



# 한국콜마 (161890)

## 1Q23 Re: 급증하는 수주 확인

**BUY (유지)**

목표주가(12M) 55,000원  
현재주가(5.12) 40,100원

### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,475.42
52주 최고/최저(원)	44,800/32,350
시가총액(십억원)	917.5
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	22,881.2
60일 평균 거래량(천주)	108.3
60일 평균 거래대금(십억원)	4.5
외국인지분율(%)	26.44
주요주주 지분율(%)	
한국콜마홀딩스 외 27 인	27.84
NHON KOLMAR	12.14

### Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	2,162.3	2,328.1
영업이익(십억원)	133.5	167.7
순이익(십억원)	83.2	112.7
EPS(원)	2,947	3,872
BPS(원)	31,959	36,047

### Financial Data

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,586.3	1,865.7	2,121.1	2,327.5
영업이익	84.3	73.3	104.7	178.4
세전이익	66.5	17.0	89.4	161.8
순이익	35.8	(22.0)	78.3	137.9
EPS	1,565	(961)	3,422	6,025
증감율	(77.66)	적전	흑전	76.07
PER	25.72	(44.33)	11.72	6.66
PBR	1.35	1.47	1.28	1.11
EV/EBITDA	14.60	17.15	14.00	9.47
ROE	5.48	(3.26)	11.34	17.87
BPS	29,876	29,024	31,346	36,086
DPS	415	500	500	500

### 1Q23 Re: 아쉬운 손익, 급증하는 수주 확인

한국콜마의 1분기 실적은 연결 매출 4,877억원(Yoy+19%), 영업이익 121억원(YoY-7%)를 기록하며, 낮아진 시장 눈높이를 하회했다. 실적 하회의 주요인은 ①자회사(연우, HK이노엔)의 부진, ②일회성 비용(총 38억원: 생산인력 인센티브 15억원/선제품 수요 급증에 따른 원재료/용역비 16억원, 감사부대비용 7억원)이 반영된 영향이다. 지배주주순이익은 58억원으로 전년동기비 42% 감소했는데, 금융수지 악화(환율/이자비용 21억원), 기타비용(기부금 6억원) 등의 영향이다.

1분기 국내 ODM, 해외 ODM, HK이노엔 매출은 전년동기비 각각 +12%/+2%/+3% 성장했다. 용기는 505억원 반영(QoQ-3%) 기록했다. ▶**국내 ODM(별도)**은 매출 2천억원(YoY+12%), 영업이익 135억원(YoY-6%) 시현했다. 2월부터 두 자릿수 고성장 중이며, 주요 고객사 비중이 상승한 것으로 파악된다. 특히 야외 활동 증가에 따른 선(Sun)제품 수주가 52% 성장(비중 23%)하며 집중되었다(선스틱 수량 YoY+187% 증가). 다만, 생산인력 인센티브(15억원)/선제품 급증에 따른 원/부자재, 용역비(16억원), 감사부대비용(7억원) 반영으로 영업이익률은 7%(-1.3%p)에 그쳤다. ▶**해외 ODM**은 대체로 개선 중이며, **무석법인의 선전이 특징적이다**. ①무석법인은 매출 330억원(YoY+5%), 영업이익 6억원(영업이익률 1.7%)으로 첫 흑자전환 달성했다. 3월부터 중국 대형 고객사로의 선제품 수주가 급증함에 따라 3월 영업이익률은 10%를 상회한 것으로 파악된다. ②북미/캐나다는 매출 185억원(YoY+5%), 영업손실 39억원(적지) 기록했다. 미국 뉴저지 R&D센터 오픈에 따른 인건비 증가, 환율 상승으로 영업손실은 전년동기비 6억원 확대되었다. ▶**HK이노엔**은 매출 1.8천억원(YoY+3%), 영업이익 56억원(YoY+33%) 기록했다. 주요 제품 수액/케이캡/컨디션 모두 두 자릿수 성장 달성했으나, 영업활동 증가/광고비 상반기 집중/연구개발비 발생 등으로 전년 기저에도 이익은 33% 증가에 그쳤다. ▶**연우**는 주요 고객사 및 미주 고객사의 재고조정 이 어지며 매출 505억원(QoQ-3%), 영업손실 25억원 기록했다. 3월부터는 소폭 개선 중이다.

