



BUY (유지)

목표주가(12M) 75,000원
현재주가(4.12) 50,000원

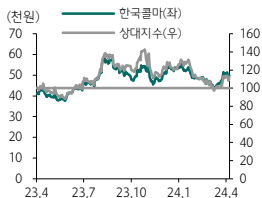
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,681.82
52주 최고/최저(원)	58,100/37,600
시가총액(십억원)	1,180.3
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	23,605.1
60일 평균 거래량(천주)	141.9
60일 평균 거래대금(십억원)	6.8
외국인지분율(%)	29.98
주요주주 지분율(%)	
한국콜마홀딩스 외 25 인	26.86
NIHON KOLMAR	11.77

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	2,458.8	2,669.1
영업이익(십억원)	203.3	241.0
순이익(십억원)	117.3	151.3
EPS(원)	3,863	4,993
BPS(원)	31,516	36,242

Stock Price



Financial Data

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,865.7	2,155.7	2,471.0	2,688.5
영업이익	73.3	136.1	204.7	271.6
세전이익	17.0	34.3	178.1	243.6
순이익	(22.0)	5.2	95.5	123.6
EPS	(961)	227	4,061	5,237
증감율	적전	흑전	1,688.99	28.96
PER	(44.33)	236.12	12.31	9.55
PBR	1.47	1.89	1.47	1.16
EV/EBITDA	17.11	12.26	8.95	6.69
ROE	(3.26)	0.79	13.15	13.55
BPS	29,024	28,347	34,054	43,250
DPS	500	600	600	600



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

하나증권 리서치센터

2024년 04월 15일 | 기업분석_Earnings Preview

한국콜마 (161890)

1Q24 Preview: 본업 순항 중

1Q24 Preview: 본업 순항 중

한국콜마의 1분기 실적은 연결 매출 5,733억원(YoY+18%), 영업이익 341억원(YoY+183%, 영업이익률 6%) 추정하며, 본업은 순항 중이나 자회사의 추정치 하락으로 컨센서스를 소폭 하회할 것으로 예상된다. 산업의 수주 환경은 더할 나위 없이 견조하며, 동사 또한 지난해 인디/글로벌 브랜드, 유통사 PB로의 수주가 확대되며 믹스 개선 중이다. 성수기를 앞두고 추가 capa 확보했다(그룹 자회사 공장을 통해 30% 추가 capa 확보). 반면에 해외 ODM법인은 각 지역의 개별적 요인으로 본사와의 손익 온도차가 존재할 것으로 보인다.

1분기 국내/해외ODM, 용기, HK이노엔의 매출 성장률은 전년동기비 각각 +20%/+2%/+22%/+18% 전망한다. ▶**국내 ODM**은 매출 2,421억원(YoY+20%), 영업이익 218억원(YoY+61%, 영업이익률 9%) 예상한다. 1월부터 매출 강세 이어졌으며, 성수기 도래 전에 이미 월 800억원(지난해 월 최대 매출액 수준)을 도달한 것으로 파악된다. 기존 고객향 꾸준한 물량과 수출 기여도 높은 인디 브랜드/유통사 PB 등으로 SKU 확대되며 매출 두 자릿수 증가 예상된다. 물량 증가에 기인 수익성 또한 개선 가정했다. ▶**해외 ODM**은 합산 매출 560억원(YoY+2%), 영업손실 34억원(YoY+5억원, 적자축소) 전망한다. 전반적으로 매출 성장률이 약했다. 무석의 경우 주요 고객사의 품목/단가 협의가 3월 말 정도에 반영되며 매출 성장률이 다소 아쉬울 것으로 보인다. 북미의 경우 용기 재고 확보 이슈 및 R&D 투자에 따른 고정비 수준 이어지며 매출과 손익 모두 전년과 유사할 전망이다. ▶**연우**는 대형사 수주 개선, 글로벌 고객사 확대(M사 물량 회복, 신규 E/바사 물량 추가), 중국 손익 개선 등으로 매출 두 자릿수 성장, 흑자전환 기대한다. ▶**HK이노엔**은 매출 2.2천억원(YoY+18%), 영업이익 175억원(YoY+210%) 전망하며, ETC와 HB&B 부문 매출성장률을 각각 +20%, +1% 예상한다. 컨센서스 대비 하회하는 수치인데, 컨디션을 비롯한 HB&B 부문의 마케팅비 증가와 의로계 파업 이슈로 수액제의 성장 둔화에 의거한다. 반면에 주력 품목인 케어캡은 처방 증가 및 보령과의 협업 등으로 성장세 발라지는 것으로 파악된다.

