

**BUY (유지)**

목표주가(12M) **80,000원**
 현재주가(7.09) **61,000원**

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,867.38
52주 최고/최저(원)	73,000/43,500
시가총액(십억원)	1,439.9
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	23,605.1
60일 평균 거래량(천주)	389.5
60일 평균 거래대금(십억원)	24.1
외국인지분율(%)	31.40
주요주주 지분율(%)	
한국콜마홀딩스 외 24 인	26.85
NHON KOLMAR	11.77

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	2,460.7	2,698.9
영업이익(십억원)	196.7	244.7
순이익(십억원)	113.0	156.3
EPS(원)	3,451	4,867
BPS(원)	30,664	34,794

Stock Price**Financial Data**

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,865.7	2,155.7	2,485.0	2,667.5
영업이익	73.3	136.1	205.9	239.8
세전이익	17.0	34.3	175.9	207.7
순이익	(22.0)	5.2	95.8	119.5
EPS	(961)	227	4,073	5,063
증감율	적전	흑전	1,694.27	24.31
PER	(44.33)	236.12	15.07	12.13
PBR	1.47	1.89	1.81	1.47
EV/EBITDA	17.11	12.26	8.92	7.49
ROE	(3.26)	0.79	13.21	13.38
BPS	29,024	28,347	33,965	41,716
DPS	500	600	600	600



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

하나증권 리서치센터**한국콜마 (161890)****2Q24 Preview: 분기 최대 실적 전망****2Q24 Preview: 분기 최대 실적 전망**

한국콜마의 2분기 실적은 연결 매출 6.5천억원(YoY+9%), 영업이익 641억원(YoY+15%, 영업이익률 10%) 추정하며, 분기 최대 실적 예상한다. 직간접 수출 강세로 별도 매출이 고성장 기대되며, 주요 이익의 한 축인 HK이노엔 또한 호실적으로 한국콜마의 연결 이익은 견조할 전망이다. 시장 환경이 녹록치 않은 중국, 연구소 투자 등으로 고정비 확대 예상되는 미국을 각각 보수적으로 가정해도 컨센서스는 무난하게 달성할 것으로 기대한다.

2분기 국내/해외ODM, 용기, HK이노엔의 매출 성장률은 전년동기비 각각 +15%/-11%/+22%/+18% 전망한다. ▶**국내 ODM**은 매출 2.9천억원(YoY+15%), 영업이익 408억원(YoY+18%, 영업이익률 14%) 예상한다. 선(Sun)제품의 국내외 수요 확대로 분기/반기 최대 실적 기대된다. 기존 고객으로의 꾸준한 물량 증가 및 수출 기여도 높은 브랜드사/유통사PB 확보로 매출 증가를 상회하는 수주 증가가 나타나고 있다. 또한 고객사의 시장 점유율 확대에 동사 또한 매출의 계절성이 약해지고 있는 점이 특징적이다. 2분기 중에도 6월까지 매출 강세 보였으며, 수주 또한 6월 최대 흐름 이어감에 따라 3분기도 호조세 기대된다. 마진은 전년동기와 유사하게 가정했는데, 물량 증가, 믹스 개선 등으로 수익성 개선되었으나, 실적 호조에 따른 인센티브 지급을 감안했다. ▶**해외 ODM**은 합산 매출 764억원(YoY-11%), 영업이익 7억원(YoY-90%) 전망한다. 전반적으로 매출이 부진한 가운데 무석은 제품 믹스 영향으로 마진 하락, 북미는 연구소 투자 등으로 1분기와 비용 구조 유사할 전망이다. 무석은 매출 536억원(YoY-5%), 영업이익 65억원(YoY-29%) 전망하며, 북미의 경우 매출 220억원(YoY-3%), 영업손실 43억원(YoY-25억원) 가정했다. ▶**연우**는 대형사 수주 개선, 글로벌 고객사 추가로 외형은 증가 추세이나, 금형 투자 등으로 손익 개선은 아직 미진하다. 하반기 물량 확대, 수익성 개선 예상한다. ▶**HK이노엔**은 매출 2.3천억원(YoY+11%), 영업이익 239억원(YoY+56%) 전망하며, ETC와 HB&B 부문 매출성장률을 각각 +12%, +2% 기대한다. 컨센서스를 부합하는 수준이며, 전공의 파업 이슈로 수액제 성장은 둔화 될 것이나, 주력 품목인 케이캡과 상품 매출(카나브 패밀리, 직듀오)로 ETC 매출은 견조할 전망이다. 컨디션 스틱 제형 호조로 HB&B 부문의 실적 회복 기대된다.

