



BUY (유지)

목표주가(12M) 130,000원(상향)
현재주가(7.11) 105,900원

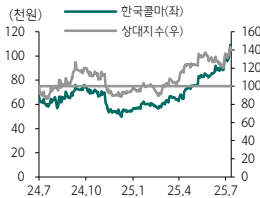
Key Data

KOSPI 지수 (pt)	3,175.77
52주 최고/최저(원)	109,200/49,800
시가총액(십억원)	2,499.8
시가총액비중(%)	0.10
발행주식수(천주)	23,605.1
60일 평균 거래량(천주)	221.7
60일 평균 거래대금(십억원)	19.1
외국인지분율(%)	40.84
주요주주 지분율(%)	
한국콜마홀딩스 외 23 인	26.59
국민연금공단	13.40

Consensus Data

	2025	2026
매출액(십억원)	2,770.7	3,039.5
영업이익(십억원)	264.8	308.1
순이익(십억원)	164.0	211.2
EPS(원)	5,248	6,941
BPS(원)	37,907	43,880

Stock Price



Financial Data

투자지표	2023	2024	2025F	2026F
매출액	2,155.7	2,452.1	2,757.3	2,958.9
영업이익	136.1	193.9	266.4	322.6
세전이익	34.3	139.8	218.5	296.5
순이익	5.2	90.1	123.1	190.8
EPS	227	3,830	5,215	8,082
증감율	폭전	1,587.22	36.16	54.98
PER	236.12	14.39	20.31	13.10
PBR	1.89	1.64	2.80	2.40
EV/EBITDA	12.26	10.34	11.47	9.59
ROE	0.79	12.50	14.60	19.73
BPS	28,347	33,579	37,870	44,039
DPS	600	720	720	720



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

하나증권 리서치센터

2025년 07월 14일 | 기업분석_Earnings Preview

한국콜마 (161890)

분기 최고 실적 전망

2Q25 Preview: 분기 최고 실적 전망

한국콜마의 2분기 실적은 연결 매출 7.4천억원(YoY+12%), 영업이익 810억원(YoY+13%, 영업이익률 11%)으로, 분기 기준 역대 최고 실적 기대된다. 이번 분기에는 처음으로 분기 매출 7천억원과 영업이익 800억원을 동시에 넘어서 전망이다. K-뷰티의 전방위적 수출 확대에 힘입어 높은 기저에도 국내 법인이 두 자릿수 성장을 기록하며 최대 실적을 달성할 것으로 보이며, 기존 고객사의 물량 확대와 신규 고객사 유입에 따라 미국 법인 또한 분기 기준 최고 실적을 경신할 것으로 예상된다. 다만, 당사 직전 추정치(850억원) 대비로는 아쉬운데, 이는 HK이노엔의 R&D 비용 집행 확대 영향이다.

국내 +14%, 미국 +70%, 중국 -5%

한국콜마의 2분기 국내/미국/중국 매출 성장률(% YoY)은 각각 +14%/+70%/-5% 전망한다. ▶**국내(별도)**는 매출 3.4천억원(YoY+14%), 영업이익 552억원(YoY+25%, 영업이익률 16%) 예상하며, 수출 주도 브랜드 중심의 수주 집중 환경이 이어지고 있으며, 글로벌 브랜드 고객사 확대도 나타나고 있다. 전년 동기 높은 기저(+17%)에도 불구하고 고성장이 기대된다. 선제품 비중 증가에 따라 수익성 또한 전년 대비 개선될 것으로 보인다. ▶**해외 ODM** 부문은 합산 매출 818억원(YoY+3%), 영업이익 64억원(YoY+107%)으로 추정된다. 미국은 압도적인 성장과 손익 개선이 나타나는 반면, 캐나다와 중국은 다소 미미한 것으로 파악된다. ①**미국**은 매출 228억원(YoY+70%), 영업이익 18억원(YoY+31억원, 흑자전환)이 전망된다. 최대 고객사의 출하가 지속되는 가운데, 신규 고객사도 추가되며 최대 매출 추세가 이어지고 있다. 가동률 상승에 따라 전년 동기 대비 흑자전환이 기대된다. ②**중국(무석)**은 매출 501억원(YoY-5%), 영업이익 55억원(YoY-18%, 영업이익률 11%) 전망된다. 전 분기 대비 성장세는 부진하나, 상반기 기준으로는 5% 성장을 기록하며, 전반적으로 수주 상황이 개선되고 있는 것으로 판단된다.

