한화투자증권

2025년 05월 12일
기업분석

한국콜마 (161890)

아직 여름은 오지도 않았어요

▶Analyst 한유정 yujung.han@hanwha.com 02-3772-7693

Buy (유지)

목표주가(상향): 110,000원

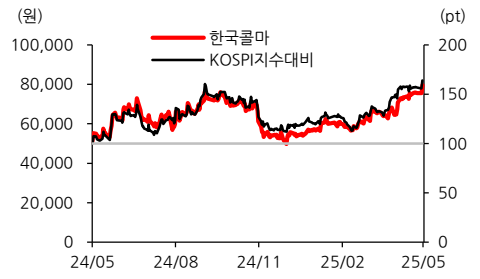
현재 주가(5/8)	79,600원
상승여력	▲38.2%
시가총액	18,790억원
발행주식수	23,605천주
52 주 최고가 / 최저가	79,600 / 49,800원
90 일 일평균 거래대금	156.83억원
외국인 지분율	35.5%
주주 구성	
한국콜마홀딩스 (외 24 인)	26.6%
국민연금공단 (외 1 인)	13.5%
NIHONKOLMAR (외 1 인)	11.8%

주가수익률(%)	1개월	3개월	6개월	12개월
절대수익률	21.2	32.7	30.1	57.3
상대수익률(KOSPI)	10.7	30.4	29.3	63.3

(단위: 십억 원, 원, %, 배)

재무정보	2023	2024	2025E	2026E
매출액	2,156	2,452	2,769	3,044
영업이익	136	194	261	304
EBITDA	230	286	377	423
지배주주순이익	5	90	104	150
EPS	227	3,816	4,388	6,344
순차입금	835	952	975	887
PER	236.2	14.4	18.1	12.5
PBR	1.9	1.6	2.1	1.8
EV/EBITDA	9.0	7.9	7.6	6.5
배당수익률	1.1	1.3	1.1	1.5
ROE	0.8	12.5	12.3	15.7

주가 추이



주요 국가에서의 실적 호조로 어닝 서프라이즈를 기록했습니다. 계절적 비수기에도 불구하고 글로벌 Sun Care 시장에서의 한국콜마 점유율 확대, 한국 브랜드사들의 수출 확대 영향이 주효했습니다. 2 분기부터 본격적인 성수기 구간에 진입합니다.

기대치를 상회한 1분기

2025년 1분기 한국콜마의 연결 매출액은 6,531억원(+13.6% YoY, +10.6% QoQ), 영업이익은 599억원(+84.8% YoY, +70.6% QoQ)으로 컨센서스 영업이익 510억원을 상회했다.

[한국] 상위 인디 브랜드사들의 수출 증가로 Sun Care 매출은 전년 동기 대비 99% 증가한 것으로 추정된다. 생산량 증가에 따른 효율 개선으로 영업이익률은 +3.2%p YoY 개선되어 영업이익 증가율은 +49% YoY에 달했다. 기존 Legacy Top2 고객사를 제외한 매출 증가율은 +23% YoY로 추정된다. [미주] 미국 최대 고객사의 SKU 증가로 미국 매출은 217억원(+211% YoY)으로 사상 최대 분기 매출을 시현하였으며 전분기에 이어 흑자기조가 이어졌다. [중국] 기존 고객사들의 Sun Care 수주 증가에 힘입어 416억원(+20% YoY)의 매출을 기록하며 예상보다 빠른 회복세를 보였다. 영업이익 역시 31억원(+73% YoY)으로 큰 폭의 개선세를 나타냈다.

