

2023. 10. 23



▲ 화장품/의류

Analyst **하누리**
02. 6454-4892
nuri.ha@meritz.co.kr

Buy (20 거래일 평균종가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) **70,000 원**

현재주가 (10/20) **51,600 원**

상승여력 **35.7%**

KOSPI	2,375.00pt
시가총액	11,807억원
발행주식수	2,288만주
유동주식비율	72.29%
외국인비중	29.82%
52주 최고/최저가	58,100원/33,900원
평균거래대금	121.2억원

주요주주(%)	
한국콜마홀딩스 외 27 인	27.71
국민연금공단	12.48
NIHON KOLMAR	12.14

주가상승률(%)			
	1개월	6개월	12개월
절대주가	-1.7	19.9	52.0
상대주가	5.9	29.4	41.9

주가그래프



한국콜마 161890

중국 출장가: 우시 시대

- ✓ 주식교환: 연우 완전 자회사 편입, 기업가치 상승/건전성 증대/효율성 증진 목적
- ✓ 우시콜마: 실적 고성장 실현, CAPA 확장/인력 추가/품목 확장 기반 성장세 지속
- ✓ MISTINE: 중국 최대 거래선행 자사 처방 및 생산 선 제품 판매 강세
- ✓ MINTEL: 중국 현지 화장품사 저가 강세 및 연구 개발 확장, 라이브 커머스 주요
- ✓ 한국콜마 해외 법인 (중국 우시, 미국 연우 시너지 창출) 활약 기대

주식교환 - 연우 완전 자회사 편입

연우를 완전 자회사로 편입한다. 주식교환을 통해 나갈 돈은 줄이고 (공개매수 대비 현금 유출 축소), 들어올 돈은 늘린다 (연우 배당금 100% 수취). 기업가치 상승 효과는 +7.2% (시가총액 + 순부채; 한국콜마 2조 956억원, 연우 1,505억원), EPS 증가 효과는 +4.8% (2024E 지배순이익), 신주 발행 희석 효과는 7.1% (한국콜마 발행주식수 증가분)이며, 적정주가는 기존과 동일하게 산출된다.

우시콜마 - 해외 ODM 흑자 전환 견인

해외 사업도 돈 번다 (해외 ODM 영업이익: 2018~2022년 연평균 200억원 적자, 2023E 흑자전환). 중국 우시콜마의 실적 개선에 기인한다. 우시는 고마진 선 제품을 통해 1Q23 BEP 돌파, 2Q23 신기록 경신의 기염을 토했다. 제조업 핵심 3요소 (개발력, 품질력, 생산력)에 집중한 결과다 (2019~2023E 매출액 CAGR +67.9%). CAPA 확장과 인력 공급 여력 또한 충분하다.

MISTINE - 중국 최대 거래선 낙수효과

우시콜마의 최대 거래선, Mistine 호조에 따른 낙수효과가 더해진다. 선 케어 품목에서 독보적인 성과를 시현하고 있다 (중국 티몰 및 미국 아마존 자외선 차단제 판매 1위). 품질 경쟁력과 온라인 집중 전략이 주효하다.

MINTEL - 중국 화장품 시장 분석

시장 조사 기관 Mintel을 통해 중국 현지 브랜드의 성장 (저가품 점유율 확장)과 전략 (원료 투자 확대), 온라인 채널 (라이브 커머스)의 중요성을 확인했다.

(십억원)	매출액	영업이익	순이익 (지배주주)	EPS (원) (지배주주)	증감률 (%)	BPS (원)	PER (배)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	부채비율 (%)
2021	1,586.3	84.3	35.8	1,565	-72.9	29,876	25.7	1.3	14.6	5.5	91.7
2022	1,865.7	73.3	-22.0	-961	적전	29,024	-	1.5	17.1	-3.3	99.6
2023E	2,179.0	160.7	74.1	3,239	흑전	31,755	15.9	1.6	11.1	10.7	97.8
2024E	2,471.1	214.5	94.1	4,114	31.0	35,369	12.5	1.5	9.1	12.3	86.9
2025E	2,673.3	242.8	116.0	5,069	19.0	39,937	10.2	1.3	8.0	13.5	77.2

주식교환 - 연우 완전 자회사 편입

한국콜마가 연우를 완전 자회사로 편입한다. 연우 잔여 지분에 한국콜마 신주를 교부하는 주식교환 방식이다. 교환비율은 한국콜마 1주당 연우 0.2915837주로, 신주 모집 총액은 833억원 (주당가액 51,234원, 보통주 1,626,774주)에 달한다. **기업가치 상승 효과는 +7.2%** (시가총액 + 순부채; 한국콜마 2조 956억원, 연우 1,505억원), **EPS 증가 효과는 +4.8%** (2024E 지배순이익), **신주 발행 희석 효과는 7.1%** (한국콜마 발행주식수 증가분)이며, **적정주가는 기존과 동일하게 산출된다.**

