



## BUY(Maintain)

목표주가: 110,000원

주가(11/7): 78,300원

시가총액: 1조 8,483억원



화장품 Analyst 조소정

sojcho@kiwoom.com

## StockData

|              |            |          |
|--------------|------------|----------|
| KOSPI (11/7) | 3,953.76pt |          |
| 52 주 주가동향    | 최고가        | 최저가      |
| 최고/최저가 대비    | 109,200 원  | 49,800 원 |
| 등락률          | -34.0%     | 44.8%    |
| 수익률          | 절대         | 상대       |
|              | 1M         | -16.3%   |
|              | 6M         | -37.8%   |
|              | 1Y         | -29.7%   |

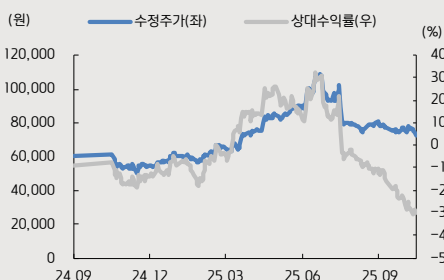
## Company Data

|             |                     |
|-------------|---------------------|
| 발행주식수       | 23,605천주            |
| 일평균 거래량(3M) | 233천주               |
| 외국인 자본율     | 36.9%               |
| 배당수익률(25E)  | 1.0%                |
| BPS(25E)    | 36,490원             |
| 주요 주주       | 한국콜마홀딩스 외 23인 26.6% |

## 투자지표

| (십억원, IFRS 연결) | 2023    | 2024    | 2025F   | 2026F   |
|----------------|---------|---------|---------|---------|
| 매출액            | 2,155.7 | 2,452.1 | 2,707.3 | 2,974.8 |
| 영업이익           | 136.1   | 193.9   | 241.1   | 292.1   |
| EBITDA         | 229.9   | 285.8   | 353.8   | 387.6   |
| 세전이익           | 34.3    | 139.8   | 185.6   | 256.2   |
| 순이익            | 25.1    | 125.3   | 142.5   | 199.9   |
| 지배주주지분순이익      | 5.2     | 90.1    | 105.6   | 145.1   |
| EPS(원)         | 227     | 3,830   | 4,472   | 6,148   |
| 증감률(%, YoY)    | 흑전      | 1,588.1 | 16.7    | 37.5    |
| PER(배)         | 236.2   | 14.4    | 16.1    | 11.7    |
| PBR(배)         | 1.89    | 1.64    | 1.98    | 1.76    |
| EV/EBITDA(배)   | 12.3    | 10.3    | 9.1     | 8.0     |
| 영업이익률(%)       | 6.3     | 7.9     | 8.9     | 9.8     |
| ROE(%)         | 0.8     | 12.5    | 12.8    | 15.9    |
| 순차입금비율(%)      | 57.9    | 62.5    | 48.4    | 32.5    |

## Price Trend



## 한국콜마 (161890)

## 안정과 속도의 사이에서



한국콜마의 3분기 매출액은 6,830억원 (+9% YoY), 영업이익 583억원 (+7% YoY, OPM 8.5%)을 기록, 시장예상치를 하회. 자회사 이노엔이 매출 인식 지연으로 실적이 기대치를 하회했고, 본업 화장품에서는 해외 법인이 적자를 기록했기 때문. 한편 동사는 4분기 국내 법인 매출 성장을 4~6%로 예상, 현재 산업의 분위기 대비 다소 아쉬운 가이드선스였음. 내년에도 성장은 이어지나, 업황 대비 성장 모멘텀은 상대적으로 약할 것으로 예상. 목표주가 하향조정.

## &gt;&gt;&gt; 3Q: 자회사 부진 영향으로 예상치 하회

한국콜마의 3분기 매출액은 6,830억원 (+9% YoY), 영업이익은 583억원 (+7% YoY, OPM 8.5%)을 기록, 시장예상치를 하회했다. 자회사 HK이노엔의 매출 인식 지연으로 실적이 예상보다 하회했던 가운데, 본업인 화장품의 경우 미국과 중국 법인이 적자를 기록하면서 시장 기대 보다 낮은 실적을 기록했다.

국내: 국내 법인 매출은 3,220억원 (+18% YoY), 영업이익 443억원 (+19% YoY, OPM 13.8%)을 기록했다. 인디 브랜드들의 수출 수요 증가와 추석 연휴에 따른 일부 물량 선출하 영향으로 오더가 증가하면서 성장세를 기록했다. 기존 동사의 경우 방문판매에 주력하는 레거시 브랜드가 상위 고객사로 자리매김하고 있었는데, 최근 인디 브랜드사들의 해외 성장과 글로벌 브랜드사의 신제품 출시 영향으로 브랜드 포트폴리오가 변화하고 있다.

중국: 중국 법인 매출은 318억원 (-13% YoY), 영업적자 16억원 (적자전환)을 기록했다. 작년에는 선 물량 증가 덕분에 성장세를 보였으나, 이번 분기의 경우 선 물량이 감소하고, 저수익 제품 비중이 늘면서, 고정비 부담이 확대되었다.

