

2023. 11. 13



# 한국콜마 (161890)

## 3Q23 Review: 구조적 성장은 지속

### Company Analysis | 음식료/화장품/의류

Analyst 오지우

02 3779 8431\_jiwoo.oh@ebestsec.co.kr

## Buy (유지)

목표주가 (유지)	75,000 원
현재주가	49,400 원
상승여력	51.8 %

### 컨센서스 대비

상회	부합	하회
		●

### Stock Data

KOSPI (11/10)	2,409.66 pt
시가총액	11,303 억원
발행주식수	22,881 천주
52 주 최고가/최저가	58,100 / 36,550 원
90 일 일평균거래대금	126.95 억원
외국인 지분율	29.4%
배당수익률(23.12E)	1.0%
BPS(23.12E)	31,261 원
KOSPI 대비 상대수익률	1 개월 3.9%
	6 개월 24.9%
	12 개월 34.8%
주주구성 한국콜마홀딩스 (외 28 인)	27.7%
국민연금공단 (외 1 인)	12.5%
NIHON KOLMAR(외 1 인)	12.1%

### Stock Price



### ERP 시스템 변경 영향

한국콜마의 2023년 3분기 실적은 매출액 5,164억원(+9.1% YoY), 영업이익 310억원(+71.5%, OPM 6.0%), 지배주주순이익 115억원(+1,348.2%, NPM 2.2%)을 기록하며 시장 기대치를 하회했다(시장 컨센서스 413억원 대비 -24.8%). 하회의 주 요인은 신규 ERP 시스템(SAP) 도입 과정에서 발생한 생산 차질 영향이며, 관련 영향 제거 시 별도 매출액은 2,100억원 수준으로 +20%대 성장을 이어갔을 것으로 보인다.

**[한국]** 매출액 1,861억원(+6.0% YoY)과 영업이익 131억원(+26.0%, OPM 7.0%)을 기록했다. SAP 시스템 변경 영향으로 상위 2개 고객사의 주문 지연, 매출액 감소가 발생하면서 2분기 대비 낮은 매출 성장률을 보였다. SAP 영향은 4Q23 중 대부분 해소되어 안정화될 전망이며, 4분기 한국 매출액 성장률은 +15.3%로 추정한다.

**[중국]** 무석은 매출액 361억원(+51.0%), 영업이익 17억원(흑자전환, OPM 4.7%)으로 시장을 크게 상회하는 성장을 달성했다. 썬 계열성 영향으로 QoQ 감소는 불가피했으나, 주요 거래선 중심으로 제품 믹스 전환에 성공하면서 미드싱글 수준의 이익률을 유지했다. 올해 들어 안정적인 흑자 구조가 유지되고 있는 점이 긍정적이며, 2024E에도 80여개의 고객들과 썬 신제품 출시가 예정되어 있어 시장 대비 아웃퍼폼은 무리 없을 전망이다.

**[북미]** 미국은 매출액 113억원(+32.9%), 영업적자 17억원(적자축소), 캐나다 매출액 105억원(-17.3%), 영업적자 10억원(적자지속) 기록했다. 미국은 1위 고객사로 올라선 인디 브랜드 S사의 립제품 호조로 매출액이 크게 성장했으며, 뉴저지 기술영업센터 비용(8.4억원) 반영에도 전년비 적자규모가 개선되어 긍정적이다. 4Q23~2024E에도 인디 브랜드 중심 성장은 지속될 전망이며, 4분기 미국 성장률은 +102%로 추정한다.

### 투자의견 BUY, 목표주가 75,000원 유지

한국콜마에 대한 투자의견 Buy와 목표주가 75,000원을 유지한다. 올해 연간 영업이익 추정치를 하향 조정했으나, 시간 가중치 반영으로 목표주가는 동일하다(현재 주가 11배에 거래 중). 금번 분기 일회적 요인으로 한국법인 매출 성장에 제동이 걸리기는 했지만, 연 중 강한 주주 흐름과 H&B스토어 내 점유율 상승, 무석콜마의 강력한 턴어라운드, 썬 경쟁력 등 기존의 투자 포인트는 훼손되지 않았다고 판단한다. 내년에도 화장품 ODM 산업의 구조적인 성장과 함께 동사도 다시 한 번 높은 영업이익 성장이 기대된다(2024E 영업이익 2,038억원, +47.5% YoY 전망).

