한국콜마(161890)

2Q25 Preview: 양호한 주가 흐름을 예상

영업이익이 시장 기대치에 부합할 전망

2025년 2분기 한국콜마의 연결기준 매출액은 7,350억원(+11.3% YoY), 영업이익은 835억원(+16.3% YoY, OPM +11.4%)을 기록하여 영업이익이 시장 기대치에 부합할 전망이다. 2분기 썬 성수기 진입에 따라서 한국콜마의 국내법인 영업이익률은 +15.7% 수준으로 양호할 걸로 예상한다. 매출 또한 1분기(+10.7% YoY)와 마찬가지로 양호한 흐름(+13.7% YoY)을 이어간다. 중국 경기가 더디게 회복하고 있지만 낮은 기저 덕분에 중국법인 매출은 전년동기대비 7.4% 증가, 영업이익은 전년대비 소폭 증가한 78억원(vs. 2Q24 OP +67억원)을 기록할 전망이다. 6월부터 미국법인의 2공장이 본격적으로 가동되기 시작했고 이를 고려 시 미국법인은 1분기보다는 부진한 손익을 기록(1Q25 OP +15억원 vs. 2Q25F -2억원)할 걸로 예상한다.

글로벌 화장품 기업의 아웃소싱 확대는 필수

작년부터 최근 1분기까지 글로벌 화장품 기업들은 실적 발표에서 공급망 다변화에 대한 중요성은 지속적으로 언급하고 있다. 글로벌 기업들의 공급망 다변화 노력은 한국의 OEM/ODM 상위 사업자인 한국콜마한테 매우 긍정적이다. 미국의 대표적인 인디 브랜드사인 엘프뷰티는 4QFY25 기준(25년 1~3월) 전체 생산에서 75%를 중국에서 생산하고 있으나, FY2026년 말까지는 그 비중을 낮출 거라고 언급했다. 2019년 엘프뷰티가 중국에서 생산했던 비중은 100%에 가까운 수준이었다. 또한, 향후에 대형 브랜드사들(ex. 로레알 등)이 시장 대응 속도를 높이기 위해서도 OEM/ODM 비중을 늘릴 걸로 예상되는데, 이 또한 한국콜마한테 우호적이다.

목표주가를 14.3% 상향

한국콜마에 대하여 투자의견 매수를 유지하고 목표주가를 기존 105,000원에서 120,000원으로 14.3% 상향한다. 12MF 목표주가 산정 시점 변경에 따른 상향이다. 지난 1주일간 화장품 섹터의 주가 변동성에도 불구하고 한국콜마의 주가는 매우 양호했다(+13.0% vs. 당사 커버리지 -1.6%). 이는 밸류에이션 매력과 안정적인 실적 흐름 덕분이다. 다가오는 2분기 또한 시장에 기대에 부합하는 실적을 기록하면서 주가는 양호한 흐름을 이어갈 전망이다.

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	증감률 (%)	EBITDA (십억원)	PER (x)	EV/EBITDA (x)	PBR (x)	ROE (%)	DY (%)
2023A	2,156	136	5	227	NM	230	236.1	12.3	1.9	0.8	1.1
2024A	2,452	194	90	3,830	1,587.2	286	14.4	10.3	1.6	12.5	1.3
2025F	2,805	279	135	5,723	49.4	384	17.5	10.5	2.6	15.9	0.9
2026F	3,226	338	195	8,277	44.6	448	12.1	9.0	2.2	19.7	1.0
2027F	3,644	399	236	10,000	20.8	514	10.0	7.9	1.8	20.0	1.2

주: 순이익, EPS 등은 지배주주지분 기준

한국투자증권은 당사 고객 및 별도의 서비스 계약을 맺은 법인에게만 리서치 리포트를 공개하고 있습니다. 한국투자증권의 사전 승인 없이 리포트를 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형 및 판매하는 행위는 저작권법 위반으로 법적 처벌의 대상이 될 수 있음을 알려드립니다.

