

# 한국콜마 (161890)

## OEM 호조, OEM 이외 저조

2024년 11월 11일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	96,000 원 (하향)
✓ 상승여력	56.9%	✓ 현재주가 (11월 8일)	61,200 원

### 신한생각 OEM 고성장 지속, 본업 경쟁력 유지

유일하게 3Q24 컨센서스를 높였던 화장품사인데 실제 발표된 실적은 기대보다 부족. 화장품사들의 3Q24 실적 눈높이가 전반적으로 높았기에 주가도 조정 중. 성장물로는 여전히 수출 중심의 업황 호조세가 이어지고 있다고 판단. 4Q24 컨센서스 재정비 후 주가 추세 다잡을 것으로 기대. 투자 심리 약세로 주가는 쉬어갈 수 있으나 중장기 투자 매력은 유효

### 3Q24 Review: 한국법인 기대 수준, 이노엔과 연우 기대 이하

3Q24 연결매출 6,265억원, 영업이익 545억원으로 전년동기대비(이하 동일) 각각 21%, 76% 성장. 여전히 ODM 본업 성장세는 견조함을 다시 한번 입증. 다만 높았던 당사 추정이익(657억원)과 컨센서스 영업이익(576억원), IR톤 대비로는 하회. 영업이익이 기대치를 하회한 사유는 이노엔과 연우의 영업이익 부진 탓으로 파악

한국 생산법인 내 썬제품(UV차단)의 수출 수요가 미국 뿐 아니라 전세계적으로 확대되는 양상. 3Q24에도 썬제품 매출 비중은 35%로 직전 분기 수준을 유지해 마진 기여했을 것으로 추정. 월별 추세는 7월 > 8월 = 9월이며, 10월에는 9월 대비 주수 성과가 나아지는 것으로 파악

미국 & 캐나다법인 영업적자는 52억원으로 증가. 적자 기준은 당분간 유지될 것으로 예상. 중국도 소비 경기 부진 영향에 매출과 이익 성장 부재. 연우는 매출이 19% 증가했는데, 영업이익은 27% 감소. 이노엔도 케이캡 매출 지연 및 컨디션 음료 경쟁 심화로 이익 성장 부재

### Valuation & Risk: 실망감은 주가에 반영

2024~2025년 추정치를 10% 이내 하향했으며, 목표 밸류에이션은 P/E 16배 유지. 성장을 감안 시 현 P/E 레벨은 매수하기에 합리적이라 판단

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	1,865.7	73.3	(22.0)	-	-	1.5	17.1	1.2
2023	2,155.7	136.1	5.2	236.2	0.8	1.9	12.3	1.1
2024F	2,484.5	213.7	94.0	15.3	13.2	1.9	9.2	1.1
2025F	2,798.6	279.9	136.0	10.6	16.1	1.6	7.3	1.3
2026F	3,165.2	335.3	164.5	8.8	16.6	1.3	6.1	1.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

### [화장품]

박현진 연구위원

✉ hpark@shinhan.com

주지은 연구원

✉ jieun.ju@shinhan.com

#### Revision

실적추정치	하향
Valuation	유지

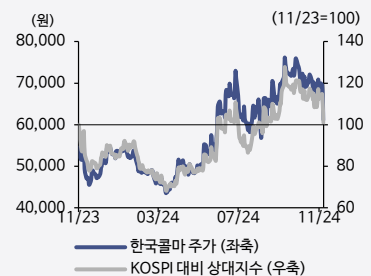
시가총액	1,444.6십억원
발행주식수(유동비율)	23.6백만주(73.4%)
52주 최고가/최저가	76,200 원/43,500 원
일평균 거래액 (60일)	25,191 백만원
외국인 지분율	35.3%

#### 주요주주 (%)

한국콜마홀딩스 외 23인	26.6
NIHON KOLMAR	11.8

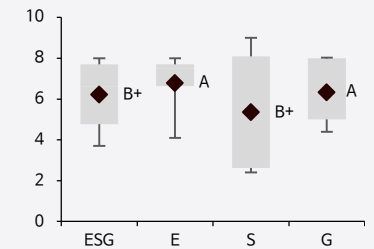
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	(11.4)	2.3	11.1	14.4
상대	(10.3)	2.2	5.0	19.2

