

한국콜마 (161890.KS)

2Q25 Review: Unexpected

투자의견

BUY(유지)

목표주가

120,000 원(하향)

현재주가

88,900 원(08/08)

시가총액

2,098 (십억원)

유통/화장품/패션 이해니_02)368-6155_hnlee@eugenefn.com

- 2Q25E 매출액 7,308억원(+10.7%, 이하 yoy), 영업이익 734억원(+2.4%), OPM 10.0% 기록
- 매출액은 국내, 미국 주요 고객사의 주문 하락으로 당사 추정치 하회, 영업이익은 매출 레버리지 효과의 부재와 전년대비 성과급 20억원 증익 영향으로 다소 아쉬운 수준 기록
- 국내 매출액 3,281억원(+10.5%), 영업이익 490억원(+10.8%), OPM 14.9%, 해외 매출액 783억원(-1.5%), 영업이익 62억원
- 중국 매출액 499억원(-6.7%), 영업이익 61억원(-9.0%), 북미 매출액 284억원(+9.2%), 영업이익 1억원(흑전)
- 미국 매출액 184억원(+37.7%), 영업이익 -2억원(-1.1%), 캐나다 매출액 100억원(-20.9%), 영업이익 3억원(+3.0%)
- 연우 매출액 707억원(-4.4%), 영업이익 8억원(-33.3%)
- 국내(간접수출 포함) 매출 2위 브랜드의 수주 큰 폭 하락, 일부 인디 브랜드의 주문 축소 영향으로 컨센서스 하회
- 미국 당분기 기준 고객사의 예기치 못 한 수주 감소 및 제2공장 신규 브랜드 수주 지연으로 연간 가이던스 소폭 하향
- 하반기 인기 인디 브랜드의 대량 주문 기대, 신규 성장 동력인 색조 매출 비중 높여나갈 것(작년 14~15%→당분기 17~18%)
- 가이던스 변경: 미국 연간 매출액 900억원→800억원, 영업이익 연간 흑자→BEP/ 캐나다 영업이익 60억 적자→30억으로 축소
- 투자의견 'BUY' 유지. 목표주가 120,000원으로 하향. 실적 추정치 및 OEM 밸류에이션 하향 영향

주가(원, 08/08) 88,900
시가총액(십억원) 2,098

발행주식수 23,605천주
52주 최고가 110,700원
최저가 49,550원
52주 일간 Beta 0.34
60일 일평균거래대금 225억원
외국인 지분율 0.0%
배당수익률(2024E) 0.8%

주주구성
한국콜마홀딩스 (외 24인) 26.6%
국민연금공단 (외 1인) 13.4%
NIHON KOLMAR (외 1인) 11.8%

주가상승(%) 1M 6M 12M
절대기준 -13.4 48.2 48.7
상대기준 -16.4 20.9 23.1

(원, 십억원)	현재	직전	변동
투자의견	BUY	BUY	-
목표주가	120,000	135,000	▼
영업이익(25)	245	254	▼
영업이익(26)	291	302	▼

12월 결산(십억원)	2023A	2024A	2025E	2026E
매출액	2,156	2,452	2,769	3,062
영업이익	136	194	245	291
세전손익	34	140	197	243
당기순이익	25	125	162	199
EPS(원)	227	3,816	4,877	6,462
증감률(%)	흑전	1,581.7	27.8	32.5
PER(배)	236.2	14.4	18.2	13.8
ROE(%)	0.8	12.5	13.7	15.9
PBR(배)	1.9	1.6	2.3	2.0
EV/EBITDA(배)	9.0	7.9	3.3	4.0

