

2023. 10. 23



한국콜마 (161890)

2023년 Kolmar Wuxi 탐방 후기

Company Analysis | 음료/화장품/의류

Analyst 오지우

02 3779 8431_jiwoo.oh@ebestsec.co.kr

Buy (유지)

목표주가 (유지)	75,000 원
현재주가	51,600 원
상승여력	45.3 %

컨센서스 대비

상회	부합	하회

Stock Data

KOSPI (10/20)	2,375. pt
시가총액	11,807 억원
발행주식수	22,881 천주
52 주 최고가/최저가	58,100 / 33,900 원
90 일 일평균거래대금	119.88 억원
외국인 지분율	29.8%
배당수익률(23.12E)	1.0%
BPS(23.12E)	31,961 원
KOSPI 대비 상대수익률	1개월 5.5%
	6개월 27.2%
	12개월 44.9%
주주구성 한국콜마홀딩스 (외 28인)	27.7%
국민연금공단 (외 1인)	12.5%
NIHON KOLMAR (외 1인)	12.1%

Stock Price



Overview

2023년 10월 19~20일 양일간 Kolmar Wuxi 탐방이 진행되었다. 한국콜마는 2016년 8월 무석법인을 설립하며 중국 사업을 확장했다. 약 1년간의 공사 이후 2018년 6월에 공장 완공, 10월에 화장품 생산허가를 취득하며 정식으로 사업을 시작했다. Kolmar Wuxi의 부지 면적은 63,117.6㎡이며, 130여명의 품질 전문인력 및 110여명의 연구원 등 뛰어난 인력을 갖추고 있어 중국 내 단일 공장 기준 최고 수준으로 평가되고 있다. 디귤(c)자 형태의 무석공장은 정면 4개층의 기초생산동, 연구소, 사무실 및 우측 4층의 물류 창고동, 후면 3개층의 색조 생산동으로 구성되어 있어 다양한 제형의 제품 생산이 가능하고, 중앙의 비어 있는 부분은 향후 확장 가능한 공간이다. 현재 연간 생산능력은 5.5억개에 달하며, 확장 후 생산능력은 8억개까지 늘어날 수 있을 것으로 추산된다.

Earnings

한국콜마의 무석법인 매출액은 '19년 215억원 → '20년 493억원 → '21년 1,118억원 → '22년 1,120억원 → '23E 1,753억원으로 매년 증가세이며, 올해 역대 최대 실적을 달성할 전망이다. 또한, 무석을 중심으로 중국 시장에서의 강한 턴어라운드를 보여주며 설립 이후 첫 영업이익 흑자전환을 기록하는 등 사세를 확장해 나가고 있다. 향후에도 무석은 변화무쌍한 중국 시장에서 1)성장하는 고객사와의 협업 및 2)Sun 케어 경쟁력을 바탕으로 안정적인 흑자 구조가 지속될 전망이다.

투자의견 BUY, 목표주가 75,000원 유지

한국콜마에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 75,000원을 유지한다. 당사 추정치 기준 현재주가 51,600원은 11.6배에 거래 중으로, 밸류에이션 메리트가 충분하다. 당사는 한국, 중국 내 Sun 케어 분야의 경쟁력을 바탕으로 꾸준한 실적 개선이 기대된다. 국내에서는 70% 이상의 높은 M/S를 확보하고 있어 CJ올리브영 내 제품 점유율이 상승 중이다. 또한, 중국에서 폭발적인 성장을 보이는 브랜드사이자 무석법인의 주요 고객사인 M사가 이커머스 채널 내 판매량 순위에서 서구권 및 일본 제품을 넘어 상위권을 차지하는 등 좋은 성과를 보여주고 있어, 향후 실적 동반 성장이 예상된다. 내년 초 완전 자회사로 편입될 연우와의 더블 카운팅 이슈 제거 및 향후 시너지 효과도 기대된다.

Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,586	1,866	2,207	2,406	2,606
영업이익	84	73	155	215	248
순이익	44	-4	89	112	134
EPS (원)	1,565	-961	3,519	4,432	5,294
증감률 (%)	-77.7	적전	흑전	25.9	19.4
PER (x)	25.7	-44.3	14.7	11.6	9.7
PBR (x)	1.3	1.5	1.6	1.4	1.3
영업이익률 (%)	5.3	3.9	7.0	8.9	9.5
EBITDA 마진 (%)	9.0	8.0	11.3	12.7	12.9
ROE (%)	5.5	-3.3	11.5	13.1	13.8

주: IFRS 연결 기준

자료: 한국콜마, 이베스트투자증권 리서치센터

1. Kolmar Wuxi

그림1 한국콜마 무석공장 현황



자료: 한국콜마, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 한국콜마 무석공장 생산설비(1): 마스크시트 자동 설비, 기초자동설비, 튜브자동설비 등



자료: 한국콜마, 이베스트투자증권 리서치센터

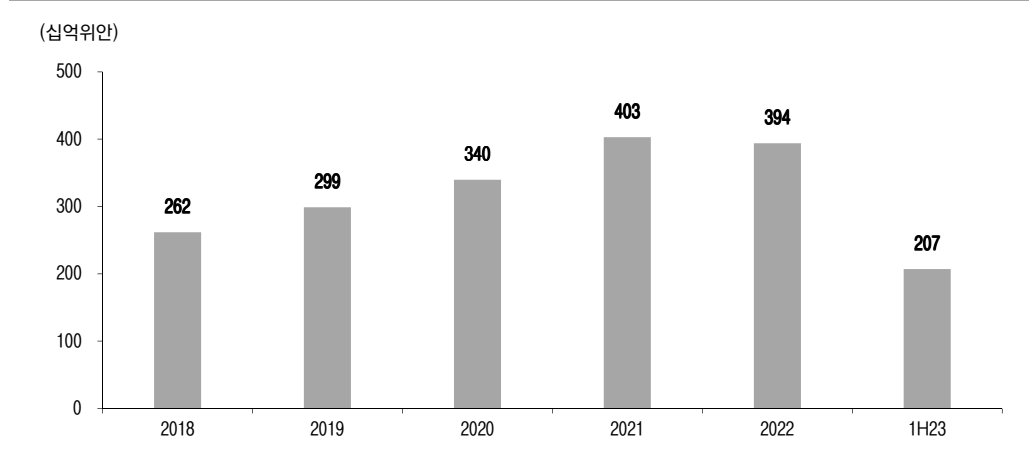
그림3 한국콜마 무석공장 생산설비(2): 원료 계량 바코드 시스템, PLC 탱크 운영 등



