

화장품

한국콜마 161890

1Q25 Re: 한/중/미 모두 호실적 (QnA 포함)

May 12, 2025

BUY

유지

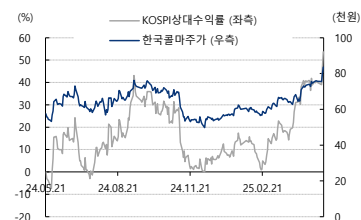
1Q25 Re: 선크림 계절성 사라지는 중**TP 110,000 원**

유지

Company Data

현재가(05/09)	83,600 원
액면가(원)	500 원
52 주 최고가(보통주)	83,600 원
52 주 최저가(보통주)	49,800 원
KOSPI (05/09)	2,577.27p
KOSDAQ (05/09)	722.52p
자본금	118 억원
시가총액	19,734 억원
발행주식수(보통주)	2,361 만주
발행주식수(우선주)	0 만주
평균거래량(60 일)	25.9 만주
평균거래대금(60 일)	197 억원
외국인지분(보통주)	36.07%
주요주주	
한국콜마홀딩스 외 23 인	26.59%
국민연금공단	13.47%

Price & Relative Performance



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

1분기 연결 매출액 및 영업이익 각각 매출액 6,531억원(YoY +14%), 599억원(YoY +85%)으로 시장기대치를 +18% 상회. 이번 실적 개선은 한/중/미 주요 법인 전반적인 실적 개선 기인. 특히, 한국은 선제품 계절성 희석되며 1Q 기준 역대 최대 OPM 기록

1)한국 매출액 2,743 억원 (YoY +11%) 영업이익 339 억원 (YoY +49%) 시현. 상위 레거시 브랜드 부진에도, 수출 중심 고객사 선전으로 상쇄. 카테고리별 비중은 선제품 27%, 스킨케어 48%, 메이크업 19%, 가동물은 75%시현. 선제품 주력 고객사는 YoY 300% 매출 증가 고무적임. 현재 K-선크림은 비미국향 물량 확대에 따른 최대 수혜 중. 2)중국 매출액 416 억원 (YoY +20%), 영업이익 31 억원 (YoY +73%) 시현. 선케어 전략 고객사들 주문 확대로 QoQ 흑자전환 유의미함. 3)미국 매출액 217 억원 (YoY +211%), 영업이익 15 억원 (YoY 흑전) 시현. 1 공장 이익 33 억원, 기술영업센터 비용 18 억원 반영. 최대 고객사 SKU 확대 및 4Q24 신규 고객사 매출 안정화에 따른 실적 호조 긍정적. 미국 제 2 공장은 가동 시기가 기존 4월 → 6월로 연기되었으나, 트럼프 관세 정책 발표 이후 생산 문의 급증으로 연간 매출 가이드نس (100~120 억원) 유지. 4)캐나다 매출은 YoY -3%. 영업이익 -13 억원 (YoY 적지) 시현. 글로벌 고객사 인하우스 생산 결정 영향으로, 하반기부터 신규 브랜드 매출 가시화될 듯

투자이견 BUY 및 목표주가 110,000원 유지

1분기는 한/중/미 전 법인의 실적이 모두 개선된 분기였음. 한국은 계절적 비수기임에도 불구하고, 선제품 비미국향(유럽/중동 등) 수출 확대로 계절성 영향이 완화되었고, 그 결과 1Q 기준 역대 최대 마진율을 기록함. 계절성 완화로 외주 공장을 인하우스 생산으로 전환할 수 있었고, 이로 인해 판관비 효율화 중. 또한, 2분기 한국 법인 가이드نس를 YoY Low~Midteen 제시했으나, 이는 최근 선제품 사재기 수요가 반영되지 않아 추가 성장 룬 충분하다고 판단. 한편, 미국 제2공장은 관세 발표 이후 생산 문의 급증 중. 가동시점이 4월 → 6월로 연기되었음에도 불구하고, 미국 제2공장 25년 매출 가이드نس 100~120억원을 유지. 이는 실제 수요 확대를 반영한 결과로 판단

