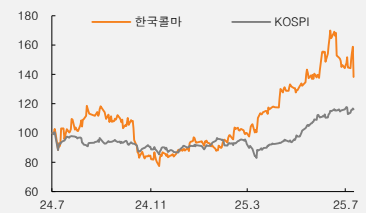


투자 의견(유지)	매수
목표주가(유지)	110,000원
현재주가(25/8/8)	88,900원
상승여력	23.7%

영업이익(25F, 십억원)	252
Consensus 영업이익(25F, 십억원)	266
EPS 성장률(25F, %)	36.6
MKT EPS 성장률(25F, %)	24.1
P/E(25F, x)	17.0
MKT P/E(25F, x)	11.9
KOSPI	3,210.01
시가총액(십억원)	2,098
발행주식수(백만주)	24
유동주식비율(%)	73.4
외국인 보유비중(%)	40.5
베타(12M) 일간수익률	0.39
52주 최저가(원)	49,800
52주 최고가(원)	109,200

(%)	1M	6M	12M
절대주가	-13.4	48.2	48.7
상대주가	-15.9	16.4	18.4



[화장품/유통/의류]

배송이
songyi.bae@miraeasset.com

161890 · 화장품

한국콜마

잠시 쉬어갑니다

2Q25 Review: 아쉬운 성수기

한국콜마의 2Q25 실적은 매출액 7,308억원(YoY +11%), 영업이익 735억원(YoY +2%)으로 시장 기대치를 하회했다. 썬 성수기에도 불구하고 마진 레버리지가 약했다(국내 OPM Flat). 미국도 2공장이 아직 본격적으로 실적 기여하기 전, 1공장 주력 고객사 오더 가시성이 낮아진 것으로 파악된다.

국내는 매출액 3,281억원(YoY +11%), 영업이익 490억원(YoY +11%, OPM 14.9%)을 기록했다. 주력 고객사였던 래거시 브랜드 오더가 하락 중임을 감안하면 성장률은 양호했으나, 고마진 썬 성수기에 마진 레버리지가 제한적이었던 점이 아쉽다. 썬과 스킨케어를 주력으로 하는 일부 인디 고객사에서 일시적으로 오더 공백이 발생한 것으로 파악된다. 이에 금번 분기 카테고리별로 썬은 전사 수준 성장, 스킨케어 소폭 역성장, 색조 고성장하여 믹스 측면에서 마진에 기여하지 못했다.

미국은 매출액 184억원(YoY +37%), 영업적자 2억원(YoY 적축, QoQ 적전)을 기록했다. 핵심 고객사의 오더가 예상보다 약해지면서 매출과 가동률이 전 분기 대비 하락했으며, 이익도 적자 전환하였다. 하반기 오더도 현 시점에서 예측하기 어려운 상황으로 파악된다. 분기 중 가동을 시작한 2공장은 효과적으로 비용 관리되고 있으며 영업 상황도 특이사항 없었다.

중국도 매출액 499억원(YoY -5%), 영업이익 61억원(YoY -8%, OPM 12%)에 그쳤다. 주력 고객사의 썬 오더가 예상보다 약했다. 시장 상황도 아직 회복세가 뚜렷이 나타나지는 않는 모습이다.

미국 2공장 성과를 기다리자

금번 분기 아쉬웠던 요인들이 당분간 지속될 것으로 예상된다. 국내는 고객사 이슈가 아직 이어지고 있어 썬 레버리지를 기대하기 어렵고 미국도 핵심 고객사 오더가 당초 예상에 미치지 못할 것으로 추정된다. 다만 국내 고객사 이슈는 일시적인 현상으로 판단되며, 미국은 2공장 가동 성과가 주요 모멘텀이 될 수 있다. 사측은 미국 2공장에 대해 하반기 매출 100억원의 목표를 유지하였고, 2026년 본격적인 실적 기여를 예상하고 있다. 해당 모멘텀 가시화되는 시점에 재차 매력 부각될 것으로 예상된다. 애초에 미국의 이익 기여도가 낮았기 때문에 추정치 변동은 미미하다. 목표주가 11만원을 유지한다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	2,156	2,452	2,758	3,031	3,305
영업이익 (십억원)	136	194	252	289	323
영업이익률 (%)	6.3	7.9	9.1	9.5	9.8
순이익 (십억원)	5	90	124	161	185
EPS (원)	227	3,830	5,234	6,800	7,840
ROE (%)	0.8	12.5	14.6	16.5	16.4
P/E (배)	236.2	14.4	17.0	13.1	11.3
P/B (배)	1.9	1.6	2.3	2.0	1.7
배당수익률 (%)	1.1	1.3	0.8	0.8	0.8

