

# 한국콜마 (161890)

## 2025년 미국 시장 성장이 핵심이다

### 4Q24 Preview: 컨센서스 하회 예상

2024년 4분기 실적은 매출액 5,905억원(+7% YoY), 영업이익 480억원(+28% YoY)으로 영업이익 시장기대치 525억원을 하회할 것으로 예상된다.

국내와 미국 법인을 중심으로 안정적인 성장세를 이어갈 것으로 예상된다. 국내 법인은 매출 약 2,400억 원을 기록하며 영업이익률 9% 수준의 안정적 성과를 유지할 전망이다. 특히 인디 브랜드의 수출 증가와 썬케어 비중 축소에도 효율적인 운영이 실적을 뒷받침할 것으로 보인다.

미국 법인은 신규 브랜드 매출 기여와 오프라인 시장 확장을 통해 4분기 매출 190억 원, 영업이익 10억 원을 달성할 것으로 보인다. 이는 전년 동기 대비 67% 성장한 수치로, 글로벌 시장에서 한국콜마의 경쟁력을 강화하는 데 기여할 것이다. 미국 시장의 색조 제품군이 매출 성장을 주도하며, 신규 공장의 가동 효과도 점진적으로 반영될 예정이다.

반면, 중국 법인은 시장 냉각과 구조적 제약으로 인해 매출과 이익 모두 전년 대비 감소할 것으로 보인다. 캐나다 법인 역시 주요 고객사의 부진이 지속되며 3분기와 유사한 매출 및 영업 적자를 기록할 것으로 예상된다.

### 2025F Outlook: 생산 능력 확장과 미국 시장 성장

동사에 대해 투자이견 Buy, 목표주가 90,000원을 유지한다. 2025년 한국콜마는 안정적인 국내 사업과 미국 법인의 높은 성장세를 기반으로 매출 확대와 수익성 개선이 기대된다. 국내 법인은 생산 CAPA를 2024년 5.3억 개에서 2025년 6.3억 개로 확장하며, 이를 통해 매출액 1조 2,150억 원을 기록할 것으로 전망된다. 특히 인디 브랜드 수출 증가와 효율적 운영이 국내 실적을 뒷받침할 것으로 보인다. 미국 법인은 신규 브랜드 매출 기여와 오프라인 시장 확장을 통해 전년 대비 41%의 높은 성장률을 예상하며, 색조 제품군이 성장의 주축이 될 것이다. 또한, 신규 공장 가동 효과와 운영 효율화로 영업 흑자 전환이 전망된다.

#### Forecasts and valuations (K-IFRS 연결)

(억원, 원, %, 배)

결산 (12월)	2022A	2023A	2024F	2025F
매출액	18,657	21,557	24,521	27,180
영업이익	733	1,361	2,067	2,500
지배순이익	-220	52	657	1,150
PER	-41.5	203.5	19.7	11.6
PBR	1.4	1.6	1.9	1.7
EV/EBITDA	16.7	11.5	9.7	8.2
ROE	-3.3	0.8	9.8	15.6

자료: 유안타증권



이승은 화장품/유통  
seungeun.lee@yuantakorea.com

BUY (M)

목표주가 90,000원 (M)

직전 목표주가 90,000원

현재주가 (1/3) 56,300원

상승여력 60%

시가총액	13,290억원
총발행주식수	23,605,077주
60일 평균 거래대금	144억원
60일 평균 거래량	236,081주
52주 고/저	76,200원 / 43,500원
외인지분율	34.50%
배당수익률	1.12%
주요주주	한국콜마홀딩스 외 24 인

주가수익률 (%)	1개월	3개월	12개월
절대	0.9	(23.3)	6.2
상대	3.3	(19.5)	13.4
절대 (달러환산)	(3.6)	(31.1)	(5.6)

[Fig. 1] 한국콜마 실적 추이 및 전망

(단위: 억원, %)

