



한국콜마

| Bloomberg Code (161890 KS) | Reuters Code (161890.KS)

2023년 11월 13일

[화장품]

박현진 연구위원
☎ 02-3772-1563
✉ hpark@shinhan.com

주지은 연구원
☎ 02-3772-1575
✉ jieun.ju@shinhan.com

SAP가 문제였네, 2024년 주목



매수
(유지)



현재주가 (11월 10일)
49,400 원



목표주가
77,000 원 (유지)



상승여력
55.9%

- ◆ ERP 시스템 변경에 따른 3Q23 실적 부진, 8~10월까지 영향
- ◆ 중저가 인디 브랜드 수주 증가로 한국법인 매출 성장 강세
- ◆ 2024년 실적 추정치 유지, 전주 주가 하락 과도한 면 있어 보여!



신한 리서치 투자정보
www.shinhansec.com

시가총액	1,130.3십억원
발행주식수	22.9백만주
유동주식수	16.5백만주(72.3%)
52 주 최고가/최저가	58,100 원/36,550 원
일평균 거래량 (60 일)	220,264 주
일평균 거래액 (60 일)	11,980백만원
외국인 지분율	29.45%

주요주주	
한국콜마홀딩스 외 27 인	27.71%
국민연금공단	12.48%

절대수익률	
3개월	-9.9%
6개월	21.4%
12개월	35.2%

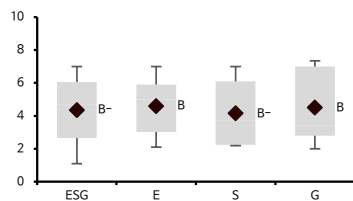
KOSPI 대비 상대수익률	
3개월	-2.7%
6개월	25.8%
12개월	34.7%

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



3Q23 어닝쇼크, 일회성 비용에 기인

3Q23 연결매출 5,164억원(+9% YoY), 영업이익 310억원(+71% YoY)으로 당사 추정치와 컨센서스 영업이익(413억원)을 크게 하회했다. 어닝쇼크 이유는 ERP 시스템 교체에 따른 가동률 하락 및 감가상각비, 성과급 충당금 반영 등이다. 8월 SAP 시스템 설치 이후 주문 대응에 이슈가 생기면서 8~9월 가동률이 일시 하락했고, 이에 230~240억원 가량 매출을 손해본 것으로 파악된다. 다만 10월에는 SAP 관련 피해를 20% 이하로 줄이고 있으며 11월에는 완전 정상화 중으로 일회성 이슈였다고 판단된다. 한국 중저가 인디 브랜드 수주가 급증하는 상황이라 실제로는 한국법인 매출이 6% YoY 성장했는데, SAP 관련 영향이 없었다면 10%대 성장이 가능했을 것으로 보인다.

이밖에 성과급 충당금, 감가상각비는 일회성이 아니지만, 금액 규모로는 48억원 내외다. 4Q23에는 그보다 축소될 것으로 예상되어 영향이 제한적이다. 중국 무석법인 매출은 51% YoY 증가해 시장 성장률을 크게 상회했고, 제품 믹스도 쿠션제품이나 파운데이션 등 베이스제품류가 늘었다. 전제품 수주가 줄어드는 시기에 타 제품 수주로 매출을 다각화해가는 모습이 긍정적이다.

4Q23 한국법인 강세, 중국과 북미 성장 전망

4Q23 매출과 영업이익은 각각 16%, 394% YoY 증가한 5,578억원, 428억원을 예상한다. 10월까지도 SAP 관련 수주 대응에 어려움이 일부 남아있었기 때문에 눈높이를 소폭 조정할 필요가 있다.

다만 2024년 한국 인디 브랜드 수주가 강세를 유지할 것으로 예상되고, 중국과 미국의 제품 믹스와 바이어 다변화 노력이 질적 & 양적 성장에 기여할 것으로 전망한다. 연우가 완전자회사로 바뀌면서 중국 법인을 두고, 전략적 선택의 액션이 나올 것으로 기대되어 연우의 손익 개선에도 긍정적 변화가 예상된다.

2024년 추정치 유지, 주가 하락으로 인한 매수 기회

2023년 실적 기대치를 낮추게 되었으나, 수주 흐름을 감안해 2024년 추정치는 유지하면서 목표주가가 77,000원을 유지한다. 전주 주가 하락이 다소 과도해 보이는 면도 있어 매수 기회로 활용할 것을 권한다.

