	136	214	254	288
OP 마진(%)	3.9	6.3	8.6	9.1	9.4
순이익(십억원)	-4	25	110	143	169
EPS(원)	-961	227	3,211	4,693	5,572
YoY(%)	적전	흑전	1,315.1	46.2	18.7
PER(배)	-44.3	236.2	17.1	11.7	9.8
PCR(배)	6.0	5.5	4.6	4.1	3.9
PBR(배)	1.5	1.9	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA(배)	17.0	12.2	9.5	8.4	7.6
ROE(%)	-3.3	0.8	11.1	14.6	15.2



화장품/음식료 권우정

3771-9082

20240006@iprovest.com

[도표 32] 한국콜마 실적 추이 및 전망

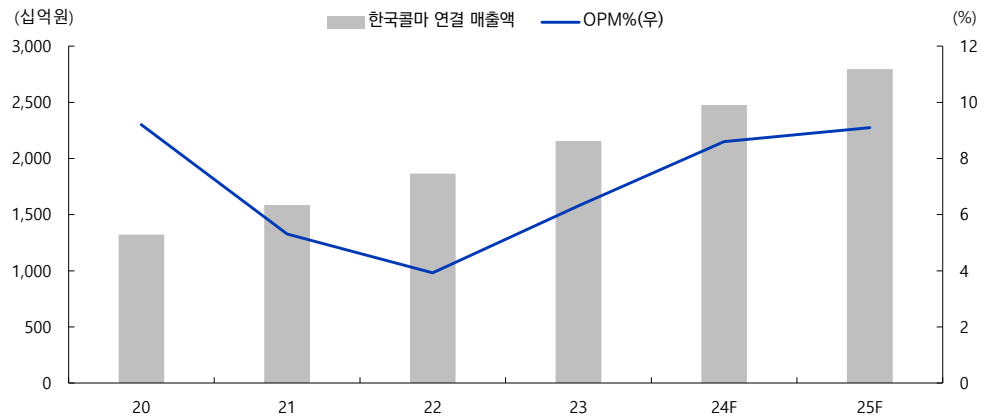
(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	23	24F	25F
매출액	487.7	599.7	516.4	551.9	574.8	660.3	626.5	616.1	2,155.7	2,477.7	2,789.7
1. 한국	201.8	254.4	186.1	214.5	247.8	297.0	273.6	257.4	856.8	1,075.8	1,265.4
2. 중국	36.5	63.6	40.2	36.2	38.9	52.7	36.6	34.7	176.5	162.9	158.4
3. 미국	6.5	8.3	11.3	11.4	7.0	13.4	17.5	14.3	37.5	52.2	64.4
4. 캐나다	12.0	14.3	10.5	9.1	9.0	12.6	9.2	8.9	45.9	39.7	40.9
5. HK 이노엔	184.9	204.4	215.6	224.1	212.6	219.3	229.5	244.2	829.0	905.6	998.5
6. 연우	50.5	63.2	60.8	61.2	67.2	74.0	72.8	64.7	236.1	278.7	287.0
YoY	18.8%	19.3%	9.1%	15.2%	17.9%	10.1%	21.3%	11.6%	15.5%	14.9%	12.6%
1. 한국	12.4%	23.6%	6.1%	30.9%	22.8%	16.7%	47.0%	20.0%	18.2%	25.6%	17.6%
2. 중국	0.8%	91.6%	43.1%	15.7%	6.6%	-17.1%	-9.0%	-4.2%	37.0%	-7.7%	-2.8%
3. 미국	20.4%	48.2%	32.9%	83.9%	7.7%	61.4%	54.9%	25.0%	45.9%	39.1%	23.5%
4. 캐나다	-1.6%	28.8%	-17.3%	-26.6%	-25.0%	-11.9%	-12.4%	-2.0%	-5.2%	-13.5%	3.0%
5. HK 이노엔	2.6%	-18.9%	8.8%	3.6%	15.0%	7.3%	6.4%	9.0%	-2.1%	9.2%	10.3%
6. 연우	-25.2%	2.9%	12.6%	17.9%	33.1%	17.1%	19.7%	5.0%	0.6%	18.0%	3.0%