### Financial Data

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,586	1,866	2,155	2,360	2,555
영업이익	84	73	138	204	235
순이익	44	-4	83	109	131
EPS (원)	1,565	-961	2,819	4,301	5,154
증감률 (%)	-77.7	적전	흑전	52.6	19.8
PER (x)	25.7	-44.3	17.5	11.5	9.6
PBR (x)	1.3	1.5	1.6	1.4	1.2
영업이익률 (%)	5.3	3.9	6.4	8.6	9.2
EBITDA 마진 (%)	9.0	8.0	10.7	12.5	12.6
ROE (%)	5.5	-3.3	9.4	13.0	13.8

주: IFRS 연결 기준

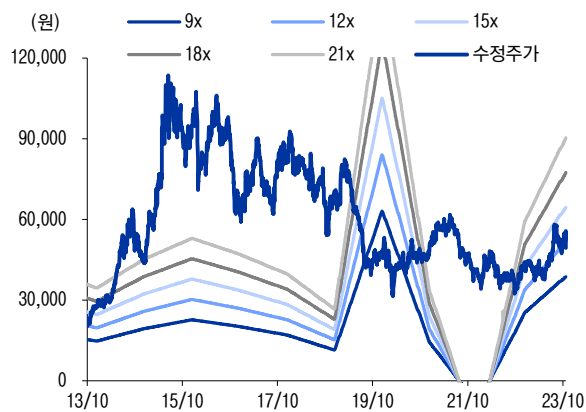
자료: 한국콜마, 이베스트투자증권 리서치센터

표1 한국콜마 3Q23 Review

(십억원, %)	3Q23P	3Q22	YoY(%)	2Q23	QoQ(%)	컨센서스	컨센 대비(%)
매출액	516.4	473.5	9.1	599.7	-13.9	551.2	-6.3
영업이익	31.0	18.1	71.5	55.7	-44.3	41.3	-24.8
지배주주순이익	11.5	0.8	1,348.2	34.8	-67.0	15.2	-24.6
OPM(%)	6.0	3.8	2.2	9.3	-3.3	7.5	-1.5

