



한국콜마 (161890)

BUY (유지)

2Q23 Pre: 분기 최대 매출 전망

목표주가(12M) 60,000원(상향)
현재주가(7.03) 42,700원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,602.47
52주 최고/최저(원)	44,800/32,350
시가총액(십억원)	977.0
시가총액비중(%)	0.05
발행주식수(천주)	22,881.2
60일 평균 거래량(천주)	129.7
60일 평균 거래대금(십억원)	5.3
외국인지분율(%)	25.35
주요주주 지분율(%)	
한국콜마홀딩스 외 28 인	27.84
NHON KOLMAR	12.14

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	2,136.4	2,319.0
영업이익(십억원)	126.5	167.6
순이익(십억원)	76.8	108.5
EPS(원)	2,736	3,702
BPS(원)	31,501	34,982

Financial Data

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,586.3	1,865.7	2,239.1	2,466.6
영업이익	84.3	73.3	134.5	212.6
세전이익	66.5	17.0	119.2	196.0
순이익	35.8	(22.0)	71.6	105.4
EPS	1,565	(961)	3,127	4,605
증감율	(77.66)	적전	흑전	47.27
PER	25.72	(44.33)	13.66	9.27
PBR	1.35	1.47	1.32	1.12
EV/EBITDA	14.60	17.15	11.87	8.15
ROE	5.48	(3.26)	10.20	13.08
BPS	29,876	29,024	32,287	38,133
DPS	415	500	500	500



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

하나증권 리서치센터

2Q23 Preview: 컨센서스 대비 11% 상회 예상

한국콜마의 2분기 실적은 연결 매출 5,884억원(YoY+17%), 영업이익 415억원(YoY+23%, 영업이익률 7%)으로 상향된 컨센서스를 11% 상회할 전망이다. 상회 요인은 동사의 기능성 제품군 수주 증가로 국내/중국 ODM 사업 모두 분기 최대 매출 기대되기 때문이다. 추가적으로 용기 생산업체인 연우 또한 북미 수출 및 인디 브랜드 수주 증가로 턴어라운드 효과도 더해졌다.

2분기 국내 ODM, 해외 ODM, HK이노엔의 매출 성장률은 전년동기비 각각 +20%/+65%/-19% 전망한다. ▶**국내 ODM(별도)**은 매출 2,465억원(YoY+20%), 영업이익 271억원(YoY+18%) 예상한다. 화장품 업황 회복에 따라 2월부터 동사의 국내 ODM 매출은 두자릿수 성장 기록했으며, 2분기 기능성 제품군 수주가 보다 강해지며 분기 최대 매출 시현할 것으로 보인다. 특히 인디/더마 브랜드향 수주 확대가 두드러지고 있다. 수익성은 보수적으로 전년 동기와 유사한 11% 수준 추정했다. ▶**해외 ODM**은 매출 821억원(YoY+65%) 전망하며, 중국 중심으로 강한 수요 나타나고 있다. ①**무석법인**은 매출 560억원(YoY+95%), 영업이익 60억원(YoY 흑전, 영업이익률 11%) 전망한다. 1분기 처음 흑자전환에 이어, 이번 분기는 영업이익률이 두자릿수 기록할 것으로 보인다. 3월부터 중국/태국 브랜드사 등으로 기능성 제품 수주가 급증한데 기인한다. ②**북미/캐나다**는 매출 205억원(YoY+23%), 영업손실 28억원(YoY 적축, +23억원) 예상한다. 1분기와 유사한 흐름 이어지고 있으며, 외형 증가에도 뉴저지 R&D센터 오픈에 따른 인건비 부담이 존재했다. ▶**HK이노엔**은 매출 2천억원(YoY-19%), 영업이익 121억원(YoY-31%) 전망한다. 케이캡을 포함한 ETC 매출이 전분기비 성장 예상되며, 컨디션 매출은 전년동기비 강한 성장이 나타나는 것으로 파악된다. ▶**연우**는 대형사 물량 회복이 대체로 더딘 가운데, 미국 수출 및 인디 브랜드사 물량이 확대되며 매출 600억원(QoQ+19%), 영업이익 10억원(QoQ 흑전) 전망한다.

