한국콜마 (161890)

1분기 중간 점검: 수주 호조 지속

BUY (유지)

목표주가(12M)	75,000원
현재주가(3.14)	43,850원

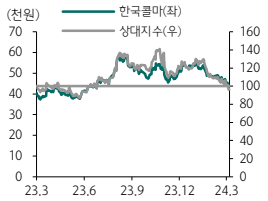
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,718.76
52주 최고/최저(원)	58,100/37,250
시가총액(십억원)	1,035.1
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	23,605.1
60일 평균 거래량(천주)	111.7
60일 평균 거래대금(십억원)	5.6
외국인지분율(%)	29.40
주요주주 지분율(%)	
한국콜마홀딩스 외 25 인	26.86
국민연금공단	12.80

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	2,155.4	2,457.2
영업이익(십억원)	139.8	203.9
순이익(십억원)	85.8	115.0
EPS(원)	2,842	3,701
BPS(원)	31,631	31,836

Stock Price



Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,586.3	1,865.7	2,155.4	2,500.9
영업이익	84.3	73.3	136.5	222.7
세전이익	66.5	17.0	34.0	193.2
순이익	35.8	(22.0)	5.6	106.4
EPS	1,565	(961)	246	4,650
증감율	(77.66)	적전	흑전	1,790.24
PER	25.72	(44.33)	217.89	9.43
PBR	1.35	1.47	1.81	1.25
EV/EBITDA	14.60	17.15	12.02	8.10
ROE	5.48	(3.26)	0.84	14.36
BPS	29,876	29,024	29,586	35,181
DPS	415	500	500	500

Analyst 박은정 eunjung.park3@hanafn.com
RA 김다혜 kim.dahae@hanafn.com

하나증권 리서치센터

1분기 중간 점검: 수주 호조 지속

당사는 지난 3/13~14 양일간 기관투자자 NDR 미팅을 진행하며, 최근 현황을 점검하는 시간을 가졌다. 다수의 투자가 미팅에서 소통했던 내용을 요약하면 대부분 **최근 수주 동향 & 생산 능력 확보 & 자회사 효율화** 등으로 요약할 수 있다. 주요 질의는 아래와 같다.

①지난해 국내 매출이 18% 성장하며 고성장 기록, 이 추세가 지속되고 있는지? 지난해 한국은 연간 수주 흐름 강했으나, 동사의 ERP 시스템 교체 등으로 실제 실적은 상반기만 상당히 강했음. 특히 지난해 5월 사상 최대 매출(800억원 후반) 기록. 올해는 이미 1월부터 전년도 성수기 매출(800억원) 추세와 유사하며 3월은 역사상 월 매출 최대 예상. 2023년에 당사가 생산한 선(Sun)제품이 국내 H&B 채널, 해외 수출에서 두각을 나타냄에 따라, 당사와 거래했던 브랜드사 수주 이미 확정. 추가 브랜드들의 수주까지 확대 분위기 파악 **②법인별 가동률 현황은 어떤지?** 연간 기준 가동률은 별도 97%, 무석 38%, 북경 한 자리수, 캐나다/미국 50% 미만 파악. **③국내 수주 급증 하나, 가동률이 Full capa 수준인데, 추가 외형 확대 가능한지?** 지난해 생산 프로세스 중 충진/포장 등의 과정 일부를 외주 주며 생산. 현재도 상황이어지고 있음. 다만 현재 수주 상황이 capa를 넘어서는 수준으로 좋은 것도 맞고, 지난해 국내 고성장을 기록했으나 수주 상황을 돌이켜 보면 capa가 추가 확보되었다면 그 이상을 했을 것임. 현재 당사는 그룹 자회사 공장을 통해 30% 수준의 추가 capa 여력을 확보했음. 세종 2공장 완공이 4분기 예상, 가동은 25년 상반기 본격화 될 것으로 '**추가 capa 30% 확보 + 외주 확대**' 등으로 올해 국내 수주 증가를 커버할 것 **④고객사/제품 믹스 변화 흐름 있는지?** (별도) 상위 10개 브랜드사의 매출 비중 4Q23 기준 60%까지 올라오며 믹스 좋음. 이는 해외 수출 확대/H&B 판매 호조 브랜드의 비중(2~3% 내외)이 고루 분포되며, 중간 고객층이 두터워진 효과. 추가로 capa 여력을 고민하는 단계이기 때문에, 저마진 제품에 대한 디마케팅도 나타나고 있을 것 **⑤ 자회사 별로 간단한 올해 목표 공유 가능한지?** 대체로 동사는 소통 톤이 보수적인 편 **(무석)** 매출 최소 20% 수준, 마진율 5~6% 달성 예상. 특이사항은 3월 중국 대형 브랜드로의 4월 출시 대량 물량 주문 확보 **(북경)** 23년과 유사한 수준. 효율화 방안 모색 중 **(캐나다)** 매출 23년과 유사, bep 목표 **(미국)** 매출 20~30% 성장 예상, 영업손실 축소 방향 **(연우)** 매출 2.7천억원, 마진율 5~6% 소통. 특이점은 제품 믹스 상당히 변화, 미주 인디 브랜드 물량 급증 중

