



BUY (유지)

목표주가(12M) **98,000원**
현재주가(2.25) **58,000원**

Key Data

KOSPI 지수 (pt)	2,630.29
52주 최고/최저(원)	76,200/43,500
시가총액(십억원)	1,369.1
시가총액비중(%)	0.06
발행주식수(천주)	23,605.1
60일 평균 거래량(천주)	209.4
60일 평균 거래대금(십억원)	11.9
외국인지분율(%)	34.29
주요주주 지분율(%)	
한국콜마홀딩스 외 24 인	26.59
국민연금공단	11.84

Consensus Data

	2024	2025
매출액(십억원)	2,468.3	2,740.8
영업이익(십억원)	209.5	255.4
순이익(십억원)	106.5	152.3
EPS(원)	3,125	4,720
BPS(원)	30,877	34,855

Stock Price



Financial Data

(십억원, %, 배, 원)

투자지표	2022	2023	2024F	2025F
매출액	1,865.7	2,155.7	2,452.1	2,739.3
영업이익	73.3	136.1	195.5	266.1
세전이익	17.0	34.3	144.3	221.4
순이익	(22.0)	5.2	97.4	124.8
EPS	(961)	227	4,143	5,286
증감율	적전	흑전	1,725.11	27.59
PER	(44.33)	236.12	13.30	10.97
PBR	1.47	1.89	1.78	1.62
EV/EBITDA	17.11	12.26	9.50	7.34
ROE	(3.26)	0.79	14.11	15.84
BPS	29,024	28,347	31,024	35,710
DPS	500	600	600	600



Analyst 박은정 eunjung.park3@hanafn.com
RA 김다혜 kim.dahae@hanafn.com

하나증권 리서치센터

2025년 02월 26일 | 기업분석_ Earnings Review

한국콜마 (161890)

국내 호조 + 북미 강세

4Q24 Review: 국내 호조 + 북미 강세

한국콜마의 4분기 실적은 연결 매출 5.9천억원(YoY+7%), 영업이익 368억원(YoY-2%, 영업이익률 6%) 기록하며 컨센서스 대비 매출은 부합했으나, 영업이익은 하회했다. 하회의 요인은 ①기대를 하회한 자회사 손익(HK이노엔 30억원/연우 30억원/중국 15억원 하회), ②국내 호실적에 따른 인센티브 추가 반영(25억원), ③제품 보증 관련 충당금 반영(18억원) 등에 기인한다. 여러 요인으로 인해 수익성이 다소 아쉬웠으나, 수출 주도 브랜드로의 견조한 영업 환경과 매 분기 성장해 나가는 북미 성과가 돋보였다. 영업 외적으로도 일회성 요인이 존재했는데 ①관계기업 처분 이익(128억원, 라카 지분 매각), ②종속기업 손상차손 환입(317억원, 중국 손상 반영 환입), ③종속기업 손상차손 반영(205억원, 캐나다 40억원/미국 95억원/석오캐나다 70억원) 등이다.

국내 +12%, 미국 +75%, 중국 -8%

4분기 동사의 국내/미국/중국 매출 성장률(% YoY)은 각각 +13%/+76%/-8% 달성했다. ▶**국내(별도)**는 매출 2.4천억원(YoY+13%), 영업이익 181억원(YoY-2%, 영업이익률 8%) 시현했다. 전년 동기 높은 기저(ERP 시스템 도입 영향으로 4Q23 매출 집중)와 주요 레거시 브랜드 매출 감소(-16%)에도 불구하고, 수출 주도 K-뷰티 및 글로벌 브랜드로의 매출 성장(+23%)으로 견조한 매출 기록했다. 선/기초/색조가 각각 +35%/+12%/+18% 성장하며, 주력 카테고리 중심으로 성장세를 견인했다. 원가율은 안정적으로 유지되었으나, 호실적에 따른 인센티브(총 60억원), 제품 보증 관련 충당금(18억원) 반영으로 영업이익률은 8%에 그쳤다. ▶**해외 ODM**은 합산 매출 586억원(YoY+2%), 영업손실 28억원(YoY-5억원) 기록했다. 미국 시장에서 압도적 성장을 달성한 반면, 중국에서는 다소 아쉬웠다. ①**미국**은 매출 200억원(YoY+76%), 영업이익 12억원(흑자전환) 시현했다. 최대 고객사의 출하가 지속되는 가운데, 글로벌 및 북미 인디 브랜드로의 매출 증가로 매 분기 매출 성장을 이어나가고 있다. 제 2공장(스킨케어)은 3월 완공 예정이며, 동부 지역에서 가장 최신 공장으로서 성과 기대된다. ②**중국**(무석)은 매출 299억원(YoY-8%), 영업손실 15억원(적자전환) 기록했다. 전체 고객사 수는 증가했으나, 경기 부진의 영향을 피할 수 없었다.