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	2,758	3,031	3,305
국내	725	857	1,060	1,196	1,360	1,530
중국	129	177	158	158	159	161
미국	26	38	58	81	107	136
캐나다	48	46	40	37	38	40
HK이노엔	847	829	897	1,057	1,133	1,204
연우	106	236	276	270	277	283
영업이익	73	136	194	252	289	323
국내	69	80	118	148	169	190
중국	(16)	10	5	10	10	11
미국	(10)	(10)	(6)	0	3	5
캐나다	(4)	(2)	(7)	(3)	(3)	(2)
HK이노엔	53	66	88	107	117	126
연우	(5)	(0)	1	(1)	1	2
세전이익	17	34	140	205	258	296
당기순이익	(4)	25	125	153	194	222
지배주주순이익	(22)	5	90	124	161	185
영업이익률(%)	3.9	6.3	7.9	9.1	9.5	9.8
국내	9.5	9.3	11.2	12.3	12.4	12.4
중국	(12.3)	5.5	3.4	6.5	6.6	6.6
미국	(39.7)	(25.3)	(10.4)	0.2	2.7	3.4
캐나다	(8.9)	(3.9)	(17.5)	(9.0)	(7.0)	(5.0)
HK이노엔	6.2	8.0	9.8	10.1	10.3	10.5
연우	(5.1)	(0.0)	0.5	(0.5)	0.2	0.7
매출액(YoY %)	17.6	15.5	13.7	12.5	9.9	9.1
국내	14.5	18.2	23.7	12.8	13.8	12.5
중국	(5.8)	37.7	(10.8)	(0.3)	1.0	1.0
미국	6.2	45.9	54.4	40.0	32.1	27.2
캐나다	17.2	(5.3)	(13.9)	(6.0)	2.0	5.0
HK이노엔	10.0	(2.1)	8.2	17.9	7.2	6.2
연우		122.8	16.8	(2.1)	2.7	2.2
영업이익(YoY %)	(13.0)	85.8	42.4	30.2	14.4	12.0
국내	5.3	15.3	48.6	24.7	14.4	12.5
중국	적지	흑전	(46.0)	93.4	2.0	2.0
미국	적지	적지	적지	흑전	1,480.3	59.9
캐나다	적지	적지	적지	적지	적지	적지
HK이노엔	4.4	25.5	33.8	21.1	9.3	8.3
연우		적지	흑전	적전	흑전	257.6
지배순익 (YoY %)	적전	흑전	1,634.9	37.2	29.9	15.3

