EARNINGS REVIEW

12 May. 2025

박종현 화장품 I alex.park@daolfn.com

이정우 연구원 I jungwoo@daolfn.com

BUY

	현재	직전	변동
투자의견	BUY		유지
적정주가	130,000	100,000	상향
Earnings			상향

Stock Information	
현재가 (05/09)	83,600원
예상 주가상승률	55.5%
시가총액	19,734억원
비중(KOSPI내)	0.09%
발행주식수	23,605천주
52주 최저가/최고가	49,800 - 83,600원
90일 일평균거래대금	170억원
외국인 지분율	36.1%
주요주주지분율(%)	
한국콜마홀딩스 (외 24인)	26.6
국민연금공단 (외 1인)	13.5
NIHON KOLMAR (외 1인)	11.8

Valuation wide	2024	2025E	2026E
PER(배)	14.4	15.8	11.6
PBR(배)	1.6	2.2	1.9
EV/EBITDA(배)	7.9	7.7	6.7
배당수익률(%)	1.3	0.9	0.9

Performance	1M	6M	12M	YTD
주가상승률 (%)	29.4	36.6	63.6	51.7
KOSPI 대비 상대수익률 (%)	17.0	36.0	68.6	44.3

DAOL 다올투자증권

한국콜마 (161890)

이익 체력이 달라졌다

Issue

1Q25P Review

Pitch

1Q25P 한국 및 미국 수익성 호조로 컨센서스 상회. 2Q25E 선크림 효과로 이익률 개선 사이클. 미국/국내 추정치 상향으로 적정주가 13만원 상향

Rationale

- 1Q25P 매출액 6,531억원(YoY +14%, QoQ +11%), 영업이익 599억원(YoY +85%, QoQ +71%)으로 컨센서스 및 당사 추정치 상회. 매출액은 국내와 미국 매출 호조에 힘입어 당사 추정치 부합했으며, 콜마코리아 OPM 12.4% 및 미국 흑자전환, HK이노엔 수익성 개선으로 영업이익 당사 추정치 상회. 주요 인디 고객사들의 매출 확대로 일부 상위 브랜드 매출 하락에도 불구하고 견조한 실적 성장세 시현. 미국 1공장의 경우 매출액 YoY +211% 증가하였으며 최대 고객사의 SKU 증가 및 서부 기반 베이스 메이크업 브랜드 안정적인 매출처로 락인

- 2Q25E 매출액 7,462억원(YoY +13%, QoQ +13%), 영업이익 804억원(YoY +12%, QoQ +34%)으로 연결 OPM 10.8% 달성 전망. **2Q25E는 선케어 중심으로 매출 확대 나타나는 구간으로 GPM 믹스 개선 가능 판단,** 콜마코리아 OPM 15.9% 추정. 미국은 2025.05월부터 2공장 시험 가동에 따라 제반 비용 발생에 따라 BEP 달성 추정. 2공장 준공은 6월로 연기. 미국 관세 정책 시행에 따라 한국 및 글로벌 고객사들의 온쇼어 문의 증가 중으로 일부 고객사 2H25E 양산으로 2공장 2025E 매출액 100억원 기대. 실적 계절 변동성 완화에 따라 외주 비중 감소 추세(CAPA 증축 및 내재화). 이에 따라 고정/변동비용 믹스에 있어 고정비용 비중 확대 중

- 1) ex-미국 지역에서의 K뷰티 침투 증가와 2) 계절성 성수기 돌입, 3) 미국 관세 회피처로 2공장 증축에 대한 투자 포인트 유효. 국내 및 미국 법인 추정치 상향으로 적정주가 13만원 상향(기존 2026E PEG 1배(적정 PER 16배)에서 2025E 글로벌 화장품 PEER 평균 PER 20% 할인으로 변경)

1Q25 Review

(단위: 십억원, %, %p)

