

한국콜마 (161890)

정한솔

hansol.jung@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

130,000

상향

현재주가

105,900

(25.07.11)

화장품업종

다가온 성수기

- 2Q 선케어 성수기 및 미국 법인 흑자 기조 유지되며 이익 개선세 지속
- 하반기 미국 2공장 본격 가동되며 실적 모멘텀으로 기대
- 이익 추정치 상향에 따라 목표주가 상향

투자의견 BUY 유지하며 목표주가 130,000원(+30%)으로 상향

2분기 국내 선케어 제품 중심의 믹스 개선과 미국 흑자기조 지속되며 실적 개선세 지속. K뷰티 트렌드를 이끌고 있는 인디브랜드의 글로벌 수출 지역 다각화로 계절성이 완화되고 있고 6월 가동을 시작한 미국 2공장은 온소어 생산 니즈 확대에 따라 하반기부터 고객사 양산 본격화 전망, 우호적인 업황과 미국 공장 실적 가시화에 따라 실적 추정치와 Target Multiple(기존 18배 → 22배)로 상향 조정함에 따라 목표주가 상향

2Q25 Preview: 다가온 성수기

2Q25 매출액 7,450억원(YoY 13%), 영업이익 828억원(YoY 15%, OPM 11.1%) 전망

[국내] 매출액 3,393억원(YoY 14%), 영업이익 522억원(YoY 18%, OPM 15.4%) 전망. 기존 레거시 브랜드의 매출은 여전히 감소세이나 선케어 성수기 효과가 본격화. 인디브랜드의 수출 지역과 SKU 다변화로 견조한 성장 예상되며 선케어 매출 YoY 20% 증가 추정. 성과급 적립 등 인건비 증가에도 고수익 선케어 비중 확대로 수익성 개선 가능할 전망

[중국] 매출액 564억원(YoY 7%), 영업이익 56억원(YoY flat%, OPM 10.0%) 전망. 중국 소비 회복 지연에도 불구하고 선제품 수요가 유지되고 있으나 수익성 개선은 제한적일 전망 [미국] 미국 매출액 248억원(YoY 85%), 영업이익 3억원(YoY 흑자전환). 1공장은 주요 고객사 중심의 안정적인 수주 지속되며 높은 수익성 유지. 다만, 6월 가동을 시작한 2공장의 고정비 부담이 일부 반영되며 영업이익 둔화 추정. 3분기부터 고객사 양산이 본격화 전망하며 하반기 기여도 확대될 전망 [캐나다/연우] 캐나다는 주요 고객사 인하우스 전환 영향으로 매출이 감소하며 적자지속. 연우도 체질개선 중이나 매출 회복 속도는 제한적. 단기보다는 중장기 모니터링이 필요할 전망

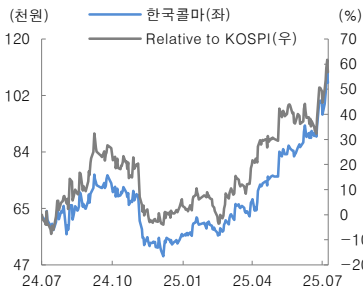
(단위: 십억원, %)

구분	2Q24	1Q25	직전추정	당사추정	2Q25(F)			3Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	660	653	740	745	12.8	14.1	738	715	14.1	-4.0
영업이익	72	60	78	83	15.4	38.1	82	71	30.4	-14.1
순이익	35	13	37	32	-8.5	140.8	44	27	74.3	-16.0

자료: 한국콜마, FnGuide, 대신증권 Research Center

KOSPI	3175.77
시가총액	2,500십억원
시가총액비중	0.11%
자본금(보통주)	12십억원
52주 최고/최저	109,200원 / 49,800원
120일 평균거래대금	171억원
외국인지분율	40.84%
주요주주	한국콜마홀딩스 외 23 인 26.59% 국민연금공단 13.40%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	15.0	49.4	87.1	71.9
상대수익률	5.3	14.4	48.2	56.5



영업실적 및 주요 투자지표 (단위: 십억원, 원, %)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,156	2,452	2,755	2,912	3,060
영업이익	136	194	262	295	318
세전순이익	34	140	205	263	296
총당기순이익	25	125	157	201	226
지배지분순이익	5	90	117	155	174
EPS	227	3,830	4,940	6,556	7,364
PER	236.2	14.4	21.4	16.2	14.4
BPS	28,347	33,706	37,921	43,718	50,375
PBR	1.9	1.6	2.8	2.4	2.1
ROE	0.8	12.5	13.8	16.1	15.7

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	2,745	2,885	2,755	2,912	0.4	0.9
영업이익	250	274	262	295	4.7	7.7
영업이익률	9.1	9.5	9.5	10.1	0.4	0.6
지배지분순이익	113	141	117	155	3.2	9.4
순이익률	5.5	6.4	5.7	6.9	0.2	0.5
EPS(지배지분순이익)	4,789	5,992	4,940	6,556	3.2	9.4