역대 최대 실적 = 국내 강세 + 미국 호조 + 중국 회복

한국콜마의 2025년 실적은 연결 매출 2.8조원(YoY+12%), 영업이익 2.7천억원(YoY+37%, 영업이익률 10%) 전망되며, 역대 최대 실적 예상된다. K-뷰티의 글로벌 전방위적 확장상위 ODM사로의 수주 집중이 맞물리며 구조적 성장이 기대된다. 특히 올해는 해외 사업 확대가 주목된다. 미국은 가동률이 가파르게 상승하고 있으며, 하반기에는 신공장 가동 효과가 더해질 것으로 기대된다. 중국은 시장 회복 효과가 점진적으로 나타날 것으로 보인다. 당사는 대형 ODM사를 중심으로 선호하며, 한국콜마는 국내뿐 아니라 해외 전반에서 확장기에 진입한 것으로 판단된다. 투자 의견 BUY를 유지하며, implied P/E 19x(화장품 ODM 부문 22x, 제약 부문 15x) 적용하여 목표주가를 13만원으로 상향한다.

도표1. 한국콜마 연결 실적전망 및 추이

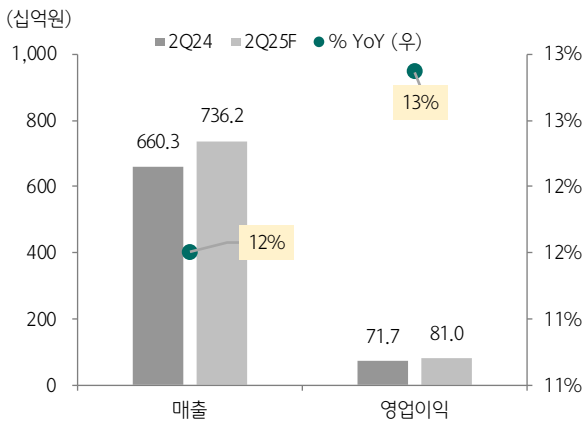
(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2021	2022	2023	2024	2025F	2026F
연결 매출액	574.8	660.3	626.5	590.5	653.1	736.2	701.3	666.7	1,586.3	1,865.7	2,155.7	2,452.1	2,757.3	2,958.9
별도	247.8	297.0	273.7	241.2	274.3	338.6	314.7	277.4	632.8	724.7	856.8	1,059.7	1,205.0	1,325.5
중국법인(무석)	34.6	52.7	36.6	29.9	41.6	50.1	38.4	31.4	111.8	112.0	158.1	153.8	161.5	169.6
미국법인	7.0	13.4	17.5	20.0	21.7	22.8	27.0	28.0	24.2	25.7	37.5	57.9	99.5	124.4
캐나다법인	9.0	12.6	9.2	8.7	8.7	9.0	9.0	9.0	41.3	48.4	45.9	39.5	35.7	39.3
HK 이노엔	212.6	219.3	229.5	235.7	247.4	261.0	260.8	265.9	769.8	846.5	828.9	897.1	998.5	1,080.5
연우	67.1	74.0	72.8	61.5	63.7	65.0	65.0	62.0	-	105.9	236.0	275.4	255.7	267.2
%YoY 연결 매출액	18%	10%	21%	7%	14%	12%	12%	13%	20%	18%	16%	14%	12%	7%
별도	23%	17%	47%	12%	11%	14%	15%	15%	4%	15%	18%	24%	14%	10%
중국법인	5%	-7%	1%	-8%	20%	-5%	5%	5%	127%	0%	41%	-3%	5%	5%
미국법인	8%	61%	55%	75%	210%	70%	54%	40%	-18%	6%	46%	54%	72%	25%
캐나다법인	-25%	-12%	-12%	-4%	-3%	-29%	-2%	3%	24%	17%	-5%	-14%	-10%	10%
HK 이노엔	15%	7%	6%	5%	16%	19%	14%	13%	29%	10%	-2%	8%	11%	8%