주식교환을 통해 **나갈 돈은 줄이고** (100% 공개매수 대비 현금 유출 축소), **들어올 돈은 늘린다** (연우 배당금 100% 수취; 2019~2021년 연간 배당총액 20억원). 단, 최대주주 **한국콜마홀딩스의 지분 희석** (기존 27.1% → 변경 25.3%; -1.8%p)과 **주가 변동성 확대** (연우 매수청구가격 인상 목적 수급 유입)는 불가피하다. 연우의 일 평균 거래대금은 9억원 (vs. 콜마 95억원), 유동비율은 23.5% (vs. 콜마 47.6%)에 불과하다. 주가 등락 폭이 매우 크겠다.

회사명	한국콜마	연우
발행주식수 (주; 현재)	22,881,180	12,398,000
발행주식수 (주; 미래)	24,507,954	0
총자산 (십억원)	3,040	285
자본금 (십억원)	11	6

주: 발행주식수는 증권신고서 제출일, 총자산 및 자본금은 2Q23 연결재무제표 기준. 자료: 메리츠증권 리서치센터

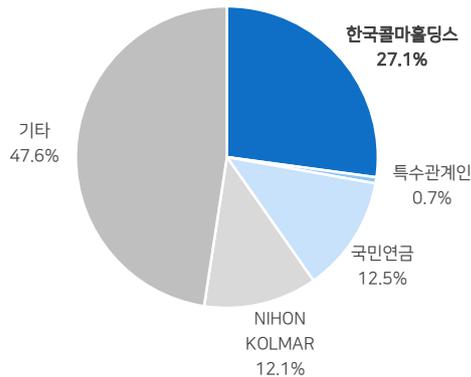
기준					
(십억원, 배, %)	순이익	Target PER	적정가치	비고	
영업가치	91				
① 화장품: 총진 OEM, 연우	66	18	1,157	- 순이익: OEM 지배순이익 + 연우 지배순이익 * 지분율 55%	
				- Target PER: 글로벌 화장품 OEM Peer 평균 적용	
② 의약품: 이노엔	25	14	339	- 순이익: 이노엔 지배순이익 * 지분율 43%	
				- Target PER: 의약품 Peer 평균 대비 30% 할인 적용	
적정 시가총액			1,496		
주식 수			22,881		
적정주가 (원)			70,000		
변경					
(십억원, 배, %)	순이익	Target PER	적정가치	비고	
영업가치	95				
① 화장품: 총진 OEM, 연우	70	18	1,224	- 순이익: OEM 지배순이익 + 연우 지배순이익 * 지분율 100%	
				- Target PER: 글로벌 화장품 OEM Peer 평균 적용	
② 의약품: 이노엔	25	14	339	- 순이익: 이노엔 지배순이익 * 지분율 43%	
				- Target PER: 의약품 Peer 평균 대비 30% 할인 적용	
적정 시가총액			1,562		
주식 수			24,508	- 100% 주식교환, 신주 162만주 추가	
적정주가 (원)			70,000		

자료: 메리츠증권 리서치센터

연우 흡수합병은 ① **기업가치 상승**, ② **재무 건전성 증대**, ③ **사업 효율성 증진**에 목적한다. **[가치]** 이중 상장에 따른 가치 분산을 해소, 한국콜마 기업가치를 향상시킨다. 연우 (1,959억원)의 시가총액을 단순 합산할 시, 한국콜마 (1조 1,807억원)는 기존 대비 +16.6% 늘어난다. **[재무]** 재무 구조가 개선된다. 2Q23 기준 연우는 순현금 454억원을 보유, 콜마의 부채 부담을 줄여주고 있다 (한국콜마 연결 순부채 8,695억원 = 콜마 5,645억원 & 이노엔 3,505억원 & 연우 -454억원).

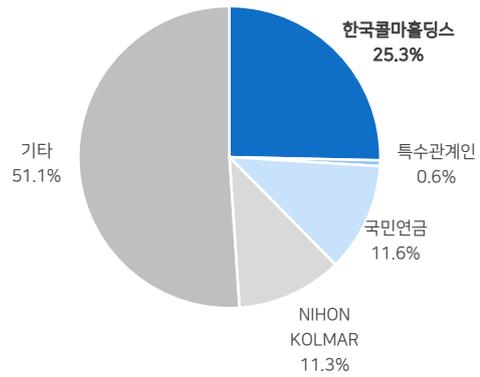
[사업] 연우의 상장 폐지로 사업 전개와 의사 결정에의 효율성이 향상되겠다. 콜마는 **후방 수직계열화**에의 **특강점**을 적극 활용할 것으로 본다. 부자재 역내 조달을 통한 중간 마진 내재화와 고객사 다변화를 말한다. 연우 2대주주이자 미국 벤더사인 PKG Group과의 협업을 통해, 북미 영업력 확장에도 시너지를 창출할 전망이다.

