한화투자증권

2025년 01월 23일
기업분석

한국콜마 (161890)

사실은 호실적

▶Analyst 한유정 yujung.han@hanwha.com 3772-7610 / RA 이다연 dayeon.lee@hanwha.com 3772-7690

Buy (유지)

목표주가(유지): 100,000원

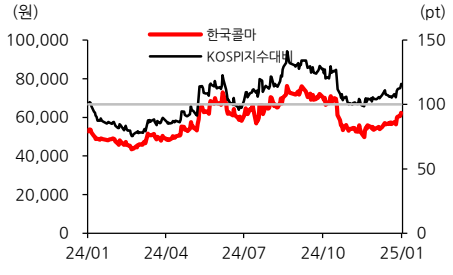
현재 주가(1/22)	62,000 원
상승여력	▲61.3%
시가총액	14,635 억원
발행주식수	23,605 천주
52 주 최고가 / 최저가	76,200 / 43,500 원
90 일 일평균 거래대금	139.2 억원
외국인 지분율	34.1%
주주 구성	
한국콜마홀딩스 (외 25 인)	26.6%
국민연금공단 (외 1 인)	11.8%
NIHONKOLMAR (외 1 인)	11.8%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	15.7	-11.7	2.0	17.6
상대수익률(KOSPI)	9.7	-10.8	9.8	14.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	2,156	2,473	2,753	3,050
영업이익	136	208	270	302
EBITDA	230	303	373	406
지배주주순이익	5	67	111	143
EPS	227	2,829	4,693	6,041
순차입금	835	867	842	773
PER	236.2	16.7	13.2	10.3
PBR	1.9	1.4	1.7	1.5
EV/EBITDA	9.0	6.5	6.2	5.5
배당수익률	1.1	1.9	2.4	2.9
ROE	0.8	9.3	13.4	15.2

주가 추이



기대치에 부합할 4분기

2024년 4분기 한국콜마의 연결 매출액은 6,112억원(+10.8% YoY, -2.4% QoQ), 영업이익은 496억원(+32.7% YoY, -9.1% QoQ)으로 예상한다. 성과급(약 30억원) 반영에 따른 HK이노엔 이익 추정치 하향(4Q24 컨센서스 영업이익 2024/10 297억원 → 2025/01 269억원)분 외 화장품 본업 실적은 종전 추정치 및 컨센서스에 부합할 전망이다. [한국] 기저 효과가 편안했던 지난 3분기와 달리 전년 기저 부담과 Legacy 고객사들의 부진 지속에도 신규 고객사 수주 증가 추세가 지속되어 한국 법인 매출액은 +14.8% YoY로 동분기 최고치 기록, [미주] 2023년부터 수주가 크게 늘고 있는 주요 고객사로부터의 수주 증가 및 4Q24 신규 고객사 추가로 미국 법인 매출액은 +68.9% YoY로 기대 이상의 성장세가 이어진 것으로 추정한다. 덕분에 미국 R&D 센터 비용 반영에도 미국 법인은 이번 4분기 흑자전환에 성공한 것으로 파악된다.

투자의견 BUY, 목표주가 100,000원 유지

색조 제품을 생산하는 미국 1공장 중심으로 미국 법인 매출 성장이 가파르다. 또한 2024년 4분기 새로 추가된 신규 고객사들의 수주도 2025년 중 존재감을 키워갈 것으로 기대한다. 이들 외 추가적인 신규 고객사 없이도 현재 추세라면 미국 1공장에서만 2025년 60억원 영업이익 흑자가 예상되고 2공장 가동 후부터는 외부 창고 임차료 20억원 비용 절감이 예상된다. 미국 R&D 센터 비용, 서부 권역의 인디브랜드사 영업을 위한 영업소 신설에 따른 비용 발생분이 상쇄될 수 있다.