투자의견 BUY 유지, 목표주가 110,000원으로 상향 조정(+10%)

미국 2공장의 준공 예정 시기가 종전 4월에서 6월로 연기되었다. 하지만 미국 관세 정책 시행으로 한국 및 글로벌 고객사들의 미국 On-Shore 생산 문의가 예상보다 크게 늘고 있는 것으로 파악된다. 이에 준공 연기에도 2025년 미국 매출 전망치의 변동은 없다. 한국콜마가 글로벌 Sun Care 시장에서 독주하고 있으나, 경쟁은 점차 치열해질 전망이다. 하지만 글로벌 브랜드와의 긴밀한 파트너십, SKU 확장 능력, 성수기 대응력, 그리고 한국, 미국, 중국을 아우르는 다국적 생산/수출 기반을 통해 경쟁 우위를 확보하고 있다. 성수기에는 고객 믹스 개선 및 제품당 생산량 증가로 이익 레버리지 효과 또한 극대화될 가능성이 높다.

[표1] 한국콜마 분기 및 실적 추정 (단위: 십억원)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25P	2Q25E	3Q25E	4Q25E	2023	2024	2025E	2026E
매출액	575	660	627	590	653	738	709	669	2,156	2,452	2,769	3,044
별도	248	297	274	241	274	340	316	275	857	1,060	1,206	1,364
연결법인	327	363	353	349	379	398	393	394	1,299	1,392	1,563	1,681
중국	39	53	37	30	42	56	38	31	177	158	166	179
북경	4	-	-	-	-	-	-	-	19	4	-	-
무석	35	53	37	30	42	56	38	31	158	154	166	179
북미	16	26	27	29	30	32	37	39	83	97	138	180
US	7	13	18	20	22	23	26	30	38	58	101	146
CANADA	9	13	9	9	9	9	10	9	46	39	37	33
HK 이노엔	213	219	230	236	247	254	261	266	829	897	1,028	1,071
연우	67	74	73	62	64	62	67	64	236	276	257	275
기타및조정	-8	-9	-13	-7	-4	-6	-9	-6	-27	-36	-26	-23
YoY	*17.9%*	*10.1%*	*21.3%*	*7.0%*	*13.6%*	*11.8%*	*13.1%*	*13.3%*	*15.5%*	*13.7%*	*12.9%*	*10.0%*
별도	*22.8%*	*16.7%*	*47.0%*	*12.5%*	*10.7%*	*14.6%*	*15.5%*	*14.0%*	*18.2%*	*23.7%*	*13.8%*	*13.1%*
연결법인	*14.4%*	*5.2%*	*6.8%*	*3.5%*	*15.8%*	*9.5%*	*11.3%*	*12.8%*	*13.8%*	*7.2%*	*12.3%*	*7.5%*
중국	*6.6%*	*-17.2%*	*-9.0%*	*-19.2%*	*6.9%*	*5.9%*	*4.4%*	*2.5%*	*37.7%*	*-10.8%*	*5.2%*	*7.7%*
북경	*23.1%*	*-*	*-*	*-*	*0.0%*	*-*	*-*	*-*	*14.2%*	*-77.5%*	*-*	*-*
무석	*4.8%*	*-6.6%*	*1.4%*	*-8.4%*	*20.2%*	*5.9%*	*4.4%*	*2.5%*	*41.2%*	*-2.7%*	*8.1%*	*7.7%*
