

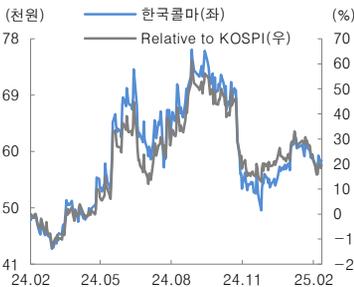
한국콜마 (161890)

정한솔
hansoljung@daishin.com

투자 의견 **BUY**
매수, 유지
6개월 목표주가 **80,000**
유지
현재주가 **58,000**
(25.02.25)
화학제품업종

KOSPI	2630.29
시가총액	1,369십억원
시가총액비중	0.06%
자본금(보통주)	12십억원
52주 최고/최저	76,200원 / 43,500원
120일 평균거래대금	169억원
외국인지분율	34.29%
주요주주	한국콜마홀딩스 외 24 인 26.59% 국민연금공단 11.84%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-3.3	7.2	-17.3	21.8
상대수익률	-6.8	3.3	-15.0	23.6



25년 준비 완료

- 4Q24 영업이익 369억원(YoY -1%, OPM 6.2%) 기록하며 부진
- 25년 국내 CAPA 확대 효과로 고수익 스킨케어/선제품 중심 성장 전망
- 4월 미국 2공장 가동 전 흑자전환에 성공하며 비용 부담 완화

투자 의견 BUY, 목표주가 80,000원 유지

지난해 동사의 핵심 경쟁력인 선제품 주문 폭증으로 국내 가동률이 100%를 상회하며 점진적으로 증설을 진행. 국내 연간생산 능력 23년 3.7억 → 24년말 5.3억개 확보 완료. 2025년 늘어난 생산능력을 기반으로 고수익 스킨케어/선제품 중심으로 국내법인 건조한 성장 전망. 올해 실적 핵심은 해외법인 손익. 미국이 4월 2공장 가동을 앞두고 1공장 흑자전환에 성공하며 고정비 부담 축소된 점 긍정적. R&D센터 비용과 2공장 수주 확보 속도에 따라 비용 부담이 존재하나 현재 100여개의 브랜드와 프로젝트 논의 중으로 파악. 중국도 주요 선케어 고객사 주문 재개되며 1분기 매출 회복세로 추가 실적 악화 가능성은 제한적. 현재 주가는 13배 수준으로 선제품 성수기와 미국 모멘텀 고려 시 밸류에이션 매력 충분하다는 판단

4Q24 Review: 24년 아쉬운 마무리지만 긍정적인 미국 흑자전환

4Q24 매출액 5,905억원(YoY 7%), 영업이익 369억원(YoY -1%, OPM 6.2%) 기록. 예상보다 부진했던 국내법인 수익성과 자회사 HK이노엔/연우 부진으로 시장기대치 하회

[국내] 매출액 2,413억원(YoY 13%), 영업이익 181억원(YoY -2%, OPM 7.5%) 기록. 스킨케어 중심 레거시 브랜드의 매출은 감소했으나 K뷰티 트렌드를 이끌고 있는 인디브랜드의 수출 수요가 확대되고 글로벌 브랜드의 직수출 증가로 분기 최대 매출액 시현. 다만 1) 계절적으로 고수익 선제품 비중 감소, 2) 인센티브 총당금 YoY 25억원 증가, 3) 일회성 제품보증 총당금 20억원이 반영되며 영업이익률 YoY -1.1%p 하락 [중국] 매출액 299억원(YoY -8%), 영업적자 -15억원(YoY 적자전환) 기록. 고객사수 증가에도 전반적인 영업 둔화로 수주가 감소하며 매출 역성장. 고정비 부담 확대와 제품믹스 악화로 영업이익 적자전환 [북미] 미국 매출액 200억원(YoY 76%), 영업이익 12억원(YoY 흑자전환, OPM 6.0%). 최대 고객사 수주 증가와 신규 고객사 유입되며 1공장 기준 영업이익 33억원 기록. 높은 수익성(OPM 16.5%) 확인된 점 긍정적. 캐나다 매출액 87억원(YoY -5%), 영업적자 -21억원(YoY 적자전환) 기록. 상위 고객사 주문 감소로 부진 [연우] 매출 615억원(YoY flat%), 영업적자 -10억원 기록. 미국 영업 호조에도 국내 주요 고객사 부진한 영향으로 적자지속 [이노엔] 속취해소제 경쟁심화로 관련 매출과 영업이익 하락하며 예상보다 부진

