



BUY (유지)

목표주가(12M) 75,000원
현재주가(1.12) 54,300원

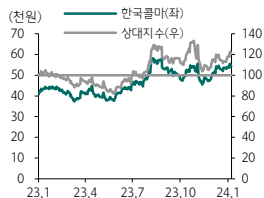
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,525.05
52주 최고/최저(원)	58,100/37,250
시가총액(십억원)	1,242.4
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	24,508.0
60일 평균 거래량(천주)	153.9
60일 평균 거래대금(십억원)	7.9
외국인지분율(%)	29.98
주요주주 지분율(%)	
한국콜마홀딩스 외 25 인	27.71
국민연금공단	13.20

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	2,155.0	2,409.6
영업이익(십억원)	140.3	193.1
순이익(십억원)	88.7	122.2
EPS(원)	2,977	3,995
BPS(원)	31,785	33,486

Stock Price



Financial Data

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,586.3	1,865.7	2,148.3	2,463.3
영업이익	84.3	73.3	138.7	228.2
세전이익	66.5	17.0	108.8	197.5
순이익	35.8	(22.0)	67.1	105.5
EPS	1,565	(961)	2,931	4,611
증감율	(77.66)	적전	흑전	57.32
PER	25.72	(44.33)	18.29	11.78
PBR	1.35	1.47	1.66	1.43
EV/EBITDA	14.60	17.15	11.58	7.71
ROE	5.48	(3.26)	9.55	13.09
BPS	29,876	29,024	32,355	38,087
DPS	415	500	500	500



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

하나증권 리서치센터

2024년 01월 15일 | 기업분석_Earnings Preview

한국콜마 (161890)

4Q23 Preview: 컨센서스 부합 전망

4Q23 Preview: 컨센서스 부합 전망

한국콜마의 4분기 실적은 연결 매출 5,445억원(YoY+14%), 영업이익 400억원(YoY+363%, 영업이익률 7%)으로 컨센서스를 대체로 부합할 전망이다. 전년동기비 국내/해외 ODM과 용기의 매출 증가가 성장 주도할 것으로 보이며, 이익의 경우 HK이노엔의 수익성 회복이 주효할 것으로 예상된다.

4분기 국내/해외ODM, HK이노엔, 용기의 매출 성장률은 전년동기비 각각 +24%/+28%/+3%/+19% 전망한다. ▶**국내 ODM(별도)**은 매출 2,037억원(YoY+24%), 영업이익 218억원(YoY+2%, 영업이익률 11%) 예상한다. 전분기 SAP 설치로 발생한 생산 차질이 당분기 정상화되며 두 자릿수 매출 성장 기대된다. 주요 고객사/H&B 채널향 물량 증가, 글로벌 그룹향 신규 오더 이어졌으나, SAP 설치에 따른 감가상각비 반영 등으로 수익성은 전년동기비 하락 가정했다. ▶**해외 ODM**은 매출 640억원(YoY+28%), 영업손실 9억원(YoY+58억원, 적자축소) 기대된다. 대부분의 법인이 전년동기비 수익성 개선 기대된다. ①**무석법인**은 매출 340억원(YoY+22%), 영업이익 10억원(YoY+24억원, 흑자전환, 영업이익률 3%) 예상한다. 영업력 확대에 기인 수주 확대 기대된다. ②**북미/캐나다**는 매출 270억원(YoY+45%), 영업손실 11억원(YoY+25억원, 적자축소) 전망한다. 북미는 글로벌 인디 브랜드향 물량 확대로 R&D 센터 고정비 부담이 축소 중이다. 캐나다는 주요 제품의 원부자재 항공 운송 비용 반영이 더해지며 손실 수준 이어질 것으로 예상된다. ▶**HK이노엔**은 매출 2.2천억원(YoY+3%), 영업이익 216억원(YoY+157%) 전망한다. ETC와 HB&B 부문 매출성장률을 각각 4%, -2% 예상한다. 케이캡의 처방액은 꾸준히 성장하나, 종근당과의 공동 판매 계약 종료에 따른 재고조정으로 케이캡의 국내 매출이 전분기비 감소한 것으로 파악된다. 컨디션은 숙취해소제 시장의 경쟁 격화로 전년동기비 소폭 감소할 것으로 보인다. ▶**연우**는 대형사 매출이 소폭 개선되며 전분기와 유사한 흐름 예상한다. 이익률은 낮은 한자릿수 가정했다.

