

2025. 5. 12



▲ 생활소비재  
Analyst 박중대  
02. 6454-4892  
jdpark@meritz.co.kr

## Buy (20 거래일 평균주가 대비 상승 여력 기준)

적정주가 (12개월) 106,000 원

현재주가 (5.9) 83,600 원

상승여력 26.8%

KOSPI 2,577.27pt

시가총액 19,734억원

발행주식수 2,361만주

유동주식비율 73.41%

외국인비중 36.07%

52주 최고/최저가 83,600원/49,800원

평균거래대금 173.7억원

### 주요주주(%)

한국콜마홀딩스 외 23 인 26.59

국민연금공단 13.47

NIHON KOLMAR 11.77

### 주가상승률(%)

절대주가 29.4 36.6 63.6

상대주가 15.2 35.7 72.2

### 주가그래프



# 한국콜마 161890

## 1Q25 Re: 2025 년 탄탄대로

- ✓ 1분기 영업이익 599억원(YoY 85%) 호실적 기록
- ✓ 미국/중국 사업 정상화 긍정적
- ✓ K뷰티 글로벌 모멘텀 최대 수혜, 적정주가 9만원 → 10.6만원

### 1분기 영업이익 599억원(YoY 85%) 호실적 기록

1분기 연결 매출과 영업이익은 각각 전년 동기대비 14%, 85% 증가한 6,531억원과 599억원을 기록했다. 시장 기대치(OP 500억원)을 크게 넘어서는 좋은 실적이다. 국내 사업 영업이익률이 견조한 매출 성장과 고객 믹스 개선으로 12.4%까지 상승하면서 이익 개선의 주 요인으로 작용했다. 연우가 영업손실(OP -10억원)을 지속했으나, 북미(미국+캐나다) 매출이 YoY 91% 증가하면서 흑자전환했고, 중국 매출이 20% 증가했으며, 이노엔 영업이익 254억원을 기록하면서 실적 개선을 도왔다.

### 미국/중국 사업 정상화 긍정적

미국 사업은 최대 고객사 주문이 큰 폭 증가하고, 신규 고객사 매출 안정화되면서 실적 가시성을 높이고 있다. 2공장이 준공(6월 예상)하면 관세로 인한 온쇼어 물량을 생산하면서 성장 여력을 높일 것으로 예상된다. 중국 매출 회복은 실적 불확실성을 완화하는 요인이다. 특별히 한 고객사 매출이 증가한 효과가 아니기 때문에 더 긍정적이다. 미국 관세 우려를 오히려 기회로 전환할 수 있게 되었고, 중국 소비 회복은 플러스 알파다.

| (십억원) | 매출액     | 영업이익  | 순이익<br>(지배주주) | EPS (원)<br>(지배주주) | 증감률<br>(%) | BPS<br>(원) | PER<br>(배) | PBR<br>(배) | EV/EBITDA<br>(배) | ROE<br>(%) | 부채비율<br>(%) |
|-------|---------|-------|---------------|-------------------|------------|------------|------------|------------|------------------|------------|-------------|
| 2023  | 2,155.7 | 136.1 | 5.2           | 227               | 흑전         | 28,347     | 236.2      | 1.9        | 12.3             | 0.8        | 112.1       |
| 2024  | 2,452.1 | 193.9 | 90.1          | 3,830             | 385.1      | 33,579     | 14.4       | 1.6        | 10.3             | 12.5       | 107.7       |
| 2025E | 2,712.0 | 254.9 | 149.4         | 6,330             | 50.4       | 39,340     | 13.2       | 2.1        | 8.4              | 17.4       | 86.4        |
| 2026E | 2,956.7 | 284.6 | 183.8         | 7,784             | 18.5       | 46,166     | 10.7       | 1.8        | 7.9              | 18.2       | 78.8        |
| 2027E | 3,187.3 | 315.7 | 216.2         | 9,159             | 15.8       | 55,324     | 9.1        | 1.5        | 7.1              | 18.0       | 71.5        |

