



한국콜마 (161890)

2Q23 Re: 역대 최대 실적 달성

BUY (유지)

목표주가(12M) 75,000원(상향)

현재주가(8.11) 56,800원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,591.26
52주 최고/최저(원)	56,800/32,350
시가총액(십억원)	1,299.7
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	22,881.2
60일 평균 거래량(천주)	184.2
60일 평균 거래대금(십억원)	8.8
외국인지분율(%)	26.71
주요주주 지분율(%)	
한국콜마홀딩스 외 27인	27.71
국민연금공단	12.26

Consensus Data

	2023	2024
매출액(십억원)	2,160.0	2,350.1
영업이익(십억원)	130.8	173.6
순이익(십억원)	79.1	111.8
EPS(원)	2,826	3,863
BPS(원)	31,524	35,166

Financial Data

투자지표	2021	2022	2023F	2024F
매출액	1,586.3	1,865.7	2,264.6	2,519.7
영업이익	84.3	73.3	158.9	255.9
세전이익	66.5	17.0	134.7	229.9
순이익	35.8	(22.0)	85.2	120.6
EPS	1,565	(961)	3,722	5,272
증감율	(77.66)	적전	흑전	41.64
PER	25.72	(44.33)	15.26	10.77
PBR	1.35	1.47	1.71	1.42
EV/EBITDA	14.60	17.15	10.51	6.90
ROE	5.48	(3.26)	11.97	14.39
BPS	29,876	29,024	33,164	40,110
DPS	415	500	500	500

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

하나증권 리서치센터

2Q23 Review: 역대 최대 실적 달성

한국콜마의 2분기 실적은 연결 매출 5,997억원(YoY+19%), 영업이익 557억원(YoY+66%, 영업이익률 9%)으로 상향된 컨센서스를 38% 상회했다. 역대 최대 실적이다. 상회 요인은 업황 호조로 전분기에 이어 국내법인이 국내 최대 매출 기록했으며, 동사의 기술력 우수 제품 수주가 국내/중국 집중되며 최대 수익성 기록한데 기인한다. 특히 중국은 전분기 흑자 전환에 이어 바로 두 자릿수 수익성 시현했다. 앞으로가 더 기대되는 실적이다.

2분기 국내/해외ODM, HK이노엔의 매출 성장률은 전년동기비 각각 +24%/+73%/-19% 달성했다. ▶**국내 ODM(별도)**은 매출 2,544억원(YoY+24%), 영업이익 347억원(YoY+52%, 영업이익률 14%)으로 분기 최대 매출, 분기 영업이익 300억원 처음 돌파했다. 인센티브 총당금(40억원) 또한 반영된 수치이다. '고객사 확대+내수 점유율 상승+고객사의 비중국 수출 증가'의 구조적 변화와 리오프닝 효과가 더해지며 최대 매출 기록했다. 특히 선제품 수주 집중되며 비중 31% 도달, 전년동기비 48% 성장했다. 외형 확대/고마진 품목 확대 등으로 전년동기비 영업이익률이 2.5%p 개선되었다. ▶**해외 ODM**은 매출 862억원(YoY+73%), 영업이익 69억원(흑전, 영업이익률 8%) 기록했다. 시장 약세에도 중국 중심으로 강한 수요 나타났으며, 전반적으로 견조했다. ①**무석법인**은 매출 564억원(YoY+97%), 영업이익 92억원(YoY 흑전, 영업이익률 16%)으로 서프라이즈 했다. 선을 중심으로 고객사가 확대(비중 35% 급증)되고 스킨케어/색조까지 카테고리 추가 확장되며, 고성장에 따른 레버리지 효과 집중됐다. ②**북미/캐나다**는 매출 226억원(YoY+35%), 영업손실 18억원(YoY 적축, +33억원) 시현했다. 글로벌 브랜드향 수주가 급증하며 외형 성장이 이어졌다. 다만 뉴저지 R&D센터 오픈에 따른 인건비 부담이 존재했다. ▶**HK이노엔**은 매출 2천억원(YoY-19%), 영업이익 153억원(YoY-13%) 기록했다. 전년동기 높은 기저로 ETC 매출은 감소했으며, HB&B 사업부는 매출 회복되며 흑자 전환 기록했다. ▶**연우**는 대형사 매출이 소폭 개선되는 가운데, 국내 중소형사/미주 수주 회복되며 매출 632억원, 영업이익 12억원(QoQ 흑전) 기록했다.

