

한국콜마 (161890)

정한솔
hansoljung@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

100,000

상향

현재주가

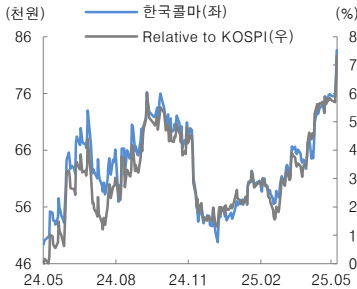
83,600

(25.05.09)

화장품업종

KOSPI	2577.27
시가총액	1,973십억원
시가총액비중	0.09%
자본금(보통주)	12십억원
52주 최고/최저	83,600원 / 49,800원
120일 평균거래대금	152억원
외국인지분율	36.07%
주요주주	한국콜마홀딩스 외 23 인 26.59% 국민연금공단 13.47%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	29.4	39.3	36.6	63.6
상대수익률	15.2	36.3	35.7	72.2



기대되는 성수기

- 1Q25 영업이익 599억원(YoY 85%, OPM 9.2%)로 컨센서스 상회
- 국내 선케어 수출 강세 + 중국·미국 개선 주효
- 2분기 선케어 성수기와 미국 모멘텀 고려 시 여전히 매력적인 투자처

투자의견 BUY 유지하며 목표주가 100,000원(+25%)으로 상향

지난해부터 동사 핵심 경쟁력인 선제품의 글로벌 수요 확대로 별도법인의 건조한 성장 지속. 우려하던 중국과 미국 법인도 긍정적 흐름. 중국 화장품 소비 회복 지연에도 1분기 매출 20% 성장했으며, 미국도 2개 분기 연속 높은 수익성을 실현하며 안정적으로 실적에 기여하며 2공장 가동 전 고정비 부담 축소. 미국 2공장은 6월 가동 예정으로 미국 트럼프 관세 정책 이후 미국 생산 문의 급증하며 100여개의 브랜드와 논의 중. 국내 브랜드사는 10여개로 일부 고객사들은 2H25부터 양산 전망. 최근 주가 상승으로 밸류에이션 부담 존재하나 선제품 성수기와 미국 모멘텀 고려 시 실적 추정치 추가 상향 조정 가능성 존재. 실적 추정치 상향과 목표주가 산정의 기준 시점 변동('25→12M Fwd)으로 목표주가 상향

1Q25 Review: 기대되는 성수기

1Q25 매출액 6,531억원(YoY 14%), 영업이익 599억원(YoY 85%, OPM 9.2%)로 컨센서스를 상회하는 호실적 기록

[국내] 매출액 2,743억원(YoY 11%), 영업이익 339억원(YoY 49%, OPM 12.4%)로 분기 최대 실적 기록. 기존 레거시 브랜드의 매출은 감소했으나 K뷰티 트렌드를 이끌고 있는 인디브랜드의 선케어 수출 강세로 분기 최대 매출액 실현. 협력사 인센티브 12억원 등 인건비 증가에도 고수익 선제품 비중 확대는 수익성 개선으로 이어지며 분기 최대 이익률 달성

[중국] 매출액 416억원(YoY 20%), 영업이익 31억원(YoY 73%, OPM 7.4%) 기록. 중국 화장품 소비 회복 지연에도 주요 고객사 수주 증가로 매출과 영업이익 모두 개선 [북미] 미국 매출액 217억원(YoY 211%), 영업이익 15억원(YoY 흑자전환, OPM 6.0%). 최대 고객사 SKU 증가 및 4Q24 유입된 신규 고객사의 안정적인 수주가 이어지며 1공장 기준 영업이익 33억원(OPM 15.2%) 기록. 2공장 6월 본격 가동 예정으로 비용 부담 불가피하나 1공장 수익성을 기반으로 BEP 전망. 캐나다 매출액 87억원(YoY -3%), 영업적자-13억원(YoY 적자지속) 기록. 상위 고객사 주문 감소로 부진 [연우] 매출 637억원(-5% YoY), 영업적자-10억원(YoY 적자지속) 기록. 미국 최대 매출처 프로젝트 감소로 매출 YoY 역성장. 다만 전분기 대비 회복세

