

## BUY 유지

목표주가 유지 **80,000원**

종가(25.02.25) 58,000원  
상승여력 37.9%

### Stock Data

KOSPI(02/25)	2,630.3pt
시가총액	13,691억원
액면가	500원
52주 최고가	76,200원
52주 최저가	43,500원
외국인지분율	34.3%
90일 일평균거래대금	119억원
주요주주지분율	
한국콜마홀딩스 (외 25인)	26.6%
유동주식비율	73.4%

### Stock Price



## 4Q24 Review: 완만하지만 개선중인 해외

### 4Q24 매출액 yoy +7.0%, 영업이익 yoy -1.4%

한국콜마의 4Q24 연결 실적은 매출액 5,905억원, 영업이익 368억원을 기록하였다. 부문별로, 1) 별도 실적은 매출액 yoy +12%, 영업이익 yoy -2%를 시현하였다. 전통 상위 고객사들의 매출이 부진했으나, 일부 해외 수출 고객사들의 선진으로 외형 성장세가 지속되었다. 반면, 수익성은 일회성 비용(인센티브, 제품 보증 관련 충당금 등) 반영에 따라 소폭 하락하였다. 2) 중국은 매출 yoy -8%, 영업이익은 -15억원으로 적자전환하였다. 연간 거래 고객사 수가 전년대비 크게 증가했음에도(23년 60여개, 24년 100여개) 경기 침체 영향에 따른 주문 금액 감소로 매출과 수익성이 하락하였다. 3) 북미의 경우, 미국은 매출 yoy +75%, 영업이익 12억원으로 흑자전환했으며, 캐나다는 매출 yoy -4%, 영업이익 -21억원으로 yoy, qoq 적자 확대되었다. 미국에서는 계속해서 최대 고객사의 판매호조가 이어진 가운데 연말 성수기 효과로 출하량 증가했으나, 캐나다는 매출 기여도 높은 글로벌 고객사의 불황이 장기화되며 상반된 모습을 나타냈다. 4) 연우는 매출 yoy flat, 영업이익 -10억원으로 적자전환하였다. 미국 사업은 양호했으나, 국내 주요 고객사의 매출 부진이 전체 실적에 부정적으로 작용했다. 끝으로 5) HK이노엔의 매출과 영업이익은 컨디션 가격 경쟁 심화에 따른 H&B 부문 부진에도, 케이캡 수익 구조 개선 및 중국 로열티와 완제품 수출 증가에 힘입어 각각 yoy +5%, +13% 증가했다.

### 투자이견 BUY 및 목표주가 80,000원 유지

당분기 실적은 전사 영업이익 감소에 따라 전체적으로 아쉬웠으나, 미국이 높은 성장세를 유지한 가운데 흑자로 턴어라운드한 점은 내용면에서 긍정적이다. 기존 한국콜마의 약점이었던 높은 별도 법인 의존도가 개선될 수 있는 가능성을 시사했기 때문이다. 올해는 미국 1공장 수익 구조 안정화와 함께 3월부터 미국 2공장 신규 가동이 시작될 예정이며, 일시적으로 적자 기록했던 중국 역시 쉐케어 생산 돌입에 따라 전체적인 해외 실적 개선이 나타날 전망이다.

### Financial Data

	매출액 (십억원)	영업이익 (십억원)	순이익 (십억원)	EPS (원)	PER (배)	EV/EBITDA (배)	PBR (배)	ROE (%)	배당수익률 (%)
2022	1,866	73	-22	-961	n/a	11.7	1.5	-3.3	1.2
2023	2,156	136	5	227	236.2	9.0	1.9	0.8	1.1
2024E	2,452	196	97	4,127	14.1	7.8	1.7	13.3	1.2
2025E	2,643	226	108	4,556	12.7	6.7	1.5	12.5	1.2
2026E	2,899	249	138	5,849	9.9	6.0	1.3	14.3	1.2

