유진투자증권

한국콜마
(161890.KS)

1Q25 Review:
국내 ODM 최대 OPM

투자의견
BUY(유지)

목표주가
115,000 원(상향)

현재주가
83,600 원(05/09)

시가총액
1,973 (십억원)

유통/화장품/패션 이해니_ 02)368-6155_ hnlee@eugenefn.com

- **1Q25E 매출액 6,531억원(+13.6%, 이하 yoy), 영업이익 600억원(+85.0%), OPM 9.2% 기록**
- 매출액, 영업이익 모두 컨센서스 상회. 중요 사업부인 국내, 미국 큰 폭의 성장세 시현. 중국 역시 선방하며 호실적 견인
- **국내** 인디 고객사의 매출 비중 레거시 고객사 만큼 성장하며 매출 선방, **미국** 기존 최대 고객사의 추가 플레이버 출시로 매출 선방 및 흑자 기록. **중국** 전략 고객사 및 과거 브랜드 재진입으로 성장, **캐나다, 연우** 아직까지는 회복 기다리는 상황
- **국내 매출액 2,743억원(+10.7%), 영업이익 339억원(+48.5%), OPM 12.4% 기록. 해외 매출액 720억원(+31.5%) 기록**
- 국내(간접수출 포함)는 시장의 K-Beauty 트렌드 하락 우려을 불식시킬 정도의 매출 선방 보여줌
- **미국 매출액 217억원(+210.9%), 영업이익 15억원(+6.9%). 연간 가이던스 상향 기대될 정도의 상황. 미국 트럼프 대통령의 관세 정책 발표 후 잠재 고객사들의 미국 생산 문의 폭주. 일부 고객은 하반기 생산 시작하고 대다수는 내년 시작될 것**
- 미국 2공장 가동 6월로 연기되었음에도 현존 생산 문의 감안 시 연간 100~120억 매출 가능. 미국 법인 연간 흑자 유지 기대
- 중국 매출액 416억원(+7.2%), 영업이익 31억원(+72.2%)/ 연우 매출액 637억원(-5.3%), 영업이익 -1억원(적지)
- **투자의견 'BUY' 유지. 목표주가 115,000원으로 상향**

주가(원, 05/09)	83,600
시가총액(십억원)	1,973
발행주식수	23,605천주
52주 최고가	88,000원
최저가	49,400원
52주 일간 Beta	0.10
60일 일평균거래대금	172억원
외국인 지분율	0.0%
배당수익률(2024E)	0.9%
주주구성	
한국콜마홀딩스 (외 24인)	26.6%
국민연금공단 (외 1인)	13.5%
NIHON KOLMAR (외 1인)	11.8%

주가상승(%)	1M	6M	12M
절대기준	15.4	7.5	55.0
상대기준	19.6	9.8	60.8

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	115,000	96,000	▲
영업이익(25)	254	244	▲
영업이익(26)	294	277	▲

12 월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	2,156	2,452	2,756	3,019
영업이익	136	194	254	294
세전손익	34	140	206	244
당기순이익	25	125	169	200
EPS(원)	227	3,816	5,530	6,770
증감률(%)	흑전	1,581.7	44.9	22.4
PER(배)	236.2	14.4	15.1	12.3
ROE(%)	0.8	12.5	15.3	16.3
PBR(배)	1.9	1.6	2.2	1.9
EV/EBITDA(배)	9.0	7.9	8.5	7.7

자료: 유진투자증권

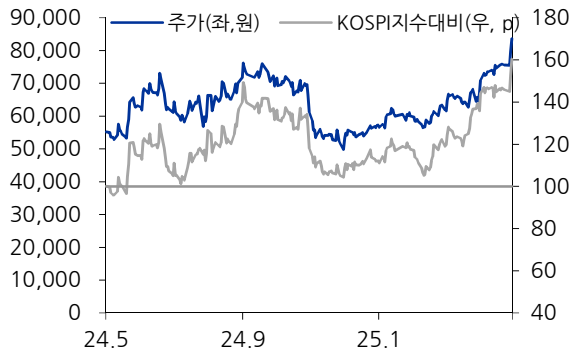
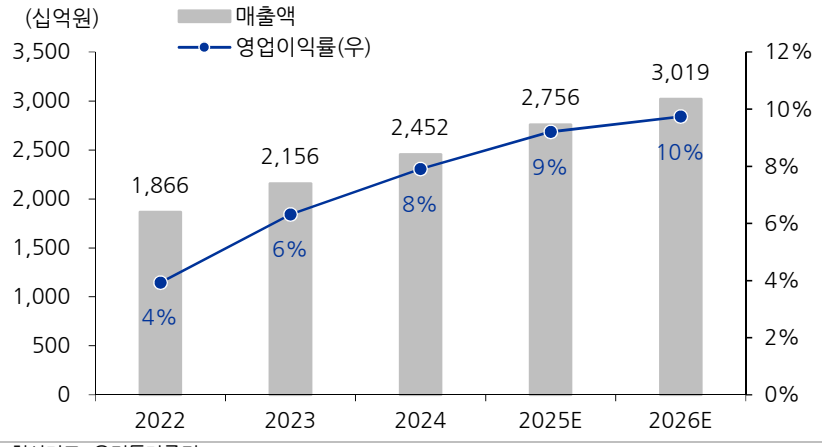


