

## 2Q24 Review: 꽃길 예고된 하반기

### BUY 유지

목표주가 상향 85,000원

종가(24.08.09) 66,300원

상승여력 28.2%

#### Stock Data

KOSPI(08/09)	2,588.4pt
시가총액	15,650억원
액면가	500원
52주 최고가	73,000원
52주 최저가	43,500원
외국인지분율	31.6%
90일 일평균거래대금	302억원
주요주주지분율	
한국콜마홀딩스 (외 25인)	26.9%
유동주식비율	73.2%

#### Stock Price



### 2Q24 매출액 yoy +10.1%, 영업이익 yoy +28.9%

한국콜마의 2Q24 연결 실적은 매출액 6,603억원, 영업이익 717억원을 기록하였다. 연중 가장 높은 베이스 부담을 무난히 극복했을 뿐 아니라 매출보다 영업이익 측면에서 예상치를 크게 웃돌아 당분기 극대화된 업황 수혜를 증명하였다. 부문별로, 1) **별도** 매출액은 yoy +17%, 영업이익은 yoy +28% 증가하였다. 상위 고객사들을 중심으로 자외선 차단제품 주문이 이어지며 성수기 효과가 올해도 주요했던 가운데, 해당 고객사들의 기초 제품 sku 확대로 생산량 증가하였다. 또한 고객사 mix가 전통업체들의 비중이 낮아지고 국내의 시장에서 새롭게 부각받는 인디브랜드 위주로 상승한 점 역시 수익성 개선에 기여하였다. 이에 당분기 ERF(33억) 및 성과급(70억) 관련 비용이 경상적 수준보다 크게 반영되었음에도 영업이익률은 14.9%(yoy +1.3%p)로 역대 최대치를 기록하였다. 2) **해외**는, 중국(무석)이 부진한 업황 및 수익성 우선 전략으로 매출 yoy -7%, 영업이익 -27%를 시현했으며, 미국과 캐나다의 경우 매출은 각각 yoy +61%, -12%를, 영업이익은 각각 -13억원, -9억원을 기록했다. 1위 고객사 의존도가 높은 북미 법인들의 특성상 이들의 주문에 실적이 연동되며, 미국은 매출 증가로 적자 개선(yoy +12억원) 되었으나 캐나다는 기존 1위 고객사 매출 하락 영향으로 실적 악화(적자 yoy -16억원)되었다. 3) **연우**는 매출 yoy +17%, 영업이익 yoy flat을 기록했다. 수익성 높은 북미 매출 확대에도 불구하고, 국내 대형 고객사향 매출 감소 영향으로 전체 이익 성장 효과 상쇄되었다. 4) **HK이노엔**은 고마진 품목인 ETC와 H&B 중심으로 견조히 성장하며 매출 yoy +7%, 영업이익 yoy +59%를 기록하였다.

### 투자의견 BUY 유지, 목표주가 75,000원→85,000원 상향

국내 인디브랜드사의 활발한 해외 진출에 힘입어 별도 성장세는 하반기에도 지속될 전망이다. 해외 역시 무석 법인의 거래 고객사 수가 yoy 50% 이상 확대된 가운데, 미국에서도 1위 고객사의 주문이 6월부터 크게 증가하기 시작해 턴어라운드가 예상된다. 하반기에는 기저효과까지 존재해 상반기 대비 부담이 크게 낮아진다는 점에서 업종 내 편안한 대안으로 선호도 확대될 전망이다.

#### Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2022	1,866	73	-22	-961	n/a	11.7	1.5	-3.3	1.2
2023	2,156	136	5	227	236.2	9.0	1.9	0.8	1.1
2024E	2,507	224	76	3,240	20.5	7.8	2.0	10.6	0.9
2025E	2,787	259	114	4,818	13.8	6.7	1.8	13.5	0.9
2026E	3,046	277	135	5,728	11.6	6.2	1.5	14.2	0.9

자료 : K-IFRS연결기준,상상인증권



QR코드로 간편하게

상상인증권  
더 많은 리포트 찾아보기

표 1. 한국콜마 목표주가 산정 Table

방식	내용	금액	비고
①PER	12M FWD EPS (원)	3,806	
	Target PER (배)	20	기존 Target 배수 유지
	주당가치 (원)	76,114	
②PBR	12M FWD BPS (원)	35,299	
	Target PBR (배)	1.6	기존 Target 배수 유지 (최근 3개년 평균 PBR)
	주당가치 (원)	56,478	
③SOTP	12M FWD EBITDA (십억원)	338	(a)
	Target EV/EBITDA (배)	11	(b) 기존 Target 배수 유지 (최근 3개년 평균 EV/EBITDA)
	영업가치 (십억원)	3,680	(c)=(a)*(b)
	투자자산가치 (십억원)	28	(d) 투자부동산, 1Q24 기준
	순현금 (십억원)	-907	(e) 2024년 말 예상 기준
	총발행주식수	22,881,180	(f) 보통주 기준
	주당가치 (원)	122,408	(c+d+e)/(f)
적정주가 (원)	85,000		
<b>목표주가 (원)</b>	<b>85,000</b>		
현재가 (원)	66,300		
<b>Upside Potential</b>	<b>28.2%</b>		

