



BUY (유지)

목표주가(12M) 75,000원
현재주가(11.10) 49,400원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,409.66
52주 최고/최저(원)	58,100/36,550
시가총액(십억원)	1,130.3
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	22,881.2
60일 평균 거래량(천주)	220.3
60일 평균 거래대금(십억원)	12.0
외국인지분율(%)	29.45
주요주주 지분율(%)	
한국콜마홀딩스 외 27 인	27.71
국민연금공단	12.48

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	2,203.5	2,448.3
영업이익(십억원)	155.1	201.6
순이익(십억원)	99.5	127.3
EPS(원)	3,513	4,183
BPS(원)	32,312	34,051

Financial Data (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,586.3	1,865.7	2,153.3	2,435.6
영업이익	84.3	73.3	137.8	212.0
세전이익	66.5	17.0	108.5	181.9
순이익	35.8	(22.0)	66.1	95.0
EPS	1,565	(961)	2,890	4,154
증감율	(77.66)	적전	흑전	43.74
PER	25.72	(44.33)	17.09	11.89
PBR	1.35	1.47	1.53	1.32
EV/EBITDA	14.60	17.15	11.64	8.21
ROE	5.48	(3.26)	9.43	11.89
BPS	29,876	29,024	32,306	37,547
DPS	415	500	500	500



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

하나증권 리서치센터

2023년 11월 13일 | 기업분석_Earnings Review

한국콜마 (161890)

아쉽지만, 성장 모멘텀 지속

3Q23 Review: 컨센서스 하회

한국콜마의 3분기 실적은 연결 매출 5,164억원(YoY+9%), 영업이익 310억원(YoY+71%, 영업이익률 6%)으로 컨센서스(영업이익 413억원)을 25% 하회하고, 당사 직전 추정치(369억원)을 약 60억원 하회했다. 하회의 주요인은 국내 SAP 도입에 따른 납기 지연과 관련 비효율이다.

3분기 국내/해외ODM, HK이노엔, 용기의 매출 성장률은 전년동기비 각각 +6%/+26%/+9%/+13% 달성했다. ▶**국내 ODM(별도)**은 매출 1,861억원(YoY+6%), 영업이익 131억원(YoY+26%, 영업이익률 7%) 달성했다. 비수기임에도 수주량이 전년동월비 25~30% 성장하며 강한 흐름 이어가는 것으로 파악된다. SAP 도입에 따른 영향이 없었다면, 수주 증가율과 유사한 성장 가능했을 것이다. 당분기 올리브영 판매 호조/복미, 수출 호조 브랜드 중심으로 기여도 확대되었다. SAP 설치에 따른 감가상각비(7.4억원)/성과 총당금(30억원) 등이 반영되었다. ▶**해외 ODM**은 매출 620억원(YoY+26%), 영업손실 22억원(YoY적자지속) 기록했다. 무석법인의 매출과 이익 체력은 견조했으나, 그외 ODM사의 부진으로 적자 지속되었다. 북경/캐나다는 손익분기점 하회하는 매출 영향, 미국은 기술영업센터 운영에 따른 고정비 상승 영향이다. ①**무석법인**은 매출 361억원(YoY+51%), 영업이익 17억원(YoY흑자전환, 영업이익률 6%)으로 호실적 이어졌다. 전분기비 선 비중이 축소되었으나, 쿼션/스킨케어 등의 수주가 상승하며 안정적인 수익성에 안착했다. ②**북미/캐나다**는 매출 218억원(YoY+3%), 영업손실 27억원(YoY적자지속, -2억원) 기록했다. 글로벌 고객사향 신제품 출시 일정이 지연됨에 따라 매출이 다소 부진했으며, 특정 제품의 항공 운송 비용 등이 발생했다. 긍정적인 점은 북미 인디 브랜드사의 수주가 점차 증가 추세다. ▶**HK이노엔**은 매출 2.2천억원(YoY+9%), 영업이익 224억원(YoY+1%) 기록했다. ETC 중심으로 외형 성장 중이나, 수액 신공장 가동에 따라 고정비 부담이 존재했다. ▶**연우**는 대형사 매출이 소폭 개선되는 가운데, 국내 중소형사/미주 수주 회복되며 매출 612억원, 영업이익 16억원(QoQ 흑전) 기록했다.

