

2) 한국콜마:  
 中 비중은 낮지만,  
 그래도 수혜주

투자의견 BUY  
 목표주가 90,000원

동사는 25년 연간 매출 성장 목표치로, 국내 +14~16%, 중국 Flat, 미국 +47%, 캐나다 Flat를 제시했다. 위 목표치는 대체로 부합하거나 초과달성 할 것으로 예상된다. 국내의 경우 수출 수요가 견조할 것으로 예상될 뿐 아니라, 중국의 한한령 해제로 인바운드 관광객의 화장품 수요가 늘어날 수 있기 때문이다. 한편 해외의 경우 중국은 현지 소비 심리가 중요하다. 향후 소비 부양책 효과가 가시화된다면 위 목표치보다 더 높은 성장을 달성할 가능성이 높다. 미국은 현재 인디 브랜드 고객사의 오더가 성장을 이끌고 있다. 하반기 미국 제2공장이 BEP를 달성할 경우 기존 예상보다 더 좋은 실적을 기대해볼 수 있다.

중국 비중이 상대적으로 낮고, 사업 구조가 다소 복잡하다는 아쉬움이 있지만, 중국향 수혜 (인바운드 관광객 증가, 중국 소비 회복)을 충분히 기대해볼 수 있는 업체다. 중국 뿐 아니라 미국 공장 가동률이 양호할 경우 추가적인 실적 업사이드를 기대해볼 수 있기에, 지켜볼 필요가 있다. 투자의견 BUY, 목표주가 90,000원을 유지한다.

한국콜마 연결기준 실적 추이 및 전망

(십억 원)		1Q24	2Q24	3Q24	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	FY24	FY25	FY26
매출	(연결)	574.8	660.3	626.5	591.3	664.4	756.4	668.6	658.9	2,452.9	2,748.4	2,995.7
	별도	247.8	297.0	273.6	241.3	288.5	354.8	292.2	293.8	1,059.7	1,229.3	1,352.2
	이노엔	212.6	219.3	229.5	235.7	247.7	247.7	247.7	247.7	897.1	990.8	1,068.8
	연우	67.2	74.0	72.8	61.5	67.2	74.0	72.8	62.7	275.5	276.7	309.1
	무석	34.6	52.7	36.6	29.9	40.7	54.1	37.4	29.9	153.8	162.1	180.0
	북미	16.0	26.0	26.7	28.7	28.0	34.5	31.2	30.5	97.4	124.3	153.8
	YoY		+18%	+10%	+21%	+7%	+16%	+15%	+7%	+11%	+14%	+12%
영업이익	별도	22.8	44.2	37.2	18.1	25.6	52.4	37.0	26.6	122.3	141.5	155.7
	무석	1.8	6.7	1.0	-1.5	2.0	2.7	3.0	2.4	8.0	10.1	12.1
	북미	-4.2	-2.2	-5.2	-0.9	-3.3	-3.0	-1.4	-1.2	-12.5	-8.8	5.6
	이노엔	17.3	24.4	22.2	24.4	24.3	24.3	24.3	24.3	88.2	97.1	109.7
	연우	0	1.2	1.2	-1.0	1.3	1.5	1.5	1.3	1.4	5.5	6.2
	YoY	연결	+169%	+29%	+76%	-2%	+54%	+9%	+18%	+45%	+44%	+26%
OPM	별도	9%	14.9%	13.6%	7.5%	8.9%	14.8%	12.7%	9.0%	12%	12%	12%
	무석	5%	13%	3%	-5%	5%	5%	8%	8%	5%	6%	7%
	북미	-26%	-8%	-19%	-3%	-12%	-9%	-4%	-4%	-13%	-7%	0%
	이노엔	8%	11%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%	10%
	연우	0%	2%	2%	-2%	2%	2%	2%	2%	1%	2%	2%
	YoY		+87%	+6%	+19%	흑전	+141%	+12%	+13%	-31%	+432%	+7%
순이익		12.1	45.2	23.6	52.8	29.1	50.6	26.6	36.4	133.6	142.7	178.8
	YoY		+87%	+6%	+19%	흑전	+141%	+12%	+13%	-31%	+432%	+7%