자료: 상상인증권 리서치센터

표 2. 한국콜마 2Q24 실적 Review

(%,십억원)	2Q23A	3Q23A	4Q23A	1Q24A	2Q24P	% YoY	% QoQ	당사전망치	차이	컨센서스	차이
매출액	600	516	552	575	660	10.1	14.9	646	2.2	664	-0.6
영업이익	56	31	37	32	72	28.9	121.2	61	16.8	64	11.8
세전이익	44	27	-45	20	59	35.6	193.0	55	7.5	56	6.5
지배주주순이익	35	11	-47	6	35	0.2	450.7	29	19.3	35	-1.7
영업이익률	9.3	6.0	6.8	5.6	10.9			9.5		9.7	
세전이익률	7.3	5.2	-8.1	3.5	9.0			8.5		8.4	
지배주주순이익률	5.8	2.2	-8.5	1.1	5.3			4.5		5.3	

자료: 상상인증권 리서치센터

표 3. 한국콜마 실적전망치 변경 내용

(%,십억원)	2024E			2025E		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	2,507	2,427	3.3	2,787	2,656	4.9
영업이익	224	198	13.0	259	229	13.1
세전이익	142	122	16.0	203	174	17.2
지배주주순이익	76	62	23.7	114	95	19.7
영업이익률	8.9	8.2		9.3	8.6	
세전이익률	5.7	5.0		7.3	6.5	
지배주주순이익률	3.1	2.5		4.1	3.6	

자료: 상상인증권 리서치센터

표 4. 한국콜마 실적전망 Table

		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24E	4Q24E	2023	2024E	2025E
매출액(억원)	TOTAL	4,877	5,997	5,164	5,519	5,748	6,603	6,230	6,489	21,557	25,070	27,868
	별도(화장품)	2,018	2,544	1,861	2,145	2,478	2,970	2,634	2,877	8,568	10,959	12,342
	무석콜마	330	564	361	326	346	527	433	397	1,581	1,704	1,956
	미국콜마	65	83	113	114	70	134	154	152	375	510	611
	캐나다콜마	120	143	105	91	90	126	101	83	459	399	417
	HK 이노엔	1,849	2,044	2,156	2,241	2,126	2,193	2,276	2,358	8,290	8,954	9,715
	연우	505	632	612	616	672	740	706	707	2,365	2,825	3,134
	연결조정 및 기타	(45)	(12)	(86)	(58)	(77)	(87)	(74)	(85)	(202)	(324)	(306)
yoy %	TOTAL	18.8	19.3	9.1	15.2	17.9	10.1	20.6	17.6	15.5	16.3	11.2
	별도(화장품)	12.5	23.6	6.0	30.9	22.8	16.7	41.5	34.1	18.2	27.9	12.6
	무석콜마	4.8	96.5	51.0	16.8	4.8	(6.6)	20.0	21.9	41.2	7.8	14.8
	미국콜마	20.4	48.2	32.9	83.9	7.7	61.4	35.9	33.4	45.9	35.9	19.8
	캐나다콜마	(1.6)	28.8	(17.3)	(26.6)	(25.0)	(11.9)	(4.2)	(8.9)	(5.2)	(13.0)	4.3
	HK 이노엔	2.6	(18.9)	8.8	3.6	15.0	7.3	5.6	5.2	(2.1)	8.0	8.5
	연우	-	-	13.4	18.7	33.0	17.1	15.4	14.7	123.4	19.4	10.9
	연결조정 및 기타	50.6	(74.6)	157.3	96.8	70.4	602.6	(13.9)	47.1	42.3	60.5	(5.5)
Sales portion %	별도(화장품)	41.4	42.4	36.0	38.9	43.1	45.0	42.3	44.3	39.7	43.7	44.3
	무석콜마	6.8	9.4	7.0	5.9	6.0	8.0	7.0	6.1	7.3	6.8	7.0
	미국콜마	1.3	1.4	2.2	2.1	1.2	2.0	2.5	2.3	1.7	2.0	2.2
	캐나다콜마	2.5	2.4	2.0	1.6	1.6	1.9	1.6	1.3	2.1	1.6	1.5
	HK 이노엔	37.9	34.1	41.8	40.6	37.0	33.2	36.5	36.3	38.5	35.7	34.9
	연우	10.4	10.5	11.9	11.2	11.7	11.2	11.3	10.9	11.0	11.3	11.2
	연결조정 및 기타	(0.9)	(0.2)	(1.7)	(1.1)	(1.3)	(1.3)	(1.2)	(1.3)	(0.9)	(1.3)	(1.1)
	영업이익 (억원)	TOTAL	121	557	310	374	324	717	566	635	1,361	2,243
별도(화장품)		135	347	131	184	228	442	296	339	797	1,305	1,325
yoy %	TOTAL	(6.6)	65.5	71.5	332.8	168.9	28.9	82.3	69.9	85.8	64.7	15.4
	별도(화장품)	(5.9)	51.4	25.7	(14.1)	68.6	27.6	126.6	84.1	15.3	63.9	1.5
OPM (%)	TOTAL	2.5	9.3	6.0	6.8	5.6	10.9	9.1	9.8	6.3	8.9	9.3
	별도(화장품)	6.7	13.6	7.0	8.6	9.2	14.9	11.2	11.8	9.3	11.9	10.7
yoy %p	TOTAL	(0.7)	2.6	2.2	5.0	3.2	1.6	3.1	3.0	2.4	2.6	0.3
	별도(화장품)	(1.3)	2.5	1.1	(4.5)	2.5	1.3	4.2	3.2	(0.2)	2.6	(1.2)