아쉽지만, 성장 모멘텀 지속

한국콜마는 8월부터 SAP 도입을 시작했으며, 초기 시스템 도입에 따른 시행착오가 존재했다. 다만 10월부터 대다수 정상화, 수주 증가와 유사한 외형 확대 기대된다. 이에따라 SAP 설치 초기 비효율은 지난 이슈로 본다. 당분기 SAP 설치에 따른 감가상각비(3분기 7.4억원), 성과 총당금(30억원) 등이 반영되었으며, 오히려 이를 감안한 별도 영업이익률은 9%로 전년동기비 3%p 개선된 것에 주목할 필요가 있다. SAP 도입의 비효율에도 영업 환경(인디/수출 브랜드 확대: 물량/믹스 호조)이 동사에 유리했던 것으로 보인다. 금번 실적은 아쉽지만, 한국콜마의 성장 모멘텀 지속이다. 투자 의견 BUY, 목표주가 7.5만원 유지한다.

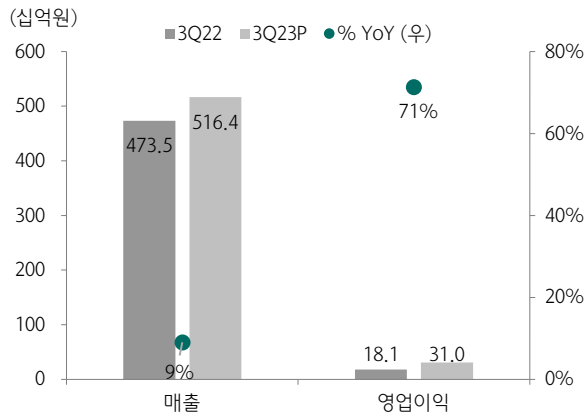
도표1. 한국콜마 연결 실적전망 및 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23F	2020	2021	2022	2023F	2024F
연결 매출액	410.4	502.7	473.5	479.1	487.7	599.7	516.4	549.5	1,322.1	1,586.3	1,865.7	2,153.3	2,435.6
별도	179.5	205.8	175.5	163.9	201.8	254.4	186.1	184.1	609.2	632.8	724.6	826.3	900.7
북경콜마	4.7	4.5	4.3	3.4	3.5	7.2	4.1	2.5	22.3	24.9	16.8	17.3	13.5
무석콜마	31.5	28.7	23.9	27.9	33.0	56.4	36.1	42.0	49.3	111.8	112.0	167.5	217.8
북미법인	17.6	16.7	21.2	18.6	18.5	22.6	21.8	26.0	62.7	65.5	74.1	88.9	116.9
HK 이노엔	180.2	251.9	198.2	216.3	184.9	204.4	215.6	229.7	598.4	769.8	846.5	834.5	935.8
연우	-	-	54.0	51.9	50.5	63.2	61.2	68.4	-	-	105.9	243.3	277.1
%YoY 연결 매출액	4%	22%	26%	19%	19%	19%	9%	15%	-4%	20%	18%	15%	13%
별도	4%	21%	24%	10%	12%	24%	6%	12%	-11%	4%	15%	14%	9%
북경콜마	-24%	-46%	-19%	-35%	-25%	60%	-4%	-26%	-60%	12%	-32%	3%	-22%
무석콜마	29%	-12%	-9%	-3%	5%	97%	51%	51%	129%	127%	0%	50%	30%
북미법인	12%	-7%	18%	34%	5%	35%	3%	40%	-28%	5%	13%	20%	32%
HK 이노엔	-4%	36%	5%	3%	3%	-19%	9%	6%	10%	29%	10%	-1%	12%
연우	-	-	-	-	-	-	13%	32%	-	-	-	130%	14%
매출총이익	100.5	134.3	120.7	113.4	116.8	163.3	141.3	148.5	426.3	428.1	468.8	569.9	653.2
영업이익	12.9	33.6	18.1	8.6	12.1	55.7	31.0	39.1	121.7	84.3	73.3	137.8	212.0
별도	14.4	22.9	10.4	21.4	13.5	34.6	13.1	18.4	50.4	65.6	69.1	79.7	94.8
북경콜마	-1.3	-1.1	-2.8	-1.7	-0.6	-0.5	-1.2	-1.0	-4.3	-3.1	-6.9	-3.3	-1.7
무석콜마	-1.4	-2.1	-4.1	-1.4	0.6	9.2	1.7	2.5	-12.6	-10.0	-9.0	14.0	25.4
북미법인	-3.3	-5.1	-2.5	-3.6	-3.9	-1.8	-2.7	-1.0	-6.9	-10.4	-14.5	-9.4	12.4
HK 이노엔	4.2	17.7	22.3	8.4	5.6	15.3	22.4	22.9	84.3	50.3	52.5	66.2	106.2
연우	-	-	-4.8	-0.6	-2.5	1.2	1.6	5.0	-	-	-5.4	5.3	13.3
%YoY 영업이익	-47%	58%	42%	-67%	-7%	65%	71%	352%	22%	-31%	-13%	88%	54%
별도	-9%	15%	0%	9%	-6%	51%	26%	-14%	26%	30%	5%	15%	19%
북경콜마	적지	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
무석콜마	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	적지	적지	적지	흑전	81%
북미법인	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적전	적지	적지	적지	흑전
HK 이노엔	-68%	497%	30%	-51%	33%	-13%	1%	173%	12%	-40%	4%	26%	60%
연우	-	-	-	-	-	-	흑전	흑전	-	-	-	흑전	150%
지배주주순이익	10.0	14.8	0.8	-47.6	5.8	34.8	11.5	14.0	160.3	35.8	-22.0	66.1	95.0
%Margin 매출총이익률	24%	27%	25%	24%	24%	27%	27%	27%	32%	27%	25%	26%	27%
영업이익률	3%	7%	4%	2%	2%	9%	6%	7%	9%	5%	4%	6%	9%
별도	8%	11%	6%	13%	7%	14%	7%	10%	8%	10%	10%	10%	11%
북경콜마	-28%	-24%	-65%	-50%	-17%	-7%	-29%	-40%	-19%	-12%	-41%	-19%	-12%
무석콜마	-4%	-7%	-17%	-5%	2%	16%	5%	6%	-26%	-9%	-8%	8%	12%
북미법인	-19%	-31%	-12%	-19%	-21%	-8%	-12%	-4%	-11%	-16%	-20%	-11%	11%
HK 이노엔	2%	7%	11%	4%	3%	7%	10%	10%	14%	7%	6%	8%	11%
연우	-	-	-9%	-1%	-5%	2%	3%	7%	-	-	-5%	2%	5%
순이익률	2%	3%	0%	-10%	1%	6%	2%	3%	12%	2%	-1%	3%	4%

