

**BUY (유지)**

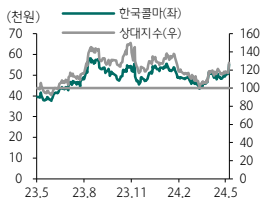
목표주가(12M) 75,000원
현재주가(5.10) 55,200원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,727.63
52주 최고/최저(원)	58,100/37,600
시가총액(십억원)	1,303.0
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	23,605.1
60일 평균 거래량(천주)	178.3
60일 평균 거래대금(십억원)	8.7
외국인지분율(%)	30.75
주요주주 지분율(%)	
한국콜마홀딩스 외 24 인	26.85
NHON KOLMAR	11.77

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	2,453.1	2,678.7
영업이익(십억원)	199.7	241.2
순이익(십억원)	120.9	157.2
EPS(원)	3,876	5,027
BPS(원)	31,487	36,403

Stock Price**Financial Data** (십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,865.7	2,155.7	2,449.8	2,662.6
영업이익	73.3	136.1	193.9	271.9
세전이익	17.0	34.3	163.8	239.5
순이익	(22.0)	5.2	90.1	125.5
EPS	(961)	227	3,830	5,318
증감율	적전	흑전	1,587.22	38.85
PER	(44.33)	236.12	14.41	10.38
PBR	1.47	1.89	1.65	1.30
EV/EBITDA	17.11	12.26	9.35	6.73
ROE	(3.26)	0.79	12.52	14.00
BPS	29,024	28,347	33,480	42,510
DPS	500	600	600	600



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

하나증권 리서치센터**한국콜마 (161890)****1Q24 Review: 수주 급증, 월 매출 최대 돌파****1Q24 Review: 수주 급증, 월 매출 최대 돌파**

한국콜마의 1분기 실적은 연결 매출 5,748억원(YoY+18%), 영업이익 324억원(YoY+169%, 영업이익률 6%) 기록했으며, 일회성 비용(자회사 연우, 격려금 지급/설비 확장에 따른 일시적 외주 비중 확대) 감안 시 당사 추정치를 상회했다. 국내 수주 급증(YoY+40%), 특히 성수기 도래 전 월 매출 최대 돌파 + 자회사 연우의 턴어라운드가 특징적이다. 이는 동사의 고객군 믹스가 역동적으로 변화되는 점, 직간접 수출 상승하는데 따른 결과다.

1분기 국내/해외ODM, 용기, HK이노엔의 매출 성장률은 전년동기비 각각 +23%/+flat%/+33%/+15% 달성했다. ▶**국내 ODM**은 매출 2,478억원(YoY+23%), 영업이익 228억원(YoY+68%, 이익률 9%) 시현했다. 연초부터 매출 강세 보이며, 성수기 도래 전 이미 지난 해 최대 월 매출을 상회 + 상반기 수주잔고 YoY+40% 증가하는 등 강한 수요 확인된다. 국내외 인디/대형사/유통사PB 등 고객군 확장 + 기초/선/색조 모두 목표치 돌파 + 직간접 수출 확대 효과다. 외형 확대/우호적 제품믹스(저마진 품목 축소)로 원가율이 뚜렷하게 개선되었다. ▶**해외 ODM**은 합산 매출 549억원(YoY+Flat%), 영업손실 55억원(YoY-16억원) 기록했다. 매출이 아쉬웠으나, 2분기 개선세 파악된다. **무석**은 주요 고객사의 품목/단가 협의가 3월 말 완료, 2분기로 매출 이연 추정한다. 그럼에도 신규 고객사 확대에 성장 지속, 특히 기초 비중확대로 마진 측면에서 긍정적이었다. **북미**는 기존 고객사의 재고 확보 이슈(미국)/주요 고객사 매출 하락(캐나다)등으로 다소 부진했으나, 미국 ODM 프로젝트 확대/캐나다 2~3위 고객사의 신규 처방 주문 증가 등으로 개선 예상 한다. 이익 체력 또한 나아지는 중이다. ▶**연우**는 매출 672억원(YoY+33%), BEP(YoY+25억원) 달성했다. 내수와 수출이 각각 +24%, +45% 성장하며 턴어라운드 중이다. 미국 수출은 인디 브랜드향 물량 확대에 수익성이 20%나 되었다. 일회성 격려금 지급/대량 수주를 위한 설비 확장(일시적 외주 증가)으로 외형 확대/믹스 개선 효과가 반감된 점은 아쉽다. ▶**HK이노엔**은 매출 2.2천억원(YoY+15%), 영업이익 173억원(YoY+206%) 시현했다. ETC와 HB&B 매출 성장률은 각각 +17%, -2% 기록했다. 주력인 케이캡 매출은 견조했으나, 관련 비용 증가 및 HB&B 마케팅 비용 증가로 기대 대비 수익성이 약했다. 연간 전망치 여전히 견조하며, 케이캡 임상 3상 결과 발표 등으로 실적 외 부분의 모멘텀 또한 이어질 것으로 본다.