### 주가



### ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



## 한국콜마 3Q24 실적 Review

(억원,%)	3Q24	3Q23	% YoY	2Q24	% QoQ	신한 추정치	% 차이	컨센서스	% 차이
연결매출	6,265	5,164	21.3	6,603	(5.1)	6,445	(2.8)	6,238	0.4
영업이익	545	310	75.7	717	(24.0)	657	(17.0)	576	(5.3)
지배주주순이익	154	115	33.8	349	(55.9)	314	(51.0)	264	(41.8)

자료: 신한투자증권

## 한국콜마 분기, 연간 실적 전망

(억원,%)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2023	2024F	2025F
연결매출	4,877	5,997	5,164	5,519	5,748	6,603	6,265	6,229	21,557	24,845	27,986
% YoY	18.8	19.3	9.1	15.2	17.9	10.1	21.3	12.9	15.5	15.3	12.6
영업이익	121	557	310	381	324	717	545	551	1,361	2,137	2,799
% of sales	(6.6)	65.8	71.3	339.2	168.7	28.7	75.7	44.6	85.7	57.0	31.0
% YoY	2.5	9.3	6.0	6.9	5.6	10.9	8.7	8.8	6.3	8.6	10.0

자료: 신한투자증권

## 한국콜마 실적 추정치 변경

(억원,%)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		Consensus	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
연결매출	24,845	27,986	25,275	28,057	(1.7)	(0.3)	24,849	27,660
영업이익	2,137	2,799	2,376	2,974	(10.1)	(5.9)	2,196	2,669
순이익	940	1,360	1,085	1,465	(13.4)	(7.2)	892	1,279

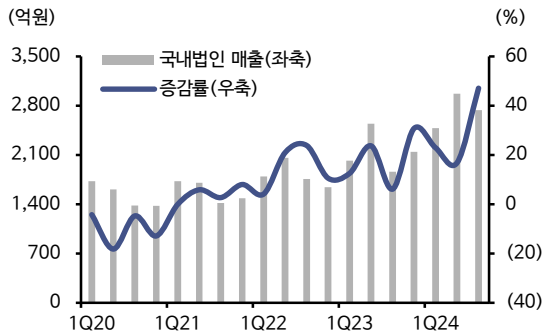
자료: 신한투자증권

## 한국콜마 목표주가 산정

FW12개월 평균 EPS (원)	6,240
Target P/E (배)	16
목표주가 (원)	96,000

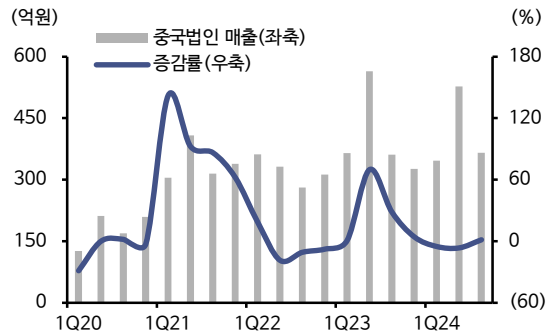
자료: 신한투자증권

## 한국콜마 한국법인 매출 및 증감률 추이



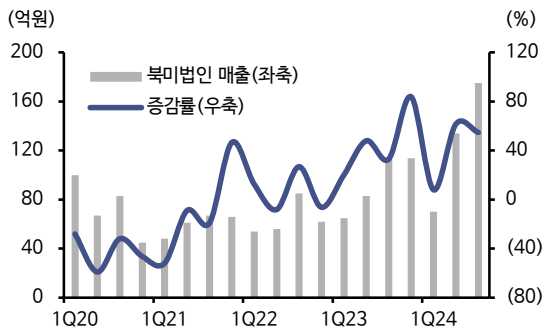
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 한국콜마 중국법인 매출 및 증감률 추이



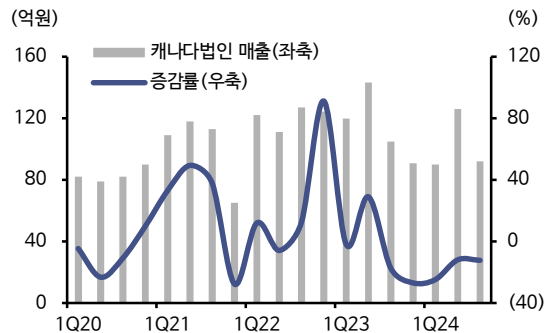
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 한국콜마 북미법인 매출 및 증감률 추이