Forecast earnings & Valuation

12 결산 (십억원)	2023.12	2024.12	2025.12E	2026.12E	2027.12E
매출액(십억원)	2,156	2,452	2,780	3,119	3,506
YoY(%)	15.5	13.7	13.4	12.2	12.4
영업이익(십억원)	136	194	266	325	383
OP 마진(%)	6.3	7.9	9.6	10.4	10.9
순이익(십억원)	25	125	144	188	231
EPS(원)	227	3,830	4,523	5,892	7,245
YoY(%)	흑전	1,588.1	18.1	30.3	23.0
PER(배)	236.2	14.4	18.5	14.2	11.5
PCR(배)	5.5	4.5	4.9	4.3	3.8
PBR(배)	1.9	1.6	2.2	2.0	1.7
EV/EBITDA(배)	12.2	10.3	9.8	8.2	7.0
ROE(%)	0.8	12.5	12.7	14.7	15.8



[화장품/음식료] 권우정

3771- 9082,
20240006@iprovest.com

[도표 1] 한국콜마 1Q25 Re

(단위: 십억원, %)

구분	1Q25P	1Q24	YoY%	Consen	Diff%	4Q24	QoQ%
매출액	653.1	574.8	13.6	640.1	2.0	590.5	10.6
영업이익	59.9	32.4	84.8	51.0	17.6	35.1	70.6
세전이익	32.4	20.2	60.1	37.9	(14.4)	24.8	30.8
(지배)순이익	13.2	6.3	109.3	22.2	(40.2)	33.5	(60.5)
OPM%	9.2	5.6		8.0		6.0	
NPM%	2.0	1.1		3.5		5.7	