2024년 전망: 본업 개선 + 이노엔 모멘텀

2024년 한국콜마의 실적은 연결 매출 2조 4,633억원(YoY+15%), 영업이익 2,282억원(YoY+65%, 영업이익률 9%) 전망한다. 국내/해외ODM, HK이노엔, 용기 부문 매출성장률을 각각 +8%/+27%/+16%/+17% 가정했다. 국내 ODM의 경우 인디/글로벌 브랜드향 물량 증가, 해외 ODM은 무석/북미/캐나다 모두 고객 군이 확대되고 있으며, 전사적으로 영업력 확대에 주력하고 있다. 연우는 점진적 회복 기대한다. HK이노엔은 실적 면에서 보령제약과의 케이캡/카나브 패밀리 4종 공동 판매로 외형 확대 전망하며, 케이캡 비미란성 식도염 임상 3상(22년 10월 미국 임상 진입)의 결과 확인이 기대된다. (당사 1/11 발간 HK이노엔 레포트 참조) 한국콜마에 대한 투자 의견 BUY, 목표주가 7.5만원 유지한다.

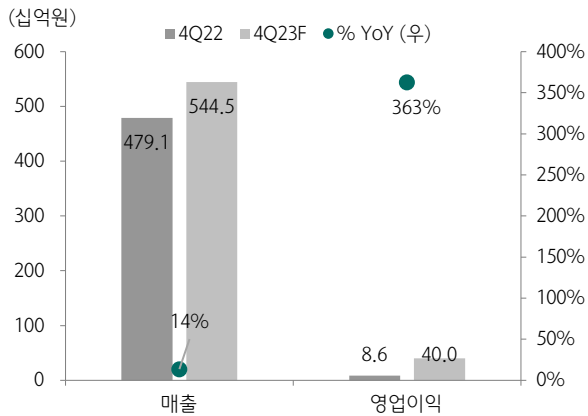
도표1. 한국콜마 연결 실적전망 및 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2020	2021	2022	2023F	2024F	2025F
연결 매출액	487.7	599.7	516.4	544.5	579.8	680.6	581.3	621.6	1,322.1	1,586.3	1,865.7	2,148.3	2,463.3	2,630.9
별도	201.8	254.4	186.1	203.7	221.9	274.8	201.0	220.0	609.2	632.8	724.6	846.0	917.7	963.6
북경콜마	3.5	7.2	4.1	3.0	3.0	5.0	3.0	2.5	22.3	24.9	16.8	17.8	13.5	14.6
무석콜마	33.0	56.4	36.1	34.0	42.9	73.3	46.9	44.2	49.3	111.8	112.0	159.5	207.4	248.8
북미법인	18.5	22.6	21.8	27.0	27.4	32.2	26.2	32.4	62.7	65.5	74.1	89.9	118.1	129.9
HK 이노엔	184.9	204.4	215.6	222.8	227.8	235.3	241.5	256.5	598.4	769.8	846.5	827.7	961.0	1,009.0
연우	50.5	63.2	61.2	62.0	61.6	69.0	71.9	74.6	-	-	105.9	236.9	277.1	298.6
%YoY 연결 매출액	19%	19%	9%	14%	19%	13%	13%	14%	-4%	20%	18%	15%	15%	7%
별도	12%	24%	6%	24%	10%	8%	8%	8%	-11%	4%	15%	17%	8%	5%
북경콜마	-25%	60%	-4%	-12%	-14%	-31%	-27%	-17%	-60%	12%	-32%	6%	-24%	8%
무석콜마	5%	97%	51%	22%	30%	30%	30%	30%	129%	127%	0%	42%	30%	20%
북미법인	5%	35%	3%	45%	48%	42%	20%	20%	-28%	5%	13%	21%	31%	10%
HK 이노엔	3%	-19%	9%	3%	23%	15%	12%	15%	10%	29%	10%	-2%	16%	5%
연우	-	-	13%	19%	-	-	17%	20%	-	-	-	124%	17%	8%
