

한국콜마 (161890)

정한솔

hansol.jung@daishin.com

투자의견

BUY

매수, 유지

6개월

목표주가

80,000

하향

현재주가

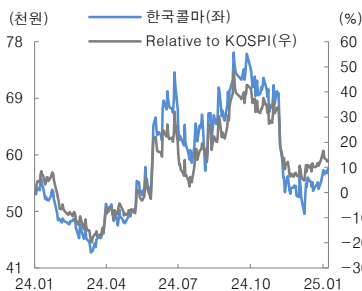
(25.01.08)

57,200

화학제품업종

KOSPI	2521.05
시가총액	1,350십억원
시가총액비중	0.06%
자본금(보통주)	12십억원
52주 최고/최저	76,200원 / 43,500원
120일 평균거래대금	203억원
외국인지분율	34.35%
주요주주	한국콜마홀딩스 외 24 인 26.59% NIHON KOLMAR 11.77%

주가수익률(%)	1M	3M	6M	12M
절대수익률	10.9	-17.2	-6.8	6.5
상대수익률	6.8	-14.8	5.6	8.5



중요한 건 2025년

- 4Q24 매출액 6,011억원, 영업이익 460억원으로 시장기대치 하회 전망
- 별도법인 건조한 성장 지속 및 미국법인 흑자전환 긍정적
- 캐나다 및 중국 법인 부진 지속, 25년 해외 법인 실적 개선이 핵심

투자의견 BUY 유지하나 목표주가 80,000원으로(-20%) 하향

목표주가 산정 연도 변경 및 업종 밸류에이션 하락에 따라 목표주가 하향 조정. 25E EPS 4,446원에 Target PER 기준 20배에서 18배 적용하여 산출

국내 연간생산 능력은 23년 3.7억 → 24년말 5.3억개로 증가. 25년 늘어난 생산능력을 기반으로 고수익 스킨케어/선풍제품 중심 매출 확대 예상. 25년 실적 핵심은 해외법인 손익. 미국은 올해 하반기 미국2공장 신규 가동을 앞두고 미국1공장 흑자전환에 성공하며 고정비 부담 축소된 점 긍정적. 다만 R&D센터 비용이 지속되고 2공장 수주 확보 속도에 따라 비용 부담 존재. 캐나다는 상위 고객사 부진으로 25년 적자 지속 예상. 중국은 저가수주 지양하며 수익성 방어에 나설 전망이다. 비우호적인 영업환경이 지속되고 있어 보수적인 접근 필요. 해외법인 실적 개선 시점 확인 시 주가 반등 기대

4Q24 Preview: 중요한 건 2025년

4Q24 매출액 6,011억원(YoY 9%), 영업이익 460억원(YoY 24%, OPM 7.7%)으로 시장기대치 하회 전망 [국내] 매출액 2,413억원(YoY 13%), 영업이익 217억원 YoY 18%, OPM 9.0%) 전망. 국내 고객사들의 수출 수요가 확대되며 매출 성장 지속. 다만 계절적으로 고수익 선풍제품 비중 감소와 일회성 인건비 증가로 마진 개선은 제한적. 세종공장 라인 증설이 마무리됨에 따라 연간 CAPA 5.3억개 확보 완료. 25년 늘어난 캐파를 바탕으로 성장 지속 전망 [연결법인] 해외 법인별로 상이할 전망. 미국은 신규 고객사 유입으로 매출 고성장(YoY 55%)하며 흑자전환 예상. 캐나다는 상위 고객사 물량 축소가 지속되며 YoY 적자전환 예상. 중국은 비우호적인 영업환경이 지속되며 부진할 것으로 예상. 연우는 비즈니스 구조 변경 효과로 YoY 흑자전환 예상

(단위: 십억원, %)

구분	4Q23	3Q24	직전추정	당사추정	4Q24(F)			1Q25		
					YoY	QoQ	Consensus	당사추정	YoY	QoQ
매출액	552	627	631	601	8.9	-4.0	621	626	8.9	4.1
영업이익	37	55	54	46	24.3	-14.8	53	44	35.2	-5.7
순이익	-47	15	25	15	흑전	-1.2	16	29	355.1	89.3