자료: 교보증권 리서치센터

[도표 2] 한국콜마 실적 추이 및 전망

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25F	3Q25F	4Q25F	23	24	25F
매출액	574.8	660.3	626.5	590.5	653.1	747.6	707.8	671.6	2,155.7	2,452.1	2,780.1
1. 한국	247.8	297.0	273.6	241.3	274.3	348.6	319.4	281.7	856.8	1,059.7	1,224.0
2. 중국	38.9	52.7	36.6	29.9	38.0	55.9	36.4	31.3	176.5	158.1	161.5
3. 미국	7.0	13.4	17.5	20.0	21.7	23.5	29.0	31.0	37.5	57.9	105.2
4. 캐나다	9.0	12.6	9.2	8.7	8.7	12.7	9.3	8.8	45.9	39.5	39.5
5. HK 이노엔	212.6	219.3	229.5	235.7	247.4	253.9	260.8	265.9	829.0	897.1	998.5
6. 연우	67.2	74.0	72.8	61.5	63.7	63.0	63.0	63.0	236.1	274.8	252.7
YoY	17.9%	10.1%	21.3%	7.0%	13.6%	13.2%	13.0%	13.7%	15.5%	13.7%	13.4%
1. 한국	22.8%	16.7%	47.0%	12.5%	10.7%	17.4%	16.7%	16.7%	18.2%	23.7%	15.5%
2. 중국	6.6%	-17.1%	-9.0%	-17.4%	-2.3%	6.0%	-0.7%	4.7%	37.0%	-10.4%	2.2%
3. 미국	7.7%	61.4%	54.9%	75.4%	210.0%	75.0%	65.7%	55.0%	45.9%	54.4%	81.6%
4. 캐나다	-25.0%	-11.9%	-12.4%	-4.4%	-3.3%	1.0%	1.0%	1.0%	-5.2%	-13.9%	0.0%
5. HK 이노엔	15.0%	7.3%	6.4%	5.2%	16.4%	15.8%	13.6%	12.8%	-2.1%	8.2%	11.3%
6. 연우	33.1%	17.1%	19.7%	-0.2%	-5.2%	-14.9%	-13.5%	2.4%	0.6%	16.4%	-8.1%
영업이익	32.4	71.7	54.5	35.1	59.9	81.7	72.7	51.7	136.1	193.9	266.1
1. 한국	22.8	44.2	37.3	18.1	33.9	54.0	45.5	23.9	79.7	122.4	157.3
2. 중국	(0.9)	6.7	1.0	(1.5)	3.1	6.7	1.1	0.4	9.9	5.3	11.3
3. 미국	(2.5)	(1.3)	(3.4)	1.2	1.5	0.0	0.5	1.0	(9.5)	(6.0)	3.0
4. 캐나다	(2.1)	(0.9)	(1.8)	(2.1)	(1.3)	(1.0)	(0.8)	(0.8)	(1.8)	(6.9)	(3.9)
5. HK 이노엔	17.3	24.3	22.2	24.4	25.4	25.0	26.5	27.2	65.8	88.2	104.1
6. 연우	0.0	1.2	1.2	(1.0)	(1.0)	(1.0)	2.0	2.0	(0.2)	0.9	2.0
YoY	168.9%	28.9%	75.7%	-6.0%	84.8%	13.9%	33.4%	47.2%	85.8%	42.4%	37.3%
1. 한국	68.4%	27.4%	184.7%	-1.6%	48.7%	22.1%	21.9%	32.3%	15.4%	53.5%	28.5%
OPM	5.6%	10.9%	8.7%	6.0%	9.2%	10.9%	10.3%	7.7%	6.3%	7.9%	9.6%
1. 한국	9.2%	14.9%	13.6%	7.5%	12.4%	15.5%	14.2%	8.5%	9.3%	11.5%	12.8%
2. 중국	-2.3%	12.7%	2.7%	-5.0%	8.2%	12.0%	3.0%	1.3%	5.6%	3.4%	7.0%
3. 미국	-35.7%	-9.7%	-19.4%	6.0%	6.9%	0.0%	1.7%	3.2%	-25.3%	-10.4%	2.9%
4. 캐나다	-23.3%	-7.1%	-19.6%	-24.1%	-14.9%	-7.9%	-8.6%	-9.1%	-3.9%	-17.5%	-9.9%
5. HK 이노엔	8.1%	11.1%	9.7%	10.4%	10.3%	9.9%	10.2%	10.2%	7.9%	9.8%	10.4%
6. 연우	0.0%	1.6%	1.6%	-1.6%	-1.6%	-1.6%	3.2%	3.2%	-0.1%	0.3%	0.8%
세전이익	20.2	59.3	35.5	24.8	32.4	71.7	45.4	44.4	34.3	139.8	193.9
YoY	138.8%	35.6%	32.0%	-155.4%	60.1%	20.9%	28.1%	79.0%	102.3%	307.1%	38.7%
(지배)순이익	6.3	34.9	15.4	33.5	13.2	43.0	25.5	25.0	5.2	90.1	106.8
YoY	8.7%	0.2%	33.8%	-171.5%	109.3%	23.4%	66.1%	-25.5%	-123.6%	1634.9%	18.5%
NPM	1.1%	5.3%	2.5%	5.7%	2.0%	5.8%	3.6%	3.7%	0.2%	3.7%	3.8%

자료: 교보증권 리서치센터

주요 QnA

Q. 2분기 법인별 가이드스

한국) 매출 로우틴~미드틴 증가 / OPM 미드틴 이상

중국) 매출 미드싱글 /OPM 로우틴

미국) 매출 70%+ 증가/이익 BEP 수준(미국 2 공장 가동 관련 비용 반영 예정)

캐나다) 매출 90 억/15 억 적자 내외

연우) 매출 600 억 초반/ 소폭 적자

Q. 연간 가이드스 변경 여부

인디브랜드는 수주 가시성이 짧아 1 개 분기 실적만으로 가이드스 변경은 어려움. 다만, 미국은 원래 가이드스가 연 850 억원(1 공장 750 억원+2 공장 100~120 억원)이었음. 최근 미국 1 공장 운영 성과가 예상보다 긍정적임. 미국 1 공장 연 매출은 800 억 원 이상도 무난할 것으로 판단됨. 2 공장은 연간 100~120 억 원은 당초 4 월 가동 계획에서 6 월로 다소 딜레이 되었음에도 견적 문의 증가로 인해 가이드스를 하향할 필요는 없다고 판단. 결론적으로 미국 법인 합산 매출은 900 억 원 이상 가능하며, 미국 연간 흑자 확실시 될 듯

