

화장품

# 한국콜마 161890

## 2Q25 Review: 인디 매출은 여전히 견조해요

Aug 11, 2025

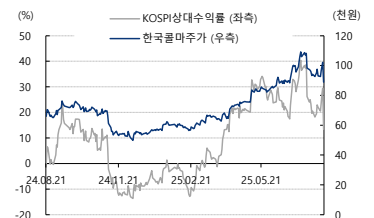
**BUY** 유지

**TP 125,000 원** 유지

Company Data

현재가(08/08)	88,900 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	109,200 원
52 주 최저가(보통주)	49,800 원
KOSPI (08/08)	3,210.01p
KOSDAQ (08/08)	809.27p
자본금	118 억원
시가총액	20,985 억원
발행주식수(보통주)	2,361 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	27.5 만주
평균거래대금(60 일)	265 억원
외국인지분(보통주)	40.46%
주요주주	
한국콜마홀딩스 외 23 인	26.59%
국민연금공단	13.40%

Price & Relative Performance



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

2Q25 Review: 인디 매출은 여전히 견조해요

2분기 연결 매출액 및 영업이익은 각각 7,308억원(YoY 11%), 735억원(YoY 2%)으로 시장 기대치 -11% 하회. 하회 주 요인은 국내/미국/중국 전 법인이 예상대비 아쉬운 실적을 기록했음. 특히, 국내는 ① 레거시 2사 브랜드 매출 급감, ② MNC 피인수 기업의 주문 공백, ③ 일부 고객사의 ODM 이원화로 부진. 메인 인디브랜드의 경우 성장률 여전히 견조한 것으로 파악됨.

1)한국 매출액 3.3 천억원 (YoY 11%) 영업이익 490 억원 (YoY 11%, OPM 14.9%) 시현. 1분기 강세였던 선 주력 고객사는 2분기에도 YoY, QoQ 견조하게 성장 중인 것으로 파악됨. 상위 레거시 브랜드는 2 개 합산 YoY -20% 감소 추산. 특히, 작년 2 위 고객사는 매출 YoY -50% 이상 감소함. 또한, MNC 피인수 기업 주문 공백에 따른 영향으로 예상 대비 하회하는 매출&이익을 시현했음. 성과급 총당금은 90 억원(YoY 20 억원) 반영됨. 2)중국 매출액 499 억원(YoY -5%), 영업이익 61 억원(YoY -9%) 시현. 중국 현지 시장 상황은 여전히 좋지 않은 듯. 3)미국 매출액 184 억원 (YoY 37%), 영업이익 -2 억원(YoY 적자지속) 시현. 최대 고객사의 2 분기 주문이 예상대비 부진했던 것으로 파악됨. 2 공장은 6 월말부터 본격 가동했으며, 이니셜 캐파는 600~1,000 억원 추정. 4)캐나다 매출액 100 억원, 영업이익 3 억원 시현.

투자 의견 BUY 및 목표주가 125,000원 유지

높아진 화장품 업종에 대한 기대감 속에서, 실적에 대한 실망감으로 전일 주가는 -13% 하락 마감했음. 레거시 브랜드 매출은 3~4분기에도 YoY 감소할 것으로 추정되나, 작년 3분기부터 기저 낮아진 점이 필요가 있음. 레거시 브랜드 2사 매출 비중은 2Q24 24%에서 -3Q24 17%으로 낮아졌으며, 2Q25는 17% 수준임. 메인 인디브랜드 매출은 여전히 견조한 흐름 유지 중이며, 최근 메인 인디브랜드 미국/유럽/중동 수출 다각화에 따라 섹터 계절성 희석 중인 것으로 파악됨. 3분기에 섹터 제품 매출 기대되며, 4분기 스킨케어 브랜드 글로벌 수출 기대