자료: 한국콜마, FnGuide, 대신증권 Research Center

영업실적 및 주요 투자지표

(단위: 십억원, 원, %)

	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,866	2,156	2,463	2,717	2,893
영업이익	73	136	205	237	265
세전순이익	17	34	128	181	224
총당기순이익	-4	25	92	130	161
지배지분순이익	-22	5	72	105	134
EPS	-961	227	3,053	4,446	5,662
PER	NA	236.2	18.0	12.7	10.0
BPS	29,024	28,347	30,256	34,300	39,878
PBR	1.5	1.9	1.9	1.7	1.4
ROE	-3.3	0.8	10.6	13.8	15.3

주: EPS와 BPS, ROE는 지배지분 기준으로 산출, 자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

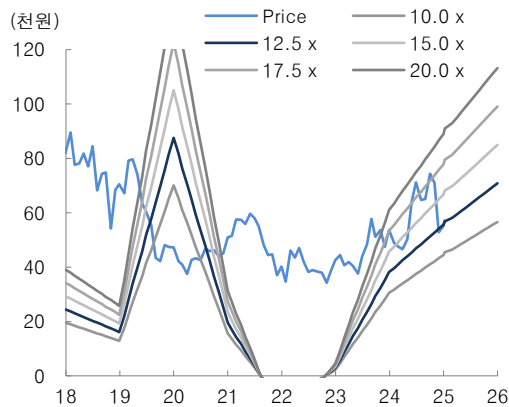
연간 실적 추정 변경

(단위: 십억원, 원, %, %p)

	수정전		수정후		변동률	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
매출액	2,493	2,803	2,463	2,717	-1.2	-3.1
영업이익	212	247	205	237	-3.3	-3.8
영업이익률	8.5	8.8	8.3	8.7	-0.2	-0.1
지배지분순이익	81	117	72	105	-11.7	-9.9
순이익률	4.2	5.2	3.7	4.8	-0.4	-0.4
EPS(지배지분순이익)	3,459	4,936	3,053	4,446	-11.7	-9.9

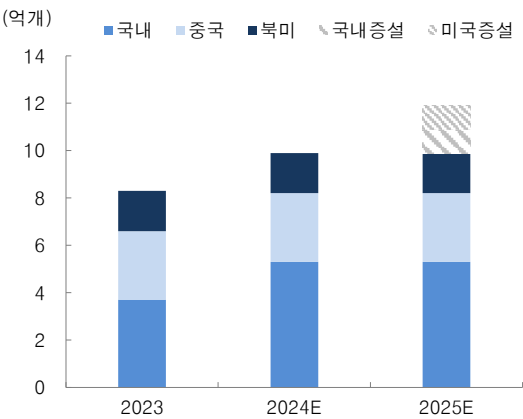
자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

그림 1. 한국콜마 PER Band Chart



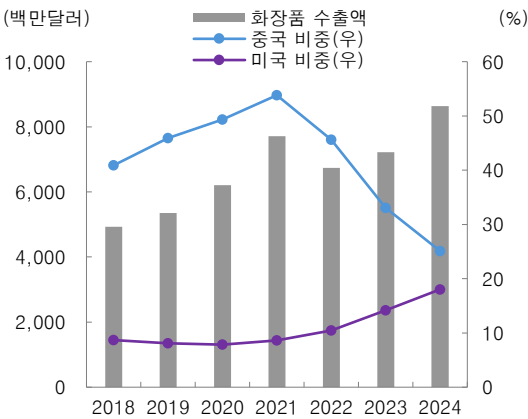
자료: Valuewise, 대신증권 Research Center

그림 2. 한국콜마 CAPA 추이



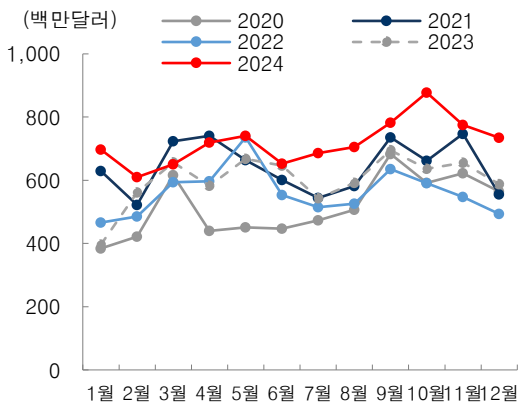
자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