매출총이익	116.8	163.3	141.3	153.4	152.4	190.0	165.2	183.6	426.3	428.1	468.8	574.8	691.2	749.3
영업이익	12.1	55.7	31.0	40.0	41.4	75.7	47.4	63.6	121.7	84.3	73.3	138.7	228.2	264.1
별도	13.5	34.7	13.1	21.8	20.0	38.8	15.1	24.6	50.4	65.6	69.1	83.1	98.5	107.1
북경콜마	-0.6	-0.5	-1.2	-0.8	-0.3	-0.3	-0.3	-0.3	-4.3	-3.1	-6.9	-3.1	-1.2	-0.4
무석콜마	0.6	9.2	1.7	1.0	2.6	11.0	2.8	2.2	-12.6	-10.0	-9.0	12.5	18.6	24.8
북미법인	-3.9	-1.8	-2.7	-1.1	-1.1	1.5	0.0	1.7	-6.9	-10.4	-14.5	-9.5	2.1	9.1
HK 이노엔	5.6	15.3	22.4	21.6	22.1	23.9	31.1	35.7	84.3	50.3	52.5	65.0	112.8	125.5
연우	-2.5	1.2	1.6	1.2	0.6	2.0	4.8	5.9	-	-	-5.4	1.6	13.3	17.9
%YoY 영업이익	-7%	65%	71%	363%	244%	36%	53%	59%	22%	-31%	-13%	89%	65%	16%
별도	-6%	51%	26%	2%	48%	12%	16%	13%	26%	30%	5%	20%	19%	9%
북경콜마	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
무석콜마	흑전	흑전	흑전	흑전	329%	20%	66%	117%	적지	적지	적지	흑전	49%	33%
북미법인	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	-	흑전	적전	적지	적지	적지	흑전	333%
HK 이노엔	33%	-13%	1%	157%	292%	56%	39%	66%	12%	-40%	4%	24%	74%	11%
연우	-	-	흑전	흑전	-	-	200%	377%	-	-	-	흑전	750%	34%
지배주주순이익	5.8	34.8	11.5	14.9	16.2	41.9	20.9	26.6	160.3	35.8	-22.0	67.1	105.5	118.6
%Margin 매출총이익률	24%	27%	27%	28%	26%	28%	28%	30%	32%	27%	25%	27%	28%	28%
영업이익률	2%	9%	6%	7%	7%	11%	8%	10%	9%	5%	4%	6%	9%	10%
별도	7%	14%	7%	11%	9%	14%	8%	11%	8%	10%	10%	10%	11%	11%
북경콜마	-17%	-7%	-29%	-27%	-10%	-5%	-10%	-12%	-19%	-12%	-41%	-17%	-9%	-3%
무석콜마	2%	16%	5%	3%	6%	15%	6%	5%	-26%	-9%	-8%	8%	9%	10%
북미법인	-21%	-8%	-12%	-4%	-4%	5%	0%	5%	-11%	-16%	-20%	-11%	2%	7%
HK 이노엔	3%	7%	10%	10%	10%	10%	13%	14%	14%	7%	6%	8%	12%	12%
연우	-5%	2%	3%	2%	1%	3%	7%	8%	-	-	-5%	1%	5%	6%
순이익률	1%	6%	2%	3%	3%	6%	4%	4%	12%	2%	-1%	3%	4%	5%

