



한국콜마 (161890)

기다림이 필요한 구간

▶ Analyst 한유정 yujung.han@hanwha.com 02-3772-7693

Buy (유지)

목표주가(유지): 110,000원

현재 주가(8/7)	102,100원
상승여력	▲7.7%
시가총액	24,101억원
발행주식수	23,605천주
52 주 최고가 / 최저가	109,200 / 49,800원
90 일 일평균 거래대금	206.47억원
외국인 지분율	41.6%

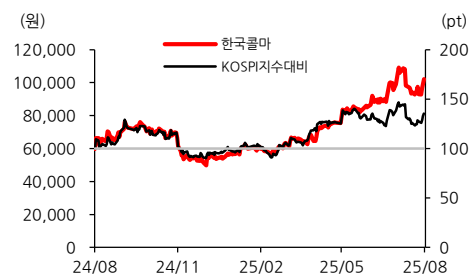
주주 구성	
한국콜마홀딩스 (외 24 인)	26.6%
국민연금공단 (외 1 인)	13.4%
NIHONKOLMAR (외 1 인)	11.8%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	3.0	35.2	70.2	75.1
상대수익률(KOSPI)	-2.5	9.8	42.2	49.5

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	2,156	2,452	2,784	3,005
영업이익	136	194	259	299
EBITDA	230	286	369	428
지배주주순이익	5	90	114	143
EPS	227	3,816	4,823	6,045
순차입금	835	952	1,102	1,191
PER	236.2	14.4	21.2	16.9
PBR	1.9	1.6	2.7	2.4
EV/EBITDA	9.0	7.9	9.5	8.4
배당수익률	1.1	1.3	1.0	1.2
ROE	0.8	12.5	13.5	15.0

주가 추이



기대치에 부합한 2분기

2025년 2분기 한국콜마의 연결 매출액은 7,309억원(+10.7% YoY, +11.9% QoQ), 영업이익은 735억원(+2.4% YoY, +22.6% QoQ)으로 시장 기대치(825억원)를 하회했다. 하지만 HK이노엔, 연우를 제외한 매출액은 3,971억원(+8.2% YoY), 영업이익은 532억원(+15.1% YoY)으로 화장품 ODM/OEM 사업은 견조한 실적 성장세를 이어갔다.

1) **[국내]** 고객사별로는 Legacy Top2 고객사의 매출이 -22% YoY(이하 YoY)로 급감해 신홍 고객사 합산 매출 성장(+21%)을 희석시켰다. 카테고리별로는 스킨케어 매출은 전년 수준에 그쳤고 선크어 매출은 +11%로 이전 분기 대비 성장이 다소 둔화되었다. 반면 메이크업 매출은 +42% 크게 성장했다. 2) **[미국]** 미국 최대 고객사의 주문이 예상치를 하회하며 미국 매출은 +37% 성장에 그쳤고 영업적자 2억원으로 전분기 대비 적자 전환했다. 3) **[중국]** 성수기 시기 전략 고객의 주문이 기대를 하회하며 중국 매출은 -5%, 영업이익은 -8%로 더딘 회복 흐름을 나타냈다.

무난한 3분기 예상

3분기 연결 매출액은 7,123억원(+13.7% YoY), 영업이익은 705억원(+29.3% YoY)으로 시장 기대치(712억원)에 부합할 전망이다. 1H25 기준, 국내 Legacy Top2 고객사의 비중(19%)이 여전히 높아 성장을 제한할 가능성이 높으나 신홍, 글로벌 브랜드의 매출 기여 확대가 성장을 주도할 것으로 기대한다. 다만 중국 법인의 수주 회복이 메이크업 제품군을 중심으로 이뤄지고 있는 점, 미국 1공장 최대 고객사향 제품 출고가 연초 기대에 미치지 못할 것으로 예상되는 점은 부담 요인이다.

투자의견 BUY, 목표주가 110,000원 유지

목표주가 산정 기준 연도를 2026년으로 변경하였으나 목표주가 상향은 없다. 고객사와 제품 믹스의 변동이 그 어느 때 보다 활발하다. 미국 2공장 수주 분이 본격적으로 매출로 반영되고, 한국 스킨케어 브랜드들의 글로벌 수출분 출고가 집중되는 2025년 4분기 혹은 2026년 상반기부터 보다 본격적인 제 2의 성장 국면에 진입할 전망이다. 기다림이 필요한 구간이다.