### 2023년 상저하고 전망

2023년 실적은 연결 매출 2.1천억원(YoY+14%), 영업이익 1천억원(YoY+43%) 전망한다. 국내와 중국이 리오프닝에 따른 선(Sun) 제품 수요 증가로 고성장 할 것으로 기대하며, 특히 무석의 경우 중국 대형 고객사의 선제품 수주 본격화에 따라 연간 흑자전환 안착할 것으로 예상한다. 국내와 무석 각각 +14%, +16% 성장 가정했다. 1분기는 일회성 영향으로 별도와 무석의 호실적에도에도 아쉬운 손익 기록했으나, **업황 회복이라는 긍정적 요소 확인했다**. 이익모멘텀은 하반기 보다 강화될 것이다. 투자 의견 BUY, 목표주가 5.5만원 유지한다.



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

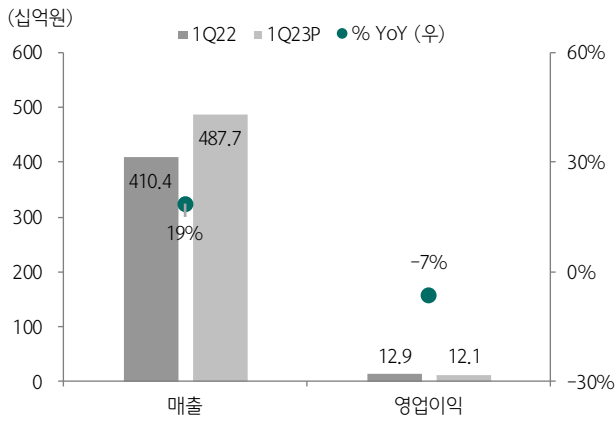
도표1. 한국콜마 연결 실적전망 및 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23P	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2020	2021	2022	2023F
<b>연결 매출액</b>	<b>410.4</b>	<b>502.7</b>	<b>473.5</b>	<b>479.1</b>	<b>487.7</b>	<b>554.0</b>	<b>534.6</b>	<b>544.8</b>	<b>1,322.1</b>	<b>1,586.3</b>	<b>1,865.7</b>	<b>2,121.1</b>
별도	179.5	205.8	175.5	163.9	201.8	236.7	201.8	186.8	609.2	632.8	724.6	827.1
북경콜마	4.7	4.5	4.3	3.4	3.5	4.9	4.6	3.7	22.3	24.9	16.8	16.7
무석콜마	31.5	28.7	23.9	27.9	33.0	34.4	28.7	33.5	49.3	111.8	112.0	129.6
북미법인	17.6	16.7	21.2	18.6	18.5	18.4	23.3	20.5	62.7	65.5	74.1	80.6
HK 이노엔	180.2	251.9	198.2	216.3	184.9	209.3	218.8	236.2	598.4	769.8	846.5	878.7
연우	-	-	54.0	51.9	50.5	55.6	61.1	67.2	-	-	105.9	234.4
% YoY												
연결 매출액	4%	22%	26%	19%	19%	10%	13%	14%	-4%	20%	18%	14%
별도	4%	21%	24%	10%	12%	15%	15%	14%	-11%	4%	15%	14%
북경콜마	-24%	-46%	-19%	-35%	-25%	8%	8%	8%	-60%	12%	-32%	-1%
무석콜마	29%	-12%	-9%	-3%	5%	20%	20%	20%	129%	127%	0%	16%
북미법인	12%	-7%	18%	34%	5%	10%	10%	10%	-28%	5%	13%	9%
HK 이노엔	-4%	36%	5%	3%	3%	-17%	10%	9%	10%	29%	10%	4%
연우	-	-	-	-	-	-	13%	30%	-	-	-	121%
<b>매출총이익</b>	<b>100.5</b>	<b>134.3</b>	<b>120.7</b>	<b>113.4</b>	<b>116.9</b>	<b>133.1</b>	<b>138.4</b>	<b>138.0</b>	<b>426.3</b>	<b>428.1</b>	<b>468.8</b>	<b>526.4</b>
