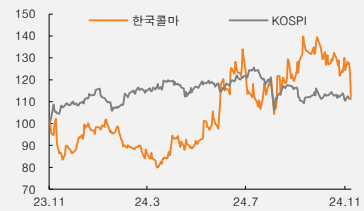


투자의견(유지)	<b>매수</b>
목표주가(유지)	<b>85,000원</b>
현재주가(24/11/8)	61,200원
상승여력	38.9%

영업이익(24F,십억원)	207
Consensus 영업이익(24F,십억원)	220
EPS 성장률(24F,%)	1,105.4
MKT EPS 성장률(24F,%)	72.4
P/E(24F,x)	22.4
MKT P/E(24F,x)	10.6
KOSPI	2,561.15
시가총액(십억원)	1,445
발행주식수(백만주)	24
유동주식비율(%)	73.4
외국인 보유비중(%)	35.3
베타(12M) 일간수익률	-0.46
52주 최저가(원)	43,500
52주 최고가(원)	76,200

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-11.4	20.9	11.1
상대주가	-10.3	29.6	5.0



[화장품/유통/의류]

**배송이**  
songyi.bae@miraeasset.com

# 한국콜마

## 썬 계절성 완화 증명

### 3Q24 Review: HK이노엔 제외 ODM 본업 호실적 시현

한국콜마의 3Q24 실적은 매출액 6,265억원(YoY +21%), 영업이익 545억원(YoY +76%)을 기록했다. 기 실적발표한 HK이노엔을 제외한 한국콜마 본업 실적은 매출액 3,970억원(YoY +32%), 영업이익 323억원(YoY +275%)으로 대폭 개선되었다.

국내가 매출액 2,736억원(YoY +47%), 영업이익 373억원(YoY +185%), OPM 13.6%으로 호실적을 견인했다. 동사 주력 제품인 썬 제품은 기존 2분기 계절성이 강하였으나, 해당 제품들의 글로벌 수출이 확대되면서 계절성도 완화되는 중이다. 3분기는 통상적으로 비수기이나, 전년 ERP 기저와 썬 제품 수출 호조에 비롯해 매출이 큰 폭 성장하였다. 금번 분기 썬 제품 믹스는 30%로 최고 성수기인 직전 분기 비중 33%와 거의 유사하였다.

북미는 매출액 267억원(YoY +23%), 영업적자 52억원(YoY, QoQ 적자확대)을 기록했다. 미국과 캐나다 전반 적자 심화되었다. 미국은 기술영업센터 인건비와 재고평가충당이 확대되었으며, 캐나다는 주력 고객사 부진이 심화되어 영업실적이 악화되는 추세이다. 단기간 내 개선되기는 어려운 요인들로 판단되어 아쉽다.

중국도 경기 부진 영향으로 부진했다. 매출액 366억원(YoY +1%), 영업이익 10억원(YoY -41%)로 감익했다. 공휴일, 소비행사 등 이벤트에도 반등하지 못하는 중이다.

### 우려요인 완화 중

국내 호실적 이어질 것으로 기대한다. 4분기 전년 동기 ERP 이슈 해소로 인한 고베이스에도 불구하고 매출 YoY +20% 성장 예상하며, 수익성도 개선 기초가 이어질 전망이다. 해외 사업을 비롯한 자회사 부진이 아쉽지만 비중이 작아 추정치에 큰 영향은 없다(영업 실적: 3분기 자회사 합산 영업적자 30억원, 연결조정 제외 이익 비중 5%. 영업외 실적: 취득 자산 전량 손상처리 중인 미국법인은 분기 100억원대 손상 인식 가정).