자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

표 1. 한국콜마 분기/연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
매출액	575	660	627	590	653	745	715	642	2,145	2,452	2,755
별도	248	297	274	241	274	339	317	264	857	1,060	1,195
연결법인	327	363	353	349	379	406	398	378	1,288	1,392	1,560
중국	39	54	37	30	42	56	39	31	177	159	168
미주	16	26	27	29	30	36	36	37	83	97	139
미국	7	13	18	20	22	25	26	28	37	58	101
캐나다	9	13	9	9	9	11	10	9	46	39	39
HK 이노엔	213	219	230	236	247	261	268	256	829	897	1,032
연우	67	74	73	62	64	63	64	62	236	275	252
YoY (%)	17.9	12.1	21.3	7.0	13.6	12.8	14.1	8.8	15.0	14.3	12.4
별도	22.8	16.7	47.0	12.5	10.7	14.3	16.0	9.6	18.2	23.7	12.8
연결법인	14.4	8.6	6.8	3.5	15.8	11.7	12.6	8.3	12.9	8.1	12.0
중국	6.4	-15.9	-9.1	-17.3	7.2	7.0	5.8	4.6	37.1	-10.1	6.3
미주	-13.6	15.1	28.4	33.8	90.6	36.5	35.5	30.3	12.4	16.9	43.3
미국	7.7	61.7	70.4	62.1	210.9	85.0	50.0	40.0	45.6	54.9	74.1
캐나다	-25.1	-11.8	-12.7	-4.6	-3.0	-15.0	8.0	8.0	-5.2	-14.1	-1.8
HK 이노엔	15.0	7.3	6.4	5.2	16.4	19.0	16.8	8.5	-2.1	8.2	15.1
연우	32.8	17.1	19.8	0.2	-5.1	-15.0	-12.0	0.0	0.5	16.8	-8.4
영업이익	32	72	55	35	60	83	71	48	136	194	262
별도	23	44	37	18	34	52	43	23	80	122	152
연결법인	10	28	17	17	26	31	28	25	56	71	110
중국	-1	7	1	-2	3	6	3	0	10	5	11
미주	-5	-2	-5	-1	0	-1	0	0	-9	-13	-1
미국	-2	-1	-3	1	2	0	0	1	-9	-6	3
캐나다	-2	-1	-2	-2	-1	-1	-1	-1	1	-7	-4
HK 이노엔	17	24	22	24	25	27	25	24	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	15.4	30.4	36.0	85.8	42.4	34.9
별도	68.9	27.4	184.7	-1.6	48.7	18.1	16.0	24.7	15.3	53.6	24.1
연결법인	흑전	0.3	0.0	-0.1	1.7	0.1	0.6	0.5	1,250.0	26.6	53.5
중국	적지	-0.2	1.1	적전	흑전	-0.2	1.9	적지	흑전	-0.5	1.2
미주	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	흑전	적지	적지	적지
미국	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	-0.4	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	10.9	11.1	-2.7	27.9	33.8	14.3
연우	적지	0.0	-0.1	적지	적지	적전	-0.2	흑전	-10.0	0.9	-86.7
영업이익률 (%)	5.6	10.9	8.7	6.0	9.2	11.1	9.9	7.4	6.3	7.9	9.5
별도	9.2	14.9	13.6	7.5	12.4	15.4	13.6	8.5	9.3	11.6	12.7
연결법인	2.9	7.6	4.9	4.9	6.9	7.5	7.0	6.7	4.4	5.1	7.0
중국	-2.3	12.5	2.7	-5.0	7.5	10.0	7.5	-0.7	5.5	3.3	6.8
미주	-29.0	-8.3	-19.5	-3.1	0.7	-3.1	-0.8	0.3	-10.5	-13.2	-0.8
미국	-35.6	-9.8	-19.4	6.0	6.9	1.1	1.9	2.7	-25.4	-10.4	3.0
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	10.3	9.2	9.3	8.0	9.8	9.8
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	2,755	2,912	3,060
매출원가	1,578	1,753	1,930	2,037	2,135
매출총이익	578	699	825	875	925
판매비와관리비	442	505	563	580	607
영업이익	136	194	262	295	318
영업이익률	6.3	7.9	9.5	10.1	10.4
EBITDA	230	286	347	380	403
영업외손익	-102	-54	-57	-32	-23
관계기업손익	3	12	1	1	1
금융수익	24	30	19	18	18
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-59	-54	-47	-41	-34
외환관련손실	11	5	4	4	4
기타	-70	-42	-29	-11	-7
법인세비용차감전순손익	34	140	205	263	296
법인세비용	-9	-14	-48	-62	-69
계속사업순손익	25	125	157	201	226
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	25	125	157	201	226
당기순이익률	1.2	5.1	5.7	6.9	7.4
비지배지분순이익	20	35	40	47	52
지배지분순이익	5	90	117	155	174
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	-2	-2	-2	-2
포괄순이익	14	105	137	181	206
비지배지분포괄이익	16	30	35	42	48
지배지분포괄이익	-2	75	102	139	159