도표 1. **한국콜마 분기별 실적 전망**

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	**574.8**	**660.3**	**626.5**	**590.5**	**653.1**	**735.3**	**706.8**	**661.1**	**2,452.1**	**2,756.3**	**3,018.7**
국내	247.8	297.0	273.1	241.3	274.3	344.5	321.6	280.4	1,059.2	1,220.9	1,350.9
중국	38.8	53.5	36.6	29.9	41.6	55.8	37.0	30.2	158.8	164.6	169.5
북미	15.9	26.0	26.7	28.7	30.4	31.6	31.5	30.8	97.4	124.3	140.9
미국	7.0	13.4	17.5	20.0	21.7	22.6	23.1	22.8	57.9	90.2	104.4
캐나다	9.0	12.6	9.2	8.7	8.7	9.0	8.4	8.0	39.5	34.1	36.5
연우	67.2	74.0	72.8	61.5	63.7	62.1	69.2	67.0	275.5	262.0	269.9
이노엔	212.6	219.3	229.5	235.8	247.4	246.2	252.2	257.0	897.1	1,002.7	1,107.5
영업이익	**32.4**	**71.7**	**54.5**	**35.1**	**60.0**	**81.7**	**67.9**	**44.1**	**193.9**	**253.7**	**294.1**
%	*5.6*	*10.9*	*8.7*	*6.0*	*9.2*	*11.1*	*9.6*	*6.7*	*7.9*	*9.2*	*9.7*
국내	22.8	44.2	37.3	18.1	33.9	52.7	45.1	25.0	122.4	156.6	171.7
중국	1.8	6.7	1.0	(1.5)	3.1	6.3	1.0	(1.5)	8.0	8.9	9.5
북미	(4.6)	(2.2)	(5.2)	(0.9)	0.2	0.0	(0.6)	(0.8)	(12.9)	(1.2)	2.7
미국	(2.5)	(1.3)	(3.4)	1.2	1.5	0.1	0.8	0.7	(6.0)	3.1	5.6
캐나다	(2.1)	(0.9)	(1.8)	(2.1)	(1.3)	(0.0)	(1.5)	(1.5)	(6.9)	(4.3)	(2.9)
연우	(0.0)	1.2	1.2	(1.0)	(0.1)	1.2	1.2	0.7	1.4	3.0	3.3
이노엔	17.3	24.3	22.2	24.4	25.4	23.1	26.3	27.0	88.2	101.8	124.8
지배순이익	**6.3**	**34.9**	**15.4**	**33.5**	**13.2**	**41.6**	**33.1**	**42.5**	**90.1**	**130.5**	**159.8**
%	*1.1*	*5.3*	*2.5*	*5.7*	*2.0*	*5.7*	*4.7*	*6.4*	*3.7*	*4.7*	*5.3*
yoy											
매출액	**17.9**	**10.1**	**21.3**	**7.0**	**13.6**	**11.4**	**12.8**	**12.0**	**13.7**	**12.4**	**9.5**
국내	22.8	16.7	46.7	12.5	10.7	16.0	17.8	16.2	23.6	15.3	10.7
중국	6.4	-16.0	-9.1	-17.3	7.2	4.4	1.0	1.0	-10.1	3.7	3.0
북미	-13.6	15.2	28.5	33.8	90.6	21.4	17.9	7.3	16.9	27.6	13.4
미국	7.7	61.3	70.6	62.1	210.9	69.0	32.0	14.0	54.8	55.9	15.8
캐나다	-25.1	-11.5	-12.5	-4.6	-3.0	-29.0	-9.0	-8.0	-13.9	-13.8	7.0
연우	33.1	17.1	19.8	-0.8	-5.3	-16.0	-5.0	9.0	16.5	-4.9	3.0
이노엔	15.0	7.3	6.4	5.2	16.4	12.3	9.9	9.0	8.2	11.8	10.4
영업이익	**168.9**	**28.9**	**75.7**	**-6.0**	**85.0**	**13.9**	**24.5**	**25.4**	**42.4**	**30.9**	**15.9**
국내	68.6	27.6	185.0	-1.9	48.5	19.1	21.0	38.3	53.7	27.9	9.7
중국	흑전	-23.3	107.5	적전	72.2	-6.5	1.0	적지	-17.9	흑전	흑전
북미	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	적지	적지	적지	적지	적지
미국	-35.8	-9.7	-19.4	6.0	6.9	0.3	3.6	3.0	적지	적지	적지
캐나다	-23.4	-7.1	-19.5	-24.1	-14.9	-0.2	-17.5	-19.1	적지	적지	적지
연우	적지	-2.5	-26.9	적지	적지	-0.5	0.8	흑전	흑전	116.6	12.1
이노엔	206.0	58.9	-0.8	8.2	47.2	-4.9	18.2	10.8	33.8	15.4	22.6
지배순이익	**8.7**	**0.2**	**33.8**	**흑전**	**109.3**	**19.4**	**115.4**	**26.9**	**1,634.9**	**44.9**	**22.4**