자료: 유진투자증권



도표 1. 한국콜마 분기별 실적 전망

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	574.8	660.3	626.5	590.5	653.1	730.8	697.9	686.7	2,452.1	2,768.6	3,062.2
국내	247.8	297.0	273.1	241.2	274.3	328.1	311.6	295.3	1,059.1	1,209.3	1,339.8
해외	54.8	79.5	63.3	58.6	72.0	78.3	65.7	63.2	256.2	279.3	299.8
중국	38.8	53.5	36.6	29.9	41.6	49.9	36.2	28.9	158.8	156.6	161.3
북미	15.9	26.0	26.7	28.7	30.4	28.4	29.5	34.3	97.4	122.7	138.5
미국	7.0	13.4	17.5	20.0	21.7	18.4	20.3	23.0	57.9	83.4	96.5
캐나다	9.0	12.6	9.2	8.7	8.7	10.0	9.2	11.3	39.5	39.2	42.0
연우	67.2	74.0	72.8	61.5	63.7	70.7	69.8	70.0	275.5	274.2	282.4
이노엔	212.6	219.3	229.5	235.8	247.4	264.0	255.3	262.6	897.1	1,029.3	1,160.1
영업이익	32.4	71.7	54.5	35.1	59.9	73.4	64.9	46.7	193.9	245.0	291.0
%	5.6	10.9	8.7	6.0	9.2	10.0	9.3	6.8	7.9	8.9	9.5
국내	22.8	44.2	37.3	18.1	33.9	49.0	44.3	23.9	122.4	151.1	177.0
%	9.2	14.9	13.7	7.5	12.4	14.9	14.2	8.1	11.6	12.5	13.2
해외	(2.8)	4.5	(4.2)	(2.4)	3.3	6.2	(0.7)	(2.9)	(4.9)	5.8	10.2
중국	1.8	6.7	1.0	(1.5)	3.1	6.1	0.8	(1.2)	8.0	8.8	9.5
북미	(4.6)	(2.2)	(5.2)	(0.9)	0.2	0.1	(1.5)	(1.8)	(12.9)	(3.0)	0.7
미국	(2.5)	(1.3)	(3.4)	1.2	1.5	(0.2)	(0.6)	(0.7)	(6.0)	(0.0)	1.9
캐나다	(2.1)	(0.9)	(1.8)	(2.1)	(1.3)	0.3	(0.9)	(1.1)	(6.9)	(3.0)	(1.2)
연우	(0.0)	1.2	1.2	(1.0)	(0.1)	0.8	0.8	0.2	1.4	1.7	2.1
이노엔	17.3	24.3	22.2	24.4	25.4	19.5	24.3	27.9	88.2	97.1	118.4
지배순이익	6.3	34.9	15.4	33.5	13.2	39.9	34.2	27.7	90.1	115.0	152.5
%	1.1	5.3	2.5	5.7	2.0	5.5	4.9	4.0	3.7	4.2	5.0
<yoy>											
매출액	17.9	10.1	21.3	7.0	13.6	10.7	11.4	16.3	13.7	12.9	10.6
국내	22.8	16.7	46.7	12.5	10.7	10.5	14.1	22.4	23.6	14.2	10.8
해외	-0.3	-7.8	3.7	1.7	31.5	-1.5	3.8	7.9		9.0	7.4
중국	6.4	-16.0	-9.1	-17.3	7.2	-6.7	-1.1	-3.3	-10.1	-1.4	3.0
북미	-13.6	15.2	28.5	33.8	90.6	9.2	10.5	19.5	16.9	26.0	12.9
미국	7.7	61.3	70.6	62.1	210.9	37.7	16.0	15.0	54.8	44.2	15.7
캐나다	-25.1	-11.5	-12.5	-4.6	-3.0	-20.9	0.1	30.0	-13.9	-0.7	7.0
연우	33.1	17.1	19.8	-0.8	-5.3	-4.4	-4.1	13.9	16.5	-0.5	3.0
이노엔	15.0	7.3	6.4	5.2	16.3	20.4	11.3	11.4	8.2	14.7	12.7
영업이익	168.9	28.9	75.7	-6.0	84.8	2.4	19.1	32.9	42.4	26.4	18.8
국내	68.6	27.6	185.0	-1.9	48.5	10.8	18.9	32.6	53.7	23.4	17.2
해외	29.7	-34.4	-86.4	-4.3	흑전	37.8	82.6	-22.7		흑전	74.9
중국	흑전	-23.3	107.5	적전	72.2	-9.0	-19.2	적지	-17.9	흑전	흑전
북미	적지	적지	적지	적지	흑전	흑전	적지	적지	적지	적지	적지
미국	-35.8	-9.7	-19.4	6.0	6.9	-1.1	-3.1	-3.1	적지	적지	적지
캐나다	-23.4	-7.1	-19.5	-24.1	-14.9	3.0	-9.9	-9.5	적지	적지	적지
연우	적지	-2.5	-26.9	적지	적지	-33.3	-30.2	흑전	흑전	27.3	19.2
이노엔	206.0	58.9	-0.8	8.2	47.0	-19.9	9.5	14.5	33.8	10.1	21.9
지배순이익	8.7	0.2	33.8	흑전	109.3	14.6	122.2	-17.4	1,634.9	27.7	32.6

