

한국콜마 (161890)

정한솔

hansol.jung@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월 목표주가

130,000

유지

현재주가

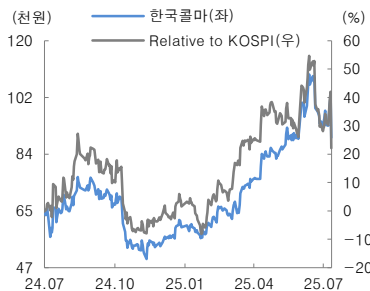
88,900

(25.08.08)

화장품업종

KOSPI	3210.01
시가총액	2,098십억원
시가총액비중	0.09%
자본금(보통주)	12십억원
52주 최고/최저	109,200원 / 49,800원
120일 평균거래대금	196억원
외국인지분율	41.63%
주요주주	한국콜마홀딩스 외 23 인 26.59% 국민연금공단 13.40%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	-13.4	11.7	48.2	48.7
상대수익률	-15.9	-10.3	16.4	18.4



성장통

- 2Q25 영업이익 735억원(YoY 2%, OPM 10.1%)로 컨센서스 하회
- HK이노엔 제외 영업이익 539억원(YoY 12%)로 견조한 성장세
- 수출 중심 인디브랜드 성장 지속되며 고객사 편중도 완화 추세 긍정적

투자의견 BUY, 목표주가 130,000원 유지

2분기 인디브랜드 매출은 견조했으나 국내 레거시 브랜드 부진, 글로벌 MNC 피인수 기업의 주문 공백, 색조 매출 확대에 제품 믹스 개선 제한 등으로 영업 레버리지 제한적. 다만 레거시와 인디브랜드 간 비중 변화가 가속화되며 고객사 편중이 완화되고 레거시 매출 감소는 내년 긍정적인 기저효과로 작용할 전망. 6월 가동을 시작한 미국 2공장은 하반기부터 고객사 양산이 본격화되며 내년 실적 기여도가 더욱 높아질 것으로 기대

2Q25 Review: 성장통

2Q25 매출액 7,308억원(YoY 11%), 영업이익 735억원(YoY 2%, OPM 10.1%)로 컨센서스 하회

[국내] 매출액 3,281억원(YoY 11%), 영업이익 490억원(YoY 11%, OPM 14.9%) 기록. 인디브랜드는 수출 지역과 SKU 다변화로 견조한 성장 지속. 그러나 레거시 브랜드 매출이 YoY -20% 감소하며 매출 비중이 2Q24 24% → 2Q25 16% 축소. 글로벌 MNC 피인수 기업의 주문 공백과 주요 고객사의 ODM 이원화에 따른 물량 이탈까지 더해지며 매출 성장 희석. 카테고리별로는 선크어 YoY 10%, 스킨케어 -1%, 색조 45% 증가. 성과급 적립 등 인건비 증가, 색조 고성장에 따른 믹스 개선 효과 제한적으로 나타나며 이익 레버리지 효과 약화

[중국] 매출 499억원(-5% YoY), 영업이익 61억원(-8% YoY, OPM 12.3%). 성수기 전략 고객 주문이 기대를 하회했으나 로컬 메이크업 수요 확대에 따라 하반기 점진적 회복 기대 [미국] 미국 매출 184억원(37% YoY), 영업이익 -2억원(YoY 적자축소). 1공장 여전히 흑자 기조 유지했으나 최대 고객사 주문이 기대치를 하회하고 기술영업센터 비용 31억원, 2공장 초기 비용 발생되며 QoQ 적자전환. 2공장 본격 실적 기여는 2H25보다 2026년 예상 [캐나다/연우] 캐나다 매출 100억원(-21% YoY), 영업이익 3억원(YoY 흑전). 인건비 절감 등 비용 통제에 매출감소에도 흑자전환. 연우 매출 707억원(-5% YoY), 영업이익 8억원(-38% YoY). 일본향 매출 YoY 47% 고성장하며 분기 흑자전환

(단위: 십억원, %)