<b>영업이익</b>	<b>12.9</b>	<b>33.6</b>	<b>18.1</b>	<b>8.6</b>	<b>12.1</b>	<b>35.8</b>	<b>28.3</b>	<b>28.4</b>	<b>121.7</b>	<b>84.3</b>	<b>73.3</b>	<b>104.7</b>
별도	14.4	22.9	10.4	21.4	13.5	28.4	18.2	25.3	50.4	65.6	69.1	85.8
북경콜마	-1.3	-1.1	-2.8	-1.7	-0.6	-0.6	-1.4	-0.9	-4.3	-3.1	-6.9	-3.4
무석콜마	-1.4	-2.1	-4.1	-1.4	0.6	1.5	1.0	1.2	-12.6	-10.0	-9.0	4.3
북미법인	-3.3	-5.1	-2.5	-3.6	-3.9	-3.5	-1.5	-1.5	-6.9	-10.4	-14.5	-10.4
HK 이노엔	4.2	17.7	22.3	8.4	5.6	14.0	20.4	26.1	84.3	50.3	52.5	89.3
연우	-	-	-4.8	-0.6	-2.5	-1.3	0.9	1.5	-	-	-5.4	-1.4
% YoY												
영업이익	-47%	58%	42%	-67%	-7%	6%	57%	229%	22%	-31%	-13%	43%
별도	-9%	15%	0%	9%	-6%	24%	75%	18%	26%	30%	5%	24%
북경콜마	적지	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
무석콜마	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	적지	적지	적지	흑전
북미법인	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적전	적지	적지	적지
HK 이노엔	-68%	497%	30%	-51%	33%	-20%	-8%	211%	12%	-40%	4%	70%
연우	-	-	-	-	-	-	흑전	흑전	-	-	-	흑전
<b>지배주주순이익</b>	<b>10.0</b>	<b>14.8</b>	<b>0.8</b>	<b>-47.6</b>	<b>5.8</b>	<b>25.0</b>	<b>19.1</b>	<b>28.3</b>	<b>160.3</b>	<b>35.8</b>	<b>-22.0</b>	<b>78.3</b>
% Margin												
매출총이익률	24%	27%	25%	24%	24%	24%	26%	25%	32%	27%	25%	25%
영업이익률	3%	7%	4%	2%	2%	6%	5%	5%	9%	5%	4%	5%
별도	8%	11%	6%	13%	7%	12%	9%	14%	8%	10%	10%	10%
북경콜마	-28%	-24%	-65%	-50%	-17%	-11%	-30%	-23%	-19%	-12%	-41%	-20%
무석콜마	-4%	-7%	-17%	-5%	2%	4%	3%	4%	-26%	-9%	-8%	3%
북미법인	-19%	-31%	-12%	-19%	-21%	-19%	-6%	-7%	-11%	-16%	-20%	-13%
HK 이노엔	2%	7%	11%	4%	3%	7%	9%	11%	14%	7%	6%	10%
연우	-	-	-9%	-1%	-5%	-2%	1%	2%	-	-	-5%	-1%
순이익률	2%	3%	0%	-10%	1%	5%	4%	5%	12%	2%	-1%	4%

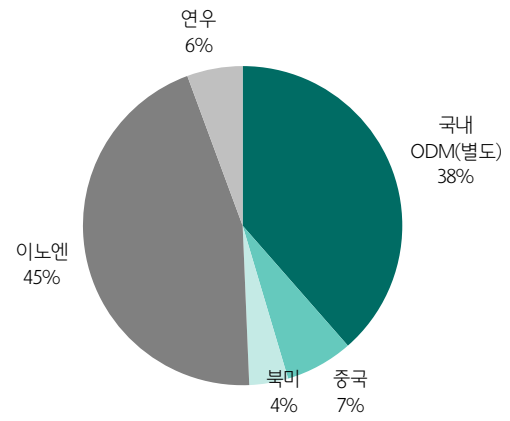
자료: 하나증권 [참고] ①자회사 영업이익은 추정치, ②연우 인수(지분율 55%) 에 따라 2022년 7월부터 손익 반영