연우	33%	17%	20%	0%	-5%	-12%	-11%	1%	-	-	123%	17%	-7%	5%
영업이익	32.4	71.7	54.5	35.1	59.9	81.0	72.5	53.0	84.3	73.3	136.1	193.9	266.4	322.6
별도	22.8	44.2	37.2	18.1	33.9	55.2	46.0	26.3	65.6	69.1	79.7	122.3	161.7	191.2
중국법인	1.8	6.7	1.0	-1.5	3.1	5.5	1.9	1.3	-10.0	-9.0	12.7	8.0	11.8	14.1
미국법인	-2.5	-1.3	-3.4	1.2	1.5	1.8	0.8	0.8	-8.5	-10.2	-9.5	-6.0	5.0	7.2
캐나다법인	-2.1	-0.9	-1.8	-2.1	-1.3	-0.9	-1.0	-1.0	-1.9	-4.3	-1.8	-6.9	-4.2	-2.0
HK 이노엔	17.3	24.3	22.2	24.4	25.4	21.0	26.5	27.2	50.3	52.5	65.9	88.2	113.4	133.2
연우	-0.1	1.2	1.2	-1.0	-1.0	-0.7	-0.7	-0.6	-	-5.4	-0.1	1.3	-2.9	-2.7
%YoY 영업이익	169%	29%	76%	-6%	85%	13%	33%	51%	-31%	-13%	86%	42%	37%	21%
별도	69%	28%	185%	-2%	48%	25%	23%	46%	30%	5%	15%	54%	32%	18%
중국법인	200%	-27%	-41%	적전	72%	-18%	92%	흑전	적지	적지	흑전	-37%	47%	19%
미국법인	적지	적지	적지	흑전	흑전	흑전	흑전	-30%	적지	적지	적지	적지	흑전	44%
캐나다법인	적지	적전	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적전	적지	적지	적지	적지	적지
HK 이노엔	206%	59%	-1%	8%	47%	-14%	19%	11%	-40%	4%	26%	34%	29%	17%
연우	적지	-3%	-11%	적지	적지	적전	적전	적지	-	-	적지	흑전	적전	적지
지배주주순이익	6.3	34.9	15.4	40.9	13.2	48.9	39.3	21.7	35.8	-22.0	5.2	90.1	123.1	190.8
% Margin 영업이익률	6%	11%	9%	6%	9%	11%	10%	8%	5%	4%	6%	8%	10%	11%
별도	9%	15%	14%	7%	12%	16%	15%	9%	10%	10%	9%	12%	13%	14%
중국법인	5%	13%	3%	-5%	7%	11%	5%	4%	-9%	-8%	8%	5%	7%	8%
미국법인	-36%	-10%	-19%	6%	7%	8%	3%	3%	-35%	-40%	-25%	-10%	5%	6%
캐나다법인	-23%	-7%	-20%	-24%	-15%	-10%	-11%	-11%	-5%	-9%	-4%	-17%	-12%	-5%
HK 이노엔	8%	11%	10%	10%	10%	8%	10%	10%	7%	6%	8%	10%	11%	12%
연우	0%	2%	2%	-2%	-2%	-1%	-1%	-1%	-	-5%	0%	0%	-1%	-1%
순이익률	1%	5%	2%	7%	2%	7%	6%	3%	2%	-1%	0%	4%	4%	6%