Q. 판관비 증가 적었던 이유.(특히 지급수수료)

콜마 상여금 정책은 1 분기 협력사에 인센티브 지급함. 협력사 인센 1Q24 20 억 이상 지급했었고, 이번에 15 억원. 콜마는 과거 외주 가공 비중이 높았으나, 최근 선제품 계절성 약화로 인하우스 활용 및 고정비 전환 중. 해당 사항으로 판관비 조절 중 한편, 작년 연간 성과급 140 억원 예상했었는데, 실재는 160 억원 이상이었음. (2Q24 70 억원 반영) 올해도 작년 이상 성과급 반영 예상. 2분기 성과급 충당금 비용 증가 가능성 존재

Q. 미국 제2공장 준공시 관련 비용 반영 시점

5월 중하순 임시 준공 예상, 2분기 중 비용 반영 예정.

2분기 미국 사업은 BEP 수준 전망

Q. 선제품 사재기 현상 여부 및 2분기 매출 영향

1 분기 실적에는 영향 없음(관세가 4 월부터). 2 분기 가이드스에도 공식적으로 사재기 반영은 하지 않았으며, 생산사 입장에서 유통단 사재기 여부를 체감하긴 어려움. 가이드스를 상회할 경우, 그 원인은 선케어 매출일 것으로 추정됨. 한편, 최근 선제품 성장은 미국보다는 비미국향으로 추정

Q. 미국 2 공장 관련 고객사 구체적인 업데이트

작년 기준 미국 2 공장 관련 고객사는 총 100 여 개였고, 이 중 한국 고객사는 12~13 개. 실제 생산 결정을 내린 고객사는 단 1 곳뿐이었고, 나머지는 생산 협의 중이었음. 하지만 4 월 관세 발표 이후, 협의 중이던 모든 고객사들이 미국 생산 결정을 내림. 현재 남은 과제는 단가 협상인데, 이를 위해서는 공장 생산 코스트 산출이 먼저 필요. 공장 유틸리티 공사 지연으로 아직 가동이 안되고 있어 단가 협상이 지연 중임. 국내 선케어 브랜드 등 여러 브랜드들이 미국 생산에 큰 관심을 보이고 있으며, 연내 생산 가능성 있음

[한국콜마 161890]

포괄손익계산서

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,156	2,452	2,780	3,119	3,506
매출원가	1,578	1,753	1,988	2,230	2,507
매출총이익	578	699	792	889	999
매출총이익률 (%)	26.8	28.5	28.5	28.5	28.5
판매비와관리비	442	505	526	564	617
영업이익	136	194	266	325	383
영업이익률 (%)	6.3	7.9	9.6	10.4	10.9
EBITDA	230	286	368	438	506
EBITDA Margin (%)	10.7	11.7	13.2	14.0	14.4
영업외손익	-102	-54	-72	-72	-72
관계기업손익	3	12	12	12	12
금융수익	24	30	25	30	37
금융비용	-59	-54	-70	-66	-66
기타	-70	-42	-39	-49	-55
법인세비용차감전순이익	34	140	194	253	311
법인세비용	9	14	50	65	79
계속사업순이익	25	125	144	188	231
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	25	125	144	188	231
당기순이익률 (%)	1.2	5.1	5.2	6.0	6.6
비지배지분순이익	20	35	38	49	60
지배지분순이익	5	90	107	139	171
지배순이익률 (%)	0.2	3.7	3.8	4.5	4.9
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	-11	-20	-17	-17	-17
포괄순이익	14	105	128	171	214
비지배지분포괄이익	16	30	37	49	62
지배지분포괄이익	-2	75	91	122	152

