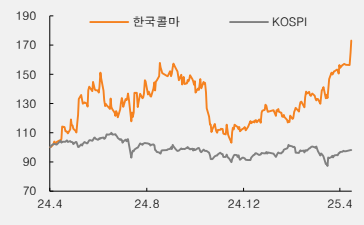


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 110,000원
현재주가(25/5/9)	83,600원
상승여력	31.6%

영업이익(25F, 십억원)	254
Consensus 영업이익(25F, 십억원)	248
EPS 성장률(25F, %)	38.3
MKT EPS 성장률(25F, %)	25.2
P/E(25F, x)	15.8
MKT P/E(25F, x)	9.3
KOSPI	2,577.27
시가총액(십억원)	1,973
발행주식수(백만주)	24
유동주식비율(%)	73.4
외국인 보유비중(%)	36.1
베타(12M) 일간수익률	0.03
52주 최저가(원)	49,800
52주 최고가(원)	83,600

(%)	1M	6M	12M
절대주가	29.4	36.6	63.6
상대주가	15.2	35.7	72.2



[화장품/유통/의류]

배송이

songyi.bae@miraeasset.com

161890 · 화장품

한국콜마

성수기가 기다려지는 어닝 서프라이즈

1Q25 Review: 국내, 중국, 미국 고른 서프라이즈

한국콜마의 1Q25 실적은 매출액 6,531억원(YoY +14%), 영업이익 599억원(YoY +85%)으로 시장 기대치를 상회하는 서프라이즈를 기록했다. 국내, 중국, 미국을 비롯한 주요 사업지역 전반적으로 강한 성장과 영업레버리지를 시현했다.

국내 매출은 2,743억원(YoY +11%)을 기록했다. 썬케어 인디 브랜드 고성장이 주효했다. 매출 상위 래거시 브랜드가 하락 중이기 때문에 인디 브랜드는 전체 성장을 큰 폭으로 상회하는 중으로 판단된다. 2분기는 썬케어 성수기 도래하여 주요 브랜드 오더가 더욱 확대되는 중이다. 래거시 브랜드 비중 축소와 맞물려 탑라인 성장 강화 될 것으로 예상한다(래거시 브랜드 비중 기존 40%→10%대 추정). 썬케어와 히어로 SKU 믹스 개선 효과로 영업이익률은 12.4%로 역대 최대 1분기 마진을 시현했다.

그간 부진했던 중국도 매출액 416억원(YoY +20%), 영업이익 31억원(YoY +72, OPM 7.5%)로 예상 밖의 선전을 기록했다. 지난 해 단가 협상 이슈로 주요 고객사 썬케어 발주가 부진했으나 올해 재차 썬케어 오더 확대되는 추세로 파악된다. 당분간 흐름 이어질 것으로 예상된다.

미국이 매출액 217억원(YoY +210%), 영업이익 15억원(YoY 흑전, QoQ +3억원, OPM 6.9%)으로 매출 고성장, 이익 개선 흐름을 이어갔다. 주력 고객사가 신제품 인기에 비롯해 오더 강했으며, 신규로 베이스 메이크업 고객사도 안착하였다. 2개 분기 연속 유의미한 마진으로 이익 기조 기록 중이다.

어닝도, 밸류에이션도 매력적

동사 주가는 실적은 썬케어가, 밸류에이션은 미국이 모멘텀을 형성하고 있다. 양 요인 모두 긍정적으로 판단된다. 썬케어는 현재 성수기와 함께 강한 오더가 확인되고 있다. 2분기 국내 역대 최고 마진 경신이 기대된다. 미국은 오는 6월 2공장 준공이 예상된다. 기획보된 고객사들 외에도 관세 정책 이후 다수 브랜드들의 온쇼어 생산 협의가 활발히 진행 중이다. 1공장 오더와 2공장 영업 추이를 감안해 동사는 25년 미국 매출 가이드를 800억원 이상에서 900억원 이상으로 상향 제시하였다.

추정치 상향(25F 국내 OPM 12.5% 추정)과 밸류에이션 상향(업종 멀티플 상승)을 반영해 목표주가를 9.2만원에서 11만원으로 올린다. 현재 주가는 12FM PER 14배로 부담 없다. 매수 유효하다.

