



## BUY(Maintain)

목표주가: 90,000원

주가(11/8): 61,200원

시가총액: 1조 4,446억원

화장품 Analyst 조소정  
sojcho@kiwoom.com

## Stock Data

KOSPI (11/8)	2,561.15pt
52 주 주가동향	최고가
최고/최저가 대비	76,200 원
등락률	-19.7%
수익률	절대
1M	-11.4%
6M	20.9%
1Y	11.1%
	상대
	-10.3%
	29.6%
	5.0%

## Company Data

발행주식수	23,605천주
일평균 거래량(3M)	365천주
외국인 지분율	35.3%
배당수익률(24E)	1.0%
BPS(24E)	29,982원
주요 주주	한국콜마홀딩스 외 24 인
	26.6%

## 투자지표

(십억원, IFRS 연결)	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,865.7	2,155.7	2,493.4	2,860.7
영업이익	73.3	136.1	213.3	281.3
EBITDA	148.7	229.9	305.8	359.5
세전이익	17.0	34.3	157.6	213.3
순이익	-4.1	25.1	114.0	166.4
자체주주지분순이익	-22.0	5.2	83.7	127.5
EPS(원)	-961	227	3,557	5,399
증감률(% YoY)	적전	흑전	1,467.8	51.8
PER(배)	-44.3	236.2	17.2	11.3
PBR(배)	1.47	1.89	2.04	1.78
EV/EBITDA(배)	17.1	12.3	9.3	7.3
영업이익률(%)	3.9	6.3	8.6	9.8
ROE(%)	-3.3	0.8	12.3	16.8
순차입금비율(%)	52.0	57.9	40.6	20.2

## Price Trend

 실적 Review

## 한국콜마 (161890)

## 국내법인이 하드캐리



한국콜마의 3분기 매출은 6,265억원 (+21% YoY), 영업이익은 545억원 (+76% YoY, OPM 8.7%)을 기록, 예상치에 부합. 국내법인이 성장을 견인했으며, 당분간 비슷한 흐름이 지속될 것으로 예상. 해외 경기 부진, 시설 투자 비용 증가 가능성을 고려했을 때, 자회사 실적은 성장 모멘텀이 되기가 어려운 상황. 반면 국내는 당분간 성장 흐름이 우수할 것으로 예상됨. 투자의견 BUY, 목표주가를 유지.

## &gt;&gt;&gt; 3Q: 업황 호조 &amp; 낮은 기저 덕분

한국콜마의 3분기 매출액은 6,265억원 (+21% YoY), 영업이익은 545억원 (+76%, OPM 8.7%)을 기록, 시장예상치에 부합했다. 국내 법인이 성장을 견인 했다.

**국내:** 4분기 국내 법인 매출액은 2,736억원 (+47% YoY), 영업이익은 371억원 (+184% YoY, OPM 14%)을 기록했다. 작년 ERP 이슈 발생으로 기저가 낮았고, 업황 호조로 수주가 증가하면서 이익이 크게 증가했다. 국내 MBS 채널향 고객사, 해외 수출이 좋은 고객사들이 수주 증가를 견인했다.

**중국(무석):** 무석 법인 매출은 366억원 (+2% YoY), 영업이익은 10억원 (-33% YoY, OPM 3%)를 기록했다. 비우호적인 영업환경으로 성장이 제한적이었고, 수익성 유지도 쉽지 않았다.

**북미:** 북미 법인 매출은 276억원 (+22% YoY), 영업손실 52억원 (적자지속)을 기록했다. 미국 법인이 매출 성장을 견인했으나, 미국 법인에 대한 투자 증가와 캐나다 법인의 부진으로 수익성은 아쉬웠다.

- **미국:** 미국 법인 매출은 175억원 (+55% YoY), 영업손실 18억원 (적자지속)을 기록했다. 주요 고객사향 수주가 늘면서 매출은 증가했으나, 인력 투자 증가와 재고충당금 (40억원) 반영되면서 적자를 기록했다.