북미	*-13.6%*	*15.0%*	*22.5%*	*40.3%*	*90.1%*	*22.2%*	*36.8%*	*37.0%*	*12.5%*	*16.8%*	*41.7%*	*30.1%*
US	*7.7%*	*61.3%*	*54.9%*	*75.3%*	*210.0%*	*70.2%*	*50.9%*	*50.9%*	*46.0%*	*54.3%*	*74.6%*	*44.8%*
CANADA	*-25.1%*	*-11.9%*	*-12.4%*	*-3.9%*	*-3.2%*	*-28.9%*	*10.0%*	*4.9%*	*-5.3%*	*-13.9%*	*-6.5%*	*-10.0%*
HK 이노엔	*15.0%*	*7.3%*	*6.5%*	*5.2%*	*16.4%*	*15.8%*	*13.6%*	*12.8%*	*-2.1%*	*8.2%*	*14.6%*	*4.1%*
연우	*33.1%*	*17.1%*	*19.8%*	*-0.2%*	*-5.3%*	*-15.8%*	*-8.5%*	*4.0%*	*0.6%*	*16.7%*	*-6.9%*	*7.0%*
기타및조정	*71.5%*	*2.5%*	*57.7%*	*14.0%*	*-44.5%*	*-30.8%*	*-25.8%*	*-10.5%*	*88.6%*	*33.1%*	*-28.3%*	*-10.0%*
영업이익	32	72	55	35	60	83	70	48	136	194	261	304
별도	23	44	37	18	34	54	43	23	80	122	155	176
연결법인	10	28	17	17	26	29	27	24	56	72	106	128
중국	-1	5	1	-2	3	7	2	1	10	4	13	16
북경	-3	-	-	-	-	-	-	-	-3	-4	-	-
무석	2	7	1	-2	3	7	2	1	13	8	13	16
북미	-5	-2	-5	-1	0	-1	-1	-1	-11	-13	-4	1
US	-3	-1	-3	1	2	0	1	1	-10	-6	3	7
CANADA	-2	-1	-2	-2	-1	-1	-2	-2	-2	-7	-7	-6
HK 이노엔	17	24	22	24	25	25	26	27	65	88	104	119
연우	0	1	1	-1	-1	-1	1	0	0	1	-1	-1
기타및조정	-2	-1	-2	-4	-2	-1	-2	-2	-6	-9	-7	-7
YoY	*168.9%*	*28.9%*	*75.7%*	*-6.0%*	*84.7%*	*15.5%*	*28.3%*	*36.1%*	*85.8%*	*42.4%*	*34.4%*	*16.7%*
별도	*68.4%*	*27.5%*	*185.0%*	*-1.6%*	*48.7%*	*22.4%*	*16.3%*	*29.2%*	*15.3%*	*53.6%*	*26.4%*	*13.8%*
연결법인	*흑전*	*31.1%*	*-3.7%*	*-10.3%*	*170.0%*	*4.5%*	*54.4%*	*43.4%*	*1252.0%*	*26.6%*	*48.1%*	*21.1%*
중국	*적지*	*-39.3%*	*100.0%*	*적전*	*흑전*	*26.4%*	*129.3%*	*흑전*	*흑전*	*-60.7%*	*245.7%*	*17.4%*
북경	*적지*	*-*	*-*	*-*	*-*	*-*	*-*	*-*	*적지*	*적지*	*-*	*-*
무석	*212.2%*	*-27.2%*	*-41.2%*	*적전*	*77.0%*	*0.0%*	*129.3%*	*흑전*	*흑전*	*-37.2%*	*67.5%*	*17.4%*