2023년 역대 최대 실적 전망

한국콜마의 2023년 실적은 연결 매출 2.3조원(YoY+21%), 영업이익 1.6천억원(YoY+117%)으로 역대 최대 성과 기대된다. 국내/중국/북미 매출 성장률을 각각 +25%/+62%/+22% 가정했다. 하반기 모든 법인이 호실적 이어감에 따라 모멘텀 점증 예상한다. 국내의 구조적 성장, 중국 경기 회복, 미주의 인디/글로벌 브랜드향 수주 확대 기대된다. 국내/중국 추정치를 상향 조정함에 따라 2023년 영업이익 전망을 기존 대비 18% 상향했다. 중국 단체 관광객의 증가 가능성은 추가적인 업사이드 요소이다. 투자 의견 BUY 유지, 추정치 상향/목표배수 P/E 20X 적용에 기인(화장품 부문), 목표주가를 7.5만원으로 상향한다.

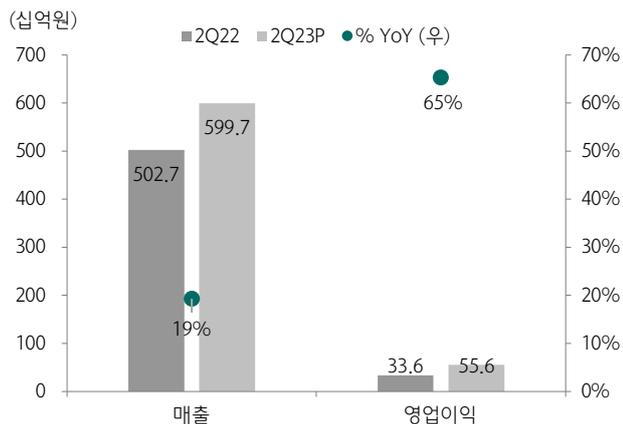
도표1. 한국콜마 연결 실적전망 및 추이

(단위: 십억원, %)