매수(유지)

목표주가: 120,000원 (상향)

KIS ESG Indicator

종합	E	S	G
NA	NA	NA	NA

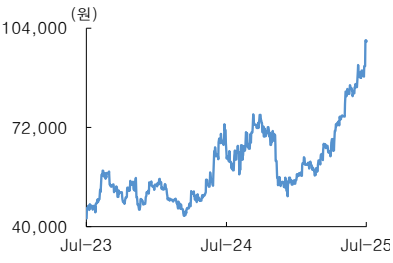
Stock Data

KOSPI(7/3)		3,116
주가(7/3)		99,900
시가총액(십억원)		2,358
발행주식수(백만)		24
52주 최고/최저가(원)		100,100/49,800
일평균거래대금(6개월, 백만원)		16,679
유동주식비율/외국인지분율(%)		73.4/40.1
주요주주(%)	한국콜마홀딩스 외 23 인	26.6
	국민연금공단	13.5

주가상승률

	1개월	6개월	12개월
절대주가(%)	17.7	77.4	61.4
KOSPI 대비(%p)	2.2	49.8	49.9

주가추이



자료: FnGuide

김명주
myoungjoo.kim@koreainvestment.com

전유나
jeonynki@koreainvestment.com

<표 1> 한국콜마 목표주가 산정

(단위: 십억원, %)

	12MF 지배주주 순이익	기업가치	
화장품 사업부	148.7	2,453	- 화장품 사업부 배수 16.5배 적용 (기존과 동일)
HK이노엔	36.3	375	- 시가총액에 한국콜마가 보유한 지분율(43.01%)과 할인율(30%) 적용
시가총액		**2,828**	
주식수(천주)		**23,605**	
목표주가		**120,000**	
현재주가		**99,900**	
상승여력		20.1	

주: 1. 2025년 7월 3일 주가 기준
2: 화장품 사업부의 배수는 한국콜마의 매출 규모와 수익성 등을 고려하여 글로벌 경쟁사인 인터코스의 12MF PER 19배 대비하여 15% 할인을 적용
자료: 한국투자증권

<표 2> 한국콜마 2025년 2분기 실적

(단위: 십억원, %, %p)

	2Q25F	기존추정	차이	컨센서스	차이	1Q25	증감률	2Q24	증감률
매출	**735**	**758**	**(3.1)**	**739**	**(0.6)**	**649**	**13.3**	**660**	**11.3**
한국	338	338	0.0			274	23.1	297	13.7
중국	57	57	0.0			42	38.0	53	7.4
미국	23	23	0.0			22	5.0	13	70.3
영업이익	**83**	**82**	**1.7**	**81**	**3.7**	**60**	**39.3**	**72**	**16.3**
한국	53	57	(6.3)			34	56.7	44	20.0
중국	8	7	6.2			3	150.3	7	15.8
미국	(0)	(0)	NM			2	NM	(1)	NM
영업이익률(%)	**11.4**	**10.8**	**0.5**	**10.9**	**0.5**	**9.2**	**2.1**	**10.9**	**0.5**
지배주주순이익	43	42	2.3	43	(0.7)	13	222.4	35	22.5

자료: 한국투자증권

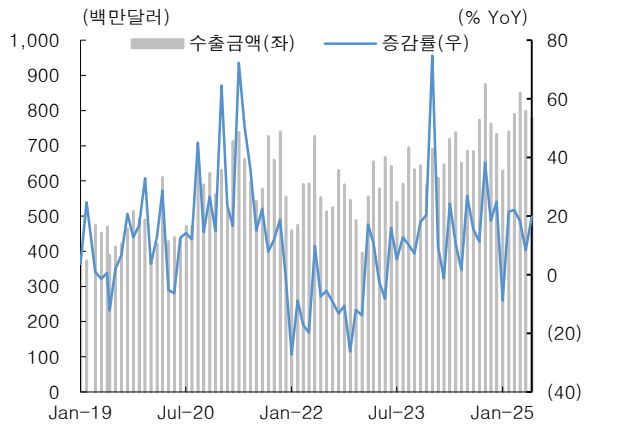
<표 3> 한국콜마 연간 실적 변경

(단위: 십억원, %, %p)