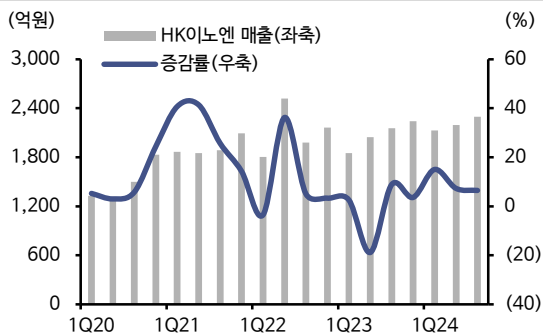
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 한국콜마 캐나다법인 매출 및 증감률 추이



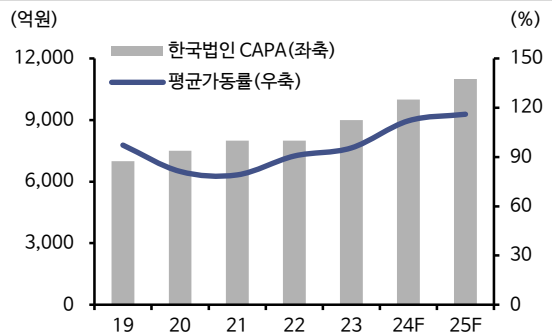
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 한국콜마 자회사 HK이노엔 매출 및 증감률 추이



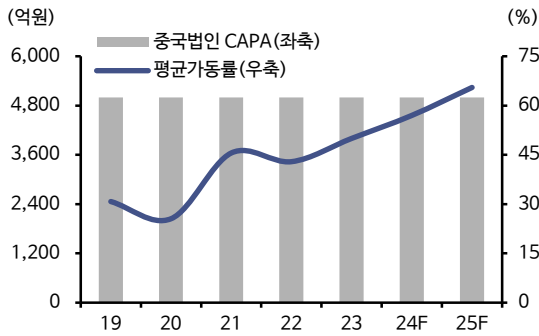
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 한국콜마 한국법인 생산가능 매출 및 가동률 추정



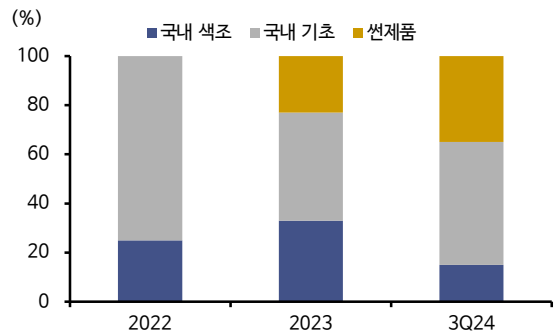
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 한국콜마 중국법인 생산가능 매출 및 가동률 추정



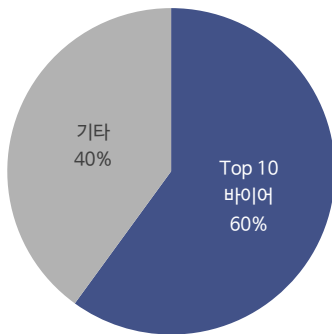
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 한국법인 카테고리별 매출 비중 추이



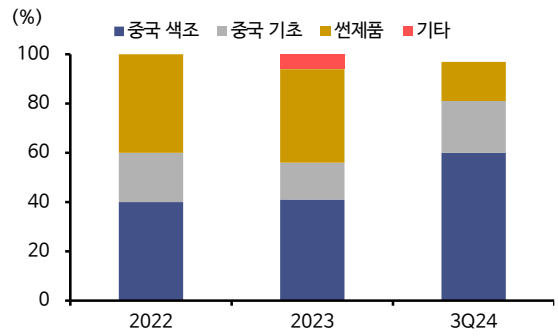
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 한국법인 주요 바이어 매출 비중



자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 중국법인 카테고리별 매출 비중 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

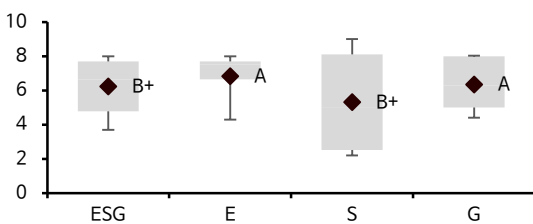
## ESG Insight

### Analyst Comment

- ◆ 친환경 원부자재 개발(용기 구조 단순화, 종이 팔레트 사용) 활동을 통해 플라스틱 사용량을 감소하고 있음
- ◆ 여성 인재 유지 및 육성을 위해 유연근무제, 반반차 제도, 양육지원 제도 등 가족친화제도 적극적 운영 중
- ◆ 2012년부터 11년 연속 감소 없는 꾸준한 배당 증액으로 기업 성장에 따른 결실을 주주가 고루 누릴 수 있게 노력