자료 : K-IFRS연결기준,상상인증권



QR코드로 간편하게

상상인증권  
더 많은 리포트 찾아보기

표 1. 한국콜마 4Q24 실적 Review

(%,십억원)	4Q23A	1Q24A	2Q24A	3Q24A	4Q24P	% YoY	% QoQ	당사전망치	차이	컨센서스	차이
매출액	552	575	660	627	590	7.0	-5.7	638	-7.4	607	-2.8
영업이익	37	32	72	55	37	-1.4	-32.5	59	-38.0	50	-27.0
세전이익	-45	20	59	35	29	흑전	-17.4	6	373.8	27	8.0
지배주주순이익	-47	6	35	15	41	흑전	165.8	3	1,096.8	15	168.9
영업이익률	6.8	5.6	10.9	8.7	6.2			9.3		8.3	
세전이익률	-8.1	3.5	9.0	5.7	5.0			1.0		4.5	
지배주주순이익률	-8.5	1.1	5.3	2.5	6.9			0.5		2.5	

자료: 상상인증권 리서치센터

표 2. 한국콜마 실적전망치 변경 내용

(%,십억원)	2024E			2025E		
	변경후	변경전	차이	변경후	변경전	차이
매출액	2,452	2,499	-1.9	2,643	2,740	-3.5
영업이익	196	218	-10.3	226	237	-4.6
세전이익	144	121	19.1	196	164	19.0
지배주주순이익	97	60	62.5	108	90	19.0
영업이익률	8.0	8.7		8.5	8.6	
세전이익률	5.9	4.8		7.4	6.0	
지배주주순이익률	4.0	2.4		4.1	3.3	

자료: 상상인증권 리서치센터

표 3. 한국콜마 실적전망 Table

		1Q23	2Q23	3Q23	4Q23	1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	2023	2024	2025E
매출액(억원)	TOTAL	4,877	5,997	5,164	5,519	5,748	6,603	6,265	5,905	21,557	24,521	26,434
	별도(화장품)	2,018	2,544	1,861	2,145	2,478	2,970	2,736	2,412	8,568	10,596	11,475
	무석콜마	330	564	361	326	346	527	366	299	1,581	1,538	1,655
	미국콜마	65	83	113	114	70	134	175	200	375	579	862
	캐나다콜마	120	143	105	91	90	126	92	87	459	395	390
	HK 이노엔	1,849	2,044	2,156	2,241	2,126	2,193	2,295	2,357	8,290	8,971	9,680
	연우	505	632	612	616	672	740	728	615	2,365	2,755	2,733
	연결조정 및 기타	(45)	(12)	(86)	(58)	(77)	(87)	(127)	(65)	(202)	(357)	(361)
yoy %	TOTAL	18.8	19.3	9.1	15.2	17.9	10.1	21.3	7.0	15.5	13.7	7.8
	별도(화장품)	12.5	23.6	6.0	30.9	22.8	16.7	47.1	12.4	18.2	23.7	8.3
	무석콜마	4.8	96.5	51.0	16.8	4.8	(6.6)	1.4	(8.3)	41.2	(2.7)	7.6
	미국콜마	20.4	48.2	32.9	83.9	7.7	61.4	54.9	75.4	45.9	54.4	48.9
	캐나다콜마	(1.6)	28.8	(17.3)	(26.6)	(25.0)	(11.9)	(12.4)	(4.4)	(5.2)	(13.9)	(1.2)
	HK 이노엔	2.6	(18.9)	8.8	3.6	15.0	7.3	6.4	5.2	(2.1)	8.2	7.9
	연우	-	-	13.4	18.7	33.0	17.1	19.0	(0.2)	123.4	16.5	(0.8)
	연결조정 및 기타	50.6	(74.6)	157.3	96.8	70.3	602.6	48.1	12.3	42.3	76.9	1.0
Sales portion %	별도(화장품)	41.4	42.4	36.0	38.9	43.1	45.0	43.7	40.8	39.7	43.2	43.4
	무석콜마	6.8	9.4	7.0	5.9	6.0	8.0	5.8	5.1	7.3	6.3	6.3
	미국콜마	1.3	1.4	2.2	2.1	1.2	2.0	2.8	3.4	1.7	2.4	3.3
	캐나다콜마	2.5	2.4	2.0	1.6	1.6	1.9	1.5	1.5	2.1	1.6	1.5
	HK 이노엔	37.9	34.1	41.8	40.6	37.0	33.2	36.6	39.9	38.5	36.6	36.6
	연우	10.4	10.5	11.9	11.2	11.7	11.2	11.6	10.4	11.0	11.2	10.3
	연결조정 및 기타	(0.9)	(0.2)	(1.7)	(1.1)	(1.3)	(1.3)	(2.0)	(1.1)	(0.9)	(1.5)	(1.4)
	영업이익(억원)	TOTAL	121	557	310	374	324	717	545	368	1,361	1,956
별도(화장품)	135	347	131	184	228	442	372	181	797	1,223	1,217	
yoy %	TOTAL	(6.6)	65.5	71.5	332.8	168.9	28.9	75.7	(1.4)	85.8	43.6	15.4
	별도(화장품)	(5.9)	51.4	25.7	(14.1)	68.6	27.6	185.0	(1.8)	15.3	53.6	(0.5)
OPM (%)	TOTAL	2.5	9.3	6.0	6.8	5.6	10.9	8.7	6.2	6.3	8.0	8.5
	별도(화장품)	6.7	13.6	7.0	8.6	9.2	14.9	13.6	7.5	9.3	11.5	10.6
yoy %p	TOTAL	(0.7)	2.6	2.2	5.0	3.2	1.6	2.7	(0.5)	2.4	1.7	0.6
	별도(화장품)	(1.3)	2.5	1.1	(4.5)	2.5	1.3	6.6	(1.1)	(0.2)	2.2	(0.9)