	변경후		변경전		증감률	
	2025F	2026F	2025F	2026F	2025F	2026F
매출액	**2,805**	**3,226**	**2,848**	**3,257**	**(1.5)**	**(1.0)**
영업이익	**279**	**338**	**274**	**336**	**1.9**	**0.5**
영업이익률	9.9	10.5	9.6	10.3	0.3	0.2
지배주주순이익	135	195	132	194	2.6	0.6
EPS	5,723	8,277	5,577	8,228	2.6	0.6
BPS	38,438	45,678	38,292	45,484	0.4	0.4
ROE(%)	15.9	19.7	15.5	19.6	0.4	0.0

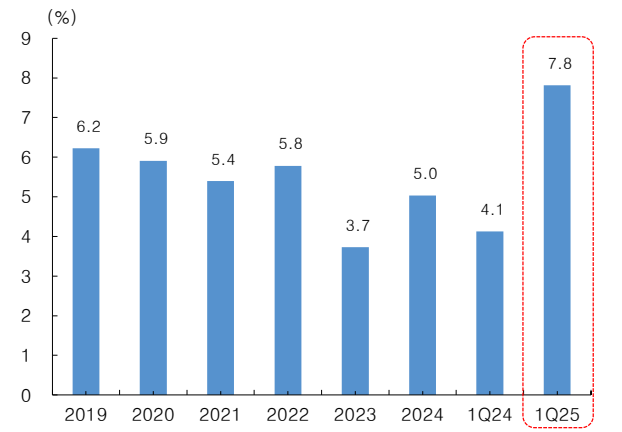
자료: 한국투자증권

[그림 1] 한국 화장품 수출 추이. 한국 화장품 수출은 꾸준히 증가 중



주: 1. HS code 3304 기준
2. 2025년 6월 데이터는 잠정치 기준
자료: TRASS, 한국투자증권

[그림 2] 한국콜마의 한국법인 매출 중 수출 매출 비중 추이. 올해 1분기 비중이 7.8%로 전년의 5.0% 대비 크게 증가



자료: 전자공시시스템, 한국투자증권

<표 4> 한국콜마 실적 추정

(단위: 십억원, %)