영업이익	12.1	55.7	31.0	37.4	32.4	71.7	54.5	55.4	136.1	214.1	253.7
1. 한국	13.5	34.7	13.1	18.4	22.8	44.2	37.3	25.7	79.7	130.0	155.8
2. 중국	0.0	8.6	0.5	0.8	(0.9)	6.7	1.0	1.5	9.9	8.3	10.6
3. 미국	(3.9)	(2.5)	(1.7)	(1.4)	(2.5)	(1.3)	(3.4)	(1.1)	(9.5)	(8.3)	(3.0)
4. 캐나다	(0.2)	0.7	(1.0)	(1.3)	(2.1)	(0.9)	(1.8)	(1.5)	(1.8)	(6.3)	(3.2)
5. HK 이노엔	5.6	15.3	22.4	22.5	17.3	24.3	22.2	30.7	65.8	94.5	101.5
6. 연우	(2.5)	1.2	1.3	(0.1)	0.0	1.2	1.2	2.0	(0.2)	4.4	8.0
YoY	-6.6%	65.5%	71.5%	332.8%	168.9%	28.9%	75.7%	48.1%	85.8%	57.2%	18.5%
1. 한국	-5.9%	51.6%	26.1%	-14.1%	68.4%	27.4%	184.7%	39.9%	15.4%	63.1%	19.8%
OPM	2.5%	9.3%	6.0%	6.8%	5.6%	10.9%	8.7%	9.0%	6.3%	8.6%	9.1%
1. 한국	6.7%	13.6%	7.0%	8.6%	9.2%	14.9%	13.6%	10.0%	9.3%	12.1%	12.3%
2. 중국	0.0%	13.5%	1.2%	2.2%	-2.3%	12.7%	2.7%	4.3%	5.6%	5.1%	6.7%
3. 미국	-60.0%	-30.1%	-15.0%	-12.3%	-35.7%	-9.7%	-19.4%	-7.7%	-25.3%	-15.9%	-4.7%
4. 캐나다	-1.7%	4.9%	-9.5%	-14.3%	-23.3%	-7.1%	-19.6%	-16.8%	-3.9%	-15.9%	-7.8%
5. HK 이노엔	3.0%	7.5%	10.4%	10.0%	8.1%	11.1%	9.7%	12.6%	7.9%	10.4%	10.2%
6. 연우	-5.0%	1.9%	2.1%	-0.2%	0.0%	1.6%	1.6%	3.1%	-0.1%	1.6%	2.8%
세전이익	8.5	43.7	26.9	-44.7	20.2	59.3	35.5	44.4	34.3	159.3	213.7
YoY	-24.9%	12.8%	27.9%	-17.3%	138.8%	35.6%	32.0%	-199.2%	102.3%	364.0%	34.1%
(지배)순이익	5.8	34.8	11.5	-46.9	6.3	34.9	15.4	19.2	5.2	75.8	110.6
YoY	-41.8%	134.3%	1348.1%	-1.5%	8.7%	0.2%	33.8%	-141.0%	-123.6%	1359.9%	46.0%
NPM	1.2%	5.8%	2.2%	-8.5%	1.1%	5.3%	2.5%	3.1%	0.2%	3.1%	4.0%