	회사 잠정	당사 예상		시장 컨센서스		전년 동기		전분기	
	2025.03(P)	2025.03(E)	vs Chg	2025.03(E)	vs Con	2024.03(A)	YoY	2024.12(A)	QoQ
매출액	653.1	654.7	(0.2)	640.1	2.0	574.8	13.6	590.5	10.6
영업이익	60.0	51.7	15.9	51.0	17.6	32.4	85.0	35.1	70.7
지배주주순이익	13.3	23.1	(42.6)	28.8	(53.9)	6.3	109.7	33.5	(60.4)
OPM	9.2	7.9	1.3	8.0	1.2	5.6	3.5	6.0	3.2
NIM	2.0	3.5	(1.5)	4.5	(2.5)	1.1	0.9	5.7	(3.6)

Note: K-IFRS 연결 기준
Source: 다올투자증권

Fig. 1: **PER Valuation**

PER Valuation	2021	2022	2023	2024	2025E	2026E
EPS(원)	1,565	-961	227	3,816	5,302	7,176
YOY	*-78%*	*-161%*	*-124%*	*1582%*	*39%*	*35%*
적정 PER(배)					24.0	
적정주가(원)					127,252	
적정주가(원)					130,000	
종가(원)					83,600	
상승여력					56%	

Note: 글로벌 화장품 평균 PER 20% 할인
Source: 다올투자증권

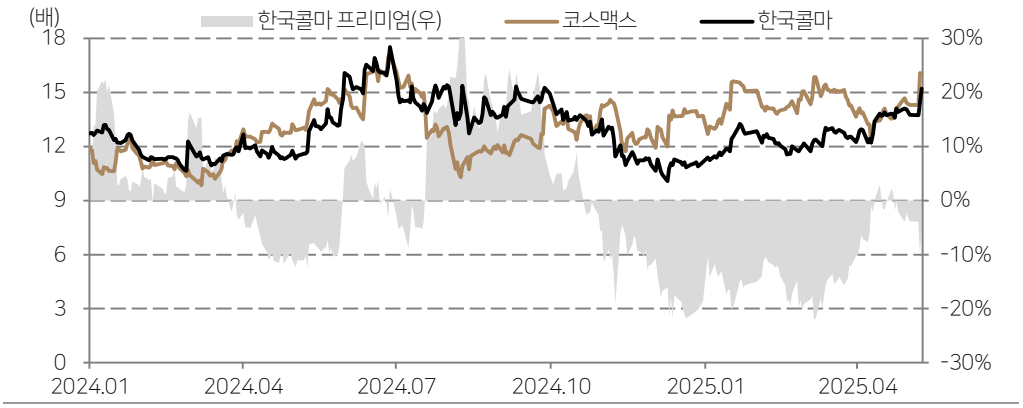
Fig. 2: 한국콜마 실적변경

(단위: 십억원, %, %p)

	변경 전				변경 후				차이			
	2025.06	2025.09	2025.12	2026.03	2025.06	2025.09	2025.12	2026.03	2025.06	2025.09	2025.12	2026.03
매출액	715.3	708.3	726.5	756.7	746.2	719.7	740.3	755.3	4.3	1.6	1.9	(0.2)
영업이익	77.3	71.3	50.8	64.2	80.4	74.9	55.2	72.1	4.0	5.1	8.8	12.3
영업이익률	10.8	10.1	7.0	8.5	10.8	10.4	7.5	9.5	(0.0)	0.3	0.5	1.1
EBITDA	105.1	99.2	78.9	92.5	108.2	102.9	83.4	100.4	3.0	3.7	5.7	8.6
EBITDA이익률	14.7	14.0	10.9	12.2	14.5	14.3	11.3	13.3	(0.2)	0.3	0.4	1.1
지배주주순이익	43.0	36.9	23.5	31.8	45.4	39.6	26.8	37.3	5.8	7.5	14.2	17.4

