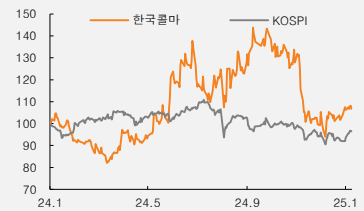


투자 의견(유지)	매수
목표주가(상향)	▲ 80,000원
현재주가(25/1/10)	56,600원
상승여력	41.3%

영업이익(24F, 십억원)	210
Consensus 영업이익(24F, 십억원)	211
EPS 성장률(24F, %)	1,003.7
MKT EPS 성장률(24F, %)	70.6
P/E(24F, x)	22.0
MKT P/E(24F, x)	10.6
KOSPI	2,515.78
시가총액(십억원)	1,336
발행주식수(백만주)	24
유동주식비율(%)	73.4
외국인 보유비중(%)	34.0
베타(12M) 일간수익률	0.08
52주 최저가(원)	43,500
52주 최고가(원)	76,200

(%)	1M	6M	12M
절대주가	6.2	-12.1	2.0
상대주가	2.1	0.2	3.0



[화장품/유통/의류]

배송이
songyi.bae@miraeasset.com

한국콜마

국내도 미국도 맑음

4Q24 Preview: 무난한 국내+미국 선방+예상했던 중국 부진→기대치 부합

한국콜마의 4Q24 실적은 매출액 6,147억원(YoY +11%), 영업이익 510억원(YoY +36%)으로 시장 기대치에 부합할 전망이다. 사업부문 전반적으로 예상 수준 실적이 기대되는 가운데, 미국이 코로나 이후 첫 분기 흑자전환 시현할 것으로 예상된다.

국내 매출액 2,403억원(YoY +12%), 영업이익 246억원(YoY +31%), OPM 10% 추정한다. 스킨케어 중심 강한 오더가 이어지면서 썬 비수기 및 전년 ERP 관련 베이스 부담에도 불구하고, 목표 수준의 성장을 시현할 것으로 기대한다. 현재 수주상황 역시 견고한 것으로 파악되며, 이에 사측은 올해도 주력 제품인 스킨케어와 썬 중심의 성장이 유효할 것으로 기대하고 있다. 분기 중 Capa 1억개 추가되어 연말 기준 총 5.3억개 Capa(YoY +50%)를 확보한 만큼 성장성 지속될 전망이다.

미국은 매출액 184억원(YoY +61%), 영업이익 10억원(흑전)으로 예상한다. 주력 고객사인 로컬 인디 브랜드 오더 호조에 비롯해 강한 외형 성장이 이어지고 있다. 금번 분기 영업사무소 관련 고정비를 감안해도 부문 전체 흑자전환이 예상된다. 영업 강화 효과로 신규 고객사 유입이 예상되어 향후 실적 안정성 개선 역시 기대된다.

중국 매출액 311억원(YoY -5%), 영업이익 BEP 추정한다. 전방 경기 부담이 지속되고 있다. 회복 시점이 불투명하여 당분간 매출 정체, 이익 하락 기조로 예상된다. 캐나다와(매출 YoY -1%, 적자확대) 연우(매출 YoY +10%, 흑자전환), HK이노엔은 예상 수준으로 큰 특이사항 없겠다.

해외 손익 우려보다 양호하게 관리 중, 실적 가시성 상승

실적 우려 요인이었던 해외 법인 손익이 예상보다 양호하게 관리되는 모습이다. 특히 투자자 한창 진행되고 있는 미국이 확장 과정에서 인력 확충, 자산손상 등 비용이 연중 발생하였으나, 1공장 가동률이 이를 상쇄할 만큼 빠르게 상승 중이다(가동률 50% 수준 추정). 아울러 2공장 증설이 점차 마무리되면서 자산손상 규모도 축소 추세이며, 상반기 예정된 완공 후에도 효율을 파악해가며 점진적으로 가동할 계획이다.

실적 가시성 회복과 업종 투자심리 개선에 따라 화장품 부문 멀티플을 상향하여 목표주가를 7.4만원에서 8만원으로 조정한다. 현재 주가는 12MF PER 13배로 부담스럽지 않다. 매수 유효하다.