미국: 미국 법인 매출은 81억원 (-54% YoY), 영업적자 64억원 (적자확대)을 기록했다. 2공장 가동이 본격화되었으나, 수주가 감소하면서 고정비가 확대된 탓이다. 최근 립 제품으로 유명한 주요 고객사향 오더가 감소하고 있는 가운데, 미국으로 생산 이전을 검토했던 고객사들의 오더가 예상보다 지연되면서 실적이 악화되었다.

## &gt;&gt;&gt; 체감되는 성장 모멘텀이 다소 약한 이유

이번 실적 발표에서 동사는 4분기 국내 법인 매출 성장률을 4~6% 수준으로 전망했다. 이는 추석 연휴에 따른 물량 선출하 효과를 감안하더라도, 국내 대표 뷰티 ODM사인 동사의 가이드선스는 업황 대비 다소 아쉬운 수준이다.

현재 K-뷰티의 성장은 인디 브랜드들이 견인하고 있다. 동사 역시 이들의 약진에 따라 고객 포트폴리오에 변화가 나타나고 있으나, 여전히 대형 고객사 중심의 보수적 거래 구조를 유지하고 있다. 이러한 영업 방식은 안정적인 사업 운영을 위한 선택이지만, 인디 브랜드 중심으로 빠르게 재편되고 있는 시장 환

경에서는 공격적인 영업력과 유연한 거래 구조를 갖춘 경쟁사 대비 불리하다.

내년에도 대형 및 글로벌 고객사향 수주를 중심으로 올해와 유사한 수준의 두 자릿수 성장세를 이어가겠으나, 신형 중소 브랜드 중심의 성장 사이클에서는 다소 소외될 가능성이 높아 성장 모멘텀은 산업 평균 대비 제한적일 것으로 판단된다. 이에 따라 내년 실적 추정치를 하향 조정하고, 목표주가를 변경하였다.

#### 연간 실적 추정치 변경

| (십억원) | 수정 전    |         | 수정 후    |         | 차이     |        | 컨센서스    |         | 차이    |       |
|-------|---------|---------|---------|---------|--------|--------|---------|---------|-------|-------|
|       | 2025    | 2026    | 2025    | 2026    | 2025   | 2026   | 2025    | 2026    | 2025  | 2026  |
| 매출액   | 2,786.5 | 3,069.2 | 2,707.3 | 2,974.8 | -2.8%  | -3.1%  | 2,763.7 | 3,014.2 | -2.0% | -1.3% |
| 영업이익  | 267.0   | 322.9   | 241.1   | 292.1   | -9.7%  | -9.5%  | 256.0   | 297.1   | -5.8% | -1.7% |
| OPM   | 9.6%    | 10.5%   | 8.9%    | 9.8%    | -0.7%  | -0.7%  | 9.3%    | 9.9%    | -0.4% | 0.0%  |
| 순이익   | 117.5   | 164.7   | 105.7   | 145.2   | -10.1% | -11.8% | 110     | 147.2   | -3.9% | -1.4% |

자료: FnGuide, 키움증권리서치

#### 분기 실적 추정치 비교

|      | 3Q25  | 3Q24  | YoY    | 3Q25  | QoQ    | 시장 예상치 | 차이     | 키움증권  | 차이     |
|------|-------|-------|--------|-------|--------|--------|--------|-------|--------|
| 매출   | 683.0 | 626.5 | 9.0%   | 730.8 | -6.5%  | 702.3  | -2.7%  | 699.8 | -2.4%  |
| 영업이익 | 58.3  | 54.5  | 6.9%   | 73.5  | -20.7% | 68.2   | -14.5% | 71.4  | -18.3% |
| OPM  | 8.5%  | 8.7%  | -0.2%  | 10.1% | -1.5%  | 9.7%   | -1.2%  | 10.2% | -1.7%  |
| 순이익  | 34.0  | 15.38 | 121.2% | 34.9  | -2.5%  | 33.7   | 0.9%   | 35.6  | -4.5%  |

자료: FnGuide, 키움증권리서치

#### 목표주가 산정 방식

| 구분            | 사업부    | 기준         | 산정 가치    | 비고         |
|---------------|--------|------------|----------|------------|
| 사업가치          | 화장품    | 순이익 (십억원)  | 106.7    | 선행 12M     |
|               |        | PER (배)    | 19       | 화장품 평균 PER |
|               | 소계     |            | 2,476.1  |            |
| 지분가치          | HK 이노엔 | 시가총액 (십억원) | 1400.90  | 11/8 일     |
|               | 소계     |            | 602.4    |            |
| 적정 시가총액 (십억원) |        |            | 2,629.63 | 반올림        |
| 유통주식수 (천 주)   |        |            | 23,504   |            |
| 주당 가치 (원)     |        |            | 111,402  |            |
| 목표주가 (원)      |        |            | 110,000  |            |