수주 호조 + 생산능력 확보 + 영업력 확대 중

2024년 한국콜마의 실적은 연결 매출 2.5조원(YoY+15%), 영업이익 2천억원(YoY+51%, 영업이익률 8%) 전망한다. 국내/해외ODM, 용기, HK이노엔 매출성장률을 각각 +23%/+3%/+17%/+11% 가정했다. 국내 ODM이 전사 성장을 주도할 것으로 전망하며, '계절성을 넘어서는 수주 + CAPA 추가 확보(국내 CAPA 24년 3.7억개 → 24년 말 4.7억개 → 25년 말 5.7억개) + 영업력 확대(국내외 고객사 확보)'를 통해서 고성장 기대한다. 용기의 경우 올해 '고객군 확보 + 안정화' 예상하며, 중국은 아직은 산업 부진 영향권, 북미는 용기 수급 확보, 가동률 상승, 고객군 확대 등을 통해 순차적 회복 기대한다. 한국콜마에 대한 투자 의견 BUY, 목표주가 8만원 유지한다.

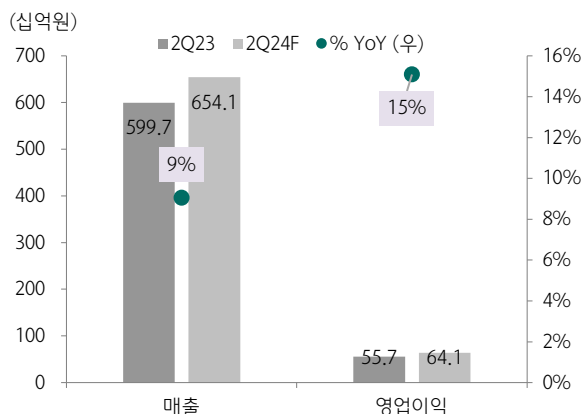
도표1. 한국콜마 연결 실적전망 및 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
연결 매출액	487.7	599.7	516.4	551.9	574.8	654.1	634.2	621.9	1,322.1	1,586.3	1,865.7	2,155.7	2,485.0	2,667.5
별도	201.8	254.4	186.1	214.5	247.8	291.6	265.2	245.6	609.2	632.8	724.7	856.8	1,050.2	1,129.7
무석콜마	33.0	56.4	36.1	32.6	34.6	53.6	46.9	42.4	49.3	111.8	112.0	158.1	177.5	213.0
북미법인	18.5	22.6	21.8	20.5	16.0	22.0	24.1	23.6	62.7	65.5	74.1	83.4	85.7	100.4
HK 이노엔	184.9	204.4	215.6	224.1	212.6	227.1	235.8	244.4	598.4	769.8	846.5	828.9	919.9	952.1
연우	50.5	63.2	60.8	61.6	67.1	68.0	70.0	72.0	-	-	105.9	236.0	277.1	304.8
%YoY 연결 매출액	19%	19%	9%	15%	18%	9%	23%	13%	-4%	20%	18%	16%	15%	7%
별도	12%	24%	6%	31%	23%	15%	42%	15%	-11%	4%	15%	18%	23%	8%
무석콜마	5%	97%	51%	17%	5%	-5%	30%	30%	129%	127%	0%	41%	12%	20%
북미법인	5%	35%	3%	10%	-14%	-3%	10%	15%	-28%	5%	13%	13%	3%	17%
HK 이노엔	3%	-19%	9%	4%	15%	11%	9%	9%	10%	29%	10%	-2%	11%	4%
연우	-	-	13%	19%	33%	8%	15%	17%	-	-	-	123%	17%	10%
매출총이익	116.8	163.3	141.3	156.7	160.6	197.4	186.0	187.2	426.3	428.1	468.8	578.1	731.2	789.2
