



**BUY (유지)**

목표주가(12M) 93,000원  
현재주가(11.08) 61,200원

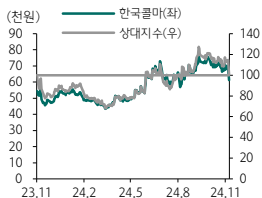
#### Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,561.15
52주 최고/최저(원)	76,200/43,500
시가총액(십억원)	1,444.6
시가총액비중(%)	0.07
발행주식수(천주)	23,605.1
60일 평균 거래량(천주)	364.9
60일 평균 거래대금(십억원)	25.2
외국인지분율(%)	35.25
주요주주 지분율(%)	
한국콜마홀딩스 외 23 인	26.59
NIHON KOLMAR	11.77

#### Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	2,484.9	2,766.0
영업이익(십억원)	219.6	266.9
순이익(십억원)	128.3	173.2
EPS(원)	3,792	5,416
BPS(원)	32,086	37,108

#### Stock Price



#### Financial Data

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,865.7	2,155.7	2,473.5	2,745.9
영업이익	73.3	136.1	210.7	259.9
세전이익	17.0	34.3	160.1	193.5
순이익	(22.0)	5.2	79.3	104.9
EPS	(961)	227	3,372	4,444
증감율	적전	흑전	1,385.46	31.79
PER	(44.33)	236.12	18.15	13.77
PBR	1.47	1.89	1.84	1.51
EV/EBITDA	17.11	12.26	8.82	7.14
ROE	(3.26)	0.79	11.05	12.04
BPS	29,024	28,347	33,329	40,508
DPS	500	600	600	600



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

**하나증권 리서치센터**

2024년 11월 11일 | 기업분석\_Earnings Review

## 한국콜마 (161890)

### 3Q24 Review: 성장 방향 이상무

#### 3Q24 Review: 성장 방향 이상무

한국콜마의 3분기 실적은 연결 매출 6,265억원(YoY+21%), 영업이익 545억원(YoY+75%, 영업이익률 9%)을 시현, 컨센서스(577억원)을 소폭 하회했다. 재고 관련한 일회성(별도 재고평가손 10억원, 미주 재고자산충당금 40억원) 감안 시, 동사의 이익 체력은 기대를 상회했다. 인센티브 총당금(36억원) 또한 반영된 실적이다. 한편 HK이노엔은 9월 케이캡 생산설비 교체로 매출 이연, 숙취해소제 경쟁 심화로 기대를 하회했다. 실적 발표 이후 주가는 8% 가까이 하락 마감했는데, K뷰티의 글로벌 점유율 확대, 글로벌 고객사 확보에 따른 동사의 성장 방향은 이상 없다고 본다. 오히려 2025년 생산설비 확충 효과가 기대된다.

3분기 국내/해외ODM, 용기, HK이노엔의 전년동기비 매출성장률은 각각 +47%/+3%/+20%/+6% 시현했다. ▶**국내 ODM**은 매출 2,736억원(YoY+47%), 영업이익 373억원(YoY+186%, 영업이익률 14%) 달성했다. 선(Sun) 제품의 국내외 수요 확대에 호실적 기록했다. 수출 호조 브랜드사로 동사의 상위 고객군은 역동적으로 변화 중이다. K뷰티 글로벌 확장이 기초/선 중심으로 확대되며 동사의 실적은 계절성이 축소되고 있다. 이번 분기 품목별 비중은 선케어 30%, 스킨케어 48%, 색조 14% 기여했다. 일회성으로 재고평가손실 10억원 반영됐으며, 호실적에 기인 인센티브 총당금(36억원) 또한 반영되었다. ▶**해외 ODM**은 합산 매출 633억원(YoY+3%), 영업손실 49억원(적자확대, YoY-27억원) 시현했다. 무석/북미/캐나다 각각의 매출 성장률은 +1%/+55%/-13% 기록했으며, 각각의 이익은 10억원/-34억원/-18억원 시현했다. 중국 시장이 부진함에 따라 무석법인 성장세는 둔화되었으며, 수익성도 하락했다. 미국의 경우 1위 고객사의 주문 증가로 가동률 상승하여 1공장의 흑자전환 되었으나, 인력 확충에 따른 투자와 재고자산충당금(40억원) 반영되며 손실 확대 되었다. 캐나다의 경우 과거 1위 고객사였던 글로벌 브랜드의 부진이 실적에 영향을 미쳤다. ▶**연우**는 매출 728억원(YoY+19%), 영업이익 12억원(YoY-27%) 기록했으며, 신규 고객을 확충하며 고성장 했으나, 금형 투자 등으로 손익은 하락했다. ▶**HK이노엔**은 매출 2.3천억원(YoY+6%), 영업이익 222억원(YoY-1%) 기록했다. ETC 매출은 견조했으나, 생산설비 교체로 일부 출하 이연 되었으며, H&B는 숙취해소제 경쟁심화 영향을 받았다.