결산기 (12월)	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액 (십억원)	2,156	2,452	2,747	2,989	3,225
영업이익 (십억원)	136	194	254	287	316
영업이익률 (%)	6.3	7.9	9.2	9.6	9.8
순이익 (십억원)	5	90	125	159	180
EPS (원)	227	3,830	5,296	6,756	7,623
ROE (%)	0.8	12.5	14.8	16.4	16.0
P/E (배)	236.2	14.4	15.8	12.4	11.0
P/B (배)	1.9	1.6	2.2	1.9	1.6
배당수익률 (%)	1.1	1.3	0.9	0.9	0.9

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	2,747	2,989	3,225
국내	725	857	1,060	1,207	1,326	1,443
중국	129	177	158	165	170	175
미국	26	38	58	94	133	173
캐나다	48	46	40	37	37	39
HK이노엔	847	829	897	1,034	1,109	1,178
연우	106	236	276	250	257	263
영업이익	73	136	194	254	287	316
국내	69	80	118	151	167	182
중국	(16)	10	5	10	11	11
미국	(10)	(10)	(6)	4	8	10
캐나다	(4)	(2)	(7)	(6)	(5)	(5)
HK이노엔	53	66	88	106	116	125
연우	(5)	(0)	1	(3)	(2)	(0)
세전이익	17	34	140	206	257	288
당기순이익	(4)	25	125	155	193	216
지배주주순이익	(22)	5	90	125	159	180
영업이익률(%)	3.9	6.3	7.9	9.2	9.6	9.8
국내	9.5	9.3	11.2	12.5	12.6	12.6
중국	(12.3)	5.5	3.4	6.2	6.3	6.4
미국	(39.7)	(25.3)	(10.4)	4.3	6.0	6.1
캐나다	(8.9)	(3.9)	(17.5)	(16.0)	(14.0)	(12.0)
HK이노엔	6.2	8.0	9.8	10.3	10.5	10.7
연우	(5.1)	(0.0)	0.5	(1.3)	(0.6)	(0.1)
매출액(YoY %)	17.6	15.5	13.7	12.0	8.8	7.9
국내	14.5	18.2	23.7	13.9	9.8	8.9
중국	(5.8)	37.7	(10.8)	4.6	3.0	3.0
미국	6.2	45.9	54.4	61.5	42.7	29.5
캐나다	17.2	(5.3)	(13.9)	(7.0)	2.0	5.0
HK이노엔	10.0	(2.1)	8.2	15.3	7.2	6.3
연우		122.8	16.8	(9.1)	2.7	2.2
영업이익(YoY %)	(13.0)	85.8	42.4	31.0	13.0	10.2
국내	5.3	15.3	48.6	27.2	10.9	8.9
중국	적지	흑전	(46.0)	94.7	4.0	4.0
미국	적지	적지	적지	흑전	102.3	30.5
캐나다	적지	적지	적지	적지	적지	적지
HK이노엔	4.4	25.5	33.8	20.1	9.3	8.3
연우		적지	흑전	적전	적지	적지
지배순익 (YoY %)	적전	흑전	1,634.9	38.8	27.6	12.8