그림 3. 한국 화장품 수출액 및 주요 국가 비중



자료: Trass, 대신증권 Research Center

그림 4. 한국 월별 화장품 수출액 추이



자료: Trass, 대신증권 Research Center

표 1. 한국콜마 연결 기준 분기/연간 실적 추정 (단위: 십억원, %)

	1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24E	2023	2024E	2025
매출액	488	589	516	552	575	660	627	601	2,145	2,463	2,717
별도	202	254	186	215	248	297	274	241	857	1,060	1,212
연결법인	286	335	330	337	327	363	353	360	1,288	1,403	1,505
중국	36	64	40	36	39	54	37	31	177	160	144
미주	18	23	21	21	16	26	27	28	83	96	112
HK 이노엔	185	204	216	224	213	219	230	245	829	906	1,003
연우	51	63	61	61	67	74	73	68	236	281	290
YoY (%)	18.8	17.1	9.1	15.2	17.9	12.1	21.3	8.9	15.0	14.8	10.3
별도	12.5	23.6	6.0	30.9	22.8	16.7	47.0	12.5	18.2	23.7	14.4
연결법인	23.7	12.7	10.8	7.1	14.4	8.6	6.8	6.6	12.9	8.9	7.2
중국	0.8	91.7	43.0	15.8	6.4	-15.9	-9.1	-14.3	37.1	-9.4	-9.9
미주	4.9	34.8	-1.5	15.2	-13.6	15.1	28.4	29.5	12.4	15.8	16.1
HK 이노엔	2.6	-18.9	8.8	3.6	15.0	7.3	6.4	9.2	-2.1	9.3	10.7
연우	-25.1	3.0	12.5	18.3	32.8	17.1	19.8	10.0	0.5	19.3	3.0
영업이익	12	56	31	37	32	72	55	46	136	205	237
별도	14	44	37	27	28	54	44	24	80	126	147
연결법인	-1	28	17	27	23	22	23	28	56	79	91
중국	0	9	0	1	-1	7	1	0	10	7	5
미주	-4	-2	-3	0	-5	-2	-5	-2	-9	-14	-12
HK 이노엔	6	15	22	23	17	24	22	28	66	92	105
연우	-3	1	1	0	0	1	1	1	0	3	5
YoY (%)	-6.6	65.5	71.5	332.8	168.9	28.8	75.6	24.3	85.8	50.6	15.7
별도	-6.3	51.5	26.0	-14.0	68.9	27.4	184.7	18.0	15.3	58.1	16.5
연결법인	적지	1.0	1.3	흑전	흑전	0.3	0.0	0.3	1,250.2	40.1	14.5
중국	적지	흑전	흑전	흑전	적지	-0.2	1.1	-0.7	흑전	-0.3	-0.3
미주	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
HK 이노엔	46.1	-14.9	5.2	169.0	206.0	58.9	-0.8	25.1	27.9	39.6	13.7
연우	적전	-0.7	흑전	적지	적지	0.0	-0.1	흑전	-10.0	-7.1	26.0
영업이익률 (%)	2.5	9.5	6.0	6.8	5.6	10.9	8.7	7.7	6.3	8.3	8.7
별도	6.7	13.6	7.0	8.6	9.2	14.9	13.6	9.0	9.3	11.9	12.1
연결법인	-0.5	6.3	5.4	5.6	2.9	7.6	4.9	6.9	4.4	5.6	6.0
중국	-0.2	13.7	1.2	1.7	-2.3	12.5	2.7	0.5	5.5	4.3	3.4
미주	-21.2	-8.2	-12.4	-1.9	-29.0	-8.3	-19.5	-6.1	-10.5	-14.2	-10.8
HK 이노엔	3.1	7.5	10.4	10.1	8.1	11.1	9.7	11.5	8.0	10.2	10.4
연우	-5.0	1.9	2.2	-0.1	0.0	1.6	1.6	1.6	0.0	1.2	1.9

