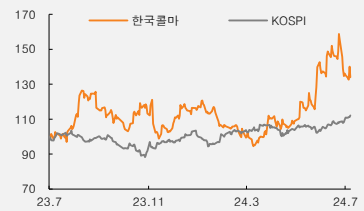


투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	75,000원
현재주가(24/7/11)	61,600원
상승여력	21.8%

영업이익(24F, 십억원)	193
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	197
EPS 성장률(24F, %)	1,600.1
MKT EPS 성장률(24F, %)	83.8
P/E(24F, x)	16.0
MKT P/E(24F, x)	11.3
KOSPI	2,891.35
시가총액(십억원)	1,454
발행주식수(백만주)	24
유동주식비율(%)	73.2
외국인 보유비중(%)	30.4
베타(12M) 일간수익률	-0.57
52주 최저가(원)	43,500
52주 최고가(원)	73,000

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-0.3	13.0	34.4
상대주가	-6.7	-0.7	19.1



[화장품/유통/의류]

배송이

songyi.bae@miraeasset.com

161890 · 화장품

한국콜마

본업이 잘했다

2Q24 Preview: ODM 호실적 예상

한국콜마의 2Q24 실적은 매출액 6,519억원(YoY +9%), 영업이익 652억원(YoY +17%)으로 시장 기대치 부합을 예상한다. 국내 ODM 실적이 돋보일 전망이다.

국내에는 매출액 2,968억원(YoY +17%), 영업이익 404억원(YoY +16%), OPM 13.6%로 추정한다. 썬 제품이 성수기 효과로 전체 성장을 상회했을 것으로 예상된다. 그 외 제품 수주도 고르게 확대하면서 썬 계열성이 완화된 이후로도 견고한 매출 성장이 기대된다. 상여 총당이 반영될 가능성이 존재하여 영업이익률은 전년 수준으로 예상한다. 제조 마진 기준 개선되었을 것으로 추정된다.

중국에는 매출액 575억원(YoY -10%), 영업이익 89억원(YoY +3%)로 예상한다. 북경 생산 중단 영향을 제외한 무석 기준 매출은 YoY +2% 수준으로 추정한다. 현지 저가 수주 경쟁이 심화되면서 매출보다 이익 방어 기조로 대응하였다. 미국/캐나다도 매출과 이익 전반 아직 유의미한 개선 흐름은 나타나지 않고 있다.

연우는 매출액 670억원(YoY +6%), 영업이익 19억원(YoY +52%)을 예상한다. 직접 수출 증가와 전년 기저효과에 비롯해 증익 추세가 이어지고 있다. 다만 금형 투자가 진행되며 아직 마진이 낮은 한자릿수에 그쳐 있다. 국내 수출 고객사향 대응이 본격화될 경우 추가적인 마진 개선이 가능할 전망이다.

국내 오더 강세 지속될 전망

썬 제품은 특성상 계절성이 강하지만, 점차 강도가 완화된다고 있으며 썬 외의 제품군까지 수요가 확대되고 있다. 하반기에도 국내 오더는 호조를 이어갈 가능성이 높으며, 이에 동사는 계열사 공장, 세종1공장 증설 등을 통해 적극적으로 대응하고 있다.

현재 주가는 12MF PER 15배로 업종 평균 대비 낮은 수준에 거래 중이다. 양호한 실적 모멘텀을 감안하면 가격 매력에 대두되는 구간으로 판단한다. 매수 접근이 유효하다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	1,866	2,156	2,435	2,662	2,850
영업이익 (십억원)	73	136	193	222	243
영업이익률 (%)	3.9	6.3	7.9	8.3	8.5
순이익 (십억원)	-22	5	91	112	125
EPS (원)	-961	227	3,858	4,737	5,308
ROE (%)	-3.3	0.8	12.5	13.1	13.1
P/E (배)	-	236.2	16.0	13.0	11.6
P/B (배)	1.5	1.9	1.8	1.6	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 5. 한국콜마 연간 실적 전망

