



BUY (유지)

목표주가(12M) 80,000원(상향)
현재주가(5.31) 64,300원

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,636.52
52주 최고/최저(원)	64,300/37,600
시가총액(십억원)	1,517.8
시가총액비중(%)	0.07
발행주식수(천주)	23,605.1
60일 평균 거래량(천주)	238.8
60일 평균 거래대금(십억원)	12.5
외국인지분율(%)	30.59
주요주주 지분율(%)	
한국콜마홀딩스 외 24 인	26.85
NHON KOLMAR	11.77

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	2,448.7	2,677.3
영업이익(십억원)	193.5	241.2
순이익(십억원)	113.4	155.9
EPS(원)	3,417	4,796
BPS(원)	30,849	35,451

Stock Price



Financial Data

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,865.7	2,155.7	2,486.2	2,701.2
영업이익	73.3	136.1	206.0	276.3
세전이익	17.0	34.3	176.0	244.2
순이익	(22.0)	5.2	95.0	130.5
EPS	(961)	227	4,041	5,529
증감율	적전	흑전	1,680.18	36.82
PER	(44.33)	236.12	15.91	11.63
PBR	1.47	1.89	1.89	1.49
EV/EBITDA	17.11	12.26	8.92	6.61
ROE	(3.26)	0.79	13.10	14.33
BPS	29,024	28,347	33,970	43,188
DPS	500	600	600	600

한국콜마 (161890)

2분기 중간 점검: 수주 급증 + 수출 고객사 집중

2분기 중간 점검: 수주 급증 + 수출 고객사 집중

당사는 지난 5/29~30 양일간 기관투자자 NDR 미팅을 진행하며, 최근 현황을 점검하는 시간을 가졌다. 다수의 투자자 미팅에서 소통했던 내용을 요약하면 **최근 산업 분위기 + 생산 능력 확보 + 자회사 관련 사항** 등으로 요약할 수 있다. 주요 질의는 다음과 같다.

① 지난해에 이어 올해도 산업 내 비중국 수출 강세 고객사들이 상당히 늘어나고 있고, 비상장 브랜드들도 다양하게 나타나고 있음. 우리가 느끼는 산업 동향, 수주 상황 어떨지?

맞음. 우리 또한 산업의 동향과 유사하게 직간접 수출 비중이 40% 수준 상승 추정. 매출 Top 10 위권 고객사 순위가 역동적으로 변화 중. 수출 기여도 높은 고객사 기반한 변화. 당사는 전년도 2분기 사상 최대 실적 기록했는데, 이를 상회하는 실적 달성 기대. 수주 증가율은 전년동기비 약 40% 수준 성장. 용기 수급, 가동률 감안 해당 수주는 2분기~하반기 나눠서 반영될 것. 특이점은 수출 기여도 높은 상위 고객사 중심 규모 확대되고 있으며, 때문에 전년동기비/전분기비 마진 개선 효과 뚜렷. 현재 고객사 마다 납기 우선 요청 잦은 편. 한국콜마의 2분기 실적은 별도 기준 미드틴 성장, 수익성 또한 개선(미드틴) 예상. 업황 강세 환경은 하나증권 추정 '북미 중심/전세계적 한국 스킨케어 관심 확대 + 콘텐츠 확산 속도 급증 + 유통사(실리콘투 등)의 해외 점점 확대'가 수출 강세의 계기로 작용. 이는 필수적으로 글로벌 Top의 ODM사가 있기에 가능한 요소.

② 산업 내 용기 쇼티지 현상에 대한 언급이 많은데, 동사가 인수한 연우의 영업 동향은 어떨지? 산업 내 북미 스킨케어 수출이 강한 것으로 파악. 당사 연우는 펌프/튜브 등 스킨케어 중심 용기. 과거 국내 대형사/미국 럭셔리 고객사 중심으로 포지셔닝. 현재는 국내는 30%이상 인디 브랜드로 채워졌으며, 북미 또한 드링크엘리펀트/버블 등 북미 인디로 비중 변경 중. 1분기는 인디 브랜드사 확보 위해 금형 새로 투자함에 따라 수익성 하락. 2분기는 업황과 동행, 분기 최대 실적 추정.