2024년 전망: 영업력 확대 → 인디/PB/해외 확대 전망

2024년 한국콜마의 실적은 연결 매출 2조 4,710억원(YoY+15%), 영업이익 2,047억원(YoY+50%, 영업이익률 8%) 전망한다. 국내/해외ODM, 용기, HK이노엔 매출성장률을 각각 +15%/+13%/+17%/+13% 가정했다. 국내외 인디/고가 수주 확대, 유통사 PB 규모 증가 등으로 국내 ODM 산업의 영업 환경이 상당히 우호적인 것으로 파악된다. 환경이 도와주고, '고객권 확대/선도 제형 개발' 등의 영업력/연구능력 강화로 2024년 한국콜마는 국내와 자회사 연우의 실적 개선이 뚜렷할 전망이다. 올해 특히 국내법인의 매출 '1조원' 돌파 여부가 기대된다. 중국은 산업 수요 회복, 북미는 용기 수급 확보, 가동률 상승 등 순차적으로 회복 예상한다. 한국콜마에 대한 투자의견 BUY, 목표주가 7.5만원 유지한다.

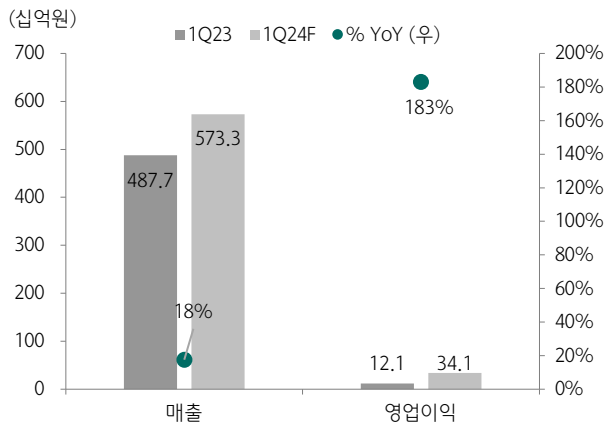
도표1. 한국콜마 연결 실적전망 및 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
연결 매출액	487.7	599.7	516.4	551.9	573.3	673.2	606.8	617.6	1,322.1	1,586.3	1,865.7	2,155.7	2,471.0	2,688.5
별도	201.8	254.4	186.1	214.5	242.1	278.4	231.0	236.2	609.2	632.8	724.7	856.8	987.7	1,068.1
북경콜마	3.5	7.2	3.3	4.3	3.0	5.0	3.0	2.5	22.3	24.9	16.8	18.3	13.5	14.6
무석콜마	33.0	56.4	36.1	32.6	35.0	67.7	43.3	39.1	49.3	111.8	112.0	158.1	185.1	222.1
북미법인	18.5	22.6	21.8	20.5	18.0	27.0	26.2	23.9	62.7	65.5	74.1	83.4	95.1	106.4
HK 이노엔	184.9	204.4	215.6	224.1	218.4	235.1	239.3	247.4	598.4	769.8	846.5	828.9	940.1	1,001.9
연우	50.5	63.2	60.8	61.6	61.6	69.0	71.9	74.6	-	-	105.9	236.0	277.1	304.8
%YoY 연결 매출액	19%	19%	9%	15%	18%	12%	18%	12%	-4%	20%	18%	16%	15%	9%
별도	12%	24%	6%	31%	20%	9%	24%	10%	-11%	4%	15%	18%	15%	8%
북경콜마	-25%	60%	-23%	26%	-14%	-31%	-9%	-42%	-60%	12%	-32%	9%	-26%	8%
무석콜마	5%	97%	51%	17%	6%	20%	20%	20%	129%	127%	0%	41%	17%	20%
북미법인	5%	35%	3%	10%	-3%	19%	20%	17%	-28%	5%	13%	13%	14%	12%
HK 이노엔	3%	-19%	9%	4%	18%	15%	11%	10%	10%	29%	10%	-2%	13%	7%
연우	-	-	13%	19%	22%	9%	18%	21%	-	-	-	123%	17%	10%
