



# 한국콜마

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

2024년 2월 28일

## [화장품]

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

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

## 1Q24에도 웃을 상



**매수**  
(유지)



현재주가 (2월 27일)  
**45,850 원**



목표주가  
**77,000 원 (유지)**



상승여력  
**67.9%**

- ◆ 4Q23 예상보다 컸던 일회성 비용, 영업 실적은 매우 양호
- ◆ 1Q24에도 한국 중심으로 중저가 브랜드 수주 대응 활발
- ◆ 섹터 내 상대적으로 수급 부담 적은 기업, 선호 의견 유지



신한 리서치 투자정보  
www.shinhansec.com

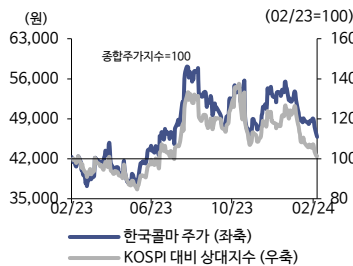
시가총액	1,049.1 십억원
발행주식수	23.6 백만주
유동주식수	17.1 백만주 (72.3%)
52 주 최고가/최저가	58,100 원/37,250 원
일평균 거래량 (60 일)	102,819 주
일평균 거래액 (60 일)	5,248 백만원
외국인 지분율	30.85%

주요주주	
한국콜마홀딩스 외 25 인	27.71%
국민연금공단	13.20%

절대수익률	
3 개월	-4.4%
6 개월	-20.0%
12 개월	12.4%

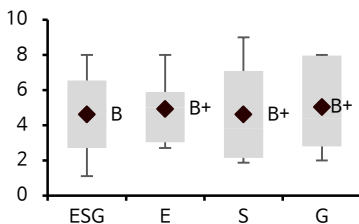
KOSPI 대비 상대수익률	
3 개월	-9.1%
6 개월	-23.2%
12 개월	2.9%

## 주가



## ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



## 4Q23 양호한 영업 실적 달성

4Q23 연결매출 5,517억원(+15% YoY), 영업이익 378억원(+336% YoY)으로 당사 추정이익(428억원), 컨센서스 영업이익(410억원)을 소폭 밀돌았다. 다만 성과급 충당금 초과 인식분(35억원)을 감안하면 시장 기대치에 부합하는 양호한 실적이었다. 법인별 매출은 한국 31% YoY, 중국 18% YoY, 북미 10% YoY, 연우 19% YoY, HK이노엔 4% YoY 성장해 한국법인이 전사 성장을 견인했다. 영업이익단에서는 한국법인 188억원, HK이노엔 216억원, 그밖에 법인들은 손익분기점 혹은 적자폭을 줄이는 상황이다.

3Q23에 문제가 되었던 ERP 교체와 관련한 주문 대응 문제는 해소되었다. 다만 ERP 관련 분기 감가상각비가 약 8억원 증가하는 것으로 파악된다. ERP 운영 정상화로 상위 고객 출하가 다시 증가하고, 인디브랜드 수출의 적극적인 대응이 가동률 상승으로 이어졌다. Top10 바이어 생산물량 비중이 55%에서 60%까지 상승하고 있어 고객사간 관계가 견고해지는 것으로 보인다. 이외 HK이노엔은 케이캡과 수액 매출 등 대부분 사업분 매출이 견조하게 성장 중이다.

## 1Q24에도 한국 중심으로 성장 강세

한국법인은 타사와 마찬가지로 H&B채널과 일본, 미국 수출 물량의 확대가 강세를 보이고 있으며 이는 1Q24에도 변함없다. 글로벌 인디뷰티 수요 강세로 주요 OEM사들이 외주 가공을 필요로 할만큼 생산가능량을 초과하는 수준의 주문이 밀려들고 있어 동시에 평균수주단가를 높여볼 수 있는 기회도 열려있다고 판단된다. 동사 역시 부천 2공장 확보 및 기존 공장 수정, 계열사 공장 활용으로 CAPA를 최대한 확보하는 상황이다. 북미는 립밤 제품의 수주 확대로 매출 성장을 이어나가며, 중국은 로컬 고객사들 중심으로 꾸준히 수주 대응 중이다. 다만 상반기 내내 한국을 중심으로 성장이 부각될 전망이며, 현 업황을 감안할 때 동사가 제시한 한국 쪽 매출 가이드نس 10% 중반 성장은 매우 보수적이라고 판단한다.