	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25F	3Q25F	4Q25F	1Q26F	2Q26F	3Q26F	4Q26F	2023	2024	2025F	2026F	2027F
매출액	**575**	**660**	**627**	**590**	**649**	**735**	**738**	**684**	**750**	**828**	**870**	**777**	**2,156**	**2,452**	**2,805**	**3,226**	**3,644**
한국	248	297	274	241	274	338	335	294	325	393	430	356	857	1,060	1,241	1,504	1,791
중국	39	53	37	30	42	57	42	34	46	64	47	39	177	159	175	196	223
미국	7	13	18	20	22	23	24	25	27	27	32	31	37	58	94	117	144
캐나다	9	13	9	9	9	9	10	9	9	9	10	10	46	40	36	38	42
연우	67	74	73	62	64	64	77	67	71	67	85	71	236	276	271	294	305
이노엔	213	219	229	236	247	253	260	264	281	277	275	281	829	897	1,025	1,114	1,180
매출총이익	**161**	**194**	**177**	**168**	**186**	**213**	**211**	**195**	**214**	**238**	**250**	**222**	**578**	**699**	**805**	**925**	**1,044**
영업이익	**32**	**72**	**55**	**35**	**60**	**83**	**79**	**57**	**79**	**100**	**96**	**63**	**136**	**194**	**279**	**338**	**399**
한국	23	44	37	18	34	53	51	28	41	66	66	34	80	122	165	207	248
중국	2	7	1	(2)	3	8	3	1	3	8	2	(0)	10	8	15	14	15
미국	(3)	(1)	(3)	1	2	(0)	(1)	0	0	1	1	1	(10)	(6)	1	3	8
캐나다	(2)	(1)	(2)	(2)	(1)	(1)	(1)	0	0	0	0	0	(2)	(7)	(4)	0	0
연우	0	1	1	(1)	(1)	(1)	0	0	0	0	1	0	(0)	1	(1)	2	3
이노엔	17	24	22	24	25	25	27	27	34	25	26	27	66	88	105	112	125
세전이익	**20**	**59**	**35**	**25**	**32**	**64**	**65**	**54**	**72**	**93**	**84**	**55**	**34**	**140**	**215**	**304**	**368**
순이익	**6**	**35**	**15**	**34**	**13**	**43**	**43**	**36**	**46**	**60**	**54**	**36**	**5**	**90**	**135**	**195**	**236**
YoY (%)																	
매출액	17.9	10.1	21.3	7.0	12.9	11.3	17.7	15.8	15.6	12.7	17.9	13.6	15.5	13.7	14.4	15.0	13.0
매출이이익	37.5	18.7	25.2	7.0	15.7	10.0	19.3	16.3	15.4	11.9	18.3	14.0	23.3	20.9	15.2	14.9	12.9
영업이익	168.9	28.9	75.7	(6.0)	84.8	16.3	44.4	61.0	31.4	20.3	21.8	10.7	85.8	42.4	43.8	21.2	18.1
순이익	68.6	27.6	185.0	(1.6)	48.3	20.0	36.0	52.8	20.3	24.5	30.8	22.5	(123.6)	1,634.9	50.1	44.5	20.8

주: 순이익은 지배주주 순이익
자료: 한국콜마, 한국투자증권

기업개요 및 용어해설

한국콜마는 2012년 10월 코스피에 상장한 국내 최초 화장품·제약·건강기능식품 ODM 전문기업. 중국 및 북미에 진출해 글로벌 생산 네트워크 구축하며 지속적인 투자와 기술개발로 업계 선두 지위를 유지하고 있음. 자회사 에이치케이이노엔㈜을 통해 전문의약품 및 H&B 사업과 자회사 ㈜연우를 통해 화장품용기제조업을 영위. 2025년 1분기 기준, 화장품 매출 비중은 53.9%, 전문의약품 34.6%, 패키징 9.8%임

손익계산서

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
매출액	**2,156**	**2,452**	**2,805**	**3,226**	**3,644**
매출원가	1,578	1,753	2,000	2,301	2,600
매출총이익	578	699	805	925	1,044
판매관리비	442	505	526	587	645
영업이익	**136**	**194**	**279**	**338**	**399**
영업이익률(%)	*6.3*	*7.9*	*9.9*	*10.5*	*10.9*
EBITDA	230	286	384	448	514
EBITDA Margin(%)	*10.7*	*11.7*	*13.7*	*13.9*	*14.1*
영업외수익	(102)	(54)	(65)	(34)	(31)
금융수익	24	30	21	23	24
금융비용	59	54	52	54	53
기타영업외손익	(70)	(42)	(33)	(3)	(2)
관계기업관련손익	3	12	0	0	0
세전계속사업이익	**34**	**140**	**214**	**304**	**368**
법인세비용	9	14	48	67	81
연결당기순이익	25	125	166	238	287
지배주주지분순이익	**5**	**90**	**135**	**195**	**236**
지배주주순이익률(%)	*0.2*	*3.7*	*4.8*	*6.1*	*6.5*
성장성(%, YoY)					
매출 증가율	15.5	13.7	14.4	15.0	13.0
영업이익 증가율	85.8	42.4	43.8	21.2	18.1
지배주주순이익 증가율	NM	1,634.9	50.0	44.6	20.8
EPS 증가율	NM	1,587.2	49.4	44.6	20.8
EBITDA 증가율	54.6	24.3	34.4	16.7	14.6