	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23P	3Q23F	4Q23F	2020	2021	2022	2023F	2024F
연결 매출액	410.4	502.7	473.5	479.1	487.7	599.7	568.5	608.8	1,322.1	1,586.3	1,865.7	2,264.6	2,519.7
별도	179.5	205.8	175.5	163.9	201.8	254.4	223.0	223.4	609.2	632.8	724.6	902.5	978.8
북경콜마	4.7	4.5	4.3	3.4	3.5	7.2	4.6	3.7	22.3	24.9	16.8	19.0	20.5
무석콜마	31.5	28.7	23.9	27.9	33.0	56.4	40.0	60.0	49.3	111.8	112.0	189.4	227.3
북미법인	17.6	16.7	21.2	18.6	18.5	22.6	23.9	25.6	62.7	65.5	74.1	90.7	111.0
HK 이노엔	180.2	251.9	198.2	216.3	184.9	204.4	213.7	230.8	598.4	769.8	846.5	833.7	926.1
연우	-	-	54.0	51.9	50.5	63.2	66.9	68.4	-	-	105.9	249.0	277.1
%YoY 연결 매출액	4%	22%	26%	19%	19%	19%	20%	27%	-4%	20%	18%	21%	11%
별도	4%	21%	24%	10%	12%	24%	27%	36%	-11%	4%	15%	25%	8%
북경콜마	-24%	-46%	-19%	-35%	-25%	60%	8%	8%	-60%	12%	-32%	13%	8%
무석콜마	29%	-12%	-9%	-3%	5%	97%	67%	115%	129%	127%	0%	69%	20%
북미법인	12%	-7%	18%	34%	5%	35%	13%	38%	-28%	5%	13%	22%	22%
HK 이노엔	-4%	36%	5%	3%	3%	-19%	8%	7%	10%	29%	10%	-2%	11%
연우	-	-	-	-	-	-	24%	32%	-	-	-	135%	11%
매출총이익	100.5	134.3	120.7	113.4	116.8	163.2	142.4	157.0	426.3	428.1	468.8	579.4	670.1
영업이익	12.9	33.6	18.1	8.6	12.1	55.6	37.4	53.8	121.7	84.3	73.3	158.9	255.9
별도	14.4	22.9	10.4	21.4	13.5	34.6	17.8	31.3	50.4	65.6	69.1	97.2	114.2
북경콜마	-1.3	-1.1	-2.8	-1.7	-0.6	-0.5	-1.4	-1.0	-4.3	-3.1	-6.9	-3.5	-1.8
무석콜마	-1.4	-2.1	-4.1	-1.4	0.6	9.2	4.8	7.8	-12.6	-10.0	-9.0	22.4	28.1
북미법인	-3.3	-5.1	-2.5	-3.6	-3.9	-1.8	-3.5	-3.5	-6.9	-10.4	-14.5	-12.7	3.4
HK 이노엔	4.2	17.7	22.3	8.4	5.6	15.3	19.4	26.2	84.3	50.3	52.5	89.3	118.7
연우	-	-	-4.8	-0.6	-2.5	1.2	3.0	3.9	-	-	-5.4	5.6	13.3
%YoY 영업이익	-47%	58%	42%	-67%	-7%	65%	107%	522%	22%	-31%	-13%	117%	61%
별도	-9%	15%	0%	9%	-6%	51%	72%	46%	26%	30%	5%	41%	17%
북경콜마	적지	적전	적지	적지	적지	적지	적지						
무석콜마	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	적지	적지	적지	흑전	26%
북미법인	적지	적전	적지	적지	적지	흑전							
HK 이노엔	-68%	497%	30%	-51%	33%	-13%	-13%	212%	12%	-40%	4%	70%	33%
연우	-	-	-	-	-	-	흑전	흑전	-	-	-	흑전	139%
지배주주순이익	10.0	14.8	0.8	-47.6	5.8	34.8	17.5	27.1	160.3	35.8	-22.0	85.2	120.6
%Margin 매출총이익률	24%	27%	25%	24%	24%	27%	25%	26%	32%	27%	25%	26%	27%
영업이익률	3%	7%	4%	2%	2%	9%	7%	9%	9%	5%	4%	7%	10%
별도	8%	11%	6%	13%	7%	14%	8%	14%	8%	10%	10%	11%	12%
북경콜마	-28%	-24%	-65%	-50%	-17%	-7%	-30%	-27%	-19%	-12%	-41%	-18%	-9%
무석콜마	-4%	-7%	-17%	-5%	2%	16%	12%	13%	-26%	-9%	-8%	12%	12%
북미법인	-19%	-31%	-12%	-19%	-21%	-8%	-15%	-14%	-11%	-16%	-20%	-14%	3%
HK 이노엔	2%	7%	11%	4%	3%	7%	9%	11%	14%	7%	6%	11%	13%
연우	-	-	-9%	-1%	-5%	2%	4%	6%	-	-	-5%	2%	5%
순이익률	2%	3%	0%	-10%	1%	6%	3%	4%	12%	2%	-1%	4%	5%

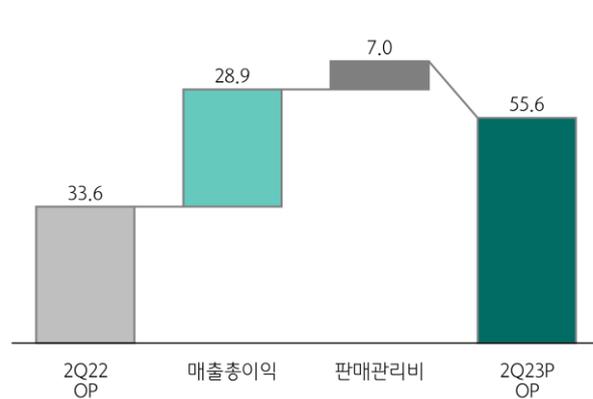
자료: 하나증권 [참고] ①자회사 영업이익은 추정치, ②연우 인수(지분율 55%)에 따라 2022년 7월부터 손익 반영

도표 2. 한국콜마의 2Q23P 연결 실적 요약



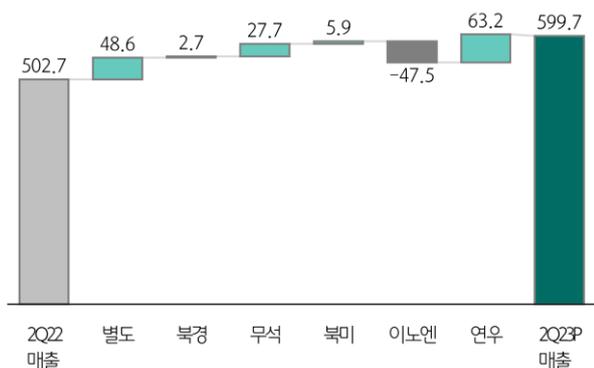
자료: 하나증권

도표 3. 한국콜마의 2Q23P 손익 변동 (YoY)



