



한국콜마 (161890)

핵심 법인의 성장은 지속

▶ Analyst 한유정 yujung.han@hanwha.com 3772-7610 / RA 이다연 dayeon.lee@hanwha.com 3772-7690

Buy (유지)

목표주가(유지): 76,000원

현재 주가(5/9)	51,100 원
상승여력	▲48.7%
시가총액	12,062 억원
발행주식수	23,605 천주
52 주 최고가 / 최저가	58,100 / 37,600 원
90 일 일평균 거래대금	77.31 억원
외국인 지분율	30.7%

주주 구성	
한국콜마홀딩스 (외 25 인)	26.9%
NIHONKOLMAR (외 1 인)	11.8%
국민연금공단 (외 1 인)	10.7%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	2.2	4.9	-8.3	30.7
상대수익률(KOSPI)	1.9	1.4	-20.0	22.6

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,866	2,156	2,431	2,657
영업이익	73	136	195	249
EBITDA	149	230	286	336
지배주주순이익	-22	5	66	102
EPS	-961	227	2,892	4,470
순차입금	770	835	831	750
PER	-44.3	236.2	17.7	11.4
PBR	1.5	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	11.7	9.0	7.1	5.8
배당수익률	1.2	1.1	1.8	2.7
ROE	-3.3	0.8	9.8	13.7

주가 추이



기대치를 하회한 1분기

2024년 1분기 한국콜마의 연결 매출액은 5,748억원(+17.9% YoY, +4.2% QoQ), 영업이익은 324억원(+168.9% YoY, -13.2% QoQ)으로 종전 추정 영업이익 376억원, 컨센서스 영업이익 368억원을 하회했다.

1) **[별도]** 수출 특화 인디브랜드들의 수주 증가 추세가 이어지며 별도 매출액은 +23%, 영업이익은 +68% YoY 증가했다. 하지만 2) **[무석]** 핵심 고객사와의 단가 협상 지연으로 무석 법인 매출 성장률은 +5% YoY에 그쳤고 3) **[미국]** 상위 고객의 패키지 부자재 부족 현상에 신제품 교체 시기가 겹치며 미국 매출액은 +8% YoY, 4) **[캐나다]** 글로벌 브랜드사의 포트폴리오 개편 영향으로 캐나다 매출액은 -25% YoY에 그쳤다. 별도(OPM +2.5%p YoY), 무석(+3.4%p), 캐나다(영업적자 12억원 축소)에서의 수익성 개선은 긍정적이었으나 북경 법인에서 일회성 비용 20억원이 반영되었다.

핵심 법인의 성장은 지속

2023년 2분기 한국콜마 별도 매출액은 +23.6% YoY 성장한 2,544억원, 무석 매출액은 +96.5% YoY 성장한 564억원에 달했다. 이번 2분기 전년도 기저 부담이 상당하지만 **[별도]**는 3월 이후 한국콜마가 강점을 두고 있는 Sun 제품의 주문이 본격화 되고 있고 지난해와 달리 상반기 기준 30% CAPA가 추가되어 성수기 수요에 보다 기민한 대응이 기대된다. **[무석]**은 핵심 고객사와의 주문이 3월 들어 확정되었고, 신규 고객사 10곳에 대한 주문도 1분기에 확정되었다. **[미국]**은 2분기 들어 ODM 고객 주문이 정상화되며 가동률 상승 추세고, 3분기부터는 상위 고객의 신제품 생산이 본격화될 예정이다.

투자의견 BUY, 목표주가 76,000원 유지

일부 법인들의 구조조정 과정에서 일회성 비용들이 일부 발생 중이나 방향성은 틀림 없이 맞다. 2024년 영업이익 추정치를 8% 하향 조정 하였으나 2025년 추정치는 5% 상향 조정해 목표주가는 변동 없다. 화장품 섹터 대세 상승 구간에 소외될 이유 없다.