결산기 (12월)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액 (십억원)	1,866	2,156	2,476	2,763	3,016
영업이익 (십억원)	73	136	210	255	295
영업이익률 (%)	3.9	6.3	8.5	9.2	9.8
순이익 (십억원)	-22	5	59	98	126
EPS (원)	-961	227	2,504	4,144	5,344
ROE (%)	-3.3	0.8	8.3	12.0	13.8
P/E (배)	-	236.2	22.0	13.7	10.6
P/B (배)	1.5	1.9	1.7	1.6	1.4
배당수익률 (%)	1.2	1.1	1.1	1.1	1.1

주: K-IFRS 연결 기준, 순이익은 지배주주 귀속 순이익
자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터

표 1. 한국콜마 연간 실적 전망

(십억원)

	2021	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,586	1,866	2,156	2,476	2,763	3,016
국내	633	725	857	1,059	1,242	1,393
중국	137	129	177	159	157	165
미국	24	26	38	56	68	79
캐나다	41	48	46	40	37	38
HK이노엔	770	847	829	913	1,005	1,077
연우		106	236	281	290	305
영업이익	84	73	136	210	255	295
국내	66	69	80	125	149	169
중국	(13)	(16)	10	7	7	7
미국	(9)	(10)	(10)	(6)	(2)	1
캐나다	(2)	(4)	(2)	(7)	(6)	(6)
HK이노엔	50	53	66	92	111	124
연우		(5)	(0)	3	5	8
세전이익	67	17	34	120	178	223
당기순이익	44	(4)	25	88	134	167
지배주주순이익	36	(22)	5	59	97	126
영업이익률(%)	5.3	3.9	6.3	8.5	9.2	9.8
국내	10.4	9.5	9.4	11.8	12.0	12.2
중국	(9.6)	(12.3)	5.5	4.2	4.3	4.3
미국	(35.1)	(39.7)	(25.3)	(11.0)	(3.3)	1.7
캐나다	(4.6)	(8.9)	(3.9)	(18.0)	(17.0)	(15.0)
HK이노엔	6.5	6.2	8.0	10.1	11.0	11.5
연우		(5.1)	(0.0)	1.2	1.6	2.6
매출액(YoY %)	20.7	17.6	15.5	14.9	11.6	9.2
국내	3.9	14.5	18.2	23.6	17.3	12.2
중국	90.9	(5.8)	37.7	(10.2)	(1.5)	5.0
미국	(18.0)	6.2	45.9	50.0	21.5	15.1
캐나다	24.0	17.2	(5.3)	(13.3)	(7.0)	2.0
HK이노엔	28.6	10.0	(2.1)	10.2	10.0	7.1
연우			122.8	19.3	3.2	5.1
영업이익(YoY %)	(30.8)	(13.0)	85.8	54.0	21.4	16.0
국내	30.2	5.3	15.9	56.0	19.6	13.3
중국	적지	적지	흑전	(31.1)	(0.8)	6.1
미국	적지	적지	적지	적지	적지	흑전
캐나다	적지	적지	적지	적지	적지	적지
HK이노엔	(42.2)	4.4	25.5	39.9	19.8	12.0
연우			적지	흑전	37.6	70.8
지배순익 (YoY %)	(77.7)	적전	흑전	1,034.3	65.3	29.1