자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 한국콜마 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024년	1Q25	2Q25P	3Q25F	4Q25F	2025년
매출액	575	660	627	590	2,452	653	731	696	678	2,758
국내	248	297	274	241	1,060	274	328	308	285	1,196
중국	39	53	37	30	158	42	50	36	30	158
미국	7	13	18	20	58	22	18	20	21	81
캐나다	9	13	9	9	40	9	10	9	9	37
HK이노엔	213	219	229	236	897	247	263	268	279	1,057
연우	67	74	73	62	276	64	71	70	65	270
영업이익	32	72	55	35	194	60	74	66	53	252
국내	19	44	37	18	118	34	49	42	23	148
중국	(1)	7	1	(2)	5	3	6	1	0	10
미국	(3)	(1)	(3)	1	(6)	2	(0)	(1)	(0)	0
캐나다	(2)	(1)	(2)	(2)	(7)	(1)	0	(1)	(1)	(3)
HK이노엔	17	24	22	24	88	25	20	28	34	107
연우	(0)	1	1	(1)	1	(1)	0	(0)	(0)	(1)
세전이익	20	59	35	25	140	32	54	59	59	205
순이익	12	45	24	44	125	23	42	44	44	153
지배주주순이익	6	35	15	34	90	13	35	37	38	124
영업이익률(%)	5.6	10.9	8.7	6.0	7.9	9.2	10.1	9.5	7.8	9.1
본사	7.6	14.9	13.6	7.5	11.2	12.4	14.9	13.6	8.0	12.3
중국	(2.3)	12.7	2.7	(5.0)	3.4	7.5	12.2	2.5	0.6	6.5
미국	(35.7)	(9.7)	(19.4)	6.0	(10.4)	6.9	(1.1)	(4.2)	(1.3)	0.2
캐나다	(23.3)	(7.1)	(19.6)	(24.1)	(17.5)	(14.9)	3.0	(12.3)	(13.1)	(9.0)
HK이노엔	8.1	11.1	9.7	10.3	9.8	10.3	7.4	10.3	12.3	10.1
연우	(0.0)	1.6	1.6	(1.6)	0.5	(1.6)	0.1	(0.1)	(0.6)	(0.5)
매출액(YoY %)	17.9	10.1	21.3	7.0	13.7	13.6	10.7	11.1	14.8	12.5
국내	22.8	16.7	47.0	12.6	23.7	10.7	10.5	12.7	18.0	12.8
중국	6.6	(17.1)	(9.0)	(19.2)	(10.8)	6.9	(5.3)	(2.1)	1.4	(0.3)
미국	7.7	61.4	54.9	75.3	54.4	210.0	37.3	15.0	4.2	40.0
캐나다	(25.0)	(11.9)	(12.4)	(3.9)	(13.9)	(3.3)	(20.6)	1.2	4.8	(6.0)
HK이노엔	15.0	7.3	6.4	5.2	8.2	16.3	20.0	16.8	18.4	17.9
연우	33.0	17.1	19.8	0.1	16.8	(5.2)	(4.5)	(3.2)	5.4	(2.1)
영업이익(YoY %)	168.9	28.9	75.7	(6.0)	42.4	84.8	2.5	21.1	50.5	30.2
국내	39.3	27.4	184.7	(1.6)	48.6	80.3	10.9	12.7	25.3	24.7
중국	적전	(23.0)	100.0	적전	(46.0)	흑전	(9.0)	(11.9)	흑전	93.4
미국	적지	적지	적지	흑전	적지	흑전	적지	적지	적전	흑전
캐나다	적지	적지	적지	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	적지
HK이노엔	206.7	58.9	(0.8)	8.0	33.8	46.6	(19.9)	24.1	41.1	21.1
연우	흑전	(2.5)	(10.6)	흑전	흑전	적전	(93.3)	적전	적지	적전
지배순익 (YoY %)	8.7	0.2	33.8	흑전	1,634.9	109.3	0.1	140.8	14.5	37.2

자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 한국콜마 Valuation Table

(원)

구분	2025F	2026F	비고
화장품(A)	1,661	2,262	
당기순익	92	126	
Target PER(배)	18	18	업종 평균 적용
HK이노엔(B)	469	523	
당기순익	31	35	지분율 43.01%
Target PER(배)	15	15	
적정시가총액(A+B)	2,130	2,785	
발행주식수(천주)	23,605	23,605	
적정 주가(원)	90,240	117,967	
적정 주가II(원)	108,725		연도별 시간 가중치 적용
목표주가(원)	110,000		
현재 주가(원)	88,900		
상승 여력(%)	23.7		

자료: 미래에셋증권 리서치센터

한국콜마 (161890)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,452	2,758	3,031	3,305
매출원가	1,753	1,954	2,145	2,337
매출총이익	699	804	886	968
판매비와관리비	505	552	597	645
조정영업이익	194	252	289	323
영업이익	194	252	289	323
비영업손익	-54	-47	-31	-27
금융손익	-40	-27	-23	-17
관계기업등 투자손익	12	0	0	0
세전계속사업손익	140	205	258	296
계속사업법인세비용	14	51	65	74
계속사업이익	125	153	194	222
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	125	153	194	222
지배주주	90	124	161	185
비지배주주	35	30	33	37
총포괄이익	105	154	194	222
지배주주	75	92	115	132
비지배주주	30	62	79	90
EBITDA	286	353	388	421
FCF	-32	199	229	240
EBITDA 마진율 (%)	11.7	12.8	12.8	12.7
영업이익률 (%)	7.9	9.1	9.5	9.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.7	4.5	5.3	5.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	859	1,112	1,368	1,650
현금 및 현금성자산	142	253	445	648
매출채권 및 기타채권	294	337	354	386
재고자산	328	376	413	451
기타유동자산	95	146	156	165
비유동자산	2,268	2,289	2,264	2,242
관계기업투자등	10	11	12	13
유형자산	811	844	828	813
무형자산	1,249	1,235	1,220	1,205
자산총계	3,127	3,401	3,632	3,892
유동부채	1,215	1,300	1,349	1,398
매입채무 및 기타채무	246	282	310	338
단기금융부채	799	823	824	825
기타유동부채	170	195	215	235
비유동부채	406	463	469	475
장기금융부채	352	401	401	401
기타비유동부채	54	62	68	74
부채총계	1,621	1,763	1,818	1,873
지배주주지분	793	900	1,044	1,212
자본금	12	12	12	12
자본잉여금	295	295	295	295
이익잉여금	488	595	738	906
비지배주주지분	713	737	770	807
자본총계	1,506	1,637	1,814	2,019