## 단기, 중장기 성장매력 상승 중

추정치 변동이 미미하며, 따라서 기존 목표주가도 유지한다. 증저가랜드사 & ODM사 대해 선호 의견 유지한다. 특히 동사는 섹터 내 상대적으로 수급 부담도 적은 편이라 판단되어 선호 의견을 제시한다.

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	2,155.4	136.6	5.7	249	30,099	215.5	11.2	1.8	0.8	48.1
2024F	2,461.0	199.3	13.3	579	31,023	79.2	8.5	1.5	1.9	43.6
2025F	2,747.7	236.3	20.7	905	32,142	50.7	7.7	1.4	2.9	35.5

자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 한국콜마 4Q23 실적 리뷰

(억원, %)	4Q23	4Q22	% YoY	3Q23	% QoQ	신한 추정치	% 차이	컨센서스	% 차이
연결매출	5,517	4,791	15.1	5,164	6.8	5,578	(1.1)	5,491	0.5
영업이익	378	87	336.4	310	21.9	428	(11.7)	410	(7.8)
지배주주순이익	(462)	(477)	적지	115	적전	150	-	148	-

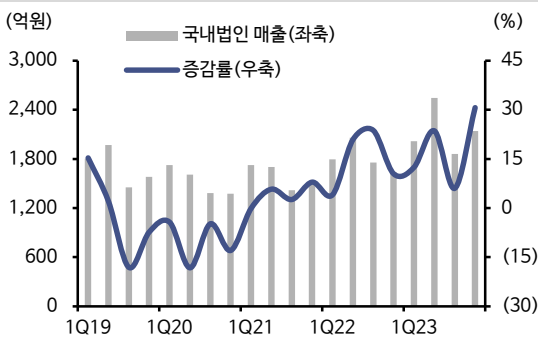
자료: 신한투자증권

## 한국콜마 분기, 연간 실적 전망

(억원, %)	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2021	2022	2023	2024F
연결매출	4,877	5,997	5,164	5,517	5,636	6,768	6,005	6,202	15,863	18,657	21,554	24,610
% YoY	18.8	19.3	9.1	15.1	15.6	12.9	16.3	12.4	20.0	17.6	15.5	14.2
영업이익	121	557	310	378	366	717	420	489	847	733	1,366	1,993
% YoY	(6.6)	65.8	71.3	336.4	203.8	28.8	35.6	29.3	(30.3)	(13.4)	86.3	46.0
% OPM	2.5	9.3	6.0	6.9	6.5	10.6	7.0	7.9	5.3	3.9	6.3	8.1

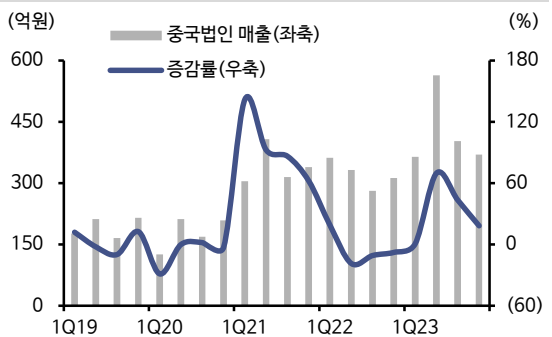
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 한국콜마 한국법인 매출 및 증감률 추이



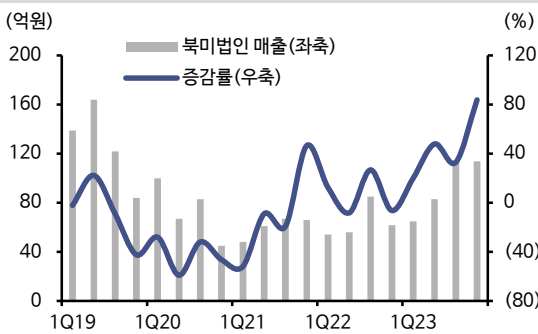
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 한국콜마 중국법인 매출 및 증감률 추이