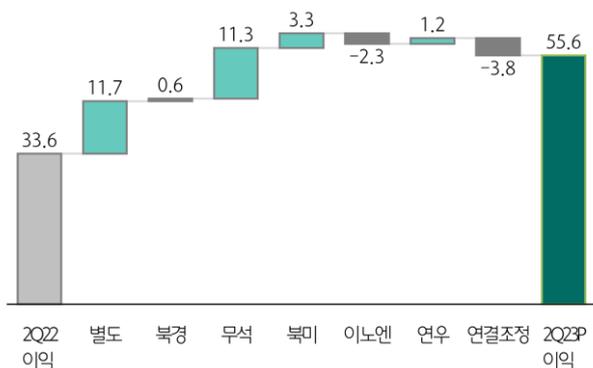
주: (단위) 십억원
 주: 판매관리비 2Q22 1006억원 → 1076억원 (+70억원)
 자료: 하나증권

도표 4. 한국콜마의 2Q23F 연결 매출 변동 (YoY)
 : 화장품 ODM +849억원, HK이노엔 -475억원, 용기(연우) +632억원



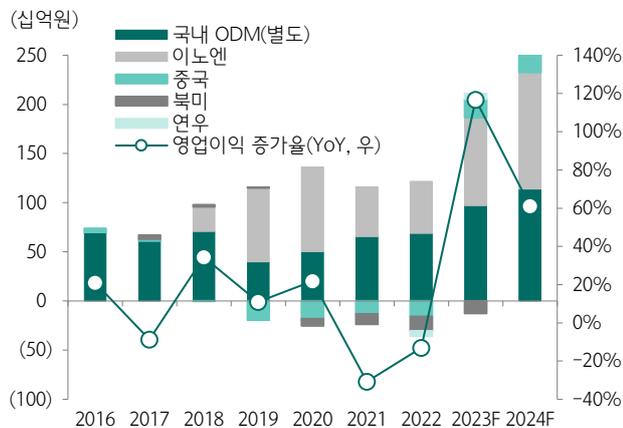
주: (단위) 십억원, 자료: 하나증권

도표 5. 한국콜마의 2Q23F 연결 이익 변동 (YoY)
 : 화장품 ODM +269억원, HK이노엔 -23억원, 용기(연우) +12억원



주: (단위) 십억원, 자료: 하나증권

도표 6. 한국콜마의 부문/법인별 영업이익의 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	2,264.6	2,519.7	2,693.1
매출원가	1,158.2	1,396.9	1,685.2	1,849.6	1,966.0
매출총이익	428.1	468.8	579.4	670.1	727.1
판매비	343.9	395.6	420.5	414.1	433.2
영업이익	84.3	73.3	158.9	255.9	293.9
금융손익	(15.9)	(24.4)	(17.4)	(18.3)	(19.2)
종속/관계기업손익	(0.9)	(1.2)	(0.3)	(0.9)	(0.9)
기타영업외손익	(0.9)	(30.8)	(6.5)	(6.8)	(7.2)
세전이익	66.5	17.0	134.7	229.9	266.7
법인세	23.0	21.1	22.9	50.6	58.7
계속사업이익	43.5	(4.1)	111.8	179.4	208.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	43.5	(4.1)	111.8	179.4	208.0
비배주주지분 손이익	7.7	17.9	5.6	9.0	10.4
지배주주순이익	35.8	(22.0)	85.2	120.6	138.9
지배주주지분포괄이익	33.8	(8.2)	(62.6)	(100.4)	(116.5)
NOPAT	55.1	(17.7)	131.8	199.6	229.3
EBITDA	142.6	148.7	225.7	315.2	346.6
성장성(%)					
매출액증가율	19.98	17.61	21.38	11.26	6.88
NOPAT증가율	(30.60)	적전	흑전	51.44	14.88
EBITDA증가율	(22.25)	4.28	51.78	39.65	9.96
영업이익증가율	(30.73)	(13.05)	116.78	61.04	14.85
(지배주주)순이익증가율	(77.67)	적전	흑전	41.55	15.17
EPS증가율	(77.66)	적전	흑전	41.64	15.12
수익성(%)					
매출총이익률	26.99	25.13	25.59	26.59	27.00
EBITDA이익률	8.99	7.97	9.97	12.51	12.87
영업이익률	5.31	3.93	7.02	10.16	10.91
계속사업이익률	2.74	(0.22)	4.94	7.12	7.72