한국콜마가 강점을 두고 있는 기초, Sun care 제품을 생산할 미국 2공장은 2025년 3~4월 중 가동될 예정이다. 미국 2공장의 자동화율이 한국 세종 공장 수준으로 설계된 점, 미국 2공장 가동에 따른 감가비 증분이 미미하다는 점, 한국 브랜드 사의 미국 수출 확대 기조, 정치적 불확실성으로 한국 브랜드사의 미국 2공장 수주 가능성도 높아지고 있는 점을 감안하면 연간 미국 영업이익은 2025년 흑자 전환이 가능할 것이다.

Sun care 시장 내 독보적인 시장점유율로 성수기 시즌 공급부족이 아쉬웠던 2024년이었지만 2Q24, 4Q24 한국 세종 1공장에서의 설비 재배치로 +43% CAPA가 증가된 효과가 2025년 온기 반영될 전망이다.

[표1] 한국콜마 분기 및 연간 실적 추정 (단위: 십억 원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	1Q25E	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	**575**	**660**	**627**	**611**	**629**	**734**	**702**	**689**	**2,156**	**2,473**	**2,753**	**3,050**
한국	248	297	274	246	287	346	319	291	857	1,065	1,243	1,442
연결법인	327	363	353	365	342	387	383	398	1,299	1,408	1,510	1,608
중국	39	53	37	33	37	55	38	35	177	161	164	171
북경	4	-	-	-	-	-	-	-	19	4	-	-
무석	35	53	37	33	37	55	38	35	158	157	164	171
북미	16	26	27	28	18	26	33	35	83	97	112	129
US	7	13	18	19	9	16	21	23	38	57	70	85
CANADA	9	13	9	9	9	10	11	12	46	40	42	44
HK이노엔	213	219	230	240	227	240	252	263	829	901	982	1,053
연우	67	74	73	70	70	76	76	73	236	284	294	304
기타및조정	-8	-9	-13	-7	-9	-10	-15	-8	-27	-36	-42	-49
YoY	*17.9%*	*10.1%*	*21.3%*	*10.8%*	*9.4%*	*11.1%*	*12.0%*	*12.7%*	*15.5%*	*14.7%*	*11.3%*	*10.8%*
한국	*22.8%*	*16.7%*	*47.0%*	*14.8%*	*15.8%*	*16.6%*	*16.5%*	*18.3%*	*18.2%*	*24.3%*	*16.8%*	*15.9%*
연결법인	*14.4%*	*5.2%*	*6.8%*	*8.2%*	*4.5%*	*6.6%*	*8.6%*	*9.0%*	*13.8%*	*8.4%*	*7.2%*	*6.5%*
중국	*6.6%*	*-17.2%*	*-9.0%*	*-10.1%*	*-5.7%*	*4.0%*	*4.0%*	*4.0%*	*37.7%*	*-8.9%*	*1.7%*	*4.0%*
북경	*23.1%*	-	-	-	-	-	-	-	*14.2%*	*-77.5%*	-	-
무석	*4.8%*	*-6.6%*	*1.4%*	*1.9%*	*6.0%*	*4.0%*	*4.0%*	*4.0%*	*41.2%*	*-0.6%*	*4.4%*	*4.0%*
북미	*-13.6%*	*15.0%*	*22.5%*	*38.5%*	*12.5%*	*1.1%*	*22.4%*	*23.9%*	*12.5%*	*16.4%*	*15.5%*	*14.9%*
US	*7.7%*	*61.3%*	*54.9%*	*68.9%*	*35.3%*	*21.2%*	*21.2%*	*21.2%*	*46.0%*	*52.4%*	*22.9%*	*20.8%*
CANADA	*-25.1%*	*-11.9%*	*-12.4%*	*0.2%*	*-5.2%*	*-20.2%*	*24.8%*	*29.8%*	*-5.3%*	*-13.1%*	*4.9%*	*5.1%*
HK이노엔	*15.0%*	*7.3%*	*6.5%*	*7.1%*	*6.6%*	*9.6%*	*9.6%*	*9.6%*	*-2.1%*	*8.7%*	*8.9%*	*7.3%*
연우	*33.1%*	*17.1%*	*19.8%*	*13.7%*	*3.5%*	*3.0%*	*4.0%*	*4.0%*	*0.6%*	*20.3%*	*3.6%*	*3.3%*
