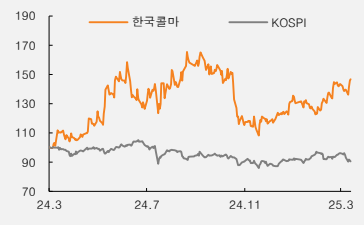


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 92,000원
현재주가(25/4/3)	67,600원
상승여력	36.1%

영업이익(25F,십억원)	243		
Consensus 영업이익(25F,십억원)	247		
EPS 성장률(25F,%)	37.0		
MKT EPS 성장률(25F,%)	25.2		
P/E(25F,x)	12.9		
MKT P/E(25F,x)	9.1		
KOSPI	2,486.70		
시가총액(십억원)	1,596		
발행주식수(백만주)	24		
유동주식비율(%)	73.4		
외국인 보유비중(%)	34.3		
베타(12M) 일간수익률	0.10		
52주 최저가(원)	47,950		
52주 최고가(원)	76,200		
(%)			
절대주가	10.1	-7.9	32.8
상대주가	12.1	-5.1	44.6



[화장품/유통/의류]
배송이
songyi.bae@miraeasset.com

한국콜마

시장 기대치 상회 예상. 썬/미국 기대감 고조

1Q25 Preview: 전 사업부문 호조. 국내 수익성 개선/미국 고성장 고무적

한국콜마의 1Q25 실적은 매출액 6,342억원(YoY +10%), 영업이익 519억원(YoY +60%)으로 시장 기대치를 상회할 것으로 예상된다. 주요 사업부문 고르게 호실적 예상되는 가운데, 국내 수익성 개선(OPM 10.8%, YoY +3.2%p 추정)과 미국 호실적(매출액 YoY +162%, 2개 분기 연속 흑자 추정)이 돋보일 전망이다.

국내에는 매출액 2,800억원(YoY +13%), 영업이익 302억원(YoY +61%, OPM 10.8%)로 추정한다. 수출 고객사 중심으로 견조한 성장이 예상된다. 스킨케어/썬케어 주력 고객사가 여전히 강세이며, 특히 썬케어의 경우 히트 SKU를 중심으로 본격 성수기 이전부터 발주가 활발한 것으로 파악된다. 고마진 제품 믹스 상승과 대량 오더에 비롯한 효율 개선에 비롯해 1분기임에도 불구하고 두 자릿수 마진이 기대된다.

미국 매출액은 183억원(YoY +162%), 영업이익은 11억원(흑전, OPM 5.8%)을 예상한다. 주력 고객사 오더 호조와 전년 동기 기저효과(주력 고객사 용기 이슈 발생)에 비롯해 외형은 고성장, 이익은 2개 분기 연속 흑자 기조가 기대된다. 현재 미국 공장은 저마진 색조 중심으로 생산하고 있고 자동화율도 50% 미만 수준이나, 강한 오더 효과로 법인 전체 흑전, 공장 기준 3개 분기 연속 흑자인 것으로 파악된다.

기대요인 2가지, 썬케어/미국 2공장

1분기 호실적에 이어 다가올 모멘텀 역시 풍부하다. 1)본격적인 썬케어 성수기가 시작된다. 올해도 기존 고객사의 공격적 확장이 기대되며(미국 아마존→미국 오프라인/미국 외 글로벌 진출), 스킨케어 고객사의 썬케어 추가 관련한 수혜도 예상된다.

2)미국 2공장 가동도 예정되어 있다. 미국 2공장은 기존 1공장 Capa 6,800만개 대비 배증한 약 1.5억개 규모로 준공 예정이다. 이로써 동사 전체 Capa의 20% 가량이 미국에 위치하게 된다. 2공장은 한국에 준하는 수준의 자동화를 갖추었고 고마진 스킨케어를 주력으로 생산할 예정으로 가동률에 따라 이익 기여가 빠르게 상승할 수 있는 구조이다. 본격 가동 전부터 일부 고객사가 확보된 것으로 확인되며, 2공장의 지역, 효율 측면 매력에 비추어 추가 영업 가능성도 높다고 판단한다.