2024년 전망: 연구/영업 투자 → 인디/PB/해외 확대 전망

2024년 한국콜마의 실적은 연결 매출 2.4조원(YoY+14%), 영업이익 1.9천억원(YoY+42%) 전망한다. 국내/해외ODM, 용기, HK이노엔 매출 성장률을 각각 +16%/+4%/+20%/+13% 가정했다. 동사는 2024년 선도 제형 개발/고객군 확대 등의 연구능력/영업력 투자로 별도와 연우의 실적 개선이 뚜렷할 전망이다. 특히 별도의 매출 '1조원' 돌파 여부가 기대된다. 중국은 산업 수요 회복+구조조정/북미는 용기 수급 확보 및 고객군 확대+믹스 개선 등으로 순차적 회복 예상한다. 한국콜마에 대한 투자 의견 BUY, 목표주가 7.5만원 유지한다.

도표1. 한국콜마 연결 실적전망 및 추이

(단위: 십억원, %)

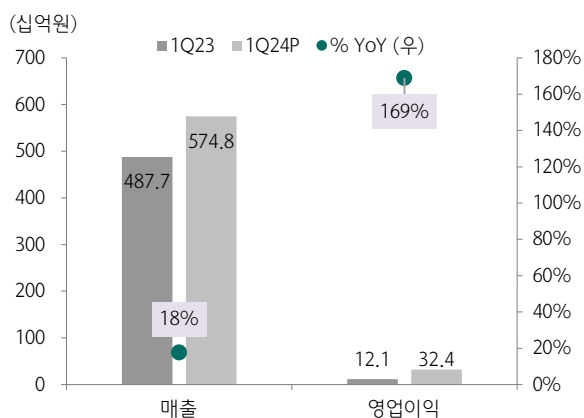
	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24P	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
연결 매출액	487.7	599.7	516.4	551.9	574.8	658.5	601.7	614.8	1,322.1	1,586.3	1,865.7	2,155.7	2,449.8	2,662.6
별도	201.8	254.4	186.1	214.5	247.8	278.4	231.0	236.2	609.2	632.8	724.7	856.8	993.4	1,068.1
중국법인	36.5	63.6	39.4	36.9	38.9	65.0	43.3	39.1	71.6	136.7	128.8	176.4	186.4	214.9
북미법인	18.5	22.6	21.8	20.5	16.0	20.0	24.1	23.6	62.7	65.5	74.1	83.4	83.7	99.3
HK 이노엔	184.9	204.4	215.6	224.1	212.6	235.1	239.3	247.4	598.4	769.8	846.5	828.9	934.3	1,001.9
연우	50.5	63.2	60.8	61.6	67.1	69.0	71.9	74.6	-	-	105.9	236.0	282.6	310.9
% YoY 연결 매출액	19%	19%	9%	15%	18%	10%	17%	11%	-4%	20%	18%	16%	14%	9%
별도	12%	24%	6%	31%	23%	9%	24%	10%	-11%	4%	15%	18%	16%	8%
중국법인	1%	92%	40%	18%	7%	2%	10%	6%	-7%	91%	-6%	37%	6%	15%
북미법인	5%	35%	3%	10%	-14%	-12%	10%	15%	-28%	5%	13%	13%	0%	19%
HK 이노엔	3%	-19%	9%	4%	15%	15%	11%	10%	10%	29%	10%	-2%	13%	7%
연우	-	-	13%	19%	33%	9%	18%	21%	-	-	-	123%	20%	10%