### 탄탄대로 실적 전망, 적정주가 9만원 → 10.6만원

K뷰티의 글로벌 모멘텀은 빠르게 확장 중이다. 일본과 미국을 넘어 유럽과 중동으로 향하고 있다. 한국콜마는 세계 최대 기초 및 자외선차단제 ODM 업체로 K뷰티 글로벌 모멘텀에 최대 수혜 업체 가운데 하나다. 더구나 국내 생산 캐파는 YoY 50%나 증가한 상태이고, 미국과 중국 사업 정상화로 실적 개선 여력과 가시성을 더욱 높였다. 2025년 2분기와 연간 연결 영업이익은 각각 743억원(YoY 4%)과 2,549억원(YoY 32%) 수준이 가능할 전망이다. 실적 추정치 상향 조정에 따라 적정주가를 10.6만원으로 올린다. 화장품 사업가치에 적정 PER 18배, HK이노엔 기업가치를 80% 할인한 후 합산한 가격이다. 적정주가는 12MF PER 15.3배, 현재주가는 12.1배다. 비중확대가 유효하다.

표1 한국콜마 1Q25P Review

| (십억원)       | 1Q25P | 1Q24  | (% YoY) | 4Q24  | (% QoQ) | 당사예상치 | (% diff) | 컨센서스  | (% diff) |
|-------------|-------|-------|---------|-------|---------|-------|----------|-------|----------|
| 매출          | 653.1 | 574.8 | 13.6    | 590.5 | 10.6    | 625.2 | 4.5      | 639.2 | 2.2      |
| 영업이익        | 59.9  | 32.4  | 84.7    | 35.1  | 70.5    | 47.3  | 26.7     | 50.8  | 17.9     |
| 세전이익        | 32.4  | 20.2  | 60.1    | 24.8  | 30.7    | 36.3  | -10.6    | 37.2  | -12.9    |
| 지배주주순이익     | 13.2  | 6.3   | 109.3   | 33.5  | -60.5   | 24.0  | -44.7    | 21.9  | -39.5    |
| 영업이익률(%)    | 9.2   | 5.6   | -       | 6.0   | -       | 7.6   | -        | 7.9   | -        |
| 세전이익률(%)    | 5.0   | 3.5   | -       | 4.2   | -       | 5.8   | -        | 5.8   | -        |
| 지배주주순이익률(%) | 2.0   | 1.1   | -       | 5.7   | -       | 3.8   | -        | 3.4   | -        |

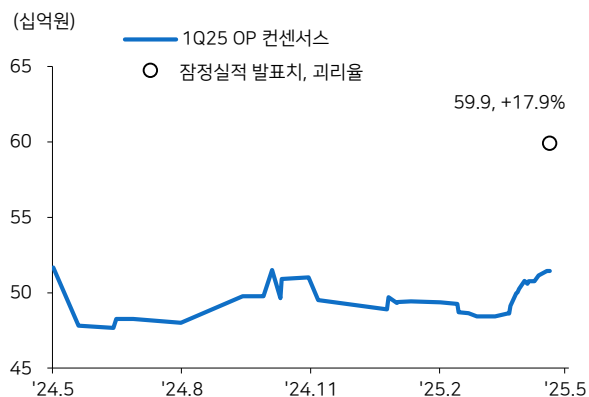
자료: 한국콜마, Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

표2 한국콜마 2025E 연간 실적 테이블

| (십억원)       | 2025E   | 2024    | (% YoY) | 기존 추정치  | (% diff) | 컨센서스    | (% diff) |
|-------------|---------|---------|---------|---------|----------|---------|----------|
| 매출          | 2,712.0 | 2,452.1 | 10.6    | 2,700.8 | 0.4      | 2,740.5 | -1.0     |
| 영업이익        | 254.9   | 193.9   | 31.5    | 229.7   | 11.0     | 247.6   | 2.9      |
| 세전이익        | 210.8   | 139.8   | 50.8    | 185.6   | 13.6     | 201.8   | 4.5      |
| 지배주주순이익     | 149.4   | 90.1    | 65.9    | 130.0   | 14.9     | 118.5   | 26.1     |
| 영업이익률(%)    | 9.4     | 7.9     | -       | 8.5     | -        | 9.0     | -        |
| 세전이익률(%)    | 7.8     | 5.7     | -       | 6.9     | -        | 7.4     | -        |
| 지배주주순이익률(%) | 5.5     | 3.7     | -       | 4.8     | -        | 4.3     | -        |