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	2,156	2,452	2,733	3,079	3,458
YoY(%)	15.5	13.7	11.5	12.7	12.3
영업이익(십억원)	136	194	253	315	370
OP 마진(%)	6.3	7.9	9.3	10.2	10.7
순이익(십억원)	25	125	154	204	245
EPS(원)	227	3,830	4,862	6,440	7,743
YoY(%)	흑전	1,588.1	26.9	32.5	20.2
PER(배)	236.2	14.4	18.3	13.8	11.5
PCR(배)	5.5	4.5	6.0	5.2	4.6
PBR(배)	1.9	1.6	2.4	2.0	1.8
EV/EBITDA(배)	12.2	10.3	10.5	8.7	7.4
ROE(%)	0.8	12.5	13.6	15.9	16.5



[화장품/음식료] 권우정  
3771- 9082,  
20240006@iprovest.com

[도표 1] 한국콜마 2Q25 Re

(단위: 십억원, %)

구분	2Q25P	2Q24	YoY%	Consen	Diff%	1Q25	QoQ%
매출액	730.8	660.3	10.7	738.3	(1.0)	653.1	11.9
영업이익	73.5	71.7	2.4	82.5	(10.9)	59.9	22.6
세전이익	54.0	59.3	(8.9)	69.3	(22.1)	32.4	66.7
(지배)순이익	34.9	34.9	0.3	43.5	(19.6)	13.3	163.7
OPM%	10.1	10.9		11.2		9.2	
NPM%	4.8	5.3		5.9		2.0	