자료: 한국콜마, 키움증권리서치

포괄손익계산서

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>매출액</b>	1,865.7	2,155.7	2,452.9	2,748.4	2,995.7
매출원가	1,396.9	1,577.5	1,751.4	1,905.5	2,076.7
매출총이익	468.8	578.1	701.5	842.9	919.1
판매비	395.6	442.0	505.2	597.4	627.3
<b>영업이익</b>	73.3	136.1	196.3	245.5	291.8
<b>EBITDA</b>	148.7	229.9	288.8	323.7	358.1
영업외손익	-56.3	-101.8	-50.2	-62.5	-62.5
이자수익	7.2	8.4	15.4	23.4	34.2
이자비용	32.7	45.0	45.0	45.0	45.0
외환관련이익	23.3	11.9	7.6	7.6	7.6
외환관련손실	21.3	11.4	7.1	7.1	7.1
종속 및 관계기업손익	-1.2	3.3	12.3	0.0	0.0
기타	-31.6	-69.0	-33.4	-41.4	-52.2
<b>법인세차감전이익</b>	17.0	34.3	146.1	183.0	229.3
법인세비용	21.1	9.2	11.7	40.3	50.4
계속사업손익	-4.1	25.1	134.4	142.7	178.8
<b>당기순이익</b>	-4.1	25.1	134.4	142.7	178.8
<b>지배주주순이익</b>	-22.0	5.2	145.0	111.2	138.6
<b>증감율 및 수익성 (%)</b>					
매출액 증감율	17.6	15.5	13.8	12.0	9.0
영업이익 증감율	-13.0	85.7	44.2	25.1	18.9
EBITDA 증감율	4.2	54.6	25.6	12.1	10.6
지배주주순이익 증감율	-161.4	-123.6	2,688.5	-23.3	24.6
EPS 증감율	적전	흑전	2,606.9	-23.3	24.7
매출총이익률(%)	25.1	26.8	28.6	30.7	30.7
영업이익률(%)	3.9	6.3	8.0	8.9	9.7
EBITDA Margin(%)	8.0	10.7	11.8	11.8	12.0
지배주주순이익률(%)	-1.2	0.2	5.9	4.0	4.6

현금흐름표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>영업활동 현금흐름</b>	90.8	112.2	312.9	359.6	450.4
당기순이익	-4.1	25.1	134.4	142.7	178.8
비현금항목의 가감	185.0	219.4	187.0	205.6	193.1
유형자산감가상각비	61.6	72.7	72.1	59.9	49.7
무형자산감가상각비	13.8	21.1	20.3	18.4	16.6
지분법평가손익	-1.2	-4.2	-12.3	0.0	0.0
기타	110.8	129.8	106.9	127.3	126.8
영업활동자산부채증감	-32.3	-76.2	32.8	73.2	139.8
매출채권및기타채권의감소	-4.2	-59.5	-44.6	-44.4	-37.2
재고자산의감소	-9.7	-40.5	-38.7	-38.5	-32.2
매입채무및기타채무의증가	-7.0	25.9	115.2	154.8	208.1
기타	-11.4	-2.1	0.9	1.3	1.1
기타현금흐름	-57.8	-56.1	-41.3	-61.9	-61.3
<b>투자활동 현금흐름</b>	-145.2	-155.7	11.0	-2.4	-3.7
유형자산의 취득	-37.8	-106.8	0.0	0.0	0.0
유형자산의 처분	5.3	0.6	0.0	0.0	0.0
무형자산의 순취득	-17.4	-16.3	0.0	0.0	0.0
투자자산의감소(증가)	-9.1	-13.6	13.2	0.9	0.9
단기금융자산의감소(증가)	150.4	-28.5	-11.1	-12.2	-13.5
기타	-236.6	8.9	8.9	8.9	8.9
<b>재무활동 현금흐름</b>	82.0	-8.4	-26.6	-27.4	-27.4
차입금의 증가(감소)	135.1	21.5	0.0	0.0	0.0
자본금, 자본잉여금의 증가(감소)	0.0	0.0	0.4	0.0	0.0
자기주식처분(취득)	-24.2	0.0	0.0	0.0	0.0
배당금지급	-14.8	-16.6	-13.7	-14.2	-14.2
기타	-14.1	-13.3	-13.3	-13.2	-13.2
기타현금흐름	1.3	2.6	-71.9	-71.9	-71.9
<b>현금 및 현금성자산의 순증가</b>	28.9	-49.2	225.3	257.9	347.4
기초현금 및 현금성자산	191.2	220.1	170.8	396.2	654.0
기말현금 및 현금성자산	220.1	170.8	396.2	654.0	1,001.5

