Morning Meeting Notes

2024-01-23

내일의 차이 현대차증권

What's Inside
삼성SDI(BUY/600,000) 단기 실적 부진 감안해도 과도하게 저평가된 Valuation
롯데칠성(BUY/200,000) 4Q23 Preview: 아쉬운 4분기
한국콜마(BUY/70,000) 4Q23 Preview: 우려를 극복하는 실적 모멘텀

New Issue
뉴욕증시, 기술주 상승에 힘입어 3대 지수 일제히 상승 마감...S&P500 연일 최고치 경신
뉴욕채권, 국채 가격 하락에 따른 반발매수세 유입...미 국채 금리 하락
국제유가, 우크라이나 러시아 연료 터미널 공격 소식에 상승...WTI 2.42%↑

New Publication
[모빌리티/IT 산업] CES 2024 방문 후기 및 투자 활용법(2024-01-16)
[인터넷/게임/미디어 산업] 24 Events to Watch(2024-01-08)
[ESG] ESG 리서치 보고서: 글로벌 ESG 동향 그리고 기업분석(2023-12-26)
[글로벌] '23년 중국경제공작회의 전망-첨단산업 자립자강, 산업 업그레이드에 집중(2023-12-07)
[IT H/W 산업] 대만, 일본 기업 탐방 후기(2023-12-05)
[정유화학/태양광 산업] 고금리에도 올 것은 온다(2023-12-05)
[음식료산업] 2024년 연간전망: 꺼진 불을 다시 볼 때(2023-11-28)
[방위산업] 전쟁의 시대(2023-11-27)
[미국주식] 2024년 미국주식: 불안 속 축배를 들 때(2023-11-27)
[제약/바이오] 2024년 연간전망: 키트루다 유니버스(2023-11-24)
[AI산업] 2024 AI 산업 연간전망: 온디바이스 AI와 NPU 시장의 개화(2023-11-24)
[화장품] 2024년 연간전망: K-Beauty의 축복이 끝이 없네!(2023-11-22)

Rating, Target Price Changes

삼성SDI	BUY	1,000,000 원 ▷	BUY	600,000 원	(2024-01-22)
GS건설	BUY	16,000 원 ▷	M.PERFORM	16,000 원	(2024-01-19)
오픈엣지테크놀로지	BUY	30,000 원 ▷	BUY	42,000 원	(2024-01-15)
카카오	BUY	72,000 원 ▷	BUY	80,000 원	(2024-01-08)
크래프톤	BUY	250,000 원 ▷	BUY	270,000 원	(2024-01-08)
테크윙	신규편입	▷	BUY	15,000 원	(2023-12-21)
CJ ENM	BUY	80,000 원 ▷	BUY	90,000 원	(2023-12-14)
네패스아크	신규편입	▷	BUY	34,000 원	(2023-12-13)
LIG넥스원	BUY	130,000 원 ▷	BUY	160,000 원	(2023-12-13)
고려아연	BUY	650,000 원 ▷	BUY	670,000 원	(2023-12-13)
리노공업	신규편입	▷	BUY	250,000 원	(2023-12-05)
롯데정밀화학	BUY	100,000 원 ▷	BUY	83,000 원	(2023-12-01)
한올바이오파마	BUY	49,000 원 ▷	BUY	63,000 원	(2023-11-29)
CJ제일제당	BUY	400,000 원 ▷	BUY	440,000 원	(2023-11-28)

외국인 순매수

순매수	금액(백만)
삼성전자	137,256
SK하이닉스	75,608
삼성바이오로직스	64,532
POSCO홀딩스	59,665
이수페타시스	40,938

국내기관 순매수

순매수	금액(백만)
셀트리온	61,490
KODEX 코스닥150선물인버스	24,317
이수페타시스	21,413
LG화학	20,810
현대로템	18,953

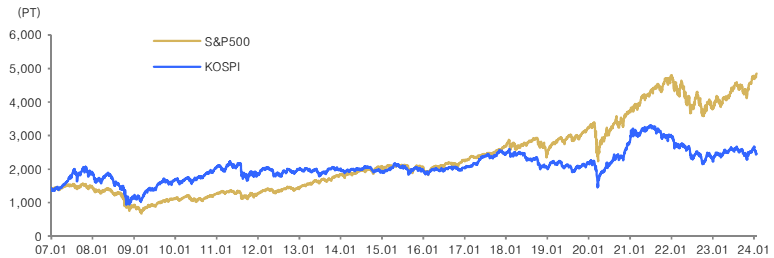
외국인 순매도

순매도	금액(백만)
LG화학	-45,837
삼성SDI	-39,684
에코프로비엠	-34,204
제주반도체	-25,427
셀트리온	-23,533

국내기관 순매도

순매도	금액(백만)
SK하이닉스	-58,406
SK이노베이션	-38,208
한미반도체	-33,857
삼성전자	-24,748
KODEX 코스닥150레버리지	-21,395

KOSPI, S&P 추이



국내시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
KOSPI	2,464.35	-0.34	-5.20
대형주	2,451.46	-0.26	-5.06
중형주	2,629.23	+0.05	-5.70
소형주	2,243.80	-0.41	-2.34
KOSDAQ	839.69	-0.35	-1.75

투자자별 매매동향 KOSPI	개인 (억원)	외국인 (억원)	기관 (억원)
순매수	-2,432	3,001	-388
누적순매수(D-20)	23,541	31,935	-55,365

거래대금(코스피+코스닥)	금액	D-1	D-20
(평균,단위 :억 원)	211,448	203,692	202,962

업종별 지수	종가	D-1(%)	D-20(%)
건설	67.97	-1.48	-6.01
금융	362.01	+0.01	-5.11
운수장비	2,037.63	-0.34	-6.99
유통	337.21	+0.04	-7.92
음식료	3,354.81	-0.23	-8.60
의약품	13,641.89	+2.73	+2.36
전기전자	26,556.96	-0.42	-3.67
철강금속	5,153.39	-2.29	-13.21
화학	4,163.97	-2.70	-14.50
유틸리티	603.31	+1.85	-2.01
통신	369.15	+0.04	-3.44

해외시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
S&P500	4,850.43	+0.22	+2.01
NASDAQ	15,360.29	+0.32	+2.45
일본	36,546.95	+1.62	+9.90
중국	2,756.34	-2.68	-5.57
독일	16,683.36	+0.77	-0.14

주요 금리 동향	종가	D-1(bp)	D-20(bp)
국고채 (3년)	3.28	-2.90	+4.40
국고채 (10년)	3.37	-5.00	+7.10
은행채AAA (3년)	3.74	-2.80	+3.00
미국국채 (2년)	4.38	+0.43	+4.48
미국국채 (10년)	4.10	-2.50	+20.94

환율 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
원/달러	1,338.90	-0.01	+2.76
원/백 엔	904.38	+0.07	-1.16
원/위안	186.16	+0.01	+1.96
달러/유로	1.09	-0.10	-1.13
위안/달러	7.19	-0.02	+0.78
엔/달러	148.05	-0.07	+3.96
Dollar Index	103.33	+0.08	+1.58

상품시장 동향	종가	D-1(%)	D-20(%)
WTI (usd/barrel)	75.19	+2.42	+2.22
금 (usd/oz)	2,023.05	-0.31	-2.23
BDI	1,503.00	+10.76	-28.22
천연가스(NYMEX)	2.44	-3.26	-6.63

본 조사지표는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단복제 및 배포할 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.

Company Note
2024. 01. 23

삼성SDI
(006400)

BUY
TP 600,000원

단기 실적 부진 감안해도 과도하게 저평가된 Valuation

Analyst 강동진
02-3787-2228 dongjin.kang@hmsec.com

현재주가 (1/22)	358,000원
상승여력	67.6%
시가총액	24,618십억원
발행주식수	68,765천주
자본금/액면가	357십억원/5,000원
52주 최고가/최저가	793,000원/358,000원
일평균 거래대금 (60일)	151십억원
외국인지분율	43.82%
주요주주	삼성전자 외 4 인 20.52%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-20.5	-25.4	-47.8
상대주가(%p)	-16.2	-28.1	-44.7

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(23F)	EPS(24F)	T/P
Before	28,899	36,071	1,000,000
After	27,837	31,682	600,000
Consensus	27,984	31,019	
Cons. 차이	-0.5%	2.1%	N/A

최근 12개월 주가수익률

자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 4Q23 실적은 컨센서스 하회할 것. EV 수요는 상대적으로 견조했으나, 전동공구 수요 부진
- 스텔란티스 합작공장 조기 가동으로 올해부터 AMPC 및 미국향 실적 반영될 것
- 주요 고객사인 BMW, Rivian 판매 양호. 향후 EV시장은 고객사 별로 판매가 차별화될 것으로 전망. 또한, 전고체 배터리 양산 기대감도 점증할 전망
- Global 주요 2차전지 업체 중 가장 저평가. 과매도 국면. 목표주가는 지분법 이익 제외한 수정 EPS에 향후 3년 성장률을 감안한 Target PEG multiple 1.3x적용하여 600,000원으로 하향. 이는 '25년 Implied 수정 P/E 17.0x, 지분법 이익 포함 '25년 EPS 기준 13.9x 수준. 중국 CATL, Gotion, EVE Energy 평균 P/E 14.1x 임을 감안 시 무리한 수준 아님. Top pick 유지