자료: 상상인증권 리서치센터

대차대조표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>유동자산</b>	<b>816.3</b>	<b>898.4</b>	<b>980.9</b>	<b>1,085.8</b>	<b>1,227.3</b>
현금 및 현금성자산	220.1	170.8	146.4	161.0	222.9
매출채권	260.9	323.8	379.7	424.9	464.4
재고자산	239.4	280.9	339.9	380.3	415.6
<b>비유동자산</b>	<b>2,117.0</b>	<b>2,111.1</b>	<b>2,173.3</b>	<b>2,223.8</b>	<b>2,252.7</b>
관계기업투자등	33.7	44.2	45.3	47.2	49.1
유형자산	608.8	660.4	737.4	792.3	825.1
무형자산	1,301.8	1,271.0	1,257.4	1,245.8	1,234.4
<b>자산총계</b>	<b>2,933.3</b>	<b>3,009.4</b>	<b>3,154.2</b>	<b>3,309.6</b>	<b>3,480.1</b>
<b>유동부채</b>	<b>868.1</b>	<b>1,283.7</b>	<b>1,329.0</b>	<b>1,382.6</b>	<b>1,429.8</b>
매입채무	297.8	389.6	435.7	487.6	532.8
단기금융부채	533.1	854.0	848.7	848.7	848.7
<b>비유동부채</b>	<b>595.7</b>	<b>307.1</b>	<b>344.7</b>	<b>346.9</b>	<b>349.2</b>
장기금융부채	534.7	249.4	286.5	286.5	286.5
<b>부채총계</b>	<b>1,463.8</b>	<b>1,590.8</b>	<b>1,673.7</b>	<b>1,729.6</b>	<b>1,779.0</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>664.1</b>	<b>648.6</b>	<b>792.8</b>	<b>892.4</b>	<b>1,013.5</b>
자본금	11.4	11.4	11.8	11.8	11.8
자본잉여금	264.5	262.3	293.3	293.3	293.3
이익잉여금	383.7	367.6	480.5	580.1	701.1
<b>비지배주주지분</b>	<b>805.4</b>	<b>770.0</b>	<b>687.6</b>	<b>687.6</b>	<b>687.6</b>
<b>자본총계</b>	<b>1,469.5</b>	<b>1,418.6</b>	<b>1,480.5</b>	<b>1,580.0</b>	<b>1,701.1</b>

현금흐름표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>90.8</b>	<b>112.2</b>	<b>144.4</b>	<b>185.0</b>	<b>215.2</b>
당기순이익(손실)	-4.1	25.1	103.3	148.5	173.6
현금수익비용가감	185.0	219.4	98.9	69.8	70.6
유형자산감가상각비	61.6	72.7	70.8	84.5	89.0
무형자산상각비	13.8	21.1	21.5	20.8	20.6
기타현금수익비용	109.5	125.7	-9.2	-41.4	-44.9
운전자본 증감	-32.3	-76.2	-42.0	-33.3	-29.0
매출채권의 감소(증가)	-3.9	-59.5	-49.2	-45.2	-39.4
재고자산의 감소(증가)	-9.7	-40.5	-58.5	-40.5	-35.3
매입채무의 증가(감소)	-7.0	25.9	99.2	51.9	45.3
기타영업현금흐름	-11.8	-2.1	-33.6	0.5	0.5
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-145.2</b>	<b>-155.7</b>	<b>-149.5</b>	<b>-156.2</b>	<b>-139.1</b>
유형자산 처분(취득)	-32.5	-106.3	-151.3	-139.3	-121.8
무형자산 감소(증가)	-17.4	-16.3	-9.2	-9.2	-9.2
투자자산 감소(증가)	73.7	-24.6	17.0	-2.2	-2.4
기타투자활동	-169.0	-8.5	-6.0	-5.4	-5.6
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>82.0</b>	<b>-8.4</b>	<b>-20.8</b>	<b>-14.2</b>	<b>-14.2</b>
차입금의 증가(감소)	121.1	7.6	28.0	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-39.0	-16.6	-13.8	-14.2	-14.2
배당금 지급	14.8	16.6	13.7	14.2	14.2
기타재무활동	0.0	0.6	-35.1	0.0	0.0
<b>현금의 증감</b>	<b>28.9</b>	<b>-49.2</b>	<b>-24.5</b>	<b>14.6</b>	<b>61.9</b>
기초현금	191.2	220.1	170.8	146.4	161.0
기말현금	220.1	170.8	146.4	161.0	222.9