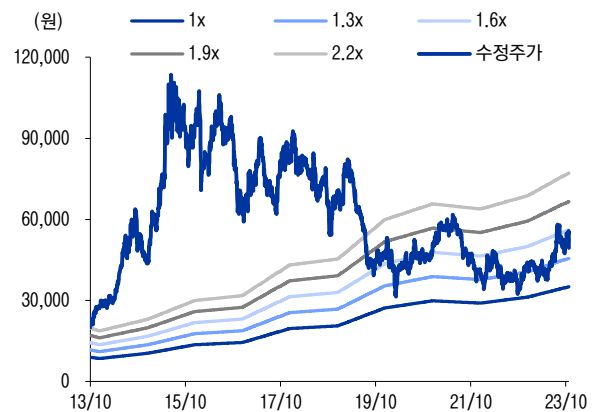
자료: 이베스트투자증권 리서치센터

그림1 한국콜마 PER 밴드 차트



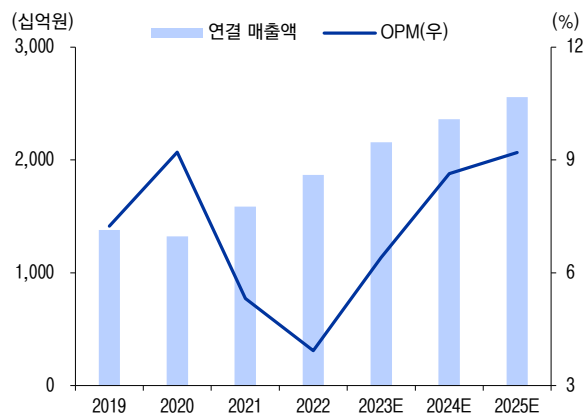
자료: 한국콜마, 이베스트투자증권 리서치센터

그림2 한국콜마 PBR 밴드 차트



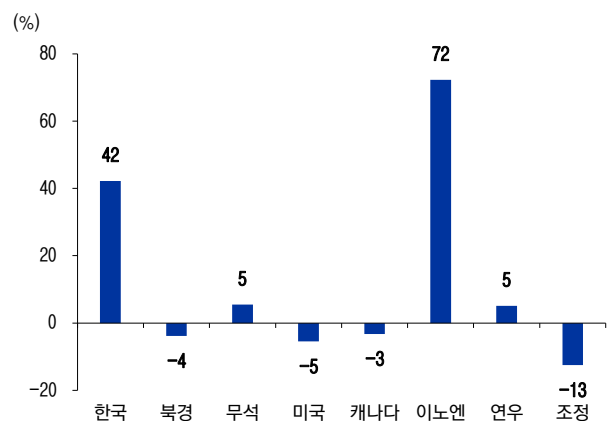
자료: 한국콜마, 이베스트투자증권 리서치센터

그림3 한국콜마 연간 실적 추이 및 전망



자료: 한국콜마, 이베스트투자증권 리서치센터

그림4 한국콜마 3Q23 연결 영업이익 기여도



자료: 한국콜마, 이베스트투자증권 리서치센터

표2 한국콜마 부문별 실적추정 상세 내역

(십억원, %)	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23P	4Q23E	2022	2023E	2024E
<b>매출액</b>	<b>410.4</b>	<b>502.7</b>	<b>473.5</b>	<b>479.1</b>	<b>487.7</b>	<b>599.7</b>	<b>516.4</b>	<b>551.4</b>	<b>1,865.7</b>	<b>2,155.2</b>	<b>2,360.4</b>
<b>한국</b>	<b>179.4</b>	<b>205.8</b>	<b>175.5</b>	<b>163.9</b>	<b>201.8</b>	<b>254.4</b>	<b>186.1</b>	<b>189.0</b>	<b>724.6</b>	<b>831.2</b>	<b>914.4</b>
<b>중국</b>	<b>36.2</b>	<b>33.2</b>	<b>28.1</b>	<b>31.3</b>	<b>36.5</b>	<b>63.6</b>	<b>40.3</b>	<b>44.0</b>	<b>128.8</b>	<b>184.4</b>	<b>209.1</b>
- 북경	4.7	4.5	4.2	3.4	3.5	7.2	4.1	3.4	16.8	18.2	18.9
- 무석	31.5	28.7	23.9	27.9	33.0	56.4	36.1	40.6	112.0	166.1	190.2
<b>북미</b>	<b>17.6</b>	<b>16.7</b>	<b>21.2</b>	<b>18.6</b>	<b>18.5</b>	<b>22.6</b>	<b>21.8</b>	<b>25.4</b>	<b>74.1</b>	<b>88.3</b>	<b>98.4</b>
- 미국	5.4	5.6	8.5	6.2	6.5	8.3	11.3	12.5	25.7	38.6	44.4
- 캐나다	12.2	11.1	12.7	12.4	12.0	14.3	10.5	12.9	48.4	49.7	54.0
HK이노엔	180.2	251.9	198.1	216.3	184.9	204.4	215.6	232.1	846.5	836.9	892.7
연우	-	-	54.0	51.9	50.5	63.2	61.2	63.7	105.9	238.6	265.1
<b>매출액 YoY (%)</b>	<b>3.8</b>	<b>21.8</b>	<b>25.9</b>	<b>19.1</b>	<b>18.8</b>	<b>19.3</b>	<b>9.1</b>	<b>15.1</b>	<b>17.6</b>	<b>15.5</b>	<b>9.5</b>
<b>한국</b>	<b>4.1</b>	<b>20.9</b>	<b>23.7</b>	<b>10.4</b>	<b>12.5</b>	<b>23.6</b>	<b>6.0</b>	<b>15.3</b>	<b>14.5</b>	<b>14.7</b>	<b>10.0</b>
<b>중국</b>	<b>18.7</b>	<b>-18.6</b>	<b>-10.8</b>	<b>-7.7</b>	<b>0.8</b>	<b>91.6</b>	<b>43.4</b>	<b>40.5</b>	<b>-5.8</b>	<b>43.2</b>	<b>13.4</b>
- 북경	-23.0	-45.8	-20.8	-34.6	-25.5	60.0	-2.4	-1.2	-32.5	8.1	4.3
- 무석	29.1	-11.7	-8.8	-2.8	4.8	96.5	51.0	45.6	0.2	48.3	14.5
<b>북미</b>	<b>12.1</b>	<b>-6.7</b>	<b>17.8</b>	<b>42.0</b>	<b>5.1</b>	<b>35.3</b>	<b>2.8</b>	<b>36.5</b>	<b>14.5</b>	<b>19.1</b>	<b>11.5</b>
- 미국	12.5	-8.2	26.9	-6.1	20.4	48.2	32.9	102.0	6.2	50.3	15.0
- 캐나다	11.9	-5.9	12.4	90.8	-1.6	28.8	-17.3	3.7	19.5	2.6	8.7
HK이노엔	-3.5	36.2	5.0	3.3	2.6	-18.9	8.8	7.3	10.0	-1.1	6.7