Note: K-IFRS 연결 기준
Source: 한국콜마, 다올투자증권

Fig. 3: **코스맥스/한국콜마 12M Fwd PER 괴리**



Source: Quantiwise, 다올투자증권

Fig. 4: **한국콜마 실적 전망**

(십억원)	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2024	2025E	2026E
매출액	574.8	660.3	626.5	590.5	653.1	746.2	719.7	740.3	2,452.1	2,859.3	3,182.1
YoY(%)	*18%*	*10%*	*21%*	*7%*	*14%*	*13%*	*15%*	*25%*	*14%*	*17%*	*11%*
한국	247.8	297.0	273.6	241.3	274.3	342.8	327.5	339.3	1,059.7	1,283.9	1,471.2
중국	34.6	52.7	36.6	29.9	41.6	55.8	38.5	33.1	153.7	169.0	183.1
미국	7.0	13.4	17.5	20.0	21.7	23.6	22.0	30.7	57.9	98.0	130.2
캐나다	9.0	12.6	9.2	8.7	8.7	9.4	9.3	9.3	39.5	36.6	39.3
HK이노엔	212.6	219.3	229.5	235.8	247.4	258.3	264.2	267.6	897.1	1,037.4	1,103.1
연우	67.2	74.0	72.8	61.5	63.7	64.4	66.1	67.2	275.5	261.4	283.6
GP	160.6	193.8	176.9	167.6	190.3	214.4	205.9	213.2	698.9	823.8	923.4
YoY(%)	*37%*	*19%*	*25%*	*7%*	*18%*	*11%*	*16%*	*27%*	*21%*	*18%*	*12%*
GPM	27.9%	29.3%	28.2%	28.4%	29.1%	28.7%	28.6%	28.8%	28.5%	28.8%	29.0%
OP	32.4	71.7	54.5	35.1	59.9	80.4	74.9	55.2	193.9	270.5	315.8
YoY(%)	*169%*	*29%*	*76%*	*-6%*	*85%*	*12%*	*37%*	*57%*	*42%*	*40%*	*17%*
OPM	5.6%	10.9%	8.7%	6.0%	9.2%	10.8%	10.4%	7.5%	7.9%	9.5%	9.9%
한국	22.8	44.2	37.2	18.1	33.9	54.5	46.2	27.1	122.4	161.7	185.1
중국	1.8	6.7	1.0	-1.5	3.1	4.2	2.9	2.6	8.0	12.8	15.5
미국	-2.5	-1.3	-3.4	1.2	1.5	0.0	0.9	1.2	-6.0	3.6	8.5
캐나다	-2.1	-0.9	-1.8	-2.1	-1.3	-1.5	-1.4	-1.4	-6.9	-5.6	-4.4
HK이노엔	17.3	24.3	22.2	24.4	25.4	26.2	27.5	28.4	88.2	107.4	119.0
연우	0.0	1.2	1.2	-1.0	-1.0	-0.6	1.0	-0.5	1.4	-1.1	1.8
판관비	128.2	122.0	122.4	132.5	130.3	134.0	131.0	158.0	505.1	553.2	607.6
인건비	45.5	46.7	45.7	50.1	50.2	57.0	56.0	58.5	188.0	221.7	247.6
지급수수료	33.1	27.1	28.2	32.8	32.7	35.7	35.7	37.6	121.2	141.7	158.2
광고선전비	13.0	13.2	11.5	11.8	13.2	14.7	14.1	14.7	49.5	56.7	62.9
유무형 감가	9.5	9.8	10.6	10.2	10.7	12.2	12.0	12.3	40.1	47.3	52.7
연구개발비	8.7	7.4	8.3	7.5	8.5	9.4	9.3	9.5	31.9	36.6	40.7
영업외순익	-12.2	-12.4	-19.1	-10.4	-27.5	-10.0	-10.7	-8.2	-54.1	-56.5	-42.1
세전이익	20.2	59.3	35.5	24.8	32.4	70.4	64.2	47.0	139.8	214.1	273.7
NP	6.3	34.9	15.4	33.5	13.2	45.4	39.6	26.8	90.1	125.1	169.4
YoY(%)	9%	0%	34%	-171%	109%	30%	158%	-20%	1635%	39%	35%
NPM	*1.1%*	*5.3%*	*2.5%*	*5.7%*	*2.0%*	*6.1%*	*5.5%*	*3.6%*	*3.7%*	*4.4%*	*5.3%*