주요이슈 및 실적전망

- 삼성SDI 4Q23 실적은 매출액 5.8조원(-2.4% qoq, -2.7% yoy), 영업이익 3,943억원(-20.5% qoq, -19.7% yoy) 기록하여 컨센서스를 하회할 전망
- 전동공구 수요 부진으로 원통형 배터리 수요 예상보다 부진. 미국 스텔란티스 판매 및 ESS 판매 역시 당초 예상보다 부진. 다만, 주요 중대형 전지 고객사인 BMW, Rivian 판매 호조 지속
- 연초 미국 전기차 판매 지표 및 동사 주요 고객사들의 판매 지표 확인이 중요. 특히, 미국 $7,500 세액공제 혜택이 '24부터 판매 시점에 주어짐에 따라, 연초 수요 호조 가능성 높다고 판단. 예상대로 지표 호전 시 2차전지 섹터 전반 센티먼트는 점진적으로 개선될 것으로 기대. Ford는 이미 지난해부터 전기차 판매 목표를 가장 적극적으로 하향해 왔음. 자체적인 이슈로 판단
- OEM간 EV 판매 차별화 가능성이 큼. 특히, Tesla와 경쟁 차종이 아닌 럭셔리 브랜드의 BMW, Rivian 호조 지속 전망. 여타 OEM 판매는 배터리 가격 크게 하락하는 2H24 이후 회복 기대
- 메탈 가격 하락으로 2Q24까지 ASP 하락 불가피. 다만, 배터리 가격 예상보다 빠르게 하락함에 따라, '25년에는 배터리 팩 기준 $100/kWh 이하 가격 도달할 것. 최근 Tesla 중심으로 가격 인하가 진행되고 있는데, 이는 배터리 가격 하락 감안하면 충분히 납득 가능. 이는 EV 대중화로 이어질 전망. 2H24 이후 수요 강세를 기대하는 이유. 부정적으로만 볼 필요 없음
- 스텔란티스 JV 당초 계획보다 앞당겨 '24년 가동 예정. 고객 다변화, 지역 Mix 개선, AMPC 기대

주가전망 및 Valuation

- 배터리 이외 사업 비중이 높은 Panasonic과 SK이노베이션 제외 시 가장 저평가된 2차전지 업체

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2021	13,553	1,068	1,170	2,320	16,990	103.8	38.6	3.1	20.8	8.5	0.2
2022	20,124	1,808	1,952	3,271	28,366	67.0	20.8	2.5	13.4	12.5	0.2
2023F	22,949	1,716	1,916	3,527	27,837	-1.9	17.0	1.8	10.3	10.9	0.2
2024F	24,124	2,074	2,180	4,613	31,682	13.8	11.3	1.2	6.6	11.1	0.3
2025F	29,438	3,501	2,966	6,656	43,117	36.1	8.3	1.1	4.6	13.3	0.3

** K-IFRS 연결 기준*

<표1> 삼성SDI 4분기 실적 전망 (단위: 십억 원)

	분기실적			증감률		컨센서스	
	4Q23F	4Q22	3Q23	(YoY)	(QoQ)	4Q23	대비
매출액	5,805.3	5,965.9	5,948.1	-2.7%	-2.4%	5,995.7	-3.2%
영업이익	394.3	490.8	496.0	-19.7%	-20.5%	461.6	-14.6%
영업이익률	6.8%	8.2%	8.3%	-1.4%p	-1.5%p	7.7%	-0.9%p
세전이익	545.0	803.2	760.4	-32.1%	-28.3%	635.5	-14.2%
지배지분순이익	402.8	601.3	613.2	-33.0%	-34.3%	464.5	-13.3%

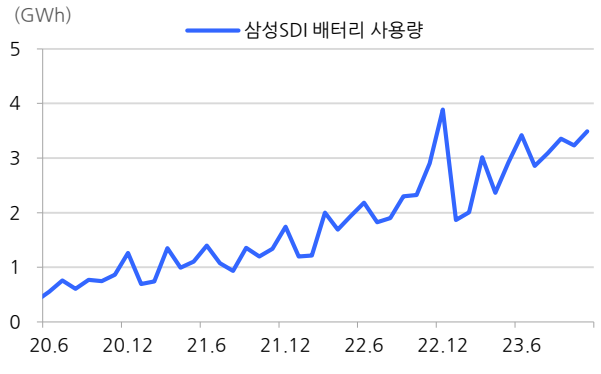
자료: 삼성SDI, Fnguide, 현대차증권
주: K-IFRS 연결 기준

<표2> 실적 추정 변경 (단위: 십억 원)

	2023F					2024F				
	변경 후	변경 전	변동율	Consensus	차이	변경 후	변경 전	변동율	Consensus	차이
매출액	22,948.9	23,310.8	-1.6%	23,144.4	-0.8%	24,123.9	27,042.9	-10.8%	25,799.3	-6.5%
영업이익	1,715.9	1,872.1	-8.3%	1,786.4	-4.0%	2,073.6	2,609.1	-20.5%	2,256.5	-8.1%
영업이익률	7.5%	8.0%	-0.6%p	7.7%	-0.2%p	8.6%	9.6%	-1.1%p	8.7%	-0.2%p
지배지분순이익	1,915.8	1,988.8	-3.7%	1,969.6	-2.7%	2,180.2	2,482.0	-12.2%	2,183.2	-0.1%

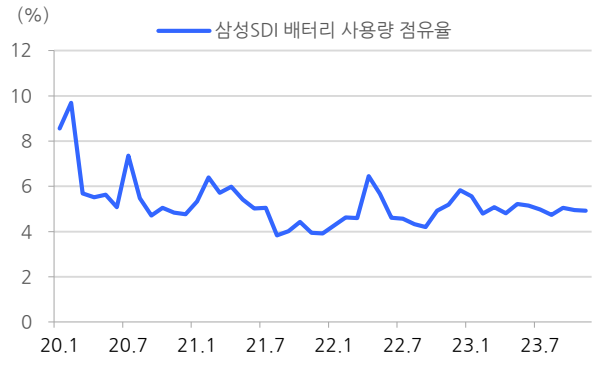
자료: 삼성SDI, Fnguide, 현대차증권

<그림1> 삼성SDI, EV용 배터리 사용량



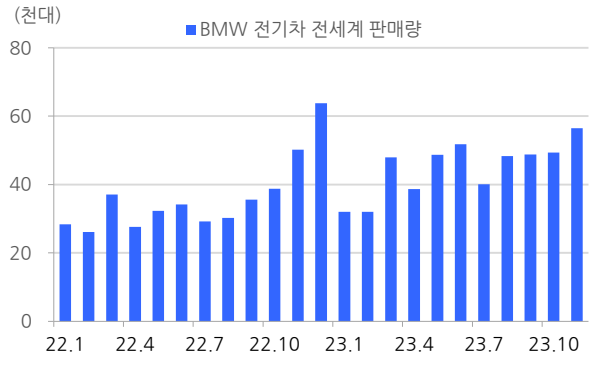
자료: EV-Volumes, 현대차증권

<그림2> 삼성SDI 배터리 사용량 점유율 추이



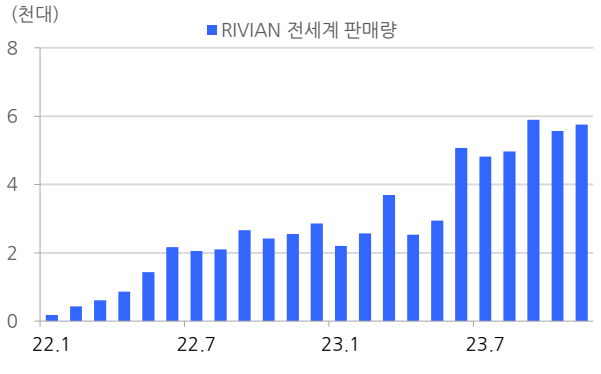
자료: EV-Volumes, 현대차증권

<그림3> BMW 전기차 판매량



자료: EV-Volumes, 현대차증권

<그림4> Rivian 전기차 판매량



자료: EV-Volumes, 현대차증권

<표3> 상세실적 추이 및 전망

	2022	2023F	2024F	1Q22	2Q22	3Q22	4Q22	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F
매출액	**20,124**	**22,949**	**24,124**	**4,049**	**4,741**	**5,368**	**5,966**	**5,355**	**5,841**	**5,948**	**5,805**
(yoy, %)	48.5%	14.0%	5.1%	36.7%	42.2%	56.1%	56.3%	32.2%	23.2%	10.8%	-2.7%
에너지 솔루션	**17,566**	**20,537**	**21,536**	**3,319**	**4,072**	**4,834**	**5,342**	**4,798**	**5,270**	**5,338**	**5,131**
중대형 전지	9,769	12,353	12,904	1,825	2,235	2,610	3,098	2,807	3,199	3,304	3,042
EV	7,566	10,051	10,783	1,411	1,775	2,030	2,350	2,279	2,561	2,744	2,467
ESS	2,203	2,302	2,121	415	460	580	748	528	638	561	576
소형전지	7,797	8,185	8,632	1,494	1,836	2,224	2,243	1,991	2,071	2,034	2,089
(yoy, %)											
에너지 솔루션	60.5%	16.9%	4.9%	39.0%	50.1%	76.4%	71.9%	44.6%	29.4%	10.4%	-3.9%
중대형 전지	60.7%	26.4%	4.5%	36.6%	42.1%	84.9%	76.2%	53.8%	43.1%	26.6%	-1.8%
소형전지	60.2%	5.0%	5.5%	42.2%	61.2%	67.3%	66.4%	33.3%	12.8%	-8.5%	-6.9%
전자재료	**2,558**	**2,411**	**2,588**	**730**	**669**	**534**	**624**	**557**	**571**	**610**	**674**
(yoy, %)	-1.9%	-5.7%	7.3%	26.8%	7.5%	-23.6%	-11.9%	-23.7%	-14.7%	14.2%	8.0%
영업이익	**1,808**	**1,716**	**2,074**	**322**	**429**	**566**	**491**	**375**	**450**	**496**	**394**
(yoy, %)	69.4%	-5.1%	20.8%	142.0%	45.3%	51.5%	84.7%	16.5%	4.9%	-12.4%	-19.7%
(OPM)	9.0%	7.5%	8.6%	8.0%	9.0%	10.5%	8.2%	7.0%	7.7%	8.3%	6.8%
에너지 솔루션	**1,254**	**1,430**	**1,660**	165	245	485	359	316	388	412	313
중대형 전지	430	720	1,052	22	34	218	157	147	166	229	178
소형 전지	823	710	608	143	211	267	202	169	222	183	136
(yoy, %)											
에너지 솔루션	133.2%	14.0%	16.1%	251.8%	45.2%	140.2%	198.8%	91.7%	58.5%	-15.1%	-12.7%
중대형 전지	1508.8%	67.2%	46.1%	흑전	5.3%	2309.4%	1177.1%	580.2%	393.6%	4.9%	13.0%
소형 전지	61.2%	-13.8%	-14.4%	95.0%	54.5%	38.4%	87.2%	18.0%	4.9%	-31.4%	-32.8%
(OPM)	6.2%	6.2%	6.9%	4.1%	5.2%	9.0%	6.0%	5.9%	6.6%	6.9%	5.4%
전자재료	**554**	**286**	**414**	**157**	**184**	**81**	**132**	**59**	**62**	**84**	**81**
(yoy, %)	4.6%	-48.3%	44.5%	82.3%	45.5%	-52.8%	-9.5%	-62.4%	-66.3%	3.8%	-38.6%
(OPM)	21.7%	11.9%	16.0%	21.5%	27.5%	15.2%	21.1%	10.6%	10.9%	13.8%	12.0%
세전이익	**2,652**	**2,450**	**2,874**	**454**	**529**	**866**	**803**	**561**	**583**	**760**	**545**
(yoy, %)	59.5%	-7.6%	17.3%	121.1%	33.5%	57.3%	57.1%	23.7%	10.3%	-12.2%	-32.1%
지배주주순이익	**1,952**	**1,916**	**2,180**	**357**	**391**	**603**	**601**	**439**	**460**	**613**	**403**
(yoy, %)	66.9%	-1.9%	13.8%	165.7%	42.4%	52.5%	64.5%	23.2%	17.7%	1.7%	-33.0%
(NPM)	9.7%	8.3%	9.0%	8.8%	8.3%	11.2%	10.1%	8.2%	7.9%	10.3%	6.9%