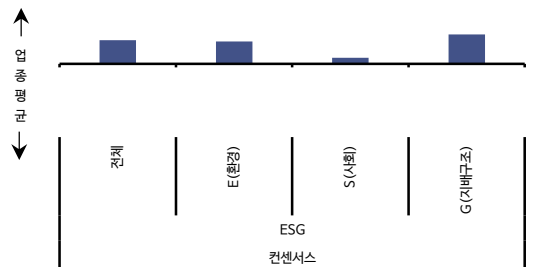
#### 신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

#### ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차

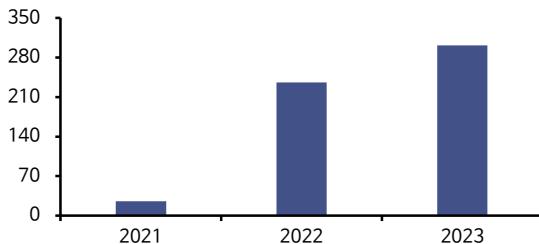


자료: 신한투자증권

### Key Chart

#### 재생에너지 발전 현황(세종사업장)

(1,000kwh/년)



자료: 한국콜마, 신한투자증권

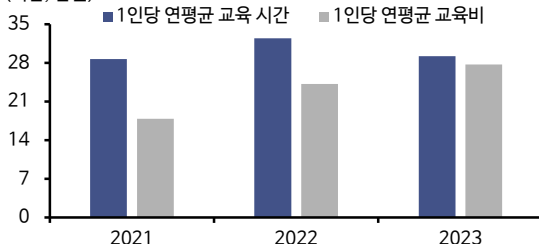
#### 환경친화적 화장품 포장재 공동 개발 현황

공동개발사	개발 제품	달성 매출액(백만원)
이루팩	클리어 쿠션	100
대진	종이튜브	9
에이텍	ALL PP 패드자	32
연우	종이튜브	4.4
일창산업	사각패드용기(리필)	4,561

자료: 한국콜마, 신한투자증권

#### 국내 임직원 인당 교육 비용 및 시간

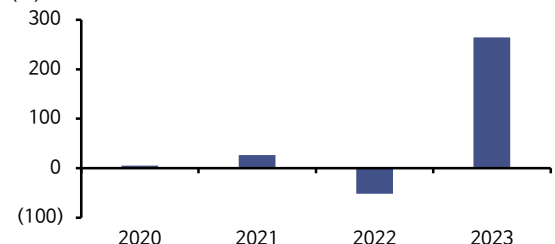
(시간, 만원)



자료: 한국콜마, 신한투자증권

#### 주주환원: 배당성향 추이

(%)



자료: 한국콜마, 신한투자증권

## 재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>자산총계</b>	<b>2,933.3</b>	<b>3,009.4</b>	<b>3,163.2</b>	<b>3,509.7</b>	<b>3,815.6</b>
유동자산	816.3	898.4	1,027.5	1,340.1	1,647.2
현금및현금성자산	220.1	170.8	191.1	399.7	585.4
매출채권	258.8	318.1	366.6	413.0	467.1
재고자산	239.4	280.9	323.8	364.7	412.5
비유동자산	2,117.0	2,111.1	2,135.7	2,169.6	2,168.4
유형자산	608.8	660.4	688.0	723.9	737.7
무형자산	1,301.8	1,271.0	1,264.2	1,258.5	1,239.4
투자자산	39.9	53.4	57.2	60.9	65.1
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>1,463.8</b>	<b>1,590.8</b>	<b>1,598.6</b>	<b>1,761.4</b>	<b>1,859.9</b>
유동부채	868.1	1,283.7	1,282.1	1,433.0	1,520.2
단기차입금	311.7	400.0	400.5	401.5	403.0
매입채무	160.2	190.5	219.5	247.3	279.7
유동성장기부채	207.6	438.4	368.4	453.4	463.4
비유동부채	595.7	307.1	316.4	328.4	339.7
사채	299.5	59.9	58.9	57.4	57.9
장기차입금(경기금융부채 포함)	235.2	189.5	191.0	196.0	197.0
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>자본총계</b>	<b>1,469.5</b>	<b>1,418.6</b>	<b>1,564.6</b>	<b>1,748.3</b>	<b>1,955.7</b>
자본금	11.4	11.4	11.4	11.4	11.4
자본잉여금	264.5	262.3	262.3	262.3	262.3
기타자본	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
기타포괄이익누계액	4.1	6.8	51.8	77.8	92.8
이익잉여금	383.7	367.6	445.1	562.2	705.5
<b>지배주주지분</b>	<b>664.1</b>	<b>648.6</b>	<b>771.1</b>	<b>914.2</b>	<b>1,072.5</b>
비지배주주지분	805.4	770.0	793.5	834.1	883.2
*총차입금	1,067.9	1,103.4	1,036.8	1,128.5	1,144.2
*순차입금(순현금)	764.3	820.9	719.1	587.9	401.2

