

한국콜마 (161890)

쎌으로 올랐다, 쎌으로 내리다

2025년 1월 14일

✓ 투자판단	매수 (유지)	✓ 목표주가	80,000 원 (하향)
✓ 상승여력	39.1%	✓ 현재주가 (1월 13일)	57,500 원

신한생각 **높았던 지난 분기 실적 눈높이 탓**

몇 안 되게 3Q24 컨센서스를 높였던 화장품사. 실제 발표된 실적은 기대보다 낮았음. 이에 4Q24 컨센서스를 재정비해야 한다고 언급한 바 있음. 쎌 수요 강세로 과도하게 높았던 눈높이를 일부 되돌릴 필요 있음. 다만 쎌제품을 중심으로 한 중장기 성장성은 여전히 유효. 길게 보고 매수 추천

한국법인 성장 지속, 다만 쎌에 의한 베이스 부담

4Q24 연결매출 6,229억원, 영업이익 504억원으로 전년동기대비(이하 동일) 각각 13%, 32% 성장할 것으로 전망. 컨센서스 이익(522억원)이나 기존 추정이익(550억원) 대비로는 하향된 추정치. 여전히 ODM 본업 성장세는 견조. 기초와 색조 고르게 증가하고 있는 것으로 판단

한국 생산법인 내 쎌제품(UV차단)의 수출 수요가 미국 뿐 아니라 전세계적으로 확대되는 양상. 3Q24에도 쎌제품 매출 비중은 35%로 직전분기 수준을 유지해 마진 기여. 다만 11~12월로 갈수록 쎌제품 비수기로 직전분기 대비 쎌 관련 수주를 더 늘려가지는 못했을 것으로 추정

미국 & 캐나다법인 분기 영업적자는 50억원 내외 유지 전망. 중국도 소비경기 부진 영향에 매출과 이익 성장 부재 지속 중. 중국법인은 내수 소비부진으로 유의미하게 초기가동률 높여가기에는 부담스러운 환경. 연우는 직전분기에 이어 매출은 10% 이상 증가했을 것으로 보이나 이익 성장은 제한적. 이노엔도 케이캡 매출 지연 및 컨디션 음료 경쟁 심화, 내수 소비부진으로 보수적인 전망 유지

Valuation & Risk: 실망감은 주가에 충분히 반영 중

2024~2025년 순이익 추정치 하향. 시장 밸류에이션 하락과 해외법인 이익 기여 낮은 점 감안해 목표 밸류에이션도 P/E 14배로 하향 조정

12월 결산	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	지배순이익 (십억원)	PER (배)	ROE (%)	PBR (배)	EV/EBITDA (배)	DY (%)
2022	1,865.7	73.3	(22.0)	-	(3.3)	1.5	17.1	1.2
2023	2,155.7	136.1	5.2	236.2	0.8	1.9	12.3	1.1
2024F	2,484.5	208.7	91.0	14.2	12.8	1.7	8.9	1.3
2025F	2,798.6	263.1	126.1	10.8	15.1	1.5	7.5	1.4
2026F	3,165.2	316.4	153.2	8.9	15.7	1.3	6.2	1.6

자료: 회사 자료, 신한투자증권

[화장품]

박현진 연구위원
✉ hpark@shinhan.com

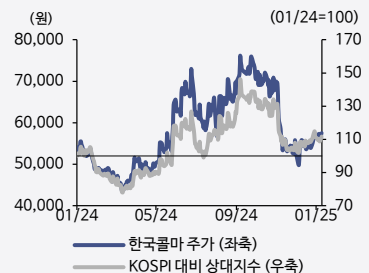
주지은 연구원
✉ jieun.ju@shinhan.com

Revision	
실적추정치	하향
Valuation	하향

시가총액	1,357.3십억원
발행주식수(유동비율)	23.6백만주(73.4%)
52주 최고가/최저가	76,200 원/43,500 원
일평균 거래액 (60 일)	14,013백만원
외국인 지분율	34.0%