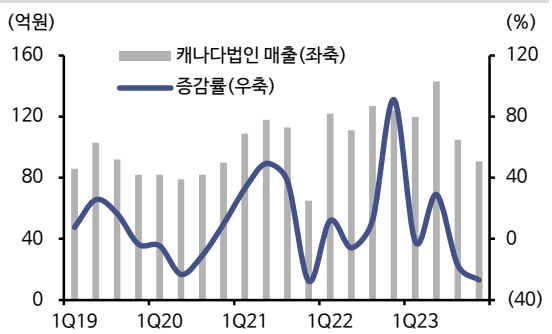
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 한국콜마 북미법인 매출 및 증감률 추이



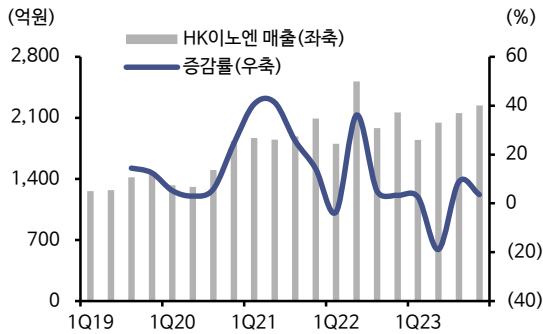
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 한국콜마 캐나다법인 매출 및 증감률 추이



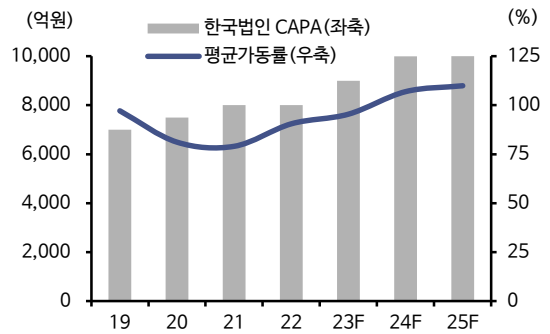
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 한국콜마 자회사 HK이노엔 매출 및 증감률 추이



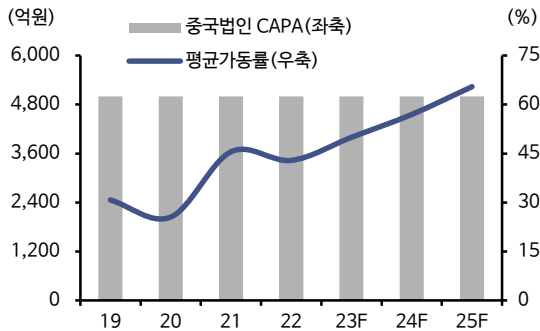
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 한국콜마 한국법인 생산가능 매출 및 가동률 추정



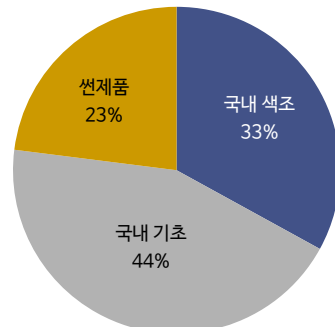
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 한국콜마 중국법인 생산가능 매출 및 가동률 추정



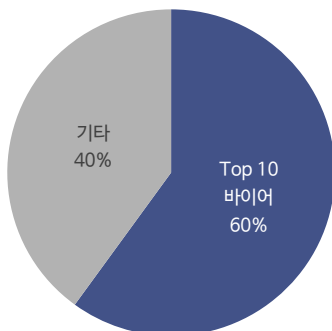
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 한국법인 카테고리별 매출 비중(2023년)



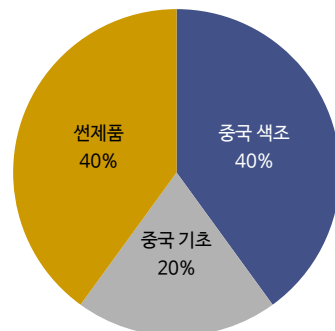
자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 한국법인 주요 바이어 매출 비중