자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

재무제표

포괄손익계산서	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	1,866	2,156	2,463	2,717	2,893
매출원가	1,397	1,578	1,763	1,941	2,065
매출총이익	469	578	700	776	829
판매비와관리비	396	442	495	539	564
영업이익	73	136	205	237	265
영업이익률	3.9	6.3	8.3	8.7	9.2
EBITDA	149	230	291	323	350
영업외손익	-56	-102	-77	-56	-41
관계기업손익	-1	3	3	1	1
금융수익	35	24	19	19	19
외환관련이익	0	0	0	0	0
금융비용	-60	-59	-53	-51	-48
외환관련손실	21	11	7	7	7
기타	-31	-70	-48	-26	-12
법인세비용차감전순손익	17	34	128	181	224
법인세비용	-21	-9	-36	-51	-63
계속사업순손익	-4	25	92	130	161
중단사업순손익	0	0	0	0	0
당기순이익	-4	25	92	130	161
당기순이익률	-0.2	1.2	3.7	4.8	5.6
비지배지분순이익	18	20	20	25	27
지배지분순이익	-22	5	72	105	134
매도가능금융자산평가	0	0	0	0	0
기타포괄이익	2	-1	0	0	0
포괄순이익	15	14	92	130	161
비지배지분포괄이익	23	16	20	25	27
지배지분포괄이익	-8	-2	72	105	134

Valuation 지표	(단위: 원, 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-961	227	3,053	4,446	5,662
PER	NA	2362	18.0	12.7	10.0
BPS	29,024	28,347	30,256	34,300	39,878
PBR	1.5	1.9	1.9	1.7	1.4
EBITDAPS	6,499	10,046	12,366	13,665	14,825
EV/EBITDA	17.1	12.3	10.1	8.9	7.9
SPS	81,540	94,212	104,725	115,098	122,574
PSR	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
CFPS	7,905	10,688	13,944	16,071	17,790
DPS	500	600	600	600	600

재무비율	(단위: 원, 배, %)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
성장성					
매출액 증가율	17.6	15.5	14.2	10.3	6.5
영업이익 증가율	-13.0	85.8	50.7	15.7	11.6
순이익 증가율	적전	흑전	266.1	41.6	23.5
수익성					
ROIC	-0.9	4.4	6.3	7.2	7.9
ROA	2.6	4.6	6.8	7.5	7.5
ROE	-3.3	0.8	10.6	13.8	15.3
안정성					
부채비율	99.6	112.1	94.2	88.3	80.3
순차입금비율	52.0	57.9	47.5	31.5	14.1
이자보상배율	2.2	3.0	4.7	5.7	6.7

자료: 한국콜마, 대신증권 Research Center

재무상태표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	816	898	913	1,240	1,632
현금및현금성자산	220	171	75	299	601
매출채권 및 기타채권	261	324	370	408	435
재고자산	239	281	321	354	377
기타유동자산	96	123	148	179	219
비유동자산	2,117	2,111	2,108	2,093	2,081
유형자산	609	660	681	687	695
관계기업투자금	15	16	15	14	13
기타비유동자산	1,493	1,435	1,413	1,392	1,373
자산총계	2,933	3,009	3,022	3,334	3,712
유동부채	868	1,284	1,177	1,304	1,414
매입채무 및 기타채무	298	390	417	439	455
차입금	312	400	499	598	687
유동성채무	208	438	200	200	200
기타유동부채	51	56	61	66	72
비유동부채	596	307	289	259	240
차입금	493	198	183	156	140
전환증권	0	0	0	0	0
기타비유동부채	103	109	106	103	100
부채총계	1,464	1,591	1,465	1,563	1,654
자배지분	664	649	712	810	941
자본금	11	11	12	12	12
자본잉여금	264	262	262	262	262
이익잉여금	384	368	426	516	636
기타지분변동	4	7	12	19	31
비자배지분	805	770	845	961	1,117
자본총계	1,469	1,419	1,556	1,771	2,059
순차입금	764	821	739	557	290