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	EPS (원)	BPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	순차입금비율 (%)
2021	1,586.3	84.3	35.8	1,565	29,876	25.7	14.6	1.3	5.5	35.7
2022	1,865.7	73.3	(22.0)	(961)	29,024	(44.3)	17.1	1.5	(3.3)	52.4
2023F	2,161.5	141.6	87.2	3,810	32,786	13.0	10.3	1.5	12.3	43.7
2024F	2,364.9	182.1	110.7	4,837	36,657	10.2	8.8	1.3	13.9	36.8
2025F	2,627.6	220.7	137.4	6,004	42,001	8.2	7.6	1.2	15.3	26.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

한국콜마 3Q23 실적 리뷰

(억원, %)	3Q23	3Q22	% YoY	2Q23	% QoQ	신한 추정치	% 차이	컨센서스	% 차이
연결매출	5,164	4,735	9.1	5,997	(13.9)	5,521	(6.5)	5,512	(6.3)
영업이익	310	181	71.5	557	(44.3)	414	(25.1)	413	(24.9)
지배주주순이익	115	8	1,348.1	348	(66.9)	230	(50.0)	259	(55.6)

자료: 신한투자증권

한국콜마 분기, 연간 실적 전망

(억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	2021	2022	2023F	2024F
연결매출	4,104	5,027	4,735	4,791	4,877	5,997	5,164	5,578	15,863	18,657	21,615	23,649
% YoY	3.8	21.8	25.9	19.1	18.8	19.3	9.1	16.4	20.0	17.6	15.9	9.4
영업이익	129	336	181	87	121	557	310	428	843	733	1,416	1,821
% YoY	(46.8)	57.6	41.6	(66.5)	(6.6)	65.8	71.3	393.7	(30.3)	(13.4)	93.2	28.6
% OPM	3.1	6.9	6.5	1.8	2.5	9.3	6.0	7.7	5.3	3.9	6.6	7.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

한국콜마 연간 추정치 변경

(억원, %)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		Consensus	
	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F	2023F	2024F
연결매출	21,615	23,649	21,822	23,604	(0.9)	0.2	22,035	24,483
영업이익	1,416	1,821	1,593	1,817	(11.1)	0.2	1,551	2,016
순이익	872	1,107	976	1,152	(10.7)	(3.9)	804	1,017

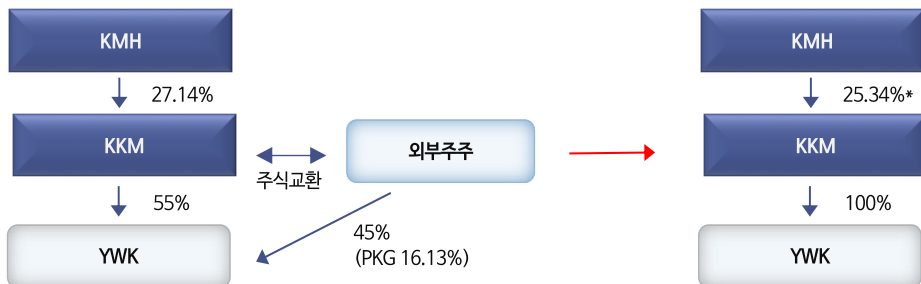
자료: 신한투자증권

한국콜마 목표주가 산정

구분	비고
2024년 추정 EPS (원)	4,837
Target P/E (배)	16
목표주가 (원)	77,389

자료: 신한투자증권

포괄적 주식교환* 통한 YWK(연우)를 KKM(한국콜마)의 완전 자회사화



자료: 신한투자증권

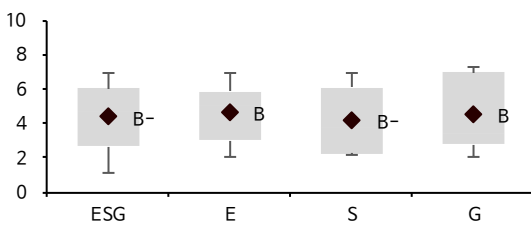
ESG Insight

Analyst Comment

- ◆ 친환경 원부자재 개발(용기 구조 단순화, 종이 팔레트 사용) 활동을 통해 플라스틱 사용량을 감소하고 있음
- ◆ 여성 인재 유지 및 육성을 위해 유연근무제, 반반차 제도, 양육지원 제도 등 가족친화제도 적극적 운영 중
- ◆ 2012년부터 11년 연속 감소 없는 꾸준한 배당 증액으로 기업 성장에 따른 결실을 주주가 고루 누릴 수 있게 노력

