

한국콜마 (161890)

정한솔 hansoljung@daijin.com

투자의견

BUY

매수, 신규

6개월 목표주가

100,000

신규

현재주가

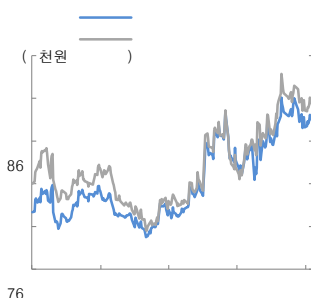
(24.10.22)

70,200

화장품업종

KOSPI	2,570.70
시가총액	1,657십억원
시가총액비중	0.08%
자본금(보통주)	12십억원
52주 최고/최저	76,200원 / 43,500원
120일 평균거래대금	264억원
외국인지분율	35.17%
주요주주	한국콜마홀딩스 외 23 인 26.59% NIHON KOLMAR 11.77%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-2.2	15.5	43.3	36.0
상대수익률	-1.4	24.1	46.5	25.7



Initiation

잇혀지는 계절성

- 고객사 수출 호조로 고수익 스킨케어/썬제품 중심 수주 증가
- 국내 CAPA 기존 3.7억개 → 24E 5억개 확대
- 부진했던 해외법인과 자회사 연우 수익성 개선 기대

투자의견 BUY, 목표주가 100,000원 제시

목표주가는 12MF EPS 5,222원에 Target PER 20배(글로벌 Peer 12MF P/E)를 적용하여 산출

고수익 스킨케어/썬제품 중심 수주 증가 지속 전망. 최근 국내 인디브랜드의 수출 비중이 높아지면서 계절성도 열어 질것으로 기대. 상반기 국내 가동률이 100%를 상회하며 CAPA 부족 우려가 존재했으나 순차적 증설로 연간 생산능력이 기존 8.3억개 → 24E 10억개 확대 전망. 특히 국내 연간 생산 능력은 3.7억 → 5억개로 증가. 색조 역량 확충을 통해 색조 신규 고객군도 확대도 긍정적

해외법인 및 자회사 개선도 내년에 더 유의미해질 전망. 현재 미국은 R&D 센터 제외 시 BEP 수준까지 도달. 내년 미국2공장 가동을 앞두고 적극적으로 북미 시장을 공략할 계획. 자회사 연우도 생산설비 개선, 고객사 다변화 등 수익성 개선 노력 지속되며 내년 수익성 개선 기대. 하반기부터 전년 낮은 기저와 우호적인 업황으로 25년까지 업종 내 안정적인 실적 개선 예상

3Q24 Preview

3Q24 매출액 6,346억원(YoY 23%), 영업이익 602억원(YoY 94%, OPM 9.5%) 전망 [국내] 전년 ERP시스템 교체에 따라 낮은 기저와 국내 브랜드사의 수출 호조에 따라 매출 고성장 전망. 고수익 썬비중 확대 지속 [연결법인] 중국 경기 부진에도 주요 고객사의 수주 증가로 중국(무석) 매출 성장 전망. 미국은 주요 고객사 오더 증가로 공장 기준 월BEP 수준까지 달성한 것으로 파악되나, R&D 센터 비용으로 영업적자 예상. 캐나다는 상반기와 유사하게 글로벌 고객사향 물량 축소 지속

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,866	2,156	2,505	2,821	3,052
영업이익	73	136	219	265	298
세전순이익	17	34	151	220	263
총당기순이익	-4	25	109	158	190
지배지분순이익	-22	5	87	130	161
EPS	-961	227	3,706	5,525	6,831
PER	NA	236.2	19.5	13.0	10.6
BPS	29,024	28,347	30,909	36,030	42,777
PBR	1.5	1.9	2.2	1.9	1.6
ROE	-3.3	0.8	12.7	16.5	17.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