그림1 한국콜마 지배구조 현황 (기준)



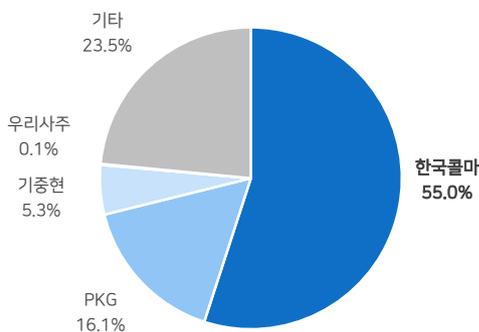
주: 국민연금은 2023년 9월 27일 보고서 작성 기준, 그 외는 2Q23 분기보고서 기준
 자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

그림2 한국콜마 지배구조 현황 (변경)



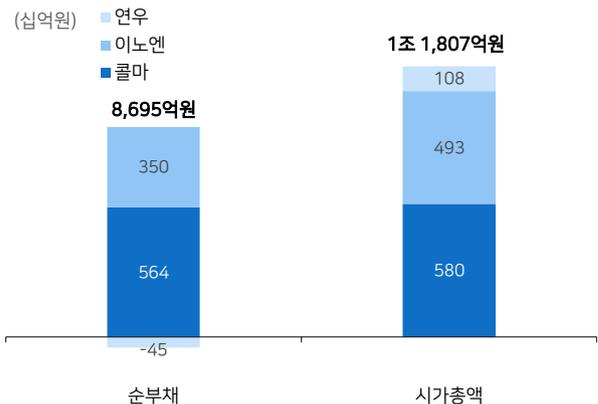
주: 연우 잔여 지분 주식교환용 보통주 1,626,774주 신주 발행분 합산 기준
 자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

그림3 연우 지배구조 현황



주: 2Q23 분기보고서 기준
 자료: Dart, 메리츠증권 리서치센터

그림4 한국콜마 순부채 및 시가총액 구성



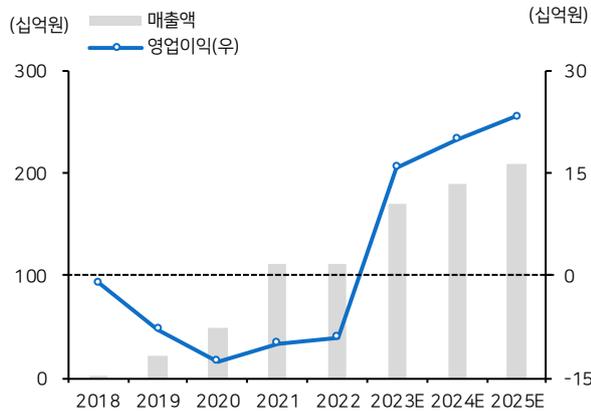
주: 순수 콜마 순부채 = 연결 순부채 - 이노엔 순부채 - 연우 순부채, 순수 콜마 시총 = 콜마 시총 - 이노엔 시총 * 지분율 43% - 연우 시총 * 지분율 55%
 자료: 메리츠증권 리서치센터

우시콜마 - 해외 ODM 흑자 전환 견인

해외 사업도 돈 번다 (해외 ODM 영업이익: 2018~2022년 연평균 200억원 적자, 2023E 흑자전환). **중국 우시콜마의 실적 개선**에 기인한다. 우시는 **1Q23 BEP 돌파** (매출액 330억원, OPM 1.7%), **2Q23 신기록 경신** (매출액 564억원, OPM 16.3%)의 기염을 토했다. 썬 제품 80종에 대한 특허 취득과 색조 품목 확장 (SPF 적용 쿠션/베이스향 Cross-selling)에 따른다. 2023E 매출액 1,710억원 (+52.7%), 영업이익 159억원 (흑전, OPM 9.3%)으로 연결 실적을 견인할 전망이다 (실적 기여도 매출액/영업이익: 연결 대비 8%/10%, ODM 대비 16%/17%).