자료: 회사 자료, 신한투자증권

## 중국법인 카테고리별 매출 비중(2023년)



자료: 회사 자료, 신한투자증권

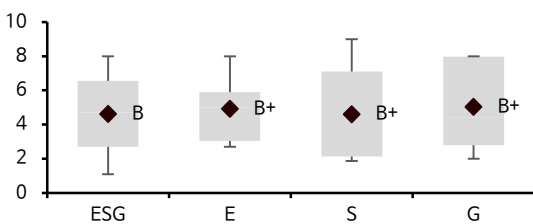
## ESG Insight

### 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

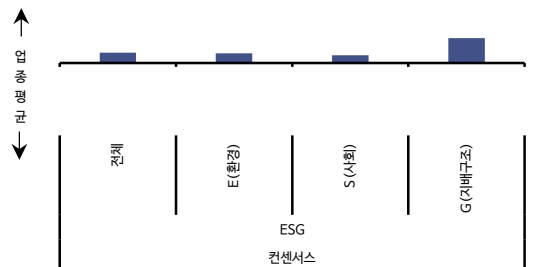
#### 신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

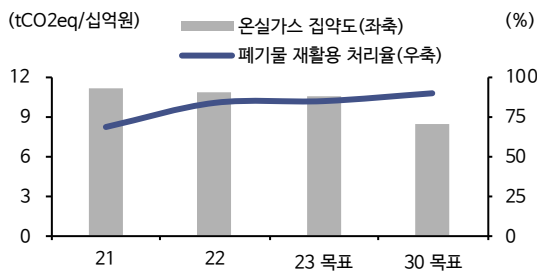
#### ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차



자료: 신한투자증권

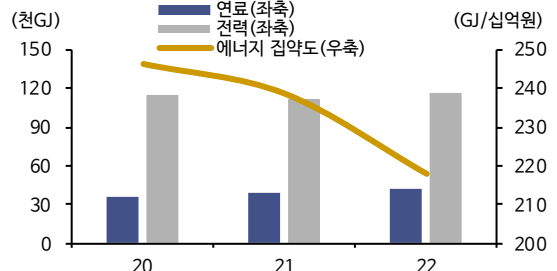
### Key Chart

#### 온실가스 집약도 및 폐기물 재활용 처리율 목표치



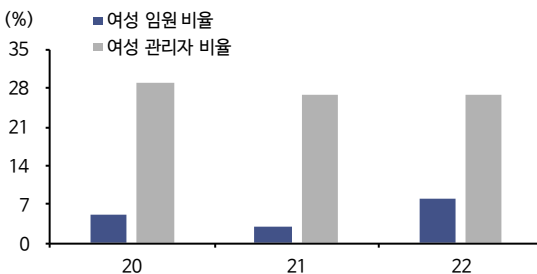
자료: 한국콜마, 신한투자증권

#### 에너지 사용량: 고효율 기기 전환 100% 목표



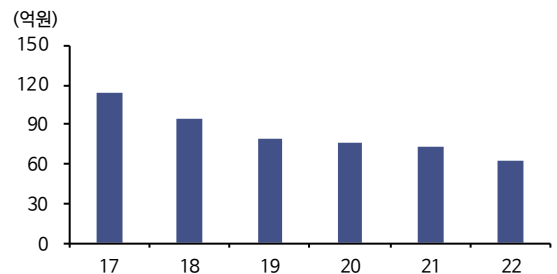
자료: 한국콜마, 신한투자증권

#### 직급별 여성 관리자 현황



자료: 한국콜마, 신한투자증권

#### 주주환원: 2012년부터 꾸준한 배당 증액 실시



자료: 한국콜마, 신한투자증권

### 재무상태표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>자산총계</b>	<b>2,606.0</b>	<b>2,933.3</b>	<b>2,992.0</b>	<b>3,057.0</b>	<b>3,228.8</b>
유동자산	882.9	816.3	891.3	948.2	1,136.0
현금및현금성자산	191.2	220.1	203.4	163.6	260.6
매출채권	225.6	258.8	299.0	341.4	381.2
재고자산	210.2	239.4	276.6	315.8	352.6
비유동자산	1,723.2	2,117.0	2,100.8	2,108.7	2,092.8
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	38.5	40.8
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>부채총계</b>	<b>1,246.5</b>	<b>1,463.8</b>	<b>1,478.4</b>	<b>1,476.5</b>	<b>1,551.4</b>
유동부채	888.6	868.1	872.3	859.9	922.0
단기차입금	223.2	311.7	311.7	312.2	313.2
매입채무	157.0	160.2	185.0	211.3	235.9
유동성장기부채	355.3	207.6	157.6	87.6	95.0
비유동부채	357.9	595.7	606.1	616.6	629.4
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
<b>자본총계</b>	<b>1,359.6</b>	<b>1,469.5</b>	<b>1,513.7</b>	<b>1,580.5</b>	<b>1,677.4</b>
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	34.1	53.1	69.1
이익잉여금	402.8	383.7	378.3	380.4	390.0
<b>지배주주지분</b>	<b>683.6</b>	<b>664.1</b>	<b>688.7</b>	<b>709.9</b>	<b>735.5</b>
비지배주주지분	676.0	805.4	825.0	870.6	941.9
*총차입금	909.8	1,067.9	1,020.9	954.2	968.2
*순차입금(순현금)	485.6	769.6	728.2	689.3	595.2