#### 2025년 전망: 국내 CAPA 확대 → 글로벌 점유율 확대 기대

K뷰티의 글로벌 점유율 확대에 ODM사들의 국내 공장이 분주하게 돌아가고 있다. 동사의 경우 K뷰티 수출의 핵심 카테고리인 스킨케어/선 경쟁력으로 가동률이 이미 100%를 넘어서고 있다. 2025년은 생산 CAPA 추가(20% 이상)되며, 증설 효과 더해질 전망이다. 전 세계적으로 인디 브랜드들의 약진이 더욱 활발해 지고 있고, 이에 따라 경쟁 시장에서 글로벌 기업의 점유율 위축도 본격화 되는 만큼 '기술력/단가/속도' 측면에서 글로벌 우위인 국내 ODM사의 위상이 상승할 것으로 기대한다. 2025년 한국콜마의 실적은 연결 매출 2.7조원(YoY+11%), 영업이익 2.6천억원(YoY+23%, 영업이익률 9%) 전망하며, 투자의견 BUY, 목표주가 9.3만원 유지한다.

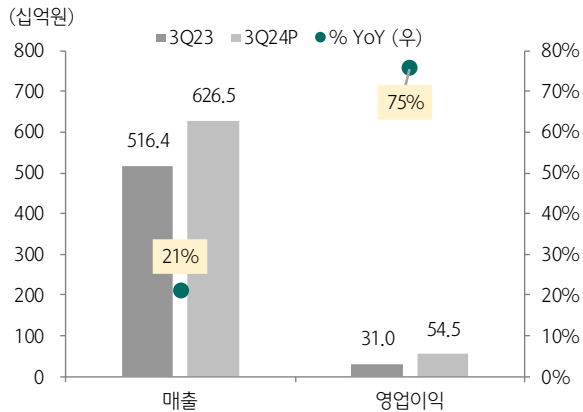
도표1. 한국콜마 연결 실적전망 및 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24P	4Q24F	2020	2021	2022	2023	2024F	2025F
<b>연결 매출액</b>	<b>487.7</b>	<b>599.7</b>	<b>516.4</b>	<b>551.9</b>	<b>574.8</b>	<b>660.3</b>	<b>626.5</b>	<b>612.0</b>	<b>1,322.1</b>	<b>1,586.3</b>	<b>1,865.7</b>	<b>2,155.7</b>	<b>2,473.5</b>	<b>2,745.9</b>
별도	201.8	254.4	186.1	214.5	247.8	297.0	273.6	240.0	609.2	632.8	724.7	856.8	1,058.4	1,217.2
무석콜마	33.0	56.4	36.1	32.6	34.6	52.7	36.6	33.3	49.3	111.8	112.0	158.1	157.2	149.7
북미법인	18.5	22.6	21.8	20.5	16.0	26.0	26.7	24.2	62.7	65.5	74.1	83.4	92.9	104.5
HK 이노엔	184.9	204.4	215.6	224.1	212.6	219.3	229.5	248.6	598.4	769.8	846.5	828.9	910.0	998.5
연우	50.5	63.2	60.8	61.6	67.1	74.0	72.8	72.0	-	-	105.9	236.0	285.9	314.5
%YoY 연결 매출액	19%	19%	9%	15%	18%	10%	21%	11%	-4%	20%	18%	16%	15%	11%
별도	12%	24%	6%	31%	23%	17%	47%	12%	-11%	4%	15%	18%	24%	15%
무석콜마	5%	97%	51%	17%	5%	-7%	1%	2%	129%	127%	0%	41%	-1%	-5%
북미법인	5%	35%	3%	10%	-14%	15%	22%	18%	-28%	5%	13%	13%	11%	12%
HK 이노엔	3%	-19%	9%	4%	15%	7%	6%	11%	10%	29%	10%	-2%	10%	10%
연우	-	-	13%	19%	33%	17%	20%	17%	-	-	-	123%	21%	10%