- **캐나다:** 캐나다 법인 매출은 92억원 (-12% YoY), 영업손실 34억원 (적자지속)을 기록했다. 주요 고객사향 수주가 감소한 영향이 크다.

**연우:** 연우의 매출은 728억원 (+19% YoY), 영업이익은 12억원 (-20% YoY, OPM 2%)을 기록했다. 고객사 다변화 덕분에 매출은 성장했으나, 금형 투자가 늘면서 수익성은 전년과 비슷했다.

## &gt;&gt;&gt; 당분간 국내 법인이 하드캐리

당분간 국내 법인이 성장을 견인할 전망이다. 해외 경기 부진, 시설 투자 등 영향으로 화장품 관련 자회사의 실적은 성장동력이 되지 못할 전망인 반면 국내는 분위기가 좋은 편이기 때문이다. 구내는 수출 모멘텀이 좋은 고객사들을 다수 확보하고 있으며, 4분기에도 히트 제품들의 수주는 견조할 전망이다. 투자의

견 BUY, 목표주가를 유지한다.

## 한국콜마 연결기준 실적 추이 및 전망

(십억 원)		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24E	FY23	FY24E	FY25E
매출	(연결)	487.7	599.7	516.4	551.9	574.8	660.3	626.5	631.8	2,155.7	2,493.4	2,860.7
	별도	201.8	254.4	186.1	214.5	247.8	297.0	273.6	269.7	856.8	1,088.1	1,360.1
	이노엔	184.9	204.4	215.6	224.1	212.6	219.3	229.5	243.1	828.9	904.6	989.3
	연우	50.5	63.2	61.2	61.6	67.2	74.0	72.8	65.9	236.5	279.9	279.9
	중국	33.0	56.4	36.1	32.6	34.6	52.7	36.6	35.0	158.1	158.9	160.2
	북미	18.5	22.6	21.8	20.5	16.0	26.0	26.7	23.9	83.4	92.6	106.1
YoY		+19%	+19%	+9%	+15%	+18%	+10%	+21%	+14%	+16%	+16%	+15%
	별도	+12%	+24%	+6%	+31%	+23%	+17%	+47%	+26%	+18%	+27%	+25%
	이노엔	+3%	-19%	+9%	+4%	+15%	+7%	+6%	+9%	-2%	+9%	+9%
	연우	-25%	+3%	+13%	+19%	+33%	+17%	+19%	+7%	+1%	+18%	+0%
	중국	+5%	+97%	+51%	+17%	+5%	-7%	+2%	+5%	+41%	+0%	+1%
	북미	+5%	+35%	+3%	+10%	-14%	+15%	+22%	+17%	+13%	+11%	+15%
영업이익		12.1	55.7	31.0	37.4	32.4	71.7	54.5	54.7	136.1	213.4	281.3
	별도	13.5	34.7	13.1	18.4	22.8	44.2	37.1	26.0	79.7	130.1	158.4
	중국	0.6	9.2	1.5	1.2	1.8	6.7	1.0	1.4	12.5	10.9	9.3
	북미	-3.9	-1.8	-2.7	-2.9	-4.2	-2.2	-5.2	-2.9	-11.3	-14.5	-5.9
	이노엔	5.6	15.3	22.4	22.5	17.3	24.4	22.2	30.7	65.9	94.5	116.7
	연우	-2.5	1.2	1.5	0.0	0	1.2	1.2	1.3	0.2	3.7	2.8
YoY	연결	-7%	+65%	+72%	+333%	+169%	+29%	+76%	+46%	+86%	+57%	+32%
	별도	-6%	+51%	+26%	-14%	+69%	+28%	+184%	+41%	+15%	+63%	+22%
	중국	+0%	-538%	-137%	-186%	+200%	-27%	-33%	+0%	+8%	+7%	+6%
	북미	적자	적자	적자	적자							
	이노엔	+33%	-13%	+1%	+169%	+206%	+59%	-1%	+36%	+26%	+43%	+23%
	연우	적전	-68%	+6%	흑전	흑전	+0%	-20%	+13082%	-83%	+1671%	-25%
OPM	연결	2%	9%	6%	7%	5.6%	10.9%	8.7%	8.7%	6%	9%	10%
	별도	7%	13.6%	7%	9%	9%	14.9%	14%	10%	9%	12%	12%
	중국	2%	16%	4%	4%	5%	13%	3%	4%	8%	7%	6%
	북미	-21%	-8%	-12%	-14%	-26%	-8%	-19%	-12%	-14%	-16%	-6%
	이노엔	3%	8%	10%	10%	8%	11%	10%	13%	8%	10%	12%
	연우	-5%	2%	2%	0%	0%	2%	2%	2%	0%	1%	1%
순이익		6.5	42.6	19.8	-43.7	12.1	45.2	23.6	33.2	25.1	114.1	166.4
	YoY	-55%	+89%	+204%	적자	+87%	+6%	+19%	흑전	흑전	+354%	+46%