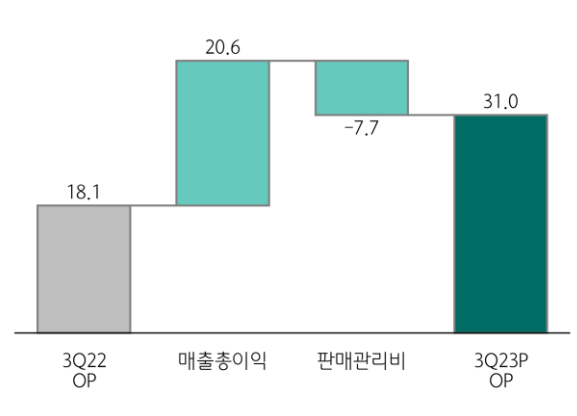
자료: 하나증권 [참고] ①자회사 영업이익은 추정치, ②연우 인수(지분율 55%) 에 따라 2022년 7월부터 손익 반영

도표 2. 한국콜마의 3Q23P 연결 실적 요약



자료: 하나증권

도표 3. 한국콜마의 3Q23P 손익 변동 (YoY)



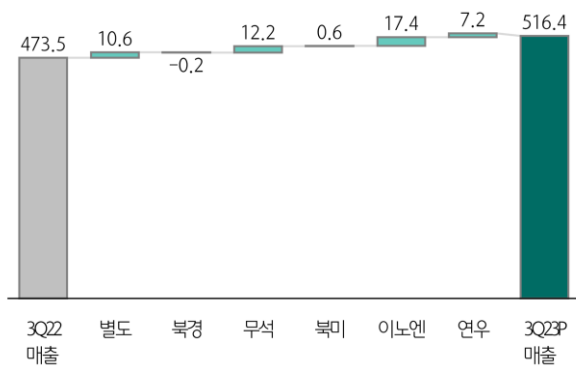
주: (단위) 십억원

주: 판매관리비 3Q22 1,103억원 → 3Q23 1,026억원 (-77억원)

자료: 하나증권

도표 4. 한국콜마의 3Q23P 연결 매출 변동 (YoY)