구분	2Q24	1Q25	직전추정	잠정치	2Q25			3Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	660	653	745	731	10.7	11.9	738	705	12.6	-3.5
영업이익	72	60	83	73	2.3	22.5	82	69	26.9	-5.7
순이익	35	13	32	35	0.3	163.8	43	26	68.9	-25.6

자료: 한국콜마, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,156	2,452	2,755	2,898	3,044
영업이익	136	194	255	276	297
세전순이익	34	140	198	244	275
총당기순이익	25	125	152	186	210
지배지분순이익	5	90	113	143	162
EPS	227	3,830	4,778	6,072	6,847
PER	236.2	14.4	18.6	14.6	13.0
BPS	28,347	33,706	37,758	43,071	49,210
PBR	1.9	1.6	2.4	2.1	1.8
ROE	0.8	12.5	13.4	15.0	14.8

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

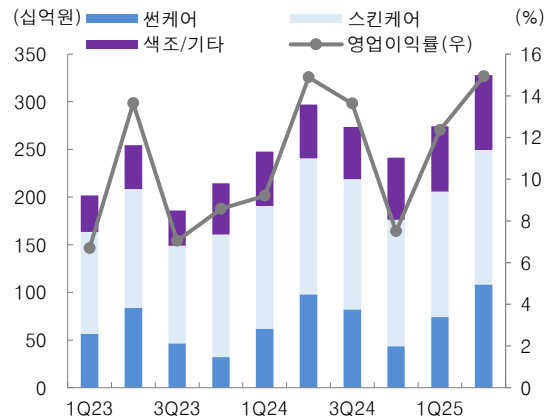
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	2,755	2,912	2,755	2,898	0.0	-0.5
영업이익	262	295	255	276	-2.6	-6.6
영업이익률	9.5	10.1	9.3	9.5	-0.2	-0.6
지배지분순이익	117	155	113	143	-3.3	-7.4
순이익률	5.7	6.9	5.5	6.4	-0.2	-0.5
EPS(지배지분순이익)	4,940	6,556	4,778	6,072	-3.3	-7.4

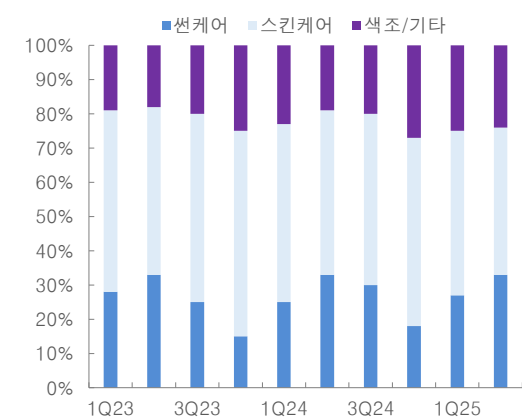
자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