실적발표 이후 주가는 4분기 실적 QoQ 하락과 해외 자회사 불확실성 우려로 인해 -8% 하락했다. 계절성은 완화되고 있고 해외 자회사 우려 요인은 추정치에 기반영하였다. 현재 주가는 12MF PER 13배로 업종 평균 12MF PER 14배 대비 낮은 수준이다. 밸류에이션 매력 구간으로 판단된다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	1,866	2,156	2,492	2,820	3,104
영업이익 (십억원)	73	136	207	251	294
영업이익률 (%)	3.9	6.3	8.3	8.9	9.5
순이익 (십억원)	-22	5	64	112	142
EPS (원)	-961	227	2,735	4,744	6,004
ROE (%)	-3.3	0.8	9.0	13.6	15.1
P/E (배)	-	236.2	22.4	12.9	10.2
P/B (배)	1.5	1.9	1.9	1.7	1.4
배당수익률 (%)	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0

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

표 1. 한국콜마 연간 실적 전망

(십억원)

	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,586	1,866	2,156	2,492	2,820	3,104
국내	633	725	857	1,076	1,302	1,495
중국	137	129	177	161	158	166
북미	66	74	83	92	100	109
HK이노엔	770	847	829	917	1,009	1,071
연우		106	236	279	288	303
영업이익	84	73	136	207	251	294
국내	66	69	80	126	155	180
중국	(13)	(16)	10	7	8	9
북미	(10)	(15)	(11)	(17)	(18)	(11)
HK이노엔	50	53	66	92	107	116
연우		(5)	(0)	4	6	9
세전이익	67	17	34	127	196	240
당기순이익	44	(4)	25	93	147	180
지배주주순이익	36	(22)	5	64	112	142
영업이익률(%)	5.3	3.9	6.3	8.3	8.9	9.5
국내	10.4	9.5	9.4	11.7	11.9	12.1
중국	(9.6)	(12.3)	5.5	4.6	5.2	5.3
북미	(15.9)	(19.6)	(13.6)	(18.9)	(17.7)	(10.4)
HK이노엔	6.5	6.2	8.0	10.0	10.6	10.8
연우		(5.1)	(0.0)	1.3	2.0	3.0
매출액(YoY %)	20.7	17.6	15.5	15.6	13.2	10.0
국내	3.9	14.5	18.2	25.6	21.0	14.9
중국	90.9	(5.8)	37.7	(9.3)	(1.5)	5.0
북미	4.3	13.1	12.5	10.7	8.6	8.8
HK이노엔	28.6	10.0	(2.1)	10.6	10.0	6.2
연우			122.8	18.3	3.2	5.1
영업이익(YoY %)	(30.8)	(13.0)	85.8	51.7	21.4	17.3
국내	30.2	5.3	15.9	57.1	23.4	16.0
중국	적지	적지	흑전	(23.8)	10.2	6.1
북미	적지	적지	적지	적지	적지	적지
HK이노엔	(42.2)	4.4	25.5	39.1	16.6	8.3
연우			적지	흑전	58.8	57.7
순이익(YoY %)	(72.9)	적지	흑전	269.3	58.1	22.8