연우	-	-	-	-	-	-	13.4	22.7	-	125.3	11.1
<b>영업이익</b>	<b>12.9</b>	<b>33.6</b>	<b>18.1</b>	<b>8.6</b>	<b>12.1</b>	<b>55.7</b>	<b>31.0</b>	<b>39.3</b>	<b>73.3</b>	<b>138.1</b>	<b>203.8</b>
<b>한국</b>	<b>14.4</b>	<b>22.9</b>	<b>10.4</b>	<b>21.4</b>	<b>13.5</b>	<b>34.7</b>	<b>13.1</b>	<b>20.4</b>	<b>69.1</b>	<b>81.7</b>	<b>96.0</b>
<b>중국</b>	<b>-2.7</b>	<b>-3.2</b>	<b>-6.9</b>	<b>-3.1</b>	<b>-0.1</b>	<b>8.7</b>	<b>0.3</b>	<b>1.0</b>	<b>-15.9</b>	<b>9.9</b>	<b>19.8</b>
- 북경	-1.3	-1.1	-2.8	-1.7	-0.6	-0.5	-1.2	-1.1	-6.9	-3.4	-1.3
- 무석	-1.4	-2.1	-4.1	-1.4	0.6	9.2	1.7	2.1	-9.0	13.6	21.1
<b>북미</b>	<b>-3.3</b>	<b>-5.1</b>	<b>-2.5</b>	<b>-3.6</b>	<b>-3.9</b>	<b>-1.8</b>	<b>-2.7</b>	<b>-0.2</b>	<b>-14.5</b>	<b>-8.6</b>	<b>1.4</b>
- 미국	-3.1	-3.5	-1.8	-1.8	-3.7	-2.5	-1.7	-0.4	-10.2	-8.3	-0.4
- 캐나다	-0.2	-1.6	-0.7	-1.8	-0.2	0.7	-1.0	0.2	-4.3	-0.3	1.8
HK이노엔	4.2	17.7	22.2	8.4	5.6	15.3	22.4	22.7	52.5	66.1	88.1
연우	-	-	-4.8	-0.6	-2.5	1.2	1.6	2.4	-5.4	2.7	11.7
<b>영업이익 YoY (%)</b>	<b>-46.8</b>	<b>57.8</b>	<b>41.6</b>	<b>-66.7</b>	<b>-6.6</b>	<b>65.5</b>	<b>71.5</b>	<b>355.6</b>	<b>-13.0</b>	<b>88.5</b>	<b>47.5</b>
<b>한국</b>	<b>-8.3</b>	<b>15.0</b>	<b>0.0</b>	<b>9.2</b>	<b>-6.0</b>	<b>51.4</b>	<b>26.0</b>	<b>-4.6</b>	<b>5.3</b>	<b>18.3</b>	<b>17.5</b>
<b>중국</b>	<b>적지</b>	<b>적지</b>	<b>적지</b>	<b>적지</b>	<b>적지</b>	<b>흑전</b>	<b>흑전</b>	<b>흑전</b>	<b>적지</b>	<b>흑전</b>	<b>99.2</b>
<b>북미</b>	<b>적지</b>	<b>적지</b>	<b>적지</b>	<b>적지</b>	<b>적지</b>	<b>적지</b>	<b>적지</b>	<b>적지</b>	<b>적지</b>	<b>적지</b>	<b>흑전</b>
HK이노엔	-67.5	496.6	30.0	-51.2	32.4	-13.2	1.0	170.8	4.5	25.9	33.3
연우	-	-	-	-	-	-	흑전	흑전	-	흑전	335.8
<b>OPM (%)</b>	<b>3.1</b>	<b>6.7</b>	<b>3.8</b>	<b>1.8</b>	<b>2.5</b>	<b>9.3</b>	<b>6.0</b>	<b>7.1</b>	<b>3.9</b>	<b>6.4</b>	<b>8.6</b>
<b>한국</b>	<b>8.0</b>	<b>11.1</b>	<b>5.9</b>	<b>13.1</b>	<b>6.7</b>	<b>13.6</b>	<b>7.0</b>	<b>10.8</b>	<b>9.5</b>	<b>9.8</b>	<b>10.5</b>
<b>중국</b>	<b>-7.5</b>	<b>-9.6</b>	<b>-24.6</b>	<b>-9.9</b>	<b>-0.2</b>	<b>13.7</b>	<b>0.7</b>	<b>2.3</b>	<b>-12.3</b>	<b>5.4</b>	<b>9.4</b>
<b>북미</b>	<b>-18.8</b>	<b>-30.5</b>	<b>-11.8</b>	<b>-19.4</b>	<b>-21.1</b>	<b>-8.0</b>	<b>-12.4</b>	<b>-0.9</b>	<b>-19.6</b>	<b>-9.8</b>	<b>1.4</b>
HK이노엔	2.3	7.0	11.2	3.9	3.0	7.5	10.4	9.8	6.2	7.9	9.9
연우	-	-	-8.9	-1.2	-4.9	1.9	2.6	3.7	-5.1	1.1	4.4

