

한국콜마 (161890)

폭발적인 주문에 대응하는 중

연초 가이드를 넘어서는 성장률 전망

① 한국콜마[별도]: 24년 2분기 한국콜마[별도] 실적은 매출액 2,900억원(+14% YoY), 영업이익 410억원(+18% YoY)이 예상된다. 이 추세를 이어간다면 연초 동사가 제시한 한국법인 매출액 성장률 가이드(+10% 중반 YoY)를 넘어설 것으로 전망된다.

동사 한국법인 24년 1분기 생산설비 평균가동률은 110.5%(+14%p YoY)이다. 작년 한국콜마는 생산설비를 최대 용량으로 운영했다. 올해부터는 기존에 생산에 활용되지 않았던 계열사인 콜마유엑스와 콜마스크의 화장품 공장 설비를 활용하여 생산 능력을 확장(기존 3.7억 개 + 임시 CAPA 1억개 추가)하고 있다. 이러한 계열사 공장의 활용 덕분에, 비록 최대 생산 능력(CAPA)으로 가동 중임에도 불구하고 가동률은 증가하고 있다.

특히 성수기인 올해 2분기에는 폭발적인 주문 증가에 대응하기 위해 매월 생산 능력에 대한 도전을 이어가고 있다. 동사 세종공장은 2024년 상반기 FDA OTC 실사 진행 최근 승인을 얻었다. 동사 주요 브랜드 경우 미국 OTC 승인용으로 6월부터 생산 중이다.

② 연우: 2분기 실적은 매출액 700억원(+11% YoY), 영업이익 16억원이 예상된다. 1분기와 같은 1회성 비용 이슈(격려금 지급 13억원 등)가 사라지고, 미국의 대량 수주가 3월부터 진행중인 것으로 파악된다. 1분기 기준 연우 매출 기준 수출 비중은 48%(322억원 +45% YoY)이며 미국 매출 비중은 33%(225억원, +109% YoY), 영업이익률은 19.7%(44억원)로 미국의 성장이 2분기에도 이어진다면 미국 실적 기여도는 더 커질 것으로 전망된다.

투자의견 Buy, 목표주가 82,000원으로 상향

동사에 대해 투자의견 Buy를 유지하고 목표주가는 82,000원으로 상향한다. 목표주가는 12M FWD EPS에 화장품 사업부의 PER을 25배(2014년 한국 화장품 수출이 대폭 증가하던 시기 화장품 업종 평균 PER), HK이노엔 15배를 적용하였다. 최근 화장품 ODM업체의 주가는 K-뷰티 글로벌 시장의 성장에 따라 고객사의 수주 증가로 인해 지속적인 상승세를 보이고 있다. 특히, 이로 인해 기업의 밸류에이션 Re-Rating(재평가)이 이루어지고 있다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	18,657	21,557	24,062	26,500
영업이익	733	1,361	1,890	2,380
지배순이익	-220	52	800	1,150
PER	-41.5	203.5	20.0	14.0
PBR	1.4	1.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	16.7	11.5	11.3	9.5
ROE	-3.3	0.8	11.8	15.4

자료: 유안타증권



이승은 화장품/유통
seungeun.lee@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 **82,000원 (U)**

현재주가 (6/14) **68,000원**

상승여력 **21%**

시가총액 16,051억원

총발행주식수 23,605,077주

60일 평균 거래대금 166억원

60일 평균 거래량 293,697주

52주 고/저 68,400원 / 41,800원

외인지분율 30.53%

배당수익률 1.12%

주요주주 한국콜마홀딩스 외 24인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 26.9 55.1 62.7