(십억원)

	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,586	1,866	2,156	2,435	2,662	2,850
국내	633	725	857	1,038	1,165	1,265
중국	137	129	177	178	188	207
북미	66	74	83	82	87	92
HK이노엔	770	847	829	908	990	1,049
연우		106	236	260	268	276
영업이익	84	73	136	193	222	243
국내	66	69	80	101	114	124
중국	(13)	(16)	10	12	16	17
북미	(10)	(15)	(11)	(13)	(11)	(9)
HK이노엔	50	53	66	96	107	116
연우		(5)	(0)	7	8	9
세전이익	67	17	34	166	196	219
당기순이익	44	(4)	25	122	147	164
지배주주순이익	36	(22)	5	91	112	125
영업이익률(%)	5.3	3.9	6.3	7.9	8.3	8.5
국내	10.4	9.5	9.4	9.8	9.8	9.8
중국	(9.6)	(12.3)	5.5	6.5	8.3	8.4
북미	(15.9)	(19.6)	(13.6)	(16.1)	(12.6)	(10.1)
HK이노엔	6.5	6.2	8.0	10.6	10.8	11.0
연우		(5.1)	(0.0)	2.7	2.9	3.1
매출액(YoY %)	20.7	17.6	15.5	12.9	9.4	7.1
국내	3.9	14.5	18.2	21.2	12.2	8.6
중국	90.9	(5.8)	37.7	0.5	5.4	10.0
북미	4.3	13.1	12.5	(1.5)	6.1	5.0
HK이노엔	28.6	10.0	(2.1)	9.5	9.0	5.9
연우			122.8	10.2	3.0	3.0
영업이익(YoY %)	(30.8)	(13.0)	85.8	41.9	14.8	9.7
국내	30.2	5.3	15.9	26.7	12.2	8.6
중국	적지	적지	흑전	18.8	34.4	11.1
북미	적지	적지	적지	적지	적지	적지
HK이노엔	(42.2)	4.4	25.5	46.0	11.2	8.1
연우			적지	흑전	10.6	10.1
순이익(YoY %)	(72.9)	적지	흑전	384.4	20.7	11.5

자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터

표 6. 한국콜마 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	2023년	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2024년
매출액	488	600	516	552	2,156	575	652	599	608	2,435
국내	202	254	186	214	857	248	297	249	245	1,038
중국	37	64	40	37	177	39	58	42	40	178
북미	19	23	22	20	83	16	19	22	25	82
HK이노엔	185	204	216	224	829	213	221	232	242	908
연우	51	63	61	61	236	67	67	63	63	260
영업이익	12	56	31	37	136	32	65	44	51	193
국내	14	35	13	19	80	19	40	20	22	101
중국	0	9	1	1	10	(1)	9	2	2	12
북미	(4)	(2)	(3)	(3)	(11)	(5)	(4)	(2)	(2)	(13)
HK이노엔	6	15	22	23	66	17	22	28	29	96
연우	(3)	1	1	(0)	(0)	0	2	2	3	7
세전이익	8	44	27	(45)	34	20	58	38	50	166
순이익	6	43	20	(44)	25	12	44	28	38	122
지배주주순이익	6	35	11	(47)	5	6	33	21	30	91
영업이익률(%)	2.5	9.3	6.0	6.8	6.3	5.6	10.0	7.4	8.4	7.9
본사	6.7	13.6	7.0	8.8	9.4	7.6	13.6	8.0	9.1	9.8
중국	0.0	13.7	1.2	1.6	5.5	(2.3)	15.5	5.0	3.9	6.5
북미	(21.1)	(8.0)	(12.4)	(14.2)	(13.6)	(28.8)	(19.9)	(11.1)	(9.6)	(16.1)
HK이노엔	3.1	7.5	10.4	10.1	8.0	8.1	9.8	12.0	12.2	10.6
연우	(5.0)	1.9	2.2	(0.3)	(0.0)	0.0	2.8	3.5	4.7	2.7
매출액(YoY %)	18.8	19.3	9.1	15.2	15.5	17.9	8.7	16.1	10.3	12.9
국내	12.5	23.6	6.0	30.8	18.2	22.8	16.7	33.8	14.2	21.2
중국	0.8	91.6	43.1	18.2	37.7	6.6	(9.5)	4.3	7.8	0.5
북미	5.1	35.3	2.8	10.0	12.5	(13.5)	(14.3)	2.0	20.0	(1.5)
HK이노엔	2.6	(18.9)	8.8	3.6	(2.1)	15.0	8.2	7.7	8.1	9.5
연우			12.5	18.4	122.8	33.0	6.0	3.0	2.9	10.2
영업이익(YoY %)	(6.6)	65.5	71.5	332.8	85.8	168.9	17.1	42.6	37.4	41.9
본사	(6.3)	51.5	26.0	(12.1)	15.9	39.3	16.3	52.1	19.0	26.7
중국	흑전	흑전	흑전	흑전	흑전		2.5	319.5	152.9	18.8
북미	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
HK이노엔	34.3	(13.4)	0.7	169.0	25.5	206.7	41.4	24.2	30.5	46.0
연우			흑전	적지	적지	흑전	52.4	63.2	흑전	흑전
순이익 (YoY %)	(54.6)	89.3	203.9	흑전	흑전	86.9	2.8	42.5	흑전	384.4