도표 2. 한국콜마의 1분기 연결 잠정 실적



자료: 하나증권

도표 3. 한국콜마의 2022년 기준 부문별 매출 비중 (%)



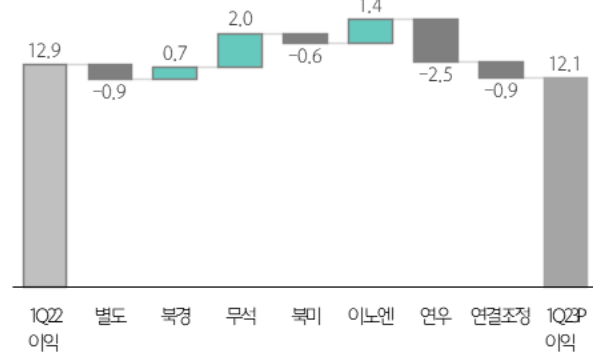
자료: 하나증권

도표 4. 한국콜마의 1Q23P 연결 매출 변동 (YoY)  
: 화장품 ODM +236억원, HK이노엔 +47억원, 용기(연우) +505억원



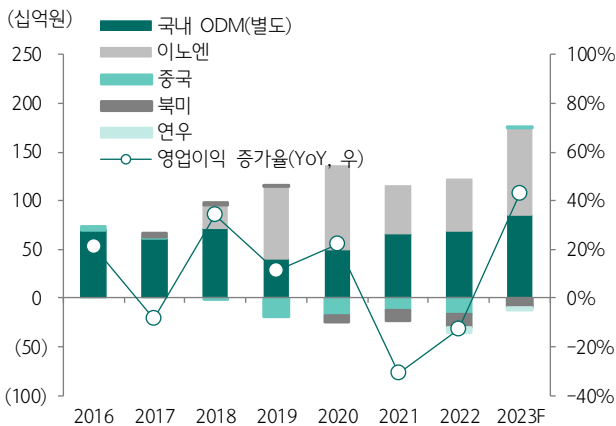
주: (단위) 십억원, 자료: 하나증권

도표 5. 한국콜마의 1Q23P 연결 이익 변동 (YoY)  
: 화장품 ODM +12억원, HK이노엔 +14억원, 용기(연우) -25억원



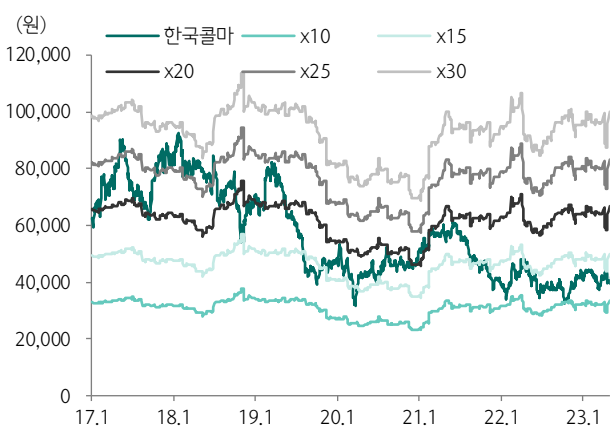
주: (단위) 십억원, 자료: 하나증권 [참고] 연결조정 변동: -137억원