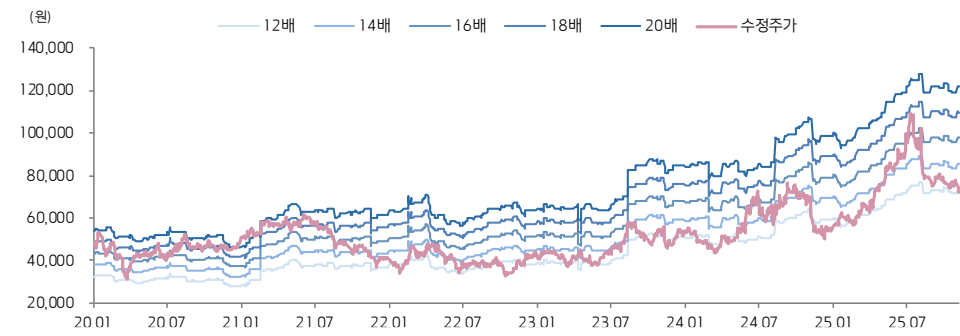
자료: 키움증권리서치

## 한국콜마 연결기준 실적 추이 및 전망

| (십억 원)  |         | 1Q24  | 2Q24  | 3Q24  | 4Q24  | 1Q25  | 2Q25  | 3Q25  | 4Q25  | FY24    | FY25    | FY26    |
|---------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|---------|---------|---------|
| 매출      | (연결)    | 574.8 | 660.3 | 626.5 | 590.5 | 653.1 | 730.8 | 683.0 | 640.4 | 2,452.1 | 2,707.3 | 2,974.8 |
|         | 별도      | 247.8 | 297.0 | 273.6 | 241.3 | 274.3 | 328.1 | 322.0 | 253.4 | 1,059.7 | 1,177.8 | 1,319.1 |
|         | 이노엔     | 212.6 | 219.3 | 229.5 | 235.7 | 247.4 | 263.1 | 260.8 | 283.1 | 897.1   | 1,054.4 | 1,134.4 |
|         | 연우      | 67.2  | 74.0  | 72.8  | 61.5  | 63.7  | 70.7  | 61.8  | 61.5  | 275.5   | 257.7   | 257.7   |
|         | 무석 (중국) | 34.6  | 52.7  | 36.6  | 29.9  | 41.6  | 49.9  | 31.8  | 30.1  | 153.8   | 153.4   | 153.4   |
|         | 미국      | 7.0   | 13.4  | 17.5  | 20.0  | 21.7  | 18.4  | 8.1   | 10.0  | 57.9    | 58.2    | 74.2    |
|         | 캐나다     | 9.0   | 12.6  | 9.2   | 8.7   | 8.7   | 10.0  | 9.2   | 9.0   | 39.5    | 36.9    | 35.9    |
| YoY     |         | +18%  | +10%  | +21%  | +7%   | +14%  | +11%  | +9%   | +8%   | +14%    | +10%    | +10%    |
|         | 별도      | +23%  | +17%  | +47%  | +12%  | +11%  | +10%  | +18%  | +5%   | +24%    | +11%    | +12%    |
|         | 이노엔     | +15%  | +7%   | +6%   | +5%   | +16%  | +20%  | +14%  | +20%  | +8%     | +18%    | +8%     |
|         | 연우      | +33%  | +17%  | +19%  | -0%   | -5%   | -4%   | -15%  | +0%   | +16%    | -6%     | +0%     |
|         | 무석 (중국) | +5%   | -7%   | +5%   | -8%   | +20%  | -5%   | -13%  | +1%   | -3%     | -0%     | +0%     |
|         | 미국      | +8%   | +62%  | +55%  | +75%  | +210% | +37%  | -54%  | -50%  | +54%    | +1%     | +28%    |
|         | 캐나다     | -25%  | -12%  | -12%  | -4%   | -3%   | -21%  | +0%   | +3%   | -14%    | -7%     | -3%     |
| 영업이익    |         | 32.4  | 71.7  | 54.5  | 35.1  | 59.9  | 73.5  | 58.3  | 49.4  | 193.9   | 241.1   | 292.1   |
|         | 별도      | 22.8  | 44.2  | 37.2  | 18.1  | 33.9  | 49.0  | 44.3  | 22.9  | 122.3   | 150.1   | 169.9   |
|         | 중국      | 1.8   | 6.7   | 1.0   | -1.5  | 3.1   | 6.1   | -1.6  | -1.0  | 8.0     | 6.6     | 4.6     |
|         | 미국      | -2.1  | -1.3  | -3.4  | 1.2   | 1.5   | -0.2  | -6.4  | -5.0  | -5.6    | -10.1   | 1.5     |
|         | 캐나다     | -2.1  | -0.9  | -1.8  | -2.1  | -1.3  | 0.3   | -1.3  | -1.5  | -6.9    | -3.8    | -3.6    |
|         | 이노엔     | 17.3  | 24.4  | 22.2  | 24.4  | 25.4  | 19.5  | 25.9  | 35.1  | 88.2    | 105.9   | 128.2   |
|         | 연우      | 0     | 1.2   | 1.2   | -1.0  | -1.0  | 0.8   | -0.2  | -1.0  | 1.4     | -1.4    | -1.4    |
| YoY     | 연결      | +169% | +29%  | +76%  | -6%   | +85%  | +2%   | +7%   | +41%  | +42%    | +24%    | +21%    |
|         | 별도      | +69%  | +28%  | +185% | -2%   | +48%  | +11%  | +19%  | +26%  | +54%    | +23%    | +13%    |
|         | 중국      | +200% | -27%  | -33%  | 적전    | +72%  | -9%   | 적전    | 적자    | -36%    | -18%    | -30%    |
|         | 미국      | 적자    | 적자    | 적자    | 흑전    | 흑전    | 적자    | 적자    | 적전    | 적자      | 적자      | 흑자전환    |
|         | 캐나다     | 적자    | 적전    | 적자    | 적자    | 적자    | 흑전    | 적자    | 적자    | 적자      | 적자      | 적자      |
|         | 이노엔     | +206% | +59%  | -1%   | +8%   | +47%  | -20%  | +17%  | +44%  | +34%    | +20%    | +21%    |
|         | 연우      | 흑전    | +0%   | -20%  | 적전    | 적전    | -33%  | 적전    | 적자    | +567%   | 적자전환    | 적자      |
| OPM     | 연결      | 5.6%  | 10.9% | 8.7%  | 6.0%  | 9.2%  | 10.1% | 8.5%  | 7.7%  | 8%      | 8.9%    | 10%     |
|         | 별도      | 9%    | 14.9% | 13.6% | 7.5%  | 12.4% | 14.9% | 13.8% | 9.0%  | 12%     | 13%     | 13%     |
|         | 중국      | 5%    | 13%   | 3%    | -5%   | 7%    | 12%   | -5%   | -3%   | 5%      | 4%      | 3%      |
|         | 미국      | -30%  | -10%  | -19%  | 6%    | 7%    | -1%   | -79%  | -3%   | -10%    | -17%    | 2%      |
|         | 캐나다     | -23%  | -7%   | -20%  | -24%  | -15%  | 3%    | -14%  | -15%  | -17%    | -10%    | -10%    |
|         | 이노엔     | 8%    | 11%   | 10%   | 10%   | 10%   | 7%    | 10%   | 12%   | 10%     | 10%     | 11%     |
|         | 연우      | 0%    | 2%    | 2%    | -2%   | -2%   | 1%    | 0%    | -2%   | 1%      | -1%     | -1%     |
| 지배주주    |         | 6.3   | 34.9  | 15.4  | 33.5  | 13.3  | 34.9  | 34.0  | 23.5  | 90.1    | 105.7   | 145.2   |
| 순이익 YoY |         | +9%   | +0%   | +34%  | 흑전    | +109% | +0%   | +121% | -30%  | +1636%  | +17%    | +37%    |