추정치 상향(미국 영업실적 개선, 손상차손 축소) 반영해 목표주가를 8만원에서 9.2만원으로 올린다. 현재 주가는 12MF PER 12배로 부담 없다. 매수 유효하다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	2,156	2,452	2,723	2,957	3,182
영업이익 (십억원)	136	194	243	279	308
영업이익률 (%)	6.3	7.9	8.9	9.4	9.7
순이익 (십억원)	5	90	124	150	170
EPS (원)	227	3,830	5,248	6,346	7,216
ROE (%)	0.8	12.5	14.6	15.5	15.4
P/E (배)	236.2	14.4	12.9	10.7	9.4
P/B (배)	1.9	1.6	1.8	1.5	1.3
배당수익률 (%)	1.1	1.3	1.1	1.1	1.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 한국콜마 연간 실적 전망

(십억원)

	2022	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	1,866	2,156	2,452	2,723	2,957	3,182
국내	725	857	1,060	1,216	1,344	1,471
중국	129	177	158	159	162	166
미국	26	38	58	85	115	141
캐나다	48	46	40	37	37	39
HK이노엔	847	829	897	987	1,058	1,124
연우	106	236	276	279	283	287
영업이익	73	136	194	243	279	308
국내	69	80	118	145	161	177
중국	(16)	10	5	8	8	8
미국	(10)	(10)	(6)	1	7	9
캐나다	(4)	(2)	(7)	(6)	(6)	(5)
HK이노엔	53	66	88	102	111	121
연우	(5)	(0)	1	2	5	7
세전이익	17	34	140	203	242	274
당기순이익	(4)	25	125	152	181	205
지배주주순이익	(22)	5	90	124	150	170
영업이익률(%)	3.9	6.3	7.9	8.9	9.4	9.7
국내	9.5	9.3	11.2	11.9	12.0	12.0
중국	(12.3)	5.5	3.4	4.7	4.8	4.8
미국	(39.7)	(25.3)	(10.4)	0.7	6.0	6.5
캐나다	(8.9)	(3.9)	(17.5)	(17.0)	(15.0)	(13.0)
HK이노엔	6.2	8.0	9.8	10.3	10.5	10.7
연우	(5.1)	(0.0)	0.5	0.8	1.8	2.3
매출액(YoY %)	17.6	15.5	13.7	11.0	8.6	7.6
국내	14.5	18.2	23.7	14.8	10.5	9.4
중국	(5.8)	37.7	(10.8)	0.4	2.2	2.2
미국	6.2	45.9	54.4	46.8	35.8	22.3
캐나다	17.2	(5.3)	(13.9)	(7.0)	2.0	5.0
HK이노엔	10.0	(2.1)	8.2	10.0	7.2	6.3
연우		122.8	16.8	1.1	1.8	1.4
영업이익(YoY %)	(13.0)	85.8	42.4	25.4	14.8	10.4
국내	5.3	15.3	48.6	22.2	11.6	9.4
중국	적지	흑전	(46.0)	41.8	3.3	3.3
미국	적지	적지	적지	흑전	1,057.1	31.8
캐나다	적지	적지	적지	적지	적지	적지
HK이노엔	4.4	25.5	33.8	15.6	9.2	8.3
연우		적지	흑전	59.2	129.0	29.6
지배순익 (YoY %)	적전	흑전	1,634.9	37.5	20.9	13.7