자료: 한국콜마, 키움증권리서치

## 포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	1,865.7	2,155.7	2,493.4	2,860.7	3,089.5
매출원가	1,396.9	1,577.5	1,766.9	2,000.9	2,160.6
매출총이익	468.8	578.1	726.5	859.8	928.9
판관비	395.6	442.0	513.1	578.5	607.4
<b>영업이익</b>	73.3	136.1	213.3	281.3	321.5
<b>EBITDA</b>	148.7	229.9	305.8	359.5	387.8
<b>영업외손익</b>	-56.3	-101.8	-55.7	-68.0	-68.0
이자수익	7.2	8.4	14.6	22.9	34.3
이자비용	32.7	45.0	45.0	45.0	45.0
외환관련이익	23.3	11.9	7.6	7.6	7.6
외환관련손실	21.3	11.4	7.1	7.1	7.1
종속 및 관계기업손익	-1.2	3.3	12.3	0.0	0.0
기타	-31.6	-69.0	-38.1	-46.4	-57.8
<b>법인세차감전이익</b>	17.0	34.3	157.6	213.3	253.5
법인세비용	21.1	9.2	43.5	46.9	55.8
<b>계속사업순손익</b>	-4.1	25.1	114.0	166.4	197.7
<b>당기순이익</b>	-4.1	25.1	114.0	166.4	197.7
<b>지배주주순이익</b>	-22.0	5.2	83.7	127.5	150.9
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	17.6	15.5	15.7	14.7	8.0
영업이익 증감율	-13.0	85.7	56.7	31.9	14.3
EBITDA 증감율	4.2	54.6	33.0	17.6	7.9
지배주주순이익 증감율	-161.4	-123.6	1,509.6	52.3	18.4
EPS 증감율	직전	흑전	1,467.8	51.8	18.4
매출총이익률(%)	25.1	26.8	29.1	30.1	30.1
영업이익률(%)	3.9	6.3	8.6	9.8	10.4
EBITDA Margin(%)	8.0	10.7	12.3	12.6	12.6
지배주주순이익률(%)	-1.2	0.2	3.4	4.5	4.9