자료: 상상인증권 리서치센터

대차대조표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>유동자산</b>	<b>816.3</b>	<b>898.4</b>	<b>908.3</b>	<b>977.0</b>	<b>1,095.5</b>
현금 및 현금성자산	220.1	170.8	190.8	190.5	240.3
매출채권	260.9	323.8	323.4	356.5	389.5
재고자산	239.4	280.9	322.3	355.3	388.1
<b>비유동자산</b>	<b>2,117.0</b>	<b>2,111.1</b>	<b>2,202.8</b>	<b>2,264.5</b>	<b>2,306.8</b>
관계기업투자등	33.7	44.2	48.0	49.9	51.9
유형자산	608.8	660.4	774.4	843.4	892.5
무형자산	1,301.8	1,271.0	1,258.9	1,244.7	1,230.7
<b>자산총계</b>	<b>2,933.3</b>	<b>3,009.4</b>	<b>3,111.1</b>	<b>3,241.5</b>	<b>3,402.4</b>
<b>유동부채</b>	<b>868.1</b>	<b>1,283.7</b>	<b>1,331.6</b>	<b>1,369.4</b>	<b>1,407.1</b>
매입채무	297.8	389.6	346.3	381.8	417.0
단기금융부채	533.1	854.0	928.0	928.0	928.0
<b>비유동부채</b>	<b>595.7</b>	<b>307.1</b>	<b>259.1</b>	<b>261.2</b>	<b>263.3</b>
장기금융부채	534.7	249.4	204.4	204.4	204.4
<b>부채총계</b>	<b>1,463.8</b>	<b>1,590.8</b>	<b>1,590.8</b>	<b>1,630.6</b>	<b>1,670.4</b>
<b>지배주주지분</b>	<b>664.1</b>	<b>648.6</b>	<b>814.5</b>	<b>905.1</b>	<b>1,026.2</b>
자본금	11.4	11.4	11.8	11.8	11.8
자본잉여금	264.5	262.3	293.6	293.6	293.6
이익잉여금	383.7	367.6	501.9	592.4	713.5
<b>비지배주주지분</b>	<b>805.4</b>	<b>770.0</b>	<b>705.8</b>	<b>705.8</b>	<b>705.8</b>
<b>자본총계</b>	<b>1,469.5</b>	<b>1,418.6</b>	<b>1,520.3</b>	<b>1,610.9</b>	<b>1,731.9</b>