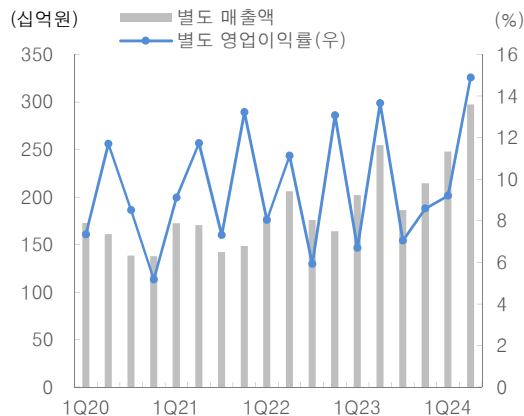
투자포인트

Sun케어 절대강자, 벌어지는 계절성

썬제품 매출 확대 →
수익성 개선

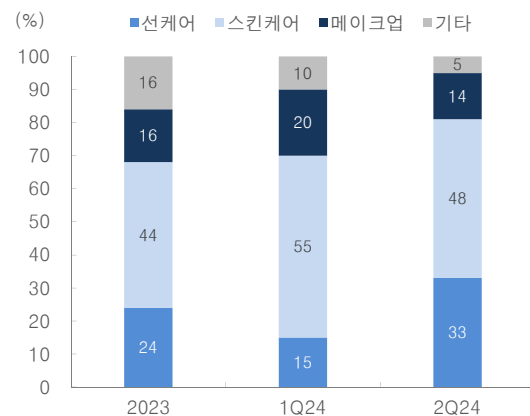
한국콜마의 효자제품은 썬(Sun)제품이다. 썬제품의 경우 브랜드당 SKU가 4개 이하로 타 카테고리 대비 SKU가 적기 때문에 단일 제품 수주 물량이 많은편이다. 단일 품목의 생산량이 높아질수록 생산 효율이 높아지면서 규모의 경제 효과로 썬제품은 높은 수익성을 보여주고 있다. 2Q24 내수 기준 동사 썬제품 시장점유율은 80% 이상으로 추산된다. 압도적인 점유율과 높은 수익성을 바탕으로 그동안 동사 실적은 썬제품의 계절적 성수기 효과로 2분기 강세를 보여왔다. 최근 국내 인디브랜드의 수출 비중이 높아지면서 계절성도 벌어질것으로 기대한다. 한국콜마는 북미에서 높은 인기를 구사하고 있는 브랜드사의 썬제품을 다수 제조하면서 3분기에도 썬제품 수주가 지속되면서 이번 3분기도 호실적이 예상된다. 북미에서의 인기를 기반으로 전세계적으로 한국 썬제품 선호도 확대가 이어지고 있다는 점에서 썬제품 경쟁력이 돋보이는 동사의 수혜가 기대된다.

그림 86. 별도법인 분기별 실적 추이



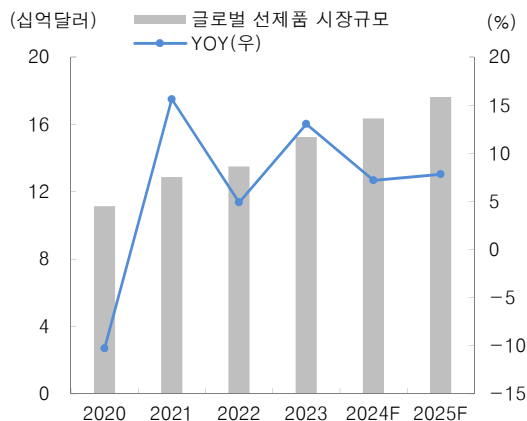
자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

그림 87. 별도법인 카테고리별 매출 비중 추이



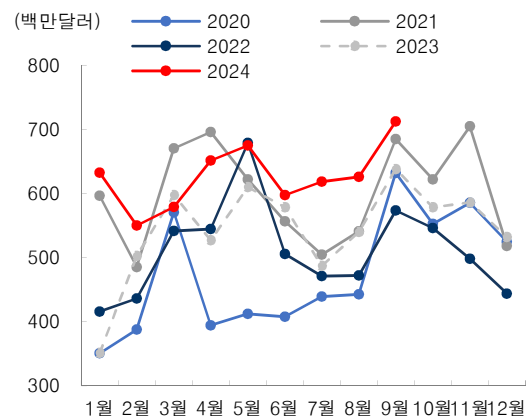
자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