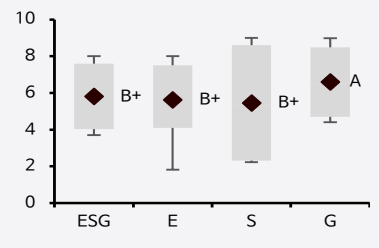
주요주주 (%)				
한국콜마홀딩스 외 24 인	26.6			
국민연금공단	11.8			
수익률 (%)	1M	3M	12M	YTD
절대	3.0	(16.9)	5.9	0.9
상대	3.2	(13.3)	7.4	(2.8)

주가



ESG 컨센서스

(점수 및 등급)



한국콜마 분기, 연간 실적 전망

(억원,%)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24F	1Q25F	2Q25F	3Q25F	4Q25F	2023	2024F	2025F
연결매출	5,748	6,603	6,265	6,229	6,213	7,360	7,024	6,559	21,557	24,845	27,986
% YoY	17.9	10.1	21.3	12.9	8.1	11.5	12.1	5.3	15.5	15.3	12.6
영업이익	324	717	545	504	447	824	752	607	1,361	2,089	2,631
% of sales	168.7	28.7	75.7	32.3	38.1	15.0	38.0	20.6	85.7	53.6	25.9
% YoY	5.6	10.9	8.7	8.1	7.2	11.2	10.7	9.3	6.3	8.4	9.4

자료: 신한투자증권

한국콜마 실적 추정치 변경

(억원,%)	신규 추정		이전 추정		변화율(%)		Consensus	
	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F	2024F	2025F
연결매출	24,845	27,986	24,845	27,986	0.0	0.0	24,779	27,546
영업이익	2,089	2,631	2,137	2,799	(2.2)	(6.0)	2,111	2,575
지배주주순이익	910	1,261	940	1,360	(3.2)	(7.3)	731	1,121