	1Q.24	2Q.24	3Q.24	4Q.24E	2024E	1Q.25E	2Q.25E	3Q.25E	4Q.25E	2025E
매출액	5,748	6,603	6,265	5,905	24,521	6,360	7,210	6,890	6,720	27,180
한국콜마	2,478	2,970	2,736	2,400	10,584	2,850	3,300	3,100	2,900	12,150
우시	346	527	366	300	1,539	310	470	330	300	1,410
USA	70	134	175	190	569	180	190	210	220	800
캐나다	90	126	92	90	398	90	90	90	90	360
HK inno.N	2,126	2,193	2,295	2,347	8,961	2,310	2,520	2,570	2,640	10,040
연우	672	740	728	670	2,810	670	740	730	670	2,810
YoY	18	10	21	7	14	11	9	10	14	11
한국콜마	23	17	47	12	24	15	11	13	21	15
우시	5	-7	1	-8	-3	-10	-11	-10	0	-8
USA	8	61	55	67	52	157	42	20	16	41
캐나다	-25	-12	-13	-1	-13	0	-29	-2	0	-10
HK inno.N	15	7	6	5	8	9	15	12	12	12
연우	33	17	19	9	19	0	0	0	0	0
영업이익	324	717	545	480	2,067	440	794	697	569	2,500
한국콜마	228	442	373	210	1,253	270	500	430	270	1,470
우시	18	67	10	1	96	2	30	2	1	35
USA	-25	-13	6	10	-22	6	11	12	16	45
캐나다	-21	-9	-18	-23	-71	-20	-20	-20	-20	-80
HK inno.N	173	243	222	300	938	210	290	300	320	1,120
연우	0	12	12	12	36	12	13	13	12	50
영업이익률	6	11	9	8	8	7	11	10	8	9
한국콜마	9	15	14	9	12	9	15	14	9	12
우시	5	13	3	0	6	1	6	1	0	2
USA	-36	-10	3	5	-4	3	6	6	7	6
캐나다	-23	-7	-20	-26	-18	-22	-22	-22	-22	-22
HK inno.N	8	11	10	13	10	9	12	12	12	11
연우	0	2	2	2	1	2	2	2	2	2

자료: 한국콜마, 유안타증권 리서치센터

## 한국콜마 (161890) 추정재무제표 (K-IFRS 연결)

손익계산서 (단위: 억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액	18,657	21,557	24,521	27,180	29,100
매출원가	13,969	15,775	17,430	19,100	20,130
매출총이익	4,688	5,781	7,091	8,080	8,970
판매비	3,956	4,420	5,024	5,580	6,070
영업이익	733	1,361	2,067	2,500	2,900
EBITDA	1,487	2,299	3,004	3,437	3,837
영업외손익	-563	-1,018	-667	-550	-540
외환관련손익	20	5	25	30	30
이자손익	-255	-367	-367	-333	-284
관계기업관련손익	-12	33	33	33	33
기타	-316	-690	-358	-280	-319
법인세비용차감전순이익	170	343	1,400	1,950	2,360
법인세비용	211	92	450	470	550
계속사업순이익	-41	251	950	1,480	1,810
중단사업순이익	0	0	0	0	0
당기순이익	-41	251	950	1,480	1,810
지배지분순이익	-220	52	657	1,150	1,430
포괄순이익	146	144	843	1,372	1,702
지배지분포괄이익	-82	-19	-112	-183	-227

주: 영업이익의 산출 기준은 기존 k-GAAP과 동일. 즉, 매출액에서 매출원가와 판매비만 차감

현금흐름표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
영업활동 현금흐름	908	1,122	1,814	2,627	3,105
당기순이익	-41	251	950	1,480	1,810
감가상각비	616	727	727	727	727
외환손익	53	0	-25	-30	-30
중속, 관계기업관련손익	8	-26	-33	-33	-33
자산부채의 증감	-323	-762	-841	-553	-405
기타현금흐름	596	933	1,037	1,037	1,037
투자활동 현금흐름	-1,452	-1,557	-625	-622	-680
투자자산	968	-76	-34	-31	-22
유형자산 증가 (CAPEX)	-378	-1,068	-500	-500	-600
유형자산 감소	53	6	45	30	30
기타현금흐름	-2,096	-418	-136	-122	-88
재무활동 현금흐름	820	-84	-1,505	-1,003	-384
단기차입금	886	900	-1,016	-510	9
사채 및 장기차입금	695	-545	-100	-100	0
자본	-22	-22	0	0	0
현금배당	-148	-166	-137	-142	-142
기타현금흐름	-590	-252	-252	-252	-252
연결범위변동 등 기타	13	26	-760	-310	-390
현금의 증감	289	-492	-1,076	691	1,651
기초 현금	1,912	2,201	1,708	633	1,324
기말 현금	2,201	1,708	633	1,324	2,974
NOPLAT	733	1,361	2,067	2,500	2,900
FCF	530	54	1,314	2,127	2,505