자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터

표 2. 한국콜마 분기 실적 전망

(십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	2024년	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2025년
매출액	575	660	627	615	2,476	635	746	701	681	2,763
국내	248	297	274	240	1,059	290	354	319	278	1,242
중국	39	53	37	31	159	33	54	37	32	157
미국	7	13	18	18	56	11	16	20	21	68
캐나다	9	13	9	9	40	9	11	9	9	37
HK이노엔	213	219	229	252	913	233	243	255	274	1,005
연우	67	74	73	67	281	67	78	75	70	290
영업이익	32	72	55	51	210	43	83	72	57	255
국내	19	44	37	25	125	23	53	44	29	149
중국	(1)	7	1	(0)	7	1	5	1	(0)	7
미국	(3)	(1)	(3)	1	(6)	(1)	(2)	(1)	1	(2)
캐나다	(2)	(1)	(2)	(2)	(7)	(2)	(2)	(1)	(2)	(6)
HK이노엔	17	24	22	28	92	21	29	29	31	111
연우	0	1	1	1	3	1	1	2	1	5
세전이익	20	59	35	5	120	24	64	53	37	178
순이익	12	45	24	7	88	18	48	40	28	134
지배주주순이익	6	35	15	2	59	13	35	29	20	97
영업이익률(%)	5.6	10.9	8.7	8.3	8.5	6.8	11.1	10.3	8.4	9.2
본사	7.6	14.9	13.6	10.2	11.8	8.0	15.0	13.9	10.3	12.0
중국	(2.3)	12.7	2.7	(0.1)	4.2	3.6	8.5	2.5	(0.0)	4.3
미국	(35.7)	(9.7)	(19.4)	5.5	(11.0)	(5.0)	(11.5)	(3.0)	3.5	(3.3)
캐나다	(23.3)	(7.1)	(19.6)	(26.3)	(18.0)	(20.0)	(15.3)	(15.3)	(17.9)	(17.0)
HK이노엔	8.1	11.1	9.7	11.3	10.1	9.0	11.9	11.5	11.5	11.0
연우	0.0	1.6	1.6	1.4	1.2	1.0	1.7	2.0	1.6	1.6
매출액(YoY %)	17.9	10.1	21.3	11.4	14.9	10.5	13.0	11.9	10.7	11.6
국내	22.8	16.7	47.0	12.1	23.6	17.2	19.3	16.5	15.7	17.3
중국	6.6	(17.1)	(9.0)	(16.0)	(10.2)	(14.3)	2.0	2.3	3.9	(1.5)
미국	7.7	61.4	54.9	61.0	50.0	54.0	20.8	15.0	15.8	21.5
캐나다	(25.0)	(11.9)	(12.4)	(1.1)	(13.3)	(5.0)	(15.0)	(3.0)	(1.9)	(7.0)
HK이노엔	15.0	7.3	6.4	12.5	10.2	9.8	10.7	11.1	8.6	10.0
연우	33.0	17.1	19.8	9.7	19.3	0.0	5.2	3.2	4.2	3.2
영업이익(YoY %)	168.9	28.9	75.7	36.3	54.0	32.3	15.2	31.8	12.2	21.4
국내	39.3	27.4	184.7	31.0	56.0	23.1	20.5	18.9	16.6	19.6
중국	적전	(23.0)	100.0	적전	(31.1)	흑전	(31.8)	(7.9)	적지	(0.8)
미국	적지	적지	적지	흑전	적지	적지	적지	적지	(26.0)	적지
캐나다	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지	적지
HK이노엔	206.7	58.9	(0.8)	25.9	39.9	21.4	18.5	31.9	10.5	19.8
연우	흑전	(2.5)	(10.6)	흑전	흑전		10.3	25.2	17.6	37.6
지배순익 (YoY %)	8.7	0.2	33.8	흑전	1,034.3	107.2	(0.0)	88.3	776.9	65.3

자료: 미래에셋증권 리서치센터

표 3. 한국콜마 Valuation Table

(원)

구분	2025F	2026F	비고
화장품(A)	1,214	1,530	
당기순익	61	84	
Target PER(배)	20	20	ODM 밸류체인 선호. 업종 평균에 35% 할증
HK이노엔(B)	561	645	
당기순익	36	42	지분율 50.7%
Target PER(배)	20	20	
적정시가총액(A+B)	1,775	2,313	
발행주식수(천주)	23,605	23,605	
적정 주가	75,192	97,897	
적정 주가II	75,192		연도별 시간 가중치 적용
목표주가	80,000		
현재 주가	56,600		
상승 여력(%)	41.3		

자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터

한국콜마 (161890)