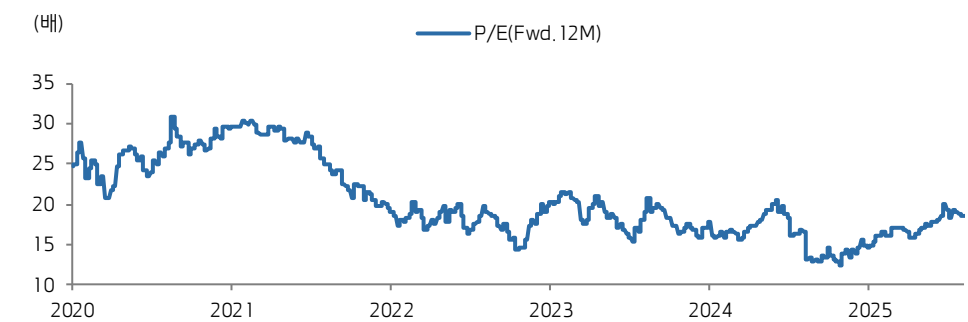
자료: 한국콜마, 키움증권리서치

## 한국콜마 선행 PER



자료: FnGuide, 키움증권리서치

## KSE 화장품 지수 선행 PER



자료: FnGuide, 키움증권리서치

## 포괄손익계산서

(단위 :십억원)

| 12 월 결산, IFRS 연결     | 2023A   | 2024A   | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
|----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>매출액</b>           | 2,155.7 | 2,452.1 | 2,775.3 | 3,057.5 | 3,296.8 |
| 매출원가                 | 1,577.5 | 1,753.1 | 1,947.5 | 2,145.7 | 2,313.5 |
| 매출총이익                | 578.1   | 698.9   | 827.8   | 911.8   | 983.2   |
| 판매비                  | 442.0   | 505.1   | 565.2   | 593.5   | 623.2   |
| <b>영업이익</b>          | 136.1   | 193.9   | 262.6   | 318.3   | 360.1   |
| <b>EBITDA</b>        | 229.9   | 285.8   | 375.3   | 413.9   | 441.1   |
| 영업외손익                | -101.8  | -54.1   | -65.3   | -44.1   | -13.1   |
| 이자수익                 | 8.4     | 6.7     | 11.8    | 18.7    | 27.3    |
| 이자비용                 | 45.0    | 46.5    | 46.5    | 46.5    | 46.5    |
| 외환관련이익               | 11.9    | 20.4    | 9.1     | 9.1     | 9.1     |
| 외환관련손실               | 11.4    | 5.1     | 4.0     | 4.0     | 4.0     |
| 종속 및 관계기업손익          | 3.3     | 12.2    | -46.3   | -33.0   | -2.0    |
| 기타                   | -69.0   | -41.8   | 10.6    | 11.6    | 3.0     |
| <b>법인세차감전이익</b>      | 34.3    | 139.8   | 197.3   | 274.3   | 347.0   |
| 법인세비용                | 9.2     | 14.4    | 45.8    | 60.3    | 76.3    |
| 계속사업순이익              | 25.1    | 125.3   | 151.5   | 213.9   | 270.7   |
| <b>당기순이익</b>         | 25.1    | 125.3   | 151.5   | 213.9   | 270.7   |
| <b>지배주주순이익</b>       | 5.2     | 90.1    | 114.0   | 161.0   | 200.7   |
| <b>증감율 및 수익성 (%)</b> |         |         |         |         |         |
| 매출액 증감율              | 15.5    | 13.7    | 13.2    | 10.2    | 7.8     |
| 영업이익 증감율             | 85.7    | 42.5    | 35.4    | 21.2    | 13.1    |
| EBITDA 증감율           | 54.6    | 24.3    | 31.3    | 10.3    | 6.6     |
| 지배주주순이익 증감율          | 흑전      | 1,632.7 | 26.5    | 41.2    | 24.7    |
| EPS 증감율              | 흑전      | 1,588.1 | 26.1    | 41.2    | 24.6    |
| 매출총이익율(%)            | 26.8    | 28.5    | 29.8    | 29.8    | 29.8    |
| 영업이익률(%)             | 6.3     | 7.9     | 9.5     | 10.4    | 10.9    |
| EBITDA Margin(%)     | 10.7    | 11.7    | 13.5    | 13.5    | 13.4    |
| 지배주주순이익률(%)          | 0.2     | 3.7     | 4.1     | 5.3     | 6.1     |