[표1] 한국콜마 분기 및 실적 추정

(단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	575	660	627	590	653	731	712	688	2,156	2,452	2,784	3,005
별도	248	297	274	241	274	328	311	275	857	1,060	1,188	1,325
연결법인	327	363	353	349	379	403	402	413	1,299	1,392	1,596	1,680
중국	39	53	37	30	42	50	38	31	177	158	160	168
북미	16	26	27	29	30	28	29	32	83	97	120	138
US	7	13	18	20	22	18	20	23	38	58	83	105
CANADA	9	13	9	9	9	10	9	9	46	39	37	33
HK 이노엔	213	219	230	236	247	263	270	292	829	897	1,073	1,109
연우	67	74	73	62	64	71	74	64	236	276	272	291
기타및조정	-8	-9	-13	-7	-4	-9	-9	-6	-27	-36	-29	-26
YoY	17.9%	10.1%	21.3%	7.0%	13.6%	10.7%	13.7%	16.5%	15.5%	13.7%	13.5%	7.9%
별도	22.8%	16.7%	47.0%	12.5%	10.7%	10.5%	13.5%	14.0%	18.2%	23.7%	12.1%	11.5%
연결법인	14.4%	5.2%	6.8%	3.5%	15.8%	10.8%	13.8%	18.2%	13.8%	7.2%	14.6%	5.3%
중국	6.6%	-17.2%	-9.0%	-19.2%	6.9%	-5.2%	4.4%	2.5%	37.7%	-10.8%	1.4%	4.6%
북미	-13.6%	15.0%	22.5%	40.3%	90.1%	9.0%	9.1%	11.9%	12.5%	16.8%	23.2%	15.1%
US	7.7%	61.3%	54.9%	75.3%	210.0%	37.0%	15.0%	15.0%	46.0%	54.3%	43.7%	26.2%
CANADA	-25.1%	-11.9%	-12.4%	-3.9%	-3.2%	-20.7%	-2.0%	4.9%	-5.3%	-13.9%	-6.7%	-10.0%
HK 이노엔	15.0%	7.3%	6.5%	5.2%	16.4%	20.0%	17.7%	23.9%	-2.1%	8.2%	19.6%	3.4%
연우	33.1%	17.1%	19.8%	-0.2%	-5.3%	-4.5%	1.3%	4.0%	-	16.7%	-1.3%	7.0%
기타및조정	71.5%	2.5%	57.7%	14.0%	-44.3%	7.6%	-25.8%	-10.5%	88.6%	33.1%	-18.8%	-10.0%
영업이익	32	72	55	35	60	73	71	55	136	194	259	299
별도	23	44	37	18	34	49	43	23	80	122	149	167
연결법인	10	28	17	17	26	24	28	31	56	72	110	132
중국	-1	5	1	-2	3	6	2	1	10	4	12	13
북미	-5	-2	-5	-1	0	0	-1	-1	-11	-13	-2	1
US	-3	-1	-3	1	2	0	0	1	-10	-6	2	5
CANADA	-2	-1	-2	-2	-1	0	-1	-2	-2	-7	-4	-4
HK 이노엔	17	24	22	24	25	20	28	34	65	88	107	124
연우	0	1	1	-1	-1	1	1	0	0	1	1	1
기타및조정	-2	-1	-2	-4	-2	-2	-2	-2	-6	-9	-8	-8
YoY	168.9%	28.9%	75.7%	-6.0%	84.8%	2.4%	29.3%	55.4%	85.8%	42.4%	33.4%	15.6%
별도	68.4%	27.5%	185.0%	-1.6%	48.7%	10.9%	14.2%	29.2%	15.3%	53.6%	21.7%	11.9%
연결법인	흑전	31.1%	-3.7%	-10.3%	170.4%	-11.1%	61.6%	83.3%	1252%	26.6%	53.4%	20.6%
중국	적지	-39.3%	100.0%	적전	흑전	15.1%	52.8%	흑전	흑전	-60.7%	210%	12.1%
북미	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	적지	적지	적지	적지	적지	흑전
US	적지	적지	적지	흑전	흑전	적지	적지	-42.5%	적지	적지	흑전	227%
CANADA	적지	적전	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	적지	적지	적지
HK 이노엔	206.7%	58.8%	-0.8%	13.0%	46.8%	-19.8%	27.3%	40.2%	23.6%	35.8%	21.7%	15.6%
연우	흑전	2.5%	-10.6%	적전	적전	-37.8%	11.4%	적지	흑전	5532%	-45.3%	12.4%
기타및조정	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	-54.5%	58.6%	-12.8%	-5.0%
영업이익률	5.6%	10.9%	8.7%	6.0%	9.2%	10.1%	9.9%	7.9%	6.3%	7.9%	9.3%	9.9%
별도	9.2%	14.9%	13.6%	7.5%	12.4%	14.9%	13.7%	8.5%	9.3%	11.5%	12.5%	12.6%
연결법인	2.9%	7.6%	4.9%	4.9%	6.9%	6.1%	7.0%	7.6%	4.3%	5.1%	6.9%	7.9%
중국	-2.4%	10.1%	2.7%	-5.0%	7.5%	12.2%	4.0%	4.0%	5.5%	2.4%	7.5%	8.0%
북미	-28.8%	-8.5%	-19.5%	-3.1%	0.7%	0.4%	-4.4%	-4.6%	-13.6%	-13.2%	-2.1%	1.0%
US	-35.7%	-9.7%	-19.4%	6.0%	6.9%	-1.1%	-1.9%	3.0%	-25.4%	-10.4%	1.9%	5.0%
CANADA	-23.4%	-7.1%	-19.6%	-24.1%	-14.9%	3.0%	-10.0%	-23.9%	-4.0%	-17.5%	-11.1%	-11.6%
HK 이노엔	8.1%	11.1%	9.7%	10.4%	10.3%	7.4%	10.5%	11.7%	7.8%	9.8%	10.0%	11.2%
연우	0.0%	1.7%	1.6%	-1.6%	-1.6%	1.1%	1.8%	-0.5%	-	0.5%	0.3%	0.3%
기타및조정	27.4%	12.5%	15.2%	60.3%	38.5%	21.2%	20.3%	40.4%	21.4%	25.5%	27.4%	28.9%