예상 포괄손익계산서 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	2,156	2,476	2,763	3,016
매출원가	1,578	1,767	1,969	2,148
매출총이익	578	709	794	868
판매비와관리비	442	500	539	573
조정영업이익	136	210	255	295
영업이익	136	210	255	295
비영업손익	-102	-90	-76	-71
금융손익	-37	-43	-40	-35
관계기업등 투자손익	3	12	-1	-1
세전계속사업손익	34	120	179	224
계속사업법인세비용	9	32	45	56
계속사업이익	25	88	134	168
중단사업이익	0	0	0	0
당기순이익	25	88	134	168
지배주주	5	59	98	126
비지배주주	20	29	36	42
총포괄이익	14	85	134	168
지배주주	-2	59	94	117
비지배주주	16	25	40	50
EBITDA	230	301	346	384
FCF	5	74	200	203
EBITDA 마진율 (%)	10.7	12.2	12.5	12.7
영업이익률 (%)	6.3	8.5	9.2	9.8
지배주주귀속 순이익률 (%)	0.2	2.4	3.5	4.2

예상 재무상태표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
유동자산	898	992	1,103	1,255
현금 및 현금성자산	171	194	292	384
매출채권 및 기타채권	323	359	363	381
재고자산	281	313	316	345
기타유동자산	123	126	132	145
비유동자산	2,111	2,173	2,173	2,159
관계기업투자등	16	17	19	21
유형자산	660	737	746	737
무형자산	1,271	1,259	1,246	1,234
자산총계	3,009	3,165	3,276	3,414
유동부채	1,284	1,412	1,395	1,372
매입채무 및 기타채무	294	328	366	399
단기금융부채	854	933	861	789
기타유동부채	136	151	168	184
비유동부채	307	269	276	283
장기금융부채	249	204	204	204
기타비유동부채	58	65	72	79
부채총계	1,591	1,681	1,672	1,655
지배주주지분	649	775	858	971
자본금	11	12	12	12
자본잉여금	262	294	294	294
이익잉여금	368	463	547	659
비지배주주지분	770	710	747	788
자본총계	1,419	1,485	1,605	1,759

예상 현금흐름표 (요약)

(십억원)	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로 인한 현금흐름	112	233	280	263
당기순이익	25	88	134	168
비현금수익비용가감	219	203	177	179
유형자산감가상각비	73	69	71	69
무형자산상각비	21	23	21	20
기타	125	111	85	90
영업활동으로인한자산및부채의변동	-76	8	54	7
매출채권 및 기타채권의 감소(증가)	-60	-35	-4	-18
재고자산 감소(증가)	-41	-38	-3	-29
매입채무 및 기타채무의 증가(감소)	26	21	25	22
법인세납부	-18	-22	-45	-56
투자활동으로 인한 현금흐름	-156	-163	-85	-83
유형자산처분(취득)	-106	-158	-80	-60
무형자산감소(증가)	-16	-12	-8	-8
장단기금융자산의 감소(증가)	-23	-12	-7	-12
기타투자활동	-11	19	10	-3
재무활동으로 인한 현금흐름	-8	-42	-152	-146
장단기금융부채의 증가(감소)	36	34	-72	-72
자본의 증가(감소)	-2	32	0	0
배당금의 지급	-17	-19	-14	-14
기타재무활동	-25	-89	-66	-60
현금의 증가	-49	23	43	147
기초현금	220	171	194	237
기말현금	171	194	237	384

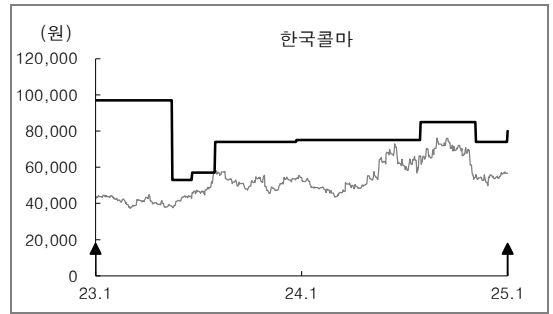
자료: 한국콜마, 미래에셋증권 리서치센터

예상 주당가치 및 valuation (요약)