재무상태표

(단위 :십억원)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>유동자산</b>	816.3	898.4	1,216.8	1,568.5	1,997.7
현금 및 현금성자산	220.1	170.8	396.2	654.0	1,001.5
단기금융자산	82.6	111.2	122.3	134.5	148.0
매출채권 및 기타채권	260.9	323.8	368.4	412.8	450.0
재고자산	239.4	280.9	319.6	358.2	390.4
기타유동자산	13.3	11.7	10.3	9.0	7.8
<b>비유동자산</b>	2,117.0	2,111.1	2,017.8	1,938.7	1,871.5
투자자산	39.9	53.4	52.6	51.7	50.9
유형자산	608.8	660.4	588.3	528.4	478.7
무형자산	1,301.8	1,271.0	1,250.7	1,232.3	1,215.6
기타비유동자산	166.5	126.3	126.2	126.3	126.3
<b>자산총계</b>	2,933.3	3,009.4	3,234.6	3,507.2	3,869.2
<b>유동부채</b>	868.1	1,283.7	1,398.9	1,553.8	1,761.9
매입채무 및 기타채무	297.8	389.6	504.8	659.7	867.8
단기금융부채	532.1	854.0	854.0	854.0	854.0
기타유동부채	38.2	40.1	40.1	40.1	40.1
<b>비유동부채</b>	595.7	307.1	307.1	307.1	307.1
장기금융부채	534.7	248.9	248.9	248.9	248.9
기타비유동부채	61.0	58.2	58.2	58.2	58.2
<b>부채총계</b>	1,463.8	1,590.8	1,706.1	1,860.9	2,069.0
<b>지배지분</b>	664.1	648.6	769.1	855.3	969.0
자본금	11.4	11.4	11.8	11.8	11.8
자본잉여금	264.5	262.3	262.3	262.3	262.3
기타지분	0.4	0.4	0.4	0.4	0.4
기타포괄손익누계액	4.1	6.8	-3.9	-14.7	-25.4
이익잉여금	383.7	367.6	498.4	595.4	719.9
비지배지분	805.4	770.0	759.4	791.0	831.2
<b>자본총계</b>	1,469.5	1,418.6	1,528.5	1,646.3	1,800.2

투자지표

(단위 :원, %, 배)

12월 결산, IFRS 연결	2022A	2023A	2024F	2025F	2026F
<b>주당지표(원)</b>					
EPS	-96.1	227	6,142	4,709	5,872
BPS	29,024	28,347	32,580	36,234	41,051
CFPS	7,905	10,688	13,616	14,756	15,758
DPS	500	600	600	600	600
<b>주가배수(배)</b>					
PER	-44.3	236.2	9.0	13.1	10.5
PER(최고)	-51.5	267.5	12.8		
PER(최저)	-33.6	162.8	7.0		
PBR	1.47	1.89	1.69	1.70	1.50
PBR(최고)	1.71	2.14	2.42		
PBR(최저)	1.11	1.30	1.32		
PSR	0.52	0.57	0.53	0.53	0.48
PCFR	5.4	5.0	4.0	4.2	3.9
EV/EBITDA	17.1	12.3	9.2	7.9	6.2
<b>주요비율(%)</b>					
배당성향(% , 보통주, 현금)	-279.0	54.6	10.5	9.9	7.9
배당수익률(% , 보통주, 현금)	1.2	1.1	1.1	1.0	1.0
ROA	-0.1	0.8	4.3	4.2	4.8
ROE	-3.3	0.8	20.5	13.7	15.2
ROIC	0.0	4.2	8.4	9.5	12.4
매출채권회전율	7.6	7.4	7.1	7.0	6.9
재고자산회전율	8.3	8.3	8.2	8.1	8.0
부채비율	99.6	112.1	111.6	113.0	114.9
순차입금비율	52.0	57.9	38.2	19.1	-2.6
이자보상배율	2.2	3.0	4.4	5.4	6.5
<b>총차입금</b>	1,066.8	1,102.8	1,102.8	1,102.8	1,102.8
순차입금	764.1	820.8	584.4	314.3	-46.6
NOPLAT	148.7	229.9	288.8	323.7	358.1
FCF	-6.5	-12.3	305.9	342.9	433.7