그림 88. 글로벌 썬제품 시장규모 및 전망



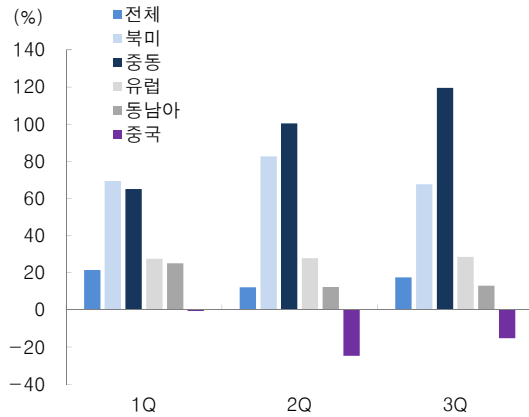
자료: Euromonitor, 대신증권 Research Center

그림 89. 한국 썬제품 월별 수출액 추이



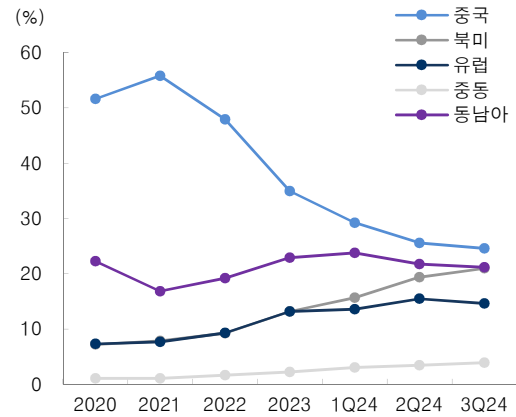
자료: Trass, 대신증권 Research Center

그림 90. 2024년 지역별 썬제품 수출액 성장률



자료: Trass, 대신증권 Research Center

그림 91. 한국 썬제품 수출액 지역별 비중 추이



자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

CAPA 확대

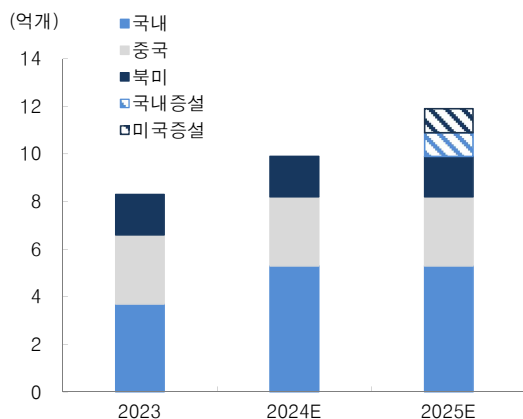
국내 생산능력
3.7억 → 5.3억개
확대

스킨케어/썬제품 중심으로 K-뷰티가 확산되고 있다. 동사 스킨케어/썬제품 카테고리에 높은 경쟁력을 보유하고 있어 수주가 크게 증가함에 따라 연중 증설을 진행중이다. 2024년 한국콜마의 연간 생산능력이 기존 8.3억개에서 약 10억개로 확대 될 전망이다.

국내의 경우 2Q24 썬제품이 계절적 성수기에 진입하면서 가동률이 100%를 넘어선 것으로 파악된다. 연중 증설이 진행되면서 매분기 생산능력이 증가하고 있다. 23년말 3.7억개 → 2Q24 기존 공장 효율성 개선을 통해 4.3억개 → 세종1공장 추가 설비 도입으로 1억개 증가로 연말까지 국내 생산능력은 5.3억개까지 확대될 것으로 예상된다. 그 외에도 쿨마그룹 계열사 생산능력 흡수를 통해 연간 생산능력 1억개를 추가적으로 확보했다.