## 현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동 현금흐름</b>	90.8	112.2	284.8	369.5	472.9
당기순이익	-4.1	25.1	114.0	166.4	197.7
비현금항목의 가감	185.0	219.4	219.7	212.8	198.3
유형자산감가상각비	61.6	72.7	72.1	59.9	49.7
무형자산감가상각비	13.8	21.1	20.3	18.4	16.6
지분법평가손익	-1.2	-4.2	-12.3	0.0	0.0
기타	110.8	129.8	139.6	134.5	132.0
영업활동자산부채증감	-32.3	-76.2	25.0	59.4	143.3
매출채권및기타채권의감소	-4.2	-59.5	-50.7	-55.2	-34.4
재고자산의감소	-9.7	-40.5	-44.0	-47.9	-29.8
매입채무및기타채무의증가	-7.0	25.9	118.8	161.2	206.5
기타	-11.4	-2.1	0.9	1.3	1.0
기타현금흐름	-57.8	-56.1	-73.9	-69.1	-66.4
<b>투자활동 현금흐름</b>	-145.2	-155.7	10.9	-2.4	-3.7
유형자산의 취득	-37.8	-106.8	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	5.3	0.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-17.4	-16.3	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-9.1	-13.6	13.1	0.9	0.9
단기금융자산의감소(증가)	150.4	-28.5	-11.1	-12.2	-13.5
기타	-236.6	8.9	8.9	8.9	8.9
<b>재무활동 현금흐름</b>	82.0	-8.4	-26.6	-27.4	-27.4
차입금의 증가(감소)	135.1	21.5	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.4	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-24.2	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-14.8	-16.6	-13.7	-14.2	-14.2
기타	-14.1	-13.3	-13.3	-13.2	-13.2
기타현금흐름	1.3	2.6	-71.9	-71.9	-71.9
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	28.9	-49.2	197.1	267.7	369.9
기초현금 및 현금성자산	191.2	220.1	170.8	368.0	635.7
기말현금 및 현금성자산	220.1	170.8	368.0	635.7	1,005.5

## 재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>유동자산</b>	816.3	898.4	1,199.9	1,581.7	2,028.1
현금 및 현금성자산	220.1	170.8	368.0	635.7	1,005.5
단기금융자산	82.6	111.2	122.3	134.5	148.0
매출채권 및 기타채권	260.9	323.8	374.5	429.7	464.0
재고자산	239.4	280.9	324.9	372.8	402.6
기타유동자산	13.3	11.7	10.2	9.0	8.0
<b>비유동자산</b>	2,117.0	2,111.1	2,017.8	1,938.7	1,871.5
투자자산	39.9	53.4	52.6	51.7	50.9
유형자산	608.8	660.4	588.3	528.4	478.7
무형자산	1,301.8	1,271.0	1,250.7	1,232.3	1,215.6
기타비유동자산	166.5	126.3	126.2	126.3	126.3
<b>자산총계</b>	2,933.3	3,009.4	3,217.7	3,520.3	3,899.6
<b>유동부채</b>	868.1	1,283.7	1,402.5	1,563.7	1,770.1
매입채무 및 기타채무	297.8	389.6	508.4	669.6	876.1
단기금융부채	532.1	854.0	854.0	854.0	854.0
기타유동부채	38.2	40.1	40.1	40.1	40.0
<b>비유동부채</b>	595.7	307.1	307.1	307.1	307.1
장기금융부채	534.7	248.9	248.9	248.9	248.9
기타비유동부채	61.0	58.2	58.2	58.2	58.2
<b>부채총계</b>	1,463.8	1,590.8	1,709.7	1,870.8	2,077.3
<b>자본지분</b>	664.1	648.6	707.7	810.3	936.2
자본금	11.4	11.4	11.8	11.8	11.8
자본잉여금	264.5	262.3	262.3	262.3	262.3
기타자본	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
기타포괄손익누계액	4.1	6.8	-3.9	-14.7	-25.4
이익잉여금	383.7	367.6	437.1	550.4	687.1
비자지분	805.4	770.0	800.3	839.2	886.1
<b>자본총계</b>	1,469.5	1,418.6	1,508.1	1,649.5	1,822.3
<b>투자지표</b>					
					(단위 :원, %, 배)
12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	-961	227	3,557	5,399	6,391
BPS	29,024	28,347	29,982	34,326	39,661
CFPS	7,905	10,688	14,192	16,063	16,779
DPS	500	600	600	600	600
<b>주가배수(배)</b>					
PER	-44.3	236.2	17.2	11.3	9.6
PER(최고)	-51.5	267.5	22.1		
PER(최저)	-33.6	162.8	12.1		
PBR	1.47	1.89	2.04	1.78	1.54
PBR(최고)	1.71	2.14	2.62		
PBR(최저)	1.11	1.30	1.44		
PSR	0.52	0.57	0.58	0.50	0.47
PCFR	5.4	5.0	4.3	3.8	3.6
EV/EBITDA	17.1	12.3	9.3	7.3	5.9
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(%),보통주,현금)	-279.0	54.6	12.4	8.5	7.2
배당수익률(%),보통주,현금)	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0
ROA	-0.1	0.8	3.7	4.9	5.3
ROE	-3.3	0.8	12.3	16.8	17.3
ROIC	0.0	4.2	7.2	10.8	13.5
매출채권회전율	7.6	7.4	7.1	7.1	6.9
재고자산회전율	8.3	8.3	8.2	8.2	8.0
부채비율	99.6	112.1	113.4	113.4	114.0
순차입금비율	52.0	57.9	40.6	20.2	-2.8
이자보상배율	2.2	3.0	4.7	6.2	7.1
총차입금	1,066.8	1,102.8	1,102.8	1,102.8	1,102.8
순차입금	764.1	820.8	612.6	332.7	-50.7
NOPLAT	148.7	229.9	305.8	359.5	387.8
FCF	-6.5	-12.3	271.9	357.0	460.4