현금흐름표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>영업활동 현금흐름</b>	<b>90.8</b>	<b>112.2</b>	<b>201.0</b>	<b>146.0</b>	<b>182.8</b>
당기순이익(손실)	-4.1	25.1	132.7	142.8	177.2
현금수익비용가감	185.0	219.4	176.5	32.2	34.4
유형자산감가상각비	61.6	72.7	72.9	89.6	95.8
무형자산상각비	13.8	21.1	22.1	20.8	20.6
기타현금수익비용	109.5	125.7	26.6	-168.2	-172.0
운전자본 증감	-32.3	-76.2	-53.3	-29.1	-28.9
매출채권의 감소(증가)	-3.9	-59.5	5.7	-33.1	-32.9
재고자산의 감소(증가)	-9.7	-40.5	-47.8	-33.0	-32.8
매입채무의 증가(감소)	-7.0	25.9	6.3	35.4	35.3
기타영업현금흐름	-11.8	-2.1	-17.4	1.6	1.6
<b>투자활동 현금흐름</b>	<b>-145.2</b>	<b>-155.7</b>	<b>-134.4</b>	<b>-129.3</b>	<b>-116.0</b>
유형자산 처분(취득)	-32.5	-106.3	-198.9	-158.6	-145.0
무형자산 감소(증가)	-17.4	-16.3	-12.0	-6.6	-6.6
투자자산 감소(증가)	73.7	-24.6	72.9	40.9	40.7
기타투자활동	-169.0	-8.5	3.6	-4.9	-5.1
<b>재무활동 현금흐름</b>	<b>82.0</b>	<b>-8.4</b>	<b>-47.2</b>	<b>-17.0</b>	<b>-17.0</b>
차입금의 증가(감소)	121.1	7.6	20.8	0.0	0.0
자본의 증가(감소)	-39.0	-16.6	-13.8	-17.0	-17.0
배당금 지급	14.8	16.6	13.7	17.0	17.0
기타재무활동	0.0	0.6	-54.2	0.0	0.0
<b>현금의 증감</b>	<b>28.9</b>	<b>-49.2</b>	<b>19.9</b>	<b>-0.3</b>	<b>49.8</b>
기초현금	191.2	220.1	170.8	190.8	190.5
기말현금	220.1	170.8	190.8	190.5	240.3

손익계산서

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>매출액</b>	<b>1,865.7</b>	<b>2,155.7</b>	<b>2,452.1</b>	<b>2,643.4</b>	<b>2,899.1</b>
매출원가	1,396.9	1,577.5	1,751.5	1,878.3	2,062.4
매출총이익	468.8	578.1	700.5	765.1	836.7
판매비와 관리비	395.6	442.0	505.0	539.5	587.5
<b>영업이익</b>	<b>73.3</b>	<b>136.1</b>	<b>195.6</b>	<b>225.6</b>	<b>249.2</b>
EBITDA	148.7	229.9	290.5	336.1	365.6
금융손익	-23.4	-35.7	-23.5	-30.4	-30.1
관계기업등 투자손익	-1.2	2.5	23.8	45.0	45.0
기타영업외손익	-31.8	-68.6	-51.5	-44.6	-21.3
<b>세전계속사업이익</b>	<b>17.0</b>	<b>34.3</b>	<b>144.3</b>	<b>195.7</b>	<b>242.8</b>
계속사업법인세비용	21.1	9.2	11.6	52.8	65.6
당기순이익	-4.1	25.1	132.7	142.8	177.2
<b>지배주주순이익</b>	<b>-22.0</b>	<b>5.2</b>	<b>97.4</b>	<b>107.5</b>	<b>138.1</b>
매출총이익률 (%)	25.1	26.8	28.6	28.9	28.9
영업이익률 (%)	3.9	6.3	8.0	8.5	8.6
EBITDA 마진률 (%)	8.0	10.7	11.8	12.7	12.6
세전이익률 (%)	0.9	1.6	5.9	7.4	8.4
지배주주순이익률 (%)	-1.2	0.2	4.0	4.1	4.8
ROA (%)	-0.8	0.2	3.2	3.4	4.2
ROE (%)	-3.3	0.8	13.3	12.5	14.3
ROIC (%)	-0.9	4.5	7.9	6.9	7.3