Source: 다올투자증권

한국콜마 재무제표 (K-IFRS 연결)

대차대조표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
유동자산	898.4	858.7	1,018.9	1,155.7	1,311.2
현금성자산	268.7	199.2	182.9	234.1	293.6
매출채권	323.8	294.5	383.4	424.4	470.3
재고자산	280.9	327.7	414.8	459.1	508.8
비유동자산	2,111.1	2,268.0	2,300.8	2,366.3	2,446.4
투자자산	179.7	207.6	216.0	224.8	233.9
유형자산	660.4	811.1	847.8	916.8	1,000.2
무형자산	1,271.0	1,249.3	1,237.0	1,224.7	1,212.3
자산총계	3,009.4	3,126.7	3,319.7	3,522.0	3,757.7
유동부채	1,283.7	1,215.0	1,298.0	1,345.8	1,399.4
매입채무	389.6	360.4	442.8	490.1	543.2
유동성이자부채	854.0	799.0	799.0	799.0	799.0
비유동부채	307.1	405.9	407.8	409.8	411.9
비유동이자부채	249.4	352.0	352.0	352.0	352.0
부채총계	1,590.8	1,621.0	1,705.8	1,755.7	1,811.3
자본금	11.4	11.8	11.8	11.8	11.8
자본잉여금	262.3	294.7	294.7	294.7	294.7
이익잉여금	367.6	487.9	596.1	748.5	928.5
자본조정	7.3	(1.8)	(1.8)	(1.8)	(1.8)
자기주식	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
자본총계	1,418.6	1,505.7	1,613.9	1,766.3	1,946.3
투하자본	2,209.1	2,409.8	2,532.2	2,631.5	2,749.9
순차입금	834.7	951.8	968.1	916.9	857.4
ROA	0.8	4.1	5.0	6.1	6.7
ROE	3.8	17.4	19.0	21.3	21.4
ROIC	4.5	7.5	8.2	9.3	10.4

손익계산서

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
매출액	2,155.7	2,452.1	2,859.3	3,182.1	3,538.0
증가율 (Y-Y,%)	15.5	13.7	16.6	11.3	11.2
영업이익	136.1	193.9	270.6	315.8	366.8
증가율 (Y-Y,%)	85.8	42.4	39.6	16.7	16.2
EBITDA	229.9	285.8	382.2	430.1	484.0
영업외손익	(101.8)	(54.1)	(56.5)	(42.1)	(44.8)
순이자수익	(36.2)	(38.9)	(44.1)	(49.6)	(55.3)
외화관련손익	0.5	15.3	15.5	18.5	20.9
지분법손익	2.5	12.5	0.1	0.0	0.0
세전계속사업손익	34.3	139.8	214.1	273.7	322.0
당기순이익	25.1	125.3	161.3	208.0	244.7
지배기업당기순이익	5.2	90.1	125.2	169.4	197.0
증가율 (Y-Y,%)	흑전	398.5	28.7	29.0	17.6
NOPLAT	99.7	173.8	203.8	240.0	278.8
(+) Dep	93.7	92.0	111.7	114.3	117.2
(-) 운전자본투자	16.5	43.6	93.5	37.8	42.4
(-) Capex	106.8	247.2	124.8	159.7	177.0
OpFCF	70.0	(25.0)	97.2	156.8	176.6
3 Yr CAGR & Margins					
매출액증가율(3Yr)	17.7	15.6	15.3	13.9	13.0
영업이익증가율(3Yr)	3.8	32.0	54.6	32.4	23.7
EBITDA증가율(3Yr)	7.8	26.1	37.0	23.2	19.2
순이익증가율(3Yr)	(46.1)	42.3	n/a	102.3	25.0
영업이익률(%)	6.3	7.9	9.5	9.9	10.4
EBITDA마진(%)	10.7	11.7	13.4	13.5	13.7
순이익률(%)	1.2	5.1	5.6	6.5	6.9

