

한국콜마 (161890)

미국 법인 흑자 전환! 2공장 가동 임박

1Q25 실적 호조와 美 생산 캐파 확대 기대 반영한 목표주가 상향

동사에 대해 투자 의견 Buy를 유지하고 목표주가는 107,000원으로 상향한다. 목표주가는 2025~2026F 평균 EPS에 Target PER 20배를 적용해 산출했다. 2025년 1분기 실적은 매출액 6,531억 원(+14% YoY), 영업이익 599억 원을 기록하며 영업이익 시장기대치 510억 원을 상회하였다. 한국 법인 실적은 매출액 2,743억 원(+11% YoY), 영업이익 339억 원(OPM 12.4%, +3.2%p YoY)을 기록하였다. 이는 동사 연간 가이던스(미드틴) 대비 낮은 매출 성장률에도 불구하고 수익성을 개선했다. 상위 고객사 매출 감소로 성장률은 둔화됐지만, 선케어 브랜드 보유 고객사의 매출 고성장으로 일부 보완됐다. 영업이익률 상승은 고마진 선케어 비중 증가(1분기 선케어 비중 27%, +12%p YoY)에 더해, 히어로 SKU 주문, 외주 생산을 줄이며 자체 생산 비중을 늘린 것과 콜마UX 인수를 통해 외주비용을 고정비로 전환한 점 등이 복합적으로 작용한 결과다.

USA 법인은 매출액 217억 원(+211% YoY), 영업이익 15억 원(기술영업센터 비용 18억 원 포함)으로 흑자 전환에 성공했으며, 최대 고객사의 SKU 증가와 2024년 4분기부터 합류한 서부 기반 메이크업 브랜드의 안정적 매출 기여가 성장을 이끌었다. 미국 관세 정책 시행 이후 현지 생산 견적 문의가 급증했으며, 일부 고객사는 2025년 하반기부터 생산을 시작할 예정이다. 2공장은 유틸리티 공사로 준공식이 4월에서 6월로 연기됐으나, 5월 임시 준공 승인 후 가동이 가능할 전망이다. 설계 캐파는 연 1억 5천만 개, 초기 캐파는 연 3천만 개이며, 평균 단가 2천 원으로 가정할 경우 연간 600억 원 매출이 가능하다.

2Q25 Preview: 고수익 제품 믹스 확대로 국내 수익성 개선

한국 법인은 매출액 3,400억 원(+14% YoY), 영업이익 520억 원(OPM 15.3%)이 전망된다. 2분기는 전통적인 동사 성수기로 고수익 선제품 비중 증가에 따른 수익성 개선 효과에 기인한다. 미국 법인은 매출액 230억 원(+72% YoY)이 예상되나, 2공장 가동에 따른 비용 반영으로 영업이익은 손익분기점 수준에 그칠 것으로 전망된다.

Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	21,557	24,521	26,860	29,200
영업이익	1,361	1,939	2,521	2,900
지배순이익	52	901	1,120	1,420
PER	203.5	15.2	17.6	13.9
PBR	1.6	1.7	2.3	2.0
EV/EBITDA	11.5	10.6	10.3	9.0
ROE	0.8	12.5	13.5	15.4

자료: 유안타증권



이승은 회장품/유통

seungeun.lee@yuantakorea.com

김도엽 Research Assistant

doyub.kim@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 107,000원 (U)

직전 목표주가 90,000원

현재주가 (5/9) 83,600원

상승여력 28%

시가총액 19,734억원

총발행주식수 23,605,077주

60일 평균 거래대금 174억원

60일 평균 거래량 259,689주

52주 고/저 83,600원 / 49,800원

외인지분율 36.07%

배당수익률 1.31%

주요주주 한국콜마홀딩스 외 23 인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 29.4 39.3 63.6

상대 15.2 36.3 72.2

절대 (달러환산) 37.2 44.1 60.1

[Fig. 1] 한국콜마 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q.24	2Q.24	3Q.24	4Q.24	2024	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2025E
매출액	5,748	6,603	6,265	5,905	24,521	6,531	7,253	6,698	6,378	26,860
한국콜마	2,478	2,970	2,736	2,412	10,597	2,743	3,400	3,000	2,627	11,770
우시	346	527	366	299	1,537	416	550	390	320	1,676
USA	70	134	175	201	579	217	230	233	240	920
캐나다	90	126	92	87	395	87	90	90	73	340
HK inno.N	2,126	2,193	2,295	2,357	8,971	2,474	2,473	2,515	2,618	10,080
연우	672	740	728	615	2,755	637	620	620	610	2,487
YoY	18	10	21	7	14	14	10	7	8	10
한국콜마	23	17	47	12	24	11	14	10	9	11
우시	5	-7	1	-8	-3	20	4	7	7	9
USA	8	61	55	76	55	211	72	33	19	59
캐나다	-25	-12	-13	-4	-14	-3	-29	-2	-16	-14
HK inno.N	15	7	6	5	8	16	13	10	11	12
연우	33	17	19	0	17	-5	-16	-15	-1	-10
영업이익	324	717	545	351	1,939	599	780	665	476	2,521
한국콜마	228	442	372	181	1,223	339	520	430	240	1,529
우시	18	67	10	-15	80	31	35	15	5	86
USA	-25	-13	-34	12	-60	15	0	0	3	18
캐나다	-21	-9	-18	-39	-87	-13	-15	-15	-35	-78
HK inno.N	173	243	222	244	882	254	270	260	288	1,072
연우	0	12	12	-10	14	-10	-15	-10	-10	-45
영업이익률	6	11	9	6	8	9	11	10	7	9
한국콜마	9	15	14	7	12	12	15	14	9	13
우시	5	13	3	-5	5	7	6	4	2	5
USA	-36	-10	-19	6	-10	7	0	0	1	2
캐나다	-23	-7	-20	-45	-22	-15	-17	-17	-48	-23
HK inno.N	8	11	10	10	10	10	11	10	11	11
연우	0	2	2	-2	1	-2	-2	-2	-2	-2