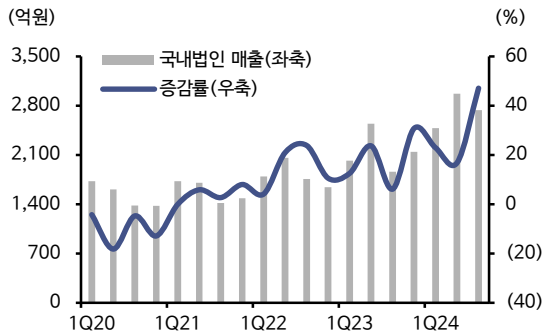
자료: 신한투자증권

한국콜마 목표주가 산정

FW12개월 평균 EPS (원)	5,889
Target P/E (배)	14
목표주가 (원)	80,000

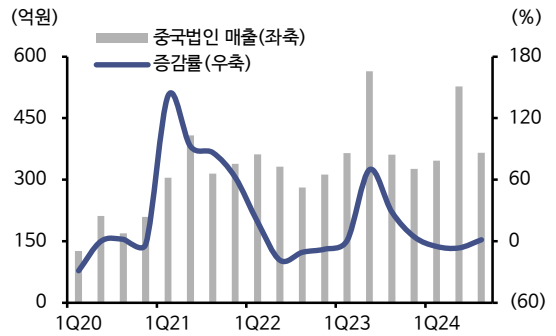
자료: 신한투자증권

한국콜마 한국법인 매출 및 증감률 추이



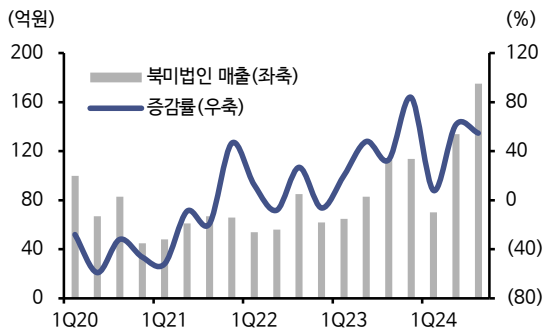
자료: 회사 자료, 신한투자증권

한국콜마 중국법인 매출 및 증감률 추이



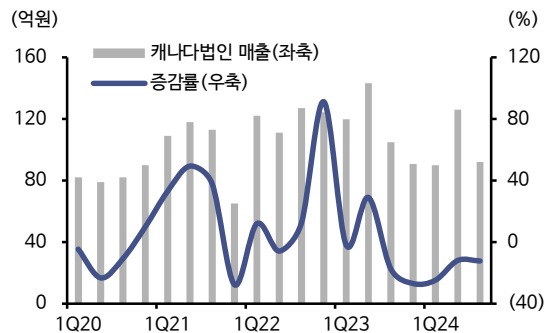
자료: 회사 자료, 신한투자증권

한국콜마 북미법인 매출 및 증감률 추이



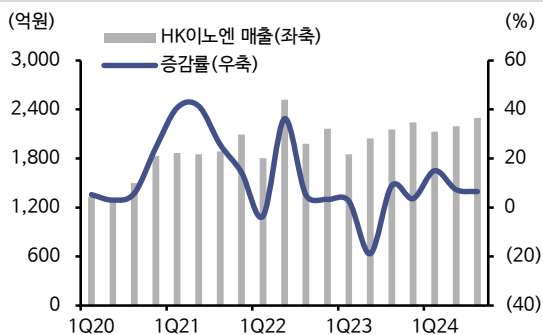
자료: 회사 자료, 신한투자증권

한국콜마 캐나다법인 매출 및 증감률 추이



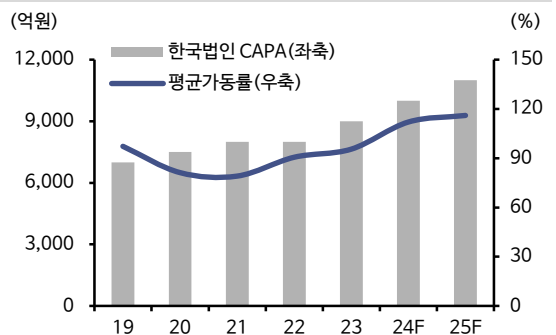
자료: 회사 자료, 신한투자증권

한국콜마 자회사 HK이노엔 매출 및 증감률 추이



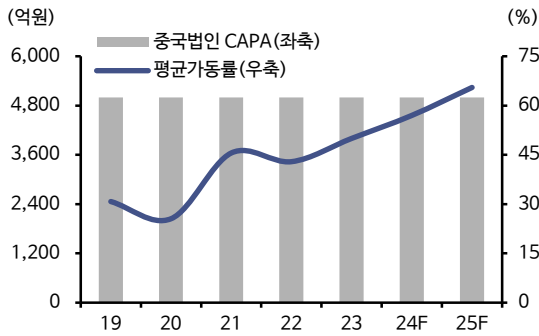
자료: 회사 자료, 신한투자증권

한국콜마 한국법인 생산가능 매출 및 가동률 추정



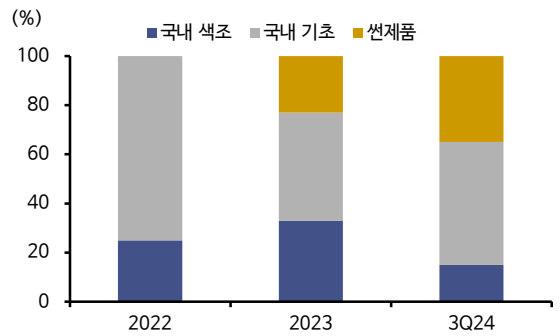
자료: 회사 자료, 신한투자증권

한국콜마 중국법인 생산가능 매출 및 가동률 추정



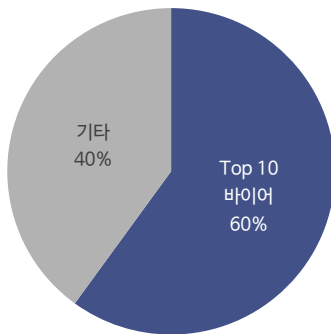
자료: 회사 자료, 신한투자증권

한국법인 카테고리별 매출 비중 추이



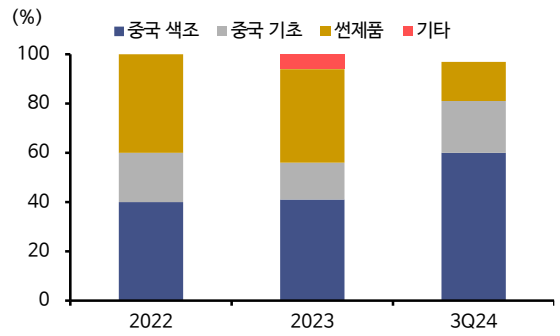