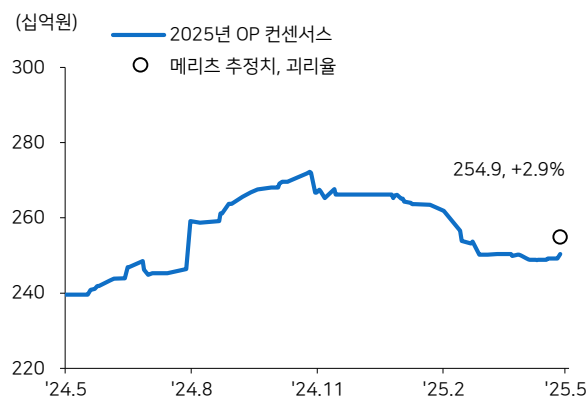
자료: 한국콜마, Fnguide, 메리츠증권 리서치센터

그림1 1Q25 영업이익, 컨센서스 18% 상회



자료: 한국콜마, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

그림2 2025E 영업이익, 컨센서스 3% 상회 전망



자료: 한국콜마, Bloomberg, 메리츠증권 리서치센터

표3 한국콜마 적정주가 산정

| (십억원)                | 2025E          | 2026E          | 비고             |
|----------------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>화장품 사업가치(A)</b>   | <b>2,149</b>   | <b>2,758</b>   |                |
| 당기순익                 | 119            | 153            |                |
| 적정PER                | 18.0           | 18.0           | 적정 PER 18배     |
| <b>HK이노엔 기업가치(B)</b> | <b>100</b>     | <b>100</b>     | <b>지분율 43%</b> |
| 현재 시가총액              | 1,167          | 1,167          | 2025년 05월 09일  |
| 할인율                  | 80%            | 80%            |                |
| <b>적정시가총액(A+B)</b>   | <b>2,250</b>   | <b>2,859</b>   |                |
| 발행주식수(천주)            | 23,605         | 23,605         |                |
| <b>적정주가I(원)</b>      | <b>95,304</b>  | <b>121,109</b> |                |
| <b>적정주가II(원)</b>     | <b>106,056</b> |                |                |