(단위: 십억원, %)

구분	4Q23	3Q24	직전 추정	4Q24			1Q25			
				잠정치	YoY	QoQ	Consensus	당사 추정	YoY	QoQ
매출액	552	627	601	591	7.0	-5.7	607	628	9.2	6.3
영업이익	37	55	46	37	-1.3	-32.5	50	48	46.9	29.5
순이익	-47	15	15	41	흑전	165.2	15	24	275.4	-41.8

자료: 한국콜마, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
매출액	1,866	2,156	2,452	2,719	2,890
영업이익	73	136	195	238	266
세전순이익	17	34	144	185	226
총당기순이익	-4	25	133	135	165
지배지분순이익	-22	5	97	103	130
EPS	-961	227	4,143	4,345	5,487
PER	NA	236.2	13.3	13.3	10.6
BPS	29,024	28,347	31,346	35,286	40,688
PBR	1.5	1.9	1.9	1.6	1.4
ROE	-3.3	0.8	14.1	13.1	14.4

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

연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024P	2025F	2024P	2025F	2024P	2025F
매출액	2,463	2,717	2,452	2,719	-0.4	0.1
영업이익	205	237	195	238	-4.7	0.4
영업이익률	8.3	8.7	8.0	8.8	-0.4	0.0
지배지분순이익	72	105	97	103	35.7	-2.3
순이익률	3.7	4.8	5.4	5.0	1.7	0.2
EPS(지배지분순이익)	3,053	4,446	4,143	4,345	35.7	-2.3

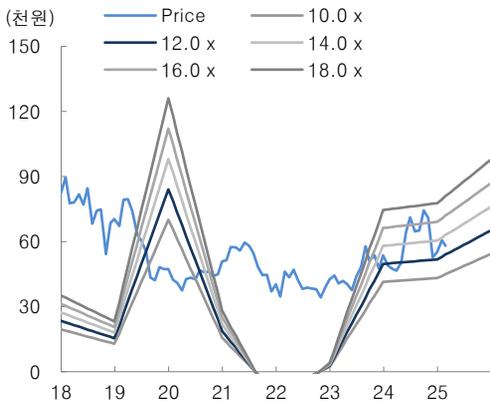
자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

표 1. 한국콜마 2025년 법인별 가이드런스

법인	가이드런스
국내	매출액 YoY 15
중국	매출액 1,550 억원, 영업이익 85 억원 (24년 수준 유지)
미국	매출액 850 억원, BEP
캐나다	매출액 YoY flat%, 영업적자 -70 억원 (24년 수준 유지)
연우	매출액 2,800 억원, 영업이익률 LSD%

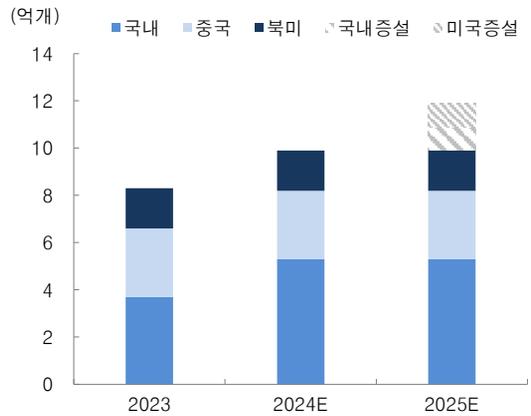
자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