국내/북미 역대 최대 실적 + 중국 회복 기대

한국콜마의 2025년 실적은 연결 매출 2.7조원(YoY+12%), 영업이익 2.7천억원(YoY+36%, 영업이익률 10%) 전망되며, 역대 최대 실적이 예상된다. K-뷰티의 글로벌 진출 확대와 상위 업체로의 수주 집중으로 2025년에도 호실적이 기대된다. 견조한 수주 기반 국내 매출은 20% 성장 제시했으며(레거시 제외), 동사의 스킨케어/선 역량에 힘입어 수출 점유율은 올해도 확대될 것이다. 또한 색조 영업력 확대, 스킨케어 공장 본격 가동으로 북미 매출은 50% 이상 성장 예상한다. 중국은 주력 고객사의 회복, 글로벌 브랜드향 수주 확보로 개선될 것으로 본다. 대형 ODM사 중심 선호하며 투자의견 BUY, 목표주가 9.8만원 유지한다.

도표1. 한국콜마 연결 실적전망 및 추이

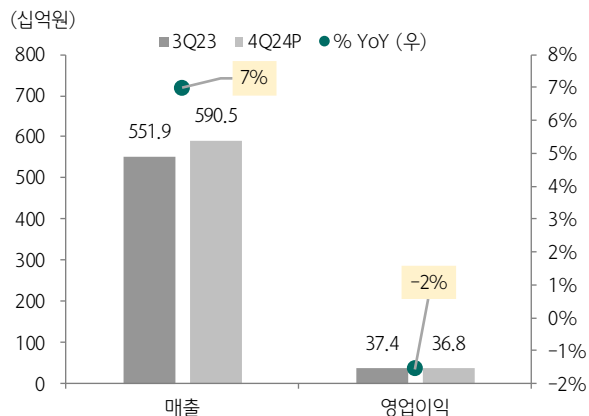
(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24P	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2020	2021	2022	2023	2024P	2025F
연결 매출액	574.8	660.3	626.5	590.5	642.8	727.1	704.3	665.1	1,322.1	1,586.3	1,865.7	2,155.7	2,452.1	2,739.3
별도	247.8	297.0	273.7	241.3	285.0	341.6	314.7	277.5	609.2	632.8	724.7	856.8	1,059.8	1,218.7
중국법인(무석)	38.9	53.5	36.6	29.9	38.0	40.0	38.4	31.4	71.6	136.7	128.8	176.4	158.9	147.8
미국법인	7.0	13.4	17.5	20.0	17.0	20.0	27.0	28.0	29.5	24.2	25.7	37.5	57.9	92.0
캐나다법인	9.0	12.6	9.2	8.7	9.5	10.0	9.7	9.1	33.2	41.3	48.4	45.9	39.5	38.2
HK 이노엔	212.6	219.3	229.5	235.7	231.1	248.1	251.7	261.6	598.4	769.8	846.5	828.9	897.1	998.5
연우	67.1	74.0	72.8	61.5	70.5	77.7	76.4	64.6	-	-	105.9	236.0	275.4	289.2
%YoY 연결 매출액	18%	10%	21%	7%	12%	10%	12%	13%	-4%	20%	18%	16%	14%	12%
별도	23%	17%	47%	13%	15%	15%	15%	15%	-11%	4%	15%	18%	24%	15%
중국법인	5%	-7%	1%	-8%	10%	-24%	5%	5%	129%	127%	0%	41%	-3%	-4%
미국법인	8%	61%	55%	76%	143%	49%	54%	40%	-42%	-18%	6%	46%	54%	59%
캐나다법인	-25%	-12%	-12%	-4%	5%	-21%	5%	5%	-9%	24%	17%	-5%	-14%	-3%
HK 이노엔	15%	7%	6%	5%	9%	13%	10%	11%	10%	29%	10%	-2%	8%	11%
연우	33%	17%	20%	0%	5%	5%	5%	5%	-	-	-	123%	17%	5%