자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터

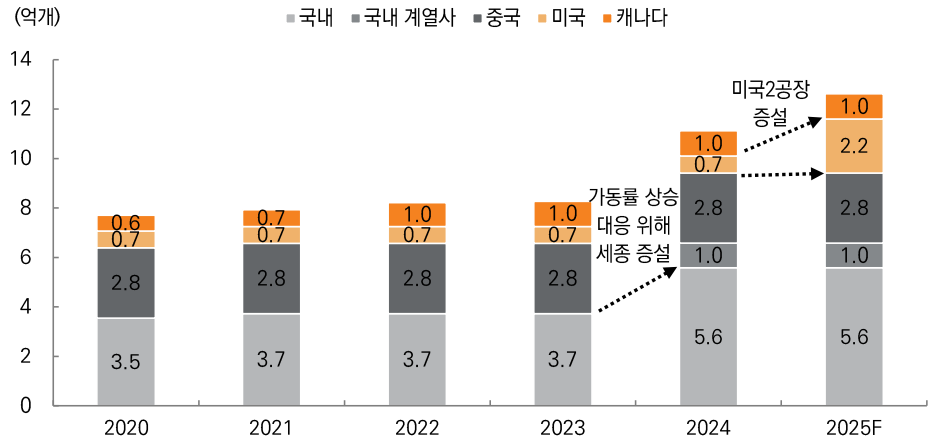
표 2. 한국콜마 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024년	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2025년
매출액	575	660	627	590	2,452	634	732	699	658	2,723
국내	248	297	274	241	1,060	280	346	314	277	1,216
중국	39	53	37	30	158	39	52	37	31	159
미국	7	13	18	20	58	18	18	23	26	85
캐나다	9	13	9	9	40	9	11	9	9	37
HK이노엔	213	219	229	236	897	233	243	255	256	987
연우	67	74	73	62	276	64	72	75	67	279
영업이익	32	72	55	35	194	52	78	66	47	243
국내	19	44	37	18	118	30	51	43	21	145
중국	(1)	7	1	(2)	5	2	5	1	0	8
미국	(3)	(1)	(3)	1	(6)	1	(2)	0	1	1
캐나다	(2)	(1)	(2)	(2)	(7)	(2)	(2)	(1)	(1)	(6)
HK이노엔	17	24	22	24	88	24	27	25	27	102
연우	0	1	1	(1)	1	(0)	1	1	0	2
세전이익	20	59	35	25	140	36	69	58	39	203
순이익	12	45	24	44	125	27	52	43	30	152
지배주주순이익	6	35	15	34	90	22	42	35	24	124
영업이익률(%)	5.6	10.9	8.7	6.0	7.9	8.2	10.6	9.5	7.2	8.9
본사	7.6	14.9	13.6	7.5	11.2	10.8	14.8	13.6	7.5	11.9
중국	(2.3)	12.7	2.7	(5.0)	3.4	4.2	8.9	2.5	1.3	4.7
미국	(35.7)	(9.7)	(19.4)	6.0	(10.4)	5.8	(9.1)	0.1	4.5	0.7
캐나다	(23.3)	(7.1)	(19.6)	(24.1)	(17.5)	(23.6)	(15.3)	(15.3)	(14.3)	(17.0)
HK이노엔	8.1	11.1	9.7	10.3	9.8	10.1	11.0	9.8	10.5	10.3
연우	0.0	1.6	1.6	(1.6)	0.5	(0.7)	1.5	1.5	0.7	0.8
매출액(YoY %)	17.9	10.1	21.3	7.0	13.7	10.3	10.8	11.5	11.4	11.0
국내	22.8	16.7	47.0	12.6	23.7	13.0	16.5	14.6	14.8	14.8
중국	6.6	(17.1)	(9.0)	(19.2)	(10.8)	(1.0)	(2.1)	2.3	4.3	0.4
미국	7.7	61.4	54.9	75.3	54.4	162.0	34.8	29.9	29.4	46.8
캐나다	(25.0)	(11.9)	(12.4)	(3.9)	(13.9)	(5.0)	(15.3)	(3.0)	(1.3)	(7.0)
HK이노엔	15.0	7.3	6.4	5.2	8.2	9.8	10.7	11.1	8.5	10.0
연우	33.0	17.1	19.8	0.1	16.8	(4.8)	(2.2)	3.2	9.0	1.1
영업이익(YoY %)	168.9	28.9	75.7	(6.0)	42.4	59.9	8.6	21.3	34.1	25.4
국내	39.3	27.4	184.7	(1.6)	48.6	60.8	15.9	14.0	14.7	22.2
중국	적전	(23.0)	100.0	적전	(46.0)	흑전	(31.5)	(7.9)	흑전	41.8
미국	적지	적지	적지	흑전	적지	흑전	적지	흑전	(3.3)	흑전
캐나다	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
HK이노엔	206.7	58.9	(0.8)	8.0	33.8	36.3	9.6	12.2	9.8	15.6
연우	흑전	(2.5)	(10.6)	흑전	흑전	적전	(9.5)	(6.1)	흑전	59.2
지배순익 (YoY %)	8.7	0.2	33.8	흑전	1,634.9	250.9	21.6	128.9	(28.1)	37.5