투자지표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
주당지표(원)					
EPS	1,565	(961)	3,722	5,272	6,069
BPS	29,876	29,024	33,164	40,110	48,247
CFPS	7,249	7,905	9,981	13,589	14,663
EBITDAPS	6,234	6,499	9,865	13,777	15,148
SPS	69,329	81,540	98,973	110,119	117,699
DPS	415	500	500	500	500
추가지표(배)					
PER	25.72	(44.33)	15.26	10.77	9.36
PBR	1.35	1.47	1.71	1.42	1.18
PCFR	5.55	5.39	5.69	4.18	3.87
EV/EBITDA	14.60	17.15	10.51	6.90	5.63
PSR	0.58	0.52	0.57	0.52	0.48
재무비율(%)					
ROE	5.48	(3.26)	11.97	14.39	13.74
ROA	1.41	(0.79)	2.90	4.02	4.44
ROIC	3.14	(0.91)	6.27	9.70	11.39
부채비율	91.68	99.62	88.00	76.21	66.55
순부채비율	35.72	52.38	40.75	25.14	10.57
이자보상배율(배)	2.75	2.24	4.88	9.15	11.79

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	882.9	816.3	892.0	1,055.1	1,261.2
금융자산	424.2	298.2	263.4	355.7	513.8
현금성자산	191.2	220.1	188.9	284.6	446.0
매출채권	225.6	258.8	314.1	349.5	373.6
재고자산	210.2	239.4	290.6	323.3	345.6
기타유동자산	22.9	19.9	23.9	26.6	28.2
비유동자산	1,723.2	2,117.0	2,053.4	1,996.1	1,944.8
투자자산	30.8	33.7	36.9	39.0	40.4
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	172.5
자산총계	2,606.0	2,933.3	2,945.4	3,051.2	3,206.0
유동부채	888.6	868.1	869.8	869.0	869.0
금융부채	592.3	533.1	466.9	422.7	393.2
매입채무	157.0	160.2	194.4	216.3	231.2
기타유동부채	139.3	174.8	208.5	230.0	244.6
비유동부채	357.9	595.7	508.9	450.7	412.0
금융부채	317.5	534.7	434.9	368.3	324.0
기타비유동부채	40.4	61.0	74.0	82.4	88.0
부채총계	1,246.5	1,463.8	1,378.7	1,319.7	1,281.0
지배주주지분	683.6	664.1	758.8	917.8	1,103.9
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	478.4	637.4	823.5
비배주주지분	676.0	805.4	807.9	813.7	821.1
자본총계	1,359.6	1,469.5	1,566.7	1,731.5	1,925.0
순금융부채	485.6	769.6	638.4	435.3	203.4

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동 현금흐름	(3.1)	90.8	170.1	233.2	257.0
당기순이익	43.5	(4.1)	111.8	179.4	208.0
조정	12.2	127.2	66.9	59.3	52.7
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	0.0
영업활동 자산부채 변동	(58.8)	(32.3)	(8.6)	(5.5)	(3.7)
투자활동 현금흐름	(283.0)	(145.2)	(2.7)	(1.7)	(1.2)
투자자산감소(증가)	(9.1)	(2.9)	(6.3)	(5.1)	(4.5)
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	(177.5)	(122.2)	(85.3)
금융부채증가(감소)	(221.0)	158.0	(166.1)	(110.8)	(73.8)
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	(26.5)	95.8	161.3
Unlevered CFO	165.9	180.9	228.4	310.9	335.5
Free Cash Flow	(43.2)	53.0	170.1	233.2	257.0

투자 의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한국콜마



날짜	투자 의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
23.8.13	BUY	75,000		
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%
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%

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 8월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(박은정)는 2023년 8월 14일 현재 해당회사의 유가증권 권을 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 투자 의견 비율공시

- 투자 의견의 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	94.47%	5.07%	0.46%	100%

* 기준일: 2023년 08월 14일