자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터

표 7. 한국콜마 Valuation Table

(원)

구분	2024F	2025F	비고
화장품(A)	1,163	1,491	
당기순익	60	76	
Target PER(배)	20	20	
HK이노엔(B)	466	529	
당기순익	31	35	지분율 50.7%
Target PER(배)	15	15	
적정시가총액(A+B)	1,629	2,028	
발행주식수(천주)	22,881	22,881	
적정 주가(원)	71,204	88,29.	
적정 주가(원)	79,749		연도별 시간 가중치 적용
목표주가(원)	75,000		
현재 주가(원)	61,400		
상승 여력(%)	21.8		

자료: 미래에셋증권 리서치센터

한국콜마 (161890)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,156	2,435	2,662	2,850
매출원가	1,578	1,748	1,909	2,042
매출총이익	578	687	753	808
판매비와관리비	442	494	531	565
조정영업이익	136	193	222	243
영업이익	136	193	222	243
비영업손익	-102	-27	-26	-24
금융손익	-37	-40	-34	-26
관계기업등 투자손익	3	-1	-1	-1
세전계속사업손익	34	166	196	219
계속사업법인세비용	9	45	49	55
계속사업이익	25	122	147	164
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	25	122	147	164
지배주주	5	91	112	125
비지배주주	20	31	35	39
총포괄이익	14	118	147	164
지배주주	-2	55	68	76
비지배주주	16	64	79	88
EBITDA	230	279	301	318
FCF	5	146	184	198
EBITDA 마진율 (%)	10.7	11.5	11.3	11.2
영업이익률 (%)	6.3	7.9	8.3	8.5
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.2	3.7	4.2	4.4

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	898	1,081	905	1,129
현금 및 현금성자산	171	280	31	193
매출채권 및 기타채권	323	356	389	416
재고자산	281	310	339	363
기타유동자산	123	135	146	157
비유동자산	2,111	2,112	2,065	2,034
관계기업투자등	16	17	19	20
유형자산	660	682	652	627
무형자산	1,271	1,256	1,235	1,225
자산총계	3,009	3,193	2,971	3,163
유동부채	1,284	1,324	963	1,001
매입채무 및 기타채무	294	324	355	380
단기금융부채	854	851	445	446
기타유동부채	136	149	163	175
비유동부채	307	350	356	361
장기금융부채	249	287	287	287
기타비유동부채	58	63	69	74
부채총계	1,591	1,675	1,319	1,362
지배주주지분	649	806	904	1,014
자본금	11	12	12	12
자본잉여금	262	293	293	293
이익잉여금	368	495	592	704
비지배주주지분	770	713	748	787
자본총계	1,419	1,519	1,652	1,801