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	239	291	342
당기순이익	25	125	144	188	231
비현금항목의 가감	219	195	232	253	271
감가상각비	73	69	82	95	107
외환손익	0	-10	-5	-5	-5
자본법평가손익	-3	-1	-12	-12	-12
기타	149	137	167	175	181
자산부채의 증감	-76	-40	-51	-54	-56
기타현금흐름	-56	-64	-86	-96	-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	171	153	211
기초 현금	220	171	142	313	466
기말 현금	171	142	313	466	677
NOPLAT	100	174	198	242	285
FCF	10	-22	69	112	153

자료: 한국콜마, 교보증권 리서치센터

재무상태표

단위: 십억원

12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
유동자산	898	859	1,056	1,250	1,513
현금및현금성자산	171	142	313	466	677
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	3,387	3,643	3,967
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	882	1,004	1,159
자본금	11	12	12	12	12
자본잉여금	262	295	295	295	295
이익잉여금	368	488	578	700	854
기타자본변동	0	0	0	0	0
비지배지분	770	713	794	904	1,042
자본총계	1,419	1,506	1,676	1,908	2,201
총차입금	1,088	1,139	1,213	1,219	1,229

주요 투자지표

단위: 원, 배, %

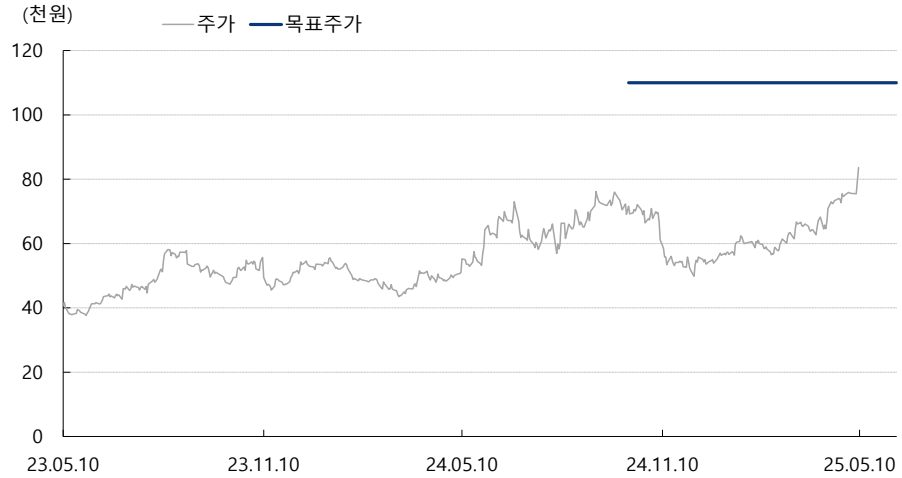
12 결산(십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
EPS	227	3,830	4,523	5,892	7,245
PER	236.2	14.4	18.5	14.2	11.5
BPS	28,347	33,579	37,382	42,554	49,079
PBR	1.9	1.6	2.2	2.0	1.7
EBITDAPS	10,046	12,154	15,597	18,538	21,435
EV/EBITDA	12.2	10.3	9.8	8.2	7.0
SPS	94,212	104,272	117,778	132,149	148,542
PSR	0.6	0.5	0.7	0.6	0.6
CFPS	451	-928	2,923	4,743	6,500
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	13.4	12.2	12.4
영업이익 증가율	85.8	42.4	37.3	22.1	17.8
순이익 증가율	흑전	398.5	15.1	30.3	23.0
수익성					
ROIC	4.7	7.9	8.4	9.8	11.1
ROA	0.2	2.9	3.3	4.0	4.5
ROE	0.8	12.5	12.7	14.7	15.8
안정성					
부채비율	112.1	107.7	102.1	90.9	80.2
순차입금비율	36.1	36.4	35.8	33.5	31.0
이자보상배율	3.0	4.2	5.3	6.5	7.5

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)					
2025.05.11	매수	110,000							

자료: 교보증권 리서치센터

Compliance Notice

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

이 조사자료는 당사 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보증하는 것이 아닙니다. 따라서 이 조사자료는 투자참고자료로만 활용하시기 바라며, 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 또한 이 조사자료의 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_2025.03.31

구분	Buy(매수)	Trading Buy(매수)	Hold(보유)	Sell(매도)
비율	96.5	2.8	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