자료: 교보증권 리서치센터

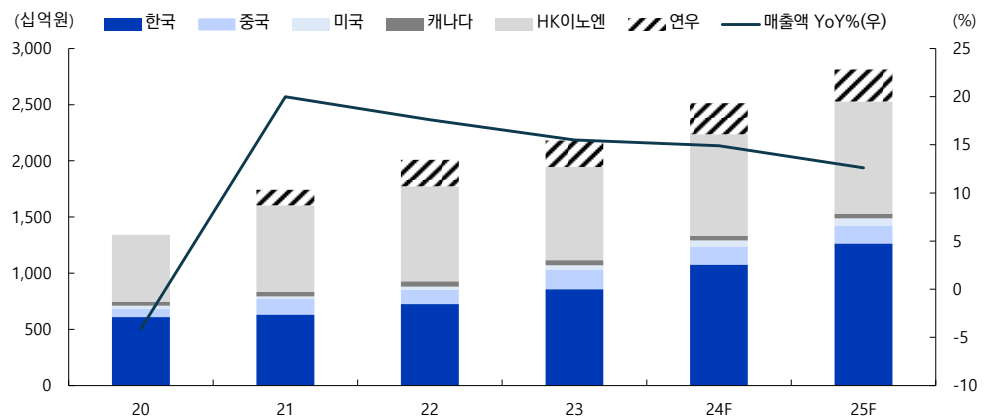
25년 매출액 2.8조원
(YoY 13%)
영업이익 2,537억원
(YoY 19%) 전망

[도표 33] 한국콜마 연결 매출액 및 OPM 추이



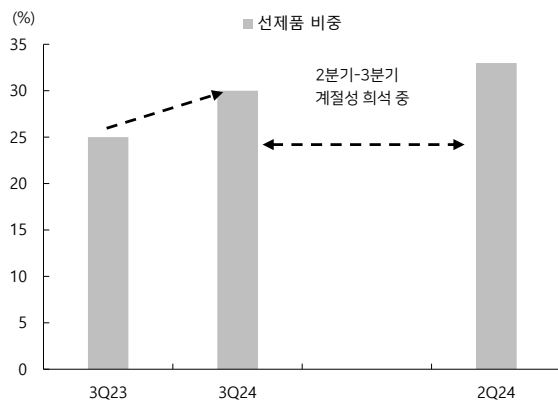
자료: 한국콜마, 교보증권 리서치센터

[도표 34] 한국콜마 연결 매출액 및 OPM 추이



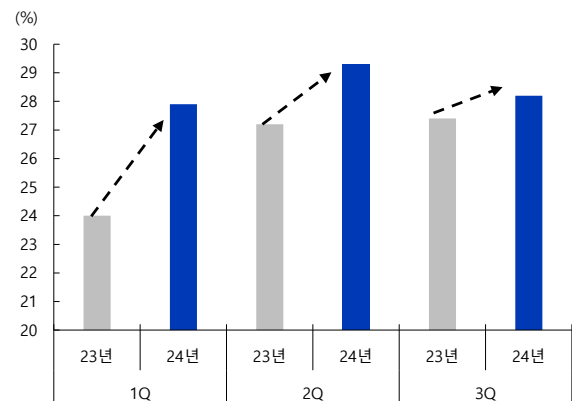
자료: 한국콜마, 교보증권 리서치센터

[도표 35] 국내 별도 매출 내 선제품 비중 추이



자료: 한국콜마, 교보증권 리서치센터

[도표 36] 연결 매출총이익률 23년 VS 24년



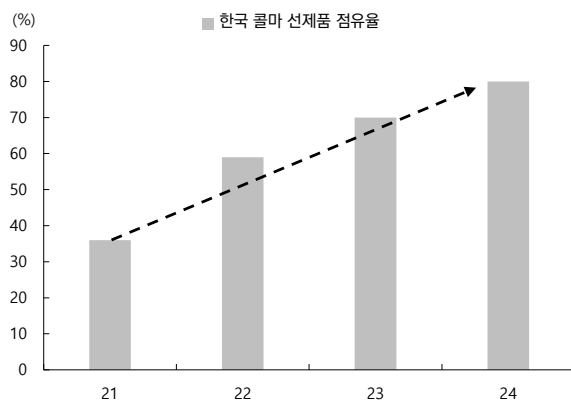
자료: 한국콜마, 교보증권 리서치센터

[도표 37] 아마존 7월 프라이머데이 기초 화장품 카테고리 내 검색 키워드 순위

순위	Non-Branded	Branded
1	Sunscreen	Cerave face wash
2	Pimple patches	Panoxyl
3	Body wash	Sol de janeiro
4	Hand soap	The ordinary
5	Neck wrinkle patches	Beauty of jeseon sunscreen – 한국콜마 제조