<b>매출총이익</b>	<b>116.8</b>	<b>163.3</b>	<b>141.3</b>	<b>156.7</b>	<b>160.6</b>	<b>193.8</b>	<b>176.8</b>	<b>190.9</b>	<b>426.3</b>	<b>428.1</b>	<b>468.8</b>	<b>578.1</b>	<b>722.1</b>	<b>781.7</b>
<b>영업이익</b>	<b>12.1</b>	<b>55.7</b>	<b>31.0</b>	<b>37.4</b>	<b>32.4</b>	<b>71.7</b>	<b>54.5</b>	<b>52.1</b>	<b>121.7</b>	<b>84.3</b>	<b>73.3</b>	<b>136.1</b>	<b>210.7</b>	<b>259.9</b>
별도	13.5	34.7	13.1	18.4	22.8	44.2	37.3	24.0	50.4	65.6	69.1	79.7	128.2	153.7
무석콜마	0.6	9.2	1.7	1.2	1.8	6.7	1.0	0.7	-12.6	-10.0	-9.0	12.7	10.2	5.9
북미법인	-3.9	-1.8	-2.7	-2.9	-4.6	-2.2	-5.2	-3.8	-6.9	-10.4	-14.5	-11.3	-15.8	-18.0
HK 이노엔	5.6	15.3	22.4	22.5	17.3	24.3	22.2	29.3	84.3	50.3	52.5	65.9	93.1	113.4
연우	-2.5	1.2	1.3	-0.2	-0.1	1.2	1.2	3.3	-	-	-5.4	-0.1	5.6	12.9
%YoY 영업이익	-7%	65%	72%	333%	169%	29%	75%	39%	22%	-31%	-13%	86%	55%	23%
별도	-6%	51%	26%	-14%	69%	28%	186%	31%	26%	30%	5%	15%	61%	20%
무석콜마	흑전	흑전	흑전	흑전	200%	-27%	-41%	-45%	적지	적지	적지	흑전	-20%	-42%
북미법인	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적지	적지
HK 이노엔	33%	-13%	1%	169%	206%	59%	-1%	30%	12%	-40%	4%	26%	41%	22%
연우	-	-	흑전	적지	적지	-3%	-11%	흑전	-	-	-	적지	흑전	129%
<b>지배주주순이익</b>	<b>5.8</b>	<b>34.8</b>	<b>11.5</b>	<b>-46.5</b>	<b>6.3</b>	<b>34.9</b>	<b>15.4</b>	<b>22.7</b>	<b>160.3</b>	<b>35.8</b>	<b>-22.0</b>	<b>5.2</b>	<b>79.3</b>	<b>104.9</b>
%Margin 매출총이익률	24%	27%	27%	28%	28%	29%	28%	31%	32%	27%	25%	27%	29%	28%
영업이익률	2%	9%	6%	7%	6%	11%	9%	9%	9%	5%	4%	6%	9%	9%
별도	7%	14%	7%	9%	9%	15%	14%	10%	8%	10%	10%	9%	12%	13%
무석콜마	2%	16%	5%	4%	5%	13%	3%	2%	-26%	-9%	-8%	8%	6%	4%
북미법인	-21%	-8%	-12%	-14%	-29%	-8%	-19%	-16%	-11%	-16%	-20%	-14%	-17%	-17%
HK 이노엔	3%	8%	10%	10%	8%	11%	10%	12%	14%	7%	6%	8%	10%	11%
연우	-5%	2%	2%	0%	0%	2%	2%	5%	-	-	-5%	0%	2%	4%
순이익률	1%	6%	2%	-8%	1%	5%	2%	4%	12%	2%	-1%	0%	3%	4%