업황 강세 여전, 주가만 하락

한국콜마는 지난해 매출 2조원 돌파하며 유의미한 성장 기록, 2024년 또한 수주 확대로 견조하다. 업황 여전히 강세 흐름 이어지나, 게다가 강세 흐름은 추세적이다(전세계 인디 브랜드 증가, 국내 생산 기지 관심 집중). 그럼에도 오히려 기업가치(12M fwd P/E 9x) 만 하락한 상황으로 언제든 주목 필요하다. 투자의견 BUY, 목표주가 7.5만원 유지한다.

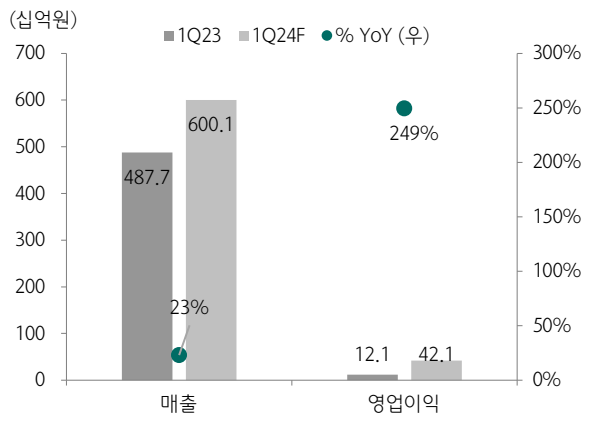
도표1. 한국콜마 연결 실적전망 및 추이

(단위: 십억원, %)