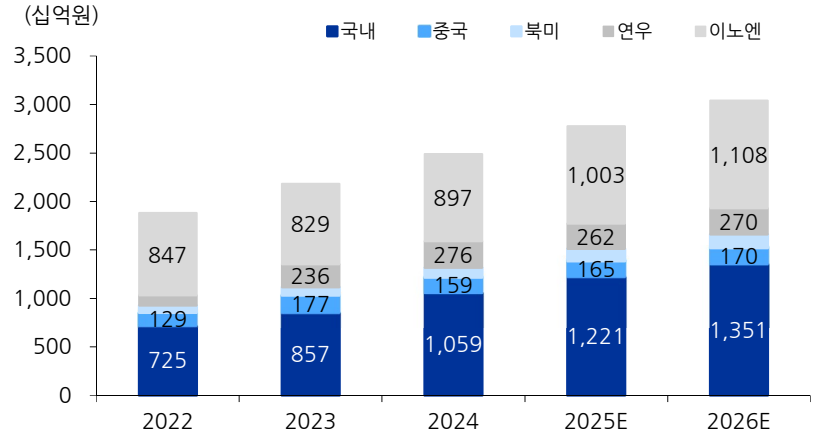
자료: 회사자료, 유진투자증권

도표 2. **연간 실적 추이 및 전망**



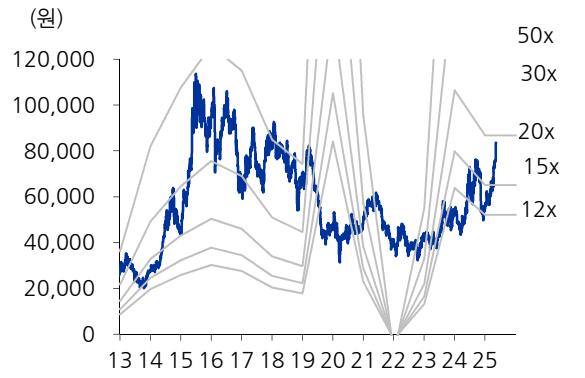
자료: 회사자료, 유진투자증권

도표 3. **사업부별 매출액 추이**



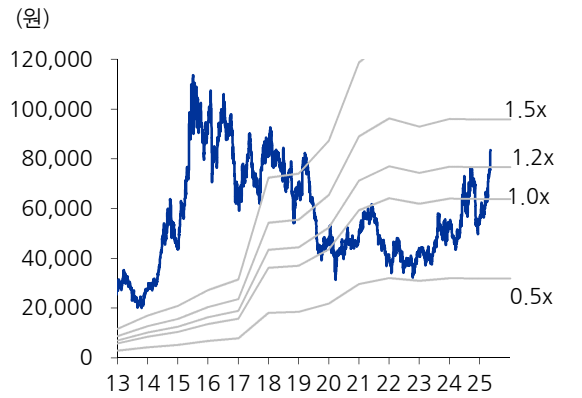
자료: 회사자료, 유진투자증권

도표 4. **PER BAND**



자료: QuantiWise, 유진투자증권

도표 5. **PBR BAND**



자료: QuantiWise, 유진투자증권

도표 6. Valuation

(십억원, 천주, 원, %)	순이익	Target PER	계산	비고
영업가치	**148**			
화장품: 콜마, 연우	**109**	**18**	**1,979**	
의약품: 이노엔	38	19	742	
적정 시가총액			2,722	
주식 수			23,605	
적정주가 (원)			**115,000**	
현재주가 (원)			83,600	
상승여력 (%)			37.6	
Implied PER			13.4	
화장품 PER			18.0	

자료: 회사자료, 유진투자증권

도표 7. Key Indicator

(십억원)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
매출액	536	667	822	1,358	1,379	1,322	1,586	1,866	2,156
영업이익	61	73	67	90	100	122	84	73	136
세전이익	59	71	62	55	45	222	67	17	34
순이익	45	53	49	37	34	161	44	-4	25
지배순이익	45	53	47	42	29	160	36	-22	5
EPS	2,155	2,516	2,239	1,893	1,270	7,004	1,565	-961	227
BPS	10,459	12,790	14,458	19,616	20,601	27,257	29,876	29,024	28,347
DPS	200	250	300	330	330	345	415	500	600
PER	44.0	26.2	36.6	37.2	37.2	7.3	25.7	na	236.2
ROE	22.7	21.6	16.4	11.4	6.4	29.3	5.5	-3.3	0.8
PBR	9.1	5.1	5.7	3.6	2.3	1.9	1.3	1.5	1.9
EV/EBITDA	28.2	16.7	21.4	19.1	13.6	10.4	10.5	11.7	9.0
EBITDA	70	85	86	132	160	183	143	149	230
배당수익률	0.2	0.4	0.4	0.5	0.7	0.7	1.0	1.2	1.1
순차입금	-15	31	115	949	1,093	747	577	770	835

자료: 회사자료, 유진투자증권

한국콜마(051900.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
자산총계	3,009	3,127	3,280	3,470	3,659
유동자산	898	859	1,074	1,254	1,470