자료: 삼성SDI, 현대차증권

〈표4〉 Global Peer Valuation

	(단위: 백만 USD, %)		Sales	OP	OPM	EBITDA	EBITDA margin	ROE	PER	PBR	EV/ EBITDA
일본	PANASONIC HOLDINGS CORP	2022	61,978	2,124	3.4	4,952	8.0	8	10.4	0.8	5.30
		2023	56,580	2,697	4.8	5,597	9.9	11	7.9	0.8	4.99
		2024	58,967	3,209	5.4	6,213	10.5	9	8.7	0.7	4.49
		2025	61,631	3,713	6.0	6,843	11.1	10	7.6	0.7	4.08
중국	BYD CO LTD -A	2022	63,061	3,081	4.9	6,097	9.7	16	29.8	4.5	15.54
		2023	88,487	5,391	6.1	9,180	10.4	23	18.1	3.9	7.85
		2024	113,444	7,087	6.2	11,998	10.6	24	13.5	3.1	6.00
		2025	134,987	9,057	6.7	15,160	11.2	24	10.5	2.4	4.75
	CATL	2022	48,864	4,685	9.6	6,523	13.3	25	30.5	5.8	23.70
		2023	57,044	6,956	12.2	9,342	16.4	23	15.5	3.4	9.97
		2024	68,682	8,769	12.8	11,794	17.2	23	12.5	2.7	7.90
		2025	83,726	10,952	13.1	14,471	17.3	23	10.0	2.2	6.44
	GOTION HIGH-TECH CO LTD-A	2022	3,428	45	1.3	204	6.0	1	160.2	2.2	50.50
		2023	4,180	96	2.3	322	7.7	2	63.9	1.5	26.55
		2024	5,518	187	3.4	479	8.7	4	34.2	1.4	17.85
		2025	7,010	287	4.1	626	8.9	6	23.0	1.4	13.66
	EVE ENERGY CO LTD-A	2022	5,399	359	6.7	514	9.5	15	47.8	5.9	58.47
		2023	7,167	676	9.4	866	12.1	13	17.8	2.4	16.35
		2024	9,658	923	9.6	1,186	12.3	15	13.0	2.0	11.94
		2025	12,362	1,232	10.0	1,571	12.7	17	10.2	1.7	9.03
미국	TESLA INC	2022	81,462	13,656	16.8	18,201	22.3	34	33.7	8.7	20.53
		2023	97,550	9,417	9.7	15,532	15.9	19	68.9	12.9	42.10
		2024	117,852	12,892	10.9	19,152	16.3	20	55.6	10.6	34.14
		2025	145,169	18,964	13.1	27,983	19.3	21	40.5	8.6	23.37
한국	LG ENERGY SOLUTION	2022	19,870	942	4.7	2,368	11.9	6	132	5.4	34.73
		2023	25,966	1,708	6.6	3,492	13.4	8	56.9	4.4	21.73
		2024	29,502	2,799	9.5	5,379	18.2	11	38.5	3.9	14.11
		2025	39,422	4,752	12.1	7,724	19.6	16	22.8	3.3	9.83
	SAMSUNG SDI CO LTD	2022	15,620	1,403	9.0	2,539	16.3	12	20.2	2.3	13.0
		2023	17,184	1,332	7.7	2,629	15.3	11	13.0	1.4	8.38
		2024	19,128	1,658	8.7	3,217	16.8	11	11.8	1.2	6.8
		2025	22,906	2,201	9.6	3,991	17.4	12	9.4	1.1	5.5
	SK INNOVATION CO LTD	2022	60,588	3,041	5.0	4,432	7.3	8	8.6	0.7	5.9
		2023	57,544	1,565	2.7	3,164	5.5	3	18.3	0.5	8.17
		2024	57,711	2,463	4.3	4,442	7.7	7	7.1	0.5	5.8
		2025	61,800	3,580	5.8	5,838	9.4	10	4.7	0.4	4.4

자료: Bloomberg, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	13,553	20,124	22,949	24,124	29,438
증가율 (%)	20.0	48.5	14.0	5.1	22.0
매출원가	10,476	15,903	19,034	19,907	23,321
매출원가율 (%)	77.3	79.0	82.9	82.5	79.2
매출총이익	3,078	4,221	3,915	4,217	6,117
매출이익률 (%)	22.7	21.0	17.1	17.5	20.8
증가율 (%)	29.3	37.1	-7.2	7.7	45.1
판매관리비	2,010	2,413	2,199	2,144	2,616
판관비율(%)	14.8	12.0	9.6	8.9	8.9
EBITDA	2,320	3,271	3,527	4,613	6,656
EBITDA 이익률 (%)	17.1	16.3	15.4	19.1	22.6
증가율 (%)	32.2	41.0	7.8	30.8	44.3
영업이익	1,068	1,808	1,716	2,074	3,501
영업이익률 (%)	7.9	9.0	7.5	8.6	11.9
증가율 (%)	59.2	69.3	-5.1	20.9	68.8
영업외손익	66	-195	-129	-200	-221
금융수익	548	1,391	873	74	53
금융비용	441	1,443	1,033	274	274
기타영업외손익	-41	-143	31	0	0
종속/관계기업관련손익	530	1,040	862	1,000	1,000
세전계속사업이익	1,663	2,652	2,450	2,874	4,281
세전계속사업이익률	12.3	13.2	10.7	11.9	14.5
증가율 (%)	107.1	59.5	-7.6	17.3	49.0
법인세비용	413	613	468	661	985
계속사업이익	1,250	2,039	1,981	2,213	3,296
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	1,250	2,039	1,981	2,213	3,296
당기순이익률 (%)	9.2	10.1	8.6	9.2	11.2
증가율 (%)	98.1	63.1	-2.8	11.7	48.9
지배주주지분 순이익	1,170	1,952	1,916	2,180	2,966
비지배주주지분 순이익	81	87	66	32	330
기타포괄이익	629	-140	359	0	0
총포괄이익	1,880	1,899	2,341	2,213	3,296

(단위:십억원)

재무상태표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	7,445	9,652	9,675	9,720	11,099
현금성자산	2,326	2,614	1,649	1,369	1,452
단기투자자산	183	568	1,183	609	634
매출채권	1,946	2,419	2,772	3,172	3,744
재고자산	2,487	3,205	3,210	3,673	4,336
기타유동자산	502	846	861	896	933
비유동자산	18,388	20,606	24,013	27,355	30,981
유형자산	7,636	8,965	11,661	13,598	15,309
무형자산	799	815	843	863	797
투자자산	9,556	10,199	10,939	12,324	14,304
기타비유동자산	397	627	570	570	571
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	25,833	30,258	33,688	37,075	42,080
유동부채	6,461	8,007	8,890	9,747	10,971
단기차입금	2,235	2,211	2,106	2,106	2,106
매입채무	1,272	2,192	2,363	2,705	3,192
유동성장기부채	275	640	853	853	853
기타유동부채	2,679	2,964	3,568	4,083	4,820
비유동부채	4,175	5,033	5,165	5,552	6,105
사채	220	0	0	0	0
장기차입금	1,888	2,297	2,485	2,485	2,485
장기금융부채	10	0	0	0	0
기타비유동부채	2,057	2,736	2,680	3,067	3,620
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	10,636	13,040	14,055	15,299	17,076
지배주주지분	14,705	16,486	18,674	20,784	23,682
자본금	357	357	357	357	357
자본잉여금	5,002	5,002	5,002	5,002	5,002
자본조정 등	-345	-345	-345	-345	-345
기타포괄이익누계액	1,174	1,004	1,344	1,344	1,344
이익잉여금	8,516	10,468	12,315	14,427	17,324
비지배주주지분	492	732	959	992	1,322
자본총계	15,197	17,218	19,633	21,776	25,004

(단위:십억원)