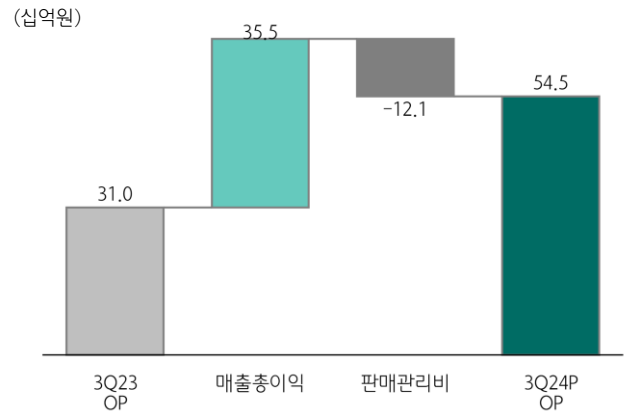
자료: 하나증권

도표 2. 한국콜마의 3Q24P 연결 실적 전망



자료: 하나증권

도표 3. 한국콜마의 3Q24P 손익 변동 (YoY)

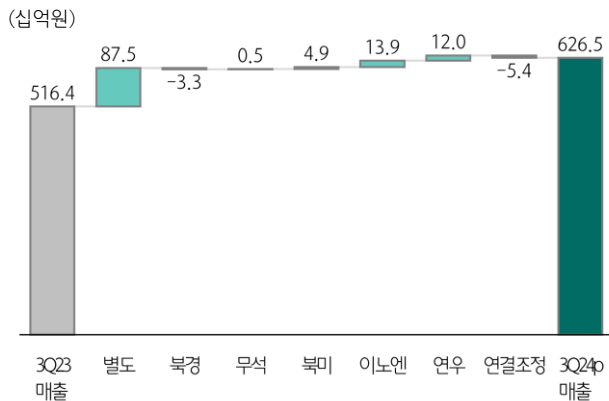


주: 판매관리비 3Q23 1,103억원 → 3Q24P 1,224억원 (+121억원)

자료: 하나증권

도표 4. 한국콜마의 3Q24P 연결 매출 변동 (YoY)

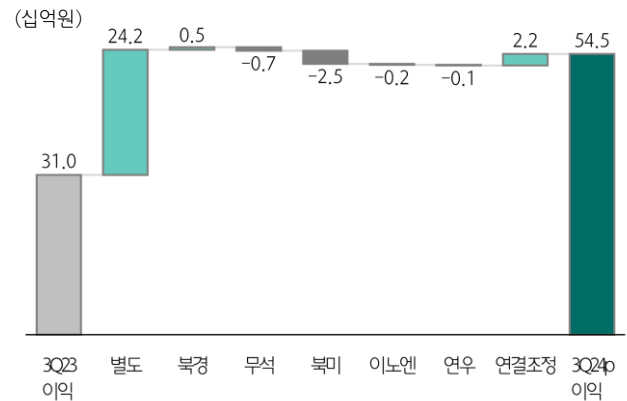
: 화장품 ODM +896억원, HK이노엔 +139억원, 용기(연우) +120억원



자료: 하나증권

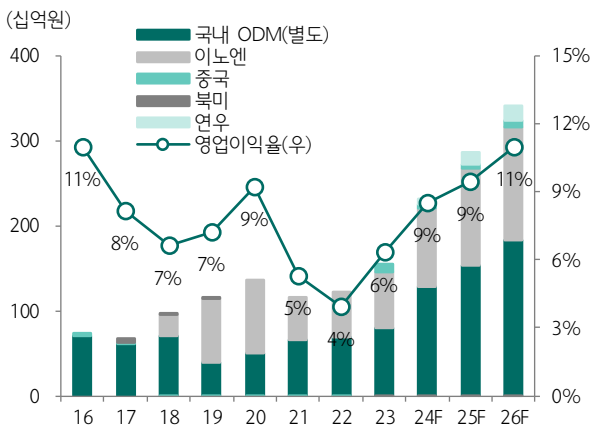
도표 5. 한국콜마의 3Q24P 연결 이익 변동 (YoY)