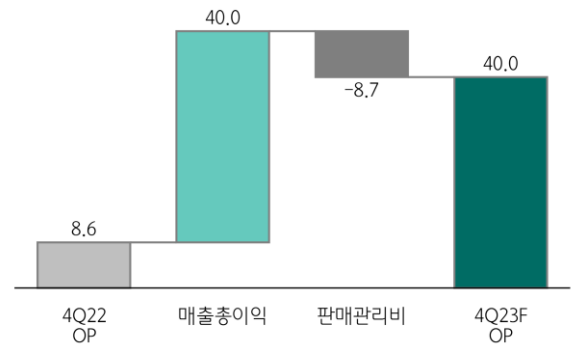
자료: 하나증권 [참고] ①자회사 영업이익은 추정치, ②연우 인수(지분율 55%) 에 따라 2022년 7월부터 손익 반영

도표 2. 한국콜마의 4Q23F 연결 실적 전망



자료: 하나증권

도표 3. 한국콜마의 4Q23F 손익 변동 (YoY)



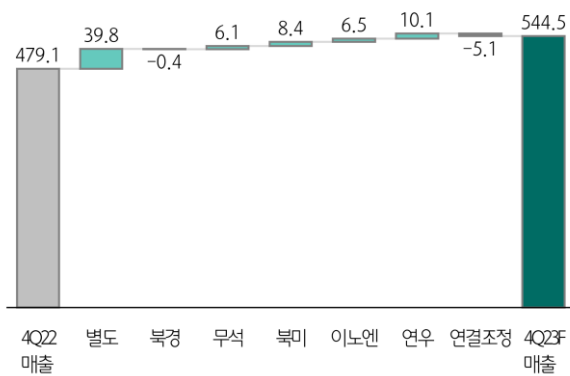
주: (단위) 십억원

주: 판매관리비 4Q22 1,047억원 → 4Q23F 1,135억원 (+87억원)

자료: 하나증권

도표 4. 한국콜마의 4Q23F 연결 매출 변동 (YoY)

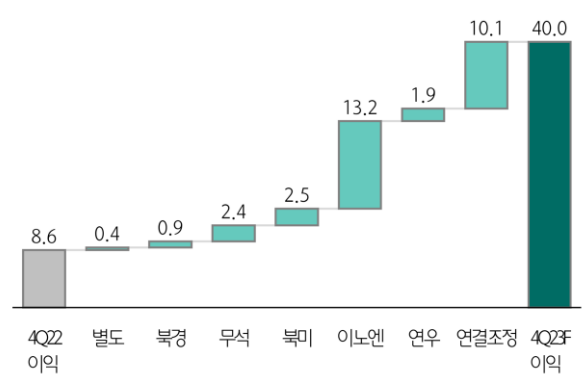
: 화장품 ODM +539억원, HK이노엔 +65억원, 용기(연우) +101억원



주: (단위) 십억원, 자료: 하나증권

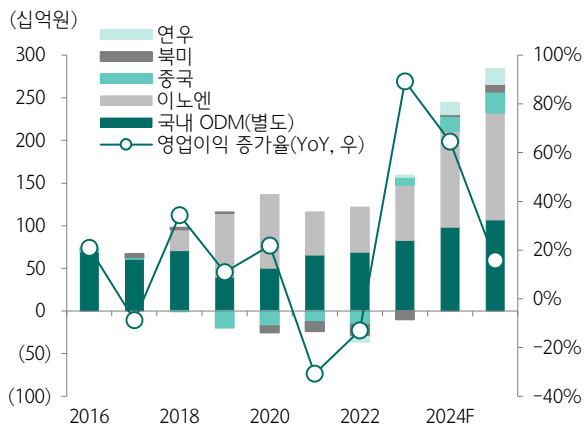
도표 5. 한국콜마의 4Q23F 연결 이익 변동 (YoY)