현금흐름표

(십억원)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
영업현금	112.2	215.4	145.1	247.9	273.9
당기순이익	25.1	125.3	161.3	208.0	244.7
자산상각비	93.7	92.0	111.7	114.3	117.2
운전자본증감	(76.2)	(40.4)	(93.5)	(37.8)	(42.4)
매출채권감소(증가)	(59.5)	39.8	(88.9)	(41.0)	(45.9)
재고자산감소(증가)	(40.5)	(53.2)	(87.1)	(44.3)	(49.7)
매입채무증가(감소)	25.9	(7.0)	82.4	47.3	53.0
투자현금	(155.7)	(205.2)	(146.7)	(182.2)	(199.9)
단기투자자산감소	(34.6)	49.2	(2.3)	(2.4)	(2.5)
장기투자증권감소	0.9	14.1	(1.8)	(2.0)	(2.1)
설비투자	(106.8)	(247.2)	(124.8)	(159.7)	(177.0)
유무형자산감소	(15.7)	(11.5)	(11.3)	(11.3)	(11.3)
재무현금	(8.4)	(43.2)	(17.0)	(17.0)	(17.0)
차입금증가	7.6	24.8	0.0	0.0	0.0
자본증가	(16.6)	(19.4)	(17.0)	(17.0)	(17.0)
배당금지급	16.6	19.4	17.0	17.0	17.0
현금 증감	(49.2)	(29.0)	(18.6)	48.7	57.0
총현금흐름(Gross CF)	244.6	320.1	238.6	285.7	316.3
(-) 운전자본증가(감소)	16.5	43.6	93.5	37.8	42.4
(-) 설비투자	106.8	247.2	124.8	159.7	177.0
(+) 자산매각	(15.7)	(11.5)	(11.3)	(11.3)	(11.3)
Free Cash Flow	12.6	74.4	(1.6)	65.7	74.0
(-) 기타투자	(0.9)	(14.1)	1.8	2.0	2.1
잉여현금	13.5	88.5	(3.4)	63.7	71.9

주요투자지표

(원, 배)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
Per share Data					
EPS	227	3,816	5,302	7,176	8,347
BPS	28,347	33,579	38,161	44,617	52,245
DPS	600	720	720	720	720
Multiples(x,%)					
PER	236.2	14.4	15.8	11.6	10.0
PBR	1.9	1.6	2.2	1.9	1.6
EV/ EBITDA	9.0	7.9	7.7	6.7	5.8
배당수익율	1.1	1.3	0.9	0.9	0.9
PCR	5.0	4.1	8.3	6.9	6.2
PSR	0.6	0.5	0.7	0.6	0.6
재무건전성 (%)					
부채비율	112.1	107.7	105.7	99.4	93.1
Net debt/Equity	58.8	63.2	60.0	51.9	44.1
Net debt/EBITDA	363.1	333.0	253.3	213.2	177.1
유동비율	70.0	70.7	78.5	85.9	93.7
이자보상배율	3.8	5.0	6.1	6.4	6.6
이자비용/매출액	2.1	1.9	1.8	1.8	1.8
자산구조					
투하자본(%)	83.1	85.6	86.4	85.2	83.9
현금+투자자산(%)	16.9	14.4	13.6	14.8	16.1
자본구조					
차입금(%)	43.8	43.3	41.6	39.5	37.2
자기자본(%)	56.2	56.7	58.4	60.5	62.8

자료: 다올투자증권

Compliance Notice

당사는 본 자료를 기관투자가 등 제 3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 인수·합병의 주선 업무를 수행하고 있지 않습니다. 당사는 자료작성일 현재 본 자료에서 추천한 종목의 지분을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다. 당사는 본 자료 발간일 현재 해당 기업의 계열사가 아닙니다. 당사는 동 종목에 대해 자료작성일 기준 유가증권 발행(DR, CB, IPO, 시장조성 등)과 관련하여 지난 12개월간 주간사로 참여하지 않았습니다. 당사는 상기 명시한 사항 외에 고지해야 하는 특별한 이해관계가 없습니다. 본 자료를 작성한 애널리스트 및 그 배우자는 발간일 현재 해당 기업의 주식 및 주식 관련 파생상품 등을 보유하고 있지 않습니다. 본 자료의 조사분석담당자는 어떠한 외부 압력이나 간섭 없이 본인의 의견을 정확하게 반영하여 작성하였습니다. 본 자료는 '나눔스퀘어'와 '아리따 글꼴'을 사용하여 작성하였습니다