자료: 회사 자료, 신한투자증권

한국법인 주요 바이어 매출 비중



자료: 회사 자료, 신한투자증권

중국법인 카테고리별 매출 비중 추이



자료: 회사 자료, 신한투자증권

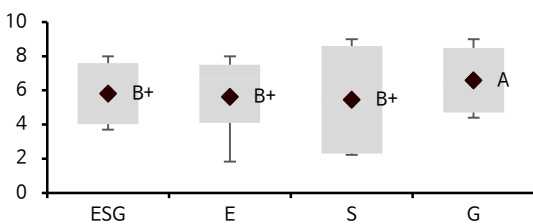
ESG Insight

Analyst Comment

- ◆ 친환경 원부자재 개발(용기 구조 단순화, 종이 팔레트 사용) 활동을 통해 플라스틱 사용량을 감소하고 있음
- ◆ 여성 인재 유지 및 육성을 위해 유연근무제, 반반차 제도, 양육지원 제도 등 가족친화제도 적극적 운영 중
- ◆ 2012년부터 11년 연속 감소 없는 꾸준한 배당 증액으로 기업 성장에 따른 결실을 주주가 고루 누릴 수 있게 노력

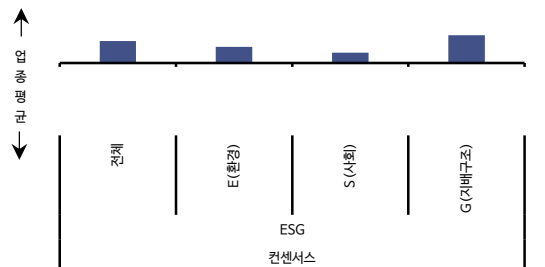
신한 ESG 컨센서스 분포

(점수 및 등급)



자료: 신한투자증권

ESG 컨센서스 업종 대비 점수 차

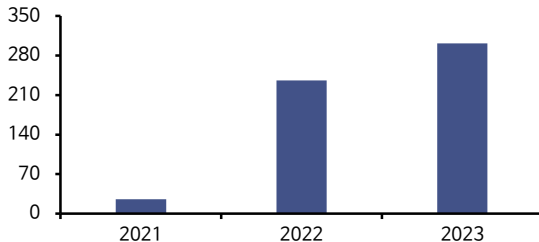


자료: 신한투자증권

Key Chart

재생에너지 발전 현황(세종사업장)

(1,000kwh/년)



자료: 한국콜마, 신한투자증권

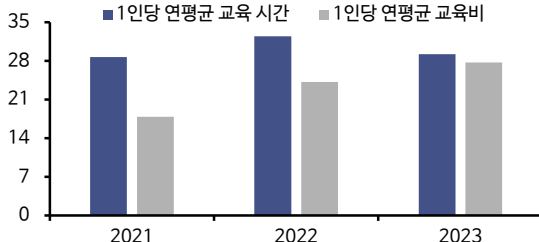
환경친화적 화장품 포장재 공동 개발 현황

공동개발사	개발 제품	달성 매출액(백만원)
이루팩	클리어 쿠션	100
대진	종이튜브	9
에이텍	ALL PP 패드자	32
연우	종이튜브	4.4
일창산업	사각패드용기(리필)	4,561

자료: 한국콜마, 신한투자증권

국내 임직원 인당 교육 비용 및 시간

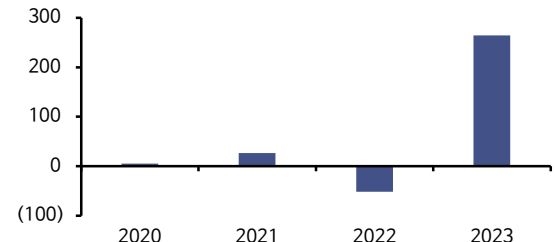
(시간, 만원)