그림 1. 별도법인 실적 추이



자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

그림 2. 별도법인 카테고리별 비중



자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

표 1. 한국콜마 분기/연간 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E
매출액	575	660	627	590	653	731	705	666	2,145	2,452	2,755
별도	248	297	274	241	274	328	308	265	857	1,060	1,176
연결법인	327	363	353	349	379	403	397	401	1,288	1,392	1,580
중국	39	54	37	30	42	50	38	31	177	158	161
미주	16	26	27	29	30	28	29	29	83	97	117
미국	7	13	18	20	22	18	21	22	37	58	82
캐나다	9	13	9	9	9	10	8	8	46	39	35
HK 이노엔	213	219	230	236	247	263	270	286	829	897	1,067
연우	67	74	73	62	64	71	69	62	236	275	265
YoY (%)	17.9	12.1	21.3	7.0	13.6	10.7	12.6	12.8	15.0	14.3	12.4
별도	22.8	16.7	47.0	12.5	10.7	10.5	12.5	10.0	18.2	23.7	10.9
연결법인	14.4	8.6	6.8	3.5	15.8	10.9	12.6	14.7	12.9	8.1	13.5
중국	6.4	-15.9	-9.1	-17.3	7.2	-5.3	5.0	4.6	37.1	-10.5	2.0
미주	-13.6	15.1	28.4	33.8	90.6	9.2	8.4	2.5	12.4	16.9	20.4
미국	7.7	61.7	70.4	62.1	210.9	37.3	18.0	8.0	45.6	54.9	42.3
캐나다	-25.1	-11.8	-12.7	-4.6	-3.0	-20.6	-10.0	-10.0	-5.2	-14.1	-11.8
HK 이노엔	15.0	7.3	6.4	5.2	16.4	20.0	17.7	21.5	-2.1	8.2	18.9
연우	32.8	17.1	19.8	0.2	-5.1	-4.5	-5.0	0.0	0.5	16.8	-3.8
영업이익	32	72	55	35	60	73	69	52	136	194	255
별도	23	44	37	18	34	49	42	23	80	122	148
연결법인	10	28	17	17	26	24	27	30	56	71	107
중국	-1	7	1	-2	3	6	3	0	10	5	12
미주	-5	-2	-5	-1	0	0	-2	-1	-9	-13	-3
미국	-2	-1	-3	1	2	0	-1	-1	-9	-6	0
캐나다	-2	-1	-2	-2	-1	0	-1	-1	1	-7	-2
HK 이노엔	17	24	22	24	25	20	27	32	66	88	104
연우	0	1	1	-1	-1	1	0	0	0	1	0
YoY (%)	168.9	28.9	75.7	-6.0	84.7	2.3	26.9	48.8	85.8	42.4	31.5
별도	68.9	27.4	184.7	-1.6	48.7	10.9	12.5	25.2	15.3	53.6	20.5
연결법인	흑전	0.3	0.0	-0.1	1.7	-0.1	0.6	0.7	1,250.0	26.6	50.2
중국	적지	-0.2	1.1	적전	흑전	-0.1	1.9	적지	흑전	-0.5	1.2
미주	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	적지	적지	적지	적지	적지
미국	적지	적지	적지	흑전	흑전	적지	적지	적전	적지	적지	적지
캐나다	적지	적전	적지	적전	적지	흑전	적지	적지	흑전	적전	적지
HK 이노엔	206.0	58.9	-0.8	8.3	47.2	-19.9	20.7	33.0	27.9	33.8	18.1
연우	적지	0.0	-0.1	적지	적지	-0.3	-0.7	흑전	-10.0	0.9	-37.2
영업이익률 (%)	5.6	10.9	8.7	6.0	9.2	10.0	9.8	7.9	6.3	7.9	9.2
별도	9.2	14.9	13.6	7.5	12.4	14.9	13.6	8.5	9.3	11.6	12.5
연결법인	2.9	7.6	4.9	4.9	6.9	6.1	6.9	7.4	4.4	5.1	6.8
중국	-2.3	12.5	2.7	-5.0	7.5	12.2	7.5	-0.7	5.5	3.4	7.4
미주	-29.0	-8.3	-19.5	-3.1	0.7	0.4	-5.2	-4.5	-10.5	-13.2	-2.2
미국	-35.6	-9.8	-19.4	6.0	6.9	-1.1	-4.1	-3.3	-25.4	-10.4	-0.3
캐나다	-23.8	-6.8	-19.6	-24.1	-14.9	3.0	-8.0	-8.0	1.7	-17.5	-6.6
HK 이노엔	8.1	11.1	9.7	10.4	10.3	7.4	9.9	11.3	8.0	9.8	9.8
연우	0.0	1.6	1.6	-1.6	-1.6	1.1	0.5	0.5	0.0	0.5	0.2

자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,156	2,452	2,755	2,898	3,044
매출원가	1,578	1,753	1,946	2,044	2,141
매출총이익	578	699	809	854	903
판매비와관리비	442	505	554	578	605
영업이익	136	194	255	276	297
영업이익률	6.3	7.9	9.3	9.5	9.8
EBITDA	230	286	340	361	383
영업외손익	-102	-54	-57	-32	-23
관계기업손익	3	12	1	1	1
금융수익	24	30	19	18	18
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-59	-54	-47	-41	-34
외환관련손실	11	5	4	4	4
기타	-70	-42	-29	-11	-7
법인세비용차감전순손익	34	140	198	244	275
법인세비용	-9	-14	-47	-57	-65
계속사업순손익	25	125	152	186	210
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	25	125	152	186	210
당기순이익률	1.2	5.1	5.5	6.4	6.9
비지배지분순이익	20	35	39	43	49
지배지분순이익	5	90	113	143	162
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-1	-2	-2	-2	-2
포괄순이익	14	105	132	167	190
비지배지분포괄이익	16	30	34	39	44
지배지분포괄이익	-2	75	98	128	146