자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

| 표4 한국콜마 분기별 실적 전망 |       |       |       |       |       |       |       |       |         |         |         |
|-------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|
| (십억원)             | 1Q24  | 2Q24  | 3Q24  | 4Q24  | 1Q25P | 2Q25E | 3Q25E | 4Q25E | 2024    | 2025E   | 2026E   |
| 매출                | 574.8 | 660.3 | 626.5 | 590.5 | 653.1 | 718.3 | 688.1 | 652.6 | 2,452.1 | 2,712.0 | 2,956.7 |
| 한국                | 247.8 | 297.0 | 273.6 | 241.3 | 274.3 | 341.5 | 314.6 | 288.2 | 1,059.7 | 1,218.7 | 1,364.9 |
| 중국                | 34.6  | 52.7  | 36.6  | 29.9  | 41.6  | 60.6  | 40.3  | 34.4  | 153.7   | 176.8   | 194.4   |
| 북미                | 15.9  | 26.0  | 26.7  | 28.7  | 30.4  | 32.2  | 35.5  | 37.0  | 97.4    | 135.1   | 163.4   |
| 연우                | 67.2  | 74.0  | 72.8  | 61.5  | 63.7  | 62.9  | 65.5  | 64.1  | 275.5   | 256.2   | 263.9   |
| HK이노엔             | 212.6 | 219.3 | 229.5 | 235.7 | 247.4 | 230.2 | 241.0 | 241.3 | 897.1   | 959.9   | 1,007.9 |
| 영업이익              | 32.4  | 71.7  | 54.5  | 35.1  | 59.9  | 74.3  | 66.3  | 54.4  | 193.9   | 254.9   | 284.6   |
| 한국                | 22.8  | 44.2  | 37.2  | 18.1  | 33.9  | 51.2  | 42.5  | 30.8  | 122.3   | 158.4   | 177.4   |
| 중국                | 1.8   | 6.7   | 1.0   | -1.5  | 3.1   | 4.8   | 2.0   | 0.6   | 8.0     | 10.6    | 12.6    |
| 북미                | -4.6  | -2.2  | -5.2  | -0.9  | 0.2   | -0.7  | -0.6  | 0.1   | -12.9   | -1.0    | 4.9     |
| 연우                | -0.0  | 1.2   | 1.2   | -1.0  | -1.0  | -0.6  | 0.3   | 0.0   | 1.4     | -1.3    | 2.6     |
| HK이노엔             | 17.3  | 24.3  | 22.2  | 24.4  | 25.4  | 21.9  | 24.1  | 24.6  | 88.2    | 96.0    | 95.7    |
| 세전이익              | 20.2  | 59.3  | 35.5  | 24.8  | 32.4  | 63.3  | 55.3  | 59.8  | 139.8   | 210.8   | 249.4   |
| 지배주주순이익           | 6.3   | 34.9  | 15.4  | 33.5  | 13.2  | 47.9  | 39.6  | 48.6  | 90.1    | 149.4   | 183.7   |
| 영업이익률(%)          | 5.6   | 10.9  | 8.7   | 6.0   | 9.2   | 10.3  | 9.6   | 8.3   | 7.9     | 9.4     | 9.6     |
| 한국                | 9.2   | 14.9  | 13.6  | 7.5   | 12.4  | 15.0  | 13.5  | 10.7  | 11.5    | 13.0    | 13.0    |
| 중국                | 5.1   | 12.7  | 2.7   | -5.0  | 7.5   | 8.0   | 5.0   | 1.9   | 5.2     | 6.0     | 6.5     |
| 북미                | -29.0 | -8.3  | -19.5 | -3.1  | 0.7   | -2.1  | -1.6  | 0.3   | -13.2   | -0.7    | 3.0     |
| 연우                | -0.0  | 1.7   | 1.6   | -1.6  | -1.6  | -1.0  | 0.5   | 0.0   | 0.5     | -0.5    | 1.0     |
| HK이노엔             | 8.1   | 11.1  | 9.7   | 10.3  | 10.3  | 9.5   | 10.0  | 10.2  | 9.8     | 10.0    | 9.5     |
| 세전이익률(%)          | 3.5   | 9.0   | 5.7   | 4.2   | 5.0   | 8.8   | 8.0   | 9.2   | 5.7     | 7.8     | 8.4     |
| 순이익률(%)           | 1.1   | 5.3   | 2.5   | 5.7   | 2.0   | 6.7   | 5.8   | 7.5   | 3.7     | 5.5     | 6.2     |
| 매출(% YoY)         | 17.9  | 10.1  | 21.3  | 7.0   | 13.6  | 8.8   | 9.8   | 10.5  | 13.7    | 10.6    | 9.0     |
| 한국                | 22.8  | 16.7  | 47.0  | 12.6  | 10.7  | 15.0  | 15.0  | 19.4  | 23.7    | 15.0    | 12.0    |
| 중국                | 4.8   | -6.6  | 1.5   | -8.4  | 20.4  | 15.0  | 10.0  | 14.9  | -2.8    | 15.0    | 10.0    |
| 북미                | -13.6 | 15.2  | 22.3  | 40.2  | 90.6  | 23.8  | 32.8  | 29.0  | 16.8    | 38.8    | 20.9    |
| 연우                | 33.1  | 17.1  | 19.0  | -0.1  | -5.3  | -15.0 | -10.0 | 4.3   | 16.5    | -7.0    | 3.0     |
| HK이노엔             | 15.0  | 7.3   | 6.5   | 5.2   | 16.3  | 5.0   | 5.0   | 2.4   | 8.2     | 7.0     | 5.0     |
| 영업이익(% YoY)       | 168.9 | 28.9  | 75.7  | -6.0  | 84.7  | 3.6   | 21.5  | 54.7  | 42.4    | 31.5    | 11.7    |
| 한국                | 68.6  | 27.6  | 185.0 | -1.9  | 48.5  | 15.9  | 14.1  | 70.7  | 53.6    | 29.5    | 12.0    |
| 중국                | 212.2 | -27.5 | -40.0 | 적전    | 74.3  | -27.5 | 101.3 | 흑전    | -37.1   | 33.2    | 19.2    |
| 북미                | 적지    | 적지    | 적지    | 적지    | 흑전    | 적지    | 적지    | 흑전    | 적지      | 적지      | 흑전      |
| 연우                | 적지    | 0.7   | -27.0 | 적전    | 적지    | 적전    | -72.7 | 흑전    | 286.9   | 적전      | 흑전      |
| HK이노엔             | 206.0 | 58.9  | -0.9  | 12.9  | 47.0  | -10.2 | 8.5   | 1.1   | 35.8    | 8.8     | -0.2    |
| 세전이익(% YoY)       | 138.8 | 35.6  | 32.0  | 흑전    | 60.1  | 6.8   | 55.8  | 141.3 | 307.1   | 50.8    | 18.3    |
| 지배주주순이익(% YoY)    | 8.7   | 0.2   | 33.8  | 흑전    | 109.3 | 37.5  | 157.5 | 45.1  | 1,634.9 | 65.9    | 23.0    |