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
<b>매출액</b>	<b>1,586.3</b>	<b>1,865.7</b>	<b>2,121.1</b>	<b>2,327.5</b>	<b>2,469.0</b>
매출원가	1,158.2	1,396.9	1,594.7	1,721.8	1,812.1
매출총이익	428.1	468.8	526.4	605.7	656.9
판매비	343.9	395.6	421.7	427.3	446.8
<b>영업이익</b>	<b>84.3</b>	<b>73.3</b>	<b>104.7</b>	<b>178.4</b>	<b>210.1</b>
금융손익	(15.9)	(24.4)	(12.4)	(13.0)	(13.7)
중속/관계기업손익	(0.9)	(1.2)	(0.3)	(0.9)	(0.9)
기타영업외손익	(0.9)	(30.8)	(2.6)	(2.7)	(2.8)
<b>세전이익</b>	<b>66.5</b>	<b>17.0</b>	<b>89.4</b>	<b>161.8</b>	<b>192.7</b>
법인세	23.0	21.1	21.4	35.6	0.0
계속사업이익	43.5	(4.1)	68.0	126.2	192.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
<b>당기순이익</b>	<b>43.5</b>	<b>(4.1)</b>	<b>68.0</b>	<b>126.2</b>	<b>192.7</b>
비배주주지분 순이익	7.7	17.9	3.4	6.3	9.6
<b>지배주주순이익</b>	<b>35.8</b>	<b>(22.0)</b>	<b>78.3</b>	<b>137.9</b>	<b>144.5</b>
지배주주지분포괄이익	33.8	(8.2)	(38.1)	(70.7)	(107.9)
NOPAT	55.1	(17.7)	79.6	139.2	210.1
EBITDA	142.6	148.7	171.5	237.7	262.8
<b>성장성(%)</b>					
매출액증가율	19.98	17.61	13.69	9.73	6.08
NOPAT증가율	(30.60)	적전	흑전	74.87	50.93
EBITDA증가율	(22.25)	4.28	15.33	38.60	10.56
영업이익증가율	(30.73)	(13.05)	42.84	70.39	17.77
(지배주주)순이익증가율	(77.67)	적전	흑전	76.12	4.79
EPS증가율	(77.66)	적전	흑전	76.07	4.80
<b>수익성(%)</b>					
매출총이익률	26.99	25.13	24.82	26.02	26.61
EBITDA이익률	8.99	7.97	8.09	10.21	10.64
영업이익률	5.31	3.93	4.94	7.66	8.51
계속사업이익률	2.74	(0.22)	3.21	5.42	7.80

투자지표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	1,565	(961)	3,422	6,025	6,314
BPS	29,876	29,024	31,346	36,086	43,587
CFPS	7,249	7,905	8,015	10,659	13,357
EBITDAPS	6,234	6,499	7,496	10,390	11,484
SPS	69,329	81,540	92,700	101,721	107,905
DPS	415	500	500	500	500
<b>주기지표(배)</b>					
PER	25.72	(44.33)	11.72	6.66	6.35
PBR	1.35	1.47	1.28	1.11	0.92
PCFR	5.55	5.39	5.00	3.76	3.00
EV/EBITDA	14.60	17.15	14.00	9.47	7.76
PSR	0.58	0.52	0.43	0.39	0.37
<b>재무비율(%)</b>					
ROE	5.48	(3.26)	11.34	17.87	15.85
ROA	1.41	(0.79)	2.70	4.77	4.85
ROIC	3.14	(0.91)	3.79	6.80	10.50
부채비율	91.68	99.62	88.55	78.26	68.07
순부채비율	35.72	52.38	44.02	31.59	16.40
이자보상배율(배)	2.75	2.24	3.22	6.39	8.44