자료: 회사자료, 유진투자증권



도표 2. 연간 실적 추이 및 전망

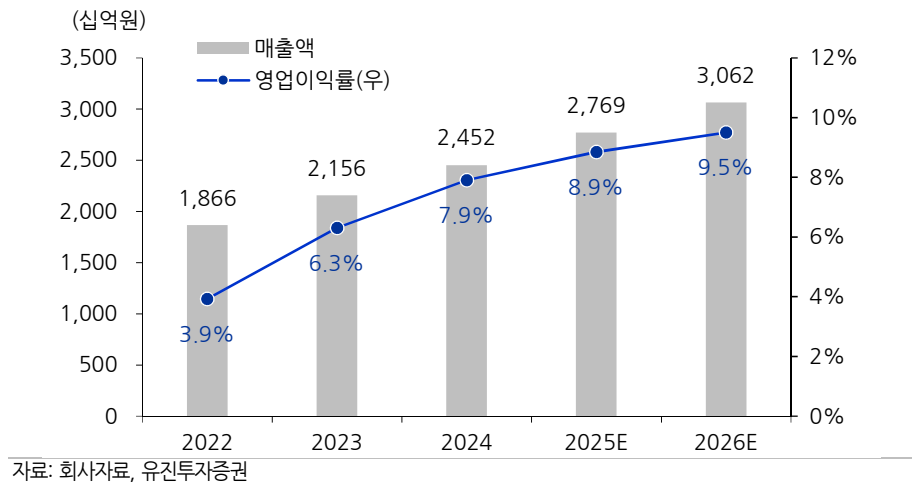


도표 3. 사업부별 매출액 추이

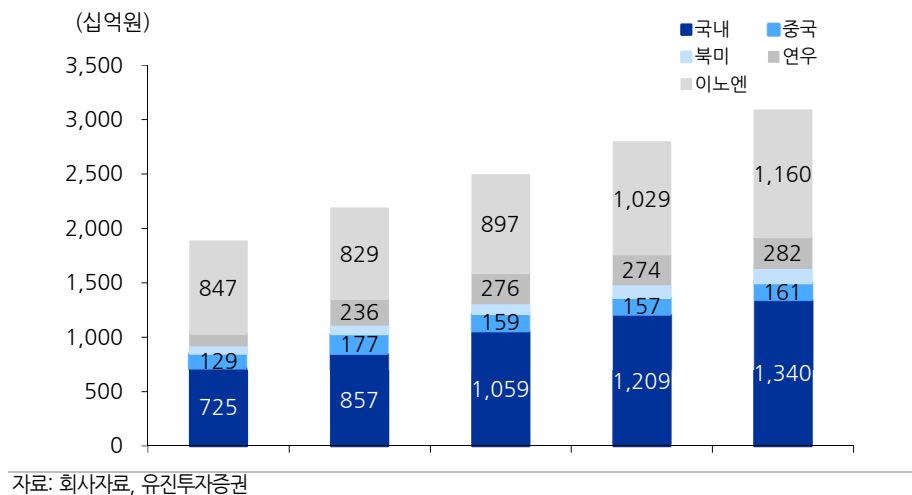


도표 4. PER BAND

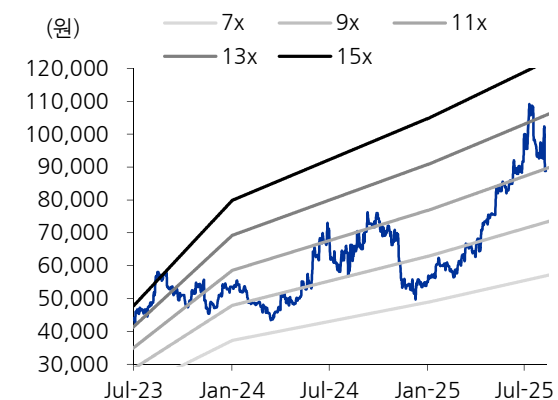


도표 5. PBR BAND

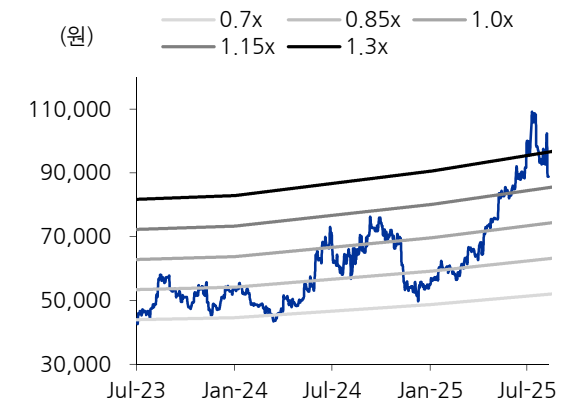


도표 6. Valuation

(십억원, 천주, 원, %)	순이익	Target PER	계산	비고
영업가치	140			
화장품: 콜마, 연우	104	20	2,081	
의약품: 이노엔	37	20	745	
적정 시가총액			2,826	
주식 수			23,605	
적정주가 (원)			120,000	
현재주가 (원)			88,900	
상승여력 (%)			35.0	
Implied PER			15.0	
화장품 PER			20.3	