## Compliance Notice

- 당사는 11월 8일 현재 '한국콜마(161890)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석자는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 고지사항

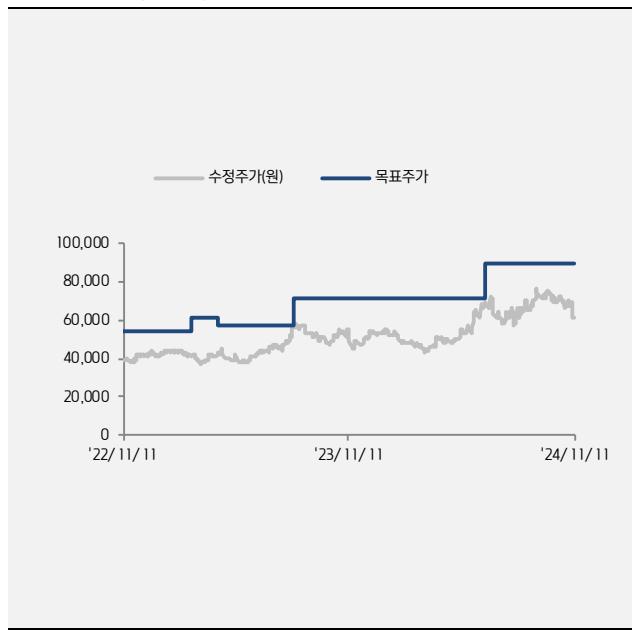
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일제의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

## 투자의견변동내역(2개년)

종목명	일자	투자의견	목표주가	목표가격 대상 시점		괴리율(%)	
				평균 주가대비	최고 주가대비	평균 주가대비	최고 주가대비
한국콜마 (161890)	2023-01-20	Buy(Maintain)	54,000원	6개월	-19.77	-17.69	
	2023-02-28	Buy(Maintain)	61,000원	6개월	-34.68	-30.41	
	2023-03-21	Buy(Maintain)	61,000원	6개월	-33.86	-30.41	
	2023-04-13	Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-28.00	-21.40	
	2023-05-15	Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-29.69	-21.40	
	2023-06-08	Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-28.42	-21.40	
	2023-06-28	Buy(Maintain)	57,000원	6개월	-23.86	-0.35	
	2023-08-14	Buy(Maintain)	71,000원	6개월	-20.52	-18.17	
	2023-09-05	Buy(Maintain)	71,000원	6개월	-25.74	-18.17	
	2023-11-13	Buy(Maintain)	71,000원	6개월	-26.67	-18.17	
	2024-01-17	Buy(Maintain)	71,000원	6개월	-27.00	-18.17	
	2024-04-02	Buy(Maintain)	71,000원	6개월	-29.37	-22.25	
	2024-05-13	Buy(Maintain)	71,000원	6개월	-22.51	-1.55	
	2024-06-20	Buy(Maintain)	90,000원	6개월	-29.28	-18.89	
	2024-08-21	Buy(Maintain)	90,000원	6개월	-25.49	-15.33	
	2024-10-15	Buy(Maintain)	90,000원	6개월	-25.23	-15.33	
	2024-11-11	Buy(Maintain)	90,000원	6개월			