현금흐름표	(단위: 십억원)				
	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	91	112	197	245	291
당기순이익	-4	25	92	130	161
비현금항목의 가감	185	219	236	249	259
감가상각비	75	94	86	85	85
외환손익	5	0	-1	-1	-1
지분법평가손익	0	0	0	0	0
기타	104	126	151	164	174
자산부채의 증감	-32	-76	-60	-50	-36
기타현금흐름	-58	-56	-70	-84	-94
투자활동 현금흐름	-145	-156	-113	-106	-117
투자자산	97	-8	1	1	1
유형자산	-32	-106	-88	-76	-78
기타	-210	-42	-25	-32	-40
재무활동 현금흐름	82	-8	-181	45	44
단기차입금	0	0	99	99	89
사채	-100	-100	40	-10	-10
장기차입금	235	121	-55	-17	-7
유상증자	0	0	0	0	0
현금배당	-15	-17	-14	-14	-14
기타	-38	-13	-252	-13	-13
현금의 증감	29	-49	-96	224	301
기초 현금	191	220	171	75	299
기말 현금	220	171	75	299	601
NOPLAT	-18	100	148	171	191
FCF	3	70	145	180	197

[Compliance Notice]

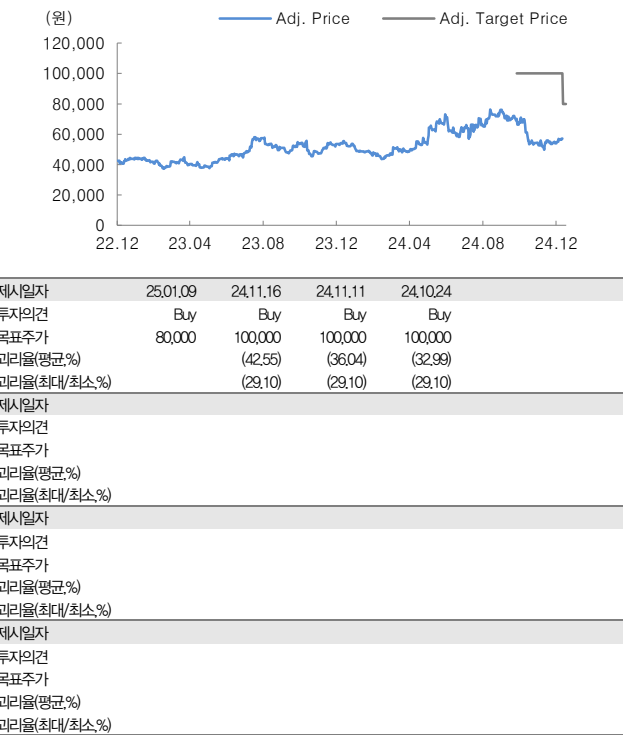
금융투자업규정 4-20조 1항5호사목에 따라 작성일 현재 사전고지와 관련한 사항이 없으며, 당사의 금융투자분석사는 자료작성일 현재 본 자료에 관련하여 재산적 이해관계가 없습니다. 당사는 동 자료에 언급된 종목과 계열회사의 관계가 없으며 당사의 금융투자분석사는 본 자료의 작성과 관련하여 외부 부당한 압력이나 간섭을 받지 않고 본인의 의견을 정확하게 반영하였습니다.

(담당자:정한솔)

본 자료는 투자자들의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 배포되는 자료입니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 Research Center의 추정치로서 오차가 발생할 수 있으며 정확성이나 완벽성은 보장하지 않습니다. 본 자료를 이용하시는 분은 동 자료와 관련한 투자의 최종 결정은 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.

[투자의견 및 목표주가 변경 내용]

한국콜마(161890) 투자의견 및 목표주가 변경 내용



투자의견 비율공시 및 투자등급관련사항(기준일자:20250106)

구분	Buy(매수)	Marketperform(중립)	Underperform(매도)
비율	93.1%	6.9%	0.0%

산업 투자의견

- Overweigh(비중확대)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 초과 상승 예상
- Neutral(중립)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률과 유사한 수준 예상
- Underweigh(비중축소)
: 향후 6개월간 업종지수상승률이 시장수익률 대비 하회 예상

기업 투자의견

- Buy(매수)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 상승 예상
- Marketperform(시장수익률)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 -10%p~10%p 주가 변동 예상
- Underperform(시장수익률 하회)
: 향후 6개월간 시장수익률 대비 10%p 이상 주가 하락 예상