2분기도 좋고 하반기 더 좋고

한국콜마의 2023년 실적은 연결 매출 2.2조원(YoY+20%), 영업이익 1.2천억원(YoY+84%) 전망한다. 국내/중국 ODM이 '업황 회복+고객사 확대+기능성 제품 수주 증가' 등이 나타나며 연간 고성장 기대된다. 이에 따라 기존 대비 국내와 중국 매출 추정치를 상향했으며, 전년동기비 각각 20%, 69% 성장 가정했다. 무석법인이 동사의 기능성 제품 경쟁력으로 중국 고객사 확대, 수주 급증이 이어지는 것이 특징적이다. 지난해 영업손실 90억원 기록했으나, 올해는 연결 영업이익의 14%까지 기여하며 단계별 성장할 것이다. 하반기 기타 자회사의 실적 또한 나아지며 전사적으로 모멘텀 강화될 것으로 본다. 투자의견 BUY 유지하며, 추정치 상향에 기인 목표주가 6만원으로 상향한다.

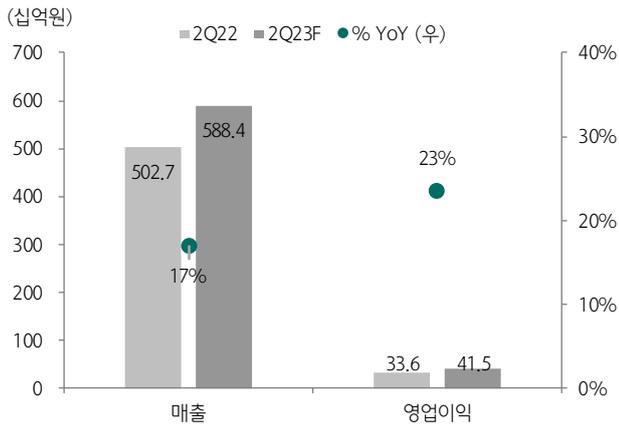
도표1. 한국콜마 연결 실적전망 및 추이

(단위: 십억원, %)

		1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23F	3Q23F	4Q23F	2020	2021	2022	2023F	2024F
연결 매출액		410.4	502.7	473.5	479.1	487.7	588.4	559.9	603.2	1,322.1	1,586.3	1,865.7	2,239.1	2,466.6
별도		179.5	205.8	175.5	163.9	201.8	246.5	210.9	213.4	609.2	632.8	724.6	872.5	946.3
북경콜마		4.7	4.5	4.3	3.4	3.5	5.6	4.6	3.7	22.3	24.9	16.8	17.4	18.8
무석콜마		31.5	28.7	23.9	27.9	33.0	56.0	40.0	60.0	49.3	111.8	112.0	189.0	226.8
북미법인		17.6	16.7	21.2	18.6	18.5	20.5	23.3	20.5	62.7	65.5	74.1	82.8	88.5
HK 이노엔		180.2	251.9	198.2	216.3	184.9	205.0	218.8	236.2	598.4	769.8	846.5	844.9	931.9
연우		-	-	54.0	51.9	50.5	60.0	66.0	72.6	-	-	105.9	249.1	272.1
%YoY	연결 매출액	4%	22%	26%	19%	19%	17%	18%	26%	-4%	20%	18%	20%	10%
	별도	4%	21%	24%	10%	12%	20%	20%	30%	-11%	4%	15%	20%	8%
	북경콜마	-24%	-46%	-19%	-35%	-25%	24%	8%	8%	-60%	12%	-32%	3%	8%
	무석콜마	29%	-12%	-9%	-3%	5%	95%	67%	115%	129%	127%	0%	69%	20%
	북미법인	12%	-7%	18%	34%	5%	23%	10%	10%	-28%	5%	13%	12%	7%
	HK 이노엔	-4%	36%	5%	3%	3%	-19%	10%	9%	10%	29%	10%	0%	10%
	연우	-	-	-	-	-	-	22%	40%	-	-	-	135%	9%
매출총이익		100.5	134.3	120.7	113.4	116.8	148.6	139.1	151.0	426.3	428.1	468.8	555.6	635.2
영업이익		12.9	33.6	18.1	8.6	12.1	41.5	35.5	45.4	121.7	84.3	73.3	134.5	212.6
별도		14.4	22.9	10.4	21.4	13.5	27.1	16.9	25.6	50.4	65.6	69.1	83.1	98.7
북경콜마		-1.3	-1.1	-2.8	-1.7	-0.6	-1.5	-1.4	-1.0	-4.3	-3.1	-6.9	-4.5	-2.3
무석콜마		-1.4	-2.1	-4.1	-1.4	0.6	6.0	4.8	7.8	-12.6	-10.0	-9.0	19.2	28.1
북미법인		-3.3	-5.1	-2.5	-3.6	-3.9	-2.8	-3.5	-3.5	-6.9	-10.4	-14.5	-13.7	3.4
HK 이노엔		4.2	17.7	22.3	8.4	5.6	12.1	20.4	26.1	84.3	50.3	52.5	89.3	116.2
연우		-	-	-4.8	-0.6	-2.5	1.0	1.4	2.1	-	-	-5.4	2.0	9.4
%YoY	영업이익	-47%	58%	42%	-67%	-7%	23%	96%	426%	22%	-31%	-13%	84%	58%
	별도	-9%	15%	0%	9%	-6%	18%	62%	20%	26%	30%	5%	20%	19%
	북경콜마	적지	적전	적지	적지	적지	적지	적지						
	무석콜마	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	적지	적지	적지	흑전	46%
	북미법인	적지	적전	적지	적지	적지	흑전							
	HK 이노엔	-68%	497%	30%	-51%	33%	-31%	-8%	211%	12%	-40%	4%	70%	30%
	연우	-	-	-	-	-	-	흑전	흑전	-	-	-	흑전	379%
지배주주순이익		10.0	14.8	0.8	-47.6	5.8	25.1	17.7	22.9	160.3	35.8	-22.0	71.6	105.4
%Margin	매출총이익률	24%	27%	25%	24%	24%	25%	25%	25%	32%	27%	25%	25%	26%
	영업이익률	3%	7%	4%	2%	2%	7%	6%	8%	9%	5%	4%	6%	9%
	별도	8%	11%	6%	13%	7%	11%	8%	12%	8%	10%	10%	10%	10%
	북경콜마	-28%	-24%	-65%	-50%	-17%	-27%	-30%	-27%	-19%	-12%	-41%	-26%	-12%
	무석콜마	-4%	-7%	-17%	-5%	2%	11%	12%	13%	-26%	-9%	-8%	10%	12%
	북미법인	-19%	-31%	-12%	-19%	-21%	-14%	-15%	-17%	-11%	-16%	-20%	-17%	4%
	HK 이노엔	2%	7%	11%	4%	3%	6%	9%	11%	14%	7%	6%	11%	12%
	연우	-	-	-9%	-1%	-5%	2%	2%	3%	-	-	-5%	1%	3%
	순이익률	2%	3%	0%	-10%	1%	4%	3%	4%	12%	2%	-1%	3%	4%