③ 국내 수주 급증 환경이나, 국내 가동률이 Full capa 수준인데 추가 외형 확대 가능한지? 현재 세종(기초, 선) 2.7억개, 부천(색조) 1억개 보유. 가동률은 세종공장 100%에 근접, 부천 색조공장은 50% 수준. 1Q24 콜마 그룹 계열사 공장을 활용 1억개 추가 확보. 30% capa 증가 효과 시현 중. 총 4.7억개로 올해 국내 매출 1조원 수준 가능할 것으로 기대. 또한 세종 1공장 확장 공사 진행 중이며, 11월 완공에 따라 내년에 추가 1억개 확보될 것. 내년에는 총 5.7억개. 추후 세종 2공장/부천 2공장 capa도 확장 계획에 있음.

한국 스킨케어 수출 확대 = 한국콜마 수주 확대

한국의 스킨케어 수출 확대와 함께 동사의 수주 증가가 유의미하게 나타나 상위 고객사의 비중이 역동적으로 변화 중이다. 이는 동사의 외형과 마진 개선에도 긍정적으로 작용하고 있는 점이 특징적이다. 향후 흐름 지속될 것으로 기대한다. 2024년 한국콜마의 실적은 연결 매출 2.5조 원(YoY+15%), 영업이익 2천억원(YoY+51%) 전망하며, 글로벌 수출 확대 + 용기 수주 증가 등에 기인 호실적 이어갈 것으로 기대한다. 투자자의견 BUY 유지하며, 추정치 상향 + Target P/E 상향에 기인 목표주가를 8만원으로 상향한다.



Analyst 박은정 eunjungpark3@hanafn.com
RA 김다혜 kim.dahae@hanafn.com

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	672.5	614.0	624.9	1,322.1	1,586.3	1,865.7	2,155.7	2,486.2	2,701.2
별도	201.8	254.4	186.1	214.5	247.8	287.8	241.5	245.6	609.2	632.8	724.7	856.8	1,022.7	1,099.8
중국법인	36.5	63.6	39.4	36.9	38.9	61.7	46.9	42.4	71.6	136.7	128.8	176.4	189.9	219.1
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	235.1	239.3	247.4	598.4	769.8	846.5	828.9	934.3	1,001.9
연우	50.5	63.2	60.8	61.6	67.1	75.0	70.0	72.0	-	-	105.9	236.0	284.1	312.5
%YoY 연결 매출액	19%	19%	9%	15%	18%	12%	19%	13%	-4%	20%	18%	16%	15%	9%
별도	12%	24%	6%	31%	23%	13%	30%	15%	-11%	4%	15%	18%	19%	8%
중국법인	1%	92%	40%	18%	7%	-3%	19%	15%	-7%	91%	-6%	37%	8%	15%
북미법인	5%	35%	3%	10%	-14%	-3%	10%	15%	-28%	5%	13%	13%	3%	17%
HK 이노엔	3%	-19%	9%	4%	15%	15%	11%	10%	10%	29%	10%	-2%	13%	7%
연우	-	-	13%	19%	33%	19%	15%	17%	-	-	-	123%	20%	10%
매출총이익	116.8	163.3	141.3	156.7	160.6	190.2	174.3	179.8	426.3	428.1	468.8	578.1	704.9	786.6
영업이익	12.1	55.7	31.0	37.4	32.4	68.9	51.6	53.1	121.7	84.3	73.3	136.1	206.0	276.3
별도	13.5	34.7	13.1	18.4	22.8	41.7	24.1	24.6	50.4	65.6	69.1	79.7	115.2	129.5
중국법인	0.0	8.7	0.5	0.6	-0.9	7.8	1.8	1.9	-16.9	-13.1	-15.9	9.8	10.6	18.4
북미법인	-3.9	-1.8	-2.7	-2.9	-4.6	-2.3	-1.0	1.2	-6.9	-10.4	-14.5	-11.3	-6.7	4.4
HK 이노엔	5.6	15.3	22.4	22.5	17.3	22.2	30.5	29.8	84.3	50.3	52.5	65.9	99.8	139.2
연우	-2.5	1.2	1.3	-0.2	-0.1	2.9	3.0	3.3	-	-	-5.4	-0.1	9.1	14.4
%YoY 영업이익	-7%	65%	72%	333%	169%	24%	66%	42%	22%	-31%	-13%	86%	51%	34%
별도	-6%	51%	26%	-14%	69%	20%	85%	34%	26%	30%	5%	15%	45%	12%
중국법인	적지	흑전	흑전	흑전	적지	흑전	흑전	흑전	적지	적지	적지	흑전	8%	74%
북미법인	적지	흑전	적전	적지	적지	적지	적지	흑전						
HK 이노엔	33%	-13%	1%	169%	206%	45%	36%	32%	12%	-40%	4%	26%	51%	39%
연우	-	-	흑전	적지	적지	132%	121%	흑전	-	-	-	적지	흑전	59%
지배주주순이익	5.8	34.8	11.5	-46.5	6.3	38.7	23.2	26.9	160.3	35.8	-22.0	5.2	95.0	130.5
%Margin 매출총이익률	24%	27%	27%	28%	28%	28%	28%	29%	32%	27%	25%	27%	28%	29%
영업이익률	2%	9%	6%	7%	6%	10%	8%	8%	9%	5%	4%	6%	8%	10%
별도	7%	14%	7%	9%	9%	15%	10%	10%	8%	10%	10%	9%	11%	12%
중국법인	0%	14%	1%	2%	-2%	13%	4%	5%	-24%	-10%	-12%	6%	6%	8%
북미법인	-21%	-8%	-12%	-14%	-29%	-10%	-4%	5%	-11%	-16%	-20%	-14%	-8%	4%
HK 이노엔	3%	8%	10%	10%	8%	9%	13%	12%	14%	7%	6%	8%	11%	14%
연우	-5%	2%	2%	0%	0%	4%	4%	5%	-	-	-5%	0%	3%	5%
순이익률	1%	6%	2%	-8%	1%	6%	4%	4%	12%	2%	-1%	0%	4%	5%