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] 한국콜마 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25P	3Q25F	4Q25F	23	24	25F
<b>매출액</b>	<b>574.8</b>	<b>660.3</b>	<b>626.5</b>	<b>590.5</b>	<b>653.1</b>	<b>730.8</b>	<b>693.2</b>	<b>655.8</b>	<b>2,155.7</b>	<b>2,452.1</b>	<b>2,732.9</b>
1. 한국	247.8	297.0	273.6	241.3	274.3	328.1	305.5	269.4	856.8	1,059.7	1,177.3
2. 중국	38.9	52.7	36.6	29.9	41.6	49.9	36.4	31.3	176.5	158.1	159.2
3. 미국	7.0	13.4	17.5	20.0	21.7	18.4	22.0	22.0	37.5	57.9	84.1
4. 캐나다	9.0	12.6	9.2	8.7	8.7	10.0	9.3	8.8	45.9	39.5	36.8
5. HK 이노엔	212.6	219.3	229.5	235.7	247.4	263.1	260.0	264.3	829.0	897.1	998.5
6. 연우	67.2	74.0	72.8	61.5	63.7	70.7	70.0	70.0	236.1	274.8	274.4
<b>YoY</b>	<b>17.9%</b>	<b>10.1%</b>	<b>21.3%</b>	<b>7.0%</b>	<b>13.6%</b>	<b>10.7%</b>	<b>10.6%</b>	<b>11.1%</b>	<b>15.5%</b>	<b>13.7%</b>	<b>11.5%</b>
1. 한국	22.8%	16.7%	47.0%	12.5%	10.7%	10.5%	11.7%	11.7%	18.2%	23.7%	11.1%
2. 중국	6.6%	-17.1%	-9.0%	-17.4%	6.9%	-5.3%	-0.7%	4.7%	37.0%	-10.4%	0.7%
3. 미국	7.7%	61.4%	54.9%	75.4%	210.0%	37.3%	25.7%	10.0%	45.9%	54.4%	45.3%
4. 캐나다	-25.0%	-11.9%	-12.4%	-4.4%	-3.3%	-20.6%	1.0%	1.0%	-5.2%	-13.9%	-6.9%
5. HK 이노엔	15.0%	7.3%	6.4%	5.2%	16.4%	20.0%	13.3%	12.1%	-2.1%	8.2%	11.3%
6. 연우	33.1%	17.1%	19.7%	-0.2%	-5.2%	-4.5%	-3.8%	13.8%	0.6%	16.4%	-0.2%
<b>영업이익</b>	<b>32.4</b>	<b>71.7</b>	<b>54.5</b>	<b>35.1</b>	<b>59.9</b>	<b>73.5</b>	<b>70.7</b>	<b>49.0</b>	<b>136.1</b>	<b>193.9</b>	<b>253.0</b>
1. 한국	22.8	44.2	37.3	18.1	33.9	49.0	43.2	21.6	79.7	122.4	147.6
2. 중국	(0.9)	6.7	1.0	(1.5)	3.1	6.1	1.1	0.4	9.9	5.3	10.7
3. 미국	(2.5)	(1.3)	(3.4)	1.2	1.5	(0.2)	0.2	0.2	(9.5)	(6.0)	1.7
4. 캐나다	(2.1)	(0.9)	(1.8)	(2.1)	(1.3)	0.3	(0.8)	(0.8)	(1.8)	(6.9)	(2.6)
5. HK 이노엔	17.3	24.3	22.2	24.4	25.4	19.5	26.7	27.3	65.8	88.2	98.9
6. 연우	0.0	1.2	1.2	(1.0)	(1.0)	0.8	2.0	2.0	(0.2)	0.9	3.8
<b>YoY</b>	<b>168.9%</b>	<b>28.9%</b>	<b>75.7%</b>	<b>-6.0%</b>	<b>84.8%</b>	<b>2.4%</b>	<b>29.6%</b>	<b>39.3%</b>	<b>85.8%</b>	<b>42.4%</b>	<b>30.5%</b>
1. 한국	68.4%	27.4%	184.7%	-1.6%	48.7%	10.9%	15.7%	19.1%	15.4%	53.5%	20.6%
<b>OPM</b>	<b>5.6%</b>	<b>10.9%</b>	<b>8.7%</b>	<b>6.0%</b>	<b>9.2%</b>	<b>10.1%</b>	<b>10.2%</b>	<b>7.5%</b>	<b>6.3%</b>	<b>7.9%</b>	<b>9.3%</b>
1. 한국	9.2%	14.9%	13.6%	7.5%	12.4%	14.9%	14.1%	8.0%	9.3%	11.5%	12.5%
2. 중국	-2.3%	12.7%	2.7%	-5.0%	7.5%	12.2%	3.0%	1.3%	5.6%	3.4%	6.7%
3. 미국	-35.7%	-9.7%	-19.4%	6.0%	6.9%	-1.1%	0.9%	0.9%	-25.3%	-10.4%	2.0%
4. 캐나다	-23.3%	-7.1%	-19.6%	-24.1%	-14.9%	3.0%	-8.6%	-9.1%	-3.9%	-17.5%	-7.1%
5. HK 이노엔	8.1%	11.1%	9.7%	10.4%	10.3%	7.4%	10.3%	10.3%	7.9%	9.8%	9.9%
6. 연우	0.0%	1.6%	1.6%	-1.6%	-1.6%	1.1%	2.9%	2.9%	-0.1%	0.3%	1.4%
<b>세전이익</b>	<b>20.2</b>	<b>59.3</b>	<b>35.5</b>	<b>24.8</b>	<b>32.4</b>	<b>54.0</b>	<b>64.3</b>	<b>54.0</b>	<b>34.3</b>	<b>139.8</b>	<b>204.8</b>
YoY	138.8%	35.6%	32.0%	-155.4%	60.1%	-8.9%	81.3%	118.0%	102.3%	307.1%	46.5%
<b>(지배)순이익</b>	<b>6.3</b>	<b>34.9</b>	<b>15.4</b>	<b>33.5</b>	<b>13.2</b>	<b>34.9</b>	<b>36.2</b>	<b>30.4</b>	<b>5.2</b>	<b>90.1</b>	<b>114.7</b>
YoY	8.7%	0.2%	33.8%	-171.5%	109.3%	0.3%	135.2%	-9.3%	-123.6%	1634.9%	27.4%
NPM	1.1%	5.3%	2.5%	5.7%	2.0%	4.8%	5.2%	4.6%	0.2%	3.7%	4.2%