매출총이익	116.8	163.3	141.3	156.7	146.2	186.3	167.6	178.9	426.3	428.1	468.8	578.1	679.0	768.9
영업이익	12.1	55.7	31.0	37.4	34.1	68.3	48.6	53.7	121.7	84.3	73.3	136.1	204.7	271.6
별도	13.5	34.7	13.1	18.4	21.8	40.4	19.6	23.6	50.4	65.6	69.1	79.7	105.4	119.3
북경콜마	-0.6	-0.5	-1.2	-0.6	-1.0	-1.0	-1.0	-1.0	-4.3	-3.1	-6.9	-2.9	-4.0	-4.0
무석콜마	0.6	9.2	1.7	1.2	1.2	6.8	2.4	1.8	-12.6	-10.0	-9.0	12.7	12.1	17.8
북미법인	-3.9	-1.8	-2.7	-2.9	-3.6	0.2	-0.2	1.2	-6.9	-10.4	-14.5	-11.3	-2.4	6.4
HK 이노엔	5.6	15.3	22.4	22.5	17.5	22.2	30.5	29.8	84.3	50.3	52.5	65.9	100.0	114.3
연우	-2.5	1.2	1.3	-0.2	1.2	2.5	4.8	3.0	-	-	-5.4	-0.1	11.5	15.7
%YoY 영업이익	-7%	65%	72%	333%	183%	23%	57%	44%	22%	-31%	-13%	86%	50%	33%
별도	-6%	51%	26%	-14%	61%	16%	50%	28%	26%	30%	5%	15%	32%	13%
북경콜마	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
무석콜마	흑전	흑전	흑전	흑전	104%	-26%	40%	47%	적지	적지	적지	흑전	-4%	47%
북미법인	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	흑전	적전	적지	적지	적지	적지	흑전
HK 이노엔	33%	-13%	1%	169%	210%	45%	36%	32%	12%	-40%	4%	26%	52%	14%
연우	-	-	흑전	적지	흑전	103%	257%	흑전	-	-	-	적지	흑전	37%
지배주주순이익	5.8	34.8	11.5	-46.5	11.7	37.0	21.6	25.2	160.3	35.8	-22.0	5.2	95.5	123.6
%Margin 매출총이익률	24%	27%	27%	28%	26%	28%	28%	29%	32%	27%	25%	27%	27%	29%
영업이익률	2%	9%	6%	7%	6%	10%	8%	9%	9%	5%	4%	6%	8%	10%
별도	7%	14%	7%	9%	9%	15%	9%	10%	8%	10%	10%	9%	11%	11%
북경콜마	-17%	-7%	-36%	-14%	-33%	-20%	-33%	-40%	-19%	-12%	-41%	-16%	-30%	-27%
무석콜마	2%	16%	5%	4%	4%	10%	6%	5%	-26%	-9%	-8%	8%	7%	8%
북미법인	-21%	-8%	-12%	-14%	-20%	1%	-1%	5%	-11%	-16%	-20%	-14%	-3%	6%
HK 이노엔	3%	8%	10%	10%	8%	9%	13%	12%	14%	7%	6%	8%	11%	14%
연우	-5%	2%	2%	0%	2%	4%	7%	4%	-	-	-5%	0%	4%	5%
순이익률	1%	6%	2%	-8%	2%	5%	4%	4%	12%	2%	-1%	0%	4%	5%