자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

표5 한국콜마 연간 실적 전망과 밸류에이션

| (십억원)          | 2020           | 2021           | 2022           | 2023           | 2024           | 2025E          | 2026E          | 2027E          |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>매출</b>      | <b>1,322.1</b> | <b>1,586.3</b> | <b>1,865.7</b> | <b>2,155.7</b> | <b>2,452.1</b> | <b>2,712.0</b> | <b>2,956.7</b> | <b>3,187.3</b> |
| 한국             | 609.2          | 632.8          | 724.6          | 856.5          | 1,059.7        | 1,218.7        | 1,364.9        | 1,495.9        |
| 중국             | 71.6           | 136.7          | 130.7          | 158.1          | 153.7          | 176.8          | 194.4          | 210.0          |
| 북미             | 62.8           | 65.5           | 74.1           | 83.4           | 97.4           | 135.1          | 163.4          | 192.0          |
| HK이노엔          | 597.2          | 769.8          | 846.5          | 828.9          | 897.1          | 959.9          | 1,007.9        | 1,058.3        |
| 연우             | -              | -              | 105.9          | 236.4          | 275.5          | 256.2          | 263.9          | 271.8          |
| <b>영업이익</b>    | <b>121.7</b>   | <b>84.3</b>    | <b>73.3</b>    | <b>136.1</b>   | <b>193.9</b>   | <b>254.9</b>   | <b>284.6</b>   | <b>315.7</b>   |
| 한국             | 50.4           | 65.6           | 69.1           | 79.7           | 122.3          | 158.4          | 177.4          | 194.5          |
| 중국             | -16.0          | -13.1          | -12.7          | 12.7           | 8.0            | 10.6           | 12.6           | 14.7           |
| 북미             | -7.1           | -10.4          | -14.5          | -11.5          | -12.9          | -1.0           | 4.9            | 10.3           |
| HK이노엔          | 87.0           | 50.3           | 52.5           | 65.0           | 88.2           | 96.0           | 95.7           | 100.5          |
| 연우             | -              | -              | -5.4           | 0.4            | 1.4            | -1.3           | 2.6            | 5.4            |
| 세전이익           | 221.6          | 66.5           | 17.0           | 34.3           | 139.8          | 210.8          | 249.4          | 288.6          |
| 당기순이익          | 160.6          | 43.5           | -4.1           | 25.1           | 125.3          | 189.2          | 224.2          | 259.7          |
| 화장품사업          | 132.7          | 18.6           | -42.2          | -21.9          | 63.7           | 119.4          | 153.2          | 183.4          |
| HK이노엔          | 27.9           | 25.0           | 38.1           | 47.1           | 61.6           | 69.8           | 70.9           | 76.3           |
| <b>지배주주순이익</b> | <b>160.3</b>   | <b>35.8</b>    | <b>-22.0</b>   | <b>5.2</b>     | <b>90.1</b>    | <b>149.4</b>   | <b>183.7</b>   | <b>216.2</b>   |
| 적정시가총액         | 941            | 1,035          | 1,139          | 1,253          | 1,378          | 2,286          | 2,811          | 3,308          |
| 주식수(천주)        | 23,605         | 23,605         | 23,605         | 23,605         | 23,605         | 23,605         | 23,605         | 23,605         |
| <b>적정주가(원)</b> | <b>39,876</b>  | <b>43,864</b>  | <b>48,250</b>  | <b>53,075</b>  | <b>58,383</b>  | <b>96,850</b>  | <b>119,097</b> | <b>140,125</b> |
| 적정PER          | 6              | 29             | N/A            | 241            | 15             | 15             | 15             | 15             |
| EPS(원)         | 6,790          | 1,517          | N/A            | 220            | 3,816          | 6,330          | 7,784          | 9,159          |
| 영업이익률(%)       | 9.2            | 5.3            | 3.9            | 6.3            | 7.9            | 9.4            | 9.6            | 9.9            |
| 세전이익률(%)       | 16.8           | 4.2            | 0.9            | 1.6            | 5.7            | 7.8            | 8.4            | 9.1            |
| 순이익률(%)        | 12.1           | 2.3            | -1.2           | 0.2            | 3.7            | 5.5            | 6.2            | 6.8            |
| 매출(% YoY)      | -14.2          | 20.0           | 17.6           | 15.5           | 13.7           | 10.6           | 9.0            | 7.8            |
| 영업이익(% YoY)    | 3.3            | -30.7          | -13.0          | 85.8           | 42.4           | 31.5           | 11.7           | 10.9           |
| 세전이익(% YoY)    | 249.5          | -70.0          | -74.5          | 102.3          | 307.1          | 50.8           | 18.3           | 15.7           |
| 지배주주순이익(% YoY) | 377.3          | -72.9          | 적전             | 흑전             | 398.5          | 51.0           | 18.5           | 15.8           |