현금흐름표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	2,176	2,641	2,620	4,093	5,952
당기순이익	1,250	2,039	1,981	2,213	3,296
유형자산 상각비	1,173	1,408	1,743	2,463	3,089
무형자산 상각비	79	55	69	77	65
외환손익	13	37	6	0	0
운전자본의 감소(증가)	-25	-369	-403	341	501
기타	-314	-529	-776	-1,001	-999
투자활동으로인한현금흐름	-1,950	-2,946	-3,768	-4,308	-5,805
투자자산의 감소(증가)	79	220	306	-385	-981
유형자산의 감소	11	20	11	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-2,255	-2,809	-3,544	-4,400	-4,800
기타	215	-377	-541	477	-24
재무활동으로인한현금흐름	583	629	132	-65	-64
차입금의 증가(감소)	633	399	188	0	0
사채의증가(감소)	0	-220	0	0	0
자본의 증가	0	0	0	0	0
배당금	-69	-69	-69	-69	-69
기타	19	519	13	4	5
기타현금흐름	-29	-35	51	0	0
현금의증가(감소)	780	289	-965	-280	83
기초현금	1,546	2,326	2,614	1,649	1,369
기말현금	2,326	2,614	1,649	1,369	1,452

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS(당기순이익 기준)	18,162	29,635	28,793	32,154	47,910
EPS(지배순이익 기준)	16,990	28,366	27,837	31,682	43,117
BPS(자본총계 기준)	215,916	244,628	278,944	309,402	355,253
BPS(지배지분 기준)	208,920	234,231	265,312	295,308	336,476
DPS	1,000	1,030	1,030	1,030	1,030
P/E(당기순이익 기준)	36.1	19.9	16.4	11.1	7.5
P/E(지배순이익 기준)	38.6	20.8	17.0	11.3	8.3
P/B(자본총계 기준)	3.0	2.4	1.7	1.2	1.0
P/B(지배지분 기준)	3.1	2.5	1.8	1.2	1.1
EV/EBITDA(Reported)	20.8	13.4	10.3	6.6	4.6
배당수익률	0.2	0.2	0.2	0.3	0.3
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	98.4	63.2	-2.8	11.7	49.0
EPS(지배순이익 기준)	103.8	67.0	-1.9	13.8	36.1
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	8.8	12.6	10.8	10.7	14.1
ROE(지배순이익 기준)	8.5	12.5	10.9	11.1	13.3
ROA	5.3	7.3	6.2	6.3	8.3
안정성 (%)					
부채비율	70.0	75.7	71.6	70.3	68.3
순차입금비율	14.1	11.6	13.4	16.1	13.6
이자보상배율	18.7	20.1	6.5	7.6	12.8

** K-IFRS 연결 기준*

Company Note
2024. 01. 23

롯데칠성
(005300)

BUY
TP 200,000원

4Q23 Preview: 아쉬운 4분기

Analyst 하희지
02-3787-2574 1300691@hmsec.com

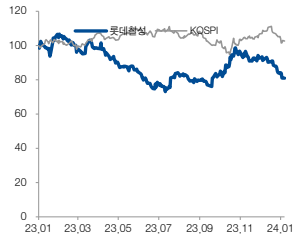
현재주가 (1/22)	131,700원
상승여력	51.9%
시가총액	1,222십억원
발행주식수	9,279천주
자본금/액면가	5십억원/500원
52주 최고가/최저가	173,500원/118,800원
일평균 거래대금 (60일)	3십억원
외국인지분율	12.12%
주요주주	롯데지주 외 13 인 62.39%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-11.8	-1.1	6.3
상대주가(%p)	-7.0	-4.7	12.6

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(23F)	EPS(24F)	T/P
Before	14,586	17,782	200,000
After	13,908	17,659	200,000
Consensus	13,562	16,862	
Cons. 차이	2.6%	4.7%	N/A

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 4Q23, 롯데칠성 시장 컨센서스를 하회하는 실적 기록할 것으로 전망. 음료/주류 제조원가율 상승, 주류 가격 인상 지연 및 도매상 출고 이연, PCPPI 일회성 비용 반영에 기인한 이익률 하락 전망
- 투자의견 BUY, 목표주가 200,000원 유지

주요이슈 및 실적전망

- 롯데칠성 4Q23 연결 기준 매출액은 9,339억원(+39.6%yoy), 영업이익은 221억원(-9.4%yoy, OPM 2.4%)시현할 것으로 전망
- **1) 음료:** 매출 +2.1%yoy, 영업이익 -25%yoy 예상. 11월 비우호적인 날씨 영향으로 매출 성장률 부진. 또한, 원당 가격 상승에 따른 원가 부담으로 인해 수익성 다소 하락할 것으로 판단
- **2) 주류:** 매출 +1.4%yoy, 영업이익 -140.4%yoy 전망. 소주 부문 예상보다 출고가 인상 지연됨에 따라, 제조원가 상승분 방어 못한 점 다소 아쉬움. 또한, 1/1부터 기준판매비율 적용으로 인해 도매상들의 수요 일부 1분기로 이연되며 4Q23 매출 성장률 다소 둔화될 것으로 전망. 다만, 향후 소주 출고가 인상 효과가 1분기부터 본격적으로 발생할 것으로 전망하며, 4Q23 충주 하이브리드 공장의 가동률은 약 50% 수준까지 상승하였을 것으로 판단, 이에 따른 고정비 부담 축소 및 주류 이익 개선 기대. 또한, 향후 맥주 신제품 KRUSH 성과에 따른 추가적인 모멘텀에 대한 기대감은 열어둠
- **3) PCPPI:** 매출 2,500억 영업이익 적자 전망. PCPPI 법인, 연결 초기 단계 발생하는 일회성 비용 발생 및 원당 부담에 기인한 손익이 계획 대비 다소 부진할 것으로 판단. 다만, 4Q23 일회성 비용 반영 후, PCPPI 법인의 ZBB 프로젝트를 통한 물류, 생산 효율화 통한 마진 개선에 대한 기대감 유효

주가전망 및 Valuation

- 4Q23 단기적인 실적 부진 다소 아쉬움. 다만, 2024년 1) 소주 출고가 인상 및 하이브리드 공장 가동률 개선에 의한 주류 수익성 개선 2) PCPPI 연결에 따른 추가적인 영업이익 확대 모멘텀은 유효하다고 판단. 향후, 맥주 신제품 KRUSH 성과 확인된다면 추가적인 모멘텀 시현도 가능할 것으로 전망

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2021	2,506	182	136	340	14,636	흑전	9.1	0.9	6.9	10.0	2.2
2022	2,842	223	128	386	13,563	-7.3	13.0	1.3	7.4	9.1	1.9
2023F	3,240	225	132	403	13,908	2.5	10.5	1.0	7.2	9.2	2.3
2024F	4,103	290	166	490	17,659	27.0	7.5	0.8	5.4	10.9	2.5
2025F	4,390	322	194	521	20,579	16.5	6.4	0.8	4.8	11.6	2.5

** K-IFRS 연결 기준*

〈표1〉 롯데칠성 4분기 실적 전망 (단위: 십억 원)

	분기실적			증감률		컨센서스	
	4Q23F	4Q22	3Q23	(YoY)	(QoQ)	4Q23F	대비
매출액	933.9	669.0	830.4	39.6%	12.5%	902.1	3.5%
영업이익	22.1	24.4	84.3	-9.5%	-73.8%	28.7	-23.2%
영업이익률	2.4%	3.6%	10.1%	-1.3%p	-7.8%p	3.2%	-0.8%p
세전이익	4.1	2.7	87.0	55.1%	-95.3%	10.9	-62.1%
지배지분순이익	3.1	5.6	66.6	-44.0%	-95.3%	10.1	-69.1%

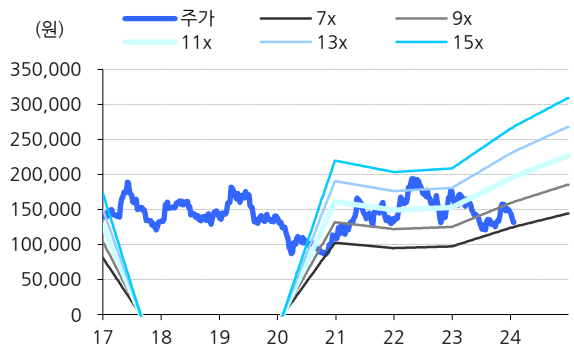
자료: 롯데칠성, Fnguide, 현대차증권
주 : K-IFRS 연결 기준

〈표2〉 실적 추정 변경 (단위: 십억 원)

	2023F					2024F				
	변경 후	변경 전	변동율	Consensus	차이	변경 후	변경 전	변동율	Consensus	차이
매출액	3,240.2	3,258.8	-0.6%	3,208.4	1.0%	4,102.8	4,128.6	-0.6%	4,000.9	2.5%
영업이익	224.8	233.2	-3.6%	231.5	-2.9%	290.0	291.5	-0.5%	293.0	-1.0%
영업이익률	6.9%	7.2%	-0.2%p	7.2%	-0.3%p	7.1%	7.1%	0.0%p	7.3%	-0.3%p
지배지분순이익	131.6	137.9	-4.6%	136.4	-3.5%	166.4	167.6	-0.7%	169.5	-1.8%