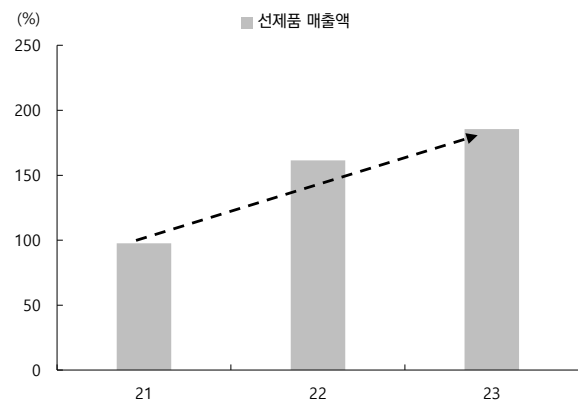
자료: market defense, 교보증권 리서치센터

[도표 38] 한국콜마 선제품 국내 점유율 추이



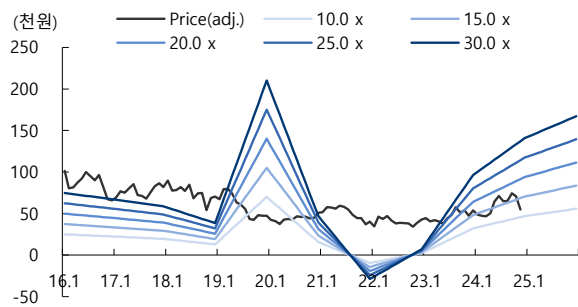
자료: 한국콜마, 교보증권 리서치센터

[도표 39] 한국콜마 선제품 매출액 추이



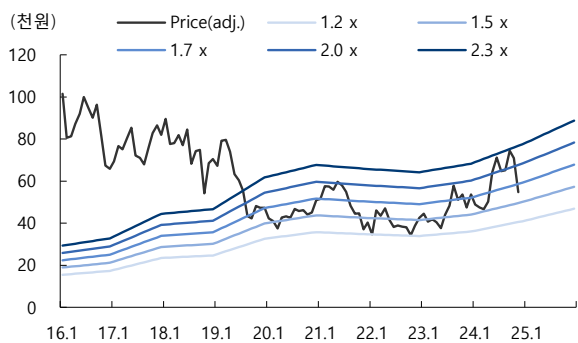
자료: 한국콜마, 교보증권 리서치센터

[도표 40] 12개월 Fwd P/E Band 차트



자료: 한국콜마, 교보증권 리서치센터

[도표 41] 12개월 Fwd P/B Band 차트



자료: 한국콜마, 교보증권 리서치센터

장사도 잘되고, CAPA도 증설하고

2024년 예상 기준 연간 CAPA는 총 10억개로 추산된다(계열사 CAPA 포함시 11억개). 지역별로는 국내 5.3억개(계열사 CAPA 포함시 6.3억개), 중국 2.8억개, 북미 1.7억개이다. 3Q24 기준 가동률은 국내 125%, 중국 40%, 미국 42%, 캐나다 25% 수준으로 추산된다. 국내 법인의 CAPA가 부족한 상황이다.