자료: 유안타증권

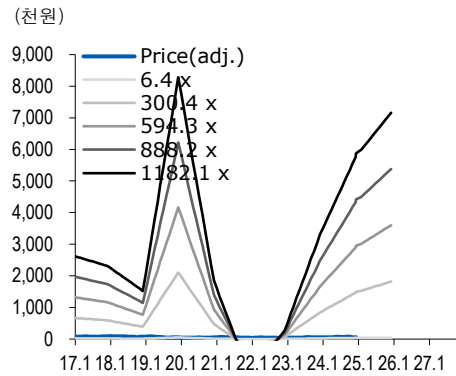
주: 1. EPS, BPS 및 PER, PBR은 지배주주 기준임  
2. PER 등 valuation 지표의 경우, 확정치는 연평균 주가 기준, 전망치는 현재주가 기준임  
3. ROE, ROA의 경우, 자본, 자산 항목은 연초, 연말 평균을 기준으로 함

재무상태표 (단위: 억원)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
유동자산	8,163	8,984	8,889	10,461	12,747
현금및현금성자산	2,201	1,708	633	1,324	2,974
매출채권 및 기타채권	2,609	3,238	3,683	4,082	4,371
재고자산	2,394	2,809	3,195	3,542	3,792
비유동자산	21,170	21,111	20,661	20,224	19,879
유형자산	6,088	6,604	6,332	6,076	5,919
관계기업 등 지분관련 자산	150	156	177	197	211
기타투자자산	249	379	391	403	411
자산총계	29,333	30,094	29,550	30,685	32,626
유동부채	8,681	12,837	11,508	11,341	11,670
매입채무 및 기타채무	2,978	3,896	3,628	4,021	4,305
단기차입금	3,117	4,000	3,000	2,500	2,500
유동성장기부채	2,076	4,384	4,284	4,184	4,184
비유동부채	5,957	3,071	3,151	3,222	3,273
장기차입금	1,936	1,385	1,385	1,385	1,385
사채	2,995	599	599	599	599
부채총계	14,638	15,908	14,659	14,563	14,943
지배지분	6,641	6,486	6,898	7,799	8,979
자본금	114	114	114	114	114
자본잉여금	2,645	2,623	2,623	2,623	2,623
이익잉여금	3,837	3,676	4,195	5,204	6,492
비지배지분	8,054	7,700	7,993	8,323	8,703
자본총계	14,695	14,186	14,891	16,122	17,683
순차입금	7,643	8,209	8,034	6,612	4,884
총차입금	10,679	11,034	9,918	9,308	9,317

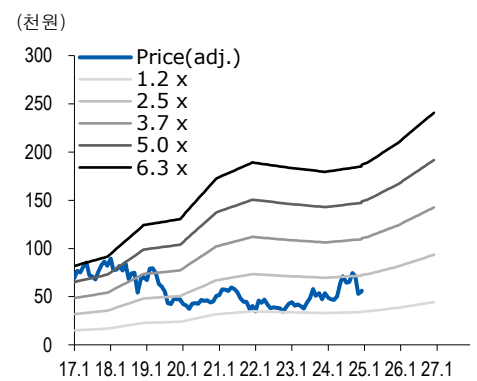
Valuation 지표 (단위: 원, 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
EPS	-961	227	2,792	4,871	6,057
BPS	29,024	28,347	29,223	33,038	38,040
EBITDAPS	6,499	10,046	12,775	14,562	16,256
SPS	81,540	94,212	104,273	115,145	123,279
DPS	500	600	600	600	600
PER	-41.5	203.5	19.7	11.6	9.3
PBR	1.4	1.6	1.9	1.7	1.5
EV/EBITDA	16.7	11.5	9.7	8.2	7.0
PSR	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5