자료: 한국콜마, 이베스트투자증권 리서치센터

주: K-IFRS 연결기준

## 한국콜마 (161890)

## 재무상태표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
유동자산	883	816	899	1,032	1,179
현금 및 현금성자산	191	220	242	322	414
매출채권 및 기타채권	228	266	307	334	362
재고자산	210	239	244	266	288
기타유동자산	254	91	106	110	115
비유동자산	1,723	2,117	2,154	2,138	2,130
관계기업투자등	31	34	36	38	39
유형자산	446	609	661	631	609
무형자산	1,127	1,302	1,305	1,311	1,318
<b>자산총계</b>	<b>2,606</b>	<b>2,933</b>	<b>3,053</b>	<b>3,170</b>	<b>3,309</b>
유동부채	889	868	923	951	981
매입채무 및 기타채무	256	298	304	331	359
단기금융부채	592	533	575	575	575
기타유동부채	40	37	44	46	47
비유동부채	358	596	603	606	608
장기금융부채	318	535	545	545	545
기타비유동부채	40	61	59	61	63
<b>부채총계</b>	<b>1,246</b>	<b>1,464</b>	<b>1,527</b>	<b>1,557</b>	<b>1,589</b>
지배주주지분	684	664	715	802	909
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	267	264	262	262	262
이익잉여금	403	384	437	524	630
비지배주주지분(연결)	676	805	811	811	811
<b>자본총계</b>	<b>1,360</b>	<b>1,469</b>	<b>1,526</b>	<b>1,613</b>	<b>1,720</b>

## 현금흐름표

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
영업활동 현금흐름	-3	91	131	167	182
당기순이익(손실)	44	-4	83	109	131
비현금수익비용가감	122	185	104	78	73
유형자산감가상각비	47	62	77	77	74
무형자산상각비	12	14	17	14	14
기타현금수익비용	64	110	-2	-22	-24
영업활동 자산부채변동	-59	-32	-29	-20	-22
매출채권 감소(증가)	-40	-4	-41	-27	-28
재고자산 감소(증가)	-58	-10	-2	-21	-22
매입채무 증가(감소)	56	-7	14	26	28
기타자산, 부채변동	-17	-12	1	1	1
<b>투자활동 현금</b>	<b>-283</b>	<b>-145</b>	<b>-117</b>	<b>-75</b>	<b>-79</b>
유형자산처분(취득)	-40	-32	-84	-48	-52
무형자산 감소(증가)	-11	-17	-18	-21	-21
투자자산 감소(증가)	-145	74	-10	0	-1
기타투자활동	-88	-169	-4	-6	-6
<b>재무활동 현금</b>	<b>98</b>	<b>82</b>	<b>8</b>	<b>-11</b>	<b>-11</b>
차입금의 증가(감소)	-233	121	24	0	0
자본의 증가(감소)	-8	-39	-11	-11	-11
배당금의 지급	8	15	-11	-11	-11
기타재무활동	338	0	-5	0	0
<b>현금의 증가</b>	<b>-186</b>	<b>29</b>	<b>22</b>	<b>80</b>	<b>91</b>
기초현금	377	191	220	242	322
기말현금	191	220	242	322	414