영업이익	**32**	**72**	**55**	**50**	**51**	**84**	**76**	**58**	**136**	**208**	**270**	**302**
한국	23	44	37	22	27	52	44	26	80	126	149	174
연결법인	10	28	17	28	24	33	32	32	56	82	120	128
중국	-1	5	1	0	1	5	2	1	10	5	10	11
북경	-3	-	-	-	-	-	-	-	-3	-4	-	-
무석	2	7	1	0	1	5	2	1	13	9	10	11
북미	-5	-2	-5	0	-1	-1	-1	-1	-11	-12	-4	0
US	-3	-1	-3	1	0	0	1	1	-10	-6	2	6
CANADA	-2	-1	-2	-2	-1	-1	-2	-2	-2	-6	-6	-5
HK이노엔	17	24	22	27	23	28	29	30	65	91	110	112
연우	0	1	1	1	1	1	1	1	0	3	5	5
기타및조정	-2	-1	-2	0	0	0	0	0	-6	-5	0	0
YoY	*168.9%*	*28.9%*	*75.7%*	*32.7%*	*57.8%*	*17.6%*	*38.5%*	*17.9%*	*85.8%*	*53.0%*	*29.4%*	*12.0%*
한국	*68.4%*	*27.5%*	*185.5%*	*19.6%*	*20.3%*	*16.6%*	*17.9%*	*19.2%*	*15.3%*	*58.6%*	*18.1%*	*16.5%*
연결법인	*흑전*	*31.1%*	*-4.1%*	*45.3%*	*146.6%*	*19.2%*	*83.1%*	*16.8%*	*1252.0%*	*45.2%*	*46.8%*	*6.3%*
중국	*적지*	*-39.3%*	*100.0%*	*-99.9%*	*흑전*	*-6.9%*	*128.4%*	*207900%*	*흑전*	*-45.3%*	*81.2%*	*13.2%*
북미	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*흑전*
HK이노엔	*206.7%*	*58.8%*	*-0.8%*	*25.0%*	*32.9%*	*13.6%*	*29.9%*	*11.8%*	*23.6%*	*39.8%*	*20.7%*	*1.7%*
연우	*흑전*	*2.5%*	*-10.6%*	-	-	*13.3%*	*14.4%*	*14%*	*흑전*	*13608%*	*34.0%*	*8.4%*
영업이익률	*5.6%*	*10.9%*	*8.7%*	*8.1%*	*8.1%*	*11.5%*	*10.8%*	*8.5%*	*6.3%*	*8.4%*	*9.8%*	*9.9%*
한국	*9.2%*	*14.9%*	*13.6%*	*8.9%*	*9.6%*	*14.9%*	*13.8%*	*9.0%*	*9.3%*	*11.9%*	*12.0%*	*12.1%*
연결법인	*2.9%*	*7.6%*	*4.9%*	*7.6%*	*6.9%*	*8.5%*	*8.2%*	*8.1%*	*4.3%*	*5.8%*	*8.0%*	*8.0%*
중국	*-2.4%*	*10.1%*	*2.7%*	*0.0%*	*3.0%*	*9.0%*	*6.0%*	*4.0%*	*5.5%*	*3.3%*	*5.9%*	*6.4%*
북미	*-28.8%*	*-8.5%*	*-19.5%*	*-1.6%*	*-5.8%*	*-4.1%*	*-3.0%*	*-1.6%*	*-13.6%*	*-12.8%*	*-3.3%*	*0.3%*
HK이노엔	*8.1%*	*11.1%*	*9.7%*	*11.3%*	*10.2%*	*11.5%*	*11.5%*	*11.5%*	*7.8%*	*10.1%*	*11.2%*	*10.6%*
연우	*0.0%*	*1.7%*	*1.6%*	*1.5%*	*1.0%*	*1.8%*	*1.8%*	*1.7%*	*0.0%*	*1.2%*	*1.6%*	*1.7%*
순수 화장품 매출	**303**	**376**	**337**	**308**	**342**	**427**	**389**	**361**	**1,117**	**1,323**	**1,520**	**1,741**
YoY	*17.9%*	*10.3%*	*35.8%*	*13.2%*	*12.9%*	*13.8%*	*15.6%*	*17.3%*	*20.5%*	*18.4%*	*14.8%*	*14.6%*
순수 화장품 영업이익	**17**	**47**	**33**	**22**	**27**	**55**	**45**	**27**	**78**	**119**	**155**	**185**
YoY	*79.8%*	*13.9%*	*204.7%*	*33.8%*	*59.3%*	*17.1%*	*36.8%*	*25.6%*	*101.3%*	*52.6%*	*30.2%*	*19.3%*