[표1] 한국콜마 분기 및 연간 실적 추정

(단위: 십억 원)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24E	3Q24E	4Q24E	2023E	2024E	2025E
매출액	488	600	516	552	575	674	571	611	2,156	2,431	2,657
별도	202	254	186	215	248	292	209	238	857	987	1,071
연결법인	286	345	330	337	327	381	362	373	1,299	1,444	1,586
중국	37	64	40	37	39	71	45	41	177	196	227
북경	4	7	4	4	4	4	2	2	19	12	8
무석	33	56	36	33	35	68	43	39	158	185	218
북미	19	23	22	20	16	21	25	24	83	85	97
US	7	8	11	11	7	9	13	14	38	43	49
CANADA	12	14	11	9	9	12	12	10	46	42	47
HK이노엔	185	204	216	224	213	224	234	246	829	917	994
연우	51	63	61	62	67	75	67	69	236	278	305
기타및조정	-5	-9	-8	-6	-8	-10	-9	-6	-27	-33	-36
YoY	18.8%	19.3%	9.1%	15.2%	17.9%	12.3%	10.6%	10.7%	15.5%	12.8%	9.3%
별도	12.5%	23.6%	6.0%	30.9%	22.8%	14.9%	12.5%	10.8%	18.2%	15.2%	8.5%
연결법인	23.8%	16.3%	10.8%	7.1%	14.4%	10.4%	9.6%	10.7%	13.8%	11.1%	9.9%
중국	0.8%	91.7%	43.1%	18.2%	6.6%	12.1%	12.8%	10.1%	37.7%	10.7%	15.4%
북경	-25.5%	60.9%	-2.4%	28.0%	23.1%	-49.9%	-51.0%	-55.5%	14.2%	-38.1%	-30.0%
무석	4.8%	96.5%	51.0%	17.0%	4.8%	20.1%	20.1%	18.9%	41.2%	16.7%	18.4%
북미	5.1%	35.4%	2.8%	10.0%	-13.6%	-7.9%	12.8%	17.6%	12.5%	2.5%	12.9%
US	20.4%	48.3%	32.9%	84.0%	7.7%	10.0%	15.8%	20.9%	46.0%	14.7%	15.0%
CANADA	-1.6%	28.8%	-17.3%	-27.0%	-25.1%	-18.3%	9.6%	13.5%	-5.3%	-7.4%	10.8%
HK이노엔	2.6%	-18.9%	8.8%	3.6%	15.0%	9.5%	8.6%	9.9%	-2.1%	10.6%	8.4%
연우	-	-	12.5%	18.7%	33.1%	19.0%	10.3%	11.7%	0.6%	17.9%	9.6%
기타및조정	50.6%	73.7%	136.8%	96.4%	71.5%	15.6%	13.1%	11.3%	88.6%	23.4%	9.0%
영업이익	12	56	31	37	32	65	46	51	136	195	249
별도	14	35	13	18	23	37	15	21	80	96	110
연결법인	-1	21	18	19	10	28	31	30	56	99	139
중국	-0	9	1	1	-1	7	2	1	10	9	18
북경	-1	-0	-1	-1	-3	-2	-1	-0	-3	-5	-0
무석	1	9	2	1	2	9	2	2	13	14	18
북미	-4	-2	-3	-3	-5	-2	-1	-2	-11	-9	-7
US	-4	-3	-2	-2	-3	-1	-1	-2	-10	-7	-7
CANADA	-0	1	-1	-1	-2	-1	0	0	-2	-2	1
HK이노엔	6	15	22	22	17	22	29	29	65	98	122
연우	-3	1	1	0	0	1	1	1	0	4	5
기타및조정	-1	-1	-4	-0	-2	-0	-0	-0	-6	-2	0
YoY	-6.6%	65.5%	71.5%	332.8%	168.9%	16.5%	49.4%	37.4%	85.8%	43.2%	27.5%
별도	-6.0%	51.4%	25.7%	-14.1%	68.4%	5.4%	18.3%	15.5%	15.3%	20.6%	14.2%
연결법인	적지	95.6%	133.3%	흑전	흑전	34.9%	72.1%	58.6%	1252.0%	75.2%	40.4%
중국	적지	흑전	흑전	흑전	적지	-18.1%	273.3%	75.5%	흑전	-6.8%	96.2%
북미	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
HK이노엔	34.3%	-13.6%	1.0%	155.9%	206.7%	43.8%	29.7%	35.7%	23.6%	50.4%	25.3%
연우	-	-	흑전	흑전	흑전	-6.0%	-5.1%	-	흑전	14,777%	38.2%
기타및조정	적전	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	-54.5%	-63.0%	-100.0%
영업이익률	2.5%	9.3%	6.0%	6.8%	5.6%	9.6%	8.1%	8.4%	6.3%	8.0%	9.4%
별도	6.7%	13.6%	7.0%	8.6%	9.2%	12.5%	7.4%	8.9%	9.3%	9.7%	10.2%
연결법인	-0.5%	6.1%	5.4%	5.6%	2.9%	7.4%	8.5%	8.1%	4.3%	6.9%	8.8%
중국	-0.1%	13.7%	1.2%	1.6%	-2.4%	10.0%	4.1%	2.6%	5.5%	4.6%	7.9%
북미	-21.1%	-8.2%	-12.4%	-14.2%	-28.8%	-9.4%	-5.3%	-6.8%	-13.6%	-11.1%	-6.8%
HK이노엔	3.1%	7.5%	10.4%	9.6%	8.1%	9.8%	12.4%	11.9%	7.8%	10.7%	12.3%
연우	-5.0%	1.9%	2.2%	0.0%	0.0%	1.5%	1.9%	2.0%	0.0%	1.4%	1.7%
기타및조정	14.7%	13.7%	44.6%	5.4%	27.4%	0.0%	0.0%	0.0%	21.4%	6.4%	0.0%