자료: 회사자료, 유진투자증권

도표 7. Key Indicator

(십억원)	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
매출액	667	822	1,358	1,379	1,322	1,586	1,866	2,156	2,452
영업이익	73	67	90	100	122	84	73	136	194
세전이익	71	62	55	45	222	67	17	34	140
순이익	53	49	37	34	161	44	-4	25	125
지배순이익	53	47	42	29	160	36	-22	5	90
EPS	2,516	2,239	1,893	1,270	7,004	1,565	-961	227	3,816
BPS	12,790	14,458	19,616	20,601	27,257	29,876	29,024	28,347	14.4
DPS	250	300	330	330	345	415	500	600	12.5
PER	26.2	36.6	37.2	37.2	7.3	25.7	na	236.2	1.6
ROE	21.6	16.4	11.4	6.4	29.3	5.5	-3.3	0.8	7.9
PBR	5.1	5.7	3.6	2.3	1.9	1.3	1.5	1.9	286
EV/EBITDA	16.7	21.4	19.1	13.6	10.4	10.5	11.7	9.0	33,579
EBITDA	85	86	132	160	183	143	149	230	720
배당수익률	0.4	0.4	0.5	0.7	0.7	1.0	1.2	1.1	1.3
순차입금	31	115	949	1,093	747	577	770	835	952

자료: 회사자료, 유진투자증권



한국콜마(051900.KS) 재무제표

대차대조표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	3,009	3,127	3,427	3,617	3,801
유동자산	898	859	1,619	2,013	2,282
현금성자산	269	199	884	1,202	1,418
매출채권	324	294	348	386	412
재고자산	281	328	349	387	413
비유동자산	2,111	2,268	1,808	1,603	1,519
투자자산	180	208	217	226	235
유형자산	660	811	355	157	78
기타	1,271	1,249	1,236	1,221	1,207
부채총계	1,591	1,621	1,817	1,871	1,902
유동부채	1,284	1,215	1,354	1,396	1,425
매입채무	390	360	383	424	453
유동성이자부채	854	799	915	915	915
기타	40	56	56	57	57
비유동부채	307	406	463	475	477
비유동이자부채	249	352	401	411	411
기타	58	54	62	64	67
자본총계	1,419	1,506	1,610	1,746	1,899
지배지분	649	793	893	1,029	1,182
자본금	11	12	12	12	12
자본잉여금	262	295	295	295	295
이익잉여금	368	488	586	722	875
기타	7	(2)	0	0	0
비지배지분	770	713	717	717	717
자본총계	1,419	1,506	1,610	1,746	1,899
총차입금	1,103	1,151	1,315	1,325	1,325
순차입금	835	952	432	123	(93)

현금흐름표

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업현금	112	215	733	387	250
당기순이익	25	125	162	199	223
자산상각비	94	92	529	266	101
기타비현금성손익	126	103	7	(46)	(52)
운전자본증감	(76)	(40)	48	(34)	(23)
매출채권감소(증가)	(60)	40	(49)	(38)	(26)
재고자산감소(증가)	(41)	(53)	(22)	(38)	(26)
매입채무증가(감소)	26	(7)	111	41	28
기타	(2)	(20)	7	0	0
투자현금	(156)	(205)	(99)	(63)	(19)
단기투자자산감소	(35)	49	(33)	(2)	(2)
장기투자증권감소	1	14	(1)	(1)	(2)
설비투자	107	247	53	45	0
유형자산처분	1	2	7	0	0
무형자산처분	(16)	(13)	(8)	(8)	(8)
재무현금	(8)	(43)	55	(7)	(18)
차입금증가	8	25	55	10	0
자본증가	(17)	(19)	(17)	(17)	(18)
배당금지급	17	19	17	17	18
현금 증감	(49)	(29)	690	316	214
기초현금	220	171	142	831	1,148
기말현금	171	142	831	1,148	1,362
Gross Cash flow	245	320	701	420	273
Gross Investment	197	295	18	95	40
Free Cash Flow	47	25	684	326	234

