

# 한국콜마 (161890)

## 선케어 둔화가 부른 주가 하락

### 2분기 부진에 주가 조정

2025년 2분기 실적은 매출액 7,308억원(+10.7% YoY), 영업이익 735억원(+2.4% YoY)을 기록하며 시장기대치 827억원을 11% 하회하였다. 한국법인은 매출액 3,281억원(+11% YoY), 영업이익 490억원(+11% YoY, OPM 14.9%)을 기록하였다. 실적 발표 직후 주가는 하루 만에 -12.9% 급락했다. 부진의 주요 원인은 첫째, 선케어 부문의 성장세 둔화다. 글로벌 시장이 두 자릿수 성장세를 보인 반면, K-뷰티 선케어 핵심 공급사인 동사는 주요 고객사 발주 축소와 발주 시점 분산으로 전사 평균 수준 성장에 그쳤다. 특히 전통적 성수기인 2분기에도 기대를 밀돌았으며, 국내 선케어 매출 비중은 2023년 2분기 31%, 2024년 33%에서 올해도 33%를 유지했다. 둘째, 홈쇼핑 레거시 브랜드 매출이 전년 동기 대비 큰 폭 감소했고, 글로벌 MNC 인수 브랜드 발주량 축소와 미국 최대 고객사 주문 급감이 겹치며 성장 모멘텀이 제한됐다.

### 연간 가이드스 조정, 중장기 성장 모멘텀 유지

동사에 대해 투자 의견 Buy와 목표주가 107,000원을 유지한다. 주가는 선케어 매출 확대와 미국 법인 성장 기대감에 힘입어 연초 12M FWD PER 11.6배에서 상승세를 이어가며 7월 초 20.8배까지 상승했으나, 전일 기준 16.8배로 하락하였다.

동사는 연간 별도(한국) 법인 매출 성장률 가이드스를 기존 15%에서 10% 초반 수준으로 낮추는 한편, 영업이익률은 전년 13.6%를 소폭 상회할 것으로 전망했다. 지역별로는 중국이 연간 매출 1,500억원 중반, 영업이익 80억원 중반, 미국이 매출 800억원, 영업이익 BEP, 캐나다가 매출 400억원, 영업이익 30억원 내외를 제시했으며, 연우는 3분기 매출 700억원 이상, 영업이익 10억원을 전망했다. 한국 법인은 신규 스킨케어 브랜드 발주가 성장 동력으로 작용하겠으나, 레거시 브랜드 부진과 일부 글로벌 MNC 발주 회복 지연이 단기 실적과 주가에 부담으로 작용할 가능성이 크다. 다만 색조·스킨케어 신제품 효과와 2026년 이후 해외 법인 성장 가시화가 본격화될 경우, 중장기적으로 밸류에이션 회복과 주가 재평가의 전환점으로 작용할 것으로 판단된다.

### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2023A	2024A	2025F	2026F
매출액	21,557	24,521	27,525	29,300
영업이익	1,361	1,939	2,584	2,850
지배순이익	52	901	750	1,250
PER	203.5	15.2	28.0	16.8
PBR	1.6	1.7	2.5	2.3
EV/EBITDA	11.5	10.6	10.5	9.5
ROE	0.8	12.5	9.2	14.3