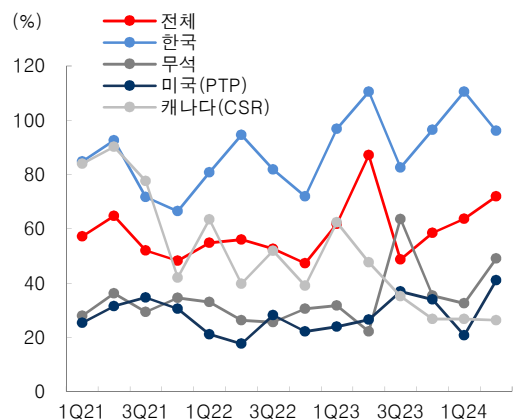
추가 증설을 위해 세종2공장과 부천 색조공장 부지 인수를 완료했다. 아직 구체적인 증설 계획은 공유되지 않았으나, 2026년까지 생산능력 확대가 예상된다. 생산능력 증가에 따라 국내 매출도 견조하게 성장할 전망이다.

그림 92. 지역별 CAPA 추이



주: 증설 CAPA는 대신증권 추정치
자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

그림 93. 분기별 가동률 추이



자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

실적전망 및 밸류에이션

3분기도 별든다

3Q24 Preview

3Q24 매출액 6,346억원(YoY 23%), 영업이익 602억원(YoY 94%, OPM 9.5%) 전망한다.

[국내] 매출액 2,792억원(YoY 50%), 영업이익 363억원 (YoY 177%, OPM 13.0%) 예상한다. 전년 ERP시스템 교체에 따라 낮은 기저와 국내 브랜드사의 수출 호조에 따라 매출 고성장이 전망된다. 영업 레버리지 효과로 수익성도 크게 개선될 전망이다.

[연결법인] 중국 경기 부진에도 주요 고객사의 수주 증가로 무석 매출액 YoY 6% 성장을 전망한다. 미국은 주요 고객사 오더 증가에 따라 공장 기준 월BEP 수준까지 달성한 것으로 파악되나, R&D 센터 비용으로 영업적자를 예상한다. 캐나다는 상반기와 유사하게 글로벌 고객사향 물량 축소로 매출 역성장과 적자지속을 예상한다. 연우는 인디브랜드 트렌드에 맞춰 고객사 다변화 노력으로 매출은 회복세이나 수익성 개선은 제한적이다.

투자의견 'BUY',
목표주가 100,000원
제시

투자의견 'BUY', 목표주가 100,000원을 제시한다. 목표주가는 12MF EPS 5,222원에 Target PER 20배(글로벌 Peer 12MF P/E)를 적용해 산출했다.