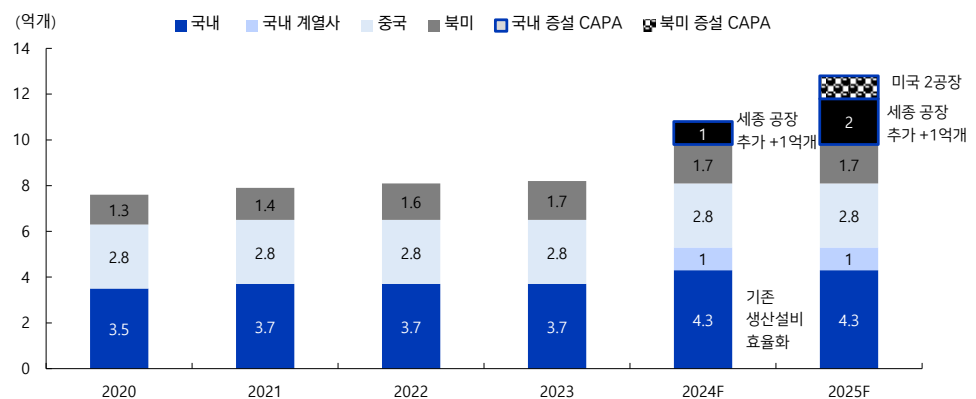
국내외 수주 증가에 따른 CAPA 부족으로 빠르게 증설이 진행되고 있다. 한국콜마의 국내 CAPA는 23년말 3.7억개 → 2Q24 4.3억개(기존 설비 효율화) → 4Q24 5.3억개(11월) → 25년 6.3억개로 증가 예정이다. 또한, 1Q24에 계열사 공장을 활용해 1억개의 임시 CAPA도 확보한 바 있다.

세종 제2공장 부지와 색조 2공장(인천) 부지를 인수했는데, 이에 따른 2025~2026년 추가적인 CAPA 확대도 기대된다. 색조 제1공장(부천)은 현재 자동화율이 낮는데, 색조 2공장은 전면 자동화를 구상 중인 것으로 파악된다.

또한, 미국은 신공장 증설을 앞두고 있다. 미국 제2공장 건설에 약 500억원을 투자했는데, 2024년 말 준공 후 2025년 5월 가동을 목표로 하고 있다. 증설 CAPA는 연간 1억개 수준이다. 기초/스킨/OTC 선제품을 생산할 계획을 가지고 있다.

[도표 42] 국내외 주요 지역 CAPA 추이

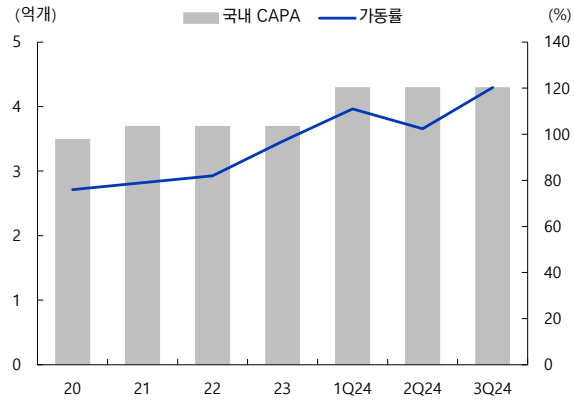
올해 국내 확보 CAPA
총 2.6억개
(세종공장 1억개+기존
설비 효율화 0.6억개+
계열사 1억개)



자료: 한국콜마, 교보증권 리서치센터

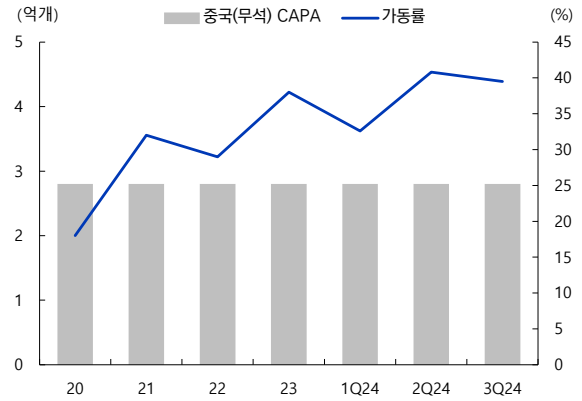
주: 생산능력은 한 제품을 지속 생산을 가정한 수치로, 실질 CAPA와 차이 가능성 존재