자료: 하나증권

주: 중국법인=북경, 무석 법인. 북경법인 4/30 생산 중단 예정

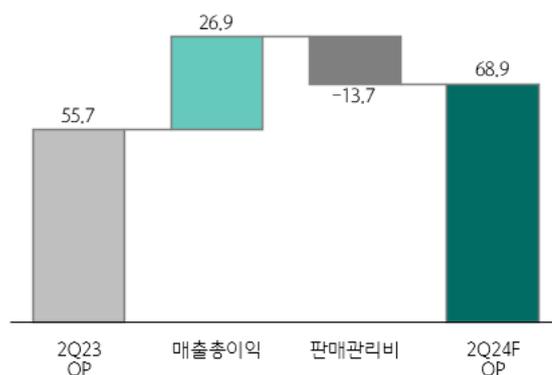
주: 2024년 연간 CAPEX: 약 500억원. 1) 인천 남동공단 색조 공장 250억원, 2) 부천 외주 가공 공장 활용해 인수한 부분에 100억원 정도 활용, 3) 추가 신규 공장 확보에 따라 100억원 초반~ 중반 정도 금액 투자 가능성

도표 2. 한국콜마의 2Q24F 연결 실적 전망



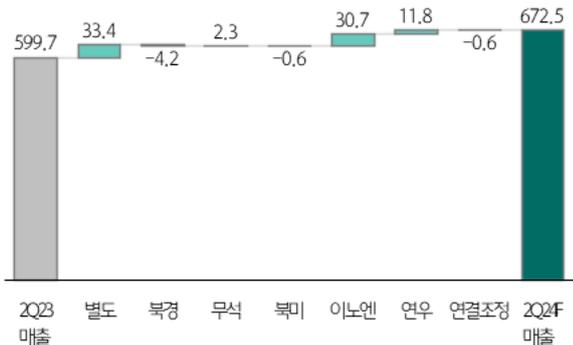
자료: 하나증권

도표 3. 한국콜마의 2Q24F 손익 변동 (YoY)