매출총이익	116.8	163.3	141.3	156.7	160.6	185.4	168.5	177.8	426.3	428.1	468.8	578.1	692.3	781.6
영업이익	12.1	55.7	31.0	37.4	32.4	64.6	45.8	51.1	121.7	84.3	73.3	136.1	193.9	271.9
별도	13.5	34.7	13.1	18.4	22.8	40.4	19.6	23.6	50.4	65.6	69.1	79.7	106.4	119.9
중국법인	0.0	8.7	0.5	0.6	-0.9	7.1	2.4	1.8	-16.9	-13.1	-15.9	9.8	10.3	18.5
북미법인	-3.9	-1.8	-2.7	-2.9	-4.6	-2.0	-1.0	1.2	-6.9	-10.4	-14.5	-11.3	-6.4	4.9
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	139.2
연우	-2.5	1.2	1.3	-0.2	-0.1	2.5	3.2	3.7	-	-	-5.4	-0.1	9.3	14.7
% YoY 영업이익	-7%	65%	72%	333%	169%	16%	48%	37%	22%	-31%	-13%	86%	42%	40%
별도	-6%	51%	26%	-14%	68%	16%	50%	28%	26%	30%	5%	15%	34%	13%
중국법인	적지	흑전	흑전	흑전	적지	흑전	흑전	흑전	적지	적지	적지	흑전	5%	79%
북미법인	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적전	적지	적지	적지	적지	흑전
HK 이노엔	33%	-13%	1%	169%	210%	45%	36%	32%	12%	-40%	4%	26%	52%	39%
연우	-	-	흑전	적지	적지	103%	141%	흑전	-	-	-	적지	흑전	57%
지배주주순이익	5.8	34.8	11.5	-46.5	6.3	36.9	20.5	26.4	160.3	35.8	-22.0	5.2	90.1	125.5
% Margin 매출총이익률	24%	27%	27%	28%	28%	28%	28%	29%	32%	27%	25%	27%	28%	29%
영업이익률	2%	9%	6%	7%	6%	10%	8%	8%	9%	5%	4%	6%	8%	10%
별도	7%	14%	7%	9%	9%	15%	9%	10%	8%	10%	10%	9%	11%	11%
중국법인	0%	14%	1%	2%	-2%	11%	6%	5%	-24%	-10%	-12%	6%	6%	9%
북미법인	-21%	-8%	-12%	-14%	-29%	-10%	-4%	5%	-11%	-16%	-20%	-14%	-8%	5%
HK 이노엔	3%	8%	10%	10%	8%	9%	13%	12%	14%	7%	6%	8%	11%	14%
연우	-5%	2%	2%	0%	0%	4%	5%	5%	-	-	-5%	0%	3%	5%
순이익률	1%	6%	2%	-8%	1%	6%	3%	4%	12%	2%	-1%	0%	4%	5%