자료: 한국콜마, 유안타증권 리서치센터

[Fig. 2] 한국콜마 실적 추정 변경 내역

(단위: 억원, %, %p)

	변경 전			변경 후			변경 전 대비		
	2Q25E	2025E	2026E	2Q25E	2025E	2026E	2Q25E	2025E	2026E
매출액	7,290	27,380	29,700	7,253	26,860	29,200	-0.5%	-1.9%	-1.7%
영업이익	786	2,510	2,900	780	2,521	2,900	-0.8%	+0.4%	-
OPM	10.8%	9.2%	9.8%	10.8%	9.4%	9.9%	-	+0.2%p	+0.1%p

자료: 유안타증권 리서치센터

[Fig. 3] 한국콜마 목표주가 산정 PER Multiple

	2025F	2026F	비고
[지배주주]순이익 (억원)	1,120	1,420	
주식수 (만주)	2,361	2,361	보통주 기말 발행 주식수
EPS (원)	4,745	6,016	25~26F 평균 EPS
적정 PER (배)	20	20	
적정주가 (원)	94,895	120,313	107,000원
상승여력 (%)	14	44	28%

자료: 유안타증권 리서치센터

한국콜마 (161890) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	21,557	24,521	26,860	29,200	31,500
매출원가	15,775	17,531	19,000	20,600	22,100
매출총이익	5,781	6,989	7,860	8,600	9,400
판매비	4,420	5,051	5,339	5,700	6,150
영업이익	1,361	1,939	2,521	2,900	3,250
EBITDA	2,299	2,858	3,441	3,820	4,170
영업외손익	-1,018	-541	-571	-550	-530
외환관련손익	5	153	30	30	30
이자손익	-367	-398	-395	-349	-297
관계기업관련손익	33	122	122	117	99
기타	-690	-418	-328	-348	-362
법인세비용차감전순이익	343	1,398	1,950	2,350	2,720
법인세비용	92	144	460	530	571
계속사업순이익	251	1,253	1,490	1,820	2,149
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	251	1,253	1,490	1,820	2,149
지배지분순이익	52	901	1,120	1,420	1,719
포괄순이익	144	1,055	1,291	1,621	1,951
지배지분포괄이익	-19	750	918	1,153	1,387

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,122	2,154	2,257	2,592	2,946
당기순이익	251	1,253	1,490	1,820	2,149
감가상각비	727	693	693	693	693
외환손익	0	-102	-30	-30	-30
중속, 관계기업관련손익	-26	-11	-122	-117	-99
자산부채의 증감	-762	-404	-605	-605	-598
기타현금흐름	933	725	832	832	832
투자활동 현금흐름	-1,557	-2,052	-540	-740	-844
투자자산	10	42	-16	-16	-15
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,068	-2,472	-500	-700	-800
유형자산 감소	6	17	30	30	25
기타현금흐름	-504	361	-55	-55	-54
재무활동 현금흐름	-84	-432	-1,811	-1,807	-1,907
단기차입금	900	1,760	-492	11	11
사채 및 장기차입금	-545	-1,285	-100	-600	-700
자본	-22	327	0	0	0
현금배당	-166	-194	-170	-170	-170
기타현금흐름	-252	-1,042	-1,049	-1,049	-1,049
연결범위변동 등 기타	26	41	786	758	747
현금의 증감	-492	-290	692	803	942
기초 현금	2,201	1,708	1,419	2,111	2,913
기말 현금	1,708	1,419	2,111	2,913	3,855
NOPLAT	1,361	1,939	2,521	2,900	3,250
FCF	54	-318	1,757	1,892	2,146