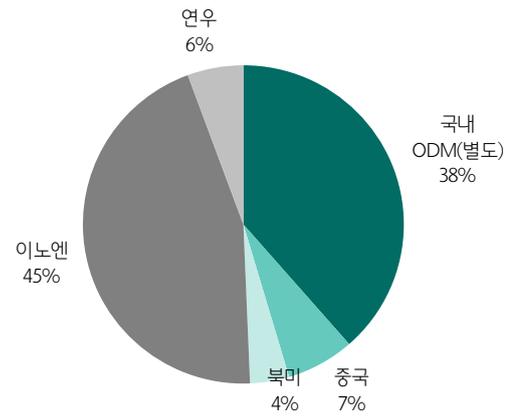
자료: 하나증권 [참고] ①자회사 영업이익은 추정치, ②연우 인수(지분율 55%) 에 따라 2022년 7월부터 손익 반영

도표 2. 한국콜마의 2Q23F 연결 실적 전망



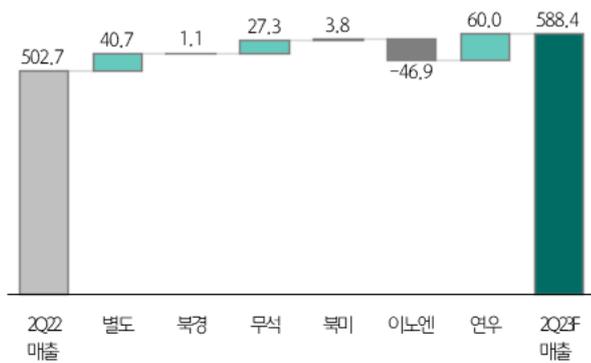
자료: 하나증권

도표 3. 한국콜마의 2022년 기준 부문별 매출 비중 (%)