영업이익	12.1	55.7	31.0	37.4	32.4	64.1	56.5	52.9	121.7	84.3	73.3	136.1	205.9	239.8
별도	13.5	34.7	13.1	18.4	22.8	40.8	26.5	24.6	50.4	65.6	69.1	79.7	114.7	129.2
무석콜마	0.6	9.2	1.7	1.2	1.8	6.5	2.3	1.9	-12.6	-10.0	-9.0	12.7	12.6	17.5
북미법인	-3.9	-1.8	-2.7	-2.9	-4.6	-4.3	-4.0	-3.0	-6.9	-10.4	-14.5	-11.3	-15.9	-0.1
HK 이노엔	5.6	15.3	22.4	22.5	17.3	23.9	33.8	30.4	84.3	50.3	52.5	65.9	105.3	139.2
연우	-2.5	1.2	1.3	-0.2	-0.1	1.2	3.0	3.3	-	-	-5.4	-0.1	7.4	12.5
%YoY 영업이익	-7%	65%	72%	333%	169%	15%	82%	42%	22%	-31%	-13%	86%	51%	16%
별도	-6%	51%	26%	-14%	69%	18%	103%	34%	26%	30%	5%	15%	44%	13%
무석콜마	흑전	흑전	흑전	흑전	200%	-29%	38%	59%	적지	적지	적지	흑전	-1%	40%
북미법인	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적지	적지
HK 이노엔	33%	-13%	1%	169%	206%	56%	51%	35%	12%	-40%	4%	26%	60%	32%
연우	-	-	흑전	적지	적지	-3%	121%	흑전	-	-	-	적지	흑전	69%
지배주주순이익	5.8	34.8	11.5	-46.5	6.3	34.4	27.6	27.5	160.3	35.8	-22.0	5.2	95.8	119.5
%Margin 매출총이익률	24%	27%	27%	28%	28%	30%	29%	30%	32%	27%	25%	27%	29%	30%
영업이익률	2%	9%	6%	7%	6%	10%	9%	9%	9%	5%	4%	6%	8%	9%
별도	7%	14%	7%	9%	9%	14%	10%	10%	8%	10%	10%	9%	11%	11%
무석콜마	2%	16%	5%	4%	5%	12%	5%	5%	-26%	-9%	-8%	8%	7%	8%
북미법인	-21%	-8%	-12%	-14%	-29%	-20%	-17%	-13%	-11%	-16%	-20%	-14%	-19%	0%
HK 이노엔	3%	8%	10%	10%	8%	11%	14%	12%	14%	7%	6%	8%	11%	15%
연우	-5%	2%	2%	0%	0%	2%	4%	5%	-	-	-5%	0%	3%	4%
순이익률	1%	6%	2%	-8%	1%	5%	4%	4%	12%	2%	-1%	0%	4%	4%

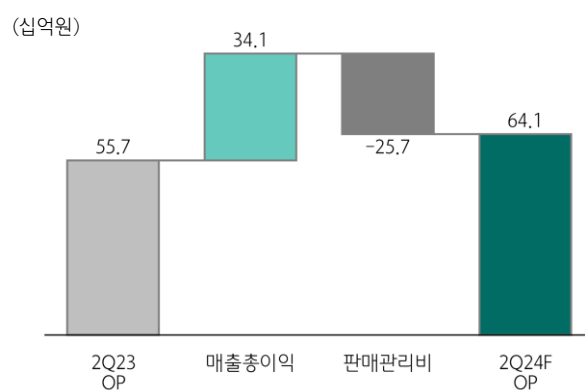
자료: 하나증권

도표 2. 한국콜마의 2Q24F 연결 실적 전망



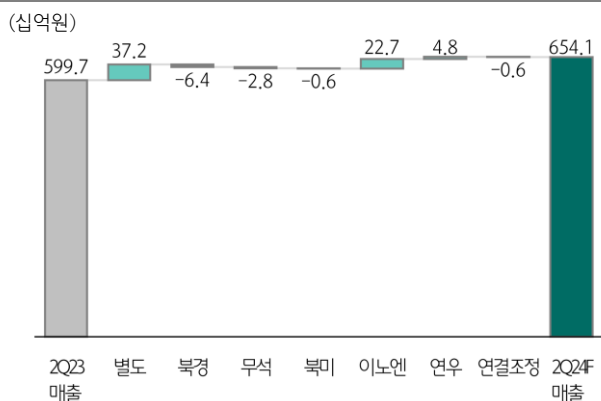
자료: 하나증권

도표 3. 한국콜마의 2Q24F 손익 변동 (YoY)