## 현금흐름표

(단위 :십억원)

| 12 월 결산, IFRS 연결       | 2023A  | 2024A  | 2025F | 2026F | 2027F |
|------------------------|--------|--------|-------|-------|-------|
| <b>영업활동 현금흐름</b>       | 112.2  | 215.4  | 240.2 | 295.4 | 347.5 |
| 당기순이익                  | 25.1   | 125.3  | 151.5 | 213.9 | 270.7 |
| 비현금항목의 가감              | 219.4  | 194.8  | 251.0 | 241.4 | 234.3 |
| 유형자산감가상각비              | 72.7   | 69.3   | 91.7  | 76.7  | 64.2  |
| 무형자산감가상각비              | 21.1   | 22.7   | 21.1  | 18.8  | 16.8  |
| 지분법평가손익                | -4.2   | -12.6  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 기타                     | 129.8  | 115.4  | 138.2 | 145.9 | 153.3 |
| 영업활동자산부채증감             | -76.2  | -40.4  | -82.8 | -72.8 | -62.9 |
| 매출채권및기타채권의감소           | -59.5  | 39.8   | -38.8 | -33.9 | -28.7 |
| 재고자산의감소                | -40.5  | -53.2  | -43.2 | -37.7 | -32.0 |
| 매입채무및기타채무의증가           | 25.9   | -7.0   | 1.9   | 1.8   | 1.1   |
| 기타                     | -2.1   | -20.0  | -2.7  | -3.0  | -3.3  |
| 기타현금흐름                 | -56.1  | -64.3  | -79.5 | -87.1 | -94.6 |
| <b>투자활동 현금흐름</b>       | -155.7 | -205.2 | 18.0  | 17.3  | 16.6  |
| 유형자산의 취득               | -106.8 | -247.2 | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 유형자산의 처분               | 0.6    | 1.7    | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 무형자산의 순취득              | -16.3  | -13.2  | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 투자자산의감소(증가)            | -13.6  | -1.1   | 14.1  | 14.1  | 14.1  |
| 단기금융자산의감소(증가)          | -28.5  | 43.9   | -6.7  | -7.4  | -8.1  |
| 기타                     | 8.9    | 10.7   | 10.6  | 10.6  | 10.6  |
| <b>재무활동 현금흐름</b>       | -8.4   | -43.2  | -81.8 | -81.8 | -81.8 |
| 차입금의 증가(감소)            | 21.5   | 41.0   | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 자본금, 자본잉여금의 증가(감소)     | 0.0    | 0.0    | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 자기주식처분(취득)             | 0.0    | 0.0    | 0.0   | 0.0   | 0.0   |
| 배당금지급                  | -16.6  | -19.4  | -17.0 | -17.0 | -17.0 |
| 기타                     | -13.3  | -64.8  | -64.8 | -64.8 | -64.8 |
| 기타현금흐름                 | 2.6    | 4.1    | -24.4 | -24.4 | -24.4 |
| <b>현금 및 현금성자산의 순증가</b> | -49.2  | -29.0  | 152.0 | 206.5 | 257.9 |
| 기초현금 및 현금성자산           | 220.1  | 170.8  | 141.9 | 293.8 | 500.4 |
| 기말현금 및 현금성자산           | 170.8  | 141.9  | 293.8 | 500.4 | 758.3 |