자료: 한국콜마, 신한투자증권

주주환원: 배당성향 추이

(%)



자료: 한국콜마, 신한투자증권

재무상태표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
자산총계	2,933.3	3,009.4	3,159.4	3,493.1	3,784.4
유동자산	816.3	898.4	1,023.7	1,323.5	1,615.9
현금및현금성자산	220.1	170.8	187.3	383.2	554.2
매출채권	258.8	318.1	366.6	413.0	467.1
재고자산	239.4	280.9	323.8	364.7	412.5
비유동자산	2,117.0	2,111.1	2,135.7	2,169.6	2,168.4
유형자산	608.8	660.4	688.0	723.9	737.7
무형자산	1,301.8	1,271.0	1,264.2	1,258.5	1,239.4
투자자산	39.9	53.4	57.2	60.9	65.1
기타금융투자자산	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
부채총계	1,463.8	1,590.8	1,598.6	1,761.4	1,859.9
유동부채	868.1	1,283.7	1,282.1	1,433.0	1,520.2
단기차입금	311.7	400.0	400.5	401.5	403.0
매입채무	160.2	190.5	219.5	247.3	279.7
유동성장기부채	207.6	438.4	368.4	453.4	463.4
비유동부채	595.7	307.1	316.4	328.4	339.7
사채	299.5	59.9	58.9	57.4	57.9
장기차입금(경기금융부채 포함)	235.2	189.5	191.0	196.0	197.0
기타금융투자부채	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,469.5	1,418.6	1,560.8	1,731.8	1,924.5
자본금	11.4	11.4	11.4	11.4	11.4
자본잉여금	264.5	262.3	262.3	262.3	262.3
기타자본	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
기타포괄이익누계액	4.1	6.8	51.8	77.8	92.8
이익잉여금	383.7	367.6	442.1	549.4	681.3
지배주주지분	664.1	648.6	768.1	901.4	1,048.3
비지배주주지분	805.4	770.0	792.7	830.4	876.2
*총차입금	1,067.9	1,103.4	1,036.8	1,128.5	1,144.2
*순차입금(순현금)	764.3	820.9	722.8	604.5	432.5

현금흐름표

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
영업활동으로인한현금흐름	90.8	112.2	204.6	248.7	279.4
당기순이익	(4.1)	25.1	113.8	163.8	198.9
유형자산상각비	61.6	72.7	87.4	90.5	91.2
무형자산상각비	13.8	21.1	21.8	21.2	19.1
외화환산손실(이익)	5.3	0.0	4.9	(4.9)	(4.9)
자산처분손실(이익)	(0.2)	(0.3)	(0.3)	(0.3)	(0.3)
지분법, 종속, 관계기업손실(이익)	1.2	(2.5)	0.8	0.8	0.8
운전자본변동	(32.3)	(76.2)	(22.4)	(21.1)	(24.2)
(법인세납부)	(33.1)	(18.1)	(37.9)	(54.6)	(66.3)
기타	78.6	90.4	36.5	53.3	65.1
투자활동으로인한현금흐름	(145.2)	(155.7)	(112.3)	(132.2)	(104.6)
유형자산의증가(CAPEX)	(37.8)	(106.8)	(75.0)	(105.0)	(90.0)
유형자산의감소	5.3	0.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의감소(증가)	(17.4)	(16.3)	(15.0)	(15.5)	0.0
투자자산의감소(증가)	286.7	40.2	(3.8)	(3.6)	(4.2)
기타	(382.0)	(73.4)	(18.5)	(8.1)	(10.4)
FCF	3.6	78.4	162.2	176.7	225.9
재무활동으로인한현금흐름	82.0	(8.4)	(80.4)	75.2	(3.2)
차입금의증가(감소)	135.1	21.5	(66.6)	91.8	15.6
자기주식의처분(취득)	24.2	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금	(14.8)	(16.6)	(13.7)	(16.5)	(18.9)
기타	(62.5)	(13.3)	(0.1)	(0.1)	0.1
기타현금흐름	0.0	0.0	4.5	4.1	(0.5)
연결범위변동으로인한현금의증가	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
환율변동효과	1.3	2.6	0.0	0.0	0.0
현금의증가(감소)	28.9	(49.2)	16.5	195.8	171.0
기초현금	191.2	220.1	170.8	187.3	383.2
기말현금	220.1	170.8	187.3	383.2	554.2