자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 한국콜마 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023년	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	2024년
매출액	488	600	516	552	2,156	575	660	627	631	2,492
국내	202	254	186	214	857	248	297	274	257	1,076
중국	37	64	40	37	177	39	53	37	33	161
북미	19	23	22	20	83	16	26	27	24	92
HK이노엔	185	204	216	224	829	213	219	230	256	917
연우	51	63	61	61	236	67	74	73	65	279
영업이익	12	56	31	37	136	32	72	55	48	207
국내	14	35	13	19	80	19	44	37	26	126
중국	0	9	1	1	10	(1)	7	1	1	7
북미	(4)	(2)	(3)	(3)	(11)	(5)	(2)	(5)	(5)	(17)
HK이노엔	6	15	22	23	66	17	24	22	28	92
연우	(3)	1	1	(0)	(0)	0	1	1	1	4
세전이익	8	44	27	(45)	34	20	59	35	12	127
순이익	6	43	20	(44)	25	12	45	24	12	93
지배주주순이익	6	35	11	(47)	5	6	35	15	8	64
영업이익률(%)	2.5	9.3	6.0	6.8	6.3	5.6	10.9	8.7	7.6	8.3
국내	6.7	13.6	7.0	8.8	9.4	7.6	14.9	13.6	9.9	11.7
중국	0.0	13.7	1.2	1.6	5.5	(2.3)	12.7	2.7	2.1	4.6
북미	(21.1)	(8.0)	(12.4)	(14.2)	(13.6)	(28.8)	(8.5)	(19.5)	(23.0)	(18.9)
HK이노엔	3.1	7.5	10.4	10.1	8.0	8.1	11.1	9.7	10.9	10.0
연우	(5.0)	1.9	2.2	(0.3)	(0.0)	0.0	1.6	1.6	1.9	1.3
매출액(YoY %)	18.8	19.3	9.1	15.2	15.5	17.9	10.1	21.3	14.3	15.6
국내	12.5	23.6	6.0	30.8	18.2	22.8	16.7	47.0	20.1	25.6
중국	0.8	91.6	43.1	18.2	37.7	6.6	(17.1)	(9.0)	(11.7)	(9.3)
북미	5.1	35.3	2.8	10.0	12.5	(13.5)	15.0	22.5	15.4	10.7
HK이노엔	2.6	(18.9)	8.8	3.6	(2.1)	15.0	7.3	6.5	14.1	10.6
연우			12.5	18.4	122.8	33.0	17.1	19.8	5.9	18.3
영업이익(YoY %)	(6.6)	65.5	71.5	332.8	85.8	168.9	28.9	75.6	28.0	51.7
국내	(6.3)	51.5	26.0	(12.1)	15.9	39.3	27.4	184.7	36.0	57.1
중국	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전	적전	(23.0)	100.0	11.3	(23.8)
북미	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
HK이노엔	34.3	(13.4)	0.7	169.0	25.5	206.7	58.9	(1.0)	23.6	39.1
연우			흑전	적지	적지	흑전	(2.5)	(10.6)	흑전	흑전
순이익 (YoY %)	(54.6)	89.3	203.9	흑전	흑전	86.9	5.9	19.7	흑전	269.3

자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 한국콜마 Valuation Table

(십억원)

구분	2024F	2025F	비고
화장품(A)	679	1,467	ODM 밸류체인 선호. 업종 평균에 30% 할증
당기순익	36	77	
Target PER(배)	19	19	
HK이노엔(B)	428	521	지분율 50.7%
당기순익	29	35	
Target PER(배)	15	15	
적정시가총액(A+B)	1,107	1,989	
발행주식수(천주)	22,881	22,881	
적정 주가(원)	48,403	86,916	
적정 주가(원)	83,707		연도별 시간 가중치 적용
목표주가(원)	85,000		
현재 주가(원)	61,200		
상승 여력(%)	38.9		

자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터

## 한국콜마 (161890)

## 예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,156	2,492	2,820	3,104
매출원가	1,578	1,778	2,010	2,210
매출총이익	578	714	810	894
판매비와관리비	442	507	559	600
조정영업이익	136	207	251	294
영업이익	136	207	251	294
비영업손익	-102	-80	-55	-54
금융손익	-37	-33	-29	-22
관계기업등 투자손익	3	-1	-1	-1
세전계속사업손익	34	127	196	240
계속사업법인세비용	9	34	49	60
계속사업이익	25	93	147	180
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	25	93	147	180
지배주주	5	64	112	142
비지배주주	20	29	35	38
총포괄이익	14	87	147	180
지배주주	-2	65	109	134
비지배주주	16	22	38	46
EBITDA	230	294	335	372
FCF	5	124	245	239
EBITDA 마진율 (%)	10.7	11.8	11.9	12.0
영업이익률 (%)	6.3	8.3	8.9	9.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.2	2.6	4.0	4.6

## 예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	898	1,117	1,090	1,097
현금 및 현금성자산	171	299	258	200
매출채권 및 기타채권	323	369	373	391
재고자산	281	321	324	357
기타유동자산	123	128	135	149
비유동자산	2,111	2,134	2,112	2,078
관계기업투자등	16	18	20	22
유형자산	660	699	685	656
무형자산	1,271	1,261	1,248	1,237
자산총계	3,009	3,251	3,201	3,175
유동부채	1,284	1,489	1,298	1,099
매입채무 및 기타채무	294	336	381	419
단기금융부채	854	998	743	487
기타유동부채	136	155	174	193
비유동부채	307	275	284	291
장기금융부채	249	209	209	209
기타비유동부채	58	66	75	82
부채총계	1,591	1,764	1,582	1,390
지배주주지분	649	778	875	1,002
자본금	11	12	12	12
자본잉여금	262	294	294	294
이익잉여금	368	469	566	694
비지배주주지분	770	709	744	783
자본총계	1,419	1,487	1,619	1,785