매출총이익	160.6	193.8	176.9	169.4	184.7	215.7	202.2	196.4	426.3	428.1	468.8	578.1	700.7	798.9
영업이익	32.4	71.7	54.5	36.8	49.5	83.6	76.7	56.2	121.7	84.3	73.3	136.1	195.5	266.1
별도	22.8	44.2	37.2	18.1	29.1	54.3	46.0	26.4	50.4	65.6	69.1	79.7	122.5	155.7
중국법인(무석)	1.8	6.7	1.0	-1.5	1.1	2.0	1.5	0.9	-12.6	-10.0	-9.0	12.7	8.0	5.6
미국법인	-2.5	-1.3	-3.4	1.2	1.7	0.4	2.1	2.5	-8.7	-8.5	-10.2	-9.5	-6.0	6.6
캐나다법인	-2.1	-0.9	-1.8	-2.1	-1.8	-0.4	-1.3	-1.6	1.8	-1.9	-4.3	-1.8	-6.9	-5.1
HK 이노엔	17.3	24.3	22.2	24.4	21.1	25.0	25.7	28.9	84.3	50.3	52.5	65.9	88.2	113.4
연우	-0.1	1.2	1.2	-1.0	0.7	1.6	1.6	-0.7	-	-	-5.4	-0.1	1.3	3.3
%YoY 영업이익	169%	29%	76%	-2%	53%	17%	41%	53%	22%	-31%	-13%	86%	44%	36%
별도	69%	28%	185%	-2%	27%	23%	23%	46%	26%	30%	5%	15%	54%	27%
중국법인(무석)	200%	-27%	-41%	적전	-37%	-70%	54%	흑전	적지	적지	적지	흑전	-37%	-30%
미국법인	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	107%	적전	적지	적지	적지	적지	흑전
캐나다법인	적지	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	NA	적전	적지	적지	적지	적지
HK 이노엔	206%	59%	-1%	8%	22%	3%	16%	18%	12%	-40%	4%	26%	34%	29%
연우	적지	-3%	-11%	적지	흑전	37%	37%	적지	-	-	-	적지	흑전	152%
지배주주순이익	6.3	34.9	15.4	40.9	23.1	47.2	32.4	22.1	160.3	35.8	-22.0	5.2	97.4	124.8
% Margin 매출총이익률	28%	29%	28%	29%	29%	30%	29%	30%	32%	27%	25%	27%	29%	29%
영업이익률	6%	11%	9%	6%	8%	11%	11%	8%	9%	5%	4%	6%	8%	10%
별도	9%	15%	14%	8%	10%	16%	15%	10%	8%	10%	10%	9%	12%	13%
중국법인(무석)	5%	13%	3%	-5%	3%	5%	4%	3%	-26%	-9%	-8%	8%	5%	4%
미국법인	-36%	-10%	-19%	6%	10%	2%	8%	9%	-29%	-35%	-40%	-25%	-10%	7%
캐나다법인	-23%	-7%	-20%	-24%	-19%	-4%	-13%	-18%	5%	-5%	-9%	-4%	-17%	-13%
HK 이노엔	8%	11%	10%	10%	9%	10%	10%	11%	14%	7%	6%	8%	10%	11%
연우	0%	2%	2%	-2%	1%	2%	2%	-1%	-	-	-5%	0%	0%	1%
순이익률	1%	5%	2%	7%	4%	6%	5%	3%	12%	2%	-1%	0%	4%	5%