주: 순수 화장품 실적은 연결 조정을 고려하지 않은 한국 별도, 중국, 북미 법인 합산 실적, 자료: 한국콜마, 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
매출액	1,866	2,156	2,473	2,753	3,050
매출총이익	469	578	695	776	880
영업이익	73	136	208	270	302
EBITDA	149	230	303	373	406
순이자손익	-25	-36	-37	-33	-26
외화관련손익	2	1	7	4	5
지분법손익	-1	2	1	0	0
세전계속사업손익	17	34	130	202	245
당기순이익	-4	25	92	152	183
지배주주순이익	-22	5	67	111	143
증가율(%)					
매출액	304.5	15.5	14.7	11.3	10.8
영업이익	56.4	85.8	53.0	29.4	12.0
EBITDA	176.2	54.6	31.7	23.1	8.9
순이익	적전	흑전	266.8	64.6	20.8
이익률(%)					
매출총이익률	25.1	26.8	28.1	28.2	28.9
영업이익률	3.9	6.3	8.4	9.8	9.9
EBITDA 이익률	8.0	10.7	12.2	13.5	13.3
세전이익률	0.9	1.6	5.3	7.4	8.0
순이익률	-0.2	1.2	3.7	5.5	6.0

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
유동자산	816	898	927	934	986
현금성자산	298	269	266	191	160
매출채권	261	324	332	375	417
재고자산	239	281	311	350	389
비유동자산	2,117	2,111	2,152	2,191	2,211
투자자산	206	180	171	176	181
유형자산	609	660	711	740	749
무형자산	1,302	1,271	1,270	1,275	1,281
자산총계	2,933	3,009	3,079	3,125	3,196
유동부채	868	1,284	1,346	1,313	1,281
매입채무	298	390	357	402	448
유동성이자부채	533	854	934	854	774
비유동부채	596	307	255	238	220
비유동이자부채	535	249	199	179	159
부채총계	1,464	1,591	1,601	1,551	1,501
자본금	11	11	12	12	12
자본잉여금	264	262	294	294	294
이익잉여금	384	368	471	568	689
자본조정	4	7	5	5	5
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	1,469	1,419	1,478	1,574	1,696