## 재무상태표

(단위 :십억원)

| 12 월 결산, IFRS 연결 | 2023A   | 2024A   | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>유동자산</b>      | 898.4   | 858.7   | 1,102.2 | 1,390.7 | 1,720.8 |
| 현금 및 현금성자산       | 170.8   | 141.9   | 293.8   | 500.4   | 758.3   |
| 단기금융자산           | 111.2   | 67.3    | 74.0    | 81.4    | 89.6    |
| 매출채권 및 기타채권      | 323.8   | 294.5   | 333.3   | 367.2   | 395.9   |
| 재고자산             | 280.9   | 327.7   | 370.9   | 408.6   | 440.5   |
| 기타유동자산           | 11.7    | 27.3    | 30.2    | 33.1    | 36.5    |
| <b>비유동자산</b>     | 2,111.1 | 2,268.0 | 2,141.1 | 2,031.5 | 1,936.3 |
| 투자자산             | 53.4    | 54.5    | 40.4    | 26.3    | 12.2    |
| 유형자산             | 660.4   | 811.1   | 719.4   | 642.7   | 578.5   |
| 무형자산             | 1,271.0 | 1,249.3 | 1,228.2 | 1,209.4 | 1,192.6 |
| 기타비유동자산          | 126.3   | 153.1   | 153.1   | 153.1   | 153.0   |
| <b>자산총계</b>      | 3,009.4 | 3,126.7 | 3,243.3 | 3,422.1 | 3,657.1 |
| <b>유동부채</b>      | 1,283.7 | 1,215.0 | 1,217.0 | 1,218.8 | 1,219.9 |
| 매입채무 및 기타채무      | 389.6   | 360.4   | 362.4   | 364.2   | 365.3   |
| 단기금융부채           | 854.0   | 799.0   | 799.0   | 799.0   | 799.0   |
| 기타유동부채           | 40.1    | 55.6    | 55.6    | 55.6    | 55.6    |
| <b>비유동부채</b>     | 307.1   | 405.9   | 405.9   | 405.9   | 405.9   |
| 장기금융부채           | 248.9   | 351.2   | 351.2   | 351.2   | 351.2   |
| 기타비유동부채          | 58.2    | 54.7    | 54.7    | 54.7    | 54.7    |
| <b>부채총계</b>      | 1,590.8 | 1,621.0 | 1,622.9 | 1,624.7 | 1,625.8 |
| <b>자본지분</b>      | 648.6   | 792.6   | 869.8   | 994.0   | 1,157.8 |
| 자본금              | 11.4    | 11.8    | 11.8    | 11.8    | 11.8    |
| 자본잉여금            | 262.3   | 294.7   | 294.7   | 294.7   | 294.7   |
| 기타자본             | 0.4     | 0.4     | 0.4     | 0.4     | 0.4     |
| 기타포괄손익누계액        | 6.8     | -2.2    | -22.0   | -41.9   | -61.7   |
| 이익잉여금            | 367.6   | 487.9   | 584.9   | 729.0   | 912.7   |
| 비지배지분            | 770.0   | 713.1   | 750.6   | 803.5   | 873.5   |
| <b>자본총계</b>      | 1,418.6 | 1,505.7 | 1,620.4 | 1,797.4 | 2,031.3 |

## 투자지표

(단위 :원, %, 배)

| 12 월 결산, IFRS 연결 | 2023A   | 2024A   | 2025F   | 2026F   | 2027F   |
|------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>주당지표(원)</b>   |         |         |         |         |         |
| EPS              | 227     | 3,830   | 4,831   | 6,821   | 8,502   |
| BPS              | 28,347  | 33,579  | 36,849  | 42,109  | 49,050  |
| CFPS             | 10,688  | 13,611  | 17,052  | 19,290  | 21,395  |
| DPS              | 600     | 720     | 720     | 720     | 720     |
| <b>주가배수(배)</b>   |         |         |         |         |         |
| PER              | 236.2   | 14.4    | 16.4    | 11.6    | 9.3     |
| PER(최고)          | 267.5   | 20.5    | 22.9    |         |         |
| PER(최저)          | 162.8   | 11.3    | 11.4    |         |         |
| PBR              | 1.89    | 1.64    | 2.15    | 1.88    | 1.61    |
| PBR(최고)          | 2.14    | 2.34    | 3.00    |         |         |
| PBR(최저)          | 1.30    | 1.29    | 1.50    |         |         |
| PSR              | 0.57    | 0.53    | 0.67    | 0.61    | 0.57    |
| PCFR             | 5.0     | 4.0     | 4.6     | 4.1     | 3.7     |
| EV/EBITDA        | 12.3    | 10.3    | 9.1     | 7.8     | 6.9     |
| <b>주요비율(%)</b>   |         |         |         |         |         |
| 배당성향(% ,보통주,현금)  | 54.6    | 13.6    | 11.2    | 7.9     | 6.3     |
| 배당수익률(% ,보통주,현금) | 1.1     | 1.3     | 0.9     | 0.9     | 0.9     |
| ROA              | 0.8     | 4.1     | 4.8     | 6.4     | 7.6     |
| ROE              | 0.8     | 12.5    | 13.7    | 17.3    | 18.7    |
| ROIC             | 4.2     | 6.1     | 8.5     | 10.6    | 12.1    |
| 매출채권회전율          | 7.4     | 7.9     | 8.8     | 8.7     | 8.6     |
| 재고자산회전율          | 8.3     | 8.1     | 7.9     | 7.8     | 7.8     |
| 부채비율             | 112.1   | 107.7   | 100.2   | 90.4    | 80.0    |
| 순차입금비율           | 57.9    | 62.5    | 48.3    | 31.6    | 14.9    |
| 이자보상배율           | 3.0     | 4.2     | 5.6     | 6.8     | 7.7     |
| <b>총차입금</b>      | 1,102.8 | 1,150.2 | 1,150.2 | 1,150.2 | 1,150.2 |
| 순차입금             | 820.8   | 941.1   | 782.4   | 568.5   | 302.4   |
| NOPLAT           | 229.9   | 285.8   | 375.3   | 413.9   | 441.1   |
| FCF              | -12.3   | -66.1   | 231.5   | 271.0   | 299.0   |

## Compliance Notice

- 당사는 11월 7일 현재 '한국콜마(161890)' 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사는 자료 작성일 현재 동 자료상에 언급된 기업들의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료에 게시된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.