자료: 하나증권

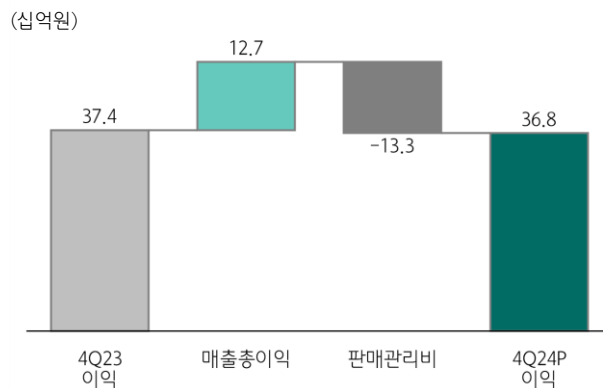
[참고] 미국 제 2 공장(스킨케어)는 3월 완공, 4월 본격 가동 예상되며, 2025년 매출은 100억원 반영함

도표 2. 한국콜마의 4Q24P 연결 실적 전망



자료: 하나증권

도표 3. 한국콜마의 4Q24P 손익 변동 (YoY)

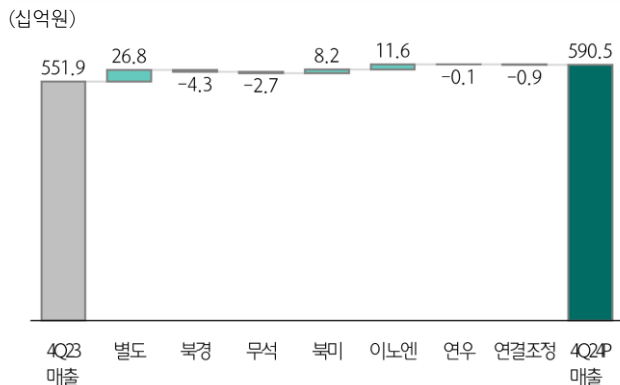


주: 판매관리비 4Q23 1,193억원 → 4Q24P 1,326억원 (+133억원)

자료: 하나증권

도표 4. 한국콜마의 4Q24P 연결 매출 변동 (YoY)

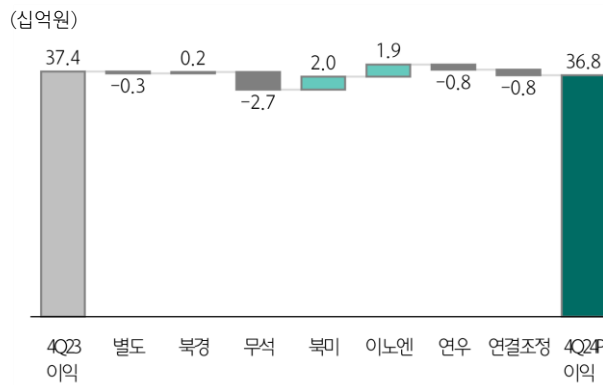
: 화장품 ODM +280억원, HK이노엔 +116억원, 용기(연우) -1억원



자료: 하나증권

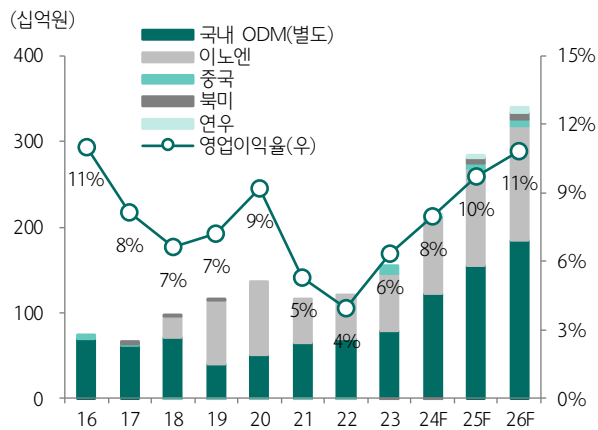
도표 5. 한국콜마의 4Q24P 연결 이익 변동 (YoY)