: 화장품 ODM +62억원, HK이노엔 +132억원, 용기(연우) +19억원



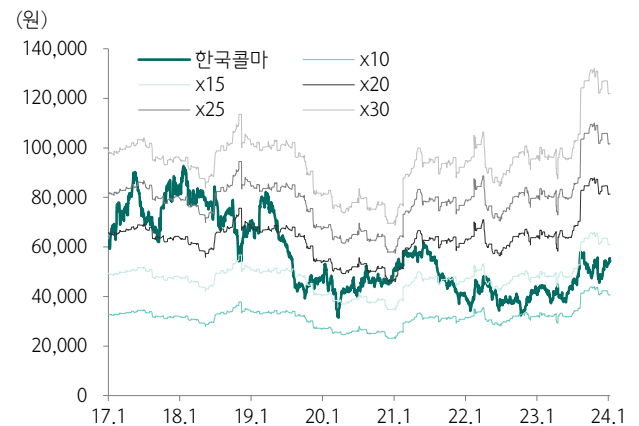
주: (단위) 십억원, 자료: 하나증권

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	2,148.3	2,463.3	2,630.9
매출원가	1,158.2	1,396.9	1,573.5	1,772.1	1,881.6
매출총이익	428.1	468.8	574.8	691.2	749.3
판매비	343.9	395.6	436.1	463.0	485.1
영업이익	84.3	73.3	138.7	228.2	264.1
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)	(1.2)	(1.2)	(1.3)
세전이익	66.5	17.0	108.8	197.5	232.0
법인세	23.0	21.1	17.6	47.4	55.7
계속사업이익	43.5	(4.1)	92.3	150.1	176.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	43.5	(4.1)	92.3	150.1	176.3
비배주주지분 순이익	7.7	17.9	4.6	7.5	8.8
지배주주순이익	35.8	(22.0)	67.1	105.5	118.6
지배주주지분포괄이익	33.8	(8.2)	(51.7)	(84.0)	(98.7)
NOPAT	55.1	(17.7)	116.3	173.4	200.7
EBITDA	142.6	148.7	205.5	287.5	316.8
성장성(%)					
매출액증가율	19.98	17.61	15.15	14.66	6.80
NOPAT증가율	(30.60)	적전	흑전	49.10	15.74
EBITDA증가율	(22.25)	4.28	38.20	39.90	10.19
영업이익증가율	(30.73)	(13.05)	89.22	64.53	15.73
(지배주주)순이익증가율	(77.67)	적전	흑전	57.23	12.42
EPS증가율	(77.66)	적전	흑전	57.32	12.38
수익성(%)					
매출총이익률	26.99	25.13	26.76	28.06	28.48
EBITDA이익률	8.99	7.97	9.57	11.67	12.04
영업이익률	5.31	3.93	6.46	9.26	10.04
계속사업이익률	2.74	(0.22)	4.30	6.09	6.70

투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	1,565	(961)	2,931	4,611	5,182
BPS	29,876	29,024	32,355	38,087	44,907
CFPS	7,249	7,905	8,900	12,194	13,197
EBITDAPS	6,234	6,499	8,983	12,563	13,845
SPS	69,329	81,540	93,890	107,657	114,981
DPS	415	500	500	500	500
주가지표(배)					
PER	25.72	(44.33)	18.29	11.78	10.48
PBR	1.35	1.47	1.66	1.43	1.21
PCFR	5.55	5.39	6.02	4.45	4.11
EV/EBITDA	14.60	17.15	11.58	7.71	6.38
PSR	0.58	0.52	0.57	0.50	0.47
재무비율(%)					
ROE	5.48	(3.26)	9.55	13.09	12.49
ROA	1.41	(0.79)	2.30	3.58	3.89
ROIC	3.14	(0.91)	5.54	8.45	9.99
부채비율	91.68	99.62	87.53	77.72	68.74
순부채비율	35.72	52.38	41.90	28.49	15.11
이자보상배율(배)	2.75	2.24	4.26	8.16	10.60