자료: 하나증권

주: 중국법인=북경, 무석 법인. 북경법인 4/30 생산 중단 예정

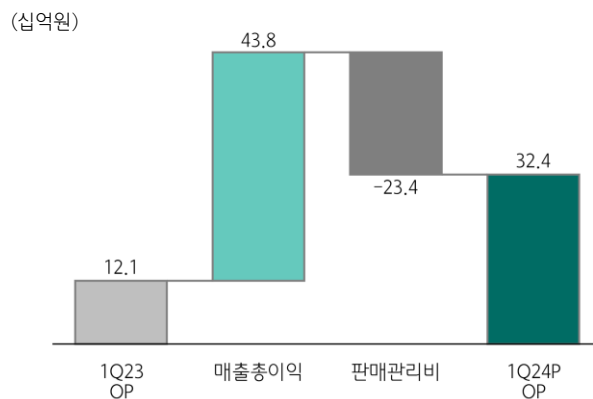
주: 2024 년 연간 CAPEX: 약 500 억원. 1) 인천 남동공단 색조 공장 250 억원, 2) 부천 외주 가공 공장 활용에 인수한 부분에 100 억원 정도 활용, 3) 추가 신규 공장 확보에 따라 100 억원 초반~ 중반 정도 금액 투자 가능성

도표 2. 한국콜마의 1Q24P 연결 실적 전망



자료: 하나증권

도표 3. 한국콜마의 1Q24P 손익 변동 (YoY)

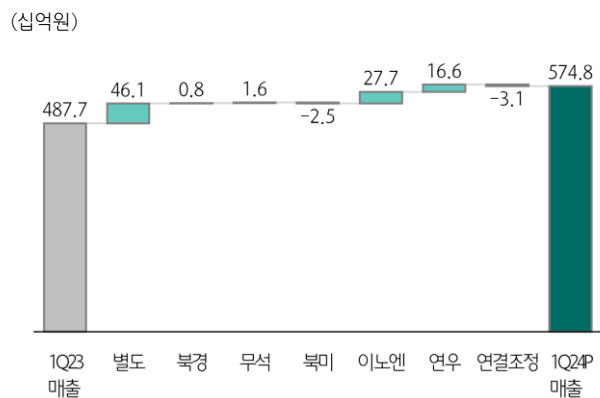


주: 판매관리비 1Q23 1,048억원 → 1Q24P 1,282억원 (+234억원)

자료: 하나증권

도표 4. 한국콜마의 1Q24P 연결 매출 변동 전망 (YoY)

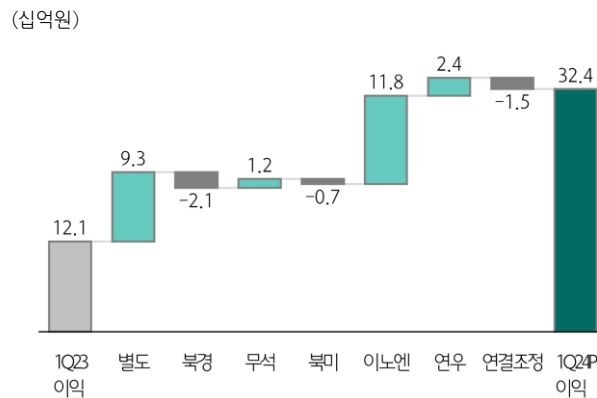
: 화장품 ODM +460억원, HK이노엔 +277억원, 용기(연우) +166억원



자료: 하나증권

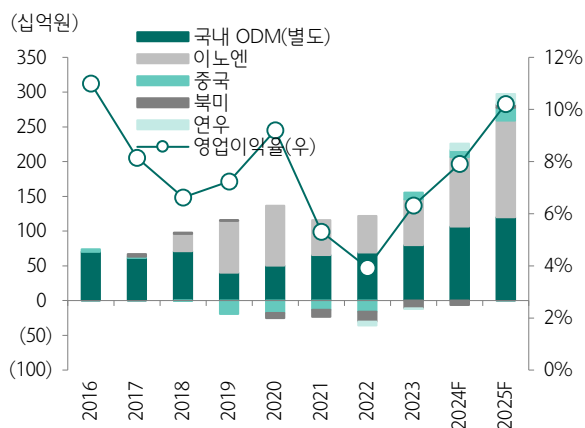
도표 5. 한국콜마의 1Q24P 연결 이익 변동 전망 (YoY)