: 화장품 ODM -8억원, HK이노엔 +19억원, 용기(연우) -8억원



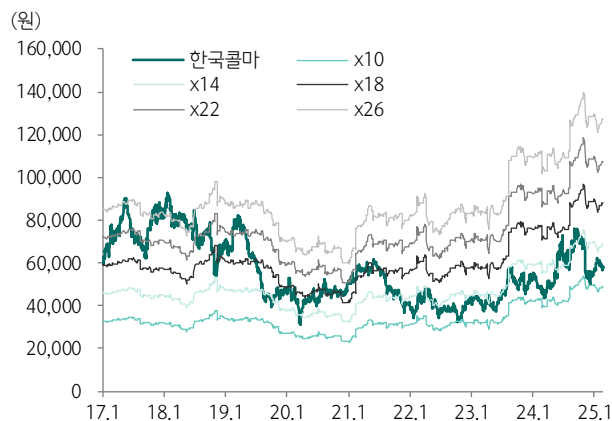
자료: 하나증권

도표 6. 한국콜마의 부문/법인별 영업이익 추이 및 전망



자료: 하나증권

도표 7. 한국콜마의 12MF P/E Band Chart



자료: 하나증권

도표 8. 한국콜마의 생산능력/생산실적/가동률

(단위: 천개, %)

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	1Q24	2Q24	3Q24
생산능력											
Korea	160,783	245,674	319,752	330,840	354,624	373,078	373,078	373,020	93,255	121,395	121,395
Beijing	45,000	74,000	74,000	74,000	74,000	74,000	74,000	74,000	18,500	-	-
Wuxi	-	-	216,000	216,000	216,000	216,000	216,000	216,000	54,000	54,000	54,000
USA	-	68,000	68,000	68,000	68,000	68,000	68,000	68,000	17,000	17,000	17,000
Canada	-	50,000	53,456	63,824	63,824	67,574	96,099	102,224	25,556	25,556	25,556
Total	205,783	437,674	731,208	752,664	776,448	798,652	827,177	833,244	208,311	217,951	217,951
생산실적											
Korea	133,450	169,333	157,522	254,278	270,253	293,023	307,084	360,392	103,070	116,686	116,877
Beijing	35,100	32,670	49,899	30,772	12,842	11,148	6,087	6,122	1,521	-	-
Wuxi	-	-	430	17,828	38,979	69,171	62,336	82,584	17,584	26,495	19,941
USA	-	97,325	33,473	34,798	20,321	20,742	15,145	20,626	3,528	6,975	10,540
Canada	-	27,943	37,541	35,067	36,367	48,436	45,039	43,194	6,833	6,733	5,238
Total	168,550	327,271	278,865	372,743	378,762	442,520	435,691	512,918	132,536	156,889	152,596
가동률											
Korea	83%	69%	49%	77%	76%	79%	82%	97%	111%	96%	96%
Beijing	78%	44%	67%	42%	17%	15%	8%	8%	8%	-	-
Wuxi	-	-	0%	8%	18%	32%	29%	38%	33%	49%	37%
USA	-	143%	49%	51%	30%	31%	22%	30%	21%	41%	62%
Canada	-	56%	70%	55%	57%	72%	47%	42%	27%	26%	20%
Total	82%	75%	38%	50%	49%	55%	53%	62%	64%	72%	70%