(단위: 십억원, %)

구분	1Q24	4Q24	직전 추정	잠정치	1Q25				2Q25	
					YoY	QoQ	Consensus	당사 추정	YoY	QoQ
매출액	575	590	628	653	13.6	10.6	640	740	12.1	13.4
영업이익	32	35	48	60	85.0	70.7	51	78	8.1	29.2
순이익	6	34	24	13	109.3	-60.5	22	37	7.1	181.9

자료: 한국콜마, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,156	2,452	2,745	2,885	3,030
영업이익	136	194	250	274	287
세전순이익	34	140	199	241	262
총당기순이익	25	125	152	184	201
지배지분순이익	5	90	113	141	154
EPS	227	3,830	4,789	5,992	6,530
PER	236.2	14.4	17.5	14.0	12.8
BPS	28,347	33,706	37,769	43,003	48,825
PBR	1.9	1.6	2.2	1.9	1.7
ROE	0.8	12.5	13.4	14.8	14.2

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출
자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

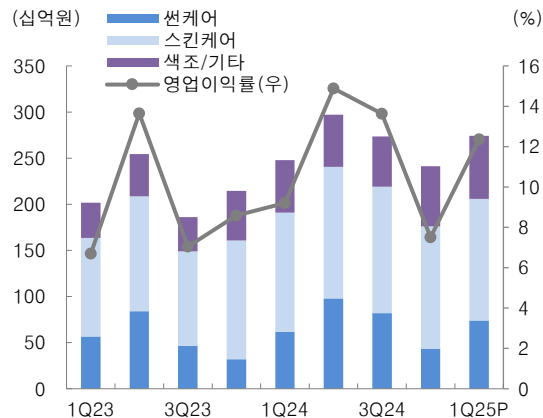
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	2,719	2,890	2,745	2,885	1.0	-0.2
영업이익	238	266	250	274	4.9	3.1
영업이익률	8.8	9.2	9.1	9.5	0.3	0.3
지배지분순이익	103	130	113	141	10.2	9.2
순이익률	5.0	5.7	5.5	6.4	0.6	0.7
EPS(지배지분순이익)	4,345	5,487	4,789	5,992	10.2	9.2

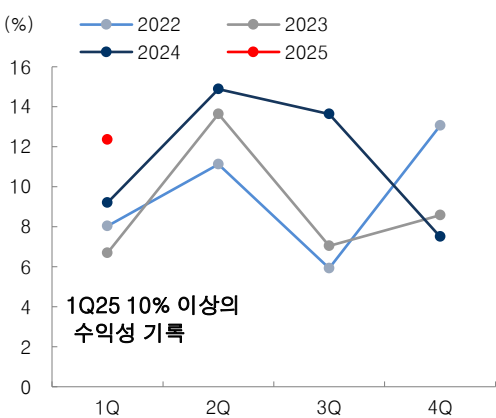
자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

그림 1. 별도법인 분기별 실적 추이



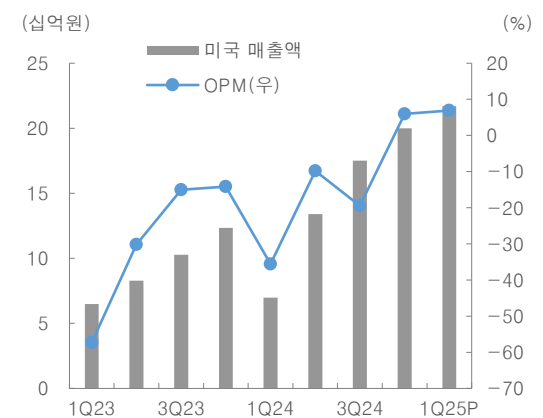
자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

그림 2. 별도법인 분기별 영업이익률 추이



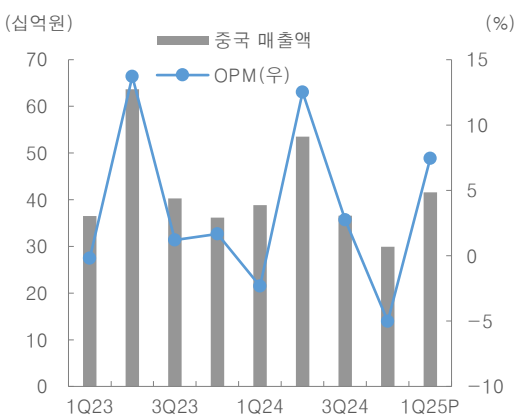
자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