자료: 한국콜마, 이베스트투자증권 리서치센터

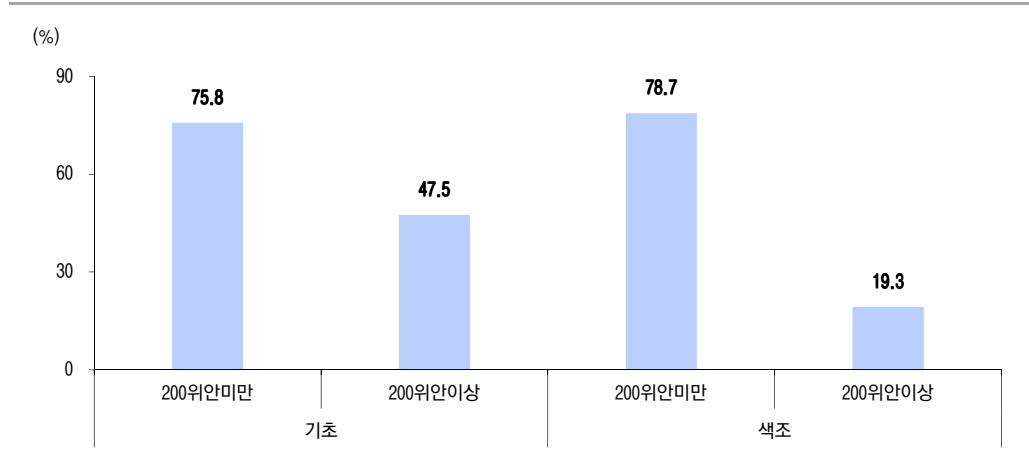
2. 변화무쌍한 중국 화장품 시장

그림4 중국의 뷰티 시장 규모 성장 추이



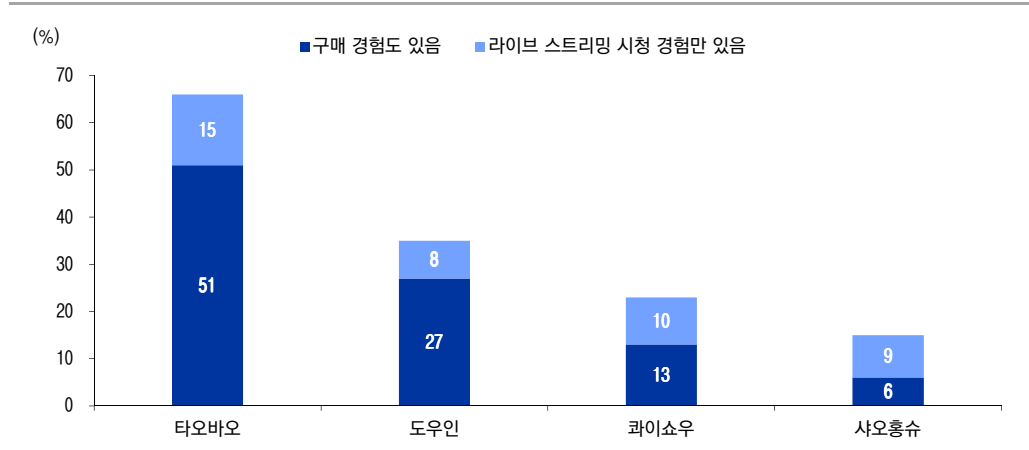
자료: Mintel, 이베스트투자증권 리서치센터

그림5 중국 로컬 브랜드의 고가형 화장품 시장 진출 노력



자료: Mintel, 이베스트투자증권 리서치센터

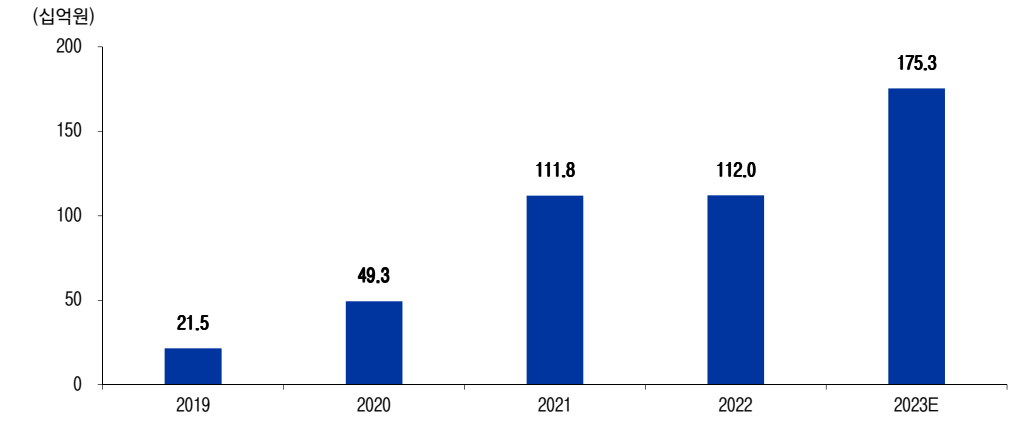
그림6 중국 온라인 이커머스 채널의 중요도 확대 중



자료: Mintel, 이베스트투자증권 리서치센터

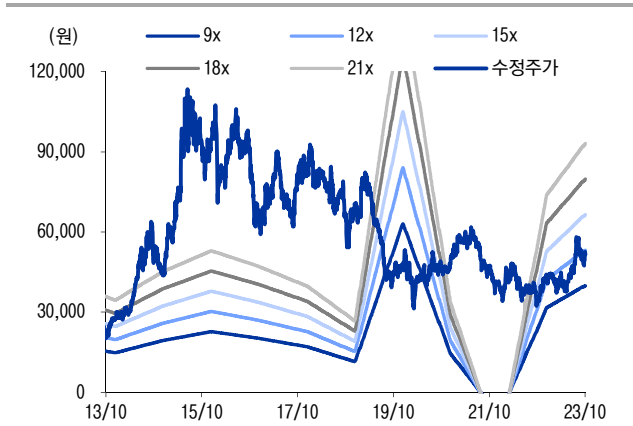
3. 한국콜마 실적 추정: '23E 무석법인 +57%

그림7 한국콜마: 중국 무석법인 실적 추이 및 전망



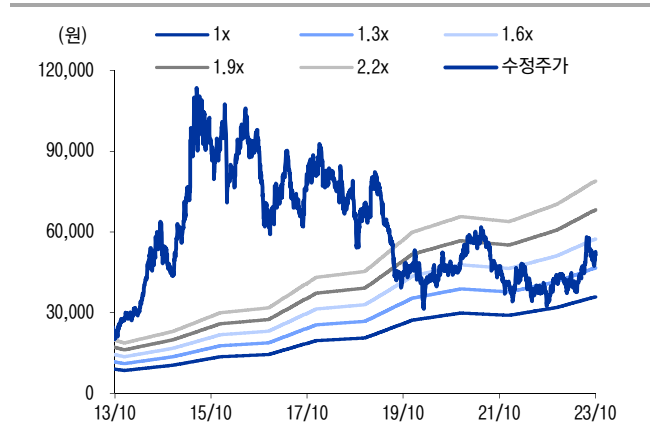
자료: 한국콜마, 이베스트투자증권 리서치센터

그림8 한국콜마 PER 밴드 차트



자료: 한국콜마, 이베스트투자증권 리서치센터

그림9 한국콜마 PBR 밴드 차트



자료: 한국콜마, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 한국콜마 부문별 실적추정 상세 내역

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	410.4	502.7	473.5	479.1	487.7	599.7	545.0	575.0	1,865.7	2,207.4	2,406.4
한국	179.4	205.8	175.5	163.9	201.8	254.4	201.1	205.0	724.6	862.3	939.1
중국	36.2	33.2	28.1	31.3	36.5	63.6	42.8	51.5	128.8	194.4	220.2
- 북경	4.7	4.5	4.2	3.4	3.5	7.2	4.5	3.9	16.8	19.1	20.0
- 무석	31.5	28.7	23.9	27.9	33.0	56.4	38.3	47.6	112.0	175.3	200.3
북미	17.6	16.7	21.2	18.6	18.5	22.6	23.7	21.8	74.1	86.6	97.6
- 미국	5.4	5.6	8.5	6.2	6.5	8.3	9.3	7.3	25.7	31.5	34.2
- 캐나다	12.2	11.1	12.7	12.4	12.0	14.3	14.4	14.5	48.4	55.1	63.4
HK이노엔	180.2	251.9	198.1	216.3	184.9	204.4	218.5	235.8	846.5	843.5	899.7
연우	-	-	54.0	51.9	50.5	63.2	62.5	63.7	105.9	239.9	266.5
매출액 YoY (%)	3.8	21.8	25.9	19.1	18.8	19.3	15.1	20.0	17.6	18.3	9.0
한국	4.1	20.9	23.7	10.4	12.5	23.6	14.6	25.1	14.5	19.0	8.9
중국	18.7	-18.6	-10.8	-7.7	0.8	91.6	52.5	64.5	-5.8	51.0	13.3
- 북경	-23.0	-45.8	-20.8	-34.6	-25.5	60.0	8.0	14.5	-32.5	13.9	4.3