주: 전자공시시스템

자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,865.7	2,155.7	2,452.1	2,739.3	3,007.2
매출원가	1,396.9	1,577.5	1,751.4	1,940.4	2,112.2
매출총이익	468.8	578.2	700.7	798.9	895.0
판매비	395.6	442.0	505.2	532.8	569.0
영업이익	73.3	136.1	195.5	266.1	326.0
금융손익	(24.4)	(34.9)	(34.3)	(36.0)	(37.8)
종속/관계기업손익	(1.2)	3.3	0.1	0.1	0.1
기타영업외손익	(30.8)	(70.2)	(29.1)	(12.7)	(13.3)
세전이익	17.0	34.3	144.3	221.4	278.9
법인세	21.1	9.2	11.6	53.1	66.9
계속사업이익	(4.1)	25.1	132.7	168.3	212.0
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(4.1)	25.1	132.7	168.3	212.0
비지배주주지분 손이익	17.9	19.9	35.2	43.5	50.9
지배주주순이익	(22.0)	5.2	97.4	124.8	161.1
지배주주지분포괄이익	(8.2)	(1.9)	109.1	138.3	174.3
NOPAT	(17.7)	99.7	179.8	202.2	247.8
EBITDA	148.7	229.9	276.7	336.5	387.1
성장성(%)					
매출액증가율	17.61	15.54	13.75	11.71	9.78
NOPAT증가율	적전	흑전	80.34	12.46	22.55
EBITDA증가율	4.28	54.61	20.36	21.61	15.04
영업이익증가율	(13.05)	85.68	43.64	36.11	22.51
(지배주주)순이익증가율	적전	흑전	1,773.08	28.13	29.09
EPS증가율	적전	흑전	1,725.11	27.59	29.10
수익성(%)					
매출총이익률	25.13	26.82	28.58	29.16	29.76
EBITDA이익률	7.97	10.66	11.28	12.28	12.87
영업이익률	3.93	6.31	7.97	9.71	10.84
계속사업이익률	(0.22)	1.16	5.41	6.14	7.05

투자지표		2022	2023	2024F	2025F	2026F
주당지표(원)						
EPS	(961)	227	4,143	5,286	6,824	
BPS	29,024	28,347	31,024	35,710	41,934	
CFPS	7,905	10,688	11,041	13,507	15,235	
EBITDAPS	6,499	10,046	11,767	14,254	16,399	
SPS	81,540	94,212	104,272	116,048	127,395	
DPS	500	600	600	600	600	
주가지표(배)						
PER	(44.33)	236.12	13.30	10.97	8.50	
PBR	1.47	1.89	1.78	1.62	1.38	
PCFR	5.39	5.01	4.99	4.29	3.81	
EV/EBITDA	17.11	12.26	9.50	7.34	5.90	
PSR	0.52	0.57	0.53	0.50	0.46	
재무비율(%)						
ROE	(3.26)	0.79	14.11	15.84	17.58	
ROA	(0.79)	0.17	3.23	4.05	5.00	
ROIC	(0.91)	4.74	8.73	10.14	12.79	
부채비율	99.62	112.14	97.23	85.82	76.24	
순부채비율	52.01	57.87	42.12	26.51	11.25	
이자보상배율(배)	2.24	3.02	4.61	7.24	9.88	

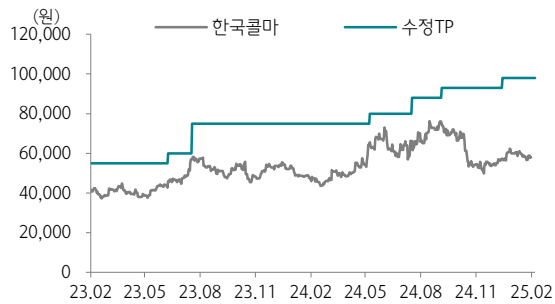
자료: 하나증권

대차대조표		(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F	
유동자산	816.3	898.4	993.5	1,166.3	1,406.2	
금융자산	303.5	282.5	293.0	383.9	547.4	
현금성자산	220.1	170.8	186.2	281.8	449.7	
매출채권	258.8	318.1	361.8	404.2	443.7	
재고자산	239.4	280.9	319.5	357.0	391.9	
기타유동자산	14.6	16.9	19.2	21.2	23.2	
비유동자산	2,117.0	2,111.1	2,033.3	1,966.2	1,908.2	
투자자산	39.9	53.4	56.9	60.2	63.3	
금융자산	24.9	37.9	39.1	40.4	41.5	
유형자산	608.8	660.4	598.3	545.4	500.2	
무형자산	1,301.8	1,271.0	1,251.8	1,234.4	1,218.5	
기타비유동자산	166.5	126.3	126.3	126.2	126.2	
자산총계	2,933.3	3,009.4	3,026.7	3,132.5	3,314.4	
유동부채	868.1	1,283.7	1,197.0	1,157.3	1,146.1	
금융부채	533.1	854.0	710.0	614.6	551.6	
매입채무	160.2	190.5	216.7	242.0	265.7	
기타유동부채	174.8	239.2	270.3	300.7	328.8	
비유동부채	595.7	307.1	295.1	289.5	287.8	
금융부채	534.7	249.4	229.5	216.1	207.3	
기타비유동부채	61.0	57.7	65.6	73.4	80.5	
부채총계	1,463.8	1,590.8	1,492.1	1,446.7	1,433.8	
지배주주지분	664.1	648.6	732.3	842.9	989.9	
자본금	11.4	11.4	11.4	11.4	11.4	
자본잉여금	264.5	262.3	262.3	262.3	262.3	
자본조정	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4	
기타포괄이익누계액	4.1	6.8	6.8	6.8	6.8	
이익잉여금	383.7	367.6	451.3	561.9	708.8	
비지배주주지분	805.4	770.0	802.3	842.8	890.7	
자본총계	1,469.5	1,418.6	1,534.6	1,685.7	1,880.6	
순금융부채	764.3	820.9	646.4	446.9	211.5	