: 화장품 ODM +77억원, HK이노엔 +118억원, 용기(연우) +24억원



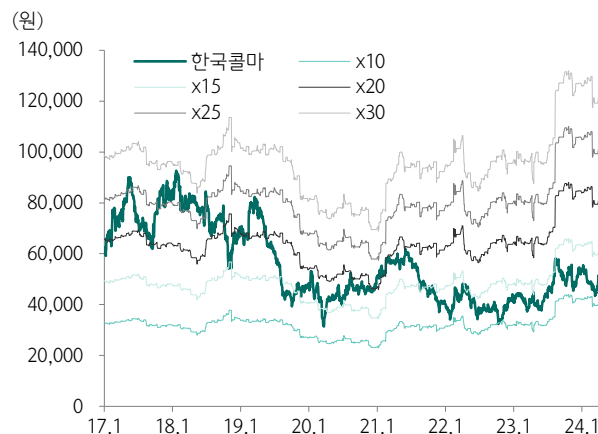
자료: 하나증권

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	2,449.8	2,662.6	2,865.3
매출원가	1,396.9	1,577.5	1,757.6	1,881.0	2,001.4
매출총이익	468.8	578.2	692.2	781.6	863.9
판매비	395.6	442.0	498.4	509.7	534.5
영업이익	73.3	136.1	193.9	271.9	329.4
금융손익	(24.4)	(34.9)	(22.3)	(23.4)	(24.6)
종속/관계기업손익	(1.2)	3.3	0.0	(0.9)	(0.9)
기타영업외손익	(30.8)	(70.2)	(7.8)	(8.1)	(8.5)
세전이익	17.0	34.3	163.8	239.5	295.4
법인세	21.1	9.2	0.3	0.2	0.2
계속사업이익	(4.1)	25.1	163.6	239.3	295.2
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(4.1)	25.1	163.6	239.3	295.2
비지배주주지분 손이익	17.9	19.9	8.2	12.0	14.8
지배주주순이익	(22.0)	5.2	90.1	125.5	140.1
지배주주지분포괄이익	(8.2)	(1.9)	(21.8)	(31.9)	(39.4)
NOPAT	(17.7)	99.7	193.6	271.6	329.2
EBITDA	148.7	229.9	275.1	342.3	390.5
성장성(%)					
매출액증가율	17.61	15.54	13.64	8.69	7.61
NOPAT증가율	적전	흑전	94.18	40.29	21.21
EBITDA증가율	4.28	54.61	19.66	24.43	14.08
영업이익증가율	(13.05)	85.68	42.47	40.23	21.15
(지배주주)순이익증가율	적전	흑전	1,632.69	39.29	11.63
EPS증가율	적전	흑전	1,587.22	38.85	11.64
수익성(%)					
매출총이익률	25.13	26.82	28.26	29.35	30.15
EBITDA이익률	7.97	10.66	11.23	12.86	13.63
영업이익률	3.93	6.31	7.91	10.21	11.50
계속사업이익률	(0.22)	1.16	6.68	8.99	10.30

투자지표					
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(961)	227	3,830	5,318	5,937
BPS	29,024	28,347	33,480	42,510	53,790
CFPS	7,905	10,688	13,657	16,615	18,745
EBITDAPS	6,499	10,046	11,697	14,502	16,543
SPS	81,540	94,212	104,178	112,798	121,386
DPS	500	600	600	600	600
주가지표(배)					
PER	(44.33)	236.12	14.41	10.38	9.30
PBR	1.47	1.89	1.65	1.30	1.03
PCFR	5.39	5.01	4.04	3.32	2.94
EV/EBITDA	17.11	12.26	9.35	6.73	5.10
PSR	0.52	0.57	0.53	0.49	0.45
재무비율(%)					
ROE	(3.26)	0.79	12.52	14.00	12.33
ROA	(0.79)	0.17	2.97	4.00	4.19
ROIC	(0.91)	4.74	9.39	13.63	17.02
부채비율	99.62	112.14	95.28	79.95	67.85
순부채비율	52.01	57.87	39.31	18.97	0.75
이자보상배율(배)					
	2.24	3.02	4.57	7.41	10.00