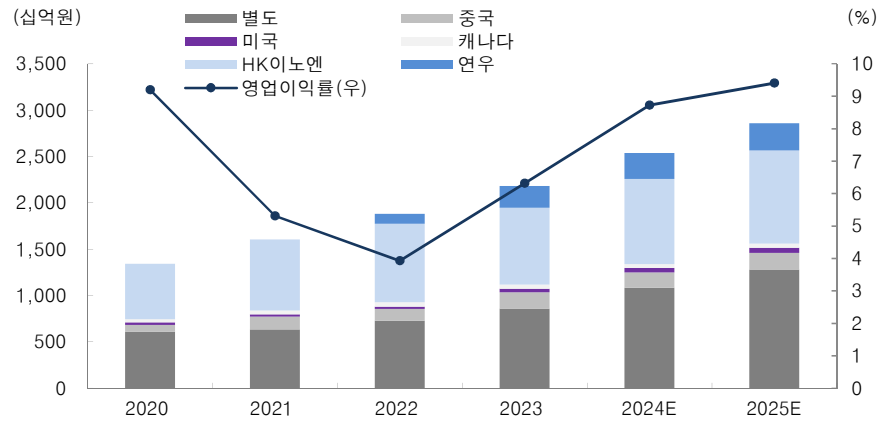
K-뷰티가 동사가 경쟁력을 가지고 있는 스킨케어/원제품 중심으로 확산되면서 수주 증가가 지속될 전망이다. 국내 가동률이 100%를 넘어서며 CAPA 부족 우려가 존재했으나 순차적 증설로 추가 생산능력도 갖춰졌다. 영업 레버리지 효과와 고마진 제품믹스 증가로 수익성 개선도 기대된다. 해외 법인 개선도 내년에 더 유의미해질 전망이다. 현재 미국 공장은 고객사 주문도 증가하며 공장 기준 BEP 수준까지 도달한 것으로 파악된다. 내년 미국2공장 가동을 앞두고 적극적으로 북미 시장을 공략할 계획이다. 자회사 연우도 생산설비 개선, 고객사 다변화 등 수익성 개선 노력중으로 내년 수익성 소폭의 수익성 개선을 기대한다. 하반기 전년도 낮은 기저와 국내법인 실적 호조로 업종 내 안정적인 실적 개선을 예상한다.

표 14. 한국콜마 목표주가 산출 (단위: 원, 배, %)

구분	비고	
12MF EPS(원)	5,222	
Target PER	20	글로벌 Peer 12MF P/E 적용
목표주가(원)	100,000	
현재주가(원)	72,100	2024.10.22
상승여력(%)	42.5	

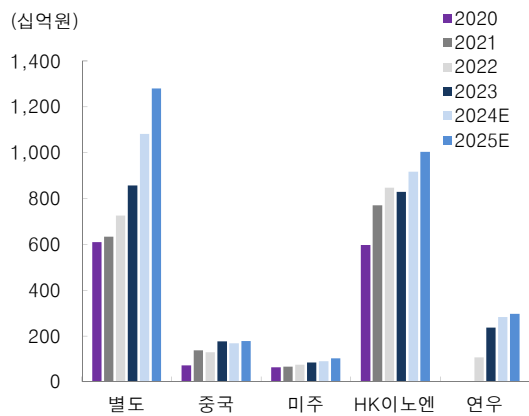
자료: 대신증권 Research Center

그림 94. 사업 부문별 실적 추이 및 전망



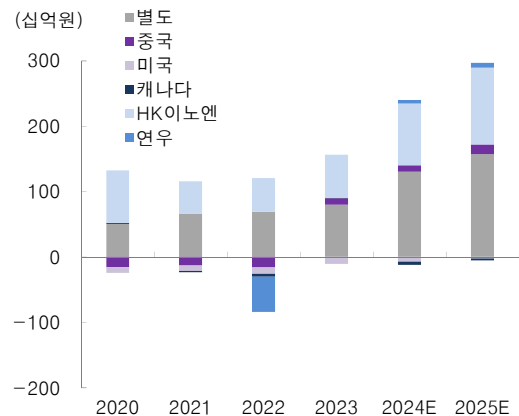
자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

그림 95. 사업부별 매출액 추이 및 전망



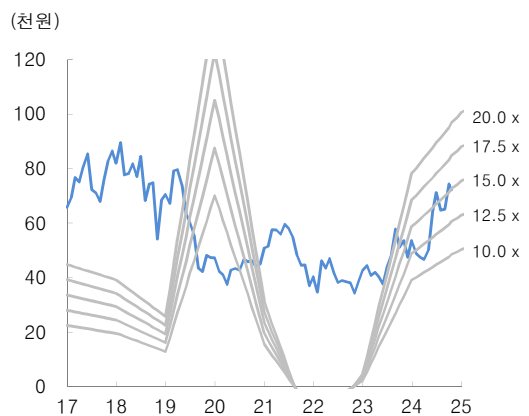
자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