북미	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*흑전*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*흑전*
US	*적지*	*적지*	*적지*	*흑전*	*흑전*	*흑전*	*흑전*	*-24.6%*	*적지*	*적지*	*흑전*	*129.9%*
CANADA	*적지*	*적전*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*
HK 이노엔	*206.7%*	*58.8%*	*-0.8%*	*13.0%*	*46.8%*	*3.0%*	*19.1%*	*11.4%*	*23.6%*	*35.8%*	*18.0%*	*14.6%*
연우	*흑전*	*2.5%*	*-10.6%*	*적전*	*적전*	*적전*	*0.7%*	*적지*	*흑전*	*5532%*	*적전*	*적지*
기타및조정	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*적지*	*-54.5%*	*58.6%*	*-22.4%*	*-5.0%*
영업이익률	*5.6%*	*10.9%*	*8.7%*	*6.0%*	*9.2%*	*11.2%*	*9.9%*	*7.1%*	*6.3%*	*7.9%*	*9.4%*	*10.0%*
별도	*9.2%*	*14.9%*	*13.6%*	*7.5%*	*12.4%*	*15.9%*	*13.7%*	*8.5%*	*9.3%*	*11.5%*	*12.8%*	*12.9%*
연결법인	*2.9%*	*7.6%*	*4.9%*	*4.9%*	*6.9%*	*7.2%*	*6.8%*	*6.2%*	*4.3%*	*5.1%*	*6.8%*	*7.6%*
중국	*-2.4%*	*10.1%*	*2.7%*	*-5.0%*	*7.5%*	*12.0%*	*6.0%*	*4.0%*	*5.5%*	*2.4%*	*8.0%*	*8.7%*
북경	*-62.6%*	*-*	*-*	*-*	*-*	*-*	*-*	*-*	*-15.0%*	*-95.1%*	*-*	*-*
무석	*5.1%*	*12.7%*	*2.7%*	*-5.0%*	*7.5%*	*12.0%*	*6.0%*	*4.0%*	*8.0%*	*5.2%*	*8.0%*	*8.7%*
북미	*-28.8%*	*-8.5%*	*-19.5%*	*-3.1%*	*0.7%*	*-3.9%*	*-3.7%*	*-3.2%*	*-13.6%*	*-13.2%*	*-2.7%*	*0.5%*
US	*-35.7%*	*-9.7%*	*-19.4%*	*6.0%*	*6.9%*	*0.1%*	*2.9%*	*3.0%*	*-25.4%*	*-10.4%*	*3.1%*	*5.0%*
CANADA	*-23.4%*	*-7.1%*	*-19.6%*	*-24.1%*	*-14.9%*	*-14.0%*	*-21.0%*	*-23.9%*	*-4.0%*	*-17.5%*	*-18.6%*	*-19.5%*
HK 이노엔	*8.1%*	*11.1%*	*9.7%*	*10.4%*	*10.3%*	*9.9%*	*10.2%*	*10.2%*	*7.8%*	*9.8%*	*10.1%*	*11.1%*
연우	*0.0%*	*1.7%*	*1.6%*	*-1.6%*	*-1.6%*	*-1.0%*	*1.8%*	*-0.5%*	*0.0%*	*0.5%*	*-0.3%*	*-0.3%*
기타및조정	*27.4%*	*12.5%*	*15.2%*	*60.3%*	*39.5%*	*17.8%*	*20.3%*	*40.4%*	*21.4%*	*25.5%*	*27.6%*	*29.1%*