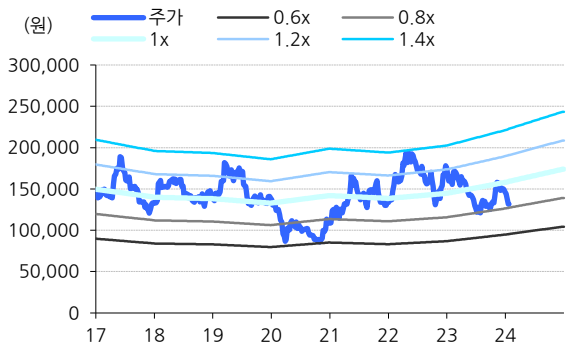
자료 : 롯데칠성, Fnguide, 현대차증권

〈그림1〉 롯데칠성 P/E Band Chart



자료 : Quantiwise, 현대차증권

〈그림2〉 롯데칠성 P/B Band Chart



자료 : , Quantiwise, 현대차증권

〈표3〉 실적 추이 및 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F
매출액	679.8	796.2	830.4	933.9	944.8	1,084.7	1,125.3	948.0	2,841.7	3,240.2	4,102.8
YoY(%)	*8.5%*	*4.5%*	*5.9%*	*39.6%*	*39.0%*	*36.2%*	*35.5%*	*1.5%*	*13.4%*	*14.0%*	*26.6%*
매출액(별도)	630.8	736.1	769.0	632.5	653.0	764.5	797.5	657.8	2,642.3	2,768.3	2,872.8
YoY(%)	*8.0%*	*4.1%*	*5.3%*	*1.9%*	*3.5%*	*3.9%*	*3.7%*	*4.0%*	*12.7%*	*4.8%*	*3.8%*
1. 음료(별도)	423.0	537.9	567.9	430.6	435.6	556.4	587.5	445.8	1,867.8	1,959.4	2,025.2
YoY(%)	*8.5%*	*3.7%*	*5.7%*	*2.1%*	*3.0%*	*3.4%*	*3.4%*	*3.5%*	*11.6%*	*4.9%*	*3.4%*
1-1. 국내	398.5	503.5	533.8	406.6	408.6	519.6	551.4	419.9	1,772.0	1,842.5	1,899.6
YoY(%)	*7.8%*	*2.5%*	*4.6%*	*1.4%*	*2.5%*	*3.2%*	*3.3%*	*3.3%*	*10.9%*	*4.0%*	*3.1%*
1) 탄산음료	213.8	239.9	237.8	203.9	221.6	249.6	245.6	212.1	843.6	895.3	928.9
YoY(%)	*14.6%*	*5.7%*	*3.3%*	*2.0%*	*3.6%*	*4.0%*	*3.3%*	*4.1%*	*20.1%*	*6.1%*	*3.8%*
2) 탄산외음료	184.7	263.6	296.1	202.8	187.0	270.0	305.8	207.8	928.4	947.2	970.6
YoY(%)	*0.9%*	*-0.2%*	*5.6%*	*0.9%*	*1.3%*	*2.4%*	*3.3%*	*2.5%*	*3.6%*	*2.0%*	*2.5%*
1-2. 수출	24.53	34.40	34.06	23.95	26.99	36.77	36.04	25.86	95.8	116.9	125.7
YoY(%)	*20.2%*	*24.2%*	*26.4%*	*15.4%*	*10.0%*	*6.9%*	*5.8%*	*8.0%*	*28.6%*	*22.1%*	*7.4%*
2. 주류(별도)	207.7	198.2	201.1	201.9	217.5	208.1	210.0	212.0	774.5	808.9	847.6
YoY(%)	*7.0%*	*5.2%*	*4.3%*	*1.4%*	*4.7%*	*5.0%*	*4.4%*	*5.0%*	*15.2%*	*4.4%*	*4.8%*
2-1. 국내	188.9	178.8	182.7	183.0	197.1	187.6	190.9	192.1	702.7	733.3	767.6
YoY(%)	*6.5%*	*6.0%*	*4.1%*	*1.0%*	*4.3%*	*5.0%*	*4.5%*	*5.0%*	*15.0%*	*4.4%*	*4.7%*
1) 소주	84.84	85.78	83.96	84.39	94.41	94.93	93.01	92.86	276.7	339.0	375.2
YoY(%)	*26.9%*	*28.5%*	*28.2%*	*8.7%*	*11.3%*	*10.7%*	*10.8%*	*10.0%*	*21.0%*	*22.5%*	*10.7%*
2) 소주 외	104.0	93.0	98.7	98.6	102.6	92.7	97.8	99.2	426.0	394.3	392.4
YoY(%)	*-5.8%*	*-8.8%*	*-10.2%*	*-4.8%*	*-1.3%*	*-0.3%*	*-0.9%*	*0.7%*	*11.4%*	*-7.4%*	*-0.5%*
2-2. 수출	18.8	19.4	18.2	18.9	20.4	20.4	19.2	19.9	71.9	75.4	80.0
YoY(%)	*11.7%*	*-1.9%*	*5.5%*	*5.5%*	*8.3%*	*5.3%*	*5.0%*	*5.4%*	*17.6%*	*5.0%*	*6.0%*
3. 연결 자회사	49.1	60.1	61.4	51.4	50.9	62.3	63.8	53.0	199.4	221.9	230.0
YoY(%)	*16.2%*	*9.4%*	*13.5%*	*6.6%*	*3.9%*	*3.7%*	*3.9%*	*3.0%*	*23.9%*	*11.3%*	*3.6%*
PCPPI				250.0	240.8	258.0	264.0	237.2		250.0	1,000.0
영업이익	59.3	59.2	84.3	22.1	66.1	75.5	102.1	46.4	222.9	224.8	290.0
OPM(%)	*8.7%*	*7.4%*	*10.2%*	*2.4%*	*7.0%*	*7.0%*	*9.1%*	*4.9%*	*7.8%*	*6.9%*	*7.1%*
YoY(%)	*-0.7%*	*-7.2%*	*12.4%*	*-9.4%*	*11.4%*	*27.5%*	*21.1%*	*110.2%*	*22.3%*	*0.9%*	*29.0%*
영업이익(별도)	56.5	50.1	76.2	18.5	56.8	59.6	77.3	32.2	202.8	201.3	225.9
OPM(%)	*9.0%*	*6.8%*	*9.9%*	*2.9%*	*8.7%*	*7.8%*	*9.7%*	*4.9%*	*7.7%*	*7.3%*	*7.9%*
YoY(%)	*3.9%*	*-8.2%*	*7.8%*	*-20.0%*	*0.5%*	*18.9%*	*1.4%*	*74.3%*	*16.2%*	*-0.8%*	*12.2%*
1. 음료	39.0	47.8	62.2	18.1	38.8	50.6	67.0	25.9	165.9	167.1	182.2
OPM(%)	*9.2%*	*8.9%*	*11.0%*	*4.2%*	*8.9%*	*9.1%*	*11.4%*	*5.8%*	*8.9%*	*8.5%*	*9.0%*
YoY(%)	*18.9%*	*6.2%*	*-2.8%*	*-25.0%*	*-0.6%*	*5.9%*	*7.7%*	*43.0%*	*10.6%*	*0.7%*	*9.1%*
2. 주류	17.5	2.3	14.0	0.4	18.0	8.9	10.3	6.4	36.9	34.2	43.6
OPM(%)	*8.4%*	*1.2%*	*7.0%*	*0.2%*	*8.3%*	*4.3%*	*4.9%*	*3.0%*	*4.8%*	*4.2%*	*5.1%*
YoY(%)	*-19.0%*	*-76.0%*	*109.0%*	*-140.4%*	*3.1%*	*289.0%*	*-26.5%*	*1475.4%*	*50.6%*	*-7.3%*	*27.6%*
3. PCPPI				-0.5	8.0	10.8	11.0	13.2		-0.5	43.0
세전이익	41.0	44.1	87.0	4.1	51.9	61.1	82.3	26.0	169.4	176.2	221.4
세전이익(%)	*6.0%*	*5.5%*	*10.5%*	*0.4%*	*5.5%*	*5.6%*	*7.3%*	*2.7%*	*6.0%*	*5.4%*	*5.4%*
YoY(%)	*-17.7%*	*-17.7%*	*37.4%*	*51.2%*	*26.8%*	*38.6%*	*-5.4%*	*530.8%*	*-3.2%*	*4.0%*	*25.7%*
지배주주순이익	29.9	32.1	66.6	3.1	38.9	46.0	61.8	19.7	128.4	131.6	166.4
순이익(%)	*4.4%*	*4.0%*	*8.0%*	*0.3%*	*4.1%*	*4.2%*	*5.5%*	*2.1%*	*4.5%*	*4.1%*	*4.1%*
% YoY	*-18.6%*	*-19.7%*	*44.0%*	*-44.0%*	*30.2%*	*43.5%*	*-7.2%*	*532.0%*	*-5.2%*	*2.5%*	*26.4%*

자료: 롯데칠성, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	2,506	2,842	3,240	4,103	4,390
증가율 (%)	11.0	13.4	14.0	26.6	7.0
매출원가	1,460	1,694	1,958	2,501	2,672
매출원가율 (%)	58.3	59.6	60.4	61.0	60.9
매출총이익	1,046	1,148	1,282	1,602	1,718
매출이익률 (%)	41.7	40.4	39.6	39.0	39.1
증가율 (%)	15.2	9.8	11.7	25.0	7.2
판매관리비	864	925	1,057	1,312	1,395
판관비율(%)	34.5	32.5	32.6	32.0	31.8
EBITDA	340	386	403	490	521
EBITDA 이익률 (%)	13.6	13.6	12.4	11.9	11.9
증가율 (%)	37.1	13.5	4.4	21.6	6.3
영업이익	182	223	225	290	322
영업이익률 (%)	7.3	7.8	6.9	7.1	7.3
증가율 (%)	87.6	22.5	0.9	28.9	11.0
영업외손익	-10	-56	-47	-69	-66
금융수익	12	15	24	17	14
금융비용	44	52	63	69	63
기타영업외손익	22	-19	-8	-17	-17
종속/관계기업관련손익	3	2	-2	0	0
세전계속사업이익	175	169	176	221	257
세전계속사업이익률	7.0	5.9	5.4	5.4	5.9
증가율 (%)	흑전	-3.4	4.1	25.6	16.3
법인세비용	38	38	42	52	60
계속사업이익	137	131	134	169	197
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	137	131	134	169	197
당기순이익률 (%)	5.5	4.6	4.1	4.1	4.5
증가율 (%)	흑전	-4.4	2.3	26.1	16.6
지배주주지분 순이익	136	128	132	166	194
비지배주주지분 순이익	2	3	3	3	4
기타포괄이익	-10	7	-1	0	0
총포괄이익	127	138	133	169	197

(단위:십억원)