자료: 회사 자료, 신한투자증권

포괄손익계산서

12월 결산 (십억원)	2022	2023	2024F	2025F	2026F
매출액	1,865.7	2,155.7	2,484.5	2,798.6	3,165.2
증감률 (%)	17.6	15.5	15.3	12.6	13.1
매출원가	1,396.9	1,577.5	1,776.4	1,975.8	2,223.5
매출총이익	468.8	578.1	708.1	822.8	941.7
매출총이익률 (%)	25.1	26.8	28.5	29.4	29.8
판매관리비	395.6	442.0	499.4	559.7	625.3
영업이익	73.3	136.1	208.7	263.1	316.4
증감률 (%)	(13.0)	85.8	53.3	26.1	20.3
영업이익률 (%)	3.9	6.3	8.4	9.4	10.0
영업외손익	(56.3)	(101.8)	(57.0)	(44.7)	(51.1)
금융손익	(24.4)	(34.9)	(36.9)	(23.3)	(19.8)
기타영업외손익	(30.8)	(70.2)	(24.2)	(26.2)	(36.2)
중속 및 관계기업관련손익	(1.2)	3.3	4.1	4.8	4.8
세전계속사업이익	17.0	34.3	151.7	218.4	265.3
법인세비용	21.1	9.2	37.9	54.6	66.3
계속사업이익	(4.1)	25.1	113.8	163.8	198.9
중단사업이익	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
당기순이익	(4.1)	25.1	113.8	163.8	198.9
증감률 (%)	적전	흑전	352.6	44.0	21.5
순이익률 (%)	(0.2)	1.2	4.6	5.9	6.3
(지배주주)당기순이익	(22.0)	5.2	91.0	126.1	153.2
(비지배주주)당기순이익	17.9	19.9	22.8	37.7	45.8
총포괄이익	14.6	14.4	158.8	189.8	213.9
(지배주주)총포괄이익	(8.2)	(1.9)	(21.2)	(25.3)	(28.5)
(비지배주주)총포괄이익	22.7	16.3	180.0	215.1	242.5
EBITDA	148.7	229.9	317.9	374.7	426.8
증감률 (%)	4.3	54.6	38.3	17.9	13.9
EBITDA 이익률 (%)	8.0	10.7	12.8	13.4	13.5