그림 1. 한국콜마 PER Band Chart



자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

그림 2. 한국콜마 CAPA 추이



자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

표 2. 한국콜마 연결 기준 분기/연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	2023	2024P	2025
매출액	488	589	516	552	575	660	627	591	2,145	2,452	2,719
별도	202	254	186	215	248	297	274	241	857	1,060	1,201
연결법인	286	335	330	337	327	363	353	349	1,288	1,392	1,517
중국	36	64	40	36	39	54	37	30	177	159	158
미주	18	23	21	21	16	26	27	29	83	97	125
HK 이노엔	185	204	216	224	213	219	230	236	829	897	991
연우	51	63	61	61	67	74	73	62	236	275	282
YoY (%)	18.8	17.1	9.1	15.2	17.9	12.1	21.3	7.0	15.0	14.3	10.9
별도	12.5	23.6	6.0	30.9	22.8	16.7	47.0	12.5	18.2	23.7	13.4
연결법인	23.7	12.7	10.8	7.1	14.4	8.6	6.8	3.5	12.9	8.1	9.0
중국	0.8	91.7	43.0	15.8	6.4	-15.9	-9.1	-17.3	37.1	-10.1	-0.8
미주	4.9	34.8	-1.5	15.2	-13.6	15.1	28.4	33.8	12.4	16.9	28.5
HK 이노엔	2.6	-18.9	8.8	3.6	15.0	7.3	6.4	5.2	-2.1	8.2	10.5
연우	-25.1	3.0	12.5	18.3	32.8	17.1	19.8	0.2	0.5	16.8	2.5
영업이익	12	56	31	37	32	72	55	37	136	156	238
별도	14	44	37	27	28	54	44	18	80	122	144
연결법인	-1	28	17	27	23	22	23	19	56	34	95
중국	0	9	0	1	-1	7	1	-2	10	5	9
미주	-4	-2	-3	0	-5	-2	-5	-1	-9	-13	-6
HK 이노엔	6	15	22	23	17	24	22	24	66	88	95
연우	-3	1	1	0	0	1	1	-1	0	1	4
YoY (%)	-6.6	65.5	71.5	332.8	168.9	28.8	75.6	-1.3	85.8	14.8	52.5
별도	-6.3	51.5	26.0	-14.0	68.9	27.4	184.7	-1.6	15.3	53.6	17.3
연결법인	적지	1.0	1.3	흑전	흑전	0.3	0.0	0.0	1,250.2	-40.0	180.0
중국	적지	흑전	흑전	흑전	적지	-0.2	1.1	적전	흑전	-0.5	0.6
미주	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
HK 이노엔	46.1	-14.9	5.2	169.0	206.0	58.9	-0.8	8.3	27.9	33.8	7.9
연우	적전	-0.7	흑전	적지	적지	0.0	-0.1	적지	-10.0	359.7	-86.2
영업이익률 (%)	2.5	9.5	6.0	6.8	5.6	10.9	8.7	6.2	6.3	6.4	8.8
별도	6.7	13.6	7.0	8.6	9.2	14.9	13.6	7.5	9.3	11.6	12.0
연결법인	-0.5	6.3	5.4	5.6	2.9	7.6	4.9	5.4	4.4	2.4	6.2
중국	-0.2	13.7	1.2	1.7	-2.3	12.5	2.7	-5.0	5.5	3.3	5.4
미주	-21.2	-8.2	-12.4	-1.9	-29.0	-8.3	-19.5	-3.1	-10.5	-13.2	-4.7
HK 이노엔	3.1	7.5	10.4	10.1	8.1	11.1	9.7	10.4	8.0	9.8	9.6
연우	-5.0	1.9	2.2	-0.1	0.0	1.6	1.6	-1.6	0.0	0.5	1.2

자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

재무제표

	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
매출액	1,866	2,156	2,452	2,719	2,890
매출원가	1,397	1,578	1,751	1,936	2,057
매출총이익	469	578	701	783	833
판매비와관리비	396	442	505	545	567
영업이익	73	136	195	238	266
영업이익률	3.9	6.3	8.0	8.8	9.2
EBITDA	149	230	281	324	351
영업외손익	-56	-102	-60	-54	-40
관계기업손익	-1	3	3	1	1
금융수익	35	24	30	19	18
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-60	-59	-54	-52	-49
외환관련손실	21	11	7	7	7
기타	-31	-70	-39	-22	-10
법인세비용차감전순손익	17	34	144	185	226
법인세비용	-21	-9	-12	-49	-60
계속사업순손익	-4	25	133	135	165
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-4	25	133	135	165
당기순이익률	-0.2	1.2	5.4	5.0	5.7
비배지분순이익	18	20	35	33	36
지배지분순이익	-22	5	97	103	130
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	2	-1	0	0	0
포괄순이익	15	14	133	135	165
비배지분포괄이익	23	16	35	33	36
지배지분포괄이익	-8	-2	97	103	130