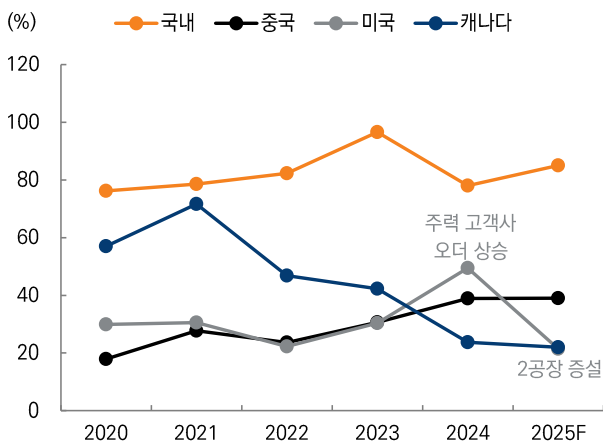
자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터

그림 1. 한국콜마 지역별 Capa 추이



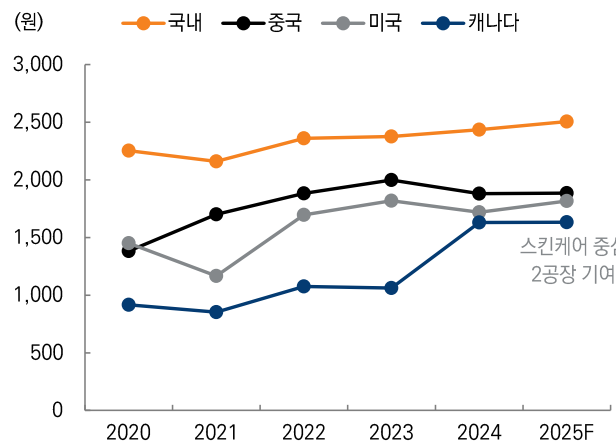
자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터

그림 2. 한국콜마 지역별 가동률 추이



자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터

그림 3. 한국콜마 지역별 ASP 추이



자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 한국콜마 Valuation Table

(십억원)

구분	2025F	2026F	비고
화장품(A)	1,626	2,040	
당기순익	83	105	
Target PER(배)	20	20	ODM 밸류체인 선호. 업종 평균에 30% 할증
HK이노엔(B)	425	474	
당기순익	28	32	지분율 43.01%
Target PER(배)	15	15	
적정시가총액(A+B)	2,051	2,514	
발행주식수(천주)	23,605	23,605	
적정 주가(원)	86,877	106,498	
적정 주가(원)	91,782		연도별 시간 가중치 적용
목표주가(원)	92,000		
현재 주가(원)	67,600		
상승 여력(%)	36.1		

자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터

한국콜마 (161890)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,452	2,723	2,957	3,182
매출원가	1,753	1,945	2,110	2,268
매출총이익	699	778	847	914
판매비와관리비	505	535	568	606
조정영업이익	194	243	279	308
영업이익	194	243	279	308
비영업손익	-54	-40	-37	-34
금융손익	-40	-36	-30	-24
관계기업등 투자손익	12	0	0	0
세전계속사업손익	140	203	242	274
계속사업법인세비용	14	51	60	68
계속사업이익	125	152	181	205
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	125	152	181	205
지배주주	90	124	150	170
비지배주주	35	28	32	35
총포괄이익	105	152	181	205
지배주주	75	112	133	151
비지배주주	30	40	48	54
EBITDA	286	332	366	393
FCF	-32	161	203	214
EBITDA 마진율 (%)	11.7	12.2	12.4	12.4
영업이익률 (%)	7.9	8.9	9.4	9.7
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.7	4.6	5.1	5.3

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	859	1,073	1,088	1,331
현금 및 현금성자산	142	275	235	414
매출채권 및 기타채권	294	327	344	370
재고자산	328	365	397	427
기타유동자산	95	106	112	120
비유동자산	2,268	2,245	2,232	2,222
관계기업투자등	10	11	12	13
유형자산	811	804	797	792
무형자산	1,249	1,233	1,220	1,209
자산총계	3,127	3,318	3,321	3,553
유동부채	1,215	1,264	1,098	1,137
매입채무 및 기타채무	246	274	297	320
단기금융부채	799	800	594	595
기타유동부채	170	190	207	222
비유동부채	406	412	417	422
장기금융부채	352	352	352	352
기타비유동부채	54	60	65	70
부채총계	1,621	1,676	1,515	1,559
지배주주지분	793	901	1,033	1,186
자본금	12	12	12	12
자본잉여금	295	295	295	295
이익잉여금	488	595	728	881
비지배주주지분	713	741	773	808
자본총계	1,506	1,642	1,806	1,994