		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
연결 매출액		**487.7**	**599.7**	**516.4**	**551.6**	**600.1**	**664.9**	**612.1**	**623.8**	**1,322.1**	**1,586.3**	**1,865.7**	**2,155.4**	**2,500.9**	**2,669.8**
별도		201.8	254.4	186.1	214.3	242.1	259.5	231.0	236.0	609.2	632.8	724.6	856.6	968.6	1,017.0
북경콜마		3.5	7.2	4.1	4.3	3.0	5.0	3.0	2.5	22.3	24.9	16.8	18.3	13.5	14.6
무석콜마		33.0	56.4	36.1	32.6	42.9	73.3	46.9	42.4	49.3	111.8	112.0	158.1	205.5	246.6
북미법인		18.5	22.6	21.8	20.5	27.4	32.2	26.2	24.6	62.7	65.5	74.1	83.4	110.3	121.4
HK 이노엔		184.9	204.4	215.6	224.1	227.9	234.9	241.4	249.9	598.4	769.8	846.5	828.9	954.1	1,001.8
연우		50.5	63.2	61.2	61.6	61.6	69.0	71.9	74.6	-	-	105.9	236.5	277.1	298.6
%YoY	연결 매출액	19%	19%	9%	15%	23%	11%	19%	13%	-4%	20%	18%	16%	16%	7%
	별도	12%	24%	6%	31%	20%	2%	24%	10%	-11%	4%	15%	18%	13%	5%
	북경콜마	-25%	60%	-4%	26%	-14%	-31%	-9%	-42%	-60%	12%	-32%	9%	-26%	8%
	무석콜마	5%	97%	51%	17%	30%	30%	30%	30%	129%	127%	0%	41%	30%	20%
	북미법인	5%	35%	3%	10%	48%	42%	20%	20%	-28%	5%	13%	13%	32%	10%
	HK 이노엔	3%	-19%	9%	4%	23%	15%	12%	12%	10%	29%	10%	-2%	15%	5%
	연우	-	-	13%	19%	-	-	17%	21%	-	-	-	123%	17%	8%
매출총이익		**116.8**	**163.3**	**141.3**	**156.4**	**155.4**	**184.2**	**175.5**	**180.4**	**426.3**	**428.1**	**468.8**	**577.8**	**695.5**	**756.2**
영업이익		**12.1**	**55.7**	**31.0**	**37.8**	**42.1**	**69.4**	**55.8**	**55.4**	**121.7**	**84.3**	**73.3**	**136.5**	**222.7**	**258.3**
별도		13.5	34.7	13.1	18.8	21.8	33.7	23.1	18.9	50.4	65.6	69.1	80.1	97.5	106.2
북경콜마		-0.6	-0.5	-1.2	-0.6	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-4.3	-3.1	-6.9	-2.9	-1.2	-0.4
무석콜마		0.6	9.2	1.7	1.2	1.3	7.3	1.9	1.3	-12.6	-10.0	-9.0	12.7	11.8	24.7
북미법인		-3.9	-1.8	-2.7	-2.9	-1.1	0.2	-0.2	1.2	-6.9	-10.4	-14.5	-11.3	0.1	6.4
HK 이노엔		5.6	15.3	22.4	22.5	21.0	22.6	31.5	31.2	84.3	50.3	52.5	65.9	106.2	118.6
연우		-2.5	1.2	1.6	-0.4	1.5	2.5	4.8	5.9	-	-	-5.4	-0.1	14.7	17.9
%YoY	영업이익	-7%	65%	71%	338%	249%	25%	80%	46%	22%	-31%	-13%	86%	63%	16%
	별도	-6%	51%	26%	-12%	61%	-3%	77%	0%	26%	30%	5%	16%	22%	9%
	북경콜마	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
	무석콜마	흑전	흑전	흑전	흑전	115%	-20%	10%	6%	적지	적지	적지	흑전	-7%	110%
	북미법인	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	흑전	적전	적지	적지	적지	흑전	6300%
	HK 이노엔	33%	-13%	1%	169%	273%	47%	40%	38%	12%	-40%	4%	26%	61%	12%
	연우	-	-	흑전	적지	-	-	200%	흑전	-	-	-	적지	흑전	21%
지배주주순이익		**5.8**	**34.8**	**11.5**	**-46.5**	**17.2**	**37.8**	**27.1**	**24.3**	**160.3**	**35.8**	**-22.0**	**5.6**	**106.4**	**118.4**
%Margin	매출총이익률	24%	27%	27%	28%	26%	28%	29%	29%	32%	27%	25%	27%	28%	28%
	영업이익률	2%	9%	6%	7%	7%	10%	9%	9%	9%	5%	4%	6%	9%	10%
	별도	7%	14%	7%	9%	9%	13%	10%	8%	8%	10%	10%	9%	10%	10%
	북경콜마	-17%	-7%	-29%	-14%	-10%	-5%	-10%	-12%	-19%	-12%	-41%	-16%	-9%	-3%
	무석콜마	2%	16%	5%	4%	3%	10%	4%	3%	-26%	-9%	-8%	8%	6%	10%
	북미법인	-21%	-8%	-12%	-14%	-4%	1%	-1%	5%	-11%	-16%	-20%	-14%	0%	5%
	HK 이노엔	3%	7%	10%	10%	9%	10%	13%	12%	14%	7%	6%	8%	11%	12%
	연우	-5%	2%	3%	-1%	2%	4%	7%	8%	-	-	-5%	0%	5%	6%
	순이익률	1%	6%	2%	-8%	3%	6%	4%	4%	12%	2%	-1%	0%	4%	4%