자료: 한국콜마, 이베스트투자증권 리서치센터

## 손익계산서

(십억원)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
매출액	1,586	1,866	2,155	2,360	2,555
매출원가	1,158	1,397	1,584	1,722	1,845
매출총이익	428	469	571	639	710
판매비 및 관리비	344	396	433	435	475
영업이익	84	73	138	204	235
(EBITDA)	143	149	231	295	323
금융손익	-16	-23	-36	-39	-39
이자비용	31	33	44	46	46
관계기업등 투자손익	-1	-1	4	4	4
기타영업외손익	-1	-32	-6	-11	-11
<b>세전계속사업이익</b>	<b>67</b>	<b>17</b>	<b>100</b>	<b>158</b>	<b>190</b>
계속사업법인세비용	23	21	17	49	59
계속사업이익	44	-4	83	109	131
중단사업이익	0	0	0	0	0
<b>당기순이익</b>	<b>44</b>	<b>-4</b>	<b>83</b>	<b>109</b>	<b>131</b>
지배주주	36	-22	65	98	118
<b>총포괄이익</b>	<b>45</b>	<b>-3</b>	<b>83</b>	<b>109</b>	<b>131</b>
매출총이익률 (%)	27.0	25.1	26.5	27.1	27.8
영업이익률 (%)	5.3	3.9	6.4	8.6	9.2
EBITDA 마진률 (%)	9.0	8.0	10.7	12.5	12.6
당기순이익률 (%)	2.7	-0.2	3.8	4.6	5.1
ROA (%)	1.4	-0.8	2.2	3.2	3.6
ROE (%)	5.5	-3.3	9.4	13.0	13.8
ROIC (%)	3.0	-0.9	5.1	6.2	7.1

## 주요 투자지표

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
<b>투자지표 (x)</b>					
P/E	25.7	-	17.5	11.5	9.6
P/B	1.3	1.5	1.6	1.4	1.2
EV/EBITDA	10.5	11.8	8.3	6.2	5.4
P/CF	5.6	5.4	6.0	6.0	5.5
배당수익률 (%)	1.0	1.2	1.0	1.0	1.0
<b>성장성 (%)</b>					
매출액	20.0	17.6	15.5	9.5	8.2
영업이익	-30.7	-13.0	88.5	47.5	15.3
세전이익	-70.0	-74.5	489.9	58.0	19.8
당기순이익	-72.9	적전	흑전	32.1	19.8
EPS	-77.7	적전	흑전	52.6	19.8
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	91.7	99.6	100.0	96.5	92.4
유동비율	99.4	94.0	97.4	108.5	120.1
순차입금/자기자본(x)	42.4	52.8	52.0	44.0	35.7
영업이익/금융비용(x)	2.8	2.2	3.1	4.4	5.1
총차입금 (십억원)	910	1,068	1,120	1,120	1,120
순차입금 (십억원)	577	775	793	709	614
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	1,565	-961	2,819	4,301	5,154
BPS	29,876	29,024	31,261	35,062	39,716
CFPS	7,249	7,905	8,176	8,191	8,919
DPS	415	500	500	500	500

한국콜마

목표주가 추이

(원)

— 주가

— 목표주가

80,000

70,000

60,000

50,000

40,000

30,000

20,000

10,000

0

21/11

22/05

22/11

23/05

23/11

투자의견 변동내역

일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)			일시	투자 의견	목표 가격	과리율(%)		
			최고 대비	최저 대비	평균 대비				최고 대비	최저 대비	평균 대비
2021.04.19	Buy	62,000	-0.3		-22.9						
2022.04.20	Buy	62,000	-24.0		-27.8						
2022.05.17	Buy	58,000	-23.4		-32.0						
2023.04.10	변경	오지우									
2023.04.10	Buy	57,000	-18.1		-27.3						
2023.07.10	Buy	63,000	-9.8		-23.6						
2023.08.14	Buy	75,000									

### Compliance Notice

본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다(작성자: 오지우).

본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치본부의 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다.

따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.

\_ 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.

\_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

\_ 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

\_ 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

### 투자등급 및 적용 기준

구분	투자등급 guide line (투자기간 6~12개월)	투자등급	적용기준 (향후12개월)	투자의견 비율	비고
Sector (업종)	시가총액 대비	Overweight (비중확대)			
	업종 비중 기준	Neutral (중립)			
	투자등급 3단계	Underweight (비중축소)			
Company (기업)	절대수익률 기준	Buy (매수)	+15% 이상 기대	91.4%	2018년 10월 25일부터 당사 투자등급 적용기준이 기존 ±15%로 변경
	투자등급 3단계	Hold (보유)	-15% ~ +15% 기대	8.6%	
		Sell (매도)	-15% 이하 기대		
		합계		100.0%	투자의견 비율은 2022. 10. 1 ~ 2023. 9. 30 당사 리서치센터의 의견공표 종목들의 맨마지막 공표의 견을 기준으로 한 투자등급별 비중임 (최근 1년간 누적 기준. 분기별 갱신)