투자등급 비율

BUY : 87.8%	HOLD : 12.2%	SELL : 0.0%

투자등급 관련사항

아래 종목투자의견은 향후 12개월간 추천기준일 종가대비 추천종목의 예상 기대수익률을 의미

- BUY: 추천기준일 종가대비 +15% 이상.
- HOLD: 추천기준일 종가대비 -15% 이상~ +15% 미만.
- SELL: 추천기준일 종가대비 -15% 미만.
- SUSPENDED: 기업가치 전망에 불확실성이 일시적으로 커진 경우, 분석 잠정적 중단.

적정주가 미제시.

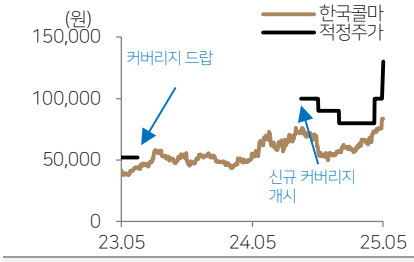
투자 의견이 시장 상황에 따라 투자등급 기준과 일시적으로 다를 수 있음
동 조사분석자료에서 제시된 업종 투자의견은 시장 대비 업종의 초과수익률 수준에 근거한 것으로, 개별 종목에 대한 투자의견과 다를 수 있음

- Overweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 상회할 것으로 예상하는 경우
- Neutral: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률과 유사할 것으로 예상하는 경우
- Underweight: 해당 업종 수익률이 향후 12개월 동안 KOSPI 수익률을 하회할 것으로 예상 경우

주) 업종 수익률은 위험을 감안한 수치

최근 2년간 투자등급 및 적정주가 변경내용

한국콜마 (161890)



일자	2024.09.25	2024.11.12	2025.01.09	2025.04.18	2025.05.12
투자의견	BUY	BUY	BUY	BUY	BUY
적정주가	100,000원	90,000원	80,000원	100,000원	130,000원

적정주가 대비 실제주가 괴리율 (%)

일자	적정주가	평균주가	최고가	평균주가 괴리율(%)	최고가 괴리율(%)
2024.09.25	100,000원	69,719원	76,000원	-30.3	-24.0
2024.11.12	90,000원	54,503원	57,200원	-39.4	-36.4
2025.01.09	80,000원	62,518원	73,400원	-21.9	-8.3
2025.04.18	100,000원	75,158원	79,600원	-24.8	-20.4
2025.05.12	130,000원	-	-	-	-

* 괴리율 적용 기간: 최근 2년내 적정주가 변경일로부터 최근 종가 산출일(25년 05월 09일)
** 괴리율 적용 산식: (실제주가 - 적정주가) / 적정주가

www.daolfn.com

본사 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워

본사영업점 | 서울특별시 영등포구 여의나루로 60. 여의도 포스트타워 27층

DAOL 다올투자증권

본 자료는 고객의 투자 판단을 돕기 위한 정보제공을 목적으로 작성된 참고용 자료입니다. 본 자료는 조사분석 담당자가 신뢰할 수 있는 자료 및 정보를 토대로 작성한 것이나, 제공되는 정보의 완전성이나 정확성을 당사가 보장하지 않습니다. 모든 투자의사결정은 투자자 자신의 판단과 책임하에 하시기 바라며, 본 자료는 투자 결과와 관련한 어떠한 법적 분쟁의 증거로 사용될 수 없습니다. 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에 있으며, 당사의 동의 없이 본 자료를 무단으로 배포, 복제, 인용, 변형할 수 없습니다.