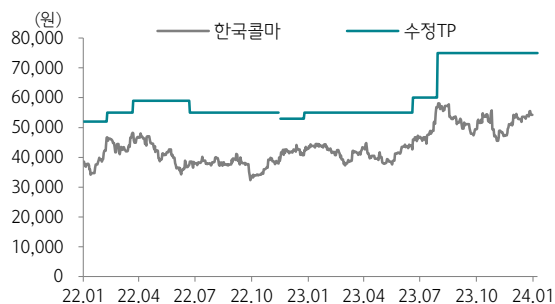
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	882.9	816.3	849.0	994.9	1,168.2
금융자산	424.2	298.2	252.6	311.2	438.0
현금성자산	191.2	220.1	178.1	240.1	370.2
매출채권	225.6	258.8	298.0	341.7	365.0
재고자산	210.2	239.4	275.7	316.1	337.6
기타유동자산	22.9	19.9	22.7	25.9	27.6
비유동자산	1,723.2	2,117.0	2,052.4	1,995.7	1,944.3
투자자산	30.8	33.7	36.0	38.5	39.9
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	172.5
자산총계	2,606.0	2,933.3	2,901.5	2,990.6	3,112.5
유동부채	888.6	868.1	849.1	859.0	858.0
금융부채	592.3	533.1	466.0	422.3	392.8
매입채무	157.0	160.2	184.4	211.5	225.9
기타유동부채	139.3	174.8	198.7	225.2	239.3
비유동부채	357.9	595.7	505.1	448.8	409.9
금융부채	317.5	534.7	434.9	368.3	324.0
기타비유동부채	40.4	61.0	70.2	80.5	85.9
부채총계	1,246.5	1,463.8	1,354.2	1,307.8	1,267.9
지배주주지분	683.6	664.1	740.3	871.5	1,027.6
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	459.9	591.1	747.1
비지배주주지분	676.0	805.4	806.9	811.3	817.0
자본총계	1,359.6	1,469.5	1,547.2	1,682.8	1,844.6
순금융부채	485.6	769.6	648.3	479.4	278.7

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	(3.1)	90.8	153.1	202.7	225.4
당기순이익	43.5	(4.1)	92.3	150.1	176.3
조정	12.2	127.2	66.9	59.4	52.7
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	0.0	0.1	0.0
영업활동 자산부채 변동	(58.8)	(32.3)	(6.1)	(6.8)	(3.6)
투자활동 현금흐름	(283.0)	(145.2)	(1.7)	(2.2)	(1.2)
투자자산감소(증가)	(9.1)	(2.9)	(5.4)	(5.6)	(4.4)
자본증가(감소)	(39.7)	(32.5)	0.0	0.0	0.0
기타	(234.2)	(109.8)	3.7	3.4	3.2
재무활동 현금흐름	97.6	82.0	(178.4)	(121.8)	(85.3)
금융부채증가(감소)	(221.0)	158.0	(166.9)	(110.3)	(73.9)
자본증가(감소)	38.4	(2.2)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	288.1	(64.3)	(0.1)	(0.1)	0.0
배당지급	(7.9)	(9.5)	(11.4)	(11.4)	(11.4)
현금의 증감	(188.5)	27.6	(37.3)	62.0	130.0
Unlevered CFO	165.9	180.9	203.6	279.0	302.0
Free Cash Flow	(43.2)	53.0	153.1	202.7	225.4

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%
21.11.17	BUY	52,000	-23.92%	-10.29%

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 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2024년 1월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(박은정)는 2024년 1월 15일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰 할 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	94.47%	5.07%	0.46%	100%

* 기준일: 2024년 01월 15일