자료: 유안타증권



이승은 화장품/유통

seungeun.lee@yuantakorea.com

김도엽 Research Assistant

doyub.kim@yuantakorea.com

## BUY (M)

**목표주가 107,000원 (M)**

직전 목표주가 107,000원

현재주가 (8/8) 88,900원

상승여력 20%

시가총액 20,985억원

총발행주식수 23,605,077주

60일 평균 거래대금 214억원

60일 평균 거래량 228,950주

52주 고/저 109,200원 / 49,800원

외인지분율 40.46%

배당수익률 1.31%

주요주주 한국콜마홀딩스 외 23인

주가수익률 (%) 1개월 3개월 12개월

절대 (13.4) 11.7 48.7

상대 (15.9) (10.3) 18.4

절대 (달러환산) (14.7) 12.2 47.3

[Fig. 1] 한국콜마 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q.24	2Q.24	3Q.24	4Q24	2024	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2025E
매출액	5,748	6,603	6,265	5,905	24,521	6,531	7,308	6,956	6,730	27,525
한국콜마	2,478	2,970	2,736	2,412	10,597	2,743	3,281	3,086	2,700	11,810
우시	346	527	366	299	1,537	416	499	330	270	1,515
USA	70	134	175	201	579	217	184	190	210	801
캐나다	90	126	92	87	395	87	100	90	90	367
HK inno.N	2,126	2,193	2,295	2,357	8,971	2,474	2,631	2,700	2,920	10,725
연우	672	740	728	615	2,755	637	707	720	630	2,694
YoY	18	10	21	7	14	14	11	11	14	12
한국콜마	23	17	47	12	24	11	11	13	12	11
우시	5	-7	1	-8	-3	20	-5	-10	-10	-1
USA	8	61	55	76	55	211	37	9	4	38
캐나다	-25	-12	-13	-4	-14	-3	-21	-2	3	-7
HK inno.N	15	7	6	5	8	16	20	18	24	20
연우	33	17	19	0	17	-5	-4	-1	2	-2
영업이익	324	717	545	351	1,939	599	735	675	575	2,584
한국콜마	228	442	372	181	1,223	339	490	420	270	1,519
우시	18	67	10	-15	80	31	61	0	-10	82
USA	-25	-13	-34	12	-60	15	-2	-7	-5	1
캐나다	-21	-9	-18	-39	-87	-13	3	-10	-10	-30
HK inno.N	173	243	222	244	882	254	195	280	340	1,069
연우	0	12	12	-10	14	-10	8	5	5	8
영업이익률	6	11	9	6	8	9	10	10	9	9
한국콜마	9	15	14	7	12	12	15	14	10	13
우시	5	13	3	-5	5	7	12	0	-4	5
USA	-36	-10	-19	6	-10	7	-1	-4	-2	0
캐나다	-23	-7	-20	-45	-22	-15	3	-11	-11	-8
HK inno.N	8	11	10	10	10	10	7	10	12	10
연우	0	2	2	-2	1	-2	1	1	1	0

자료: 한국콜마, 유안타증권 리서치센터

[Fig. 2] 한국콜마 실적 추정 변경 내역

(단위: 억원, %, %p)

	변경 전			변경 후			변경 전 대비		
	3Q25E	2025E	2026E	3Q25E	2025E	2026E	3Q25E	2025E	2026E
매출액	6,698	26,860	29,200	6,956	27,525	29,300	3.9%	2.5%	0.3%
영업이익	665	2,521	2,900	675	2,584	2,850	1.5%	2.5%	-1.7%
OPM	9.9%	9.4%	9.9%	9.7%	9.4%	9.7%	-0.2%p	0.0%p	-0.2%p

자료: 유안타증권 리서치센터

한국콜마 (161890) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	21,557	24,521	27,525	29,300	31,200
매출원가	15,775	17,531	19,530	20,750	22,000
매출충이익	5,781	6,989	7,995	8,550	9,200
판매비	4,420	5,051	5,411	5,700	6,040
영업이익	1,361	1,939	2,584	2,850	3,160
EBITDA	2,299	2,858	3,504	3,770	4,080
영업외손익	-1,018	-541	-1,084	-700	-640
외환관련손익	5	153	-90	-100	-100
이자손익	-367	-398	-398	-350	-290
관계기업관련손익	33	122	122	122	122
기타	-690	-418	-718	-371	-372
법인세비용차감전순손익	343	1,398	1,500	2,150	2,520
법인세비용	92	144	400	530	600
계속사업순손익	251	1,253	1,099	1,620	1,920
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	251	1,253	1,099	1,620	1,920
지배지분순이익	52	901	750	1,250	1,530
포괄순이익	144	1,055	901	1,421	1,721
지배지분포괄이익	-19	750	641	1,011	1,224

주: 영업이익 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	1,122	2,154	1,871	2,615	2,893
당기순이익	251	1,253	1,099	1,620	1,920
감가상각비	727	693	693	693	693
외환손익	0	-102	90	100	100
중속, 관계기업관련손익	-26	-11	-122	-122	-122
자산부채의 증감	-762	-404	-720	-508	-529
기타현금흐름	933	725	832	832	832
투자활동 현금흐름	-1,557	-2,052	-574	-533	-532
투자자산	10	42	-20	-12	-13
유형자산 증가 (CAPEX)	-1,068	-2,472	-500	-500	-500
유형자산 감소	6	17	16	20	25
기타현금흐름	-504	361	-70	-41	-44
재무활동 현금흐름	-84	-432	-2,204	-2,210	-2,209
단기차입금	900	1,760	-485	-491	-491
사채 및 장기차입금	-545	-1,285	-500	-500	-500
자본	-22	327	0	0	0
현금배당	-166	-194	-170	-170	-170
기타현금흐름	-252	-1,042	-1,049	-1,049	-1,049
연결범위변동 등 기타	26	41	787	645	657
현금의 증감	-492	-290	-120	517	809
기초 현금	2,201	1,708	1,419	1,299	1,816
기말 현금	1,708	1,419	1,299	1,816	2,625
NOPLAT	1,361	1,939	2,584	2,850	3,160
FCF	54	-318	1,371	2,115	2,393