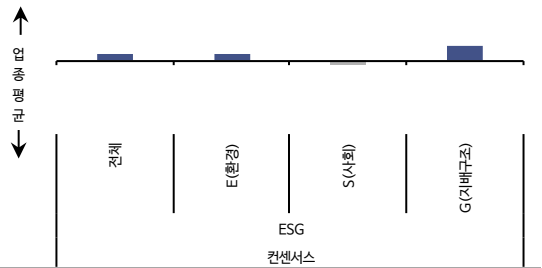
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

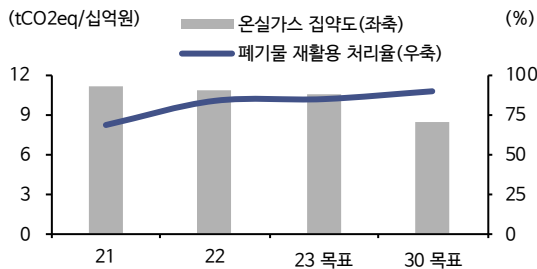
ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

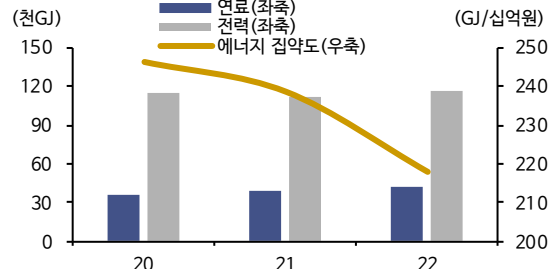
Key Chart

온실가스 집약도 및 폐기물 재활용 처리율 목표치



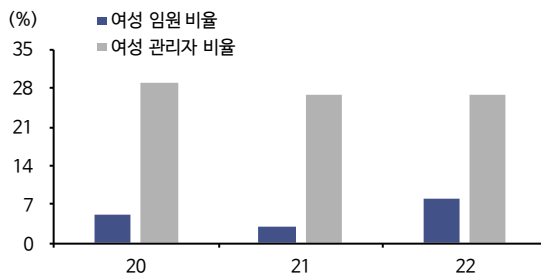
자료: 한국콜마, 신한투자증권

에너지 사용량: 고효율 기기 전환 100% 목표



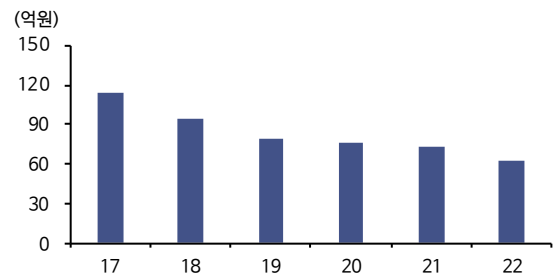
자료: 한국콜마, 신한투자증권

직급별 여성 관리자 허



자료: 한국콜마, 신한투자증권

주주환원: 2012년부터 꾸준한 배당 증액 실시



자료: 한국콜마, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
자산총계	2,606.0	2,933.3	3,039.9	3,109.9	3,309.1
유동자산	882.9	816.3	939.1	1,002.0	1,217.3
현금및현금성자산	191.2	220.1	249.2	247.7	379.9
매출채권	225.6	258.8	299.8	328.1	364.5
재고자산	210.2	239.4	277.4	303.5	337.2
비유동자산	1,723.2	2,117.0	2,100.8	2,108.0	2,091.8
유형자산	445.5	608.8	600.5	611.2	597.1
무형자산	1,126.9	1,301.8	1,291.6	1,286.4	1,282.2
투자자산	30.8	33.7	36.1	37.8	39.9
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,246.5	1,463.8	1,479.7	1,455.4	1,525.0
유동부채	888.6	868.1	873.5	842.0	899.5
단기차입금	223.2	311.7	311.7	312.2	313.2
매입채무	157.0	160.2	185.6	203.0	225.6
유동성장기부채	355.3	207.6	157.6	87.6	95.0
비유동부채	357.9	595.7	606.3	613.4	625.5
사채	249.4	299.5	299.4	298.4	296.9
장기차입금(경기금융부채 포함)	68.1	235.2	236.2	237.7	242.7
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,359.6	1,469.5	1,560.1	1,654.5	1,784.1
자본금	11.4	11.4	11.4	11.4	11.4
자본잉여금	266.7	264.5	264.5	264.5	264.5
기타자본	0.0	0.4	0.4	0.4	0.4
기타포괄이익누계액	2.7	4.1	14.1	3.1	(0.9)
이익잉여금	402.8	383.7	459.8	559.3	685.6
지배주주지분	683.6	664.1	750.1	838.7	961.1
비지배주주지분	676.0	805.4	810.0	815.8	823.0
*총차입금	909.8	1,067.9	1,021.0	953.5	967.3
*순차입금(순현금)	485.6	769.6	682.1	608.2	479.7