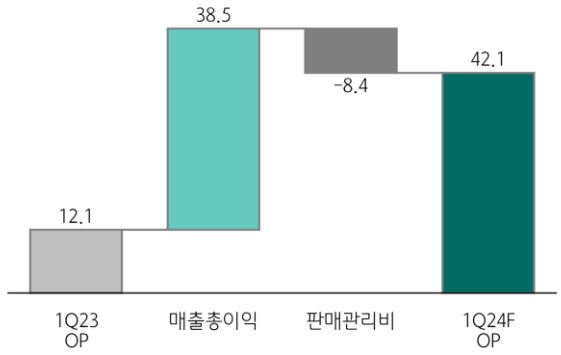
자료: 하나증권

도표 2. 한국콜마의 1Q24F 연결 실적 전망



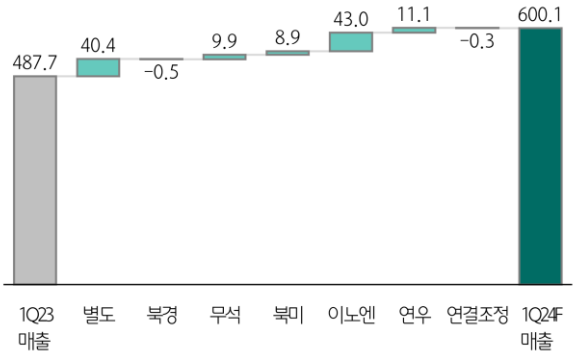
자료: 하나증권

도표 3. 한국콜마의 1Q24F 손익 변동 (YoY)



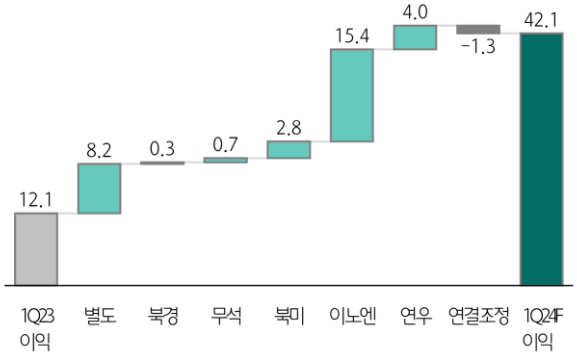
주: (단위) 십억원
주: 판매관리비 1Q23 1,048억원 → 1Q24F 1,132억원 (+84억원)
자료: 하나증권

도표 4. 한국콜마의 1Q24F 연결 매출 변동 전망 (YoY)
: 화장품 ODM +587억원, HK이노엔 +430억원, 용기(연우) +111억원



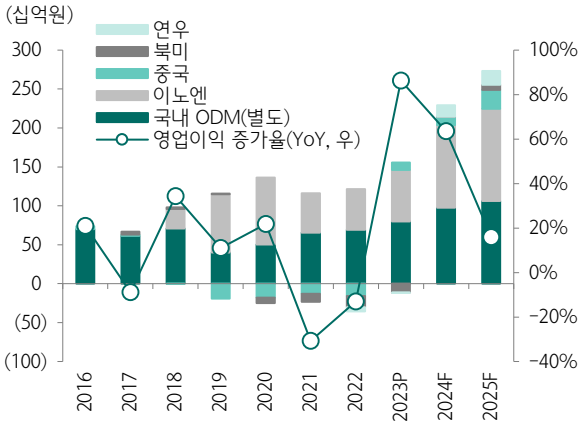
주: (단위) 십억원, 자료: 하나증권

도표 5. 한국콜마의 1Q24F 연결 이익 변동 전망 (YoY)
: 화장품 ODM +121억원, HK이노엔 +154억원, 용기(연우) +40억원



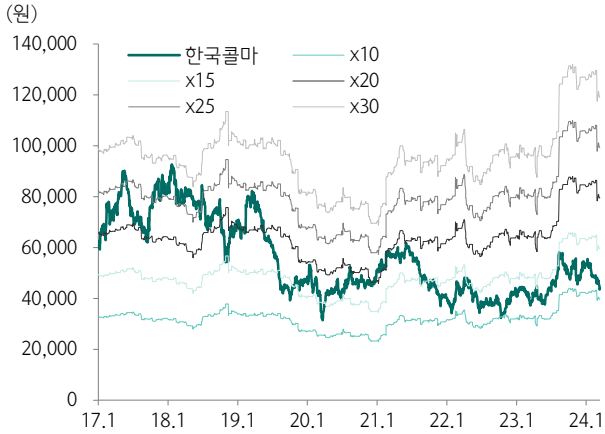
주: (단위) 십억원, 자료: 하나증권

도표 6. 한국콜마의 부문/법인별 영업이익 추이 및 전망



자료: 하나증권

도표 7. 한국콜마의 12MF P/E Band Chart



자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서 (단위:십억원)