그림 96. 사업부별 영업이익 추이 및 전망



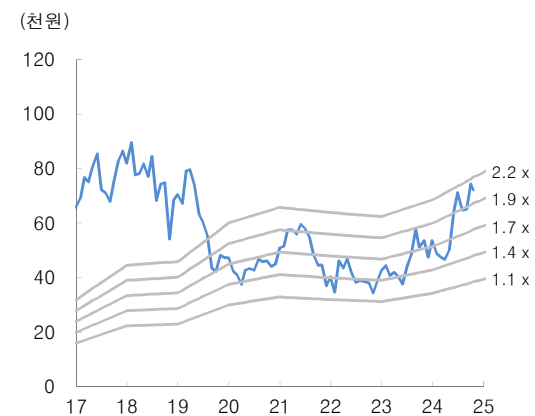
자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

그림 97. 한국콜마 PER Band Chart



자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

그림 98. 한국콜마 PBR Band Chart



자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

표 15. 한국콜마 연결 기준 분기/연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025
매출액	575	660	635	636	635	762	726	698	2,145	2,506	2,821
별도	248	297	279	257	285	356	335	304	857	1,081	1,280
연결법인	327	363	355	378	350	405	391	394	1,424	1,541	1,619
중국	39	54	39	36	37	59	42	39	177	167	177
미주	16	26	23	24	20	28	27	27	83	90	102
HK 이노엔	213	219	232	253	230	251	259	263	829	917	1,002
연우	67	74	70	71	70	78	73	74	236	282	296
YoY (%)	17.9	12.1	22.9	15.2	10.5	15.3	14.5	9.8	15.0	16.8	12.6
별도	22.8	16.7	50.0	20.0	15.0	20.0	20.0	18.0	18.2	26.2	18.4
연결법인	14.4	8.6	7.6	12.2	7.0	11.5	10.1	4.2	12.9	10.6	8.2
중국	6.4	-15.9	-3.0	-0.7	-3.8	10.3	8.0	8.0	-5.3	6.0	5.0
미주	-13.6	15.1	12.3	12.9	28.5	8.0	15.7	10.0	7.5	14.2	8.2
HK 이노엔	15.0	7.3	7.4	13.1	8.1	14.2	11.6	3.9	10.6	9.3	5.0
연우	32.8	17.1	15.0	15.0	5.0	5.0	5.0	5.0	19.4	5.0	5.0
영업이익	32	72	60	54	51	83	70	61	136	219	265
별도	23	44	36	27	28	54	44	32	80	130	157
연결법인	10	28	24	27	24	29	27	29	56	88	108
중국	-1	7	2	2	2	7	2	3	10	10	14
미주	-5	-2	-3	-3	-2	-2	-1	0	-9	-12	-5
HK 이노엔	17	24	24	29	23	30	32	32	66	95	118
연우	0	1	2	2	1	2	2	2	0	5	7
YoY (%)	168.9	28.8	93.9	45.2	57.9	15.6	16.6	12.6	85.8	60.6	21.4
별도	68.9	27.4	177.0	46.9	21.2	21.6	20.0	20.2	15.3	63.5	20.8
연결법인	흑전	31.1	33.1	43.6	144.6	5.9	11.5	5.0	1,250.2	56.4	22.3
중국	적지	-23.3	323.8	229.1	흑전	9.4	18.4	27.6	흑전	0.7	45.3
미주	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
HK 이노엔	206.0	58.9	5.2	30.8	33.5	22.7	37.5	9.5	27.9	43.6	24.2
연우	적지	-2.5	36.5	흑전	흑전	47.3	-0.9	11.6	-10.0	-12.7	184.4
영업이익률 (%)	5.6	10.9	9.5	8.5	8.1	10.9	9.7	8.8	6.3	8.7	9.4
별도	9.2	14.9	13.0	10.5	9.7	15.1	13.0	10.7	9.3	12.1	12.3
연결법인	2.9	7.6	6.7	7.2	6.7	7.2	6.8	7.3	4.4	6.2	7.0
중국	-2.3	12.5	5.2	5.5	5.4	12.4	5.7	6.5	5.5	5.9	8.0
미주	-29.0	-8.3	-11.1	-11.2	-10.0	-7.5	-3.6	-0.5	-10.5	-13.5	-5.1
HK 이노엔	8.1	11.1	10.2	11.6	10.0	11.9	12.6	12.3	8.0	10.3	11.7
연우	0.0	1.6	2.6	2.8	2.1	2.3	2.5	3.0	0.0	1.8	2.5