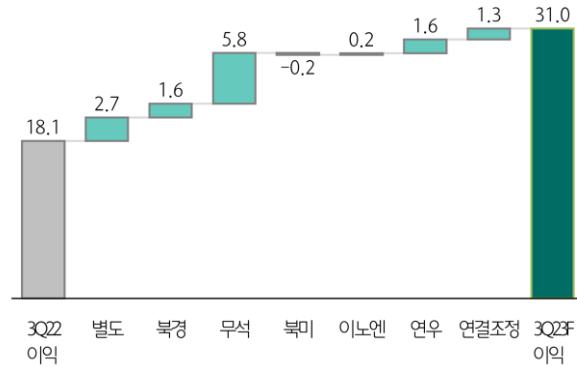
: 화장품 ODM +232억원, HK이노엔 +174억원, 용기(연우) +72억원



주: (단위) 십억원, 자료: 하나증권

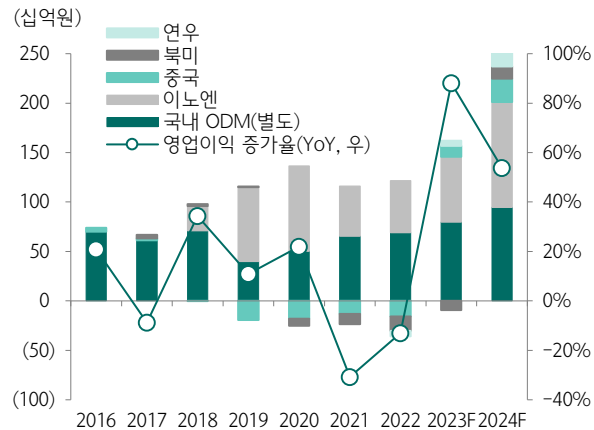
도표 5. 한국콜마의 3Q23P 연결 이익 변동 (YoY)

: 화장품 ODM +99억원, HK이노엔 2억원, 용기(연우) +16억원



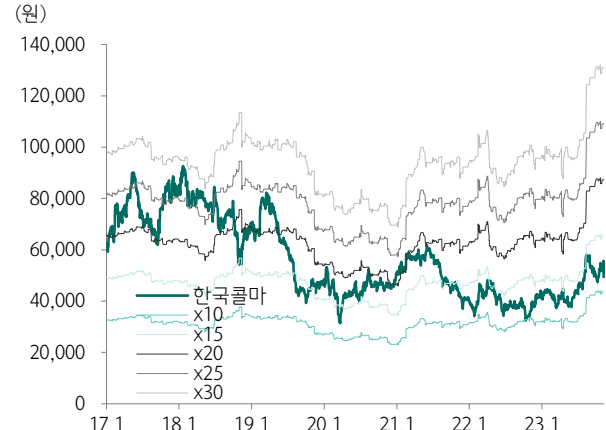
주: (단위) 십억원, 자료: 하나증권

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	2,153.3	2,435.6	2,603.4
매출원가	1,158.2	1,396.9	1,583.4	1,782.3	1,892.9
매출총이익	428.1	468.8	569.9	653.3	710.5
판매비	343.9	395.6	432.1	441.2	463.6
영업이익	84.3	73.3	137.8	212.0	246.8
금융손익	(15.9)	(24.4)	(29.7)	(28.6)	(30.0)
종속/관계기업손익	(0.9)	(1.2)	0.8	(0.9)	(0.9)
기타영업외손익	(0.9)	(30.8)	(0.5)	(0.6)	(0.6)
세전이익	66.5	17.0	108.5	181.9	215.3
법인세	23.0	21.1	17.4	43.7	51.7
계속사업이익	43.5	(4.1)	91.1	138.3	163.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	43.5	(4.1)	91.1	138.3	163.6
비배주주지분 순이익	7.7	17.9	4.6	6.9	8.2
지배주주순이익	35.8	(22.0)	66.1	95.0	107.1
지배주주지분포괄이익	33.8	(8.2)	(51.0)	(77.4)	(91.6)
NOPAT	55.1	(17.7)	115.8	161.1	187.6
EBITDA	142.6	148.7	204.7	271.3	299.5
성장성(%)					
매출액증가율	19.98	17.61	15.42	13.11	6.89
NOPAT증가율	(30.60)	적전	흑전	39.12	16.45
EBITDA증가율	(22.25)	4.28	37.66	32.54	10.39
영업이익증가율	(30.73)	(13.05)	87.99	53.85	16.42
(지배주주)순이익증가율	(77.67)	적전	흑전	43.72	12.74
EPS증가율	(77.66)	적전	흑전	43.74	12.73
수익성(%)					
매출총이익률	26.99	25.13	26.47	26.82	27.29
EBITDA이익률	8.99	7.97	9.51	11.14	11.50
영업이익률	5.31	3.93	6.40	8.70	9.48
계속사업이익률	2.74	(0.22)	4.23	5.68	6.28