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	(3.1)	90.8	138.6	164.9	181.2
당기순이익	43.5	(4.1)	91.8	116.5	144.6
유형자산상각비	46.6	61.6	91.4	88.3	80.4
무형자산상각비	11.8	13.8	20.7	20.2	19.8
외화환산손실(이익)	(2.8)	5.3	(4.7)	4.7	(4.9)
자산처분손실(이익)	0.4	(0.2)	(0.2)	(0.2)	(0.2)
지분법, 종속, 관계기업실익(이익)	0.9	1.2	(5.0)	(5.0)	(5.0)
운전자본변동	(58.8)	(32.3)	(19.0)	(13.3)	(17.2)
(법인세납부)	(83.7)	(33.1)	(43.2)	(62.7)	(77.9)
기타	39.0	78.6	6.8	16.4	41.6
투자활동으로인한현금흐름	(283.0)	(145.2)	(61.4)	(97.9)	(61.7)
유형자산의증가(CAPEX)	(40.1)	(37.8)	(58.0)	(85.0)	(55.0)
유형자산의감소	0.4	5.3	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(11.2)	(17.4)	(10.5)	(15.0)	(15.5)
투자자산의감소(증가)	313.7	286.7	(2.4)	(1.6)	(2.1)
기타	(545.8)	(382.0)	9.5	3.7	10.9
FCF	(21.2)	(1.7)	121.2	121.8	162.7
재무활동으로인한현금흐름	97.6	82.0	(58.3)	(78.6)	2.8
차입금의 증가(감소)	(219.4)	135.1	(46.9)	(67.5)	13.9
자기주식의처분(취득)	0.0	24.2	0.0	0.0	0.0
배당금	(7.9)	(14.8)	(11.4)	(11.1)	(11.1)
기타	324.9	(62.5)	0.0	0.0	(0.0)
기타현금흐름	0.0	0.0	10.2	10.2	9.8
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	2.5	1.3	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	(186.0)	28.9	29.1	(1.5)	132.1
기초현금	377.2	191.2	220.1	249.2	247.7
기말현금	191.2	220.1	249.2	247.7	379.9