### 현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동으로인한현금흐름</b>	<b>(3.1)</b>	<b>90.8</b>	<b>112.6</b>	<b>150.6</b>	<b>167.0</b>
당기순이익	43.5	(4.1)	25.3	58.9	92.0
유형자산상각비	46.6	61.6	91.4	88.3	80.4
무형자산상각비	11.8	13.8	20.7	20.2	19.8
외환환손실(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)	(18.6)	(20.0)	(18.8)
(법인세납부)	(83.7)	(33.1)	(9.6)	(31.7)	(49.5)
기타	39.0	78.6	13.3	35.4	53.2
<b>투자활동으로인한현금흐름</b>	<b>(283.0)</b>	<b>(145.2)</b>	<b>(81.1)</b>	<b>(122.7)</b>	<b>(82.8)</b>
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	(2.3)	(2.5)	(2.3)
기타	(545.8)	(382.0)	(10.3)	(20.2)	(10.0)
<b>FCF</b>	<b>(21.2)</b>	<b>(1.7)</b>	<b>124.5</b>	<b>122.9</b>	<b>170.5</b>
<b>재무활동으로인한현금흐름</b>	<b>97.6</b>	<b>82.0</b>	<b>(58.4)</b>	<b>(77.8)</b>	<b>2.9</b>
차입금의 증가(감소)	(219.4)	135.1	(46.9)	(66.7)	14.0
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)	(0.1)	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
<b>현금의증가(감소)</b>	<b>(186.0)</b>	<b>28.9</b>	<b>(16.7)</b>	<b>(39.8)</b>	<b>97.0</b>
기초현금	377.2	191.2	220.1	203.4	163.6
기말현금	191.2	220.1	203.4	163.6	260.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