자료: 한화투자증권 리서치센터

[재무제표]

손익계산서

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
매출액	1,866	2,156	2,452	2,769	3,044
매출총이익	469	578	699	801	896
영업이익	73	136	194	261	304
EBITDA	149	230	286	377	423
순이자손익	-25	-36	-39	-35	-30
외화관련손익	2	1	15	-12	2
지분법손익	-1	2	13	4	3
세전계속사업손익	17	34	140	185	250
당기순이익	-4	25	125	138	188
지배주주순이익	-22	5	90	104	150
증가율(%)					
매출액	304.5	15.5	13.7	12.9	10.0
영업이익	56.4	85.8	42.4	34.4	16.7
EBITDA	176.2	54.6	24.3	31.9	12.3
순이익	적전	흑전	398.5	9.9	36.4
이익률(%)					
매출총이익률	25.1	26.8	28.5	28.9	29.4
영업이익률	3.9	6.3	7.9	9.4	10.0
EBITDA 이익률	8.0	10.7	11.7	13.6	13.9
세전이익률	0.9	1.6	5.7	6.7	8.2
순이익률	-0.2	1.2	5.1	5.0	6.2

재무상태표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
유동자산	816	898	859	886	941
현금성자산	298	269	199	126	114
매출채권	261	324	294	346	378
재고자산	239	281	328	375	409
비유동자산	2,117	2,111	2,268	2,330	2,348
투자자산	206	180	208	214	221
유형자산	609	660	811	867	879
무형자산	1,302	1,271	1,249	1,249	1,248
자산총계	2,933	3,009	3,127	3,216	3,290
유동부채	868	1,284	1,215	1,227	1,186
매입채무	298	390	360	400	436
유동성이자부채	533	854	799	769	689
비유동부채	596	307	406	388	370
비유동이자부채	535	249	352	332	312
부채총계	1,464	1,591	1,621	1,615	1,555
자본금	11	11	12	12	12
자본잉여금	264	262	295	295	295
이익잉여금	384	368	488	577	710
자본조정	4	7	-2	5	5
자기주식	0	0	0	0	0
자본총계	1,469	1,419	1,506	1,601	1,734

현금흐름표

(단위: 십억 원)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
영업현금흐름	91	112	100	165	239
당기순이익	-4	25	125	138	188
자산상각비	75	94	92	116	119
운전자본증감	-32	-76	0	-59	-28
매출채권 감소(증가)	-4	-60	40	-52	-31
재고자산 감소(증가)	-10	-41	-53	-47	-34
매입채무 증가(감소)	-7	26	-7	40	36
투자현금흐름	-145	-156	-145	-176	-136
유형자산처분(취득)	-32	-106	-171	-158	-117
무형자산 감소(증가)	-17	-16	-13	-13	-13
투자자산 감소(증가)	75	-25	49	-2	-2
재무현금흐름	82	-8	16	-64	-117
차입금의 증가(감소)	121	8	-5	-50	-100
자본의 증가(감소)	-39	-11	21	-14	-17
배당금의 지급	-15	-11	-11	-14	-17
총현금흐름	181	245	100	224	267
(-)운전자본증가(감소)	-70	17	44	59	28
(-)설비투자	38	107	174	160	120
(+)자산매각	-12	-16	-10	-11	-10
Free Cash Flow	201	106	-128	-6	109
(-)기타투자	273	67	-33	2	4
잉여현금	-72	38	-94	-9	105
NOPLAT	-18	100	174	194	228
(+) Dep	75	94	92	116	119
(-)운전자본투자	-70	17	44	59	28
(-)Capex	38	107	174	160	120
OpFCF	90	70	48	91	199

주요지표

(단위: 원, 배)

12 월 결산	2022	2023	2024	2025E	2026E
주당지표					
EPS	-961	227	3,816	4,388	6,344
BPS	29,024	28,347	33,579	37,635	43,259
DPS	500	600	720	900	1,200
CFPS	7,905	10,688	4,229	9,477	11,311
ROA(%)	-0.8	0.2	2.9	3.3	4.6
ROE(%)	-3.3	0.8	12.5	12.3	15.7
ROIC(%)	-0.9	4.5	7.5	7.9	8.9
Multiples(x,%)					
PER	-44.3	236.2	14.4	18.1	12.5
PBR	1.5	1.9	1.6	2.1	1.8
PSR	0.5	0.6	0.5	0.7	0.6
PCR	5.4	5.0	13.0	8.4	7.0
EV/EBITDA	11.7	9.0	7.9	7.6	6.5
배당수익률	1.2	1.1	1.3	1.1	1.5
안정성(%)					
부채비율	99.6	112.1	107.7	100.8	89.7
Net debt/Equity	52.4	58.8	63.2	60.9	51.1
Net debt/EBITDA	517.8	363.1	333.0	258.6	209.5
유동비율	94.0	70.0	70.7	72.3	79.4
이자보상배율(배)	2.2	3.0	4.2	6.3	8.3
자산구조(%)					
투하자본	81.4	83.1	85.6	88.1	88.5
현금+투자자산	18.6	16.9	14.4	11.9	11.5
자본구조(%)					
차입금	42.1	43.8	43.3	40.7	36.6
자기자본	57.9	56.2	56.7	59.3	63.4