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	112	236	214	228
당기순이익	25	122	147	164
비현금수익비용가감	219	178	162	155
유형자산감가상각비	73	64	59	56
무형자산상각비	21	22	20	19
기타	125	92	83	80
영업활동으로인한자산및부채의변동	-76	18	-13	-11
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-60	-32	-33	-27
재고자산 감소(증가)	-41	-28	-29	-24
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	26	18	20	16
법인세납부	-18	-42	-49	-55
투자활동으로 인한 현금흐름	-156	-109	-41	-51
유형자산처분(취득)	-106	-89	-30	-30
무형자산감소(증가)	-16	-8	0	-8
장단기금융자산의 감소(증가)	-23	-11	-11	-9
기타투자활동	-11	-1	0	-4
재무활동으로 인한 현금흐름	-8	-19	-420	-13
장단기금융부채의 증가(감소)	36	34	-406	1
자본의 증가(감소)	-2	31	0	0
배당금의 지급	-17	0	-14	-14
기타재무활동	-25	-84	0	0
현금의 증가	-49	109	-249	163
기초현금	220	171	280	31
기말현금	171	280	31	193

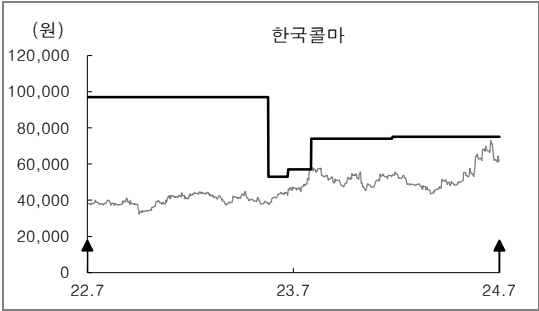
자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	236.2	16.0	13.0	11.6
P/CF (x)	5.0	4.8	4.7	4.6
P/B (x)	1.9	1.8	1.6	1.4
EV/EBITDA (x)	12.3	10.4	9.2	8.3
EPS (원)	227	3,858	4,737	5,308
CFPS (원)	10,688	12,767	13,093	13,496
BPS (원)	28,347	34,134	38,271	42,979
DPS (원)	600	600	600	600
배당성향 (%)	54.6	11.6	9.6	8.6
배당수익률 (%)	1.1	1.0	1.0	1.0
매출액증가율 (%)	15.5	12.9	9.4	7.1
EBITDA증가율 (%)	54.6	21.6	7.9	5.5
조정영업이익증가율 (%)	85.8	41.9	14.8	9.7
EPS증가율 (%)	-	1,600.1	22.8	12.1
매출채권 회전율 (회)	7.5	7.3	7.3	7.2
재고자산 회전율 (회)	8.3	8.2	8.2	8.1
매입채무 회전율 (회)	9.0	8.7	8.7	8.6
ROA (%)	0.8	3.9	4.8	5.3
ROE (%)	0.8	12.5	13.1	13.1
ROIC (%)	4.5	6.6	7.7	8.5
부채비율 (%)	112.1	110.3	79.9	75.6
유동비율 (%)	70.0	81.6	94.0	112.8
순차입금/자기자본 (%)	58.8	48.4	34.4	22.1
조정영업이익/금융비용 (x)	3.0	4.0	5.5	7.7

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한국콜마 (161890)				
2024.01.05	매수	75,000	-	-
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
79.52%	12.05%	8.43%	0%

* 2024년 06월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

<ul style="list-style-type: none">- 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.