- 무석	29.1	-11.7	-8.8	-2.8	4.8	96.5	60.3	70.6	0.2	56.5	14.2
북미	12.1	-6.7	17.8	42.0	5.1	35.3	11.7	17.2	14.5	16.8	12.7
- 미국	12.5	-8.2	26.9	-6.1	20.4	48.2	9.8	18.1	6.2	22.4	8.7
- 캐나다	11.9	-5.9	12.4	90.8	-1.6	28.8	13.0	16.7	19.5	13.9	15.0
HK이노엔	-3.5	36.2	5.0	3.3	2.6	-18.9	10.3	9.0	10.0	-0.4	6.7
연우	-	-	-	-	-	-	15.8	22.7	-	126.6	11.1
영업이익	12.9	33.6	18.1	8.6	12.1	55.7	37.6	49.7	73.3	155.1	214.7
한국	14.4	22.9	10.4	21.4	13.5	34.7	17.5	25.2	69.1	90.9	101.2
중국	-2.7	-3.2	-6.9	-3.1	-0.1	8.7	2.4	5.8	-15.9	16.7	21.8
- 북경	-1.3	-1.1	-2.8	-1.7	-0.6	-0.5	-0.5	-0.2	-6.9	-1.8	-1.4
- 무석	-1.4	-2.1	-4.1	-1.4	0.6	9.2	2.9	5.9	-9.0	18.6	23.2
북미	-3.3	-5.1	-2.5	-3.6	-3.9	-1.8	-2.1	0.4	-14.5	-7.4	2.2
- 미국	-3.1	-3.5	-1.8	-1.8	-3.7	-2.5	-1.7	-0.4	-10.2	-8.3	-1.2
- 캐나다	-0.2	-1.6	-0.7	-1.8	-0.2	0.7	-0.4	0.8	-4.3	0.9	3.3
HK이노엔	4.2	17.7	22.2	8.4	5.6	15.3	21.9	21.5	52.5	64.2	88.9
연우	-	-	-4.8	-0.6	-2.5	1.2	2.1	3.8	-5.4	4.6	13.9
영업이익 YoY (%)	-46.8	57.8	41.6	-66.7	-6.6	65.5	107.9	475.5	-13.0	111.6	38.4
한국	-8.3	15.0	0.0	9.2	-6.0	51.4	68.2	17.8	5.3	31.6	11.4
중국	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적지	흑전	30.0
북미	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	흑전
HK이노엔	-67.5	496.6	30.0	-51.2	32.4	-13.2	-1.6	155.4	4.5	22.4	38.3
연우	-	-	-	-	-	-	흑전	흑전	-	흑전	201.4
OPM (%)	3.1	6.7	3.8	1.8	2.5	9.3	6.9	8.6	3.9	7.0	8.9
한국	8.0	11.1	5.9	13.1	6.7	13.6	8.7	12.3	9.5	10.5	10.8
중국	-7.5	-9.6	-24.6	-9.9	-0.2	13.7	5.5	11.2	-12.3	8.6	9.9
북미	-18.8	-30.5	-11.8	-19.4	-21.1	-8.0	-8.9	1.8	-19.6	-8.6	2.2
HK이노엔	2.3	7.0	11.2	3.9	3.0	7.5	10.0	9.1	6.2	7.6	9.9
연우	-	-	-8.9	-1.2	-4.9	1.9	3.3	6.0	-5.1	1.9	5.2