자료: 한국콜마, 메리츠증권 리서치센터

## 한국콜마 (161890)

## Income Statement

| (십억원)      | 2023    | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액        | 2,155.7 | 2,452.1 | 2,712.0 | 2,956.7 | 3,187.3 |
| 매출액증가율(%)  | 15.5    | 13.7    | 10.6    | 9.0     | 7.8     |
| 매출원가       | 1,577.6 | 1,753.1 | 1,933.2 | 2,101.3 | 2,258.4 |
| 매출총이익      | 578.1   | 698.9   | 778.8   | 855.4   | 929.0   |
| 판매관리비      | 442.0   | 505.1   | 523.9   | 570.8   | 613.2   |
| 영업이익       | 136.1   | 193.9   | 254.9   | 284.6   | 315.7   |
| 영업이익률(%)   | 6.3     | 7.9     | 9.4     | 9.6     | 9.9     |
| 금융손익       | -34.9   | -24.0   | -20.3   | -17.1   | -14.2   |
| 종속/관계기업손익  | 3.3     | 12.2    | 12.2    | 12.2    | 12.2    |
| 기타영업외손익    | -70.2   | -42.3   | -36.0   | -30.3   | -25.2   |
| 세전계속사업이익   | 34.3    | 139.8   | 210.8   | 249.5   | 288.6   |
| 법인세비용      | 9.2     | 14.5    | 21.6    | 25.3    | 29.0    |
| 당기순이익      | 25.1    | 125.3   | 189.2   | 224.2   | 259.7   |
| 지배주주지분 순이익 | 5.2     | 90.1    | 149.4   | 183.8   | 216.2   |

## Balance Sheet

| (십억원)     | 2023    | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 유동자산      | 898.4   | 858.7   | 1,033.8 | 1,413.2 | 1,799.1 |
| 현금및현금성자산  | 170.8   | 141.9   | 242.1   | 550.9   | 870.3   |
| 매출채권      | 318.1   | 284.2   | 314.4   | 342.7   | 369.5   |
| 재고자산      | 280.9   | 327.7   | 362.4   | 395.1   | 425.9   |
| 비유동자산     | 2,111.1 | 2,268.0 | 2,125.8 | 2,018.7 | 1,937.9 |
| 유형자산      | 660.4   | 811.1   | 670.7   | 565.4   | 486.4   |
| 무형자산      | 1,271.0 | 1,249.3 | 1,245.8 | 1,242.3 | 1,238.9 |
| 투자자산      | 53.5    | 54.5    | 56.3    | 57.9    | 59.5    |
| 자산총계      | 3,009.4 | 3,126.7 | 3,159.6 | 3,431.9 | 3,736.9 |
| 유동부채      | 1,283.7 | 1,215.0 | 1,053.0 | 1,095.8 | 1,136.0 |
| 매입채무      | 190.5   | 187.5   | 207.4   | 226.1   | 243.8   |
| 단기차입금     | 400.0   | 579.4   | 579.4   | 579.4   | 579.4   |
| 유동성장기부채   | 438.4   | 207.4   | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| 비유동부채     | 307.1   | 405.9   | 411.7   | 417.0   | 422.1   |
| 사채        | 59.9    | 249.4   | 249.4   | 249.4   | 249.4   |
| 장기차입금     | 138.5   | 59.5    | 59.5    | 59.5    | 59.5    |
| 부채총계      | 1,590.8 | 1,621.0 | 1,464.7 | 1,512.8 | 1,558.2 |
| 자본금       | 11.4    | 11.8    | 11.8    | 11.8    | 11.8    |
| 자본잉여금     | 262.3   | 294.7   | 294.7   | 294.7   | 294.7   |
| 기타포괄이익누계액 | 6.8     | -2.2    | -2.2    | -2.2    | -2.2    |
| 이익잉여금     | 367.6   | 487.9   | 623.9   | 785.0   | 1,001.2 |
| 비지배주주지분   | 770.0   | 713.1   | 766.3   | 829.4   | 872.9   |
| 자본총계      | 1,418.6 | 1,505.7 | 1,694.9 | 1,919.1 | 2,178.8 |