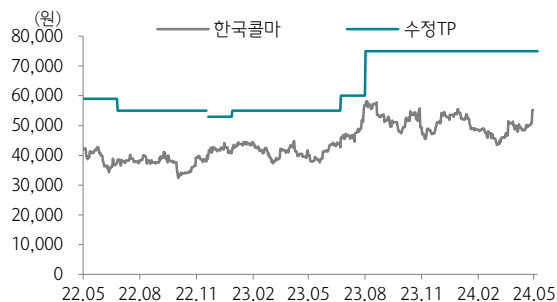
자료: 하나증권

대차대조표		(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F	
유동자산	816.3	898.4	1,023.9	1,251.6	1,560.8	
금융자산	303.5	282.5	324.1	491.2	742.4	
현금성자산	220.1	170.8	217.3	389.0	644.7	
매출채권	258.8	318.1	361.5	392.9	422.8	
재고자산	239.4	280.9	319.2	347.0	373.4	
기타유동자산	14.6	16.9	19.1	20.5	22.2	
비유동자산	2,117.0	2,111.1	2,033.3	1,965.3	1,906.6	
투자자산	39.9	53.4	56.8	59.3	61.6	
금융자산	24.9	37.9	39.1	40.0	40.9	
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	126.4	126.2	126.3	
자산총계	2,933.3	3,009.4	3,057.1	3,217.0	3,467.3	
유동부채	868.1	1,283.7	1,196.6	1,141.9	1,117.6	
금융부채	533.1	854.0	710.0	614.1	550.6	
매입채무	160.2	190.5	216.5	235.3	253.2	
기타유동부채	174.8	239.2	270.1	292.5	313.8	
비유동부채	595.7	307.1	295.0	287.4	284.0	
금융부채	534.7	249.4	229.5	216.1	207.3	
기타비유동부채	61.0	57.7	65.5	71.3	76.7	
부채총계	1,463.8	1,590.8	1,491.6	1,429.3	1,401.6	
지배주주지분	664.1	648.6	790.3	1,003.5	1,269.7	
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	509.3	722.4	988.7	
비지배주주지분	805.4	770.0	775.2	784.2	796.0	
자본총계	1,469.5	1,418.6	1,565.5	1,787.7	2,065.7	
순금융부채	764.3	820.9	615.3	339.1	15.5	

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	90.8	112.2	243.0	308.4	355.1
당기순이익	(4.1)	25.1	163.6	239.3	295.2
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)	(1.8)	(1.3)	(1.2)
투자활동 현금흐름	(145.2)	(155.7)	(1.4)	(0.8)	(0.9)
투자자산감소(증가)	(9.1)	740.1	(6.3)	(5.4)	(5.3)
자본증가(감소)	(32.5)	(106.8)	0.0	0.0	0.0
기타	(103.6)	(789.0)	4.9	4.6	4.4
재무활동 현금흐름	82.0	22.0	(177.7)	(123.4)	(86.5)
금융부채증가(감소)	158.0	35.5	(164.0)	(109.2)	(72.4)
자본증가(감소)	(2.2)	(2.2)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(64.3)	0.1	0.0	(0.0)	0.1
배당지급	(9.5)	(11.4)	(13.7)	(14.2)	(14.2)
현금의 증감	27.6	(21.5)	23.4	171.7	255.6
Unlevered CFO	180.9	244.6	321.2	392.2	442.5
Free Cash Flow	53.0	5.4	243.0	308.4	355.1

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 5월 13일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(박은정)는 2024년 5월 13일 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	94.20%	5.36%	0.45%	100%

* 기준일: 2024년 05월 10일