자료: 한국콜마, 이베스트투자증권 리서치센터
 주: K-IFRS 연결기준

한국콜마 (161890)

재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	883	816	928	1,062	1,212
현금 및 현금성자산	191	220	246	329	422
매출채권 및 기타채권	228	266	320	347	376
재고자산	210	239	255	276	300
기타유동자산	254	91	106	110	115
비유동자산	1,723	2,117	2,155	2,140	2,133
관계기업투자등	31	34	36	38	39
유형자산	446	609	662	633	611
무형자산	1,127	1,302	1,305	1,311	1,318
자산총계	2,606	2,933	3,082	3,202	3,345
유동부채	889	868	936	965	996
매입채무 및 기타채무	256	298	318	344	373
단기금융부채	592	533	575	575	575
기타유동부채	40	37	44	46	47
비유동부채	358	596	603	606	608
장기금융부채	318	535	545	545	545
기타비유동부채	40	61	59	61	63
부채총계	1,246	1,464	1,540	1,570	1,603
자배주주지분	684	664	731	821	931
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	267	264	262	262	262
이익잉여금	403	384	453	543	653
비자배주주지분(연결)	676	805	811	811	811
자본총계	1,360	1,469	1,542	1,632	1,742

현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-3	91	136	170	185
당기순이익(손실)	44	-4	89	112	134
비현금수익비용가감	122	185	114	78	73
유형자산감가상각비	47	62	77	77	74
무형자산상각비	12	14	17	14	14
기타현금수익비용	64	110	7	-22	-24
영업활동 자산부채변동	-59	-32	-39	-21	-23
매출채권 감소(증가)	-40	-4	-54	-27	-29
재고자산 감소(증가)	-58	-10	-13	-21	-23
매입채무 증가(감소)	56	-7	27	26	29
기타자산, 부채변동	-17	-12	1	1	1
투자활동 현금	-283	-145	-118	-76	-80
유형자산처분(취득)	-40	-32	-85	-49	-53
무형자산 감소(증가)	-11	-17	-18	-21	-21
투자자산 감소(증가)	-145	74	-10	0	-1
기타투자활동	-88	-169	-4	-6	-6
재무활동 현금	98	82	8	-11	-11
차입금의 증가(감소)	-233	121	24	0	0
자본의 증가(감소)	-8	-39	-11	-11	-11
배당금의 지급	8	15	-11	-11	-11
기타재무활동	338	0	-5	0	0
현금의 증가	-186	29	26	83	93
기초현금	377	191	220	246	329
기말현금	191	220	246	329	422