### 포괄손익계산서

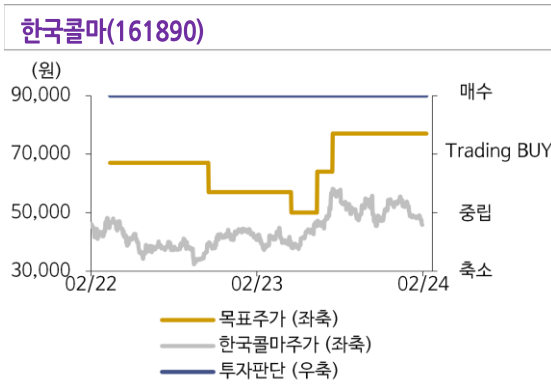
12월 결산 (십억원)	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>매출액</b>	<b>1,586.3</b>	<b>1,865.7</b>	<b>2,155.4</b>	<b>2,461.0</b>	<b>2,747.7</b>
증감률 (%)	20.0	17.6	15.5	14.2	11.7
<b>매출원가</b>	<b>1,158.2</b>	<b>1,396.9</b>	<b>1,577.6</b>	<b>1,757.1</b>	<b>1,950.9</b>
<b>매출총이익</b>	<b>428.1</b>	<b>468.8</b>	<b>577.8</b>	<b>703.8</b>	<b>796.8</b>
매출총이익률 (%)	27.0	25.1	26.8	28.6	29.0
<b>판매관리비</b>	<b>343.9</b>	<b>395.6</b>	<b>441.3</b>	<b>504.5</b>	<b>560.5</b>
<b>영업이익</b>	<b>84.3</b>	<b>73.3</b>	<b>136.6</b>	<b>199.3</b>	<b>236.3</b>
증감률 (%)	(30.7)	(13.0)	86.3	46.0	18.5
영업이익률 (%)	5.3	3.9	6.3	8.1	8.6
영업외손익	(17.7)	(56.3)	(101.7)	(108.7)	(94.8)
금융손익	(15.9)	(24.4)	(75.2)	(82.1)	(68.8)
기타영업외손익	(0.9)	(30.8)	(25.8)	(26.3)	(26.3)
중속 및 관계기업관련손익	(0.9)	(1.2)	(0.7)	(0.4)	0.3
<b>세전계속사업이익</b>	<b>66.5</b>	<b>17.0</b>	<b>34.9</b>	<b>90.6</b>	<b>141.5</b>
법인세비용	23.0	21.1	9.6	31.7	49.5
계속사업이익	43.5	(4.1)	25.3	58.9	92.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>43.5</b>	<b>(4.1)</b>	<b>25.3</b>	<b>58.9</b>	<b>92.0</b>
증감률 (%)	(72.9)	작전	흑전	132.9	56.2
순이익률 (%)	2.7	(0.2)	1.2	2.4	3.3
(지배주주)당기순이익	35.8	(22.0)	5.7	13.3	20.7
(비지배주주)당기순이익	7.7	17.9	19.6	45.6	71.3
총포괄이익	41.2	14.6	55.3	77.9	108.0
(지배주주)총포괄이익	33.8	(8.2)	(31.0)	(43.6)	(60.5)
(비지배주주)총포괄이익	7.3	22.7	86.2	121.5	168.5
<b>EBITDA</b>	<b>142.6</b>	<b>148.7</b>	<b>248.6</b>	<b>307.8</b>	<b>336.5</b>
증감률 (%)	(22.2)	4.3	67.2	23.8	9.3
EBITDA 이익률 (%)	9.0	8.0	11.5	12.5	12.2

### 주요 투자지표

12월 결산	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS (당기순이익, 원)	1,903	(179)	1,105	2,574	4,020
EPS (지배순이익, 원)	1,565	(961)	249	579	905
BPS (자본총계, 원)	59,418	64,222	66,153	69,073	73,308
BPS (지배지분, 원)	29,876	29,024	30,099	31,023	32,142
DPS (원)	415	500	485	485	485
PER (당기순이익, 배)	21.2	(237.7)	48.5	17.8	11.4
PER (지배순이익, 배)	25.7	(44.3)	215.5	79.2	50.7
PBR (자본총계, 배)	0.7	0.7	0.8	0.7	0.6
PBR (지배지분, 배)	1.3	1.5	1.8	1.5	1.4
EV/EBITDA (배)	14.6	17.1	11.2	8.5	7.7
배당성향 (%)	26.5	(52.0)	195.0	83.7	53.6
배당수익률 (%)	1.0	1.2	0.9	1.1	1.1
<b>수익성</b>					
EBITDA 이익률 (%)	9.0	8.0	11.5	12.5	12.2
영업이익률 (%)	5.3	3.9	6.3	8.1	8.6
순이익률 (%)	2.7	(0.2)	1.2	2.4	3.3
ROA (%)	1.7	(0.1)	0.9	1.9	2.9
ROE (지배순이익, %)	5.5	(3.3)	0.8	1.9	2.9
ROIC (%)	4.4	0.0	5.1	6.5	7.5
<b>안정성</b>					
부채비율 (%)	91.7	99.6	97.7	93.4	92.5
순차입금비율 (%)	35.7	52.4	48.1	43.6	35.5
현금비율 (%)	21.5	25.4	23.3	19.0	28.3
이자보상배율 (배)	2.8	2.2	4.0	6.1	7.4
<b>활동성</b>					
순운전자본회전율 (회)	13.8	10.8	10.9	10.8	10.7
재고자산회수기간 (일)	41.3	44.0	43.7	43.9	44.4
매출채권회수기간 (일)	47.1	47.4	47.2	47.5	48.0

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	(32.6)	(24.7)
2024년 02월 15일		6개월경과	-	-

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.
- ◆ 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 실적치와 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 (2024년 02월 26일 기준)

매수 (매수)	93.00%	Trading BUY (중립)	5.35%	중립 (중립)	1.65%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------