자료: 유안타증권

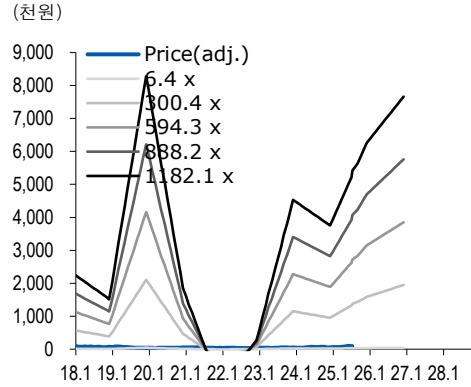
- 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임
- 2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 증가 기준, 전망치는 현재주가 기준임
- 3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	8,984	8,587	9,333	10,361	11,719
현금및현금성자산	1,708	1,419	1,299	1,816	2,625
매출채권 및 기타채권	3,238	2,945	3,305	3,519	3,747
재고자산	2,809	3,277	3,678	3,915	4,169
비유동자산	21,111	22,680	22,255	21,827	21,395
유형자산	6,604	8,111	7,902	7,689	7,471
관계기업 등 지분관련 자산	156	96	108	115	123
기타투자자산	379	449	457	462	467
자산총계	30,094	31,267	31,588	32,189	33,114
유동부채	12,837	12,150	11,675	10,985	10,317
매입채무 및 기타채무	3,896	3,604	4,046	4,307	4,586
단기차입금	4,000	5,794	5,294	4,794	4,294
유동성장기부채	4,384	2,074	1,574	1,074	574
비유동부채	3,071	4,059	4,125	4,164	4,206
장기차입금	1,385	595	595	595	595
사채	599	2,494	2,494	2,494	2,494
부채총계	15,908	16,210	15,800	15,149	14,523
지배지분	6,486	7,926	8,308	9,189	10,351
자본금	114	118	118	118	118
자본잉여금	2,623	2,947	2,947	2,947	2,947
이익잉여금	3,676	4,879	5,459	6,539	7,899
비지배지분	7,700	7,131	7,481	7,850	8,240
자본총계	14,186	15,057	15,788	17,039	18,591
순차입금	8,209	9,418	8,482	6,933	5,089
총차입금	11,034	11,510	10,525	9,534	8,543

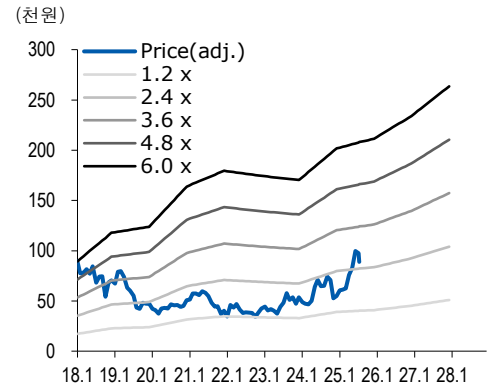
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	227	3,830	3,176	5,297	6,482
BPS	28,347	33,579	35,194	38,930	43,851
EBITDAPS	10,046	12,154	14,843	15,970	17,283
SPS	94,212	104,272	116,606	124,126	132,175
DPS	600	720	720	720	720
PER	203.5	15.2	28.0	16.8	13.7
PBR	1.6	1.7	2.5	2.3	2.0
EV/EBITDA	11.5	10.6	10.5	9.5	8.4
PSR	0.5	0.6	0.8	0.7	0.7

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액 증가율 (%)	15.5	13.7	12.3	6.4	6.5
영업이익 증가율 (%)	85.8	42.4	33.3	10.3	10.9
지배순이익 증가율 (%)	흑전	1,634.9	-16.8	66.8	22.4
매출총이익률 (%)	26.8	28.5	29.0	29.2	29.5
영업이익률 (%)	6.3	7.9	9.4	9.7	10.1
지배순이익률 (%)	0.2	3.7	2.7	4.3	4.9
EBITDA 마진 (%)	10.7	11.7	12.7	12.9	13.1
ROIC	4.7	7.9	8.5	9.6	10.9
ROA	0.2	2.9	2.4	3.9	4.7
ROE	0.8	12.5	9.2	14.3	15.7
부채비율 (%)	112.1	107.7	100.1	88.9	78.1
순차입금/자기자본 (%)	126.6	118.8	102.1	75.4	49.2
영업이익/금융비용 (배)	3.0	4.2	5.7	6.9	8.5

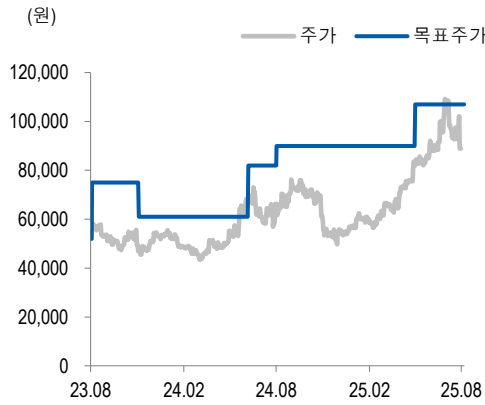
P/E band chart



P/B band chart



한국콜마 (161890) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-08-11	BUY	107,000	1년		
2025-05-12	BUY	107,000	1년		
2024-08-12	BUY	90,000	1년	-28.93	-7.11
2024-06-17	BUY	82,000	1년	-22.44	-10.98
2023-11-14	BUY	61,000	1년	-16.18	12.13
2023-08-14	BUY	75,000	1년	-29.48	-22.67
2023-05-15	BUY	52,000	1년	-14.90	9.23

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가 - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자여건 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	93.5
Hold(중립)	6.5
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-08-11

※해의 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

## Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이승은)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.