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	1,866	2,156	2,452	2,784	3,005
매출총이익	469	578	699	826	893
영업이익	73	136	194	259	299
EBITDA	149	230	286	369	428
순이자손익	-25	-36	-39	-30	-31
외화관련손익	2	1	15	5	10
지분법손익	-1	2	13	13	13
세전계속사업손익	17	34	140	205	258
당기순이익	-4	25	125	154	193
지배주주순이익	-22	5	90	114	143
증가율(%)					
매출액	304.5	15.5	13.7	13.5	7.9
영업이익	56.4	85.8	42.4	33.4	15.6
EBITDA	176.2	54.6	24.3	29.2	16.0
순이익	적전	흑전	398.5	23.2	25.3
이익률(%)					
매출총이익률	25.1	26.8	28.5	29.6	29.7
영업이익률	3.9	6.3	7.9	9.3	9.9
EBITDA 이익률	8.0	10.7	11.7	13.3	14.3
세전이익률	0.9	1.6	5.7	7.4	8.6
순이익률	-0.2	1.2	5.1	5.5	6.4

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	91	112	215	264	234
당기순이익	-4	25	125	154	193
자산상각비	75	94	92	111	130
운전자본증감	-32	-76	-40	14	-27
매출채권 감소(증가)	-4	-60	40	-49	-29
재고자산 감소(증가)	-10	-41	-53	-23	-29
매입채무 증가(감소)	-7	26	-7	112	32
투자활동 현금	-145	-156	-205	-300	-308
유형자산처분(취득)	-32	-106	-245	-261	-303
무형자산 감소(증가)	-17	-16	-13	-8	-8
투자자산 감소(증가)	75	-25	49	-33	-2
재무현금흐름	82	-8	-43	55	-17
차입금의 증가(감소)	121	8	25	55	0
자본의 증가(감소)	-39	-17	-19	-17	-17
배당금의 지급	-15	-17	-19	-17	-17
총현금흐름	181	245	320	266	261
(-)운전자본증감(감소)	-70	17	44	86	27
(-)설비투자	38	107	247	268	303
(+)자산매각	-12	-16	-11	-1	-8
Free Cash Flow	201	106	18	-89	-77
(-)기타투자	273	67	-7	-102	-4
잉여현금	-72	38	25	13	-72
NOPLAT	-18	100	174	195	224
(+) Dep	75	94	92	111	130
(-)운전자본투자	-70	17	44	86	27
(-)Capex	38	107	247	268	303
OpFCF	90	70	-25	-49	24