상대 25.6 52.8 54.5

절대 (달러환산) 25.9 48.1 50.8

[Fig. 1] 한국콜마 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q.23	2Q.23	3Q.23	4Q.23	2023	1Q.24	2Q.24E	3Q.24E	4Q.24E	2024E
매출액	4,877	5,997	5,164	5,516	21,557	5,748	6,450	5,840	6,024	24,062
한국콜마	2,018	2,544	1,861	2,143	8,565	2,478	2,900	2,300	2,450	10,128
우시	330	564	361	326	1,582	346	600	410	384	1,740
캐나다	120	143	105	91	459	70	90	120	130	410
USA	65	83	113	114	374	90	100	110	100	400
HK inno.N	1,849	2,044	2,156	2,241	8,289	2,126	2,100	2,280	2,290	8,796
연우	505	632	612	616	2,364	672	700	680	700	2,752
YoY	19	19	9	15	16	18	8	13	9	12
한국콜마	12	24	6	31	18	23	14	24	14	18
우시	5	97	51	17	41	5	6	13	18	10
캐나다	-2	29	-17	-27	-5	8	8	7	15	10
USA	20	48	32	84	46	-25	-30	5	10	-13
HK inno.N	3	-19	9	4	-2	15	3	6	2	6
연우	-25	3	13	19	1	33	11	11	14	16
영업이익	121	557	310	378	1,361	324	630	454	482	1,890
한국콜마	135	347	131	188	801	228	410	247	270	1,155
우시	6	92	17	12	127	18	102	35	30	185
캐나다	-2	7	-10	-13	-18	-25	-21	-13	-11	-70
USA	-37	-25	-17	-16	-95	-21	-17	-20	-23	-81
HK inno.N	56	153	224	216	650	173	190	240	250	853
연우	-25	12	16	0	4	0	16	20	10	46
영업이익률	2	9	6	7	6	6	10	8	8	8
한국콜마	7	14	7	9	9	9	14	11	11	11
우시	2	16	5	4	8	5	17	9	8	11
캐나다	-57	-30	-15	-14	-25	-36	-23	-11	-8	-17
USA	-2	5	-10	-14	-4	-23	-17	-18	-23	-20
HK inno.N	3	7	10	10	8	8	9	11	11	10
연우	-5	2	3	0	0	0	2	3	1	2

자료: 한국콜마, 유안타증권 리서치센터

[Fig. 2] 한국콜마 목표주가 산정 PER Mutiple

	2024F	2025F	비고
[지배주주]순이익 (억원)	800	1,150	
주식수 (만주)	2,451	2,451	보통주 기말 발행 주식수
EPS (원)	3,264	4,692	12M FWD EPS
적정 PER (배)	21	21	
화장품 사업부	25	25	2014 화장품 업종 평균 PER
HK 이노엔	15	15	
적정주가 (원)	78,342	112,616	82,000 원

자료: 유안타증권 리서치센터

[Fig. 3] 한국콜마 CAPA 추이

(단위: 천개)

사업소	1Q23	2Q23	3Q23	2023	1Q24
화장품 CAPA 합계	207,261	360,521	621,783	833,244	208,311
한국콜마(주)	93,255	186,509	279,765	373,020	93,255
가동률	97%	104%	97%	97%	111%
Kolmar Cosmetics (Wuxi) Co.,Ltd.	54,000	54,000	162,000	216,000	54,000
가동률	32%	54%	39%	38%	33%
HK Kolmar USA, LLC.	17,000	34,000	51,000	68,000	17,000
가동률	24%	25%	29%	30%	21%
HK Kolmar Canada, Inc.	24,506	49,012	73,518	102,224	25,556
가동률	61%	55%	48%	42%	27%
패키징(연우) CAPA 합계	234,556	469,113	703,668	938,224	234,556
펄프류	148,313	296,626	444,939	593,252	148,313
가동률	47%	44%	44%	45%	58%
튜브류	34,315	68,631	102,946	137,261	34,315
가동률	58%	62%	63%	64%	83%
견본용	51,928	103,856	155,783	207,711	51,928
가동률	25%	33%	32%	31%	23%