그림 3. 미국법인 분기별 실적 추이



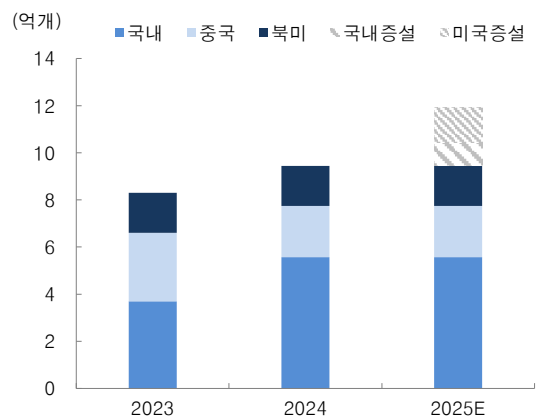
자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

그림 4. 중국법인 분기별 실적 추이



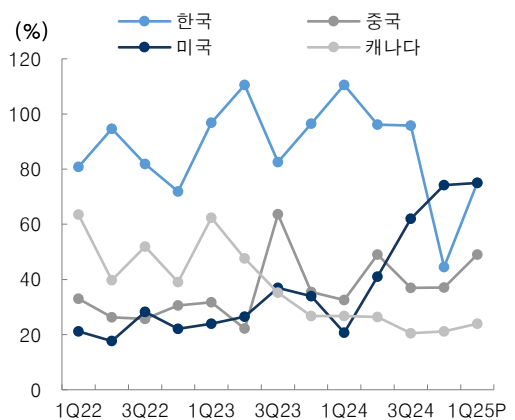
자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