	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
EPS	-961	227	4,143	4,345	5,487
PER	NA	236.2	13.3	13.3	10.6
BPS	29,024	28,347	31,346	35,286	40,688
PBR	1.5	1.9	1.9	1.6	1.4
EBITDAPS	6,499	10,046	11,954	13,709	14,868
EV/EBITDA	17.1	12.3	10.4	8.9	7.9
SPS	81,540	94,212	104,272	115,170	122,428
PSR	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5
CFPS	7,906	10,688	14,647	16,222	17,877
DPS	500	600	600	600	600

	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	17.6	15.5	13.7	10.9	6.3
영업이익 증가율	-13.0	85.8	43.6	21.9	11.5
순이익 증가율	적전	흑전	428.1	1.8	22.2
수익성					
ROC	-0.9	4.4	7.7	7.3	8.1
ROA	2.6	4.6	6.4	7.4	7.4
ROE	-3.3	0.8	14.1	13.1	14.4
안정성					
부채비율	99.6	112.1	90.8	85.8	78.7
순차입금비율	52.0	57.9	42.2	27.8	11.8
이자보상배율	2.2	3.0	4.5	5.7	6.8

	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
유동자산	816	898	969	1,291	1,673
현금및현금성자산	220	171	133	350	643
매출채권 및 기타채권	261	324	368	408	434
재고자산	239	281	320	354	377
기타유동자산	96	123	148	179	219
비유동자산	2,117	2,111	2,108	2,093	2,081
유형자산	609	660	681	687	695
관계기업투자금	15	16	15	14	13
기타비유동자산	1,493	1,435	1,413	1,392	1,373
자산총계	2,933	3,009	3,077	3,385	3,754
유동부채	868	1,284	1,176	1,304	1,414
매입채무 및 기타채무	298	390	416	439	454
차입금	312	400	499	598	687
유동성채무	208	438	200	200	200
기타유동부채	51	56	61	66	72
비유동부채	596	307	289	259	240
차입금	493	198	183	156	140
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	103	109	106	103	100
부채총계	1,464	1,591	1,464	1,563	1,653
지배지분	664	649	737	833	960
자본금	11	11	12	12	12
자본잉여금	264	262	262	262	262
이익잉여금	384	368	451	540	655
기타지분변동	4	7	12	19	31
비배지분	805	770	875	989	1,140
자본총계	1,469	1,419	1,612	1,822	2,101
순차입금	764	821	681	507	248

	2022A	2023A	2024P	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	91	112	240	248	296
당기순이익	-4	25	133	135	165
비현금항목의 가감	185	219	212	248	257
감가상각비	75	94	86	85	85
외환손익	5	0	-1	-1	-1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	104	126	127	163	172
자산부채의 증감	-32	-76	-58	-53	-35
기타현금흐름	-58	-56	-46	-83	-92
투자활동 현금흐름	-145	-156	-113	-106	-117
투자자산	97	-8	1	1	1
유형자산	-32	-106	-88	-76	-78
기타	-210	-42	-25	-32	-40
재무활동 현금흐름	82	-8	-181	45	44
단기차입금	0	0	99	99	89
사채	-100	-100	40	-10	-10
장기차입금	235	121	-55	-17	-7
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-15	-17	-14	-14	-14
기타	-38	-13	-252	-13	-13
현금의 증감	29	-49	-38	216	293
기초 현금	191	220	171	133	350
기말 현금	220	171	133	350	643
NOPLAT	-18	100	180	175	195
FCF	3	70	177	184	201

자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

[Compliance Notice]

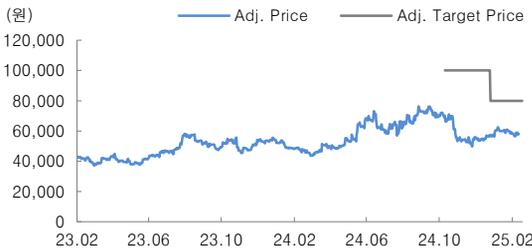
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(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 하시기를 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한국콜마(161890) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



제시일자	25.02.26	25.01.09	24.11.16	24.11.11	24.10.24
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	80,000	80,000	100,000	100,000	100,000
과리율(평균%)	(26.26)	(42.56)	(36.04)	(32.99)	
과리율(최대/최소%)	(22.00)	(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:20250223)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.2%	6.8%	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