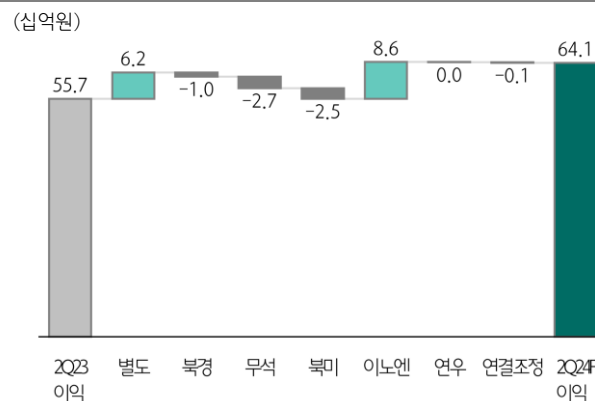
주: 판매관리비 2Q23 1,076억원 → 2Q24F 1,333억원 (+257억원)
자료: 하나증권

도표 4. 한국콜마의 2Q24F 연결 매출 변동 전망 (YoY)
: 화장품 ODM +274억원, HK이노엔 +227억원, 용기(연우) +48억원



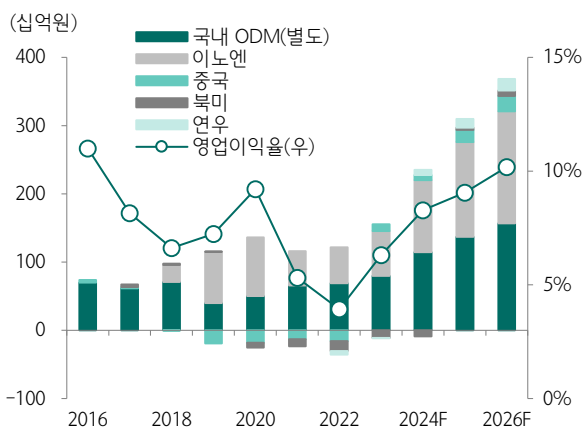
자료: 하나증권

도표 5. 한국콜마의 2Q24F 연결 이익 변동 전망 (YoY)
: 화장품 ODM flat, HK이노엔 +86억원, 용기(연우) flat



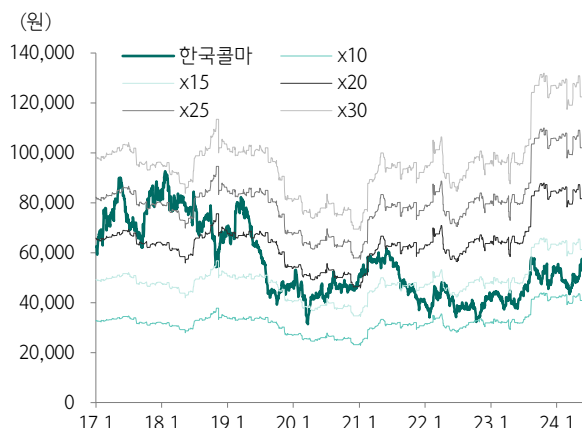
자료: 하나증권

도표 6. 한국콜마의 부문/법인별 영업이익 추이 및 전망



자료: 하나증권

도표 7. 한국콜마의 12MF P/E Band Chart



자료: 하나증권

도표 8. 한국콜마의 생산능력/생산실적/가동률

(단위: 천개, %)