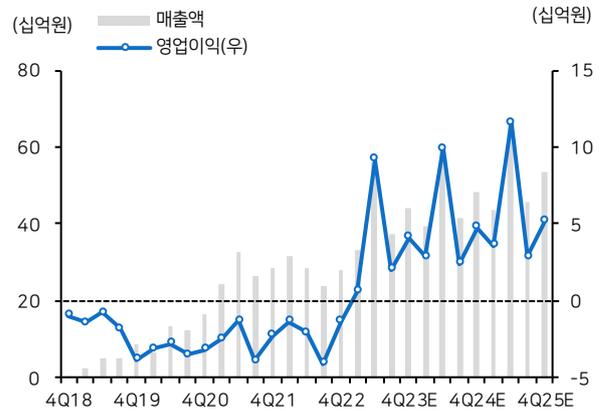
수주 지속성이 높다. 중국은 썬 제품을 Semi OTC로 분류, CFDA (China Food & Drug Administration)의 판매 허가가 필요하다. 인증 과정에의 소요 기간 (평균 18개월)을 감안, 수주 라이프 사이클이 상대적으로 길다. 기술력이 요구되는 고품질 품목으로써 **고단가에 책정**, 마진율이 높기도 하다.

그림5 우시콜마 연간 실적 (중국 무석 법인)



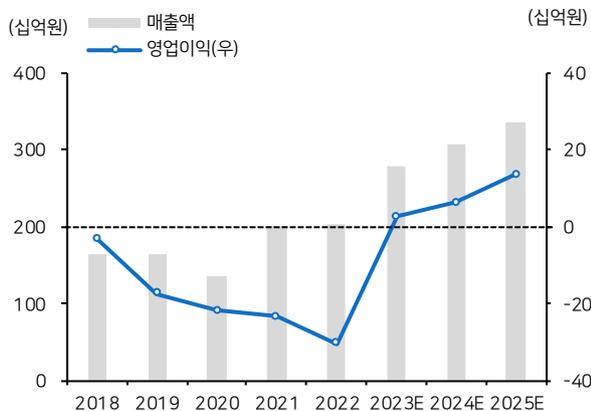
자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

그림6 우시콜마 분기 실적 (중국 무석 법인)



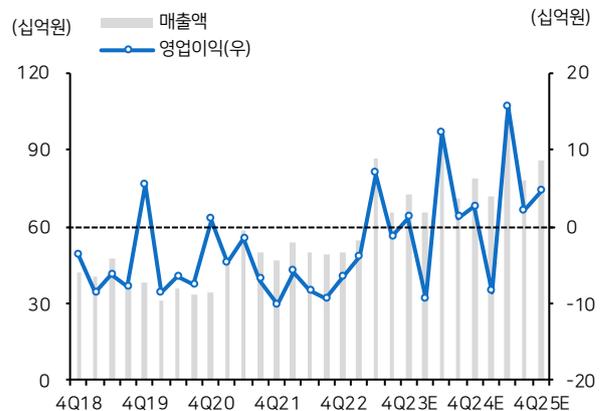
자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