[도표 43] 국내 가동률 추이



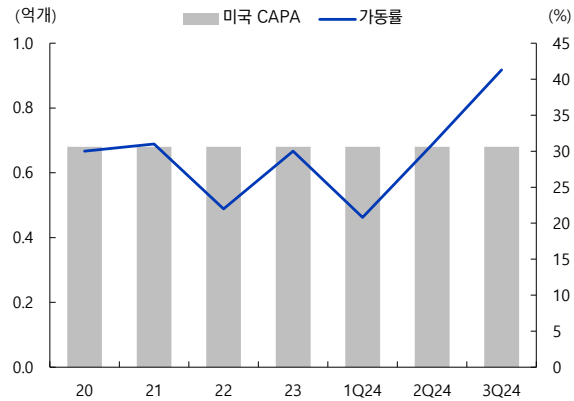
자료: Dart, 교보증권 리서치센터 주: 분기 누적기준 가동률

[도표 44] 중국 가동률 추이



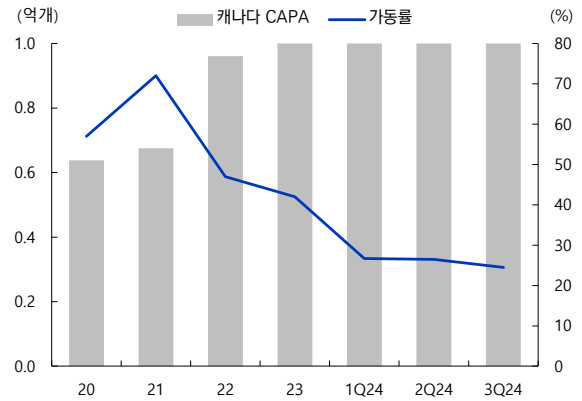
자료: Dart, 교보증권 리서치센터 주: 분기 누적기준 가동률

[도표 45] 미국 가동률 추이



자료: Dart, 교보증권 리서치센터 주: 분기 누적기준 가동률

[도표 46] 캐나다 가동률 추이



자료: Dart, 교보증권 리서치센터 주: 분기 누적기준 가동률

[한국콜마 161890]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,866	2,156	2,478	2,790	3,069
매출원가	1,397	1,578	1,813	2,042	2,246
매출총이익	469	578	664	748	823
매출총이익률 (%)	25.1	26.8	26.8	26.8	26.8
판매비와관리비	396	442	450	494	535
영업이익	73	136	214	254	288
영업이익률 (%)	3.9	6.3	8.6	9.1	9.4
EBITDA	149	230	293	322	347
EBITDA Margin (%)	8.0	10.7	11.8	11.5	11.3
영업외손익	-56	-102	-55	-40	-34
관계기업손익	-1	3	3	3	3
금융수익	35	24	24	30	36
금융비용	-60	-59	-54	-55	-56
기타	-31	-70	-27	-18	-18
법인세비용차감전순이익	17	34	159	214	254
법인세비용	21	9	49	71	85
계속사업순이익	-4	25	110	143	169
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-4	25	110	143	169
당기순이익률 (%)	-0.2	1.2	4.5	5.1	5.5
비배지분순이익	18	20	35	32	38
지배지분순이익	-22	5	76	111	132
지배순이익률 (%)	-1.2	0.2	3.1	4.0	4.3
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	19	-11	-14	-14	-14
포괄순이익	15	14	97	129	156
비배지분포괄이익	23	16	109	146	176
지배지분포괄이익	-8	-2	-13	-17	-21

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	91	112	205	228	252
당기순이익	-4	25	110	143	169
비현금항목의 가감	185	219	239	245	243
감가상각비	62	73	61	52	43
외환손익	5	0	-1	-1	-1
자본법평가손익	1	-3	-3	-3	-3
기타	117	149	182	197	204
자산부채의 증감	-32	-76	-63	-61	-55
기타현금흐름	-58	-56	-81	-98	-106
투자활동 현금흐름	-145	-156	-27	-33	-42
투자자산	97	-8	1	1	1
유형자산	-38	-107	0	0	0
기타	-204	-41	-28	-34	-42
재무활동 현금흐름	82	-8	-29	-6	-6
단기차입금	0	0	0	0	0
사채	-100	-100	-100	-100	-100
장기차입금	235	121	121	121	121
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-15	-17	-14	-14	-14
기타	-38	-13	-37	-13	-13
현금의 증감	29	-49	133	204	200
기초 현금	191	220	171	304	507
기말 현금	220	171	304	507	708
NOPLAT	-18	100	148	169	192
FCF	-12	10	164	176	196