자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 한국콜마 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2024년	1Q25P	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2025년
매출액	575	660	627	590	2,452	653	730	696	668	2,747
국내	248	297	274	241	1,060	274	336	314	283	1,207
중국	39	53	37	30	158	42	56	37	31	165
미국	7	13	18	20	58	22	21	23	28	94
캐나다	9	13	9	9	40	9	11	9	8	37
HK이노엔	213	219	229	236	897	247	256	266	265	1,034
연우	67	74	73	62	276	64	61	63	62	250
영업이익	32	72	55	35	194	60	78	68	48	254
국내	19	44	37	18	118	34	51	43	23	151
중국	(1)	7	1	(2)	5	3	6	1	1	10
미국	(3)	(1)	(3)	1	(6)	2	0	1	2	4
캐나다	(2)	(1)	(2)	(2)	(7)	(1)	(1)	(1)	(2)	(6)
HK이노엔	17	24	22	24	88	25	26	27	28	106
연우	(0)	1	1	(1)	1	(1)	(1)	(0)	(1)	(3)
세전이익	20	59	35	25	140	32	63	62	48	206
순이익	12	45	24	44	125	23	48	47	37	155
지배주주순이익	6	35	15	34	90	13	39	39	34	125
영업이익률(%)	5.6	10.9	8.7	6.0	7.9	9.2	10.7	9.8	7.2	9.2
본사	7.6	14.9	13.6	7.5	11.2	12.4	15.2	13.7	8.0	12.5
중국	(2.3)	12.7	2.7	(5.0)	3.4	7.5	10.2	2.5	2.0	6.2
미국	(35.7)	(9.7)	(19.4)	6.0	(10.4)	6.9	1.2	2.4	6.1	4.3
캐나다	(23.3)	(7.1)	(19.6)	(24.1)	(17.5)	(14.9)	(14.0)	(15.3)	(20.4)	(16.0)
HK이노엔	8.1	11.1	9.7	10.3	9.8	10.3	10.0	10.3	10.4	10.3
연우	(0.0)	1.6	1.6	(1.6)	0.5	(1.6)	(1.0)	(0.7)	(1.9)	(1.3)
매출액(YoY %)	17.9	10.1	21.3	7.0	13.7	13.6	10.5	11.0	13.2	12.0
국내	22.8	16.7	47.0	12.6	23.7	10.7	13.1	14.6	17.3	13.9
중국	6.6	(17.1)	(9.0)	(19.2)	(10.8)	6.9	6.6	1.1	2.2	4.6
미국	7.7	61.4	54.9	75.3	54.4	210.0	57.8	31.9	37.9	61.5
캐나다	(25.0)	(11.9)	(12.4)	(3.9)	(13.9)	(3.3)	(15.3)	(3.0)	(3.0)	(7.0)
HK이노엔	15.0	7.3	6.4	5.2	8.2	16.4	16.6	15.7	12.6	15.3
연우	33.0	17.1	19.8	0.1	16.8	(5.2)	(17.1)	(13.2)	1.1	(9.1)
영업이익(YoY %)	168.9	28.9	75.7	(6.0)	42.4	84.7	9.0	24.4	36.5	31.0
국내	39.3	27.4	184.7	(1.6)	48.6	80.3	15.8	15.2	24.7	27.2
중국	적전	(23.0)	100.0	적전	(46.0)	흑전	(14.7)	(9.0)	흑전	94.7
미국	적지	적지	적지	흑전	적지	흑전	흑전	흑전	39.5	흑전
캐나다	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
HK이노엔	206.7	58.9	(0.8)	8.0	33.8	46.8	5.0	23.0	13.7	20.1
연우	흑전	(2.5)	(10.6)	흑전	흑전	적전	적전	적전	적지	적전
지배순익 (YoY %)	8.7	0.2	33.8	흑전	1,634.9	109.3	13.2	151.1	0.5	38.8

자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 한국콜마 Valuation Table

(원)

구분	2025F	2026F	비고
화장품(A)	1,750	2,377	
당기순익	83	112	
Target PER(배)	21	21	ODM 밸류체인 선호. 업종 평균에 30% 할증
HK이노엔(B)	465	518	
당기순익	31	35	지분율 43.01%
Target PER(배)	15	15	
적정시가총액(A+B)	2,215	2,895	
발행주식수(천주)	23,605	23,605	
적정 주가(원)	93,841	122,663	
적정 주가III(원)	105,850		연도별 시간 가중치 적용
목표주가(원)	110,000		
현재 주가(원)	83,600		
상승 여력(%)	31.6		

자료: 미래에셋증권 리서치센터

한국콜마 (161890)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	2,452	2,747	2,989	3,225
매출원가	1,753	1,946	2,116	2,280
매출총이익	699	801	873	945
판매비와관리비	505	547	586	628
조정영업이익	194	254	287	316
영업이익	194	254	287	316
비영업손익	-54	-48	-30	-28
금융손익	-40	-36	-30	-24
관계기업등 투자손익	12	0	0	0
세전계속사업손익	140	206	257	288
계속사업법인세비용	14	52	64	72
계속사업이익	125	155	193	216
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	125	155	193	216
지배주주	90	125	159	180
비지배주주	35	30	33	36
총포괄이익	105	155	193	216
지배주주	75	114	142	159
비지배주주	30	41	51	57
EBITDA	286	343	374	401
FCF	-32	160	214	225
EBITDA 마진율 (%)	11.7	12.5	12.5	12.4
영업이익률 (%)	7.9	9.2	9.6	9.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	3.7	4.6	5.3	5.6