재무상태표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	995	1,020	1,138	1,239	1,423
현금성자산	385	345	255	331	413
단기투자자산	20	21	24	25	27
매출채권	216	233	311	316	374
재고자산	305	343	467	486	521
기타유동자산	68	77	80	81	88
비유동자산	2,602	2,676	2,927	2,946	2,944
유형자산	2,048	2,078	2,356	2,359	2,335
무형자산	105	98	97	97	97
투자자산	228	221	184	199	221
기타비유동자산	221	279	290	291	291
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	3,597	3,696	4,066	4,186	4,368
유동부채	971	1,155	1,244	1,201	1,226
단기차입금	33	171	209	199	197
매입채무	180	201	301	306	332
유동성장기부채	426	408	380	337	307
기타유동부채	332	375	354	359	390
비유동부채	1,181	1,129	1,297	1,324	1,317
사채	872	907	964	984	964
장기차입금	116	29	102	101	101
장기금융부채	6	9	37	37	37
기타비유동부채	187	184	194	202	215
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	2,152	2,284	2,541	2,525	2,543
지배주주지분	1,427	1,393	1,455	1,588	1,748
자본금	5	5	5	5	5
자본잉여금	87	87	45	45	45
자본조정 등	-615	-756	-756	-756	-756
기타포괄이익누계액	-12	-23	-18	-18	-18
이익잉여금	1,962	2,079	2,177	2,311	2,471
비지배주주지분	18	19	70	73	77
자본총계	1,445	1,412	1,525	1,661	1,825

(단위:십억원)

현금흐름표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	321	268	220	362	366
당기순이익	137	131	134	169	197
유형자산 상각비	146	150	166	185	184
무형자산 상각비	12	13	13	14	14
외환손익	7	7	9	0	0
운전자본의 감소(증가)	-17	-79	-119	-7	-30
기타	36	46	17	1	1
투자활동으로인한현금흐름	81	-166	-124	-219	-199
투자자산의 감소(증가)	54	1	42	-15	-22
유형자산의 감소	72	1	31	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-202	-152	-123	-189	-160
기타	157	-16	-74	-15	-17
재무활동으로인한현금흐름	-177	-139	-183	-67	-85
차입금의 증가(감소)	2	-84	101	-1	0
사채의증가(감소)	-135	35	57	20	-20
자본의 증가	38	0	-42	0	0
배당금	-31	-31	-35	-33	-33
기타	-51	-59	-264	-53	-32
기타현금흐름	0	-3	-3	0	0
현금의증가(감소)	226	-40	-90	76	82
기초현금	159	385	345	255	331
기말현금	385	345	255	331	413

(단위:원, 배, %)

주요투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS(당기순이익 기준)	14,807	13,852	14,208	17,987	20,961
EPS(지배순이익 기준)	14,636	13,563	13,908	17,659	20,579
BPS(자본총계 기준)	143,727	140,455	151,646	165,200	181,498
BPS(지배지분 기준)	141,904	138,556	144,641	157,893	173,840
DPS	3,000	3,300	3,300	3,300	3,300
P/E(당기순이익 기준)	9.0	12.7	10.3	7.3	6.3
P/E(지배순이익 기준)	9.1	13.0	10.5	7.5	6.4
P/B(자본총계 기준)	0.9	1.3	1.0	0.8	0.7
P/B(지배지분 기준)	0.9	1.3	1.0	0.8	0.8
EV/EBITDA(Reported)	6.9	7.4	7.2	5.4	4.8
배당수익률	2.2	1.9	2.3	2.5	2.5
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	흑전	-6.4	2.6	26.6	16.5
EPS(지배순이익 기준)	흑전	-7.3	2.5	27.0	16.5
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	10.0	9.2	9.2	10.6	11.3
ROE(지배순이익 기준)	10.0	9.1	9.2	10.9	11.6
ROA	3.9	3.6	3.5	4.1	4.6
안정성 (%)					
부채비율	148.9	161.7	166.7	152.0	139.4
순차입금비율	72.4	81.9	92.6	78.4	63.9
이자보상배율	5.2	5.5	4.4	5.5	6.3

** K-IFRS 연결 기준*

Company Note
2024. 01. 23

한국콜마 (161890)

BUY
TP 70,000원

4Q23 Preview: 우려를 극복하는 실적 모멘텀

Analyst 하희지
02-3787-2574 1300691@hmsec.com

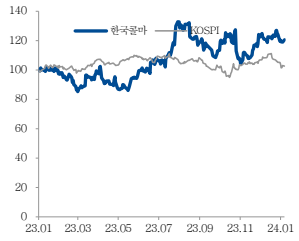
현재주가 (1/22)	52,700원
상승여력	32.8%
시가총액	1,206십억원
발행주식수	24,508천주
자본금/액면가	11십억원/500원
52주 최고가/최저가	58,100원/37,250원
일평균 거래대금 (60일)	7십억원
외국인지분율	30.18%
주요주주	한국콜마홀딩스 외 25 인 27.71%

주가상승률	1M	3M	6M
절대주가(%)	-0.4	2.1	12.8
상대주가(%p)	5.1	-1.6	19.5

* K-IFRS 연결 기준

(단위: 원)	EPS(23F)	EPS(24F)	T/P
Before	3,188	4,501	70,000
After	2,918	4,244	70,000
Consensus	3,001	4,059	
Cons. 차이	-2.8%	4.6%	N/A

최근 12개월 주가수익률



자료: FnGuide, 현대차증권

투자포인트 및 결론

- 4Q23, 한국콜마 연결 기준 매출액은 5,477억원(+14.3%yoy), 영업이익은 412억원(+376.6%yoy, OPM 7.5%)로 시장 컨센서스에 부합하는 실적 전망
- 투자의견 BUY, 목표주가 70,000원 유지

주요이슈 및 실적전망

- 1) 국내(별도): 매출 +25.8%yoy, 영업이익 -0.7%yoy 전망. 3Q23 국내 실적 시장 기대 대비 부진의 요인이었던 ERP 시스템 교체 영향은 10월부터 빠르게 정상화 된 것으로 전망. 오히려, 3Q23 지연된 생산 물량이 4Q23으로 이연되며 국내 20% 이상의 견조한 성장하였을 것으로 판단. 4Q23~2024년 지속적인 인디브랜드 및 주요 고객사 간접 및 직수출 물량 확대 기인한 국내 성장 모멘텀 이어갈 것으로 전망
- 2) 중국: 매출 +15.6%yoy, 영업이익 흑전 전망. 무석 법인 10월~11월 월 평균 120억 이상의 매출 시현. 다만, 12월 고객사 재고 조정 영향으로 12월 가동률 소폭 하락. 2024년 중국 무석법인 썬제품 중심의 강한 수주 흐름 기대
- 3) 북미: 매출 +30.4%yoy, 영업이익 적지 예상. 주요 인디브랜드향 수주 증가에 기인하여 미국 법인 +111.3%yoy 성장 기록하였을 것으로 전망. 이에 따라, 미국 공장 기준 BEP, 법인 기준 적자폭 축소 전망. 이에 반해, 캐나다 법인 역성장 -10%yoy, 3Q23에 이어 물류비 지속되며 적지 전망

주가전망 및 Valuation

- 국내 ERP 시스템 교체 영향 빠른 속도로 정상화되며 국내 실적에 대한 우려 해소. 2024년에도 국내 인디브랜드 성장에 기반한 견조한 수주 지속, 중국 Sun 시장 내 강한 경쟁력 기반 성장 모멘텀 지속 가능할 것으로 판단, 이에 따른 주가 우상향 흐름 기대

요약 실적 및 Valuation

구분	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EBITDA (십억원)	EPS (원)	증감율 (%)	P/E (배)	P/B (배)	EV/EBITDA (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2021	1,586	84	36	143	1,565	-77.7	25.7	1.3	14.3	5.5	1.0
2022	1,866	73	-22	149	-961	적전	NA	1.5	16.9	NA	1.2
2023F	2,151	140	67	234	2,918	흑전	18.4	1.7	11.7	9.7	0.9
2024F	2,414	213	103	300	4,244	45.4	12.4	1.6	8.5	13.5	0.9
2025F	2,564	248	135	322	5,500	29.6	9.6	1.4	7.3	15.5	0.9

* K-IFRS 연결 기준

〈표1〉 한국콜마 4분기 실적 전망 (단위: 십억 원)

	분기실적			증감률		컨센서스	
	4Q23F	4Q22	3Q23	(YoY)	(QoQ)	4Q23F	대비
매출액	547.7	479.1	516.4	14.3%	6.1%	550.1	-0.4%
영업이익	41.2	8.6	31.0	376.6%	32.7%	41.8	-1.4%
영업이익률	7.5%	1.8%	6.0%	5.7%p	1.5%p	7.6%	-0.1%p
세전이익	24.1	-54.1	26.9	흑전	-10.2%	30.5	-20.9%
지배지분순이익	14.7	-47.6	11.5	흑전	27.7%	15.9	-7.5%

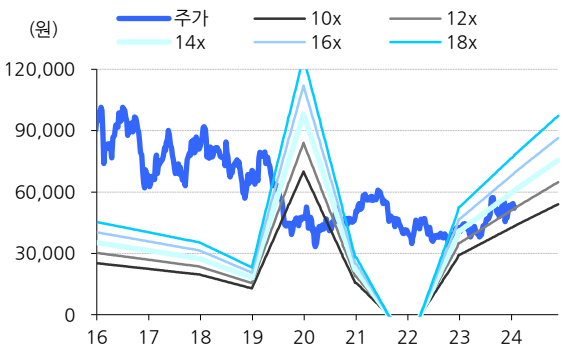
자료: 한국콜마, Fnguide, 현대차증권
주 : K-IFRS 연결 기준

〈표2〉 실적 추정 변경 (단위: 십억 원)