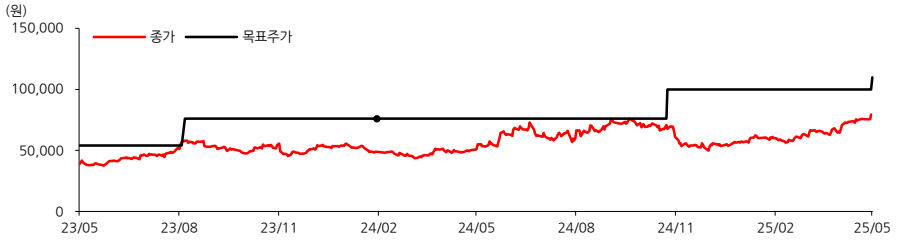
주: IFRS 연결 기준

[Compliance Notice] (공표일: 2025 년 05 월 12 일)

이 자료는 조사분석 담당자가 객관적 사실에 근거해 작성하였으며, 타인의 부당한 압력이나 간섭없이 본인의 의견을 정확하게 반영했습니다. 본인은 이 자료에서 다룬 종목과 관련해 공표일 현재 관련 법규상 알려야 할 재산적 이해관계가 없습니다. 본인은 이 자료를 기관투자자 또는 제 3 자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다. (한유정)
저희 회사는 공표일 현재 이 자료에서 다룬 종목의 발행주식을 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.

이 자료는 투자자의 증권투자를 돕기 위해 당사 고객에 한하여 배포되는 자료로서 저작권이 당사에 있으며 불법 복제 및 배포를 금합니다. 이 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료나 정보출처로부터 얻은 것이지만, 당사는 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없습니다. 따라서 이 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과와 관련된 법적 책임소재에 대한 증빙으로 사용될 수 없습니다.

[한국콜마 주가와 목표주가 추이]



[투자의견 변동 내역]

일 시	2023.05.12	2023.08.14	2023.10.23	2024.01.22	2024.05.10	2024.11.01
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	54,000	76,000	76,000	76,000	76,000	100,000
일 시	2024.11.07	2024.11.15	2025.01.23	2025.02.10	2025.04.21	2025.04.25
투자의견	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy	Buy
목표가격	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000	100,000
일 시	2025.05.12					
투자의견	Buy					
목표가격	110,000					

[목표주가 변동 내역별 괴리율]

일자	투자의견	목표주가(원)	괴리율(%)	
			평균주가 대비	최고(최저)주가 대비
2023.08.14	Buy	76,000	-29.32	-3.95
2024.11.01	Buy	100,000	-38.58	-20.40
2025.05.12	Buy	110,000		

[종목 투자등급]

당사는 개별 종목에 대해 향후 1 년간 +15% 이상의 절대수익률이 기대되는 종목에 대해 Buy(매수) 의견을 제시합니다. 또한 절대수익률 -15~+15%가 예상되는 종목에 대해 Hold(보유) 의견을, -15% 이하가 예상되는 종목에 대해 Sell(매도) 의견을 제시합니다. 밸류에이션 방법 등 절대수익률 산정은 개별 종목을 커버하는 애널리스트의 추정에 따르며, 목표주가 산정이나 투자의견 변경 주기는 종목별로 다릅니다.

[산업 투자의견]

당사는 산업에 대해 향후 1 년간 해당 업종의 수익률이 과거 수익률에 비해 양호한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Positive(긍정적) 의견을 제시하고 있습니다. 또한 향후 1 년간 수익률이 과거 수익률과 유사한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Neutral(중립적) 의견을, 과거 수익률보다 부진한 흐름을 보일 것으로 예상되는 경우에 Negative(부정적) 의견을 제시하고 있습니다. 산업별 수익률 전망은 해당 산업 내 분석대상 종목들에 대한 담당 애널리스트의 분석과 판단에 따릅니다.

[당사 조사분석자료의 투자등급 부여 비중] (기준일: 2025 년 03 월 31 일)

투자등급	매수	중립	매도	합계
금융투자상품의 비중	90.9%	9.1%	0.0%	100.0%