손익계산서

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출액</b>	<b>1,865.7</b>	<b>2,155.7</b>	<b>2,507.0</b>	<b>2,786.8</b>	<b>3,045.8</b>
매출원가	1,396.9	1,577.5	1,765.8	1,954.5	2,146.6
매출총이익	468.8	578.1	741.2	832.4	899.2
판매비와 관리비	395.6	442.0	517.0	573.7	622.3
<b>영업이익</b>	<b>73.3</b>	<b>136.1</b>	<b>224.3</b>	<b>258.7</b>	<b>276.8</b>
EBITDA	148.7	229.9	316.5	364.0	386.5
금융손익	-23.4	-35.7	1.6	-29.1	-28.8
관계기업등 투자손익	-1.2	2.5	3.0	3.0	3.0
기타영업외손익	-31.8	-68.6	-86.8	-29.2	-13.3
<b>세전계속사업이익</b>	<b>17.0</b>	<b>34.3</b>	<b>142.0</b>	<b>203.4</b>	<b>237.8</b>
계속사업법인세비용	21.1	9.2	38.6	54.9	64.2
당기순이익	-4.1	25.1	103.3	148.5	173.6
<b>지배주주순이익</b>	<b>-22.0</b>	<b>5.2</b>	<b>76.5</b>	<b>113.7</b>	<b>135.2</b>
매출총이익률 (%)	25.1	26.8	29.6	29.9	29.5
영업이익률 (%)	3.9	6.3	8.9	9.3	9.1
EBITDA 마진률 (%)	8.0	10.7	12.6	13.1	12.7
세전이익률 (%)	0.9	1.6	5.7	7.3	7.8
지배주주순이익률 (%)	-1.2	0.2	3.1	4.1	4.4
ROA (%)	-0.8	0.2	2.5	3.5	4.0
ROE (%)	-3.3	0.8	10.6	13.5	14.2
ROIC (%)	-0.9	4.5	7.2	7.9	8.3

주요투자지표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>투자지표 (배)</b>					
P/E	n/a	236.2	20.5	13.8	11.6
P/B	1.5	1.9	2.0	1.8	1.5
EV/EBITDA	11.7	9.0	7.8	6.7	6.2
P/S	0.5	0.6	0.6	0.6	0.5
배당수익률 (%)	1.2	1.1	0.9	0.9	0.9
<b>성장성 (%)</b>					
매출액 증가율	17.6	15.5	16.3	11.2	9.3
영업이익 증가율	-13.0	85.8	64.7	15.4	7.0
세전이익 증가율	-74.5	102.3	313.4	43.3	16.9
지배주주순이익 증가율	적전	흑전	1,372.9	48.7	18.9
EPS 증가율	적전	흑전	1,327.7	48.7	18.9
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	99.6	112.1	113.1	109.5	104.6
유동비율	94.0	70.0	73.8	78.5	85.8
순차입금/자기자본	52.4	58.8	61.3	56.3	48.4
영업이익/금융비용	2.2	3.0	18.7	6.9	7.4
총차입금 (십억원)	1,067.9	1,103.4	1,135.3	1,135.3	1,135.3
순차입금 (십억원)	770.0	834.7	906.9	888.9	823.5
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	-961	227	3,240	4,818	5,728
BPS	29,024	28,347	33,588	37,806	42,934
SPS	81,540	94,212	106,206	118,061	129,032
DPS	500	600	600	600	600

**한국콜마 목표주가 추이 및 투자의견 변동내역**



**Compliance Notice**

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:김해미)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

**투자등급**

구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고	구분	투자의견 기준 및 기간	투자등급	투자의견 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	75.0%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3 단계 향후 12 개월 절대수익률	BUY	96.8%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	25.0%	시가총액 수준 유지			HOLD	3.2%	절대수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중축소)	0.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
		합계	100%				합계	100%	