자료: 교보증권 리서치센터



[한국콜마 161890]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,156	2,452	2,733	3,079	3,458
매출원가	1,578	1,753	1,954	2,201	2,472
매출총이익	578	699	779	878	986
매출총이익률 (%)	26.8	28.5	28.5	28.5	28.5
판매비와관리비	442	505	526	563	616
영업이익	136	194	253	315	370
영업이익률 (%)	6.3	7.9	9.3	10.2	10.7
EBITDA	230	286	355	428	493
EBITDA Margin (%)	10.7	11.7	13.0	13.9	14.3
영업외손익	-102	-54	-48	-44	-44
관계기업손익	3	12	12	12	12
금융수익	24	30	25	31	39
금융비용	-59	-54	-70	-66	-66
기타	-70	-42	-16	-22	-29
법인세비용차감전순이익	34	140	205	271	326
법인세비용	9	14	51	68	81
계속사업순이익	25	125	154	204	245
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	25	125	154	204	245
당기순이익률 (%)	1.2	5.1	5.6	6.6	7.1
비지배지분순이익	20	35	39	52	62
지배지분순이익	5	90	115	152	183
지배순이익률 (%)	0.2	3.7	4.2	4.9	5.3
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-11	-20	-17	-17	-17
포괄순이익	14	105	137	187	228
비지배지분포괄이익	16	30	40	54	66
지배지분포괄이익	-2	75	97	133	162

주: K-IFRS 회계기준 개정으로 기존의 기타영업수익/비용 항목은 제외됨

현금흐름표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동 현금흐름	112	215	249	307	356
당기순이익	25	125	154	204	245
비현금항목의 가감	219	195	233	254	271
감가상각비	73	69	82	95	107
외환손익	0	-10	-5	-5	-5
자본법평가손익	-3	-1	-12	-12	-12
기타	149	137	168	177	181
자산부채의 증감	-76	-40	-51	-54	-56
기타현금흐름	-56	-64	-87	-98	-104
투자활동 현금흐름	-156	-205	-145	-163	-179
투자자산	1	4	14	14	14
유형자산	-107	-247	-180	-189	-198
기타	-50	38	21	11	6
재무활동 현금흐름	-8	-43	-1	-71	-67
단기차입금	-4	3	29	30	32
사채	-100	9	-25	-22	-20
장기차입금	125	29	3	3	3
자본의 증가(감소)	0	0	0	0	0
현금배당	-17	-19	-17	-17	-17
기타	-13	-65	9	-65	-65
현금의 증감	-49	-29	187	177	234
기초 현금	220	171	142	328	506
기말 현금	171	142	328	506	739
NOPLAT	100	174	190	237	278
FCF	10	-22	61	107	146

자료: 한국콜마, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	898	859	1,072	1,290	1,575
현금및현금성자산	171	142	328	506	739
매출채권 및 기타채권	324	294	312	331	350
재고자산	281	328	360	396	436
기타유동자산	123	95	71	57	49
비유동자산	2,111	2,268	2,331	2,393	2,454
유형자산	660	811	909	1,003	1,094
관계기업투자금	16	10	-4	-19	-33
기타금융자산	38	45	45	45	45
기타비유동자산	1,397	1,402	1,382	1,364	1,348
자산총계	3,009	3,127	3,402	3,683	4,029
유동부채	1,284	1,215	1,334	1,383	1,436
매입채무 및 기타채무	390	360	379	400	423
차입금	400	579	608	639	671
유동성채무	438	207	282	282	282
기타유동부채	56	68	65	63	61
비유동부채	307	406	377	352	330
차입금	139	60	63	66	69
사채	60	249	224	202	182
기타비유동부채	109	97	90	84	79
부채총계	1,591	1,621	1,711	1,735	1,766
지배지분	649	793	890	1,025	1,191
자본금	11	12	12	12	12
자본잉여금	262	295	295	295	295
이익잉여금	368	488	586	721	886
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배지분	770	713	801	923	1,072
자본총계	1,419	1,506	1,691	1,948	2,263
총차입금	1,088	1,139	1,213	1,219	1,229