자료: 한국콜마, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	816	898	1,155	1,503	1,890
현금및현금성자산	220	171	304	507	708
매출채권 및 기타채권	261	324	381	453	563
재고자산	239	281	323	364	400
기타유동자산	96	123	148	179	219
비유동자산	2,117	2,111	2,031	1,963	1,903
유형자산	609	660	599	548	504
관계기업투자금	15	16	15	14	13
기타금융자산	25	38	38	38	38
기타비유동자산	1,468	1,397	1,379	1,363	1,348
자산총계	2,933	3,009	3,186	3,466	3,793
유동부채	868	1,284	1,290	1,320	1,347
매입채무 및 기타채무	298	390	418	446	470
차입금	312	400	400	400	400
유동성채무	208	438	414	414	414
기타유동부채	51	56	58	60	62
비유동부채	596	307	341	380	423
차입금	194	139	260	381	503
사채	300	60	-40	-140	-240
기타비유동부채	103	109	122	138	161
부채총계	1,464	1,591	1,631	1,699	1,770
지배지분	664	649	711	808	925
자본금	11	11	12	12	12
자본잉여금	264	262	262	262	262
이익잉여금	384	368	430	526	644
기타자본변동	0	0	0	0	0
비배지분	805	770	844	959	1,098
자본총계	1,469	1,419	1,555	1,766	2,023
총차입금	1,054	1,088	1,097	1,132	1,171

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-961	227	3,211	4,693	5,572
PER	-44.3	236.2	17.1	11.7	9.8
BPS	29,024	28,347	30,123	34,216	39,188
PBR	1.5	1.9	1.8	1.6	1.4
EBITDAPS	6,499	10,046	12,410	13,631	14,688
EV/EBITDA	17.0	12.2	9.5	8.4	7.6
SPS	81,540	94,212	104,965	118,184	130,002
PSR	0.5	0.6	0.5	0.5	0.4
CFPS	-540	451	6,953	7,450	8,286
DPS	500	600	600	600	600

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	17.6	15.5	14.9	12.6	10.0
영업이익 증가율	-13.0	85.8	57.2	18.7	13.6
순이익 증가율	적전	흑전	339.4	29.2	18.7
수익성					
ROIC	-0.9	4.7	7.0	8.0	8.9
ROA	-0.8	0.2	2.4	3.3	3.6
ROE	-3.3	0.8	11.1	14.6	15.2
안정성					
부채비율	99.6	112.1	104.9	96.2	87.5
순차입금비율	35.9	36.1	34.4	32.7	30.9
이자보상배율	2.2	3.0	4.8	5.5	6.2

한국콜마 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2024.10.10	매수	110,000	(37.31)	(34.45)					
2024.11.11	매수	110,000	(40.36)	(34.45)					
2024.11.21	매수	110,000							

자료: 교보증권 리서치센터

■ Compliance Notice ■

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사항목은 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사항목은 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사항목의 저작권산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사항목 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

■ 투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 ■ 기준일자_2024.09.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.0	3.3	0.7	0.0

【업종 투자의견】

Overweight(비중확대): 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
Underweight(비중축소): 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

Neutral(중립): 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

【기업 투자기간 및 투자등급】 향후 6개월 기준, 2015.6.1 (Strong Buy 등급 삭제)

Buy(매수): KOSPI 대비 기대수익률 10%이상
Hold(보유): KOSPI 대비 기대수익률 -10~10%

Trading Buy: KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되거나 불확실성 높은 경우
Sell(매도): KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하