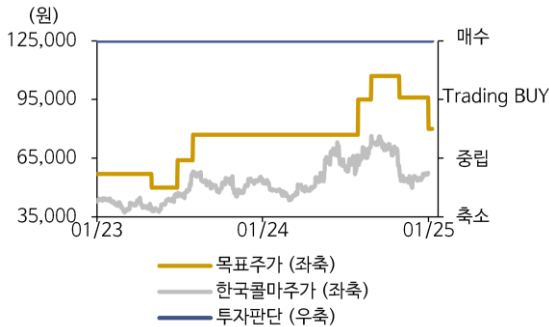
주요 투자지표

12월 결산	2022	2023	2024F	2025F	2026F
EPS (당기순이익, 원)	(179)	1,099	4,838	6,939	8,428
EPS (지배순이익, 원)	(961)	227	3,870	5,343	6,490
BPS (자본총계, 원)	64,222	61,998	66,123	73,364	81,527
BPS (지배지분, 원)	29,024	28,347	32,540	38,185	44,410
DPS (원)	500	600	700	800	900
PER (당기순이익, 배)	(237.7)	48.8	11.4	8.3	6.8
PER (지배순이익, 배)	(44.3)	236.2	14.2	10.8	8.9
PBR (자본총계, 배)	0.7	0.9	0.8	0.8	0.7
PBR (지배지분, 배)	1.5	1.9	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA (배)	17.1	12.3	8.9	7.5	6.2
배당성향 (%)	(52.0)	264.4	18.2	15.0	13.9
배당수익률 (%)	1.2	1.1	1.3	1.4	1.6
수익성					
EBITDA 이익률 (%)	8.0	10.7	12.8	13.4	13.5
영업이익률 (%)	3.9	6.3	8.4	9.4	10.0
순이익률 (%)	(0.2)	1.2	4.6	5.9	6.3
ROA (%)	(0.1)	0.8	3.7	4.9	5.5
ROE (지배순이익, %)	(3.3)	0.8	12.8	15.1	15.7
ROIC (%)	0.0	4.4	7.6	9.3	11.0
안정성					
부채비율 (%)	99.6	112.1	102.4	101.7	96.6
순차입금비율 (%)	52.0	57.9	46.3	34.9	22.5
현금비율 (%)	25.4	13.3	14.6	26.7	36.5
이자보상배율 (배)	2.2	3.0	4.7	5.9	6.7
활동성					
순운전자본회전율 (회)	10.9	11.8	12.3	12.2	12.2
재고자산회수기간 (일)	44.0	44.1	44.4	44.9	44.8
매출채권회수기간 (일)	47.4	48.8	50.3	50.8	50.7

자료: 회사 자료, 신한투자증권

투자 의견 및 목표주가 추이

한국콜마(161890)



일자	투자 의견	목표 주가 (원)	과리율 (%)	
			평균	최고/최저
2022년 11월 14일	매수	57,000	(27.3)	(21.4)
2023년 05월 15일		6개월경과	-	-
2023년 05월 15일	매수	50,000	(16.6)	(6.6)
2023년 07월 11일	매수	64,000	(24.4)	(11.3)
2023년 08월 14일	매수	77,000	(32.6)	(24.7)
2024년 02월 15일		6개월경과	(28.1)	(5.2)
2024년 08월 12일	매수	95,000	(29.5)	(24.4)
2024년 09월 10일	매수	107,000	(34.0)	(29.0)
2024년 11월 11일	매수	96,000	(43.0)	(40.1)
2025년 01월 14일	매수	80,000	-	-

주: 목표주가 과리율 산출 기간은 6개월 기준

Compliance Notice

- ◆ 이 자료에 게재된 내용들은 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자: 박현진, 주지은)
- ◆ 자료 제공일 현재 당사는 지난 1년간 상기 회사의 최초 증권시장 상장시 대표 주관사로 참여한 적이 없습니다.
- ◆ 자료 공표일 현재 당사는 상기 회사의 주식 등을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- ◆ 자료제공일 현재 조사분석 담당자는 상기 회사가 발행한 주식 및 주식관련사채에 대하여 규정상 고지하여야 할 재산적 이해관계가 없으며, 추천의견을 제시함에 있어 어떠한 금전적 보상과도 연계되어 있지 않습니다.
- ◆ 당 자료는 상기 회사 및 상기 회사의 유가증권에 대한 조사분석담당자의 의견을 정확히 반영하고 있으나 이는 자료제공일 현재 시점에서의 의견 및 추정치로서 실적치와 오차가 발생할 수 있으며, 투자를 유도할 목적이 아니라 투자자의 투자판단에 참고가 되는 정보제공을 목적으로 하고 있습니다. 따라서 종목의 선택이나 투자의 최종결정은 투자자 자신의 판단으로 하시기 바랍니다.
- ◆ 본 조사분석자료는 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로 어떠한 경우에도 당사의 허락 없이 복사, 대여, 재배포 될 수 없습니다.

투자등급 (2017년 4월 1일부터 적용)

종목	매수 : 향후 6개월 수익률이 +10% 이상 Trading BUY : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ +10% 중립 : 향후 6개월 수익률이 -10% ~ -20% 축소 : 향후 6개월 수익률이 -20% 이하	섹터	비중확대 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 매수 비중이 높을 경우 중립 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 중립적일 경우 축소 : 업종내 커버리지 업체들의 투자의견이 시가총액 기준으로 Reduce가 우세한 경우

신한투자증권 유니버스 투자등급 비율 (2025년 01월 10일 기준)

매수 (매수)	91.44%	Trading BUY (중립)	7.39%	중립 (중립)	1.17%	축소 (매도)	0.00%
---------	--------	------------------	-------	---------	-------	---------	-------