자료: 하나증권

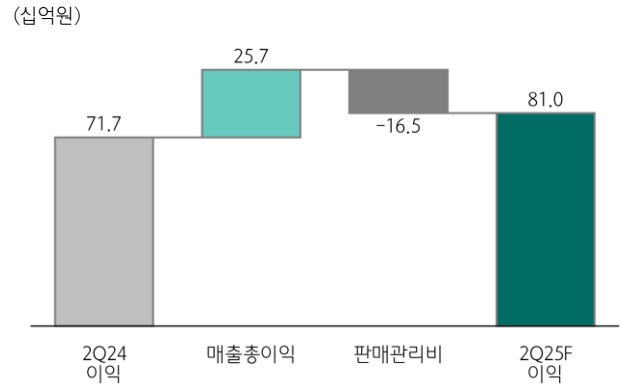
[참고] 미국 제 2 공장(스킨케어)는 7월 본격 가동 예상

도표 2. 한국콜마의 2Q25F 연결 실적 전망



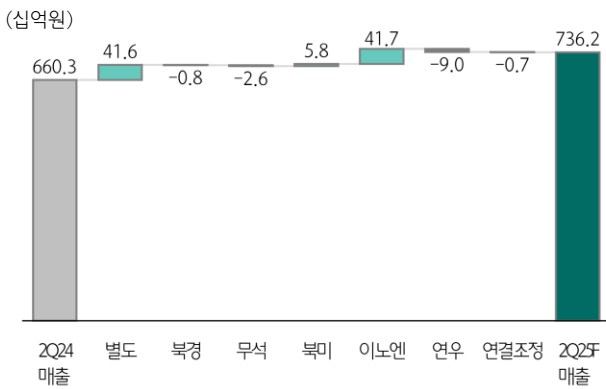
자료: 하나증권

도표 3. 한국콜마의 2Q25F 손익 변동 (YoY)



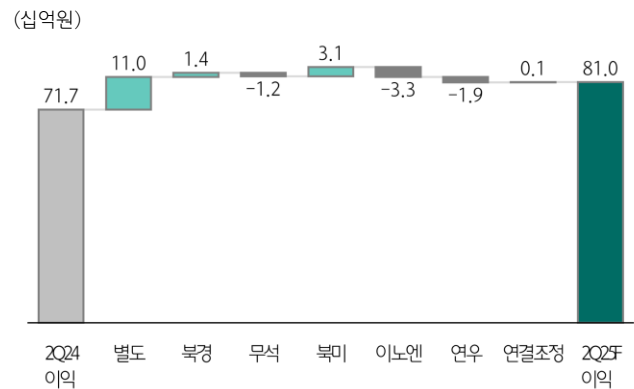
주: 판매관리비 2Q24 1,221억원 → 2Q25F 1,385억원 (+165억원)
자료: 하나증권