자료: Dart, 유안타증권 리서치센터

한국콜마 (161890) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	18,657	21,557	24,062	26,500	28,900
매출원가	13,969	15,775	17,000	18,700	20,400
매출충이익	4,688	5,781	7,062	7,800	8,500
판매비	3,956	4,420	5,172	5,420	5,760
영업이익	733	1,361	1,890	2,380	2,740
EBITDA	1,487	2,299	2,827	3,317	3,677
영업외손익	-563	-1,018	-640	-580	-520
외환관련손익	20	5	-10	-10	-10
이자손익	-255	-367	-373	-357	-326
관계기업관련손익	-12	33	33	33	33
기타	-316	-690	-290	-246	-217
법인세비용차감전순이익	170	343	1,250	1,800	2,220
법인세비용	211	92	350	500	600
계속사업순이익	-41	251	900	1,300	1,620
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-41	251	900	1,300	1,620
지배지분순이익	-220	52	800	1,150	1,201
포괄순이익	146	144	792	1,192	1,513
지배지분포괄이익	-82	-19	-106	-159	-202

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	908	1,122	2,144	2,557	2,884
당기순이익	-41	251	900	1,300	1,620
감가상각비	616	727	727	727	727
외환손익	53	0	10	10	10
중속, 관계기업관련손익	8	-26	-33	-33	-33
자산부채의 증감	-323	-762	-496	-483	-476
기타현금흐름	596	933	1,037	1,037	1,037
투자활동 현금흐름	-1,452	-1,557	-1,344	-1,340	-1,338
투자자산	968	-76	-29	-28	-28
유형자산 증가 (CAPEX)	-378	-1,068	-1,100	-1,000	-1,100
유형자산 감소	53	6	0	0	0
기타현금흐름	-2,096	-418	-215	-312	-210
재무활동 현금흐름	820	-612	-1,051	-1,605	-1,656
단기차입금	886	900	18	18	17
사채 및 장기차입금	695	-545	-100	-650	-700
자본	-22	-22	0	0	0
현금배당	-148	-114	-137	-142	-142
기타현금흐름	-590	-831	-831	-831	-831
연결범위변동 등 기타	13	0	825	260	255
현금의 증감	289	-1,047	575	-129	146
기초 현금	1,912	2,201	1,154	1,729	1,600
기말 현금	2,201	1,154	1,729	1,600	1,746
NOPLAT	733	1,361	1,890	2,380	2,740
FCF	530	54	1,044	1,557	1,784

자료: 유안타증권

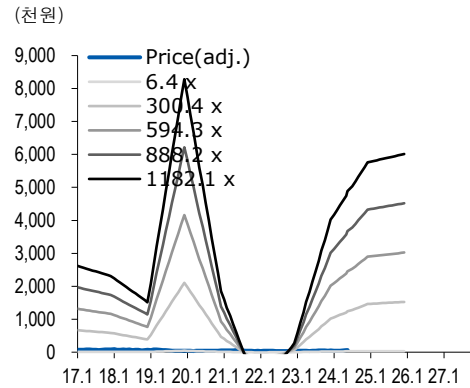
- 주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	8,163	8,984	9,833	10,512	11,453
현금및현금성자산	2,201	1,708	1,729	1,600	1,746
매출채권 및 기타채권	2,609	3,238	3,614	3,980	4,341
재고자산	2,394	2,809	3,136	3,453	3,766
비유동자산	21,170	21,111	21,400	21,691	21,982
유형자산	6,088	6,604	6,977	7,251	7,624
관계기업 등 지분관련 자산	150	156	174	192	209
기타투자자산	249	379	389	400	410
자산총계	29,333	30,094	31,234	32,203	33,435
유동부채	8,681	12,837	13,354	13,358	13,354
매입채무 및 기타채무	2,978	3,896	4,349	4,790	5,223
단기차입금	3,117	4,000	4,000	4,000	4,000
유동성장기부채	2,076	4,384	4,384	3,884	3,384
비유동부채	5,957	3,071	3,038	2,954	2,818
장기차입금	1,936	1,385	1,285	1,135	935
사채	2,995	599	599	599	599
부채총계	14,638	15,908	16,393	16,312	16,172
지배지분	6,641	6,486	7,041	7,943	8,894
자본금	114	114	114	114	114
자본잉여금	2,645	2,623	2,623	2,623	2,623
이익잉여금	3,837	3,676	4,339	5,347	6,406
비지배지분	8,054	7,700	7,800	7,949	8,369
자본총계	14,695	14,186	14,841	15,892	17,263
순차입금	7,643	8,209	7,993	7,378	6,441
총차입금	10,679	11,034	10,952	10,320	9,637