투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	1,565	(961)	2,890	4,154	4,683
BPS	29,876	29,024	32,306	37,547	43,841
CFPS	7,249	7,905	8,840	11,520	12,482
EBITDAPS	6,234	6,499	8,945	11,857	13,087
SPS	69,329	81,540	94,107	106,444	113,777
DPS	415	500	500	500	500
주가지표(배)					
PER	25.72	(44.33)	17.09	11.89	10.55
PBR	1.35	1.47	1.53	1.32	1.13
PCFR	5.55	5.39	5.59	4.29	3.96
EV/EBITDA	14.60	17.15	11.64	8.21	6.82
PSR	0.58	0.52	0.52	0.46	0.43
재무비율(%)					
ROE	5.48	(3.26)	9.43	11.89	11.51
ROA	1.41	(0.79)	2.27	3.24	3.54
ROIC	3.14	(0.91)	5.51	7.85	9.34
부채비율	91.68	99.62	87.66	77.97	69.39
순부채비율	35.72	52.38	42.04	29.35	16.61
이자보상배율(배)	2.75	2.24	4.23	7.58	9.91

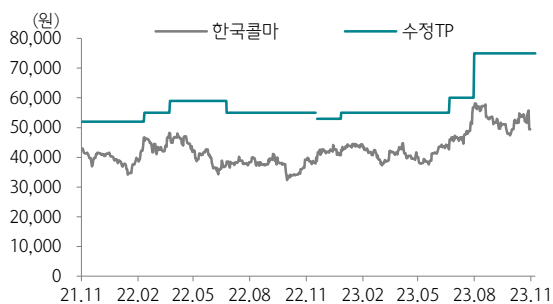
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	882.9	816.3	848.9	976.3	1,136.9
금융자산	424.2	298.2	251.1	300.3	414.3
현금성자산	191.2	220.1	176.5	229.2	346.5
매출채권	225.6	258.8	298.7	337.9	361.1
재고자산	210.2	239.4	276.3	312.5	334.1
기타유동자산	22.9	19.9	22.8	25.6	27.4
비유동자산	1,723.2	2,117.0	2,052.5	1,995.4	1,944.1
투자자산	30.8	33.7	36.1	38.3	39.7
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	172.6	172.5
자산총계	2,606.0	2,933.3	2,901.3	2,971.8	3,081.0
유동부채	888.6	868.1	850.0	854.0	853.1
금융부채	592.3	533.1	466.1	422.1	392.5
매입채무	157.0	160.2	184.9	209.1	223.5
기타유동부채	139.3	174.8	199.0	222.8	237.1
비유동부채	357.9	595.7	505.3	447.9	409.0
금융부채	317.5	534.7	434.9	368.3	324.0
기타비유동부채	40.4	61.0	70.4	79.6	85.0
부채총계	1,246.5	1,463.8	1,355.3	1,302.0	1,262.1
지배주주지분	683.6	664.1	739.2	859.1	1,003.2
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	458.8	578.7	722.7
비지배주주지분	676.0	805.4	806.8	810.7	815.7
자본총계	1,359.6	1,469.5	1,546.0	1,669.8	1,818.9
순금융부채	485.6	769.6	649.9	490.1	302.2

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	(3.1)	90.8	151.8	191.5	212.7
당기순이익	43.5	(4.1)	91.1	138.3	163.6
조정	12.2	127.2	66.9	59.3	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	0.0	0.0
영업활동 자산부채 변동	(58.8)	(32.3)	(6.2)	(6.1)	(3.6)
투자활동 현금흐름	(283.0)	(145.2)	(1.8)	(1.9)	(1.2)
투자자산감소(증가)	(9.1)	(2.9)	(5.4)	(5.4)	(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)	(122.0)	(85.3)
금융부채증가(감소)	(221.0)	158.0	(166.9)	(110.6)	(73.9)
자본증가(감소)	38.4	(2.2)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	288.1	(64.3)	(0.0)	(0.0)	0.0
배당지급	(7.9)	(9.5)	(11.4)	(11.4)	(11.4)
현금의 증감	(188.5)	27.6	(38.8)	52.7	117.3
Unlevered CFO	165.9	180.9	202.3	263.6	285.6
Free Cash Flow	(43.2)	53.0	151.8	191.5	212.7

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%
21.8.26	Neutral	52,000	-11.44%	-5.19%

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 2023년 11월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(박은정)는 2023년 11월 13일 현재 해당회사의 유가 증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 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	94.14%	5.41%	0.45%	100%

* 기준일: 2023년 11월 13일