자료: 한국콜마, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
매출액	1,586	1,866	2,156	2,431	2,657
매출총이익	428	469	578	678	762
영업이익	84	73	136	195	249
EBITDA	143	149	230	286	336
순이자손익	-27	-25	-36	-50	-47
외화관련손익	11	2	1	-2	-1
지분법손익	-1	-1	2	0	0
세전계속사업손익	67	17	34	120	179
당기순이익	44	-4	25	91	135
지배주주순이익	36	-22	5	66	102
증가율(%)					
매출액	20.0	17.6	15.5	12.8	9.3
영업이익	-30.7	-13.0	85.8	43.2	27.5
EBITDA	-22.2	4.3	54.6	24.4	17.5
순이익	-72.9	적전	흑전	263.4	47.3
이익률(%)					
매출총이익률	27.0	25.1	26.8	27.9	28.7
영업이익률	5.3	3.9	6.3	8.0	9.4
EBITDA 이익률	9.0	8.0	10.7	11.8	12.6
세전이익률	4.2	0.9	1.6	5.0	6.8
순이익률	2.7	-0.2	1.2	3.8	5.1

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
영업현금흐름	-3	91	112	92	168
당기순이익	44	-4	25	91	135
자산상각비	58	75	94	91	87
운전자본증감	-59	-32	-76	-64	-24
매출채권 감소(증가)	-40	-4	-60	-35	-31
재고자산 감소(증가)	-58	-10	-41	-29	-27
매입채무 증가(감소)	56	-7	26	-2	34
투자현금흐름	-283	-145	-156	-81	-77
유형자산처분(취득)	-40	-32	-106	-47	-43
무형자산 감소(증가)	-11	-17	-16	-24	-24
투자자산 감소(증가)	-135	75	-25	-4	-4
재무현금흐름	98	82	-8	-71	-74
차입금의 증가(감소)	-233	121	8	-60	-60
자본의 증가(감소)	-8	-39	-11	-11	-14
배당금의 지급	-8	-15	-11	-11	-14
총현금흐름	166	181	245	156	192
(-)운전자본증가(감소)	186	-70	17	64	24
(-)설비투자	40	38	107	50	45
(+)자산매각	-11	-12	-16	-21	-22
Free Cash Flow	-71	201	106	21	101
(-)기타투자	-30	273	67	6	6
잉여현금	-41	-72	38	15	95
NOPLAT	55	-18	100	148	186
(+) Dep	58	75	94	91	87
(-)운전자본투자	186	-70	17	64	24
(-)Capex	40	38	107	50	45
OpFCF	-112	90	70	125	205