자료: 유안타증권

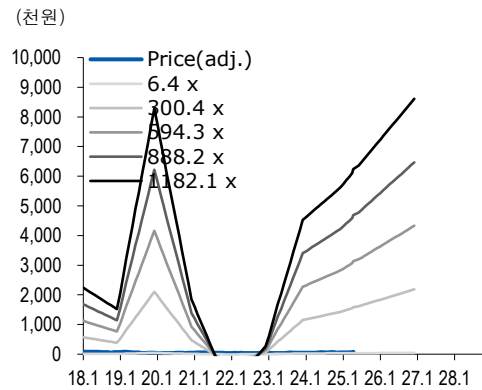
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
2. PER등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
3. ROE,ROA의경우, 자본,자산 항목은 연초,연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	8,984	8,587	9,953	11,431	13,035
현금및현금성자산	1,708	1,419	2,111	2,913	3,855
매출채권 및 기타채권	3,238	2,945	3,226	3,507	3,783
재고자산	2,809	3,277	3,589	3,902	4,209
비유동자산	21,111	22,680	22,237	22,003	21,873
유형자산	6,604	8,111	7,888	7,865	7,947
관계기업 등 지분관련 자산	156	96	106	115	124
기타투자자산	379	449	455	462	468
자산총계	30,094	31,267	32,190	33,433	34,909
유동부채	12,837	12,150	11,955	12,364	12,765
매입채무 및 기타채무	3,896	3,604	3,948	4,292	4,630
단기차입금	4,000	5,794	5,294	5,294	5,294
유동성장기부채	4,384	2,074	1,974	1,974	1,974
비유동부채	3,071	4,059	4,056	3,440	2,733
장기차입금	1,385	595	595	495	295
사채	599	2,494	2,494	1,994	1,494
부채총계	15,908	16,210	16,011	15,803	15,498
지배지분	6,486	7,926	8,678	9,729	11,080
자본금	114	118	118	118	118
자본잉여금	2,623	2,947	2,947	2,947	2,947
이익잉여금	3,676	4,879	5,829	7,079	8,629
비지배지분	7,700	7,131	7,500	7,901	8,330
자본총계	14,186	15,057	16,179	17,630	19,411
순차입금	8,209	9,418	8,079	6,633	4,949
총차입금	11,034	11,510	10,918	10,329	9,640

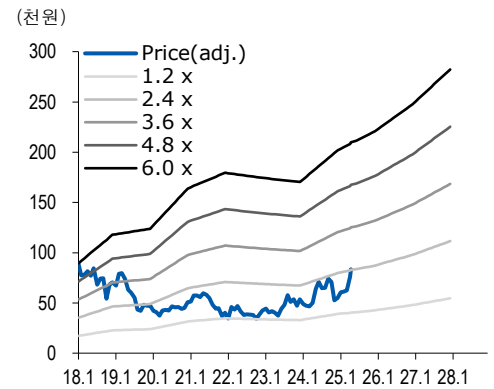
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	227	3,830	4,746	6,014	7,284
BPS	28,347	33,579	36,764	41,217	46,940
EBITDAPS	10,046	12,154	14,576	16,182	17,665
SPS	94,212	104,272	113,789	123,702	133,446
DPS	600	720	720	720	720
PER	203.5	15.2	17.6	13.9	11.5
PBR	1.6	1.7	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA	11.5	10.6	10.3	9.0	7.9
PSR	0.5	0.6	0.7	0.7	0.6

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	15.5	13.7	9.5	8.7	7.9
영업이익 증가율 (%)	85.8	42.4	30.0	15.0	12.1
지배순이익 증가율 (%)	흑전	1,634.9	24.4	26.7	21.1
매출총이익률 (%)	26.8	28.5	29.3	29.5	29.8
영업이익률 (%)	6.3	7.9	9.4	9.9	10.3
지배순이익률 (%)	0.2	3.7	4.2	4.9	5.5
EBITDA 마진 (%)	10.7	11.7	12.8	13.1	13.2
ROIC	4.7	7.9	8.4	9.8	11.2
ROA	0.2	2.9	3.5	4.3	5.0
ROE	0.8	12.5	13.5	15.4	16.5
부채비율 (%)	112.1	107.7	99.0	89.6	79.8
순차입금/자기자본 (%)	126.6	118.8	93.1	68.2	44.7
영업이익/금융비용 (배)	3.0	4.2	5.4	6.6	7.9

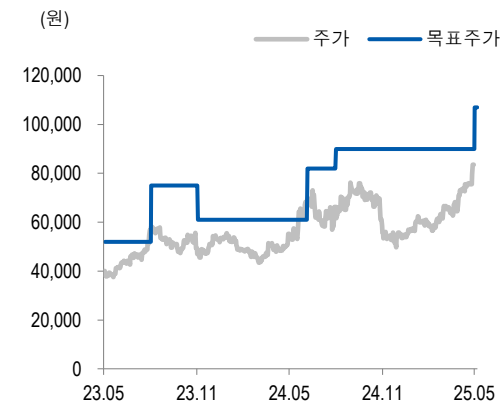
P/E band chart



P/B band chart



한국가스 (161890) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-05-12	BUY	107,000	1년		
2024-08-12	BUY	90,000	1년	-28.93	-7.11
2024-06-17	BUY	82,000	1년	-22.44	-10.98
2023-11-14	BUY	61,000	1년	-16.18	12.13
2023-08-14	BUY	75,000	1년	-29.48	-22.67
2023-05-15	BUY	52,000	1년	-14.90	9.23
2022-06-24	담당자변경				
	BUY	58,000	1년	-34.03	-29.14

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가* - 목표주가) / 목표주가 X 100

* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.7
Hold(중립)	6.3
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-05-12

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이승은)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.