## Statement of Cash Flow

| (십억원)          | 2023   | 2024   | 2025E  | 2026E | 2027E |
|----------------|--------|--------|--------|-------|-------|
| 영업활동 현금흐름      | 112.2  | 215.4  | 314.1  | 315.0 | 325.2 |
| 당기순이익(손실)      | 25.1   | 125.3  | 189.2  | 224.2 | 259.7 |
| 유형자산상각비        | 72.7   | 69.3   | 140.4  | 105.3 | 79.0  |
| 무형자산상각비        | 21.1   | 22.7   | 3.5    | 3.5   | 3.4   |
| 운전자본의 증감       | -76.2  | -40.4  | -19.0  | -17.9 | -16.9 |
| 투자활동 현금흐름      | -155.7 | -205.3 | -7.8   | -7.4  | -6.9  |
| 유형자산의증가(CAPEX) | -106.8 | -247.2 | 0.0    | 0.0   | 0.0   |
| 투자자산의감소(증가)    | -13.6  | -1.1   | -1.7   | -1.6  | -1.5  |
| 재무활동 현금흐름      | -8.4   | -43.2  | -206.1 | 1.2   | 1.2   |
| 차입금의 증감        | 35.5   | 47.6   | -206.1 | 1.2   | 1.2   |
| 자본의 증가         | -2.2   | 32.8   | 0.0    | 0.0   | 0.0   |
| 현금의 증가(감소)     | -49.2  | -29.0  | 100.2  | 308.9 | 319.4 |
| 기초현금           | 220.1  | 170.8  | 141.9  | 242.1 | 550.9 |
| 기말현금           | 170.8  | 141.9  | 242.1  | 550.9 | 870.3 |

## Key Financial Data

|                        | 2023   | 2024    | 2025E   | 2026E   | 2027E   |
|------------------------|--------|---------|---------|---------|---------|
| 주당데이터(원)               |        |         |         |         |         |
| SPS                    | 94,212 | 104,272 | 114,891 | 125,259 | 135,027 |
| EPS(지배주주)              | 227    | 3,830   | 6,330   | 7,784   | 9,159   |
| CFPS                   | 10,688 | 13,611  | 16,518  | 16,243  | 16,416  |
| EBITDAPS               | 10,046 | 12,154  | 16,895  | 16,664  | 16,864  |
| BPS                    | 28,347 | 33,579  | 39,340  | 46,166  | 55,324  |
| DPS                    | 600    | 0       | 0       | 0       | 0       |
| 배당수익률(%)               | 1.1    | 0.0     | 0.0     | 0.0     | 0.0     |
| Valuation(Multiple)    |        |         |         |         |         |
| PER                    | 236.2  | 14.4    | 13.2    | 10.7    | 9.1     |
| PCR                    | 5.0    | 4.0     | 5.1     | 5.1     | 5.1     |
| PSR                    | 0.6    | 0.5     | 0.7     | 0.7     | 0.6     |
| PBR                    | 1.9    | 1.6     | 2.1     | 1.8     | 1.5     |
| EBITDA(십억원)            | 229.9  | 285.8   | 398.8   | 393.4   | 398.1   |
| EV/EBITDA              | 12.3   | 10.3    | 8.4     | 7.9     | 7.1     |
| Key Financial Ratio(%) |        |         |         |         |         |
| 자기자본이익률(ROE)           | 0.8    | 12.5    | 17.4    | 18.2    | 18.0    |
| EBITDA 이익률             | 10.7   | 11.7    | 14.7    | 13.3    | 12.5    |
| 부채비율                   | 112.1  | 107.7   | 86.4    | 78.8    | 71.5    |
| 금융비용부담률                | 2.1    | 1.9     | 1.6     | 1.3     | 1.2     |
| 이자보상배율(x)              | 3.0    | 4.2     | 5.9     | 7.3     | 8.1     |
| 매출채권회전율(x)             | 7.5    | 8.1     | 9.1     | 9.0     | 9.0     |
| 재고자산회전율(x)             | 8.3    | 8.1     | 7.9     | 7.8     | 7.8     |