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	215	312	289	300
당기순이익	125	153	194	222
비현금수익비용가감	195	207	187	188
유형자산감가상각비	69	77	76	75
무형자산상각비	23	23	23	23
기타	103	107	88	90
영업활동으로인한자산및부채의변동	-40	30	-4	-19
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	40	-38	-16	-31
재고자산 감소(증가)	-53	-49	-37	-38
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-7	29	21	21
법인세납부	-25	-49	-65	-74
투자활동으로 인한 현금흐름	-205	-203	-80	-80
유형자산처분(취득)	-245	-106	-60	-60
무형자산감소(증가)	-13	-7	-8	-8
장단기금융자산의 감소(증가)	43	-10	-7	-7
기타투자활동	10	-80	-5	-5
재무활동으로 인한 현금흐름	-43	-157	-135	-167
장단기금융부채의 증가(감소)	48	72	1	1
자본의 증가(감소)	33	0	0	0
배당금의 지급	-19	0	-17	-17
기타재무활동	-105	-229	-119	-151
현금의 증가	-29	111	192	203
기초현금	171	142	253	445
기말현금	142	253	445	648

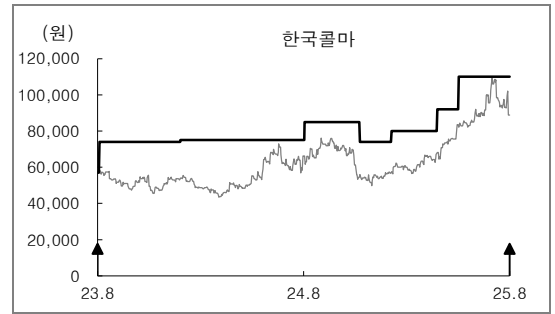
자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	14.4	17.0	13.1	11.3
P/CF (x)	4.0	5.8	5.5	5.1
P/B (x)	1.6	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA (x)	10.4	10.5	9.1	8.0
EPS (원)	3,830	5,234	6,800	7,840
CFPS (원)	13,611	15,279	16,124	17,372
BPS (원)	33,579	38,147	44,226	51,347
DPS (원)	720	720	720	720
배당성향 (%)	13.6	11.1	8.8	7.7
배당수익률 (%)	1.3	0.8	0.8	0.8
매출액증가율 (%)	13.7	12.5	9.9	9.1
EBITDA증가율 (%)	24.3	23.5	9.8	8.5
조정영업이익증가율 (%)	42.4	30.2	14.4	12.0
EPS증가율 (%)	1,588.1	36.6	29.9	15.3
매출채권 회전율 (회)	8.1	9.0	9.1	9.2
재고자산 회전율 (회)	8.1	7.8	7.7	7.6
매입채무 회전율 (회)	9.3	9.7	9.5	9.4
ROA (%)	4.1	4.7	5.5	5.9
ROE (%)	12.5	14.6	16.5	16.4
ROIC (%)	7.6	8.0	9.1	10.2
부채비율 (%)	107.7	107.7	100.2	92.8
유동비율 (%)	70.7	85.5	101.4	118.1
순차입금/자기자본 (%)	63.2	52.4	36.4	22.4
조정영업이익/금융비용 (x)	4.2	7.0	7.7	8.7

투자 의견 및 목표주가 변동 추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한국콜마 (161890)				
2025.05.12	매수	110,000	-	-
2025.04.04	매수	92,000	-20.46	-9.13
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



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

투자 의견 분류 및 적용 기준

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

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

* 2025년 5월 12일 기준으로 투자 의견 분류 기준 변경(Trading Buy 의견 삭제)

* 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상, 20% 미만의 추가상승이 예상되는 종목은 금융투자분석사 재량에 따라 '매수' 또는 '중립' 의견으로 제시함

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.91%	5.59%	8.94%	0.56%

* 2025년 06월 30일 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.