\*주가는 수정주가를 기준으로 괴리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)



## 투자의견 및 적용기준

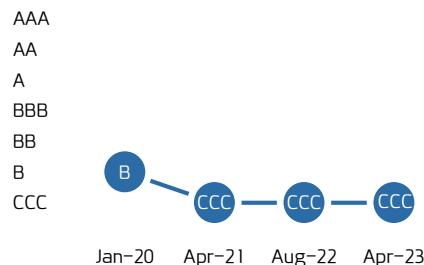
기업	적용기준(6개월)
Buy(매수)	시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상
Outperform(시장수익률 상회)	시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상
Marketperform(시장수익률)	시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상
Underperform(시장수익률 하회)	시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상
Sell(매도)	시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상

업종	적용기준(6개월)
Overweight (비중확대)	시장대비 +10% 이상 초과수익 예상
Neutral (중립)	시장대비 +10~-10% 변동 예상
Underweight (비중축소)	시장대비 -10% 이상 초과하락 예상

## 투자등급 비율 통계 (2023/10/01~2024/09/30)

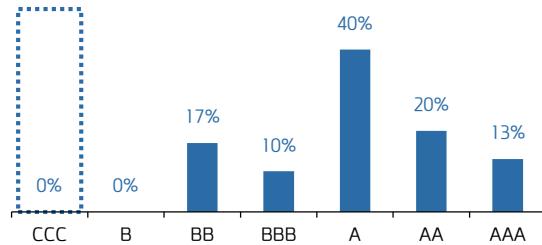
매수	중립	매도
94.87%	5.13%	0.00%

## MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치자료:

## MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주1) MSCI Index 내 생활/개인용품 기업 30개 참조

## 세부 항목별 점수 및 산업 평균

	점수	산업평균	비중	변동
주요 이슈에 대한 기증평균	2.6	4.8		
<b>환경</b>	2.1	4.6	35.0%	
포장소재 & 폐기물		2.7	15.0%	
제품 탄소 발자국	4.4	7.5	10.0%	
원재료 출처	3.0	4.5	10.0%	
<b>사회</b>	2.2	3.8	30.0%	
화학적 안전성		3.4	15.0%	
제품 안전 & 품질	4.4	6.5	15.0%	
<b>지배구조</b>	3.4	5.5	35.0%	
기업 지배구조	3.0	6.1		
기업 행동	7.1	6.3		

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

## ESG 최근 이슈

일자	내용
해당 없음	

자료: 키움증권 리서치

## MSCI 피어그룹 벤치마크

주요 피어 그룹 (생활용품)	포장소재 & 폐기물	원재료 출처	제품 탄소 발자국	화학적 안전성	제품 안전 & 품질	기업 지배구조	기업 행동	ESG등급	추이
아모레퍼시픽그룹	● ● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	N/A	●	● ● ● ●	●	A	
아모레퍼시픽	● ● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	N/A	●	● ● ● ●	●	A	◀▶
잇센 홀딩스	● ● ● ● ●	● ● ● ●	● ● ● ●	N/A	● ●	● ● ● ●	●	A	▲▲
한국콜마	●	● ●	●	●	●	●	● ● ●	CCC	◀▶
코스맥스	● ●	●	● ● ● ●	●	N/A	●	●	CCC	◀▶
현대 바이오사이언스	●	● ●	●	●	N/A	●	●	CCC	◀▶

평가 표시 : 최저 등급 ● 최상 등급 ● ● ● ●

등급 변화 추이: 유지 ◀▶ 한 단계 상향조정 ▲ 두 단계 이상 상향 조정 ▲▲ 하향조정 ▼ 두 단계 이상 하향 조정 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치