재무상태표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
자산총계	**3,009**	**3,127**	**3,388**	**3,656**	**3,907**
유동자산	898	859	996	1,162	1,331
현금성자산	171	142	176	219	265
매출채권및기타채권	324	294	337	387	438
재고자산	281	328	375	431	487
비유동자산	2,111	2,268	2,391	2,495	2,577
투자자산	53	55	62	72	81
유형자산	660	811	865	901	958
무형자산	1,271	1,249	1,289	1,321	1,310
부채총계	**1,591**	**1,621**	**1,736**	**1,792**	**1,785**
유동부채	1,284	1,215	1,118	1,315	1,310
매입채무및기타채무	390	360	412	474	536
단기차입금및단기사채	400	579	544	588	676
유동성장기부채	438	207	92	184	127
비유동부채	307	406	619	477	476
사채	60	249	344	248	200
장기차입금및금융부채	190	103	213	158	195
자본총계	**1,419**	**1,506**	**1,651**	**1,864**	**2,122**
지배주주지분	649	793	907	1,078	1,285
자본금	11	12	12	12	12
자본잉여금	262	295	295	295	295
기타자본	0	0	0	0	0
이익잉여금	368	488	603	774	980
비지배주주지분	**770**	**713**	**744**	**786**	**837**
순차입금	821	942	948	882	847

현금흐름표

(단위: 십억원)

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
영업활동현금흐름	**112**	**215**	**269**	**341**	**306**
당기순이익	25	125	166	238	287
유형자산감가상각비	73	69	82	87	91
무형자산상각비	21	23	23	24	24
자산부채변동	(76)	(40)	(34)	(50)	(147)
기타	69	38	32	42	51
투자활동현금흐름	**(156)**	**(205)**	**(234)**	**(220)**	**(203)**
유형자산투자	(107)	(247)	(136)	(122)	(149)
유형자산매각	1	2	0	0	0
투자자산순증	(34)	53	(8)	(9)	(9)
무형자산순증	(16)	(13)	(63)	(56)	(13)
기타	0	0	(27)	(33)	(32)
재무활동현금흐름	**(8)**	**(43)**	**(1)**	**(79)**	**(57)**
자본의증가	0	0	0	0	0
차입금의순증	8	25	50	(12)	23
배당금지급	(17)	(19)	(17)	(20)	(24)
기타	1	(49)	(34)	(47)	(56)
기타현금흐름	3	4	0	0	0
현금의증가	**(49)**	**(29)**	**34**	**43**	**47**
FCF	146	(38)	95	150	121