## 현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>90.8</b>	<b>112.2</b>	<b>208.4</b>	<b>261.6</b>	<b>294.1</b>
당기순이익	(4.1)	25.1	117.5	176.6	213.6
유형자산상각비	61.6	72.7	87.4	90.5	91.2
무형자산상각비	13.8	21.1	21.8	21.2	19.1
외환환산손실(이익)	5.3	0.0	4.9	(4.9)	(4.9)
자산처분손실(이익)	(0.2)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	1.2	(2.5)	0.8	0.8	0.8
운전자본변동	(32.3)	(76.2)	(22.4)	(21.1)	(24.2)
(법인세납부)	(33.1)	(18.1)	(39.2)	(58.9)	(71.2)
기타	78.6	90.4	37.9	57.7	70.0
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(145.2)</b>	<b>(155.7)</b>	<b>(112.3)</b>	<b>(132.2)</b>	<b>(104.6)</b>
유형자산의증가(CAPEX)	(37.8)	(106.8)	(75.0)	(105.0)	(90.0)
유형자산의감소	5.3	0.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(17.4)	(16.3)	(15.0)	(15.5)	0.0
투자자산의감소(증가)	286.7	40.2	(3.8)	(3.6)	(4.2)
기타	(382.0)	(73.4)	(18.5)	(8.1)	(10.4)
<b>FCF</b>	<b>3.6</b>	<b>78.4</b>	<b>165.9</b>	<b>189.3</b>	<b>240.1</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>82.0</b>	<b>(8.4)</b>	<b>(80.4)</b>	<b>75.2</b>	<b>(3.2)</b>
차입금의 증가(감소)	135.1	21.5	(66.6)	91.8	15.6
자기주식의처분(취득)	24.2	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(14.8)	(16.6)	(13.7)	(16.5)	(18.9)
기타	(62.5)	(13.3)	(0.1)	(0.1)	0.1
기타현금흐름	0.0	0.0	4.5	4.1	(0.5)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	1.3	2.6	0.0	0.0	0.0
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>28.9</b>	<b>(49.2)</b>	<b>20.3</b>	<b>208.6</b>	<b>185.7</b>
기초현금	191.2	220.1	170.8	191.1	399.7
기말현금	220.1	170.8	191.1	399.7	585.4

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	<b>1,865.7</b>	<b>2,155.7</b>	<b>2,484.5</b>	<b>2,798.6</b>	<b>3,165.2</b>
증감률 (%)	17.6	15.5	15.3	12.6	13.1
<b>매출원가</b>	<b>1,396.9</b>	<b>1,577.5</b>	<b>1,771.5</b>	<b>1,959.0</b>	<b>2,204.6</b>
<b>매출총이익</b>	<b>468.8</b>	<b>578.1</b>	<b>713.1</b>	<b>839.6</b>	<b>960.6</b>
매출총이익률 (%)	25.1	26.8	28.7	30.0	30.4
<b>판매관리비</b>	<b>395.6</b>	<b>442.0</b>	<b>499.4</b>	<b>559.7</b>	<b>625.3</b>
<b>영업이익</b>	<b>73.3</b>	<b>136.1</b>	<b>213.7</b>	<b>279.9</b>	<b>335.3</b>
증감률 (%)	(13.0)	85.8	56.9	31.0	19.8
영업이익률 (%)	3.9	6.3	8.6	10.0	10.6
영업외손익	(56.3)	(101.8)	(56.9)	(44.4)	(50.5)
금융손익	(24.4)	(34.9)	(36.9)	(23.0)	(19.1)
기타영업외손익	(30.8)	(70.2)	(24.2)	(26.2)	(36.2)
중속 및 관계기업관련손익	(1.2)	3.3	4.1	4.8	4.8
<b>세전계속사업이익</b>	<b>17.0</b>	<b>34.3</b>	<b>156.7</b>	<b>235.5</b>	<b>284.8</b>
법인세비용	21.1	9.2	39.2	58.9	71.2
계속사업이익	(4.1)	25.1	117.5	176.6	213.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>(4.1)</b>	<b>25.1</b>	<b>117.5</b>	<b>176.6</b>	<b>213.6</b>
증감률 (%)	적전	흑전	367.6	50.3	21.0
순이익률 (%)	(0.2)	1.2	4.7	6.3	6.7
(지배주주)당기순이익	(22.0)	5.2	94.0	136.0	164.5
(비지배주주)당기순이익	17.9	19.9	23.5	40.6	49.1
총포괄이익	14.6	14.4	162.5	202.6	228.6
(지배주주)총포괄이익	(8.2)	(1.9)	(21.7)	(27.0)	(30.5)
(비지배주주)총포괄이익	22.7	16.3	184.2	229.6	259.1
<b>EBITDA</b>	<b>148.7</b>	<b>229.9</b>	<b>322.9</b>	<b>391.5</b>	<b>445.7</b>
증감률 (%)	4.3	54.6	40.4	21.3	13.8
EBITDA 이익률 (%)	8.0	10.7	13.0	14.0	14.1