	2023F					2024F				
	변경 후	변경 전	변동율	Consensus	차이	변경 후	변경 전	변동율	Consensus	차이
매출액	2,151	2,148	0.1%	2,156	-0.2%	2,414	2,398	0.7%	2,415	0.0%
영업이익	140	139	0.4%	141	-0.9%	213	205	4.2%	196	8.8%
영업이익률	6.5%	6.5%	0.0%p	6.5%	0.0%p	8.8%	8.5%	0.3%p	8.1%	0.7%p
지배지분순이익	67	66	0.5%	69	-2.8%	103	112	-7.8%	99	4.6%

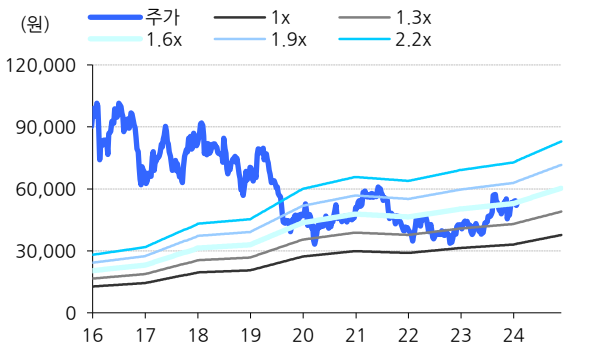
자료 : 한국콜마, Fnguide, 현대차증권

〈그림1〉 한국콜마 P/E Band Chart



자료 : Quantiwise, 현대차증권

〈그림2〉 한국콜마 P/B Band Chart



자료 : , Quantiwise, 현대차증권

〈표3〉 실적 추이 및 전망

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23F	1Q24F	2Q24F	3Q24F	4Q24F	2022	2023F	2024F
매출액	**487.7**	**599.7**	**516.4**	**547.7**	**560.1**	**663.8**	**583.4**	**606.9**	**1,865.7**	**2,151.4**	**2,414.2**
YoY(%)	***1%***	***19%***	***9%***	***14%***	***15%***	***11%***	***13%***	***11%***	***18%***	***15%***	***12%***
1. 한국(별도)	201.8	254.4	186.1	206.2	224.1	280.0	216.5	227.3	724.6	848.5	948.0
YoY(%)	*12%*	*24%*	*6%*	*26%*	*11%*	*10%*	*16%*	*10%*	*15%*	*17%*	*12%*
2. 중국	36.5	63.6	40.3	36.2	45.2	70.3	44.8	41.0	128.8	176.6	201.4
YoY(%)	*1%*	*92%*	*43%*	*16%*	*24%*	*11%*	*11%*	*13%*	*-6%*	*37%*	*14%*
2-1) 북경	3.5	7.2	4.1	3.6	3.3	4.9	3.3	3.2	16.8	18.4	14.8
YoY(%)	*-25%*	*60%*	*-1%*	*5%*	*-5%*	*-32%*	*-20%*	*-10%*	*-33%*	*10%*	*-20%*
2-2) 무석	33.0	56.4	36.1	32.6	41.9	65.4	41.5	37.8	112.0	158.1	186.7
YoY(%)	*5%*	*97%*	*51%*	*17%*	*27%*	*16%*	*15%*	*16%*	*0%*	*41%*	*18%*
3. 북미	18.5	22.6	21.8	24.3	21.7	25.3	24.7	26.0	74.1	87.2	97.7
YoY(%)	*5%*	*35%*	*3%*	*30%*	*17%*	*12%*	*13%*	*7%*	*15%*	*18%*	*12%*
3-1) 미국	6.5	8.3	11.3	13.1	9.2	10.5	13.5	14.0	25.7	39.2	47.2
YoY(%)	*21%*	*48%*	*33%*	*111%*	*42%*	*27%*	*19%*	*7%*	*6%*	*53%*	*20%*
3-2) 캐나다	12.0	14.3	10.5	11.2	12.5	14.8	11.2	12.0	48.4	48.0	50.5
YoY(%)	*-2%*	*29%*	*-17%*	*-10%*	*4%*	*3%*	*7%*	*8%*	*20%*	*-1%*	*5%*
4. HK 이노엔	184.9	204.4	215.6	222.0	215.1	227.8	238.8	251.7	846.5	826.9	933.4
YoY(%)	*3%*	*-19%*	*9%*	*3%*	*16%*	*11%*	*11%*	*13%*	*10%*	*-2%*	*13%*
5. 연우	50.5	63.2	61.2	62.0	58.6	68.3	65.5	66.4	105.9	236.9	258.7
YoY(%)	*-23%*	*3%*	*13%*	*20%*	*16%*	*8%*	*7%*	*7%*	*0%*	*124%*	*9%*
영업이익	**12.1**	**55.7**	**31.0**	**41.2**	**34.8**	**70.0**	**48.2**	**60.4**	**73.3**	**139.9**	**213.4**
OPM(%)	***2%***	***9%***	***6%***	***8%***	***6%***	***11%***	***8%***	***10%***	***4%***	***7%***	***9%***
YoY(%)	***-7%***	***65%***	***72%***	***377%***	***189%***	***26%***	***55%***	***47%***	***-13%***	***91%***	***52%***
1. 한국(별도)	13.5	34.7	13.1	21.3	16.0	39.9	18.3	26.0	69.1	82.5	100.3
OPM(%)	*7%*	*14%*	*7%*	*10%*	*7%*	*14%*	*8%*	*11%*	*10%*	*10%*	*11%*
YoY(%)	*-6%*	*51%*	*26%*	*-1%*	*18%*	*15%*	*40%*	*22%*	*5%*	*19%*	*21%*
2. 중국	0.0	8.7	0.5	0.6	1.7	8.7	2.3	2.2	-15.9	9.7	14.8
OPM(%)	*0%*	*14%*	*1%*	*2%*	*4%*	*12%*	*5%*	*5%*	*-12%*	*5%*	*7%*
YoY(%)	*적지*	*흑전*	*흑전*	*흑전*	*흑전*	*0%*	*383%*	*278%*	*적지*	*흑전*	*53%*
2-1) 북경	-0.6	-0.5	-1.2	-0.7	-0.8	-1.1	-0.3	-0.3	-6.9	-3.0	-2.5
YoY(%)	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*
2-2) 무석	0.6	9.2	1.7	1.3	2.5	10.4	2.6	2.5	-9.0	12.7	17.9
YoY(%)	*흑전*	*흑전*	*흑전*	*흑전*	*357%*	*13%*	*51%*	*93%*	*적지*	*흑전*	*41%*
3. 북미	-3.9	-1.8	-2.7	-1.6	-2.2	-1.8	-1.3	-1.1	-14.5	-10.0	-6.4
OPM(%)	*-21%*	*-8%*	*-12%*	*-6%*	*-10%*	*-7%*	*-5%*	*-4%*	*-20%*	*-11%*	*-7%*
YoY(%)	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*
3-1) 미국	-3.7	-2.5	-1.7	-0.9	-2.1	-2.0	-1.1	-0.6	-10.2	-8.8	-5.8
YoY(%)	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*
3-2) 캐나다	-0.2	0.7	-1.0	-0.7	-0.1	0.2	-0.2	-0.5	-4.3	-1.2	-0.6
YoY(%)	*적지*	*흑전*	*적지*	*적지*	*적지*	*-71%*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*
4. HK 이노엔	5.6	15.3	22.4	22.2	20.7	23.6	29.1	32.7	52.5	65.5	106.1
OPM(%)	*3%*	*7%*	*10%*	*10%*	*10%*	*10%*	*12%*	*13%*	*6%*	*8%*	*11%*
YoY(%)	*33%*	*-14%*	*1%*	*164%*	*270%*	*54%*	*30%*	*47%*	*4%*	*25%*	*62%*
5. 연우	-2.5	1.2	1.6	1.5	0.8	1.9	2.8	3.0	-5.4	1.8	8.5
OPM(%)	*-5%*	*2%*	*3%*	*2%*	*1%*	*3%*	*4%*	*5%*	*-5%*	*1%*	*3%*
YoY(%)	*적전*	*-68%*	*흑전*	*흑전*	*흑전*	*58%*	*75%*	*100%*	*적전*	*흑전*	*372%*
세전이익	**8.5**	**43.7**	**27.6**	**24.1**	**25.1**	**61.4**	**36.7**	**41.5**	**17.0**	**103.2**	**164.7**
세전이익률(%)	***2%***	***7%***	***5%***	***4%***	***4%***	***9%***	***6%***	***7%***	***1%***	***5%***	***7%***
YoY(%)	***-25%***	***13%***	***32%***	***흑전***	***196%***	***40%***	***37%***	***72%***	***-74%***	***508%***	***60%***
지배주주순이익	**5.8**	**34.8**	**11.8**	**14.7**	**15.6**	**38.8**	**22.9**	**25.8**	**-22.0**	**66.8**	**103.2**
NPM(%)	***1%***	***6%***	***2%***	***3%***	***3%***	***6%***	***4%***	***4%***	***-1%***	***3%***	***4%***
YoY(%)	***-42%***	***134%***	***1348%***	***흑전***	***169%***	***12%***	***99%***	***76%***	***적전***	***흑전***	***55%***

자료: 한국콜마, 현대차증권

(단위:십억원)