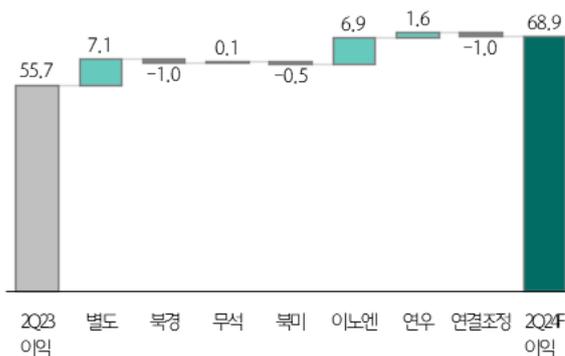
주: (단위) 십억원
 주: 판매관리비 2Q23 1,076억원 → 2Q24F 1,213억원 (+137억원)
 자료: 하나증권

도표 4. 한국콜마의 2Q24F 연결 매출 변동 전망 (YoY)
 : 화장품 ODM +308억원, HK이노엔 +307억원, 용기(연우) +118억원



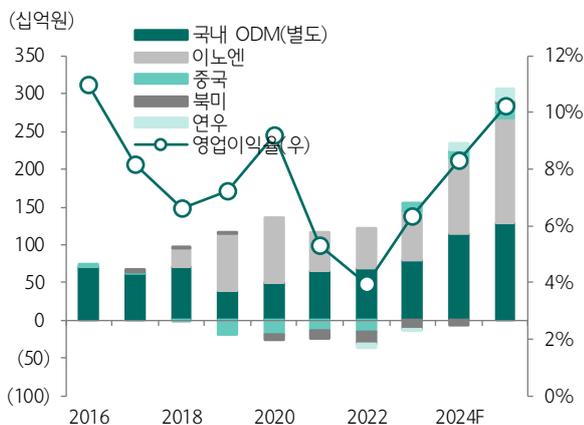
주: (단위) 십억원, 자료: 하나증권

도표 5. 한국콜마의 2Q24F 연결 이익 변동 전망 (YoY)
 : 화장품 ODM +57억원, HK이노엔 +69억원, 용기(연우) +16억원



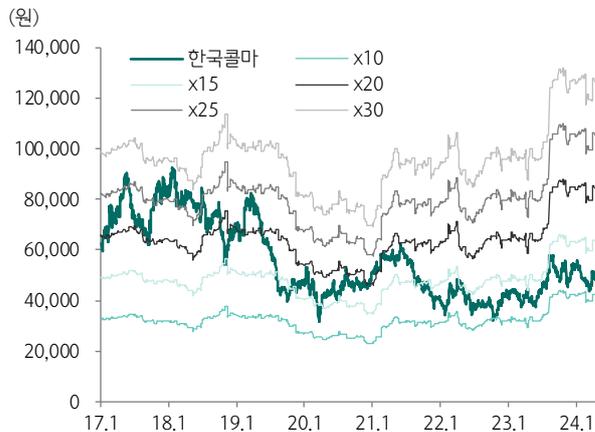
주: (단위) 십억원, 자료: 하나증권

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)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,865.7	2,155.7	2,486.2	2,701.2	2,906.9
매출원가	1,396.9	1,577.5	1,781.2	1,914.6	2,036.9
매출총이익	468.8	578.2	705.0	786.6	870.0
판매비	395.6	442.0	498.9	510.3	535.1
영업이익	73.3	136.1	206.0	276.3	334.9
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	176.0	244.2	301.3
법인세	21.1	9.2	0.3	0.2	0.2
계속사업이익	(4.1)	25.1	175.8	244.0	301.1
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(4.1)	25.1	175.8	244.0	301.1
비배주주지분 손익	17.9	19.9	8.8	12.2	15.1
지배주주순이익	(22.0)	5.2	95.0	130.5	145.6
지배주주지분포괄이익	(8.2)	(1.9)	(23.5)	(32.6)	(40.2)
NOPAT	(17.7)	99.7	205.7	276.0	334.7
EBITDA	148.7	229.9	287.2	346.7	396.0
성장성(%)					
매출액증가율	17.61	15.54	15.33	8.65	7.62
NOPAT증가율	적전	흑전	106.32	34.18	21.27
EBITDA증가율	4.28	54.61	24.92	20.72	14.22
영업이익증가율	(13.05)	85.68	51.36	34.13	21.21
(지배주주)순이익증가율	적전	흑전	1,726.92	37.37	11.57
EPS증가율	적전	흑전	1,680.18	36.82	11.58
수익성(%)					
매출총이익률	25.13	26.82	28.36	29.12	29.93
EBITDA이익률	7.97	10.66	11.55	12.84	13.62
영업이익률	3.93	6.31	8.29	10.23	11.52
계속사업이익률	(0.22)	1.16	7.07	9.03	10.36