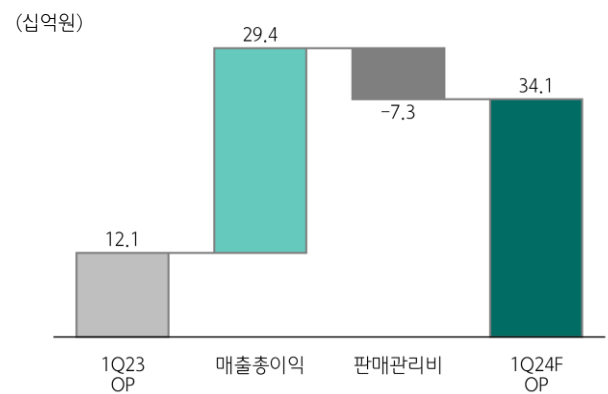
자료: 하나증권

도표 2. 한국콜마의 1Q24F 연결 실적 전망



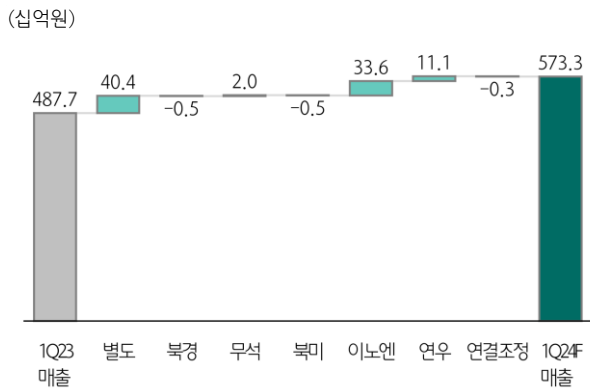
자료: 하나증권

도표 3. 한국콜마의 1Q24F 손익 변동 (YoY)



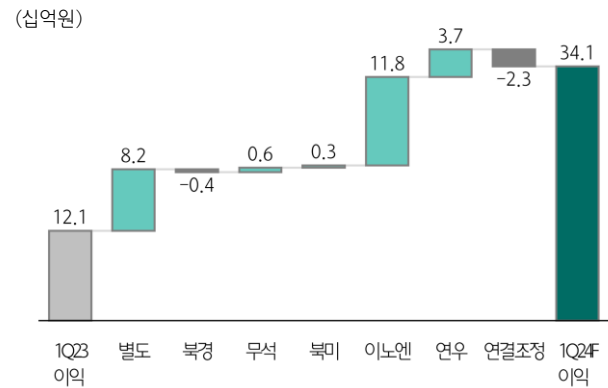
주: 판매관리비 1Q23 1,048억원 → 1Q24F 1,121억원 (+73억원)
자료: 하나증권

도표 4. 한국콜마의 1Q24F 연결 매출 변동 전망 (YoY)
: 화장품 ODM +413억원, HK이노엔 +336억원, 용기(연우) +111억원