그림 5. CAPA 추이



자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

그림 6. 가동률 추이



자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

표 1. 한국콜마 연결 기준 분기/연간 실적 추정 (단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
매출액	575	660	627	590	653	740	707	644	2,145	2,452	2,745
별도	248	297	274	241	274	342	317	264	857	1,060	1,198
연결법인	327	363	353	349	379	398	390	380	1,288	1,392	1,547
중국	39	54	37	30	42	56	39	31	177	159	168
미주	16	26	27	29	30	35	34	34	83	97	135
미국	7	13	18	20	22	23	25	25	37	58	95
캐나다	9	13	9	9	9	12	10	9	46	39	40
HK 이노엔	213	219	230	236	247	254	261	261	829	897	1,023
연우	67	74	73	62	64	63	66	62	236	275	254
YoY (%)	17.9	12.1	21.3	7.0	13.6	12.1	12.9	9.1	15.0	14.3	11.9
별도	22.8	16.7	47.0	12.5	10.7	15.2	16.0	9.6	18.2	23.7	13.1
연결법인	14.4	8.6	6.8	3.5	15.8	9.6	10.5	8.7	12.9	8.1	11.1
중국	6.4	-15.9	-9.1	-17.3	7.2	5.4	5.8	4.6	37.1	-10.1	5.8
미주	-13.6	15.1	28.4	33.8	90.6	36.2	29.0	19.8	12.4	16.9	38.3
미국	7.7	61.7	70.4	62.1	210.9	75.0	40.0	25.0	45.6	54.9	63.5
캐나다	-25.1	-11.8	-12.7	-4.6	-3.0	-5.0	8.0	8.0	-5.2	-14.1	1.4
HK 이노엔	15.0	7.3	6.4	5.2	16.4	15.8	13.6	10.6	-2.1	8.2	14.0
연우	32.8	17.1	19.8	0.2	-5.1	-15.0	-10.0	0.0	0.5	16.8	-7.9
영업이익	32	72	55	35	60	78	70	42	136	194	250
별도	23	44	37	18	34	51	44	23	80	122	152
연결법인	10	28	17	17	26	26	26	20	56	71	98
중국	-1	7	1	-2	3	6	1	0	10	5	10
미주	-5	-2	-5	-1	0	-1	-1	0	-9	-13	-2
미국	-2	-1	-3	1	2	0	0	0	-9	-6	2
캐나다	-2	-1	-2	-2	-1	-2	-1	-1	1	-7	-4
HK 이노엔	17	24	22	24	25	25	25	26	66	88	101
연우	0	1	1	-1	-1	-1	1	1	0	1	0
YoY (%)	168.9	28.9	75.7	-6.0	84.7	8.1	28.3	20.7	85.8	42.4	28.9
별도	68.9	27.4	184.7	-1.6	48.7	16.0	19.1	24.7	15.3	53.6	24.3
연결법인	흑전	0.3	0.0	-0.1	1.7	0.0	0.5	0.2	1,250.0	26.6	36.7
중국	적지	-0.2	1.1	적전	흑전	-0.1	0.3	적지	흑전	-0.5	0.9
미주	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	적지	적지	적지
미국	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	-0.7	적지	적지	흑전
캐나다	적지	적전	적지	적전	적지	적지	적지	적지	흑전	적전	적지
HK 이노엔	206.0	58.9	-0.8	8.3	47.2	2.8	13.1	5.8	27.9	33.8	14.9
연우	적지	0.0	-0.1	적지	적지	적전	-0.2	흑전	-10.0	0.9	7.4
영업이익률 (%)	5.6	10.9	8.7	6.0	9.2	10.5	9.9	6.6	6.3	7.9	9.1
별도	9.2	14.9	13.6	7.5	12.4	15.0	14.0	8.5	9.3	11.6	12.7
연결법인	2.9	7.6	4.9	4.9	6.9	6.6	6.6	5.2	4.4	5.1	6.3
중국	-2.3	12.5	2.7	-5.0	7.5	10.2	3.4	-0.7	5.5	3.3	5.9
미주	-29.0	-8.3	-19.5	-3.1	0.7	-4.2	-1.6	-1.0	-10.5	-13.2	-1.6
미국	-35.6	-9.8	-19.4	6.0	6.9	0.3	0.9	1.2	-25.4	-10.4	2.2
캐나다	-23.8	-6.8	-19.6	-24.1	-14.9	-12.9	-7.9	-6.9	1.7	-17.5	-10.7
HK 이노엔	8.1	11.1	9.7	10.4	10.3	9.9	9.6	9.9	8.0	9.8	9.9
연우	0.0	1.6	1.6	-1.6	-1.6	-1.6	1.5	1.5	0.0	0.5	0.0

자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,156	2,452	2,745	2,885	3,030
매출원가	1,578	1,753	1,948	2,045	2,151
매출총이익	578	699	796	840	879
판매비와관리비	442	505	546	566	593
영업이익	136	194	250	274	287
영업이익률	6.3	7.9	9.1	9.5	9.5
EBITDA	230	286	336	359	372
영업외손익	-102	-54	-51	-33	-24
관계기업손익	3	12	1	1	1
금융수익	24	30	19	18	18
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-59	-54	-48	-42	-36
외환관련손실	11	5	4	4	4
기타	-70	-42	-23	-11	-7
법인세비용차감전순손익	34	140	199	241	262
법인세비용	-9	-14	-47	-57	-62
계속사업순손익	25	125	152	184	201
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	25	125	152	184	201
당기순이익률	1.2	5.1	5.5	6.4	6.6
비지배지분순이익	20	35	39	43	46
지배지분순이익	5	90	113	141	154
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	-2	-2	-2	-2
포괄순이익	14	105	132	164	181
비지배지분포괄이익	16	30	34	38	42
지배지분포괄이익	-2	75	98	126	139

Valuation 지표	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	227	3,830	4,789	5,992	6,530
PER	236.2	14.4	17.5	14.0	12.8
BPS	28,347	33,706	37,769	43,003	48,825
PBR	1.9	1.6	2.2	1.9	1.7
EBITDAPS	10,046	12,154	14,216	15,208	15,752
EV/EBITDA	123	10.3	10.6	9.5	8.8
SPS	94,212	104,272	116,279	122,223	128,375
PSR	0.6	0.5	0.7	0.7	0.7
CFPS	10,688	13,611	15,783	17,294	17,994
DPS	600	720	720	720	720