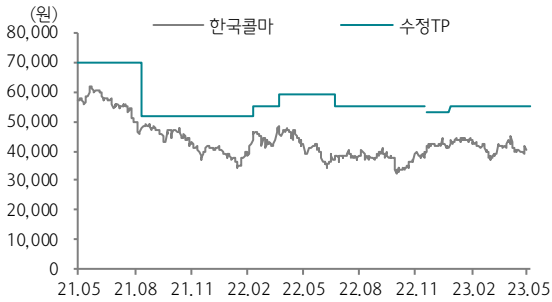
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>유동자산</b>	<b>882.9</b>	<b>816.3</b>	<b>819.2</b>	<b>919.3</b>	<b>1,103.6</b>
금융자산	424.2	298.2	230.4	273.2	418.3
현금성자산	191.2	220.1	155.8	202.1	350.5
매출채권	225.6	258.8	294.2	322.9	342.5
채고자산	210.2	239.4	272.2	298.7	316.8
기타유동자산	22.9	19.9	22.4	24.5	26.0
<b>비유동자산</b>	<b>1,723.2</b>	<b>2,117.0</b>	<b>2,052.2</b>	<b>1,994.6</b>	<b>1,943.0</b>
투자자산	30.8	33.7	35.8	37.5	38.6
금융자산	16.7	18.8	18.8	18.8	18.8
유형자산	445.5	608.8	555.0	508.0	466.9
무형자산	<b>1,126.9</b>	<b>1,301.8</b>	<b>1,288.8</b>	<b>1,276.5</b>	<b>1,265.0</b>
기타비유동자산	<b>120.0</b>	<b>172.7</b>	<b>172.6</b>	<b>172.6</b>	<b>172.5</b>
<b>자산총계</b>	<b>2,606.0</b>	<b>2,933.3</b>	<b>2,871.4</b>	<b>2,913.8</b>	<b>3,046.6</b>
<b>유동부채</b>	<b>888.6</b>	<b>868.1</b>	<b>844.3</b>	<b>834.8</b>	<b>829.2</b>
금융부채	592.3	533.1	465.8	421.2	391.5
매입채무	157.0	160.2	182.1	199.8	212.0
기타유동부채	139.3	174.8	196.4	213.8	225.7
<b>비유동부채</b>	<b>357.9</b>	<b>595.7</b>	<b>504.2</b>	<b>444.4</b>	<b>404.6</b>
금융부채	<b>317.5</b>	<b>534.7</b>	<b>434.9</b>	<b>368.3</b>	<b>324.0</b>
기타비유동부채	40.4	61.0	69.3	76.1	80.6
<b>부채총계</b>	<b>1,246.5</b>	<b>1,463.8</b>	<b>1,348.5</b>	<b>1,279.2</b>	<b>1,233.9</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>683.6</b>	<b>664.1</b>	<b>717.2</b>	<b>825.7</b>	<b>997.4</b>
자본금	<b>11.4</b>	<b>11.4</b>	<b>11.4</b>	<b>11.4</b>	<b>11.4</b>
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	436.8	545.3	716.9
<b>비지배주주지분</b>	<b>676.0</b>	<b>805.4</b>	<b>805.7</b>	<b>808.9</b>	<b>815.4</b>
<b>자본총계</b>	<b>1,359.6</b>	<b>1,469.5</b>	<b>1,522.9</b>	<b>1,634.6</b>	<b>1,812.8</b>
순금융부채	485.6	769.6	670.4	516.4	297.2

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>(3.1)</b>	<b>90.8</b>	<b>129.4</b>	<b>181.1</b>	<b>242.3</b>
당기순이익	43.5	(4.1)	68.0	126.2	192.7
조정	12.2	127.2	66.9	59.3	52.6
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	(0.1)
영업활동 자산부채변동	(58.8)	(32.3)	(5.5)	(4.4)	(3.0)
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>(283.0)</b>	<b>(145.2)</b>	<b>(1.5)</b>	<b>(1.3)</b>	<b>(1.0)</b>
투자자산감소(증가)	(9.1)	(2.9)	(5.1)	(4.8)	(4.2)
자본증가(감소)	(39.7)	(32.5)	0.0	0.0	0.0
기타	(234.2)	(109.8)	3.6	3.5	3.2
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>97.6</b>	<b>82.0</b>	<b>(178.6)</b>	<b>(122.6)</b>	<b>(85.5)</b>
금융부채증가(감소)	(221.0)	158.0	(167.1)	(111.2)	(74.1)
자본증가(감소)	38.4	(2.2)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	288.1	(64.3)	(0.1)	0.0	(0.0)
배당지급	(7.9)	(9.5)	(11.4)	(11.4)	(11.4)
<b>현금의 증감</b>	<b>(188.5)</b>	<b>27.6</b>	<b>(59.5)</b>	<b>46.3</b>	<b>148.3</b>
Unlevered CFO	165.9	180.9	183.4	243.9	305.6
Free Cash Flow	(43.2)	53.0	129.4	181.1	242.3

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한국콜마



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.1.9	BUY	55,000	-	-
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%
21.2.24	BUY	70,000	-19.40%	-11.71%

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 5월 15일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박은정)는 2023년 5월 15일 현재 해당회사의 유가증권을 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 신뢰할 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 연주가 대비 15% 이상 상승 여력  
Neutral(중립)\_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락  
Reduce(비중축소)\_목표주가가 연주가 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	95.02%	4.52%	0.45%	100%

\* 기준일: 2023년 05월 15일