투자지표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(961)	227	4,041	5,529	6,169
BPS	29,024	28,347	33,970	43,188	54,704
CFPS	7,905	10,688	14,291	16,848	19,033
EBITDAPS	6,499	10,046	12,214	14,688	16,777
SPS	81,540	94,212	105,721	114,433	123,148
DPS	500	600	600	600	600
주가지표(배)					
PER	(44.33)	236.12	15.91	11.63	10.42
PBR	1.47	1.89	1.89	1.49	1.18
PCFR	5.39	5.01	4.50	3.82	3.38
EV/EBITDA	17.11	12.26	8.92	6.61	4.98
PSR	0.52	0.57	0.61	0.56	0.52
재무비율(%)					
ROE	(3.26)	0.79	13.10	14.33	12.60
ROA	(0.79)	0.17	3.12	4.13	4.32
ROIC	(0.91)	4.74	9.98	13.84	17.29
부채비율	99.62	112.14	95.07	79.69	67.56
순부채비율	52.01	57.87	38.41	18.02	(0.20)
이자보상배율(배)	2.24	3.02	4.86	7.52	10.16

자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	816.3	898.4	1,043.9	1,276.8	1,592.5
금융자산	303.5	282.5	333.7	505.3	762.3
현금성자산	220.1	170.8	227.0	403.2	664.5
매출채권	258.8	318.1	366.9	398.6	428.9
재고자산	239.4	280.9	324.0	352.0	378.8
기타유동자산	14.6	16.9	19.3	20.9	22.5
비유동자산	2,117.0	2,111.1	2,033.7	1,965.8	1,907.0
투자자산	39.9	53.4	57.3	59.7	62.1
금융자산	24.9	37.9	39.3	40.2	41.1
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	126.3	126.2
자산총계	2,933.3	3,009.4	3,077.6	3,242.6	3,499.5
유동부채	868.1	1,283.7	1,203.9	1,149.6	1,125.9
금융부채	533.1	854.0	710.2	614.4	550.9
매입채무	160.2	190.5	219.7	238.7	256.8
기타유동부채	174.8	239.2	274.0	296.5	318.2
비유동부채	595.7	307.1	296.0	288.4	285.1
금융부채	534.7	249.4	229.5	216.1	207.3
기타비유동부채	61.0	57.7	66.5	72.3	77.8
부채총계	1,463.8	1,590.8	1,499.9	1,438.1	1,411.0
지배주주지분	664.1	648.6	801.9	1,019.4	1,291.3
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	520.9	738.5	1,010.3
비배주주지분	805.4	770.0	775.8	785.1	797.2
자본총계	1,469.5	1,418.6	1,577.7	1,804.5	2,088.5
순금융부채	764.3	820.9	605.9	325.2	(4.1)

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	90.8	112.2	255.0	313.1	360.9
당기순이익	(4.1)	25.1	175.8	244.0	301.1
조정	127.2	163.3	81.2	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	0.0	0.0	(0.1)
영업활동 자산부채 변동	(32.3)	(76.2)	(2.0)	(1.3)	(1.2)
투자활동 현금흐름	(145.2)	(155.7)	(1.9)	(0.8)	(0.9)
투자자산감소(증가)	(9.1)	740.1	(6.8)	(5.4)	(5.3)
자본증가(감소)	(32.5)	(106.8)	0.0	0.0	0.0
기타	(103.6)	(789.0)	4.9	4.6	4.4
재무활동 현금흐름	82.0	22.0	(177.4)	(123.3)	(86.5)
금융부채증가(감소)	158.0	35.5	(163.7)	(109.2)	(72.3)
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)	33.0	176.3	261.3
Unlevered CFO	180.9	244.6	336.1	397.7	449.3
Free Cash Flow	53.0	5.4	255.0	313.1	360.9

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%
22.4.6	BUY	59,000	-29.57%	-18.64%

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 6월 3일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(박은정)는 2024년 6월 3일 현재 해당회사의 유가증권 을 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	93.69%	5.86%	0.45%	100%

* 기준일: 2024년 05월 31일