자료: 유진투자증권

손익계산서

(단위:십억원)	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	2,156	2,452	2,769	3,062	3,277
증가율(%)	15.5	13.7	12.9	10.6	7.0
매출원가	1,578	1,753	1,968	2,169	2,315
매출총이익	578	699	800	893	962
판매 및 일반관리비	442	505	555	602	642
기타영업손익	12	14	10	8	7
영업이익	136	194	245	291	320
증가율(%)	85.8	42.4	26.4	18.8	10.1
EBITDA	230	286	774	557	421
증가율(%)	54.6	24.3	170.9	(28.1)	(24.4)
영업외손익	(102)	(54)	(48)	(48)	(48)
이자수익	9	8	8	8	9
이자비용	45	47	38	39	39
지분법손익	2	13	1	1	1
기타영업외손익	(68)	(28)	(18)	(18)	(19)
세전순이익	34	140	197	243	272
증가율(%)	102.3	307.1	41.1	23.2	12.1
법인세비용	9	14	36	44	49
당기순이익	25	125	162	199	223
증가율(%)	흑전	398.5	29.1	23.2	12.1
지배주주지분	5	90	115	153	171
증가율(%)	흑전	1,634.9	27.8	32.5	11.9
비지배지분	20	35	47	47	53
EPS(원)	227	3,816	4,877	6,462	7,229
증가율(%)	흑전	1,581.7	27.8	32.5	11.9
수정EPS(원)	227	3,816	4,877	6,462	7,229
증가율(%)	흑전	1,581.7	27.8	32.5	11.9

주요투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	227	3,816	4,877	6,462	7,229
BPS	28,347	33,579	37,840	43,582	50,061
DPS	600	720	720	750	780
밸류에이션(배, %)					
PER	236.2	14.4	18.2	13.8	12.3
PBR	1.9	1.6	2.3	2.0	1.8
EV/EBITDA	9.0	7.9	3.3	4.0	4.8
배당수익율	1.1	1.3	0.8	0.8	0.9
PCR	5.0	4.1	3.0	5.0	7.7
수익성(%)					
영업이익율	6.3	7.9	8.9	9.5	9.8
EBITDA이익율	10.7	11.7	28.0	18.2	12.9
순이익율	1.2	5.1	5.8	6.5	6.8
ROE	0.8	12.5	13.7	15.9	15.4
ROIC	4.5	7.5	9.1	12.5	14.7
안정성(배, %)					
순차입금/자기자본	58.8	63.2	26.8	7.0	(4.9)
유동비율	70.0	70.7	119.6	144.2	160.1
이자보상배율	3.0	4.2	6.5	7.5	8.3
활동성(회)					
총자산회전율	0.7	0.8	0.8	0.9	0.9
매출채권회전율	7.4	7.9	8.6	8.3	8.2
재고자산회전율	8.3	8.1	8.2	8.3	8.2
매입채무회전율	6.3	6.5	7.4	7.6	7.5



Compliance Notice
당사는 자료 작성일 기준으로 지난 3 개월 간 해당종목에 대해서 유가증권 발행에 참여한 적이 없습니다
당사는 본 자료 발간일을 기준으로 해당종목의 주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다
당사는 동 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전 제공한 사실이 없습니다
조사분석담당자는 자료작성일 현재 동 종목과 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다
동 자료에 게재된 내용들은 조사분석담당자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다
동 자료는 당사의 제작물로서 모든 저작권은 당사에게 있습니다
동 자료는 당사의 동의 없이 어떠한 경우에도 어떠한 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형, 대여할 수 없습니다
동 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보로부터 얻어진 것이나, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다.
따라서 어떠한 경우에도 자료는 고객의 주식투자의 결과에 대한 법적 책임소재에 대한 증빙자료로 사용될 수 없습니다

투자기간 및 투자등급/투자의견 비율		
종목추천 및 업종추천 투자기간: 12 개월 (추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 목표수익률을 의미함)		당사 투자의견 비율(%)
· STRONG BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +50%이상	0%
· BUY(매수)	추천기준일 종가대비 +15%이상 ~ +50%미만	98%
· HOLD(중립)	추천기준일 종가대비 -10%이상 ~ +15%미만	2%
· REDUCE(매도)	추천기준일 종가대비 -10%미만	0%

(2025.06.30 기준)