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
유동자산	859	1,083	1,112	1,368
현금 및 현금성자산	142	273	244	433
매출채권 및 기타채권	294	332	349	376
재고자산	328	371	404	435
기타유동자산	95	107	115	124
비유동자산	2,268	2,245	2,233	2,222
관계기업투자등	10	11	12	13
유형자산	811	804	797	792
무형자산	1,249	1,233	1,220	1,209
자산총계	3,127	3,328	3,345	3,591
유동부채	1,215	1,271	1,107	1,148
매입채무 및 기타채무	246	278	303	326
단기금융부채	799	801	594	596
기타유동부채	170	192	210	226
비유동부채	406	413	418	424
장기금융부채	352	352	352	352
기타비유동부채	54	61	66	72
부채총계	1,621	1,684	1,525	1,572
지배주주지분	793	901	1,044	1,207
자본금	12	12	12	12
자본잉여금	295	295	295	295
이익잉여금	488	596	738	901
비지배주주지분	713	743	776	812
자본총계	1,506	1,644	1,820	2,019

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2024	2025F	2026F	2027F
영업활동으로 인한 현금흐름	215	220	274	285
당기순이익	125	155	193	216
비현금수익비용가감	195	173	178	177
유형자산감가상각비	69	67	66	66
무형자산상각비	23	22	20	19
기타	103	84	92	92
영업활동으로인한자산및부채의변동	-40	-24	-5	-16
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	40	-37	-16	-27
재고자산 감소(증가)	-53	-43	-33	-32
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	-7	25	19	18
법인세납부	-25	-52	-64	-72
투자활동으로 인한 현금흐름	-205	-65	-79	-79
유형자산처분(취득)	-245	-60	-60	-60
무형자산감소(증가)	-13	-5	-8	-8
장단기금융자산의 감소(증가)	43	-8	-6	-6
기타투자활동	10	8	-5	-5
재무활동으로 인한 현금흐름	-43	-83	-289	-95
장단기금융부채의 증가(감소)	48	2	-206	1
자본의 증가(감소)	33	0	0	0
배당금의 지급	-19	-17	-17	-17
기타재무활동	-105	-68	-66	-79
현금의 증가	-29	131	-29	189
기초현금	171	142	273	244
기말현금	142	273	244	433

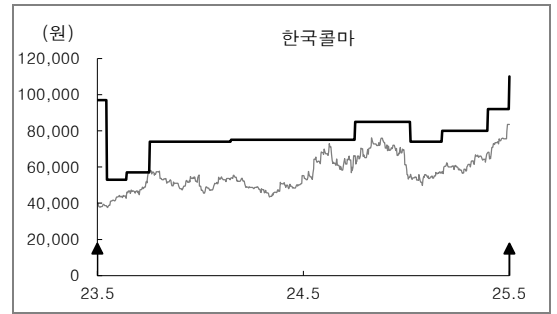
자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2024	2025F	2026F	2027F
P/E (x)	14.4	15.8	12.4	11.0
P/CF (x)	4.0	6.0	5.3	5.0
P/B (x)	1.6	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA (x)	10.4	10.3	9.0	8.0
EPS (원)	3,830	5,296	6,756	7,623
CFPS (원)	13,611	13,893	15,690	16,665
BPS (원)	33,579	38,180	44,216	51,119
DPS (원)	720	720	720	720
배당성향 (%)	13.6	11.0	8.8	7.9
배당수익률 (%)	1.3	1.1	1.1	1.1
매출액증가율 (%)	13.7	12.0	8.8	7.9
EBITDA증가율 (%)	24.3	20.0	9.0	7.3
조정영업이익증가율 (%)	42.4	31.0	13.0	10.2
EPS증가율 (%)	1,588.1	38.3	27.6	12.8
매출채권 회전율 (회)	8.1	9.1	9.1	9.2
재고자산 회전율 (회)	8.1	7.9	7.7	7.7
매입채무 회전율 (회)	9.3	9.7	9.5	9.5
ROA (%)	4.1	4.8	5.8	6.2
ROE (%)	12.5	14.8	16.4	16.0
ROIC (%)	7.6	8.2	9.2	10.1
부채비율 (%)	107.7	102.5	83.8	77.9
유동비율 (%)	70.7	85.2	100.5	119.2
순차입금/자기자본 (%)	63.2	48.9	34.2	21.2
조정영업이익/금융비용 (x)	4.2	5.6	7.0	8.5

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
2023.05.30	매수	53,000	-20.34	-16.42
2020.05.15	1년 경과 이후		-	-



* 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
Trading Buy : 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

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

투자 의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
83.98%	6.63%	8.84%	0.55%

* 2025년 03월 31일 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.