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24
생산능력										
Korea	133,241	160,783	245,674	319,752	330,840	354,624	373,078	373,078	373,020	93,255
Beijing	24,000	45,000	74,000	74,000	74,000	74,000	74,000	74,000	74,000	18,500
Wuxi	-	-	-	216,000	216,000	216,000	216,000	216,000	216,000	54,000
USA	-	-	68,000	68,000	68,000	68,000	68,000	68,000	68,000	17,000
Canada	-	-	50,000	53,456	63,824	63,824	67,574	96,099	102,224	25,556
Total	157,241	205,783	437,674	731,208	752,664	776,448	798,652	827,177	833,244	208,311
생산실적										
Korea	115,480	133,450	169,333	157,522	254,278	270,253	293,023	307,084	360,392	103,070
Beijing	21,120	35,100	32,670	49,899	30,772	12,842	11,148	6,087	6,122	1,521
Wuxi	-	-	-	430	17,828	38,979	69,171	62,336	82,584	17,584
USA	-	-	97,325	33,473	34,798	20,321	20,742	15,145	20,626	3,528
Canada	-	-	27,943	37,541	35,067	36,367	48,436	45,039	43,194	6,833
Total	136,600	168,550	327,271	278,865	372,743	378,762	442,520	435,691	512,918	132,536
가동률										
Korea	87%	83%	69%	49%	77%	76%	79%	82%	97%	111%
Beijing	88%	78%	44%	67%	42%	17%	15%	8%	8%	8%
Wuxi	-	-	-	0%	8%	18%	32%	29%	38%	33%
USA	-	-	143%	49%	51%	30%	31%	22%	30%	21%
Canada	-	-	56%	70%	55%	57%	72%	47%	42%	27%
Total	87%	82%	75%	38%	50%	49%	55%	53%	62%	64%

주: 전자공시시스템

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,865.7	2,155.7	2,485.0	2,667.5	2,860.0
매출원가	1,396.9	1,577.5	1,753.8	1,878.3	1,990.9
매출총이익	468.8	578.2	731.2	789.2	869.1
판매비	395.6	442.0	525.3	549.4	579.8
영업이익	73.3	136.1	205.9	239.8	289.3
금융손익	(24.4)	(34.9)	(22.3)	(23.4)	(24.6)
종속/관계기업손익	(1.2)	3.3	(0.3)	(0.9)	(0.9)
기타영업외손익	(30.8)	(70.2)	(7.4)	(7.8)	(8.2)
세전이익	17.0	34.3	175.9	207.7	255.6
법인세	21.1	9.2	0.3	0.2	0.2
계속사업이익	(4.1)	25.1	175.6	207.5	255.4
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(4.1)	25.1	175.6	207.5	255.4
비지배주주지분 손이익	17.9	19.9	8.8	10.4	12.8
지배주주순이익	(22.0)	5.2	95.8	119.5	150.7
지배주주지분포괄이익	(8.2)	(1.9)	(23.4)	(27.7)	(34.1)
NOPAT	(17.7)	99.7	205.6	239.6	289.0
EBITDA	148.7	229.9	287.1	310.2	350.3
성장성(%)					
매출액증가율	17.61	15.54	15.28	7.34	7.22
NOPAT증가율	적전	흑전	106.22	16.54	20.62
EBITDA증가율	4.28	54.61	24.88	8.05	12.93
영업이익증가율	(13.05)	85.68	51.29	16.46	20.64
(지배주주)순이익증가율	적전	흑전	1,742.31	24.74	26.11
EPS증가율	적전	흑전	1,694.27	24.31	26.07
수익성(%)					
매출총이익률	25.13	26.82	29.42	29.59	30.39
EBITDA이익률	7.97	10.66	11.55	11.63	12.25
영업이익률	3.93	6.31	8.29	8.99	10.12
계속사업이익률	(0.22)	1.16	7.07	7.78	8.93

투자지표					
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(961)	227	4,073	5,063	6,383
BPS	29,024	28,347	33,965	41,716	51,393
CFPS	7,905	10,688	14,284	14,953	16,701
EBITDAPS	6,499	10,046	12,208	13,143	14,842
SPS	81,540	94,212	105,674	113,005	121,160
DPS	500	600	600	600	600
주가지표(배)					
PER	(44.33)	236.12	15.07	12.13	9.62
PBR	1.47	1.89	1.81	1.47	1.19
PCFR	5.39	5.01	4.30	4.11	3.68
EV/EBITDA	17.11	12.26	8.92	7.49	5.85
PSR	0.52	0.57	0.58	0.54	0.51
재무비율(%)					
ROE	(3.26)	0.79	13.21	13.38	13.71
ROA	(0.79)	0.17	3.15	3.81	4.56
ROIC	(0.91)	4.74	9.98	12.02	14.94
부채비율	99.62	112.14	95.06	80.91	69.80
순부채비율	52.01	57.87	38.41	20.32	3.72
이자보상배율(배)					
	2.24	3.02	4.86	6.53	8.78