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	227	3,830	4,940	6,556	7,364
PER	236.2	14.4	21.4	16.2	14.4
BPS	28,347	33,706	37,921	43,718	50,375
PBR	1.9	1.6	2.8	2.4	2.1
EBITDAPS	10,046	12,154	14,710	16,107	17,088
EV/EBITDA	12.3	10.3	11.7	10.3	9.3
SPS	94,212	104,272	116,730	123,357	129,642
PSR	0.6	0.5	0.9	0.9	0.8
CFPS	10,688	13,611	16,018	18,193	19,330
DPS	600	720	720	720	720

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	15.5	13.7	12.4	5.7	5.1
영업이익 증가율	85.8	42.4	35.0	12.8	7.8
순이익 증가율	흑전	398.5	25.1	28.4	12.3
수익성					
ROIC	4.4	7.3	8.1	9.0	9.6
ROA	4.6	6.3	8.1	8.6	8.6
ROE	0.8	12.5	13.8	16.1	15.7
안정성					
부채비율	112.1	107.7	95.7	82.2	70.9
순차입금비율	57.9	62.5	44.8	25.4	8.9
이자보상배율	3.0	4.2	6.5	8.8	11.6

자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	898	859	1,090	1,362	1,671
현금및현금성자산	171	142	300	529	798
매출채권 및 기타채권	324	294	325	343	361
재고자산	281	328	368	389	409
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	3,327	3,571	3,860
유동부채	1,284	1,215	1,222	1,220	1,219
매입채무 및 기타채무	390	360	384	396	407
차입금	400	579	550	523	497
유동성채무	438	207	218	229	240
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	1,627	1,611	1,601
자배지분	649	793	895	1,032	1,189
자본금	11	12	12	12	12
자본잉여금	262	295	295	295	295
이익잉여금	368	488	588	725	882
기타지분변동	7	-2	1	0	0
비자배지분	770	713	805	928	1,070
자본총계	1,419	1,506	1,700	1,960	2,259
순차입금	821	942	761	498	202

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	112	215	225	294	321
당기순이익	25	125	157	201	226
비현금항목의 가감	219	195	221	228	230
감가상각비	94	92	86	85	85
외환손익	0	-10	-5	-5	-5
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	126	113	141	148	150
자산부채의 증감	-76	-40	-73	-47	-46
기타현금흐름	-56	-64	-81	-88	-90
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	-102	-113	-107
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	-54	-54	-53
현금의 증감	-49	-29	158	229	269
기초 현금	220	171	142	300	529
기말 현금	171	142	300	529	798
NOPLAT	100	174	200	226	243
FCF	70	5	208	231	242

[Compliance Notice]

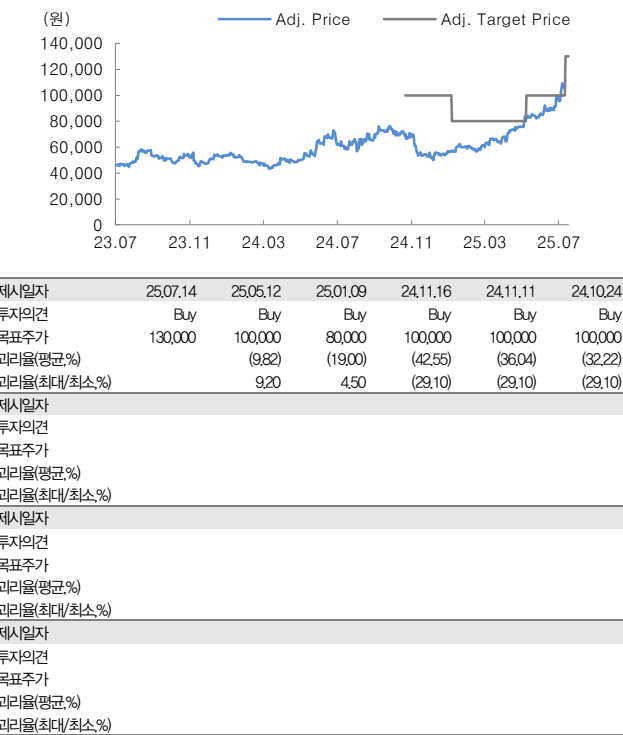
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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



투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250712)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	91.7%	8.3%	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