## 고지사항

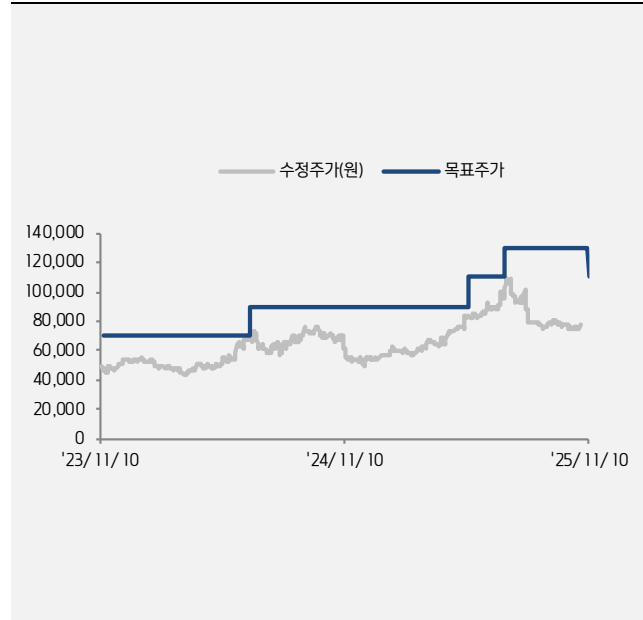
- 본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없고, 통지 없이 의견이 변경될 수 있습니다.
- 본 조사분석자료는 유가증권 투자를 위한 정보제공을 목적으로 당사 고객에게 배포되는 참고자료로서, 유가증권의 종류, 종목, 매매의 구분과 방법 등에 관한 의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않으며 법적 분쟁에서 증거로 사용 될 수 없습니다.
- 본 조사 분석자료를 무단으로 인용, 복제, 전시, 배포, 전송, 편집, 번역, 출판하는 등의 방법으로 저작권을 침해하는 경우에는 관련법에 의하여 민·형사상 책임을 지게 됩니다.

## 투자의견변동내역(2개년)

| 종목명              | 일자         | 투자의견          | 목표주가     | 목표가격<br>대상<br>시점 | 과리율(%)     |            |
|------------------|------------|---------------|----------|------------------|------------|------------|
|                  |            |               |          |                  | 평균<br>주가대비 | 최고<br>주가대비 |
| 한국콜마<br>(161890) | 2023-11-13 | Buy(Maintain) | 71,000원  | 6개월              | -27.98     | -21.83     |
|                  | 2024-01-17 | Buy(Maintain) | 71,000원  | 6개월              | -30.33     | -21.83     |
|                  | 2024-04-02 | Buy(Maintain) | 71,000원  | 6개월              | -30.11     | -21.83     |
|                  | 2024-05-13 | Buy(Maintain) | 71,000원  | 6개월              | -15.11     | -1.55      |
|                  | 2024-06-20 | Buy(Maintain) | 90,000원  | 6개월              | -29.28     | -18.89     |
|                  | 2024-08-21 | Buy(Maintain) | 90,000원  | 6개월              | -25.49     | -15.33     |
|                  | 2024-10-15 | Buy(Maintain) | 90,000원  | 6개월              | -25.23     | -15.33     |
|                  | 2024-11-11 | Buy(Maintain) | 90,000원  | 6개월              | -39.23     | -35.00     |
|                  | 2024-11-26 | Buy(Maintain) | 90,000원  | 6개월              | -39.32     | -35.00     |
|                  | 2025-01-13 | Buy(Maintain) | 90,000원  | 6개월              | -36.42     | -28.00     |
|                  | 2025-03-13 | Buy(Maintain) | 90,000원  | 6개월              | -34.24     | -18.89     |
|                  | 2025-04-15 | Buy(Maintain) | 90,000원  | 6개월              | -31.65     | -7.11      |
|                  | 2025-05-15 | Buy(Maintain) | 110,000원 | 6개월              | -19.72     | -9.00      |
|                  | 2025-07-08 | Buy(Maintain) | 130,000원 | 6개월              | -24.36     | -16.00     |
|                  | 2025-08-11 | Buy(Maintain) | 130,000원 | 6개월              | -33.12     | -16.00     |
|                  | 2025-09-26 | Buy(Maintain) | 130,000원 | 6개월              | -35.83     | -16.00     |
|                  | 2025-11-10 | Buy(Maintain) | 110,000원 | 6개월              |            |            |

\*주가는 수정주가를 기준으로 과리율을 산출하였음.