## Compliance Notice

본 조사분석자료는 제3자에게 사전 제공된 사실이 없습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 조사분석자료에 언급된 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 추천 종목과 재산적 이해관계가 없습니다. 본 자료에 게재된 내용은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 신의 성실하게 작성되었음을 확인합니다.

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 본 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 투자 결과와 관련한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 당사의 허락 없이 복사, 대여, 배포 될 수 없습니다.

## 투자등급 관련사항 (2023년 8월 4일부터 기준 변경 시행)

| 기업         | 향후 12개월간 추천기준일 직전 1개월간 평균종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미 |                                                |
|------------|--------------------------------------------------|------------------------------------------------|
| 추천기준일      | Buy                                              | 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 +20% 이상           |
| 직전 1개월간    | Hold                                             | 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 이상 ~ +20% 미만 |
| 종가대비 3등급   | Sell                                             | 추천기준일 직전 1개월(20 거래일)간 평균종가대비 -20% 미만           |
| 산업         | 시가총액기준 산업별 시장비중 대비 보유비중의 변화를 추천                  |                                                |
| 추천기준일      | Overweight (비중확대)                                |                                                |
| 시장지수대비 3등급 | Neutral (중립)                                     |                                                |
|            | Underweight (비중축소)                               |                                                |

## 투자 의견 비율

| 투자 의견 | 비율    |
|-------|-------|
| 매수    | 85.7% |
| 중립    | 13.7% |
| 매도    | 0.6%  |

2025년 3월 31일 기준으로  
최근 1년간 금융투자상품에 대하여  
공표한 최근일 투자등급의 비율

## 한국콜마 (161890) 투자등급변경 내용

\* 적정주가 대상시점 1년이며, 투자등급변경 그래프는 수정주가로 작성됨

| 변경일        | 자료형식    | 투자 의견 | 적정주가<br>(원) | 담당자      | 과리율(%)* |        | 주가 및 적정주가 변동추이 |
|------------|---------|-------|-------------|----------|---------|--------|----------------|
|            |         |       |             |          | 평균      | 최고(최저) |                |
| 2023.04.13 | 기업브리프   | Buy   | 55,000      | 하누리      | -26.5   | -18.5  |                |
| 2023.05.24 | Indepth | Buy   | 60,000      | 하누리      | -30.5   | -26.2  |                |
| 2023.07.04 | 기업브리프   | Buy   | 65,000      | 하누리      | -26.4   | -12.6  |                |
| 2023.08.14 | 기업브리프   | Buy   | 77,000      | 하누리      | -30.9   | -24.5  |                |
| 2023.10.13 | 기업브리프   | Buy   | 70,000      | 하누리      | -28.5   | -20.4  |                |
| 2024.04.11 | 기업브리프   | Buy   | 63,000      | 하누리      | -17.8   | -6.3   |                |
| 2024.05.31 | 산업분석    | Buy   | 75,000      | 하누리      | -14.8   | -2.7   |                |
| 2024.08.12 | 기업브리프   | Buy   | 85,000      | 하누리      | -18.0   | -10.4  |                |
| 2024.10.14 |         |       |             | Univ Out |         |        |                |
| 2024.11.26 | 산업분석    | Buy   | 70,000      | 박종대      | -21.2   | -13.7  |                |
| 2025.01.20 | 산업분석    | Buy   | 76,000      | 박종대      | -21.2   | -16.6  |                |
| 2025.03.11 | Indepth | Buy   | 78,000      | 박종대      | -15.2   | -6.4   |                |
| 2025.04.16 | 산업분석    | Buy   | 90,000      | 박종대      | -16.2   | -7.1   |                |
| 2025.05.12 | 기업브리프   | Buy   | 106,000     | 박종대      | -       | -      |                |