: 화장품 ODM +215억원, HK이노엔 -2억원, 용기(연우) -1억원



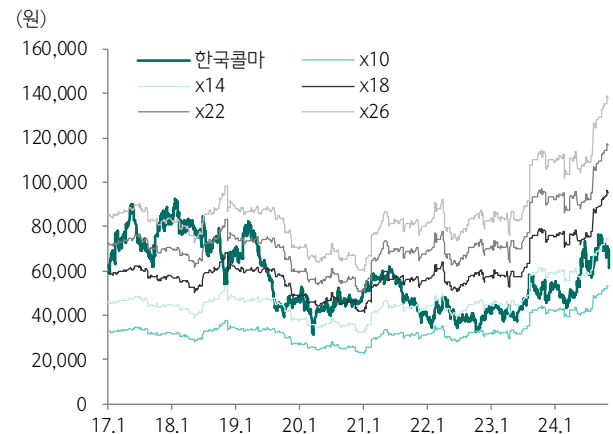
자료: 하나증권

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, %)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24
<b>생산능력</b>										
Korea	160,783	245,674	319,752	330,840	354,624	373,078	373,078	373,020	93,255	121,395
Beijing	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	54,000
USA	-	68,000	68,000	68,000	68,000	68,000	68,000	68,000	17,000	17,000
Canada	-	50,000	53,456	63,824	63,824	67,574	96,099	102,224	25,556	25,556
Total	205,783	437,674	731,208	752,664	776,448	798,652	827,177	833,244	208,311	217,951
<b>생산실적</b>										
Korea	133,450	169,333	157,522	254,278	270,253	293,023	307,084	360,392	103,070	116,686
Beijing	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	26,495
USA	-	97,325	33,473	34,798	20,321	20,742	15,145	20,626	3,528	6,975
Canada	-	27,943	37,541	35,067	36,367	48,436	45,039	43,194	6,833	6,733
Total	168,550	327,271	278,865	372,743	378,762	442,520	435,691	512,918	132,536	156,889
<b>가동률</b>										
Korea	83%	69%	49%	77%	76%	79%	82%	97%	111%	96%
Beijing	78%	44%	67%	42%	17%	15%	8%	8%	8%	-
Wuxi	-	-	0%	8%	18%	32%	29%	38%	33%	49%
USA	-	143%	49%	51%	30%	31%	22%	30%	21%	41%
Canada	-	56%	70%	55%	57%	72%	47%	42%	27%	26%
Total	82%	75%	38%	50%	49%	55%	53%	62%	64%	72%

주: 전자공시시스템

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,865.7	2,155.7	2,473.5	2,745.9	3,012.5
매출원가	1,396.9	1,577.5	1,751.5	1,964.2	2,127.6
매출총이익	468.8	578.2	722.0	781.7	884.9
판매비	395.6	442.0	511.3	521.8	554.5
영업이익	73.3	136.1	210.7	259.9	330.4
금융손익	(24.4)	(34.9)	(28.4)	(29.8)	(31.3)
종속/관계기업손익	(1.2)	3.3	11.7	(0.9)	(0.9)
기타영업외손익	(30.8)	(70.2)	(34.0)	(35.7)	(37.5)
세전이익	17.0	34.3	160.1	193.5	260.8
법인세	21.1	9.2	0.3	0.2	0.2
계속사업이익	(4.1)	25.1	159.8	193.3	260.6
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(4.1)	25.1	159.8	193.3	260.6
비지배주주지분 손이익	17.9	19.9	8.0	9.7	13.0
지배주주순이익	(22.0)	5.2	79.3	104.9	142.0
지배주주지분포괄이익	(8.2)	(1.9)	(21.3)	(25.8)	(34.8)
NOPAT	(17.7)	99.7	210.4	259.6	330.1
EBITDA	148.7	229.9	292.0	330.3	391.5
성장성(%)					
매출액증가율	17.61	15.54	14.74	11.01	9.71
NOPAT증가율	적전	흑전	111.03	23.38	27.16
EBITDA증가율	4.28	54.61	27.01	13.12	18.53
영업이익증가율	(13.05)	85.68	54.81	23.35	27.13
(지배주주)순이익증가율	적전	흑전	1,425.00	32.28	35.37
EPS증가율	적전	흑전	1,385.46	31.79	35.35
수익성(%)					
매출총이익률	25.13	26.82	29.19	28.47	29.37
EBITDA이익률	7.97	10.66	11.81	12.03	13.00
영업이익률	3.93	6.31	8.52	9.47	10.97
계속사업이익률	(0.22)	1.16	6.46	7.04	8.65