그림7 한국콜마 해외 ODM 연간 실적



자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

그림8 한국콜마 해외 ODM 분기 실적



자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

표3 한국콜마 실적 추이 및 전망											
(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23E	4Q23E	2022	2023E	2024E
매출액	410.4	502.7	473.5	479.1	487.7	599.7	534.9	556.7	1,865.7	2,179.0	2,471.1
국내	179.4	205.8	175.5	163.9	201.8	254.4	193.5	191.5	724.6	841.1	983.2
중국	36.2	33.2	28.2	31.2	36.5	63.6	42.4	49.2	128.8	191.8	212.1
북경	4.7	4.5	4.3	3.4	3.5	7.2	4.8	5.2	16.8	20.7	21.8
무석	31.5	28.7	23.9	27.9	33.0	56.4	37.6	44.1	112.0	171.0	190.3
북미	17.6	16.8	21.1	18.6	18.5	22.6	22.8	23.0	74.1	86.8	96.7
캐나다	12.2	11.1	12.7	12.4	12.0	14.3	13.9	14.3	48.4	54.5	61.2
미국	5.4	5.7	8.4	6.2	6.5	8.3	8.9	8.7	25.7	32.3	35.5
연우	-	-	54.0	51.9	50.5	63.2	64.2	65.8	105.9	243.7	279.5
이노엔	180.2	251.9	198.2	216.3	184.9	204.4	218.4	233.9	846.5	841.5	929.5
영업이익	12.9	33.6	18.1	8.6	12.1	55.7	40.3	52.6	73.3	160.7	214.5
영업이익률	3.1	6.7	3.8	1.8	2.5	9.3	7.5	9.4	3.9	7.4	8.7
국내	14.4	22.9	10.4	21.4	13.5	34.7	17.1	26.2	69.1	91.5	109.6
중국	-2.7	-3.2	-7.0	-3.1	-0.1	8.7	1.2	3.4	-15.9	13.2	17.8
북미	-3.3	-5.1	-2.5	-3.6	-3.9	-1.9	-2.5	-2.3	-14.5	-10.5	-11.6
연우	-	-	-4.8	-0.6	-2.5	1.2	2.2	3.4	-5.4	4.3	13.0
이노엔	4.2	17.7	22.3	8.4	5.6	15.3	22.3	21.9	52.5	65.2	85.5
순이익	10.0	14.8	0.8	-47.6	5.8	34.8	14.9	18.7	-22.0	74.1	94.1
순이익률	2.4	3.0	0.2	-9.9	1.2	5.8	2.8	3.4	-1.2	3.4	3.8
(% YoY)											
매출액	3.8	21.8	25.9	19.1	18.8	19.3	13.0	16.2	17.6	16.8	13.4
국내	4.1	20.9	23.7	10.4	12.4	23.6	10.3	16.8	14.5	16.1	16.9
중국	18.6	-18.6	-10.5	-8.0	0.8	91.7	50.7	57.6	-5.8	48.9	10.6
북경	-24.0	-45.5	-19.2	-35.8	-24.6	60.3	13.4	53.6	-32.6	23.5	5.0
무석	29.3	-11.7	-8.8	-2.9	4.6	96.6	57.3	58.1	0.2	52.7	11.3
북미	12.1	-6.3	16.8	42.6	4.9	34.8	8.0	23.3	14.5	17.2	11.4
캐나다	12.0	-5.6	11.3	93.0	-2.1	28.8	10.0	15.0	19.6	12.5	12.2
미국	12.2	-7.7	26.1	-6.4	20.9	46.5	5.0	40.0	5.9	25.9	10.0
연우	-	-	-21.0	-26.6	-25.1	3.0	18.9	26.8	-18.2	3.8	14.7
이노엔	-3.5	36.2	5.1	3.3	2.6	-18.9	10.2	8.1	10.0	-0.6	10.5
영업이익	-46.8	57.8	41.6	-66.7	-6.6	65.5	122.9	508.9	-13.0	119.2	33.5
영업이익률	-3.0	1.5	0.4	-4.6	-0.7	2.6	3.7	7.6	-1.4	3.4	1.3
국내	-8.6	14.8	0.4	9.2	-5.9	51.6	64.5	22.3	5.2	32.5	19.8
중국	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	적지	흑전	34.9
북미	적지	흑전	적지	적지	적지						
연우	-	-	적전	적전	적전	-67.5	흑전	흑전	적전	흑전	203.0
이노엔	-67.5	496.5	30.4	-51.4	33.3	-13.2	0.4	161.7	4.4	24.2	31.1
순이익	-18.7	14.3	-87.6	적전	-41.8	134.3	1,773.8	흑전	적전	흑전	27.0

자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

제조업의 핵심 3요소 (개발력, 품질력, 생산력)에 집중, 비약적인 성장을 실현하고 있다 (2019~2023E 매출액 CAGR +67.9%). **[개발]** 연구개발 능력이 탁월하다. 전문 연구 인력 110명과 (본사 파견 주재원 10명 포함) 효능 평가 내재화를 통해 고효능 제품 개발에 힘을 쏟고 있다. 썬 제품 특화를 위해 UV 연구센터를 운영하고 있으며, 제약 기술을 도입한 특허 출원도 늘고 있다. **[품질]** 품질 관리가 특출나다. 전문 인력 130명 및 최고급 장비를 투입하여, 원료 입고부터 제품 출고까지 전체 공정을 관리하고 있다. **[생산]** 생산성이 뛰어나다. 본사와 북경 법인의 노하우에 전제형 생산 가능 시설과 자동화 설비 도입을 더해, 생산 효율성을 증대시키고 있다.

우시콜마의 미래는 밝다. **CAPA 확장과 인력 공급이 충분**하기 때문이다. 우시 공장은 2018년 6월 준공된 이후 (건물 연면적 74,631.93m²), 10월부터 가동을 개시했다. 현재 연간 생산능력은 5.5억개 (디자인 CAPA 기준; 공사 기준 2억 1,600만 개)에 달하며, 건물 중앙부 확충을 통해 8억개까지 확장 가능하다. 현재 노무 인원은 1교대로 근무, 2교대/3교대 전환에 따른 생산량 배증 또한 열려있다.