자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,866	2,156	2,505	2,821	3,052
매출원가	1,397	1,578	1,780	1,997	2,158
매출총이익	469	578	725	824	894
판매비와관리비	396	442	507	558	595
영업이익	73	136	219	265	298
영업이익률	3.9	6.3	8.7	9.4	9.8
EBITDA	149	230	304	351	383
영업외손익	-56	-102	-67	-46	-35
관계기업손익	-1	3	3	1	1
금융수익	35	24	19	19	19
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-60	-59	-53	-51	-48
외환관련손실	21	11	7	7	7
기타	-31	-70	-38	-15	-6
법인세비용차감전순손익	17	34	151	220	263
법인세비용	-21	-9	-42	-61	-74
계속사업순손익	-4	25	109	158	190
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-4	25	109	158	190
당기순이익률	-0.2	1.2	4.3	5.6	6.2
비배지분순이익	18	20	22	28	28
자배지분순이익	-22	5	87	130	161
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	2	-1	0	0	0
포괄순이익	15	14	109	158	190
비배지분포괄이익	23	16	22	28	28
자배지분포괄이익	-8	-2	87	130	161

Valuation 지표

(단위: 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-961	227	3,706	5,525	6,831
PBR	NA	236.2	195	130	106
BPS	29,024	28,347	30,909	36,030	42,777
PBR	1.5	1.9	2.2	1.9	1.6
EBITDAPS	6,499	10,046	12,938	14,852	16,246
EV/EBITDA	17.1	12.3	10.5	8.9	7.8
SPS	81,540	94,212	106,544	119,509	129,284
PSR	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5
CFPS	7,905	10,688	14,941	17,702	19,477
DPS	500	600	600	600	600

재무비율

(단위: 원, 배, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	17.6	15.5	16.2	12.6	8.2
영업이익 증가율	-13.0	85.8	60.6	21.4	12.4
순이익 증가율	적전	흑전	333.3	45.1	20.0
수익성					
ROIC	-0.9	4.4	6.7	8.0	8.8
ROA	2.6	4.6	7.2	8.2	8.2
ROE	-3.3	0.8	12.7	16.5	17.3
안정성					
부채비율	99.6	112.1	92.4	84.5	75.5
순차입금비율	52.0	57.9	44.9	26.2	7.7
이자보상배율	2.2	3.0	5.0	6.4	7.6

자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

재무상태표

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	816	898	951	1,339	1,795
현금및현금성자산	220	171	101	369	720
매출채권 및 기타채권	261	324	376	423	458
재고자산	239	281	327	368	398
기타유동자산	96	123	148	179	219
비유동자산	2,117	2,111	2,108	2,093	2,081
유형자산	609	660	681	687	695
관계기업투자금	15	16	15	14	13
기타비유동자산	1,493	1,435	1,413	1,392	1,373
자산총계	2,933	3,009	3,059	3,432	3,876
유동부채	868	1,284	1,181	1,313	1,428
매입채무 및 기타채무	298	390	421	448	469
차입금	312	400	499	598	687
유동상채무	208	438	200	200	200
기타유동부채	51	56	61	66	72
비유동부채	596	307	289	259	240
차입금	493	198	183	156	140
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	103	109	106	103	100
부채총계	1,464	1,591	1,469	1,572	1,668
자배지분	664	649	727	850	1,010
자본금	11	11	12	12	12
자본잉여금	264	262	262	262	262
이익잉여금	384	368	441	557	704
기타지분변동	4	7	12	19	31
비배지분	805	770	863	1,010	1,199
자본총계	1,469	1,419	1,590	1,860	2,208
순차입금	764	821	713	488	171