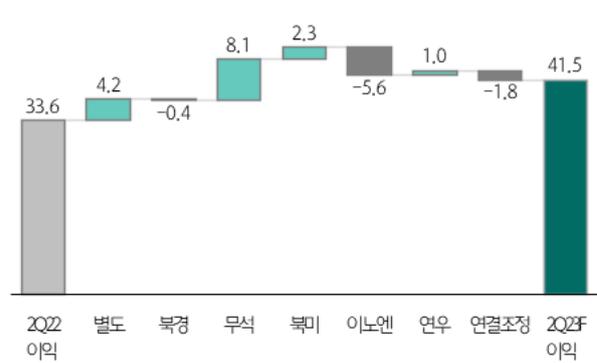
자료: 하나증권

도표 4. 한국콜마의 2Q23F 연결 매출 변동 (YoY)
: 화장품 ODM +729억원, HK이노엔 -469억원, 용기(연우) +600억원



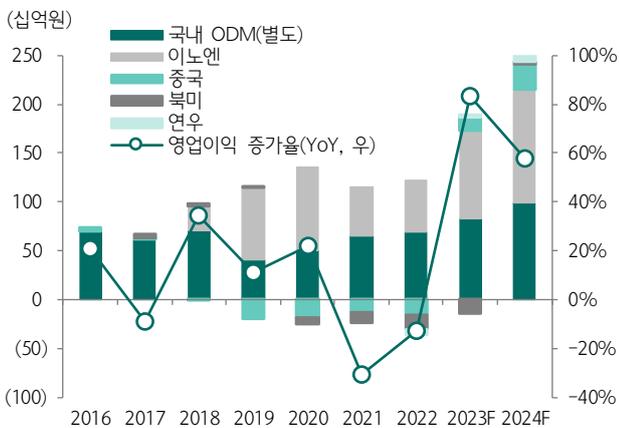
주: (단위) 십억원, 자료: 하나증권

도표 5. 한국콜마의 2Q23F 연결 이익 변동 (YoY)
: 화장품 ODM +142억원, HK이노엔 -56억원, 용기(연우) +10억원



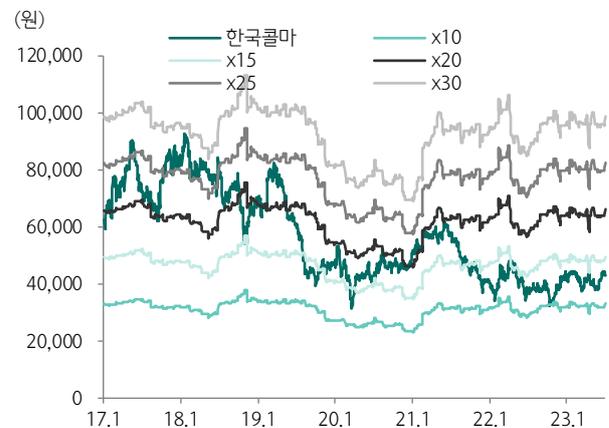
주: (단위) 십억원, 자료: 하나증권

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)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,586.3	1,865.7	2,239.1	2,466.6	2,625.9
매출원가	1,158.2	1,396.9	1,683.5	1,831.5	1,935.0
매출총이익	428.1	468.8	555.6	635.1	690.9
판매비	343.9	395.6	421.1	422.6	441.9
영업이익	84.3	73.3	134.5	212.6	249.0
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)	(2.9)
세전이익	66.5	17.0	119.2	196.0	231.6
법인세	23.0	21.1	28.6	43.1	51.0
계속사업이익	43.5	(4.1)	90.6	152.8	180.7
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	43.5	(4.1)	90.6	152.8	180.7
비배주주지분 순이익	7.7	17.9	4.5	7.6	9.0
지배주주순이익	35.8	(22.0)	71.6	105.4	124.7
지배주주지분포괄이익	33.8	(8.2)	(50.7)	(85.6)	(101.1)
NOPAT	55.1	(17.7)	102.3	165.8	194.2
EBITDA	142.6	148.7	201.4	271.9	301.7
성장성(%)					
매출액증가율	19.98	17.61	20.01	10.16	6.46
NOPAT증가율	(30.60)	적전	흑전	62.07	17.13
EBITDA증가율	(22.25)	4.28	35.44	35.00	10.96
영업이익증가율	(30.73)	(13.05)	83.49	58.07	17.12
(지배주주)순이익증가율	(77.67)	적전	흑전	47.21	18.31
EPS증가율	(77.66)	적전	흑전	47.27	18.31
수익성(%)					
매출총이익률	26.99	25.13	24.81	25.75	26.31
EBITDA이익률	8.99	7.97	8.99	11.02	11.49
영업이익률	5.31	3.93	6.01	8.62	9.48
계속사업이익률	2.74	(0.22)	4.05	6.19	6.88