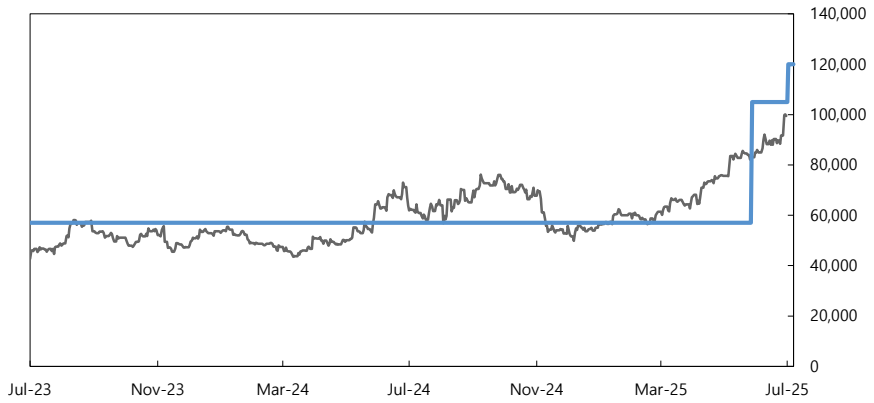
주: K-IFRS (연결) 기준

주요 투자지표

	2023A	2024A	2025F	2026F	2027F
주당지표(원)					
EPS	227	3,830	5,723	8,277	10,000
BPS	28,347	33,579	38,438	45,678	54,434
DPS	600	720	864	1,037	1,244
수익성(%)					
ROA	0.8	4.1	5.1	6.7	7.6
ROE	0.8	12.5	15.9	19.7	20.0
배당수익률	1.1	1.3	0.9	1.0	1.2
배당성향	264.4	18.9	15.1	12.5	12.4
안정성					
부채비율(x)	112.1	107.7	105.1	96.1	84.1
차입금/자본총계비율(%)	77.8	76.4	72.7	63.8	57.1
이자보상배율(x)	3.0	4.2	5.7	6.8	8.1
순차입금/EBITDA(x)	3.6	3.3	2.5	2.0	1.6
Valuation(x)					
PER	236.1	14.4	17.5	12.1	10.0
최고	267.4	20.5	18.3	12.7	10.5
최저	162.8	11.3	9.6	6.7	5.5
PBR	1.9	1.6	2.6	2.2	1.8
최고	2.1	2.3	2.7	2.3	1.9
최저	1.3	1.3	1.4	1.2	1.0
PSR	0.6	0.5	0.8	0.7	0.6
EV/EBITDA	12.3	10.3	10.5	9.0	7.9

투자의견 및 목표주가 변경내역

종목(코드번호)	제시일자	투자의견	목표주가	괴리율	
				평균주가 대비	최고(최저) 주가대비
한국콜마 (161890)	2025.05.30	매수	105,000원	-14.0	-4.7
	2025.07.04	매수	120,000원	-	-



■ Compliance notice

- 당사는 2025년 7월 4일 현재 한국콜마 종목의 발행주식을 1%이상 보유하고 있지 않습니다.
- 당사는 동 리포트의 내용 일부를 기관투자가 또는 제3자에게 사전에 제공한 사실이 없습니다.
- 동 리포트의 금융투자분석사와 배우자는 상기 발행주식을 보유하고 있지 않습니다.

■ 기업 투자의견은 향후 12개월간 시장 지수 대비 주가등락 기준임

- 매　　수 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 상승 예상
- 중　　립 : 시장 지수 대비 -15~15%p의 주가 등락 예상
- 비중축소 : 시장 지수 대비 15%p 이상의 주가 하락 예상
- 중립 및 비중축소 의견은 목표가 미제시

■ 투자등급 비율 (2025. 3. 31 기준)

매수	중립	비중축소(매도)
78.8%	21.2%	0%

※ 최근 1년간 공표한 유니버스 종목 기준

■ 업종 투자의견은 향후 12개월간 해당 업종의 유가증권시장(코스닥) 시가총액 비중 대비 포트폴리오 구성 비중에 대한 의견임

- 비중확대 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 높이 가져갈 것을 권함
- 중　　립 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중과 같게 가져갈 것을 권함
- 비중축소 : 해당업종의 포트폴리오 구성비중을 유가증권시장(코스닥)시가총액 비중보다 낮게 가져갈 것을 권함

■ 본 리포트는 고객의 증권투자를 돕기 위하여 작성된 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며, 당사의 동의 없이 어떤 형태로든 복제, 배포, 전송, 변형할 수 없습니다.

■ 본 리포트는 당사 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보를 기초로 작성된 것이나 당사가 그 자료 및 정보의 정확성이나 완전성을 보장할 수는 없으므로 당사는 본 리포트로써 고객의 투자 결과에 대한 어떠한 보장도 행하는 것이 아닙니다. 최종적 투자 결정은 고객의 판단에 기초한 것이며 본 리포트는 투자 결과와 관련한 법적 분쟁에서 증거로 사용될 수 없습니다.

■ 본 리포트에 제시된 종목들은 리서치본부에서 수집한 자료 및 정보 또는 계량화된 모델을 기초로 작성된 것이나, 당사의 공식적인 의견과는 다를 수 있습니다.

■ 이 리포트에 게재된 내용들은 작성자의 의견을 정확하게 반영하고 있으며, 외부의 부당한 압력이나 간섭없이 작성되었음을 확인합니다.