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	215	221	263	274
당기순이익	125	152	181	205
비현금수익비용가감	195	172	174	173
유형자산감가상각비	69	67	66	66
무형자산상각비	23	22	20	19
기타	103	83	88	88
영업활동으로인한자산및부채의변동	-40	-21	-5	-16
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	40	-33	-16	-25
재고자산 감소(증가)	-53	-38	-31	-30
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-7	21	18	17
법인세납부	-25	-51	-60	-68
투자활동으로 인한 현금흐름	-205	-64	-79	-79
유형자산처분(취득)	-245	-60	-60	-60
무형자산감소(증가)	-13	-5	-8	-8
장단기금융자산의 감소(증가)	43	-7	-6	-6
기타투자활동	10	8	-5	-5
재무활동으로 인한 현금흐름	-43	-83	-289	-95
장단기금융부채의 증가(감소)	48	1	-206	1
자본의 증가(감소)	33	0	0	0
배당금의 지급	-19	-17	-17	-17
기타재무활동	-105	-67	-66	-79
현금의 증가	-29	133	-40	179
기초현금	171	142	275	235
기말현금	142	275	235	414

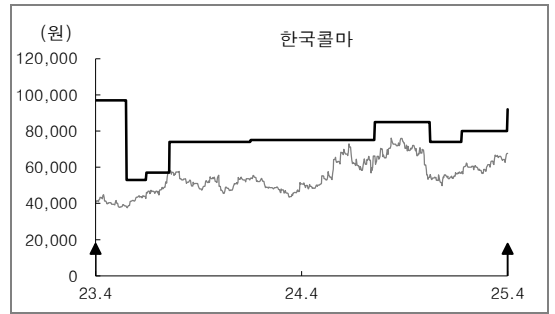
자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	14.4	12.9	10.7	9.4
P/CF (x)	4.0	4.9	4.5	4.2
P/B (x)	1.6	1.8	1.5	1.3
EV/EBITDA (x)	10.4	9.5	8.2	7.3
EPS (원)	3,830	5,248	6,346	7,216
CFPS (원)	13,611	13,746	15,057	16,039
BPS (원)	33,579	38,133	43,759	50,255
DPS (원)	720	720	720	720
배당성향 (%)	13.6	11.2	9.4	8.3
배당수익률 (%)	1.3	1.1	1.1	1.1
매출액증가율 (%)	13.7	11.0	8.6	7.6
EBITDA증가율 (%)	24.3	16.1	10.2	7.4
조정영업이익증가율 (%)	42.4	25.4	14.8	10.4
EPS증가율 (%)	1,588.1	37.0	20.9	13.7
매출채권 회전율 (회)	8.1	9.1	9.1	9.2
재고자산 회전율 (회)	8.1	7.9	7.8	7.7
매입채무 회전율 (회)	9.3	9.8	9.7	9.6
ROA (%)	4.1	4.7	5.5	6.0
ROE (%)	12.5	14.6	15.5	15.4
ROIC (%)	7.6	7.8	8.9	9.8
부채비율 (%)	107.7	102.1	83.9	78.2
유동비율 (%)	70.7	84.9	99.2	117.1
순차입금/자기자본 (%)	63.2	48.9	35.0	22.5
조정영업이익/금융비용 (x)	4.2	5.4	6.8	8.3

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한국콜마 (161890)				
2025.04.04	매수	92,000	-	-
2025.01.13	매수	80,000	-23.06	-15.50
2024.11.18	매수	74,000	-26.27	-22.57
2024.08.12	매수	85,000	-19.56	-10.35
2024.01.05	매수	75,000	-27.10	-2.67
2023.08.14	매수	74,000	-29.79	-21.62
2023.07.04	매수	57,000	-15.92	-0.35
2023.05.30	매수	53,000	-20.34	-16.42
2020.05.15	1년 경과 이후		-	-



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 추가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 추가(-), 목표주가(→), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.62%	7.14%	8.24%	0%

* 2024년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.