투자지표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	1,565	(961)	3,127	4,605	5,448
BPS	29,876	29,024	32,287	38,133	45,134
CFPS	7,249	7,905	9,314	12,131	13,178
EBITDAPS	6,234	6,499	8,801	11,883	13,185
SPS	69,329	81,540	97,859	107,802	114,763
DPS	415	500	500	500	500
주기지표(배)					
PER	25.72	(44.33)	13.66	9.27	7.84
PBR	1.35	1.47	1.32	1.12	0.95
PCFR	5.55	5.39	4.58	3.52	3.24
EV/EBITDA	14.60	17.15	11.87	8.15	6.68
PSR	0.58	0.52	0.44	0.40	0.37
재무비율(%)					
ROE	5.48	(3.26)	10.20	13.08	13.09
ROA	1.41	(0.79)	2.45	3.56	4.08
ROIC	3.14	(0.91)	4.87	8.07	9.67
부채비율	91.68	99.62	88.86	77.71	68.48
순부채비율	35.72	52.38	42.54	28.42	14.75
이자보상배율(배)	2.75	2.24	4.13	7.60	9.99

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	882.9	816.3	865.8	996.7	1,172.6
금융자산	424.2	298.2	244.2	312.1	443.7
현금성자산	191.2	220.1	169.7	241.0	375.9
매출채권	225.6	258.8	310.6	342.2	364.3
재고자산	210.2	239.4	287.3	316.5	336.9
기타유동자산	22.9	19.9	23.7	25.9	27.7
비유동자산	1,723.2	2,117.0	2,053.2	1,995.7	1,944.3
투자자산	30.8	33.7	36.7	38.6	39.8
금융자산	16.7	18.8	18.8	18.8	18.8
유형자산	445.5	608.8	555.0	508.0	466.9
무형자산	1,126.9	1,301.8	1,288.8	1,276.5	1,265.0
기타비유동자산	120.0	172.7	172.7	172.6	172.6
자산총계	2,606.0	2,933.3	2,918.9	2,992.4	3,116.9
유동부채	888.6	868.1	865.3	859.6	857.1
금융부채	592.3	533.1	466.7	422.3	392.7
매입채무	157.0	160.2	192.2	211.8	225.4
기타유동부채	139.3	174.8	206.4	225.5	239.0
비유동부채	357.9	595.7	508.1	448.9	409.8
금융부채	317.5	534.7	434.9	368.3	324.0
기타비유동부채	40.4	61.0	73.2	80.6	85.8
부채총계	1,246.5	1,463.8	1,373.3	1,308.5	1,266.9
지배주주지분	683.6	664.1	738.8	872.5	1,032.7
자본금	11.4	11.4	11.4	11.4	11.4
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	458.4	592.1	752.3
비지배주주지분	676.0	805.4	806.8	811.4	817.3
자본총계	1,359.6	1,469.5	1,545.6	1,683.9	1,850.0
순금융부채	485.6	769.6	657.4	478.5	272.9

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	(3.1)	90.8	149.5	207.3	229.9
당기순이익	43.5	(4.1)	90.6	152.8	180.7
조정	12.2	127.2	66.9	59.4	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	0.1	(0.1)
영업활동 자산부채변동	(58.8)	(32.3)	(8.0)	(4.9)	(3.4)
투자활동 현금흐름	(283.0)	(145.2)	(2.5)	(1.5)	(1.1)
투자자산감소(증가)	(9.1)	(2.9)	(6.1)	(4.9)	(4.4)
자본증가(감소)	(39.7)	(32.5)	0.0	0.0	0.0
기타	(234.2)	(109.8)	3.6	3.4	3.3
재무활동 현금흐름	97.6	82.0	(177.7)	(122.4)	(85.4)
금융부채증가(감소)	(221.0)	158.0	(166.3)	(111.0)	(73.9)
자본증가(감소)	38.4	(2.2)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	288.1	(64.3)	0.0	(0.0)	(0.1)
배당지급	(7.9)	(9.5)	(11.4)	(11.4)	(11.4)
현금의 증감	(188.5)	27.6	(45.7)	71.3	135.0
Unlevered CFO	165.9	180.9	213.1	277.6	301.5
Free Cash Flow	(43.2)	53.0	149.5	207.3	229.9

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한국콜마



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.7.4	BUY	60,000		
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%
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 7월 4일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다.
- 본자료를 작성한 애널리스트(박은정)는 2023년 7월 4일 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 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	94.55%	5.00%	0.45%	100%

* 기준일: 2023년 07월 04일