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	91	112	206	261	309
당기순이익	-4	25	109	158	190
비현금항목의 가감	185	219	242	260	270
감가상각비	75	94	86	85	85
외환손익	5	0	-1	-1	-1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	104	126	157	175	185
자산부채의 증감	-32	-76	-68	-62	-46
기타현금흐름	-58	-56	-77	-95	-105
투자활동 현금흐름	-145	-156	-113	-106	-117
투자자산	97	-8	1	1	1
유형자산	-32	-106	-88	-76	-78
기타	-210	-42	-25	-32	-40
재무활동 현금흐름	82	-8	-181	45	44
단기차입금	0	0	99	99	89
사채	-100	-100	40	-10	-10
장기차입금	235	121	-55	-17	-7
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-15	-17	-14	-14	-14
기타	-38	-13	-252	-13	-13
현금의 증감	29	-49	-70	268	352
기초 현금	191	220	171	101	369
기말 현금	220	171	101	369	720
NOPLAT	-18	100	157	191	215
FCF	3	70	154	200	221

[Compliance Notice]

금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:정한솔)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자등급관련사항]

산업 투자 의견	기업 투자 의견
Overweight(비중확대): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상	Buy(매수): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 상승 예상
Neutral(중립): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상	Marketperform(시장수익률): :향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 추가 변동 예상
Underweight(비중축소): :향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상	Underperform(시장수익률 하회): :향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 추가 하락 예상

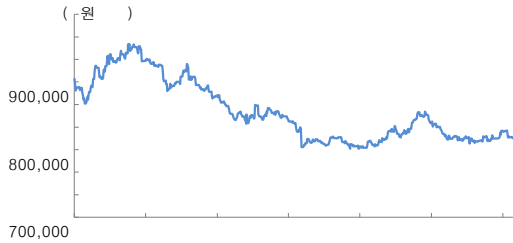
[투자 의견 비율공시]

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	94.5%	5.5%	0.0%

(기준일자: 20241016)

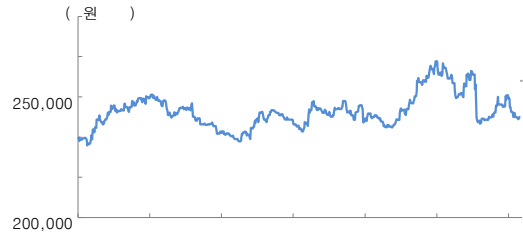
[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

LG생활건강(051900) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



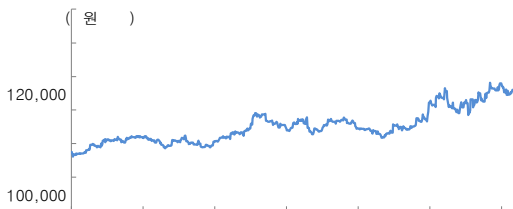
제시일자	24.10.24
투자의견	Buy
목표주가	430,000
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	

아모레퍼시픽(090430) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



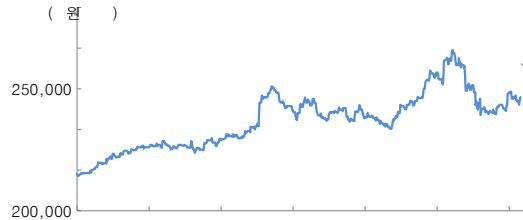
제시일자	24.10.24
투자의견	Buy
목표주가	170,000
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	

한국콜마(161890) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	24.10.24
투자의견	Buy
목표주가	100,000
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	

코스맥스(192820) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	24.10.24
투자의견	Buy
목표주가	180,000
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	
제시일자	
투자의견	
목표주가	
과리율(평균.%)	
과리율(최대/최소.%)	