도표 4. 한국콜마의 2Q25F 연결 매출 변동 (YoY)
: 화장품 ODM +439억원, HK이노엔 +417억원, 용기(연우) -90억원



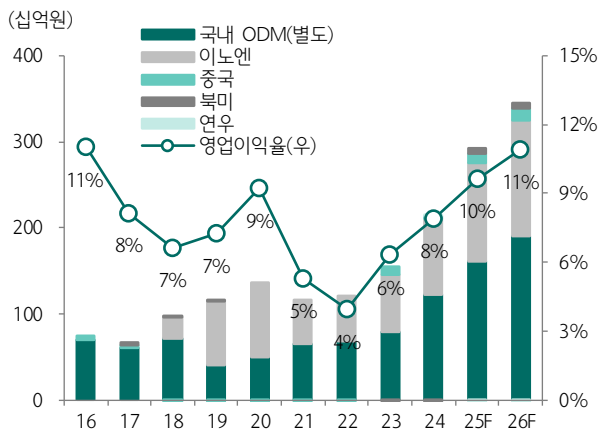
자료: 하나증권

도표 5. 한국콜마의 2Q25F 연결 이익 변동 (YoY)
: 화장품 ODM +143억원, HK이노엔 -33억원, 용기(연우) -19억원



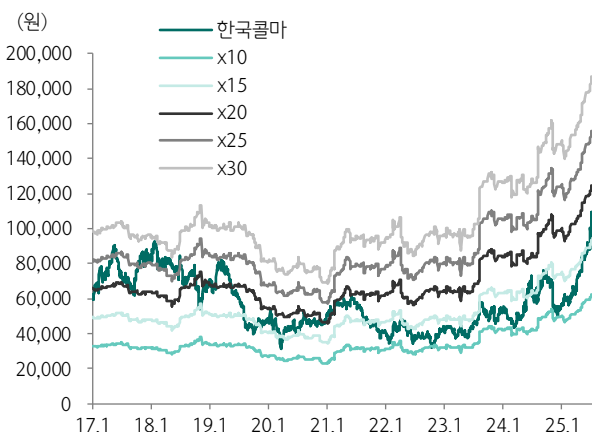
자료: 하나증권

도표 6. 한국콜마의 부문/법인별 영업이익 추이 및 전망



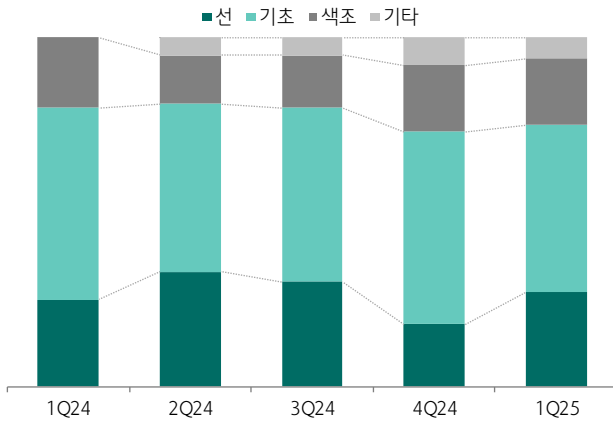
자료: 하나증권

도표 7. 한국콜마의 12MF P/E Band Chart



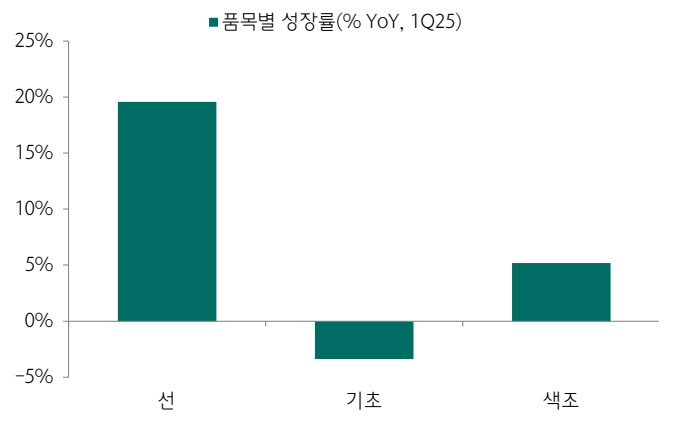
자료: Quantwise, 하나증권

도표 8. 한국콜마(별도) 품목별 비중 추이



자료: 하나증권

도표 9. 한국콜마(별도) 품목별 성장률 (1Q25)



자료: 하나증권

도표 10. 한국콜마의 생산능력/생산실적/가동률

(단위: 천개, %)

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	1Q25
생산능력									
Korea	245,674	319,752	330,840	354,624	373,078	373,078	373,020	557,827	145,094
Beijing	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	216,000	54,000
USA	68,000	68,000	68,000	68,000	68,000	68,000	68,000	68,000	17,000
Canada	50,000	53,456	63,824	63,824	67,574	96,099	102,224	102,224	24,719
Total	437,674	731,208	752,664	776,448	798,652	827,177	833,244	962,551	754,240
생산실적									
Korea	169,333	157,522	254,278	270,253	293,023	307,084	360,392	435,048	109,288
Beijing	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	84,042	26,662
USA	97,325	33,473	34,798	20,321	20,742	15,145	20,626	33,660	12,821
Canada	27,943	37,541	35,067	36,367	48,436	45,039	43,194	24,213	5,875
Total	327,271	278,865	372,743	378,762	442,520	435,691	512,918	578,484	445,948
가동률									
Korea	69%	49%	77%	76%	79%	82%	97%	78%	75%
Beijing	44%	67%	42%	17%	15%	8%	8%	8%	-
Wuxi	-	0%	8%	18%	32%	29%	38%	39%	49%
USA	143%	49%	51%	30%	31%	22%	30%	50%	75%
Canada	56%	70%	55%	57%	72%	47%	42%	24%	24%
Total	75%	38%	50%	49%	55%	53%	62%	60%	59%