## 예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	112	229	295	269
당기순이익	25	93	147	180
비현금수익비용가감	219	175	162	160
유형자산감가상각비	73	66	64	59
무형자산상각비	21	22	20	19
기타	125	87	78	82
영업활동으로인한자산및부채의변동	-76	22	64	10
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-60	-42	-4	-18
재고자산 감소(증가)	-41	-39	-3	-33
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	26	26	29	25
법인세납부	-18	-25	-49	-60
투자활동으로 인한 현금흐름	-156	-127	-62	-54
유형자산처분(취득)	-106	-105	-50	-30
무형자산감소(증가)	-16	-13	-8	-8
장단기금융자산의 감소(증가)	-23	-15	-7	-13
기타투자활동	-11	6	3	-3
재무활동으로 인한 현금흐름	-8	25	-269	-270
장단기금융부채의 증가(감소)	36	103	-255	-256
자본의 증가(감소)	-2	32	0	0
배당금의 지급	-17	-19	-14	-14
기타재무활동	-25	-91	0	0
현금의 증가	-49	129	-35	-65
기초현금	220	171	299	265
기말현금	171	299	265	200

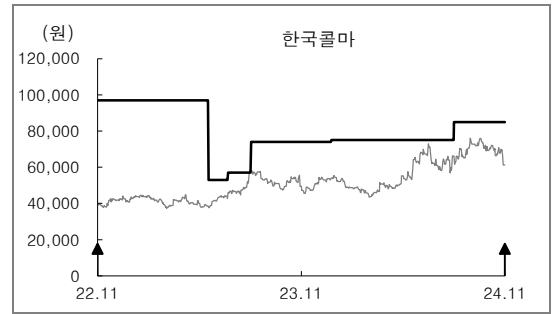
자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터

## 예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	236.2	22.4	12.9	10.2
P/CF (x)	5.0	5.4	4.7	4.3
P/B (x)	1.9	1.9	1.7	1.4
EV/EBITDA (x)	12.3	10.0	8.3	7.0
EPS (원)	227	2,735	4,744	6,004
CFPS (원)	10,688	11,382	13,089	14,396
BPS (원)	28,347	32,936	37,080	42,484
DPS (원)	600	600	600	600
배당성향 (%)	54.6	15.2	9.7	7.9
배당수익률 (%)	1.1	1.0	1.0	1.0
매출액증가율 (%)	15.5	15.6	13.2	10.0
EBITDA증가율 (%)	54.6	28.0	13.8	11.2
조정영업이익증가율 (%)	85.8	51.7	21.4	17.3
EPS증가율 (%)	흑전	1,105.4	73.5	26.6
매출채권 회전율 (회)	7.5	7.3	7.7	8.2
재고자산 회전율 (회)	8.3	8.3	8.7	9.1
매입채무 회전율 (회)	9.0	8.7	8.7	8.5
ROA (%)	0.8	3.0	4.5	5.7
ROE (%)	0.8	9.0	13.6	15.1
ROIC (%)	4.5	7.0	8.8	10.5
부채비율 (%)	112.1	118.6	97.7	77.8
유동비율 (%)	70.0	75.0	83.9	99.9
순차입금/자기자본 (%)	58.8	53.4	35.5	20.4
조정영업이익/금융비용 (x)	3.0	5.4	7.0	10.8

## 투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한국콜마 (161890)				
2024.08.12	매수	85,000	-	-
2024.01.05	매수	75,000	-27.10	-2.67
2023.08.14	매수	74,000	-29.79	-21.62
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
82.38%	10.23%	7.39%	0%

\* 2024년 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.