	2023	2024F	2025F	2026F
P/E (x)	236.2	22.0	13.7	10.6
P/CF (x)	5.0	4.5	4.3	3.8
P/B (x)	1.9	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA (x)	12.3	9.4	7.9	6.8
EPS (원)	227	2,504	4,144	5,344
CFPS (원)	10,688	12,344	13,162	14,705
BPS (원)	28,347	32,816	36,360	41,103
DPS (원)	600	600	600	600
배당성향 (%)	54.6	16.2	10.6	8.4
배당수익률 (%)	1.1	1.1	1.1	1.1
매출액증가율 (%)	15.5	14.9	11.6	9.2
EBITDA증가율 (%)	54.6	31.0	15.0	11.0
조정영업이익증가율 (%)	85.8	54.0	21.4	16.0
EPS증가율 (%)	흑전	1,003.7	65.5	28.9
매출채권 회전율 (회)	7.5	7.4	7.8	8.2
재고자산 회전율 (회)	8.3	8.3	8.8	9.1
매입채무 회전율 (회)	9.0	8.8	8.8	8.7
ROA (%)	0.8	2.8	4.2	5.0
ROE (%)	0.8	8.3	12.0	13.8
ROIC (%)	4.5	7.0	8.7	10.2
부채비율 (%)	112.1	113.2	104.2	94.1
유동비율 (%)	70.0	70.3	79.1	91.5
순차입금/자기자본 (%)	58.8	56.0	40.9	27.4
조정영업이익/금융비용 (x)	3.0	4.2	5.2	6.4

투자의견 및 목표주가 변동추이

제시일자	투자의견	목표주가(원)	과리율(%)	
			평균주가대비	최고(최저)주가대비
한국콜마 (161890)				
2025.01.13	매수	80,000	-	-
2024.11.18	매수	74,000	-26.27	-22.57
2024.08.12	매수	85,000	-19.56	-10.35
2024.01.05	매수	75,000	-27.10	-2.67
2023.08.14	매수	74,000	-29.79	-21.62
2023.07.04	매수	57,000	-15.92	-0.35
2023.05.30	매수	53,000	-20.34	-16.42
2020.05.15	1년 경과 이후		-	-



* 과리율 산정: 수정주가 적용, 목표주가 대상시점은 1년이며 목표주가를 변경하는 경우 해당 조사분석자료의 공표일 전일까지 기간을 대상으로 함

투자의견 분류 및 적용기준

기업	산업
매수 : 향후 12개월 기준 절대수익률 20% 이상의 초과수익 예상	비중확대 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 높거나 상승
Trading Buy: 향후 12개월 기준 절대수익률 10% 이상의 초과수익 예상	중립 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 수준
중립 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10~10% 이내의 등락이 예상	비중축소 : 향후 12개월 기준 업종지수상승률이 시장수익률 대비 낮거나 악화
매도 : 향후 12개월 기준 절대수익률 -10% 이상의 주가하락이 예상	

매수(▲), Trading Buy(■), 중립(●), 매도(◆), 주가(—), 목표주가(—), Not covered(■)

투자의견 비율

매수(매수)	Trading Buy(매수)	중립(중립)	매도
84.62%	7.14%	8.24%	0%

* 2024년 12월 31일 기준으로 최근 1년간 금융투자상품에 대하여 공표한 최근일 투자등급의 비율

Compliance Notice

- 당사는 자료 작성일 현재 조사분석 대상법인과 관련하여 특별한 이해관계가 없음을 확인합니다.
- 당사는 본 자료를 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 본 자료를 작성한 애널리스트는 자료작성일 현재 조사분석 대상법인의 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 본 자료는 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 애널리스트의 의견이 정확하게 반영되었음을 확인합니다.

본 조사분석자료는 당사의 리서치센터가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보로부터 얻은 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 투자자 자신의 판단과 책임하에 종목 선택이나 투자시기에 대한 최종 결정을 하시기 바랍니다. 따라서 본 조사분석자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다. 본 조사분석자료의 지적재산권은 당사에 있으므로 당사의 허락 없이 무단 복제 및 배포할 수 없습니다.