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	90.8	112.2	212.1	236.9	271.5
당기순이익	(4.1)	25.1	132.7	168.3	212.0
조정	127.2	163.3	81.2	70.3	61.1
감가상각비	75.4	93.7	81.2	70.4	61.1
외환거래손익	5.3	0.0	0.0	0.0	0.0
지분법손익	1.2	(2.5)	0.0	0.0	0.0
기타	45.3	72.1	0.0	(0.1)	0.0
영업활동 자산부채 변동	(32.3)	(76.2)	(1.8)	(1.7)	(1.6)
투자활동 현금흐름	(145.2)	(155.7)	(1.5)	(1.6)	(1.6)
투자자산감소(증가)	(9.1)	740.1	(6.4)	(6.3)	(6.0)
자본증가(감소)	(32.5)	(106.8)	0.0	0.0	0.0
기타	(103.6)	(789.0)	4.9	4.7	4.4
재무활동 현금흐름	82.0	22.0	(177.7)	(122.8)	(86.1)
금융부채증가(감소)	158.0	35.5	(164.0)	(108.7)	(71.9)
자본증가(감소)	(2.2)	(2.2)	0.0	0.0	0.0
기타재무활동	(64.3)	0.1	0.0	0.1	0.0
배당지급	(9.5)	(11.4)	(13.7)	(14.2)	(14.2)
현금의 증감	27.6	(21.5)	(7.7)	95.5	168.0
Unlevered CFO	180.9	244.6	259.6	318.8	359.6
Free Cash Flow	53.0	5.4	212.1	236.9	271.5

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한국콜마



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.1.9	BUY	98,000		
24.9.30	BUY	93,000	-35.01%	-21.08%
24.8.12	BUY	88,000	-21.14%	-13.41%
24.6.3	BUY	80,000	-20.18%	-8.75%
23.8.13	BUY	75,000	-31.94%	-14.27%
23.7.4	BUY	60,000	-20.12%	-5.33%
23.1.9	BUY	55,000	-24.57%	-18.55%

Compliance Notice

- 본 자료를 작성한 애널리스트(박은정)는 자료의 작성과 관련하여 외부의 압력이나 부당한 간섭을 받지 않았으며, 본인의 의견을 정확하게 반영하여 신의성실 하게 작성하였습니다.
- 본 자료는 기관투자자 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
- 당사는 2025년 2월 26일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 본자료를 작성한 애널리스트(박은정)는 2025년 2월 26일 현재 해당회사의 유가증권권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사항목은 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰 할 만한 자료 및 정보로 얻어진 것이나, 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기 바랍니다. 따라서 어떠한 경우에도 본 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.

투자등급 관련사항 및 투자의견 비율공시

- 투자의견의 유효기간은 추천일 이후 12개월을 기준으로 적용

기업의 분류

BUY(매수)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 현주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 현주가 대비 15% 이상 하락 가능

산업의 분류

Overweight(비중확대)_업종지수가 현재지수 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락
Underweight(비중축소)_업종지수가 현재지수 대비 -15%~15% 등락

투자등급	BUY(매수)	Neutral(중립)	Reduce(매도)	합계
금융투자상품의 비율	93.12%	6.42%	0.46%	100%

* 기준일: 2025년 02월 23일