## 목표주가추이(2개년)



## 투자의견 및 적용기준

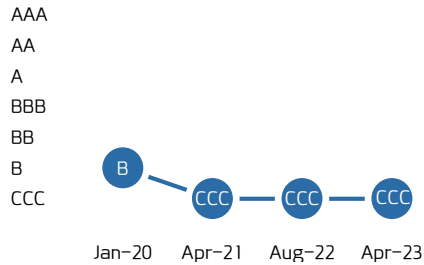
| 기업                     | 적용기준(6개월)              |
|------------------------|------------------------|
| Buy(매수)                | 시장대비 +20% 이상 주가 상승 예상  |
| Outperform(시장수익률 상회)   | 시장대비 +10~+20% 주가 상승 예상 |
| Marketperform(시장수익률)   | 시장대비 +10~-10% 주가 변동 예상 |
| Underperform(시장수익률 하회) | 시장대비 -10~-20% 주가 하락 예상 |
| Sell(매도)               | 시장대비 -20% 이하 주가 하락 예상  |

| 업종                 | 적용기준(6개월)            |
|--------------------|----------------------|
| Overweight (비중확대)  | 시장대비 +10% 이상 초과수익 예상 |
| Neutral (중립)       | 시장대비 +10~-10% 변동 예상  |
| Underweight (비중축소) | 시장대비 -10% 이상 초과하락 예상 |

## 투자등급 비율 통계 (2024/10/01~2025/09/30)

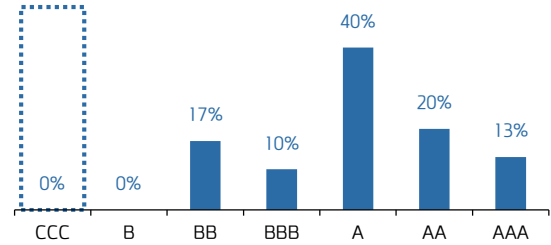
| 매수     | 중립    | 매도    |
|--------|-------|-------|
| 95.21% | 4.79% | 0.00% |

### MSCI ESG 종합 등급



자료: MSCI, 키움증권 리서치자료:

### MSCI 동종 업체 등급 분포



자료: MSCI, 키움증권 리서치

주1) MSCI Index 내 생활/개인용품 기업 30개 참조

### 세부 항목별 점수 및 산업 평균

|                | 점수  | 산업평균 | 비중    | 변동 |
|----------------|-----|------|-------|----|
| 주요 이슈에 대한 가중평균 | 2.6 | 4.8  |       |    |
| <b>환경</b>      | 2.1 | 4.6  | 35.0% |    |
| 포장소재 & 폐기물     |     | 2.7  | 15.0% |    |
| 제품 탄소 발자국      | 4.4 | 7.5  | 10.0% |    |
| 원재료 출처         | 3.0 | 4.5  | 10.0% |    |
| <b>사회</b>      | 2.2 | 3.8  | 30.0% |    |
| 화학적 안전성        |     | 3.4  | 15.0% |    |
| 제품 안전 & 품질     | 4.4 | 6.5  | 15.0% |    |
| <b>지배구조</b>    | 3.4 | 5.5  | 35.0% |    |
| 기업 지배구조        | 3.0 | 6.1  |       |    |
| 기업 행동          | 7.1 | 6.3  |       |    |

자료: MSCI, 전자공시시스템, 키움증권 리서치

### ESG 최근 이슈

| 일자 | 내용    |
|----|-------|
|    | 해당 없음 |
|    |       |
|    |       |
|    |       |
|    |       |
|    |       |
|    |       |

자료: 키움증권 리서치

### MSCI 피어그룹 벤치마크

| 주요 피어 그룹 (생활용품) | 포장소재 & 폐기물 | 원재료 출처 | 제품 탄소 발자국 | 화학적 안전성 | 제품 안전 & 품질 | 기업 지배구조 | 기업 행동 | ESG등급 | 추이 |
|-----------------|------------|--------|-----------|---------|------------|---------|-------|-------|----|
| 아모레퍼시픽그룹        | ●●●●●      | ●●     | ●●●●●     | ●●●●●   | N/A        | ●       | ●●●●● | A     |    |
| 아모레퍼시픽          | ●●●●●      | ●●●    | ●●●●●     | ●●●●    | N/A        | ●       | ●●●●● | A     | ◀▶ |
| 잇센 홀딩스          | ●●●●●      | ●      | ●●●       | ●●●●    | N/A        | ●●      | ●●●●● | A     | ▲▲ |
| 한국콜마            | ●          | ●●     | ●         | ●       | ●          | ●       | ●●●   | CCC   | ◀▶ |
| 코스맥스            | ●●         | ●      | ●●●       | ●       | N/A        | ●       | ●     | CCC   | ◀▶ |
| 현대 바이오키아인스      | ●          | ●●     | ●         | ●       | N/A        | ●       | ●     | CCC   | ◀▶ |

평가 표시 : 최저 등급 ● 최상 등급 ●●●●●

등급 변화 추이: 유지 ◀▶ 한 단계 상향조정 ▲ 두 단계 이상 상향 조정 ▲▲ 하향조정 ▼ 두 단계 이상 하향 조정 ▼▼

자료: MSCI, 키움증권 리서치