자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터



자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터



자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

MISTINE – 중국 최대 거래선 낙수효과

Mistine 호조에 따른 낙수효과가 더해진다. 우시콜마의 최대 거래선인 Mistine은 썬 케어 품목에서 독보적인 성과를 시현하고 있다. 'Hydrating Sunscreen Lotion'이 중국 티몰과 미국 아마존에서 자외선 차단제 판매 1위를 기록하기도 했다. 태국에 본사를 둔 동남아 브랜드가 글로벌 화장품 시장에서 일으킨 최초이자 최고의 반향이다.

품질 경쟁력과 온라인 전략이 주효하다. **[품질] 제품력 향상에 주력**한다. 소비자 성향을 선제적으로 파악하여, 제품 기획 개발 단계에 적용한다. 처방과 생산은 썬 케의 ODM 1인자 한국콜마 우시 법인이 전담한다. 유통 판매 이후에는 Mistine 자체 시스템을 통해 소비자 사용 후기를 점검하고 반영하면서, 품질을 향상시키는 선순환 구조다. **[유통] 온라인 채널에 집중**한다. 주요 소비층 18-25세의 핵심 구매처이자 양방향 소통 창구로써, 온라인 중심의 유통 전략을 전개한다.

표4 중국 티몰 자외선 차단제 판매 10위 (2023년 8월 기준)

순위	브랜드	국적	가격 (위안)	판매량 (만개)
1	Mistine - 썬 크림	태국	69	19
2	ANESSA	일본	228	13
3	LA ROCHE POSAY	프랑스	159	6
4	Mistine - 썬 스프레이	태국	69	5
5	GOGI	중국	50	5
6	RE:CIPE	한국	66	4
7	Winona	중국	188	4
8	Unnyclub	중국	69	4
9	Loreal	프랑스	100	4
10	Hapapa	중국	79	3

자료: 티몰, 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

그림12 Mistine 썬 크림 (티몰, 아마존 판매 1위 기록)



자료: 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

그림13 Mistine 썬 스프레이



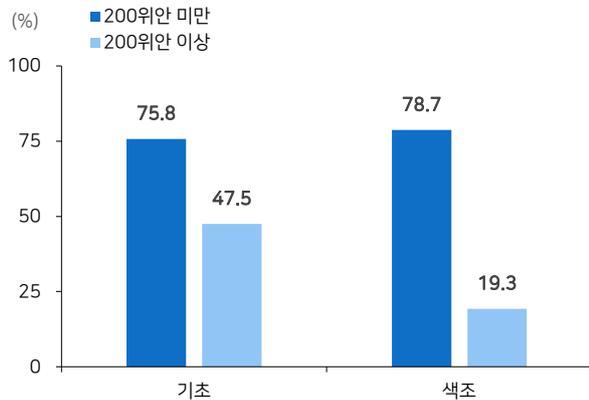
자료: 언론 종합, 메리츠증권 리서치센터

MINTEL – 중국 화장품 시장 분석

시장 조사 기관 Mintel은 중국 현지 브랜드의 성장과 전략, 온라인 채널의 중요성을 강조했다. **[현지 브랜드]** 중국 화장품 브랜드사는 **저가 품목에서 지속 강세**를 보이고 있다. 중국 최대 온라인 플랫폼인 티몰 내 중국 저가 화장품 점유율은 75%를 웃도는 수준이다. 단, 고가품에 대한 소비자 선호는 여전히 서구권에 향한다. 이에 브랜드력 제고하고자 **원료 개발에 대한 투자를 확대**시키고 있다. 20대 초반의 젊은 소비층 또한 기능성 제품에 대한 수요가 확장되고 있기도 하다. 중국 내 신원료를 등기하는 업체 중 64%가 중국 현지 업체라고 한다. 중국 대표 더마 화장품 브랜드인 Winona 또한 식물 추출 특허 확보에 열을 올리는 상황이다.

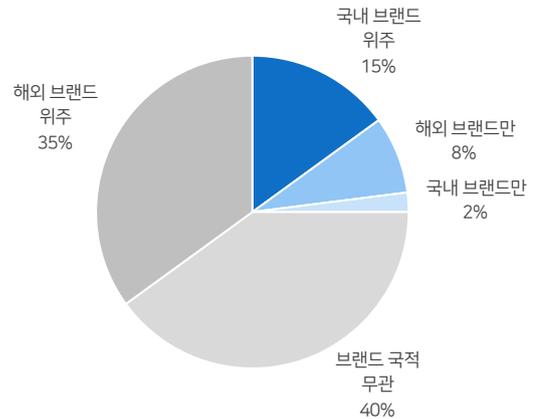
[현지 소비자] 소비 수요는 **온라인에 집중**되는 모습이다. 타오바오를 넘어 도우인, 샤위홍슈, 콰이쇼우 등으로 라이브 커머스 플랫폼이 다각화되면서, KOL (Key Opinion Leader)의 영향력이 강화되는 추세다.