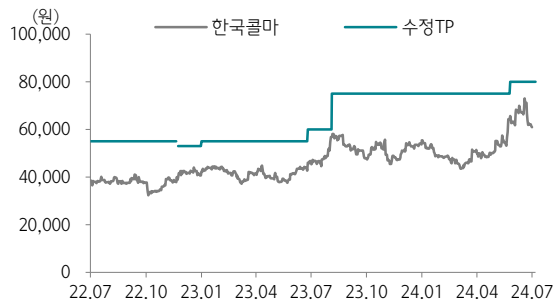
자료: 하나증권

대차대조표		(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F	
유동자산	816.3	898.4	1,043.5	1,233.0	1,500.1	
금융자산	303.5	282.5	333.7	471.1	683.2	
현금성자산	220.1	170.8	226.9	368.9	585.5	
매출채권	258.8	318.1	366.7	393.6	422.0	
재고자산	239.4	280.9	323.8	347.6	372.7	
기타유동자산	14.6	16.9	19.3	20.7	22.2	
비유동자산	2,117.0	2,111.1	2,033.7	1,965.4	1,906.5	
투자자산	39.9	53.4	57.3	59.4	61.6	
금융자산	24.9	37.9	39.3	40.1	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	126.3	126.2	126.2	
자산총계	2,933.3	3,009.4	3,077.2	3,198.3	3,406.6	
유동부채	868.1	1,283.7	1,203.7	1,142.9	1,116.5	
금융부채	533.1	854.0	710.2	614.1	550.6	
매입채무	160.2	190.5	219.6	235.7	252.7	
기타유동부채	174.8	239.2	273.9	293.1	313.2	
비유동부채	595.7	307.1	296.0	287.5	283.8	
금융부채	534.7	249.4	229.5	216.1	207.3	
기타비유동부채	61.0	57.7	66.5	71.4	76.5	
부채총계	1,463.8	1,590.8	1,499.6	1,430.4	1,400.4	
지배주주지분	664.1	648.6	801.7	984.7	1,213.1	
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	520.7	703.7	932.1	
비지배주주지분	805.4	770.0	775.8	783.2	793.1	
자본총계	1,469.5	1,418.6	1,577.5	1,767.9	2,006.2	
순금융부채	764.3	820.9	606.0	359.2	74.6	

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	90.8	112.2	254.9	276.8	315.3
당기순이익	(4.1)	25.1	175.6	207.5	255.4
조정	127.2	163.3	81.3	70.4	61.0
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	0.1	0.0	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	(32.3)	(76.2)	(2.0)	(1.1)	(1.1)
투자활동 현금흐름	(145.2)	(155.7)	(1.9)	(0.4)	(0.7)
투자자산감소(증가)	(9.1)	740.1	(6.7)	(5.0)	(5.2)
자본증가(감소)	(32.5)	(106.8)	0.0	0.0	0.0
기타	(103.6)	(789.0)	4.8	4.6	4.5
재무활동 현금흐름	82.0	22.0	(177.5)	(123.6)	(86.6)
금융부채증가(감소)	158.0	35.5	(163.7)	(109.4)	(72.4)
자본증가(감소)	(2.2)	(2.2)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(64.3)	0.1	(0.1)	0.0	0.0
배당지급	(9.5)	(11.4)	(13.7)	(14.2)	(14.2)
현금의 증감	27.6	(21.5)	33.0	142.0	216.6
Unlevered CFO	180.9	244.6	335.9	353.0	394.2
Free Cash Flow	53.0	5.4	254.9	276.8	315.3

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한국콜마



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.6.3	BUY	80,000		
23.8.13	BUY	75,000	-31.94%	-14.27%
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%

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 7월 10일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(박은정)는 2024년 7월 10일 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 07월 07일