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

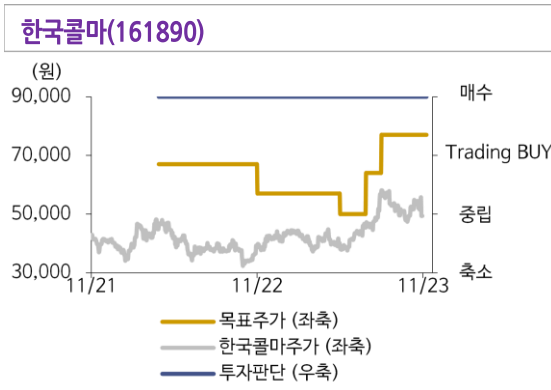
12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,586.3	1,865.7	2,161.5	2,364.9	2,627.6
증감률 (%)	20.0	17.6	15.9	9.4	11.1
매출원가	1,158.2	1,396.9	1,576.8	1,690.9	1,865.6
매출총이익	428.1	468.8	584.7	674.0	762.0
매출총이익률 (%)	27.0	25.1	27.1	28.5	29.0
판매관리비	343.9	395.6	443.1	491.9	541.3
영업이익	84.3	73.3	141.6	182.1	220.7
증감률 (%)	(30.7)	(13.0)	93.2	28.6	21.2
영업이익률 (%)	5.3	3.9	6.6	7.7	8.4
영업외손익	(17.7)	(56.3)	(6.6)	(2.9)	1.8
금융손익	(15.9)	(24.4)	(0.2)	(6.2)	7.7
기타영업외손익	(0.9)	(30.8)	(5.8)	3.7	(6.3)
종속 및 관계기업관련손익	(0.9)	(1.2)	(0.7)	(0.4)	0.3
세전계속사업이익	66.5	17.0	135.0	179.2	222.5
법인세비용	23.0	21.1	43.2	62.7	77.9
계속사업이익	43.5	(4.1)	91.8	116.5	144.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	43.5	(4.1)	91.8	116.5	144.6
증감률 (%)	(72.9)	작전	흑전	27.0	24.1
순이익률 (%)	2.7	(0.2)	4.2	4.9	5.5
(지배주주)당기순이익	35.8	(22.0)	87.2	110.7	137.4
(비지배주주)당기순이익	7.7	17.9	4.6	5.8	7.2
총포괄이익	41.2	14.6	101.8	105.5	140.6
(지배주주)총포괄이익	33.8	(8.2)	(57.0)	(59.1)	(78.7)
(비지배주주)총포괄이익	7.3	22.7	158.7	164.6	219.3
EBITDA	142.6	148.7	253.7	290.6	320.9
증감률 (%)	(22.2)	4.3	70.6	14.5	10.4
EBITDA 이익률 (%)	9.0	8.0	11.7	12.3	12.2

주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	1,903	(179)	4,011	5,091	6,320
EPS (지배순이익, 원)	1,565	(961)	3,810	4,837	6,004
BPS (자본총계, 원)	59,418	64,222	68,185	72,310	77,971
BPS (지배지분, 원)	29,876	29,024	32,786	36,557	42,001
DPS (원)	415	500	485	485	485
PER (당기순이익, 배)	21.2	(237.7)	12.3	9.7	7.8
PER (지배순이익, 배)	25.7	(44.3)	13.0	10.2	8.2
PBR (자본총계, 배)	0.7	0.7	0.7	0.7	0.6
PBR (지배지분, 배)	1.3	1.5	1.5	1.3	1.2
EV/EBITDA (배)	14.6	17.1	10.3	8.8	7.6
배당성향 (%)	26.5	(52.0)	12.7	10.0	8.1
배당수익률 (%)	1.0	1.2	1.0	1.0	1.0
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	9.0	8.0	11.7	12.3	12.2
영업이익률 (%)	5.3	3.9	6.6	7.7	8.4
순이익률 (%)	2.7	(0.2)	4.2	4.9	5.5
ROA (%)	1.7	(0.1)	3.1	3.8	4.5
ROE (지배순이익, %)	5.5	(3.3)	12.3	13.9	15.3
ROIC (%)	4.4	0.0	5.0	5.9	7.1
안정성					
부채비율 (%)	91.7	99.6	94.8	88.0	85.5
순차입금비율 (%)	35.7	52.4	43.7	36.8	26.9
현금비율 (%)	21.5	25.4	28.5	29.4	42.2
이자보상배율 (배)	2.8	2.2	4.1	5.6	7.0
활동성					
순운전자본회전율 (회)	13.8	10.8	10.9	10.6	10.7
재고자산회수기간 (일)	41.3	44.0	43.6	44.8	44.5
매출채권회수기간 (일)	47.1	47.4	47.2	48.5	48.1

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2021년 09월 01일		커버리지제외	-	-
2022년 04월 11일	매수	67,000	(40.6)	(28.4)
2022년 10월 12일		6개월경과	(48.2)	(41.4)
2022년 11월 14일	매수	57,000	(27.3)	(21.4)
2023년 05월 15일		6개월경과	-	-
2023년 05월 15일	매수	50,000	(16.6)	(6.6)
2023년 07월 11일	매수	64,000	(24.4)	(11.3)
2023년 08월 14일	매수	77,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 박현진, 주지은)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 본 조사분석자료의 작성과 관련하여 당사의 조사분석 담당자 박현진은 상기 회사 한국콜마의 기업설명회에 해당회사 비용으로 참석한 사실이 있음을 고지합니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적차와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2023년 11월 10일 기준)

매수 (매수)	92.62%	Trading BUY (중립)	5.33%	중립 (중립)	2.05%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------