투자지표					
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(961)	227	3,372	4,444	6,015
BPS	29,024	28,347	33,329	40,508	50,394
CFPS	7,905	10,688	13,600	14,237	17,018
EBITDAPS	6,499	10,046	12,415	13,992	16,586
SPS	81,540	94,212	105,185	116,327	127,620
DPS	500	600	600	600	600
주가지표(배)					
PER	(44.33)	236.12	18.15	13.77	10.17
PBR	1.47	1.89	1.84	1.51	1.21
PCFR	5.39	5.01	4.50	4.30	3.60
EV/EBITDA	17.11	12.26	8.82	7.14	5.32
PSR	0.52	0.57	0.58	0.53	0.48
재무비율(%)					
ROE	(3.26)	0.79	11.05	12.04	13.23
ROA	(0.79)	0.17	2.61	3.36	4.30
ROIC	(0.91)	4.74	10.21	13.01	17.04
부채비율	99.62	112.14	95.86	83.33	72.43
순부채비율	52.01	57.87	39.76	22.74	5.61
이자보상배율(배)					
	2.24	3.02	4.97	7.08	10.02

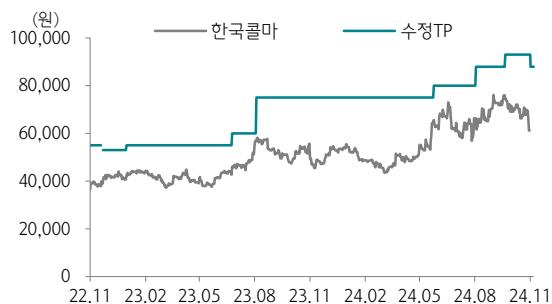
자료: 하나증권

대차대조표		(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F	
유동자산	816.3	898.4	1,025.2	1,219.9	1,508.2	
금융자산	303.5	282.5	318.7	435.6	647.8	
현금성자산	220.1	170.8	211.9	333.5	550.1	
매출채권	258.8	318.1	365.0	405.2	444.5	
재고자산	239.4	280.9	322.3	357.8	392.6	
기타유동자산	14.6	16.9	19.2	21.3	23.3	
비유동자산	2,117.0	2,111.1	2,033.5	1,966.3	1,908.3	
투자자산	39.9	53.4	57.1	60.3	63.3	
금융자산	24.9	37.9	39.2	40.4	41.5	
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	126.3	
자산총계	2,933.3	3,009.4	3,058.8	3,186.2	3,416.4	
유동부채	868.1	1,283.7	1,201.4	1,158.6	1,147.1	
금융부채	533.1	854.0	710.1	614.7	551.7	
매입채무	160.2	190.5	218.6	242.6	266.2	
기타유동부채	174.8	239.2	272.7	301.3	329.2	
비유동부채	595.7	307.1	295.7	289.6	287.9	
금융부채	534.7	249.4	229.5	216.1	207.3	
기타비유동부채	61.0	57.7	66.2	73.5	80.6	
부채총계	1,463.8	1,590.8	1,497.0	1,448.2	1,435.0	
지배주주지분	664.1	648.6	786.7	956.2	1,189.6	
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	505.7	675.2	908.6	
비지배주주지분	805.4	770.0	775.0	781.7	791.8	
자본총계	1,469.5	1,418.6	1,561.7	1,737.9	1,981.4	
순금융부채	764.3	820.9	620.9	395.2	111.1	

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	90.8	112.2	239.1	262.1	320.1
당기순이익	(4.1)	25.1	159.8	193.3	260.6
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)	(1.6)	(1.6)
투자활동 현금흐름	(145.2)	(155.7)	(1.7)	(1.4)	(1.6)
투자자산감소(증가)	(9.1)	740.1	(6.6)	(6.1)	(6.0)
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	(177.5)	(122.9)	(86.1)
금융부채증가(감소)	158.0	35.5	(163.8)	(108.8)	(71.9)
자본증가(감소)	(2.2)	(2.2)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(64.3)	0.1	0.0	0.1	0.0
배당지급	(9.5)	(11.4)	(13.7)	(14.2)	(14.2)
현금의 증감	27.6	(21.5)	18.0	121.6	216.6
Unlevered CFO	180.9	244.6	319.8	336.1	401.7
Free Cash Flow	53.0	5.4	239.1	262.1	320.1

## 투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

## 한국콜마



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
24.11.11	BUY	88,000		
24.9.30	BUY	93,000	-25.35%	-21.08%
24.8.12	BUY	88,000	-21.14%	-13.41%
24.6.3	BUY	80,000	-20.18%	-8.75%
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 11월 11일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(박은정)는 2024년 11월 11일 현재 해당회사의 유가 증권을 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	93.83%	5.73%	0.44%	100%

\* 기준일: 2024년 11월 08일