주요투자지표

(단위: 십억원)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>투자지표 (배)</b>					
P/E	n/a	236.2	14.1	12.7	9.9
P/B	1.5	1.9	1.7	1.5	1.3
EV/EBITDA	11.7	9.0	7.8	6.7	6.0
P/S	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5
배당수익률 (%)	1.2	1.1	1.2	1.2	1.2
<b>성장성 (%)</b>					
매출액 증가율	17.6	15.5	13.7	7.8	9.7
영업이익 증가율	-13.0	85.8	43.6	15.4	10.4
세전이익 증가율	-74.5	102.3	320.2	35.6	24.1
지배주주순이익 증가율	적전	흑전	1,776.5	10.4	28.4
EPS 증가율	적전	흑전	1,719.0	10.4	28.4
<b>안정성 (%)</b>					
부채비율	99.6	112.1	104.6	101.2	96.4
유동비율	94.0	70.0	68.2	71.3	77.9
순차입금/자기자본	52.4	58.8	58.5	55.1	48.2
영업이익/금융비용	2.2	3.0	5.5	6.1	6.7
총차입금 (십억원)	1,067.9	1,103.4	1,132.4	1,132.4	1,132.4
순차입금 (십억원)	770.0	834.7	888.7	886.8	834.8
<b>주당지표 (원)</b>					
EPS	-961	227	4,127	4,556	5,849
BPS	29,024	28,347	34,507	38,343	43,472
SPS	81,540	94,212	103,879	111,985	122,817
DPS	500	600	720	720	720

**한국콜마 목표주가 추이 및 투자의견 변동내역**



**Compliance Notice**

- 본 자료에 기재된 내용들은 작성자 본인의 의견을 정확하게 반영하고 있으며 외부의 부당한 압력이나 간섭 없이 작성되었음을 확인합니다. (작성자:김혜미)
- 본 자료는 고객의 증권투자를 돕기 위한 정보제공을 목적으로 제작되었습니다. 본 자료에 수록된 내용은 당사 리서치센터가 신뢰할 만한 자료 및 정보를 바탕으로 작성한 것이나, 당사가 그 정확성이나 완전성을 보장할 수 없으므로 참고자료로만 활용하시기 바라며 유가증권 투자 시 투자자 자신의 판단과 책임하에 최종결정을 하시기를 바랍니다. 따라서 본 자료는 어떠한 경우에도 고객의 증권투자 결과에 대한 법적 책임소재의 증빙자료로 사용될 수 없습니다.
- 본 자료는 당사의 저작물로서 모든 저작권은 당사에게 있으며 어떠한 경우에도 당사의 동의 없이 복제, 배포, 전송, 변형될 수 없습니다.
- 동 자료는 제공시점 현재 기관투자가 또는 제3자에게 사전 제공한 사실이 없습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재당사에서 1% 이상 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목은 전일 기준 현재 당사의 조사분석 담당자 및 그 배우자 등 관련자가 보유하고 있지 않습니다.
- 동 자료의 추천종목에 해당하는 회사는 당사와 계열회사 관계에 있지 않습니다.

**투자등급**

구분	투자등급 기준 및 기간	투자등급	투자등급 비율	비고	구분	투자등급 기준 및 기간	투자등급	투자등급 비율	비고
산업 (Industry)	투자등급 3단계 향후 12개월 시장대비 상대수익률	Overweight (비중확대)	73.3%	시가총액 대비 비중확대	기업 (Company)	투자등급 3단계 향후 12개월 절대수익률	BUY	95.4%	절대수익률 15% 초과
		Neutral (중립)	26.7%	시가총액 수준 유지			HOLD	4.6%	절대수익률 +15% ~ -15%
		Underweight (비중축소)	0.0%	시가총액 대비 비중축소			SELL	0.0%	절대수익률 -15% 초과
	합계 100%					합계 100%			