포괄손익계산서	2021	2022	2023F	2024F	2025F
매출액	1,586	1,866	2,151	2,414	2,564
증가율 (%)	20.0	17.7	15.3	12.2	6.2
매출원가	1,158	1,397	1,584	1,760	1,858
매출원가율 (%)	73.0	74.9	73.6	72.9	72.5
매출총이익	428	469	567	654	706
매출이익률 (%)	27.0	25.1	26.4	27.1	27.5
증가율 (%)	0.5	9.6	20.9	15.3	8.0
판매관리비	344	396	428	441	458
판관비율(%)	21.7	21.2	19.9	18.3	17.9
EBITDA	143	149	234	300	322
EBITDA 이익률 (%)	9.0	8.0	10.9	12.4	12.6
증가율 (%)	-21.9	4.2	57.0	28.2	7.3
영업이익	84	73	140	213	248
영업이익률 (%)	5.3	3.9	6.5	8.8	9.7
증가율 (%)	-31.1	-13.1	91.8	52.1	16.4
영업외손익	-17	-56	-38	-50	-33
금융수익	18	35	20	18	34
금융비용	34	60	55	58	58
기타영업외손익	-1	-31	-3	-10	-9
종속/관계기업관련손익	-1	-1	2	1	1
세전계속사업이익	67	17	103	165	216
세전계속사업이익률	4.2	0.9	4.8	6.8	8.4
증가율 (%)	-69.8	-74.6	505.9	60.2	30.9
법인세비용	23	21	16	36	48
계속사업이익	44	-4	87	129	169
중단사업이익	0	0	0	0	0
당기순이익	44	-4	87	129	169
당기순이익률 (%)	2.8	-0.2	4.0	5.3	6.6
증가율 (%)	-72.7	적전	흑전	48.3	31.0
지배주주지분 순이익	36	-22	67	103	135
비지배주주지분 순이익	8	18	20	26	34
기타포괄이익	-2	19	2	0	0
총포괄이익	41	15	89	129	169

(단위:십억원)

재무상태표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
유동자산	883	816	974	1,232	1,506
현금성자산	191	220	292	477	692
단기투자자산	142	73	83	92	99
매출채권	226	259	296	328	353
재고자산	210	239	274	303	327
기타유동자산	23	20	23	25	27
비유동자산	1,723	2,117	2,128	2,044	1,970
유형자산	446	609	662	595	538
무형자산	1,127	1,302	1,293	1,273	1,255
투자자산	31	34	35	37	38
기타비유동자산	119	172	138	139	139
기타금융업자산	0	0	0	0	0
자산총계	2,606	2,933	3,102	3,275	3,476
유동부채	889	868	1,111	1,154	1,188
단기차입금	223	312	379	379	379
매입채무	157	160	183	203	219
유동성장기부채	355	208	333	333	333
기타유동부채	154	188	216	239	257
비유동부채	358	596	449	462	472
사채	249	300	210	210	210
장기차입금	25	194	122	122	122
장기금융부채	0	0	0	0	0
기타비유동부채	84	102	117	130	140
기타금융업부채	0	0	0	0	0
부채총계	1,246	1,464	1,560	1,616	1,660
지배주주지분	684	664	719	811	933
자본금	11	11	11	11	11
자본잉여금	267	264	262	262	262
자본조정 등	0	0	0	0	0
기타포괄이익누계액	3	4	5	5	5
이익잉여금	403	384	439	531	654
비지배주주지분	676	805	823	849	883
자본총계	1,360	1,469	1,542	1,660	1,816

(단위:십억원)

현금흐름표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
영업활동으로인한현금흐름	-3	91	155	206	235
당기순이익	44	-4	87	129	169
유형자산 상각비	47	62	73	67	56
무형자산 상각비	12	14	21	20	18
외환손익	-3	5	-2	0	0
운전자본의 감소(증가)	-59	-32	-22	-10	-8
기타	-44	46	-2	0	0
투자활동으로인한현금흐름	-283	-145	-85	-11	-9
투자자산의 감소(증가)	-9	-6	-1	-2	-1
유형자산의 감소	0	5	1	0	0
유형자산의 증가(CAPEX)	-40	-38	-77	0	0
기타	-234	-106	-8	-9	-8
재무활동으로인한현금흐름	98	82	-1	-10	-11
차입금의 증가(감소)	-393	168	-71	0	0
사채의증가(감소)	-50	50	-90	0	0
자본의 증가	38	-2	-2	0	0
배당금	-8	-15	-17	-11	-12
기타	511	-119	179	1	1
기타현금흐름	3	1	2	0	0
현금의증가(감소)	-186	29	72	185	216
기초현금	377	191	220	292	477
기말현금	191	220	292	477	692

(단위:원, 배, %)

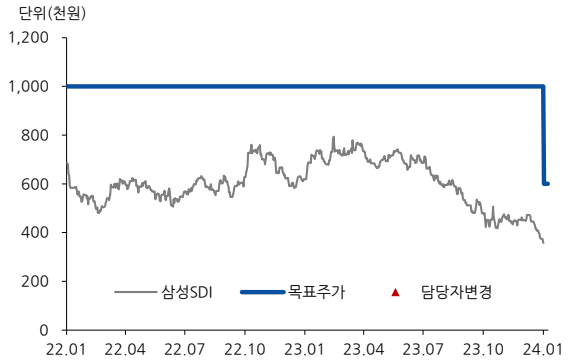
주요투자지표	2021	2022	2023F	2024F	2025F
EPS(당기순이익 기준)	1,903	-179	3,811	5,305	6,876
EPS(지배순이익 기준)	1,565	-961	2,918	4,244	5,500
BPS(자본총계 기준)	59,418	64,222	67,394	67,715	74,090
BPS(지배지분 기준)	29,876	29,024	31,424	33,080	38,081
DPS	415	500	500	500	500
P/E(당기순이익 기준)	21.2	-237.7	14.1	9.9	7.7
P/E(지배순이익 기준)	25.7	-44.3	18.4	12.4	9.6
P/B(자본총계 기준)	0.7	0.7	0.8	0.8	0.7
P/B(지배지분 기준)	1.3	1.5	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA(Reported)	14.3	16.9	11.7	8.5	7.3
배당수익률	1.0	1.2	0.9	0.9	0.9
성장성 (%)					
EPS(당기순이익 기준)	-72.9	적전	흑전	39.2	29.6
EPS(지배순이익 기준)	-77.7	적전	흑전	45.4	29.6
수익성 (%)					
ROE(당기순이익 기준)	3.7	-0.3	5.8	8.1	9.7
ROE(지배순이익 기준)	5.5	-3.3	9.7	13.5	15.5
ROA	1.7	-0.1	2.9	4.0	5.0
안정성 (%)					
부채비율	91.7	99.6	101.2	97.4	91.4
순차입금비율	32.6	49.5	44.0	29.3	14.6
이자보상배율	2.8	2.2	3.2	4.7	5.4

** K-IFRS 연결 기준*

▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2021.07.28	BUY	1,000,000	-28.27	-18.30
2022.01.28	AFTER 6M	1,000,000	-39.46	-20.70
2024.01.23	BUY	600,000		

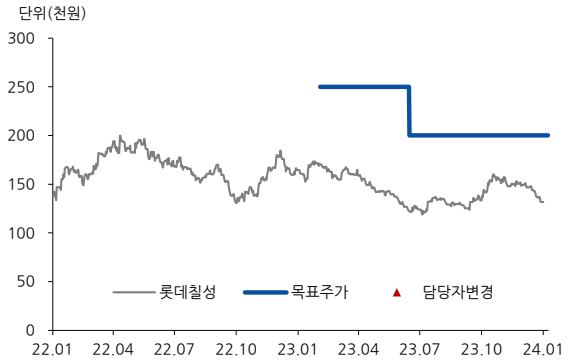
▶ 최근 2년간 삼성SDI 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2023.02.24	BUY	250,000	-40.02	-32.56
2023.07.07	BUY	200,000	-30.72	-19.80
2024.01.07	AFTER 6M	200,000	-31.51	-28.50
2024.01.23	BUY	200,000		

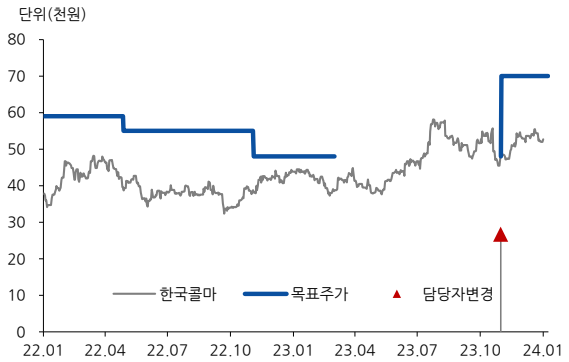
▶ 최근 2년간 롯데칠성 주가 및 목표주가



▶ 투자의견 및 목표주가 추이

일 자	투자의견	목표주가	괴리율(%)	
			평균	최고/최저
2021.11.16	BUY	59,000	-28.86	-18.31
2022.05.16	AFTER 6M	59,000	-32.84	-32.80
2022.05.19	BUY	55,000	-31.34	-22.36
2022.11.19	AFTER 6M	55,000	-30.41	-29.55
2022.11.25	BUY	48,000	-12.91	-7.40
2023.11.21	담당자 변경	담당자 변경		
2023.11.22	BUY	70,000	-25.94	-20.71
2024.01.23	BUY	70,000		

▶ 최근 2년간 한국콜마 주가 및 목표주가



▶ Compliance Note

- 동 자료는 기관투자가 또는 제3자에게 사전제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 지분율 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 언급된 종목의 유가증권(DR, CB, IPO, 시장조성) 발행과 관련하여 지난 6개월간 주간사로 참여하지 않았습니다.
- 조사분석 담당자는 해당종목과 재산적 이해관계가 없습니다.
- 이 자료에 게재된 내용들은 자료작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

▶ 투자의견 분류

▶ 업종 투자의견 분류 현대차증권의 업종투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 업종 펀더멘털과 업종주가의 전망을 의미함.

- OVERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대
- NEUTRAL : 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음
- UNDERWEIGHT : 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

▶ 현대차증권의 종목투자의견은 3등급으로 구분되며 향후 6개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 상대수익률을 의미함.

- BUY : 추천일 종가대비 초과수익률 +15%P 이상
- MARKETPERFORM(M.PERFORM) : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%~+15%P 이내
- SELL : 추천일 종가대비 초과수익률 -15%P 이하

▶ 투자등급 통계 (2023.01.01~2023.12.31)

투자등급	건수	비율(%)
매수	154건	91.1%
보유	15건	8.9%
매도	0건	0%

- 본 조사자료는 투자자들에게 도움이 될 만한 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 당사의 사전 동의 없이 무단복제 및 배포할 수 없습니다.
- 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.
- 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.