주: 전자공시시스템
자료: 하나증권

추정 재무제표

손익계산서	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
매출액	1,865.7	2,155.7	2,452.1	2,757.3	2,958.9
매출원가	1,396.9	1,577.5	1,753.1	1,953.5	2,082.5
매출총이익	468.8	578.2	699.0	803.8	876.4
판매비	395.6	442.0	505.1	537.5	553.8
영업이익	73.3	136.1	193.9	266.4	322.6
금융손익	(24.4)	(34.9)	(24.0)	(21.1)	(17.0)
중속/관계기업손익	(1.2)	3.3	12.2	3.1	4.0
기타영업외손익	(30.8)	(70.2)	(42.3)	(30.0)	(13.1)
세전이익	17.0	34.3	139.8	218.5	296.5
법인세	21.1	9.2	14.4	53.9	70.2
계속사업이익	(4.1)	25.1	125.3	164.6	226.3
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(4.1)	25.1	125.3	164.6	226.3
비배주주지분 순이익	17.9	19.9	35.3	46.3	63.6
지배주주순이익	(22.0)	5.2	90.1	123.1	190.8
지배주주지분포괄이익	(8.2)	(1.9)	75.0	117.0	160.9
NOPAT	(17.7)	99.7	173.8	200.7	246.2
EBITDA	148.7	229.9	285.8	348.4	395.7
성장성(%)					
매출액증가율	17.61	15.54	13.75	12.45	7.31
NOPAT증가율	적전	흑전	74.32	15.48	22.67
EBITDA증가율	4.28	54.61	24.31	21.90	13.58
영업이익증가율	(13.05)	85.68	42.47	37.39	21.10
(지배주주)순이익증가율	적전	흑전	1,632.69	36.63	55.00
EPS증가율	적전	흑전	1,587.22	36.16	54.98
수익성(%)					
매출총이익률	25.13	26.82	28.51	29.15	29.62
EBITDA이익률	7.97	10.66	11.66	12.64	13.37
영업이익률	3.93	6.31	7.91	9.66	10.90
계속사업이익률	(0.22)	1.16	5.11	5.97	7.65

투자지표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
주당지표(원)					
EPS	(961)	227	3,830	5,215	8,082
BPS	29,024	28,347	33,579	37,870	44,039
CFPS	7,905	10,688	13,611	14,282	16,882
EBITDAPS	6,499	10,046	12,154	14,761	16,765
SPS	81,540	94,212	104,272	116,810	125,350
DPS	500	600	720	720	720
주가지표(배)					
PER	(44.33)	236.12	14.39	20.31	13.10
PBR	1.47	1.89	1.64	2.80	2.40
PCFR	5.39	5.01	4.05	7.41	6.27
EV/EBITDA	17.11	12.26	10.34	11.47	9.59
PSR	0.52	0.57	0.53	0.91	0.84
재무비율(%)					
ROE	(3.26)	0.79	12.50	14.60	19.73
ROA	(0.79)	0.17	2.94	3.94	5.89
ROIC	(0.91)	4.74	7.91	8.86	11.17
부채비율	99.62	112.14	107.65	89.08	81.19
순부채비율	52.01	57.87	62.55	44.94	25.84
이자보상배율(배)	2.24	3.02	4.17	6.34	8.27