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	227	3,830	4,778	6,072	6,847
PER	2362	14.4	18.6	14.6	13.0
BPS	28,347	33,706	37,758	43,071	49,210
PBR	1.9	1.6	2.4	2.1	1.8
EBITDAPS	10,046	12,154	14,424	15,283	16,208
EV/EBITDA	12.3	10.3	10.8	9.8	8.9
SPS	94,212	104,272	116,722	122,785	128,960
PSR	0.6	0.5	0.8	0.7	0.7
CFPS	10,688	13,611	15,732	17,370	18,450
DPS	600	720	720	720	720

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	15.5	13.7	12.4	5.2	5.0
영업이익 증가율	85.8	42.4	31.5	8.2	7.8
순이익 증가율	흑전	398.5	21.0	23.0	12.8
수익성					
ROIC	4.4	7.3	7.9	8.4	9.0
ROA	4.6	6.3	7.9	8.0	8.1
ROE	0.8	12.5	13.4	15.0	14.8
안정성					
부채비율	112.1	107.7	96.1	83.4	72.5
순차입금비율	57.9	62.5	45.4	27.2	11.4
이자보상배율	3.0	4.2	6.4	8.2	10.8

자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	898	859	1,083	1,332	1,618
현금및현금성자산	171	142	292	502	749
매출채권 및 기타채권	324	294	325	342	359
재고자산	281	328	368	387	407
기타유동자산	123	95	97	100	103
비유동자산	2,111	2,268	2,237	2,209	2,189
유형자산	660	811	821	833	849
관계기업투자금	16	10	-4	-19	-33
기타비유동자산	1,435	1,447	1,420	1,395	1,373
자산총계	3,009	3,127	3,320	3,541	3,807
유동부채	1,284	1,215	1,222	1,219	1,217
매입채무 및 기타채무	390	360	384	395	406
차입금	400	579	550	523	497
유동성채무	438	207	218	229	240
기타유동부채	56	68	70	72	75
비유동부채	307	406	405	391	383
차입금	198	309	307	292	282
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	109	97	98	99	100
부채총계	1,591	1,621	1,627	1,610	1,600
자배지분	649	793	891	1,017	1,162
자본금	11	12	12	12	12
자본잉여금	262	295	295	295	295
이익잉여금	368	488	584	710	855
기타지분변동	7	-2	1	0	0
비자배지분	770	713	802	915	1,045
자본총계	1,419	1,506	1,693	1,931	2,207
순차입금	821	942	769	525	251

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	112	215	220	282	305
당기순이익	25	125	152	186	210
비현금항목의 가감	219	195	220	224	225
감가상각비	94	92	86	85	85
외환손익	0	-10	-5	-5	-5
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	126	113	139	144	145
자산부채의 증감	-76	-40	-73	-45	-45
기타현금흐름	-56	-64	-79	-84	-85
투자활동 현금흐름	-156	-205	-65	-67	-74
투자자산	1	4	14	14	14
유형자산	-106	-245	-76	-79	-85
기타	-50	36	-3	-3	-3
재무활동 현금흐름	-8	-43	-102	-113	-107
단기차입금	-4	3	-29	-28	-26
사채	-100	9	10	-10	-10
장기차입금	125	29	-12	-5	0
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-17	-19	-17	-17	-17
기타	-13	-65	-54	-54	-53
현금의 증감	-49	-29	150	210	246
기초 현금	220	171	142	292	502
기말 현금	171	142	292	502	749
NOPLAT	100	174	195	211	227
FCF	70	5	203	216	226

[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 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한국콜마(161890) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250806)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	90.1%	9.9%	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