재무비율	(단위: 원 배 %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	15.5	13.7	11.9	5.1	5.0
영업이익 증가율	85.8	42.4	28.9	9.6	4.6
순이익 증가율	흑전	398.5	21.3	21.1	9.0
수익성					
ROIC	4.4	7.3	7.7	8.4	8.7
ROA	4.6	6.3	7.7	7.9	7.7
ROE	0.8	12.5	13.4	14.8	14.2
안정성					
부채비율	112.1	107.7	97.2	85.8	76.5
순차입금비율	57.9	62.5	45.2	27.3	12.2
이자보상배율	3.0	4.2	6.1	7.8	9.7

자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	898	859	1,104	1,373	1,675
현금및현금성자산	171	142	315	547	809
매출채권 및 기타채권	324	294	324	340	357
재고자산	281	328	367	386	405
기타유동자산	123	95	97	100	103
비유동자산	2,111	2,268	2,237	2,209	2,189
유형자산	660	811	821	833	849
관계기업투자금	16	10	-4	-19	-33
기타비유동자산	1,435	1,447	1,420	1,395	1,373
자산총계	3,009	3,127	3,341	3,583	3,864
유동부채	1,284	1,215	1,242	1,263	1,292
매입채무 및 기타채무	390	360	383	394	405
차입금	400	579	550	523	497
유동성채무	438	207	239	274	315
기타유동부채	56	68	70	72	75
비유동부채	307	406	405	391	383
차입금	198	309	307	292	282
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	109	97	98	99	100
부채총계	1,591	1,621	1,647	1,655	1,674
자배지분	649	793	892	1,015	1,153
자본금	11	12	12	12	12
자본잉여금	262	295	295	295	295
이익잉여금	368	488	584	708	846
기타지분변동	7	-2	1	0	0
비자배지분	770	713	802	913	1,037
자본총계	1,419	1,506	1,694	1,928	2,189
순차입금	821	942	766	525	266

연금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	112	215	222	280	295
당기순이익	25	125	152	184	201
비현금항목의 가감	219	195	221	224	224
감가상각비	94	92	86	85	85
외환손익	0	-10	-5	-5	-5
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	126	113	140	144	144
자산부채의 증감	-76	-40	-71	-44	-45
기타현금흐름	-56	-64	-80	-84	-84
투자활동 현금흐름	-156	-205	-65	-67	-74
투자자산	1	4	14	14	14
유형자산	-106	-245	-76	-79	-85
기타	-50	36	-3	-3	-3
재무활동 현금흐름	-8	-43	-82	-88	-77
단기차입금	-4	3	-29	-28	-26
사채	-100	9	10	-10	-10
장기차입금	125	29	-12	-5	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-17	-19	-17	-17	-17
기타	-13	-65	-34	-29	-24
현금의 증감	-49	-29	174	232	262
기초 현금	220	171	142	315	547
기말 현금	171	142	315	547	809
NOPLAT	100	174	191	210	219
FCF	70	5	199	214	218

[Compliance Notice]

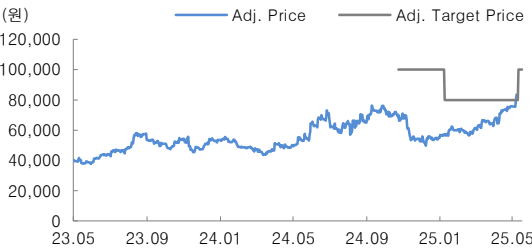
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:정한솔)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한국콜마(161890) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.05.12	25.01.09	24.11.16	24.11.11	24.10.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	100,000	80,000	100,000	100,000	100,000
과리율(평균%)		(19.00)	(42.55)	(36.04)	(32.22)
과리율(최대/최소%)		4.50	(29.10)	(29.10)	(29.10)
제시일자					
투자의견					
목표주가					
과리율(평균%)					
과리율(최대/최소%)					
제시일자					
투자의견					
목표주가					
과리율(평균%)					
과리율(최대/최소%)					

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250509)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	92.6%	7.4%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상