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

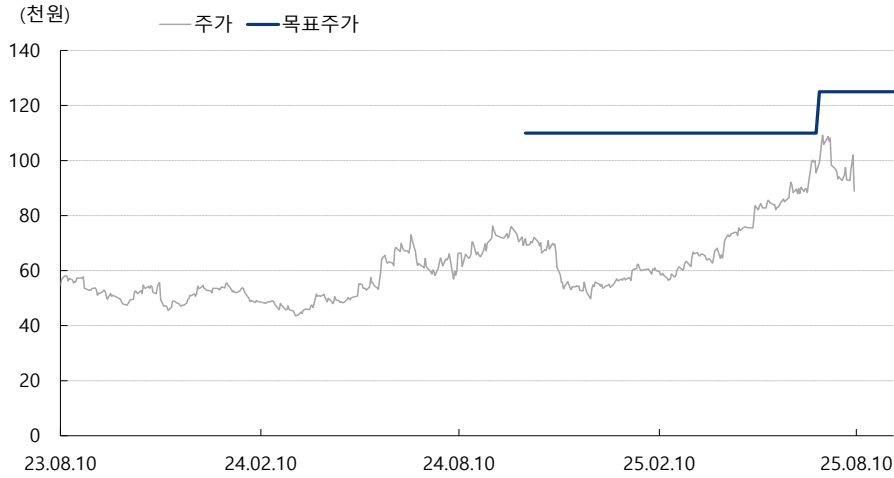
12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	227	3,830	4,862	6,440	7,743
PER	236.2	14.4	18.3	13.8	11.5
BPS	28,347	33,579	37,721	43,441	50,463
PBR	1.9	1.6	2.4	2.0	1.8
EBITDAPS	10,046	12,154	15,044	18,122	20,888
EV/EBITDA	12.2	10.3	10.5	8.7	7.4
SPS	94,212	104,272	115,776	130,428	146,480
PSR	0.6	0.5	0.8	0.7	0.6
CFPS	451	-928	2,582	4,521	6,196
DPS	600	720	720	720	720

재무비율

단위: 원, 배, %

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
성장성					
매출액 증가율	15.5	13.7	11.5	12.7	12.3
영업이익 증가율	85.8	42.4	30.5	24.5	17.4
순이익 증가율	흑전	398.5	22.7	32.5	20.2
수익성					
ROIC	4.7	7.9	8.1	9.6	10.8
ROA	0.2	2.9	3.5	4.3	4.7
ROE	0.8	12.5	13.6	15.9	16.5
안정성					
부채비율	112.1	107.7	101.2	89.1	78.0
순차입금비율	36.1	36.4	35.7	33.1	30.5
이자보상배율	3.0	4.2	5.1	6.3	7.3

한국콜마 최근 2년간 목표주가 변동추이



최근 2년간 목표주가 및 괴리율 추이

일자	투자의견	목표주가	괴리율		일자	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저				평균	최고/최저
2024.10.10	매수	110,000	(37.31)	(34.45)					
2024.11.11	매수	110,000	(40.74)	(34.45)					
2024.11.21	매수	110,000	(46.04)	(34.45)					
2025.01.16	매수	110,000	(46.05)	(34.45)					
2025.02.26	매수	110,000	(44.89)	(34.45)					
2025.04.15	매수	110,000	(31.42)	(24.00)					
2025.05.12	매수	110,000	(23.18)	(9.00)					
2025.07.07	매수	125,000	(20.56)	(12.64)					
2025.08.11	매수	125,000							

자료: 교보증권 리서치센터

Compliance Notice

이 자료에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다.

이 조사는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.

당사 리서치센터 연구원은 고객에게 카카오톡 메신저 등으로 개별 접촉하지 않습니다. 당사 연구원 사칭 사기 등에 주의하시기 바랍니다.

- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 전일기준 당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 추천종목은 전일기준 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.

투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항 기준일자\_2025.06.30

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	95.9	3.4	0.7	0.0

[업종 투자의견]

**Overweight(비중확대):** 업종 펀더멘털의 개선과 함께 업종주가의 상승 기대  
**Underweight(비중축소):** 업종 펀더멘털의 악화와 함께 업종주가의 하락 기대

**Neutral(중립):** 업종 펀더멘털상의 유의미한 변화가 예상되지 않음

[기업 투자기간 및 투자등급] 향후 6개월 기준, 2015.6.1(Strong Buy 등급 삭제)

**Buy(매수):** KOSPI 대비 기대수익률 10%이상  
**Hold(보유):** KOSPI 대비 기대수익률 -10~-10%

**Trading Buy:** KOSPI 대비 10%이상 초과수익 예상되나 불확실성 높은 경우  
**Sell(매도):** KOSPI 대비 기대수익률 -10% 이하