그림14 티몰 내 중국 화장품 점유율



자료: Moojing Fenxiplus, Mintel, 메리츠증권 리서치센터

그림15 소비자 조사: 고가 화장품 브랜드 선정



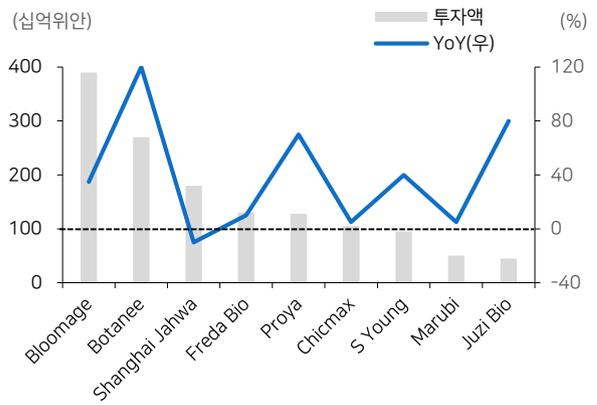
주: 지난 6개월 동안 프레스티지 스킨케어 제품을 구입한 18-59세 여성 인터넷 사용자 1,762명 대상 설문 조사. 자료: Mintel, 메리츠증권 리서치센터

그림16 소비자 조사: 라이브 스트리밍 쇼핑 구매 경험 품목



자료: Mintel, 메리츠증권 리서치센터

그림17 중국 화장품 브랜드사 R&D 투자



주: 2022년 기준
자료: 각 사, Mintel, 메리츠증권 리서치센터

한국콜마 (161890)

Income Statement

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,586.3	1,865.7	2,179.0	2,471.1	2,673.3
매출액증가율(%)	20.0	17.6	16.8	13.4	8.2
매출원가	1,158.2	1,396.9	1,576.2	1,765.1	1,902.3
매출총이익	428.1	468.8	602.8	706.0	771.0
판매관리비	343.9	395.6	442.1	491.5	528.2
영업이익	84.3	73.3	160.7	214.5	242.8
영업이익률(%)	5.3	3.9	7.4	8.7	9.1
금융손익	-15.9	-24.4	-29.0	-37.6	-32.1
종속/관계기업손익	-0.9	-1.2	-0.2	-0.2	-0.2
기타영업외손익	-0.9	-30.8	0.7	1.0	0.9
세전계속사업이익	66.5	17.0	132.2	177.7	211.5
법인세비용	23.0	21.1	30.4	44.4	52.9
당기순이익	43.5	-4.1	101.8	133.3	158.6
지배주주지분 순이익	35.8	-22.0	74.1	94.1	116.0

Balance Sheet

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	882.9	816.3	933.1	1,027.6	1,156.6
현금및현금성자산	191.2	220.1	264.6	305.1	378.2
매출채권	225.6	258.8	300.7	329.3	355.0
재고자산	210.2	239.4	253.8	269.0	290.0
비유동자산	1,723.2	2,117.0	2,146.1	2,109.9	2,078.4
유형자산	445.5	608.9	660.2	626.6	597.9
무형자산	1,126.9	1,301.8	1,299.6	1,295.3	1,291.1
투자자산	30.8	33.8	37.4	39.1	40.5
자산총계	2,606.0	2,933.3	3,079.2	3,137.4	3,235.0
유동부채	888.6	868.1	931.5	904.0	886.3
매입채무	157.0	160.2	166.6	173.2	186.8
단기차입금	223.2	311.7	366.8	311.8	261.8
유동성장기부채	355.3	207.6	178.8	178.8	178.8
비유동부채	357.9	595.7	591.0	554.9	523.0
사채	249.4	299.5	209.7	209.7	209.7
장기차입금	25.1	193.6	251.8	209.0	171.0
부채총계	1,246.5	1,463.8	1,522.5	1,458.8	1,409.2
자본금	11.4	11.4	11.4	11.4	11.4
자본잉여금	266.7	264.5	262.3	262.3	262.3
기타포괄이익누계액	2.7	4.1	5.8	5.8	5.8
이익잉여금	402.8	383.7	446.6	529.3	633.9
비지배주주지분	676.0	805.4	830.2	869.3	912.0
자본총계	1,359.6	1,469.5	1,556.8	1,678.6	1,825.8