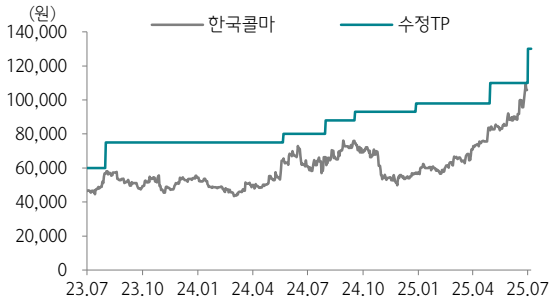
자료: 하나증권

대차대조표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
유동자산	816.3	898.4	858.7	931.9	1,247.0
금융자산	303.5	282.5	209.2	203.6	466.5
현금성자산	220.1	170.8	141.9	129.1	387.3
매출채권	258.8	318.1	284.2	319.6	343.0
재고자산	239.4	280.9	327.7	368.5	395.4
기타유동자산	14.6	16.9	37.6	40.2	42.1
비유동자산	2,117.0	2,111.1	2,268.0	2,188.0	2,116.2
투자자산	39.9	53.4	54.5	56.6	57.9
금융자산	24.9	37.9	44.9	45.7	46.3
유형자산	608.8	660.4	811.1	749.4	694.5
무형자산	1,301.8	1,271.0	1,249.3	1,228.9	1,210.7
기타비유동자산	166.5	126.3	153.1	153.1	153.1
자산총계	2,933.3	3,009.4	3,126.7	3,120.0	3,363.2
유동부채	868.1	1,283.7	1,215.0	1,057.2	1,089.9
금융부채	533.1	854.0	799.0	593.1	594.1
매입채무	160.2	190.5	187.5	210.9	226.3
기타유동부채	174.8	239.2	228.5	253.2	269.5
비유동부채	595.7	307.1	405.9	412.6	417.1
금융부채	534.7	249.4	352.0	352.0	352.0
기타비유동부채	61.0	57.7	53.9	60.6	65.1
부채총계	1,463.8	1,590.8	1,621.0	1,469.9	1,507.0
지배주주지분	664.1	648.6	792.6	893.9	1,039.5
자본금	11.4	11.4	11.8	11.8	11.8
자본잉여금	264.5	262.3	294.7	294.7	294.7
자본조정	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
기타포괄이익누계액	4.1	6.8	(2.2)	(2.2)	(2.2)
이익잉여금	383.7	367.6	487.9	589.2	734.8
비배주주지분	805.4	770.0	713.1	756.2	816.6
자본총계	1,469.5	1,418.6	1,505.7	1,650.1	1,856.1
순금융부채	764.3	820.9	941.8	741.5	479.6

현금흐름표	(단위:십억원)				
	2022	2023	2024	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	90.8	112.2	215.4	234.5	291.4
당기순이익	(4.1)	25.1	125.3	164.6	226.3
조정	127.2	163.3	130.5	82.0	73.1
감가상각비	75.4	93.7	92.0	82.0	73.1
외환거래손익	5.3	0.0	(10.2)	0.0	0.0
지분법손익	1.2	(2.5)	(12.5)	0.0	0.0
기타	45.3	72.1	61.2	0.0	0.0
영업활동 자산부채변동	(32.3)	(76.2)	(40.4)	(12.1)	(8.0)
투자활동 현금흐름	(145.2)	(155.7)	(205.2)	(12.4)	(9.3)
투자자산감소(증가)	(9.1)	740.1	681.5	(5.3)	(4.6)
자본증가(감소)	(32.5)	(106.8)	(247.2)	0.0	0.0
기타	(103.6)	(789.0)	(639.5)	(7.1)	(4.7)
재무활동 현금흐름	82.0	22.0	66.6	(222.9)	(16.0)
금융부채증가(감소)	158.0	35.5	47.6	(205.9)	1.0
자본증가(감소)	(2.2)	(2.2)	32.7	0.0	0.0
기타재무활동	(59.0)	0.1	(0.0)	0.0	0.0
배당지급	(14.8)	(11.4)	(13.7)	(17.0)	(17.0)
현금의 증감	28.9	(21.5)	76.7	(146.2)	258.2
Unlevered CFO	180.9	244.6	320.1	337.1	398.5
Free Cash Flow	53.0	5.4	(31.8)	234.5	291.4

투자의견 변동 내역 및 목표주가 괴리율

한국콜마



날짜	투자의견	목표주가	괴리율	
			평균	최고/최저
25.7.14	BUY	130,000		
25.5.12	BUY	110,000	-18.02%	-0.73%
25.1.9	BUY	98,000	-33.88%	-14.69%
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%

Compliance Notice

- 당사는 2025년 7월 14일 현재 해당회사의 지분을 1%이상 보유 하고 있지 않습니다
- 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
- 본 자료를 작성한 애널리스트(박은정)는 2025년 7월 14일 현재 해당회사의 유가증권을 보유하고 있지 않습니다

본 조사자료는 고객의 투자에 정보를 제공할 목적으로 작성되었으며, 어떠한 경우에도 무단 복제 및 배포 될 수 없습니다. 또한 본 자료에 수록된 내용은 당사가 신뢰할 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 연주가 대비 15% 이상 상승 여력
Neutral(중립)_목표주가가 연주가 대비 -15%~15% 등락
Reduce(비중축소)_목표주가가 연주가 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	95.43%	4.57%	0.00%	100%

* 기준일: 2025년 07월 14일