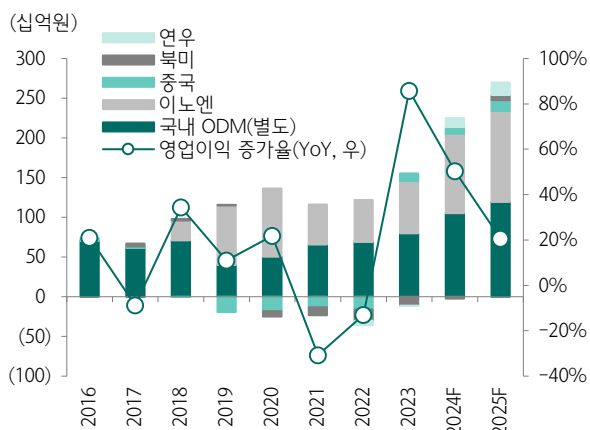
자료: 하나증권

도표 5. 한국콜마의 1Q24F 연결 이익 변동 전망 (YoY)
: 화장품 ODM +88억원, HK이노엔 +118억원, 용기(연우) +37억원



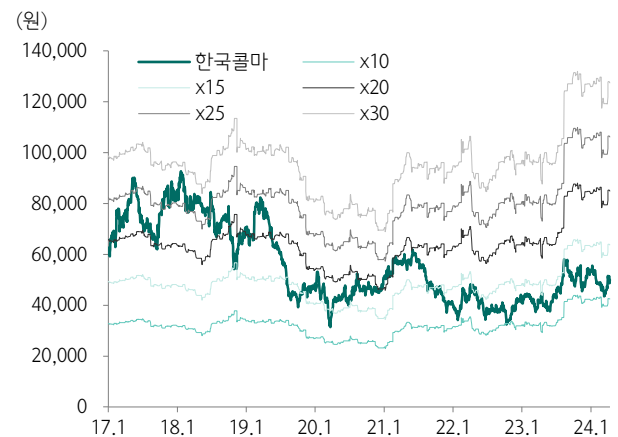
자료: 하나증권

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)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F	
매출액	1,865.7	2,155.7	2,471.0	2,688.5	2,894.2	
매출원가	1,396.9	1,577.5	1,791.9	1,919.6	2,043.6	
매출총이익	468.8	578.2	679.1	768.9	850.6	
판매비	395.6	442.0	474.3	497.3	524.8	
영업이익	73.3	136.1	204.7	271.6	325.8	
금융손익	(24.4)	(34.9)	(26.0)	(27.3)	(28.6)	
종속/관계기업손익	(1.2)	3.3	(0.9)	(0.9)	(0.9)	
기타영업외손익	(30.8)	(70.2)	0.2	0.2	0.3	
세전이익	17.0	34.3	178.1	243.6	296.5	
법인세	21.1	9.2	0.2	0.2	0.2	
계속사업이익	(4.1)	25.1	177.9	243.4	296.2	
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	
당기순이익	(4.1)	25.1	177.9	243.4	296.2	
비배주주지분 순이익	17.9	19.9	8.9	12.2	14.8	
지배주주순이익	(22.0)	5.2	95.5	123.6	139.5	
지배주주지분포괄이익	(8.2)	(1.9)	(23.7)	(32.5)	(39.5)	
NOPAT	(17.7)	99.7	204.4	271.3	325.5	
EBITDA	148.7	229.9	285.9	342.0	386.8	
성장성(%)						
매출액증가율	17.61	15.54	14.63	8.80	7.65	
NOPAT증가율	적전	흑전	105.02	32.73	19.98	
EBITDA증가율	4.28	54.61	24.36	19.62	13.10	
영업이익증가율	(13.05)	85.68	50.40	32.68	19.96	
(지배주주)순이익증가율	적전	흑전	1,736.54	29.42	12.86	
EPS증가율	적전	흑전	1,688.99	28.96	12.83	
수익성(%)						
매출총이익률	25.13	26.82	27.48	28.60	29.39	
EBITDA이익률	7.97	10.66	11.57	12.72	13.36	
영업이익률	3.93	6.31	8.28	10.10	11.26	
계속사업이익률	(0.22)	1.16	7.20	9.05	10.23	

투자지표		(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F	
주당지표(원)						
EPS	(961)	227	4,061	5,237	5,909	
BPS	29,024	28,347	34,054	43,250	54,572	
CFPS	7,905	10,688	14,259	16,814	18,780	
EBITDAPS	6,499	10,046	12,159	14,487	16,388	
SPS	81,540	94,212	105,076	113,893	122,610	
DPS	500	600	600	600	600	
주가지표(배)						
PER	(44.33)	236.12	12.31	9.55	8.46	
PBR	1.47	1.89	1.47	1.16	0.92	
PCFR	5.39	5.01	3.51	2.97	2.66	
EV/EBITDA	17.11	12.26	8.95	6.69	5.11	
PSR	0.52	0.57	0.48	0.44	0.41	
재무비율(%)						
ROE	(3.26)	0.79	13.15	13.55	12.08	
ROA	(0.79)	0.17	3.14	3.91	4.14	
ROIC	(0.91)	4.74	9.92	13.61	16.82	
부채비율	99.62	112.14	94.73	79.46	67.53	
순부채비율	52.01	57.87	38.15	17.87	(0.09)	
이자보상배율(배)	2.24	3.02	4.83	7.39	9.88	