재무비율 (단위: 배, %)					
결산(12월)	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
매출액 증가율 (%)	17.6	15.5	13.8	10.8	7.1
영업이익 증가율 (%)	-13.0	85.8	51.8	20.9	16.0
지배순이익 증가율 (%)	적전	흑전	1,164.6	75.1	24.3
매출총이익률 (%)	25.1	26.8	28.9	29.7	30.8
영업이익률 (%)	3.9	6.3	8.4	9.2	10.0
지배순이익률 (%)	-1.2	0.2	2.7	4.2	4.9
EBITDA 마진 (%)	8.0	10.7	12.3	12.6	13.2
ROIC	-0.9	4.7	6.8	9.0	10.5
ROA	-0.8	0.2	2.2	3.8	4.5
ROE	-3.3	0.8	9.8	15.6	17.0
부채비율 (%)	99.6	112.1	98.4	90.3	84.5
순차입금/자기자본 (%)	115.1	126.6	116.5	84.8	54.4
영업이익/금융비용 (배)	2.2	3.0	4.8	6.3	7.5

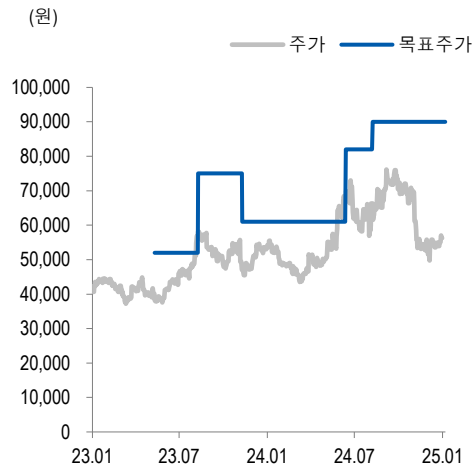
P/E band chart



P/B band chart



한국콜마 (161890) 투자등급 및 목표주가 추이



일자	투자 의견	목표가 (원)	목표가격 대상시점	과리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가 대비
2025-01-06	BUY	90,000	1년		
2024-08-12	BUY	90,000	1년		
2024-06-17	BUY	82,000	1년	-22.44	-10.98
2023-11-14	BUY	61,000	1년	-16.18	12.13
2023-08-14	BUY	75,000	1년	-29.48	-22.67
2023-05-15	BUY	52,000	1년	-14.90	9.23
담당자변경					
2022-01-12	BUY	58,000	1년	-30.24	-16.90

자료: 유안타증권

주: 과리율 = (실제주가\* - 목표주가) / 목표주가 X 100

\* 1) 목표주가 제시 대상시점까지의 "평균주가"

2) 목표주가 제시 대상시점까지의 "최고(또는 최저) 주가"

구분	투자의견 비율(%)
Strong Buy(매수)	0
Buy(매수)	88.9
Hold(중립)	11.1
Sell(비중축소)	0
합계	100.0

주: 기준일 2025-01-05

※ 해외 계열회사 등이 작성하거나 공표한 리포트는 투자등급 비율 산정시 제외

## Appendix

- 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 타인의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인함. (작성자 : 이승은)
- 당사는 자료공표일 현재 동 종목 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 자료공표일 현재 해당 기업과 관련하여 특별한 이해관계가 없습니다.
- 당사는 동 자료를 전문투자자 및 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 금융투자분석사와 배우자는 자료공표일 현재 대상법인의 주식관련 금융투자상품 및 권리를 보유하고 있지 않습니다.
- 종목 투자등급 (Guide Line): 투자기간 12개월, 절대수익률 기준 투자등급 4단계(Strong Buy, Buy, Hold, Sell)로 구분한다
- Strong Buy: +30%이상 Buy: 15%이상, Hold: -15% 미만 ~ +15% 미만, Sell: -15%이하로 구분
- 업종 투자등급 Guide Line: 투자기간 12개월, 시가총액 대비 업종 비중 기준의 투자등급 3단계(Overweight, Neutral, Underweight)로 구분
- 2014년 2월21일부터 당사 투자등급이 기존 3단계 + 2단계에서 4단계로 변경

본 자료는 투자자의 투자를 권유할 목적으로 작성된 것이 아니라, 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 작성된 참고 자료입니다. 본 자료는 금융투자분석사가 신뢰할만 하다고 판단되는 자료와 정보에 의거하여 만들어진 것이지만, 당사와 금융투자분석사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없습니다. 따라서, 본 자료를 참고한 투자자의 투자의사결정은 전적으로 투자자 자신의 판단과 책임하에 이루어져야 하며, 당사는 본 자료의 내용에 의거하여 행해진 일체의 투자행위 결과에 대하여 어떠한 책임도 지지 않습니다. 또한, 본 자료는 당사 투자자에게만 제공되는 자료로 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 복제 전송 인용 배포하는 행위는 법으로 금지되어 있습니다.