현금성자산	269	199	323	440	604
매출채권	324	294	342	372	397
재고자산	281	328	370	403	430
비유동자산	2,111	2,268	2,206	2,216	2,189
투자자산	180	208	216	225	234
유형자산	660	811	752	765	739
기타	1,271	1,249	1,238	1,227	1,216
부채총계	1,591	1,621	1,658	1,706	1,737
유동부채	1,284	1,215	1,251	1,286	1,315
매입채무	390	360	395	430	459
유동성이자부채	854	799	799	799	799
기타	40	56	56	57	57
비유동부채	307	406	408	420	422
비유동이자부채	249	352	352	362	362
기타	58	54	56	58	60
자본총계	1,419	1,506	1,621	1,764	1,921
지배지분	649	793	908	1,051	1,208
자본금	11	12	12	12	12
자본잉여금	262	295	295	295	295
이익잉여금	368	488	601	744	901
기타	7	(2)	0	0	0
비지배지분	770	713	713	713	713
자본총계	1,419	1,506	1,621	1,764	1,921
총차입금	1,103	1,151	1,151	1,161	1,161
순차입금	835	952	828	721	557

손익계산서

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	2,156	2,452	2,756	3,019	3,229
증가율(%)	15.5	13.7	12.4	9.5	7.0
매출원가	1,578	1,753	1,952	2,131	2,273
매출총이익	578	699	805	887	956
판매 및 일반관리비	442	505	551	593	633
기타영업손익	12	14	9	8	7
영업이익	136	194	254	294	323
증가율(%)	85.8	42.4	30.9	15.9	9.7
EBITDA	230	286	330	349	371
증가율(%)	54.6	24.3	15.5	5.7	6.3
영업외손익	(102)	(54)	(48)	(50)	(52)
이자수익	9	8	7	8	9
이자비용	45	47	45	45	45
지분법손익	2	13	(0)	(0)	(0)
기타영업손익	(68)	(28)	(9)	(13)	(15)
세전순이익	34	140	206	244	271
증가율(%)	102.3	307.1	47.3	18.6	10.9
법인세비용	9	14	37	44	49
당기순이익	25	125	169	200	222
증가율(%)	흑전	398.5	34.7	18.6	10.9
지배주주지분	5	90	131	160	175
증가율(%)	흑전	1,634.9	44.9	22.4	9.4
비지배지분	20	35	38	41	47
EPS(원)	227	3,816	5,530	6,770	7,406
증가율(%)	흑전	1,581.7	44.9	22.4	9.4
수정EPS(원)	227	3,816	5,530	6,770	7,406
증가율(%)	흑전	1,581.7	44.9	22.4	9.4