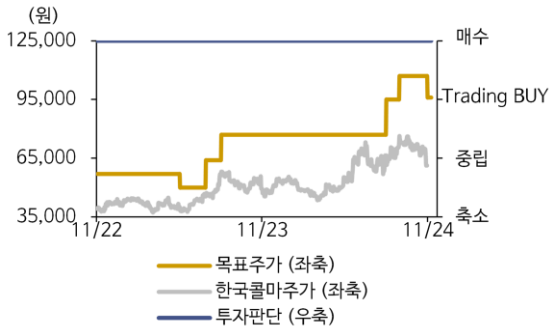
## 주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	(179)	1,099	4,998	7,482	9,050
EPS (지배순이익, 원)	(961)	227	3,999	5,761	6,969
BPS (자본총계, 원)	64,222	61,998	66,283	74,066	82,851
BPS (지배지분, 원)	29,024	28,347	32,668	38,730	45,435
DPS (원)	500	600	700	800	900
PER (당기순이익, 배)	(237.7)	48.8	12.2	8.2	6.8
PER (지배순이익, 배)	(44.3)	236.2	15.3	10.6	8.8
PBR (자본총계, 배)	0.7	0.9	0.9	0.8	0.7
PBR (지배지분, 배)	1.5	1.9	1.9	1.6	1.3
EV/EBITDA (배)	17.1	12.3	9.2	7.3	6.1
배당성향 (%)	(52.0)	264.4	17.6	13.9	12.9
배당수익률 (%)	1.2	1.1	1.1	1.3	1.5
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	8.0	10.7	13.0	14.0	14.1
영업이익률 (%)	3.9	6.3	8.6	10.0	10.6
순이익률 (%)	(0.2)	1.2	4.7	6.3	6.7
ROA (%)	(0.1)	0.8	3.8	5.3	5.8
ROE (지배순이익, %)	(3.3)	0.8	13.2	16.1	16.6
ROIC (%)	0.0	4.4	7.8	9.9	11.6
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	99.6	112.1	102.2	100.7	95.1
순차입금비율 (%)	52.0	57.9	46.0	33.6	20.5
현금비율 (%)	25.4	13.3	14.9	27.9	38.5
이자보상배율 (배)	2.2	3.0	4.8	6.2	7.1
<b>활동성</b>					
순운전자본회전율 (회)	10.9	11.8	12.3	12.2	12.2
재고자산회수기간 (일)	44.0	44.1	44.4	44.9	44.8
매출채권회수기간 (일)	47.4	48.8	50.3	50.8	50.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 투자의견 및 목표주가 추이

### 한국콜마(161890)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 11월 14일	매수	57,000	(27.3)	(21.4)
2023년 05월 15일		6개월경과	-	-
2023년 05월 15일	매수	50,000	(16.6)	(6.6)
2023년 07월 11일	매수	64,000	(24.4)	(11.3)
2023년 08월 14일	매수	77,000	(32.6)	(24.7)
2024년 02월 15일		6개월경과	(28.1)	(5.2)
2024년 08월 12일	매수	95,000	(29.5)	(24.4)
2024년 09월 10일	매수	107,000	(34.0)	(29.0)
2024년 11월 11일	매수	96,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

## Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 박현진, 주지은)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

## 투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

## 신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2024년 11월 08일 기준)

매수 (매수)	93.10%	Trading BUY (중립)	4.98%	중립 (중립)	1.92%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------