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	**1,586.3**	**1,865.7**	**2,155.4**	**2,500.9**	**2,669.8**
매출원가	1,158.2	1,396.9	1,577.6	1,805.5	1,913.6
매출총이익	428.1	468.8	577.8	695.4	756.2
판관비	343.9	395.6	441.3	472.7	497.8
영업이익	**84.3**	**73.3**	**136.5**	**222.7**	**258.3**
금융손익	(15.9)	(24.4)	(29.6)	(28.6)	(30.0)
종속/관계기업손익	(0.9)	(1.2)	0.8	(0.9)	(0.9)
기타영업외손익	(0.9)	(30.8)	(73.8)	(0.1)	(0.1)
세전이익	**66.5**	**17.0**	**34.0**	**193.2**	**227.3**
법인세	23.0	21.1	(0.3)	46.4	54.6
계속사업이익	43.5	(4.1)	25.6	146.8	172.8
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	**43.5**	**(4.1)**	**25.6**	**146.8**	**172.8**
비지배주주지분 순이익	7.7	17.9	1.3	7.3	8.6
지배주주순이익	**35.8**	**(22.0)**	**5.6**	**106.4**	**118.4**
지배주주지분포괄이익	33.8	(8.2)	(14.3)	(82.2)	(96.7)
NOPAT	55.1	(17.7)	137.8	169.3	196.3
EBITDA	142.6	148.7	203.4	282.0	311.0
성장성(%)					
매출액증가율	19.98	17.61	15.53	16.03	6.75
NOPAT증가율	(30.60)	적전	흑전	22.86	15.95
EBITDA증가율	(22.25)	4.28	36.79	38.64	10.28
영업이익증가율	(30.73)	(13.05)	86.22	63.15	15.99
(지배주주)순익증가율	(77.67)	적전	흑전	1,800.00	11.28
EPS증가율	(77.66)	적전	흑전	1,790.24	11.31
수익성(%)					
매출총이익률	26.99	25.13	26.81	27.81	28.32
EBITDA이익률	8.99	7.97	9.44	11.28	11.65
영업이익률	5.31	3.93	6.33	8.90	9.67
계속사업이익률	2.74	(0.22)	1.19	5.87	6.47

대차대조표 (단위:십억원)

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	**882.9**	**816.3**	**783.8**	**932.6**	**1,102.5**
금융자산	424.2	298.2	185.4	238.4	361.5
현금성자산	191.2	220.1	110.9	167.3	293.7
매출채권	225.6	258.8	299.0	346.9	370.3
재고자산	210.2	239.4	276.6	320.9	342.6
기타유동자산	22.9	19.9	22.8	26.4	28.1
비유동자산	**1,723.2**	**2,117.0**	**2,052.5**	**1,996.0**	**1,944.7**
투자자산	30.8	33.7	36.1	38.8	40.2
금융자산	16.7	18.8	18.8	18.8	18.8
유형자산	445.5	608.8	555.0	508.0	466.9
무형자산	**1,126.9**	**1,301.8**	**1,288.8**	**1,276.5**	**1,265.0**
기타비유동자산	**120.0**	**172.7**	**172.6**	**172.7**	**172.6**
자산총계	**2,606.0**	**2,933.3**	**2,836.2**	**2,928.5**	**3,047.1**
유동부채	**888.6**	**868.1**	**850.4**	**865.7**	**864.9**
금융부채	592.3	533.1	466.1	422.5	393.0
매입채무	157.0	160.2	185.0	214.7	229.2
기타유동부채	139.3	174.8	199.3	228.5	242.7
비유동부채	**357.9**	**595.7**	**505.3**	**450.1**	**411.2**
금융부채	**317.5**	**534.7**	**434.9**	**368.3**	**324.0**
기타비유동부채	40.4	61.0	70.4	81.8	87.2
부채총계	**1,246.5**	**1,463.8**	**1,355.7**	**1,315.7**	**1,276.1**
지배주주지분	**683.6**	**664.1**	**676.9**	**805.0**	**957.6**
자본금	**11.4**	**11.4**	**11.4**	**11.4**	**11.4**
자본잉여금	266.7	264.5	264.5	264.5	264.5
자본조정	0.0	0.4	0.4	0.4	0.4
기타포괄이익누계액	2.7	4.1	4.1	4.1	4.1
이익잉여금	402.8	383.7	396.5	524.6	677.3
비지배주주지분	**676.0**	**805.4**	**803.6**	**807.8**	**813.4**
자본총계	**1,359.6**	**1,469.5**	**1,480.5**	**1,612.8**	**1,771.0**
순금융부채	485.6	769.6	715.6	552.5	355.5