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
영업현금흐름	91	112	108	181	214
당기순이익	-4	25	92	152	183
자산상각비	75	94	95	103	104
운전자본증감	-32	-76	45	-35	-35
매출채권 감소(증가)	-4	-60	3	-42	-42
재고자산 감소(증가)	-10	-41	-29	-40	-39
매입채무 증가(감소)	-7	26	14	45	45
투자현금흐름	-145	-156	-85	-144	-126
유형자산처분(취득)	-32	-106	-127	-118	-99
무형자산 감소(증가)	-17	-16	-18	-19	-19
투자자산 감소(증가)	75	-25	50	-2	-2
재무현금흐름	82	-8	20	-114	-121
차입금의 증가(감소)	121	8	0	-100	-100
자본의 증가(감소)	-39	-11	20	-14	-21
배당금의 지급	-15	-11	-11	-14	-21
총현금흐름	181	245	63	216	249
(-)운전자본증가(감소)	-70	17	49	35	35
(-)설비투자	38	107	131	120	102
(+)자산매각	-12	-16	-15	-17	-17
Free Cash Flow	201	106	-131	44	96
(-)기타투자	273	67	-105	5	5
잉여현금	-72	38	-26	39	91
NOPLAT	-18	100	148	202	226
(+) Dep	75	94	95	103	104
(-)운전자본투자	-70	17	49	35	35
(-)Capex	38	107	131	120	102
OpFCF	90	70	62	150	194

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024E	2025E	2026E
주당지표					
EPS	-961	227	2,829	4,693	6,041
BPS	29,024	28,347	33,084	37,177	42,319
DPS	500	600	900	1,500	1,800
CFPS	7,905	10,688	2,683	9,154	10,554
ROA(%)	-0.8	0.2	2.2	3.6	4.5
ROE(%)	-3.3	0.8	9.3	13.4	15.2
ROIC(%)	-0.9	4.5	6.6	8.7	9.4
Multiples(x,%)					
PER	-44.3	236.2	16.7	13.2	10.3
PBR	1.5	1.9	1.4	1.7	1.5
PSR	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
PCR	5.4	5.0	17.6	6.8	5.9
EV/EBITDA	11.7	9.0	6.5	6.2	5.5
배당수익률	1.2	1.1	1.9	2.4	2.9
안정성(%)					
부채비율	99.6	112.1	108.3	98.5	88.5
Net debt/Equity	52.4	58.8	58.7	53.5	45.6
Net debt/EBITDA	517.8	363.1	286.3	226.0	190.4
유동비율	94.0	70.0	68.9	71.1	77.0
이자보상배율(배)	2.2	3.0	4.9	7.0	9.5
자산구조(%)					
투하자본	81.4	83.1	84.0	86.6	87.6
현금+투자자산	18.6	16.9	16.0	13.4	12.4
자본구조(%)					
차입금	42.1	43.8	43.4	39.6	35.5
자기자본	57.9	56.2	56.6	60.4	64.5

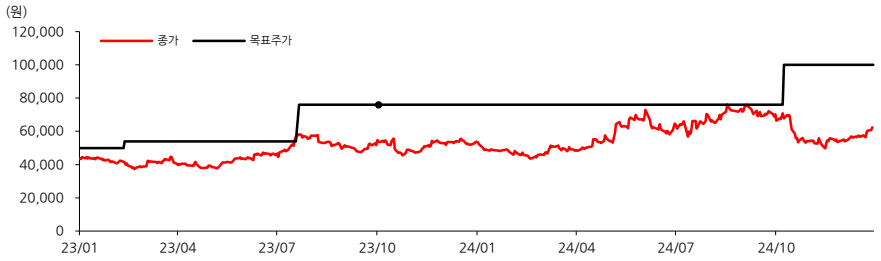
주: IFRS 연결 기준

[Compliance Notice] (공표일: 2025 년 1 월 23 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (한유정, 이다연)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[한국콜마 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2023.03.07	2023.04.18	2023.05.12	2023.08.14	2023.10.23	2024.01.22
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	54,000	54,000	54,000	76,000	76,000	76,000
일 시	2024.05.10	2024.11.01	2024.11.07	2024.11.15	2025.01.23	
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	
목표가격	76,000	100,000	100,000	100,000	100,000	

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.03.07	Buy	54,000	-21.04	5.19
2023.08.14	Buy	76,000	-29.32	-3.95
2024.11.01	Buy	100,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중] (기준일: 2024 년 12 월 31 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	92.0%	8.0%	0.0%	100.0%