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
유동자산	883	816	898	907	987
현금성자산	333	298	269	213	234
매출채권	228	261	324	358	390
재고자산	210	239	281	310	337
비유동자산	1,723	2,117	2,111	2,097	2,083
투자자산	151	206	180	185	191
유형자산	446	609	660	631	600
무형자산	1,127	1,302	1,271	1,281	1,292
자산총계	2,606	2,933	3,009	3,004	3,070
유동부채	889	868	1,284	1,244	1,239
매입채무	256	298	390	388	422
유동성이자부채	592	533	854	814	774
비유동부채	358	596	307	289	272
비유동이자부채	318	535	249	229	209
부채총계	1,246	1,464	1,591	1,533	1,511
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	267	264	262	262	262
이익잉여금	403	384	368	422	511
자본조정	3	4	7	5	5
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	1,360	1,469	1,419	1,471	1,559

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2021	2022	2023	2024E	2025E
주당지표					
EPS	1,565	-961	227	2,892	4,470
BPS	29,876	29,024	28,347	30,621	34,491
DPS	415	500	600	900	1,400
CFPS	7,249	7,905	10,688	6,825	8,375
ROA(%)	1.4	-0.8	0.2	2.2	3.4
ROE(%)	5.5	-3.3	0.8	9.8	13.7
ROIC(%)	3.0	-0.9	4.5	6.6	8.2
Multiples(x, %)					
PER	25.7	-44.3	236.2	17.7	11.4
PBR	1.3	1.5	1.9	1.7	1.5
PSR	0.6	0.5	0.6	0.5	0.4
PCR	5.6	5.4	5.0	7.5	6.1
EV/EBITDA	10.5	11.7	9.0	7.1	5.8
배당수익률	1.0	1.2	1.1	1.8	2.7
안정성(%)					
부채비율	91.7	99.6	112.1	104.2	96.9
Net debt/Equity	42.4	52.4	58.8	56.5	48.1
Net debt/EBITDA	404.4	517.8	363.1	290.6	223.1
유동비율	99.4	94.0	70.0	72.9	79.6
이자보상배율(배)	2.8	2.2	3.0	3.4	4.6
자산구조(%)					
투하자본	79.8	81.4	83.1	85.0	84.2
현금+투자자산	20.2	18.6	16.9	15.0	15.8
자본구조(%)					
차입금	40.1	42.1	43.8	41.5	38.7
자기자본	59.9	57.9	56.2	58.5	61.3

[Compliance Notice]

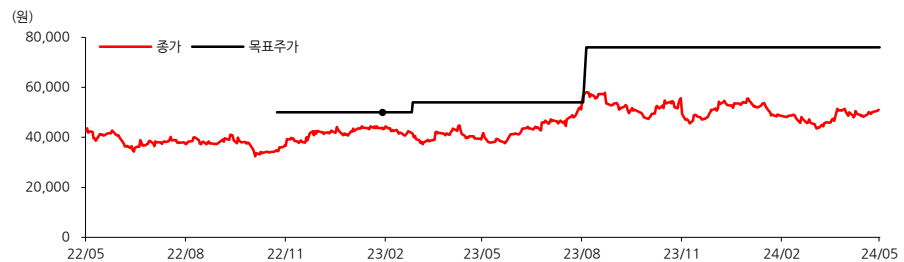
(공표일: 2024년 5월 10일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (한유정, 이다연)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[한국콜마 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2022.11.02	2022.11.02	2022.11.11	2023.03.07	2023.04.18	2023.05.12
투자의견	담당자변경	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	한유정	50,000	50,000	54,000	54,000	54,000
일 시	2023.08.14	2023.10.23	2024.01.22	2024.05.10		
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy		
목표가격	76,000	76,000	76,000	76,000		

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2022.11.02	Buy	50,000	-17.18	-11.10
2023.03.07	Buy	54,000	-21.04	5.19
2023.08.14	Buy	76,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중]

(기준일: 2024년 03월 31일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	95.2%	4.1%	0.7%	100.0%