투자지표

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	1,565	(961)	246	4,650	5,176
BPS	29,876	29,024	29,586	35,181	41,855
CFPS	7,249	7,905	5,231	12,066	13,060
EBITDAPS	6,234	6,499	8,888	12,326	13,592
SPS	69,329	81,540	94,199	109,301	116,681
DPS	415	500	500	500	500
주가지표(배)					
PER	25.72	(44.33)	217.89	9.43	8.47
PBR	1.35	1.47	1.81	1.25	1.05
PCFR	5.55	5.39	10.25	3.63	3.36
EV/EBITDA	14.60	17.15	12.02	8.10	6.73
PSR	0.58	0.52	0.57	0.40	0.38
재무비율(%)					
ROE	5.48	(3.26)	0.84	14.36	13.44
ROA	1.41	(0.79)	0.20	3.69	3.96
ROIC	3.14	(0.91)	6.57	8.24	9.76
부채비율	91.68	99.62	91.57	81.58	72.05
순부채비율	35.72	52.38	48.33	34.26	20.07
이자보상배율(배)	2.75	2.24	4.19	7.96	10.36

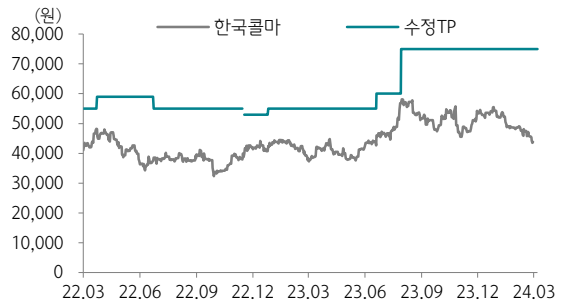
현금흐름표 (단위:십억원)

	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	**(3.1)**	**90.8**	**86.2**	**198.7**	**221.8**
당기순이익	43.5	(4.1)	25.6	146.8	172.8
조정	12.2	127.2	66.8	59.3	52.6
감가상각비	58.4	75.4	66.9	59.3	52.7
외환거래손익	(2.8)	5.3	0.0	0.0	0.0
지분법손익	0.9	1.2	0.0	0.0	0.0
기타	(44.3)	45.3	(0.1)	0.0	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	(58.8)	(32.3)	(6.2)	(7.4)	(3.6)
투자활동 현금흐름	**(283.0)**	**(145.2)**	**(1.8)**	**(2.4)**	**(1.2)**
투자자산감소(증가)	(9.1)	(2.9)	(5.4)	(5.9)	(4.4)
자본증가(감소)	(39.7)	(32.5)	0.0	0.0	0.0
기타	(234.2)	(109.8)	3.6	3.5	3.2
재무활동 현금흐름	**97.6**	**82.0**	**(178.3)**	**(121.6)**	**(85.3)**
금융부채증가(감소)	(221.0)	158.0	(166.9)	(110.1)	(73.9)
자본증가(감소)	38.4	(2.2)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	288.1	(64.3)	(0.0)	(0.1)	0.0
배당지급	(7.9)	(9.5)	(11.4)	(11.4)	(11.4)
현금의 증감	**(188.5)**	**27.6**	**(104.5)**	**56.5**	**126.4**
Unlevered CFO	165.9	180.9	119.7	276.1	298.8
Free Cash Flow	(43.2)	53.0	86.2	198.7	221.8

자료: 하나증권

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한국콜마



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.8.13	BUY	75,000		
23.7.4	BUY	60,000	-20.12%	-5.33%
23.1.9	BUY	55,000	-24.57%	-18.55%
22.12.1	BUY	53,000	-20.83%	-16.79%
22.10.31	담당자 변경		-	-
22.7.7	BUY	55,000	-31.72%	-25.27%
22.4.6	BUY	59,000	-29.57%	-18.64%
22.2.23	BUY	55,000	-19.99%	-12.36%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박은정)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 3월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(박은정)는 2024년 3월 15일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무 단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- **투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용**
- **기업의 분류**
  BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
  Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능
- **산업의 분류**
  Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
  Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
  Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.46%	6.07%	0.47%	100%

* 기준일: 2024년 03월 15일