주: IFRS 연결 기준

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	816	898	859	993	965
현금성자산	298	269	199	213	125
매출채권	261	324	294	349	378
재고자산	239	281	328	350	379
비유동자산	2,117	2,111	2,268	2,441	2,631
투자자산	206	180	208	217	226
유형자산	609	660	811	989	1,184
무형자산	1,302	1,271	1,249	1,236	1,221
자산총계	2,933	3,009	3,127	3,434	3,596
유동부채	868	1,284	1,215	1,364	1,399
매입채무	298	390	360	384	416
유동성이자부채	533	854	799	915	915
비유동부채	596	307	406	463	465
비유동이자부채	535	249	352	401	401
부채총계	1,464	1,591	1,621	1,827	1,864
자본금	11	11	12	12	12
자본잉여금	264	262	295	295	295
이익잉여금	384	368	488	585	711
자본조정	4	7	-2	-2	-2
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	1,469	1,419	1,506	1,607	1,733

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	-961	227	3,816	4,823	6,045
BPS	29,024	28,347	33,579	37,694	43,019
DPS	500	600	720	1,000	1,200
CFPS	7,905	10,688	13,560	11,266	11,053
ROA(%)	-0.8	0.2	2.9	3.5	4.1
ROE(%)	-3.3	0.8	12.5	13.5	15.0
ROIC(%)	-0.9	4.5	7.5	7.7	8.1
Multiples(x, %)					
PER	-44.3	236.2	14.4	21.2	16.9
PBR	1.5	1.9	1.6	2.7	2.4
PSR	0.5	0.6	0.5	0.9	0.8
PCR	5.4	5.0	4.1	9.1	9.2
EV/EBITDA	11.7	9.0	7.9	9.5	8.4
배당수익률	1.2	1.1	1.3	1.0	1.2
안정성(%)					
부채비율	99.6	112.1	107.7	113.7	107.6
Net debt/Equity	52.4	58.8	63.2	68.6	68.7
Net debt/EBITDA	517.8	363.1	333.0	298.6	278.0
유동비율	94.0	70.0	70.7	72.8	69.0
이자보상배율	2.2	3.0	4.2	6.8	7.8
자산구조(%)					
투하자본	81.4	83.1	85.6	86.1	89.1
현금+투자자산	18.6	16.9	14.4	13.9	10.9
자본구조(%)					
차입금	42.1	43.8	43.3	45.0	43.2
자기자본	57.9	56.2	56.7	55.0	56.8

[Compliance Notice]

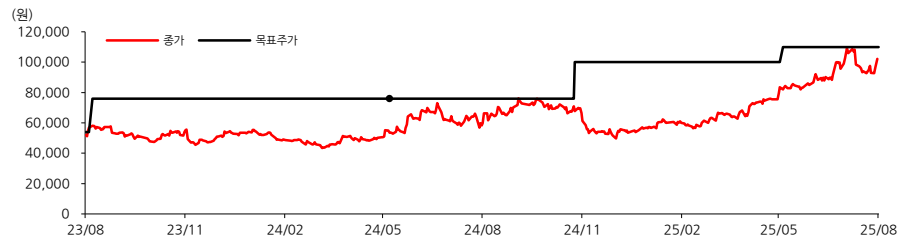
(공표일: 2025년 08월 08일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다른 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (한유정)

저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다른 종목을 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 책임소지에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[한국콜마 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 자	2023.08.14	2023.10.23	2024.01.22	2024.05.10	2024.11.01	2024.11.07
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	76,000	76,000	76,000	76,000	100,000	100,000
일 자	2024.11.15	2025.01.23	2025.02.10	2025.04.21	2025.04.25	2025.05.12
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표주가	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	110,000
일 자	2025.08.08					
투자의견	Buy					
목표주가	110,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.08.14	Buy	76,000	-29.32	-3.95
2024.11.01	Buy	100,000	-38.40	-16.40
2025.05.12	Buy	110,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1년간 +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. 밸류 에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1년간 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: 2025년 06월 30일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.4%	9.6%	0.0%	100.0%