자료: 한국콜마, 이베스트투자증권 리서치센터

손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,586	1,866	2,207	2,406	2,606
매출원가	1,158	1,397	1,623	1,691	1,832
매출총이익	428	469	585	715	774
판매비 및 관리비	344	396	430	500	526
영업이익	84	73	155	215	248
(EBITDA)	143	149	248	306	336
금융손익	-16	-23	-36	-39	-39
이자비용	31	33	44	46	46
관계기업등 투자손익	-1	-1	4	4	4
기타영업외손익	-1	-32	-2	-9	-9
세전계속사업이익	67	17	121	172	205
계속사업법인세비용	23	21	32	59	71
계속사업이익	44	-4	89	112	134
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	44	-4	89	112	134
지배주주	36	-22	81	101	121
총포괄이익	45	-3	89	112	134
매출총이익률 (%)	27.0	25.1	26.5	29.7	29.7
영업이익률 (%)	5.3	3.9	7.0	8.9	9.5
EBITDA 마진률 (%)	9.0	8.0	11.3	12.7	12.9
당기순이익률 (%)	2.7	-0.2	4.0	4.7	5.1
ROA (%)	1.4	-0.8	2.7	3.2	3.7
ROE (%)	5.5	-3.3	11.5	13.1	13.8
ROIC (%)	3.0	-0.9	5.1	6.1	7.0

주요 투자지표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
투자지표 (x)					
P/E	25.7	-44.3	14.7	11.6	9.7
P/B	1.3	1.5	1.6	1.4	1.3
EV/EBITDA	10.5	11.8	7.9	6.2	5.3
P/CF	5.6	5.4	5.8	6.2	5.7
배당수익률 (%)	1.0	1.2	1.0	1.0	1.0
성장성 (%)					
매출액	20.0	17.6	18.3	9.0	8.3
영업이익	-30.7	-13.0	111.6	38.4	15.4
세전이익	-70.0	-74.5	613.0	41.7	19.4
당기순이익	-72.9	적전	흑전	25.9	19.4
EPS	-77.7	적전	흑전	25.9	19.4
안정성 (%)					
부채비율	91.7	99.6	99.8	96.2	92.1
유동비율	99.4	94.0	99.0	110.1	121.8
순차입금/자기자본(x)	42.4	52.8	51.1	43.0	34.8
영업이익/금융비용(x)	2.8	2.2	3.5	4.7	5.4
총차입금 (십억원)	910	1,068	1,120	1,120	1,120
순차입금 (십억원)	577	775	789	703	606
주당지표 (원)					
EPS	1,565	-961	3,519	4,432	5,294
BPS	29,876	29,024	31,961	35,893	40,686
CFPS	7,249	7,905	8,877	8,328	9,069
DPS	415	500	500	500	500

한국콜마 목표주가 추이		투자의견 변동내역												
(원) 		투자 의견	목표 가격	괴리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	괴리율(%)				
				최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비		
		2022.05.17 Buy	58,000	-23.4		-32.0								
		2023.04.10 변경 오지우	57,000											
		2023.04.10 Buy	57,000	-18.1		-27.3								
		2023.07.10 Buy	63,000	-9.8		-23.6								
		2023.08.14 Buy	75,000											

Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 오지우).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부가 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 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

- _ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3자에게 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.
- _ 본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 금융투자분석사 오지우는 한국콜마로부터 비용을 제공받아 기업탐방에 참석한 사실이 있음을 고지합니다.

투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비 업종 비중 기준 투자등급 3단계	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준 투자등급 3단계	Buy (매수) Hold (보유) Sell (매도) 합계	+15% 이상 기대 -15% ~ +15% 기 -15% 이하 기대	91.4% 8.6%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
				100.0%	투자의견 비율은 2022. 10. 1 ~ 2023. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의 견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)