현금흐름표

(단위:십억원)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업현금	112	215	161	189	202
당기순이익	25	125	169	200	222
자산상각비	94	92	76	55	48
기타비현금성손익	126	103	(29)	(39)	(45)
운전자본증감	(76)	(40)	(55)	(28)	(23)
매출채권감소(증가)	(60)	40	(48)	(30)	(25)
재고자산감소(증가)	(41)	(53)	(43)	(33)	(27)
매입채무증가(감소)	26	(7)	35	35	29
기타	(2)	(20)	0	0	0
투자현금	(156)	(205)	(22)	(67)	(23)
단기투자자산감소	(35)	49	(2)	(2)	(3)
장기투자증권감소	1	14	(2)	(2)	(2)
설비투자	107	247	0	45	0
유형자산처분	1	2	0	0	0
무형자산처분	(16)	(13)	(11)	(11)	(11)
재무현금	(8)	(43)	(17)	(7)	(18)
차입금증가	8	25	0	10	0
자본증가	(17)	(19)	(17)	(17)	(18)
배당금지급	17	19	17	17	18
현금 증감	(49)	(29)	121	115	161
기초현금	220	171	142	263	378
기말현금	171	142	263	378	539
Gross Cash flow	245	320	216	217	225
Gross Investment	197	295	75	93	43
Free Cash Flow	47	25	141	124	182

자료: 유진투자증권

주요투자지표

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	227	3,816	5,530	6,770	7,406
BPS	28,347	33,579	38,481	44,531	51,187
DPS	600	720	720	750	780
밸류에이션(배,%)					
PER	236.2	14.4	15.1	12.3	11.3
PBR	1.9	1.6	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	9.0	7.9	8.5	7.7	6.8
배당수익율	1.1	1.3	0.9	0.9	0.9
PCR	5.0	4.1	9.1	9.1	8.8
수익성(%)					
영업이익율	6.3	7.9	9.2	9.7	10.0
EBITDA이익율	10.7	11.7	12.0	11.6	11.5
순이익율	1.2	5.1	6.1	6.6	6.9
ROE	0.8	12.5	15.3	16.3	15.5
ROIC	4.5	7.5	8.7	10.0	10.9
안정성(배,%)					
순차입금/자기자본	58.8	63.2	51.1	40.9	29.0
유동비율	70.0	70.7	85.8	97.5	111.8
이자보상배율	3.0	4.2	5.6	6.5	7.1
활동성(회)					
총자산회전율	0.7	0.8	0.9	0.9	0.9
매출채권회전율	7.4	7.9	8.7	8.4	8.4
재고자산회전율	8.3	8.1	7.9	7.8	7.8
매입채무회전율	6.3	6.5	7.3	7.3	7.3

Compliance Notice

당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자가 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

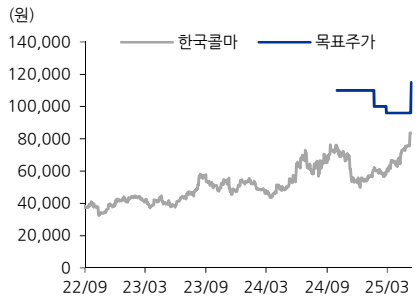
투자기간 및 투자등급/투자의견 비율

종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율(%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	96%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	4%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.03.31 기준)

과거 2년간 투자의견 및 목표주가 변동내역

추천일자	투자의견	목표가(원)	목표가격 대상시점	괴리율(%) 평균주가대비	괴리율(%) 최고(최저)주가 대비
2024-09-30	Buy	110,000	1년	-45.3	-33.3
2025-01-21	Buy	100,000	1년	-41.0	-38.0
2025-02-26	Buy	96,000	1년	-28.7	-12.9
2025-04-25	Buy	96,000	1년	-19.4	-12.9
2025-05-12	Buy	115,000	1년		

한국콜마(051900.KS) 주가 및 목표주가 추이

담당 애널리스트: 이해니