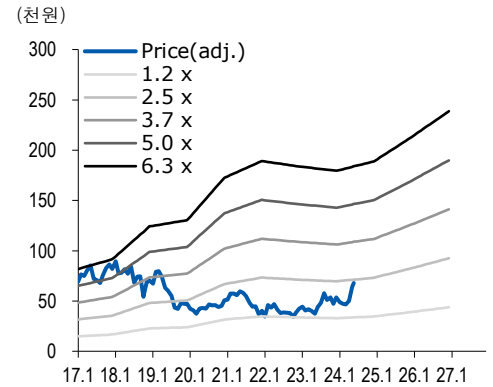
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-961	227	3,402	4,873	5,086
BPS	29,024	28,347	29,830	33,647	37,678
EBITDAPS	6,499	10,046	12,023	14,053	15,578
SPS	81,540	94,212	102,322	112,264	122,431
DPS	500	600	600	600	600
PER	-41.5	203.5	20.0	14.0	13.4
PBR	1.4	1.6	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA	16.7	11.5	11.3	9.5	8.4
PSR	0.5	0.5	0.7	0.6	0.6

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	17.6	15.5	11.6	10.1	9.1
영업이익 증가율 (%)	-13.0	85.8	38.8	25.9	15.1
지배순이익 증가율 (%)	격전	흑전	1,440.7	43.8	4.4
매출총이익률 (%)	25.1	26.8	29.3	29.4	29.4
영업이익률 (%)	3.9	6.3	7.9	9.0	9.5
지배순이익률 (%)	-1.2	0.2	3.3	4.3	4.2
EBITDA 마진 (%)	8.0	10.7	11.7	12.5	12.7
ROIC	-0.9	4.7	6.6	8.1	9.2
ROA	-0.8	0.2	2.6	3.6	3.7
ROE	-3.3	0.8	11.8	15.4	14.3
부채비율 (%)	99.6	112.1	110.5	102.6	93.7
순차입금/자기자본 (%)	115.1	126.6	113.5	92.9	72.4
영업이익/금융비용 (배)	2.2	3.0	4.1	5.4	6.6

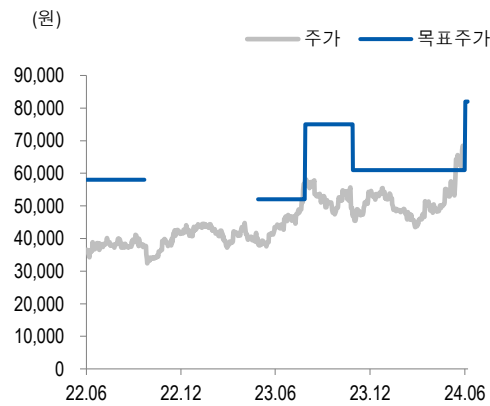
P/E band chart



P/B band chart



한국폴마 (161890) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2024-06-17	BUY	82,000	1년		
2023-11-14	BUY	61,000	1년	-16.18	12.13
2023-08-14	BUY	75,000	1년	-29.48	-22.67
2023-05-15	BUY	52,000	1년	-14.90	9.23
2021-11-16	BUY	58,000	1년	-30.30	-16.90

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자여건 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	84.5
Hold(중립)	15.5
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2024-06-17

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이승은)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: 30%이상 Buy: 10%이상, Hold: -10~10%, Sell: -10%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.