Statement of Cash Flow

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-3.1	90.8	178.1	195.7	217.2
당기순이익(손실)	43.5	-4.1	101.8	133.3	158.6
유형자산상각비	46.6	61.6	74.5	71.4	66.2
무형자산상각비	11.8	13.9	11.5	4.3	4.2
운전자본의 증감	-58.8	-32.3	-5.2	-13.3	-11.8
투자활동 현금흐름	-283.0	-145.3	-103.9	-47.5	-46.1
유형자산의증가(CAPEX)	-40.1	-37.8	-82.4	-37.9	-37.4
투자자산의감소(증가)	-9.1	-2.9	-3.7	-1.7	-1.5
재무활동 현금흐름	97.6	82.0	-30.2	-107.7	-98.1
차입금의 증감	-221.0	158.1	14.0	-96.3	-86.6
자본의 증가	38.4	-2.2	-2.2	0.0	0.0
현금의 증가(감소)	-186.0	28.9	44.5	40.5	73.0
기초현금	377.2	191.2	220.1	264.6	305.1
기말현금	191.2	220.1	264.6	305.1	378.2

Key Financial Data

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
주당데이터(원)					
SPS	69,329	81,540	95,229	107,995	116,835
EPS(지배주주)	1,565	-961	3,239	4,114	5,069
CFPS	7,249	7,905	11,231	12,525	13,519
EBITDAPS	6,234	6,499	10,781	12,683	13,688
BPS	29,876	29,024	31,755	35,369	39,937
DPS	415	500	500	500	500
배당수익률(%)	1.0	1.2	1.0	1.0	1.0
Valuation(Multiple)					
PER	25.7	-	15.9	12.5	10.2
PCR	5.6	5.4	4.6	4.1	3.8
PSR	0.6	0.5	0.5	0.5	0.4
PBR	1.3	1.5	1.6	1.5	1.3
EBITDA(십억원)	142.6	148.7	246.7	290.2	313.2
EV/EBITDA	14.6	17.1	11.1	9.1	8.0
Key Financial Ratio(%)					
자기자본이익률(ROE)	5.5	-3.3	10.7	12.3	13.5
EBITDA 이익률	9.0	8.0	11.3	11.7	11.7
부채비율	91.7	99.6	97.8	86.9	77.2
금융비용부담률	1.9	1.8	2.0	1.7	1.4
이자보상배율(x)	2.8	2.2	3.7	5.0	6.3
매출채권회전율(x)	7.7	7.7	7.8	7.8	7.8
재고자산회전율(x)	8.8	8.3	8.8	9.5	9.6

Compliance Notice

본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 금융투자분석사 하누리(는)의 한국콜마 기업설명회에 한국콜마의 일부 비용으로 참석 한 사실이 있음을 고지합니다. 본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

기업	향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미
추천기준일 직전 1개월간 증가대비 3등급	Buy 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상 Hold 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 Sell 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만
산업	시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천
추천기준일 시장지수대비 3등급	Overweight (비중확대) Neutral (중립) Underweight (비중축소)

투자 의견 비율

투자 의견	비율
매수	86.5%
중립	13.5%
매도	0.0%

2023년 9월 30일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

한국콜마 (161890) 투자등급변경 내용

* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

변경일	자료형식	투자 의견	적정주가 (원)	담당자	과리율(%)*		주가 및 적정주가 변동추이
					평균	최고(최저)	
2021.10.12	산업브리프	Buy	60,000	하누리	-24.8	-20.9	
2021.11.16	기업브리프	Buy	52,000	하누리	-19.5	-18.8	
2021.11.18	산업분석	Buy	49,000	하누리	-17.8	-15.1	
2022.01.12	기업브리프	Buy	47,000	하누리	-18.6	-6.6	
2022.02.22	기업브리프	Buy	55,000	하누리	-19.3	-12.4	
2022.04.08	산업브리프	Buy	58,000	하누리	-28.9	-17.2	
2022.07.14	기업브리프	Buy	55,000	하누리	-30.4	-25.3	
2022.10.13	기업브리프	Buy	50,000	하누리	-31.3	-27.2	
2022.11.09	산업분석	Buy	48,000	하누리	-14.9	-8.1	
2023.01.16	기업브리프	Buy	51,000	하누리	-15.1	-12.8	
2023.02.28	기업브리프	Buy	52,000	하누리	-22.4	-18.4	
2023.04.13	기업브리프	Buy	55,000	하누리	-25.1	-18.5	
2023.05.15	기업브리프	Buy	62,000	하누리	-38.3	-36.5	
2023.05.24	산업분석	Buy	60,000	하누리	-30.5	-26.2	
2023.07.04	기업브리프	Buy	65,000	하누리	-26.4	-12.6	
2023.08.14	기업브리프	Buy	77,000	하누리	-30.9	-24.5	
2023.10.13	기업브리프	Buy	70,000	하누리	-	-	