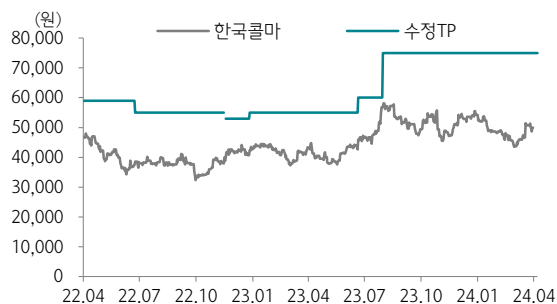
자료: 하나증권

대차대조표		(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F	
유동자산	816.3	898.4	1,042.7	1,275.6	1,586.4	
금융자산	303.5	282.5	336.9	507.7	759.9	
현금성자산	220.1	170.8	230.1	405.6	662.1	
매출채권	258.8	318.1	364.6	396.7	427.1	
재고자산	239.4	280.9	322.0	350.3	377.2	
기타유동자산	14.6	16.9	19.2	20.9	22.2	
비유동자산	2,117.0	2,111.1	2,033.5	1,965.6	1,906.9	
투자자산	39.9	53.4	57.1	59.6	62.0	
금융자산	24.9	37.9	39.2	40.1	41.0	
유형자산	608.8	660.4	598.3	545.4	500.2	
무형자산	1,301.8	1,271.0	1,251.8	1,234.4	1,218.5	
기타비유동자산	166.5	126.3	126.3	126.2	126.2	
자산총계	2,933.3	3,009.4	3,076.2	3,241.2	3,493.3	
유동부채	868.1	1,283.7	1,200.8	1,147.1	1,123.4	
금융부채	533.1	854.0	710.1	614.3	550.8	
매입채무	160.2	190.5	218.3	237.5	255.7	
기타유동부채	174.8	239.2	272.4	295.3	316.9	
비유동부채	595.7	307.1	295.6	288.1	284.7	
금융부채	534.7	249.4	229.5	216.1	207.3	
기타비유동부채	61.0	57.7	66.1	72.0	77.4	
부채총계	1,463.8	1,590.8	1,496.4	1,435.2	1,408.1	
지배주주지분	664.1	648.6	803.9	1,021.0	1,288.2	
자본금	11.4	11.4	11.4	11.4	11.4	
자본잉여금	264.5	262.3	262.3	262.3	262.3	
자본조정	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	
기타포괄이익누계액	4.1	6.8	6.8	6.8	6.8	
이익잉여금	383.7	367.6	522.8	739.9	1,007.2	
비지배주주지분	805.4	770.0	775.9	785.1	797.0	
자본총계	1,469.5	1,418.6	1,579.8	1,806.1	2,085.2	
순금융부채	764.3	820.9	602.7	322.7	(1.8)	

현금흐름표		(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F	
영업활동 현금흐름	90.8	112.2	257.2	312.5	356.1	
당기순이익	(4.1)	25.1	177.9	243.4	296.2	
조정	127.2	163.3	81.2	70.4	61.1	
감가상각비	75.4	93.7	81.2	70.4	61.1	
외환거래손익	5.3	0.0	0.0	0.0	0.0	
지분법손익	1.2	(2.5)	0.0	0.0	0.0	
기타	45.3	72.1	0.0	0.0	0.0	
영업활동 자산부채 변동	(32.3)	(76.2)	(1.9)	(1.3)	(1.2)	
투자활동 현금흐름	(145.2)	(155.7)	(1.7)	(0.8)	(0.9)	
투자자산감소(증가)	(9.1)	740.1	(6.6)	(5.5)	(5.3)	
자본증가(감소)	(32.5)	(106.8)	0.0	0.0	0.0	
기타	(103.6)	(789.0)	4.9	4.7	4.4	
재무활동 현금흐름	82.0	22.0	(177.6)	(123.3)	(86.5)	
금융부채증가(감소)	158.0	35.5	(163.8)	(109.2)	(72.3)	
자본증가(감소)	(2.2)	(2.2)	0.0	0.0	0.0	
기타재무활동	(64.3)	0.1	(0.1)	0.1	(0.0)	
배당지급	(9.5)	(11.4)	(13.7)	(14.2)	(14.2)	
현금의 증감	27.6	(21.5)	36.2	175.5	256.5	
Unlevered CFO	180.9	244.6	335.3	396.9	443.3	
Free Cash Flow	53.0	5.4	257.2	312.5	356.1	

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%

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 2024년 4월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(박은정)는 2024년 4월 15일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 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	94.06%	5.48%	0.46%	100%

* 기준일: 2024년 04월 15일